

# 想追高又怕套？买点可转债

□本报记者 王姣

“十一连阳”之后紧接“七连阳”，沪指综指19个交易日上涨了18日，令人仿佛又嗅到了牛市气息。尽管眼下市场预期多偏乐观，但一些投资者对股指回调压力的担忧也在升温。

如何分享A股上涨成果又避免在回调中“受伤”？对此，一些聪明的基金给出了自己的答案：布局“进可攻，退可守”的转债。据中国证券报记者了解，自2017年末起就有不少转债基金或混合基金加大了对转债的配置力度，而从2018年以来的表现看，中证转债指数年内已跑赢上证综指，且不少个券的涨幅高于正股。

市场人士认为，随着转债供给不断释放，可供选择标的增多，新的需求力量涌现，转债市场将迎来更多增量资金。可预见的是，供需格局的改善将提升转债市场的流动性，增加转债市场的投资机会。

## 转债表现毫不逊色

“最近主动要求做转债路演的机构明显增多，一些基金也增加了对转债的配置力度，虽然增仓幅度暂时有限，但据了解，后续还有超百亿的大规模转债基金或混合基金正在准备发行。”1月24日，某券商研究人员告诉中国证券报记者。

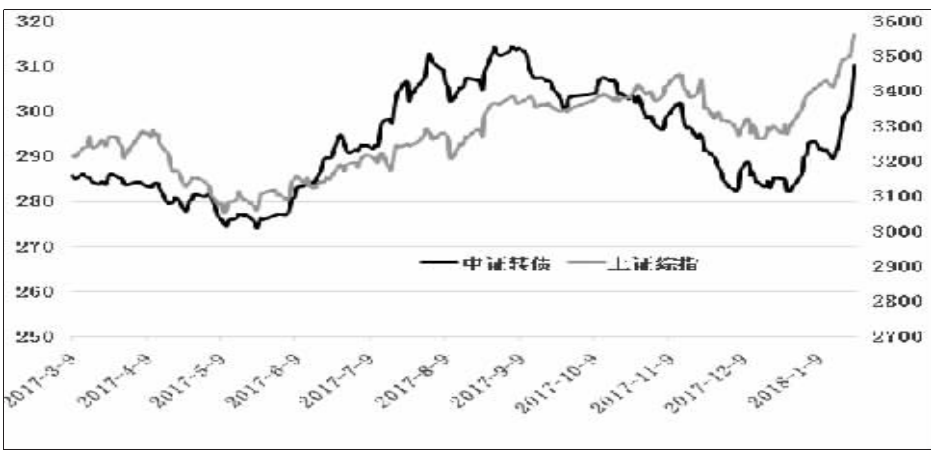
当日，上证综指续涨至3569.49点后回落，尾盘收报3559.47点，全天涨0.37%，涨幅明显收窄。而中证转债指数午后扶摇直上，最终大涨1.18%，这也是其连续第5个交易日涨幅超过1%。

开年以来，在多数投资者的目光被A股吸引时，转债市场的表现毫不逊色。数据显示，2017年12月29日以来，中证转债指数从282.05点涨至310.07点，累计涨幅达9.95%；同期，上证综指的累计涨幅为7.98%。从个券来看，转债的整体表现也好于正股。如国君转债累计上涨17.62%，对应正股国泰君安上涨14.7%；众信转债上涨12.88%，正股众信旅游涨幅仅6.69%；国贸转债上涨11.9%，对应正股厦门国贸也仅上涨7.9%；此外，宝信转债、隆基转债、九州转债等多只转债个券的涨幅均高于正股。

转债这波行情的“赚钱效应”明显，加之其进退自如的特性，使得前不久还笼罩在破发阴影下的转债，越来越受到投资者关注。

“从我们测算的情况来看，在开年转债市场大涨的激励之下，不少机构右侧入场，如今仓位已经有了比较明显的提升。”

2017年3月以来中证转债指数与上证综指走势



中金公司研报指出。

## 更多增量资金可期

值得注意的是，转债市场近期大涨，增量资金的进入被视为重要动力。市场人士认为，自2017年再融资新规、减持新规、信用申购新规先后落地以来，转债发行速度明显提升，投资者打新成本大大降低，增量打新参与者蜂拥而至，二级交易也吸引了不少增量资金。

