

转债市场收割老券博弈新债

□本报记者 张勤峰

伴随大量老券退市，目前沪深市场存量转债仅剩8只，与此同时，由于次新券陆续进入赎回期，存量转债普遍仍面临赎回退市压力。市场人士指出，在老券退市在即、次新券估值高企、股指点位敏感的背景下，目前转债市场处境“鸡肋”，操作难度大，性价比不及正股，建议在持有中途高兑现。值得一提的是，本周天士力集团可交换债发行，宣告此前阶段的转债供给真空期结束。分析机构表示，目前有多只转债待发，在转债极为稀缺的情况下，建议积极关注新券申购机会。

分化明显 整体跑输正股

周一，A股上证指数涨逾百点难掩个股行情的分化，金融等前期滞涨权重板块强势崛起与中小创黯然回调一同出现，造就盘面上鲜明的“二八”特征。映射到转债市场，亦呈现“赚指数、难赚钱”的局面。

具体来看，周一转债市场上，中证可转债指数小涨0.68%，终结此前的三连跌走势，但从个券上看，主要是民生等少数大盘可转债在支撑指数，不少中小盘可转债遭遇明显调整。具体看，周一沪深两市正常交易的7只可转债3涨4跌，与相应正股涨跌表现一致。个券方面，民生转债全天下涨4.23%，属领涨品种，通鼎转债小涨1.18%，电气转债微涨0.77%；下跌品种中，歌尔、吉视、格力分别跌8.11%、5.01%、3.90%，洛钼转债则微跌

6月8日沪深转股类债券行情与估值表现

名称	最新价（元）	涨跌幅（%）	正股涨跌幅（%）	转股溢价率	纯债溢价率	平价底价溢价率	成交量（手）
民生转债	139.63	4.23	5.31	1.96	45.72	42.93	2134556.00
电气转债	273.16	0.77	2.29	28.77	203.88	135.98	228837.00
通鼎转债	508.004	1.18	1.83	-1.22	425.45	431.93	105770.50
吉视转债	172.36	-5.01	-3.20	7.60	89.07	75.72	83038.00
洛钼转债	221.4	-0.50	-3.00	7.40	140.09	123.55	75397.00
歌尔转债	204	-8.11	-4.15	34.29	120.79	64.41	70261.00
14宝钢EB	227	2.65	10.00	40.23	137.25	69.19	48704.00
格力转债	243.85	-3.90	-3.66	29.25	161.35	102.20	21277.00

0.5%。此外，两市唯一一只可交换债券——14宝钢EB表现较好，涨幅2.65%。不难看出，昨日上涨转债的涨幅并不算大，但下跌转债跌幅却不小，市场整体表现偏弱。

与此同时，周一转债跑输正股的现象依然比较突出。例如，歌尔转债跌8.11%，正股跌幅为4.15%；吉视和格力转债跌幅同样高于对应正股。当天4只上涨的转债（包括14宝钢EB）涨幅亦不及正股，其中，14宝钢EB表现远逊于标的股票——涨停的新华保险。

总体而言，周一转债市场跟涨乏力，跟跌积极，无论是进攻性还是防御性的表现都乏善可陈。

老券鸡肋 期待新券

市场人士指出，对于转债市场而言，目前首要问题是券少。在上周燕京和齐峰转债赎回后，存量转债只剩下8只，这还包括公募发行的可交换债“14宝钢EB”，全部转债面值总额不到400亿元。

而去年这时候，两市共有可转债29只，余额超过1600亿元。大量转债的退市，导致市场流动性下降，可选品种减少，大幅提升了转债投资的操作难度。

就存量转债而言，定位也颇为尴尬，性价比不如正股。从赎回进度上看，存量转债仍普遍面临赎回压力。老券如民生转债早已触发强赎条款，只待监管部门批准；剩下的全部是去年下半年以来发行的次新券，其中通鼎、吉视转债均已公布赎回公告，赎回登记日均为7月7日，洛钼转债开始触发赎回进度累积，而本月即将进入赎回期的格力和歌尔触发赎回也是大概率事件，只剩下电气转债和宝钢EB暂无赎回之忧。

