

固收半月谈|2024 年转债评级调整有何特征？

主讲人介绍



张和睿

上银基金固定收益部高级研究员

复旦大学应用统计硕士，5 年证券行业从业经历，长期深耕可转债研究领域，能力圈涵盖制造业和科技成长行业。

一、市场回顾

国内利率债市场方面，6 月以来各项数据持续弱修复，叠加股市表现较差、资金面整体宽松，债市做多情绪修复，各期限利率债收益率明显下行。7 月初央行明确表态将下场购债，超长债涨幅收窄。具体来看，6 月以来至 7 月 3 日收盘：

(1) 国债方面，1Y 国债收益率下行 12BP 至 1.52%；3Y 国债下行 15BP 至 1.78%；5Y 国债收益率下行 13BP，收于 1.96%；7Y 国债收益率下行 16BP，收于 2.10%；10Y 国债收益率下行 5BP，收于 2.24%。

(2) 政金债方面，1-5Y 政金债收益率下行 12-14BP 左右；7Y 农发债和国开债收益率下行 13-14BP，7Y 口行债收益率下行 16BP；10Y 口行和农发债收益率下行 10BP，10Y 国开债收益率下行 6BP，收于 2.32%。（数据来源：wind）

信用债市场方面，6 月以来信用债整体收益率下行，分阶段看，6 月 1 日-6 月 28 日，信用债跟随利率债大幅下行，在债牛情绪和资产紧缺推动下，长久期(尤其是超长久期)信用债由于兼具票息和久期表现最优。7 月 1 日-7 月 3 日，受央行借入债券消息刺激，利率债调整后震荡，信用债在利率调整中波动幅度不大，信

用债收益率变化幅度在 $[-2\text{bp}, 2\text{bp}]$ 之间。(数据来源: wind)

权益市场方面, 权益和转债市场方面, 6月以来至7月3日的权益市场下跌幅度较大, 其中上证指数下跌3.38%, 沪深300下跌3.25%, 创业板指下跌8.03%, 中证转债下跌2.64%, 转债估值有所压缩。分行业看, 通信、石油石化、银行等行业表现较好, 电力设备、美容护理、食品饮料等行业表现较差。(数据来源: wind)

海外市场方面, 美联储6月议息会议虽未降息, 但会后表态偏温和, 年内仍有降息概率, 美股表现较好; 欧央行降息后表态强硬, 后续降息路径不明, 叠加欧洲议会选举中极右翼势力抬头, 主要欧洲股指以下跌为主。具体来看, 6月以来至7月3日收盘, 法国CAC40下跌4.51%, 德国DAX指数下跌0.67%, 英国富时100下跌1.26%, 标普500上涨4.92%; 亚洲股市方面, 恒生指数下跌0.56%, 韩国综合指数上涨5.97%, 日经225上涨5.44%。债券市场方面, 德国10Y国债收益率下行8BP至2.63%; 法国的10Y国债收益率上行10BP至3.25%; 美国10Y国债收益率下行15BP, 收于4.36%; 英国10Y国债收益率下行3BP至4.29%。

二、市场展望

利率债市场方面, 从周末公布的PMI数据来看, 供需两端均延续偏弱表现, 从财政收入数据也可以看出今年企业营收压力较大, 经济弱修复趋势不改。对债市而言, 宏观基本面偏利好的大环境不变, 资金面难以转向收紧; 考虑到当前汇率压力较大, 央行不太可能放任利率持续走低, 且央行已明确表态下场买债, 做多长债的赔率和胜率都在下降, 10Y和30Y要突破关键点位难度较大。此外, 三季度政府债发行是否提速需要跟踪, 可能对债市造成冲击。策略上, 目前明确利空因素较少, 同时投资者对利空较为钝化, 短期债市仍将维持震荡行情, 投资组合久期建议中性, 后续重点关注央行的购债行为及影响。

信用债市场方面, 缺资产下, 信用债既有利差收窄的预期, 同时估值抗波动性强, 因此当前信用债策略没有改变, 仍建议关注5年期中高资质及3年期中等资质平台的一二级机会。对于一级新发与存量债估值偏离较大的主体, 我们预计存量债估值会随着新债发行进一步下行, 可以考虑二级市场低估值二级买入并持有一段时间。

