

中欧基金李波：

从期权思维出发 重视可转债配置价值

□本报记者 魏昭宇



李波,7年从业经验,2023年开始管理公募基金,具备丰富的固收研究经验,尤其擅长可转债投资研究。曾任海通证券研究所固定收益分析师,2020年加入中欧基金,现任中欧基金多资产及解决方案投资部基金经理。

用期权和量化思维做配置

在设定业绩目标时,与许多基金挂钩中证可转债指数不同,李波将万得可转债等权指数视为产品的业绩目标。“我曾经拉过数据,发现万得可转债等权指数可以最大程度体现出可转债高风险收益比的优势,这一指数2018年以来大幅跑赢中证可转债指数、偏股基金指数和中长期纯债指数,并且风险收益比更好。”李波表示,“究其原因,该指数通过平均分配每只可转债的权重,避免了大市值银行可转债的‘拖累效应’,更真实反映中小盘标的弹性优势。选择这一‘更难跑赢但含金量更高’的基准,既能凸显策略的超额能力,也为投资者提供更清晰的风险收益比参照。”

既然选择了难度更高的业绩目标,就需要更加科学的投资体系作为支撑。李波表示,在中欧基金的可转债投资框架中,量化策略扮演着核心角色。“我们的模型并非简单筛选低价券,而是通过动态拟合可转债的生命周期路径,挖掘被低估的期权价值。”李波表示,该策略分为两大主线:一是基于定价模型的“价值策略”,捕捉低估品种的修复机会;二是结合波动率因子的“交易策略”,把握右侧行情的弹性。

具体来看,在定价模型方面,中欧基金多资产团队会以蒙特卡洛模拟为基础,计算可转债理论价格和实际价格的偏离度,挑选被市场低估的标的。在交易策略方面,模型会对转

股概率、赎回路径、波动率变化等多个维度进行推演,寻找正股波动产生的非对称收益,即可转债作为期权的Gamma收益。“传统双低策略(低价+低溢价)容易陷入价值陷阱,而我们更关注期权定价与市场情绪的背离。”李波进一步表示,当股票因政策或产业趋势启动时,可转债投资者可能因流动性或认知滞后未能及时反应,此时量化模型会通过波动率信号力争快速锁定目标。

从中欧基金可转债模型构建的基本思路中,不难看出期权思维成为了李波团队的重要投资出发点。“做可转债和选股票不太一样,我们不会用选股票的方式挖掘可转债品种,我们更看重期权属性。”李波表示,“我们将可转债拆解为‘纯债价值+股票期权’,通过量化手段动态测算隐含波动率、转股概率等指标,捕捉定价偏差带来的非对称投资机会。”在李波看来,可转债作为一款期权类产品,本身就适合高波动的环境,因此其不对称投资机会在A股的多轮波动周期中能够充分得以体现。

然而,有波动便有风险,谈到投资者非常关注的风控问题,李波表示,策略采用“黑名单机制”事前剔除尾部风险券,并通过分散持仓降低组合波动。“曾发生信用事件的个券早已被排除,组合主要聚焦中小盘标的,这类公司基本面预期差大,波动率更高,期权价值更易获得释放。”

市场估值中枢有望进一步抬升

Wind数据显示,截至2月25日,中证可转债指数收盘价达到了433.33点,刷新2022年3月以来的纪录。受益于市场的回暖,多只可转债基金2025开年以来表现出色。

市场过热了么?在李波看来,可转债远未达到过热的程度。“我们要动态看待相关指数的走势,比如,尽管中证可转债指数看似已经接近2022年的高点,但指数的样本已更换过半。”他表示,“我们需要从债券价格、溢价率等多个维度客观评估市场情绪,就目前来看,可转债市场仍在修复轨道之中。”

此外,针对资金涌入可能引发估值迅速抬升,李波坦言,可转债市场规模仅数千亿元,若固收资金大举进场,估值或快速抬升。但这类资金风险偏好较低,流入将是渐进的过程,中期可转债市场仍具配置价值。

展望2025年,李波向中国证券报记者表示,可转债整体将延续强

势。“今年股票风格或偏向中小盘,与我们聚集的可转债底层资产高度契合。人工智能、机器人、半导体设备等泛科技产业趋势明确,这些标的波动率高,可转债期权价值有望持续兑现。”此外,他提示,周期板块或成为下半年主线,“若经济边际回暖叠加供给侧政策发力,部分处于估值底部的周期类品种可能迎来双击机会。”

李波表示,可转债的供需矛盾从2024年四季度以来已经显现,主要体现在四个方面:第一,无风险利率处于低位,投资纯债获取收益难度较大,可转债关注度上升;第二,机构风险偏好回升较慢,含权仓位偏低,可转债整体欠配;第三,可转债估值处于合理中枢之下,与股市的活跃度有所错配;第四,可转债供给缩量至少是一两年的趋势,2025年可能会面临需求弹性向上、供给弹性向下的格局,这意味着估值中枢会进一步抬升。

配置需求激增

2017年,李波进入券商研究所担任固定收益分析师,可转债成为他的主要研究方向。据他回忆,刚入行时的可转债算是“冷门品种”,机构投资者参与度低,市场流动性不足,但这一局面在2018年后发生了变化。“2018年可转债市场开始扩容,虽然市场持续震荡,但扩容为可转债市场的后续发展奠定了基础。”李波表示,2019年以来,可转债的“债底保护+股票期权”属性逐渐被机构发掘,市场规模快速增长,从“无人问津”转向“机构标配”。尤其在2020年之后,固收类资金对可转债的配置需求激增,“进可攻、退可守”的特性使得可转债成为了震荡市中的优选。

多年来,李波见证了可转债市场的起起落落,在他看来,可转债市场的每一个低点都蕴含着投资机遇。“历史上90%的可转债以转股形式退出,真正因信用违约退出的案例极少。可转债的定价核心是股票期权价值,而非信用债资质。”李波表示,“很多时候市场对部分可转债的担忧实为‘情绪错杀’,只要市场回归理性,可转债的期权价值会持续凸显。”

据李波观察,可转债市场当下受到了越来越多的机构资金关注。“从风险收益特征的角度,

可转债填补了股债之间的空白,并且综合表现较好。2018年以来,市场经历了多轮波动,可转债相对波动水平较低,复合收益较好,是过去几年综合表现非常出色的资产。”李波表示,“哪怕在前两年权益市场走势比较震荡的时候,我们也没有悲观,坚信市场终会回归理性,可转债资产的弹性也会表现出来。”

2024年10月,李波曾公开表示,如果市场情绪进一步向好,信用风险担忧消失,可转债资产底部会整体抬升;对可转债转股的预期上升,期权价值也会陆续修复。在各类支持性政策的推动下,可转债的信用风险有所缓解,投资者对于可转债的定价思路趋于积极。

Wind数据显示,截至2025年2月25日,李波管理的中欧可转债债券A近6个月来的回报率已经超过30%,同期业绩基准为15.29%。这得益于李波对可转债市场的深度探索与持续追踪。以2024年四季度启动的科技板块行情为例,李波精准捕捉到了“股价启动而可转债滞后”的非对称机会。“当时部分可转债价格非常便宜,溢价率不高,正股一旦启动,我们觉得可转债的弹性将显著高于股票,而下跌空间有限。”