

转债市场继续扩容，指数攀升至年内新高

——12月可转债月报
2022年01月

要点：

张坤

○ 一级市场：转债市场规模突破 7000 亿，发行结构有所变化

12月可转债共上市13只，新上市的公募可转债规模合计161.76亿元，公告新发行转债规模699.31亿元，环比上升457.1亿元。新上市可转债赚钱效应极强，上市首日涨跌幅均值为31.03%，特纸转债首日涨幅超过40%，涨幅最低的皖天转债也超过18%。21年转债发行只数同比减少较多，但结构有所变化：注册制之下，21年新发创业板转债占比提升至36.84%，同时21年科创板转债开始出现，占全年新发只数的4.4%。

百瑞信托博后工作站

○ 二级市场：转债指数攀升，成交量有所回落

截止12月末，中证转债指数环比上涨1.71%，报收于436.37点，月成交额13569亿元，转债市场年末仍处在上涨阶段，但成交额环比大幅回落。上证综指月环比上涨2.13%，报收于3639.77点。深圳成指、万得全A分别月环比上涨0.42%、1.04%，沪深300月环比上涨2.24%。总体风格偏向大盘蓝筹。行业跌多涨少，总体看传媒、建材、电力及公用事业、轻工等涨幅较大，电新、有色、汽车等行业回调。

○ 投资观点：兼顾风险与收益的均衡配置

市场预期下，高价品种期望收益高但波动太大，低价品种安全垫足但收益太低，因此兼顾风险与收益的均衡配置才是切实可行的思路。在转债估值处于历史高位的当下，相比纯低价策略和无视高估值继续高举高打，均衡配置是切实可行的应对思路。

○ 策略实盘：实盘再创新高，累计收益突破 20%

我们从2021年2月18日开始依据量化投资策略构建投资组合，进行实盘交易。在构建可转债投资组合时采用分散化管理，持有转债一般不少于20只，仓位比较集中在其中10个转债里。同时根据转债价格、正股价格、隐含波动率、持有期收益率等指标的变动，动态更新投资组合。截止2021年12月末，该策略实盘累计收益20.87%，相比上月提高3%，年化收益率24.24%。策略夏普比率和信息比率分别为2.67和0.22。

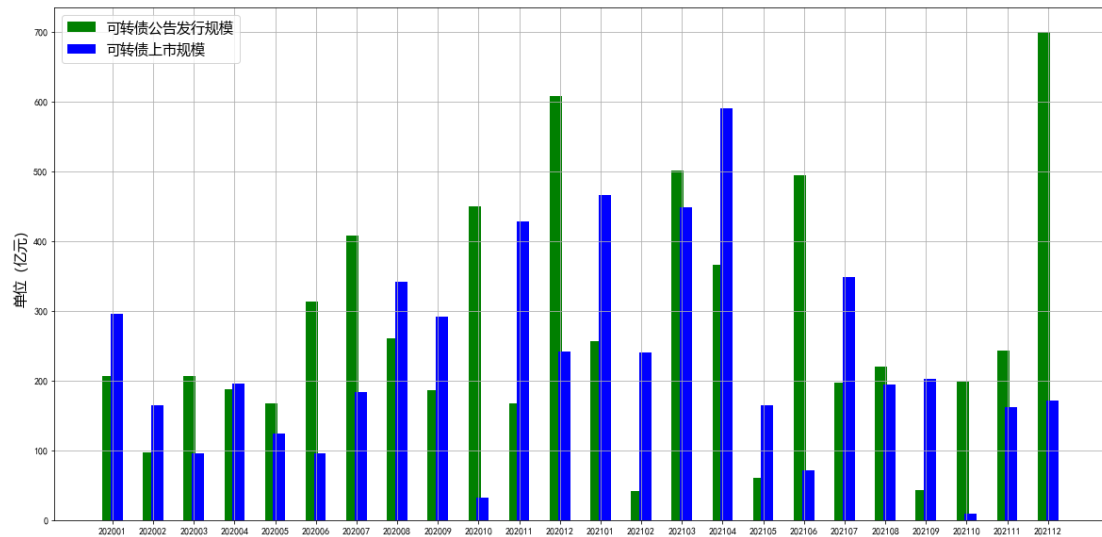
一、一级市场跟踪

1、转债市场整体规模突破 7000 亿元

2021 年 12 月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计 161.76 亿元，公告新发行转债规模 699.31 亿元，环比上升 457.1 亿元。新上市 13 只可转债分别为设研转债、麒麟转债、山玻转债、鹤 21 转债、苏租转债、皖天转债、博杰转债、华兴转债、奥飞转债、科沃转债、特纸转债、升 21 转债、甬金转债，网上中签率均值为 0.003%，相比上月大幅下降，原股东配售比例平均值为 26.20%，上市首日涨跌幅均值为 31.03%，特纸转债首日涨幅超过 40%，涨幅最低的皖天转债也超过 18%。

