

A股躁动难止 转债机会闪现

□本报记者 王辉

在沪港通、稳增长等多项利好刺激下，4月以来尤其是上周至今A股市场明显走强，可转债市场由此也录得较佳表现。分析机构认为，在蓝筹低估值托底、A股市场仍有望迎来利好刺激以及宏观经济稳增长预期不断积累的背景下，未来可转债市场系统性下跌的风险较为有限，可能会继续跟随正股迎来走强机会；但另一方面，如果经济基本面仍以小幅定向刺激和托底为主，则股市难以出现趋势性上涨，对转债市场也仍需以结构性行情对待。

转债水涨船高 大盘券相对强势

4月以来，在A股市场蓝筹板块估值水平明显处于低位，市场各方对于宏观经济稳增长预期不断增强，以及管理层上周周中宣布将在6个月内正式启动上海与香港股票市场交易互联互通机制的背景下，沪深股市终于迎来了这一波期待已久的阶段性蓝筹行情。与此同时，交易所可转债市场跟随A股同步上涨，绝大多数转债品种均录得不同程度上涨，其中大盘转债品种表现相对强势。

数据显示，4月以来截至14日（本周一）收盘，上证指数与沪深300指数累计上涨4.83%和5.70%，中证转债指数则累计上涨2.87%。此外，经过4月份前半月的走高之后，中证转债指数2014年以来的整体走势也由跌转涨，年初至今累计涨幅达到1.66%。

具体个券表现方面，WIND数据

4月份以来可转债表现和价值分析

证券简称	区间涨跌幅(%)	正股区间涨幅(%)	收盘价(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	债券余额(亿元)	到期日
平安转债	6.03	8.65	105.05	1.67	6.39	260.00	2019-11-22
石化转债	4.71	8.15	107.31	0.91	1.19	209.61	2017-02-23
隧道转债	4.68	5.71	108.52	1.06	-0.12	25.32	2019-09-13
重工转债	4.49	4.70	109.70	0.18	7.24	39.41	2018-06-04
中鼎转债	3.70	4.55	122.99	-7.05	0.42	2.11	2016-02-11
久立转债	3.54	5.67	106.25	1.11	19.75	4.87	2020-02-24
川投转债	3.52	5.01	129.50	-4.74	0.27	13.04	2017-03-21
工行转债	2.91	1.45	102.80	1.92	3.68	164.19	2016-08-31
民生转债	2.28	4.70	90.55	4.15	12.00	199.93	2019-03-15
徐工转债	2.05	4.49	90.20	4.93	9.33	25.00	2019-10-24
东华转债	2.05	1.66	174.50	-8.47	0.37	1.56	2019-07-25
国电转债	1.95	2.12	105.81	2.58	5.37	54.99	2017-08-19
博汇转债	1.89	0.18	107.98	-2.04	19.63	9.75	2014-09-23
深燃转债	1.78	2.63	98.29	2.23	12.07	16.00	2019-12-13
华天转债	1.29	1.78	118.50	-0.99	19.23	3.38	2019-08-11
燕京转债	1.26	3.41	105.40	-1.85	10.23	0.74	2015-10-14
歌华转债	1.23	12.33	98.49	3.61	59.90	16.00	2016-11-25
泰尔转债	1.01	-0.25	102.78	0.77	10.18	3.20	2018-01-08
中海转债	1.00	7.29	92.75	5.06	86.80	39.50	2017-08-01
中行转债	0.87	3.09	99.72	4.39	5.32	393.87	2016-06-02
南山转债	0.76	3.86	91.85	7.36	22.23	60.00	2018-10-16
恒丰转债	0.58	3.55	98.57	3.00	14.10	3.10	2017-03-23
深机转债	0.46	1.82	94.13	5.28	34.09	19.91	2017-07-14
海运转债	0.36	1.47	102.88	0.80	34.49	7.20	2016-01-07
海直转债	0.05	5.73	126.02	-2.46	6.91	2.60	2018-12-18
同仁转债	-0.71	5.01	119.65	-2.39	14.72	10.46	2017-12-04

显示，以全价指标计算，沪深交易所26只挂牌交易的可转债品种中，有25只4月以来录得上涨。其中，涨幅前三的平安转债、石化转债、隧道转债分别录得6.03%、4.71%和4.68%；仅有同仁转债一只个券下跌，跌幅为0.71%。

