

转债虽好 切勿“贪多嚼不烂”

□本报记者 张勤峰

2017年末以来,否极泰来的故事在可转债身上得到完美演绎,曾经遭遇杀估值与破发潮的市场“弃儿”,如今摇身一变已成“宠儿”,近期公司债券普涨,平价与估值齐飞,各路资金纷纷跑步入场。

分析人士指出,开年以来,市场风险偏好提升,风险资产表现不俗,可转债演绎估值与平价的双轮驱动,但在经历连续上涨后,正股波动、估值溢价、供给压力等也值得关注。眼下好券不便宜、便宜券不好,从容吸筹窗口期已过,波动风险在上升。好在风险偏好提升惯性犹存,股市走势不悲观,转债估值也不离谱,建议参与者留份清醒留份醉,有取有舍,切勿“贪多嚼不烂”。

从“弃儿”到“宠儿”

2017年末以来,全球金融市场风起云涌,股市普涨、商品逞强、非货币共舞……百花齐放的格局中,可转债以“黑马”之姿在众多资产中突出重围。

观察中证转债指数,转债市场自上月29日起逐渐脱离前期运行底部,过去一个月先后经历两波较明显的上涨,至本月26日指数累计涨9.86%。同一时期,A股市场主要股指中,上证综指累计涨7.94%,深证成指涨5.32%,唯有上证50指数以10.97%的涨幅略高一筹。

转债个券表现也可圈可点。统计显示,在剔除上月29日之后上市的新券后,剩余的36只转债在过去一个月无一下跌,并有7只转债上涨超过10%,其中国君转债、众信转债、光大转债涨幅均在15%以上。

进一步观察,这36只转债中有28只涨幅超过正股,一改前期转债跑不赢正股的表现。大幅跑赢正股的个券倒不是国君转债等领涨品种,而是以正股表现不佳的个券为主,如水晶转债、林洋转债、顺昌转债等,均是在正股出现较明显调整的情况下实现了上涨,从而拉开了与正股的差距。另外,开年以来,转债市场成交量、成交额相比年前也有跨越式增长。“部分之前关注度偏低的转债也迎来春天,成交量迅速提升。”兴业证券报告指出。

值得一提的是,与其他大类资产强者更强、弱者更弱相比,近期可转债的表现并非对既有运行趋势的强化,而是逆转,由此带来的冲击显然更加震撼。

这一轮上涨前,转债市场曾遭遇持续调整。从2017年9月到12月,中证转债指数自最高314.59点跌至最低281.01点,下跌超过10%。到2017年四季度,老券已大量跌破面值,新券在经历新规后短暂火热行情之后也迅速降温,申购中签率上升、弃购现象增多、上市首日破发也时有发生,市场情绪跌落至“冰点”。从事后来看,这反倒为搜集筹码提供了绝佳的机会。

转债近期涨幅榜(2017年12月29日至2018年1月26日)

上市日期	代码	名称	转债涨跌幅(%)	正股名称	正股涨跌幅(%)
2017-07-24	113013.SH	国君转债	16.31	国泰君安	11.37
2017-12-28	128022.SZ	众信转债	15.59	众信旅游	13.56
2017-04-05	113011.SH	光大转债	15.07	光大银行	18.77
2017-11-27	128017.SZ	金禾转债	12.77	金禾实业	11.09
2016-01-19	110033.SH	国贸转债	12.22	厦门国贸	8.40
2017-11-29	110038.SH	济川转债	11.79	济川药业	10.54
2017-12-05	110039.SH	宝信转债	11.15	宝信软件	9.60
2018-01-15	110042.SH	航电转债	10.28	中航电子	2.45
2016-01-18	110032.SH	三一转债	9.78	三一重工	8.59
2017-11-20	113015.SH	隆基转债	8.74	隆基股份	5.31
2018-01-16	128029.SZ	太阳转债	8.65	太阳纸业	6.53
2016-05-17	128012.SZ	辉丰转债	8.28	辉丰股份	8.29
2018-01-15	113017.SH	吉视转债	7.70	吉视传媒	3.74
2017-10-20	128016.SZ	雨虹转债	7.48	东方雨虹	6.03

