追随者变先行者 可转债重获关注

□本报记者 张勤峰

最近，可转债再次领先股票企稳，并率先展开反弹。分析人士指出，经历估值调整，转债性价比回升，构筑起天然“护城河”。在股市行情不确定性犹存的情况下，权益投资者又到了重新关注转债的时刻。5-6月或是转债埋伏、布局的时间窗口。

个券普涨 转债重拾信心

15日，转债市场涨势延续，涨幅扩大。中证转债指数收报321.04点，涨0.95%，已连涨两日。Wind数据显示，当日两市正常交易的可转债共159只，截至收盘，有155只上涨、3只下跌、1只收平，其中长青转2和通威转债双双涨超7%。当日午后，两市可转债一度全线飘红。

权益行情回暖，令转债市场的反弹更具底气。5月15日，A股强势反弹，上证综指收盘上涨1.91%报2938.68点，行业板块全线飘红。从盘面上看，正股扮演了转债上涨的重要推手。转债指数跟随股指亦步亦趋，涨幅居前的个券对应正股涨幅都不小，例如，长青转2的正股长青股份上涨10%，通威转债正股通威股份上涨7.82%。

转债表现向来与股市关系密切。而在前期A股回调过程中，转债受伤不轻。从指数走势上看，上证综指自从4月8日触及3288点后开始回调，一直到5月9日下跌过程告一段落，期间累计下跌了12.19%。中证转债指数同样是在4月8日这一天冲高回落，而后陷入回调，直到5月6日结束连续下跌，期间累计下跌8.63%。进一步统计显示，这段时间，两市有83只转债下跌超过10%，东财转债、百合转债、洲明转债等5只转债下跌超过20%。此外，4月底以来，转债新券行情基本哑火，不少个券在上市首日即宣告破发，显示转债市场情绪重新降至“冰点”。据统计，4月30日以来上市的9只可转债有7只开盘就跌破100元的发行价。

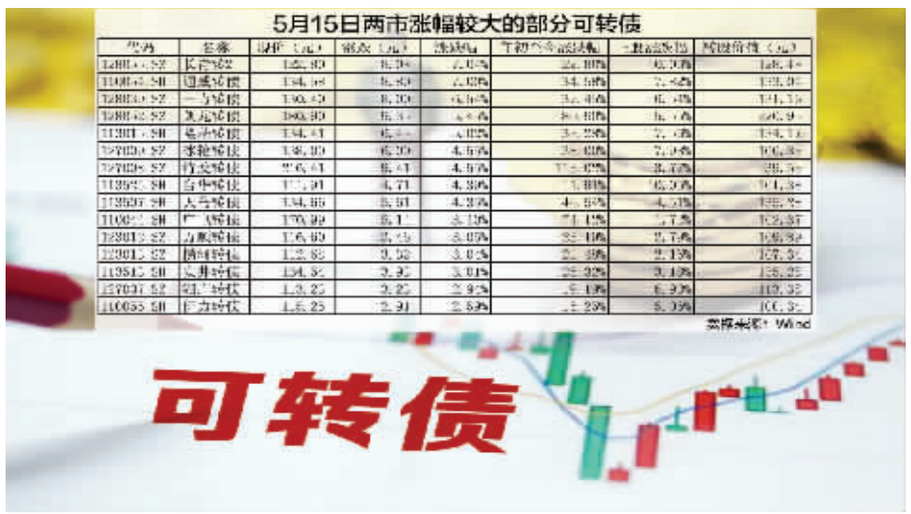
转债个券的局面在近期十分少见，或许标志着转债市场正重振信心。

跟随者或变先行者

长江证券研报指出，转债价格主要受到正股、转股溢价率、纯债价值和条款等要素的影响。当转债的股票属性较强时，转债走势主要受正股主导。当转债的债券属性较强时，转债走势和正股的相关性会减弱；此时，纯债价值、回售和下修条款对转债价格的支撑作用凸显。由于转债市场股性较强的情形居多，因此转债走势主要由正股决定。

