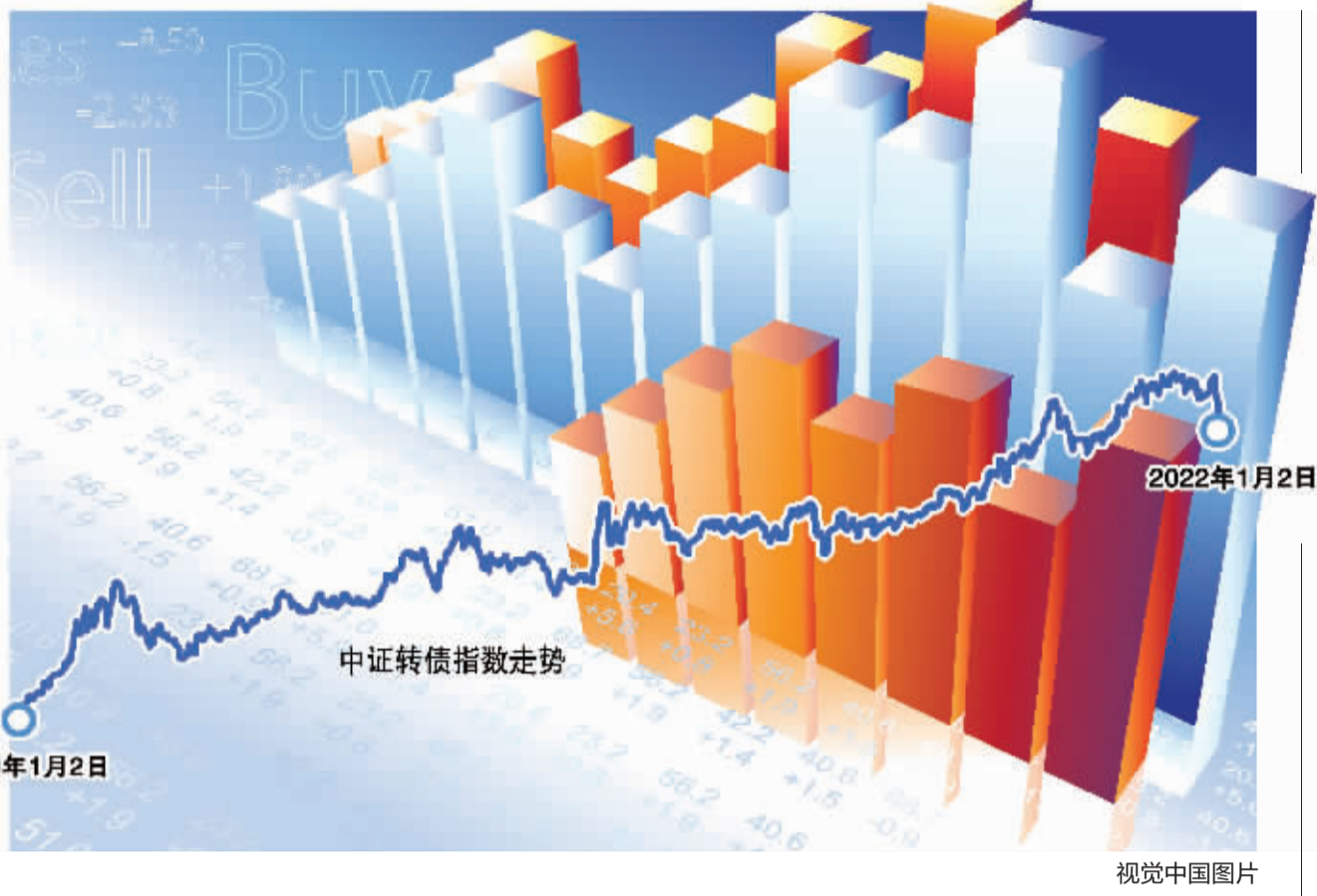


可转债市场“杀估值” 机构称风雨后可觅新机



2月14日、15日，可转债市场连续出现调整。以往“进可攻退可守”的可转债为何“变脸”？又将持续多久？投资者该如何应对？

业内人士认为，积累已久的高估值压力在多重诱因的作用下快速释放，是最近可转债市场调整的主要原因。投资者短期宜注重风险，静待压力释放后可能出现的机会。

● 本报记者 张勤峰

转债指数跑输股指

作为2021年大类资产中的“佼佼者”，可转债市场进入2022年后一直在6年来的高位附近震荡，展现出十足韧性。然而，最近两个交易日，可转债市场出现近年少见的调整。

一方面，转债指数连续大幅跑输股票指数。14日，中证转债指数下跌3.02%，创出过去两年来最大单日跌幅。当日万得全A指数跌0.73%。15日，中证转债指数跌1.52%，为2021年10月以来的第二大单日跌幅。当日万得全A指数涨1.08%。另一方面，大量个股下跌。14日，存续的385只可转债中，仅10只上涨，375只下跌。15日，存续的386只可转债中，41只上涨，345只下跌。

此前，可转债市场表现良好，中证转债指数连涨3年，特别是在2021年全年上涨18.48%，是万得全A指数

年度涨幅的两倍多。

多因素引发“杀估值”

在业内人士看来，可转债市场之前的大涨亦或抗跌，背后都是可转债估值的持续扩张。随着估值站上历史高位，潜在风险也在积聚。当先前支撑高估值的因素弱化，估值压缩也在情理之中。

“2021年以来，转债指数和转股溢价率不断创新高，成为可转债投资者担心的问题。”国泰君安证券固收首席分析师覃汉说，估值压缩主要有三种情形：一种是正股小跌，可转债大跌；一种是正股上涨，可转债下跌；还有一种是正股大涨，可转债小涨。其中，前两种情形均为主动压缩估值。

14日、15日可转债市场的表现，恰恰对应了前两种情形，都是主动“杀估值”。至于“杀估值”的诱因，

