



2022年09月23日

## 可转债系列专题一：可转债市场策略介绍

张雪慧 投资咨询从业资格号：Z0015363 Zhangxuehui022447@gtjas.com

陆敏达（联系人） 从业资格号：F03087158 luminda024805@gtjas.com

### 报告导读：

近年来随着定增限制的严格和可转债市场的扩容，可转债因其“进可攻、退可守”的特点得到市场广泛关注。作为一类较为复杂的资产，可转债含有转股价格向下修正条款、赎回条款、回售条款等规定，兼具股性与债性，在正股价格的不同表现下，可转债也呈现出不同的收益风险特征。

作为可转债系列专题的首篇，我们从可转债的特点出发，介绍常用的分析指标，并梳理市场常用策略。

可转债常用的分析指标可分成基于股性的转股价值和转股溢价率，基于债性的纯债价值和纯债溢价率，以及基于综合特征的平价底价溢价率和隐含波动率。

常见的可转债市场策略可分为多头类策略、套利类策略和事件性策略三大类，还有一些较为少见的策略，如网格交易、做市策略、T0策略和场外期权增强策略。可转债多头类策略是市场最主流的策略，根据筛选方式的不同又可以划分为量化多头策略和主观多头策略两种，量化多头通过量化的方式选择可转债标的，用程序化的方式进行投资，可分为因子选券和轮动策略；主观多头则着眼于公司基本面、市场风格、行业特征等，利用可转债的衍生品属性进行交易，实现更佳的风险收益结构；套利类策略主要包括进行轮动对冲的另类的Alpha策略、溢价率统计套利和折价套利；可转债的事件性策略主要可分成条款博弈，以及基于上市首日转债价格上涨预期的打新和抢权配售两大类。

### 风险提示：

监管政策变化超预期、流动性及市场容量变化超预期

# 目录

1. 可转债简介.....	3
1.1 什么是可转债? .....	3
1.2 可转债分析指标 .....	3
1.2.1 股性分析指标.....	3
1.2.2 债性分析指标.....	4
1.2.3 综合分析指标.....	4
1.3 可转债的交易特点.....	4
2. 市场策略介绍.....	4
2.1 多头类策略.....	4
2.1.1 量化多头.....	5
2.1.2 主观多头.....	6
2.2 套利类策略.....	6
2.2.1 轮动策略+对冲.....	6
2.2.2 溢价率统计套利.....	6
2.2.3 折价套利.....	7
2.3 事件性策略.....	8
2.3.1 条款博弈.....	8
2.3.2 上市策略.....	8
2.4 其他策略.....	9
2.4.1 网格交易.....	9
2.4.2 做市策略.....	9
2.4.3 TO 策略.....	10
2.4.4 场外期权增强策略.....	10

