量少难腾挪 转债需念“等”字诀

□本报记者 葛春晖

周四,上证综指再现百点长阴,中证转债指数随之呈现三连跌走势。与此同时,由于去年下半年以来“赎回潮”持续不退,转债筹码大幅减少,市场成交量进一步萎缩。分析人士指出,A股波动性增强加大了转债操作难度,存量低迷更降低了个券腾挪空间,在A股市场长慢牛趋势未变、短期难言触底的背景下,转债投资一方面需耐心等待A股企稳,另一方面则需等待未来新债供给带来的择券机会。

A股调整 转债跟跌

最近三个交易日,伴随A股市场出现剧烈调整,沪深转债市场连续下跌。中证转债指数全天下跌4.06点或0.93%,为连续第三个交易日明显下跌。个券方面,当日正常交易的14只转债7涨7跌,但下跌个券跌幅明显高于上涨个券的涨幅。

具体来看,转股溢价率为负的东华转债受到正股上涨和套利需求的双重推动,涨幅达到3.35%,位居涨幅榜首位,且涨幅超过正股的1.99%;发行人向移动互联网企业转型的通鼎转债上涨2.51%,居涨幅榜次席,其正股自4月28日复牌后收获连续第七个“涨停板”。跌幅榜方面,上榜个券的正股悉数下跌,海运转债下跌7.70%,居跌幅榜首位,正股跌7.45%;燕京转债、浙能转债分别以5.92%、4.00%的跌幅位列跌幅榜第二、三位,正股分别跌5.61%、6.63%。

从盘面表现来看,经过4月份的估值修复之后,多数转债的转股溢价率已经接近或低于0,整体高估现象显著消除,因此近期转债跟随正股“起舞”的步伐更趋一致。统计显示,最近三个交易日以来,13只可比转债平均下跌7.19%,仅略超出正股平均下跌6.20%。

市场人士表示,受资金涌入放缓、前期急涨后回调压力显现以及投资者担忧情绪升温等因素影响,短期内A股市场可能会继续承受一定的调整压力,转债市场或将随之呈现阶段性震荡走势。不过,分析机构亦普遍认为,短期市场虽然面临震荡,但从中长期来看,居民财富配置从存款、地产向资本市场迁移的趋势未变,增量资金有望带动A股延续慢牛格局,阶段性的震荡休整反而有利于行情的进一步演进,因而转债市场亦值得长期看好。

以时间换空间 等待新券面世

从正股驱动的角度来看,在A股市场波动性增强、操作难度增大的背景下,多看少动、静待市场企稳,可能是转债投资的最好策略。而除了等待A股重新发出上涨指令之外,另一个需等待的契机,则是新债供给。

自从去年下半年A股市场走牛以来,转债价格上涨引发的“强制赎回潮”持续不退,导致转债筹码大幅减少。据WIND统计,截至本周四,两市转债存量仅为14只、443.74亿元,远低于去年6月底的30只、1618.24亿元。存量规模大降,率先受到影响的是交易规模。周四,两市转债成交总量仅30.93亿元,与去年12月动辄过百亿元的日成交金额相去甚远。与此同时,存量萎缩也使得投资者择券空间大幅缩窄,操作难度进一步上升。

存量下降、稀缺性提升,在去年末今年初曾一度是转债跑赢正股的重要驱动力之一。不过,在启动赎回程序后、接近赎回日之前,转债都会面临转股溢价率归零的宿命。正因如此,在择券过程中,已经进入赎回期的个券往往不如未进入赎回窗口的个券受欢迎,当前机构推荐的也通常是未进入赎回窗口的品种。从周四盘面来看,排除东华转债、通鼎转债自身的特殊因素,其他五只飘红的个券均是未进入赎回累计期的品种,而且这五只个券涨幅多数超过正股,特别是格力转债在正股下跌的情况下仍奋力上涨0.29%。

然而,不得不承认的是,在“赎回潮”持续不退的背景下,转债投资者或将面临“巧妇难为无米之炊”的尴尬。

结合兴业证券最新报告的数据来看,目前14只可交易的转债中,浙能等6只转债已发布赎回公告,6月初之前将全部退出;此外,燕京转债已经满足赎回条款,民生银行仅差1个交易日,通鼎还差14个交易日;进入6月份,洛钼等几只新券也将进入转股期,洛钼很可能直接进入赎回窗口。这意味着,如果未来新券发行不很快跟上,6月份的转债存量将只剩下个位数,投资者可选择的余地将继续缩小,操作难度更大。兴业证券表示,当前个券可选择的标的非常有限,建议关注未进入赎回窗口的品种,以时间换空间,等新券供给逐步上来之后,可以多关注新券。

