



Research and  
Development Center

## 微盘风格的修复与转债反弹的持续性

—— 可转债周度跟踪

2024年02月27日

李一爽 固定收益首席分析师  
执业编号: S1500520050002  
联系电话: +86 18817583889  
邮箱: liyishuang@cindasc.com

## 证券研究报告

## 债券研究

## 债券周报

李一爽 固定收益首席分析师  
执业编号: S1500520050002  
联系电话: +86 18817583889  
邮箱: liyishuang@cindasc.com

张弛 固定收益研究助理  
联系电话: +86 18817872149  
邮箱: zhangchi3@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 可转债市场周度跟踪

2024年02月27日

- 上周转债指数大幅上涨，但表现弱于对应正股及多数大盘指数；小规模转债及对应正股整体表现相对较强。能源、可选消费、工业行业转债领涨，金融、医疗保健、日常消费行业转债表现较弱。转债日均成交量环比小幅下滑，新券成交占比明显走低。
- 转债利差水平高位回落，低平价转债转股溢价率明显压缩。上周转债利差水平依然在高性价比区间，我们计算得到的转债全市场余额加权的年化利差水平在 4.90%，环比前一周高位回落，但仍处在历史高位；转股溢价率方面，分平价来看，各平价区间转债转股溢价率均不同程度压缩，低平价转债转股溢价率压缩幅度最大；债性、平衡型转债转股溢价率也都出现了明显压缩。
- 本轮权益市场的反弹可能与汇金公司通过申购宽基 ETF 为市场注入流动性密切相关。2月6日收盘后，汇金公司公告增持ETF，市场的几只核心宽基 ETF 场内流通份额在此前后同步出现了快速上升。从春节前最后一周的规模变化来看，汇金公司的增持可能已经蔓延到了中证 500、中证 1000 甚至是中证 2000 指数 ETF，自此微盘风格开启了显著反弹。在存量转债中，中证 2000 成份+非宽基指数成份的标的达到了约 300 只，是转债市场的核心组成部分之一，上周中证 2000 成份券和非成份券显著反弹，但从年初以来的累计表现来看，小微盘转债仍然表现偏弱；最近一周主要 ETF 份额中，中证 2000ETF 的份额也出现了持续收缩，这些现象都引发了近期对于微盘股是否仍蕴含风险的讨论。
- 本轮微盘风格的超跌以及反弹，一定程度上反应的都是当前左侧/减量市场的环境下，市场参与者对于边际流动性的博弈行为。另外近期海内外在 AI、机器人等科技成长方向的产业进展，也给这轮科技成长小/微盘股的反弹打开了空间。因此在观察到明显的市场资金取向变化或重大基本面拐点之前，我们依然不会轻言微盘反弹终止，但这更多秉持一种“看短做短”的应对策略。对于转债择券来说，一方面目前的利差水平已经回到了 1 月中旬，这或许意味着大盘风格短期存在一定止盈压力，但高性价比的实质并未改变，可等待指数震荡企稳后再提升仓位；另一方面，短期如果仍希望继续参与微盘的反弹行情，我们在年度策略中提出的高波低价策略或许是一个可参考的择券选择，经过成交量处理后的高波低价策略，截至 2 月 23 日年内绝对收益达到了 0.57%。
- 风险因素：稳增长不达预期，经济修复不达预期。

## 目录

转债指数大幅上涨，表现弱于对应正股及多数大盘指数.....	4
转债利差水平高位回落，低平价转债转股溢价率明显压缩.....	6
微盘风格的修复与转债反弹的持续性.....	8
风险因素.....	9

