A股水暖 转债先知

□本报记者 王姣

9个交易日拉出8根阴线，近期上证综指再破2700点，令不少投资者感到“扎心”。但很多投资者没有注意到的一个信号是：在此次跟随A股下跌的过程中，转债市场底部明显抬升，中证转债指数坚守住280点，较6月底低点高出不少。

“历史经验表明，可转债见底一般领先于A股见底，目前已出现可转债底部不断夯实的迹象，印证A股筑底。”8月7日，有机构点评称。

市场表现似乎验证了这一判断。9日，上证综指重新突破2800点，中证转债指数也随A股反弹至285点，表明本周以来投资者对权益市场的信心有所恢复。

转债底部抬升

“2700点不会又要破了吧！”6日盘中，投资者小李对着屏幕感叹，他持仓的不少股票浮亏额度又扩大了。当日盘中上证综指跌破2700点，午后最低触及2692.32点，离一个月前（7月6日）的盘中最低点2691.02点仅一步之遥。

市场前低会不会破？上证综指能不能重拾反弹？这几天，小李遍览微信群、朋友圈及各大股票论坛，试图寻找让自己安心的答案。最终，券商的一份报告引起了他的注意。

“上证综指收盘价创年内新低，但可转债底部却不断抬升，底部夯实迹象明显，印证A股筑底。”8月7日，广发证券策略研究戴康团队在研报中称。

对比中证转债指数和上证综指走势，7月下旬以来，转债市场随A股明显走弱，但8月6日上证综指跌破2700点并逼近前低，中证转债指数则守住280点，6日盘中最低触及280.93点，与6月28日形成的年内最低点272.35点相比，底部明显抬升。

戴康团队指出，回顾过去三轮“宽货币+紧信用”下信用边际缓和时期的经验，可以得出三个结论：第一，信用紧缩预期转向为宽信用、货币继续大幅宽松，如2008年末，可转债与A股基本同步见底和回升；第二，信用紧缩边际缓和、货币宽松幅度有限，如2012年，可转债领先A股见底约一个季度，风险偏好修复由债向股传导。第三，信用紧缩边际缓和、货币大幅宽松，如2014年，可转债与A股基本同步见底，但可转债率先回升，A股震荡筑底约一个季度后方才回升。

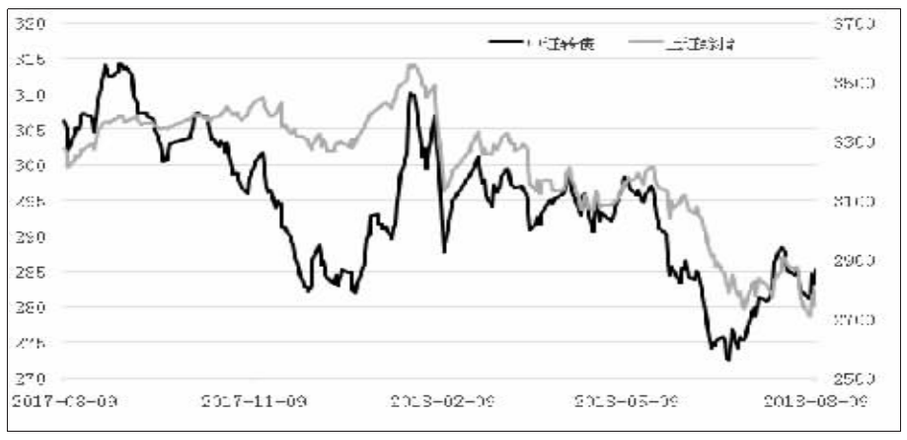
“本次宽货币力度介于2012年和2014年之间，而信用紧缩边际缓和，预计可转债较A股领先，目前已出现可转债底部不断抬升夯实的迹象。”戴康表示。

