

2021 年 02 月 21 日

## 转债市场的逻辑

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）

daixiaodi@kysec.cn

证书编号：S0790120070025

### ● 估值主动压缩，或与权益市场预期收益率收敛、信用风险及转债新规等有关

近期，转债市场遭遇正股和溢价率双重压力，估值大幅主动压缩。具体来看，市场价从 1 月 25 日 135 元最低跌至 2 月 5 日 119 元，转股溢价率从 32% 降至 30%，期间平价均值从 107 元降至 96 元。其中，100 到 110 元、110 到 120 元等主流平价区间个券，在正股震荡走平或小幅下行的情况下，受溢价率压制而持续下跌。

本轮溢价率主动压缩的主要原因：(1)政策“退潮”背景下，市场对权益类资产的预期收益率或收敛：2020 年四季度，偏债基金已经“主动”减持转债。(2)华夏幸福事件等信用风险事件导致机构流动性紧张：2 月 1 日，华夏幸福公告 52.55 亿元债务逾期，或导致部分基金被赎回，引发机构流动性紧张、抛售转债。(3)转债新规出台：转债新规，对前期受资金“炒作”的高价高溢价率品种影响较大。

伴随估值的主动压缩，转债市场情绪已有所释放；但相较于历史，当前的转股溢价率仍然较高，且个券的估值分化。从构建的转债市场情绪指标来看，目前市场情绪已有所释放；但历史对比来看，目前的转股溢价率仍较高，尤其是主流平价区间的个券估值均处于历史 60% 分位数以上。同时，转债市场内部的估值分化严重，同等平价区间个券的转股溢价率差异较大，优质个券估值远高于市场均值。

### ● 政策“退潮”、信用收缩的背景下，转债仍可能阶段性面临正股、估值的压力

政策“退潮”、信用收缩的背景下，需警惕高估值资产的估值压缩风险。经验显示，进入信用收缩通道约一个季度，权益市场估值一般开始阶段性承压；其中，低估值、盈利有支撑板块估值受冲击较小，高估值板块压力较大。这一背景下，高价高估值个券，也多会阶段性面临正股、溢价率双重压力。如 2008、2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券面临正股和溢价率双重拖累。

伴随经济景气见顶回落，市场盈利预期或修正，可能影响正股表现。伴随政策“退潮”、信用收缩，房地产、基建等投资需求趋于回落，PMI 生产指数等生产端景气指标也开始高位回落。同时，高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等高频指标，近期均已降至往年农历同期水平以下。在产需逐步收敛的背景下，总量经济的高点可能已经出现，市场的盈利预期或逐步修正，从而影响正股的表现。

综合来看，政策“退潮”、信用收缩下，转债市场仍可能阶段性面临正股和溢价率的压力，需警惕高价高估值的品种、资质偏弱的低价品种的风险。信用收缩环境下，权益类资产的估值或继续承压；同时，经济的高点可能已经出现，盈利预期或面临下修。此外，信用风险频发下，转债市场估值或持续受到干扰。高价、高转股溢价率背景下，转债市场或仍将阶段性面临正股和转股溢价率的压力。

### ● 风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

### 相关研究报告

《宏观经济专题-就地过年下的经济“开门红”》-2021.2.17

《宏观经济专题-“春节”效应 VS 经济“趋势”》-2021.2.16

《宏观经济专题-3 分钟看清春节海外要闻》-2021.2.15

## 目 录

|                  |    |
|------------------|----|
| 1、 转债市场的逻辑 ..... | 3  |
| 2、 研究结论 .....    | 9  |
| 3、 风险提示 .....    | 10 |

## 图表目录

|                                           |   |
|-------------------------------------------|---|
| 图 1: 近期, 转债市场持续下行 .....                   | 3 |
| 图 2: 转债表现弱于正股, 溢价率大幅主动压缩 .....            | 3 |
| 图 3: 和历史类似, 估值压缩的个券的主要分为三类 .....          | 4 |
| 图 4: 近期, 估值主动压缩的个券 .....                  | 4 |
| 图 5: 信用收缩下, 权益市场的预期收益率或收敛 .....           | 4 |
| 图 6: 四季度, 偏债基金主动大多“主动”减持转债 .....          | 4 |
| 图 7: 华夏幸福的偿债压力较大 .....                    | 5 |
| 图 8: 转债新规出台以来, “炒作”品种有所减少 .....           | 5 |
| 图 9: 目前, 市场情绪已经有所释放 .....                 | 6 |
| 图 10: 当前, 转债市场内部的估值分化较大 .....             | 6 |
| 图 11: 部分优质个券的估值, 远高于市场均值 .....            | 6 |
| 图 12: 和历史对比来看, 转债市场处于中高价格、中高溢价率的状态 .....  | 7 |
| 图 13: 经验显示, 信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化 ..... | 7 |
| 图 14: 1 月, PMI 生产和新订单指数双双回落 .....         | 8 |
| 图 15: 12 月, 工业增加值增速达到 2015 年以来的高位 .....   | 8 |
| 图 16: 信用风险, 对转债市场的影响逻辑 .....              | 8 |
| 图 17: 2021 年信用债到期、回售集中于 3 月至 5 月 .....    | 8 |
| 图 18: 未来一段时间, 转债估值仍可能阶段性承压 .....          | 9 |
| 表 1: 主流平价区间的个券市场价和溢价率, 均处于历史中高水平 .....    | 3 |
| 表 2: “炒作”行情出现以来, 转债新规、交易规则陆续出台 .....      | 5 |
| 表 3: 目前, 主流平价区间个券估值较高 .....               | 6 |

