

转债尚存持有价值

□本报记者 王辉

上周以来，交易所可转债市场在A股放量上涨的背景下，表现出跟涨无力、跌势更重的运行特征。分析人士指出，近期转债市场整体欲振乏力的根本原因在于估值水平偏高，降低了转债个券相对正股的弹性。整体而言，在A股市场中期升势难改的背景下，转债市场虽仍有望大概率实现正向收益，但进攻性料仍会落后于A股。

继续跑输正股

在A股市场3月中旬以来重启升势的背景下，转债市场再度表现出跟涨无力的状况。在A股市场放量大涨的上周（3月16日至3月20日），转债市场的涨升力度已经开始落后于正股市场。当周沪综指大涨7.25%，中证转债指数涨幅则为5.62%。而从本周前四个交易日的整体表现来看，在沪综指累计上涨1.79%的背景下，中证转债指数反而逆势下跌3.56%。与此同时，在市场量能水平方面，近几个交易日转债市场单日成交普遍低于25亿元，较1月份前启动辄百亿元的成交量也明显萎缩。

从个券表现来看，在周四沪综指再度

■观点链接

海通证券：操作余地有限

本轮A股牛市由增量资金推动的特点明显，虽然转债价格受正股拉动提升，但高价格、高估值、转债个券只数较少等多重因素使得转债操作余地较有限。已持有者仍可继续分享上涨，但如果选择低价买入、高价抛售的波段操作，则投资风险较大。我们延续此前观点，首推申购后发行新券，对于存量券，建议选择转股价值130元以下、估值较稳定、有主题机会的个券，但仍需防范风险。当前歌华、恒丰、海运、深燃、冠城、深机、齐峰均

26日部分可转债交易情况与估值水平

名称	最新 (元)	涨跌幅 (%)	正股涨跌幅 (%)	到期收益率 (%)	转股溢价率 (%)	纯债溢价率 (%)	平价底价溢价率 (%)	类型
海运转债	161	5.55	5.52	-45.82	-0.34	61.70	62.26	偏股型
深机转债	147.5	2.50	8.33	-12.16	4.76	47.57	40.87	偏股型
齐峰转债	146.79	1.44	1.48	-5.92	4.05	57.32	51.20	偏股型
恒丰转债	148.09	1.05	0.81	-15.41	-0.43	51.42	52.07	偏股型
齐翔转债	166.88	0.23	10.01	-8.18	13.42	65.49	45.92	偏股型
燕京转债	137.796	0.07	0.88	-47.49	8.14	39.20	28.72	偏股型
浙能转债	140	-0.71	0.14	-3.76	11.14	55.14	39.59	偏股型
格力转债	175	-1.13	-4.13	-9.45	35.87	93.80	42.64	偏股型
民生转债	135.54	-1.45	0.32	-5.28	16.13	45.73	25.49	偏股型
吉市转债	145.02	-2.05	-1.81	-4.97	24.07	64.60	32.67	偏股型
冠城转债	161.94	-2.66	-4.39	-5.11	4.80	61.81	54.39	偏股型
深燃转债	133.81	-3.21	-3.31	-4.08	2.99	47.08	42.82	偏股型
洛钼转债	175.12	-3.98	2.24	-7.52	16.04	96.55	69.38	偏股型
歌华转债	190.75	-4.09	-6.30	-29.63	6.46	91.94	80.29	偏股型
歌尔转债	162.11	-4.59	-2.72	-6.17	34.48	81.62	35.05	偏股型
东华转债	271	-8.06	-7.05	-19.10	2.98	194.44	185.92	偏股型

小幅收涨的情况下，两市转债却涨少跌多，整体跑输正股。按全价计算，当日交易的18只转债品种7只上涨，11只下跌，涨幅前三的海运转债、深机转债、齐峰转债分别上涨5.55%、2.50%和1.44%，而当日转债正股则有9只上涨、9只下跌，其中宁波海运、齐峰新材涨幅与转债相当，深圳机场则大涨8.33%，涨幅远高于深机转债；跌幅较大转债如东华转债、歌尔转债全天分别下跌8.06%、4.59%，对应正股东华软件、歌尔声学则下7.05%、27.2%，跌幅小于转债。