部分可转债行情表现与价值分析

证券简称	收盘价(元)	三日涨跌幅(%)	正股三日涨跌幅(%)	纯债到期收益率(%)	转股溢价率(%)	债券余额(亿)
洛钼转债	179.89	-3.80	-5.21	-8.12	5.79	49.00
电气转债	164.70	-2.35	-6.38	-6.69	7.40	60.00
通鼎转债	225.00	0.40	33.12	-11.96	6.25	5.98
歌尔转债	154.01	-2.37	3.81	-5.42	21.54	25.00
齐峰转债	143.00	-3.02	-3.22	-5.50	1.15	5.90
吉视转债	147.34	-3.78	0.13	-5.36	19.78	17.00
格力转债	159.56	-10.17	-11.55	-7.84	30.01	9.80
浙能转债	139.80	-14.85	-17.90	-3.82	2.10	57.40
燕京转债	136.41	-9.49	-7.85	-58.19	1.01	0.50
东华转债	282.15	-7.65	-1.83	-20.35	-0.31	0.54
海运转债	179.99	-16.47	-17.40	-63.73	0.37	1.51
齐翔转债	153.00	-12.07	-10.88	-6.45	-0.41	10.67
深机转债	163.95	-9.93	-7.79	-16.93	-0.41	16.33
民生转债	133.86	-4.74	-0.74	-5.13	0.92	184.11

■观点链接

民生证券:转债持有为主

目前转债个券多数估值降至低位,股性提高,未来走势更大程度上决定于正股支持。而随着牛市行情的推进,正股波动加大在近两周开始显现,转债操作同样需更加谨慎,本周25只新股集中申购,正股存在一定压力,对于转债建议持有为主,结合正股题材抓住低吸机会,建议关注浙能转债、洛钼转债、电气转债、吉视转债、通鼎转债等。

光大证券:受制于标的稀缺

近期转债迎来第二波集中退市,目前既有较好流动性,又有较长延续期的转债仅有格力、吉视、电气、洛钼、歌尔、宝钢EB等次新债。我们预计到6月底仅剩上述6只转债(面值共计约201亿元)。近期过会转债仅有澳洋顺昌、航天信息,转债稀缺性仍突出。随着多数转债退市,存量转股溢价率水平可能维持在15-30%。我们仍对A股较为乐观,认为转债仍会随着正股有继续表现,但受制于投资标的稀缺,转债整体贡献度不大。

银河证券:精选个券 择时操作

目前可转债股性较强,可转债策略还需针对成交量较大的个券进行精挑细选,择时进行操作,从基本面和主题型出发挑选个券。从央行的宽松态度来看,未来仍将持续宽松以为资本市场提供足够的流动性,银行股目前估值相对于其他行业来说明显偏低,仍具有上涨空间,本周调入民生转债。从我们转债组合来看,继续持有电气转债(关注一路一带概念);深机转债(有望建设廉价航站楼,产量指标维持快速增长);浙能转债(电改方案有望下发,转债仍是流动性较强的品种);歌尔转债(苹果watch预购火爆、溢价率压缩)。

海通证券:关注无赎回压力优质券

当前转债走势基本与正股趋同,短期虽有震荡,但居民财富配置仍从存款、地产向资本市场迁移,股市两融余额突破1.8万亿,增量资金带动牛市,长期看好转债。建议投资者更关注未进入转股期的优质个券,如洛钼(钼钨资源税改革、公司业绩良好)、电气(核电+一带一路+国企改革)、浙能(国企改革+核电回归)、歌尔(可穿戴设备)、宝钢EB(保险股机会)等。澳洋顺昌和航天信息转债获证监会发审通过,新券发行临近,可积极申购。(张勤峰 整理)

即期与中间价价差近千基点

人民币汇率“夹板行情”料延续

□本报记者 王辉

在近期美元指数震荡回调的背景下,人民币兑美元汇率中间价持续逞强,5月7日再度创出近14个多月以来的新高。分析人士指出,虽然中间价走势强劲,但当前持续稳定的即期汇率仍反映出人民币汇率缺乏大幅升值动力。综合人民币国际化、经济增长形势、美元走势等因素来看,人民币汇率短期内仍将延续“夹板行情”。

中间价与即期价背离

7日,国内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.1113元,较前一日上调43基点。由此,该中间价在连续第二个交易日上涨的同时,还刷新了2014年2月20日以来的14个多月新高。数据进一步显示,截至5月7日,今年以来人民币兑美元中间价累计升值0.13%,其中二季度以来升值0.51%。