## 1、转债市场的逻辑

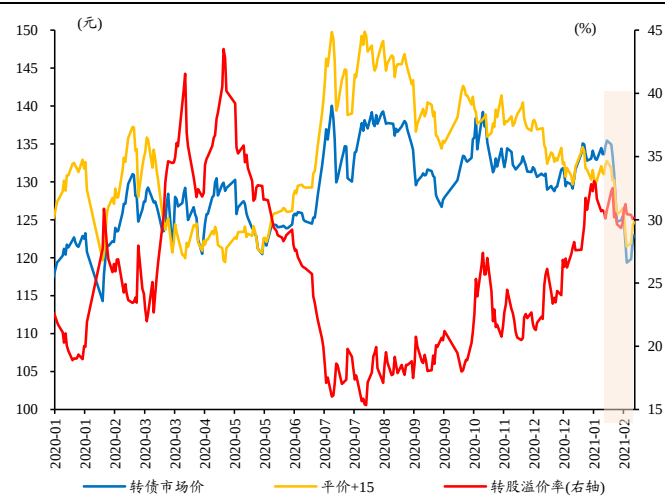
近期，转债表现持续弱于正股，转股溢价率大幅主动压缩。2021年1月25日以来，转债市场大幅下行，表现持续弱于正股，转股溢价率大幅主动压缩。具体来看，整体市场价从1月25日的135元最低跌至2月5日的119元，转股溢价率从32%降至30%，期间正股也大幅下行、平价均值从107元降至96元。其中，100到110元、110到120元等主流平价区间的个券，在正股震荡走平或小幅下行的情况下，受溢价率大幅压缩的影响而持续下跌。

图1：近期，转债市场持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：转债表现弱于正股，溢价率大幅主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

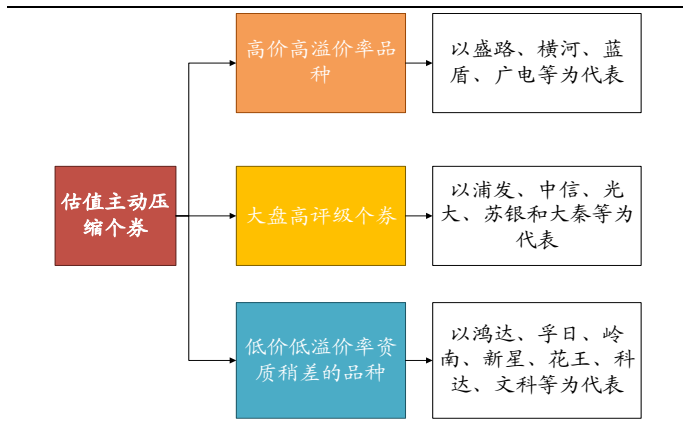
表1：主流平价区间的个券市场价和溢价率，均处于历史中高水平

| 平价区间                 | 转债市场价（元）      |               | 转股溢价率（%）     |              | 平价（元）         |               |
|----------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|                      | 2021/1/25     | 2021/2/5      | 2021/1/25    | 2021/2/5     | 2021/1/25     | 2021/2/5      |
| 0-50                 | 86.35         | 87.14         | 109.83       | 116.02       | 42.08         | 41.66         |
| 50-70（含50）           | 96.28         | 95.64         | 55.61        | 55.87        | 62.50         | 61.54         |
| 70-90（含70）           | 111.90        | 101.59        | 39.23        | 29.48        | 80.55         | 78.77         |
| <b>90-100（含90）</b>   | <b>113.20</b> | <b>105.95</b> | <b>19.90</b> | <b>12.87</b> | <b>94.51</b>  | <b>93.88</b>  |
| <b>100-110（含100）</b> | <b>124.43</b> | <b>115.18</b> | <b>19.48</b> | <b>10.15</b> | <b>104.32</b> | <b>104.67</b> |
| <b>110-120（含110）</b> | <b>137.75</b> | <b>126.36</b> | <b>19.22</b> | <b>10.27</b> | <b>115.50</b> | <b>114.68</b> |
| <b>120-130（含120）</b> | <b>144.21</b> | <b>130.86</b> | <b>15.49</b> | <b>4.83</b>  | <b>124.64</b> | <b>124.81</b> |
| 130以上                | 262.99        | 254.57        | 10.91        | 6.39         | 231.25        | 228.07        |
| 总体                   | 134.93        | 119.33        | 32.24        | 30.44        | 106.79        | 96.45         |

