

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、追随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。

明星券争奇斗艳，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，略高于第二名的特发转债。

特发转债发行规模为4.19亿元，是不折不扣的小盘转债；东财转债发行规模高一些，达到46.5亿元，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只小券。

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

弱需求下

“铜博士”高位“歇脚”

□本报记者 张利静

2019年以来，铜市场触底反弹并持续走高，其中LME铜价从5725美元/吨的阶段性低点涨至最新的6400美元/吨上方，涨幅超过11%。不过，宏观数据走弱和基本面消费需求低迷令近期铜价陷入高位调整。部分分析人士认为，受这两方面因素影响，“铜博士”短期或歇脚。

从梦想到现实

“铜价已经确认近年来的重要底部，开启上涨时间窗口，配置机会凸显。”方正证券分析师韩振国指出，2018年年初，市场集中看好铜市场，但6月之后，铜价从7300美元/吨最高一路跌回5725美元/吨，跌幅高达22%，发生了预期和基本面的错配。2019年铜市场与2018年存在显著的四大差异：一是价格水平差异；二是库存差异；三是铜矿市场宽松度差异；四是需求和预期转化方向差异。

“基于以上差异，我们坚定看好铜价和相关标的。从基本面角度来分析，铜价将迎来持续三年的上涨行情，两年内将有50%的上涨空间。”韩振国分析。

短期来看，铜价整体处于高位调整状态。国投安信期货有色金属研究小组分析，上周，外部扰动因素缓解、美联储主席鲍威尔表示对年底停止缩减资产负债表计划接近达成共识，加上全球股市走强，铜市一度走势偏强，但上周四、周五公布的2月份PMI数据中，中国官方PMI为49.2，为连续第三个月低于50，财新PMI为49.9，高于预期的48.5，但仍略低于荣枯线；欧洲PMI为49.3；美国PMI降至两年多来的低点54.2，疲软的数据再次使市场面对全球经济低迷的现实。

短期调整概率加大

建信期货有色金属研究小组指出，近期，矿山供给扰动叠加宏观环境有所改善均助推铜价上涨。从基本面的来看，近期国外显性库存和国内保税区库存也开始下降。截至2月25日，全球三大交易所显性库存为30.94万吨，虽然高于上月的27.28万吨，但全球显性库存近期已出现下降趋势。保税区库存方面，截至上周末，上海地区保税区库存总量为50.9万吨，较前周的52万吨小幅回调。“随着铜价上涨，冶炼企业出货情绪较高，但受限于需求较弱，成交一般。”“回到铜市来看，国内外市场分化仍在，LME现货升水，库存持续走低，注销仓单居高不下，但国内铜现货持续贴水，进口亏损加剧达1300元/吨，上周末上期所库存增加超9000吨，保税库存增加26万吨。尽管传统消费旺季来临，但市场并没有走旺的迹象，即使汽车下乡和汽车刺激计划已开始实施，也没有看到乐观迹象。随着上游逐渐恢复生产，铜市压力将会加大。”国投安信期货有色金属研究小组表示。

技术面上看，中信期货分析人士表示，伦敦周线站稳40日均线，连收七根阳线后，上周收小阴线，周线红柱继续扩大；日线6500美元/吨上方指标超买，预计后市将维持高位震荡。此外，国内加大出口力度补充海外库存，也给伦铜价格带来压力。

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
潮广转债	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、以平底价保证向上空间，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，转债平价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，但积极参与新券申购或可获得较为可观的收益；对于债券投资者而言，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

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，近期美国磋商会表示，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

富善投资：股指期货套期保值必不可少

□本报记者 张勤峰

对于机构投资者来说，场内金融衍生品早已成为资本市场中必不可少的金融工具。

国内金融衍生品发展仅有数年历史，或许不少人还未能意识到它对资本市场以及机构投资者所带来的深刻变革。但从富善投资这样的市场参与主体看来，场内金融衍生品在投资领域乃至服务整个资本市场中的作用无可替代，继续发展场内金融衍生品将是金融市场持续发展的必要条件。

以股指期货为例，富善投资总经理兼投资总监林成栋表示：“股指期货是金融市场中必不可少的品种，一方面其具有较好的流动性，另一方面其提供的对冲作用可以降低市场整体波动，以其为基础便能构建不受市场涨跌影响的绝对收益产品，这进一步丰富了金融产品类型，我们在一些产品的设计上也基本依照这个思路。”

市场下跌时套保产品受青睐

作为以量化为主的私募机构，富善投资自2013年成立起就开始参与股指期货交易。历经数年发展，目前富善投资已发展成为量化投资领域的排头兵，对冲产品管理规模位列行业前列。

