

行情新阶段 抓住转债投资三主线

□本报记者 张勤峰

有一种债券，在债券牛市中较难施展拳脚，却能够在股票牛市中如鱼得水，它就是可转债。开年以来，A股风生水起，转债走得风风火火，部分明星券“实力圈粉”，量价齐升。

分析人士指出，转债行情正由估值扩张转为正股驱动，消灭低价券、追涨A股轮动、打新将是后续转债投资策略的“三主线”。

欲与股票试比高

都说开年以来债市看点在转债。截至4日收盘，中证转债指数已较2018年末上涨16.12%；同一个指数系列中，中证国债、中证金融债、中证全债涨幅均不到1%。在2018年债券牛市中默默无闻的转债，却在开年以来的股票上涨行情中一鸣惊人。

明星券争夺斗艳，成为转债春季行情中的一道亮丽风景。

3月4日，特发转债一度上涨14.99%，逼近200元，临近尾盘有些回落，收报181元，涨5.85%。年初至今，特发转债累计上涨78.17%，虽是债券，却在众多股票中间也不落下风。

与特发转债一道领涨的还有东财转债。3月4日，东财转债上涨0.89%，相比2018年末收盘价涨57.11%，涨幅仅次于特发转债。不过，东财转债是可转债市场第一高价券，4日盘中短暂升破200元，收报182.25元，略高居于第二名的特发转债。

特发转债发行规模为419亿元，是不折不扣的小盘转债；东财转债发行规模高一些，达到465亿元，属于中盘转债，但与规模上百亿的光大转债、平银转债等大盘转债相比，还是小了不少。东财转债和特发转债却是目前市场上成交最活跃的两个个券。

3月4日，东财转债成交132.91万手，是两市唯一成交超过百万手的转债。特发转债成交86.58万手，仅次于东财转债。当天，存量规模最大的光大转债成交量为53.51万手。东财和特发这两只中下盘转债成交量之和却占到

3月4日沪深两市部分可转债行情一览							
名称	现价(元)	涨跌幅	年初至今涨跌幅	正股涨跌幅	转股价值(元)	成交量(手)	债券余额(万元)
特发转债	181.00	5.85%	78.17%	6.47%	240.12	865827.30	41940.00
东财转债	182.25	0.89%	57.11%	0.24%	184.42	1329135.30	318733.67
佳都转债	133.55	5.26%	33.55%	9.63%	141.76	212548.00	87472.30
盛路转债	137.50	2.36%	32.72%	2.15%	138.08	28517.10	30476.28
铁汉转债	121.55	9.60%	32.14%	9.93%	122.06	169896.50	109706.52
三一转债	157.83	7.12%	31.51%	7.65%	159.17	474451.00	276574.10
洲明转债	133.00	1.53%	30.39%	1.72%	137.99	20272.60	54803.46
广电转债	127.61	2.64%	29.95%	2.89%	128.80	119799.00	41191.00
湖广转债	122.21	10.70%	28.64%	10.06%	116.04	240207.70	173287.11
吴银转债	129.83	1.06%	27.52%	1.71%	131.07	499098.00	208620.00
万顺转债	119.60	-0.17%	26.36%	0.13%	119.63	50715.70	43857.38
三力转债	119.45	-0.29%	25.90%	5.66%	121.40	146926.20	61039.22
隆基转债	126.78	0.20%	25.71%	-0.98%	119.23	21405.00	279762.50
海尔转债	124.80	2.30%	24.80%	1.51%	119.79	195167.00	300749.00
常熟转债	136.37	0.78%	24.65%	0.64%	136.98	180876.00	247468.60

数据来源:Wind 制表:张勤峰

全市场成交量总和的24%。明星个券的“圈粉能力”和“流量效应”十分突出。

债券“内核”与股性“加持”

转债虽属于债券，但走势和正股走势高度相关，被有些投资者称作是“债券中的股票”。这是因为转债内嵌转股权利，自带股性“加持”，正股涨，转股价值就涨，转债价格也跟着涨。

不过，转债仍然保留了债券的“内核”，不设涨跌停板，实施T+0交易，这些债券有的“特技”它都有。这使得转债比股票更灵活，更有操作性，加上其流动性在债券中独步青云，因此受到资金青睐。

在股市出现或可能出现上涨行情时，转债至少能得到三类投资者的垂青。

第一类是投资权益资产受限的投资者。比如，一些债券型基金，不能直接买股票，但可以买转债。转债是其分享股市上涨的一条重要途径。

第二类是风险偏好相对低的投资者。转债或是债券，理论上，只要发行人不违约，转

债最多跌到纯债价值附近。持有转债，既保留了债券的票息收益，又拿到分享股票上涨的权利。对于投资经验不多的投资者来说，转债可能是比较好的选择。

第三类则是风险偏好较高的投资者。有的高风险偏好投资者钟爱强势股，尤其是连续“打板”的股票。但有些强势股开盘直接涨停，很难有进场的机会，不设涨跌停板的转债给这类投资者提供了曲线“上车”，甚至是“弯道超车”的机会。