## 图目录

图 1: 中证转债指数、万得全 A、正股指数走势.....	4
图 2: 中证转债指数成交金额（单位：亿元）.....	4
图 3: 不同余额可转债余额加权价格走势（单位：元）.....	5
图 4: 不同余额可转债余额加权正股指数走势.....	5
图 5: 上周万得可转债行业及对应万得股票行业涨跌幅.....	5
图 6: 上周风格指数涨跌幅.....	5
图 7: 上周申万一级行业涨跌幅.....	5
图 8: 上周转债涨跌幅前五.....	5
图 9: 上周转债涨跌幅后五.....	5
图 10: 成交额前 10 转债周成交情况（左轴单位：亿元）.....	5
图 11: 上周转债成交额环比小幅下滑，低平价转债成交占比依然较高（单位：亿元）.....	6
图 12: 转债利差走势.....	7
图 13: 退市转债价格变化（单位：元）.....	7
图 14: 可转债剩余期限（单位：年）.....	7
图 15: 底价溢价率走势.....	7
图 16: 不同分位数的可转债价格走势（单位：元）.....	7
图 17: 不同分位数的可转债隐含波动率走势（单位：%）.....	7
图 18: 不同平价区间余额加权转股溢价率走势（单位：%）.....	7
图 19: 不同性质转债股性估值走势（单位：%）.....	7
图 20: 不同性质转债债性估值走势（单位：%）.....	8
图 21: 可转债市场债性估值 YTM 走势（单位：%）.....	8
图 22: 上证 50、沪深 300 和创业板指 ETF 场内流通份额变动（单位：亿份）.....	9
图 23: 中证 500、中证 1000 和中证 200ETF 场内流通份额变动（单位：亿份）.....	9
图 24: 转债标的按所属指数成分分类.....	9
图 25: 转债标的按所属指数成分涨跌幅（单位：%）.....	9
图 26: 高波低价策略加入成交额限制后的今年以来净值表现.....	9

## 转债指数大幅上涨，表现弱于对应正股及多数大盘指数

上周转债指数大幅上涨，但表现弱于对应正股及多数大盘指数。节前一周中证转债指数上涨 2.11%，我们编制的正股指数上周上涨 5.42%，万得全 A 指数上涨 5.18%，上证综指上涨 4.97%，中证 500 指数上涨 0.92%，沪深 300 指数上涨 3.71%。转债指数表现弱于对应正股及多数大盘指数。

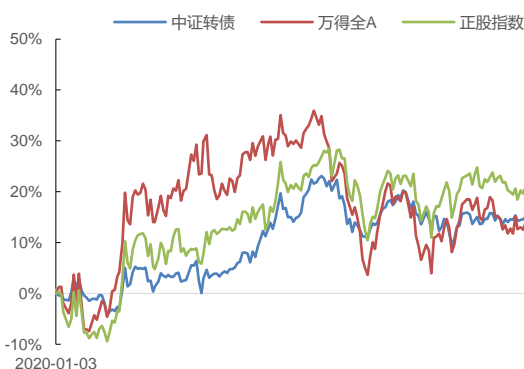
上周转债日均成交量环比小幅下滑，新券成交占比明显走低，低价转债成交占比继续回升。上周转债日均成交规模 428.17 亿，环比前一周小幅下滑。成交量前 20 的个券占全市场成交量的比率为 32.89%；上周仅锋工转债一只新券上市，上市首日涨幅 22.5%；上市 3 个月以内新券/次新券上周仅有 1 只进入全市场成交量前 20，成交占比达 3.13%。成交额方面，转股溢价率超过 50% 的个券成交额占上周前 20 名成交额之和的 29.83%，低价转债成交占比继续回升。

权益各风格指数全线上涨，高市盈率、亏损股、成长、周期风格领涨，低市盈率/市净率、绩优股、消费风格表现较弱。小规模转债及对应正股整体表现相对较强。股票风格方面，上周各类风格指数全线上涨，高市盈率、亏损股、成长、周期风格领涨，低市盈率/市净率、绩优股、消费风格表现较弱。而在转债市场，上周小规模转债余额加权价格上涨 4.00%，对应正股上涨 14.59%；中等规模转债余额加权价格上涨 2.04%，对应正股上涨 5.27%；大规模转债余额加权价格上涨 1.59%，对应正股上涨 4.25%，小规模转债及对应正股整体表现相对较强。

能源、可选消费、工业行业转债领涨，金融、医疗保健、日常消费行业转债表现较弱。上周各行业指数全线上涨，受到海外 AI 产业事件催化，传媒、计算机、通信板块领涨，医药生物、农林牧渔板块表现较弱。上周万得可转债行业指数全线上涨，其中领涨的行业是能源（5.07%）、可选消费（2.75%）、工业（2.73%），对应权益市场行业涨跌幅为 8.08%、6.05%、4.98%；表现较弱的行业是金融（1.73%）、医疗保健（1.39%）、日常消费（1.25%），对应权益市场行业涨跌幅分别为 4.48%、2.21%、3.00%。