高估值制约表现

对于近期转债相对跑输正股，此间分析观点认为，前期转债市场估值水平在股市长牛预期下被过度推高，使得转债相对正股的弹性显著下降。综合考虑到部分个券的赎回压力和年报风险，当

前转债市场仍较为鸡肋，表现恐继续跑输正股，但如果转债估值及正股估值得到正向验证，则转债市场仍有希望跟随A股市场继续上涨。

中金公司本周表示，此前由于转债稀缺性的存在，市场乐观预期很快在转债价格和估值当中得以完全体现，其后的正股价格上涨对转债价格的刺激大大降低，转债对正股的弹性也就相应下降。该机构认为，投资者对股市短期震荡加剧甚至回踩的担忧等因素，都抑制了转债市场的追涨意愿。由于溢价率和绝对价位较高，转债市场一方面持有价值仍在，但另一方面仍需谨慎追涨。

此外，中信证券提示，随着转债价格连续上涨，当前深机、深燃、歌华、恒丰等个券极有可能在近期触发提前赎回，投资者需积极关注条款触发进程，短期内相关个券估值仍可能大概率压缩。民生证券本周则表示，随着年报披露高峰期已经到来，在去年经济结构调整、GDP增速下滑的背景下，短期需要提防传统行业公司年报不及预期的风险。综合新三板快速推进产生资金分流等因素干扰，市场短期内或仍有调整要求。

兴业证券：当前估值难上难下

当前转债溢价已经较高，但压缩的空间不大。对比历史，当前转债的估值水平已经处于高位，甚至略高。我们认为主要是需求端的变化所致。第一，固定收益市场快速发展，这些资金希望借助转债博取一些高收益；第二，转债基

金的兴起，导致刚需规模上升。考虑牛市仍在，加上供需矛盾暂难缓解，估值水平持续压缩的空间有限，但当前转债估值已经透支了大量上涨预期，加上已经略高于以往牛市的水平，所以估值抬升的空间也不大。大概率仍维持在当前水平上。

国信证券：“长跑”能力弱于正股

A股牛市趋势未变，没有理由改变看多转债的观点。抛开正股的预期不说，转债增多弱势的局面将愈发严重，而由于年报因素，新增转债最早5、6月

份才会出现，在这样的背景下，坚定持有转债仓位是必要的。问题的关键在于估值，也就是转债和正股的赛跑问题。从长远来说，转债平价是转债价值归属，触发强赎后面临的价格回归是意料之中的，转债的长跑能力弱于正股。但短期市场氛围和情绪的高涨往往能迅速带动估值，转债的短跑能力却强于正股。把握好估值变化节奏，是转债优于正股的关键。总体说，维持“买低逢低就买、小盘捉灯细挑”的观点。大盘转债流动性好，前期调整充分，基本面稳定，暴涨暴跌可能性小。（张勤峰 整理）

布朗兄弟哈里曼银行副总裁伊兰·索罗特认为人民币当前波幅合适

索罗特：市场对FOMC货币政策声明的解读各有侧重，上周美联储下调经济与利率预期透露了比以前更宽松的货币政策信号。一些分析人士开始猜测美联储可能会将加息时间推迟到9月，摩根士丹利甚至认为美联储今年不会加息，尽管如此，我维持美联储可能在6月加息的判断。

中国证券报：强势美元对国际资本流动产生了重要影响。如果资金从世界各地回流美国，那对美国真的非常有利吗？

索罗特：强势美元确实在一定程度上影响了国际资本的流动。近日欧洲和日本都表示将维持目前的货币宽松，英国则表示加息和降息的概率各半。一些基金或机构在买进欧洲和日本的股票组合，而且欧洲股市近期表现不错，也增强了其吸引力。但我认为，强

人民币不会跌破6.35

中国证券报：您如何看待人民币的国

际化进程？

索罗特：我始终认为，尽管中国与多国签订了货币互换协议等，人民币只有在推进国际化之后，才能逐渐成为国际储备货币，且这将是个长期的过程。中国的货币政策也在积极推动此项目标。

