

■降息通道中的货币债券市场(四)

# 股债双牛难为转债“无米之炊”

□本报记者 张勤峰

在货币政策保持宽松趋势的背景下,当前长债补涨迹象显现,A股震荡不改慢牛格局,因此转债处于有利的市场环境中。但无法回避的是,由于“退市潮”迭起导致转债存量规模持续缩水,且当前可交易的转债大部分或行将退市或面临赎回压力,转债投资实际已陷入“无米可炊”的境地。研究机构指出,鉴于当前转债整体可操作性低,赚取相对收益的难度大,建议在中期持有中跟随个券赎回节奏兑现获利,等待供给释放打破当前僵局。

## 股债双牛 环境有利

14日,转债市场与股共舞,个券多数上涨。最吸引眼球的,莫过于通鼎转债在四个交易日内价格翻番,以近乎夸张的走势,展现了特定情况下转债所享有的交易规则优势和不输于正股的进攻性。

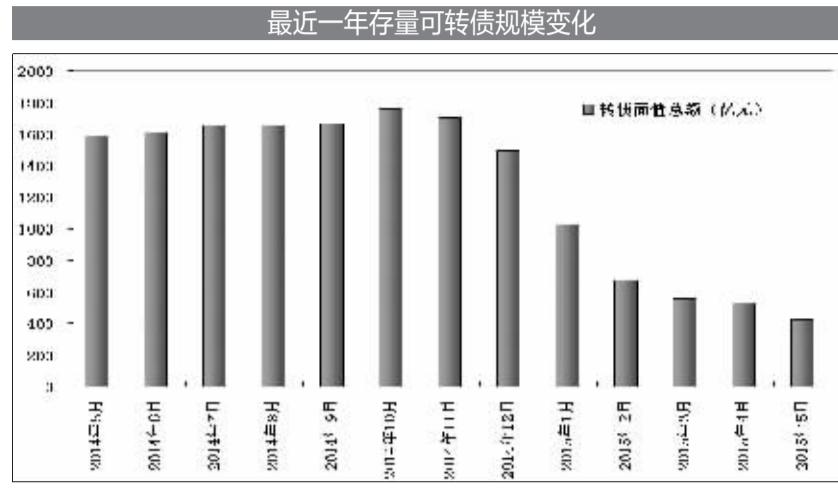
市场人士指出,当前转债依然处于股债双牛的市场环境中。债券方面,极其宽裕的流动性,拓宽了债券加杠杆和套息的操作空间。目前长债仍犹豫不决,但短债利率不断下滑,使得期限利差已有过高之嫌,而最新的经济数据再次证伪经济复苏、降准降息交替呈现也显露出货币加速宽松的势头,当低资金成本被普遍接受、宽松周期未尽成为一致预期,长债收益率终将迎来下行行情。近日地方置换债发行方案明确,消除了困扰长债的最大不确定性,长债补涨的迹象已有所显现。展望未来,继续放松货币是大势所趋,债券牛市未完。

## 500元级转债诞生 通鼎转债四日翻倍

□本报记者 张勤峰

在当前饱受赎回压力困扰的转债市场上,通鼎转债成为一朵妖艳的“奇葩”。14日,通鼎转债全天上涨32%,风头盖过连封涨停的正股。短短四个交易日内,通鼎转债价格就翻了一番,而高达528元的市价,更成就了其国内第一高价转债的地位。

通鼎转债的“奇迹”需从上月末说起。4月28日,停牌已逾3个月的通鼎互联、通鼎转债在披露发行人定向增发A



股市方面,政策风向微调、新股发行提速、累计涨幅较大,使得前期过快的上涨速率有纠正必要,但股市走牛的基础未动摇。中金公司报告指出,本轮A股牛市的基础在于权益市场地位提升、改革与聚焦效应、低效融资需求萎缩与货币政策放松,新媒体和杠杆操作放大了做多的动能。目前看,国家资产负债表修复、鼓励创新、兼并重组、国企改革仍需依赖股市;货币政策仍在放松当中,股市赚钱效应已经体现,市场的上涨惯性仍存,不宜轻言趋势逆转。

## 存量缩水 操作空间小

尽管转债所处环境有利,但不可否认的是,转债最风光的时候已经过去,从年初至今表现看,转债跑不赢正股已成常态。以市场上现存13只正常交易的转

债为例,年初以来转债平均上涨50%,正股平均上涨65%,而去年下半年转债曾长时间跑赢正股。转债跑输正股缘于多方面原因,先是估值过高,主动“杀估值”,而当前转债估值已有所收敛,存量规模萎缩导致转债择券空间小、流动性下降则上升为主要矛盾。

由于正股上涨不缓,去年三季度以来转债市场不断上演“退市潮”。Wind数据显示,去年8月至今,共有25只可转债因触发提前赎回或退市;本月刚过一半,已先后有恒丰、歌华、深燃、双良(到期)、海运退市;而现存转债面值余额约429亿元,仅为去年同期的四分之一左右。