值得一提的是，除平安、石化拔得头筹和次席外，工行、民生转债亦

转债波段行情有望延续

综合多家机构观点来看，目前市场上对于转债后市仍持中性偏乐观的态度。

国泰君安本周一发布可转债周报

称，A股的反弹才刚刚开始，可转债市场仍会有较大的上升空间，后期大盘转债仍值得重点关注。该机构认为，年初以来，非标融资需求大幅下降，固定收益类产品风险抬升，低估值蓝筹股成为较好的资金流入目的地，再加上美联储加息预期延后及沪港通政策放开，海外增量资金流入股市，将带来蓝筹股推动的股市系统性机会。

海通证券也表示，利率高企导致短期经济低迷，政府正反思利率市场化，开放促改革或为新方向，在此背景下，利率下行及资本市场开放将持续对大盘蓝筹有利，短期大盘转债或仍有反弹空间，建议展开积极配置。

不过，在前期可转债市场整体已出现较大涨幅之后，目前部分机构对于可转债市场行情持续性，也有一定谨慎心态。其中，来自上海证券的观点认为，A股后期的表现仍是决定转债市场走势的最重要因素，尽管有优先股、沪港通等利好刺激，但后期如果没有大量增量资金的支持，权重股的行情或难持续。此外，该机构还认为，优先股带来的新的低风险收益机会，可能也在一定程度上对转债市场不利。

比较而言，中金公司的观点则较为中性。该机构指出，4月份仍是稳增长预期的躁动期和政策利好的兑现期，A股和可转债市场新的风险点不多，对利好仍能做出明显正面反应，整体而言，投资者不应过于高估行情性质，也不应漠视利好因素的边际变化，可适当把握个券机会。

中国平安和中国石化以及大银行。沪港通利好低估值和分红稳定、流通市值较大标的，银行优势明显，中行转债、工行转债以及民生转债受益。沪港通利好A+H上市且具有较大折价的公司，平安转债受益。中长期看，平安互联网金融和全牌照运营优势明显，值得推荐。石化转债直接受益沪港通。目前中石化及其下属上海石化、仪征化纤同时在香港、上海上市。建议关注中石化A股，中石化正在进行混合所有制改革，同时在专业化分工、专业化上市的指引下，其下属公司发展空间大。

中金公司： 关注个券机会

近期转债品种供求双弱的格局仍明显。齐翔转债预计将于4月中旬启动发行，公开发行版可交换债预计在年中时点有望亮相，而渐能等大盘转债发行时间尚早。需求方面，债基缺少增量资金，且纯债市场机会成本较高，对转债多采取按兵不动的操作策略。总体看，转债估值仍难有大幅波动的驱

上海证券： 转债机会小于正股

A股市场的表现仍然是影响转债市场的最重要因素，结构性特征仍是A股的主要表现方式，近期上证指数表现强势，主要是受到政策面的刺激，优先股政策和沪港通政策的出台刺激权重股的短期脉冲行情产生，带动了指数的表现。权重股的这种表现在没有大量增量资金的支持下较难持续，

而权重股的脉冲行情也使得市场赚钱效应有限。而优先股政策的出台也将改变转债市场的投资格局，上证50指数成份股的转债在缺乏条款博弈机会后，走势上将明显弱于正股。在沪港通政策刺激下，虽然短线部分AH股折价较高的个股仍会有所表现，但不建议追涨，转债的表现将弱于正股。当前市况下，仍然建议关注债性托底到期收益较高，以债性投资为主要目的品种，主要有南山转债和深机转债。

国金证券： 大盘转债短期仍有反弹空间

上周中证转债指数上涨1.85%，源于HS300指数大涨3.9%；上周沪港通出台，大盘蓝筹崛起，平安、重工、石化、工行等大盘转债涨幅居前。利率高企导致短期经济低迷，政府正反思利率市场化，开放促改革或为新方向，利率下行及资本市场开放对大盘蓝筹有利。短期大盘转债或仍有反弹空间，建议可积极展开配置，尤其可重点关注徐工、民生等绝对价值较低、博弈空间较大的中盘转债。（张勤峰 整理）

国开债“迎春”取决三大因素

□海通证券 姜超 周霞

去年下半以来，国开债长端收益率居高不下，未来面对供给压力的持续增长，国开债的机会在哪里？

国开债发债缺乏成本观念，供给持续冲击市场。5年期国开债与国债利差均值水平大约70BP，但自2013年下半年以来利差迅速扩大，峰值达140BP，10年期品种也出现利差快速扩大现象。而与此同时，国开债与企业债的利差却在不断缩小，目前利差水平在40BP左右。

同期限AAA级企业债和国开债利差缩窄至历史低位，源于企业债发行规模因利率高企而缩量，而国开债发债并没有明显的成本约束。即便在2013年下半年利率大幅飙升之后，国开债发行规模依然保持平稳。我们判断，2014年政策性金融债供给量将大幅上升至1.7万亿元，在这种大量供给预期之下，国开债长端利率也难以出现实质性下降。

