

转债价值提升 首选防守反击

本报记者 王姣

在A股和债券双弱的市道下，兼具股债双重属性的转债竟然成为近期表现较好的资产：过去9个交易日中，上证综指累计下跌近5%，10年期国债收益率累计反弹12BP，中证转债指数则逆势上涨超过4%。

市场人士指出，从股性角度分析，由于股票市场近期的暴跌，转股溢价率水平较高；从债性角度分析，经历了前期的大跌，一些转债的价格已经下调至债底价值附近，具有较高的安全边际。在A股市场延续波动的背景下，转债悄然上升为防守反击的首选投资品种。随着股市调整风险的释放步入尾声，短期内逐步企稳的概率较大，转债亦有望在目前价格附近保持稳定，同时转股溢价率依旧较高和后续供给加速将对其后市表现形成压力。

转债逆势上扬

近段时间，A股市场依旧表现弱势，债券市场亦持续调整，反观兼具股债双重属性的转债却逆势上涨，成为近期表现最佳的资产。

据统计，截至2月3日的过去9个交易日，上证综指从2911.11点下跌至2739.25点，累计跌幅为4.9%；债券市场中，中债10年期国债收益率亦从2.77%再度反弹至2.91%，上涨逾12BP。与之形成鲜明对比的是，转债方面，尽管正股跟随股市调整幅度不小，但转债表现不弱，中证转债指数从281.97点上涨至291.28点，累计涨幅达4.07%。

观点链接

国泰君安证券：防守反击首选

供给冲击在某种程度上会加速“杀估值”的过程，但并不是引发“杀估值”的根本原因。当前转债市场的高溢价率仍可维持，随着整体到期收益率已接近零，意味着部分转债和交换债已经显现一定的安全边际，在A股市场剧烈波动的情况下，转债或将上升为防守反击的首选投资品种。

兴业证券：部分有博反弹机会

当前转债并未到达历史性底部，且存在估值偏高的问题，因此参与转债更多仍需要依赖大盘和正股的节奏，

2月3日沪深市场转股类债券交易及估值表现

代码	名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)	类型
132005.SH	15国资EB	106.46	-0.05	-2.19	100.84	1.79	86.38	5.65	偏债型
132004.SH	15国盛EB	99.41	0.55	1.06	91.13	1.61	119.24	9.10	偏债型
132002.SH	15天集EB	104.14	-0.08	-1.90	92.70	0.04	82.93	12.38	偏债型
110032.SH	三一转债	105.79	-0.18	0.21	91.88	0.80	67.39	15.15	偏债型
132003.SH	15清控EB	110.60	0.29	-1.19	95.53	-2.69	61.08	15.78	偏债型
123001.SZ	蓝标转债	110.90	0.55	-1.35	94.33	0.40	78.98	17.58	偏债型
110033.SH	国贸转债	110.38	0.35	0.17	93.51	0.37	64.21	18.05	偏债型
132001.SH	14宝钢EB	117.43	0.40	-1.57	99.46	-6.26	39.33	18.08	平衡型
113008.SH	电气转债	117.81	-0.57	-1.51	95.81	-1.19	59.98	22.98	偏债型
110030.SH	格力转债	125.55	0.53	2.47	97.78	-3.55	50.89	28.41	平衡型
128009.SZ	歌尔转债	132.00	0.78	0.35	97.88	-3.23	20.43	34.88	平衡型
110034.SH	九州转债	125.02	1.82	2.95	92.21	-1.91	34.47	35.59	平衡型

受股市震荡下跌影响，转债市场中正股整体表现疲弱，过去9个交易日，三一重工、上海电气、国贸转债、蓝色光标分别下跌12.24%、11.65%、4.72%、2.44%，三一转债、电气转债、国贸转债、蓝标转债反而分别上涨0.91%、4.66%、1.82%、0.79%。

