

# 转债“纯债化” 轻配置重交易

□本报记者 张勤峰

连日来,A股市场在短暂盘整后重拾下行,延续探底之旅,个股大面积、大幅度下挫。在此背景下,交易所市场转债及公募可交换债(以下统称为转债)亦未能独善其身,然而在上周主动下杀估值后,转债纷纷向债底靠拢,跌出了安全边际,相对正股表现出一定抗跌性。分析人士指出,大跌后转债显现“纯债化”迹象,高价格得到纠正,风险收益比得到修复,部分品种具有一定博弈反弹的交易性机会,但向上空间不大,整体配置价值仍不高。

### 连续跑赢正股

在月中短暂企稳后,本周A股市场重拾跌势,26日上证综指向下破位,刷新本轮调整低点,27日股指一度惯性下滑,再创新低,午后跌幅有所收窄,全天录得小幅下跌。市场情绪低迷,略显恐慌,个股下跌面积大,跌势重。

正股不稳,转债遭殃。连日来,转债纷纷“陪跌”,但明显较正股抗跌。

26日,两市正常交易的11只转债全线收跌,但悉数跑赢正股。当日,上证综指重挫6.42%,转债正股跌幅也深,多只正股下跌超过9%甚至跌停,跌势最轻的歌尔声学也下跌4.71%。转债方面,当日跌势最重的电气转债、格力转债分别跌3.42%和3.05%,而正股国金证券跌停的15清控EB下跌2.84%,15国盛EB和国贸转债跌幅均不到1%,其正股上海建工和厦门国贸则下跌超过9%。

27日,正股略见起色但仍以下跌为主,11只转债正股中仅歌尔声学(歌尔转债正股)和中国太保(15国资EB正

### ■观点链接

#### 国泰君安:跌出了安全边际

股票市场风险偏好降速趋缓,货币政策方向发生微妙变化,低估值板块相对优势明显。影响转债股性估值的根本原因为正股和转债价格的相对涨跌幅,供给冲击在某种程度上会加速“杀估值”的过程,但并不是引发“杀估值”的根本原因。经历了上周的大跌,转债市场整体到期收益率已接近零,意味着部分转债已经跌出了安全边际,收益风险比提升之后,转债和交换债对于部分风险偏好较低的股票投资者已有一定的

# 转债“纯债化” 轻配置重交易

□本报记者 张勤峰

连日来,A股市场在短暂盘整后重拾下行,延续探底之旅,个股大面积、大幅度下挫。在此背景下,交易所市场转债及公募可交换债(以下统称为转债)亦未能独善其身,然而在上周主动下杀估值后,转债纷纷向债底靠拢,跌出了安全边际,相对正股表现出一定抗跌性。分析人士指出,大跌后转债显现“纯债化”迹象,高价格得到纠正,风险收益比得到修复,部分品种具有一定博弈反弹的交易性机会,但向上空间不大,整体配置价值仍不高。

### 连续跑赢正股

在月中短暂企稳后,本周A股市场重拾跌势,26日上证综指向下破位,刷新本轮调整低点,27日股指一度惯性下滑,再创新低,午后跌幅有所收窄,全天录得小幅下跌。市场情绪低迷,略显恐慌,个股下跌面积大,跌势重。

正股不稳,转债遭殃。连日来,转债纷纷“陪跌”,但明显较正股抗跌。

26日,两市正常交易的11只转债全线收跌,但悉数跑赢正股。当日,上证综指重挫6.42%,转债正股跌幅也深,多只正股下跌超过9%甚至跌停,跌势最轻的歌尔声学也下跌4.71%。转债方面,当日跌势最重的电气转债、格力转债分别跌3.42%和3.05%,而正股国金证券跌停的15清控EB下跌2.84%,15国盛EB和国贸转债跌幅均不到1%,其正股上海建工和厦门国贸则下跌超过9%。

