

估值高悬：转债不下重注

□本报记者 张勤峰

14日，A股走好，个股普涨，两市可转债及可交换债受益纷纷走强，唯个券表现多不及正股，再次暴露其高估值的软肋。分析人士表示，存量资金博弈下，股市反弹的高度或有限。当前转债估值高悬，与正股走势预期不匹配，限制了转债的投资价值。“高估值+缺少趋势的股市”的局面下，对转债仍不宜下重注。不过，转债的安全边际仍好于正股，在博弈正股超跌反弹时，借道转债或有奇效。

涨不过正股“魔咒”再现

经历了2月份从连续上涨到连续下跌的变盘之后，近期转债市场陷入震荡，鲜有大动作，在表现上甚至不及正股。

14日，A股走高，上证综指一度上涨近80点，尾盘报收于2859.50点，涨1.75%；个股普涨格局，两市仅30余只个股收跌，上市转债及可交换债对应的正股亦多数飘红，涨幅居前的如蓝标转债的正股蓝色光标、歌尔转债的正股歌尔声学，全天均上涨4%以上，另有澳洋转债的正股澳洋顺昌、九州转债的正股九州通、三一转债的正股三一重工均上涨达3%以上，表现最差的则是15国资EB的正股中国太保，全天跌0.57%，是当日唯一收跌的转债正股。

得益于正股走势提振，14日，上市转债及可交换债无一下跌，但转债在上涨

主要可转债区间价值分析(3月1日-14日)					
代码	名称	转债涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	转债成交量(手)	转债成交额(万元)
110030.SH	格力转债	4.11	10.21	756,953.00	96,639.68
110032.SH	三一转债	3.94	11.45	2,224,382.00	244,838.57
128009.SZ	歌尔转债	3.44	-1.90	421,169.30	52,637.97
132001.SH	14宝钢EB	2.57	0.00	262,653.00	31,267.16
128010.SZ	顺昌转债	2.30	7.27	52,595.60	6,488.23
123001.SZ	蓝标转债	2.24	20.87	300,879.60	33,701.44
113009.SH	广汽转债	2.18	3.21	1,478,974.00	174,528.70
110034.SH	九州转债	2.00	9.02	140,420.00	18,298.04
132005.SH	15国资EB	1.88	0.00	102,095.00	11,069.45
110033.SH	国泰转债	1.53	8.68	212,145.00	23,966.43
132003.SH	15清控EB	1.37	0.00	42,730.00	4,844.01
117012.SZ	15世宝01	1.31	0.00	60,000.00	6,078.18
132002.SH	15天集EB	0.99	0.00	64,163.00	6,786.55
113008.SH	电气转债	0.85	2.12	1,099,489.00	130,645.58

行情中跑不赢正股的“魔咒”再被验证。昨日存量个券中，表现最好的当属歌尔转债，但日涨幅不过1.61%，远不及格力声学的4.74%；事实上，除了15国资EB逆正股而微涨0.18%之外，昨日其他转债及可交换债悉数跑输于正股。

较长一段时间以来，跟涨能力不足，已成为转债市场最突出的软肋。据统计，3月以来，A股稳中有升，上证综指至今累计上涨6.38%，同期中证转债指数只上涨2.06%。在上涨行情中，转债跑不赢正股，在很大程度上降低了其投资吸引力。

趋势性行情仍难觅

转债跟涨能力不足，症结在于转债依

旧偏高的股性估值溢价，其与正股走势预期不匹配。业内人士表示，存量转债相对平价的溢价仍然偏高，意味着转债估值严重透支了正股的上涨前景，或者说估值反映的正股上涨预期过于乐观，与正股走势预期之间有偏差，因此，即便正股走好，对转债而言也不过是前期乐观预期被验证，难以支撑转债估值进一步上升。

据Wind数据，截至14日收盘，当日正常交易的13支转债及交换债中，转股溢价率最低为广汽转债的35.34%，最高的则是蓝标转债的81.27%，其余个券大多集中在45%至80%区间，尽管整体溢价水平较之去年高位已有所收敛，但依然处在较高的位置上。有鉴于此，机构认为，如果

兴业证券： 低利差抵御风险能力不足

金融脱媒、流动性泛滥叠加宏观稳增长持续压低信用利差，从长一点的时间来看，只要不出现系统性的流动性危机，这种情况可能还会持续比较久，不过信用利差越来越低，对资金波动和信用风险的抵御能力也在下降，建议投资者密切关注汇率和信用风险等关键变量，精选个券。