广发证券固收首席分析师刘郁说，估值扩张的本质，是透支未来市场对正股的反弹预期。当市场溢价率达到历史高位后，若正股走弱，估值压缩的到来只是时间问题。覃汉称，前期可转债估值扩张一方面和资金的持续流入有关，另一方面也代表对正股未来上涨的预期。因此，资金预期收紧和正股上涨动力不足这两种情况中任何一种的发生，都可能导致可转债市场“杀估值”。

此外，业内人士表示，在估值承压、正股走弱的环境下，可转债市场情绪转弱，强赎现象增多、个别权重券下跌等负面信息被放大，也在一定程度上加剧了短期的调整幅度。

静待机会 精选个股

快速下跌之后，可转债市场走向及投资策略成为市场热议话题。对此，部分市场人士认为，投资者宜保

持谨慎，静待风险释放后可能出现的

机会。覃汉称，2021年下半年以来，可转债杀估值的情形偶有发生，但持续性不强。短期的调整并不能说明行情将掉头向下，但应引起警惕。“规避价格和转股溢价率双高的可转债，在估值压缩出现性价比时‘捡便宜’，或许可转债市场整体高估值情形下的自保方式。”他说。

刘郁认为，行情往后的演化，需进一步观察正股支撑强度的变化。若短期内股市迅速回暖，那么压缩周期有望快速结束；如果股市支撑继续趋弱，负面冲击则可能进一步延续。在这样的情况下，强债底保护和股息因素，应成为短期内的择券重点。

兴业证券研究团队称，可转债市场是否面临趋势性压力，还需观察债市走势和股市结构。在股、债短期负面情绪释放后，可转债有望迎来年内难得的配置时点。

中信建投：A股运行模式生变 布局把握“三低一改”

● 本报记者 周璐璐

2月15日，中信建投证券“赢在虎年2022春季投资策略会”线上启幕。

中信建投证券首席策略官陈果在策略会上表示，当前A股市场运行模式正在发生转变，传统的景气度趋势投资面临挑战，当下建议结合低位、低估值、低拥挤度等因素筛选有基本面边际改善预期的公司。中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人黄文涛表示，投资者对大类资产的配置应趋于均衡。