回溯历史来看，大部分时候，转债市场价和平价（转股价值）的走势高度相关。这意味着，在很多时候，转债可能是追着正股走的，正股是先行者，转债是追随者。

但也不尽然。部分时候转债可能表现出超前运行的特征。在本轮权益行情探底反弹过程中，转债走势就表现出相当的预见性。从指数走势上看，在2018年的下跌过程中，中证转债指数早在2018年6月末就创出调整低点，此后转为底部震荡行情。而上证综指直到2019年初才探明调整底部。而在年初反弹过程中，转债的表现也一度超越正股。



IC图片 合成/刘海洋

分析人士指出，2018年年中时转债估值和股票估值均已降至低位水平，此时一方面纯债价值开始发挥托底作用，使得转债抗跌特性有所展现；另一方面，一些左侧交易者开始尝试通过转债布局股市反弹行情，是投资者对股市中长期走势看法出现变化的体现。站在投资者角度来说，此时股票估值不断下降，性价比在上升，但下跌趋势还在延续，直接左侧买入博弈反弹仍存在风险，而借道转债既可埋伏股票可能出现的反弹，也可借助转债债底支持规避大幅下跌的风险。

值得一提的是，最近一轮调整后，转债再一次表现出了领先正股企稳的特征。如前所述，4月以来转债指数和股指几乎同时开始下跌，但转债指数在5月6日就止住跌势，股指的下跌直到5月9日才告一段落。又比如，5月14日，上证综指仍下跌0.69%，当天中证转债指数则上涨了0.18%。

迎来第二轮配置时机

在经历最近一轮调整后，研究机构对转债态度的正重新变得乐观起来。有机构指出，在股市行情不确定性犹存的情况下，可考虑以转债替代正股，发挥其“进可攻、退可守”的特性。

天风证券此前一份报告称，4月以来的调整给了投资者很好的配置机会，在当前市场条件下需保持逆向思维，尤其是部分转债的调整甚至大于正股，进一步下跌空间已不大。该报告认为，如果担心股市继续回调，可以转债替代正股，转债市场正在迎来第二轮配置时机。

从估值来看，3月以来转债平均平价再度回落，最低跌到约92元。转债平均价格也跌破了110元。转股溢价率有大幅度的提升，债券属性越发明显。“这时候，对于股票投资者来说，买入转债的性价比要高于直接买入正股。”业内人士告诉记者。

华泰证券张继强团队认为，权益投资者又到了重新关注转债的时刻。转债虽不能确保获得绝对回报，但至少估值具备了“反脆弱”的能力，可用产品特性对抗消息面的不确定性。5-6月份是埋伏、布局的时间窗口。

兴业证券黄伟平、左大勇也表示，权益市场进入震荡局面，风险有释放，但反攻也难一蹴而就。转债要本着左侧参与的心态。后市权益市场反抽后可能震荡，也可能继续调整，左侧转债投资者可以更早行动起来，毕竟下跌空间更小，试错成本更低。

机构普遍认为，当前阶段个券的选择更加重要。华泰证券报告指出，在复杂因素交织、政策相机抉择的背景下，优质的基本面才是最确定的因素。重申转债的操作思路应从把握指数性机会转为积极挖掘结构性机会。天风证券也称，这一轮转债投资机会不仅仅在于仓位，更需要挖掘经济转型下的优质企业。国金证券报告建议投资者关注部分估值合理、低价转债的左侧机会。

有利因素增多 债市表现坚挺

□本报记者 张勤峰

5月15日，A股强势反弹，风险偏好有所回暖，但债市行情表现坚挺，10年期国债期货收盘上涨，银行间市场主要利率债收益率仍小幅下行。市场人士指出，近期内外形势逐渐朝着有利于债券市场的方向发展，但市场各方对收益率下行空间仍存在较大分歧，看短做短情绪明显。

A股大涨 债市表现淡定

15日，A股高开高走，强势反弹。上证综指收盘上涨1.91%，行业板块全线飘红，市场成交规模有所回升，情绪继续修复。

债市表现坚挺。国债期货多数上涨。截至收盘，10年期和5年期期债主力合约双双上涨0.06%，分别报97.315元和99.210元。银行间市场主要利率债收益率小幅走低。10年期国债活跃券180027尾盘成交在3.27%，下行1bp；10年期国开债活跃券190205尾盘成交在3.73%，下行1bp。

2018年以来，“股债跷跷板”现象比较明显。前期A股持续反弹，债券市场冲高回落。4月以来，股市遭遇调整，债市则重拾反弹势头。近几日，A股出现企稳反弹迹象，但债券市场表现比较坚挺，原因何在？

