

博弈可转债市场 公募策略嬗变

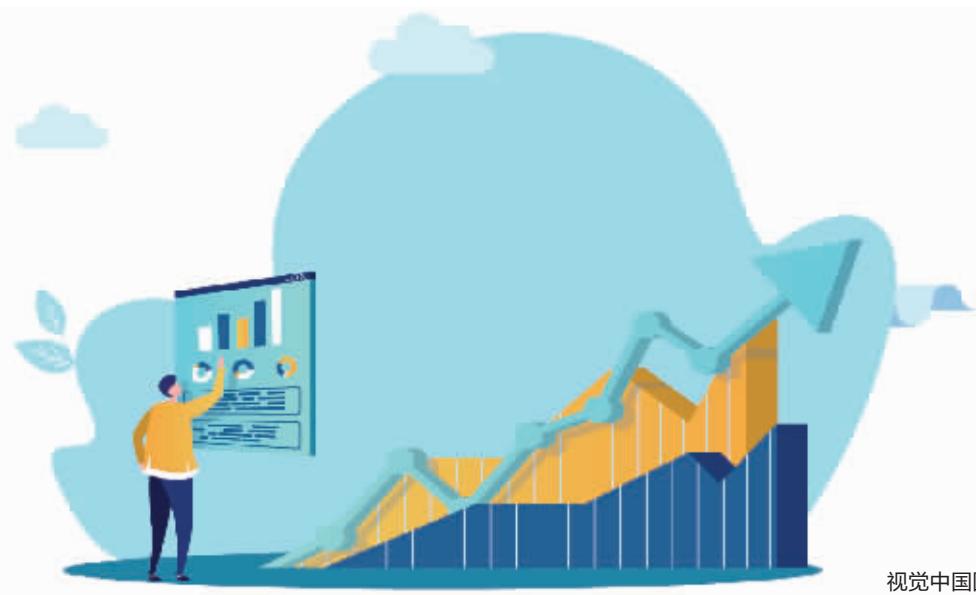
□本报记者 魏昭宇

今年以来,可转债这类资产成为固收类产品“锋利之刃”,是“固收+”基金经理获取超额收益的重要来源之一。

近期,“固收+”基金借可转债斩获超额收益的黄金期仍在延续。公开资料显示,截至8月8日,多只重仓可转债的混合一级债基与混合二级债基交出了亮眼答卷,多只可转债主题基金年内回报率超15%。

值得注意的是,身处估值高位的可转债市场,正遭遇机构资金日益明显的分化操作。天相投顾基金评价中心提供的数据显示,与一季度末相比,部分基金的可转债仓位在二季度末有所下降,基金二季报中坦陈“降低可转债仓位”者不在少数,而悄然增仓者亦不在少数。

基金经理的操作分化与应对,是估值体系重构与相关投资策略的主动进化。部分基金经理正转向精细化的行业配置、创新的量化模型,主动管理能力正站上“C位”。



视觉中国图片

操作分歧已现

以中证可转债指数为例,该指数自2024年9月下旬以来持续走高,8月8日中证可转债指数收于467.77点。从数据来看,当前点位已处在历史新高。

中国证券报记者梳理发现,受益于可转债市场的回暖,多只可转债主题基金2025年以来表现不俗。Wind数据显示,截至8月8日,南方昌元可转债A、博时转债增强A两只产品今年以来的回报率超20%;中欧可转债A、华宝可转债A、华商可转债A等今年以来的回报率超15%;财通可转债A、国泰可转债A等产

品亦表现不俗。

然而,对待价格处于历史高位的可转债,基金经理与普通投资者一样,同样面临着“追高还是止盈”的困难抉择。这一点从公募基金的二季报中就可以看出端倪。天相投顾基金评价中心提供的数据显示,如果将成立满一年的可投转债基金(天相基金三级分类)以2025年二季度末的基金规模作为权重,构建一个虚拟组合。最终得到的结果是,虚拟组合的固定收益持仓中,可转债的占比由2024年四季度末的7.57%下降至2025年二季度末的6.01%。

