

“最后的避风港”也难独善其身 可转债行情回调到几时?

证券时报记者 孙翔峰

在权益市场整体低迷的情况下,可转债市场年内表现相对稳定,被不少投资者视为最后的避风港。不过,近期行情风云突变,“最后的避风港”也受到了阵阵波涛的袭击。

多位市场人士对证券时报记者表示,近期可转债市场回调的原因比较复杂,股市、债市的低迷均压抑了可转债上涨的空间。同时,个券强赎、闪崩等与低迷的市场情绪相互强化,进一步压低了市场的做多意愿。

“可转债抗风险的属性仍然较强,但是股市、债市等下行带来的压力也越来越明显,在全市场回报率都偏低的背景下,可转债也很难独善其身。”上海一位机构投资者人士对证券时报记者表示。

避风港也未能定风波

可转债是今年市场中表现最好的品种之一。中证转债指数年内涨幅一度超过5%,即便是近期可转债市场持续回调,中证转债指数的年内涨幅也仍有2.07%,远远跑赢主要股指。因此,很多投资者把可转债当作股市低迷之下的“避风港”。

不过,“避风港”近期似乎也难逃风波袭击。自9月5日短期反弹结束以来,中证转债指数持续下行,特别是9月7日指数单日下跌1.08%,这对于向来稳定的可转债市场而言,已经是非常大的跌幅。

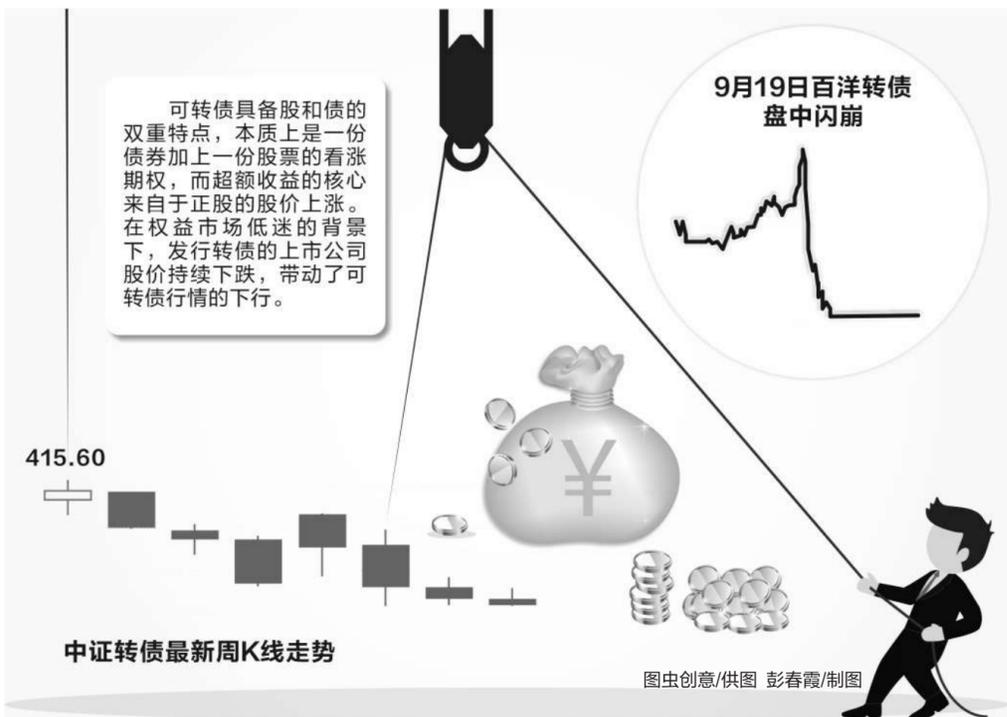
从市场分析来看,可转债市场的本轮下跌并非单一因素所导致,股市、债市等近期无法为可转债提供正向支持也成为重要的一方。

“权益市场的缩量下跌,直接影响了可转债的转股价值,同时在缺乏赚钱效应的背景下,市场情绪溢价开始收敛。”纽达投资创始人郭雄辉在接受证券时报记者采访时表示。

前述机构人士解释,可转债具备股和债的双重特点,本质上是一份债券加上一份股票的看涨期权,而超额收益的核心来自于正股的股价上涨。在权益市场低迷的背景下,发行转债的上市公司股价持续下跌,带动了可转债行情的下行。

