

评级下调不断 信用债排雷是关键

□本报记者 王姣

临近年末，信用违约风险继续发酵，仅12月以来，就有包括华研投资集团有限责任公司、绵阳科技城发展投资（集团）有限公司、宝钢集团韶关钢铁有限公司、潞安新疆煤化工（集团）有限公司等在内至少五起信用等级遭下调事件。市场人士指出，时至年末，企业资金链较为紧张，信用风险可能会进一步加剧，筛选排雷较为重要。而在经济下行压力仍然较大的背景下，产能过剩行业信用风险的释放只是开始，将会有越来越多的违约企业浮出水面，违约将会变得如同评级下调一样稀松平常。

警惕信用风险

岁末年关，越来越多的信用债违约和信用评级遭下调事件，令市场担忧情绪进一步升温。分析人士认为，未来产能过剩的强周期行业、经营恶化的中低评级发行人信用风险仍很高，信用债违约将会变得如同评级下调一样稀松平常，投资者避免踩雷仍需立足于客观、仔细剖析发行人自身经营财务状况。

光大证券提示投资者，目前绝对收益率已经接近2008年的低点，估值压力较大，并且时至年末，企业资金链较为紧张，信用风险可能会进一步加剧，筛选排雷较为重要。

海通证券同时指出，经济仍在探底，企业信用基本面持续恶化、国家层面力推供给侧改革、打破刚兑和清理“僵尸企业”的决心较强，债券违约将呈常态化，应加大排雷力度，严防信用风险。

就违约企业的特征剖析来看，海通证券特别指出，评级调整已有反映。信用评级对于信用资质的反映整体滞后，但对重大信用事件反映较充分，15起信用事件主体中事发前平均发生评级下调2.9次，违约主体4.3次，评级连续下调或跨级别下调主体违约风险更高。此外，审计结果多有瑕疵，财务信息质量不佳，连年亏损或突发大额亏损、流动性衰竭，资不抵债，公司治理不佳等也是违约特征。

■交易员札记

资金面无忧 债市小幅震荡

虽面临IPO资金冻结高峰，但债市资金面仍维持宽松，短期品种较受青睐，1个月跨年 and 3个月跨年品种成交增量。利率方面，7天期品种收益率略降，14天期品种收益率大降10bp，机构对短期资金状况维持乐观情绪。

周三债市交投平稳，整体收益率小幅下行。国债方面，各期限品种收益率涨跌互现，符合招标发行的5年期国债基本符合预期。1年期成交在2.57%，3年期成交在2.76%，中期限品种收益率有所上行，5年期上行1bp成交在2.85%，7年期成交在3.06%，10年期成交在3.05%—3.03%；政策性金融债方面，整体收益率下行约2bp，国开债1年期成交在2.74%，非国开债1年期成交在2.81%附近，3年期国开债成交在3.10%附近，3年期非国开成交在3.16%附近，5年期成交在3.38%，7年期成交在3.56%，10年期成交在3.43%附近，10年期非国开债成交在3.59%；地方政府债方面，AAA品种3年期收益率下行1bp至3.15%，5年期收益率上行1bp至3.28%，7年期收益率下行1bp至3.47%。

信用品种收益率小幅波动，中低等级券种收益率小幅上行，资金面来看，本轮新股申购数量有限，对流动性的整体影响相应弱化，再加上近期央行先后采取MLF+下调利率及公开市场逆回购加量操作等措施，强化了流动性的维稳意图。基本面上看，11月PMI低于预期，处于12年来历史同期新低，内外需均转差，生产急剧下滑，就业创2009年以来新低，经济面维持疲弱，11月经济及金融数据公布在即，预期悲观。稳增长压力依旧较大，未来货币进一步宽松可期。（中银国际证券 斯竹）

续发五年国债需求可观

财政部于2日对2015年记账式付息（十九期）国债进行了第二次续发行招标。本期国债期限5年，票面年利率3.14%，按年付息。本次续发行竞争性招标面值总额280亿元，进行甲类成员追加投标。