为何领先A股见底

可转债先于A股见底的逻辑是什么呢？

所谓可转债，全称为“可转换债券”，它是一种特殊的公司债券，附加按特定时间、特定条件转换为普通股票的权利。从历史走势看，转债因兼具股性和债性，其“跟涨不足、抗跌有余”的特征甚为明显。简单地说，在债性的支撑下，转债“抗跌有余”，就意味着转债市场通常会先于A股“跌不动”，也就是大概率率先见底。

最近一年中证转债指数与上证综合指数走势对比



招商证券固收分析师尹睿哲举例分析称，如果转债价格从100元降至80元，距离其债底价值逐步接近，发行时申购的投资者已经产生了浮亏，此时虽然转债价格仍由正股股价带动，但债底保护的作用会在此时凸显。因为转债价格越接近债底价值，越可以把它当成一只纯债券来看。债底一定程度上阻碍了转债价格的下跌，对转债价格形成了一定支撑。

从今年的市场行情看，转债市场与A股同涨同跌的特征依然明显，比如1月份，A股市场连收长阳线，上证综指加速上涨约6.5%，“正股+估值”双击下转债的“赚钱效应”更为明显，中证转债指数对应区间内大涨近10%；2月份以来，A股震荡下行，至6月底上证综指大跌逾18%，中证转债指数也跟随下行逾8%。

但市场跌到一定程度后，情况从6月底开始发生了变化。6月28日，中证转债指数触及272.35的低点，而2014年2月以来中证转债指数就再未跌破270点，考虑到转债估值已接近历史底部、债底价值对于价格的支撑较强，不少机构喊出转债“已见底”或“接近底部”的结论。

后来的事实证明，转债的确领先A股反弹，并连续上涨近一个月。6月29日至7月24日，中证转债指数最高上探至291.07点，区间涨幅达5.84%。A股则从7月6日才开始启动反弹，上证综指至24日上涨了6.28%，盘中最高触及2911.46点。

短期情绪仍偏谨慎

在统计2008年以来转债市场出现过的12次超跌反弹后，光大证券张旭团队得出以下结论：从转债与股市反弹时间点来看，两者基本同时反弹，其中2016年初与当前转债市场提前进入反弹通道，原因主要在于转债配置价值窗口往往先于权益市场企稳窗口。

“6月底转债市场已显现明显的抗跌性，绝对价格已处低位，部分高评级偏债型转债到期收益率已达到3%以上，对于保险等有配置需求的资金来说，此时是较好的入场时机，转债市场也从此时开始企稳反弹。另外，部分较灵活的资金如券商自营也开始陆续入场。”张旭表示，此次由于保险等配置型资金提前入场，导致转债市场率先企稳反弹。

尽管7月底以来转债随A股再度走弱，但多数机构对转债的配置价值仍较为肯定。天风证券固收首席孙彬彬指出，将转债看作资产配置，目前来说可能正合时宜。其一，尽管短期担忧情绪会压制，但从正股估值和转债估值来看，目前双双处于相对低位；其二，目前市场资金面相对宽松，无风险利率处于低位，理论上是利好权益资产配置的；其三，转债所含的期权有一定的保护作用。

回到A股本身，当下不管是从大盘点位，还是市盈率、市净率来看，市场机构对A股估值处于历史较低水平、市场向下压力不大也逐渐达成共识。太平洋证券策略团队指出，截至8月3日，Wind全A股（除金融、石油石化）PE估值21.74倍，已低于2010年以来历史百分位10%水平，市场持续夯实底部；Wind全A股（非金融）和中证500指数PE估值分别为17.16倍和21.16倍，已低于2012年底-2013年初底部的20倍和26倍的水平。市净率方面，上证50、上证综指、中证500指数已在2013年PB估值底部。

“近期陆港通和上市公司回购等证据表明有资金认可A股投资价值，投资者风险偏好较低，IPO和限售股解禁数据显示市场供给端压力不大，目前市场向上、向下压力均有限。”民生策略团队表示。

