

A股“左侧抓手”在犹豫什么

□本报记者 张勤峰

可转债凭借进可攻、退可守的特性，是天然适合博弈股市变盘的品种。历经年初以来的大幅调整，当前转债配置价值受到普遍认可，但最近一直低位徘徊，转债在犹豫什么？

研究机构认为，当前转债防御性显现，但受制于股市表现，弹性可能不足，转债确有左侧埋伏机会，但也不应对其短期表现期望过高。

博弈股市变盘的最佳工具

可转债全称“可转换公司债券”，是指在一定时间内可以按照既定的转股价格转换为指定股票的债券。简单理解，转债近似于“债券+股票买入期权”。

据Wind数据，截至9月13日收盘，沪深市场存量的可转债有113只，余额为1646亿元，另有147只可交换债，余额为1993亿元。

转债作为含权债，对于投资者具有独特的魅力。从历史经验看，转债市场为投资者赢得了明显的超额回报，表现跑赢股、债市场。

与债券相比，转债具有期权价值，能从正股上涨中受益，回报的想象空间大。且需求群体更为多样，交易流动性在所有债券品类中具有显著优势。对于债券投资者来说，转债是间接参与股市、博弈超额回报的理想工具。与股票相比，转债则具有防御性，风险、收益特性较为突出。转债还具有T+0、可回购融资等特性。

诸多特点之中，转债最吸引人之处，还是其“进可攻、退可守”的特征，这使得转债在诸多环境中都有用武之地。比如，在转债被明显低估时，可充当股票替代品；在正股高估时，可作为变相降低仓位的手段；在股市熊市中，可以依托条款博弈和债性优势获得相对回报；在股市面临变盘但短期方向难测时，可转债可以更好的对抗系统性风险。

“凭借‘进可攻、退可守’特性，转债理

应是博弈股市变盘的最佳工具。”中金公司研报称。

配置价值受认可

今年以来，A股震荡走低，上证综指从1月份高位回调接近25%。当前市场情绪依旧低迷，股指不时创出新低，但是投资的价值就在别人贪婪时恐惧，别人恐惧时贪婪。A股市场是否已经到了底部位置，谁都无法给出确切结论，但是，成交频现“地量”、破净破发股数量创新高、上市公司回购不断增多、产业资本陆续进场增持……这些以往出现在市场底部的信号已越来越多。

股市酝酿变盘之际，正是转债展现作为“左侧交易抓手”的好时机。中金公司研报提到，2014年5—6月份股市也曾经经历了长时间的横盘窄幅震荡，当时建议通过转债介入左侧，取得了相当不错的效果。2018年三季度以来，市场来到与2014年比较接近的状态，转债此时也可以作为比股票更为理想的博弈变盘的工具。

作为股票的“利益攸方”，今年转债的日子也不好过，中证转债指数于6月28日创出了272.35点的4年多新低。个券层面，不光老券市价大面积低于面值，新券上市首日破发也几乎成了常态。据Wind数据，9月13日，市场上正常成交的转债共有91只，其中收盘全价低于100元面值的共60只，占比66%，其中更有11只转债收盘价低于90元。

目前转债估值已降低较低水平，配置价值开始受到认可。分析人士认为，转股价值和债底构成可转债价值的最基础部分，在股市低迷时，虽然期权价值缩水，但是平价和条款博弈可为转债价值提供支撑，因此是比正股更好的左侧交易工具。

从指数走势上看，今年转债市场比A股更早企稳。中证转债指数在6月底创出新低后，先是出现一轮反弹，7月下旬最高回到291点附近，随后有所回落，但处于低位震荡

格局，9月13日收盘报280.70点，距离前期272.35点的低点仍有一定距离。反观上证综指，近期依然呈现震荡下行运行态势，9月13日盘中刷新两年多低位至2647.17点。

天风证券报告称，从中报来看，已有一些机构在积极配置转债。基金中报显示，转债持仓比例较高的一些二级债基在二季度大幅增加了转债的持仓。

左侧埋伏考验耐心

但是，目前转债的表现显然还称不上好，转债投资者到底在犹豫什么？

如前所述，转股价值和债底构成可转债价值的最基础部分。这当中，债底更多是提供底线支撑的作用。决定转债盈利和弹性的主要还是转股价值，股价上涨推动转债价格上涨仍是转债最根本的盈利模式。因此，转债投资最关键的因素是正股。目前A股市场低迷，限制了转债的表现。

天风证券报告指出，大部分公募基金习惯于右侧投资转债，即仓位变动和转债行情正相关。因此，在权益市场低迷的环境下，转

■ 观点链接

兴业证券：短期弹性不佳

当前股市情绪仍相对偏弱，对利空较为敏感，但考虑到估值处于历史底部区域、外资持续流入、中长期资金增多等有利因素，当前一味强调负面因素的意义不大。转债短期弹性不佳，注重中期。目前转债仍需以个券主导型的模式参与市场，立足中长期性价比更高。