中信证券首席经济学家明明也指出了这一点,他认为近期权益市场情绪持续走弱,导致可转债市场跟随权益市场同步回调。

不过,权益市场的低迷并非近期才开始,可转债行情遇挫,还与近期债市的表现密切相关。随着市场流动性压力增大,债券市场出现了显著回调,不少资金选择获利了结。而债市的回调也导致了理财资金的持续流出,最终给转债市场



带来压力。

德邦证券的研究显示,截至9月17日,银行理财存续规模约为25.85万亿元,9月10日环比减少1990.33亿元。从机构类型来看,各类型机构存续规模均环比减少,股份行与国有行的理财子公司环比减少明显;从投资性质来看,固定收益类产品存续规模大幅环比减少,现金管理类理财产品存续规模环比大幅增加;从投资期限来看,除每日开放式产品存续规模环比上升外,其余投资期限产品的存续规模均环比减少,1个月(含)以内规模环比减少尤其明显。

“短期来看,权益市场情绪波动和债市调整带来的流动性冲击,是转债估值回落的重要推手。”明明对证券时报记者表示。

闪崩案例连击市场

市场低迷的背景下,一些个券的“风吹草动”都可能演化成小型“黑天鹅”,而这些情况反过来又强化了市场的悲观预期。

9月以来,市场频频出现个券闪崩情形。9月19日,百洋转债就上演“闪崩”一幕,在盘中一度上涨超过15%的情况下突然直线下跌,最终以大跌20%收尾。9月20日,百洋转债继续下跌19.62%,两天之内从高点处累计跌幅逾50%。

无独有偶,9月11日,兴瑞转债开盘后持续拉升,在10点半左右一度大涨17.7%。之后,行情急转直下,在不到半个小时之内,兴瑞转债直接跌停,报价188元,期间跌幅将近30%,当日成交额高达28.2亿元。9月12日,兴瑞转债开盘之后又持续大跌,当日大跌近20%。

“这些大跌的债券都有显著的特点,一是上市时间不久,二是短期涨幅过大,存在明显的资金炒作迹象。”前述机构人士表示,这种债券接连出现闪崩,既反映了市场情绪的低迷,也会在短期内强化市场的负面情绪,导致做多力量进一步减弱。

“近期,高价格、高转股溢价率的‘泡沫债’开始价值回归,这无疑加重了对转债市场情绪的打击,使得转债溢价率普遍出现收敛。另外,可转债的成交活跃度减弱,其流动性溢价也相应受挫。”郭雄辉对证券时报记者说。

可转债调整何时结束?

持续的下跌之后,市场人士对于可转债的后续行情也产生了分歧。前述机构人士在接受采访时就坦言,“并不认为可转债的调整会很快结束。”

他表示,“股市虽然已经迎来了政策底,但是市场仍然需要时间消化此前积累的悲观情绪。可转债的正股大多是中

小盘企业,对于流动性更敏感,而股价短期又难有较好的表现。同时,可转债市场内积累的避险资金短期离开后,没有趋势性反转前不会回流,‘避风港’效应也会减弱。”

不过,不少机构人士仍持有乐观的观点。郭雄辉分析,目前转债价格位于130元以下的部分,其等权纯债溢价率约为25.29%,已回落至2017年以来的均值水平,接近2022年5月的30%分位线。

“我们认为转债的下行空间已相对受限。但溢价率的波动受多重因素影响,如市场情绪、公司修正意向等,未来走势较难预测,但从历史经验判断,调整已近尾声。”郭雄辉说。

明明则认为,此次债市调整与2022年11月、2020年5月所处的宏观背景不同,虽然政策不断超预期出台,但市场还在观察后续政策的效果。且理财的抗风险能力相较于以往有所增加。虽然有一定的流动性压力,但转债市场需求的底盘更为稳健,预计转债估值压缩风险可控,后续估值持续压缩的空间已经较小,为反弹提供了更好的弹性和效率。



券商发债持续活跃 下半年已获批1650亿元

证券时报记者 王蕊

9月19日,财通证券公告称,近日收到中国证监会批复,同意该公司向专业投资者公开发行面值总额不超过100亿元公司债券的注册申请,有效期24个月,可分期发行。

证券时报记者据公示信息统计发现,今年下半年中国证监会已累计同意了11家券商的12桩发债申请,涉及金额1650亿元。联合资信评估的统计数据也显示,今年二季度,我国券商发行各类债务融资工具规模合计3615.22亿元,同比增长61.36%。公司债和短期融资券为发行规模前两大品种,但券商次级债的配置价值却相对突出。