数据来源：Wind、开源证券研究所（全部样本）

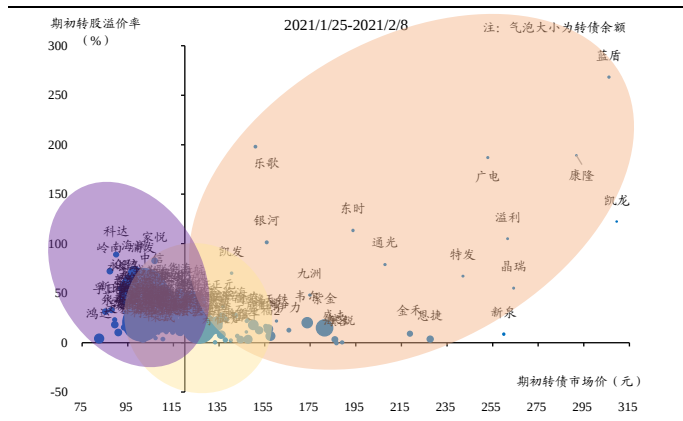
本次主动压估值的个券，主要分为三种类型：高价高溢价率品种、大盘高评级个券以及部分弱资质低价券。(1)高价高溢价率品种：主要包括盛路（350 元，290%）<sup>①</sup>、横河（490 元，560%）、蓝盾（310 元，270%）、广电（250 元，190%）等个券。(2)大盘高评级个券：主要是浦发、中信、光大、苏银和大秦等个券。(3)部分弱资质低价券：例如鸿达、孚日、岭南、新星、花王、科达、文科等个券。

图3：和历史类似，估值压缩的个券的主要分为三类



资料来源：开源证券研究所

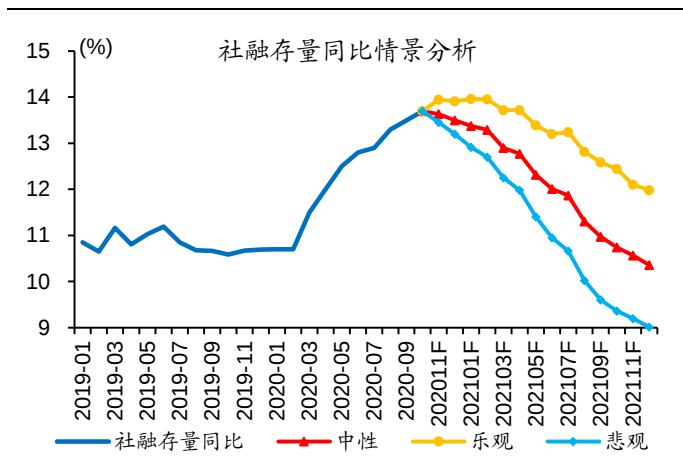
图4：近期，估值主动压缩的个券



数据来源：Wind、开源证券研究所

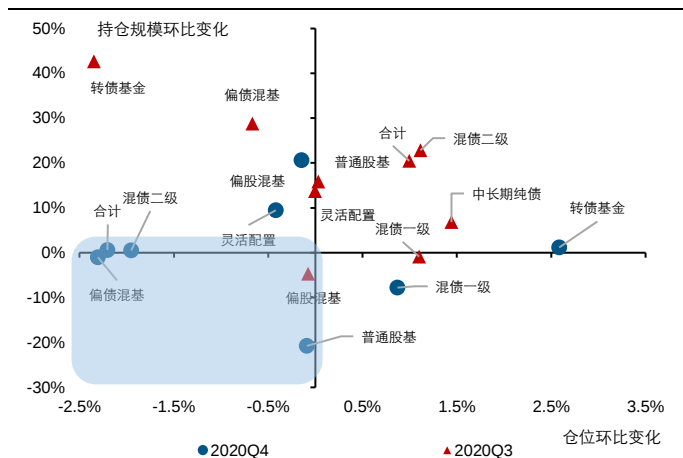
溢价率主动压缩的主要原因：(1)政策“退潮”背景下，市场对权益类资产的预期收益率或收敛：伴随政策“退潮”、信用收缩，市场可能对 2021 年的权益类资产预期收益率有所收敛。2020 年四季度，偏债基金已经开始“主动”减持转债，持仓转债的规模和仓位均环比下行。(2)华夏幸福事件导致机构流动性阶段性紧张<sup>②</sup>：2021 年 2 月 1 日，华夏幸福公告 52.55 亿元债务逾期。信用风险事件可能导致部分基金被赎回，引发机构流动性紧张、抛售转债。(3)转债新规陆续出台：转债炒作行情出现以来，监管机构陆续发布《可转换公司债券管理办法》、转债交易新规等，对前期受资金“炒作”较为严重的高价高溢价率品种影响较大。