国泰君安：关注转债成交和新券

由于权益市场低迷，转债市场成交量持续萎靡。有一部分转债成交金额过低，使得大部分机构客户无法参与。前期权益市场的下跌可能使得部分公司最终转股价格处于

还较集中。

需求端依然偏弱

从基本面上看，汤冰华表示，当前，玻璃现货市场并未呈现出明显的旺季特征，生产企业出库增量有限，北方地区采暖季前赶工提振玻璃需求，预计影响边际递减，而房地产竣工增速维持低位，预示玻璃当前需求依然偏弱，厂家为避免中秋节及国庆节期间累库，多利用旺季加速销售，回笼资金，因此多地现货价格出现回调，市场信心受到一定影响。

展望后市，汤冰华认为，玻璃期价将维持偏弱走势。从今年产能情况来看，净增量明显多于去年，中央及地方严禁“一刀切”政策，将使沙河地区取得排污许可证的生

144.21%和1417.23%，实现了快速增长。

从业务收入情况来看，2015—2017年，行业分别实现资管业务收入5.45亿元、9.16亿元、11.31亿元，较2014年底呈现稳步增长趋势，资管业务已逐步成为期货公司重要的收入来源。

创新与合规并驾齐驱

中国期货业协会有关负责人表示，坚持产品和业务创新与自身的风险管理能力相匹配，是中期协在风险管理业务方面的主导思路。

配套风险管理子公司业务试点指引，中期协方面实施了五个自律管理规范性通知，累计发布18期《风险管理公司试点业务情况报告》；组织全行业开展了2次压力测试；探索建立了综合信息系统、交易报告

跌1.32%。

美国农业部周三发布的供需报告显示，美新豆面积不变，单产调升1.2蒲至52.8蒲，产量调升1.07至46.93亿蒲，出口维持2.60亿蒲，压榨上调0.1亿蒲至20.70亿蒲，期末库存上调0.6亿蒲至8.45亿蒲产量及库存均高于预期，报告偏空。

新湖期货研究所分析师刘英杰指出，大豆的底部区域在800—850美分/蒲。目前巴西大豆可库存下降，升贴水上涨，巴西豆与美豆之间的进口成本差距缩小，若不进口美豆，11月之后的进口大豆缺口明显。当前国内豆粕库存仍处高位，双节备货临近，下游消费能否有所恢复，关键看相关疫情未来能否得到有效控制。同时下游买家在经历前期补库后，库存已处高位，继续追买意愿谨慎。

投机基金增持净空单

美国商品期货交易委员会（CFTC）报告显示，投机基金在大豆期货和期权市

债的吸引力并不强。特别是，转债目前虽有较强的抗跌性，但也比较缺乏弹性。对于投资者来说，弹性需要仓位换取。矛盾的地方在于，公募基金的考核周期相对较短，如果用较大的仓位去换取收益，就会承担不小的机会成本。短期视角来看，当前在固收资产内部，转债的性价比可能不如城投债等信用类产品。

天风证券报告称，对于一些负债端稳定、投资期限比较长的资金（如保险）来说，当前转债的确处于比较好的左侧介入位置。但是保险投资转债的限制相对于其他类别的投资者要严格很多，再结合基本面以及估值情况分析，能够参与和愿意参与的资金可能并不多。

一些研究报告还提到，信用风险和供给压力也是当前转债投资者不得不考虑的潜在风险点。

中金公司固收研究认为，当前可适当关注转债的左侧埋伏机会，但参与“左侧”更多的逻辑基础在于“便宜”，而对“便宜”的纠正本身要靠时间来完成，而非对短期表现做过高的期待。

相对较低水平，结合发行规模和正股基本面对转债上市前后值得重点关注。

海通证券：分化行情考验择券

目前转债个券有两重分化：一是估值分化，表现为新券估值明显低于老券，基本面较好的个券估值高于基本面较差的个券；二是流动性分化，目前转债流动性最好的前10只个券成交量，占市场总成交量的比重超过40%。转债分化的原因在于个券“稀缺性”的缺失和市场整体的低迷，导致资金集中流向部分热点个券，头部效应明显。转债分化行情之下更考验择券能力，基本面、估值和流动性均是主要的参考因素。（张勤峰 整理）

产线再度限产的概率下降，供给利好弱化。而需求上，新开工与竣工之间的传导继续受阻。预计国庆节过后，现货价格将继续调整以修复当前基差，而需求的疲软也将使得期价存在跌破前低的可能。