A股机构化程度加深

在陈果看来，当前A股市场运行模式正在发生转变。

“A股投资者机构化程度不断加深，截至2021年三季度末，机构投资者持股市值在A股自由流通市值的占比超过30%。”陈果说，“市场对基本面预期变化的反应更快、更充分、更前瞻。”

陈果认为，A股市场运行模式发生变化可能与量化资金及相关投资策略蓬勃发展有关。目前，执行股票量化策略的资金总规模已经突破万亿元，百亿元规模的量化私募接近30家。陈果也指出，大部分量化基金本身交易频率较高，往往灵活运用杠杆和多空策略，并且在市场波动较大时会果断执行程序化交易，一定程度上放大了市场波动。

当前时点，陈果建议布局把握“三低一改”方向，即结合低位、低估值、低拥挤度等因素筛选有基本面边际改善预期的公司。

具体策略上，一是关注逆周期上行的板块，如盈利边际改善的食品饮料、电力、基建、建材板块，行业周期迎上来向上拐点的智能汽车整车及配件、畜牧养殖板块，以及涨价周期链上的原油链。二是选择高股息策略，即关注盈利稳定、高分红、防御性强的板块，如地产、银行、钢铁、煤炭、交运、公用事业等。三是关注低配行业，如电力、银行、计算机、通信等。

“交易拥挤度过高，可能是部分高景气行业2021年年底以来持续走弱的重要原因之一。”陈果直言，“部分行业的交易拥挤度有待脱离危险区，成长板块的大机会尚需等待”。

大类资产配置趋于均衡

对于2022年大类资产配置趋势，黄文涛概括为“趋于均衡”。

黄文涛表示，美联储3月加息几无悬念。在这一背景下，美股系统性反弹难度较大。但由于上市公司业绩仍有支撑，2022年美股震荡走势几率较大，波动幅度不会小。

美债方面，黄文涛表示，美债收益率短期上行空间已不大。对于美元，黄文涛认为其走势将稳中偏强，在美债紧缩预期不断加强、全球经济复苏出现不确定性、避险需求旺盛的背景下，美元指数将在95-100区间震荡。

大宗商品方面，黄文涛认为，大宗商品将高位波动，原油基本面有一定利好，短期有望维持在每桶100美元左右的高位；黄金趋势性机会仍需等待，或有一定交易性机会。

渣打中国调整信用卡业务 外资行有进有退

● 本报记者 黄一灵 欧阳剑环

渣打银行（中国）有限公司（以下简称“渣打中国”）日前发布公告称，拟从2022年2月20日起暂停接受所有渠道信用卡申请。

业内人士认为，渣打中国此举或与本土化程度以及市场定位等因素有关。与此同时，近年来外资银行抢滩中国市场过程中也不断进行着进与退的权衡。

信用卡业务战略调整

根据渣打中国公告，该行已于2022年1月初关闭了信用卡网上申请渠道，并拟从2022年2月20日起暂停接受所有渠道信用卡申请。在公告中，渣打中国并没有对暂停接受信用卡申请的原因作出过多解释，仅称信用卡业务战略调整。同时，该行表示，现有信用卡客户的日常用卡和到期续卡不会受到任何影响。

公开资料显示，2014年6月，渣打中国面向中高端商旅型、消费型客户，首发“渣打真逸”和“渣打臻程”两套信用卡。这标志着渣打银行在中国正式推出信用卡业务。

渣打中国行长、总裁、副董事长张晓蕾当时公开表示：“推出信用卡业务是我行在中国市场意义重大的战略举措，也是渣打在贴近中国客户需求、深耕细分市场和提升消费金融服务方面迈出的坚实一步。”

据渣打中国官网显示，截至目前，其推出的信用卡仍然为“渣打真逸”和“渣打臻程”两套。中国证券报记者注意到，渣打中国信用卡活动并不算多，官网目前在消费反馈栏目中仅有两项活动。

外资行的进与退

一般而言，在信用卡市场上，靠发卡量带动收益是铁律，而在发卡方面，外资行市场占有率远不及中资机构。

资深信用卡研究专家董峥对中

国证券报记者表示，渣打中国暂停信用卡申请有两方面原因，一是本土化程度不够。国内本土银行的实力不容小觑，但渣打等外资行并没有重视，其宣传方式、服务模式仍照搬海外市场经验，没有针对中国市场特点进行本土化的转变。二是市场定位面临窘境。外资行普遍定位中高端客户，但是这一部分客户规模并不大。“规模小意味着小众，做起来并非易事。”