市场人士指出，15日对中小银行定向降准开始实施，预计释放长期资金约1000亿元，稳定市场流动性预期，平抑了货币市场利率上行势头。与此同时，国家统计局发布的4月份主要经济数据逊于预期，影响市场对经济增长前景的看法。这些均有助于债券利率保持低位运行。

短期风险点不多

近期内外形势逐渐朝着有利于债券市场的方向发展，但不少机构仍以交易性机会看待近期行情，认为利率下行空间取决于今后国内经济形势进一步发展情况。

15日上午，国家统计局公布4月份主要经济运行数据，包括固定资产投资、工业增加值、社会消费品零售总额等增速均较前值有所回落，工业生产和消费数据表现逊于预期。

华创证券周冠南团队表示，二季度经济大概率较一季度转弱，对于债市而言，4月经济数据超预期转弱，且外部环境变化，影响风险偏好，通胀压力尚未发酵，债市交易性机会仍在。

民生证券首席宏观分析师解运亮称，预计6月末G20峰会前，股市将延续震荡调整行情；债市仍有交易性机会，10年期国债收益率或下行至3.1-3.2%。

华泰证券张继强团队则认为，趋势性地看，地产下行和基建上行会逐步切换，消费复苏可能在下半年缓慢发生，制造业投资在年底才有复苏的希望，经济向下有托底但向上无弹性的状况难改。基本面指向仍是债市震荡市，股市业绩驱动还未到来。4月份债市利空集中释放从而进入喘息期，近日外部风险增多和经济数据不佳双重利好兑现，但3月份快速调整的心理阴影仍在，看短做短情绪明显，后续下行空间减小，好在短期风险点仍不多，杠杆机会回归。

机构关注铝价涨势下个股机会

□本报记者 张利静

昨日有色金属期货板块集体上行。其中，沪铝期货阶段性反弹走势尤为醒目，今年1月11日以来，沪铝期货便进入上升通道，文华财经统计数据显示，沪铝1906合约，迄今涨幅累计6.2%。

分析人士指出，今年以来，供应、库存、成本等多方面利多因素提振铝价不断上行，后市随着旺季来临、库存下降趋势不变，铝价涨势有望延续。机构建议关注相关个股机会。

铝业股期机会均受关注

今年年初以来，铝价在供应端收缩、库存下降、成本上涨等多重利多因素共振下不断上涨，沪铝期货缓慢攀升，机构对A股相关个股关注度也开始提升。

国泰君安证券研究指出，近期铝库存大幅去化、原材料氧化铝价格由于山西环保事件快速上涨，多重因素作用下已重拾涨势的铝价有望加速上涨，行业利润修复有望超预期，维持电解铝行业增持评级。

据SMM数据，今年前四个月，国内铝产量同比下降了1.42%，在旺季开工带动下，国内铝社会库存呈现快速去化状态。“截至5月13日，国内电解铝库存137.3万吨，较3月初高点已经大幅去化近40万吨，且近期去化速度显著加快。预计随着二季度库存去化延续，最终去库存幅度有望大幅降至100万吨以内。”国泰君安证券研究预计。

另外值得注意的是，近期电解铝成本方面，氧化铝价格也出现加速上涨。上述机构分析，截至本周初，北方氧化铝报价达2800元/吨，较4月低点2650元/吨已经上涨150元/吨，预计后续有望突破3000元/吨。“在消费向好、库存大幅去化前提下，原材料端氧化铝价格的上涨大概率为后期铝价上行提供坚实成本支撑、铝价中枢有望进一步抬升。若按照氧化铝长协价约铝价18%估算，铝价有望突破15000元/吨。后市铝企利润修复或超预期。”

涨势有望延续

展望后市，从成本端来看，财通证券分析师李帅华表示，受环保因素、矿石紧张以及前期氧化铝价格低迷影响（今年4月中旬，氧化铝价格曾跌至2600元/吨），氧化铝减产、停产产能大幅增加。SMM预计5月中国氧化铝产量为597.3万吨，单月过剩幅度大幅收窄至15万吨左右，为近六个月以来过剩量最低的月份。“受此影响，氧化铝价格持续反弹，当前贸易商及相关企业已经出现惜售行为，后续价格有望触及3000元/吨的高位。”