中信证券研究所指出,目前券商次级债二级市场流动性增加,同时主体资质较优,不赎回风险与信用风险相较于银行次级债与保险次级债更低,长端利差处于较高水平。在信用市场中长期回归“资产荒”的当下,信用利差具备再次下行的动力,长端券商次级债不失为新一轮宽货币下交易盘的较优选择。

1650亿券商债获批

公示信息数据显示,今年下半年以来,中国证监会共批复了包括财通证券在内11家券商的12桩债券发行申请,累计涉及金额达1650亿元。其中,中信建投证券获批了200亿元公司债,200亿元短期公司债,总规模遥遥领先。

具体来看,头部券商的发债申请规模普遍在百亿元以上。除中信建投证券两桩200亿元债券获批发行外,方正证券、海通证券、光大证券、华泰证券等4家券商获批发行债券规模均为200亿元,中金财富、国元证券、财通证券也各自获批了百亿元债券发行申请。

从债券类型来看,公司债券和短期公司债券仍是券商发行的主要产品类型,总发行规模占比超过80%——共有7家券商获批发行公司债券,累计发行金额达900亿元;同时也有3家券商获批发行短期公司债券,累计发行金额为450亿元。

值得注意的是,还有两家券商获批次级债发行,分别是华泰证券的200亿元永续次级公司债券、中金财富的100亿元次级公司债券。

二季度发债同比大增

近日,联合资信评估在一份报告中指出,2023年二季度,我国证券公司各类债务融资到期规模3042.10亿元,同比增长3.66%,环比增长26.15%;发行各类债务融资工具规模合计3615.22亿元,同比增长61.36%,环比增长6.05%;公司债和短期融资券为发行规模前两大品种。

二季度,券商合计发行了100期公司债,合计募资2034亿元,同比增长111.02%,环比增长4.58%;发行规模占比为56.26%,同比增加13.24个百分点。同一时间,券商合计发行了62期短期融资券,合计募资929.70亿元,同比增长

7.11%,环比下降25.02%;占证券公司总发行规模的25.72%,同比下降13.03个百分点。

而次级债方面,二季度券商共计发行30期次级债,合计募资651.52亿元,同比增长59.49%,环比大幅增长190.86%;占总发行规模的18.02%,同比下降0.21个百分点,变动不大。

二季度,券商短期融资券发行主体评级均为AA+和AAA,发行利差在主体评级和期限上均具有明显区分度。AAA主体发行利率显著低于AA+级证券公司,在融资成本方面优势明显。同时,券商发行利差有所走阔,主体评级为AAA和AA+的证券公司发行利差均值都有所增长,行业利差均值为77.83BP,同比增长4.49个BP,环比增加4.49个BP。

次级债性价比凸显

“跨季资金面扰动后,信用市场结构性‘资产荒’格局再现。”中信证券研究团队指出,叠加6月经济数据表现不佳,市场对增量宽货币政策仍有期待。而信用利差经历了调整后,似乎具有再次下行的空间,金融次级债或再次成为机构关注的“香饽饽”。

券商次级债在我国信用债市场起步较早,经历多年发展已成为信用债市场的一大重要品类。2015-2023年以来,随着证券公司发债补充资本需求增加,券商次级债规模基本保持在5000亿元以上。从等级角度看,存量券商次级债资质优于银行二永债与保险次级债,主要集中在高等级和优质证券公司中。从期限结构角度看,存量非永续券商次级债平均期限为3.14年,低于银行次级债的9.71年与保险次级债的10.06年。

中信证券研究所统计的数据显示,受主体补充资本需求增加影响,2023年上半年券商次级债发行端边际增加,共计发行46笔券商次级债,规模达875.52亿元,同比减少18.96%。因到期规模同比下降,净融资规模边际反弹,规模为307.02亿元,环比增加50.51%。

二级市场方面,2023年以来券商次级债与银行二永债之间的品种溢价压缩,利差介于同期限银行二级债与永续债利差之间,性价比相对较高。同时,上半年券商次级债换手率为82.03%,高于2022年同期,显示上半年机构对券商次级债的配置需求增加。横向对比来看,券商次级债换手率略低于银行次级债的108.00%,但高于保险次级债的47.41%。

明明认为,目前券商次级债在二级市场的流动性增加,同时主体资质较优,不赎回风险与信用风险相较于银行次级债与保险次级债更低,长端利差处于较高水平。在信用市场中长期回归“资产荒”的当下,信用利差具备再次下行的动力,长端券商次级债不失为新一轮宽货币下交易盘的较优选择。

