

# 二级债基“抱团”博弈可转债

□本报记者 徐金忠 见习记者 王鹤静

盈亏同源,是资本市场中颠扑不破的规律。对于可转债投资“抱团”的二级债基来说,同样如此。

统计数据显示,截至今年二季度末,可转债占二级债基资产净值的10.5%,相较于一季度,可转债占比上升1.8个百分点。可转债因为股性和债底兼具,成为以“固收+”为卖点的二级债基的重要进攻武器。不过,当权益市场震荡调整时,可转债的债底并不是固若金汤,有时可能会成为二级债基波动的放大器。

可转债是“屠龙刀”还是“双刃剑”? 经历市场波动的基金经理和投资者的答案越来越清晰。中国证券报记者采访了解到,在市场和监管要求等多重压力下,二级债基对可转债的“敞口”更趋严格。有基金经理甚至表示,可转债投资将以债底为主,在品种上也将全面倒向稳健型标的。也有基金经理认为,较为短期的博弈将成为可转债下一阶段的操作重点。



视觉中国图片 制图/杨红

## 公募热衷可转债投资

可转债已经成为公募基金投资的重要标的。华创证券研究报告称,公募基金持有可转债市值持续增长,整体仓位有所上升。2022年二季度末,公募基金持有可转债市值2781.32亿元,较上一季度末增加232.87亿元左右,增幅9.14%。

具体到细分的基金产品中,在“固收+”的招牌下,二级债基显然是可转债投资的核心力量。华创证券研报指出,从最新的Wind分类来看,截至二季度末,可转债基金持有可转债市值350.86亿元,环比下降8.05%。同期,二级债基持有可转债市值1236.27亿元,环比提升15.60%。同期,一级债基共持有可转债市值492.42亿元,环比提升9.49%;混合型基金共持有可转债市值669.15亿元,环比提升12.72%。国信证券研报显示,截至今年二季度末,可转债占二级债基资产净值的10.5%,相较于一季度,可转债占比上升1.8个百分点。

具体来看,Wind数据显示,截至今年二季度末,共有373只混合债券型二级基金(不同份额合计计算)持有可转债。其中,易方达稳健收益、景顺长城景颐双利、易方达安心回报、博时信用债券、浙商丰利增强持有的可转债市值均超过50亿元;200只二级债基持有可转债市值占基金资产净值比重均超过10%。

从持有可转债的行业分布来看,平安证券研报显示,截至今年二季度末,可转债仓位超10%的“固收+”基金中,前五大重仓行业分别为银行、石油石化、交通运输、非银金融、公用事业。

如果聚焦二级债基,可以发现可转债重仓行业集中在部分行业的特点较突出,二级债基在可转债投资上选择“抱团取暖”。Wind数据显示,在持有基金数量排名靠前的可转债中,共有170只二级债基持有苏银转债,持仓总市值合计71.60亿元;165只持有兴业转债,市值合计67.65亿元;141只持有南银转债,市值合计37.02亿元;135只持有杭银转债,市值合计33.13亿元。

可转债投资整体上来看是二级债基增厚收益的重要手段。Wind数据显示,截至9月25日,

在今年以来回报超过4%的二级债基中,华商丰利增强定开、华泰柏瑞增利、招商安庆二季度末持有的可转债仓位分别为88.41%、70.33%、48.02%,相较于一季度末,三只基金的可转债仓位分别增加了11.46、26.57、12.77个百分点。

“可转债是二级债基做出超额收益的重要手段。现在‘固收+’产品的竞争越来越激烈,基金经理投资可转债一方面确实是看好这一品种,另一方面也是因为是有同类产品的对标竞争因素。去年以来,在可转债上的整体操作,是加大了配置力度。从这个意义上来说,整个二级债基的‘业绩基准’都因为可转债的加入得到了抬升。”有公募基金经理告诉中国证券报记者。

## 债底成色遭挑战

不过,可转债投资并非是所有二级债基的“屠龙刀”。

Wind数据显示,在可转债持仓比例超过80%的22只二级债基中,截至二季度末,只有长城久悦C、华商丰利增强定开A和C今年以来的回报为正,整体平均回报为-4.17%。

在经历了二季度以来的市场调整后,二级债基的业绩发生了不小变化。Wind数据显示,截至9月25日,在7月份以来的市场震荡中,上述22只二级债基平均回报为-3.52%,华商丰利增强定开A和C在此期间的回报分别为4.63%、4.56%。长城久悦C在7月1日至9月25日期间的回报则为-5.92%。基金二季报显示,长城久悦债券在二季度末的可转债(可交换债)仓位为93.95%,前五大债券投资标的分别为苏银转债、财通转债、兴业转债、苏宁转债和凤21转债。上述五只可转债的公允价值占基金资产净值的比例均超过7%。