从估值来看，已触发赎回品种如民生转债的转股溢价率不高，估值相对合理，但由于赎回退市在即，只能以正股替代品看待，且流动性不及正股，在赎回前市价仍承压，上涨空间难及正股。对于尚未触赎回的转债来说，估值高企是共性，导致转债弹性受限，往往很难跑赢正股。

据Wind数据显示，截至6月8日收盘，电气、歌尔、格力转股溢价率均接近30%，宝钢EB高达40%。由于歌尔、格力即将迎来赎回期，而转债溢价率仍偏高，透支了较多正股上涨预期，后续可能存在杀估值风险。

此外，股指升至5000点左右敏感区域，虽然中线看涨预期仍浓，但盘面波动越发剧烈，进一步增加转债操作难度。

总体来看，机构普遍认为，当前转债市场处境鸡肋，性价比不及正股，较为合适的策略是在持有待涨中关注逢高兑现机会。

值得关注的是，本周一，天士力集团可交换债“15天集EB”发行，打破了转债市场持续已久的“供给荒”。在老券难以折腾的情况下，新券发行为转债市场带来新的活力。海通证券等机构指出，自年初电气转债发行以来，转债市场供给真空已持续四个多月，期间存量转债不断退市，导致转债标的愈发稀缺，在此背景下，投资者对新券投资热情很高，不排除新券上市后首日价格接近甚至超过130元，申购新券的无风险收益相当可观。

据Wind统计，截至6月8日，两市共16家上市公司披露转债发行预案，其中，澳洋顺昌、三一重工、蓝色光标、厦门国贸、九州通、航天信息发行转债方案均已获证监会批准。中金公司等机构预计，天集EB之后，航天信息转债预计也将很快发行，未来转债供给有望加速，在转债标的稀缺的情况下，建议投资者积极参与新转债申购。

资金面宽松 回购利率低位运行

6月8日，上周“打新”资金进一步解冻，助力货币市场流动性继续保持宽松状态，主流资金利率延续低位运行。市场人士表示，本周无影响流动性的重大事件，预计资金价格将持续下行；同时，预计央行公开市场操作将继续暂停。

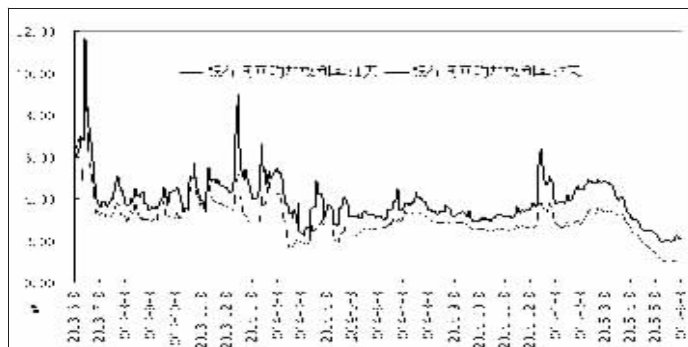
数据显示，8日银行间质押式回购市场上，隔夜回购加权平均利率微升1BP至1.08%，指标品种7天回购利率微升1BP至2.06%，14天品种上行6BP至2.44%，1个月品种上行5BP至3.08%。此外，跨半年末的21天品种上涨了31BP至2.77%，但成交很少。交易员表示，随着“打新”冻结资金继续回流，四大行和股份制银行积极融出1个月

以内资金，临近收市前，仍有不少机构融出隔夜品种。

据WIND统计，本周（6月6日-12日）公开市场逆回购、正回购或央票等任何货币工具到期。市场人士表示，目前来看，除了部分新股解冻继续正面影响本周货币市场之外，新一轮IPO、季末考核、企业缴税等扰动因素暂时未至，本周资金面有望延续整体偏松格局。在此背景下，预计本周央行将继续暂停公开市场例行操作。

东莞银行分析师表示，总体来看，本周流动性宽松格局未变，资金价格下行大势所趋，预计隔夜回购利率将下探至1.04附近，7天回购利率将继续下行至1.98%以下。（葛春晖）

银行间主流资金利率延续低位运行



农发行新债中标结果符合预期

农业发展银行6月8日对该行2015年第八期、第十三期和第十四期金融债券进行了最新一次增发。招标结果显示，三期增发债中标收益率整体低于二级市场同期限债券品种3-5BP，符合市场预期。