值得注意的是,虽然近期中间价持续上扬,但人民币兑美元即期市场交易价整体仍不温不火。7日,人民币兑美元即期汇价微幅高开5个基点报6.2002元,开盘后震荡走低,收盘报6.2069元,较前一日跌62基点或0.10%。回顾近段时间人民币即期汇率走势,自3月下旬以来,该汇价就持续于6.19至6.22的狭窄区间内震荡。4月中旬以来人民币中间价不断走强,也未能带动即期汇率上涨脱离这一整理平台。

伴随着中间价上行而即期汇率持稳,人民币兑美元中间价与即期汇率越走越远,目前两者价差已拉大到956基点,较4月中旬700基点左右的价差有明显扩大。

窄幅震荡成短期主基调

市场人士指出,当前人民币中间价与即期汇率的背离,在很大程度上反映出人民币汇率多空因素的共存。一方面,目前中国经济仍旧面临较大下行压力,货币政策趋松,境外美元指数中期强势仍未扭转,人民币仍有一定贬值压力;而另一方面,人民币国际化与自由兑换年内料有大幅进展,各方对人民币汇率的中期强势仍抱有稳定预期。综合来看,短期内人民币汇率,尤其是市场交易定价的即期汇价,仍难打破窄幅震荡的局面。中期来看,人民币汇率则仍有走强空间。

从最新公布的4月PMI等经济指标来看,目前宏观经济回升势头仍不够稳健,市场主流观点仍倾向于认为,未来短时间内经济基本面的表现尚难以支撑人民币汇率大幅上涨。从货币政策角度来看,年内央行为托底经济预计仍会推出更多的货币宽松举措,这也不利于人民币汇率的强势。

不过,来自中信证券的观点认为,后续在人民币国际化、亚投行推进、自贸区建设等因素支持下,人民币汇率仍有望再度走强。申万宏源报告也指出,5月之后人民币将进入能否加入国际货币基金组织SDR货币篮子的关键时期,央行预计将继续出台新的政策措施。人民币的国际化进程,将继续对汇率带来支撑。

国开债招标结果偏暖

国家开发银行7日对2015年第7期和第10期金融债进行了新一次增发,两期增发债分别为3年和10年期固息品种,发行规模均不超过50亿元。招标结果显示,两期国开债认购倍数均属较高水平,中标收益率也低于此前市场预期。

来自中债网和交易员的消息显示,7日招标的3年期固息国开债中标收益率为3.6167%,低于此前多家机构3.65%的预测均值;同时招标的10年期债券中标收益率为3.8258%,也略低于3.84%的市场预测均值。此外,两期债券的投标倍数,分别达到4.14倍和3.83倍。据5月6日的中债政策性金融债(国开行)到期收益率曲线显示,目前3年和10年期债券最新收益率分别在3.68%和3.85%左右。

市场人士表示,尽管本周以来债券二级市场人气偏弱,但一级市场主流机构配置需求仍较稳健。(王辉)

两券商12日发行短融

国信证券、广发证券有7日分别发布公告称,将于5月12日分别招标发行一期短期融资券,发行金额分别为21亿元和30亿元,期限均为90天。

上述两期短融均为固定利率、单利按年计息、不计复利、无担保,发行利率通过招标系统招标决定,在债券存续期内利率不变。时间安排上,两期短融招标日均为5月12日,分销日、缴款日、起息日、债权登记日均为5月13日,上市流通日均为5月14日,到期日均为2015年8月11日(遇节假日顺延)。经中诚信国际综合评定,国信证券主体信用等级为AAA级,本期短融的债项信用级别为A-1级;广发证券主体信用等级为AAA级,本期短券的债项信用级别为A-1级。

截至两期短融的发行公告日,国信证券待偿还短融余额为61亿元,最高发行余额为82亿元;国信证券待偿还短融余额为90亿元,最高发行余额为124亿元。(王辉)

石嘴山银行12日发行10亿金融债

公告显示,石嘴山银行股份有限公司将于本月12日在全国银行间债券市场公开招标发行该公司2015年第一期金融债券。

本期金融债券为3年期固定利率品种,计划发行10亿元。本期债券将通过中国人民银行债券发行系统招标方式发行,票面利率为计息年利率,票面利率将由发行人根据市场招标结果确定,在债券存续期内固定不变,采取单利按年计息,不计复利。招标日为5月12日,缴款日和起息日为5月14日,到期兑付日为2018年5月14日(遇节假日顺延)。经大公综合评定,本期债券发行人主体信用等级为AA-,债项信用等级为AA-。

