

可转债:“褪色”的转股价下修博弈

本报记者 张勤峰

新券频繁破发、主承大额包销、发行人调降发行规模……种种现象凸显转债市场之低迷。以往低迷市道下,博弈转股价下修是增强收益的利器,近期下修案例增多,但博弈效果平平,是什么让下修“褪了色”?

研究人士认为,下修转股价牵涉多方利益,存在着一些风险点,如今因为下修动机、成功概率、下修后平价提升幅度等出现变化,博弈下修变得更复杂,风险收益比在下降。在趋势性机会有限的情况下,条款博弈机会仍值得珍惜,投资者应综合决策、加强个券甄别。

转债日子不好过

今年表现与预期落差最大的资产,恐怕要数A股。年初时,股票一度成为国内投资者最看好的大类资产,然而8个月过去,上证综指跌去了超过17%,远逊于债券、商品乃至现金的表现。

作为股票的“利益攸关方”,可转债的日子也不好过。不光老券市价大面积低于面值,新券上市首日便破发也几乎成了常态。

据Wind数据,截至8月30日收盘,沪深市场上存续期超过半年且在正常交易的公募可转债共44只,其中24只最新收盘价比100元的面值暨发行价要低,更有8只转债收盘价低于90元。存续期不到半年的新券、次新券表现更加惨淡,40只正常交易的新券、次新券中市价低于面值的多达28只,并有3只低于90元。

这其中,又有相当一部分的可转债是在上市首日便跌破了发行价。据Wind数据,今年以来上市的可转债共55只,有26只可转债上市首日收盘价低于100元,有23只首日开盘价便低于100元。也就是说,今年以来转债上市首日即破发的概率几乎是半开。

进一步的统计显示,今年6月份以来上市的21只可转债,只有4只在上市首日躲过了破发;8月份以来上市的13只可转债,则只有曙光转债躲过了首日破发。

新券上市首日便破发几乎成了“标准动作”,对于转债一级市场投资人来说,意味着转债一上市就被会“套”,投资者参与“打新”的积极性可想而知。

从数据上看,如今转债发行市场早已不复一年前雨虹转债等发行时的那般火热,直接表现为转债网上申购中签率明显上升。作为新发行机制下“尝头啖汤”的雨虹转债,其网上中签率只有0.0013%。今年以来公开发行的可转债,还没有出现过中签率低于万分之一的情况,最低的是艾华转债的0.0219%,中签率高于千分之一已不鲜见,更有湖广转债、海澜转债、万

顺转债、曙光转债、蓝盾转债5只转债中签率超过百分之一。

在发行难度加大、中签率上升的同时,投资者中签后频频弃购,导致主承销商包销的现象屡屡发生。Wind数据显示,今年以来发行的41只可转债中,主承销金额超过1000万元的有34只,超过1亿的有10只。6月末发行的湖广转债,发行规模17.34亿元,而主承销商包销了其中的5.82亿元。

发行人显然也感受到了压力。8月30日午间,中宠股份发布公告,调整公开发行可转换公司债券方案,募资额上限由2.77亿元下调至1.94亿元。

参与热情不如以前

然而,在转债市场上,低迷并不等于没有机会。作为我国转债品种最具特色的条款之一,转股价下修条款的设置,为投资者提供了博弈下修的机会,这往往成为弱市中转债投资者增强收益的利器。

所谓下修条款,即转股价特别向下修正条款,指在转债存续期内,当正股满足一定条件时(一段时期内股价低于当期转股价的某个比例),公司董事会会有权提出转股价向下修正方案并提交公司股东大会表决,表决通过后可实施。

由于转债的转股价(平价),取决于可转股数量和股价,而转股价直接影响可转股数量,因此调整转股价对转债的平价有显著影响。下修转股价的意义在于,每张转债可转换为更多数量的股票,从而可能迅速提升转债的平价,进而能在一定程度上迅速提升转债市价。

从往年来看,一般转股价修正后,转债平价水平将恢复到接近面值附近,恢复到上市初期的水平。比如,一只转债平价跌到了60元,通过下修转股价,能够回到100元附近。

这个过程就存在博弈机会,若投资者提前买入可能下修的转债,待下修实施时通常可获得价差收益。这便是博弈转债下修的基本逻辑。

要达成下修条件,前提是股价低于当期转股价,这意味着下修主要出现在弱市环境中。今年以来,就有不少转债发行人提出了下修,迎来了2008年以来的又一轮转债“下修潮”。信息显示,光上一周就有3只转债发布了下修预案,分别是小康转债、新泉转债和蓝标转债。

