

2020 年 11 月 23 日

转债视角，看信用风险

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）

daixiaodi@kysec.cn

证书编号：S0790120070025

● 信用风险冲击下，转债市场价、溢价率大幅下降，可关注部分低价券配置价值

信用风险相关事件冲击下，近期转债市场受正股和转股溢价率的拖累持续下行。10 月底以来，华晨违约、永煤违约等信用风险事件频发，转债和正股同步下行，但转债表现显著弱于正股，市场中出现大量转股溢价率主动压缩的个券。具体来看，主动压估值的个券主要可以分为三类：以银行、非银等为代表的流动性较好的大盘个券、部分基本面偏弱的低价转债，以及少数高价/高转股溢价率品种。

信用风险对转债的影响逻辑主要有以下几种：中短期来看，信用风险对转债的影响，主要有流动性和正股预期两种路径：1）信用风险冲击导致机构流动性紧张，引发转债抛售等，多影响银行等大盘转债及高价高溢价率品种；2）信用风险也可能导致市场对正股的预期发生变化，多涉及部分可能存在信用瑕疵的个券。中长期来看，转债扩容过程中，信用风险频发可能导致市场对债性转债的定位降低。

历史上，曾有 4 次较为明显的信用风险冲击；期间，信用出现一定分层，机构流动性阶段性紧张。例如，2011 年 4 月前后，滇公路、上海中虹及云投事件爆发；2016 年 3 月底开始，钢铁、煤炭等产能过剩行业国企频繁违约；2018 年，民企、尤其是上市民企违约显著增多。几个信用风险发酵阶段，信用利差、尤其是中低等级信用债信用利差持续上行；债市调整引发债基赎回，使得机构流动性紧张。

信用风险发酵期间，正股表现分化，转债多受溢价率主动压缩影响而下行、表现弱于正股。2011 年 4 到 9 月，转债受正股和溢价率双重拖累而下跌；期间，中行、石化等大盘转债的正股和溢价率同步下行，二者价格一度低于 90 元。2018 年 4 月到 6 月，溢价率处于较低位置、压缩幅度不大，转债主要受正股影响持续调整；期间，洪涛、海印、辉丰、亚太等资质稍差的低价券主动压估值天数较多。

经验显示，信用风险事件对溢价率的冲击多为短期干扰；目前转债市场情绪已有所缓解，驱动逻辑或重回正股。情绪指标显示，溢价率主动压缩或接近尾声；部分个券溢价率、市场价降至低位，可关注优质低价券配置价值：1)成长板块，关注 5G、新能源汽车等自身需求改善的行业；2)周期板块，优先关注需求改善持续性较强的行业，如出口相关行业；持续关注造纸等竞争格局逐步改善的传统行业。

中长期来看，信用风险事件频发可能影响转债市场的定价逻辑，尤其是债性转债的定位，需要将信用风险的分析纳入转债定价体系。信用违约事件频发背景下，转债投资者对于信用风险的关注度明显提升；同时，转债市场持续扩容，使得投资者的个券选择也在大幅增加，这可能导致市场参与者对于债性转债的定位逐渐下降。近年来，市场价低于 105 元、100 元的纯债溢价率均值明显低于过往年份。

