

2020 年 11 月 23 日

转债视角，看信用风险

宏观经济研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaowei1@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、上海申虹及云投事件爆发；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。

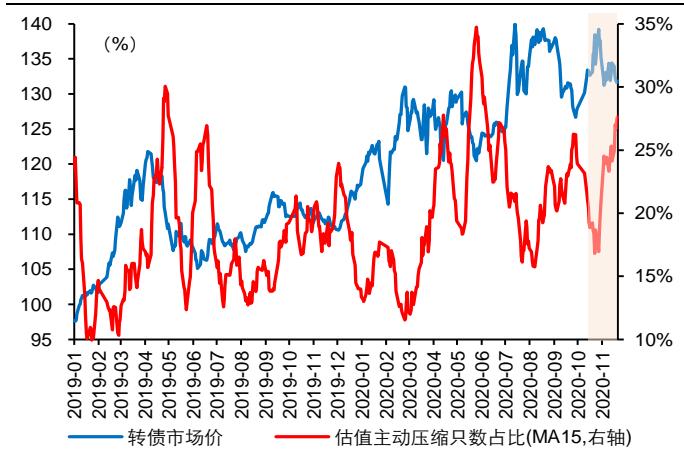
自 10 月底以来，债券市场持续出现信用违约相关的事件。例如，10 月 23 日，华晨集团未能按期兑付私募债券“17 华汽 05”；10 月 29 日，紫光集团称将不赎回永续债“15 紫光 PPN006”，并按约重置票面利率；11 月 10 日，永煤控股公告称“20 永煤 SCP003”未能按期足额偿付本息。信用违约事件影响下，机构流动性持续紧张。期间，转债受正股和转股溢价率双重拖累、跌幅超过正股，出现大量主动压估值的个券；11 月初至今，转债市场价从 135 元跌至 132 元，转股溢价率从 27% 压缩至 21%。

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 青国投 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。

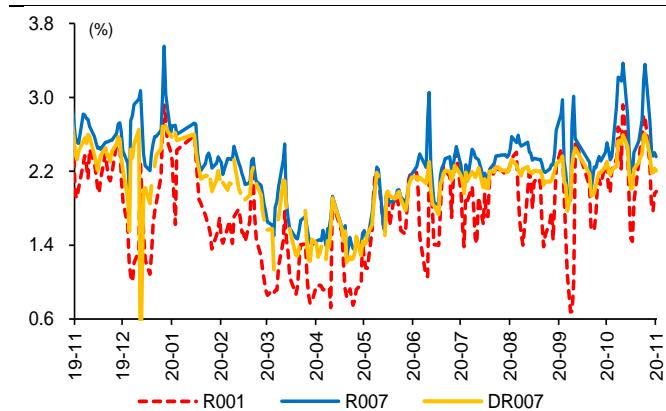
资料来源：Wind、中证报、开源证券研究所

图2：近期，出现大量估值主动压缩的个券



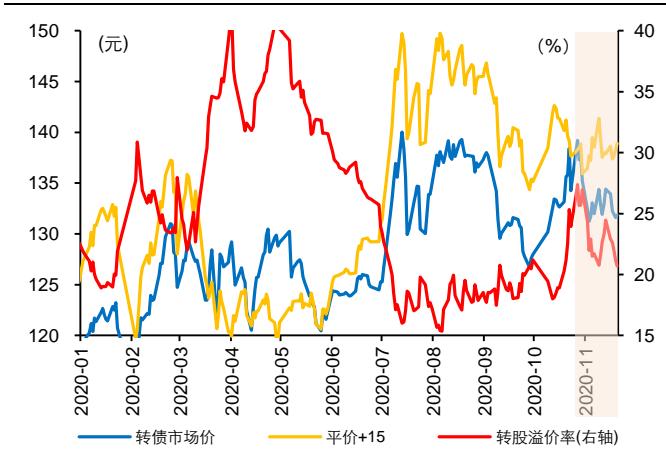
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

