

受制标的稀缺 转债休养生息

□本报记者 葛春晖

8月17日,转债市场(含可交换债)全线下跌,个券表现继续弱于正股。分析人士指出,短期内A股市场或仍以宽幅震荡为主,转债市场难以趋势性走强,而个券标的极度稀缺,又限制了转债的择券空间,在此背景下,转债策略以休养生息、等待新券为主。

转债继续跑输正股

17日,A股市场先抑后扬,截至收盘,沪深指数温和上涨,个股红肥绿瘦。值得关注的是,虽然上证综指在4000点关前遇阻,深证成指涨幅也不足1%,成交未能明显放大也反映投资者热情尚未被完全激发,但个股表现仍是热点纷呈、大片涨停。然而,在A股市场上演丰富多彩的个股行情之时,转债市场表现却仍是不尽如人意。

昨日沪深转债市场全线走软,六只券(包括两只可交换债)悉数下跌,不但整体表现远逊于正股的五涨一跌,而且六只个券的表现均不及各自对应的正股。

具体看,电气转债、歌尔转债、15天集EB分别下跌0.16%、0.35%、0.43%,略强于其他三只个券,对应的正股则分别上涨2.82%、0.50%、0.98%;格力转债、航信转债分别下跌1.57%、2.23%,更是明

8月份以来转债表现与价值分析							
证券简称	区间涨跌幅(%)	正股区间涨跌幅(%)	最新收盘价(元)	纯债价值(元)	纯债到期收益率(%)	转股溢价率(%)	债券余额(亿元)
格力转债	10.69	17.55	152.92	97.03	-7.42	18.99	9.78
航信转债	7.05	9.22	146.76	93.18	-4.65	87.31	24.00
电气转债	6.57	15.79	149.14	94.30	-5.30	3.71	59.97
14宝钢EB	3.55	0.79	139.31	97.86	-11.87	39.12	40.00
歌尔转债	3.11	9.44	142.70	96.81	-4.31	15.79	25.00
15天集EB	0.52	2.03	115.66	91.36	-2.03	52.57	12.00

显弱于各自正股5.50%、1.10%的涨幅;此外,虽然14宝钢EB对应的正股全天亦下跌3.22%,但个券跌幅也达到了4.25%。

事实上,自从本轮股市调整以来,转债市场多数时间的表现都弱于正股。仅从8月初以来的数据来看,期间六只转债中仅14宝钢EB以3.55%的涨幅超越所对应正股(新华保险,期间涨幅0.79%),其他五只涨幅均不及正股;六只转债平均上涨5.25%,正股平均涨幅则达到了9.14%。

短期难觅趋势性机会

目前来看,市场观点普遍认为,虽然受益于居民资产配置持续转移,权益市场仍可长期看好,但中短期来看,IPO重

启担忧、前期套牢盘压力、经济下行风险等因素,使得市场做多情绪的修复仍需时日。在此背景下,短期内A股市场或仍以宽幅震荡为主,转债市场难觅趋势性行情。

当然,通常在震荡市中也不乏做多机会,正如近期的A股市场,投资者如果精选个股、波段操作,也有取得不菲盈利的机会。但对于当前的转债市场而言,这一策略仍面临着“巧妇难为无米之炊”的尴尬。存量下降、稀缺性提升,一度是去年末到今年初转债持续跑赢正股的重要驱动力之一,而目前这一动力可以说已经转化为转债行情的阻力。

WIND数据显示,截至17日,当前转债市场仅存六只转债(包括两只可交换债),存量余额仅171亿元,17日市场成

交量仅32亿元;而去年6月末市场存量转债为三十只、1618亿元,单日成交量动辄过百亿元。

转债存量稀少,流动性不足,一方面压缩了择券空间,增加了操作难度;另一方面,也使得机构不得不“扎堆”追捧为数不多的几只个券,从而进一步推升转债估值,限制了其跟涨正股的能力。

正如昨日盘面所显示的,电气转债、歌尔转债、格力转债由于已经进入转股期,未来可能面临的强赎压力,使其转股溢价率被继续压缩在20%以下,其中,赎回累计进度最快的电气转债转股溢价率已经降至3.71%。而与此同时,尚未进入转股期或未设置赎回条款的15天集EB、航信转债、14宝钢EB的转股溢价率仍高达52.57%、87.31%、39.12%,反映这三只尚无赎回压力的个券受到机构高度青睐。正因如此,在股市短期大涨概率较小、市场预期仍较谨慎的情况下,这三只高估值债券近期也是频频跑输正股。