不少基金经理在二季报中明确将“降低可转债仓位”写在操作回顾一栏。以海富通基金混合资产投资部总经理江勇为例,其在二季报中表示:“基金股票仓位保持稳定,可转债仓位继续下降。”翻开其管理的海富通悦享一年持有期混合、海富通添利收益一年持有期债券等多只“固收+”产品二季报,一个共性操作跃然纸上:权益仓位相较2024年底出现系统性提升,可转债仓位显著压缩。再比如,华安可转债亦采取了防御姿态,其二季报显示,该基金可转债占基金资产净值的比例由一季度末的79.85%降低

至二季度末的72.99%。

当然,也有不少基金经理持续加仓可转债。比如,富国可转债、兴全可转债、东方红聚利等多只产品选择大举增仓可转债。以东方红聚利为例,该基金可转债占基金资产净值的比例由一季度末的51.10%提升至二季度末的63.70%。

值得注意的是,不同类型的“固收+”基金对可转债的态度亦有分歧。兴证固收研究的数据显示,一级债基整体增持可转债,可转债仓位小幅抬升;之前参与较多可转债投资的中高二级债基整体明显减仓,且仓位也有所下降。

策略重构迫在眉睫

“当前可转债均价较高,其中130元到期品种占比极高,估值处于历史峰值。”一位“固收+”基金经理向中国证券报记者展示了一份数据:回溯过往,可转债均价在目前位置时,未来半年取得正收益的概率明显降低。“我们减仓的原因一是觉得这类资产性价比优势没有那么突出了,二是操作难度也越来越大,所以选择减仓。”

这位基金经理的担忧不无道理。一方面,权益市场走强带动中证转债指数持续上涨;另一方面,密集强赎导致可转债市场存量规模急剧缩水。公开数据显示,截至7月末,今年以来已有超过50只可转债摘牌。此外,可转债市场的供需矛盾持续加剧:上半年新券发行仅206亿元,而10月浦发转债到期后,银行可转债板

块规模将持续下降,行业权重亦明显下滑。有券商分析师预测,在新券供给未明显加快节奏的情况下,下半年可转债市场规模或逐步缩减至6000亿元以下。

有业内人士表示,银行可转债供给持续减少正深刻改变市场结构并触发配置替代需求。作为机构投资者传统的核心底仓资产,各类基金对银行可转债的配置热情与其存量规模同步走低,出现持续减配趋势,基金将转而寻求红利资产或其他替代品以填补配置上的空白。

天相投顾基金评价中心的研究人员亦表达了大量资金涌入对传统“双低策略”形成冲击的担忧。“大量资金运用相似的量化模型筛选‘低价格+低溢价率’的双低品种,导致符合标准的标的迅速被买光,估值被推高,策略收益空

间被大幅压缩,波动性反而可能因拥挤交易而加大。”该研究人员表示。

从二季报中可以看出,可转债市场结构的变化正在倒逼基金经理谋求更加多元化的行业配置。兴证固收研究的数据显示,2025年二季度末,银行、机械、电新等行业的配置比例下降明显;非金融、有色金属、医药、公用事业等行业获明显加仓;2025年二季度末,银行板块继续主升趋势,银行可转债加速退出,基金配置空间被动压缩,同时拥有金融底仓替代和下修预期双重属性的非银金融品种被大幅增配。同时二季度行业加速轮动,资金从高估值科技板块边际撤出,医药、消费、化工等热门行业均出现不同程度增配。

华宝基金固定收益投资总监、华宝可转债

基金经理李栋梁向中国证券报记者坦言,从规模上看,银行可转债是整体市场中占比最大的,且绝对规模较高,随着银行板块行情导致的提前强赎或自然到期,都会出现银行可转债供给的被动压缩,从机构配置仓位来看,有向其他标的转移的可能性。

宏利基金固收部基金经理李宇璐在近期的访谈中提到了配置思路的转变:“银行可转债是非常适合作为底仓的品种。但今年以来,需要认真思考到底哪些标的更适合作为底仓。我个人觉得,生猪养殖板块随着‘反内卷’的开启以及行业自身特性,未来胜率很高,2024年以来的CPI和PPI均维持在低位水平,而猪肉价格作为CPI的核心项显得至关重要,相关标的后市走强的几率较大。”