据国信证券统计，截至2017年12月，转债前五大类投资者依次为一般法人、公募基金、保险、券商资管及自然人。机构投资者中，基金、保险仍是最主要的转债配置者。2017年12月基金持有的上交所转债市值约142.09亿元，相比前一年同期增加46亿元，保险持有的上交所转债市值约86.43亿元，相比前一年同期增加67.52亿元。此外，QFII、专户理财在供给放量后配置增量明显，持有占比上升。

随着新券供给开闸，市场规模扩大，转债市场投资者明显趋向于多元化结构发展。海通证券研报指出，从上交所2017年12月可转债托管数据来看，上交所转债持仓总额继续增加，公募基金、一般法人、QFII为前三大增持机构，而其中公募基金自2017年11月连续两月大幅加仓可转债。

上述研究人员告诉记者，在A股连续走强的带动下，转债市场出现明显拉升，吸引了投资者关注。加之开年以来债券市场持续调整，不少资金也在寻求新的机会，不排除有部分资金从债市抽出，流入了A股和转债市场。

“由于债市持续熊市，权益市场的结构性行情较为火热，转债市场去年下半年开始的增量资金很大一部分由债券投资者贡献。”中信建投证券宏观固收首席分析

师黄文涛告诉中国证券报记者，目前债券投资者对转债的需求较为旺盛，不少债券投资者在考虑发行转债基金。

国泰君安证券分析师王佳雯表示，目前关注转债的资金很多，后续还会有大的转债基金发行，而且原先做权益的基金经理对转债关注度明显提升，对于一些持仓券的配售以及转债的正股替代性特征较为关注，预计增量资金会慢慢出现。

## 择券能力是关键

在业内人士看来，随着转债市场继续扩容，供需格局改善，可选的优质标的将更多，这也将进一步吸引增量资金进入。但短期来看，转债市场仍面临供给持续放量

## 观点链接

### 中金公司：继续持有优质品种

结合股市和转债估值的情况来看，市场尚未来到兑现的时间点，继续持有优质品种享受战果，重点仍是我们相对看好的二线蓝筹、白马。兑现部分正股趋势一般或基本面等方面存在瑕疵，但转债借机拉估值的品种，并等待新券。

### 国信证券：提防估值压缩

近期来看，几只农商行转债虽发行在即，但总体规模不大，对市场冲击有限。需要关注的是下一只大盘股份行转债(按发行进度来看，很可能是400亿规模的中信银行转债)发行公告至上市日这段期间，市场估值很可能将再次经历近半个月的压缩期，提示这段期间需谨慎投资。

## 净回笼再现 眼下或是最宽松时期

币市场利率出现较明显下行。

24日，银行间市场资金面表现宽松，主要期限回购利率继续走低。以存款类机构间债券质押式回购利率为例，24日，隔夜品种再跌近2BP至2.55%，代表性的7天回购利率跌4BP至2.80%，双双跌回1月上旬时水平；另外，跨月的14天回购利率也下行3BP至4.19%，1个月品种下行约3BP至4.57%。

Shibor方面，24日，隔夜Shibor续跌2.8BP至2.574%，连续第三日走低，7天期Shibor跌3.1BP至2.83%。

央行公告指出，目前银行体系流动性总量较高，可一定程度吸收央行逆回购及MLF到期等因素的影响。

## 跨春节问题不大

随着资金面回暖、短期货币市场连续走低，市场对流动性的乐观预期有所上升，一些市场人士认为，市场资金面宽松格局有望延续到3月上旬。理由主要有以下三点：

一是普惠金融定向降准实施在即，将带来大额长期限、低成本流动性释放。央行此前透露，预计普惠金融定向降准可于1月25日全面实施。与央行逆回购等日常操作工具相比，降准释放的资金规模大、期限长、成本低，改善流动性形势的效果更明显，至少可对月末前较多央行流动性工具到期形成对冲，维持流动性处于相对平稳态势。

