

纯债牛市回头 股市下行有底 转债市场酝酿“防守反击”

□本报记者 葛春晖

进入7月份以来，先遇债牛回头，再遭流动性挤压，昨日又蒙受A股下跌拖累，沪深可转债市场在三季度可算是开局不利。分析人士认为，短期来看，可转债市场或步入震荡调整走势，但在货币政策和流动性保持稳中偏松，经济基本面有望低位启稳的背景下，基于债券牛市未完、股市下行有底的判断，预计未来转债下跌空间有限，投资者可适当把握回调带来波段性操作机会。

连受打击 三季度开局不利

进入7月份以来，转债市场先后遭受多重打击，从而形成了三季度开局不利态势。首先，纯债牛市遭遇。7月首周，6月份中采PMI指数表现强劲，导致市场对于经济触底回升的预期升温，进而引发债市多头阵营松动，前期获利盘涌出，纯债收益率显著回升。与此同时，纯债调整使得可转债的债性保护下降，上半年持续受宠的偏债型转债转而引领转债市场步入跌势。

其次，机构降杠杆，转债遭受流动性冲击。光大证券分析师指出，近期关于交易所信用债的质押政策变化较大，导致不少机构被迫降低杠杆，质押比率变化较大的债券流动性下降，导致机构被迫卖出转债，特别是流动性较好的转债。

第三，昨日沪深股市明显调整，令近期已经显露疲态的沪深转债市场深下

证券简称	收盘价(元)	区间涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	纯债溢价率(%)	转股溢价率(%)
东华转债	156.60	-8.96	-12.77	-6.84	87.25	4.40
国金转债	111.00	-3.35	-2.72	-0.24	40.51	14.68
石化转债	105.15	-2.94	-5.50	1.79	8.60	5.15
民生转债	91.52	-1.53	-1.61	4.12	7.58	22.53
平安转债	105.72	-1.39	0.94	1.63	23.56	8.83
重工转债	112.42	-1.06	1.04	-0.57	26.20	9.42
隧道转债	107.15	-1.04	-2.06	1.36	24.21	6.25
中行转债	100.84	-1.04	0.39	3.56	1.80	3.20
中鼎转债	139.50	0.37	0.10	-15.10	38.30	-0.05
久立转债	109.00	0.46	-0.45	0.69	31.74	22.17
齐翔转债	107.01	0.47	1.51	2.30	16.90	8.44
博汇转债	105.77	1.21	-0.19	5.59	-0.64	24.10
华天转债	124.45	1.59	2.42	-2.00	46.68	5.86
川投转债	133.87	3.45	3.66	-6.32	36.06	-0.01
泰尔转债	114.00	4.24	1.83	-2.17	29.78	2.42

挫。数据显示，当日上证综指、深证成指分别较上日下跌1.23%、2.25%。中证转债指数收于286.24点，较上一交易日下跌2.24点或0.78%，为今年以来的第七大单日跌幅。从个券表现看，当日可交易的29只转债中，除新上市的长青转债首日上涨5.30%外，其余仅有2只上涨，下跌个券多达26只，且走势多数跟随正股。其中，东华转债、泰尔转债、隧道转债分别下跌2.91%、1.89%、1.84%，对应正股分别下跌5.03%、4.06%、2.26%。

另据WIND数据统计，7月初以来可比的28只转债中有18只转债下跌，其余10只多数涨幅不超过1%；而在跌幅榜上，东华转债以8.96%的跌幅高居首位，国金转债、石化转债分别下跌3.35%、2.94%紧

随其后，另有5只个券跌幅超过1%。

放眼中期 波段操作

综合多家机构观点来看，短期内“股债双杀”格局或导致转债市场步入震荡调整走势；不过，放眼中长期角度，考虑到纯债牛市未完、股市下跌空间有限，转债市场调整空间也或有限。

从纯债角度看，虽然短期经济指标出现一定的回暖信号，但其对债市的负面冲击只是短期、暂时的。一方面，经济调结构使得全面刺激政策难以出台，房地产下行对经济回升形成拖累，经济速度显著回升的概率不大；另一方面，保增长、实体经济降低融资成本，要求货币政策持续偏松，未来进一步的定向宽松和微刺激政策依