● 风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

相关研究报告

《宏观经济专题-疫苗落地的全球经济影响》-2020.11.22

《宏观经济专题-12 年“双 11”，折射消费变迁路》-2020.11.19

《宏观经济点评-财政积极发力，追赶支出进度》-2020.11.18

目 录

1、 转债视角，看信用风险	3
2、 研究结论	10
3、 风险提示	11

图表目录

图 1: 信用风险事件影响下，机构的流动性紧张	3
图 2: 近期，出现大量估值主动压缩的个券	3
图 3: 近期，转债在正股和溢价率影响下大幅下行	3
图 4: 11 月 10 日以来，主动压估值天数较多的个券	4
图 5: 估值压缩天数较多的个券主要分为三种类型	4
图 6: 信用风险对转债市场可能的影响逻辑	4
图 7: 信用风险冲击下，流动性好的转债易下跌（2020）	4
图 8: 基本面预期受到影响引发的转债下跌案例（2020）	5
图 9: 信用冲击下，高价高估值个券下跌的案例（2020）	5
图 10: 2011、2016 和 2018 年等时间点，首次违约家数上升	5
图 11: 2011、2016 和 2018 年等时间点，违约规模大幅提升	5
图 12: 信用违约时间段，信用利差上行	6
图 13: 2011 年，城投危机导致信用利差上行	6
图 14: 2016 年，多家钢铁煤炭等产能过剩行业企业违约	6
图 15: 2018 年，信用收缩导致多家上市公司违约	6
图 16: 信用风险影响下，转股溢价率多会主动压缩	7
图 17: 2011 年 4 月前后，正股和溢价率拖累转债大幅下行	7
图 18: 2011 年，中行、石化等大盘转债大幅下跌	7
图 19: 2016 年，转股溢价率下行带动转债下跌	7
图 20: 2016 年，格力、九州等个券走势和正股背离	7
图 21: 2018 年 4 月开始，转债随正股下跌而下跌	8
图 22: 2018 年，资质较差的个券主动压估值天数较多	8
图 23: 目前，转债市场情绪已经有所缓和	8
图 24: 权益市场角度，可以关注的几条逻辑	8
图 25: 到 2025 年，新能源汽车的渗透率或达到 20%	9
图 26: 电机家电、金属工具等出口改善持续性可能较好	9
图 27: 美国化工、基本金属、机械及电气设备等行业库存，均处历史极低水平	9
图 28: 信用风险频发下，低价转债的定位有所降低	10
图 29: 辉丰转债 YTM 曾一度升至 12% 左右	10
表 1: 近期，信用风险相关事件频发	3
表 2: 中游制造业中，部分投资持续性较强的细分行业	10

1、转债视角，看信用风险

信用风险相关事件影响下，近期转债市场受正股和转股溢价率的拖累持续下跌。

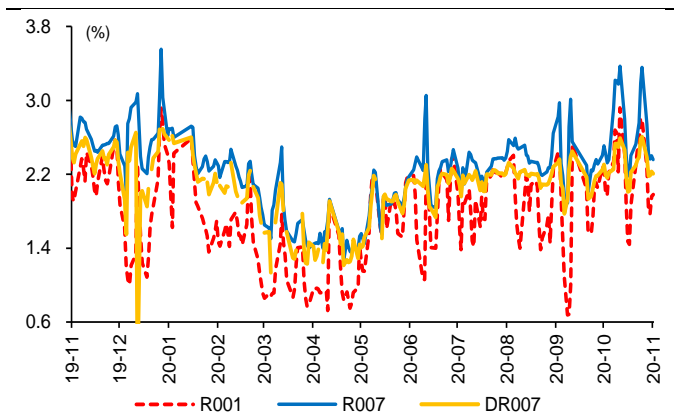
自10月底以来，债券市场持续出现信用违约相关的事件。例如，10月23日，华晨集团未能按期兑付私募债券“17华汽05”；10月29日，紫光集团称将不赎回永续债“15紫光PPN006”，并按约重置票面利率；11月10日，永煤控股公告称“20永煤SCP003”未能按期足额偿付本息。信用违约事件影响下，机构流动性持续紧张。期间，转债受正股和转股溢价率双重拖累、跌幅超过正股，出现大量主动压估值的个券；11月初至今，转债市场价从135元跌至132元，转股溢价率从27%压缩至21%。

表1：近期，信用风险相关事件频发

时间	事件
2020/10/23	辽宁省国资委旗下重点国有企业华晨集团未能按期兑付私募债券“17华汽05”，发生实质性违约。
2020/10/29	紫光集团称“10月30日到期的‘15紫光PPN006’为永续债，我们将继续支付利息，但基于多方考虑，我们已通知相关投资人此次将选择不行使回购权；10月31日到期的‘17紫光PPN004’，我们会按期偿还。”
2020/10/30	青海国投发布公告称，受新冠肺炎疫情冲击和复杂的省内外经济环境影响，决定不行使永续债“15青海投MTN002”的赎回权，并将按照说明书规定，在下一个利息重置期限内，重置票息。
2020/11/10	永煤控股公告称，因流动资金紧张，“20永煤SCP003”未能按期足额偿付本息，已构成实质性违约，违约本息金额共计10.32亿元。
2020/11/13	包商银行发布关于对“2015年包商银行股份有限公司二级资本债”本金予以全额减记及累积应付利息不再支付的公告。
2020/11/17	永煤控股再发公告，称由于公司流动资金不足，其本应于11月22日、23日兑付的2020年度第四期超短期融资券及2020年度第七期超短期融资券的兑付存在不确定性。