中国证券报：近期人民币汇率波动比较大，你如何预期年内人民币的走势？

索罗特：我个人认为，单纯的人民币强势或贬值都无助于人民币国际化这个长期目标的实现，应该更多地以市场为导向来调整，允许并方便国际资本在中国的进出。目前人民币的波动幅度相对比较合适，不必急于扩大其波动幅度。我觉得今年人民币可能小幅走软，但下限应该不低于6.35元。

美元下跌难持续

月出现下滑。但关键指标——非农报告，非农就业人口增加近30万人，失业率进一步下降，暗示美国经济复苏可持续性增强。显然近期美元走势疲软不应归因于美

国经济，那么问题出在哪里？

我们认为，一方面，美联储在是否及早加息的问题上反映出的瞻前顾后，浇灭了之前市场的乐观情绪。美联储官员们近期发表的言论并不一致，当然这不足为怪。只是其内部分歧更多在于年内，还是明年加息，而对二季度进一步收紧货币政策并不热衷，由此尽显美联储偏“鸽派”的心态。尤其在美联储最新一次议息会后声明中，美联储主席耶伦明确否定了4月加息的可能性后，6月加息的时间窗口也因全球经济

不稳、极寒天气等因素影响，同样遭受质疑。以至于加息前瞻指引中“耐心”一词的删除都无法慰藉市场的失望之情。在此我们有必要抛出一个观点，即美联储“鹰鸽”两派的划分不应基于各自观点的差异，而应以市场主流预期为界线。以当下市况为例，前期市场的乐观情绪不断累积，最终超前于多数美联储官员的观点，使得“鹰鸽”两派的边界发生偏移，无形中削弱了“鹰派”阵营，而“鸽派”势起必然打压美元人气。

如此来看，与其说美元近期的下跌归因于美国经济数据不佳，倒不如说是对前期过于猛烈升势的正常修复。

另一方面，欧洲央行祭出欧元区QE，每

月购买600亿欧元国债，政策落地反而澄

清种种猜忌，这对于缓解欧元下行压力大有裨益。而随后欧元区出炉的一系列数据不断释放利好信号，这极易被市场理解成为量化宽松政策的成效，进而增强了投资者对欧元区经济前景的信心，并最终转化为市场欧元买盘增加。

不过前瞻来看，上述两大因素将会发生变化。首先，防范通缩仍是欧洲当局的首要任务，欧洲经济也远未到触底反弹的时点，同样欧元近一段时间内构筑中长期底部的可能性微乎其微。此外，严冬过后，我们有理由相信美国经济将会重新恢复动能，其中消费、房地产市场支持明显，这极像去年的情形。若果真如此，美元长期上涨的逻辑依然成立。

债券投资价值重新显现

率曲线为何呈现熊陡峭化上行。在经济基本面依旧疲弱、央行继续致力于降低融资成本的背景下，现券收益率上行的空间不大，这波上行可能是由于市场情绪受到一级招标需求较弱与股市大涨等因素干扰造成的。经过近期的调整，债券收益率已较充分反映市场悲观预期，投资价值正重新显现。

3月中旬以来，债市收益率曲线再次反弹走高，尤其令人意外的是收益率曲线短端在资金面趋紧的同时不降反升，而曲线长端上得更多，活跃个券十年期国债收益率在近两周上行了约20bp。近期基本面与政策面并无显著变化，收益

率曲线为何呈现熊陡峭化上行。在经济基本面依旧疲弱、央行继续致力于降低融资成本的背景下，现券收益率上行的空间不大，这波上行可能是由于市场情绪受到一级招标需求较弱与股市大涨等因素干扰造成的。经过近期的调整，债券收益率已较充分反映市场悲观预期，投资价值正重新显现。

笔者认为，债券收益率下行的总体趋势并未扭转，这波反弹主要是情绪变化造成的结果。首先，资金价格有望加速下行。自从资金面安然度过3月初“打新”冲击过后，

有望打开。最后，悲观情绪不可持续。近期收益率反弹主要受悲观情绪带动。从12日夜间公布的1万亿地方债置换方案获批开始，股市暴涨、一级需求不佳接连打击着债券多头的士气。但是从长期来看，供给并不影响债券市场趋势，而股市上涨对债券的压制也不是持续性因素。