从基本面来看，中原证券研究指出，二季度新增产能集中投放，三季度电解铝供应预期增加，当前运行产能仍处于低位。环保形势依然严峻，山西部分氧化铝厂停产整改，北方地区供应紧张。消费好转叠加到货减少，铝锭库存持续下降。上游铝锭供应偏紧，成本支撑企稳回升，下游持续去库存，沪铝在二季度呈现抗跌偏强走势，短期基本面偏强预期不变，同时需要关注去库存节奏。

国泰君安证券预计，在消费回暖、库存大幅去化以及氧化铝价格上涨等多重因素作用下，预计今年二、三季度铝价上涨态势有望延续甚至加速上涨。

黄金市场持续盘整

□龙熄财经 范兴华

上周黄金市场一直处于盘整阶段。目前来看，金价继续在1280-1290美元/盎司区间波动，寻找方向。

随着矿体开采的深入、劳动力成本的上升和政策不确定性的加剧，南非黄金产量持续萎缩。据最新消息，南非3月份黄金产量已经连续第18个月下降，创下金融危机以来延续时间最长的产量收缩。

而就在黄金开采预期大幅萎缩之时，世界黄金协会发布的报告显示，全球央行一季度买了145.5吨黄金，创造了6年来的同期最高量，多元化配置、安全需求和流动性资产的配置是主要动力。与此同时全球股市在上周遭遇大幅回调，避险情绪不断上升。综上所述，龙熄财经分析师认为，首先，数据显示美国通胀实际数据正在走弱，如数据进一步不及预期将使得下半年美联储降息概率大幅上升；其次，实物黄金供给减少而需求却在逐步上升；最后，全球避险需求不断升温，将会逐步推高金价。短期内预计金价会台阶式缓慢爬升，将走出先抑后扬走势，先去测试1280美元/盎司支撑，再向上挑战1300美元/盎司关口。

红枣期货行情来了

业内人士提醒：理性交易 切忌跟风

□本报记者 周璐璐

在本周前三个交易日，红枣期货一改上市后的低迷，价格强势上涨。一些分析机构认为，红枣期货作为新上市品种，当前价格波动受多重因素影响，投资者应加强对现货市场的了解，理性参与，切忌盲目跟风。

记者从新疆部分产区的生产企业了解到，新产季新疆地区的红枣种植面积较旧产季没有出现明显变化，虽然部分产区前段时间出现了大风、低温的天气，但红枣属于无限花序，花期近两个月，可以不断产生新的花芽，具有较强抵抗灾害天气的能力。

在河北沧州从事红枣贸易的老宋告诉记者，由于端午节的临近，本周河北沧州批发市场的走货速度较上周略有加快，价格方面每箱（10公斤）较上周也上涨了3-5元。已经从事红枣贸易十多年的老宋介绍到，红枣消费有春节、端午、中秋三大旺季，夏季消费相对清淡。记者在老宋的摊位上发现，不同产地的红枣价格有些差异，据老宋介绍，新疆部分地区如若羌的红枣，由于品质较好，价格也要比市场平均水平高一些。

近几天红枣期货的交易活跃，吸引了不少市场投资者的关注。对此，中财期货红枣分析师吴玲云提醒，红枣期货是尚未交割过的新品种，企业和市场对于红枣期货的质量要求还有一个熟悉的过程。对于普通投资者来说，当前最重要的是应该了解清楚红枣的现货市场情况和期货规则，理性参与市场，切忌盲目跟风。

新郑好想你枣业的采购业务负责人卢占军介绍，郑商所的红枣期货规则设计为规范红枣产业标准提供了重要的指导，对目前混乱的现货标准进行了统一，部分新指标的设计体现了行业发展的趋势。以红枣期货标的物的质量指标干基总糖含量为例，由于剔除了含水对现货标准中总糖含量的影响，一致性更强，有助于生产企业把握质量标准；从数值上看，干基总糖含量要高于总糖含量。卢占军估计，市场上85%以上的灰枣符合红枣期货对干基总糖含量的要求。