27日,正股略见起色但仍以下跌为主,11只转债正股中仅歌尔声学(歌尔转债正股)和中国太保(15国资EB正

### ■观点链接

#### 国泰君安:跌出了安全边际

股票市场风险偏好降速趋缓,货币政策方向发生微妙变化,低估值板块相对优势明显。影响转债股性估值的根本原因为正股和转债价格的相对涨跌幅,供给冲击在某种程度上会加速“杀估值”的过程,但并不是引发“杀估值”的根本原因。经历了上周的大跌,转债市场整体到期收益率已接近零,意味着部分转债已经跌出了安全边际,收益风险比提升之后,转债和交换债对于部分风险偏好较低的股票投资者已有一定的

# 转债“纯债化” 轻配置重交易

□本报记者 张勤峰

新年以来,中小企业集合票据接连曝出违约代偿事件,提醒投资者信用风险“警钟长鸣”。统计数据显示,工业企业效益持续恶化,信用基本面风险仍在继续扩大,随着供给侧改革深入推进,个别或局部信用风险或持续暴露。市场人士认为,打破刚性兑付趋势已成,防风险不可掉以轻心,对于产能过剩行业及抗风险能力较差的中小企业发行人的存续债券应更加谨慎。

### 集合票据代偿多发

中债增信公司27日公告称,若作为中小企业集合票据“13宁德SMECNII001”联合发行人的重汽集团福建专用车有限公司无法按期全额兑付本期和利息,该公司将按约履行信用增进责任。

“13宁德SMECNII001”于2013年2月4日发行,年息率5.8%,发行总额1亿元,期限3年,到期兑付日为2016年2月4日,由中债增信公司提供不可撤销的连带责任保证担保。重汽福建专用车作为该期票据联合发行人之一,发行金额为3500万元,到期应兑付本息总额为3703万元。

重汽福建专用车于26日公告称,受关

27日上市转债及可交换债交易及估值表现									
代码	名称	最新(元)	纯债价值(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转股溢价率	纯债溢价率	类型
132005.SH	15国资EB	106.06	101.31	-1.29	0.04	1.87	87.57	4.70	偏债型
132004.SH	15国盛EB	97.18	91.70	-2.15	-2.28	2.02	117.06	5.99	偏债型
132003.SH	15清控EB	106.29	96.71	-0.76	-2.24	-1.24	64.60	11.10	偏债型
132002.SH	15天集EB	103.50	93.11	-0.40	-2.51	0.19	81.19	11.17	偏债型
123001.SZ	蓝标转债	107.71	94.93	-1.36	-4.58	0.91	88.34	13.48	偏债型
110032.SH	三一转债	105.30	92.47	-0.10	-1.60	0.88	60.19	13.88	偏债型
110033.SH	国贸转债	108.70	94.11	-0.28	-1.19	0.63	68.36	15.51	偏债型
132001.SH	14宝钢EB	115.99	99.52	-0.01	-2.59	-5.56	40.05	16.55	平衡型
113008.SH	电气转债	114.99	96.54	0.90	-2.29	-0.66	50.96	19.12	偏债型
110030.SH	格力转债	118.45	98.17	1.33	-1.13	-2.06	56.58	20.67	偏债型
128009.SZ	歌尔转债	125.20	98.41	0.16	0.94	-2.14	18.58	27.24	平衡型

股)勉强收红,同时也是当天仅有的跑赢转债的两只正股。其余正股全数收绿,并全部跑输转债。转债方面,跌幅多数不高于1市,格力转债和电气转债双双逆正股收红。

#### 杀估值后否极泰来

转债以“进可攻,退可守”的攻防兼备特性著称,按理说,在行情偏弱时,比正股抗跌并不稀奇,但值得注意的是,前一周,在A股盘整情况下,转债还遭遇大幅调整。

上周五个交易日(1月18日至22日),上证综指横盘为主,略有上涨,中证转债指数则自15日起连续阴跌,上周跌去近8%。转债个券大幅下挫,就连一些上市定位不高的次新券也明显走弱,交换债15国盛EB更是跌破了面值,成为当前市价最低的公募可转债类债券。