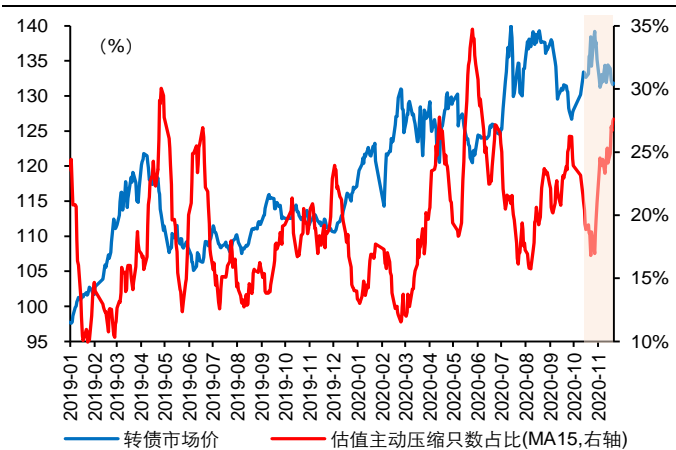
资料来源：Wind、中证报、开源证券研究所

图1：信用风险事件影响下，机构的流动性紧张



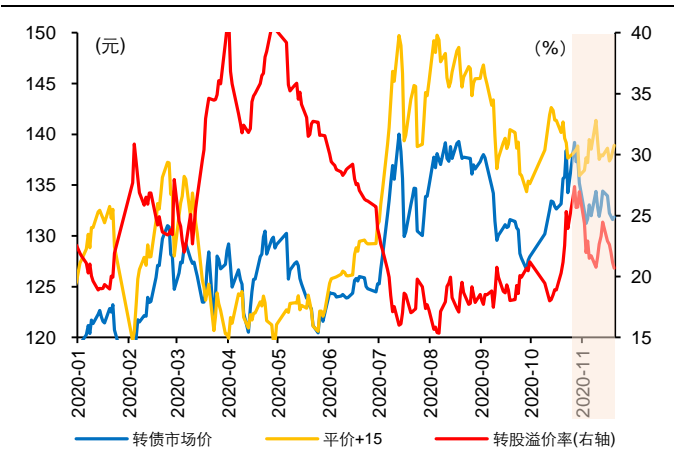
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近期，出现大量估值主动压缩的个券



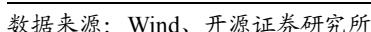
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：近期，转债在正股和溢价率影响下大幅下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4: 11月10日以来, 主动压估值天数较多的个券^①



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6: 信用风险对转债市场可能的影响逻辑

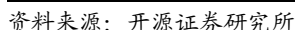
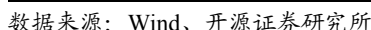
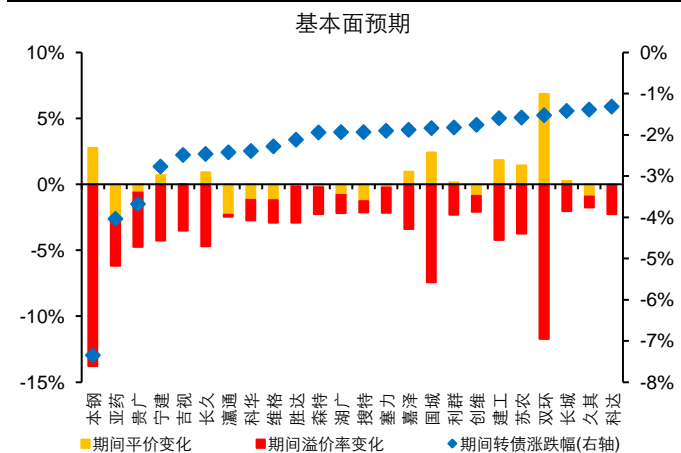