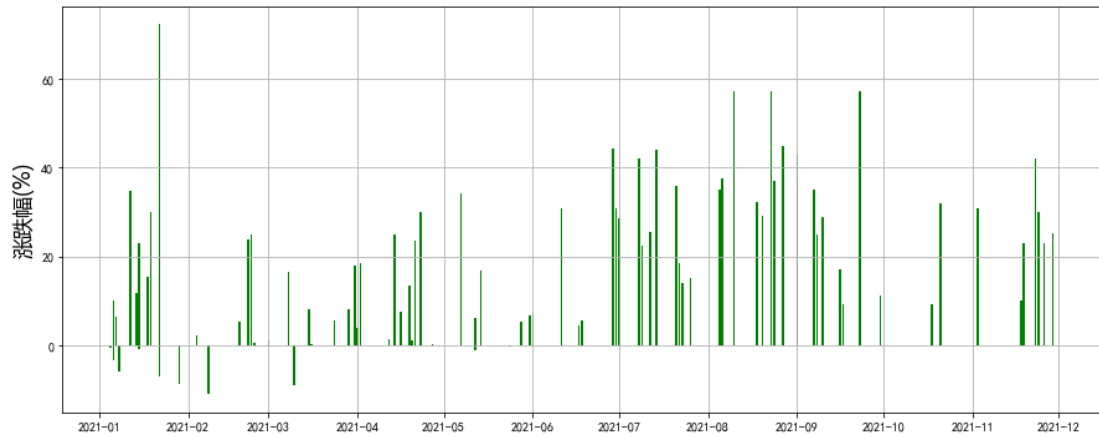
截止 12 月末，公募可转债存量 417 只，共计 7003.53 亿元，环比上涨 8.93%。债券余额存量前五位的行业分别为银行、交通运输、非银金融、电子、农林牧渔，余额分别为 2121.59 亿元、479.82 亿元、473.51 亿元、363.15 亿元、340.49 亿元。

图 1：2020 年以来可转债月度发行与上市规模



数据来源：Wind 资讯

图 2：2021 年以来可转债上市首日涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

表 1：2021 年 12 月新上市可转债基本情况

转债代码	转债名称	公司代码	公司名称	发行规模(亿元)	期限(年)	上市日期	转股起始日	初始转股价格	信用等级
111002.SH	特纸转债	605007.SH	五洲特纸	6.7	6	2021-12-30	2022-06-14	18.5	AA
113635.SH	升 21 转债	603305.SH	旭升股份	13.5	6	2021-12-30	2022-06-16	46.37	AA-
113633.SH	科沃转债	603486.SH	科沃斯	10.4	6	2021-12-29	2022-06-06	178.44	AA
123131.SZ	奥飞转债	300738.SZ	奥飞数据	6.35	6	2021-12-22	2022-06-09	22.02	A+
118003.SH	华兴转债	688001.SH	华兴源创	8	6	2021-12-20	2022-06-03	39.33	AA
127051.SZ	博杰转债	002975.SZ	博杰股份	5.26	6	2021-12-17	2022-05-23	62.17	AA-
110083.SH	苏租转债	600901.SH	江苏租赁	50	6	2021-12-10	2022-05-17	5.42	AAA
113631.SH	皖天转债	603689.SH	皖天然气	9.3	6	2021-12-10	2022-05-12	11.12	AA+
113632.SH	鹤 21 转债	603733.SH	仙鹤股份	20.5	6	2021-12-09	2022-05-23	39.09	AA
127050.SZ	麒麟转债	002984.SZ	森麒麟	21.989391	6	2021-12-06	2022-05-17	34.85	AA
111001.SH	山玻转债	605006.SH	山东玻纤	6	6	2021-12-06	2022-05-12	13.91	AA-
123130.SZ	设研转债	300732.SZ	设研院	3.76	6	2021-12-02	2022-05-17	11.24	AA

