

过半破发 转债市场迎来黎明前黑暗？

□本报记者 王姣

8月20日，横河转债、吴银转债首日开盘就被发，至此，本月上市的7只新券收盘价已全部破发。

“近期转债一级发行连续出现大额包销，网上弃购现象频发，新券纷纷破发，体现市场情绪处于谷底。”机构分析称，当前市场风险偏好较低，A股市场持续探底，带动转债一、二级市场同步走软，投资者不妨多一分耐心静待转机。不过，在A股寻底过程中转债抗跌属性也较明显，配置性资金仍可选择逢低逐步收集筹码。

破发彰显低迷情绪

周一（20日），转债市场（含可交换债，下同）迎来两只“新兵”，但开局不利，“没有投资者获得回本出走的机会”。

当日横河转债、吴银转债上市，开盘价双双低于面值，分别报93元、97.20元，两只转债破发后表现不佳，横河转债盘中最大跌幅接近10%，虽尾盘有所反弹，最终仍收跌8.68%，收报91.317元，吴银转债则收报99.2元，首日收跌0.8%。

这一表现并未超出市场预期。此前海通证券姜超团队在研报中称，预计横河转债上市首日溢价率3%左右，上市价格或在90—92元左右；预计吴银转债上市首日溢价率2%左右，上市价格或在96—99元左右。

近期转债接连破发已不是新鲜事。上周上市的4只新券中，首日开盘价仅威帝转债略高于面值，德尔转债、盛路转债、博世转债开盘价均低于面值。而若从收盘价看，8月截至20日，有7只转债上市，首日收盘价全部破发。此外，威帝转债、盛路转债目前转股溢价率均为负，分别为−0.7%、−2.32%。

“新券中有2只上市首日在平价低于面值的情况下转股溢价率为负，市场弱势可见一斑。”国泰君安证券覃汉团队点评称，新券上市初期筹码较为集中，由于配售和申购的抛压往往估值偏低，但转股溢价率为负则从侧面表明了投资者对当前市场风险偏好的降低和对后市的担忧。

中信证券明明表示，近期新上市转债纷纷破发，主要原因在于市场的悲观预期过度压制溢价率水平，此情况或在短期内延续。

□本报记者 王姣

近期，土耳其里拉等新兴货币汇率暴跌，背后都有美元走强的身影。未来美元能否继续保持强势？其对全球经济有何影响？8月20日，长江证券研究所宏观部负责人赵伟在接受中国证券报记者采访时表示，今年美元指数走强，主要受益于美强欧弱的经济和货币政策格局，若这一局势延续，美元指数可能继续保持强势，由此多个新兴经济体景气可能有所承压。

中国证券报：2018年以来，美元走势为何能止跌反弹？

赵伟：美元指数衡量美元对一揽子货币汇率变化，反映的是美国经济相对全球经济的强弱。长周期来看，美元指数走势与美国在全球经济中的占比变化基本一致。而由于欧元在美元指数中占比接近60%、欧元兑美元汇率与美元指数走势基

货币市场利率延续涨势

□本报记者 王姣

8月20日，主要货币市场利率继续小幅走高。随着地方债发行放量，政府债券发行对流动性扰动加大。

20日，Shibor连续第5日全面上涨，其中隔夜Shibor涨4.5BP，7天Shibor涨2.4BP，3个月Shibor涨1.3BP。

银行间和交易所市场债券回购利率亦纷纷走高。银行间市场上，存款类机构隔夜回购DR001加权价涨近5BP至2.63%；代表性的7天品种DR007涨近3BP至2.67%；跨月的14天回购利率涨幅较大，最新报2.92%，涨近29BP；1个月回购利率上涨10BP至2.62%，仍与7天、14天和21天期回购利率倒挂。昨日上交所市场上，除隔夜品种GC001之外的其他期限回购利率悉数上涨，其中7天品种GC007涨近6BP至2.90%。

交易员称，昨日资金供求大致平衡，早盘隔夜资金融出较少，很快被消化，加权价格走高，午后隔夜资金逐渐趋于宽松，临近收盘已有减点供给。总体来看，最近资金面较上旬有所收紧。

在月初跌至2015年以来低位后，近期货币市场利率抽身反弹。近期流动性边际收紧，主要因税期、政府债券发行缴款等因素引起，尤其是后者对中长期流动性存在持续性影响。今后几周，地方债发行量可能会进一步加大，面对地方债发行缴款影响，预计央行会通过公开市场操作进行适量对冲。

