

## 【债券周报】

## 市场结构分化（二）：平价及存续期结构

## ——可转债周报 20240325

## ❖ 平价视角下偏弱的偏债及平衡型

相较于 2022 年以来的三次类似行情：① 2022.03-2022.07，② 2022.12-2023.01，③ 2023.10，2024 年初有两个异常现象值得关注：

1) 在反弹时，偏债型转债出现两次逆势下跌，而近三次类似行情中偏债型转债与市场整体方向并未出现过明显背离。

2) 平衡型转债净值差额并未完全收敛，除了 2023 年 10 月的高平价分组也出现了未收敛的净值差额外，在反弹后各平价分组净值未现明显差异：

## 问题一：为什么偏债型转债出现背离及当前位置？

偏债型转债又可分为两类，一类是浦发、隆 22 等价值中枢稳定的，还一类是高 YTM 转债，例如利群、灵康等，后者在市场变化时表现出更大的波动性。而高 YTM 表现背离的原因在主要来自市场风格调整下的流动性抽离，导致存在信用瑕疵的偏债型转债出现了逆势回调。

从债性的整体估值指标看，当前偏债型转债估值依然处在历史偏底部位置，尤其考虑了市场利率变化的纯债溢价率均值显示当前债性估值已接近 2021 年初永煤引发市场剧烈波动的极值附近。而相较整体估值看，高 YTM 转债的 YTM 均值不降反升，当前甚至高于年初的水平，利差反在扩大。

## 问题二：为什么平衡型今年以来表现偏弱及当前位置？

相较 1 月初，平价介于 100-120 元的转债估值依然压缩较明显，也即平衡型偏弱主要系平衡型转债估值的负贡献。市场整体向上突破还待约束放开，转债市场对权益向上的弹性预期明显受到压制，而对于以波动性定价的转债股性估值而言则相对受损。

纵向比较来看，平衡型转债若以 2022 年以来位置作参考当前确在底部区间，只是考虑到期限结构在变化、市场对波动性的预期也在变化，再向前参考当前位置则相对中性，若后市权益进入震荡调整（也即权益的弱预期转为弱现实），平衡型估值或还将面临考验。相对而言偏股型转债估值压缩相对完全。

## ❖ 期限结构下的估值压缩

转债市场年龄结构正在快速崩塌中，其中 25%分位值由 2022-12-30 的 2.78 年增长至 2024-03-22 的 3.65 年，存续期超过 3 年的转债已接近 40%。

未打散日期及打散日期的测算可以得到近似的结论——随着存续期的延长，转债估值面临较大压力。按打散日期的百元溢价率看，在存续期达到 3 年以后转债估值即面临压缩的压力。

策略上，偏债型当前位置有保护，高 YTM 利差修复的机会可把握，但应自下而上着重考虑流动性及信用风险后再做择券；考虑后市权益或偏震荡，平衡型当前估值位置无明显保护，依然是需要相对规避的品种；期限结构上，临近转股期的次新券及存续超过 3 年的转债均需考虑整体性的估值压缩压力。

## ❖ 风险提示：

正股波动较大、转债估值压缩、正股业绩增长不及预期、外围市场波动等。

## 华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500886

邮箱：zhouguannan@hcyjs.com

执业编号：S0360517090002

证券分析师：张文星

邮箱：zhangwenxing@hcyjs.com

执业编号：S0360523110001

## 相关研究报告

《【华创固收】汇率会成为债市变盘点么？——转债周报 20240324》

2024-03-24

《【华创固收】存单周报（0318-0324）：4 月理财入场，存单或有修复机会》

2024-03-24

《【华创固收】逢高配置：信用短端相对优势兑现——信用周报 20240323》

2024-03-23

《【华创固收】数据开始有变化：暖意渐长——转债周报 20240322》

## 目 录

一、周度聚焦：偏弱的偏债及平衡和随期限压缩的估值 .....	4
（一）平价视角下偏弱的偏债及平衡型 .....	4
（二）期限结构下的估值压缩 .....	6
二、市场复盘：转债小幅上涨，估值延续修复.....	8
（一）周度市场行情 .....	8
（二）估值表现.....	9
三、条款及供给： 2支转债公告赎回，证监会核准转债尚可 .....	11
（一）条款：上周 2 支转债公告赎回，3 支转债公告下修 .....	11
（二）一级市场：上周无转债新券发行， 证监会核准转债尚可 .....	11
1、无转债新券发行.....	11
2、证监会核准转债尚可，待发规模约 300 亿.....	11
四、风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1 2024 年初平价分组及转债正股等权指数净值.....	4
图表 2 2022Q2 初平价分组及转债正股等权指数净值.....	4
图表 3 2022 年底平价分组及转债正股等权指数净值.....	4
图表 4 2023 年 10 月平价分组及转债正股等权指数净值.....	4
图表 5 高 YTM 转债价格表现弱于平价、债底.....	5
图表 6 相对稳定的浦发转债定价.....	5
图表 7 债性估值指标历史走势.....	5
图表 8 高 YTM 与整体债性估值的差异 (%).....	5
图表 9 平价分组反比例函数拟合转股溢价率 (%).....	6
图表 10 转债市场存续期各分位值 (年).....	7
图表 11 转债市场存续期结构.....	7
图表 12 存续期对应百元溢价率 (%，未打散日期).....	7
图表 13 存续期对应百元溢价率 (%，打散日期).....	7
图表 14 转债指数周度走势.....	8
图表 15 主要指数周度涨跌幅.....	8
图表 16 申万一级行业指数周度涨跌.....	8
图表 17 Wind 热门概念指数周度涨跌.....	8
图表 18 转债加权平均收盘价.....	9
图表 19 百元平价拟合溢价率.....	9
图表 20 转债收盘价格分布.....	9
图表 21 不同价格分位数走势.....	9
图表 22 各类型转债余额加权平均收盘价.....	10
图表 23 各类型转债余额加权平均转股溢价率.....	10
图表 24 按规模划分转债的转股溢价率走势.....	10
图表 25 按评级划分转债的转股溢价率走势.....	10
图表 26 按平价划分转债的转股溢价率.....	10
图表 27 各平价区间占比分布.....	10
图表 28 转债赎回信息 (截至 3 月 22 日).....	11
图表 29 新增董事会预案公告数量 (个).....	12
图表 30 发审委通过存续规模 (亿元).....	12
图表 31 证监会核准存续规模 (亿元).....	12
图表 32 上周新发布环节数量 (个).....	12

图表 33 16 家上市公司公开发行 A 股可转债获证监会核准 ..... 12

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/005334200114011131>