农发行本次招标发行的三期债券分别为2年、1年、3年期固定品种，发行规模分别为60亿元、70亿元、70亿元。中债网公布的发行情况公告显示，三期新债中标参考收益率分别为2.6635%、3.2788%、3.5547%。银行间债市

固息政策性金融债（农发/口行）6月5日到期收益率曲线显示，1、2、3年期品种的最新收益率分别为2.69%、3.39%和3.60%左右。由此来看，农发行三期新债中标利率全部低于二级市场。

市场人士表示，6月以来利率债市场在地方债供给重压下的颓势正逐步得到扭转，尽管年内第二批地方债置换的消息已逐步得到证实，但现阶段较为疲软的经济基本面及货币政策持续宽松的乐观预期，仍逐步打压市场收益率见顶回落。（王辉）

口行6月11日增发两期金融债

中国进出口银行6月8日公告称，定于6月11日（本周四）在银行间债市对该行2015年第八期和第十三期金融债券进行最新一次增发。两期新债依次为10年和5年期固定品种，发行量均不超过40亿元，合计发行规模不超过80亿元。

其他发行条款方面，本次增发的10年和5年期债券均无基本承销额度，均以全价价格招标方式发行，采用单一价格荷兰式中

标方式，招标时的票面利率分别为4.29%和3.81%。时间安排方面，两期债券招标时间为6月11日10:00至11:30，分销期均为6月11日至6月12日，缴款日均为6月12日，上市日均为6月16日。两期债券的计息期起息日，分别为2015年4月7日和2015年6月8日。本次口行增发的两期债券所筹资金用于口行信贷贷款，5年期发行手续费为0.10%、10年期发行手续费为0.15%。（王辉）

联合资信 下调东胜城投主体评级至A+

联合资信评估有限公司日前发布评级报告，将鄂尔多斯市东胜城市建设开发投资集团有限责任公司主体长期信用等级由“AA-”下调至“A+”，评级展望为负面；将“12东胜债”的信用等级由AA-下调至A+。

联合资信表示，做出上述评级调整主要是基于东胜城投担保的私募债“12蒙恒达”已出现违约，东胜城投或有负债风险增大、逾期本息规模增加以及东胜区政府财力持续下降等因素。具体看，内蒙古恒达公路发展有限公司发行的2亿元中小企业私募债“12蒙恒达”，由内蒙古新大地建设集团有限公司和东胜城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。该债券于2015年4月

18日到期，但并未及时兑付。目前，在东胜城投的帮助和协调下，发行人已将5944万元代入偿债专户，剩余款项正在逐步落实过程中。根据获取的最新征信报告，截至2015年4月28日，东胜城投欠息增加至5笔，欠息总额达到1.13亿元；有本金2亿元的不良贷款1笔，到期日为2014年11月8日；关注类贷款3笔，总额5700万元。截至2015年4月28日，剔除对子公司的担保，东胜城投对外担保余额为61.28亿元，对外担保比率为64.15%（以2013年底净资产计算），较2013年提升30.54个百分点，或有负债风险增大。另外，综合东胜区财政收支变化情况，东胜区政府债务压力有所增大。（葛春晖）

新世纪 调升当代科技评级展望至稳定

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布跟踪评级报告，维持武汉当代科技产业集团股份有限公司主体信用等级为AA，调整公司信用评级展望至稳定，维持公司2014年度中期票据信用等级为AA。

报告称，跟踪评级反映了跟踪期内当代科技在医药业务细分市场竞争力、产品及业务多元化和资本实力等方面所取得的积极变化。具体看，公司主要优势包括：1、当代科技是我国麻醉用药和计生用药龙头企业，在细分领域中的竞争地位较为稳固；2、当代科技拥有麻醉用药、

计生用药、维吾尔药和生物制药等多种特色药组合，有助于缓解单一品种业绩波动带来的经营风险；3、跟踪期内，当代科技完成了增资扩股事项，公司实收资本变更为10亿元，资本实力得到较显著增强；当代科技投资领域较多，有利于增强其抵御单一产业波动的抗风险能力。跟踪期内，公司营收及盈利持续增长，经营性现金流表现较好。