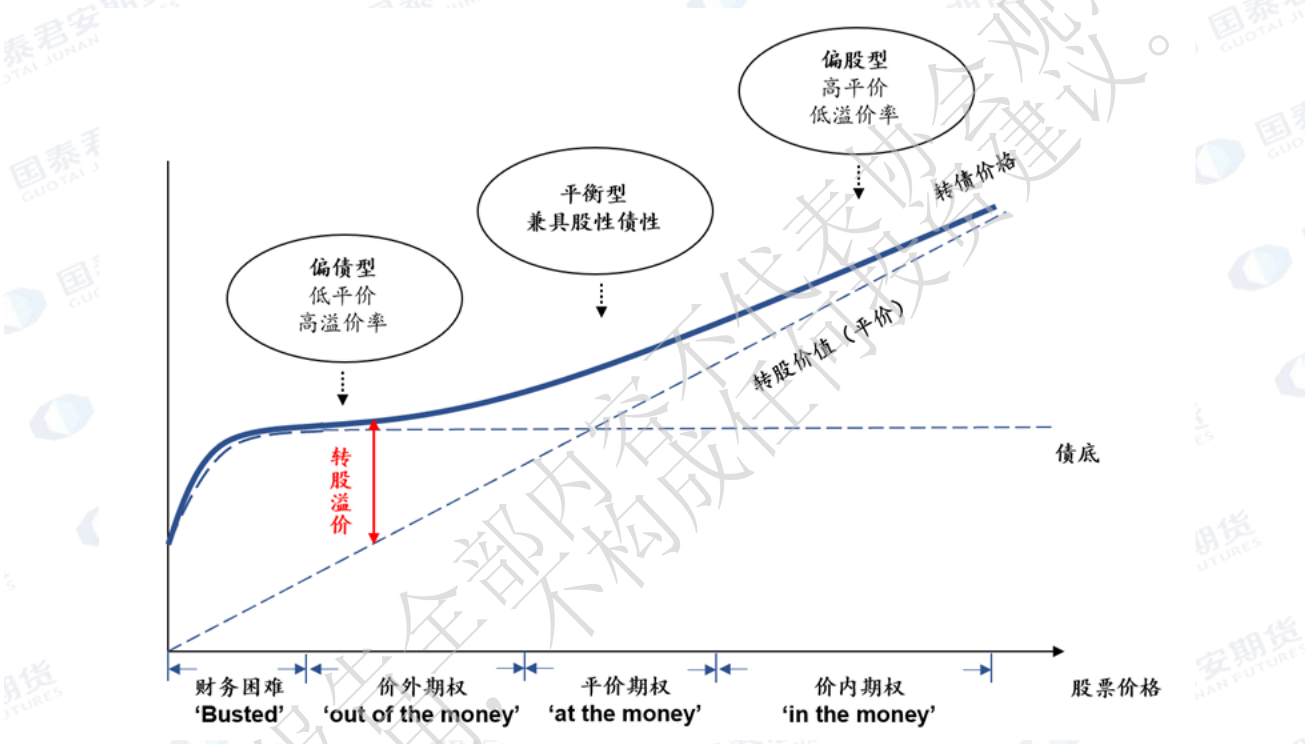
(正文)

## 1. 可转债简介

### 1.1 什么是可转债？

可转债全称“可转换公司债券”，是指在一定时间内可以按照既定的转股价格转换为指定股票（即所谓“正股”）的债券。一种常见的简化理解是将转债看作“普通债券+美式看涨期权”的组合，转债价格和纯债价值的差额构成了期权的价值。

图 1：可转债的收益特征



资料来源：Barclays，国泰君安期货研究

可转债具有债权与股权双重特征，既有确定的债券期限以及定期息率，能够为投资者提供稳定的利息收入和还本保证，同时其股性的特征又可能为持有者带来超额收益，具有“进可攻、退可守”的独特优势，从而避免了股票风险大和债券收益低的缺点。