从“双杀”到“双轮驱动”

开年以来,全球风险偏好急剧上升,转债也是受益者之一。

作为“债券中的股票”,转债的价格弹性主要源于内嵌转股权价值,在很多时候,正股对转债走势的影响都占据主导。开年以来,尽管股强债弱,两类基础资产表现显著分化,但权益资产上涨仍使得转债受益匪浅。

一位业内人士表示,从2017年12月下旬开始,上证综指连续5周上涨,盘面热点增多,赚钱效应提升,随着正股涨价,转债转股价值(平价)不断抬升,市价自然也水涨船高,特别是开年以来金融股强势,光大转债、宁行转债、国君转债等金融转债表现突出,对指数的拉抬作用不可小觑。

股市的强势为转债反弹提供催化剂,但近期转债的表现,逐渐超越了正股拉动的范畴。无论从转债跑赢正股还是弱势个券补涨来看,转债自身的上涨趋势在强化。

最近转债涨幅甚至高于正股,表明转债价格上涨不仅得益于转股价值提升,还来源于转债估值扩张,这与2017年12月转债市场的处境截然相反。2017年12月时,股市调整拉低平价,同时供给压力和情绪作用促使转债挤压估值,转债遭遇“双杀”。眼下的情况则是,一方面股市上涨拉抬平价,另一方面估值开始主动扩张,平价与估值齐飞,各路资金跑步入场,转债市场上演“双轮驱动”。

如果说平价升源于正股涨,估值升则可能与增量资金入场不无关系。兴业证券研报指出,近期转债量价齐升,一方面,股市表现好,提升转债吸引力;另一方面,扩容后的转债也吸引了更多投资者参与,从去年四季度可以看出,混合型基金和股票型基金参与转债的情况明显增加。

基金2017年四季季报已披露完毕,相关数据显示,当季基金小幅增持转债,但以股基、混基为主,债基、转债基金贡献反而不

多,基金在转债投资者中占比也略有降低。

分析人士指出,这一方面显露了转债市场扩容后,需求群体多元化的趋势,带来了新的投资需求;另一方面,当季债基增持不多,可能受制于年底赎回等压力,跨年过后反倒可能贡献增量需求。

其实对固收类投资者来说,年初以来股强债弱,资本利得亏损严重侵蚀票息收益,通过转债分享股市行情也算是增强收益、正守侧攻的一个重要手段。

“目前还是2018年初,很多债券机构若想通过转债博弈股市,操作上会相对积极,毕竟即使出现较大的波动,甚至犯错,也还有充足的时间来纠偏。”兴业证券固收研究团队认为,偏债型资金应该是近期加速流入转债市场的主流。

留份清醒留份醉

在双轮驱动下的转债,正吸引越来越多的投资者关注。但一些研究人士提示,经过连续数周的上漲后,转债从容吸筹窗口

■ 观点链接

中金公司:加强个券甄选

股市震荡慢牛的结构性行情可能还是主流选择,追涨需要视自身交易能力而控制仓位。相对而言,正股强势、流动性好的大盘品种可以将正股5日均线作为止盈线。可能受益于行情热点扩散、前期滞涨,绝对价位不高的新券等品种也容易成为追涨对象。之前推荐的隆基转债等诸多二线蓝筹品种可以继续持有等待结构性行情的继续演绎。而基本面不佳、估值不便宜且流动性较差的一些品种已经迎来退出的契机。