在常熟转债、江阴转债等身上,下修对转债价格的提振有所体现。自8月24日起,常熟转债连续5日出现较明显上涨,市价从101元涨至108元附近。江阴转债也在下修实施前连续6日上涨,市价从97回到100元上方。

不过,与前些年相比,下修对转债市价的刺激还是弱了一些,而且不同的个券

分化较大。天风证券研报称,近期有不少转债选择下修转股价,但是市场反应较为平淡。从下修案例看,91元~95元似乎是大部分转债下修之后的价格范围,能回到面值上方的仍是少数,大部分转债涨幅不大。这说明,投资者参与博弈转债下修的热情不如以前。

博弈难度加大

与前些年相比,前面博弈转债下修面临着更加复杂的情况,不确定性的增多限制了投资者参与热情。

以往转股价下修通常是跟回售压力联系在一起的。与下修条款一样,回售条款也是我国转债市场的一个特色条款。“设置这些条款的初衷在于增强转债的安全性,吸引投资者并降低发行难度。”中金公司研报称。

倘若回售实施,转债就真的成了债券,需要发行人偿付本息,造成资金链压力建设,而不少发行人转债,是想间接实现股权融资。因此,发行人有避免回售的动机。在转债接触触发回售时,发行人可通过向后修正转股价,提高转债的平价,来化解回售压力,这也是以往投资者博弈下修的主要思路。

但是,转债下修牵涉多方利益,在博弈的过程中也存在着一些风险点。如果投资者对下修预期打的过满,而发行人最终选择了回售、或下修幅度不及预期、或下修预案未获得通过都可能造成预期差,引起转债价格大幅波动。

这些风险点在以往就存在,但如今博弈下修已变得更复杂。

首先,转股价下修的动机变得更加复杂。今年以来,出现了不少暂时没有回售压力、甚至还没到转股期,发行人就提议

观点链接

国泰君安:下修动机较复杂

近期下修背后原因较为复杂多样,不好参与,但从下修背后的动机来看,主要有两类:一类是由于大股东持有转债比例较高,有后续减持动机;另一类是从公司层面考虑,转债每年财务费用压力较大,希望尽快促进转股提高净利润水平。市场因素的持续变化也会带来一些新的下修原因,比如避免回售等。总体来看,大股东转债持有比例是下修意愿的主要关注因素,但对于大股东转债持有比例较小的转债,转股后的稀释比例也是重要考虑原因之一。

中金公司:底部震荡格局未改

转债市场底部震荡的格局仍没有变。但新增资金不多的市场下,投资者仍需宽

下修转股价的情况,这在以往很少出现。这其中有一部分发行人是出于促转股的动机,希望投资者早日转股,充实资本,比如之前的骆驼转债、最近的江阴转债。这种情形下,转股价下修一般是一步到位,对转债价格的刺激比较明显。还有一种情况是,低迷市道下,主要股东参与了转债配售,甚至是主承因为包销持有了较多转债,在转债上市后便出现了浮亏,存在减持或止损需求。这种情况下,不排除会对发行人的决策施加影响。但这种情形下,带来的一个问题是——持有转债的投资者需要回避下修预案表决。如果大股东无法参与投票,转债下修议案能否通过的不确定性将大为上升,增加了博弈难度。今年以来,已经出现了几个下修失败的案例,这在历史上同样是很少见的。

其次,在股价低迷的情况下,选择下修转股价,意味着转债转股对股权的稀释会更明显,相应的阻力也会更大一些。特别是,在转债大股东因持有转债不能投票的情况下,中小股东对下修结果影响力有所上升。出现否决下修或者下修不到位的可能性相应上升。

再者,信用风险对转债价值的影响加大。以往转债定价主要考虑规模、行业属性、平均溢价率,但随着刚兑预期打破,必须将个券信用资质纳入考察范围。对于一些风险个券,即便存在下修可能,参与时也应该谨慎。

当然,在趋势性机会有限的情况下,条款博弈机会仍值得珍惜,只是博弈难度更大。中金公司研报指出,下修给予转债“推倒重来”的机会。但下修之后,转债相应恢复正常,主要矛盾也回到正股基本面、估值等方面。投资者若着眼更具趋势性或更大空间的机会,仍有赖于对正股的判断。