据发行公告披露,本期债券募集资金将用于优化中长期资产负债匹配结构,增加稳定中长期负债来源并支持新增中长期资产业务的开展。

据Wind统计,截至5月6日,今年债券市场共发行商业银行金融债12只,发行总额447亿元,其中大多属于小型微型企业贷款专项金融债。(张勤峰)

贵阳农商行12日发二级资本债

贵阳农村商业银行7日发布公告称,定于5月12日通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行该行2015年二级资本债券。

本期二级资本债为10年期固定利率债券,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权,同时附有减记条款,计划发行规模为不超过7亿元,票面利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。本期债券不含利率跳升机制及其他赎回激励,票面利率不与发行人自身评级挂钩,也不随评级变化而调整。时间安排上,招标日为5月12日,发行期限为5月7日至5月11日,缴款日、起息日为5月13日。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体信用等级为AA-,本期债券信用等级为A+。

据Wind统计,截至5月7日,今年以来已完成发行的商业银行二级资本债有8只,发行总额合计403亿元,其中有6只是4月份以来发行的,表明二季度以来商业银行二级资本债发行正在提速。(张勤峰)

零操作零投放 短期流动性充裕

□本报记者 张勤峰

7日,央行公开市场操作连续第六次暂停,全周零投放。市场人士指出,当前流动性极为宽裕,机构对央行逆回购资金需求降低,公开市场操作暂停顺理成章,而这可能也反映出央行认为目前的流动性量价水平已处于较为合理的状态。未来一段时间,央行流动性操作存在不确定性,但可以确定的是,央行有动力保持流动性在适度宽裕、资金利率在相对低位水平。

公开市场操作“六连停”

7日,央行仍未开展任何公开市场操作,是4月下旬以来连续第六次暂停操作。由于本周公开市场无到期资金,因此实现零投放。

市场人士指出,央行连续暂停公开市场操作,最直接的原因是公开市场交易商对央行逆回购的需求减少,因为自3月中旬以来,货币市场流动性显著改善,资金利率大幅度走低,机构融资需求在资金市场上即能够得到满足,对融资成本相对更高的逆回购的需求自然大减。

从货币市场利率水平上看,当前流动性确实较为宽裕。具有代表性的银行间7天期质押式回购利率4月份均值降至2.91%,创下了2011年5月份以来的最低值。需指出的是,最近三五年,国内利率市场化取得显著进展,商业银行负债成本已明显上升,结合这一金融背景来看,当前流动性可以说正处于可比条件下的最为宽松的状态。

进入5月份以来,中短期限回购利率继续走低。7日,银行间质押式回购市场上,7天回购利率加权值再跌2bp至2.40%,继续向去年3月份的低位挺进(2.23%),而隔夜回购利率已跌破1.50%至1.47%,再创2010年8月以来的新低。

值得一提的是,当前回购利率下跌还发生在央行连续暂停逆回购操作、新一轮IPO正在进行的情况下。7日,金海环境等5家公司启动网上申购,尽管发行公司家数比前两日有所减少,但由于这5家全部为主板上市公司,募资规模并不低,加上新股申购资金要到8日才开始陆续解冻,因此从总量上看7日是本轮IPO资金冻结的高峰期,这更加反映出当前流动性的宽裕程度。

低资金利率可持续

前述市场人士也表示,从供给方即央行的角度考虑,央行连续暂停逆回购操作,可能表明央行认为目前的流动性量价水平已经处于较为合意的状态,进行回收或者继续投放流动性的动力都不强。

对于货币市场利率大幅下行,多数市场观点认为缘于货币政策的主动作为。4月份央行进行了本年度第二次全面降准,释放资金量超过1.3万亿。与此同时,3、4月份,央行累计五次下调了公开市场逆回购利率。央行量价双管齐下,引导货币市场资金利率下行的意图确实明显。还有一些观点认为,外汇流出压力缓解,也在一定程度上促成了当前流动性的显著改善。南京银行报告指出,4月份美元指数止涨回落,人民币贬值压力缓解,汇率震荡波动,短期内热钱流出压力可能已有所减弱。民生证券更预计4月外汇占款将出现明显反弹。

市场人士指出,倘若外汇占款恢复,并能弥补基础货币供应缺口,则央行可能继续暂停流动性投放操作。但是,未来美元走势、外汇资金流动仍然存在不确定性,国际市场总体仍看好美元升值前景,而二季度起国内流动性进入季节性收缩时段,因此央行恢复流动性投放操作的可能性仍大。而不管怎样调控,出于降成本、控风险的考虑,央行有动力保持货币市场流动性在适度水平、保持货币市场利率在较低位置,目前较低的货币市场利率具有持续性。