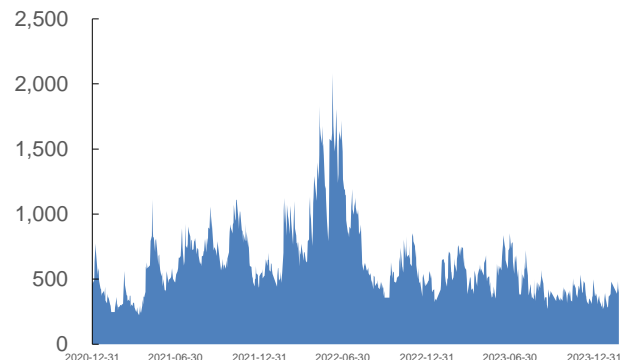
个券方面，上周涨幅排在前五（剔除上市时间少于 3 个月，下同）的是中旗（建筑材料，转债周涨跌幅 21.95%、正股周涨跌幅 15.86%，下同）、大叶（机械设备、17.02%、30.97%）、淳中（计算机、15.68%、55.88%）、中装转 2（建筑装饰、15.54%、23.33%）、平煤（煤炭、15.36%、15.29%）；上周涨幅榜后五的有科思（-2.45%、-0.21%）、恒逸转 2（-2.49%、-7.48%）、海亮（-2.57%、-12.52%）、科伦（-3.22%、-2.48%）、泰坦（-22.14%、21.63%）；上周成交额排在前三的有丝路、大秦、思特，分别成交金额 92 亿、55 亿、53 亿，分别是其正股成交金额的 2.74 倍、0.73 倍、3.21 倍。

图 1：中证转债指数、万得全 A、正股指数走势

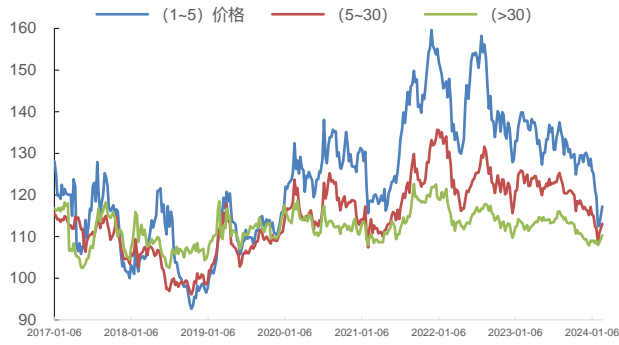


资料来源：iFind，信达证券研发中心

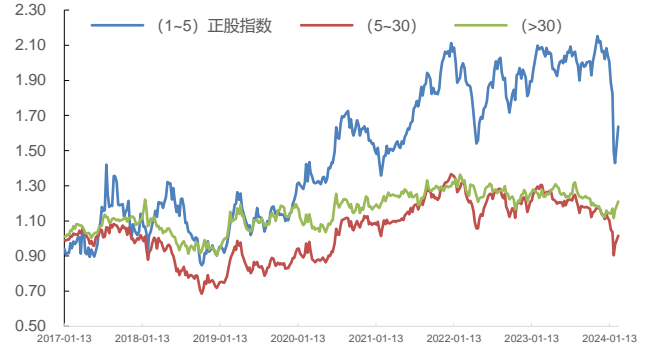
图 2：中证转债指数成交额（单位：亿元）



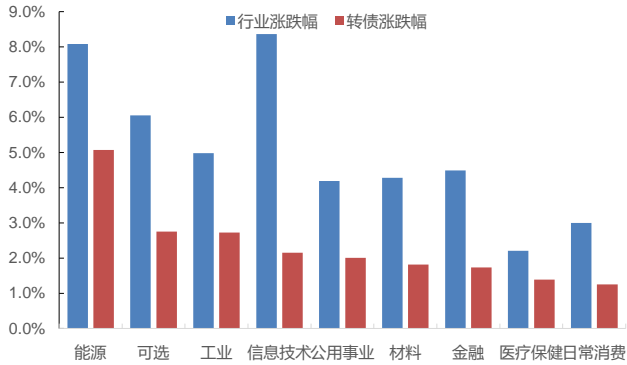
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 3：不同余额可转债余额加权价格走势（单位：元）**


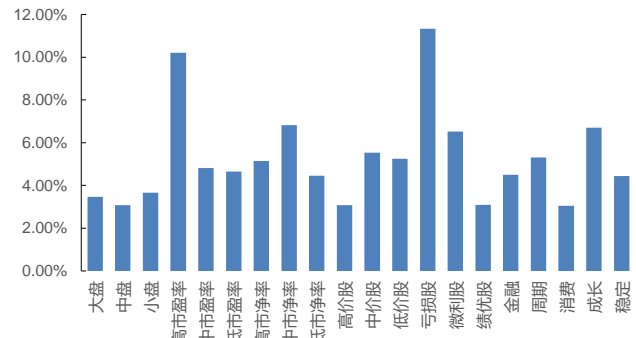
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 4：不同余额可转债余额加权正股指数走势**