据中债登披露，本次续发国债发行价格为102元/百元面值，发行参考收益率为2.8577%，实际发行280.5亿元，另据交易员透露，本次续发行边际中标利率为2.8922%，全场倍数2.28，边际倍数12.29。在中债到期收益率曲线上，1日银行间市场待偿期5年的固息国债收益率为2.8884%。

本期国债中标收益率低于二级市场利率，且认购情况较好，显示年底配置需求仍相对旺盛。市场人士指出，IPO造成的

会影响正股，进而影响转债。第二，转债新券的供给。此次新股暂停IPO的同时，转债的发行也被中断，而在新股重启后，转债发行也必将提上日程，新券的供给增多后将改善目前转债稀缺的局面，很可能导致转债的定价模式出现改变。第三，“打新”是否形成新的资产品类，从而对其他资产造成分流。在这当中，市场最关注的还是转债供给可能动摇存量券稀缺性溢价。随着可交换债及转债供给恢复常态，转债稀缺性将下降，对存量转债高估值构成潜在压力。

兴业证券进一步指出，从短期来看，IPO重启或者新债发行，仍难以改变转债当前的绝对价格定价模式，第一，目前转债市场筹码稀缺；第二，转债新债供给速度估计不会很快，且无大盘品种排队。但中期转债定价模式回归的概率很高。管理层明确表示促进进债供给的融资方指向转债供给放开，交换债提速。这样，尽管没有大盘品种的发行，但供给增加后，量变终会引发质变，当可交易的转债增多后，只要股市不出现快牛行情，那么转债定价回归是必然事件。

当然，在存量券难有作为的局面下，市场反而期待转债市场迎来新鲜“血液”，特别是在恢复发行之初，供给冲击尚不明显，新发转债有定价优势，可能带来较好的“打新”机会。11月20日，15清控EB上市首日，全价最高至156.93元就是很好的例子。

多可交换债出现，尤其是公募可交换债发行审批周期比传统转债更短。与此同时，IPO已经重启，传统转债供给可能也不会很远。好在电气仍未复牌，且复牌后很有可能进入赎回倒计时。此外，就存量券（尤其是进入转股期品种）而言，在150元附近的价格上，若无正股推动，单靠估值继续向上难度已经较大。综合来看，估值基本持平或小幅压缩的可能性较大。

兴业证券：供给冲击多因大盘转债

由于转债新券供给速度一直慢，所以新债发行对市场的冲击更多的体现在大盘转债上。比较明显的冲击有中行转债发预案公布（首支大盘转债）、石化二期预案公布、平安转债上市等几个时点造成明显冲击，其余工行、民生、石化发布预案和正式上市，对市场造成的影响均有限。究其原因，大盘转债发行尽管意味着市场扩容，对需求造成压力，但具体影响如何，其实还需要观察当时的市场环境，比如工行转债上市时恰逢市场转暖，新增的供给反而满足了市场的需求。（张勤峰 整理）

货币/债券 Money·Bonds

上下两难 转债还看一级市场

□本报记者 张勤峰

2日，沪深转债（含可交换债）几乎全面跑输正股，高溢价所致的上涨弹性不足的问题依然突出。分析人士指出，在远离债底的情况下，转债表现仍要看正股脸色，但现有高估值隐含的股价预期过于乐观，限制转债跟涨能力，估值向上的想象空间有限；在近期正股波动时，转债仍表现出一定抗跌性，存量稀缺致转债估值存在向下刚性，但转债供给或已不远，高估值并非无忧，转债二级难有作为，一级市场才是投资者的向往。

行情回稳 转债跑输正股

本周A股市场逐渐走出上周后半周急跌的阴霾，股指止跌回稳，涨幅重新扩大。周三（12月2日），上证综指收高80.60点，报3536.91点，重新站上3500点，周初以来累计反弹2.93%；深证成指表现稍逊，但也连涨三日，累计反弹1.88%。