图5：信用收缩下，权益市场的预期收益率或收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：四季度，偏债基金主动大多“主动”减持转债



数据来源：Wind、开源证券研究所

<sup>①</sup> 括号内部为 2021 年 1 月 25 日近似的转债市场价和转股溢价率。

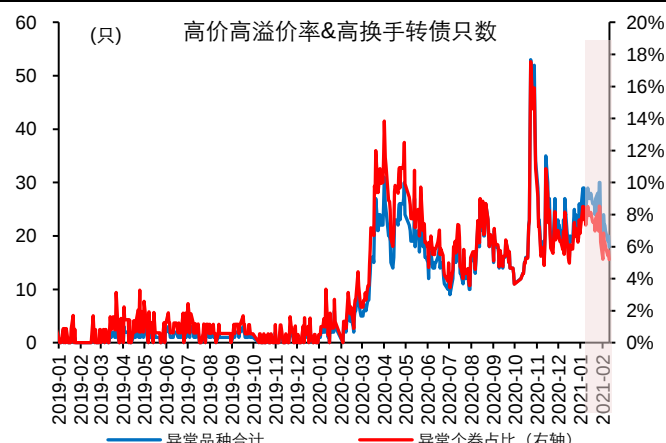
<sup>②</sup> 华夏幸福 2021 年 2 月 1 日公告称，因公司流动性紧张，发生 52.55 亿元人民币的债务逾期，涉及银行贷款、信托贷款等债务形式，未涉及债券、债务融资工具等产品；不过其承诺“不逃废债”，将积极解决问题。

图7：华夏幸福的偿债压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：转债新规出台以来，“炒作”品种有所减少



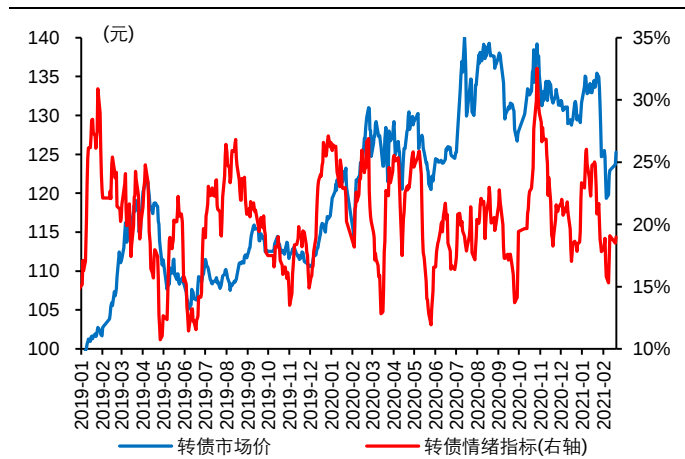
数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：“炒作”行情出现以来，转债新规、交易规则陆续出台