2月21日至25日，特发转债的正股特发信息连续涨停，尤其是2月25日股价开盘直接涨停，导致很多高风险偏好资金抢不到筹码，纷纷转道转债市场。在当天特发转债大涨36%背后，这部分资金的涌入应该是“功不可没”。

2月26日以来，特发信息和特发转债都呈现波动加大的走势。面对不确定性，转债T+0、回撤有保护的特性得到凸显。截至3月4日收盘，特发转债转股价值为240.12元，而转债收盘价为181元，两者之间存在不小的价差空间，因此，对于希望博弈特发信息继续上涨的

投资者来说，买入转债性价比更优。

在特发转债的身上，转债进攻性、防御性以及交易性优势被展现得淋漓尽致。

转债兼具股票和债券的很多优势。不仅如此，我国的转债通常设有有条件回售、强制赎回等特殊条款，提供了条款博弈的机会。因为转债与正股联动密切，还可以开展股债之间的套利操作。

短期防范波动风险

转债“心系”正股，在估值经历主动扩张之后更是如此。分析人士认为，转债行情已由估值扩张转为正股驱动，考虑到A股年初至今涨幅已不小，短期应防范波动，转债投资需要做结构优化。

兴业证券固收研报指出，历史上，股指在2个月内涨幅超过20%之后多会出现一次比较深度的调整，特别是在熊市或牛市初期。周度成交量大增之后，股市也容易出现波动。当前对股市继续乐观，但需防范波动风险。

在波动放大，调整概率增加的情形下，转债该如何操作？兴业证券认为，低价、低溢价率品种仍是“基本盘”。其他一些可行的选择包括底价思维，即“人少的地方”，也可以采取底部思维，即“相对安全的地方”，以正股估值底来减少波动、以平价底保证向上空间，甚至可以在控制风险的情况下降低对正股基本面的要求。

长江证券报告指出，转债平均值已高于纯债价值均值，溢价率大幅压缩；转债的防御性有所减弱、弹性在逐步增强。对股票投资者来说，转债的吸引力有所下降，但积极参与新股申购或可获得较为可观的收益；对债券投资者而言，转债仍是分享股市上涨红利的重要工具，可优先关注低溢价率、股性较强的优质个券，对绝对价格的要求可适当放松。

国泰君安固收研究团队认为，未来可从三个角度把握转债投资——消灭低价券、跟随正股轮动、打新，对于近期涨幅较大的品种，可以考虑逐步兑现盈利。

商品普遍回暖 多品种创阶段新高

□本报记者 张利静

近期，国内大宗商品普遍回暖，甲醇、锰硅、沪锌、豆油等期货价格不断创出阶段新高。相对来说，贵金属及农产品板块却整体承压。不过，分析人士表示，受美债实际利率进一步下行影响，贵金属中长期有望继续走强，当前的回调或是加仓时机。

工强农弱格局凸显

截至3月4日收盘，国内不少工业品期货价格收出阶段新高。例如，甲醇期货主力1905合约涨3.26%，报收2662元/吨，创3个月以来新高；锰硅期货主力1905合约涨1.34%，报收7718元/吨，创近3个月新高；沪锌期货主力1904合约涨0.75%，报收22125元/吨，创近8个月新高；豆油主力1905合约涨0.94%，报收5792元/吨，创近4个月新高。

值得注意的是，在工业品种走强期间，农产品、贵金属板块近期承压明显。文华财经统计数据显示，截至上周，两板块已经连

续两周收阴，贵金属跌势尤为显著，两周周度跌幅均超1%。

新时代证券分析师潘向东、刘娟秀表示，工业品方面，下游陆续开工，需求有所回升，叠加环保力度趋严，支撑螺纹钢价格走升；供给端存在收缩预期，叠加焦炭库存大幅回落，利多焦炭价格走势；电厂日耗回升，利多动力煤价格。不过，美国GDP数据超预期令美元指数从低位反弹，使得贵金属价格承压。此外，外部扰动因素缓解、相关疫情利空下游需求，利空豆粕价格走势。

贵金属调整将是加仓良机

对于近期贵金属承压走势，国信期货贵金属分析师蔡丹青分析，近期美国谘商会表示，2月份消费者信心指数从1月份的121.7升至131.4，超出市场预期。数据出炉之后，美元指数由跌转涨，金银则承压下行。上周三晚间，美联储主席鲍威尔在众院作证。由于其讲话内容偏“鹰”派，因此提振美元反弹，金银则遭遇重挫。此外，美国1

月成屋签约销售指数月率为4.6%，远高于前值-2.2%和预期0.4%，结束了三月连跌局面，美国楼市回暖亦利空金银。

在宏观条件不变情况下，部分分析师仍看好商品走势。

天风证券分析师吴先生表示，从“货币+信用”视角来分析，2月发布的社融数据大幅超出市场预期，且货币层面也出现显著放松，预计当前的市场环境已经切换至“宽货币+宽信用”状态。“在该状态下，股票、商品无疑是最佳资产选择；而对于债券资产，考虑到潜在的通缩压力，仍然保持乐观。”

