

宏观周报 20250209

一个择券角度

2025 年 02 月 09 日

回撤空间的考量权重提升，择券重视绝对价格

- **转债市场配置力量再度增强：**30Y 国债利率创新低股票赚钱效应较佳。市场表现出 2 个特征：（1）估值与 2024 年高点相当；（2）流动性向好。
- **市场观点和择券思路：**（1）回撤空间的考量权重需提升，适当减配进攻品种，提高防御属性仓位。（2）看转股溢价率个券普遍偏贵，难以下手，择券的有效性下降，可以考虑从绝对价格的角度入手，重视风险收益比：

1、进攻端，当下转债性价比<股票，可用股票博取上涨收益。偏股型品种转股溢价率中位数已经超过 2017 年以来 72%分位数位置，个券维度超跌正股的风险在增强；该数据也需要考虑当下强赎倾向的票在增多，转股溢价率会有一定压制。此时考虑两种情形：

一是，如果主线行情持续：趋势上的进攻品种仍有动能继续增长，进而推动转债继续增长，但是转股溢价率已较高，弹性弱于股票，而且回撤风险并不低于股票，此时以二级债基、偏债混基金等为代表的能够参与股票的固收+基金，以及偏好弹性方向的年金资金，或会更青睐于超配股票。保险资金中固收资金追求绝对收益，重视回撤和波动性，所以高价转债整体参与度普遍相对较低，或更多通过基金间接参与。而含权仓位中以转债为主的一级债基和转债基金、能够做 T+0 的券商、风偏较高的保险固收资金（直投仓位）可继续参与此类转债，不过对于换手率、择时的要求更高。尤其是一级债基，回撤控制要求较严，不乏有赛道内高切低的资金互割风险。正股替代品种仓位，可选择 15%以内溢价率的个券，15%以上个券已经出现超跌现象。除掉或有强赎倾向的个券，机器人、deepseek 等 AI 相关个券满足此条件的仅剩约 20 只，趋少。

二是，如果主线行情出现阶段性回调：进攻性品种的溢价率会使得转债“越跌越贵”，甚至超跌，回撤幅度或可折损此前上涨收益。

2、转债底部支撑性增强+重视转债自身周期性：（1）转债流动性向好+30Y 国债和 10Y 国债持续走低且还有降息预期+股市有赚钱效应，指向债底的支撑性或更进一步加强，转债易上难下。（2）今年部分转债自身逻辑或强于正股逻辑，未来或会有较多个券可以通过条款配合期权价值兑现实现强赎，或至少迎来一波上涨行情。择券思路如下：

（1）测算回撤潜在空间<上涨潜在空间个券，重视期权博弈价值点，优选好上量的个券。若市场回调，该类个券越跌越有吸引力。①临期券，有偿还意愿且有偿还能力的券，可以以到期赎回价为底，并关注促转股意愿。②非临期券，关注债底、正股基本面和行业景气度，优选平衡券，偏债中需关注促转股意愿。可关注例如恒邦、龙星、闻泰、利群、鲁泰、华正、起帆、昌红、凤 21、仙乐等。相反，回撤潜在空间>上涨潜在空间，且期权价值兑现点暂不明确的票，可认为相对偏贵。

（2）债底附近+YTM 大于 1.8%的个券，关注发行人的意愿，优选临期。若降息预期兑现，该类型转债的“稀缺性”进一步凸显，更难买到优质筹码。例如回天、永 22、天 23、科顺、嘉元等。

（3）红利转债。一是除金融外，较多正股已调整一段时间；二是部分公司重视 ROE 和分红率，或不倾向于增加股本，转债的价格空间打开。可以关注川恒、皖天等。

（4）流动性向好，在年报披露之前，可以关注超低价和低评级个券，尤其是下修概率较大的个券。2 月是调低评级小高峰，业绩预告出完，评级机构会进行跟踪，所以要重点关注 AA 和 AA-评级的出库风险。

- **风险提示：**1）市场流动性显著收缩；2）新“国九条”影响下，避险情绪升温，信用风险定价超预期；3）政策发力和国内经济修复不及预期；4）外围市场扰动。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 董含星

执业证书：S0600524120006

donghx@dwzq.com.cn

相关研究

《1 月非农：强弩之末》

2025-02-08

《技术帖：美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济》

2025-02-05

内容目录

1. 回撤空间的考量权重提升，择券重视绝对价格4

2. 风险提示7

图表目录

图 1: 百元平价拟合溢价率位于 2018 年以来 84.3%分位数	4
图 2: 可转债 ETF 持续净申购	4
图 3: 可转债基金指数跑赢其他基金指数和中证转债指数	4
图 4: 偏股型品种的转股溢价率中位数位于 2017 年以来 72%分位数 (单位: %)	5
图 5: 历年 2 月份为评级调降小高峰时段	6