| 时间         | 部门    | 政策/文件                                     | 相关表述/主要内容整理                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------|-------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020/3/20  | 沪深交易所 | 沪深交易所公告                                   | 将 <b>可转债交易情况纳入重点监控</b> ，对影响市场正常交易秩序、误导投资者交易决策的异常交易行为及时实施自律监管。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2020/5/22  | 深交所   | 关于对转换公司债券实施盘中临时停牌有关事项的通知                  | 一、 <b>可转换公司债券竞价交易出现下列情形的，本所可以对其实施盘中临时停牌措施</b> ：盘中成交价较前收盘价首次上涨或下跌达到或超过 20%的；盘中成交价较前收盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%的。二、单次盘中临时停牌的持续时间为 30 分钟，具体时间以本所公告为准。临时停牌时间跨越 14:57 的，于当日 14:57 复牌，并对已接受的申报进行复牌集合竞价，再进行收盘集合竞价。三、盘中临时停牌期间，投资者可申报，也可撤销申报。复牌时对已接受的申报实行复牌集合竞价。四、本所可以视可转换公司债券盘中交易情况调整相关指标阈值，或采取进一步的盘中风险控制措施。五、本通知自 2020 年 6 月 8 日起施行。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2020/7/24  | 沪深交易所 | 关于发布《向不特定对象发行的可转换公司债券投资风险揭示书必备条款》及相关事项的通知 | <b>投资者在本通知实施后参与向不特定对象发行的可转债申购、交易的，应当以纸质或者电子方式签署《向不特定对象发行的可转换公司债券投资风险揭示书》</b> 。投资者未签署《风险揭示书》的，会员不得接受其申购或者买入委托，已持有相关可转债的投资者可以选择继续持有、转股、回售或者卖出。自 2020 年 10 月 26 日起实施。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 2020/10/23 | 证监会   | 《可转换公司债券管理暂行办法（征求意见稿）》                    | <b>一是明确发行条件和程序</b> 。对发行条件进行原则规定，基本维持现有规定不变，同时明确向特定对象发行可转债购买资产构成重大资产重组的，还应当符合重大资产重组的条件。 <b>二是完善交易转让制度</b> 。要求证券交易所根据可转债的风险和特点制定交易规则，防范和抑制过度投机；进行程序化交易的，要符合证监会规定并向证券交易所报告；要求证券交易所制定投资者适当性管理制度，证券公司对客户投资者的适当性进行核查评估，引导投资者理性参与可转债交易；防范操纵风险，加强对发行人行使强赎权行为的监管和规范；加强风险监控，要求交易所建立跨品种监测机制，并制定针对性的异常波动指标，及时采取有关处置措施。 <b>三是完善信息披露</b> 。进一步归位于可转债的“债性”，在《证券法》规定基础上，结合可转债自身的特点以及实际监管经验，对临时披露事件进行了详细规定。 <b>四是完善转股价格确定和调整机制，加强对转股价格以及价格修正行为的规范</b> 。 <b>五是加强可转债持有人权益保护，参照《公司债券发行与交易管理办法》建立了可转债受托管理制度</b> 。 <b>六是明确规则衔接</b> 。本办法已有规定的，适用本办法；本办法没有规定的，适用证监会其他相关规定。                                                                                                            |
|            | 沪深交易所 | 相关负责人                                     | 一、深交所相关负责人介绍，要从四方面认真做好可转债交易监管，严密防控交易风险：一是加强盘中实时监控，将涨跌异常可转债纳入重点监控，对异常交易及时采取监管措施；二是强化可转债交易核查，发现涉嫌违法违规及时上报证监会；三是深化交易与信息披露监管联动，主动关注、及时问询，督促上市公司做好信息披露，提高市场透明度；四是加大监管信息公开力度，通过每周监管动态向市场披露重点监控的可转债名单。 <b>下一步将持续做好交易监管工作，加强交易与信息披露联合监管，研究完善包括临时停牌在内的可转债交易制度，有效防范市场风险，切实维护市场交易秩序，充分保护投资者合法权益</b> 。二、上交所表示， <b>将可转债交易情况纳入重点监控，对影响市场正常交易秩序、误导投资者交易决策的异常交易行为及时实施自律监管</b> 。                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 2020/12/31 | 证监会   | 《可转换公司债券管理暂行办法》                           | <b>一是关于交易制度</b> 。要求证券交易所根据可转债的风险和特点，完善现行交易规则，防范和抑制过度投机，同时要根据正股所属板块的投资者适当性要求，制定相应的投资者适当性管理规则；明确强制赎回条款触发前后发行人的信息披露要求；明确证券交易所的风险监测职责等。 <b>二是关于信息披露</b> 。以《证券法》第八十条、第八十一条关于信息披露的规定为基础，结合可转债的特点以及交易所实际监管经验，对临时披露重大事件进行了完善。 <b>三是关于转股价格</b> 。按照兼顾发行人、股东与可转债持有人权益的原则，结合现行再融资办法，对上市公司发行可转债转股价格的确定、修正及调整进行了完善。 <b>四是关于受托管理制度</b> 。依照《证券法》第九十二条规定建立可转债受托管理制度，明确受托管理人职责要求等。 <b>五是关于监管处罚</b> 。对于违反本办法规定的行为，证监会将采取相关监管措施；依法应予行政处罚的，依照有关规定进行处罚；情节严重的，对有关责任人员采取证券市场禁入措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。 <b>六是关于规则衔接</b> 。《管理办法》不改变可转债现有发行规则，同时为上市公司向特定对象发行可转债购买资产预留一定的制度空间。 <b>七是关于新老划断</b> 。《管理办法》施行日及施行日以后发行申请被受理的可转债适用本办法，但是本办法有关交易规则、投资者适当性、信息披露、赎回回售等交易环节的要求，一体适用于已经发行和尚未发行的可转债。 |
| 2021/2/5   | 沪深交易所 | 《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》               | 以建立信息报告制度为核心，明确可转债程序化交易报告管理的相关要求。 <b>一是规定程序化交易投资者范围</b> ，包括会员客户、会员及直接使用交易单元进行交易的证券投资基金管理公司、保险机构等投资者（以下简称其他机构）。 <b>二是明确报告方式</b> ，会员客户应当向接受其交易委托的会员报告，由会员向上交所报告，会员及其他机构直接向上交所报告。 <b>三是规定信息报告内容</b> ，包括投资者身份、证券账户、资金来源及交易策略等信息。 <b>四是要求投资者应当确保报告信息真实、准确、完整</b> ，上交所/深交所可以根据自律监管需要，采用现场和非现场的方式，对可转债程序化交易报告情况进行监督检查。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