辱不惊。未来一段时间,交易性持仓仍观望为主,耐心等到股市几大指数再度收复重要均线再做尝试不迟,至少那时交易的盈亏比强于当下。配置性资金在筑底的过程中做“定投”,同时着力于优化结构。一方面避免“边缘化”,另一方面跟随市场寻找阻力最小的板块。

海通证券:适当参与下修博弈

在今年市场行情低迷的环境下,博弈下修成为重要的投资策略。此前对下修动机进行过梳理,一个重要的思路是大股东持有转债比例较高,希望通过下修止损(如新泉和小康)。目前转债大量破面,后续或仍会有主动下修的情况出现,可适当关注天马、天康、兄弟、时达等。(张勤峰 整理)

人民币回调逾百点

本报记者 张勤峰

8月30日,人民币兑美元汇率继续回调,境内即期汇价收跌142基点,回到6.8360,境内外价差结束倒挂同时仍维持低位。市场人士指出,美元指数企稳,对人民币继续上行形成阻力,经济基本面也支撑人民币企稳运行,后续随美元双向波动将延续。

人民币继续回调

8月30日早间,中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价报6.8113,较上一交易日下调41个基点,连续两日调贬。此前一日,人民币兑美元中间价报6.8072,较上一交易日下调20个基点,终结两日连升。

人民币即期汇价随中间价继续回调。30日,境内银行间外汇交易市场上,在岸

人民币兑美元低开于6.8237元,日内偏弱震荡,一度触及6.8395元的低点,逼近6.84关口,随后跌幅有所收窄,至16:30收盘报6.8360,较上一交易日跌142点。

香港市场方面,离岸人民币兑美元汇率同步走软,29日盘中从6.82附近一路跌破6.84关口,盘中触及6.8473元的低点,跌幅一度超过260基点,截至北京时间30日16:30报6.8450元,跌幅约255基点,境内外价差结束倒挂,维持在87基点的低点,显示市场预期保持稳定。

全球汇市方面,美元指数止跌企稳迹象明显,尽管29日冲高回落,30日仍延续偏强震荡,盘中突破94.7,截至北京时间30日16:30报94.6975,涨幅约0.17%。

市场预期持稳

央行重启逆周期因子后,人民币从

市场预期保持稳定

大涨到有所回落的走势基本符合市场预期。

“人民币不会受逆周期因子调节开启大幅升值。”东北证券指出,第一,跟2017年比,中美经济周期出现了分化,美国经济周期仍在上升区间;第二,中国央行从去杠杆转向宽松,而美联储仍在加息+缩表进程中;第三,从微观数据看,7月的银行代客结售汇出现逆差、代客远期净结汇负值有所扩大。

中航证券同时指出,目前人民币短期内继续大幅贬值的可能性较小,较大概率会出现一定的升值。但美联储今明两年持续加息较为确定,而我国货币政策跟随收紧的难度较大,中美利差水平或逐步拉大,而国内经济前景受贸易形势影响仍有较大不确定性,因此人民币中期贬值压力依然存在。

分析人士认为,总的来看,人民币既无大幅贬值的压力,也无大幅升值的动力,整体企稳、双向波动的概率显然更大。从中长期看,对人民币汇率的根本支撑则在于提高中国投资效率和降低投资风险溢价。

“我们认为,近期的政策微调可能有助于改变短期市场供求以提振人民币汇率,并对人民币‘空头’有震慑作用。然而,正如我们在之前报告中反复强调的,对于中国这样的大型大陆性经济体,汇率的中长期走势最终取决于预期投资回报率和投资风险溢价。在这方面,支持人民币汇率更具可持续性的途径只能是稳定增长预期,并继续推进市场化改革以提高在中国投资的效率、政策透明度和可预测性。”中金公司表示。

我们认为,近期的政策微调可能有助于改变短期市场供求以提振人民币汇率,并对人民币‘空头’有震慑作用。然而,正如我们在之前报告中反复强调的,对于中国这样的大型大陆性经济体,汇率的中长期走势最终取决于预期投资回报率和投资风险溢价。

“我们认为,近期的政策微调可能有助于改变短期市场供求以提振人民币汇率,并对人民币‘空头’有震慑作用。然而,正如我们在之前报告中反复强调的,对于中国这样的大型大陆性经济体,汇率的中长期走势最终取决于预期投资回报率和投资风险溢价。

“我们认为,近期的政策微调可能有助于改变短期市场供求以提振人民币汇率,并对人民币‘空头’有震慑作用。然而,正如我们在之前报告中