二是临时准备金动用安排的建立，可极大降低春节前流动性波动风险。在度过1月缴税高峰后，2月份财政收入对流动性影响减弱，而外汇流动对流动性影响基本消退，因此，从当前到春节这段时间，居民大量取现是银行体系流动性面临的最大考验。为此，央行决定建立“临时准备金动用安排(CRA)”，允许部分金融机构临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。CRA机制释放的是法定储备，具有量大、价低的特点，可有力满足春节前主要银行备付需求，平抑货币市场波动。从上周开始，30天资金已可跨春节，理论上，CRA已可开始发挥效力。

三是春节过后，现金回笼将重新改善流动性，资金面通常都比较宽松。

兴业研究徐寒飞表示，当前央行CRA已开始启用，可释放出1-2万亿资金，叠加3000亿左右的普惠降准，春节期间流动性总量问题不大。国泰君安覃汉认为，一季度在监管偏严和经济下行的压力下，货币政策没必要过度收紧，在定向降准落地、央行临时准备金动用安排、以及自动质押融资业务新规等多项政策的保障下，资金面宽松的格局可能延续到3月上旬。

下的估值压力，以及正股市场后续风格切换后的估值分化压力，对投资者而言，择券仍是关键。

王佳雯告诉记者，转债经过供给冲击导致的估值调整，整体溢价率已经比较合理，这一波转债的行情一方面是正股的带动，特别是一些原来业绩有确定性的个券，以及板块行情带动；另一方面是估值的修复，特别是近期供给边际放缓。正是由于正股+估值双击，所以近期转债整体强于正股。

“随着行情的演绎，从容低吸的窗口已经过去，追涨需要控制仓位，对交易能力和择券能力的考验更大。”中金公司表示。

机构指出，目前转债市场存量券(包括已发行未上市的)已经超过60只，在供给持续扩容、股市结构性机会的背景下，转债市场依旧是结构性行情，对择券(实质为选股)能力要求提高。

“在债券投资者为主要增量资金的情况下，转债也更容易有短期超涨带来的风险，一旦后期正股转跌，在转债较正股更差的流动性下，投资者面临更大损失风险。”黄文涛指出，今年权益市场并没有总量行情的基础，因此仍然会以结构性行情为主，需要注意短期权益市场超涨板块的风险；长线看机会的分化，今年建议开始关注和布局中小创对应转债标的，基于板块内对未来经济转型升级中的参与程度以及现在的估值风险已大幅释放，长线看多中小创板块。

### 兴业证券：小心波动加大

增量资金仍在持续流入，权益行情趋势难言结束，但需防范波动。短期来看，A股情绪较好，不少现象均指向增量资金在流入市场，但能否延续需要后续观察。而对于转债，部分优质标的抱团相对正股可能更为集中，未来一段供给加速，特别是权益市场出现较大的波动，转债出现大幅波动的概率也不小。这样对于偏债型的账户来说，会有不小的压力。

### 华鑫证券：主要策略是低吸

扩容节奏方面，已过去但未发行的34支可转债募资金额合计390.4亿元，中短期来看压力已经有所减轻。但提醒投资者，可转债市场的扩容压力还在后面，主要来自多个银行股的巨额可转债融资。因此，预计2018年可转债市场估值可能会有反复磨底的过程，建议的主要策略是低吸。(王姣 整理)

总量问题不大。国泰君安覃汉认为，一季度在监管偏严和经济下行的压力下，货币政策没必要过度收紧，在定向降准落地、央行临时准备金动用安排、以及自动质押融资业务新规等多项政策的保障下，资金面宽松的格局可能延续到3月上旬。

进一步来看，徐寒飞认为，当前货币市场可能处在春节前最宽松时期。从历史上看，春节前12至20天，市场资金面处于年后、春节前的宽松期，目前恰恰处于这一阶段。

徐寒飞也称，流动性总量充裕并不代表不会出现资金面紧张，随着春节临近，预计从2月初开始，资金面可能再度转紧。华创证券分析师认为，央行坚持中性适度的流动性调控思路，考虑到定向降准实施、CRA也将启用，预计央行不会容忍过度宽松，接下来将逐渐在公开市场回笼资金，资金面也有望逐步收紧。

总的来看，CRA的创设极大降低了春节前流动性波动风险，未来一段时间流动性总量问题不大，但出现时点性波动和结构性紧张可能仍难以避免，资金面总体将维持紧平衡，眼下可能就是春节前最宽松时期。