资料来源：证监会、沪深交易所公告、中国证券报、开源证券研究所

伴随估值的主动压缩，目前转债市场情绪已经有所释放；但和历史对比来看，目前的转股溢价率仍然较高，且个券的估值分化。从我们构建的转债市场情绪指标来看，市场情绪已经有所释放。但从历史对比来看，目前的转股溢价率仍然较高，尤其是部分主流平价区间的个券估值均处于历史 60%分位数以上。同时，转债市场内部的估值分化严重，同等平价区间个券的转股溢价率差异较大，部分优质个券的估值远高于市场均值。

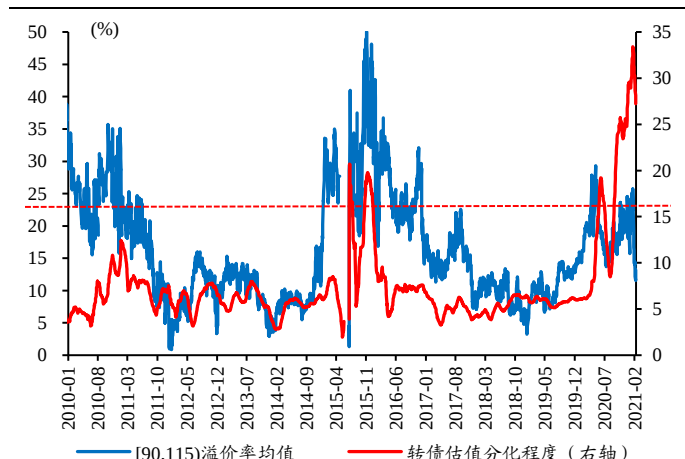
**图9：目前，市场情绪已经有所释放**


数据来源：Wind、开源证券研究所

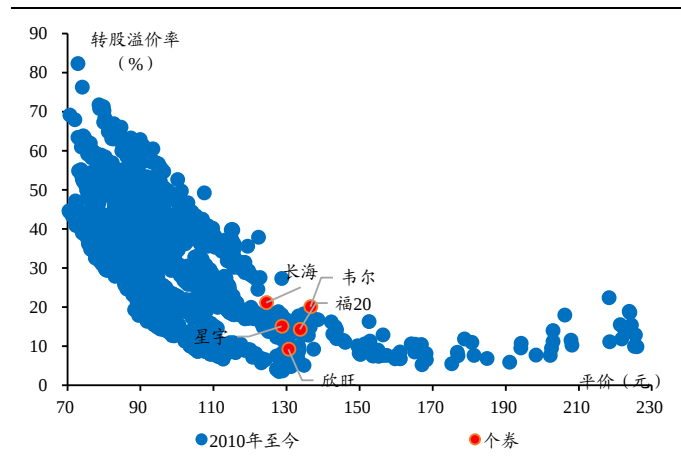
**表3：目前，主流平价区间个券估值较高**

| 平价区间            | 绝对值    |        | 2006 年至今的分位数 |        |
|-----------------|--------|--------|--------------|--------|
|                 | 市场价    | 转股溢价率  | 市场价          | 转股溢价率  |
| 0-50            | 85.53  | 116.62 | 2.10%        | 22.50% |
| 50-70 (含 50)    | 95.46  | 54.74  | 10.60%       | 12.50% |
| 70-90 (含 70)    | 105.97 | 31.75  | 43.00%       | 42.90% |
| 90-100 (含 90)   | 111.55 | 17.74  | 46.70%       | 48.70% |
| 100-110 (含 100) | 113.27 | 9.19   | 28.90%       | 34.10% |
| 110-120 (含 110) | 125.56 | 10.17  | 62.70%       | 63.20% |
| 120-130 (含 120) | 134.70 | 7.40   | 69.80%       | 68.10% |
| 130 以上          | 242.88 | 6.06   | 96.40%       | 80.90% |
| 总体              | 125.29 | 26.90  | 68.10%       | 42.90% |