图7: 信用风险冲击下, 流动性好的转债易下跌 (2020) ②



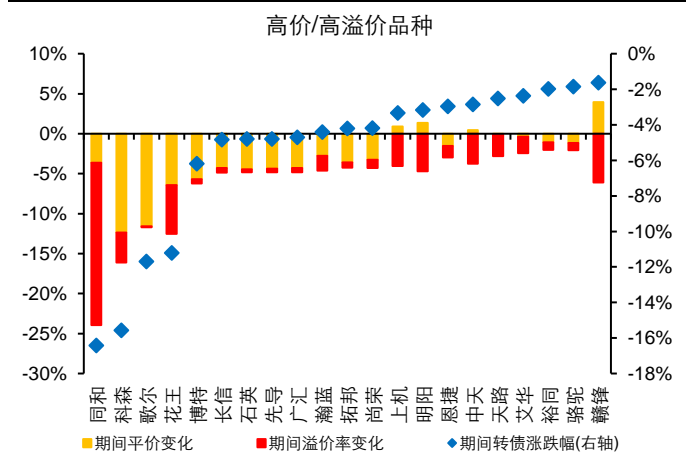
4 / 13

图8：基本面预期受到影响引发的转债下跌案例（2020）



数据来源：Wind、开源证券研究所

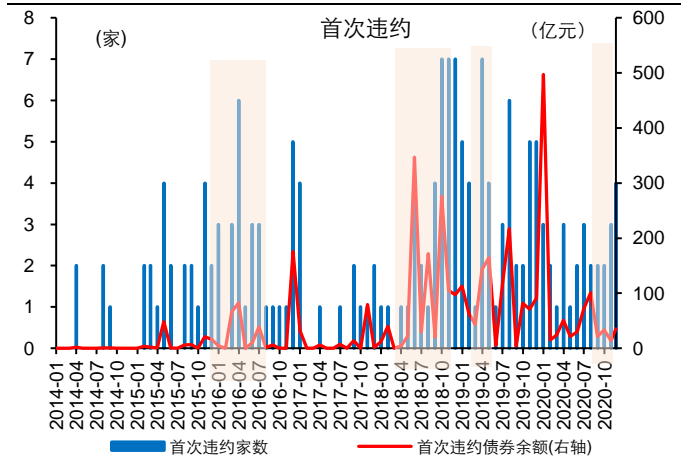
图9：信用冲击下，高价高估值个券下跌的案例（2020）



数据来源：Wind、开源证券研究所

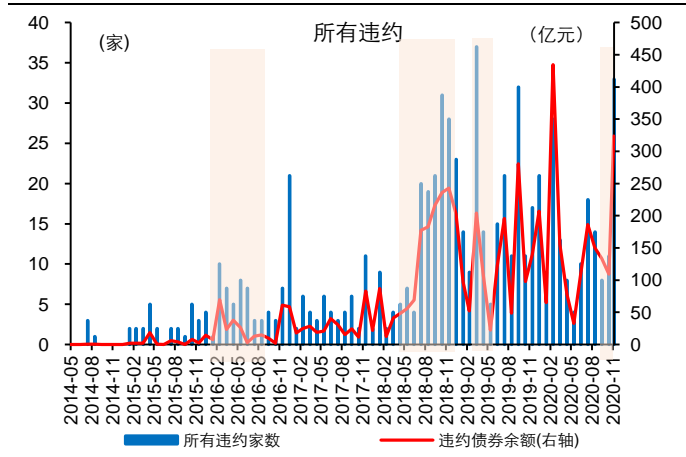
历史上，曾有 4 次较为明显的信用风险冲击；期间，信用出现一定分层，机构流动性阶段性紧张。2011 年 4 月前后，滇公路、上海申虹及云投事件等信用风险事件频发，引发市场对城投平台信用风险的担忧；2016 年 3 月底开始，钢铁、煤炭等产能过剩行业的国企频繁违约；2018 年 4 月前后，民企、尤其是上市民企违约显著增多；2019 年 5 月前后，包商银行被托管后，金融机构流动性一度出现明显分层。几个信用风险发酵的时间段，信用利差、尤其是中低等级信用债的信用利差持续上行；债市调整引发债基赎回，使得机构面临阶段性流动性紧张。