从分级标准上看，红枣期货交割要求与现货习惯存在一定差异。现货市场以红枣果径作为分级指标，不同地区、不同企业对果径的把握标准不一，分级标准较为混乱；红枣期货以每千克果粒数作为分级指标，统一了现货分级标准。总体来看，期货基准交割品每千克果粒数在180-230个/千克的要求，介于大多数加工企业标准的一级偏上水平，市场大部分品质较好的一级灰枣都可以满足期货基准品要求。此外，考虑到每千克果粒数280个/千克以内的红枣可以替代交割，目前市场流通的绝大多数二级以上红枣都能满足交割要求。

卢占军介绍，红枣从地头到市场要经历加工、包装、仓储等过程，成本在每吨1200元左右。吴玲云介绍，根据现货情况和期货交割标准，红枣从市场流通货物到期货交割，并不需要额外加工，因此也不会产生额外加工成本，客户只需要承担常规的出入库费用和检验费用即可。此外，根据郑商所规定，红枣期货新产季交割货物须是当年11月1日之后生产的。吴玲云表示，红枣期货价格主要取决于新产季红枣产量、收购价格和销售进度等因素，投资者一定要考虑到新旧产季定价因素上的区别。

■ 记者观察

关注小品种“黑马”价值

□本报记者 张利静

在大宗商品市场，一些小品种屡屡爆发大行情，成为市场关注焦点，从钴、钯金等小金属，到近两年的苹果期货，其价格弹性带来的投资魅力逐渐为市场所惊艳。那么，如何把握小品种的投资机会，其背后逻辑又是什么？

2017年金属钴的行情对很多投资者来说还记忆犹新。是年，在钴价上涨初期，全球大型基金公司全球扫货。全球钴概念股随之上涨，A股华友钴业股价创历史新高。去年，苹果期货大涨行情又一次彰显了大宗商品“小品种”的魅力。文华财经统计数据显示，2018年郑商所苹果期货指数年内最高涨幅超60%。

上述两案例，正是小金属与生鲜类大宗商品价格弹性一个很好的侧面写照——大宗商品中的小品种常常出现“黑马”行情。

小金属方面，对于钯金、铂金、钴这类小金属来说，由于其不存在独立矿藏，多以铜、镍等大金属矿的伴生产品，因此全球供应量有限。相对大金属，小金属储量少，用途也较为特殊，主要用在涂料、电池原料、军事用途等方面，其中金属钨、稀土等小金属位列我国四大战略资源。小金属行业涨价潮一旦出现，常常会传导至二级市场，投资者预期相关企业利润增加而重点关注相关个股标的。

尤其是近年来，随着经济结构化改革进行，新兴产业兴起，新材料概念成为金属行业新的亮点。从历史经验来看，小金属价格与制造业投资具有明显的正相关关系。有投资人士表示，尤其在行情发动初期，小金属价格往往伴随PPI上行而上涨，不过随着行情进入涨价后期，便会更多受到制造业投资增速影响。

生鲜类品种同样存在引人关注的价格弹性，比如鸡蛋、苹果以及上市不久的红枣期货。在去年单边行情中，苹果期货主力合约持仓量与黑色、有色等大品种比起来也毫不逊色。

在季节变化和基本面规律之下，这类商品价格波动幅度本身较大。如今年以来，现货市场上红枣收购价格从3元/斤到8元/斤，在短期出现这样的价格波动幅度，对于其他农产品来说，是很罕见的。此外，生鲜类品种对天气、库存、节日和交割品级等因素更加敏感，这也会对其价格波动带来额外的影响。尤其是生长期的天气炒作往往引发大行情，且在预期被证伪之前，市场很容易进入涨价——看涨——涨价的循环反馈之中。尽管长期来看，其价格能否继续上涨，还要看未来数月基本面供需能否改善预期。

但值得注意的是，生鲜类期货品种的需求弹性也通常较大，例如苹果、红枣在价格上涨之后，消费者可能转向其他果品，其他相对便宜的替代性水果如西瓜、葡萄、荔枝等，以及大量性价比较高的进口水果，将为价格上涨空间带来“天花板”。

库存低企 苹果期货再度大涨

□本报记者 王朱莹

苹果最近又“红”了。15日，苹果期货盘中一度涨停，收盘依然大涨5.13%。业内人士调研苹果产区发现，多数产区已经开始疏果，整体坐果情况一般，今年苹果期货或重现去年苹果的翘尾行情。

