



# 蒋飞：2023 年可转债市场或 迎来良机



文/意见领袖专栏作家 蒋飞、贺昕煜

### 核心观点

2017年初，市场上仅有17只可转债，总市值不到400亿元。2018年开始可转债市场快速发展，无论是发行数量，还是总市值都在增长。截止2023年1月，市场上一共有487只可转债，总市值9925.4亿元。2023年预计将会有更多上市公司以可转债的方式融资，新发行可转债数量增加，可转债市场规模或将突破一万亿元。



可转债兼具股票和债券的性质，价格下限有纯债价值托底，而上涨空间较高。因其“股债双重性”的特点，可转债受到基金投资的青睐，尤其是“固收+”基金。2022年四季度，“固收+”基金可转债持仓1706.19亿元，占债券投资市值比从第三季度的10.07%大幅上升至12.10%。

可转债的“债性”体现在和利率呈现负相关关系。可转债兼具股性和债性，“进可攻、退可守”，在结构性行情中具有较好表现。我们将 2018 年至 2023 年 1 月分成了七个市场阶段，我们发现在股市熊市或震荡阶段，可转债实现了较好的相对收益，而在股市牛市阶段，绝对收益为正，但相对收益则为负。

从宏观层面来看，2023 年或是可转债市场的较好机会。首先，我们认为目前权益市场估值较低，可转债投资价值优于纯债。当前无论是沪深 300 指数的还是 A 股整体的市盈率都处在历史较低水平。其次，国内利率仍有调降空间，2023 年或降息 50bp 以上。

进入 2023 年后，可转债市场转股溢价率出现新一轮下行，说明转债市场总体“股性”正在变强，正在从“守势”转向“攻势”。我们认为，目前国内宏观环境处于增长复苏阶段，从美林时钟而言，是从债券占优向股票占优转变的阶段。这一阶段，股票和债券都还有不确定性，因而是转债建仓的较好时机。一方面，可转债既可以享受利率下行带来的纯债价值的提升。另一方面，可转债也可以埋伏等待正股价格上涨所带来的转股价值的提升。