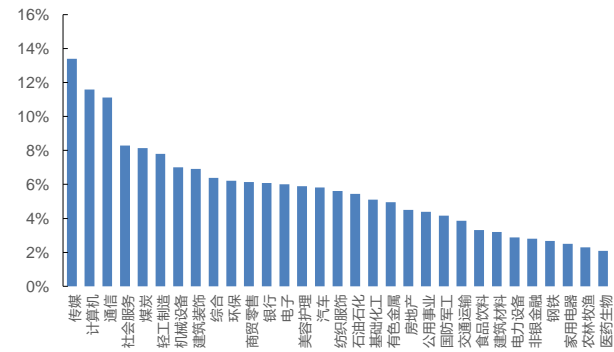
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 5：上周万得可转债行业及对应万得股票行业涨跌幅**


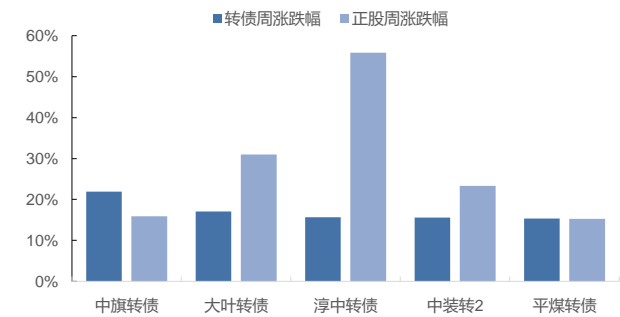
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 6：上周风格指数涨跌幅**


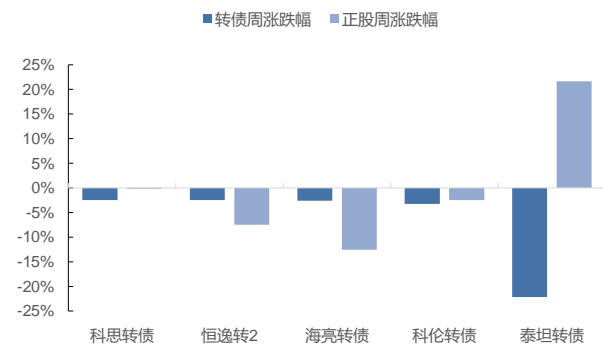
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 7：上周申万一级行业涨跌幅**


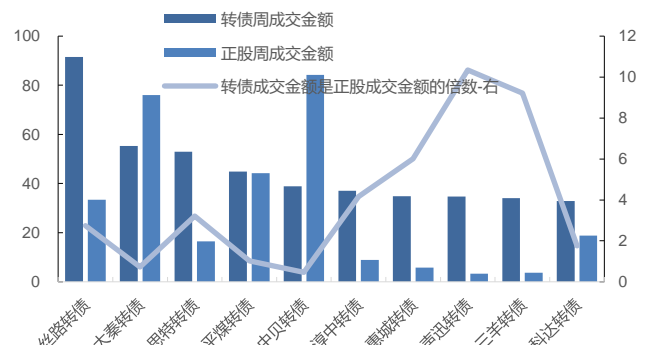
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 8：上周转债涨跌幅前五**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

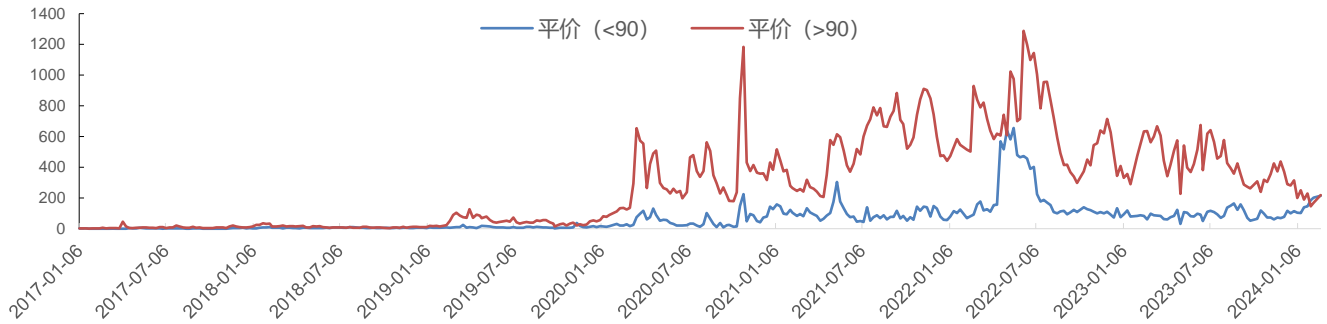
**图 9：上周转债涨跌幅后五**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 10：成交额前 10 转债周成交情况（左轴单位：亿元）**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 11：上周转债成交额环比小幅下滑，低平价转债成交占比依然较高（单位：亿元）