2014年至2015年上半年，富善投资的主要交易策略是期现套利及alpha对冲，即买入一篮子股票的同时开立相同市值的股指期货空头仓位。在此期间，虽然公司对对冲产品的表现不及直接持有股票，但由于其收益稳定、回撤小、风险较低，也受到一部分稳健投资者青睐。2015年6月，股市开始大幅下跌，但该公司的

中国期货市场监控中心商品指数（3月4日）							
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		85.28			85.38	-0.1	-0.12
商品期货指数	1010.17	1002.4	1012.79	1001.92	1009.68	-7.28	-0.72
农产品期货指数	839.66	835.36	841.25	832.45	837.96	-2.6	-0.31
油脂期货指数	473.96	475.97	481.06	467.95	472.06	3.92	0.83
粮食期货指数	1200.68	1195.36	1206.29	1194.2	1200.77	-5.41	-0.45
软商品期货指数	788.45	784.29	790.77	783.31	788.54	-4.24	-0.54
工业品期货指数	1088.12	1080.07	1093.55	1079.34	1088.13	-8.06	-0.74
能化期货指数	726.31	723.26	731.86	722.44	727.32	-4.06	-0.56
钢铁期货指数	1223.07	1210.39	1236.32	1207.12	1221.54	-11.15	-0.91
建材期货指数	1029.39	1029.4	1035.77	1024.24	1029.75	-0.35	-0.03

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（3月4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	980.41	981.48	970.55	976.45	2.08	977.11
易盛农基指数	1260.41	1261.61	1247.61	1255.08	2.48	1255.98

■ 记者观察

3月人民币汇率将以稳为主

□本报记者 王蛟

人民币对美元汇率已连续上涨四个月，若全球风险偏好继续改善，3月人民币汇率企稳乃至反弹仍是大概率事件。但从更长远的视角来看，经济基本面仍待观察，在当前中美利差偏低和我国货币政策偏松的背景下，判断人民币汇率已步入升值通道为时尚早，预计未来人民币汇率仍将维持双向波动格局。

刚刚过去的2月，人民币对美元汇率全线上涨，其中人民币对美元中间价调升124个基点，在岸、离岸人民币对美元即期汇率双双升至6.68附近，月涨幅分别为187个基点、359个基点，均为连续第四个月上涨。

本轮人民币对美元升值，显然很难简单地用美元走弱来解释。Wind数据显示，过去四个月美元指数整体延续震荡走势，2018年11月美元指数微涨0.07%，2018年12月、2019年1月分别下跌1.17%、0.53%，2019年2月则回升0.69%，四个月累计跌幅仅0.94%；而人民币对美元连续四个月上涨，在岸人民币对美元四个月累计升值2866个基点，涨幅达到4.11%。

进一步看，本轮人民币升值并非只对美元升值，人民币对一篮子货币同样出现明显升值。中国外汇交易中心数据显 示，2月28日CFETS人民币汇率指数为95.02，较上月末升值0.73；BIS货币篮子人民币汇率指数为98.65，较上月末升值0.74；SDR货币篮子人民币汇率指数为95.28，较上月末升值0.52。截至3月1日，上述三大人民币汇率指数分别较去年10月末升值2.78、2.73、3.12。

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信用显效，但2月制造业PMI数据表现不佳，一定程度上冲击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 王蛟

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180027最新成交价报3.19%，较前收盘价下行1个基点。

国债期货市场上，午后期价拉升翻红，各品种主力合约全线收高。其中，10年期国债主力T1906报97.045元，涨0.23%；5年期国债主力TF1906合约报99.140元，涨0.1%；2年期国债主力TS1906合约报100.325元，涨0.01%。

债市料延续震荡

市场人士认为，股债双双走强，主要受益于市场资金面继续宽松。

4日银行间质押式回购市场上（存款类机构），隔夜回购利率大幅下降行21个基点跌破2%，最新报1.93%；代表性的7天期回

购利率DR007大幅下行约16个基点至2.25%。

市场上普遍认为，流动性宽松拉动债券利率下行的空间相对有限，在市场风险偏好回升的背景下，未来股市表现更佳，或将继续压制债券市场。

“短期来看，股市反弹将在企业盈利确认后逐渐走强，那么股强债弱格局会进一步延续。从当前政策基调来看，延续债牛的政策基础不再，未来股债双牛的可能性较小。”江海证券资产管理投资部屈友团队称。

屈友团队认为，从中长期来看，随着未来稳增长、宽信用政策不断出台，经济逐渐企稳会对债市继续形成压力，随着债市进入熊市，债券利率上行，低等级信用债配置价值会逐渐显现。

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大，但调整时间已经足够，目前市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，货币政策难以变紧，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。