业内人士指出,正因为上周转债主动大幅度“杀估值”,跌出了安全边际,才使得转债的防御性重新得以显现。

据分析,上周转债市场大跌,有流

吸引力。

### 国信证券:相对看好非偏债型转债

我们将国资EB、国盛EB和天集EB归为偏债型转债/交换债,平价水平在60以下,转债价格依靠债性支撑。目前三只偏债型交换债到期收益率在1.5%左右,距债底较近,短期来看暂时企稳,下行空间有限。但由于转股溢价率很高,向上动力不足,未来运行大概率是低位运行。混合型转债的平价水平介于70-85之间,而绝对价格介于105至115之间,由于绝对价格水平比偏股型转债

27日上市转债及可交换债交易及估值表现									
代码	名称	最新(元)	纯债价值(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转股溢价率	纯债溢价率	类型
132005.SH	15国资EB	106.06	101.31	-1.29	0.04	1.87	87.57	4.70	偏债型
132004.SH	15国盛EB	97.18	91.70	-2.15	-2.28	2.02	117.06	5.99	偏债型
132003.SH	15清控EB	106.29	96.71	-0.76	-2.24	-1.24	64.60	11.10	偏债型
132002.SH	15天集EB	103.50	93.11	-0.40	-2.51	0.19	81.19	11.17	偏债型
123001.SZ	蓝标转债	107.71	94.93	-1.36	-4.58	0.91	88.34	13.48	偏债型
110032.SH	三一转债	105.30	92.47	-0.10	-1.60	0.88	60.19	13.88	偏债型
110033.SH	国贸转债	108.70	94.11	-0.28	-1.19	0.63	68.36	15.51	偏债型
132001.SH	14宝钢EB	115.99	99.52	-0.01	-2.59	-5.56	40.05	16.55	平衡型
113008.SH	电气转债	114.99	96.54	0.90	-2.29	-0.66	50.96	19.12	偏债型
110030.SH	格力转债	118.45	98.17	1.33	-1.13	-2.06	56.58	20.67	偏债型
128009.SZ	歌尔转债	125.20	98.41	0.16	0.94	-2.14	18.58	27.24	平衡型

动性趋紧的作用,但最主要是供给冲击所致。去年以来,转债市场一直处于“高价格+高溢价”的状态,这主要是筹码稀缺导致供需失衡所致。一方面,2015年上半年的A股大牛市使得大量转债触发强制赎回条款退市,转债市场规模大幅萎缩;另一方面,转债供给量有限,特别是2015年下半年IPO暂缓期间转债供给出现真空,进一步加剧转债筹码的稀缺。而转债基金收缩幅度远小于转债市场,使得转债供需关系一直处于失衡状态。随着IPO重启、传统转债放行、交换债供给增多,去年底以来转债市场已经开始出现调整,只是因新发转债规模不大,调整相对缓慢,而上周广汽、顺昌转债发行,叠加宁波银行披露100亿元转债发行预案,使得转债供给给预期骤然增强,破坏了稀缺性的逻辑,成为转债大跌的导火索。

经历上周主动调整,转债价格纷纷向债底回归,而距离债底越近,转债价格下跌的阻力就越大,因而开始显现出一定的防御特性。

低,是博弈正股反弹的较好品种。其中三一、国贸、蓝标到期收益率为正,有一定支撑,但支撑并不稳固。偏股型转债上行空间相对不足。综上,相对看好混合型 and 偏股型转债的交易性机会,电气、格力、清控EB、歌尔、宝钢EB具有一定博弈反弹的交易性机会,偏债型转债则未到长期配置时点。

### 兴业证券:不妨乐观一点

转债价格大幅调整,很多跌到110元以下,这对于外面等待进入的资金是利好,毕竟相对于强赎时转债价格平均水

## 信用风险警钟长鸣

“13青岛SMECN1”于2013年1月25日发行,年息率6%,发行总额12亿元,期限3年,到期兑付日为2016年1月25日。由中债增信公司提供不可撤销的连带责任保证担保。

再往前,去年12月,“12新乡SMECNII001”的联合发行人河南三力炭素制品有限公司也曾发布特别风险提示公告称,到期自身不能偿还票据本息的风险较大。该期票据发行总额为2.7亿元。