国务院常务会议日前特别提到，将由国开行成立专门机构发行“住宅金融”专项债券，用于支持棚户区改造等工程建设。国开行发行住宅金融债的本质，是代替地方政府，利用中央信用为棚改项目筹资举债，统一管理和核算保障性安居工程的相关债券工具，从而降低融资成本，减缓地方政府的债务负担。

预计2014年棚改支出1万亿元，资金来源包括：中央棚户区改造专项资金约1000亿元，国开行棚户区定向贷款约4000亿元，土地出让收益约500亿元，地方财政补贴类资金约

5年期AAA级企业债与国开债利差缩窄至历史低位



2500亿元，地方除财政和发债外其他资金筹集约2000亿元，地方政府发债渠道将被国开行渠道替代。

预计2014年国开行住宅金融债的规模约为4000亿元，除去原有计划内1000亿元，对利率债供给的净增量为3000亿元。采用历史趋势外推的原则判断，新增国开行住宅金融债3000亿之后，2014年政策性金融债的发行规模预计在2.9万亿元左右，同比增40%；扣除到期1.2万亿元，2014年政策性金融债净融资量约为1.7万亿元。

另外，以城投债为代表的无风险收益率，也令国开债缺乏吸引力。当前银行非标资产转向标准资产已成为趋势，债券资产的趋势性机会已经启

动。其中，城投债由于收益率高于国开债和国债，且拥有政府信用背书，成为银行优先选择的品种。因此，国开债以及国债长端利率下行的前提在于城投债。而从稳增长融资方式的变化看，虽然通过中央信用代发住宅金融债券以及铁路建设债券，比依赖地方政府融资是一大进步，但与之对应的，则是城投债高风险收益不会马上被打破。

综上所述，决定国开债春天何时来临的主要因素主要有三：其一、需打破城投债8%的无风险收益率；其二、预计2014年政策性金融债净供给会出现大幅上升，需等待市场适应巨量供给冲击；第三、需等待央行货币政策发生方向性变化，例如从目前正回购转向逆回购，甚至降准等等。

回购利率走低 资金面短期无忧

周一，银行间市场资金面延续宽松格局，质押式回购利率整体下行。市场人士指出，本周公开市场到期资金量较多，且财政存款上缴的时点未至，资金面短期问题不大，预计央行将继续开展以14天品种为主的正回购操作。

昨日质押式回购市场流动性保持充裕，大部分期限品种的加权利率走低。具体看，隔夜回购加权利率下行11BP至2.62%，7天利率大幅下行22.5BP至3.52%；中长期限方面，除跨二季度末的3个月品种外需求不多，加权利率以下行为主，反映出市场对未来流动性预期稳定中偏乐观。

交易员指出，本周二（4月15日）是例行法定存款准备金清算日，受月初存款搬家影响，可能会迎来一定的

法储释放。此外，本周公开市场到期量达到2260亿元，周二还将进行500亿元国库现金定存招投标，均有望对资金面形成有效供应。而另一方面，财政存款大规模上缴预计要到下周才会发展，因此本周资金面问题不大。

另据市场人士透露，周一央行照例进行了正回购和央票的混合询量。考虑到短期资金充裕且周内到期资金较多，机构对正回购有一定需求，而月内到期资金分布不均且月下旬面临财政存款上缴的影响，央行也有平滑到期流动性的需求，预计正回购操作量不会明显低于上周，且仍将维持14天品种为主。上周公开市场到期资金2320亿元，央行进行了合计1770亿元正回购操作，实现550亿元资金净投放。（张勤峰）

期现市场联袂上扬

期债主力合约创一个半月最大涨幅

周一，国债期货全线上扬，主力合约上涨0.2%，创下近一个半月的最大单日涨幅。市场人士指出，资金面宽松提振交易热情，疲弱基本面则有望打破政策面纠结，期债短线或将延续反弹。

昨日国债期货主力合约TF1406收报92.566元，涨0.188元或0.2%，收获2月28日以来的最大单日涨幅；成交方面，TF1406全天成交1537手，比上周五增加270手，继续温和放量，持仓略增46手至4551手。从中金所盘后公布的主力持仓数据来看，前十大头寸席位小幅减仓53手，空头减仓50手，净空单446手，减少103手。昨日次季合约TF1409报92.95元，涨0.148元

或0.16%；远季合约TF1412报93.196元，涨0.116元或0.12%。

自上周三以来，主力合约已连续四个交易日上涨，与现券市场一二级