### 1.2 可转债分析指标

#### 1.2.1 股性分析指标

**转股价值**又称为**平价**，是指当前每 100 元转债转换成股票的价值，具体计算如下：

$$\text{转股价值} = 100 \times \frac{\text{当前正股价格}}{\text{当前转股价格}}$$

**转股溢价率**是指当前转债市场价格高于转债转股价值的比例。当**转股溢价率**越低时，转债价格和转股价值越接近，转债股性越强，转债的价格对正股的价格波动越敏感。当**转股溢价率**越高时，转股债性越强。

$$\text{转股溢价率} = \frac{\text{转债价格}}{\text{转股价值}} - 1$$

### 1.2.2 债性分析指标

**纯债价值**又称**债底**，是指在不考虑转债提前赎回、回售或转股的情况下，将转债各期的现金流，根据同期限、同评级的企业债券到期收益率进行贴现，所得贴现值之和即为当前时点转债的纯债价值。

**纯债溢价率**是指当前转债价格高于纯债价值的比例。**当纯债溢价率越低时**，转债价格和纯债价值相当，转债债性越强，债底对转债的保护越大。当纯债溢价率越高时，转债的债性越弱，债底对转债的支撑作用越弱，转债受正股的影响越大。

$$\text{纯债溢价率} = \frac{\text{转债价格}}{\text{纯债价值}} - 1$$

### 1.2.3 综合分析指标

**平价底价溢价率**是指转股价值（平价）高于纯债价值（债底）的比例。Wind 根据平价底价溢价率将转债划分成三类风格：平价底价溢价率大于 1.2 为偏股型转债，介于 0.8 和 1.2 之间为混合型转债，小于 0.8 为偏债型转债。

$$\text{平价底价溢价率} = \frac{\text{转股价值}}{\text{转债价值}}$$

**转债的隐含波动率**是指将转债当前交易价格与转股价格、无风险利率、到期时间等参数带入估值模型反推出来的波动率。

## 1.3 可转债的交易特点

1: **T+0 交易**: 当日买入的可转债当日即可卖出。

2: **无涨跌停**: 可转债原则上无涨跌幅限制，但沪深交易所均设置了盘中临时停牌。盘中成交价格较前收盘价首次上涨或下跌达到或超过 20% 的，临时停牌 30 分钟；盘中成交价较前收盘价首次上涨或下跌达到 30% 的，临时停牌到 14:57；临时停牌时间跨越 14:57，则在 14:57 分复牌，并对已经接受的申报进行复牌集合竞价，再进行收盘集合竞价。

3: **无印花税**: 只收取交易佣金。

## 2. 市场策略介绍

常见的可转债市场策略可分为多头类策略、套利类策略和事件性策略三大类，还有一些较为少见的策略，如网格交易、做市策略、T0 策略和场外期权增强策略。

### 2.1 多头类策略

可转债多头类策略是市场最主流的策略，是指通过特定的方式筛选出当前价格被低估或者预期表现优

异的可转债标的进行投资的策略。根据筛选方式的不同，多头策略又可以划分为量化多头策略和主观多头策略两种。

### 2.1.1 量化多头

量化多头策略是指通过量化的方式来选择可转债标的，用程序化的方式进行投资的策略。可转债的量化多头包括因子选券、轮动策略以及双低策略。

#### 2.1.1.1 因子选券

可转债的多因子选券整体上与传统的股票多因子选股模型类似，即都是通过因子挖掘、测试、筛选、组合和优化，根据因子对标的收益率的预测能力，筛选出未来可能上涨的标的进行投资。可转债兼备债性和股性，一方面，可转债价格与正股价格具有联动性，正股价格的涨跌可能驱动可转债价格的变动，因此对正股收益率有预测能力的因子也可能对可转债收益率有预测能力。另一方面，可转债又有别于正股，因此存在特定的因子对可转债收益率具备预测能力。

表 1：转债因子分类

	基本面/估值因子	动量因子
正股因子	<b>正股基本面因子：</b> 选股逻辑，通过公司基本面因子筛选，收益来源主要依赖于平价，因子有效性依赖于因子选股能力。	<b>正股动量因子：</b> 利用转债对正股信息反应可能滞后的现象，基于正股的量价信息选债。
转债因子	<b>转债估值因子：</b> 利用转债的定价误差获取超额收益。	<b>转债动量因子：</b> 基于转债的量价信息，选取价格上涨快、交易热度高的转债进行配置。

资料来源：国泰君安期货研究

策略的风险在于因子可能失效且部分因子在正股效果更好。多因子模型通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时，其预测能力也会受到影响；多因子模型是建立在市场无效或者弱有效的前提之下，随着更多投资者利用类似的方法分析和操作，交易拥挤度的提升可能会使得部分因子失效；部分基本面因子的超额收益在转债上的表现不如正股。

#### 2.1.1.2 轮动策略

轮动策略是按指标选取一定数量的可转债标的进行组合持有并轮动调仓。针对于可转债而言，可关注转债价格、YTM、纯债溢价率、转股溢价率等指标，也有通过定价模型对于市场上所有的可转债价格估算，以定价和实际价格的偏离程度排序。动态调仓的条件可设为定期按照指标进行调入调出，或根据特定阈值进行仓位调整。