市场担忧情绪也直接体现在一级市场上。据业内人士透露，因当前市场环境不好，近期转债上市破发较多，导致散户申购热情明显下降。公开数据显示，岭南转债网上投资者放弃认购的金额约1.28亿元，主承销商包销比例为19.33%；蓝盾转债网上投资者放弃认购的金额约1.42亿元，主承销商包销比例高达26.34%；曙光转债网上投资者放弃认购的金额达到3.6亿元，主承销商包销比例更高达32.2%。

“目前转债市场情绪处于谷底，一级发行连续两周出现大额包销，低配售比例叠加发行后股价下跌，带来网上弃购现象频发，或影响后续转债的发行进度。”姜超团队表示。

值得一提的是，有观点认为，市场出现大面积破发的时期，表明市场较为悲观，这对于逆向投资的投资者来说，或是一个有意义的信号。

转债跟跌也抗跌

近期转债一级市场表现疲弱，二级市场情绪也不高。8月以来的14个交易日中，中证转债指数有12个交易日收跌，累计下跌1.64%。

在转债个券普跌的同时，市场成交量也回到2017年底的水平。Wind数据显示，8月以来，跌幅超过3%的个券有30只，跌幅超过5%的转债个券有11只；另据机构统计，上周可转债市场成交额为63.94亿元，相比前一周成交量减少了8.87亿元，下降幅度为12.19%，市场整体交易活跃度持续降低。“近期权益市场继续低迷，转债市场受正股拖累，成交量与前一周相比也有所下滑。”覃汉团队表示。

不过受债底支撑，转债市场抗跌的属性也比较突出。从指数对比来看，8月以来沪综指从2882.51点一路下行至2698.47点，20日盘中最低触及2653.11点，已极为接近2016年年初的低位；中证转债指数月内跌幅仅1.64%，即使盘中突破280点，但279.62点离年内新低272.35点仍有一定的距离。

再从个券表现看，8月以来，万信转债、济川转债、星源转债分别大跌10.58%、8.44%、8.14%，对应正股的跌幅则分别高达17.47%、16.27%、10.41%；再比如，隆基股份、国祯环保、万达信息月内跌幅分别高达22.02%、19.20%、17.47%，对应转债的跌幅分别为2.65%、3.74%、10.58%，转债的整体跌幅明显小于正股，体现出较强的抗跌性。

长江证券研究所宏观部负责人赵伟：

美元或继续保持强势

本完全相反，中短期内，欧洲经济和货币政策可通过欧元汇率，显著影响美元指数走势。

2017年，由于欧洲景气领先指标改善速度快于美国、欧央行边际收紧货币力度超过美联储，欧元汇率持续升值，美元指数大跌。但自2018年开始，伴随全球制造业PMI见顶回落、景气达到繁荣顶点，欧洲等非美经济体出口显著下挫，景气领先指标大幅下滑，欧央行也承诺延后加息，释放鸽派信号。上述背景下，美强、欧弱格局逐步形成，美元指数止跌反弹，由89以下上涨至95以上。

中国证券报：未来美元能否继续保持强势？

赵伟：回溯历史，全球经济周期尾端，美国经济由于有内需支撑相对“抗跌”，经济下滑幅度一般低于欧洲等出口型经济体；同时，周期尾端或区域性经济危机后，资本通

值得一提的是，随着A股持续下跌，近期不少转债个券甚至出现逆势上涨的现象，如电气转债、17巨化EB、玲珑转债、江银转债月初以来涨幅为正，其对应正股则均收获一定的跌幅。

“部分转债和正股出现了涨跌不一的情况，部分原因是转债价格已经破面或即将破面，其债性较强，在正股下跌的情况下，转债反而会出现上涨或者跌幅较小。”东吴证券表示。Wind数据显示，截至8月20日收盘，在可交易的95只个券中，有58只个券价格已经低于100元，有12只个券价格已经低于90元。

多点耐心 静待转机

一级弃购频现、新券接连破发、破面个券逐增，无不体现出当前转债市场较为低迷的情绪，目前还能不能参与博弈？何时才能迎来市场的反弹？对此，多家机构给出了相对谨慎但并不悲观的答案。

机构认为，出于对未来经济前景的担忧，权益市场持续探底，虽然估值已经比较低便宜，但可能会有下跌的惯性，就此来看，转债投资短期仍需防御为主；但转债整体估值处于历史低位，市场底部大概率已现，长期配置价值明显。