■交易员札记

短债活跃 曲线陡峭化

□中国邮政储蓄银行 董晶晶

7日,银行间市场利率债交投活跃,在资金面宽松支撑下短端收益率继续大幅下行6BP,长端略下行1-2BP,收益率继续呈现陡峭化形变特征。

国债方面,二级市场长端国债成交活跃,部分机构赚取IRR利差明显,短端国债有部分外资买盘。政策性金融债方面,货币基金对短端产品青睐有佳,而长端略显分歧,收益率维持纠结点位,代表性债券150210在3.83%-3.85%位置成交多笔。目前收益率水平稳定在降准之后的新平台,方向不清晰,但长端收益率由于受到二季度经济可能见底、地方债置换的资金对接方式不明、TF1506大规模换仓等因素影响,收益率走势较为谨慎。

信用债方面则别有洞天,短融、中票收益率继续畅快走低,短融下行5-8BP,中票下行3BP。在降低实体融资利率方面,收益率变化显然在信用债品种上更显现出实质性意义,即信用利差大幅缩窄。

近期市场的降息预期略有缓和,但货币宽松继续有想象空间。我们认为,在资金宽松支撑下,长端利率债仍有下行机会,但距离牛市的最后一站也许已经不太远。

不宜过分看空长期债券

□中信资本 赵巍华

自4月20日央行降准以来,债市收益率在震荡中大幅下行,收益率曲线趋于陡峭化。相比收益率曲线短端跟随货币市场利率持续下降,曲线长端在降至年内低点后呈现在纠结中窄幅上下震荡的特征。市场对中长端利率债收益率的后市出现一定分歧。

看淡中长端收益率的视角主要有以下几个:一是官方PMI和房地产销售高频数据等显现一定积极信号,部分市场参与者预期下行的经济在系列政策作用下可能在二季度企稳;二是随着近期美元指数走弱、以原油为代表的大宗商品持续反弹,部分市场参与者开始预期之后数月的CPI和PPI会呈现一定程度的环比改善;三是年内较大的利率债供应量和频繁的招标对一级市场相对疲弱的配置盘构成持续压力,一级招标疲软可能对二级市场产生压力;四是货币市场利率虽维持低位并仍有下降,但未来继续下行空间已收窄,而且较低的货币市场利率已经充分被市场所预期;五是在央行连续暂停公开市场操作从而政策未有进一步指示的情况下,临近年内低点的长端收益率短期下行受限。

上述担忧不无道理,不过在大类资产走势演进的过程中总是多空因素交织,决定大类资产短期、中期和长期走势的只能是当时特定背景和形势下更为紧要的一个或几个因素。在经济探底的背景下,对中国经济最为紧要的是,妥善应对内外部风险,平稳滚动并逐步化解存量债务压力以及与之对应的产能过剩等结构性难题,并通过全面深化改革来改变阻碍经济发展的机制性障碍、释放改革红利、挖掘经济增长潜力。

在中期经济增速换挡下行的背景下,要滚存并化解巨量债务压力,就意味着货币政策在中期需要持续宽松,通过降低融资利率来降低中国经济的债务负担,促进债务总杠杆稳中有降。2013年以来,先后制约货币政策持续宽松的阻力主要来自预算软约束问题和人民币汇率承压等。随着对地方政府债务融资特别是非标融资的大力规范,预算软约束问题至少阶段性地减少了。人口等方面的因素也使房地产走过了景气周期的顶点,政策也从适度遏制房地产泡沫转向阻止房地产行业过快下滑。政策引导和市场自身需要驱动的股票市场的阶段性调整,也利于避免进一步宽松政策火中浇油。一季度美国经济数据的低迷和联储加息可能延迟,使得美元指数处于去年三季度以来最为疲弱的时期,人民币汇率短期承受的压力有所下降,这可能是年内货币政策继续宽松所承受外部压力最小的时期。总体上,进一步宽松政策出台仍是大势所趋,长端利率的震荡之后待进一步政策信号明了时应有机会突破年内低点。

此外,虽然前期一系列宽松政策有利于短期经济增速在二三季度中的数月出现好于一季度的局面,但三期叠加背景下的经济下行压力具有一定的持续性。虽然大宗商品的反弹可能会带来一段时期内月度物价数据环比改善,但原油等大宗商品涨势相对去年的跌势仍有限,趋势性的通缩压力仍大于阶段性的通胀压力。未来更可能是先有宽松政策的加速和加码,再有短期经济的回暖。