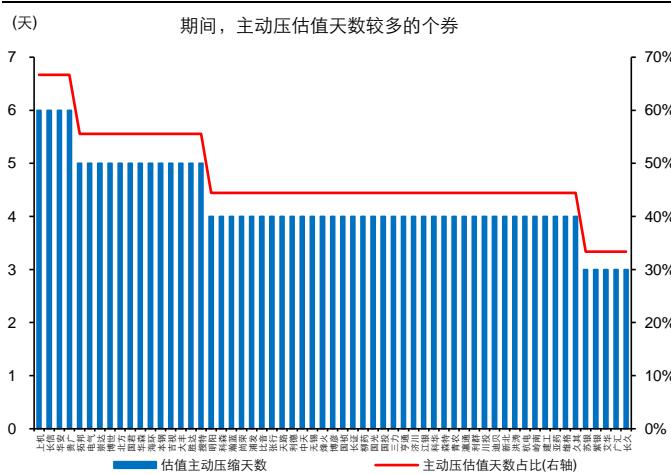
图3：近期，转债在正股和溢价率影响下大幅下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

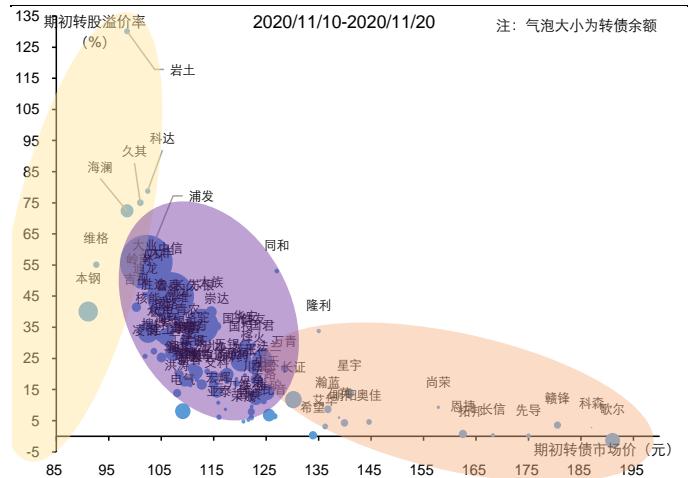
其中，以银行为代表的流动性较好的大盘个券、部分基本面稍弱的低价券以及高价高溢价率品种存在明显的主动压估值情形。11月10日以来估值压缩天数较多的个券主要分为三种类型：(1)以银行、券商转债为代表的流动性较好的大盘转债，例如华安、浦发、张行、国君等个券。(2)部分基本面较弱、可能存在信用瑕疵的低价券，例如本钢、维格、久其、海澜等低价券。(3)部分高价/高溢价率品种，例如上机、科森、赣锋、先导、尚荣等个券。

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

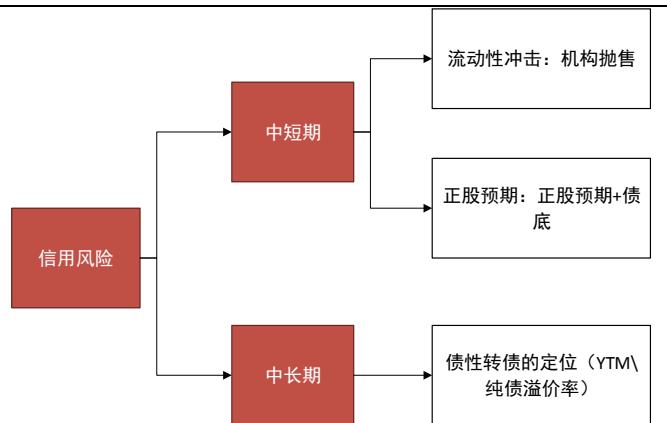
图5：估值压缩天数较多的个券主要分为三种类型



数据来源：Wind、开源证券研究所

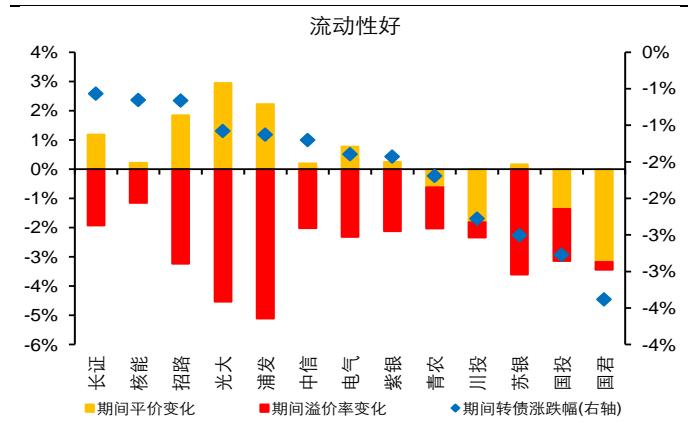
信用风险对于转债市场的影响逻辑主要有以下几种：中短期来看，信用风险对转债市场的影响，主要通过“流动性”和“正股预期”两种路径；期间，转债多受到正股和转股溢价率的拖累而下行、表现弱于正股：1) 信用风险冲击下，机构流动性阶段性紧张，从而引发转债等资产抛售，主要影响银行等大盘转债及高价高溢价率品种；2) 信用风险也可能导致市场对基本面较差的正股预期发生变化，主要影响部分可能存在信用瑕疵的个券。中长期来看，转债市场持续扩容过程中，信用风险频发可能导致市场对于债性转债的定位降低。