图10：2011、2016 和 2018 年等时间点，首次违约家数上升

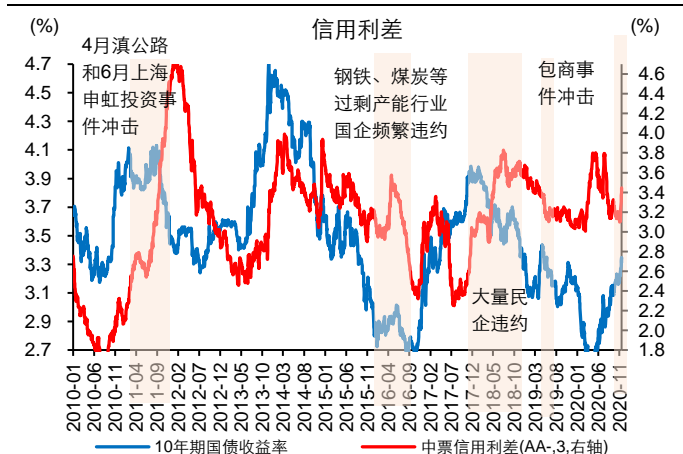


数据来源：Wind、开源证券研究所

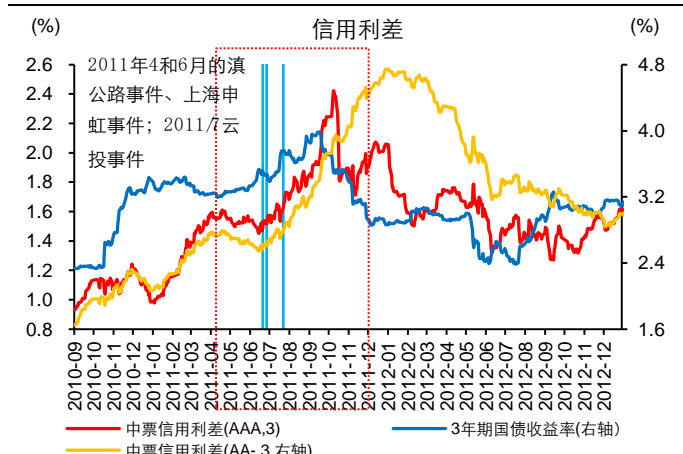
图11：2011、2016 和 2018 年等时间点，违约规模大幅提升



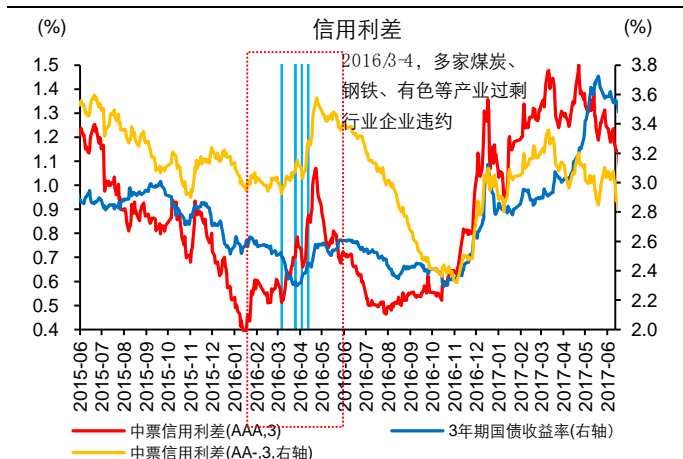
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：信用违约时间段，信用利差上行


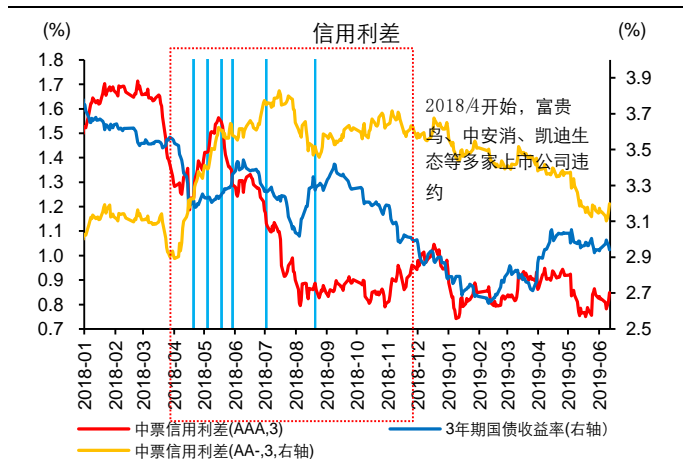
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2011年，城投危机导致信用利差上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2016年，多家钢铁煤炭等产能过剩行业企业违约