存在一定差异，可能导致未来转债个券层面的价格和溢价率出现一定分化。中国证券报：请谈谈对转债市场的看法和投资建议。

中信证券：2017年随着监管规定的变化，转债市场可谓是“重生”之年，转债正式迎来“新时代”。转债市场投资的战略机遇期正在到来。一方面供给红利，随着再融资新规的颁布，转债供给规模迅速上升，更为重要的是待发标的的资质显著改善，转债进入主流产品之列，可以分享到A股优质上市公司的业绩红利；另一方面随着供给增大，玩家增多，市场流动性开始改善，转债市场的一大痛点明显改观，形成正反馈。总体而言，未来转债市场将会为投资者带来上佳的投资性性价比，核心在于A股市场价值回归，好的正股对应的转债也将带来较好的收益。但需注意的是，转债本身较为复杂，价格上波动较大，这一市场更加适合对此产品有着深入研究的专业投资者参与。

## 美元指数破90 人民币升破6.4

□本报记者 张勤峰

1月24日，美元指数三年来多来首次跌破90关口，人民币对美元即期汇率收盘涨至6.3875元，为2015年12月初以来首次收于6.40上方。业内人

士表示，内忧外患下，美元疲弱不振，叠加市场预期变化，人民币对美元阶段性升值仍难言结束，一些市场机构已纷纷上调对年内人民币目标价位的预测。

## 升值停不下来

从破6.6，到破6.5，再到站上6.4，始于2017年12月中旬的这一轮人民币对美元跨年升值行情仍未见止步的迹象。

1月24日，人民币对美元汇率中间价设于6.3916元，较前值调高93基点，迎来四连升，这也是该中间价自2015年12月8日以来首次站上6.4元关口。

中间价连续上调，叠加美元持续走弱，推动人民币对美元市场汇率逐步升高。1月24日，银行间外汇市场上，人民币对美元即期询价交易高开于6.3983元，开盘后短暂冲高，随后在6.3930元一线盘整，临近日间交易结束时，汇价再走高，16:30收盘价报6.3875元，为2015年12月初以来首次收于6.40上方，并较前收盘价上涨167基点。进入夜盘，人民币呈现偏强震荡，截至19时，最高至6.3746元，最新报6.3860元。

香港市场上，24日，离岸人民币继续一路走高，截至北京时间24日19时，离岸人民币最高至6.3721元，最新报6.3752元。

继23日创出2015年以来

## 农发行新债需求旺

24日，中国农业发展银行招标三只国债债券，发行收益率均低于二级市场水平，投标倍数较高，需求较好。

农发行此次招标的是该行2017年第十三期1年期、第十五期10年期和2018年第一期7年期金融债的增发债券，均为国债债券，本次发行规模分别为60亿元、30亿元、30亿元。据了解，此次1年期债券中标收益率为4.1940%，全场投标倍数3.57；7年期债券中标收益率5.0612%，全场倍数4.28；10年期债券中标收益率5.1174%，全场倍数4.93。

中债到期收益率数据显示，1月23日，1年、7年和10年的农发债最新收益率分别为4.3279%、5.1098%、5.1697%。

## 国债招标表现较好

24日上午，财政部招标的两只记账式附息国债中标收益率均低于二级市场水平，认购倍数超过2，在两债齐发的情况下，仍得到配置资金的支持。财政部此次招标的是新发的2018年第二期3年期附息国债和续发的2017年第二十七期7年期附息国债，计划发行规模均为200亿元，不进行甲类成员追加投标。据了解，此次3年期新发债中标利率为3.56%，边际中标利率3.63%，投标倍数2.33；7年期续发债中标收益率为3.8592%，边际中标利率3.913%，投标倍数2.51。

中债到期收益率数据显示，1月23日，3年期和7年期国债到期收益率分别为3.6448%、3.9309%。此次财政部招标的两只国债发行收益率均低于二级市场估值水平，虽然单日发行量不小，但投标倍数均超过2，招标结果较好。

业内人士表示，近几日债券市场有所回暖，投资情绪改善，配置需求释放。与此同时，年初国债供给尚有限，到期量较多，净供给压力小，供需关系较为有利，对一级市场债券发行形成支撑。(张勤峰)