**双低策略**是一种典型的轮动策略，兼顾了价格与估值，兼具防御性和进攻性，其基本思路是选取转债价格低和转股溢价率低的标的进行组合持有，再根据一定标准进行动态的调整、轮动，其核心指标为双低系数。

$$\text{双低系数} = \text{转债价格} + \text{转股溢价率} \times 100$$

转债价格低意味着债性强，在有债底保护的同时，低转股溢价率可以使得正股价格的上涨较好地带动转债价格上涨。策略相对较为简单，但是由于估值持续攀升，市面上具备双低属性的可转债数量有限。策略虽然逻辑明了，操作简单，但只在少数时间表现较为理想，且出现过高位较大幅度的回撤。

### 2.1.2 主观多头

主观多头通过对公司基本面、市场风格、行业特征等进行研判，利用可转债的衍生品属性进行交易，实现更佳的风险收益结构，通常可以从宏观、行业和公司三个方面着手：1) 宏观经济分析：主要是研究当前的各项经济政策与经济指标对市场、行业和公司的影响；2) 行业分析：分析行业的发展前景，挖掘行业热点并在风口上寻找投资机会；3) 公司分析：聚焦公司行业地位，业务水平，财务状况和股东组成等方面，发掘公司的投资价值。

主观多头中可根据风格不同进行细分。一类从正股的潜在收益出发，此类标的在可转债中数量较少，且由于正股预期高，转债通常呈现较高溢价的特点，并且赎回条款的存在可能导致优质的可转债存续时间较短，效果可能不如正股；另一类则对市场风格有所判断，筛选热点、具备成长性的行业，此类正股的潜在收益空间和弹性都可能更大，也更能发挥可转债的特征，此类策略潜在的信用风险更高、波动更大，通常通过增加配置数量的方式分散风险，以赚取行业或板块 Beta 为主。

## 2.2 套利类策略

### 2.2.1 轮动策略+对冲

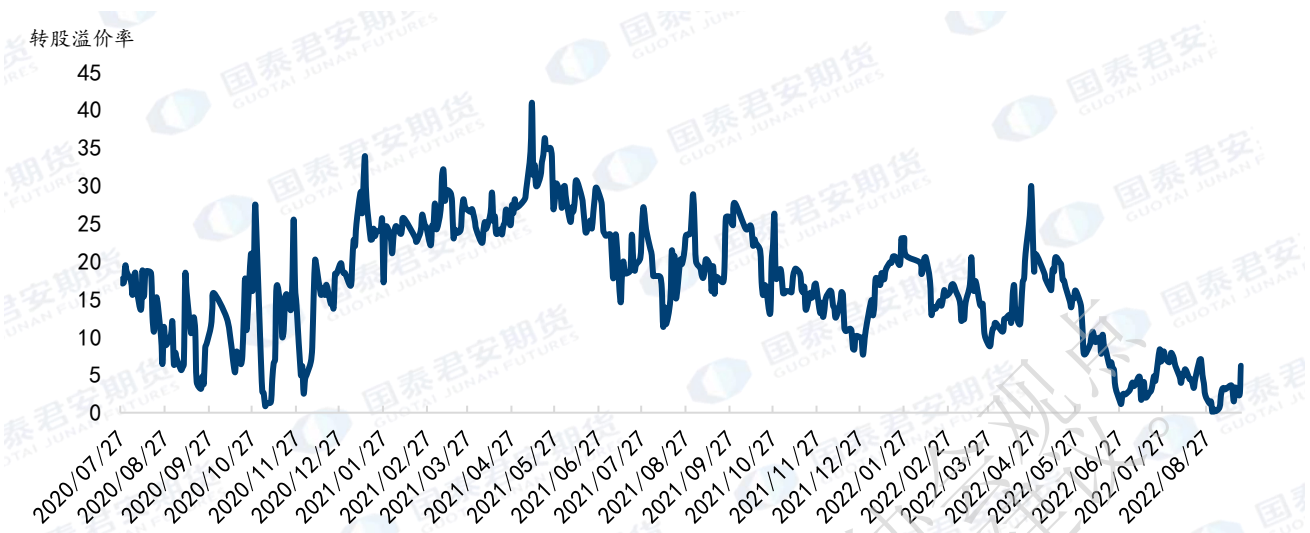
在轮动策略的基础上通过融券或股指期货等工具进行对冲，赚取相对稳定的收益，是一种另类的 Alpha 策略。