2、转债发行结构有所变化

12 月 1 日至 12 月 30 日共有 84 家公司可转债发行前情况有进展，较前月减少 2 家。其中 10 家公司通过了董事会预案，51 家公司通过了股东大会，10 家公司通过了发审委，13 家公司通过了证监会核准。证监会核准的发行人分别为中信特钢、山石网科、成都银行、永东股份、风语筑、胜蓝股份、通威股份、苏利股份、丝路视觉、豪美新材、中天精装、聚合顺、天奈科技。

21 年转债发行只数同比减少较多（20 年 192 只，21 年仅发行 114 只），但结构有所变化：注册制之下，21 年新发创业板转债占比提升至 36.84%（20 年占 27.1%，19 年占 16.9%），同时 21 年科创板转债开始出现，占全年新发只数的 4.4%。

表 2：2021 年 12 月证监会核准发行可转债

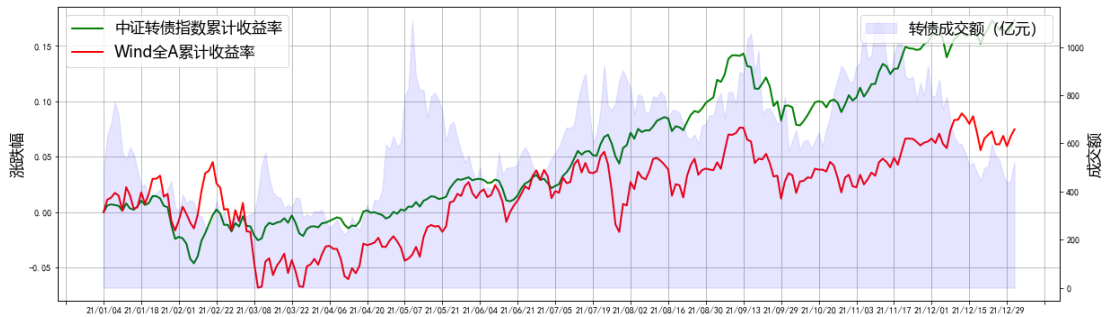
核准日期日期	公司代码	公司名称	发行规模(亿元)	发行期限(年)	申万行业
2021-12-31	000708.SZ	中信特钢	50.00	6	SW 钢铁 II
2021-12-30	688030.SH	山石网科	2.67	6	SW 计算机应用
2021-12-28	601838.SH	成都银行	80.00	6	SW 银行 II
2021-12-24	002753.SZ	永东股份	3.80	6	SW 橡胶
2021-12-24	603466.SH	风语筑	5.00	6	SW 装修装饰 II
2021-12-24	300843.SZ	胜蓝股份	3.30	6	SW 电子制造
2021-12-24	600438.SH	通威股份	120.00	6	SW 电源设备
2021-12-18	603585.SH	苏利股份	9.57	6	SW 化学制品
2021-12-11	300556.SZ	丝路视觉	2.40	6	SW 计算机应用
2021-12-09	002988.SZ	豪美新材	8.24	6	SW 工业金属
2021-12-02	002989.SZ	中天精装	5.77	6	SW 装修装饰 II
2021-12-02	605166.SH	聚合顺	2.04	6	SW 化学纤维
2021-12-01	688116.SH	天奈科技	8.30	6	SW 化学制品

二、二级市场情况

1、转债指数攀升，成交量有所回落

截止 12 月末，中证转债指数环比上涨 1.71%，报收于 436.37 点，月成交额 13569 亿元，转债市场年末仍处在上涨阶段，但成交额环比大幅回落。上证综指月环比上涨 2.13%，报收于 3639.77 点。深圳成指、万得全 A 分别月环比上涨 0.42%、1.04%，沪深 300 月环比上涨 2.24%。总体风格偏向大盘蓝筹。行业跌多涨少，总体看传媒、建材、电力及公用事业、轻工等涨幅较大，电新、有色、汽车等行业回调。

图 3：2021 年以来指数累计收益率与中证转债成交金额



数据来源：Wind 资讯

2、转债估值在高位延续

截止 12 月末，转债市场均价为 148.9 149.78，相比上月小幅下降 0.88 元。隐含波动率整体提高 0.7，月末均值为 38.05%。转债正股长短期历史波动率与隐含波动率的差值可以看作是转债市场领先信号。隐含波动率主要衡量市场情绪变化，若市场回暖，隐含波动率随之走高，市场情绪降温，隐含波动率随之降低。