除了接二连三的小微企业集合票据违约代偿事件,山东山水违约风波仍在发酵,而庆华能源集团中票与违约“擦肩而过”,年初以来信用市场可谓是状况频出。

### 信用风险有增无减

从经济大环境上看,近期信用事件多发,可能并不是短期现象,信用基本面仍在继续恶化,信用风险有增无减。

从近期公布的各项数据来看,经济仍处于探底阶段,企稳迹象不明显。在国内推进供给侧改革,强调去产能、去库存、去杠杆的形势下,工业部门仍面临较大的压力,加上海外形势更为严峻,经济下行压力仍然较大,企业盈利前景不乐观。

27日,统计局发布数据提示,2015年全国规模以上工业企业利润总额63554亿元,

### 抗跌但上涨动力不足

截至27日收盘的数据显示,目前两市11只正常交易的转债及可交换债中,市价最高的是格尔转债,为125.2元,格力、电气转债和14宝钢EB均在115元左右,国贸、蓝标、三一转债及15清控EB、15国资EB、15天集EB介于103元至109元之间,15国盛EB低于100元,转债平均价格已经较去年“股灾”前的超过200元显著下降。

估值方面,现有转债纯债溢价率普遍低于30%,除宝钢EB之外的其余4只交换债以及蓝标、三一、国贸转债均低于16%。整体纯债溢价率已降至历史中枢水平以下,价格向下将越发得到债底的支持。另外,上述3只转债及国资、国盛、天集EB的到期收益率均已“转正”,这对于保本基金和期限匹配的专户产品而言,也开始有一定吸引力。

总之,高价格得到部分纠偏后,转债收益风险比提升,特别是部分债性强、到期收益率转正的品种,继续下跌空间正逐渐收窄,对于低风险偏好投资者逐渐变得有吸引力。

但分析人士提示,在转债更加趋向“纯债”过程中,转债股性估值虚高现象未得到有效缓解,甚至在继续加剧,这也导致转债向上的弹性不足,整体配置价值仍然有限。在此情况下,分析人士建议,更多关注转债交易性机会,部分股、债估值适中的品种可参与博弈正股超跌反弹。另外,股市走弱,为刺激转债转股,发行人有下修转股价的可能,可关注下修转股价的条款博弈机会,这方面纯债发行人促转股动力往往比交换债更大一些。

平,当前价格介入已经有较大的获利空间。很多个券的到期收益率已转正,这对于保本基金和期限匹配的专户产品而言,也开始有吸引力。一些积极因素也值得关注:一是兴业策略团队判断,股市处于反弹窗口,大盘的企稳反弹,自然有利于转债的企稳回升。二是当前债券收益率处于历史低位,转债的机会成本较低,而且在收益预期较低的情况下,债券投资者实现收益目标,必须通过不断的交易实现,而转债流动性好、弹性大无疑是较好的选择。因此,不妨对转债乐观一点。(张勤峰 整理)

## 信用风险警钟长鸣

同比下降23%;主营活动利润586402亿元,下降45%。其中,2015年12月同比下降47%,跌幅较11月扩大33%,连续7月负增长。招商证券认为,2015全年工业企业利润出现负增长,表明经济筑底过程仍在继续,“需求疲弱——销售下降——生产放缓——经济下行——需求疲弱”的循环链条已经形成并在不断强化。申万宏源认为,企业效益恶化的势头在2016年依然难见拐点。

有市场人士表示,经济继续承压,企业效益持续恶化,且与投资回报相比,实际融资成本依然偏高,而与此同时,2009年后大量发行的企业债券开始集中到期,共同加大了企业债务偿付的不确定性。随着供给侧改革深入推进,监管层正淡化刚兑信号,预计今年个别或局部信用风险或持续暴露。

对债券投资者而言,当前债券绝对收益率本就不高,如果不慎“踩雷”,则得不偿失,业内人士建议,对产能过剩行业及中小企业发行人的存续债券应更加谨慎。从近些年情况看,中小企业集合票据代偿事件多发,暴露了中小企业抗风险能力差和融资能力弱的特点,而产能过剩行业政策环境收紧、经营状况普遍不佳,违约风险也在不断暴露,需防范钢铁、化工、能源等强周期行业信用风险。