值得注意的是,现存的13只转债中,大部分也都存在赎回退市压力,存量萎缩的过程还在继续。目前齐翔、东华、浙能、深机转债发行人均已公告实施提前

赎回,将于本月下旬陆续停止交易,燕京和齐峰已公告于6月上旬停止交易。仅这6只转债退市,就将导致转债存量规模到6月中旬萎缩至350亿元以内。另外,余额为182亿元的民生转债已于日前触发赎回,且发行人已决定行使赎回权,只待监管层批准。吉视和通鼎转债已进入触发赎回累计期,由于正股题材较好,未来转债触发赎回几无悬念。除上述转债外,目前市场上只剩下4只未进入转股期的转债,其中格力、歌尔、洛钼均将于6月进入转股期,歌尔和洛钼正股价已高于赎回触发价,格力接近触发价,未来同样有赎回退市压力,而电气转债转股期在8月份,压力相对较小。

市场人士指出,存量萎缩导致转债择券余地大降、流动性降低,限制转债操作空间,且随着赎回日期临近,转债将逐渐丧失期权价值,加上赎回价制约,跟涨正股的时间和空间都面临限制。而对于尚未触发赎回或暂停未进入转股期的6只转债来说,转股溢价率普遍高企,转债弹性亦受到高估值限制。

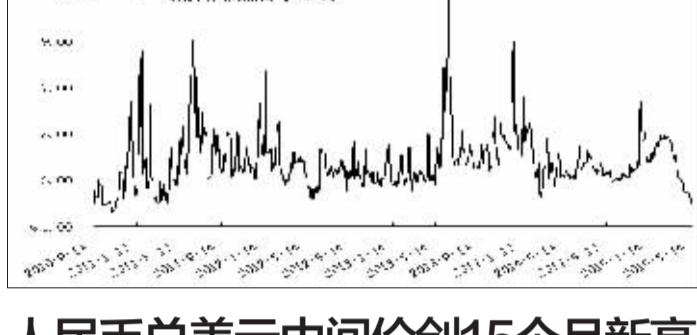
总体而言,机构认为,当前转债操作余地有限,赚取相对收益难度较大,但由于规模收缩,稀缺性对估值有支撑,因此对于刚性配置资金来说,转债仍有一定持有价值,可在持有中跟随个券赎回节奏兑现获利。个券中,尚未进入转股期、溢价率在4%以内的洛钼、电气转债被相对看好。另外,未来新券上市带来的投资机会更值得期待。中金公司表示,新转债上市很可能上涨一步到位,可积极参与申购或配售。(本系列完)

## 央行公开市场操作八连停 7天回购利率创四年半新低

本周四,央行继续暂停公开市场例行操作,为4月20日降准以来的连续第八次暂停。与此同时,货币市场流动性继续向好,多个期限资金价格再创数年新低。市场人士表示,公开市场操作连续暂停,反映当前资金面形势符合政策意图,未来货币市场利率仍有下行空间。

据WIND统计,本周公开市场没有任何到期资金,因此本周公开市场将实现全周零投放,这也是4月27日当周以来的连续第三周零净投放/净回笼。从货币市场反应看,14日银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率跌8BP至1.15%,再创逾五年新低;标杆品种7天回购

## 货币市场利率延续下行趋势



## 人民币兑美元中间价创15个月新高

尽管本周陆续公布的我国4月份宏观经济与金融数据表现疲弱,但在美元指数近期一路下滑的背景下,人民币汇率仍保持了偏强走势。

据外汇交易中心公布,14日人民币兑美元汇率中间价报6.1093,较13日上调30基点。至此,该中间价突破6.11整数关口的同时,一举创出2014年2月18日以来的近15个月新高。14日即期外汇交易市场上,人民币兑美元即期汇价高开后窄幅波动,

## 农发行新债招标受热捧

5月14日,农业发展银行对该行2015年第11期、第9期、第10期、第4期金融债进行了最新一次增发。四期新债受到机构热情追捧,中标利率均低于二级市场。

农发行本次增发的四期固息债期限分别为1年、3年、5年、7年,规模分别为60亿元、70亿元、60亿元和70亿元。中债网信息显示,四期新债中标收益率依次为2.5841%、3.3488%、3.5503%、3.8939%。13日的银行间债市固息政策性金融债(农发行及口行)到期收益率曲线显示,1年、3年、5年、7年期品种

## 今年首期铁道债将于15日招标

中国铁路总公司14日公告称,将于5月15日招标发行2015年第一期中国铁路建设债券,牵头主承销商为国泰君安证券。

本期铁道债发行总量200亿元,分为10年期和20年期两个品种,发行规模分别为150亿元、50亿元。本期铁道债为固定利率,采用单一利率(荷兰式)招标方式,10年品种招标利率