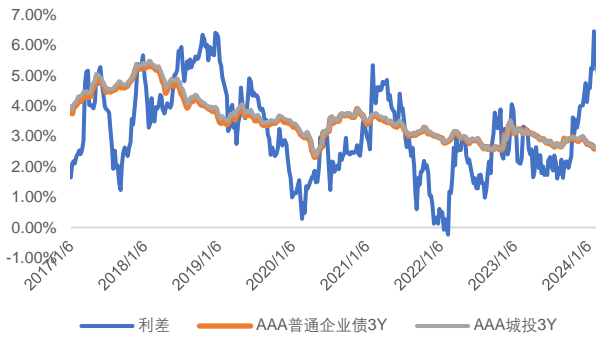
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 转债利差水平高位回落，低平价转债转股溢价率明显压缩

**转债利差水平高位回落，但仍处在历史高位，隐含波动率明显回升。**上周转债利差水平依然在高性价比区间，我们计算得到的转债全市场余额加权的年化利差水平在 4.90%，环比前一周高位回落，但仍处在历史高位（利差=转债潜在年化收益率-转债底价溢价率），利差中的几个关键变量变化如下：**1、退市转债加权价格。**上周新增 1 只退市转债，退市加权价格为 142.08 元，处于 2017 年以来 29.99%分位数；**2、可转债加权剩余期限。**上周全市场转债加权剩余期限 3.44 年，环比小幅回落；**3、底价溢价率。**上周全市场转债余额加权底价溢价率为 8.06%，经过剩余期限处理后的年化底价溢价率为 2.28%，环比上一周回升；**4、可转债余额加权平均价格。**上周转债余额加权平均价格 111.96，环比前一周 109.81 明显回升，处在 2017 年以来的 37.09%分位数。其他市场特征指标：**1、上周可转债余额加权平均隐含波动率为 21.17%，**环比前一周的 19.49%明显提升，处 2017 年以来 18.96%分位数；**2、上周可转债余额加权 YTM 为 0.49%，**环比前一周的 1.04%有所下滑。

**分平价来看，各平价区间转债转股溢价率均不同程度压缩，低平价转债转股溢价率大幅压缩。**分平价来看，上周平价小于 90 的可转债，其余额加权转股溢价率为 77.39%，环比前一周的 84.43%大幅压缩，处在 2017 年以来的 99.45%分位数；平价处在 90-110 之间的可转债，其余额加权转股溢价率为 18.57%，环比前一周 22.27%明显压缩，处在 2017 年以来的 60.44%分位数；平价处在 110-130 之间的可转债，其余额加权转股溢价率为 5.44%，环比前一周 5.51%小幅压缩，处在 2017 年以来的 32.14%分位数；平价大于 130 的可转债，其余额加权转股溢价率为 0.89%，环比前一周 1.25%有所下滑，处在 2017 年以来的 41.21%分位数。