同时，本次跟踪评级也反映了公司在债务扩张过快与融资、整合风险、并购估值过高、资金拆借及或有负债等方面继续面临压力。（葛春晖）

债券剩余部分及年内第二批置换债券，总体上仍将有秩序平稳入场，不会给债市带来太大压力。

中信建投证券指出，截止目前为止，地方债发行结果好于市场预期。尽管此前市场普遍担心地方债的供给，并且从收益率的角度给出了“合理”的估值，但从发行结果来看，无论是定向还是公开发行的地方债，收益率都逼近国债，显示出了地方政府强大的调配力。在此背景下，预计未来地方债的发行利率将继续维持在低位。

此外，对于上周市场传出的第二批1万亿元债务置换额度已下发至各个省份的消息，分析人士普遍认为，财政部进一步推进地方债置换完全在市场预期之中，在经济下行压力犹存、降低融资成本仍是政策调控主线的背景下，未来货币政策有望保持宽松并有效对冲债务置换压力。

的难度再次增大。基于对股市走势的判断，较为合适的策略仍是持有待涨中关注逢高兑现机会。目前仍建议持有电气、歌尔洛钼、格力、吉视和民生转债，宝钢EB仅适合于刚性配置资金做底仓。此外，6月8日为天集EB网上申购日，网上认购按照“时间优先”的原则，比拼投资者的交易系统。而航天信息转债预计也将很快发行，投资者可继续关注其中购机会。

国泰君安证券： 关注新券申购机会

投资者天然恐高、市场情绪敏感、替代资金崛起导致了上证综指在冲击5000点的过程中频现“深V”，尤其需要注意地产销售回暖，如果资金逐渐分流至楼市，A股市场的波动可能会进一步增大。天集EB的发行标志着持续近半年的转债供给真空结束，预计6月份航信转债将会发行，其他5家获批的转债可能大部分会在7月份中下旬发行。目前存量转债性价比尚不如正股，建议投资者关注即将到来的转债供给，积极参与新转债申购。标的方面，给予电气、洛钼、歌尔、格力增持评级。（张勤峰 整理）

种发行规模分别为31亿元、93亿元、93亿元、93亿元；江西省财政厅将于6月15日招标发行总额为417亿元的一般债券，其中置换额度为280亿元，新增债券137亿元，3年期发行规模为41.7亿元，5年、7年、10年期各发行125.1亿元；宁夏回族自治区财政厅将于6月15日招标发行总额为70亿元的政府一般债券，其中3年期发行规模为7亿元，5年、7年、10年期各发行21亿元。

供给风险料平稳释放

从5月中旬首批置换地方债发行启动以来的债券市场反应看，尽管巨量的供给压力曾一度给债券市场带来打压，但供给风险总体仍得到了平稳释放，并未给债券市场带来过度冲击。而从发行人的角度来看，整体中标结果所反映出的融资成本，也应当好于各地方政府预期。在此背景下，市场主流观点普遍认为，第一批置换

部支持度等的不同，同一行业不同发行人之间的分化将日益显著。因此建议投资者不必因噎废食，配置上建议短久期、择良券。

华安证券： 城投债配置价值凸显

近期违约事件频发（湘鄂、天威、中富），给信用债带来一定的估值压力。由于经济仍处于下行通道中，个别信用事件仍有可能爆发，建议投资者布局具有一定信用等级的债券。从配置角度而言，城投债配置价值凸显，首先是政府无意让债务风险爆发，其次是城投平台有一定的偿还能力，有大量的优质资产可用于抵押或偿还，违约或破产现象还难以出现。继续推荐高票息、有偿还能力的城投债。

可转债

中金公司： 做多难度再次增大

股市震荡加剧，但趋势未改，但由于转债仍透支了较高的正股上涨预期，且必须在两个月左右的时间内兑现，做多

2.64倍、2.38倍、2.33倍。而此前公布的四期债券投标区间分别为2.89%-3.32%、3.28%-3.77%、3.56%-4.10%、3.60%-4.14%。从发行结果来看，各期债券中标利率全部落在投标区间下限，认购倍数也在相对较高水平。

