

## 固定收益

### 解析轉債“下修潮”中的風險與機會

轉債下修頻發，原因都有哪些？

18年轉債下修頻發。今年以來已經有6起轉債下修預案，是08年後轉債市場的又一輪“下修潮”。從下修情況來看，江南轉債屬回售下修，其下修幅度最大。但下修後轉債平價僅為79元左右，轉債次日反而下跌2.56%。而駱駝、江銀、無錫三隻主動下修的轉債，下修幅度均不超過30%，但下修後的平價都在95元以上，轉債在下修預案次日和下修實施日均有明顯上漲。

下修動機不同，轉債表現分化。回售下修的動機比較明確，市場預期往往提前打滿。但公司下修的目的或許僅是為了避免回售，下修後轉債平價較低，博弈下修收益不高。而主動下修則多是出於促轉股目的，因此下修往往“一步到位”。因此同樣是轉債下修，動機的不同，會導致轉債表現出現明顯差異。目前轉債下修的原因主要有三類：1) 上市公司面臨回售或償債壓力，被迫下修；2) 大股東參與配售，持有轉債虧損，有減持或止損需求；3) 上市公司有補充資本、降低財務費用等需求。

存量轉債有哪些博弈下修機會？

面臨回售或償債壓力的轉債。為了避免回售而下修轉股價是轉債下修最常見的原因，歷史上轉債下修也多出自這一考慮，但今年僅有江南轉債是回售下修，其餘均是主動下修。此外，在今年融資環境收緊、信用風險上升的背景下，我們認為部分償債壓力較大的轉債，或有一定的下修意願，如藍標、輝豐、海印、洪濤等。但償債壓力較大的轉債標的，本身信用風險也較高，因此下修博弈也需謹慎。

大股東參與配售虧損，有減持訴求的轉債。18年轉債主動下修增多，一個重要原因就是信用申購後大股東參與了轉債配售，而一旦轉債上市後跌破面值，則會出現虧損。有些大股東自身流動性吃緊，轉債申購資金是通過股權質押或借款等方式獲得，此時就容易陷入流動性危機，下修轉股價也是較為合理的選擇。按照這一邏輯，我們篩選出了目前大股東轉債持倉較多、同時轉債出現虧損的標的，其中兄弟、時達、天康、小康等已經觸發下修，後續可適當關注。

有補充資本、降低財務費用等需求的轉債。銀行轉債在轉股之後可以用來補充核心一級資本，尤其在表外資產回表的大趨勢下，銀行出現缺資本的困境，因此有較強的促轉股動力。目前常熟轉債距離下修較近，參考無錫和江銀，未來若股價下跌觸發下修，我們認為在“補充資本+大股東減

持轉債” 雙重訴求下，或有主動下修機會。此外，轉債促轉股還有降低財務費用、稀釋持股比例等考慮。如近期的藍思轉債，在下修公告中就明確提出下修是“為優化公司資本結構、降低財務費用”。

博弈下修還要考慮哪些因素？

博弈下修的收益和風險還與下修的時機有關。如果下修前股價處於下行趨勢，則前20日均價會高於前1日均價，同時也明顯高於最近的正股價，導致下修後的平價大幅低於面值，博弈下修的收益有限。而如果下修前股價處於平穩或上行趨勢，則前20日均價接近或低於前1日均價，按照最大幅度下修後，轉債平價基本在面值附近，此時博弈下修的收益相對更高。此外，轉債的價格、轉股溢價率情況、甚至正股的每股淨資產都對轉債下修有影響。因此，轉債下修的博弈較為複雜，是否下修、下修幅度、轉債收益情況都存在不確定性，參與博弈時也要時刻保持謹慎。

風險提示：下修不及預期、股市大幅波動、信用風險升溫

## 金融工程

### 選股因子系列研究（三十四）——宏觀經濟數據可以用來選股嗎

宏觀數據多被應用於資產配置與行業輪動，本篇報告嘗試在微觀的選股層面進行探索，以期為投資者提供參考。

如何刻畫股票與宏觀經濟指標之間的聯繫。本文首先探討宏觀經濟如何影響股票的收益，並嘗試使用宏觀敏感性（MacroBeta）刻畫股票與宏觀經濟指標之間的聯繫。

宏觀數據的潛在問題與數據清洗。宏觀經濟數據相較其他常見數據，面臨的問題更多，包括公佈時間滯後、數據發佈頻率不穩定、缺失值多、序列不平穩等。實際使用時，我們推薦通過差分法、Surprise替代法、資產組合模擬法等方式進行預加工處理。