瑞达期货表示，目前，玻璃现货市场整体表现正常，厂家出库情况略有下滑，市场信心继续回落，市场呈现出南强北弱走势，华南地区玻璃厂家出库情况尚可，零星调价，市场产销尚可；华北和华东地区厂家走货速度放缓，部分厂家库存环比上涨。此外，9月份将新增或者复产4条生产线，后市玻璃供应面增加，对价格形成压制。技术面上，玻璃期价1901合约下方在1320—1340元/吨区间寻得支撑位置，上方关注1400元/吨区域压力位，短线将呈现震荡走势。

库等行业发展基础设施；举办业务经验交流会和专题培训，有力地促进行业整体风险防控意识的有效提升。

上述负责人表示，中期协在资管业务方面探索事中事后监管措施，引导期货公司从通道业务向自主管理业务转变。在为业务的健康发展创造条件方面，积极推动热点难点问题的解决，使期货公司资管产品备案时间过长、不能进入银行间债券市场、不能参与首次公开发行股票网下询价与申购业务等问题得到解决；多次组织召开资管业务相关论坛、研讨会，就期货公司资管业务发展方向、如何进一步发挥风险管理专业优势、提升主动管理能力等问题进行专题研究讨论；注重加强资管业务专业人才培养，自2015年以来，中期协共组织举办了近20场资管业务专题培训。

场上增持净空单，这也是连续第二周增持。截至2018年9月4日的一周，投机基金在芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货以及期权部位持有净空单62,749手，比一周前的53,642手增加9,107手。

中银国际期货分析师周新宇指出，豆粕高位回落，目前市场关注点仍在于贸易形势，在贸易形势明朗前，豆粕现货震荡逐步趋升局面暂难改。远期大豆供应一旦出现紧张局面，则将拓宽豆粕价格上涨空间，但11月份之前若贸易形势向好的方向发展，在美豆超级丰产及基本面表现不佳的背景下，豆粕价格走势难乐观。

豆油方面，周新宇表示，未来几个月大豆进口量偏少，11月预估在590万吨，12月预估为560万吨，明年1月也仅仅只有260万吨，目前初步预测将较正常供应量少约900万吨，原料供应趋紧担忧给国内豆油市场带来利好，贸易形势明朗前豆油价格整体震荡逐步趋升格局难改。

央行投放1200亿 资金面持稳

继12日重启逆回购并开展600亿元逆回购后，9月13日，央行开展了1200亿元逆回购操作，1000亿元7天、200亿元14天期逆回购中标利率分别为256%、270%，均与上次持平。

值得注意的是，央行上次开展14天期逆回购操作还是在7月19日，时隔近两月重启14天逆回购操作，业内预计主要是为对冲地方债发行缴款、季末压力等。

两日净投放对流动性呵护效果明显。13日银存间质押式回购市场上，隔夜回购利率DR001跌3BP至2.51%，代

表性的7天期回购利率DR007跌2BP至2.64%。

央行在公告中明确表述，13日开展1200亿元逆回购，主要是“为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响”，并将“维护银行体系流动性合理充裕”。

“展望后市，预计央行仍将延续短中长期工具配合的方式进行流动性管理，包括逆回购操作季节性特征明显，MLF大额操作对冲到期量、定向降准进一步提高货币乘数，促进宽信用过程。”中信证券明明表示。（王朱莹）

沪胶反弹可能昙花一现

□本报记者 马爽

多日沉寂后，近两日，沪胶期货走势有所转强，主力1901合约盘终分别上涨2.85%、2.14%。分析人士表示，近日沪胶期价上涨可能与市场炒作台风天气有关。不过，鉴于当前市场基本面依然偏弱，短期的炒作消息恐难以催生股市出现实质性好转，预计期价在炒作消息形成反弹之后将继续承压运行。

天气面预期利多

周四，沪胶期价继续偏强震荡，主力1901合约最高涨至12485元/吨，创下8月31日以来新高，盘终收报12420元/吨，涨2.14%。

中信期货分析师童长征表示，近期，沪胶期价在大宗商品全面下跌的背景下逆势上涨，与即将到来的台风“山竹”可能相关。天气预报称，“山竹”中心最大风力可达17级以上，预计将在华南沿海一带登陆，若登陆海南，则可能会对胶林造成伤害。

东吴期货研究所能源化工品组赵文婷认为，近日，沪胶期价上涨主要是源于盘面资金轮动，但市场依然缺乏基本面的有效支撑。

弘业期货分析师表示，天然橡胶市场基本面依然偏弱，供需结构依然偏空，短期消息尚难催生胶市出现实质性好转，预计期价在形成反弹之后，将继续承压运行。

基本面依然弱势

从基本面上看，弘业期货分

析师表示，供应方面，进入三季度后，天胶主产区产量继续稳步回升，据天然橡胶生产国协会（ANRPC）修正后的最新数据看，主产国7月产量已达百万吨以上，为104.3万吨，环比6月的95.4万吨大增9.3%。同比增长1.94%，虽然同比增幅较二季度有所收窄，但绝对产量已创出年内新高，且已经4个月保持在94万吨以上水平。