对于配置盘而言,券商次级债兼具高资质和高票息优势,在各信用品类票面利率呈下降趋势的当下,仍具一定性价比。相较于银行二永债等品类,券商永续债估值波动更小,适宜作为低风险偏好机构配置的优质资产。

手续费下调高唱“进行曲” 银保产品切换“上节奏”

证券时报记者 邓雄鹰 刘敬元

规范银保业务所带来的阶段性变化,持续受到关注。

近日,关于保险公司银保渠道业务暂停和银保业务手续费率将由40%降至14%的消息频出。证券时报记者在采访中了解到,以整治银保手续费恶性竞争为目标的银保业务调整切换正在进行中,随着调整到位,银保业务有望迎来新的发展契机。

银保手续费下调进行时

“银保手续费率下调是非常清晰的,业内已经在这么做了。”一位保险公司银保人士告诉证券时报记者,例如5年期保险产品手续费率上限降至14%,此前个别大银行这类产品银行代销手续费率达到了40%。

银保产品的费用水涨船高已引起行业重视。今年7月,寿险公司曾开会研讨,就银保业务手续费率上限达成了初步共识。有消息称,对于趸交、3年交、5年交、10年交的保险产品,保险公司给予银行的一次性手续费率上限分别下调至3%、9%、14%、18%。

“行业还没有最终定论,但我们已经在按照该费率上限备案新产品。”一位保险公司精算人士告诉证券时报记者。

多家公司调整银保产品

在监管部门对银保业务下发规范性文件和要求后,寿险公司明确了银保业务费用“报行合一”的方向。要落实这一新的监管要求,一方面要报备新产品,另一方面也需要与银行重新签署代理协议。

证券时报记者多方了解到,对于银保业务“报行合一”新规执行时点,此前业内有不同理解。因此,进入9月以后,保险公司在银行渠道销售的仍有旧协议下的老产品,这些产品不符合“报行合一”新要求。

近日,“老七家”大型寿险公司率先下架了不符合新规要求的银保产品,随后一些中小公司也采取了类似行动。

据了解,本周以来,多家保险公司开始陆续下架不符合“报行合一”规定的产

品,启动了银保产品切换,并着手与银行重签代销保险合同,调整完后新产品将陆续上线。由于各家流程进展不一,因此并没有统一重启的时间点。

对于银保渠道调整的影响,各家公司反应不一。

一位保险公司银保负责人告诉证券时报记者,虽然看起来近期银保渠道下架产品并调整切换的公司不少,但实际影响并没有那么大,今年大部分公司已完成任务,“完成切换后,对保险行业是一个重大利好,保险行业手续费恶性竞争将大大缓解”。

不过,也有公司表示银保业务暂停还是有所影响,重签合同面临挑战。对于银行来说,手续费率下调意味着中收减少。

“短期有所影响,但长期来看是利好。”一家大型保险公司相关负责人表示。

保险代销贡献可观中收

今年银保业务手续费的整治很受关注。一方面,银保业务已成为保险公司新单业务的第一大贡献方,但手续费水涨船高,让银保业务又面临“有规模、不赚钱、没有价值”的老局面;另一方面,代销保险产品也受到银行的重视,在打破刚兑、基金销售难度加大的情况下,代销保险为银行中间业务收

入贡献增大。

银行对保险的重视从年报中已有所体现。工行、农行、邮储银行等大行,都会在年报中单独列示代理保险情况。重视财富管理的股份行中,保险贡献中收可观。例如,今年上半年,招商银行代理保险保费573.94亿元,同比增长54.88%;招行财富管理手续费及佣金收入169.46亿元,同比减少10.21%,但其中代理保险收入92.60亿元,同比增长3.07%。

多位受访人士认为,监管部门要求“报行合一”,对于降低银保业务费用和长期稳健发展是一个利好,保险公司普遍持欢迎态度。不过,这涉及银行和保险双方,“报行合一”的执行也需要考虑银行方面。据了解,有银行难以接受代理手续费降低,保险公司在重新与银行签署代理协议时遇到一定困难。

也有保险公司人士提及,在代销保险产品业务上,银行除了有渠道的天然优势外,也有更为有利的政策条件。例如,一个网点单一年度内只能最多代理3家保险产品,银行网点资源因此更稀缺,也让保险公司在博弈中更加弱势。

保险公司期待在现在高企的费用下,通过合理调整取得一定效果,让保险和银行对手续费率都能接受,这样双方合作关系更加可持续。