综合业内人士的观点来看，尽管股市表现低于预期，但近期转债仍然出现逆势上涨，主要归因于三点：一是经历前期的大跌后，转债市场整体到期收益率一度接近零，部分转债和交换债纷纷跌破安全边际，向纯债逼近，如15国盛EB绝对价格就跌到面值以下，在当前价格介入已经有了较大的获利空间；二是收益风险比提升之后，尤其是在A股市场剧烈波动的当下，转债和交换债对于部分风险偏好较低的股票投资者已有一定的吸引力，转债一定程度上上升为防守反击的首选投资品种；三是当前债券收益率处于历史低位，转债的机会成本较低，而且在收益预期（或资金成本）较低的情况下，债券投资者要实现收益目标，必须通过不断的交易实现，而转债流动性好、弹性大无疑是较好的选择。

“杀估值”加速后，转债收益风险比提升，债性开始主导转债/交换债的定价权。”国泰君安证券在最新的2月债券投资策略中指出，当前转债平均价格已从股灾前的200元以上大幅下跌至120元左右，整体纯债溢价率下行至30%的历史中枢水平附近，转债的防御性特征显现，债性开始主导定价权。与此同时，转债投资者中散户占比相对正股较小，特别是市场规模的大幅缩减使得成交量低迷，转债相对正股的下跌有一定“滞后”。

向上弹性有限

目前主流机构倾向于认为，经过年初以来的大幅调整，股市持续调整风险的释放已经步入尾声，短期内股市逐步企稳反弹的概率提升。对转债市场而言，在股市有望企稳、债券收益率或震荡下行、存量个券仍然稀缺等因素的支撑下，转债防御性和小幅博反弹空间并存，不过估值较高和后续供给加速将对其形成压力。

公开数据显示，当前已有10家上市公司发布了可转债发行预案，预计发行规模共计220亿元，6只已获批文的待发转债规模共计77亿元。据国泰君安证券测算，预计2月底存量转债规模为398亿元左右，同时由于多数转债和交换债已跌入票面价值附近，安全边际的提升可能会吸引部分资金买入，转债需求有较强支撑。

“当前存量转债仍然较少，而且债市收益率相比2014年初下行幅度超过150bp，这两点将对转债价格形成支撑。当然，由于供给加速的缘故，后期如果储备项目大幅增长，不排除转债市场存量大幅扩容，从而对转债价格形成压力。”兴业证券认为，从绝对价格、转股溢价率等方面来看，当前转债价格距离历史性的底部尚有距离，估计未来一段时间转债将继续稳定甚至小幅反弹。

中信证券则认为，转债市场有望在目前价格附近保持稳定，估值依旧较高的背景下向上的弹性有限，短期内以抓住市场情绪变动带来的交易性机会为上。

尚未到达用时间换空间的时期。对于转债的投资者，当前部分个券有博弈反弹的机会和空间，部分个券已经显现了一定的中长期配置价值。当然，考虑到当前的市场情况，这两方面的机会长期不够有吸引力或安全边际。不过随着供给的加快，以及前期发行新债的不断上升，转债市场可选择的标的已经明显增多，且新债由于打新抛售等原因定位偏低，为后期择券提供了较好的机会。

东兴证券：需注重个券差别

展望节后，央行巨量资金投放回笼、转债发行稳中有升，来自供给端压

力不减。整体上，我们认为，转债市场短期内很难有起色，市场在地板价附近窄幅调整为主，转债防御性和小幅博反弹空间并存。随着转债稀缺性局面缓解，个券差别增大，需注重个体差别，选择基本面较好、安全边际强，存在一定套利空间的个体为主。在房地产市场销售回暖和虚拟现实概念、行业板块率先反弹带动下，继续推荐格力、歌尔转债，其次新转债方面，建议关注蓝标转债和国贸转债。可交换转债建议关注15清控EB、14宝钢EB。

中信证券：转债有望延续震荡

目前市场波动较大的背景下讨论

估值的高低也许并不如讨论价格的高低有效，目前大部分个券均属于债性区间正股的走势对转债价格的影响相对有限，而市场情绪与供给情况是左右价格的主要因素。因此在判断A股市场短期企稳的背景下认为转债市场有望在目前价格水平之上震荡。策略方面，我们认为有三个方向值得关注，一是短期博弈市场的情绪因素，其中以弹性的格力、清控EB等为主要关注品种；二是博弈债底支撑，国资EB与国盛EB等个券的到期收益率接近2%附近时可以博弈配置资金入场带来的机会；三是从业绩出发结合估值水平择券，建议可以长线关注歌尔、九州转债。（王姣 整理）