海通证券:适当了结高价转债

今年以来转债指数大涨,源于股市上涨、机构年末转债仓位较低、转债发行放缓,供需格局短期改善带动增量资金流入,转债市场估值修复。当前转债估值仍

资金面宽松程度趋于收敛

笼流动性。

统计显示,过去四个交易日,央行已通过逆回购到期方式净回笼流动性5870亿元。不过,因本月中旬央行连续实施净投放,投放力度不小,且上周普惠金融定向降准正式实施,带来大额低成本长期流动性一次性释放,加上金融机构开始陆续动用CRA补充了超储规模,短期连续净回笼尚未造成市场资金面明显变化。

29日,银行间市场资金面仍维持偏松态势。货币中介机构称,昨日市场资金面延续上周宽松态势,早盘隔夜资金供求平衡,银行类机构按加权价格融出7天资金。午后资金面维持宽松态势,隔夜至14天均有加权价的融出,供需平衡,资金面直至尾盘仍波瀾不惊。

不过,昨日银行间市场回购利率多数上涨,其中隔夜回购利率涨3BP至2.54%,

跨春节的21天期回购利率大涨近60BP至4.63%,1个月期限也上涨21BP,代表性的7天期回购利率(DR007)仍下跌近2BP。

资金面料边际收紧

业内普遍认为,春节前定向降准实施,加上CRA启用,可极大降低春节前流动性波动风险。

度过1月缴税高峰后,2月份财政收入对流动性影响减弱,而外汇流动对流动性影响基本消退,因此,从当前到春节这段时间,居民大量取现是银行体系流动性面临的最大考验。为此,央行决定建立“临时准备金动用安排(CRA)”。CRA机制释放的是法定储备,具有量大价低的特点,可有力满足春节前主要银行备付需求,平抑货币市场波动。

但也有市场人士称,未来一段时间,随着居民取现需求增加,市场资金面仍可能

债市偏弱震荡为主

收盘报95.945元,较上一交易日下跌0.02%。

与此同时,银行间现券全天窄幅震荡,收益率在1BP上下波动。其中10年期国开债活跃券170215开盘报5.0875%,日内整体窄幅震荡,尾盘收报5.09%,较上一交易日上行约1BP;10年期国债活跃券170025成交稀少,收益率持平在3.94%,较上一交易日小幅上行0.5BP。

一级市场招标则延续近期回暖态势。昨日农发行3年、5年期息增发债中标利率均低于中债估值,认购倍数分别为2.76、2.5,整体需求相对较好。

后市依然偏弱

市场人士称,上周消息面空档期叠加资金面较为宽松的背景下,债市整体结束了一个多月以来的颓势,不过反弹力度有限。而随着更多政策文件继续落地,市场情绪依然谨慎,加之后续资金面大概率边际收敛,债券期、现市场料将双双重回弱势。

“无论是国内基本面、资金面、政策面还是海外市场,均没有发生转向,资金面宽松引起的小修复或将结束。”华创证券指出,1月经济基本面依然平稳,并未出现大幅

期已过,波动风险在上升,正股波动、估值溢价、供给压力等值得关注。

正股上涨是这一轮转债上涨的基础,但在连涨5周过后,A股行情出现反复的可能性在加大。29日,上证综指挑战3600点未果后回落,全天跌近1%,当日中证转债指数大跌1.8%,个券回调明显。

转债主动提估值后,更需关注与正股的比价关系。虽然在正股调整的情况下,转债可通过估值扩张来化解正股冲击,但最近转债估值已有所提升,后续再涨,容易出现透支正股上涨前景的风险。

转债供给扩张放缓也只是暂时的。在年初、财报披露等影响下,近期转债发行较少,但转债已成为上市公司重要再融资渠道,未来供给扩容的趋势明确,近期市场火热反而可能刺激发行人供给热情。

另外,年初以来资金面季节性改善,但往后看,防风险背景下,金融体系资金供给在收缩,各类机构分化在加大,未来流动性波动仍不会少。就短期来看,随着春节现金投放压力加大,银行体系流动性也面临短暂收紧的压力。

分析人士表示,供给压力和资金环境,基本决定了转债估值扩张不会有太大空间,而近期普涨之后,好的个券已不便宜,便宜的券不好,从容增持的时机正在过去,追涨将更加考验交易和择券能力。