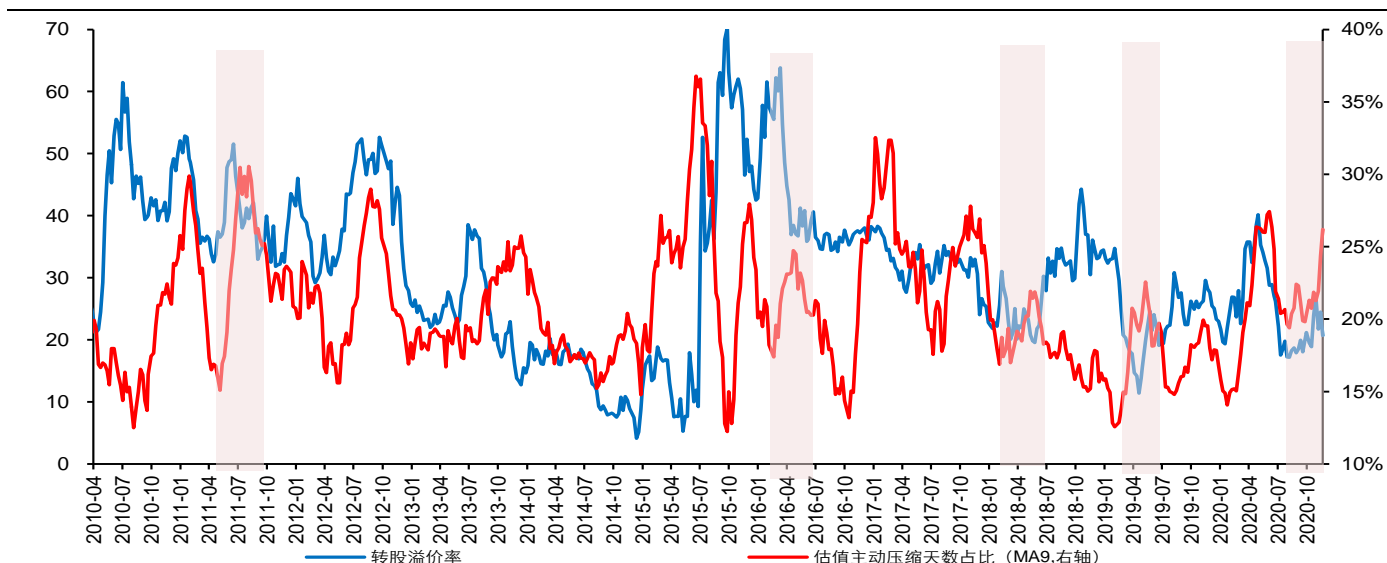
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2018年，信用收缩导致多家上市公司违约


数据来源：Wind、开源证券研究所

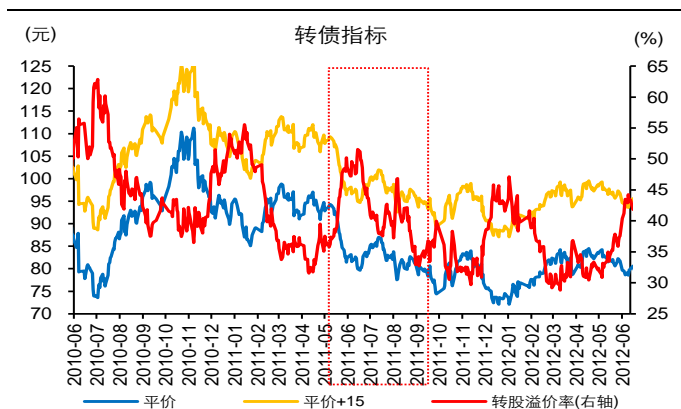
从几个阶段的市场表现来看，信用违约爆发期间正股表现较为分化、涨跌不一，转债多会受溢价率主动压缩的影响而下行、表现弱于正股。具体来看，2011年4月到9月前后，信用风险冲击导致转债受正股和转股溢价率的双重拖累大幅下行；期间，中行、石化、工行等大盘转债的正股和转股溢价率同时下行，前两者的价格一度跌至90元以下。2016年3月到5月前后，转债受溢价率拖累大幅下行、和正股的走势背离；期间，高溢价率的格力、九州等个券在正股上行的情况下受溢价率影响而小幅下跌，航信等高价高溢价率品种大幅下跌。2018年4月到6月前后，受信用收缩的影响，转债受正股影响持续调整，但由于彼时的溢价率不高，转股溢价率压缩的幅度并不大；期间，资质相对较差的洪涛、海印、辉丰等主动压估值天数较多。