平安策略团队进一步指出，当前政策密集出台绝非偶然，资本市场的稳健运行是实体经济发展的重要抓手，A股市场的政策底部已经基本确立，市场将在政策底预期的有效支撑下重拾信心。

进入本周，权益市场明显回暖，至8月9日收盘，上证综指大涨1.83%，盘中重新升破2800点，同时中证转债指数收盘大涨0.7%，盘中最高触及285.71点，表明市场信心有所恢复。

不过市场情绪改善可能仍需要时间。8日，海通证券姜超团队公布的最新调查表明，目前市场整体风险偏好仍然偏低。看好股票类资产的投资者占比从2月初的61%降至5月初的50%，目前又进一步下滑至24%；债券则取代股票成为最看好的大类资产，看好投资者占比上升至59%。

■观点链接

海通证券：震荡探底 等待反弹

7月股市依旧弱势震荡，表现不佳。在保持去杠杆不变、不大幅放水的情况下，基本面和流动性对于股市有双重压力，加上贸易形势的影响，短期市场或仍在探底过程中。行业方面，政治局会议把补短板作为深化供给侧结构性改革的重点任务，信息服务业等新基建，创新经济、新动能将是补短板的重要抓手。因此创新+成长板块依然会有不错的投资机会，只是短期需耐心等待市场企稳。

国信证券：A股反弹动能不断累积

今年以来，上证综指从高点到低点回撤幅度高达25%，市场最主要的担忧在于两点：对外是贸易形势的反复，对内是信用收缩环境下对信用风险的担忧。贸易问题对股市的情绪性影响已经在价格上得到了充分体现，对A股的情绪冲击已然有限。对于信用风险问题，瑕不掩瑜，我们相信局部的风险并不能掩盖整体不错的基本面。展望下半年，利空因素已经充分体现，A股反弹的动能正在不断累积。从估值角度看，市场整体估值处于底部区间。上证综指、中小板指和创业板指PE（TTM）分别约为12倍、25倍和40倍，均处于历史低位。结合不错的业绩增速，底部安全垫已经非常充足。

国泰君安：筑底行情 等待机会

相较于权益市场的低迷，转债市场整体已经接近底部区域，截至2018年8月3日收盘，纯债溢价率为负的已经有5只可转债和5只可交债。与此同时，目前转债价格低于面值的个数已经超过一半，转债价格低于90元的占比超过1/10。整体而言，转债市场处于筑底行情之中，仍以防守为主，向下空间不大，同时也不具备大幅上涨动能。随着新券上市的补充，未来择券空间将加大，建议等待机会的到来。（王姣 整理）

资金利率可能阶段性见底

□本报记者 马爽

8月9日，央行公开市场操作继续停摆，但短期货币市场利率在经过大幅下行后出现反弹。市场人士表示，政府债发行缴款等因素，暂时锁住一部分流动性，而随着月度缴税影响逐渐显现，流动性将呈现边际收敛，货币市场利率大幅下行过程料告一段落。

部分资金利率止跌反弹

8月9日，央行未开展公开市场操作。央行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收政府债券发行缴款等因素的影响，故不开展公开市场操作。至此，央行已连续13日暂停公开市场操作。最近的一次操作是在7月23日，当次开展了5020亿元的1年期MLF操作。

在月初500亿元央行逆回购到期之后，目前央行逆回购存量已降至零。因此，虽然近期央行持续暂停资金投放操作，但由于没有逆回购到期，央行无法实现资金回笼，市场资金面一直呈现非常宽松的局面，货币市场利率大幅度下行，银行间隔夜回购利率一度跌破1.4%，7天回购利率跌破2.3%，3个月回购利率一度跌破2.5%。

直到昨日，局面才出现了一定的变化。昨日银行间市场上，质押式回购利率多数反弹，其中隔夜品种大涨22BP至1.62%，7天品种涨9BP至2.34%，14天仍下行近2BP至2.14%，21天品种上涨11BP至2.26%，但仍与7天期回购利率倒挂。