从股市的角度看，明明认为，当下市场整体估值已经来到绝对底部，长期而言提供了较厚的安全垫，但中短期而言市场情绪仍在反复调整，较难判断底部的具体位

■观点链接

中泰证券：抓“确定性”标的

投资策略方面，权益市场“一步三回头”，8月初的回落淹没了7月中上旬的震荡回升，而当前转债市场的位置较7月更为尴尬，重回震荡为主的老路线。鉴于权益市场的底部无法确认，不确定性较大，因此中长期投资者的疑虑仍存；对于交易性需求来说，转债波动增加、交易量逐步萎缩也带来了阻碍。在震荡环境中，要继续以“确定性”标的为主，市场上涨时弹性大，市场调整时有扎实的基本面支撑，推荐关注东财、景旺、宁行、星源、曙光等标的。

中信证券：短期无需冒进

在股市持续调整的背景下，想要强调两

常大幅回流美国、市场趋于做多美元。上述背景下，美元指数往往易涨难跌、保持强势，1980年和1999年经济衰退后，伴随新兴危机爆发，美元指数更是大幅上涨。

本轮全球经济周期尾端，全球经济景气或因特朗普推行贸易保护、美国需求外溢下降等而加速下滑。例如，对于欧洲而言，一方面，全球经济进入周期尾端，欧洲出口已现天花板；另一方面，由于美国和中国是欧洲前三大出口国，受特朗普贸易保护和中国经济下行压力影响，欧洲出口将显著承压，景气趋于大幅回落。随着美强、欧弱格局延续，美元指数或继续保持强势。

中国证券报：强势美元对全球经济有何影响？

赵伟：强势美元和全球经济放缓背景下，新兴货币往往大幅贬值，资本外流压力高企。历史上，新兴经济体曾多次因资

央行加大资金投放力度

纷纷从2015年以来的低位反弹。上周代表性的银行间存款类机构7天期债券回购利率DR007从2.31%涨至2.65%，上行超过30BP，并结束了与央行7天期逆回购操作利率的倒挂；隔夜回购利率DR001亦从1.82%反弹到2.58%，上行超过70BP。

市场人士表示，上周处于8月税期高峰，税期、政府债发行、例行缴准、MLF到期等因素对资金面施加叠加影响。8月16日、17日的央行交易公告均提及，开展逆回购操作是为对冲对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕。

政府债发行缴款扰动显现

进入本周，税期影响基本消退，但货币市场利率并未止住上行脚步，央行资金投放力度也进一步加大。近几日央行逆回购交易量逐日增加，昨日（8月20日）的交易量创了1个月新高。

昨日央行交易公告，没有再提及税期因素，只表示开展逆回购操作，是“为对冲政府债券发行缴款等因素的影响”。业内人士称，政府债券发行缴款对流动性的扰动存在持续性，财政收支可能成为今后一段时间流动性供求面临的主要

置；与此同时，基建、减税等政策也纷纷落地，还需进一步观望其后续影响。不过贸易、汇率等不确定性因素犹存，短期仍建议防守为上，静待转机。

回到转债市场本身，明明指出，转债市场内生指标未处于最佳位置，而股市也持续遭受冲击，不妨多一分耐心静待转机，低仓位仍旧是相对占优的选择，溢价率仍是左右市场走势的核心因素。

天风证券固收首席孙彬彬则表示，虽然权益市场低迷，但是转债目前仍然有不错的配置价值。其一，在连续下跌之后，正股估值已经下跌到相对低位，沪深300的估值已经回到2016年熔断时的估值，已经有比较强的安全边际；从绝对价格来看，目前转债数量扩充的情况下，中低价转债不在少数，意味着转债的盈利空间并不小。其二，2004年以来，历史上转债的转股时间（少有的回售转债未计入）是2.06年，历史上转股并不会等很久，主要原因还是A股走势和政策更相关，容易形成全面牛市。

“站在当前时点，虽然权益市场持续走低，但转债市场却处在筑底过程中，转债市场的底部区间已经形成，逐渐进入择券布局的良好时机。”覃汉团队相对乐观地称。具体到投资策略上，中金公司建议，未来一段时间，交易性持仓以观望为主，耐心等待到几大指数再度收复重要均线再做尝试不迟，而配置性资金在市场筑底的过程中可做“定投”，同时着力于优化结构。