供不应求刺激期价大涨

15日，苹果期货延续上涨行情，主力1910合约盘中触及涨停，此后有所回落，截至收盘，该合约收报9218元/吨，上涨5.13%或450元/吨。与之形成鲜明对比的是，苹果1907合约昨日下跌了2.06%，收报2.06%或291元/吨。

“新季度苹果大火了一把，上周苹果期货主力1910合约价格暴涨，资金推涨情绪浓厚。就当前产地情况了解，部分产区已经进入开花尾期，花量较多，坐果情况良好，产量无法确定，但初步估计可能会高于2017年，后续关注套袋情况。”徽商期货研报表示。

作为全球最大的苹果生产国，我国苹果产量占全球苹果产量的50%以上，是我国瓜类之外产量最大的水果品种，在我国水果产业中具有举足轻重的地位。

徽商期货研报指出，受倒春寒影响，旧季苹果供不应求。受清明期间大范围冻害影响，陕西预计减产20%-30%，甘肃静宁预计减产50%，新疆阿克苏地区苹果今年是小年，加上新增果园面积增加的产量，整体坐果与去年持平或小幅增长；山东预计减产15%，辽宁苹果主产区，果树开花、收果最晚，避开了多地遭遇的清明期间倒春寒灾害，今年苹果丰收在望，预计增产1.2%；河北产区受灾情况预计减产20%；河南整体情况良好，预计产量与去年持平；山西受灾情况不同，整体预计减产30%，其中运城减产20%，临汾减产30%-40%；云南昭通预计增产20%左右。

综合上述情况，徽商期货研报认为，全国产区如果没有遇到特殊情况的，预计全国减产30%左右，市场的供需关系扭转为供不应求。

低库存支撑价格

随着果树陆续进入花期，花的数量和质量以及坐果情况将会对新产季的苹果产量产生深远影响，进而影响新产季苹果的供需格局，为了全面了解果树开花、授粉、坐果情况，鲁证期货苹果红枣团队近期对苹果主要优质产区的果园进行了走访调研。

从各产区调研情况来看，鲁证期货苹果红枣团队表示，2019年花量处于正常水平，但花的质量较差，主要表现花柄较细、花瓣光泽度稍差，花瓣较小，花序不足6朵，花束果薹副稍细小等方面，并且部分产区花期温度较高，湿度低，蜜蜂少等诸多因素可能导致授粉不良，整体坐果率差，预计新产季与正常年份相比仍将会有不同程度减产。

南华期货研报表示，西部陕西、甘肃等产区客商存货交易也已经接近尾声，目前剩余货源多数集中在当地企业手中，以自有渠道销售居多。调货客商大部分前往山东产区寻货采购，产区货源供应稍显紧张。多数产区已经开始疏果，整体坐果情况一般，山东地区坐果不理想。

“今年苹果入库量是近十年来最低的一年，量少价涨是市场的基本规律。“五一”备货结束后，市场走货速度或开始走慢，但库存少是不争的事实，今年苹果期货或重现去年苹果的翘尾行情。”徽商期货研报表示。

中国期货市场监控中心商品指数（5月15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		85.22			84.92	0.3	0.35
商品期货指数	990.04	999.13	999.23	989.71	988.93	10.2	1.03
农产品期货指数	827.7	835.66	835.87	827.7	825.99	9.67	1.17
油脂期货指数	442.04	444.43	445.06	441.65	440.42	4.01	0.91
粮食期货指数	1248.58	1258.33	1258.82	1248.58	1250.85	7.47	0.6
软商品期货指数	774.09	786.67	787.1	773.78	772.86	13.81	1.79
工业品期货指数	1061.58	1073.09	1073.29	1060.69	1060.76	12.33	1.16
能化期货指数	668.84	672.03	673.16	667.8	666.72	5.3	0.8
钢铁期货指数	1264.23	1286.94	1287.42	1260.7	1264.84	22.1	1.75
建材期货指数	1067.46	1079.79	1080.77	1066.43	1067.55	12.24	1.15

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（5月15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	930.01	938.4	929.16	936.98	2.61	933.78
易盛农基指数	1192.38	1199.72	1191.13	1198.11	7.7	1195.25