## 仍存交易机会

的时间点上,恰好提供了配置的窗口。

展望后市,1月份的债市表现或为接下来的走势提供了参考。在目前有利因素和不利因素并存的情况下,债市走势取决于何种因素占据主导地位。在汇率不稳等不利因素占据主导地位时,债市调整的概率大。在风险偏好下降等有利因素占上风时,债市有可能出现机会。未来,债市最大的特点波动加大,但上有顶、下有底。对于投资者而言,操作难度较去年加大,但交易性机会不少,值得把握。具体品种上,今年将放量发行的地方债,有可能蕴藏着较大的配置机会。去年四季度后,地方债的发行利率逐步市场化,收益率高出同期限国债30-40BP,流动性逐步好转,二级市场交投活跃度提升。今年,在发行量进一步增加后,地方债流动性有望继续提升,有可能是利率债中最具性价比的品种。

## 回购利率持稳 资金面稳步向好

利率涨6.6bp至3.50%。

交易员称,昨日短期资金供给充裕,跨春节的融资难度也在继续下降,借钱机构大多能较快填平头寸。近期央行集中投放大量流动性,弥补了机构现金投放缺口,稳定了市场流动性预期,尽管春节假期渐近,货币市场仍呈压力趋缓的向好局面。

据统计,本月15日以来,央行通过公开市场逆回购、SLF、MLF等各类渠道投放的资金已近两万亿元,自上周后半周开始,流动性渐趋缓和。尽管跨春节资金需求仍较为旺盛,但机构普遍预期央行将保持流动性投放的连续性,因此并不十分担忧。

本周以来,央行流动性操作频率已有所下降,侧面印证流动性供求改善,预计平稳跨年问题已不大。(张勤峰)

## 人民币兑美元继续走平

27日,在岸及离岸人民币兑美元汇率均延续盘整态势,日内波动有限,内地汇率价差维持在400基点以内。市场人士指出,美元升息预期后延,缓和人民币贬值预期,加之央行护盘态度明确,料人民币兑美元汇率短期难改震荡格局。

27日,境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.5338元,上调15基点,连续第四个交易日小幅调高,显露升值倾向。

即期市场方面,昨日人民币兑美元即期询价交易继续平稳开盘,日内多数时段维持窄幅收价窄幅震荡,午后16:00过后波动略微扩大,汇价小幅走高,截至16:30收报6.5780元,较前收盘价微涨17基点,已连续8个交易日运行在6.5790元附近。进入“夜盘”时段,人

## 国债投标需求不弱

在现券市场弱势调整背景下,27日财政部招标的3年期和10年期新发国债,中标利率均低于二级市场水平,且投标倍数不低,显示尽管利率下行遇阻,债市谨慎情绪升温,但刚性配置需求支撑犹存。

财政部昨日招标的是今年第三期3年期、第四期10年期记账式附息国债,均为固息债券,计划发行规模均为200亿元。据市场人士透露,本次10年期国债中标利率2.851%,边际利率2.88%,全场3.32倍,边际1.73倍;3年期国债中标利率2.5466%,边际利率2.58%,全场2.82倍,边际10.71倍。

以上两期国债中标利率均

## 诸城农商行将发5亿二级资本债

山东诸城农村商业银行股份有限公司27日公告称,将于2月1日公开招标准发行该行2016年二级资本债券。

本期二级资本债为“5+5”年期品种,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权,同时附有次级条款和减记条款,计划发行规模为不超过5亿元;本期债券将采用固定利率形式,不含利率跳升机制及其他赎回激励,票面利率不与发行人自身评级挂钩,也不随评级变化而调整。本期债券将通过公开招标准方式发行,2月1日招标,2月1日至2日发行,2月2日缴款并起息。根据上海新世纪评级的评级结果,本期债券的信用级别为A级,发行人主体评级为A+级。

### ■交易员札记

## 现券弱势调整

□长江证券 蔡静

27日,货币市场运行平稳,料流动性平稳跨春节基本无忧,受宽松预期降温影响,债券市场则延续弱势调整,收益率继续小幅走高。

借着央行26日释放的资金,昨日银行间市场资金面整体保持宽松。短期的隔夜和7天回购利率基本持稳,21天回购利率小幅上行。从交易量上看,受临近春节影响,14天、21天成交量增加幅度最大,长期限的1个月品种则有所回落。整体而言,货币市场流动性继续改善,应能平稳度过春节。