一般情况下转债的平价与转股溢价率体现负相关性，伴随平价的提升转股溢价率往往会下行，但转债市场在经历了 9 月的调整后，10 月初至今转债市场平价与转股溢价率同时提升，转债估值上行明显。相比转股溢价率，隐含波动率在时间维度上可比性更强，其分位数能更好的刻画转债估值水平。考虑到不同时期股市波动率不同，使用转债加权平均隐含波动率与正股历史波动率差值度量可转债估值效果更好。三个不同的角度均表明转债估值已经处于历史高位

图 4：2021 年以来可转债波动率差值与可转债均价走势



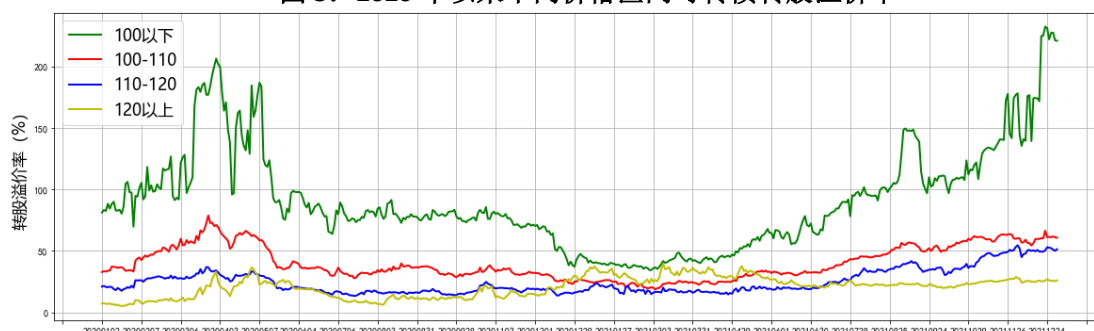
数据来源：Wind 资讯

3、可转债“上不封顶”特性愈发显著

股性估值主要反映市场的弹性，估值压缩且绝对值较低意味着市场弹性较好，未来布局机会较多；估值较高则需要警惕调整风险。随着越来越多的发行人选择不赎回可转债，可转债 130 元的理论价格上限早已不复存在。2019 年以来，在股市连续三年上涨的背景下高价转债也有亮眼表现，年化收益高达 20.6%。但高收益也伴随着高风险，2019 年以来高价转债年化波动率为 24.4%，最大回撤达到 20.5%，在历次转债压估值行情中高价转债跌幅也远高于中证转债指数。

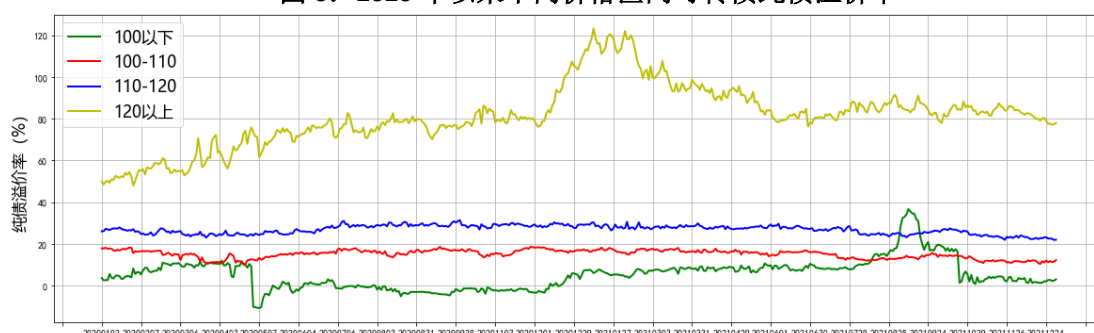
无风险利率和信用利差均处于历史低位，资产荒下转债成为债券资金追求高收益的优质选项，低价品种超额收益有限。传统的利率债和信用债已经很难满足金融机构对高收益资产的追逐，可转债属于债券大类，固收类投资者买入可转债制度上的约束远少于股票，而 2021 年 2 月以来可转债较其他债券资产表现较好，持续的赚钱效应驱动债券资金不断进入转债市场。对于“固收+”而言净值的平稳十分重要，20%的最大回撤是无法接受的，因此在当下转债估值高企的环境下，继续高举高打，无视转债估值是不现实的。