对于渣打中国未来是否会重启信用卡业务，董峥认为可能性较小。“现在不做，未来更难做，那时的获客成本和压力比现在更大。”

业内人士认为，近年来，在中国金融对外开放不断提速的背景下，外资银行抢滩中国市场过程中也会不断出现进与退。

除渣打中国外，还有外资行欲将部分业务退出中国市场。2021年4月，花旗宣布在包括中国市场的13个全球市场中，将寻求退出个人业务的计划。目标是将资源和投资聚焦于那些更具竞争优势和规模效应的业务，从而为公司股东提高长期回报。

在退出部分业务的同时，多家外资行正谋求其他领域的业务扩张。例如，2021年4月，星展银行拟以人民币52.86亿元认购深圳农村商业银行13%的股份获得监管批准。2021年7月，花旗银行（中国）有限公司成功向中国证监会申领《经营证券期货业务许可证》，为中国境内的公募基金和私募基金提供证券投资基金托管服务。2021年8月，渣打银行旗下渣打银行（香港）有限公司递交的证券公司设立申请材料获证监会受理。

银保监会数据显示，外国银行保险在华机构数量稳步增长。截至2021年上半年，外资银行在华共设立41家外资法人银行、115家外国银行分行和139家代表处，营业性机构总数达930家，外资银行总资产3.73万亿元。同时，外资银行保险机构投资力度不断加大，彰显出对中国市场的积极展望和信心。

赛道股强势回归 A股反复磨底

● 本报记者 吴玉华

2月15日，A股市场三大指数全线上涨，赛道股引领市场反弹。上证指数、深证成指、创业板指分别上涨0.50%、1.69%、3.09%。当日沪市成交额为3416.39亿元、深市成交额为4858.59亿元。分析人士表示，当前的A股处于反复磨底期，2022年是稳增长大年，政策面暖风频吹将对市场形成正面支撑。

赛道股引领反弹

2月15日，赛道股引领市场反弹，沪深两市上涨股票数为2381只，68只股票涨停，下跌股票数为2081只，18只股票跌停。

申万一级行业中，电力设备、美容护理、医药生物行业涨幅居前，分别上

涨3.93%、3.53%、3.40%；煤炭、银行、石油石化行业跌幅居前，分别下跌1.70%、1.28%、1.19%。

概念板块中，CRO、“宁组合”、锂电负极等板块涨幅居前，机场、在线旅游、免税店等板块跌幅居前，涨幅居前的均为前期热门赛道板块。

CRO板块中，博腾股份涨逾17%，药石科技、康龙化成涨逾10%，昭衍新药、药明康德涨停。“宁组合”板块中，凯莱英等股票涨停，中微公司、爱美客、福斯特、阳光电源等均大涨。宁德时代上涨3.74%，为15日创业板指上涨贡献度最大的股票，对创业板指贡献点数达19点。

在15日市场反弹时，Wind数据显示，北向资金15日净流出超35亿元，其中沪股通资金净流出10.92亿元，深股通资金净流出24.53亿元。从15日沪、深

股通十大活跃股来看，中国平安、贵州茅台、五粮液遭北向资金净卖出，分别净流出7.29亿元、5.30亿元、3.96亿元。东方财富、比亚迪、阳光电源获北向资金净买入金额居前，分别净买入3.86亿元、3.41亿元、3.07亿元。

处于战略布局期

对于A股市场，招商证券首席策略分析师张夏表示，1月新增社融增速转正，后续规模将逐渐进入上行周期，有利于改善投资者对上市公司业绩的预期，这是A股历次行情的重要条件之一。2022年是稳增长大年，政策面暖风频吹，将对A股形成正面支撑。