借A股回暖之势，沪深转债市场行情渐稳。本周前三日，中证转债指数温和走高，累计上涨0.63%，涨幅则远不及正股基准指数。特别是，周三转债正股全线飘红，转债市场继续追随走高，但个券全面跑输正股。

盘面显示，周三，沪深市场6支正常交易的传统转债及可交换债中5涨1跌，个券涨幅最高的是14宝钢EB，全天下涨3.67%，其次是涨幅为1.32%的15清控EB，两支传统转债格力、歌尔及可交换债15天集EB上涨均不到1%，15国盛EB则微跌0.07%，表现垫底。正股方面，14宝钢EB正股新华保险强势涨停，15清控EB正股国金证券全天亦上涨4.93%，虽然格力转债涨幅仅为0.87%，但正股格力地产全天下涨5.73%，歌尔转债与15天集EB正股双双超过2%。

上下两难 区间运行

随着A股转暖，转债市场上涨弹性不足的问题再次暴露，而症结依然是转债高企的估值。

截至周三收盘的数据显示，目前存量转债及可交换债的转股溢价率大多超过40%，最低的格尔转债为23.51%，最高的则是15天集EB的78.24%。从市价上看，传统转债中格力和歌尔全价均在150元以上，可交换债中宝钢EB、清控EB亦在150元以上，天集EB和国盛EB则接近115元。

分析人士指出，目前转债市场仍享受着典型的中市估值，高转股溢价率隐含较高的正股上涨预期，且不说偏乐观的正股预期能否得到后续A股行情的验证，即便是A股继续走好，转股价值对转债价格的

可转债发行预案						
公司名称	方案进度	预案公告日	审核结果公告日期	发行方式	发行规模(亿元)	发行期限(年)
洪涛股份	董事会预案	2015-11-21		优先配售,网上定价和网下配售	12.0000	6
三一重工	证监会批准	2015-10-24	2015-5-20	优先配售,网上定价和网下配售	45.0000	6
澳洋顺昌	证监会批准	2015-8-4	2015-4-1	优先配售,网上定价和网下配售	5.1000	6
广汽集团	股东大会通过	2015-8-1		优先配售,网上定价和网下配售	60.0000	6
蓝色光标	证监会批准	2015-7-30	2015-5-29	优先配售,网上定价和网下配售	14.0000	6
海昌股份	股东大会通过	2015-6-28		优先配售,网上定价和网下配售	11.9000	6
辉丰股份	股东大会通过	2015-6-28		优先配售,网上定价和网下配售	12.0000	6
京能电力	股东大会通过	2015-5-16		N/A	20.0000	6
小商品城	股东大会通过	2015-5-7		优先配售,网上定价和网下配售	11.0000	6
精工钢构	股东大会通过	2015-4-3		优先配售,网上定价和网下配售	7.0000	6
白云机场	股东大会通过	2015-3-31		优先配售,网上定价和网下配售	35.0000	5
陕西黑猫	股东大会通过	2015-3-31		优先配售,网上定价和网下配售	8.0000	6
厦门国贸	证监会批准	2015-2-4	2015-5-29	优先配售,网上定价和网下配售	28.0000	6
江南水务	股东大会通过	2014-12-30		优先配售,网上定价和网下配售	7.6000	6
九州通	证监会批准	2014-11-29	2015-5-29	优先配售,网上定价和网下配售	15.0000	6
天汽模	股东大会通过	2014-11-5		N/A	4.2000	6

拉动作用也会受到限制。同时，倘若正股继续走好，转债将因强赎风险而面临天然的上行阻力。因此，接近强赎条款满足，转债跑输正股也是自然现象。

分析人士指出，在转债估值中，绝对价位和相对溢价率估值同样重要。从过去一段时间的经验来看，150元基本属于格力转债、歌尔转债、宝钢EB和清控EB的价格上限，余下的国盛EB和天集EB此前市价基本未超过120元，目前在115元一线，转债绝对价格向上也面临心理压力。