权益市场方面，对于未来一段时间的行业配置，建议聚焦基本面、沿着旺季与中报业绩两条景气线索展开：一方面，重点关注化工、有色、电力、养殖等行业的旺季交易机会；另一方面，结合业绩前瞻寻找中报绩优的方向，如涨价链、出口链和 TMT 等。转债市场方面，回顾 2018 年以来 3 轮低价转债回撤行情，本轮调整波及转债范围小于上一轮（21 年初）水平，但调整幅度更深。本轮低价券调整背后，尽管叠加了平价过低、正股预期偏弱以及信用风险的担忧，并且在正股无退市、转债无违约的历史相继被打破的背景下，债底虚化，转债定价框架有所改变，因而本轮低价券价格调整有其合理性。资金负反馈下，不乏有被错杀的个券机会，值得重点关注。

三、热点关注：如何看待今年的转债评级调整？

1、评级下调的特征分布变化

转债的评级下调主要集中在每年 6 月，且今年有些新的变化出现，主要体现在：

- (1) 历史分析来看，转债的评级下调主要集中在每年 6 月。
- (2) 民营企业往往是评级下调的集中区。
- (3) 高评级、余额较大、剩余期限 3 年以下的转债遭遇评级下调的数量在增加。
- (4) 近年来评级下调的转债很多分布在地产链，但今年医药、化工、计算机、机械、电子板块均有多个品种被下调，业绩不佳导致更多行业面临下调评级困扰。目前评级下调的转债已经开始在高评级、余额较大的范围内出现，因此单纯利用外部评级筛选标的可能存在一定的风险和滞后性，提前识别资质变差的转债具有更强的迫切性。

市场提前反应评级下调。整体的平均情况显示评级下调结果公告时，市场的反应可能并不强烈，转债可能提前已经呈现偏弱表现。提前识别评级下调应该多关注资质变差的情况。

2、评级下调的转债识别

根据评级机构的打分模型，评级大致从财务情况、实控人情况、控股股东质押情况、偿债压力等方面进行综合考核：(1) 多数下调评级的公司业绩亏损，盈利能力恶化；(2) 实控人控股过低、出事等导致控制权存在较大不确定性；(3) 大股东质押比例过高；(4) 商誉规模较高；(5) 债务率/尤其短债偏高；(6) 出现一些

违约因素或外部不利情况。

最多的因素依然是经营层面上对于持续经营能力、偿债能力、债务压力的综合判断，随机因素更多在于一些外部的处罚和突发的冲击。基于转债评级的考核内容，可以从多个方面规避高风险的转债。从机会的角度出发，可以基于事件的角度获取收益。

3、市场策略：新一轮修复阶段前期

外资流动扰动股票市场表现。从行业的表现来看，外资的流出对于地产、医药、消费等行业的冲击力度较大，同时银行、公用、央企等红利方向获得资金的青睐。转债低价券进入修复期，未来波动可能不小。转债目前依然处于“债底”失效的定价状态，未来一段时间修复概率不小。从长期来看，转债通过条款来避免还钱压力的做法可能受到挑战。

四、债券知识小课堂：转债估值是什么？

对于股性估值的衡量，可参考转股溢价率。股性估值主要讨论转债相对股票的估值。转股溢价率（ $\text{正股股价}/\text{转股价格}-1$ ），通常会随着正股价格的上升而逐渐收窄。我们可通过综合考虑市场情绪变化和市场的供需关系等因素，判断当前估值水平是否合理，并结合正股基本面综合对转债价格做出判断。

对于债性估值的衡量，主要从纯债的视角衡量转债，可参考纯债溢价率和到期收益率 YTM。纯债溢价率（ $\text{转债市场价格}/\text{纯债价值}-1$ ）主要包含了转股权与附加条款的价值，其中附加条款的价值主要体现在回售和下修条款上。YTM（到期收益率）是更为直观的指标，衡量可转债的债券部分支付所有利息并偿还原始本金时所获得的总回报率，本质是持有至到期时的内部收益率。

当正股对转债价格驱动力较强时，我们认为转债的股性较强，此时转债的平价会明显高于纯债价值；当正股对转债价格的驱动力不强时，我们认为转债的债性较强，此时转债的平价往往已明显低于纯债价值。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。

投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基

金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。