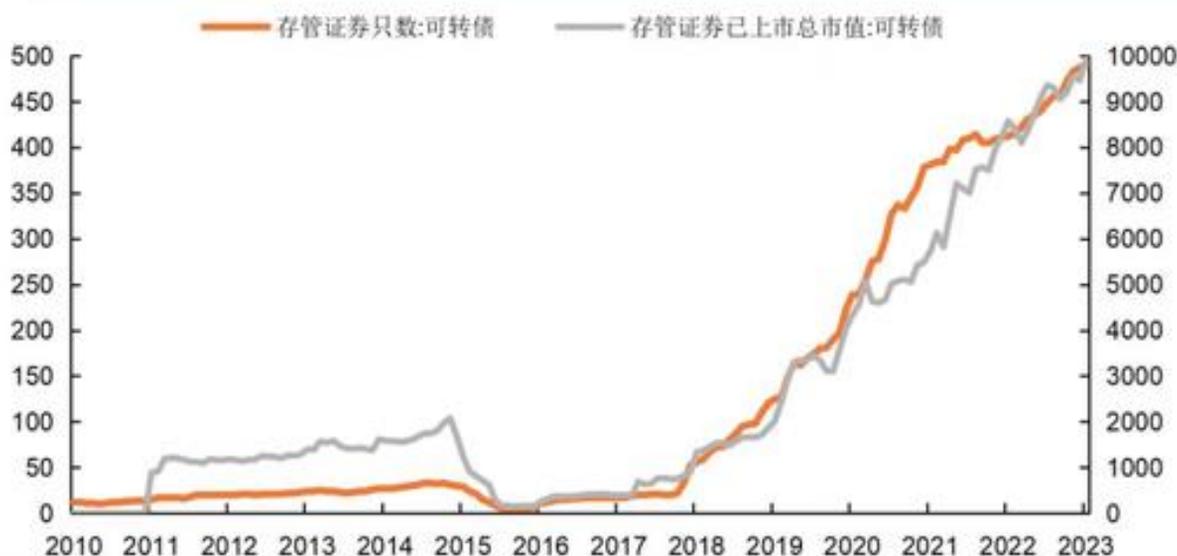
## 1

### 可转债市场规模或将突破万亿元

1992 年，深圳交易所发行了中国证券市场的第一只可转债——宝安

转债。不过因为法律法规不完善、投资者参与度不高、流动性不足等问题，可转债市场一直处于漫长且低迷的发展阶段。直到 2017 年 2 月，证监会发布“上市公司再融资新规”，定增难度加大，提高了可转债融资的吸引力。紧接着 9 月份，可转债改为信用申购，降低投资者入场门槛，增强市场流动性。2017 年初，市场上仅有 17 只可转债，总市值不到 400 亿元。制度调整后，2018 年开始可转债市场快速发展，无论是发行可转债数量，还是可转债总市值都在增长。截止 2023 年 1 月，市场上一共有 487 只可转债，总市值 9925 亿元。

图 1：可转债数量和市值



资料来源：IFIND、长城证券研究院

2022 年美国股市总市值约 24 万亿美元，可转债市场规模超过 4000 亿美元，占比约为 1.67%。而目前中国 A 股总市值约为 78 万亿元，可转债总值 9463 亿元，比例约为 1.21%。对比发达国家权益市场和可转债市场的规模，我国可转债市场仍有较大发展空间。2022 年 2 月，中国 A 股

上市公司 4412 家，约 10.6% 发行了可转债，预计将会有更多公司以可转债的方式融资。随着新发行可转债数量和已上市可转债市值增加，预计 2023 年我国可转债市场规模或将很快突破一万亿元。

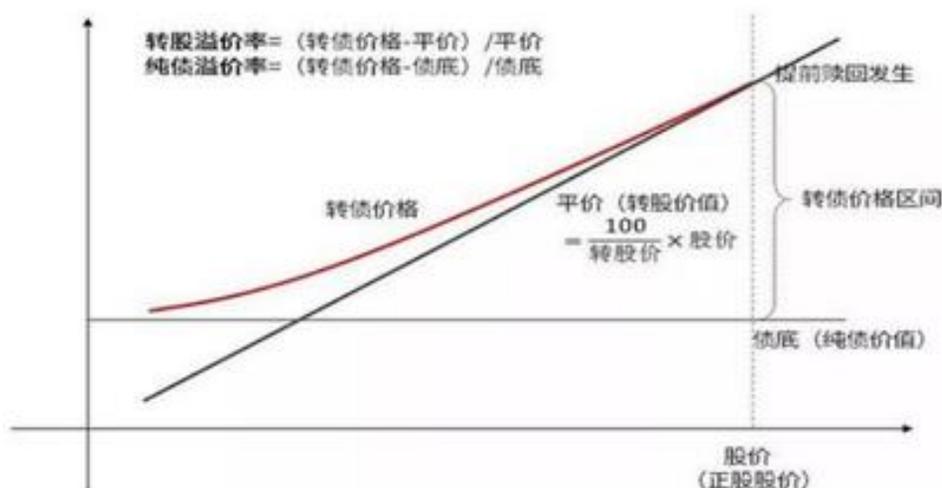
图 2：可转债发行占上市公司比例



资料来源：IFIND、长城证券研究院

可转债兼具股票和债券的性质，表现出“下有保底、上不封顶”的特点。简单来看，可转债相当于一份债券叠加一份期权。债券部分体现了可转债的债性，可转债的纯债价值就是债底，债底会根据市场利率变化而调整。期权部分体现了可转债的股性，赋予可转债较高的上涨空间。可转债价值会随着正股价格上涨而上涨。例如英科转债 2021 年 1 月 20 日最高价达到 3618 元，上市时价格仅 113 元，创造了可转债市场的历史记录。