好在风险偏好提升惯性犹存,股市震荡慢牛的趋势并未走坏,转债估值也未完全透支正股上涨预期。中金公司等建议,对核心品种可持有为主,继续博弈股市震荡慢牛、结构性行情,但也要对一些应提防的信号保持关注,对基本面存在瑕疵而转债借机拉估值的品种,则应该把握离场机会。总之,行情至此,应留份清醒留份醉,有取有舍,切勿“贪多嚼不烂”。

■ 评级追踪

浙商集团信用评级下调至AA-

大公国际资信评估有限公司(简称“大公”)日前公告称,决定将浙江省商业集团有限公司(简称“浙商集团”)的主体长期信用等级由AA下调为AA-,评级展望由负面调整为稳定,将“16浙商集MTN001”的债项信用等级由AA下调为AA-。

大公表示,浙江省商业集团有限公司主要从事商贸流通等业务。上述评级结果反映了公司业务、酒类、肉类产品批发及零售业务发展稳定,子公司浙商财产保险股份有限公司(简称“浙商财险”)增加注册资本金事项获中国保险监督管理委员会批复,偿付能力充足率已满足监管要求,公司是浙江省省属企业,发起设立的省级棚户区改造融资平台在浙江省城市建设中仍占有重要地位等有利因素;同时也反映了剥离家电销售业务后商贸流通板块的利润将降低,2016年公司保险业务赔付支出规模扩大,后续追偿具有不确定性,浙商财险受到监管处罚,2017年1~9月净利

出现一定波动。春节前居民取现规模较大,且在支付现代化影响下,现金投放回笼更不可测,由此可能带来的影响仍不容忽视。另外,现有投放机制主要面向大型金融机构,中小金融机构获取流动性来源依然较少,成本较高。未来一段时间,如果大机构减少向外融出资金,仍可能引发流动性供求结构性紧张。

从历史上看,春节前12至20天,市场资金面处于年后、春节前的宽松期,目前恰恰处于这一阶段。这可能也意味着,往后春节效应将逐渐显现,资金面可能面临边际收紧的压力。

总的来看,CRA的创设极大降低了春节前流动性波动风险,未来一段时间流动性总量问题不大,但出现时点性波动和结构性紧张可能仍难以避免,后续流动性可能面临边际收敛。

人民币汇率仍将稳中趋升

□本报记者 王姣

1月29日,人民币对美元即期汇率小幅下跌,人民币对美元中间价则继续调升并刷新近27个月新高。市场人士指出,人民币汇率这一轮升值主要由美元贬值带动,近几日美元跌势趋缓,人民币对美元汇率涨势相应放缓,不排除短期内人民币汇率回调的可能,但考虑到市场对美元预期仍偏弱、人民币结汇需求尚未有效出清,预计未来一段时间人民币汇率仍将稳中趋升。

期现价小幅回调

1月29日,人民币对美元中间价调升169个基点,报6.3267,连续七日调升,创2015年11月2日以来最高。受此影响,周一在岸人民币对美元汇率高开于6.3266,开盘不久下行至6.323附近,日内整体偏强震荡,但尾盘随美元指数反弹而有所回落,16:30收盘价报6.3266,较上一交易日下跌39点,结束此前三日连涨;香港方面,离岸人民币对美元汇率整体表现偏弱,昨日盘中震荡下行,截至北京时间1月29日16:30报6.3297,盘中下跌35基点,且随美元反弹人民币进一步扩大跌势,19时左右下探至6.3382。

全球汇市方面,继上周五美元指数大跌0.37%后,周一美元有所企稳,截至北京时间16:30,美元指数报89.2405,盘中上涨0.25%。分析称,美元周一兑一篮子货币上涨,主要受益于美债收益率走高,同时本周美国将密集发布经济数据,美联储也将召开政策会议,不过市场可能已消化3月加息预期,预计经济数