然可期。因此，债券牛市下半场依然可期，可转债仍可具备一定的安全边际，甚至有望依托纯债形成新的上涨机会。

从股市角度看，分析人士认为，前期题材股炒作过于亢奋、创业板估值压力重现、市场心态仍然脆弱等三大因素，使得A股市场短期重新面临考验。但中期来看，在稳增长政策持续出台的背景下，市场系统性风险相对有限，股市向下空间预计不会很大。

操作策略上，基于上述判断，“注重防守、不忘反击、波段操作”，或是当前转债投资的较好选择。渤海证券分析师表示，下半年前转债市场震荡调整应是大概率事件，建议投资者应保持谨慎，适度减仓，锁定部分二季度收益，同时也需关注市场调整过程中产生的机会，择机加仓，以博取后期稳增长政策进一步发力，经济环比改善而导致的市场反弹收益。

具体券种方面，中信证券分析师表示，建议投资者在市场回调时果断配置相关品种，推荐的进攻性组合是重工、民生、齐翔、平安、国金、隧道，防守性组合是歌华、南山、中海、深机、徐工。另外，国信证券分析师建议关注条款博弈机会。

前段时间，中鼎转债跟随正股大涨并成功触发强制赎回条款，持有者也因此获利颇丰。国信分析师表示，送走中鼎转债后，可继续关注川投转债和久立转债，川投的触发时点可能在今年年报前后，久立将于9月4日进入转股期，并有望在进入转股期后较短时间内实现转股。

多因素致资金面结构性紧张 隔夜回购利率创春节后新高

月初缴准余波未了，转债、新股、新债发行又增添短期扰动，本周三(7月9日)银行间中短期资金利率延续上涨，隔夜回购利率再度刷新近五个月高位。市场人士表示，资金面紧张仍呈现结构性特征，短期资金偏紧的状况不会持续太久。

数据显示，昨日银行间质押式回购市场上，隔夜回购加权利率续涨10BP至3.38%，改写了今年2月14日以来的阶段新高，但涨幅比前一日收窄。7天回购加权利率尾盘收报3.77%，较前一日上涨21BP。由于一些机构转而寻求融入更长期限的资金，14天、21天、1个月等期限回购利率也水涨船高，其中21天回购利率加权值大涨49BP。

周一例行缴准过后，市场资金面便变得紧张起来，大量缴准自然是资金面抽紧一项重要诱因，转债、新股、新债发行又增添新的扰动因素。资料显示，40亿元的东方电气可转债将于10日进行网上、网下申购，国金转债的赚钱效应或将吸引机构踊跃参与申购；同日，主板股票北特科技也将进行网上、网下申购；本周利率债发行颇为密集，银行间市场国债、政策债、铁道债发行量合计超过1000亿元。

市场人士预计，短期资金偏紧的状况还会延续一段时间，但不会持续太久。一方面，15日银行体系有望迎来一定量的准备金退款；另一方面，当前回购利率绝对水平不高，长期限资金依旧供大于求，反映资金面并非真的紧张。

有交易员表示，可能是之前定向央票传闻扰乱政策预期、外汇占款低迷影响市场情绪，导致一些机构在融出资金上表现得很谨慎，如果央行周四降低公开市场回笼力度，或许有助于安抚市场情绪，缓解资金利率涨势。(张勤峰)

资金偏紧+无考核要求

1年期国债中标利率高于预期

本周三(7月9日)，财政部招标发行了今年第十四期1年期记账式附息国债，由于短期市场资金面偏紧且该期限国债承销团成员无考核要求，本期国债中标利率水平高于市场预期。

值得一提的是，1年期国债由于无考核要求，目标位控制较低，较易出现利率高企或部分流标的局面。今年5月和6月份的两期1年期国债均遭遇技术性流标。因此，本期国债发行量有所下调，保障了计划招标任务的顺利完成。

另据财政部公告，财政部将于7月16日招标续发行今年第十二期记账式附息国债280亿元，甲类成员可追加。该期国债为10年期固息债券，按半年付息，今年6月19日起计息，票面利率4%。(张勤峰)

农发行14日招标四期金融债

中国农业发展银行9日发布公告称，定于7月14日下午利用中国人民银行债券发行系统增发2014年第二十八期7年期、第二次增发2014年第三十七期1年期、发行2014年第三十八期3年期、发行第三十九期5年期固定利率(附息)金融债券各不超过50亿元，总量不超过200亿元，缴款日和起息日均为7月16日，上市日均为7月22日。

本次招标的各期债券均为固定面值，采用单一价格/利率中标(荷兰式)的招标方式。各期债券均不设基本承销额。(张勤峰)