可转债

中金公司： 估值调整主要看正股

如果股市上涨，转债品种很可能大幅挤压溢价率，从而导致估值下降。近期转债供给压力稍有放缓，但鉴于估值水平仍较高，以致于显著限制了转债的跟

后续股市能够维持涨势，转债市场可做的是挤压溢价率，目前偏高的估值水平，仍会限制转债的跟涨能力。这也意味着，对于积极看多股市的投资者而言，在转债与正股之间会更倾向于选择正股。

进一步看，投资者对A股的看法虽较前期稍见转暖，但仍难言乐观，认为股市将“震荡磨底”的观点不在少数，也决定了转债市场难得趋势性的上涨行情。近期由中金公司固收研究小组所做的一份调查显示，近半数投资者认为股市将维持区间震荡，中金的分析师认为，中期来看，股市上行空间仍受到存量资金博弈的制约，业绩、估值和情绪难以形成合力，导致市场反弹的高度有限。就目前而言，市场普遍认为，股市的表现与转债估值不匹配，转债估值反映的预期仍过于乐观。中金公司分析师指出，面对仍然很高的估值加上不确定的股市走势，对转债市场仍不宜下重注。

当然，由于当前转债价格比较靠近债底，在下跌市道中，转债往往比正股抗跌。总结起来，上涨时，转债虽跑不过正股，但也不至于逆正股而下跌；下跌和震荡中，转债则因具备更高的安全边际表现可能相对稳健，因此对于投资者来说，适度参与转债也不为过。此外，在A股维持震荡的基本判断下，倘若股市出现超跌，借道转债博弈正股反弹既相对安全，又在交易机制上占优，不失为一种可取的做法。

涨能力，转债估值水平可能持平或小幅压缩。不过需要注意的是，转债供给压力略有放缓，待上市券中仅白云规模相对较大。随后股市将迎来业绩分配期，往年来开也是转债发行进度相对缓慢的一段时间。因此，估值调整更多可能是正股上涨导致的被动挤压。

国泰君安： “纯债化”特征明显

2月经济、金融数据乏善可陈，但地产投资回升成为亮点。转债和交换债的价格波动区间似乎有越来越窄的倾向，同时成交量萎缩幅度较大，转债“纯债化”特征明显，预计这一趋势将会持续。不过，现阶段转债和交换债的安全边际远高于相应正股，绝对收益资金仍可通过转债和交换债适当博奕A股后续走势。给予格力、汽模、九州、歌尔、宝钢EB“增持”评级。（张勤峰 整理）

春和评级遭下调 警惕信用债流动性风险

□本报记者 王姣

鉴于上述考虑等，新世纪评级决定将春和集团的主体信用等级由AA-级下调至BBB级，并列入负面观察名单，同时将“15春和CP001”债项信用等级由A-1级下调至A-3级。

无独有偶，同日，联合资产评估有限公司（简称“联合评估”）发布公告称，据（2016）京仲裁字第0289号裁决书，山西潞安矿业（集团）有限责任公司（简称“潞安集团”）应当向神火股份支付仲裁费12102451.03元，鉴于此仲裁对公司经营、财务等方面可能造成的影响，决定将潞安集团列入信用评级观察名单。

警惕流动性风险

市场人士认为，前期亚邦集团短融违约、当前的春和集团流动性危机实则均为企业现金流管理不善、债务短期化叠加银行收缩贷款、进而促发短期流动性风险的鲜活案例。在去库存托底去产能的宏观背景下，信用策略仍然建议短期欠期、中高等级。

中投证券在最新研报中指出，目前来看，发行人债务短期化的趋势并未缓解，而银行信贷风险偏好暂难回升，预计相应的企业流动性风险将逐步提升。未来随着债券违约的逐步常态化，债券投资人应更为关注发行人本身的资质状况，仍建议关注高评级产业债和优质城投债，规避评级较低、产能过剩行业的品种。

春和评级遭下调

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”）11日发布公告称，下调春和集团有限公司（简称“春和集团”）信用等级并将其列入负面观察名单。