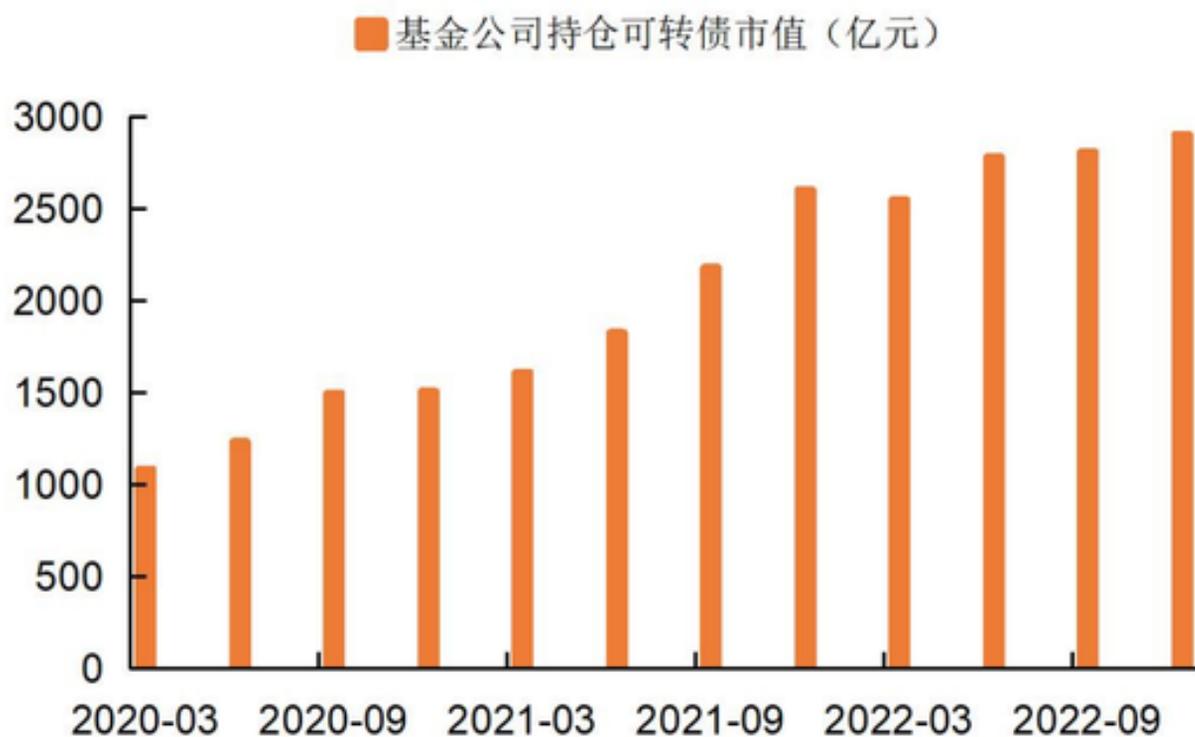
图 3：可转债价值示意图



资料来源：IFIND、长城证券研究院

因其“股债双重性”的特点，可转债受到基金投资的青睐，尤其是“固收+”基金。2020年一季度，基金公司持仓可转债市值1078.75亿元。2022年四季度，基金持仓可转债增长到了2899.05亿元，增长了168.7%。“固收+”基金（偏债混合和二级债基）持仓可转债占比在2018年-2019年迅速上升。2020年，信用违约事件频发影响了可转债市场，而且一些债券型基金要求将可转债计算入权益仓位，导致可转债占净值比有所下降。2022年四季度，“固收+”基金可转债持仓1706.19亿元，占债券投资市值比从第三季度的10.07%大幅大幅上升至12.10%。“固收+”基金配置可转债仓位提升，说明2023年可转债市场或有较好机会。

图 4：基金公司持仓可转债



资料来源：IFIND、长城证券研究院

图 5：“固收+”基金可转债占比



资料来源: IFIND、长城证券研究院

2

可转债指数和股市、债市的关系

因为 2018 年开始, 可转债市场扩容, 我们以此为起点研究可转债和股市、债市的关系。目前可转债市场共有大约 480 只可转债, 其中 AA 级

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\\_52512](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52512)