从中证转债指数角度来观察,指数在4月底阶段性见底后,持续冲高,在8月中旬创出阶段性高点后,近期又迅速转跌。统计显示,一季度中证转债指数出现8.36%的跌幅,二季度该指数累计上涨4.68%。截至9月23日,该指数三季度以来累计下跌2.38%。

可转债整体调整,一方面是受权益市场持续震荡调整的影响,另一方面,可转债的债底成色,也越来越受到市场各方的挑战。因为兼具股

性和债性,在博弈之中,可转债面临的情况更为复杂。

“在2017年之前,市场中的可转债数量较少。2017年之后,整体市场持续扩容,现在可转债数量有400多只,市值规模接近万亿元水平。从信用等级的分布上来讲,以前可转债的外部评级都集中在AA+及AAA的级别,现在大部分可转债的评级是AA级以下。”华宝基金混合资产部副总经理李栋梁表示。

深圳一位基金经理则表示,可转债投资正在打破此前的粗放风格,进入精细化研究和投资的阶段。“长时间以来,公募基金享受的是可转债投资整体向上的‘贝塔’,挖掘‘阿尔法’的能力是次要因素。公募基金在配置可转债时整体较为粗放,并不会将个券的精细化研究作为重中之重。因为市场资金活跃,在可转债投资上以中长期和价值为特色的公募基金,可以比较顺利地将手中的筹码倒给市场博弈资金。”该基金经理表示。

这位基金经理也直言,在变化研究和投资的视角后,可以发现可转债投资具有更为丰富和复杂的内涵,“当一个资产单向演进时,投资也只能观察到有限的一面。当它开始多方向变化时,投资的广度和深度,都会出现拓展”。

在股性和债底方面同时受到更为严格的考验时,公募基金的可转债投资,需要为自己寻找新的“锚”。

中国证券报记者采访多位专注可转债投资的基金经理后发现,在市场变化之下,他们的选择也明显分化。具体来看,一部分基金经理明确可转债投资将倒向更为深度的价值选择,稳健型投资标的、较长的持有周期等因素,被他们所看重;另一部分基金经理则投向偏博弈的阵营,在近期可转债市场出现较大调整的背景下,他们已将投资的重点放在类似的市场博弈机会中。

## 个券选择需精细化

李栋梁表示,可转债“退可守”的特征主要指的是,具有一定的票息期限和信用等级,所以可以根据同期限、同等级的信用债的到期收益折算一下可转债的纯债价值,这可以作为它的

债底。可转债“进可攻”的一面就是指可转债本身有一些期权因素,其中最有价值的是两项,一个是转股价的下修权,一个是转股权。如果说可转债的价格已经上升到比较高的水平,这一时期可转债的波动将会非常大。随着可转债价格的抬升,实际上防御性和之前相比会有所下降,同时价格的波动幅度也会加大。

从这一角度来说,“股债兼备”的可转债投资,更应该对市场的变化,拥有足够的灵敏度。

那么,当下基金机构如何看待可转债的投资价值?

农银汇理基金彭璧和认为,近期可转债加权平均价格回落至120元,接近今年6月中旬水平。从市场未来走势来看,国内经济正在持续修复中,消费、工业、基建端修复好于预期;在经济出现强劲复苏的明显信号前,利率大概率维持窄幅变动,流动性将维持合理充裕状态。短期来看,当前市场“无主线”风格将延续,策略上可以考虑增持偏价值型稳健品种提升防御性。目前,诸多高价标的的估值水平已被大幅压缩,对应正股波动较剧烈,个券选择需要精细化。

彭璧和认为,在价格风险可控背景下,可低位布局优质标的,同时逆周期角度博弈正股潜在弹性。彭璧和重点提示了四大方面机会。一是10月将进入三季报业绩披露期,盈利高增长势头较为确定的光伏、风电等高景气成长赛道仍是主线。二是半导体行业有望回暖,带动产业链上游的金属、化工、材料等板块,但需关注美联储紧缩对成长品种的压制。三是消费板块从困境反转逻辑来看,边际弹性较大,属于价格安全垫较好,正股潜在弹性较高的品类,以猪周期、可选消费标的为主。四是经济复苏背景下,市场对于稳增长主题的预期进一步提升,可关注政策相关方向,例如地产链和新老基建品种。

对于近期的投资策略,中金公司建议,一是估值的重要性要排在正股之前;二是进行逆向投资的必要性不强。“即便以1-2个月的时间维度来看,以现在的可转债估值和可转债的性质,投资者的等待成本将远高于股票投资者。此时我们需要承认,对于大批量的成长赛道类品种,目前仍非好的介入时点。”中金公司研报称。