Shibor也结束了持续多日的全面下行格局，中短期限品种纷纷上涨，其中隔夜Shibor大涨20BP，7天Shibor涨10.5BP，不过，1个月及以上期限的Shibor仍继续下行，3个月品种再跌2.6BP至2.82%。

交易员称，昨日上午市场资金面仍持续宽松，各期限资金均有融出，早盘即有大行减点融出大量隔夜资金，有需求的机构很快轧平头寸，但午盘后资金供给略微收敛，价格出现一定的反弹。

大幅下行过程料告一段落

分析人士认为，在央行缺少短期回笼工具的情况下，银行体系流动性自然收敛可能主要受两方面因素影响：一是政府债券发行缴款；二是法定存款准备金补缴。

最近央行公开市场业务交易公告多次提及政府债券发行缴款这一因素。从历史上看，三季度通常是利率债发行的高峰期，国债、地方债、政策性金融债发行量大多要高于其他几个季度。其中，国债和地方债发行缴款，会暂时性增加财政库款，是资金从银行体系流向国库的过程，相应会对流动性造成回笼的效应。

另外，在信用扩张的过程中，随着缴准基数扩大，存款类机构需要补缴法定准备金，会对超储形成自然消耗。因此，虽然逆回购存量归零，央行无法通过逆回购到期来回笼流动性，但在央行停止投放资金的情况下，地方债发行等因素还是会逐渐消耗一部分流动性。

进一步看，未来一周流动性仍面临一定的收敛压力。本月主要税种申报截至日为15日，结合以往经验，15日及前后几日将是税期因素扰动最大的时期。未来几天，税期对流动性的影响将逐渐加大。另外，15日还有1笔MLF到期，规模达到3365亿元。

综合考虑，先前货币市场利率大幅下行局面或已告一段落，未来一周低位波动或加大，但反弹的空间不会太大。8月是传统的财政净支出月份，税期高峰过后，资金面将重回宽松。

国开行增发债招标表现分化

8月9日，国家开发银行招标发行的两只固息金融债表现分化，7年期债券中标收益率高于二级市场水平，显示长债需求渐显疲弱之势。

国开行此次招标的是该行今年第六期7年期金融债的增发债以及新发的今年第十一期5年期金融债，本次发行规模分别为50亿元、68亿元。市场人士透露，此次国开行5年期新发债中标利率为3.76%，全场倍数2.72；7年期增发债中标收益率4.1050%，全场倍数2.36。

中债到期收益率数据显示，8月8日，5年、7年期国开债到期收益率分别为3.8062%、4.0558%。此次5年期债券中标利率仍低于估值水平，7年期债券则高于估值水平。投标倍数方面，7年期债券也稍逊一筹。

市场人士表示，近几日长债买盘转弱，一级市场上投资者趋短避长的倾向也比较明显。这主要是因为市场对基本面的预期有所变化，叠加供给压力相对突出，长债供需关系边际走坏。短债仍受益于宽松的资金面，需求相对较好，但货币市场利率若见底反弹，大涨后的短债也将承受一定回调压力。（王姣）

基本面改善短期压制债市

□本报记者 王姣

受通胀数据高于预期影响，8月9日，债券市场再现大跌，10年期国债期货四连阴，10年期国开债活跃券收益率一度上行5BP。分析人士指出，近期公布的经济数据印证经济韧性，各项财政刺激和信贷加码已在路上，下半年经济下行风险在逐渐降低。短期来看，资金面极度宽松后有所收敛，短端利率呈现小幅反弹，加之股市企稳有利市场风险偏好改善，预计债市表现将受到压制，收益率存在继续反弹的可能。

债市继续走软

连跌三日后，债市仍未企稳，尤其是股市大幅反弹的情况下，8月9日，债券期货、现货市场双双再现大跌。

从盘面上看，9日，中金所国债期货市场高开低走，所有合约收跌，其中10年期主力合约T1809小幅高开于95.66元，早盘稍许震荡后快速走跌，盘中最低触及95.24元，创近半个月新低，午后于低位窄幅整理，最终收报95.36元，较上一交易日跌0.27%；5年期国债期货主力合约TF1809同步走软，截至收盘报98.12元，较上一交易日跌0.14%，盘中一度逼近98关口，创7月10日以来新低。