新世纪评级指出，春和集团主营海工船和散货船，尽管公司目前仍有一定规模的订单，但手持订单大幅下滑，主业承压明显，2015年前三季度净亏损4.08亿元；春和集团前期投资刚果（布）钾盐矿，沉淀资金量大，对公司资金周转带来巨大压力；受部分银行收贷影响，春和集团部分银行借款到期后无法续借，截至去年9月末，公司刚性债务由年初的111.09亿元被压缩至82.21亿元，资金状况极度紧张，已出现贷款逾期欠息情况；尽管春和集团已在积极处置资产，但相关资产处置较难在短时间内完成，在无外部有效支持的情况下，公司2015年第一期短期融资券（简称“15春和CP001”）本息的到期偿付将面临很大的不确定性。

信用债方面，华创证券认为分化的行情依然存在。该券商指出，由于银行理财的需求较多，短久期中等级品种最优；信用风险持续，低评级品种仍以防雷为主，不过伴随着投资的改善，过剩行业高收益债可以继续挖掘投资机会；高等级则跟着利率债走，短期内下行空间已经非常有限。（王姣）

人民币汇率短期料小幅波动

3月14日，人民币兑美元汇率中间价在离岸即期价均小幅走软，两地价差出现倒挂，市场贬值预期进一步减弱。市场人士指出，随着国内经济企稳预期升温，近期人民币贬值压力明显减轻，汇率市场企稳回升态势明显，外储和外占跌幅均出现收窄亦是例证。短期来看，人民币兑美元料将延续双边小幅波动的格局。

本周一，人民币兑美元汇率中间价设于6.4913元，较前一交易日下调8个基点。在离岸汇率市场随中间价震荡走低，截至北京时间3月14日16:30，人民币兑美元收报6.4950元，较前一交易日下跌35个基点，离岸人民币兑美元盘中下跌77基点报6.4932元，两地价差“倒挂”18基点。

申万宏源证券表示，经历了前期人民币的快速贬值之后，央行加强了预期管理，人民币汇率已于近期企稳回升，并呈双边波动的格局。但在经济承压的背景下，人民币仍有贬值压力。大约会在2018年经济企稳回升前贬至7-7.5的水平。但是，从央行预期管理的角度，为了打破人民币贬值的一致预期，加强人民币汇率的双向波动将成为常态。这也使得做空人民币的利益空间大幅收窄。今后，为了防止市场情绪的大幅波动带来的冲击，人民币汇率会呈现出小幅慢贬且双边波动的趋势。（王姣）

逆回购降至“地量” 资金面风平浪静

场操作仍净回笼资金200亿元，为近期连续第三个交易日净回笼资金。

不过，近期逆回购操作量持续走低，反而是金融机构对央行流动性投放的不断下降的反映，公开市场操作连续的净回笼并未改变流动性相对充裕的态势。

14日，除隔夜SHIBOR微涨0.4bp之外，其余期限整体继续小幅下行，其中三个月SHIBOR最新报2.7930%，续创下2010年11月以来的近5年多新低。银行间回购交易方面，各期限回购利率涨跌互现，整体波动不大。其中存款类机构行情显示，昨日隔夜回购利率加权收报2.01%，涨6BP；7天利率收报2.25%，涨3BP；中等期限的14天和21天回购利率则分别下行10BP、20BP至2.45%、2.68%；更长期限的3个月期回购利率加权收报2.73%，跌2BP。

交易员称，近期资金融出方有保障，需求不难得到满足，机构参与公开市场操作的热情因而下降，央行开展100亿元逆回购操作，更多是维持流动性投放的象征。

性举动。

资金面稳中偏暖

月初降准后，资金面重新回归常态化宽松局面，货币市场利率有所下行，展望未来一段时间，机构普遍认为资金面维持整体适度宽松可期，流动性无大风险，但货币市场利率进一步下行仍待央行主动引导。

市场人士指出，3月降准打消了前期市场预计政策边际收紧的担忧，同时化解了春节后巨额逆回购到期难以撤出的问题，市场流动性预期随之改善，机构出资意愿回暖，在逆回购到期的扰动消退后，降准的效果进一步显现，流动性暖意渐浓。而央行新近公布的数据也显示，2月份新增信贷及社会融资均出现断崖式的下滑。尽管有传言指货币当局的窗口指导起到了关键的作用，但从往年的情况看，窗口指导出现“立竿见影”的情况相当罕见，2月融资规模骤降除了节日因素影响之外，很可能与企业年内以债置换外债的需求有所减弱有关。