图6：信用风险对转债市场可能的影响逻辑



资料来源：开源证券研究所

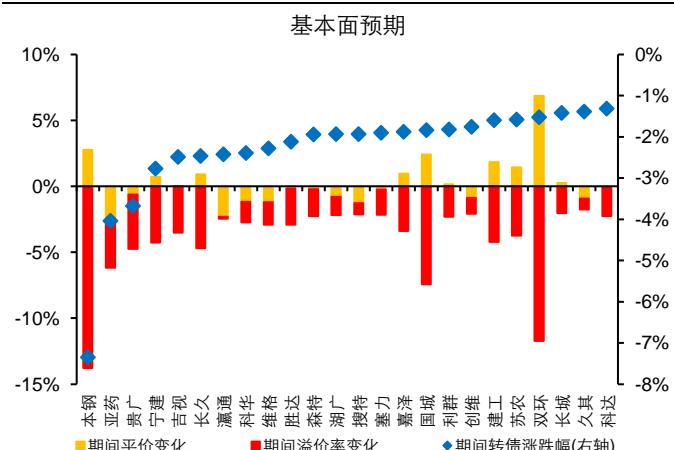
图7：信用风险冲击下，流动性好的转债易下跌 (2020)^②



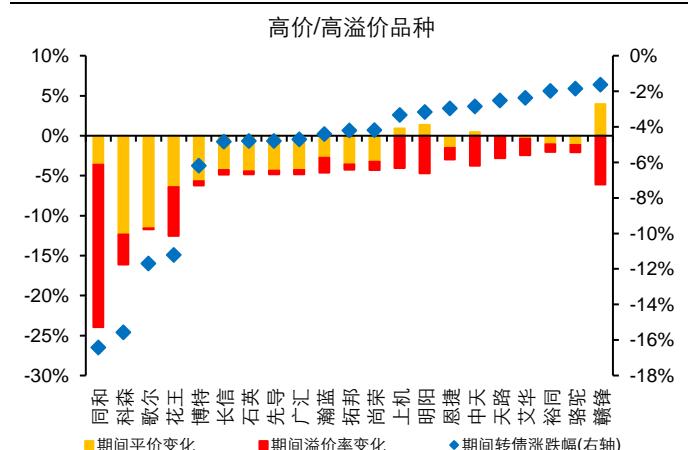
数据来源：Wind、开源证券研究所

① 此处仅节取转债下跌且溢价率压缩的个券中，主动压估值天数较多的个券。

② 图中数据取 2020/11/10-2020/11/20 区间数据。

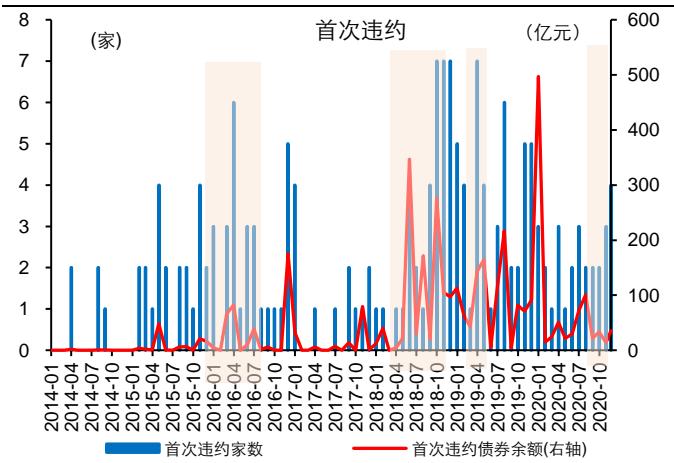
图8：基本面预期受到影响引发的转债下跌案例（2020）


数据来源：Wind、开源证券研究所

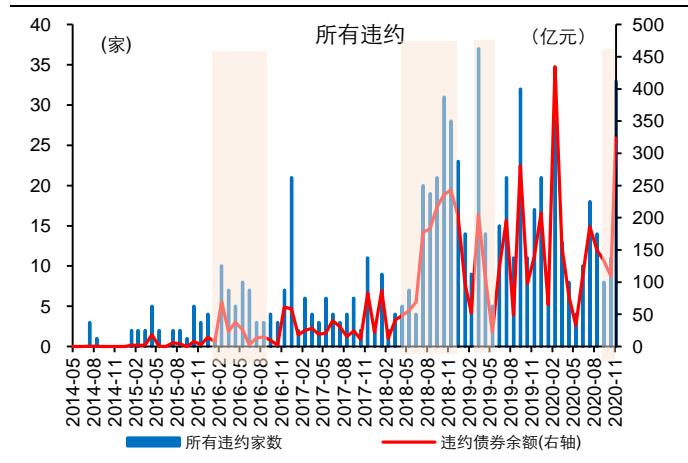
图9：信用冲击下，高价高估值个券下跌的案例（2020）