综合多家机构观点来看,当前权益市场受到多重因素制约,股市震荡整理的概率较大,转债市场难有大行情,考虑到可选标的稀少,建议投资者休养生息,等待新券。与此同时,考虑到股市短期大幅下跌的风险有限,对于估值压缩压力较小的个券以及与热点题材相关的个券可以适当参与,但需注意控制仓位,以波段操作为宜。

人民币汇率波幅继续收窄

8月17日,人民币兑美元汇率中间价、即期价一升一贬,波动幅度均继续收窄,短期内在6.40元附近转向盘整的格局进一步明朗。

据中国外汇交易中心公布,17日人民币兑美元中间价设在6.3969,较上一交易日上调6基点。数据显示,11日至14日,人民币兑美元中间价先后下调1136基点、下调1008基点、下调704基点、上调35基点。经过短期快速调整,人民币兑美元中间价大概率将保持在6.40元附近。分析人士表示,随着之前一段时间积累的人民币贬值压力得到较充分释放,目前人民币市场价与中间价之间较大的价差已基本抹除,市场价格结汇正重新转向相对均衡,人民币兑美元汇率短期在6.40元附近盘整的格局进一步明朗。

按照新的中间价确定规则,若17日国际外汇市场上美元汇率不出现剧烈波动,则18日人民币兑美元中间价大概率将保持在6.40元附近。分析人士表示,随着之前一段时间积累的人民币贬值压力得到较充分释放,目前人民币市场价与中间价之间较大的价差已基本抹除,市场价格结汇正重新转向相对均衡,人民币兑美元汇率短期在6.40元附近盘整的格局进一步明朗。

值得一提的是,近两日境内市场上人民币兑欧元、日元等其他主要货币中间价、即期汇率的波动也纷纷趋缓,且重现升贬互现的格局,反映市场机构对于修正后的人民币汇率定价正逐渐取得共识。(张勤峰)

今年已发地方债达1.68万亿

8月17日,青海省、厦门市分别发布两批地方债的信息披露文件。

据公告披露,厦门市将于21日公开招标发行两批合计金额45.546亿元的地方债,包括该市今年第一批地方政府一般债券(分为四期,总额31.5718亿元)及第一批地方政府专项债券(分为两期,总额13.9742亿元);均为记账式国债债券,其中四期一般债券的期限分别为3年、5年、7年和10年,两期专项债券的期限分别为5年和10年。

青海省将于24日公开招标发行两批合计金额126.2712亿元的地方债,包括该省今年第二批地方政府一般债券(分为四期,总额93.2712亿元)及第一批地方政府专项债券(分为四期,总额33亿元);均为记账式国债债券,其中四期一般债券的期限分别为3年、5年、7年和10年,两期专项债券的期限分别为5年和10年。

据Wind统计,自5月18日2015年地方债发行正式启动以来,截至8月17日,已发行的地方债总额约16824亿元,其中约12747亿元的地方债采用公开招标发行方式。(张勤峰)

警惕公司债估值泡沫风险

□安信证券固定收益部 袁志辉

7月份以来的债券市场走势出现较大分化。各品种信用债收益率持续下行40—50bp,而利率债走势一波三折,较月初累计下行仅15bp左右,信用利差在6月份偏低的水平上继续出现30bp左右的收窄。与此同时,信用债内部分化更大,银行间中票与同等级交易所公司债券利差扩大超过30bp,至8月中旬差达到100bp左右。