## 评级追踪

## 鹏元：关注莒南国资涉诉事项

鹏元资信评估有限公司日前发布公告，表示关注莒南县城市国有资产经营有限公司涉及诉讼及判决事项。

莒南国资于本月16日发布公告称，莒南县鸿润食品有限公司在发行亿元中小企业私募债过程中，伪造了莒南国资及股东、法定代表人的印章，并提供了虚假的担保材料，该期债券到期后未能如约兑付。中天国富证券和宁夏银行分别向临沂市中级人民法院对莒南国资提起了保证合

24日，债券市场一度冲高，但随后回落，市场情绪仍偏谨慎。市场人士称，当前形势下，反弹非反转，追涨有风险。

24日，国债期货早间高开高走，10年期品种主力合约T1803最高涨至91.950元，上涨约0.22%，但此后期价转为震荡下行，最终收报91.770元，仅微涨0.03%。银行间市场上，早间现券收益率一度走低，10年期国开活跃券170215从5.07%成交至5.06%，此后回到5.07%一线成交，午后上行至5.08%，尾盘回落至5.07%，较前日尾盘下行约0.5BP。10年期国债活跃券170025尾盘成交在3.95%，上行1BP。

交易员称，本周以来市场资金面恢复宽松，短期货币市场利率纷纷回落，刺激债市展开大跌后的修复，但对于后市，投资者仍偏谨慎，一则金融监管高压态势不变，未来仍有大资管新规及部分政策细则将出台；二则资金面宽松可能难持久，春节前或仍有波动；三则春节后债市供给增加比较明确，但银行配置需求仍受制于负债短缺，未来供需关系仍旧不利。

交易员认为，短期资金面尚且宽松，消息面对真空，市场急跌可能告一段落，但对反弹空间不宜期望过高。(张勤峰)

## 业内人士：转债投资战略机遇期到来

□本报记者 王姣

“近期转债市场表现火热，市场预期较为乐观，且随着供给不断释放，转债市场正在迎来较大的投资机会。”中信证券固定收益分析师明明、余经纬在接受中国证券报记者采访时表示，转债市场投资的战略机遇期正在到来，未来转债市场将会为投资者带来较好的投资性性价比，核心在于A股市场价值回归，好的正股对应的转债也将带来较好的收益。

中国证券报：年内转债市场的表现如何？中证转债何以跑赢上证综指？

中信证券：年初至今中证转债指数上涨9.61%，超越了同期上证综指的涨幅，这一靓丽表现的背后也有其必然性。从价格分解来看，转债价格主要受到正股价格和转股溢价率的影响。转债指数表现靓丽也来自于两方面因素的作用，一是转债指数里面金融转债特别是银行类转债权重较大，而年初以来银

行板块表现抢眼，二是转股溢价率水平从年初至今也明显走扩，表明转债个券比对应正股涨幅更大，两者共同造就转债指数较好表现。

中国证券报：当前资金配置可转债呈现出什么特征？

中信证券：当前转债市场的需求也出现了较快增长，从投资者类别来看，主要有三类投资者参与转债市场，一类是权益类投资者，二是量化类投资者，三是固定收益类投资者。其中，前两者是近期转债市场新增投资者，他们也是目前影响转债市场价格边际波动的重要力量。传统固定收益类投资者方面也涌现出诸多新的需求力量，诸如债券基金、专户等以往参与转债市场较少的账户也加大了对转债的投资比例。往后可，市场可能还会迎来一些私募投资者、金控集团等增量资金。总的来说，随着供给扩大，市场的需求也在不断增加。不同投资者之间的投资理念和模式

同纠纷诉讼，要求莒南国资承担连带担保责任。2017年12月29日，临沂市中院作出判决，认定“担保函、股东会决议上的印章及法定代表人签字均系伪造，莒南国资未向鸿润食品提供担保，莒南国资不承担连带保证责任，依法驳回中天国富证券及宁夏银行的诉讼请求。”

鹏元表示将密切关注该事项的后续进展，并持续跟踪上述事项对莒南国资信用水平可能产生的影响。(张勤峰)