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


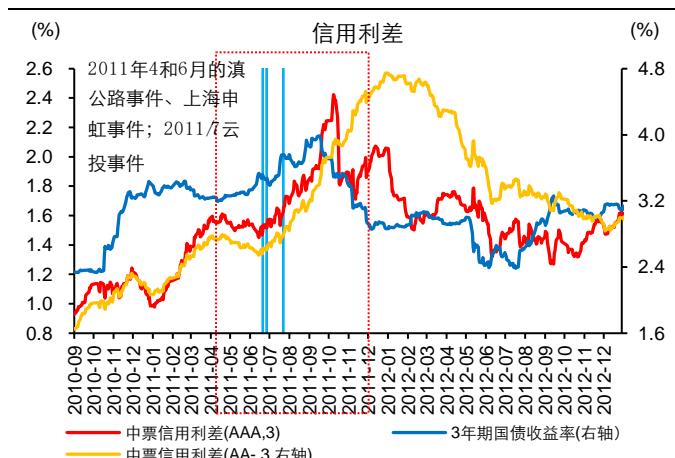
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：信用违约时间段，信用利差上行



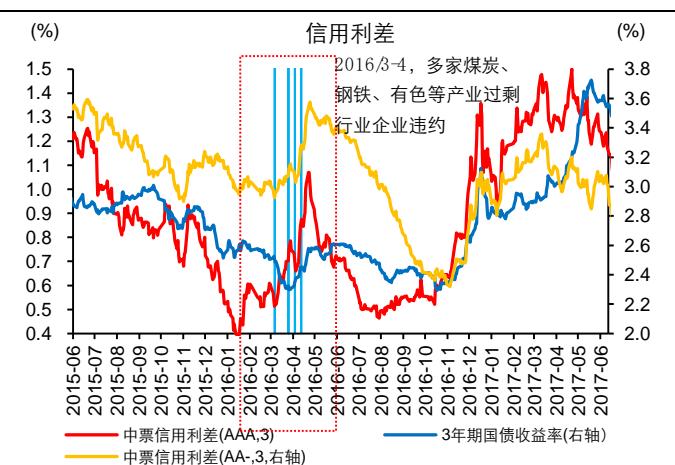
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2011年，城投危机导致信用利差上行



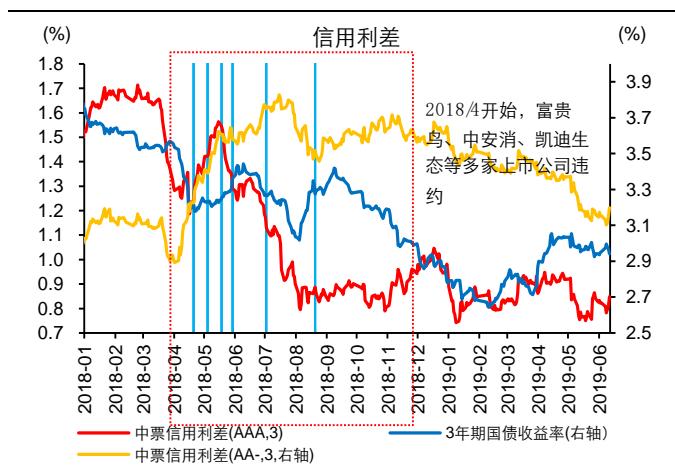
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