图16: 信用风险影响下, 转股溢价率多会主动压缩



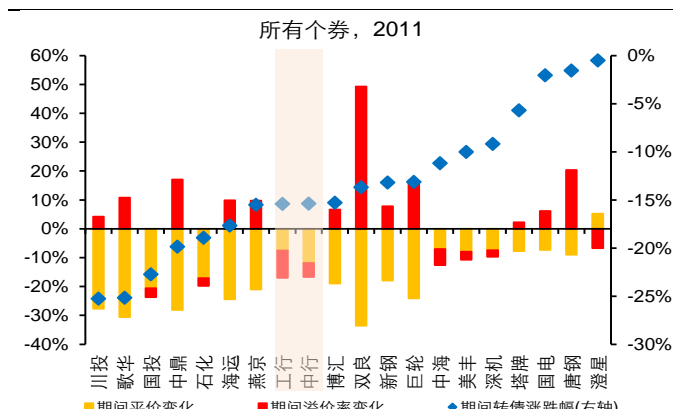
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2011年4月前后, 正股和溢价率拖累转债大幅下行



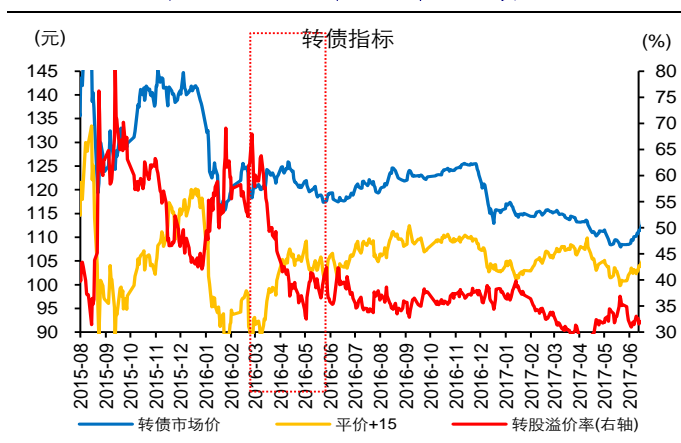
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2011年, 中行、石化等大盘转债大幅下跌



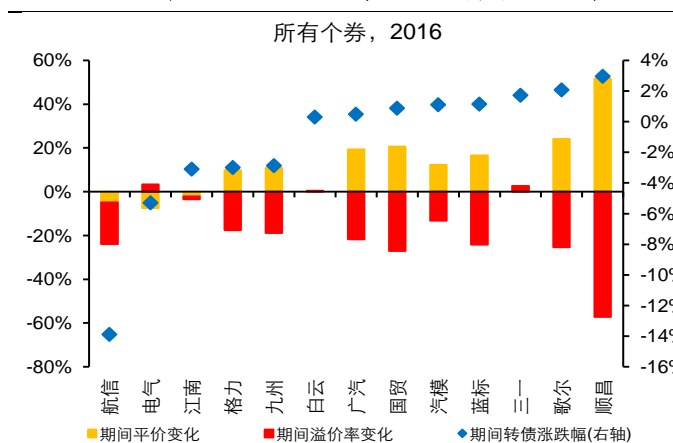
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2016年, 转股溢价率下行带动转债下跌



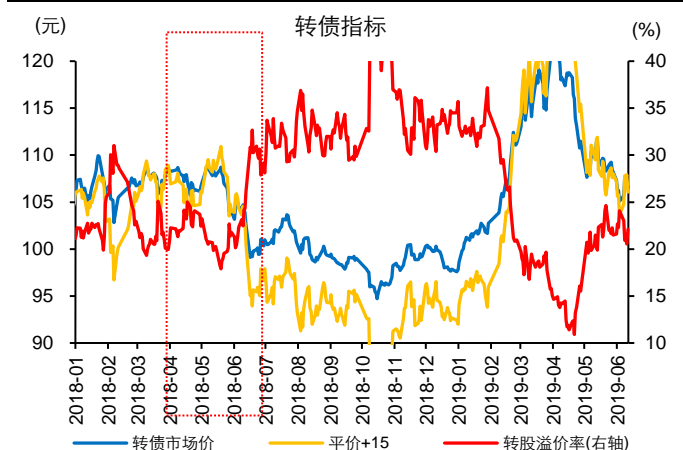
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2016年, 格力、九州等个券走势和正股背离