图 5：2020 年以来不同价格区间可转债转股溢价率



数据来源：Wind 资讯

图 6：2020 年以来不同价格区间可转债纯债溢价率



数据来源：Wind 资讯

4、消费板块抬头，关注龙头个券

从行业角度看，12月份转债行业涨跌各半，涨幅居前行业为食品饮料（6.32%）、医药生物（6.26%）、建筑材料（4.52%）、非银金融（4.32%）、休闲服务（3.28%）。从股票市场数据来看，申万26个行业上涨，5个行业下跌。涨幅前五的行业分别为传媒、社会服务、建筑材料、公用事业、轻工制造，涨幅分别为14.45%、13.92%、12.82%、8.94%、8.89%。跌幅居前行业为电力设备、有色金属、汽车、美容护理、国防军工，分别下跌8.58%、6.22%、4.80%、2.03%、1.01%。

板块方面，近期消费板块有抬头表现，受益于PPI往CPI传导以及促进消费的政策落地，后续关注部分细分领域的龙头个股；中游制造业受益于上游成本端控制以及下游需求增长，叠加新能源主题，或有持续表现，但同时应注意短期价格过高的回调风险；清洁能源的成本下降以及政策支持的利好，持续逢低配置；金融板块具有边际改善，估值修复的投资机会。

图 7：申万一级行业 12 月份涨跌情况

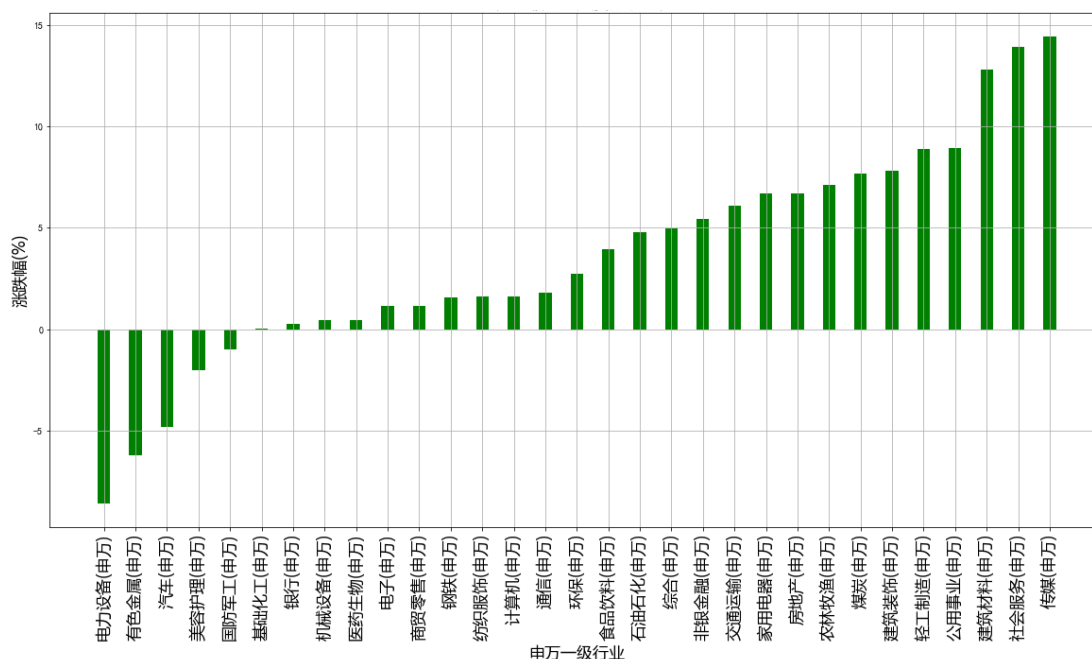
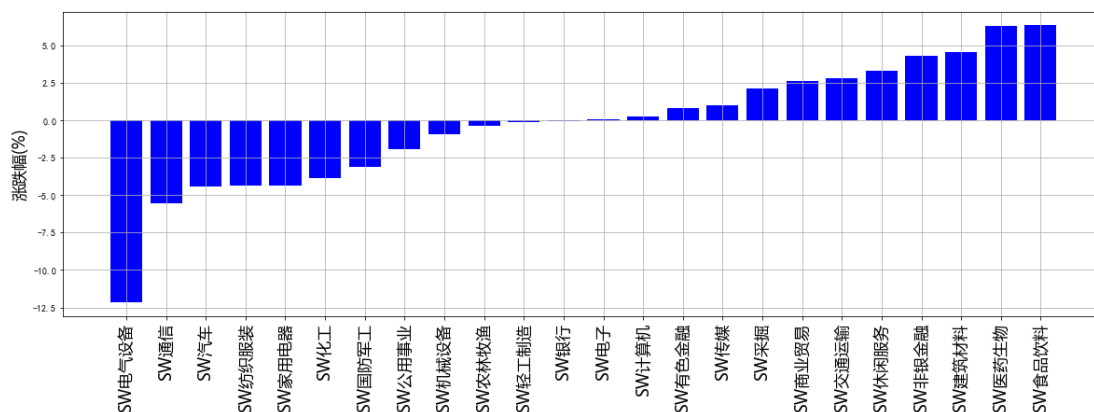