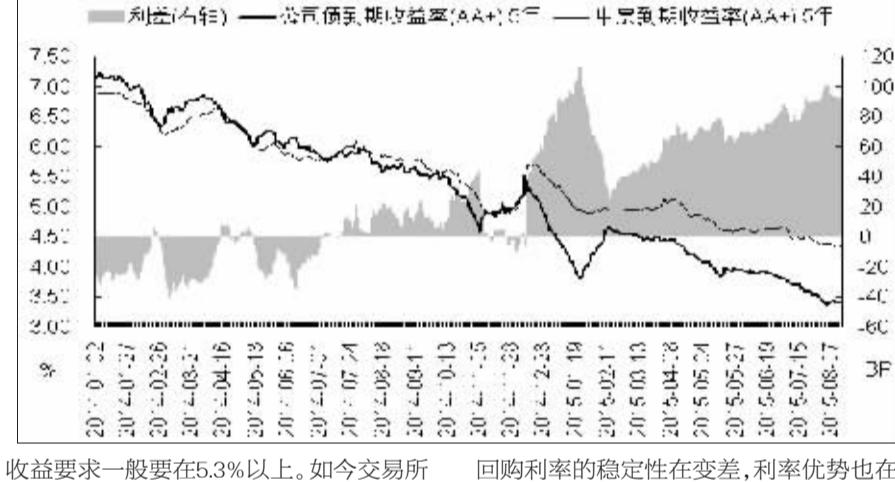
二季度以来,密集的逆周期投资调控政策增强实体经济内生增长动能尚未充分显现。6月份的经济数据超出市场预期,但是实际上与中观和微观经济现象发生较大的背离。7月份微观数据进一步疲软,财新PMI大幅下跌,则反映出实体经济复苏远弱于预期。因此,经济层面并不支持信用债尤其是交易所公司债利率的大幅下行。

回溯年初以来的公司债和银行间中票走势可以发现,两者历史性地出现了裂口。此前数年里,两者利差长期维持在20bp以内,但是自年初开始公司债的下行幅度明显大于中票,导致利差走扩。期间一个最大的变化在于打新基金的崛起和交易所融资利率的走低。由于IPO市盈率偏高叠加股市行情火爆,打新基金的年

化收益率一般在10%左右,并且几乎没有风险,与刚性兑付的信托等非标一样,对市场资金造成严重的虹吸效应。2014年打新基金规模不到4000亿,至今年6月已接近2万亿。

由于交易所公司债的质押率较高,且交易所融资实行标准券制度提高了交易所回购市场的融资便利性,市场上买公司债进行质押回购养券或者融资的投资模型较为普遍,尤其是伴随着交易所投资规模的扩大。巨额打新资金堆积在交易所,一方面出于流动性管理要求大规模配置公司债,另一方面极大地拉低了交易所融资利率,二季度交易所隔夜回购利率甚至到0.9%附近,与银行间隔夜回购利差约100bp,吸引更多投资者投融资行为转到交易所,低利率反过来提高了公司债的杠杆投资价值,并进一步拉低公司债利率。因此,市场的持续低利率和交易所制度便利带动公司债的超预期下行。

银行间债券的估值在8月份以来已陷入震荡格局,显示打新基金对流动性扰动进而托底债券利率已接近成本极限,缺乏进一步下行的动力,那么比中票利率低100bp的公司债压力更大。3月份银行理财成本基本在4.8%附近,如果不考虑存量高收益率资产的优势,纯新增配置资产的



收益要求一般要在5.3%以上。如今交易所5年AA公司债的发行利率一般在4%附近,已经远无法覆盖成本,即使放一倍杠杆的综合收益也在6.5%附近,假如低利率难以维持,交易所公司债的安全边际是极窄的。

在套利机制作用下,交易所回购利率已经向银行间靠拢,如果考虑到交易所回购需要10%的保证金,交易所实际回购利率已基本持平于银行间隔夜利率。此外,广谱利率体系的期限利差持续收窄,RO07和隔夜利差已到80bp附近。交易所

回购利率的稳定性在变差,利率优势也在消失,那么对当前处于历史低位的公司债利率构成上调压力。

综上所述,当前交易所公司债存在较大的估值泡沫。随着利率缓慢上行,公司债的泡沫极易破裂。今年1—2月份,中票与公司债利差就在快速扩大100bp后迅速收敛至20bp以内,其主要实现方式为公司债利率的大幅上行。当前的二者利差再次达到100bp,即使考虑到中票与公司债的比价优势,公司债也有估值修复的要求。

(本文仅代表作者个人观点)

在套利机制作用下,交易所回购利率已经向银行间靠拢,如果考虑到交易所回购需要10%的保证金,交易所实际回购利率已基本持平于银行间隔夜利率。此外,广谱利率体系的期限利差持续收窄,RO07和隔夜利差已到80bp附近。交易所

信用产品

申万宏源证券:供需可能边际恶化

上周信用债收益率全面上行。1年期AA以上品种上行幅度最大,超AAA上行15BP,信用利差中长端小幅走高,短端中低等级小幅收窄。目前中短期票据AA及以上各期限品种信用利差水平仍在历史四分位数以下。与此同时,短期资金价格继续小幅走高。预计后期信用债(特别是公司债)供给压力将持续增加,银行理财新增购债头寸也可能减少,信用债供需情况可能边际恶化。仍然建议投资者适当减杠杆,关注长端利率债的配置价值。