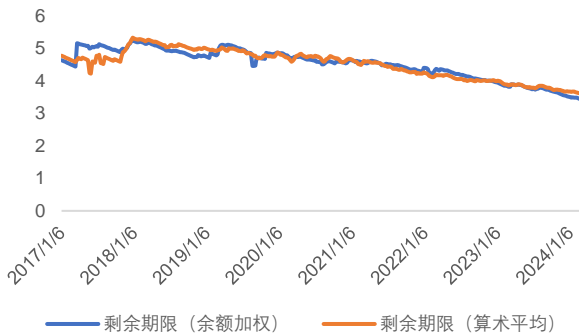
**股债与平衡型转债溢价率均有所压缩，债性、平衡型转债溢价率压缩幅度更大。**上周债性转债（平价底价溢价率小于-20%）转股溢价率为 84.35%，环比前一周的 91.45%大幅压缩，处在 2017 年以来的 94.20%分位数，纯债溢价率为 4.40%，环比前一周的 3.31%有所提升，处在 2017 年以来的 11.85%分位数；上周平衡型转债（平价底价溢价率大于-20%、小于 20%）转股溢价率为 24.55%，环比前一周 28.49%明显压缩，处在 2017 年以来的 64.92%分位数，纯债溢价率为 17.52%，环比前一周 14.73%明显提升，处在 2017 年的 17.91%分位数；上周股性转债（平价底价溢价率大于 20%）转股溢价率为 3.89%，环比前一周 4.39%有所下滑，处在 2017 年以来的 25.97%分位数，纯债溢价率为 52.70%，环比前一周 45.86%明显提升，处在 2017 年以来的 50.41%分位数。

**图 12: 转债利差走势**


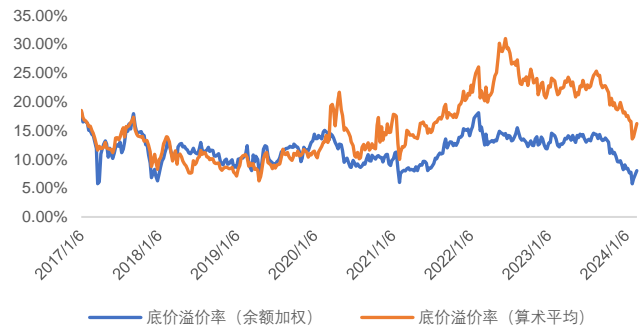
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 13: 退市转债价格变化 (单位: 元)**

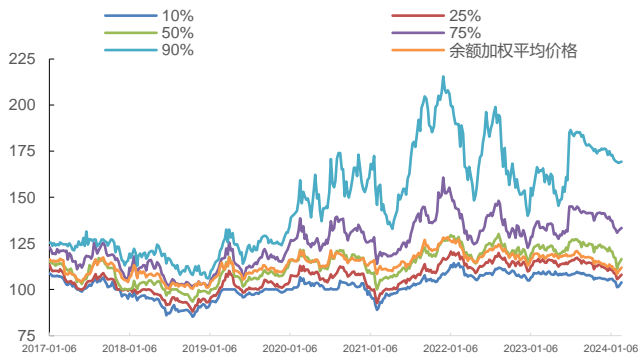

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 14: 可转债剩余期限 (单位: 年)**


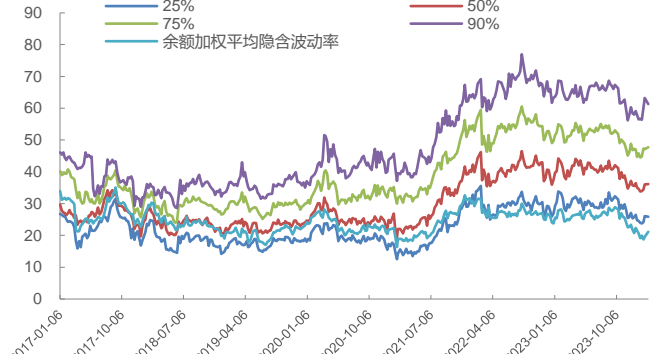
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 15: 底价溢价率走势**


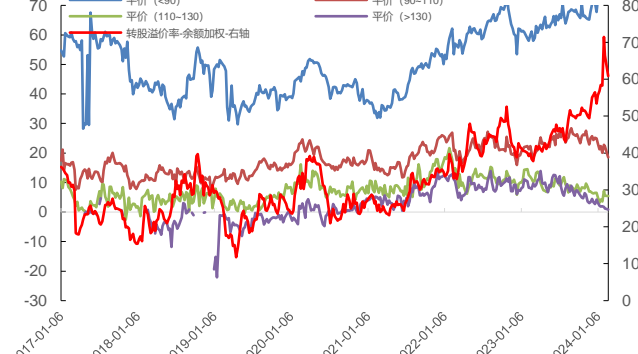
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 16: 不同分位数的可转债价格走势 (单位: 元)**