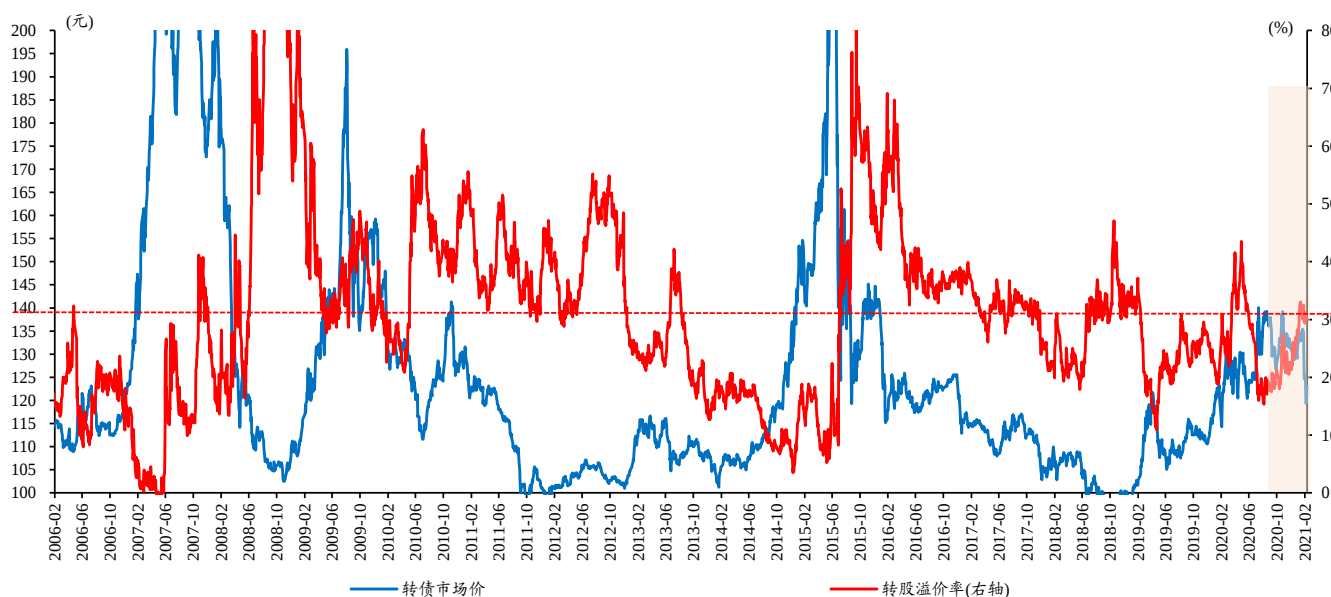
数据来源：Wind、开源证券研究所（全部样本，截至 2021/2/19）

**图10：当前，转债市场内部的估值分化较大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

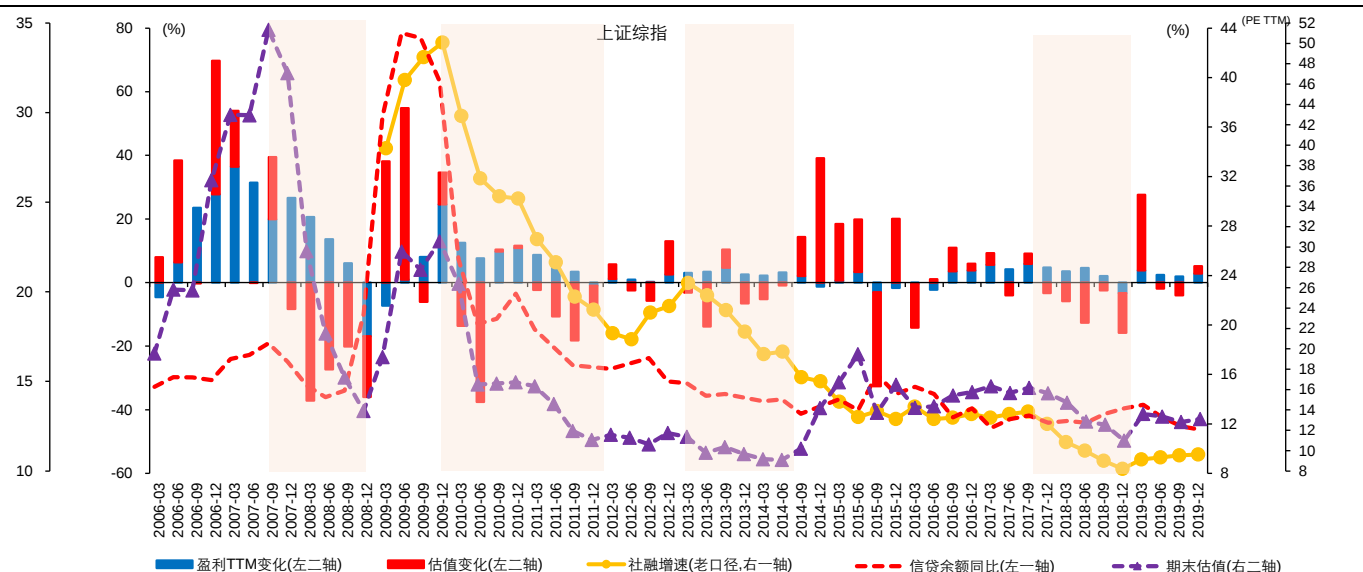
**图11：部分优质个券的估值，远高于市场均值**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12: 和历史对比来看, 转债市场处于中高价格、中高溢价率的状态**