与此同时，银行间现券市场表现较差，主要利率债收益率大幅上行。10年国开债活跃券180205收益率早盘一度从4.17%回落至4.16%，随后加速上行并突破4.20%关口，下午进一步上探4.225%，最大上行幅度超过5BP，尾盘则回调至4.205%，较上日收盘价上行逾3BP；10年期国债活跃券180011收益率从3.5225%上行至3.55%，较上日收盘价上行3BP。值得注意的是，9日3-7年期利率债收益率上行幅度更高，如剩余期限近5年的国开债180204尾盘收报3.84%，较上日收盘价大幅上行7BP。

此外，债券一级市场明显降温，昨日政策性金融债招标结果欠佳，国开行两期债券中标利率有所分化，7年期中标利率甚至高于估值，全场倍数也均不足3。

收益率仍有反弹压力

市场人士指出，9日债券市场继续走低，导火索是7月通胀数据高于预期，叠加此前公布的7月外贸数据好于预期，市场对经济企稳的信心有所提升。此外，资金面极度宽松后，短端利率开始有所反弹，不排除对债市的利好可能转为边际利空。

昨日央行公开市场操作继续暂停，资金面虽仍维持宽松格局，但边际有所收敛，Shibor涨跌不一，结束连续10日全线下跌，银存间质押式回购利率多数上涨，代表性的7天回购利率DR007上行逾9BP，重回2.34%。

分析人士称，现阶段流动性仍极为充裕，预计央行公开市场操作大概率将持续暂停至15日前，后续资金面宽松程度有可能继续收敛，流动性过度宽松不可持续。

消息面上，统计局9日公布的通胀数据显示，7月CPI同比涨2.1%，涨幅创4个月新高，高于预期1.9%和前值1.9%；7月PPI同比上涨4.6%，同比涨幅终止三连升势头，高于预期4.5%，低于前值4.7%。

中信证券固收研究团队认为，供给相对不足可能推高国际油价的上行；供需格局调整下猪肉价格也存在一定上涨空间，通胀可能面临一定的上行风险，这也成为未来一段时间利率的底部约束，其认为10年期国债收益率中枢仍维持在3.4%-3.6%区间。

华创证券固收团队也表达了对未来债市调整的担忧。他们称，随着7月外贸数据超预期印证经济企稳，财政刺激和信贷加码已在路上，经济进一步下行的风险已在逐渐降低。随着资金面的边际变化开始显现，未来资金面宽松，短端利率下行向长端利率下行的传导也将减弱。股票市场虽然仍未企稳，但股市下跌对债市情绪上的利好也开始逐渐钝化。前期支撑利率下行的逻辑都开始出现对债市不利的边际变化，利率的下行趋势或许已经迎来拐点。

农发行13日招标两只金融债

中国农业发展银行9日发布公告称，8月13日将招标增发行3年期和5年期金融债，总额不超过100亿元。

农发行本次将发行的债券为2018年第九期3年期、第八期5年期金融债的增发债，本次计划发行规模均为不超过50亿元。本次发行的3年期债券，票面利率为4.24%，按年付息，起息日为2018年6月1日；5年期债券票面利率为4.37%，按年付息，起息日为2018年5月25日；本次增发行债券的缴款日为8月15日，上市日为8月17日，上市后将分别同原债券合并交易。

公告指出，本次债券将面向境内外投资者公开发行，发行采用公开招标方式，招标方式为单一价格中标（荷兰式）。所募集资金将主要用于支持乡村振兴重点领域，包括粮棉油收储、精准扶贫、农业农村现代化、绿色生态建设等。（王姣）