但也有分析师提醒，目前国内权益市场已经形成动量效应，而一旦“宽信用”逻辑证伪，当前市场兑现的涨幅可能面临回吐。就工业品板块而言，从库存周期来看，目前主动去库存阶段基本得以确认，而需求不见明显改善或将限制价格涨幅。贵金属方面，中长期来看，受美债实际利率进一步下行影响，中长期或继续走强，因此当前的回调或是加仓时机。

记者观察

3月人民币汇率将以稳为主

□本报记者 王姣

机构人士认为，本轮人民币对美元、人民币对一篮子货币均出现明显升值，固然受益于美联储态度转“鸽”、美元指数震荡回落，但更可能反映了市场对中国经济基本面企稳回升的预期，近期外资加速流入对人民币升值也起到了推波助澜的作用。

国家外汇管理局公布的数据显示，2019年以来，我国外汇市场运行更趋平稳，1月银行结售汇和涉外收付款均呈现顺差。招商证券点评称，1月我国外汇市场供求形势进一步好转，银行结售汇顺差818亿元，这也解释了为何当月人民币汇率升值超过2.3%，而同期美元指数仅下跌0.5%。

展望3月，随着外汇市场预期继续改善，主要渠道跨境资金流动呈现积极变化，人民币汇率有望保持稳定中趋升势头。但也有观点认为，人民币经历连续大涨后，短期内进一步上涨空间有限，一方面，市场情绪面临利多出尽，另一方面，近期美国经济数据向好或将继续支撑美元上涨。短期投资者需关注国内货币政策预期变化和外资流动节奏，若全球风险偏好继续修复，人民币大概率仍偏强震荡。

从更长远的周期来看，汇率走势终将回归经济基本面，尽管我国1月社融数据超预期显示宽信用显效，但2月制造业PMI数据表现不佳，一定程度上冲淡投资者做多人民币情绪。后续经济表现仍需观察，在目前中美利差偏低和货币政策偏松的背景下，判断人民币汇率已步入升值通道依然为时尚早，未来汇率或将维持双向波动格局。

流动性宽松助力股债双牛

□本报记者 王姣

购利率DR007大幅下行约16个基点至2.25%。

3月4日，股债市场双双走牛，上证综指涨1.12%升破3000点，10年期国债期货主力合约涨0.23%，10年期国开债活跃券利率下行2个基点。

市场人士称，流动性宽松环境同时利好股债市场，不过短期风险偏好对股市更为有利。随着政策红利陆续释放，A股有望继续上扬，“跷跷板”效应下，债市大概率延续震荡格局。

股债双双走强

3月4日，国内资本市场再现股债双牛行情。截至收盘，上证综指涨1.12%报3027.58点，盘中上探3090.8点，创八个多月新高。

与之相对应的是，尽管债券市场早盘一度走弱，但午后快速拉升，主要利率债收益率不同程度下行。现券市场上，代表性的10年期国开债活跃券180210最新成交价报3.73%，较前收盘价下行2个基点；10年期国债活跃券180207最新成交价报3.19%，较前收盘价下行1个基点。

国泰君安证券固定收益研究覃汉团队则指出：“从近期与投资者交流反馈的情况来看，悲观者甚至认为债牛已经结束。虽然在牛市下半场对于久期风险的控制要进一步增加，但过度担忧也大可不必。”

覃汉团队认为，在现阶段相对谨慎的市场氛围中，债市实际上出现了一些边际利好迹象。一是潜在利空多已兑现，债市表现仍然坚挺，后续利空有限；二是债市调整幅度虽然较小，但调整时间已经足够，目前场中投资者大多数坚定看多，后续抛压有限；三是名义GDP大概率下行，货币政策难以变脸，债牛根基仍在，仍有可能考验利率前低。

“年初以来债市调整压力最大的时间段已经过去，本周开始即可布局利率左侧机会，越跌越买。”覃汉团队称。

期待更多流动性以及产品

在谈到对股指期货的运用之余，富善投资建议应采取措施进一步发挥股指期货的市场功能。

林成栋指出，股指期货经过数次放松，目前无论是在保证金，还是开仓限制上，均能满足基本的使用，但应考虑进一步引入长效资金，同时在政策允许的范围内逐步下调平今手续费，进一步提升流动性，方便投资者更好地进行套期保值操作。

此外，当前股指期货市场还存在品种较少、合约较大等问题。

“希望能够推出以更多

指数为标的的股指期货以及迷你股指期货，更多指数的股指期货可以让不同风格的投资者都能更好地使用股指期货进行套期保值，而推出迷你股指期货可以让资金量较小的专业投资者也能参与进来。”林成栋表示。

富善投资表示，在牛市里对冲产品并不受欢迎，因为运用了股指期货进行对冲，减去了市场贝塔收益，没有纯买股票利润高。

直到2015年7月开始，市场出现大幅下跌，客户才发现对冲产品能够在市场下行时保住收益，非常具有优势，普遍在7-8月申购了此类产品。可惜的是，后来股指期货市场流动性出现萎缩，上述产品的对冲策略就没法有效实施了。