1. 回撤空间的考量权重提升，择券重视绝对价格

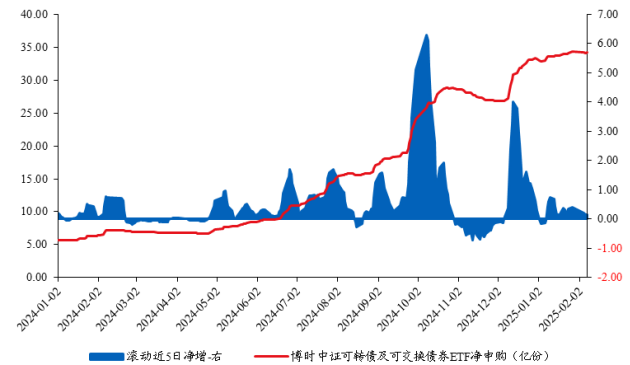
本周有多只转债的价格顶着高溢价率继续上涨例如姚记转债、联创转债等，显示出增量资金的配置力量进一步增强，市场表现出 2 个特征：

- (1) 百元平价拟合溢价率的水平为 25.28%，与 2024 年高点相当；即使剔除金融券，百元平价拟合溢价率的水平也达到 25.23%，位于 84.3%分位数。
- (2) 转债市场演绎与 2023-2024 年纯债行情类似的“钱多”逻辑，市场在是否偏贵的质疑声中持续显示出较佳的赚钱效应。节后可转债 ETF 的流通规模继续小幅增长，主动管理型基金的净申购量体感上也有大增，与年初以来优异的净值表现有不可分割的联系。

图1：百元平价拟合溢价率位于 2018 年以来 84.3%分位数



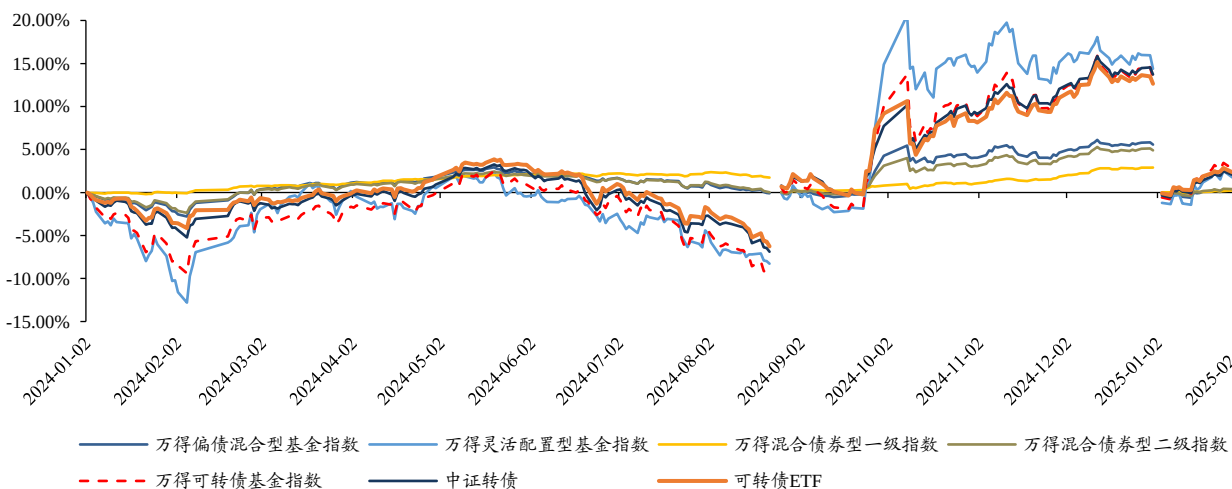
图2：可转债 ETF 持续净申购



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：可转债基金指数跑赢其他基金指数和中证转债指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在转债市场估值水平整体高位的情况下，如果看转股溢价率，个券普遍偏贵，难以下手，择券的有效性下降，可以考虑从绝对价格的角度入手，重视风险收益比：