但与此同时，近期市场对央行下调公开市场操作利率的预期一直落空，显示货币市场利率实现突破下行的条件还未成熟，对短端利率下行空间不应过度乐观。

在剔除了债务内外置换的需求之后，目前融资需求仍不旺盛，宽信用的进程尚需观察，还难以威胁到货币市场流动性总体充裕的格局。

有交易员进一步表示，在美元陷入震荡局面下，人民币贬值预期缓和，私人部门购汇的意愿有所降低，资本外流压力亦有缓和的势头，新增外汇占款不济对本币流动性的不利影响依然存在，但在边际上有改善的迹象。而新股发行制度改革后，IPO对短期流动性的扰动减弱，近期也没有安排转债发行。总体上看，近期资金需求端压力不大，而外汇占款的不利影响边际减弱，同时央行保持流动性合理充裕的态度明确，该出手时会出手，市场机构情绪乐观，出资意愿较高，因此资金供给端也有保障，资金面有望维持相对宽松态势。

具体到国债的投资策略，南华期货认为，综合数据显示经济整体依旧疲软，央行合理引导利率下行仍有必要。综合考虑到短期经济存在企稳可能，建议投资者可依托前期技术平台逢低做多、高位减仓。此外，国泰君安期货从市场基本面和技术指标等方面研判认为，期债两品种主力合约在上周大幅拉涨之后，本周延续上涨的可能性较大。不过考虑到前期市场累积的高位压力，短期上涨空间可能将明显受限。建议投资者继续看多市场的同时，关注期债高位回调压力。

期债高位休整 仍有走强动力

TF1606早盘高开略做冲高之后即转入低位震荡，全天整体波幅较为有限。截至收盘，5年期国债期货主力合约TF1606报100.69元，微涨0.05元；成交9078手，较前一交易日大幅萎缩约三成，持仓下降895手至29224手。10年期国债期货主力合约T1606收盘报99.65元，涨0.01元或0.01%；成交环比上周五缩减超两成至18532手，持仓减少509手至35173手。值得注意的是，国债5年及10年期主力合约周一均终结了此前的四连阳走势，初步展现出一定的高位休整压力。

交易员表示，央行周一继续将逆回购操作规模保持在地量水平，对流动性实际影响不大。而银行间市场周一资金供求整体依旧平稳，主要期限回购利率变化不大。另一方面，虽然最新公布的2月信贷等金融数据显著弱于预期，但央行的最新表态使得近期降准、降息的概率有限。整体

来看，经济基本面下行压力不减利好债券，但货币政策基调维持稳健对债市影响中性，短期内市场收益率进一步向低点挺进的阻力相对较大。

走升动力料仍将显现

在3月第二周利率债市场整体探底回升、重新摆脱前期弱势下行压力的背景下，目前主流机构对于市场走势的谨慎预期也出现明显消退。

结合最新公布的2月经济、金融数据及上周末央行的最新表态，平安证券周一发表观点认为，未来较长一段时间内，CPI后续仍缺乏大幅上涨的支撑而PPI则依然处于通缩区间，物价形势对债市的负面影响无需高估。另一方面，实体经济依然疲软，仍会要求货币政策继续适度宽松。在此背景下，未来债市依然具备上涨空间，长期定价因素则主要在于基本面的实体

投资回报率。此外，中金公司最新观点也认为，2月份CPI增速很可能是全年的最高点，未来几个月将逐步回落。而目前的经济环境不能定义为滞胀，更谈不上通胀。在需求侧刺激预期逐步退潮的情况下，未来几个月的经济和金融环境将有利于债券市场，收益率有望继续逐步回落。

具体到期债的投资策略，南华期货认为，综合数据显示经济整体依旧疲软，央行合理引导利率下行仍有必要。综合考虑到短期经济存在企稳可能，建议投资者可依托前期技术平台逢低做多、高位减仓。此外，国泰君安期货从市场基本面和技术指标等方面研判认为，期债两品种主力合约在上周大幅拉涨之后，本周延续上涨的可能性较大。不过考虑到前期市场累积的高位压力，短期上涨空间可能将明显受限。建议投资者继续看多市场的同时，关注期债高位回调压力。

国开行本次招标发行的两期债均为固定利率债券，包括2015年第18期10年期及2016年第五期20年期金融债，总量不超过150亿元。本次发行所筹资金可用于支持棚户区改造、城市基础设施建设等项目建设。国开行本次招标发行的两期债均为固定利率债券，包括2015年第18期10年期及2016年第五期20年期金融债，总量不超过150亿元。本次发行所筹资金可用于支持棚户区改造、城市基础设施建设等项目建设。国