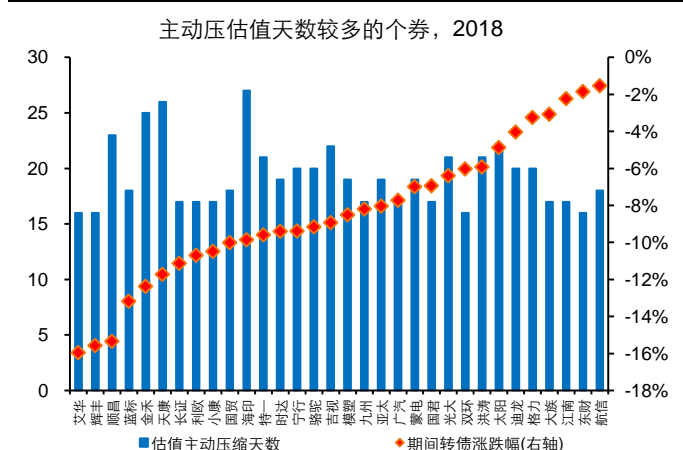
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2018年4月开始, 转债随正股下跌而下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2018年, 资质较差的个券主动压估值天数较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

经验显示, 信用风险事件对溢价率的冲击多为短期干扰; 目前转股溢价率的主动压缩可能已经接近尾声, 转债将重回正股驱动。主动压估值个券占比等情绪指标显示, 转债市场情绪的释放或接近尾声, 溢价率的主动压缩或将缓和。同时, 部分个券的溢价率、市场价已经降至低位, 可关注部分信用风险较小的优质低价券的配置价值, 具体可以关注的逻辑: 1) 成长性板块, 优先关注 5G、消费电子、新能源汽车等行业自身需求改善的细分产业链; 2) 周期性板块, 可关注需求改善持续性较强的行业, 例如电机家电、金属工具等可能受益于出口改善的行业; 同时, 持续关注造纸、聚氨酯等行业格局逐步改善的传统制造业。

图23: 目前, 转债市场情绪已经有所缓和

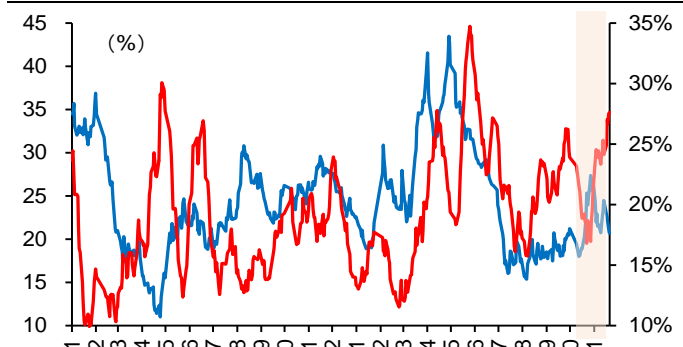
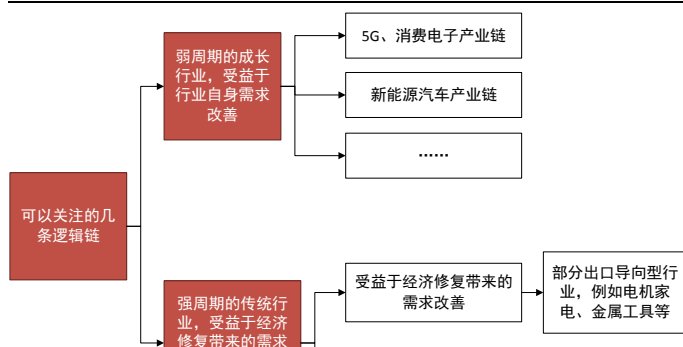


图24: 权益市场角度, 可以关注的几条逻辑



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1286