WIND数据截至6月8日的统计显示，自地方债置换发行启动以来，合计共有10个地方政府，累计发行了51期地方政府债券，总发行规模已达2962.70亿元。从发行中标情况来看，大多数债券中标利率均落在或贴近指导投标利率的下限，认购倍数也普遍在2倍左右的中性水平。

在天津债平稳招标的同时，本周一，广东、江西、宁夏三个省级政府也分别公布了年内第一批地方债的发行公告。具体为：广东省财政厅将于6月12日招标发行总额310亿元的四期地方政府一般债券，其中113亿元为置换债券、177亿元为新增债券，3年期、5年期、7年期、10年期品

缓和，R007有望重新回落。值得关注的是，6月缴税以及企业为海外客户分红的影响，会给资金带来波动，需密切注意。债券建议继续持有，但长端仓位不宜过重。我们判断资金的影响有限，2013年那种情况绝对不会出现。如果资金导致收益率大幅上行，反而是买入机会。IRS保持支付固定仓位，如果新股资金释放导致IRS大幅下行，则可以果断加仓支付固定利率。

信用产品

招商证券： 短久期 择良券

上周5月PMI出炉，为50.2%，较上月回升0.1个百分点，显示制造业景气度有微弱改善，持续稳增长的效果有所显现，经济触底回稳的概率进一步增强，建议轻利率、重信用。虽然5月份以来爆发了多起违约事件，不过，这些信用事件依旧呈现出分散性和割裂性，且产业债评级上调数量上升、产业债评级下调未向中下游行业蔓延也验证了信用风险的边际收敛。但与此同时，伴随着自身战略、业务布局、内部管理、外

利率产品

光大证券： 曲线牛平概率大于熊平

当前经济弱势格局未变，货币宽松仍会继续。供给增长或是短期压制一级市场招标表现的主要原因，并对二级市场形成带动。地方债首期置换在8月完成，期间平均每月发行近2500亿；第二批置换预计年底前完成，意味着9-12月平均仍有2500亿发行，供给放量风险仍在持续释放。本周一级市场发行情况将遭遇考验，或带动二级市场的长端利率上行。但经济下行，降低融资成本仍是主线的情况下，供给放量带动无风险利率上升不符合经济现况和政策导向，宽松货币政策将为债务置换保驾护航，6月收益率曲线牛平的概率大于熊平。

广发银行： 持有所为主 控制长端仓位

目前股市还看不到消停的意思，债市同样也摆脱不了震荡的局面。本周将迎来经济和金融数据，预计数据表现一般，整体有利于债市。另外资金面会有所

活跃度显著下降

□鄞州银行 段苏

6月8日，流动性宽松，资金成本延续小幅上行。现券市场缺乏方向，加上年中关键时点，买卖双方均无心恋战，市场成交清淡，现券收益率窄幅波动。

资金面不改宽松，但资金成本已连续小幅上行多日。隔夜、7天、14天、21天、1个月、3个月质押式回购利率分别为

1.06%、2.02%、2.41%、2.67%、2.87%、2.94%，较上一交易日分别上行1BP、0BP、5BP、25BP、1BP和8BP。

利率债缺乏催化剂，收益率保持平稳。近期，债券市场虽有IPO冻结资金回流、PSL利率下调、外资行质押式回购开放等利好，但利空似乎更多：一是，第二批地方债尘埃落定；二是，海外债券的收益率再度大幅飙升；三是，中下旬继续有

大盘股发行，月底流动性存在不确定性。因此，市场情绪较为谨慎，买卖双方都在等待形势进一步明朗。10个月150009成交在1.95%、7年期150007成交在3.5%、10年期150005成交在3.565%、10个月国开150211成交在2.66%、3年国开150201成交在3.52%、5年国开150208成交在3.765%、10年国开150210成交在4.04%，变化幅度均在1BP左右。

信用债成交仍以短端为主，收益率小幅攀升。1年期AA+短融京城建成交在3.9%，与票面利率持平。10个月AAA短融首钢成交在3.95%、AA+短融京煤成交在4.13%。5年AAA铁道中票成交在4.26%。市场暂时处于真空期，操作上宜安全第一。短期内，由于货币政策是否继续发力存在不确定性，因此市场多空难定，建议缩短久期，谨慎为宜。