需求方面，8月中下旬，下游轮胎开工状况骤降，半钢胎及全钢胎开工均降至五成左右，之后全钢胎开工有所回升，至目前的66.26%，但半钢胎开工依然维持在53.72%的低位水平。本次开工骤降主要是东莞广饶地区遭受台风过境灾害，水灾严重，工厂设备受损影响开工所致。

库存方面，青岛保税区库存8月基本保持稳定，截至8月31日总库存达到20.87万吨，相比月初的20.62万吨呈现小幅增加态势。相比之下，国内期货库存方面压力更大，期货仓单一再创新高，目前已突破50万吨大关，至50.9万吨，仓单压力尤为凸显。

对于后市，赵文婷表示，供应旺季和高库存将掣肘沪胶期价行情，短期期价反弹空间受限，或维持震荡格局。操作上，RU1901可逢高沽空。

技术面上，弘业期货分析师表示，沪胶期价虽然经过7月中旬及8月中旬拉升，技术走势暂时好转，但随着化工品走势分化及强势品种的陆续回调，期价可能在短期内再次回落，至于能否筑底，还需继续关注沪胶指数的万吨支撑情况。

元，双双实现两连涨。

市场人士指出，央行公开市场操作13日净投放1200亿元，资金面改善有助债市企稳，不过宽信用效果显现，加之美联储加息、地方债加速发行，债券市场仍有下跌压力。

华创证券屈庆团队指出，8月社融数据显著回升显示宽信用的政策传导正在逐步生效，未来伴随财政支出的进一步加速，经济数据将逐步企稳，纠正短期过度悲观的经济预期，此外美债利率再次逼近3%水平，并有多美债的基本面支撑，或对国内债市造成压力。（王朱莹）

中国期货市场监控中心商品指数（9月13日）						
指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌 涨跌幅(%)
商品综合指数		88.68			88.63	0.06 0.06
商品期货指数	982.52	985.8	986.91	981.75	982.61	3.19 0.32
农产品期货指数	895.56	897.21	898	886.02	896.34	-9.12 -1.02
油脂期货指数	505.6	503.43	508.06	502.27	506.87	-3.44 -0.68
粮食期货指数	1331.01	1313.04	1332.65	1312.1	1331.01	-17.97 -1.35
软商品期货指数	799.54	802.88	804.89	798.88	799	3.88 0.49
工业品期货指数	1030.68	1039.36	1040.43	1029.02	1030.45	8.91 0.86
能化期货指数	758.65	757.47	760.33	754.52	757.99	-0.52 -0.07
钢铁期货指数	1070.12	1083.57	1084.41	1068.25	1071.67	11.89 1.11
建材期货指数	1019.58	1025.9	1030.73	1016.35	1023.06	2.84 0.28

东证-大商所商品指数（9月13日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	101.54	100.68	101.04	101.78	-1.09%
跨所能化指数	112.56	112	112.15	112.14	-0.12%
东证大商所农产品指数	102.01	100.6	101.12	102.41	-1.76%
东证大商所煤炭指数	94.57	96.08	95.4	94.34	1.85%
东证大商所能化指数	109.37	109.49	109.45	108.93	0.52%
东证大商所工业品指数	91.62	92.48	92.09	91.29	1.30%
易盛东证能化指数	110.56	109.65	109.9	110.16	-0.46%
易盛东证橡胶指数	78.11	78.65	78.48	77.87	0.99%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（9月13日）					
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌 结算价
易盛农期指数	1027.51	1029.57	1025.5	1027.02	0.92 1026.91
易盛农基指数	1273.31	1277.08	1272.13	1273.35	0.12 1272.57

人民币创近三周新高

9月13日，人民币兑美元汇率大涨近200个基点，创近三周以来的最大单日涨幅。分析称，因英镑和欧元继续上涨，加之美国公布的PPI数据不及预期，令美元指数承压下行，人民币汇率由此反弹，未来汇率双向波动料将延续。

从盘面看，13日人民币兑美元汇率随中间价高开于6.8327，涨幅超过350基点，随后涨幅有所收敛，16:30收盘报6.8487，较上一交易日大涨193点，创8月27日以来的最大单日涨幅。

香港市场上，继前日大涨403点或0.59%后，13日离岸人民币兑美元有所回落，亚洲交易时段偏弱震荡，至北京时间16:30报6.8477，盘中下跌约128基点。

全球汇市方面，美元指数由跌转涨，整体波动较小。

“经济加速扩张伴随薪资的快速增长，增加市场对美联储9月加息的预期，CME联邦基金目标利率期货显示市场对美联储9月加息的概率升至100%，在此背景下，预期近期人民币汇率依旧承压，由此导致的对货币政策及金融市场的压力仍将存在。”一德期货表示。（张勤峰）