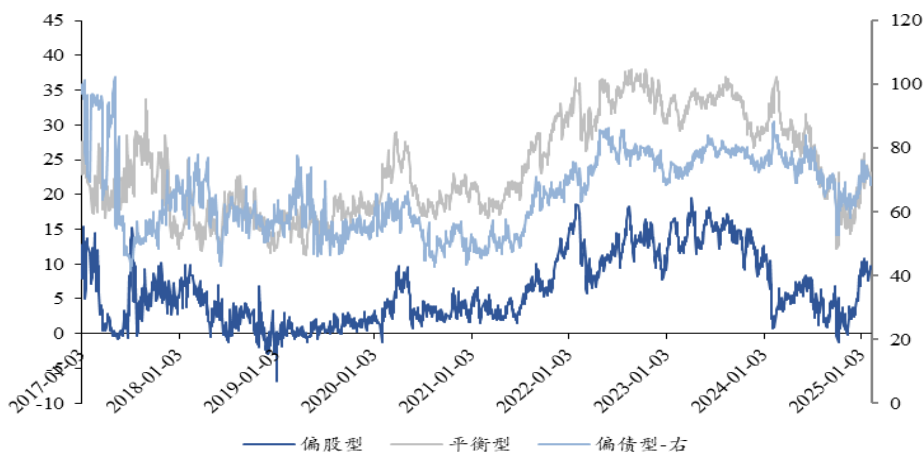
- 1、对于进攻品种，转债性价比<股票，可用股票博取上涨收益。转债年初以来有明显的风格切换，偏股持续占优，一是中小盘反弹，掣肘解除；二是 AI 相关主线行情持续催化，股市表现出较强的赚钱效应；三是偏债类在 24 年底低价策略主导和可转债 ETF 扩容下空间已基本涨到位，弹性减弱。

现在观察进攻性品种数据，转股溢价率中位数已经超过 2017 年以来 72%分位数位置，个券维度超跌正股的风险在增强；该数据也需要考虑当下强赎倾向的票在增多，转股溢价率会有一定压制。此时考虑两种情形：

一是，如果主线行情持续，趋势上的进攻品种仍有动能继续增长，进而推动转债继续增长，但是转股溢价率已较高，弹性弱于股票，而且回撤风险并不低于股票，此时以二级债基、偏债混基金等为代表的能够参与股票的固收+基金，以及偏好弹性方向的年金资金，或会更青睐于超配股票。保险资金中固收资金追求绝对收益，重视回撤和波动性，所以高价转债整体参与度普遍相对较低，或更多通过基金间接参与。而含权仓位中以转债为主的一级债基和转债基金、能够做 T+0 的券商、风偏较高的保险固收资金（直投仓位）可继续参与此类转债，不过对于换手率、择时的要求更高。尤其是一级债基，回撤控制要求较严，不乏有赛道内高切低的资金互割风险。正股替代品种仓位，可选择 15%以内溢价率的个券，15%以上个券已经出现超跌现象。除掉或有强赎倾向的个券，机器人、deepseek 等 AI 相关个券满足此条件的仅剩约 20 只，趋少。

二是，如果主线行情出现阶段性回调，进攻性品种的溢价率会使得转债“越跌越贵”，甚至超跌，回撤幅度或可折损此前上涨收益。

图4：偏股型品种的转股溢价率中位数位于 2017 年以来 72%分位数（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 2、**转债底部支撑性增强+重视转债自身周期性：**（1）**转债流动性向好+30Y 国债和 10Y 国债持续走低且还有降息预期+股市有赚钱效应，指向债底的支撑性或更进一步加强，转债易上难下。**（2）**今年部分转债自身逻辑或强于正股逻辑，未来或会有较多个券可以通过条款配合期权价值兑现实现强赎，或至少迎来一波上涨行情。**

择券思路如下：

（1）测算回撤潜在空间<上涨潜在空间个券，重视期权博弈价值点，优选好上量的个券。若市场回调，该类个券越跌越有吸引力。①**临期券**，有偿还意愿且有偿还能力的券，可以以到期赎回价为底，并关注促转股意愿。②**非临期券**，关注债底、正股基本面和行业景气度，优选平衡券，偏债中需关注促转股意愿。可关注例如恒邦、龙星、闻泰、利群、鲁泰、华正、起帆、昌红、凤 21、仙乐等。相反，回撤潜在空间>上涨潜在空间，且期权价值兑现点暂不明确的票，可认为相对偏贵。

（2）债底附近+YTM 大于 1.8%的个券，关注发行人的意愿，优选临期。若降息预期兑现，该类型转债的“稀缺性”进一步凸显，更难买到优质筹码。例如回天、永 22、天 23、科顺、嘉元等。

（3）红利转债。一是除金融外，较多正股已调整一段时间；二是部分公司重视 ROE 和分红率，或不倾向于增加股本，转债的价格空间打开。可以关注川恒、皖天等。

（4）流动性向好，在年报披露之前，可以关注超低价和低评级个券，尤其是下修概率较大的个券。2 月是调低评级小高峰，业绩预告出完，评级机构会进行跟踪，所以要重点关注 AA 和 AA-评级的出库风险。

图5：历年 2 月份为评级调降小高峰时段

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018年						1		1				
2019年						1						
2020年	1			1		3	1					
2021年	1	1	1	1	5	12		1	1	3	1	
2022年	1	5	3	1	3	22				1	4	1
2023年	2	2		3	1	23			1		3	
2024年		5	2		4	37				1	1	1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 风险提示

- (1) 市场流动性显著收缩;
- (2) 新“国九条”影响下, 避险情绪升温, 信用风险定价超预期;
- (3) 政策发力和国内经济修复不及预期;
- (4) 外围市场扰动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>