精细博弈寻求突围

对于可转债市场如今估值水平较高这一观点,不少基金经理亦有不同解读。在华富可转债基金经理戴弘毅看来,由于供需缺口和权益市场方向预期乐观,可转债市场正在脱离债性,更偏股一些。他表示,虽然可转债中位数价格已经到达阶段高点,但从其他视角看,首先,截至8月6日,纯债溢价率中位数在23%~24%的水平,而历史高点在35%以上,剔除去年的极端情况,现在可转债相对于纯债的性价比还在适中位置;其次,综合考虑价格和转股溢价率来看,当前的水平相比2021~2022年还有空间,部分偏股的可转债定价仍在合理区间。

李栋梁表示,团队对后续转债市场依然乐观,主要是基于对股票市场的判断。“可转债整体估值高是事实,这是市场供需的结果,估值也是动态变化的。从历史比较来看,权益市场情绪较好的阶段,可转债的估值往往都较高,我们认为估值可能会维持在偏高的水平。”

“我觉得这几年的可转债市场其实发展得比较成熟了,可能不像2017年或者2018年,因

为当时可转债市场标的较少,同时还处在一个比较快速发展的过程之中,所以当时的市场受供需变化的影响较大,一旦需求有比较明显的上升,其估值波动就会变大。”一位沪上公募机构的基金经理王鹏(化名)向中国证券报记者表示,“现在的可转债市场具备了一定广度和深度,标的数量越来越多,且能覆盖所有申万一级行业。在这种情况下,与其关注整体估值,我们更应关注具体标的的估值是否合理。”

王鹏进一步表示,在分析可转债估值时,需结合多个评价体系。他说:“在权益市场较弱时,正股价值下修,转股溢价率反而走阔,此时应用周期股逻辑偏左侧布局,转股溢价率高可能预示投资机会;在权益市场较好时,转股溢价率压缩,也不能仅因转股溢价率低就认为是好的投资机会,还需关注权益市场行情的持续性。”

可转债市场的快速变化正在让不少固收团队积极求变,在传统“双低策略”的基础上追求更加精细化的管理。中信证券表示,低利率时代固收资金仍有加配可转债的趋势,市场估值有

望维持高位,配置性价比有所下降,赚“容易钱”的时间已经过去,“我们判断下半年市场大概率维持震荡,具有较高的不确定性,主动管理是超额收益的关键”。

戴弘毅表示,团队正努力在传统的双低策略基础上增加量化与主动增强因素。“在具体思路上,首先是创建股票与可转债的双轨择时模型;其次是在平衡双低策略上叠加动量等因素增强;最后是加强主动偏股产业趋势的研究。”戴弘毅表示,“其中平衡双低策略叠加因子增强在可转债基金上运用,取得不错的效果,择时模型主要用在目标低波基金上,产业景气研究则运用在高波‘固收+’基金上。”

除了在策略方面持续精进,中欧基金多资产团队在设定业绩目标时,希望业绩基准能体现更高弹性。与许多基金挂钩中证可转债指数不同,中欧可转债基金经理李波将万得可转债等权指数视为产品的业绩目标。“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,也能为投资者提供更清晰的风险收益比参照。”

将期权思维融入可转债量化模型是中欧基金多资产团队的重要策略。“传统双低策略容易陷入价值陷阱,而我们的模型更关注期权定价与市场情绪的背离。”李波表示,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。

国泰基金也在积极采取多项有效措施,保障可转债投研人员之间的良好互动,为公司的投资决策提供有力支持,确保研究成果能够有效转化为投资成果。此外,国泰可转债基金经理刘波还提到,公司固定收益研究员的KPI考核中,加入了投资经理打分考核和风险事件两个核心要素,在多个维度方面激励研究员在风险可控的情况下,更好地为投资经理提供更为有效的投资研究支持。