光大证券:票息加杠杆仍为最优策略

上周货币市场流动性有所收紧,资金利率上行。信用债市场收益率整体有所上行,短端上行幅度大于长端。同时,上周公布的7月份经济数据显示我国经济仍存在下行压力,内需和外需仍然十分疲弱。随着存量理财资金进入信用债市场,目前信用债的信用利差处在历史低位,配置价值有所减弱。当前资金利率虽然短期内受汇率影响有所波动,但还处在一个相对低位,票息加杠杆仍为现阶段最优策略。另外,经济下行使得不同行业以及行业内不同企业的分化加大,所以要注意个券的研究,注意评级下调的风险,避免风险事件。仍然推荐中高评级

的产业债,对于低评级的产业债需谨慎择券。整体看好城投债。

可转债

中金公司:浅尝辄止 见好就收

上周转债估值压缩的原因包括:1、赎回条款“天花板”约束,已经进入赎回期的格力转债等价格一度超过160元,已经透支了赎回预期;2、股市区间震荡一致预期形成,投资者对正股和股市快涨可能性不抱有期待,临近4000点之后不愿再高价追涨;3、供给预期升温也会随着时间的推移而成为一个小问题。不过,考虑到拟发行品种的体量难抵电气,只不过是只数有所增加而已,转债市场筹码稀缺没有缓解。转债仍是“巧妇难为无米之炊”,加上股市区间震荡格局难改,估值不便宜且面临赎回条款约束,操作难度很大。仍建议浅尝辄止,见好就收,静候一级市场和股市临近震荡区间的底部博反弹机会。

国泰君安证券:市场分化 博弈电气赎回

人民币贬值和证监会21号文等变化超出市场预期框架,预计当前股市仍以宽幅震荡为主。转股期遇上高估值,转债市场将会出现分化。进入转股期的三只转债转股溢价率将有进一步压缩的空间,而另外三只标的虽然股性估值尚无大幅压缩的风险,但转债相应正股弹性不足,且也面临一定的政策风险。建议投资者短期对转债继续保持谨慎,若电气转债股性估值进一步压缩可适当加仓博取赎回条款。(张勤峰 整理)

大公将兴市投资列入负面观察名单

■债市策略汇

利率产品

国金证券:

控制久期和杠杆 等待买点

预计下半年央行货币政策将呈现三个特点:1、不让资金面大幅收紧。2、尽力将钱往长端处引,利率曲线适度变平。3、控制投放流动性的节奏,降准或者其他创新方式投放流动性,大概率将在美联储加息前展开。也就是说,9月之前大幅投放流动性概率不是很大。就近期资金面而言,首先是隔夜利率的连续小幅攀升,其次是1个月资金成交量开始放大,这些细节反映了资金面边际上的变化。策略上,维持8月以来观点:多事之秋,短期留一份谨慎;等待靴子落地,长期多一份乐观。下半年总体格局一定是债在牛途,但是牛途并非一帆风顺。短期内,在9月中旬之前建议适度控制久期和杠杆,待靴子落地,再次进攻。

齐鲁证券:

收益率曲线大概率维持震荡

货币政策的边际效用在外汇占款影响下边际递减,但在稳增长的目标和财政确定发力的牵引下,货币仍需继续宽松;但稳健和松紧适度的政策要求,使货币政策调控略显被动。货币政策调控的时点和量价是市场一个不确定性的来源,结合7月经济金融数据,以及股市余波和汇率扰动的影响,我们的核心观点是:1、收益率曲线大概率在目前位置震荡;2、短端围绕公开市场操作利率波动,长端受限于货币政策效果边际递减,以及投资者风险偏好聚

石嘴山银行20日招标10亿金融债

石嘴山银行股份有限公司

17日公告称,定于8月20日发行

2015年第二期金融债券。

本期金融债券分为两个品种,

品种一为3年期固定利率品种,

计划发行不超过5亿元;

品种二为5年期固定利率品种,

计划发行不超过5亿元。

本期债券票面年利率为4.05%、

10年期品种为4.15%。

据Wind统计,截至8月17日,

2015年以来政策性银行(国

开行、农发行、进出口银行)