图 8：申万可转债行业 12 月份涨跌情况



三、投资建议及策略实盘

1、兼顾风险与收益的均衡配置

展望 2022 年，市场振幅将加大，指数振幅向历史均值回归是大概率的事，全年收益率预期需下调。但岁末年初行情值得期待，各方面积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前，并且 ROE 盈利周期尚处于回升中，开年投资者的风险偏好相对更高。然而在流动性较宽裕的情况下还是维持高位波动的状态，目前市场依然担心大小票风格是否会切换，进而对转债市场产生影响。

在这种市场预期下，高价品种期望收益高但波动太大，低价品种安全垫足但收益太低，因此兼顾风险与收益的均衡配置才是切实可行的思路。在转债估值处于历史高位的当下，相比纯低价策略和无视高估值继续高举高打，均衡配置是切实可行的应对思路。而均衡配置可以通过以下两种方式实现：1. 着眼平衡型，选 120 左右的品种；2. 配两头，构建高价+低价的投资组合。当前平衡型转债相比高价品种和低价品种均缺乏性价比，配两头、构建高价+低价的投资组合是目前市场环境下的占优策略。

2、实盘策略再创新高，累计收益突破 20%

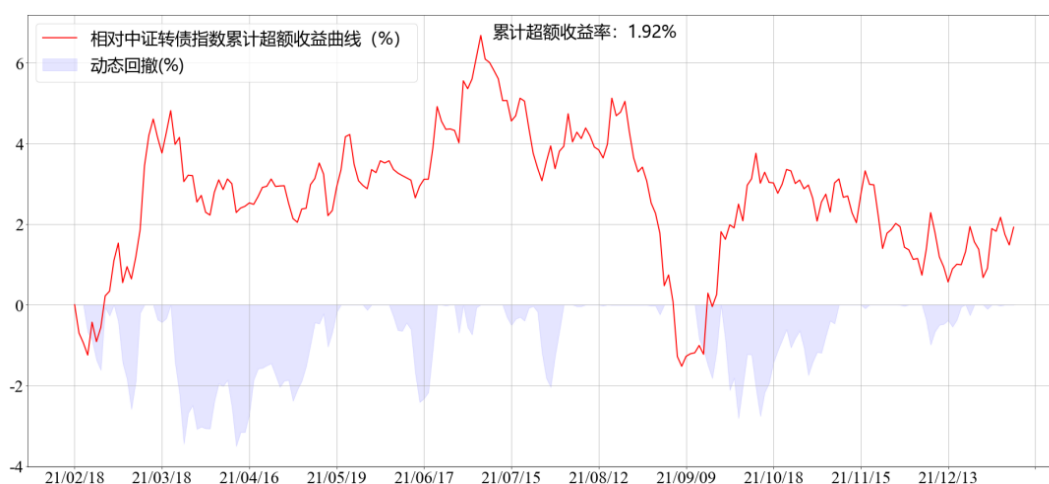
我们从 2021 年 2 月 18 日开始依据量化投资策略构建投资组合，进行实盘交易。在构建可转债投资组合时采用分散化管理，持有转债一般不少于 20 只，仓位比较集中在其中 10 个转债里。同时根据转债价格、正股价格、隐含波动率、持有期收益率等指标的变动，动态更新投资组合。10 月中旬开始，实盘策略仓

位逐步下调，但是在风险可控基础上提高交易频率。截止 2021 年 12 月末，实现累计收益 20.87 17.87%，相比上月提高 3%，年化收益率 24.24%。策略夏普比率和信息比率分别为 2.67 和 0.22。从风险角度，策略实盘收益年化波动率 8.33%，最大回撤-3.5%，较好的实现了风险控制，表现相当稳健。

图 9：转债策略实盘收益情况



图 10：转债策略超额收益及回撤图



四、风险提示

经济复苏低于预期、权益市场大幅波动、流动性风险、政策不及预期等。