张夏认为，待美联储加息等外部因素逐渐落地后，A股有望重回上行周期。2-3月可重点考虑受益于稳增长发

力、大宗商品涨价带来的工业金属、石油石化、水泥等板块的投资机会。

华西证券首席策略分析师李立峰表示，当前的A股处于反复磨底期。此次高估值景气赛道的调整堪称“倒春寒”，诸多制约A股市场走强的因素需要逐步消化。拉长时间维度看，A股处于战略布局阶段。

富荣基金研究部总经理郎骋成表示，从估值角度来看，TMT、医药等行业估值已进入历史底部区间，新能源板块也开始跌出性价比，产业趋势仍然向上。“稳增长”相关板块预计在短期内仍是市场关注重点，从边际、相对收益角度相对占优。短期建议均衡配置：一是地产链板块、“新老基建”板块以及低估值的消费、金融板块；二是关注成长赛道中如汽车电子、金融IT、光伏等业绩超预期的龙头。

大股东增持“护盘” 部分银行出手稳定股价

● 本报记者 石诗语

日前，重庆银行发布稳定股价措施公告称，12名该执行董事、高管人员拟增持合计不低于76.34万元的重庆银行股份，且该大股东重庆渝富拟出资不低于2585.9万元“护盘”。

数据显示，进入2022年，银行股总体呈上行态势。业内人士指出，部分银行出手稳定股价，预计未来几年上市银行的资产质量保持稳健，这将进一步构筑银行股的安全边际。

重庆银行出手稳定股价

Wind数据显示，重庆银行自2022年1月21日起连续6个交易日出现调整，在上涨数日后，14日股价再度调整。

重庆银行2月14日发布的稳定股价措施公告显示，本次有12名董事、高级管理人员自掏腰包，拟以不超过上一

年度自该银行领取薪酬总额(税后)15%的自有资金增持重庆银行股份，增持金额合计不低于76.34万元。

此外，重庆银行的第一大股东重庆渝富拟以不低于增持该股票方案公告时所享有的该银行最近一个年度现金分红15%的自有资金增持股份，增持金额不低于2585.9万元。

自1月4日起至2月7日，该行A股股票已连续20个交易日的收盘价低于其最近一期经审计的每股净资产。根据重庆银行《稳定股价预案》中的约定，已触发稳定股价措施。

整体来看，本次重庆银行股东及高管人员拟增持金额合计不低于2662.24万元，主要是基于对重庆银行未来发展前景的信心和对其成长价值的认可。本次增持主体的增持资金来源均为自有资金，不存在因所需资金不到位而导致后续增持计划无法实施的风险。此外，重庆银行的稳定股价措施公告中，明确

规定董事、高级管理人员和第一大股东在增持计划完成后的6个月内不得出售增持股份。

构筑股价安全边际

这已不是重庆银行第一次触发稳定股价措施，早在2021年8月，重庆银行就发布过稳定股价措施公告，董事、高级管理人员及第一大股东增持金额合计不低于2659.76万元。

除重庆银行外，2022年以来，触发高管稳定股价措施的银行还有渝农商行。2月7日，渝农商行发布稳定股价方案公告称，该行共有9名董事、高级管理人员使用自有资金增持该股份。

郑州银行日前也发布公告称，此前发起的稳定A股股价方案已实施完成。14名在该行领取薪酬的非独立董事、高级管理人员共增持郑州银行股份

155.32万元。此外，该行监事长、党委副书记、人力资源总监等7名中高层管理人员，也自愿以不少于其上一年度自本行领取薪酬总额(税后)15%的资金增持该股份，合计85.83万元。

除中小银行以外，国有行也曾启动过稳定股价措施。2021年5月24日至2021年11月24日，根据邮储银行稳定股价方案，邮政集团通过上海证券交易所交易系统买入方式累计增持该行A股9725000股，增持金额超5000万元，占该行已发行普通股总股份的0.105%。

进入2022年，银行股总体表现亮眼。银行股受到北向资金青睐，Wind统计显示，近1个月招商银行、兴业银行等个股的北向资金净买入金额居前。

中泰证券表示，银行股的核心投资逻辑是宏观经济稳健，预计未来几年上市银行的资产质量持续向好，会有效构筑银行股的安全边际。