央行公开市场净投放1000亿元 流动性无虞但勿期望过高

本报记者 张勤峰

3日，央行继续通过公开市场操作给予金融机构跨节流动性支持，当天共开展1000亿元逆回购操作，实现净投放1000亿元。银行间市场资金面继续宽松，主要回购利率窄幅波动。市场人士表示，汇率维稳牵制利率政策施展空间，大力度宽松暂时难以见到，加上节前央行投放中短期资金陆续到期自然回落的影响，预计春节后现金回笼也难以造就去年一般的流动性极宽裕场景，资金利率下行受缚。

逆回购不停 资金面宽松

3日，央行继续开展公开市场逆回购操作，包括400亿元14天期逆回购和600亿元28天期逆回购，交易总额为1000亿元，与2日的操作相同，各期限逆回购利率亦无变化，但两品种交易量分别略有增减。2日，央行14天、28天逆回购交易量均为500亿元。

交易员表示，上周以来，市场资金供给持续均衡偏松，而央行逆回购操作不停，且3日净投放力度有所加码，助资金面继续向好。昨日大行和股份行积极融入，资金供给充裕，包括跨节期限的资金等也

都容易借到，流动性整体充裕。

交易员并称，银行机构节前备付基本收尾，加上近期央行投放大量跨节资金，预计流动性宽裕格局将维持到春节，资金面安稳跨节几无悬念。

据统计，今年初以来，央行累计已开展公开市场逆回购操作20850亿元，其中14天或28天期逆回购合计12750亿元，占比超过六成，这部分逆回购投放的资金均可跨节，有效缓解了金融机构因现金投放造成的阶段性流动性压力。

资金利率下行受限

值得一提的是，正因为央行在春节前开展了大量的28天或14天逆回购操作，这部分投放的资金将在春节后面临到期回笼，因此节后的资金面走向反而在最近受到更多的关注。

据Wind统计，上述12750亿元逆回购将在2月16日至3月2日之间陆续到期，到期规模大，时点又比较集中，可能会对节后短期流动性状况造成一定的扰动。

资金利率下行受限

值得一体的是，正因为央行在春节前开展了大量的28天或14天逆回购操作，这部分投放的资金将在春节后面临到期回笼，因此节后的资金面走向反而在最近受到更多的关注。

据Wind统计，上述12750亿元逆回购将在2月16日至3月2日之间陆续到期，到期规模大，时点又比较集中，可能会对节后短期流动性状况造成一定的扰动。

有银行交易员表示，从往年情况来看，虽然春节后现金回流规模可观，但逆回购到期回笼与现金回流之间可能存在时间上的错位，因此节后一段时间仍需央行适时给予必要的流动性供应。交易员预计，央行将根据节后现金回流规律，灵活开展公开市场操作，尽管控制投放与回笼之间的缺口，降低逆回购到期自然回笼的冲击。

分析人士认为，央行保持流动性合理充裕的态度明确，节后流动性问题不大，但因为有大量逆回购等到期，节后现金回流对流动性正面效应可能不及往年明。

同时，春节后债券供给可能快速释放，特别是地方债继续扩容的趋势明确，对市场资金面而言也将构成不小的考验。更重要的是，随着汇率稳定的任务前置，利率政策受限，短期内仍难以看到降准降息等强力宽松政策。因此，预计货币市场利率暂时缺乏大幅下行动力，春节后资金面可能难以重现去年一般的极宽松场景。

人民币汇率料持续走稳

率随之下幅低开于6.5824元，盘中延续窄幅波动，绝大部分时间维持在6.58关口上方，16:00左右甚至出现一波小幅拉升。截至16:30，人民币兑美元即期汇率报6.5793元，较上日16:30的收盘价微涨4个基点。

尽管在岸市场表现稳定，原本趋于平静的离岸人民币则再度走弱。昨日北京时间11:00左右，离岸人民币兑美元迅速下挫，盘中一度跌破6.65点位，创逾三周以来最低，截至北京时间16:30，离岸人民币兑美元盘中下跌137点报6.6412元，在、离岸价差扩大至612基点。