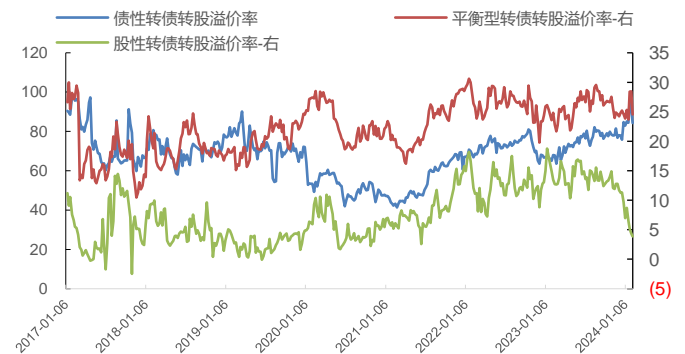
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 17: 不同分位数的可转债隐含波动率走势 (单位: %)**


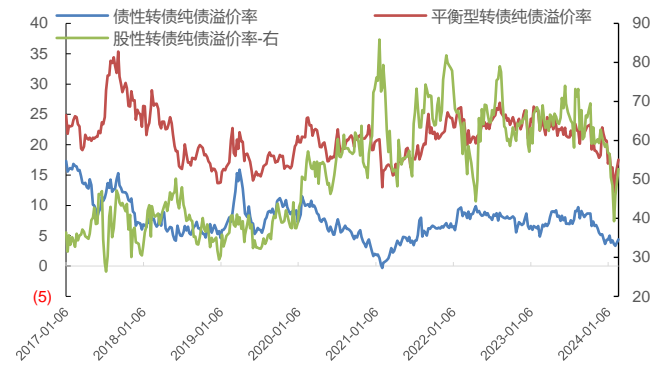
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 18: 不同平价区间余额加权转股溢价率走势 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 19: 不同性质转债股性估值走势 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 20：不同性质转债债性估值走势（单位：%）**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 21：可转债市场债性估值 YTM 走势（单位：%）**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

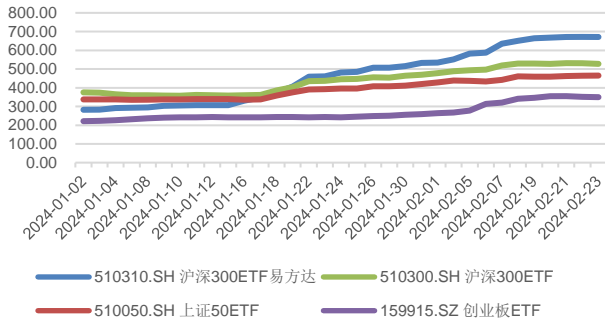
## 微盘风格的修复与转债反弹的持续性

本轮权益市场的反弹可能与汇金公司通过申购宽基 ETF 为市场注入流动性密切相关。2 月 6 日收盘后，汇金公司公告称“充分认可当前 A 股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模”，成为近期维护权益市场稳定的重要力量。而在这一时点前后，我们可以明显看到市场的几只核心宽基 ETF 场内流通份额出现了快速上升。50、300ETF 的规模从 1 月中旬以来就开始不断增长，而从春节前最后一周的规模变化来看，汇金公司的增持可能已经蔓延到了 500、1000 甚至是 2000 指数 ETF 上面，其中，中证 2000ETF（563300.SH）的场内流通份额在 2 月 8 日从 15 亿份上升至 85 亿份，自此微盘风格开启了显著反弹。

对于转债来说，微盘股的流动性缓解也是转债市场反弹的重要推动因素。我们将转债对应正股是否属于核心宽基指数成分，对转债进行分类，可以看到，当前转债市场的标的主要分布在沪深 300，中证 500，中证 1000 和中证 2000 这四个宽基指数的成份中，其中中证 2000 成分+非以上所有宽基指数成份的标达到了约 300 只，是转债市场的核心构成力量。回顾今年以来成份券的市场表现，上周中证 2000 成份券和非成份券尽管录得了亮眼涨幅，但从年初以来的累计表现来看，小微盘转债承受的冲击依然较大；最近一周主要 ETF 份额中，中证 2000ETF 的份额也出现了持续收缩，这些现象都引发了近期对于微盘股是否仍蕴含风险的讨论。