三券商14日招标短融券

四期短融券发行额17亿元、期限90天、分销日、缴款日、起息日、债权登记日为7月15日，7月16日上市流通。

华泰证券、华安证券、中信建投证券9日相继发布公告称，将于7月14日各招标发行一期短期融资券，发行金额合计55亿元。华泰证券2014年度第八期短融券发行金额30亿元、期限91天，华安证券2014年度第三期短融券发行金额8亿元、期限91天，二期短融券分销日、缴款日、起息日、债权登记日均为7月15日，均于7月16日上市流通。中信建投证券2014年度第

三期短期融资券均不设担保。经上海新世纪评定，华泰证券主体信用等级为AAA，华安证券主体信用等级为AA，相

应短融券信用级别为A-1；经中诚信国际评定，中信建投证券的主体信用评级为AAA级，其短融券信用级别为A-1。(张勤峰)

中债资信调升泰山二核主体评级

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告，将核电泰山联营有限公司(简称“泰山二核”)的主体信用等级由AA上调至AA，评级展望为稳定。

中债资信表示，近年核电投资增速放缓，但受益于稳定的运营和优先上网，核电设备利用率远高于其他电源，行业盈利能力很强，行业整体信用品质较好。近期国家明确对核电等清洁能源发展的支持政策，核电行业景气度有所提升。跟踪期内，公司仍经营核电单一电源，装机规模维持不变，在国内核电行业总装机容量中占比依然较高。全年机组运营情况良好，设备效率略有提升，发电量小幅增长，且销售有保障，部分机组上网电价小幅上调。整体看，公司经营风险仍很低。跟踪期内，公司收入水平和盈利能力整体保持稳定，经营获现能力依然很强，投资支出较小，且未来无重大投资计划，债务负担有所减轻，偿债指标小幅改善。跟踪期内，中国核工业集团公司对公司在各方面的支持对信用品质仍有一定增信作用，公司仍能享受增信机制先征后退的优惠。

未来12-18个月内，预计核电行业仍将保持较高的景气度，公司整体经营风险、财务风险很

低。(葛春晖)

强势美元去哪儿了

□韩会师

庞大的海外投资收益，日元多头长期居于汇市主导位置，这是日元长期强势的根本。人民币的强势和日元十分相似，均是建立在国际收支顺差基础之上的。

反观美国，在庞大的国际收支经常项目逆差作用下，美元在进入21世纪之后整体保持弱势，其反弹往往发生于经济危机、地缘政治危机甚至局部战争爆发之际。这种升值凭借的不是经济基本面，而是其世界最强的国际信誉所派生的避风港功能。一旦风波平静，避险资金必然外流，这也是美元十几年来几次反弹，但却始终未能彻底反转的主要原因。

其次，该逻辑认为QE退出之后美联储将启动升息，这将拉大美国与其他经济体，特别是与欧元区的利差，从而有利于美元走强。但美联储何时加息本就是个很大的未知数，目前最乐观的预测也要等到2015年2、3季度才有可能，虽然金融市场是个预期先行的市场，但过于遥远的，且存在很大不确定性的未来对当期的汇率波动影响不会很大。

此外，即使美联储真的加息，并且伴随着美国资本市场利率的同步提升，也并不意味着美元就一定会升值，至少从历史经验看，没有足够的证据表明利率提高与汇率升值之间存在长期的稳定关系。举例而言，最近15年，基准10年期美国国债与基准10年期

欧元国债的利差有两个由负转正并不断扩张的时期：一是2002年9月至2005年10月，二者利差从-0.6个百分点左右上升至1.1个百分点以上，但同期美元对欧元累计贬值约20%；二是从2011年11月到现在，二者利差从-1个百分点左右上升至1个百分点以上，但同期欧元对美元震荡走强，从1.33左右上升至目前的1.35附近。另一个明显的例子是日元，日本利率长期明显低于美国，但这并未影响日元对美元超过10年的强势。

为何高利率不能带来强势美元？道理并不复杂。资金受高利率诱惑投向高息货币的同时，理性的投资者，特别是大型机构投资者往往需要在衍生工具市场进行风险对冲操作，如持有高息货币的期货合约空头以锁定汇率风险。对高息货币的远期做空操作将使得高息货币的利率优势很快被远期汇率贴水所抵消，此时对高息货币的追逐就会停顿。因此，高利率不一定导致持续的资本流入，其对汇率的支撑作用一般是短期的。