数据来源: Wind、开源证券研究所

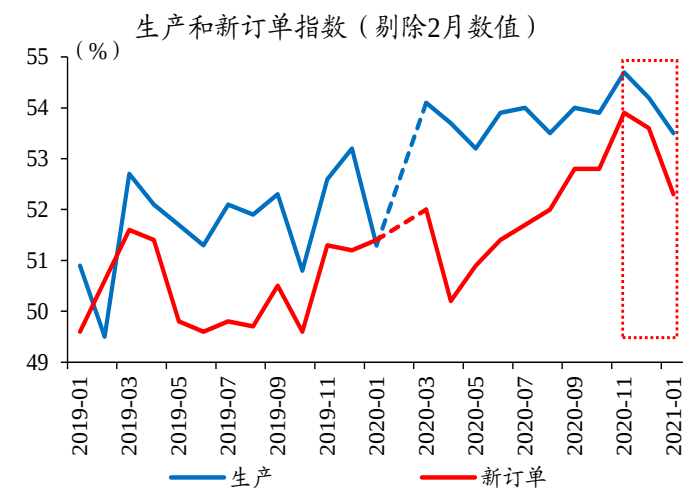
政策“退潮”、信用收缩的背景下, 需警惕高估值资产的估值压缩风险。经验显示, 进入信用收缩通道一个季度左右, 权益市场的估值一般开始阶段性承压; 尤其是在盈利快速大幅下行、估值处于高位的阶段, 估值压缩的幅度更加显著。具体板块来看, 低估值、盈利有支撑的板块估值受冲击一般较小, 高估值板块压力较大。这一背景下, 高价、高估值个券, 多会阶段性面临正股、溢价率的双重压力。例如, 2008、2010 年信用收缩阶段, 转债市场价格高、估值贵, 大量个券均面临正股和溢价率双重压力。(详细参见前期报告《信用收缩下, 估值多承压》)

**图13: 经验显示, 信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化<sup>③</sup>**


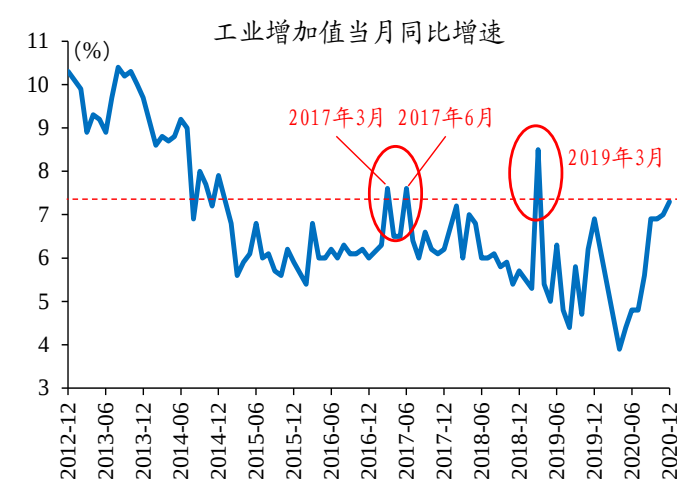
数据来源: Wind、开源证券研究所

<sup>③</sup> 信用环境的代理变量, 2010 年使用信贷余额同比, 2010 年之后使用老口径社融累计同比。

伴随经济景气见顶回落，市场的盈利预期或逐步修正，可能影响正股表现。伴随政策“退潮”、信用收缩，房地产、基建等投资需求趋于回落，PMI 生产指数等生产端景气指标也开始高位回落。同时，高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等高频指标，近期均已降至往年农历同期水平以下。供需逐步收敛下，总量经济的高点或已经出现，市场的盈利预期或有所修正，从而影响正股的表现。（详细参见前期报告《经济的高点，或已出现》）

**图14：1月，PMI生产和新订单指数双双回落**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：12月，工业增加值增速达到2015年以来的高位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，信用风险频发等，亦会阶段性干扰市场情绪，进而影响转债市场。伴随政策“退潮”、信用收缩，2021年企业贷款、债券等债务偿付压力明显上升，非标融资收缩压力也可能加大；节奏上来看，2021年上半年企业债务偿付压力较大、尤其是3月至5月，非标收缩等压力可能在年中开始加速显现。历史经验显示，中短期，信用风险可能通过影响机构流动性和正股预期两种途径，影响转债市场；中长期，转债扩容过程中，信用风险频发也可能导致市场对债性转债的定位降低。

**图16：信用风险，对转债市场的影响逻辑**
**图17：2021年信用债到期、回售集中于3月至5月**

2021年信用债到期和进入回售期规模  
12,000 亿元

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_17985](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17985)