宏觀敏感性因子是否可以用來選股？我們將宏觀敏感性——MacroBeta當作選股因子，測試其本身是否存在選股效果。結果發現，大多數宏觀敏感性因子在不控制風格時，可以呈現出一定的分組收益單調性，但控制風格後單調性均明顯下降。主要原因在於宏觀敏感性高（大於零）的股票以大市值為主，而在回測窗口內，A股的大市值股票收益往往較低，導致按宏觀敏感性因子分組後的收益呈現單調性。一旦剝離常見風格，僅有極少數宏觀敏感性因子依然存在選股效果。

宏觀敏感性因子選股的陷阱。事實上，剝離風格後的宏觀敏感性因子的選股效果，也並非來源於因子本身，而是由於在回測區間內恰好暴露於正確的宏觀經濟指標的變化方向上。於是，我們得到結論，宏觀敏感性因子只是刻畫了股票與宏觀經濟指標之間的關係，包括方向與程度。使用宏觀敏感性因子選股的正確邏輯應該是，當預測宏觀經濟指標上升時，選擇正敏感或高敏感的股票。反之，選擇負敏感或低敏感的股票。

基於宏觀得分的選股邏輯。定義宏觀得分= 宏觀敏感性x預期宏觀經濟走勢，選擇宏觀得分最高的若干個股票形成組合。但是，詳細的實證研究也表明，該選股策略想要獲得成功嚴重依賴於兩個方面。一是對宏觀經濟走勢的正確判斷，二是宏觀敏感性因子在時間序列上的穩定性。我們發現，與企業經營直接相關的經濟指標，其敏感性的穩定性較好，可以嘗試用來選股。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險、有效因子變動風險。

## 最後一跌如期而至，市場有望迎來反彈

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-5.65%，相對前一周（-3.94%）繼續下降，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數處於20日均線之下。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.15）繼續下降，一周均值為-1.25，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.25倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為1.05，高於前一周（0.89），體現出投資者對上證50ETF短期走勢依然謹慎。漲停板封板率全周均值為53%，賺錢效應低於前一周（65%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在七月的上漲概率為69%、62%、69%和38%，漲幅均值為2.37%、2.48%、3.50%和-0.76%，漲幅中位數為1.45%、1.08%、2.60%和-4.39%，主板表現好於創業板。

成交量上，我們建議關注縮量信號。上週五兩市僅成交2991億元，再創階段新低。自2016年1月熔断以來，2016年9月30日、2017年1月19日、2017年6月6日、2018年2月14日四次階段性縮量到3000億以下，Wind全A指數在四次信號出現後均迎來反彈，10個交易日累計漲幅分別為3.01%、3.97%、3.05%和4.01%。20個交易日累計漲幅分別為3.92%、5.98%、4.50%和4.89%。

事件驅動上，1. 國務院常務會議近日召開，提出運用定向降准等貨幣政策工具，增強小微信貸供給能力，釋放積極信號。有望提振市場情緒。2. 美股上周整體下跌，三大指數周漲跌幅分別為-2.03%、-0.89%和-0.69%。3. 證監會6月22日核發2家IPO批文，籌資總金額不超過9億元，與前一周的2家10億元基本持平。4. 上周流動性有所收緊，上交所七天回購利率大幅上行176BP。

技術分析上，上證綜指日線級別下跌的一筆仍在延續，30分鐘級別上週五出現底背離，目前處於反彈的一筆中。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

## 策略

### 大跌後的機會期

①2月以來A股走弱源於資金面和情緒面而非基本面，去杠杆和資管新規使得股市資金供求失衡，中美貿易摩擦影響市場情緒。②05年來市場下跌1個季度後有兩種情景：一是08、11年繼續下跌，二是10、12、13、15年出現反彈，差異在於通脹高低決定政策空間。③市場整體估值水平已經低於上證綜指2638點，結構分佈類似2013年6月的1849點，政策具備微調條件，市場望迎來破後而立的機會期，消費股做配置，成長股謀彈性。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業研究

### 鋼鐵：庫存出現拐點，二季度盈利預計增15%

今年鋼材社會庫存首次出現拐點。自今年春節庫存高點以來，社會庫存和鋼廠庫存首次出現回升。其中建材社會庫存與前一周持平，但前期表現良好的板材社會庫存回升明顯，而鋼廠庫存兩者均出現回升。我們認為板材庫存的上升可能主要受前一周週末貿易戰升級影響，但也部分反映下游真實需求。