据对美元多头的提振作用也有限。另据美国商品期货交易委员会(CFTC)最新数据显示,最近一周投机客持有的美元净空仓规模为144.58亿美元,高于之前一周的118亿美元,升至10月中旬以来最高。

申万宏源证券指出,展望今年,美元指数的变化方向仍是人民币对美元汇率波动的主要因素之一,在当前市场对美联储加息预期较为充分、而欧央行仍可能超预期启动边际紧缩的情况下,美元指数易下难上,人民币对美元汇率有望继续稳中小幅升值。

债转股有助降低杠杆率

日前,多部委联合发布了《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》(发改财金[2018]152号)。市场人士指出,本次通知是对此前发布的《关于市场化银行债权转股权的指导意见》等文件的进一步明确和补充。中长期看,债转股的推进将加快实现降低社会杠杆率的目标。

中信证券指出,此次通知中值得注意的内容主要有四点:第一,拓展债转股方案的形式,允许采用股债结合的综合方案,不再拘泥于纯粹的债转股模式;第二,拓宽债转股对象,明确支持各类所有制企业开展市场化债转股,不限定对象企业所有制性质;第三,拓宽债权的类型,明确允许将除银行债权外的其他类型债权纳入转股

债权范围;第四,拓宽资金来源,明确允许实施机构发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股。

“具体在选择债转股标的时,会经过详细的尽调以及企业、银行、实施机构等多方的论证和博弈,这部分难以量化,需要具体案例具体分析,但是,周期行业和战略性新兴产业、拥有优质资产、行业龙头、未来盈利转好预期较大的受困公司更容易获得青睐。”天风证券表示。

华泰证券在研报中指出,此次通知与过往的去杠杆政策一脉相承,继续在市场化框架下扫除政策障碍,为债转股落地创造条件。对银行业而言,今年随着债转股推进以及地方AMC(资产管理公司)投入运作,预计不良贷款率会出现实质性下行拐点。(王姣)

■ 评级追踪

浙商集团信用评级下调至AA-

大公国际资信评估有限公司(简称“大公”)日前公告称,决定将浙江省商业集团有限公司(简称“浙商集团”)的主体长期信用等级由AA下调为AA-,评级展望由负面调整为稳定,将“16浙商集MTN001”的债项信用等级由AA下调为AA-。

大公表示,浙江省商业集团有限公司主要从事商贸流通等业务。上述评级结果反映了公司业务、酒类、肉类产品批发及零售业务发展稳定,子公司浙商财产保险股份有限公司(简称“浙商财险”)增加注册资本金事项获中国保险监督管理委员会批复,偿付能力充足率已满足监管要求,公司是浙江省省属企业,发起设立的省级棚户区改造融资平台在浙江省城市建设中仍占有重要地位等有利因素;同时也反映了剥离家电销售业务后商贸流通板块的利润将降低,2016年公司保险业务赔付支出规模扩大,后续追偿具有不确定性,浙商财险受到监管处罚,2017年1~9月净利

润亏损,经营性净现金流持续流出,涉诉金额仍较大部分款项面临一定回收风险等不利因素。

联合资信:关注天恒置业资产转让

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)日前公告称,关注到北京天恒置业集团有限公司(简称“天恒置业”)出售、转让资产的相关事宜,联合资信将密切关注这一事项对天恒置业及其存续债券信用水平可能带来的影响。

联合资信表示,据天恒置业公告,公司将应收北京市土地储备中心的应收账款31.11亿元以30.67亿元的价格转让给关联企业北京天厚振翼企业管理合伙企业(有限合伙),同时约定,2017年12月31日之后,受让方每晚3个月收到该应收账款,则公司须于每自然季度结束前10个工作日向受让方支付3814.9万元的折价款,不足3个月的,按照实际天数/90进行折算。而截至2018年1月24日,北京市土地储备中心尚未偿付该笔应收账款,具体偿付日期不确定。(王姣)