当然，当前的债券收益率已较充分地反映了弱经济、宽政策的影响，继续下行的空间不如去年，但经过春节以来几轮反弹，中长债再次显现出可观的交易空间，短债更是处在历史高位，配置价值更高。在悲观情绪释放之后，债市有望重回正轨，甚至在宽松资金面的带动下，再现一波小牛行情。

人民币即期汇率窄幅震荡

经过上周一波快速拉升之后，本周人民币兑美元即期汇率出现明显的企稳迹象。26日，在中间价小幅上调、再创一个月新高的背景下，人民币即期汇率全天微升1个基点，日内振幅也大幅收窄。

26日人民币兑美元汇率中间价为6.1375元，较25日上调35基点，创下2月25日以来的一个月新高。隔夜外汇市场上，由于美国公布的最新经济数据弱于预期，且德国企业信心调查结果表现强劲，进一步带动美元多头平仓，美元指数全天下跌0.24%。

26日银行间即期询价交易市场上，受中间价调高带动，人民币兑美元即期汇率小幅高开于6.2085元，之后在购汇盘压制下一路走软，最低跌至6.2168

元，但尾市快速上涨，最终收报6.2124元，较上日收盘微跌1个基点。交易员表示，随着月末临近，企业购汇需求上升，人民币即期市场汇率在全天多数时间里以偏弱震荡为主，但与此同时，大行结汇盘也相应涌现，与购汇盘形成对峙，使得人民币汇率走势总体保持稳定。

后市来看，分析人士认为，一方面，我国经济回升势头仍较乏力，使得人民币汇率缺乏大幅升值的基本面基础，另一方面，随着人民币国际化、资本项目可兑换步伐加快，市场各方普遍预期人民币汇率中长期有望保持稳定。在美元短期陷入震荡的背景下，人民币汇率或进入阶段性震荡格局。（葛春晖）

口行三期新债定价偏高

26日，中国进出口银行对该行2015年第七期新发债券以及第五期、第六期金融债的增发债进行了招标。在利率债供给阴云笼罩以及货币市场利率下行放缓的背景下，一级市场延续了近阶段的低迷态势，三期新债发行结果中标利差偏高，认购倍数偏低。

口行2015年第七、六、五期债券分别为1年期、5年期、10年期固息金融债。来自中债网和交易员的信息显示，上述三期新债的中标利率/收益率依次为3.75%、4.1743%、4.3255%，1年、10年品种定价均超出市场预期，5年期品种亦落在市场预期区间上限附近；三期新债认

购倍数依次为1.71倍、2.45倍、1.56倍，均为今年以来政策性银行债发行招标的相对低位水平，1年和10年期品种需求犹显清淡。

分析人士表示，当前一级市场情绪依然偏空，供需矛盾成为机构最大的心病。今年地方债券发行量大幅增加，如果央行不从需求端进行相应的流动性对冲，利率债将承受较大的压力。而从3月以来央行降息、连续下调逆回购操作利率以及公开市场投放总体中性来看，货币政策调控短期仍偏重于价格手段，总量控制仍较为谨慎。在此背景下，短期内利率债市场或将延续弱势格局。（葛春晖）

国开行31日招标五期金融债

国家开发银行26日公告，定于3月31日增发2015年第三至五期及发行第六期、第七期金融债券，总量不超过300亿元。首场招标结束后，国开行将向工商银行、农业银行、中国银行三家承销银行追加发行各不超过10亿元第六期债券，专门用于通过商业银行柜台向个人和非金融机构投资者分销。

国开行今年第三、四、五、七期债券依次为5年期、7年期、10年期、3年期品种，均为按年付息，本次增发/发行分别不超过60亿元、50亿元、90亿元、60亿元。第六期债券为1年期固息债，发行量不超过40亿元（不设立基本承销额）。

本次增发的第三至五期债券均采用单一价格招标方式，第六、七期债券采用单一利率招标方式。第六期债券追加发行部分采用数量招标方式，票面利率为首场中标利率。以上各期债券均不设立基本承销额。（葛春晖）

联合资信调整冀东发展评级展望为负面

联合资信26日发布了对冀东发展集团