通过相关性较高的股票进行融券对冲或股指期货进行对冲需关注可转债本身面临的利率风险、信用风险、条款风险等，以及跟踪误差可能导致对冲效果不佳。

### 2.2.2 溢价率统计套利

对可转债的转股溢价率进行统计分析，根据统计规律构建交易模型，获取转股溢价率波动收益。策略在转股溢价率低点时买入可转债并做空股指期货，待转股溢价率高点时卖出可转债，买入股票/股指期货，随着转股溢价率的波动进行交易。随着机构参与者增多，溢价率套利机会和空间减少。

图 2：美联转债转股溢价率走势



资料来源：同花顺、国泰君安期货研究

策略的风险在于统计套利可能出现均值不回归，市场风格可能改变导致统计特征改变，以及对冲风险的存在。

### 2.2.3 折价套利

在转债进入转股期后，若转债的转股溢价率为负，即转债的价格低于转股价值，则可以买入转债后直接转换为股票卖出，获得折价利润。转股溢价率为负时才存在套利空间，且考虑到交易成本，-1%以上才可以考虑入场。策略的风险在于转股后 T+1 日才可卖出，投资者需承担次日股价下跌的风险。溢价率为负的情况出现次数较少且持续时间短。

若投资者持有可转债的正股，则可在转股溢价率为负的时候卖出正股买入可转债，此时折价套利相当于高价卖出股票，同时通过可转债转股的方式低价买入，风险进一步降低。

在进行折价套利的同时，为了防范次日股价大幅下跌的风险，也可选择融券做空正股，但策略成本和要求的折价率进一步提高。

图 3：蒙电转债 2021 年频繁出现转股溢价为负后发行方强赎



资料来源：同花顺、国泰君安期货研究

## 2.3 事件性策略

可转债的事件性策略主要可分成条款博弈，以及基于上市首日转债价格上涨预期的打新和抢权配售两大类。

### 2.3.1 条款博弈

可转债存在下修、赎回、回售等相较其它资产而言较为复杂的条款，当可转债发生此类事件时，均可能对其价格产生一定影响。其中转股价格向下修正条款是条款博弈策略的重点。

下修条款指的是转股价格向下修正条款，是可转债发行方在特定条件下对转股价格进行向下修正的权利。下修条款一般在发行公告中明确规定，采用的典型规则为“在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续 n 个交易日中有 m 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 x% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。”修正后的转股价格按《上市公司证券发行管理办法（2020 年修订版）》规定应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，同时，部分公司修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

一般而言，转股价格下修后平价上升，股性增强，可转债价格随之上升。但若下修失败或下修不到位，与市场预期出现偏离，可转债价格可能出现下跌。

策略的风险在于转股价格下修是发行方的权利而非义务，达到下修标准后公司是否下修以及何时下修具有不确定性，若下修失败或不到位，可转债价格存在下跌风险。

### 2.3.2 上市策略

#### 2.3.2.1 打新策略

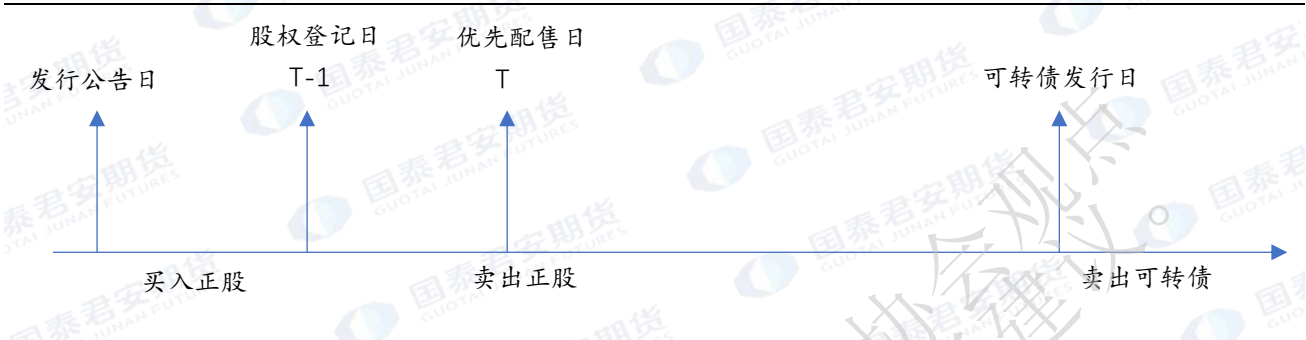
可转债的申购可分为网上/网下两种方式。网上申购主要针对普通交易者，通过证券交易所网上交易系统进行的公开申购；而网下申购只有机构投资者才可以参与，投资者基于对可转债的条款和正股情况的分析，可对定价合适的可转债进行网下申购，等待上市后卖出获取收益。

