

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,沪深指数数和上涨,个股红肥绿瘦。值得关注的是,虽然上证综指在4000点关口遇阻,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,但个股表现仍是热钱纷呈、大片涨停。然而,在A股市场上演丰富多彩的个股行情之时,转债市场表现却并不是尽如人意。

昨日沪深转债市场全线走软,六只个券(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,通常在震荡市中也谈不上做多机会,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”追捧为数不多的几个个券,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。

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月中旬利差达到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市盈率偏低叠加股市行情火爆,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八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月期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

近期同等级中票与公司债利差显著扩大