上下限为3.90%—4.90%,20年品种招标利率上下限为4.20%—5.20%,起息日、缴款截止日为5月18日。经中诚信国际评定,中国铁路总公司的主体信用等级为AAA,本期债券信用等级

为AAA。本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。

资料显示,经发改委批准,中国铁路总公司今年铁路建设债的计划发行规模为1500亿元。(王辉)

## 国开行19日增发5期金融债

国家开发银行14日公告,定于5月19日增发2015年第七至十一期金融债券。

国开行本次增发的五期债券为1年、3年、5年、7年、10年期固息品种,票面利率依次为3.19%、4.18%、4.13%、4.25%和4.21%,均为按年付息,本次增发规模依次为40亿元、70亿元、60亿元、70亿元和80亿元。各期增发债券均采用单一价格(荷

兰式)招标方式,起息日依次为5月12日、4月3日、4月13日、4月13日和4月13日,缴款日均为5月21日,1年期品种上市日为5月25日,其余品种上市日为5月27日。

上述增发债券上市后同对应的原债券合并交易。债券承揽费

按认购债券面值计算,1年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%。(王辉)

中诚信国际:调升杭州联合银行主体评级至AA

中诚信国际信用评级有限公司14日发布跟踪评级报告,将杭州联合农村商业银行股份有限公司(简称杭州联合银行)主体信用等级由AA—调升至AA,将评级展望由正面调整为稳定,将公司2014年发行的金融债券信用等级由AA—调升为AA。

中诚信国际表示,此次评级调整是基于对宏观经济和行业环境、杭州联合银行自身财务实力的综合评估之上确定的,肯定了杭州联合银行经营所在地的

■降息通道中的货币债券市场(四)

## 供给隐忧难消散 长债走牛仍需政策助力

□蔡年华

近期债市可谓利好不断,经济数据和金融数据持续疲软,M2增速创历史新低,央行在降准后再次降息,货币政策实质宽松已然成型。但与此同时,10年政策性金融债却高位震荡,下行阻力较大,收益率曲线呈现牛陡走势。笔者认为,长端利率的下行有待针对地方债的相关政策实质落地。

目前制约长端利率下行的两大阻力:一是在前期宽松政策刺激下,经济数据是否会再现企稳;二是上万亿地方政府债以长期为主,对长端债券的挤压将十分明显。前者随着4月份经济数据的公布已经部分证伪,经济的前景尚不乐观,那么市场的关键点就在于地方政府债的处置问题。

根据目前政策的方向来看,地方政府

的再融资困境已经得到解决,而且定向发行也成为主要的发行方式之一,这将减少公开发行的供给压力。从综合收益来看,银行与地方政府已实现双赢的局面,但作为商业银行的资产配置品种,地方债的配置增加势必挤压国债和政策性金融债的投资比重,因此,如何有效提高银行的债券投资规模成为当下亟须考虑的问题。

从银行资产负债的角度考虑,商业银行要增加债券的投资能力,主要依靠两方面的来源,一是挤压贷款额度,将部分贷款置换为债券。但贷款具有较强的存款派生功能,而债券本身的存款派生能力较弱,在此背景下,银行主动压缩贷款规模提高债券配置的动力明显不足。二是银行超额准备金提高,可供投资的资金量扩大,这将直接提高债券的投资需求,可供选择的政策

主要包括降准、MLF和PSL。目前来看,PSL主要针对政策性银行和部分商业银行,对象受限、MLF期限较短且资金利率高达3.5%,因此,可为商业银行提供低成本的自主资金,一是通过降准来实现,二是可扩大PSL的实施范围并降低利率。

通过观察发现,前期央行大幅降准1个百分点对降低长期资金利率的实际效果较弱。当前货币市场隔夜回购利率降至1.3%,7天期接近2%,由于机构的交易行为主要依靠短期负债来维持杠杆,这直接利好短期利率。但长期利率仍维持震荡,下行趋势不明朗,说明阻碍长期利率下行的关键因素不是资金面的宽松,而是结构性的矛盾,即地方债的供给主要以长期限为主、且规模较大,导致长端供需矛盾突出。

而如果央行能够通过直接购买地方

债或者接受地方债质押开展PSL(非MLF等短期品种)方式向相应的商业银行提供低成本资金,那么,一方面,地方债长期债券供给压力的警报得以解除,另一方面,长期债券需求改善也将直接推动长期利率的下行。

当然,以上的推导是基于逻辑上的分析,市场目前的分歧主要在于央行货币政策如何取舍,以及地方债的供给规模和公开发行规模存在不确定性。笔者认为,无论地方债的相关货币政策以何种形式出现,央行通过资产负债表结构调整进行货币宽松的路径已经明晰,那么在经济数据尚未企稳的情况下,货币政策宽松的趋势不变,长端利率下行的触发点将在政策明朗之时。

而如果央行