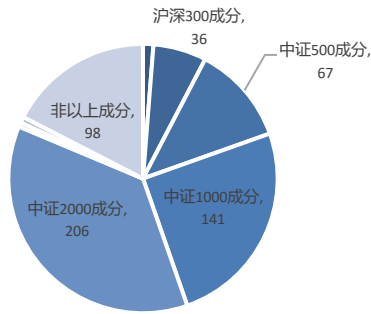
**短期问题的短期应对。**本轮微盘风格的超跌以及反弹，一定程度上反应的都是在当前左侧/减量市场的环境下，市场参与者对于边际流动性的博弈行为。1 月中下旬的微盘快速杀跌，反应了在市场极端情况下，微盘流动性缺失；而 2 月以来的反弹反应的也是 ETF 增量资金全面进入各类风格指数后对微盘流动性的补充。也就是说，无论是下跌还是上涨，在这一个多月的时间里，微盘风格在量价上体现出的市场走势，更多反应的还是市场的短期问题，那么接下来微盘风格反弹的持续性，也应当继续观察市场边际流动性的变化、增量资金的属性和参与方向。另一方面，近期海内外在 AI、机器人等科技成长方向的产业进展，也给这轮科技成长小/微盘股的反弹打开了空间。因此在观察到明显的市场资金取向变化或重大基本面拐点之前，我们依然不会轻言微盘反弹终止，更多秉持一种“看短做短”的应对策略。对于转债择券来说，一方面目前的利差水平已经回到了 1 月中旬的位置上，这或许意味着以大盘风格为代表的余额加权指数短期存在一定止盈压力，但高性价比的实质并未改变，可等待指数震荡企稳后再提升仓位；另一方面，短期如果仍希望继续参与微盘的反弹行情，我们在年度策略中提出的高波低价策略或许是一个可参考的择券选择，经过成交量处理后的高波低价策略，截至 2 月 23 日内绝对收益达到了 0.57%。

图 22: 上证 50、沪深 300 和创业板指 ETF 场内流通份额变动 (单位: 亿份)



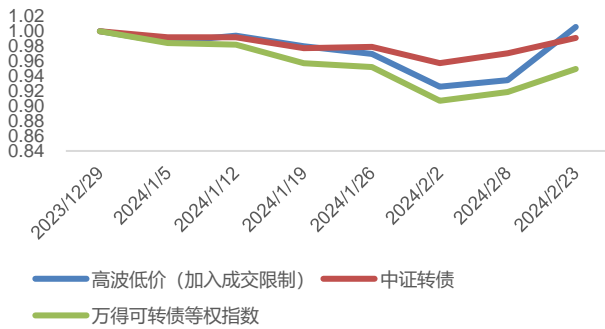
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 转债标的按所属指数成分分类



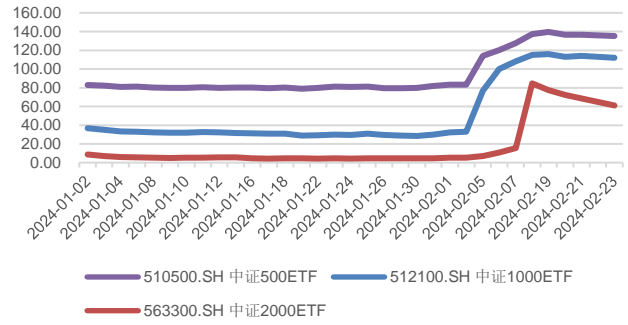
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 高波低价策略加入成交额限制后的今年以来净值表现



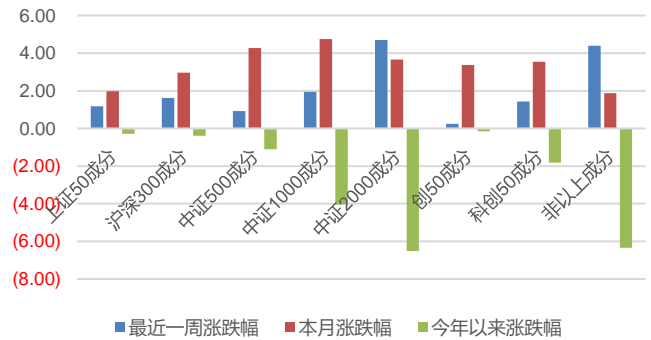
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 中证 500、中证 1000 和中证 2000ETF 场内流通份额变动 (单位: 亿份)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 转债标的按所属指数成分涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

稳增长不达预期, 经济修复不达预期。

## 研究团队简介

**李一爽**，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，9年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在国内外宏观、大类资产配置以及流动性方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

**朱金保**，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

**沈扬**，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

**张弛**，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

**芦静**，南开大学金融硕士，曾供职于评级机构、资管机构、方正证券从事信用研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。