四连涨 人民币汇率渐显回稳态势

□本报记者 马爽

本周美元指数陷入盘整，人民币汇率明显企稳。9日，人民币兑美元再涨33基点至6.8283，实现四连涨。分析人士指出，美元陷入震荡，缓和非美货币贬值压力，而我国经济数据向好叠加维稳汇率预期，增强人民币汇率企稳的动力，短期预计人民币将延续平稳运行态势。

在岸价四连涨

周四早间，中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价报6.8317元，较上一日下调4个基点。

中间价小幅调贬无碍人民币即期汇率继续偏强震荡。昨日境内银行间外汇市场，在岸人民币兑美元开盘后快速突破6.83、6.82关口，上探至6.8130的高点，随后涨幅逐渐收窄，午后主要围绕6.825上下波动，至16:30收盘报6.8283元，创8月1日以来新高，较上一交易日涨33点，为连续第四个交易日上涨。

8月6日至8日，在岸人民币兑美元汇率接连上涨了200基点、80基点、24基点。市场人士指出，本周人民币汇率连续上涨，表明汇率调控政策出台后，市场对人民币汇率企稳的信心较足，另外，在美元波动较小的情况下，人民币涨幅收窄，反映出市场情绪逐渐恢复理性。

昨日香港市场上，离岸人民币兑美元汇率反复震荡，截至北京时间8月9日16:30，离岸即期汇价报6.8330元，较前收盘价跌92基点，但后续跌幅再度缩小，至北京时间19时报6.8230元，略高于前收盘价。

企稳态势将延续

全球汇市方面，连跌两日后，9日美元指数盘中拉升，一度上涨0.25%，触及95.35的高点。因英国无协议脱欧预期大幅升温，英镑兑美元盘中续跌约0.3%，连跌六日并刷新近一年新低至1.2842。

分析人士认为，美元指数在95上方难有大的突破，其过去两个月已多次试探该“水位”，结果均震荡回落，预计美元需要新的刺激因素才能从近期高位上涨。目前投资者正等待周五将出炉的美国7月消费者物价报告，根据路透调查，市场预计核心CPI将上涨0.2%。

国内方面，中国最新公布的7月通胀数据对汇市影响不大，不过近期监管政策给市场抛出“定心丸”，叠加7月外贸数据向好验证经济企稳，外汇储备超预期并实现两连增，市场对人民币汇率企稳的信心明显提升。

中信证券固收首席分析师明明指出，当前中美利差持续收窄，后期“稳外储”与“稳汇率”的平衡仍有一定的压力。不过人民币汇率逐渐接近底部，宏观审慎管理继续发挥重要作用。

申万宏源证券指出，中美经济基本面和货币政策的分化决定了人民币汇率短期仍有一定压力，但随着下半年去国内杠杆节奏更为稳妥有度，积极财政、基建补缺、扩大开放、稳定预期等对冲性安排的逐步落地，加上汇率政策的转向，预计人民币汇率继续贬值的空间已经不大。

■评级追踪

东方金钰评级遭下调

联合评级日前发布公告，将东方金钰股份有限公司主体及“17金钰债”债项评级由AA-下调至A，并将公司主体列入信用等级观察名单。

7月26日，东方金钰公告称，“截至2018年7月25日，公司及子公司到期未清偿的债务共计91605万元”。同时称“目前部分债权人根据债务逾期情况已采取提起诉讼、仲裁、冻结银行账户、冻结资产等措施，未来公司及子公司可能面临需支付相关违约金、滞纳金和罚息的情况，将会影响公司的生产经营和业务开展，增加公司的财务费用，加剧公司面临的资金紧张状况，并将对公司本年度业绩产生影响。”另据东方金钰披露，截至2018年7月26日，公司未到期债务共734255.95万元。

联合评级表示，近期相关事项已对东方金钰的流动性和融资能力造成不利影响，考虑到公司债务已经发生逾期，且临近到期债务较多，公司未来偿债压力将进一步增大。（王姣）