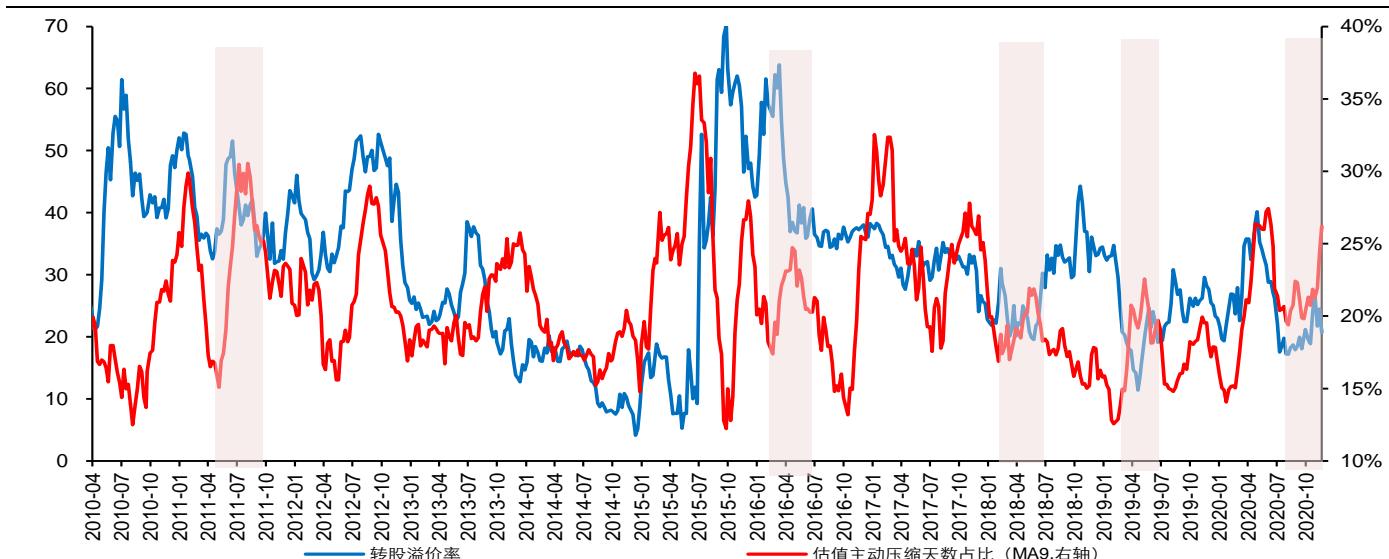
图15：2018年，信用收缩导致多家上市公司违约



数据来源：Wind、开源证券研究所

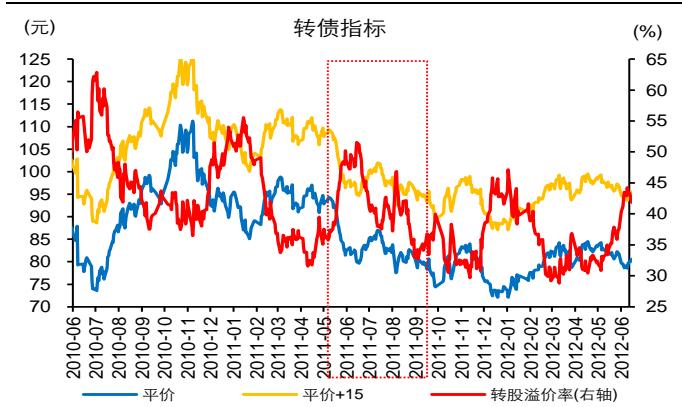
从几个阶段的市场表现来看，信用违约爆发期间正股表现较为分化、涨跌不一，转债多会受溢价率主动压缩的影响而下行、表现弱于正股。具体来看，2011年4月到9月前后，信用风险冲击导致转债受正股和转股溢价率的双重拖累大幅下行；期间，中行、石化、工行等大盘转债的正股和转股溢价率同时下行，前两者的价格一度跌至90元以下。2016年3月到5月前后，转债受溢价率拖累大幅下行、和正股的走势背离；期间，高溢价率的格力、九州等个券在正股上行的情况下受溢价率影响而小幅下跌，航信等高价高溢价率品种大幅下跌。2018年4月到6月前后，受信用收缩的影响，转债受正股影响持续调整，但由于彼时的溢价率不高，转股溢价率压缩的幅度并不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