当然，在近期A股波动中，转债仍表现出一定的相对抗跌性。据统计，上周上证综指下跌5.35%，中证转债指数跌幅只有1.43%。鉴于市价统统远离债底，目前转债市场的抗跌性并非来源于理性的支撑，而是估值存在收敛的刚性。据机构分析，这主要是因为前期大量转债强赎或到期退市后，存量转债稀缺，在刚性配置需求的支持下，转债估值很难大幅收缩所致。从个券走势上，传统转债在120元附近，交换债在110左右附近均有较强的支撑。

由于电气和航信持续停牌，目前正常交易的传统转债仅2支、可交换债扩容后也只有4支，且可交换债规模不大，暂时很难伤及高估值的根基。因此，机构多认为，当前转债上行有压但支撑尚稳，维持区间运行是大概率事件，可结合先前经验，在区间底部附近布局，在接近顶部时兑现。

静候“打新”机会

值得注意的是，转债高估值并不具有长期可持续性，随着A股IPO重新开闸，市场对转债摆脱“无米之炊”的尴尬局面的预期愈发强烈。

10月23日，清控EB发行，标志着可交换债公募发行渠道正式恢复，紧接着规模达50亿元的国盛EB登场，创下可交换债发行规模新高。中金公司等机构认为，可交换债已经展现出较强的融资潜力，未来不排除会有更多的EB出现，尤

其是公募EB发行审批周期比传统转债更短，条款设计的空间更大，对于发行人来说也较有吸引力。

与此同时，本周A股IPO正式重启，随着权益融资功能恢复，传统转债供给重启可能也不会很远。Wind数据显示，目前已有16家企业披露了转债发行预案，其中三一重工和洪涛股份是10月份以来披露的发行预期，前者已经获得证监会批准。目前已披露发行预案的转债拟募资金模合计达295.8亿元。

值得注意的是，在IPO宣布重启后，转债估值出现了主动压缩的情况。兴业证券报告指出，IPO重启影响转债的路径有三个：第一，通过正股作用转债。IPO暂停与重启

■观点链接

国信证券：绝对价格也很重要

现在在交换债和转债基本按照绝对价位分成两个团体：115价位附近的国盛EB和天集EB、150价位附近的15宝钢EB、15清控EB、歌尔转债、格力转债，此外还有长期停牌的电气转债、航信转债。两个不同价位团体主要的区别在于平价水平，天集EB、国盛EB的平价水平均远低于100，在市场稀缺性凸显，结构不均衡的情况下，平价水平极低时，转债/交换债的价格支撑更多的要看绝对价格的支撑。从这个角度来说，短期内国盛EB价格很难跌到115以下。对于平价在100以上的团体，可关注相对估值，同时随着平价升高，相对估值倾向于收缩，尤其是当平价接近130时，歌尔最近估值的明显压缩即来自于平价水平接近于130。如果往更长期看，交换债的供给可能放量，稀缺性可能被打破，绝对价值的支撑也就不稳固了。

中金公司：估值向上难度较大

目前可交换债已经开闸，而且已经展现出了较强的融资潜力，未来不排除有更

年底交投谨慎 期债短期震荡为主

□本报记者 王姣

12月2日，国债期货市场冲高未果回落，五年期、十年期主力合约最终分别微涨0.05%、0.10%。与此同时，市场成交较为活跃，五年期期债持仓增加逾600手。市场人士指出，当前经济基本面、政策面和资金面整体支撑债市继续走牛，期债亦有继续做多的愿望。但年底短期扰动因素增加，美联储加息或临近，汇率变化存在不确定性，谨慎情绪下机构交投热情有所降低，短期债市无明显方向性选择，料维持区间震荡走势。

