

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,正股略有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

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	95.71	-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%,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,交投15国盛EB更是跌破了面值,成为当周市价最低的公募可转股类债券。

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

动性趋紧的作用,但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,进一步加剧转筹筹码的稀缺。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、传统转债发行、交换债供给增多,去年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,相对看好混合型和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

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,市价最高的是格力转债,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)

回购利率持稳 资金面稳步向好

27日,银行间市场主要回购利率波动不大,资金供给充足,市场情绪平稳,虽春节长假渐近,但货币市场不改稳步向好局面。市场人士指出,近期央行巨额流动性投放,填补了资金缺口,且有力提振流动性预期,预计流动性平稳跨节问题不大。

27日早间公布的上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)显示,短期和长期限SHIBOR下行为主,跨春节的2周、1个月、3个月SHIBOR纷纷上涨3基点左右。

银行间质押式回购利率方面,昨日除个别跨节品种外,主要回购利率走势平稳。其中隔夜回购利率小涨1bp至2.03%,7天利率则下跌7.5bp至2.47%,14天利率亦下行7bp至2.97%,跨春节的21天品种上涨6.5bp至3.52%,更长期限的1个月回购

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,预计平稳跨节问题已不大。(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,两地汇率差维持在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,日内多数时间围绕前收盘价窄幅震荡,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,人民币汇率差价接近350基点。

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

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,近期全球市场动荡、经济复苏乏力,降低市场对美联储升息的预期,美元走势平稳,缓和人民币贬值的外部压力。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)

集合票据代偿多发

信用风险警钟长鸣

联方贷款逾期、涉及诉讼牵连,公司银行账户被封,相关土地及厂房被诉讼保全,已确定无法偿付票据本息,并提请中债增信公司履行代偿义务。

无独有偶,“13宁德SMECNII001”的其他两家联合发行人偿债能力同样堪忧。本月初,“13宁德SMECNII001”主承销商公告,该期票据联合发行人岳海水产和夏威食品应提前划付的偿债本金未如期到位,该笔集合票据的全额还本存在不确定性。27日晚,夏威食品公告称,已确定无法偿付本金2499余万元,并提请中债增信公司履行代偿义务。

业内人士表示,照目前形势看,该期票据绝大部分本息需由中债增信公司“兜底”。而对于中债增信公司来说,这已经不是今年首次发生类似事件。

据悉,本月25日,中债增信公司刚刚履行了对“13青岛SMECN1”的代偿义务。据中债增信公司此前公告,青岛三特电器集团有限公司作为集合票据“13青岛SMECN1”的联合发行人之一,发行金额为6000万元,到期应兑付本息总额为6360万元。三特电器此前公告称,公司现金流较为紧张,已无法履行按期兑付本息的义务,提请中债增信公司履行代偿义务。资料显示,

“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。

除了接二连三的中小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,统计局发布数据显示,2015年全国规模以上工业企业利润总额63554亿元,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

操作难度加大 仍存交易机会

仍存交易机会

品零售总额从12%下滑至10.7%。往后看,随着供给侧改革向纵深推进,工业部门面临去库存压力,下滑风险依然不小。加上年初以来股市深度调整、外汇占款持续下降,进一步抑制了企业投资意愿,增加了经济的不确定性。

降准预期虽落空,但不必过于担忧流动性。在近期召开的商业银行流动性座谈会上,央行认为降准释放的货币政策信号过强,有可能对人民币汇率造成较大压力。不过,尽管降准短期内实现的可能性不大,但央行通过多种渠道投放的资金量并不小,近期流动性已显著好转。预计春节期间,央行将继续投放资金,为节日的流动性保驾护航。

在投放资金的同时,央行下调了3~6个月的资金成本。其中,3个月和6个月的MLF操作利率分别下调75BP和25BP至

2.75%和3.00%,且各期限利率均低于市场利率,表明了央行引导货币利率下行的意图。可以预期,春节后,伴随现金回流至银行体系,1个月以上的资金成本有望下行。

不过,市场担忧短端利率难以以下行,从而制约长端利率的下行空间。去年下半年以来,隔夜和7天回购利率始终保持在1.8%~2%和2.2%~2.5%,相对应的,1年期国债的收益率从2.5%下行至2.3%,20BP的下行幅度远低于10年期国债70BP的下行幅度,期限利差由100BP压缩至50BP。在期限利差压缩得很窄后,短端利率居高不下,致使长端利率也难以继续下行。不过,从长远来看,货币政策放松的趋势不变,只是节奏需要把握,在经济尚未企稳的情况下,未来仍有可能降准,短端利率未必将下行。因此,在短端利率维持高位

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。

</