下半年供需壓力呈不斷加大趨勢。根據去年下半年和今年上半年鋼材和粗鋼數據，若維持目前產量和進出口，則下半年鋼材表觀消費量將增加約6%（據鋼材口徑測算）和16%（據粗鋼口徑測算）。但我們認為在經濟下行趨勢下，下半年鋼材消費將低於以上測算。

鋼企盈利能力繼續壓縮。雖然鋼材期貨因貼水上周上漲較多，但過去一個月五種主要鋼材按照現貨核算的毛利壓縮130元/噸，按過去兩個月價格測算毛利壓縮230元/噸。

我們預計二季度鋼鐵板塊利潤有望增加15%甚至20%。截止目前，鋼企二季度盈利基本已經鎖定，考慮到鋼材數量與價格的增長，二季度鋼鐵板塊淨利潤有望增加15%甚至20%左右，即約250億元，但該盈利沒有超過去年四季度。

雖然年初以來我們一直認為下半年鋼鐵需求盈利趨勢向下，但也認為並不會如前幾年波動非常劇烈，因此我們仍然對下半年的盈利比較樂觀。

風險提示。行業波動性仍存；對外貿易不確定性風險。

### 公用事業：淡季煤價下跌，火電第二波或開始

煤價：從淡季非常旺到淡季回落。Wind數據顯示，6月以來，六大電廠火電耗煤同比增速從前一周的8%上升至上周13%，低於5月同比20%以上的增速，煤炭庫存已經明顯回升，6大電廠庫存已經在1400萬噸左右的年內高位，上周秦港價格繼續回落1%至682元/噸。我們認為5月份同比20%的地產新開工增速是一個難以持續的短期高點，未來發電增速也將緩慢回落，而6月煤價受淡季和安檢影響，

供需雙淡，價格回落，7月則供需雙旺，我們認為，煤價也不一定有超預期的上漲。回頭看，由於煤價5月淡季超預期上漲，火電股受成本端上漲影響，已有明顯回調，而6月淡季煤價已經開始回落，我們認為，之後煤價旺季反彈幅度也不一定超預期，而未來煤價有望回落至綠色區間，綜上，我們認為，火電行業的第二波投資機會已經到來，建議投資者積極關注。

太原煤炭交易中心22日披露發改委限制合同煤煤價600元/噸，發改委也曾表態希望煤價回落到綠色區間。近期重要的煤炭信息平臺——太原煤炭交易中心披露發改委6月份印發關於進一步做好煤炭中長期合同簽訂履行工作的通知，表明港口月度和年度長協都不能超黃色區間600元/噸的上限（太原煤炭交易中心公眾號）。針對此事，我們認為，儘管我們尚未在發改委網站上看到相應的正式通知，但發改委也曾在今年5月已經明確表示過希望煤價回落合理區間（新華網），發改委旗下官方媒體——中國經濟導報也在5月報道《煤價穩在綠色區間，才能達到煤電兩利》（中國經濟導報）。我們認為，長期看，在降成本的基調下，煤價持續上漲明顯不符合政策方向，從未來需求端和供給端的發展看，煤價回落都是長期趨勢。

火電反轉的核心邏輯是煤價中樞下移。隨著發改委對新增產能的引導，我們認為，未來煤炭新增產能投放增速將逐漸增加，而放眼未來兩年，在去杠杆的背景下，煤炭需求的增速很難再超2017年，煤價回歸合理綠色區間是可以期待的。我們認為2018年煤價在8-10月有望再次回落至綠色區間，2019年煤價有望階段性跌破500元/噸，火電有望迎來反轉行情。

投資建議：為了完成十三五規劃的煤炭利用下降計劃，近期國家開始點名煤炭利用未下降的省市（煤炭資源網），我們認為，此事或將影響各省的煤炭需求增速，儲能等技術也將長期降低煤炭需求，短期火電受益前期股價回落，近期煤價淡季回落，遠期煤價趨勢性回落的大機遇，建議積極關注火電股短期的第二波投資機會和趨勢上兩年以上的反轉行情。個股建議關注：華能國際，華電國際，皖能電力。

風險提示：天氣因素可能影響水電，直接和間接的煤炭需求等諸多不確定性。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失（無論是直接，間接或相應的損失）。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下于作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表现不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下于兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時于本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。