市场人士指出，虽然各方对人民币兑美元节前延续横盘看法一致，但市场仍对人民币汇率能否持续走稳存疑，美元/离岸人民币远期价格曲线走陡，离岸人民币期权价格均显示人民币汇率

点，央行“维稳汇率”的态度明确。

“央行汇率政策是主动1月人民币波动最主要的因素，快速贬值因央行汇率改提速而起，随后走稳也是因央行‘维稳坚决’而致。春节以前，央行政策再次调整的可能性不大，节后需关注‘对一篮子货币维持稳定’这一政策导向的落实。”国泰君安证券认为，春节前汇率仍将稳定，节后应重点关注央行汇率改进一步动作和美联储“二次加息”预期变动。

业内人士认为，短期来看，由于美国的长期通胀预期有所变化，这将在相当程度上制约美联储加息的步伐和幅度，或为人民币迎来难得的喘息机会。但日本进一步宽松，或引发各国货币竞相贬值，也加大了人民币贬值压力。在国内经济下行压力未见缓解的背景下，人民币兑美元汇率或在一定区间内双向波动。

延续高位震荡 期债多看少动

本报记者 王辉

周三国债期货市场探底回升，总体上延续了近期高位宽幅震荡的运行格局。分析人士指出，虽然春节前资金面大局已定，但货币政策预期修正及节后新债供给等使得节后市场走势存在一定不确定性。在此背景下，春节前国债期货预计仍将以区间震荡为主。

期债探底回升

受隔夜欧美股市再度大幅下挫影响，周三A股市场早盘表现不佳，但债券市场受益不明显。反映在期债市场上，周三国债期货两品种主力合约早盘均一度出现较大幅度下挫，不过在低位买盘承接下最终仍录得小幅上涨。

截至周三收盘，5年期国债期货主力合约TF1603报100.62元，涨0.075元或0.07%；持仓下降933手至15112手，成交13810手较一交易日基本持平。

10年期国债期货主力合约T1603报100.07元，涨0.13元或0.13%；T1603持仓缩减463手至18739手，成交额减少近两成至21276手。

交易员表示，周三央行继续开展公开市场逆回购操作，规模依旧保持在千亿水平，支撑了银行间市场资金面的充裕。而早盘现券交投，继续受到了央行限制商业银行委外投资传闻及节后政策不确定性压制，不过市场低位买盘力量也较为稳固，从而推动市场收益率最终小幅走低。就

在近期债市在高位迟迟难以取得突破的背景下，对于债市后期的表现，市场谨慎情绪有所抬升。从近期机构观点来看，各方对于短期内国债期货能否重回趋势性上行，预期相对谨慎。

海通证券周三表示，现阶段

流动性仍然是债市走牛的关键，市场新增资金来自央行货币宽松，存量转移则主要来自理财资金进入债市。考虑到目前国内宽松陷入两难，理财委外或受限，这意味着债券需求边际减少。而春节后包括地方债、基建债、国债和政金债在内的利率债供给将大幅扩容、供需趋于恶化，加上杠杆可能造成的踩踏风险，短期内债市预计持续面临较大调整压力。

在期债的具体投资策略方面，机构认为，短期市场走势预计还会以高位震荡为主，建议投资者谨慎追高。方正中期表示，虽然国债期货近几个交易日显示出企稳迹象，但央行再一次流露出对于流动性风险的担忧，这将继续成为笼罩在国债期货上空的“阴云”，在此背景下短时间期内债很难走出上行趋势。银河期货、广发期货周三也发表观点指出，虽然债市中长期牛市逻辑仍然成立，但考虑到短期政策面的风险因素，建议投资者维持前期配置性多头，继续注意市场回调风险。

中诚信国际：关注山东山水相关公告

中诚信国际3日发布公告称，关注山东山水水泥集团有限公司相关公告。

中诚信国际指出，山水水泥为山东山水母公司，在香港联交所上市。1月31日，山水水泥发布公告称，已于1月30日顺利接管山东山水总部及另外3家工厂。2月1日，兴业银行发布公告称，“13山水MTN1”持有人会议已召开，在此次会议上，中国山水提出的偿付“13山水MTN1”债券付息兑付资金的议案未获得通过，关于山东山水未按期兑付“13山水MTN1”的违约处置工作的相关议案未获得通过。

中诚信国际指出，山东山水