点：一是转债整体溢价率仍未修复至目标区间，多数标的并不具备充足弹性，因此即使正股出现反弹机会，多数转债标的性价比仍偏低，无需冒进；二是溢价率分化的迹象仍在趋严，虽然少数存量股性标的溢价率满足目标区间，但仍受制于数量以及流动性，债性标的占比则继续维持在高位。

海通证券：耐心等待机会

目前股市震荡下跌，上证综指再创两年来的新低，短期股市难言见底。转债仍建议控制仓位，耐心等待机会，可关注面值附近溢价率不高的个券，如玲珑、天马、双环、新风、中化EB；以及创新（TMT、高端制造等）、稳定收益（消费属性）板块，如东财、大族、崇达、海澜，银行转债（宁行、常熟）等。（王姣 整理）

本外流导致外汇储备缩水，无法偿还到期外债，爆发外债危机，例如1980年代的拉美危机；新兴经济体央行为抑制资本外流而收紧货币，也曾多次将国内杠杆高企的新兴经济体本身拖入衰退，例如1997年的亚洲金融危机。

本轮强势美元和全球景气下滑环境下，多个新兴经济体景气或承压。一方面，土耳其、阿根廷、智利、印尼、墨西哥和哥伦比亚等由于短期外债/外汇储备水平较高，资本外流冲击下，短期偿债压力将大幅抬升；极端情况下，若资本持续外流，它们可能最终面临无法偿付到期外债局面，即爆发外债危机。另一方面，韩国、新加坡、马来西亚、智利、巴西和哥伦比亚等国内杠杆率高企，若其央行为抑制资本外流持续而大幅加息，上述国家或将被迫开启去杠杆进程，经济景气随之加速下滑，甚至有可能陷入衰退。

扰动之一。

随着地方债发行放量，政府债券发行缴款对流动性的扰动有所显现。据了解，政府债发行缴款是资金从银行体系流向国库（央行经理国库）的过程，在债券资金重新拨付前，将暂时形成流动性回笼。

业内普遍预计，8、9月份将迎来地方债集中发行期，单月发行量甚至可能超过万亿元。据Wind数据，上周地方债发行量再次突破2000亿元至2090.50亿元，仅次于7月9日至15日当周，为年初以来第二高的周发行量。最新统计显示，本周地方债计划发行量已达到2790.79亿元，料创下今年以来地方债单周发行量新高。今后一段时间，政府债券发行缴款对短期流动性的影响可能进一步加大。

为保持货币市场稳定和流动性合理充裕，央行是否开展相应的对冲操作就成为市场看点。天风证券研报称，地方债的发行一方面会造成全市场供给压力，另一方面由于其发行非常依赖商业银行配置能力和意愿，因而，需要给商业银行提供进一步的流动性支持和松绑，从历史情况来看，在地方债发行大幅放量的过程中，确实流动性都保持了宽松，同时利率一般处于下行通道中。

期现背离 短期债市波动加大

□本报记者 王姣

8月20日，债券市场呈震荡行情，国债期货各主力合约小涨，现券收益率以小幅上行居多。市场人士指出，流动性边际收紧和供给压力释放，推动债券市场在触及年初以来低位后出现较快调整。短期看，地方债供给将集中释放，收益率或仍有上行压力，但先前行趋势是否终结还难有定论。

期债止跌 现券仍弱

20日，国债期货连跌三日连跌，10年期期债主力合约T1812收报94.690元，上涨0.19%。5年期期债主力合约TF1812收报97.580元，涨0.03%。2年期期债主力合约TS1812收报99.215元，涨0.08%。

现券市场则延续弱势震荡，成交利率稳中有升。20日，银行间债券市场上，10年期国开债活跃券180205早盘一度成交至4.30%，后逐渐回落至4.28%一线，较前一交易日尾盘上行约1BP。现券180210尾盘成交在4.22%，亦上行1BP。10年期国债活跃券180011尾盘成交在3.64%，与上一交易日尾盘持平。受货币市场利率上涨影响，短债收益率继续较快上行。1年期的国开债180209成交在3.245%，上行4.5BP。

两因素致债市连续调整

过去两周，债券市场经历较明显回调。10年期期债主力合约跌去了约1.6元，10年期国债中债到期收益率上行了约20BP，10年期国开债收益率上行约16BP。对于这一轮大幅调整，市场认为主要是如下几方面原因所致：