27日,利率债走势偏弱,收益率小幅上行。除5年期国债160002利率小幅下行0.75bp之外,其他品种均为上行。其中,160001上行

利率涨6.6bp至3.50%。

交易员称,昨日短期资金供给充裕,跨春节的融资难度也在继续下降,借钱机构大多能较快填平头寸。近期央行集中投放大量流动性,弥补了机构现金投放缺口,稳定了市场流动性预期,尽管春节假期渐近,货币市场仍呈压力趋缓的向好局面。

据统计,本月15日以来,央行通过公开市场逆回购、SLF、MLF等各类渠道投放的资金已近两万亿元,自上周后半周开始,流动性渐趋缓和。尽管跨春节资金需求仍较为旺盛,但机构普遍预期央行将保持流动性投放的连续性,因此并不十分担忧。本周以来,央行流动性操作频率已有所下降,侧面印证流动性供求改善,预计平稳跨年问题已不大。(张勤峰)

## 人民币兑美元继续走平

民币兑美元转而围绕6.5780元展开震荡,波动仍然较小。

香港市场上,离岸人民币兑美元即期汇率来回拉锯,波动略大于在岸汇率,但截至17:30报6.6146元,小跌30基点,高低点价差仍不超过100基点。两地人民币汇率价差接近350基点。

市场人士指出,近期全球市场动荡、经济复苏乏力,降低市场对美联储加息的预期,美元走势平稳,缓和人民币贬值的的外部压力。同时,央行维持人民币汇率基本稳定的态度明确,对资金外流的管制和监管有所加强,逐渐熨平人民币市场价格大幅波动。短期看,外汇市场交投降温,贬值预期趋缓,料人民币兑美元汇率保持盘整的可能性较大。(张勤峰)

## 国债投标需求不弱

低于二级市场估值。据中债到期收益率曲线,1月26日,银行间市场3年期和10年期国债最新收益率分别为2.62%、2.86%。另外,两期债券投标倍数均不低,显示投标需求仍比较旺盛。

市场人士指出,近期降准缺席,引发市场修正前期过于乐观的货币政策预期,对债市分歧加大,行情波动上升,利率在震荡中有所回升。不过,现阶段经济形势没有显著变化,货币政策不具主动收紧空间,资金面平稳宽松可期,债市收益率向上有顶,且机构配置压力仍大,在利率有所回升后,候场资金入场对债市仍构成支撑。(张勤峰)

2015年12月,银行间债券市场掀起了一股银行发行二级资本债券的热潮。据统计,2015年12月,银行间债券市场共发行的商业银行二级资本债券21支,发行规模798亿元,创了当年月度发行量之最。

据业内人士分析,近期商业银行扎堆推出二级资本债券,主要是因为商业银行存在补充资本的内在需求。随着自身业务拓展,商业银行对资本的消耗巨大。去年以来,在宽松政策导向下,商业银行信贷投放加快,同时,在经济调整过程中,银行资产质量普遍出现下滑。为应对业务发展需求,以及出于提高抗风险能力的考量,各家银行对补充资本金有着较强需求。(张勤峰)

### ■交易员札记

## 现券弱势调整

3bp,3年期150022基本持平在2.59%,7年期150026上行1.25bp,10年期150023上行2.25bp,至2.8925%。

信用债方面,中票短融走势强劲,高评级城投债更受青睐。中票短融成交利率整体上行,1年期AAA上行30bp至3.1950%,AA+品种上行67bp至3.8%。城投债收益率则涨跌互现,等级间分化明显,AA及以上等级以上行为主,以1年期城投为例,AAA品种较前一日上行8bp,AA+和AA品种分别上行23和32bp,反观低评级,AA-级下降42bp,落在3.42%。对于信用品种而言,短期和高评级仍然是今年投资者的首选,反映出市场对于信用风险爆发的担忧不减。