期债冲高回落

周三，期债继周二的大幅后上演过山车行情。五年期主力合约TF1603早盘小幅高开回落后拉升，最高上行至100.185元，午后一度出现跳水，但最终收红于100.020元，上涨0.05%，成交37438手，日增584手至20117手。十年期主力合约T1603收盘报98.830元，上涨0.10%，成交19033手，日减仓811手至22496手。

“昨日期债开盘由于对前日下跌的修复出现上涨，但一方面股市蓝筹大涨，对期债的

走高有一定压制。另一方面，由于价格已经达到阶段性高点，期债当前并没有持续上涨的动能。因此在冲高出现横盘后，期债价格难以继续上行而出现跳水，尽管最终收红，但不看好后市继续上涨。”瑞达期货表示。

现货方面，财政部昨日上午招标续发行的280亿元人民币五年期固息国债，中标收益率2.8577%，接近此前2.87%的市场预测均值。二级市场上，昨日10年期国债活跃券150023最新报价在3.0450%/3.03%，上日尾盘为3.06%/3.04%。10年期国开债150210券最新报价在3.43%/3.42%，上日尾盘为3.45%/3.42%。

方正中期期货研究员季天鹤告诉中国证券报记者，目前期债处于较为微妙的时刻。一方面，TF1603的价格距离前期高点已不遥远，本身也处于10月的高位水平。但和10月9日经过暴涨达到这一水平不同，此次上行可谓小步缓升，中间夹杂多次下跌调整以及大空单的打压，总体而言情绪较为谨慎。

短期料震荡为主

近期国债期货市场总体以宽幅震荡为主。分析人士指出，PMI数据低迷基本符合

人民币汇率料维持区间波动

四连跌。询价市场上，人民币兑美元即期汇率小幅高开，早盘一度触及6.3999元的日内最高点，随后震荡回落，全天仅窄幅震荡，最终微跌2基点，报6.3988元。

随着市场对人民币贬值预期的淡化，离岸人民币兑美元即期汇率走势相对强劲，昨日离岸汇率高开高走，盘中一度涨逾百点，日内最高触及6.4478元，午后有所回落，截至境内交易所收盘，离岸人民币兑美元即期汇率报6.4410元，涨幅达60基点，两地价差为422点。

美元周二自八个半月高位回落，主要受多头回补和疲软数据的打压，加之市场预期美联储（Fed）将以循序渐进的方式进行升息，隔夜美元指数跌0.4%，至99.78，为近两周来最大单日跌幅。因欧元区通胀数据差于预期，为欧洲央行扩大宽松“再添一把

火”，美元指数重拾涨势，截至北京时间12月2日19:00，上涨0.25%报100.0924。

业内人士指出，虽然美联储强烈暗示12月升息，但此后升息步伐将会放缓，市场已经大部分反应了美联储加息的预期，美元继续上行将有一定压力。

短期料稳定运行

市场人士表示，虽然一些投资者猜测在人民币加入SDR的决策公布后人民币将立即恢复贬值，但这种可能性很低。短期人民币汇率走势，依然主要取决于央行的政策取向、中国和全球的经济状况以及我国的贸易顺差等，综述来看，预计人民币汇率仍将保持稳定。

上海证券指出，从近期人民币汇率运行来看，随着美联储加息的临近，资本外流

□本报记者 王姣

12月2日，“入篮”SDR后的人民币兑美元汇率走势平稳，人民币兑美元汇率中间价终结四连跌，离岸人民币汇率则延续涨势，两地价差维持在400点左右。市场人士指出，眼下市场对美联储12月加息的预期已经消化大部分，若其果真以循序渐进的方式进行升息，意味着新兴市场资本外流压力将减轻，不过鉴于中国的经济基本

面依然相对疲软，人民币升值空间有限，短期来看，人民币汇率料维持小幅双向浮动。

人民币兑美元汇率中间价涨15基点

本周三（12月2日）境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3958元，较前一交易日上涨15个基点，终结了