美国经济复苏、美联储退出QE、美国利率上升与美元走强之间本不存在必然的长期因果关系，但三人成虎的舆论轰炸误导了公众预期，所以问题并不在于强势美元究竟去哪了，而是强势美元可能根本就不会来”。(作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

人民币即期与中间价汇差或持续收窄

□安信证券固定收益部 袁志辉

进入7月份以来，美元兑人民币汇率即期价走势明显弱于中间价，二者之间的汇差也由4月末的逾千基点，收窄至当前的400基点左右。不过，与历史均值相比，当前的汇差水平仍然偏高，短期内汇差仍有收窄动力，而且随着宏观经济步入回升态势，有望再次转为负值。

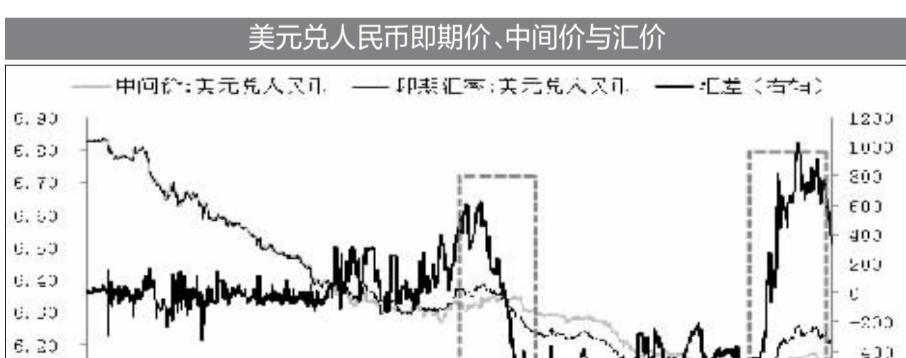
中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价，然后根据样本数据及设定的权重，计算出当日美元兑人民币汇率中间价。从价格形成上来看，中间价会体现市场行情，但是官方色彩仍然较浓，存在轻微金融抑制。即期汇率是在中间价基础上产生的，由当场交货时货币的供求关系决定。因此，即期汇率由中间价锚定，但是由于市场化程度更高，容易与中间价产生偏离，且波动也更大。

根据两种汇率的形成机制，即期汇率与中间价的汇差主要反映为市场供求关系受到抑制的那部分。具体而言，由于即期价对市场供求反映更充分，当人民币升值时，美元兑人民币即期汇率会低于中间价；当人民币贬值时，即期汇率会高于中间价。在一整段的升值或者贬值周期内，通常汇率就容易产生背离。具体表现为：当人民币由升值转入贬值时，美元兑人民币即期汇率上涨幅度更大、速度更快，即期价将上穿中间价，形成正汇差；而当人民币由贬值再次转入升值时，即期汇率又快速向中间价靠拢，正汇差持续收窄并变为负值。这样，最终形成人民币即期价汇差历史均值在-70基点，目前约400基点的汇差水平仍偏高，短

期来看，汇差仍有收窄动力，且随着宏观经济步入回升态势，可能再次转为负值。

汇率本质上体现的是一国投资回报率及国内外利差。6月份后宏观经济触底企稳迹象日益明显，“PPI-PPIRM”表现的企业盈利出现改善，后期微刺激政策的累积效应将进一步推动经济回暖及企业盈利回升。另一方面，欧洲持续量化宽松、实际负利率政策，美国量化宽松缓慢退出、加息迟迟不举。在此背景下，国内的投资回报率及利率对人民币币值构成强劲支撑。

由于人民币币值企稳，因此美元兑人民币中间价进一步上行的空间不大，那么在汇差收窄的驱动下，即期价下行的可能性更大，再叠加人民币小幅升值的考虑，未来1-3个月，美元兑人民币即期汇率下行空间可能超过500基点，汇差有望回落到-50基点附近。(本文仅代表作者个人观点)



2014年以来，汇差的历史均值在-70基点，目前约400基点的汇差水平仍偏高，短

期来看，汇差仍有收窄动力，且随着宏观经济步入回升态势，可能再次转为负值。

数据来源:金牛理财网

注:2014年7月9日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.11%，较修正后的上期数据上行2BP。

数据来源:金牛理财网

注:2014年7月9日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.11%，较修正后的上期数据上行2BP。

数据来源:金牛理财网