策略的风险主要在于可转债发行及交易等相关政策出现重大调整，以及定增相关政策的放宽。

### 2.3.2.2 抢权配售

随着参与可转债打新策略的投资者增加，新债的中签率随之下降。而上市公司发行可转债时，为防止原股东股权被稀释，股东享受转债配售权，有些投资者会在股权登记日之前买入正股，并在登记日之后将持有的正股卖出，以获得可转债的配售权，并在可转债上市后卖出获利。

图 4：抢权配售策略流程图



资料来源：国泰君安期货研究

**策略盈亏主要受正股价格波动影响。**抢权配售策略的盈亏可分为正股盈亏和可转债盈亏两部分，正股的盈亏为发行公告日至股权登记日次日的正股价格变动，而可转债盈亏为其上市后的首日涨跌幅，其风险在于正股价格的不确定性，若出现大幅下跌，转债上市后卖出的收益将无法覆盖股票仓位的亏损。

## 2.4 其他策略

### 2.4.1 网格交易

对于可转债，其 **Delta** 度量可转债价格对于正股价格变化的敏感性，而 **Gamma** 度量可转债 Delta 对于正股价格变化的敏感性。**转债上涨时 Delta 变大，而下跌时 Delta 变小。**

策略的基本思路是买入可转债，根据 Delta 计算对冲的仓位，在对冲工具的选择上，可分为**融券对冲**和**股指对冲**。以融券对冲为例，在买入可转债的基础上做空正股达到组合 Delta 中性，并随着股价和可转债价格的波动，对股票进行低买高卖保持组合 Delta 中性，实现 Gamma 收益。受制于券源数量，也可选择做空 IC 进行对冲，但会产生跟踪误差。

策略的盈亏取决于**可转债的隐含波动率变化和正股的实际波动率**。当可转债的隐含波动率上升时，策略可额外赚取可转债价格上涨的收益。因此策略偏好在可转债隐含波动率偏低时进行建仓，以获得可转债隐含波动率上涨和 Gamma 对冲的双重收益。

策略的风险在于可转债的隐含波动率降低导致亏损，正股波动降低导致缺少对正股/股指期货进行低买高卖的机会、以及可转债本身面临的利率风险、信用风险、条款风险等。

### 2.4.2 做市策略

做市策略通过在盘口报价赚取买卖价差，是一种较为风险厌恶的策略。做市策略的基本原理是在盘口合适的买价和卖价位置进行挂单，如果均成交将赚取买单和卖单之间的价差，而本身的仓位没有产生变化。做市策略交易频率高、持仓时间短、单边敞口小且持续时间短。

做市策略的风险在于单边行情中，买单和卖单大概率会出现单边成交且成交头寸和市场趋势反向，因此做市策略容易在单边行情中出现亏损。

### 2.4.3 T0 策略

可转债当日买入即可卖出，T0 策略基于对未来短期可转债价格走势的判断，进行高抛低吸，并在短时间内获利平仓。T0 策略单笔交易盈利空间可能较小，但交易频率通常较高。策略的持仓时间短，因此不受宏观因素的影响，策略环境受限于市场流动性、波动率及日内振幅等因素。

### 2.4.4 场外期权增强策略

在持有可转债期间，通过向券商卖出正股场外看涨期权增强收益，类似备兑策略。

该策略较为少见，策略的主要劣势在于可转债价格超预期上涨时，卖出的个股场外期权将限制收益。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521