一是流动性宽松至极致后出现纠偏。联讯证券李奇霖表示，今年前7个多月，债市虽然经历了从去杠杆紧信用到防风险宽信用的政策切换，但收益率从趋

财政部21日开展3年国债随卖操作

□本报记者 王姣

财政部通知称，定于8月21日上午开展国债做市支持操作，本次操作券种为2018年记账式附息（七期）国债（简称“18附息国债07”），期限3年，剩余2.64年，操作方向为随卖，操作额3.1亿元。

自2017年6月开始，财政部按月开展国债做市支持操作。据悉，国债做市支持运用随买、随卖等工具操作，其中随买是财政部在债券二级市场买入国债，相当于提前兑付，随卖是财政部

■评级追踪

南昌市政评级获上调

东方金诚日前发布跟踪评级报告，将南昌市政公用投资控股有限公司的主体信用等级由AA+上调至AAA，评级展望为稳定；同时上调“18洪市政MTN001”信用等级为AAA。

东方金诚认为，跟踪期内，南昌市经济发展速度较快，经济实力很强；南昌市政作为南昌市最重要的公用事业运营主体，旗下水务、燃气、公共交通等业务覆盖区域范围广，区域专营性强；公司收入结构多元程度较高，2017年供水量、供气量、新签施工合同金额等经营指标保持增长趋势，带动营业收入和毛利润继续快速增长；2017年，公司在资产划拨、财政补贴等方面继续获得了股东及其他方面的有力支持；2017年末，

势上看仍然是下行的，这背后的一个重要支撑是宽松的资金面。但进入8月份后，资金面的宽松达到了极致，债市对资金面利好的反应钝化，反而开始关注流动性重新收紧可能带来的潜在冲击。而在月初跌至2015年以来低位后，近期货币市场利率抽身反弹，流动性在税期、政府债券发行缴款等影响下边际收敛。货币市场利率较快反弹，首先带动短债利率上涨，进而也对中长期利率走势造成一定不利影响。

二是市场开始正视今后一段时间的供给压力。进入二季度，就不断有卖方报告提示关注潜在供给冲击，但由于今年地方债发行节奏明显偏慢，供给端一直波澜不惊。不过，最近财政部门频频出台举措，成交利率稳中有升。20日，银行间债券市场上，10年期国开债活跃券180205早盘一度成交至4.30%，后逐渐回落至4.28%一线，较前一交易日尾盘上行约1BP。现券180210尾盘成交在4.22%，亦上行1BP。10年期国债活跃券180011尾盘成交在3.64%，与上一交易日尾盘持平。受货币市场利率上涨影响，短债收益率继续较快上行。1年期的国开债180209成交在3.245%，上行4.5BP。

另外，交易人士表示，前期流动性极度充裕，风险偏好低迷，债市做多交易较为拥挤，因此当市场运行方向发生变化时，波动也会比较大，致使近期市场调整较为明显。

目前来看，债市供给压力将持续释放，行情仍难免受到影响，波动可能较大。中金公司报告认为，8—9月份地方债的集中供给高峰将在短期内推动长期利率上行。但报告也称，整体利率下行的趋势不会发生变化，长端利率从中期走势来看依然存在回落空间。

李奇霖表示，长端收益率经历了一段时期的调整后，风险已经得到了一定的释放，可以快进快出，适当参与搏反弹。

在债券二级市场卖出国债，相当于小额续发。

业内人士指出，财政部对“18附息国债07”开展随卖操作，有助于增加该券供给，提升流动性水平。目前国债收益率曲线下仍呈现较为陡峭化特征，3年期国债期限适中，既受益于资金面的确定性，相比短期国债又提供了更高的收益。

据中债到期收益率曲线，8月20日，市场上待偿期接近3年的国债收益率为3.29%，比1年期国债高出约40BP，高于33BP的历史中位数水平。

金鸿控股评级遭下调

联合资信日前发布公告，将金鸿控股集团股份有限公司的主体长期信用等级由AA下调至AA-，将“16中油金鸿MTN001”信用等级由AA下调至AA-，并将其展望调整为负面。

联合资信称，关注到金鸿控股资产流动性弱，且银行剩余授信额度较小。公司发行的“15金鸿债”将于2018年8月27日面临回售，待回售金融为4.14亿元（含利息），公司面临一定的集中兑付压力。

联合资信表示持续关注金鸿控股的偿债资金安排，但截至目前，公司尚在筹措偿债资金，“15金鸿债”相关回售资金的支付情况仍存在一定的不确定性。（王姣）