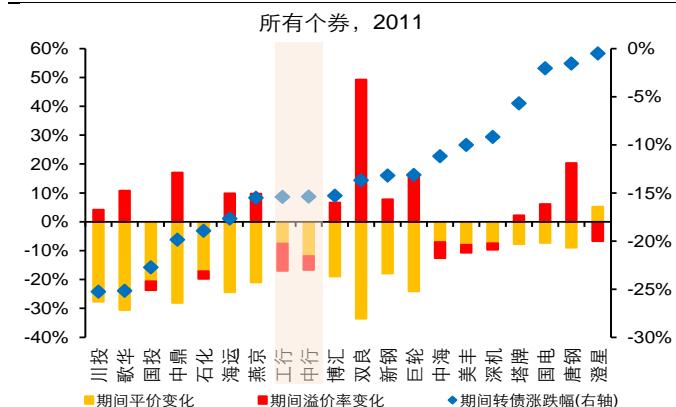
数据来源：Wind、开源证券研究所

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



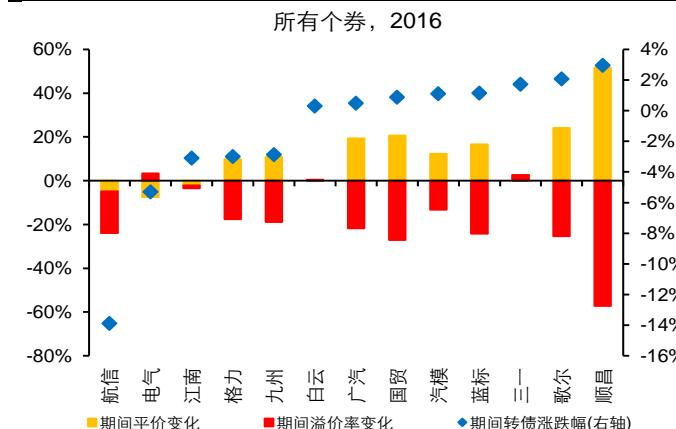
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

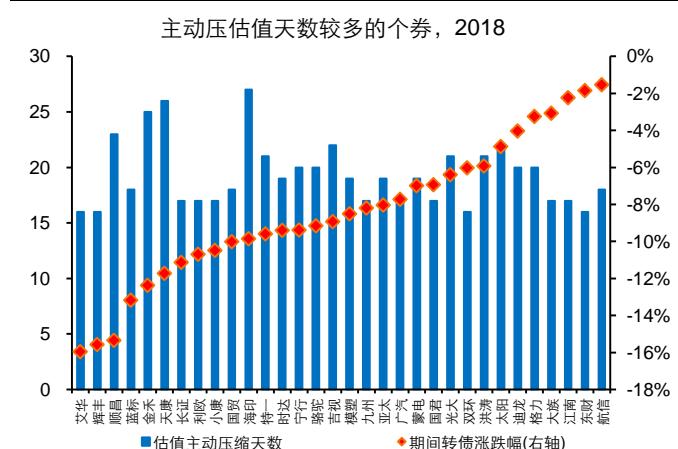
图20：2016年，格力、九州等个券走势和正股背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

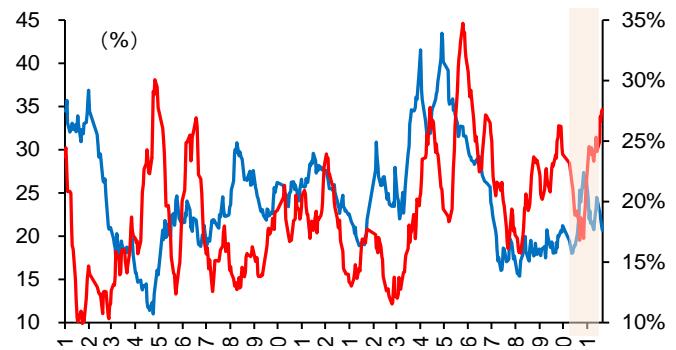
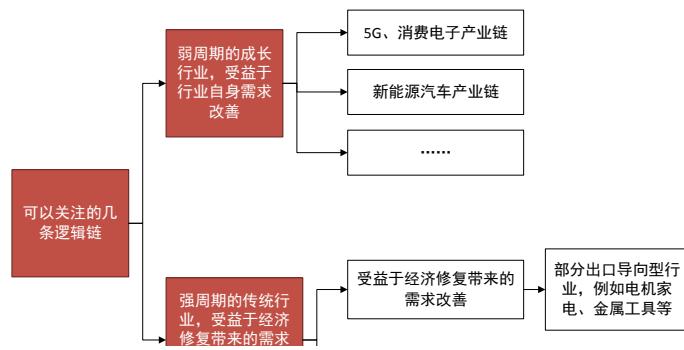
图21：2018年4月开始，转债随正股下跌而下跌


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

