

# 波动缓冲垫增厚 可转债策略悄然走红

“近期,投资者态度出现了明显转变,此前观望的资金开始主动咨询。”一位资深私募可转债策略基金经理表示。

资金态度的变化,源于一组反差鲜明的净值表现。在刚刚过去的7月,当股票、量化指增等产品普遍回撤时,一批此前并不起眼的可转债策略产品却扛住了市场波动,部分产品甚至取得正收益。

私募排排网数据显示,7月主观多头、量化多头和股票多空策略指数分别下跌9.29%、15.38%和7.73%,可转债交易策略指数逆势上涨0.81%,今年以来累计上涨1.35%,在高波动的市场环境中,含金量凸显。

可转债策略究竟为何在在市场震荡中逆势走强?收益来源是否可持续?随着近期可转债一级市场同步回暖,新券发行明显提速,机构如何看待后市的风险和机会?围绕上述问题,中国证券报记者采访了多位操盘可转债策略的私募人士。

● 本报记者 王雪青

## 债底与交易共同托住净值

“可转债兼具债性和股性。正股上涨时,转股期权提供向上弹性;正股下跌时,可转债价格向纯债价值靠拢,票息、到期赎回价值和债底会形成缓冲。”一位业内人士介绍。

这一特征在7月体现得较为明显。私募排排网数据显示,7月万得可转债低价、中价指数分别上涨4.43%和2.88%,万得可转债高价指数下跌8%,资金明显转向债底更厚、防御属性更强的品种,这是可转债整体跌幅小于正股的基础。

可转债的估值支撑,成为7月行情中的“缓冲垫”。国盛证券测算,7月中证转债指数下跌1.72%,其中正股表现虽然构成拖累因素,但可转债估值上升抵消了部分冲击。通俗地说,就是正股跌得急,可转债在债底支撑下跌得少,转股溢价率因此被动升高,展现出较强的抗跌性。

尽管波动小于正股,但7月中证转债指数仍小幅收跌,相关私募产品又是如何跑赢指数取得正收益的?

“我们可转债策略实现正收益,并不是可转债市场普涨,更多是品种结构优势叠加量化多策略的复合贡献。”优美利投资在接受中国证券报记者采访时表示,“在5、6月时,公司已主动提高中、低价债底充足的个券占比,降低高价股性较强的个券仓位,充分利用债底的缓冲效果。”

据介绍,在本轮震荡行情中,优美利投资的收益主要来自多因子选债轮动、日内T+0程序化交易和条款事件套利。其中,模



视觉中国图片

型根据估值、纯债溢价率、动量、正股基本面等因素每日进行打分、调仓,及时降低高波动、高溢价品种占比,增配高安全垫标的,轮动选债贡献约六成收益来源;7月市场振幅放大,T+0交易贡献约四成超额收益;下修、回售等机会又提供了额外的安全垫。

“债底不是保证不跌,而是约束最大下行空间,并非绝对保本。”优美利投资表示,“整体看,产品正收益不是赌单边行情,而是债底保护打底、量化轮动选债、T+0交易增厚、条款套利共同叠加的结果。同时,公司严格执行风控,限制单券持仓上限、行业分散、实时监控权益敞口,避免个别标的踩坑带来冲击。”

## 管理人操作出现分化

可转债策略的抗波动能力改变了投资者的态度。

前述资深私募可转债策略基金经理透露:“今年以来,我们的可转债策略资金流入总体平稳,未出现大额赎回。7月权益市场急跌而产品取得正收益后,前期观望资金开始主动咨询,部分存量客户加仓,也有机构进行了小批量申购。”

“资金更多是基于资产配置,而不是短期博弈行情。”该基金经理称,“可转债更适合作为组合中的平衡型品种:固收型资金可用其增强收益,权益仓位较高的账户则可借助债底缓冲波动。实际效果仍取决于管理人的选券、仓位控制,以及在债性与股性品种之间切换的能力。”

中国证券报记者了解到,尽管7月可转债策略逆势飘红,仍有部分管理人维持着谨慎的操作策略。一家拥有可转债策略的百亿级私募表示:“从一季度开始,我们的相关仓位就降到了三成左右,此前的常见仓位水平是八成,主要原因是经过前段时间的上涨后,可转债整体估值处于相对较高水平,低

价且具有足够安全边际的品种数量不足。”

7月A股市场调整后,该机构也没有明显加仓:“当前可转债市场的整体转股溢价率仍处于历史高位,如果后续权益反弹不及预期,高溢价会压制可转债跟涨弹性,出现‘抗跌但不跟涨’的局面。”

据了解,上述机构的可转债策略以低价品种为主要投资对象,通常在可转债价格处于120元以内、票息和到期收益具有一定吸引力时构建组合;标的价格继续下跌、债底保护进一步增强时,视信用状况和风险预算逐步加仓;当可转债价格升至150元以上后,则逐步兑现收益,并将资金轮换至价格更低、安全边际更高的品种。

“A股较高的波动率,为可转债策略提供了交易和轮动空间。”该机构称,“从定价结构看,可转债相当于债券与股票期权的组合,正股波动越大,期权价值通常越高。即使指数整体上涨幅度有限,不同行业和个券反复波动,也可能为低价买入、估值修复和高价退出创造机会。”

## 供给回暖拓宽选择空间

新券供给增加,为可转债策略打开了新的选券空间。Wind数据显示,截至8月11日,今年以来累计发行51只可转债,融资规模合计约607亿元,较上年同期分别增长96%和51%;尤其今年6月以来,可转债发行数量达33只,融资规模合计约469亿元,发行呈明显加速态势。

在发行端回暖的同时,存量可转债也在加速退出。数据显示,今年以来已有120余只可转债离场,市场存续规模较年初减少逾560亿元。

业内人士认为,再融资政策优化打开了可转债发行通道,科技企业资本开支增加、机构配置需求旺盛,为新券供需两端提供了

支撑。可转债市场由此进入发行提速、结构调整的新阶段。

“近期发行节奏加快,会从几个维度改变市场生态。”优美利投资称,一是标的池得到扩充,过去两年大量“高龄”可转债到期、强赎退出,存量个券数量持续收缩,出现“底仓荒”,新券上市会增加可选标的,丰富行业分布,给量化模型提供更多样本,有利于分散持仓,降低策略拥挤度。

二是交易机会增加。新券上市初期波动大,存在一级打新、次新交易博弈机会,对擅长交易、T+0的量化策略来说,会增加交易性收益来源。

三是对估值形成约束。供给增加,一定程度上缓解了资产荒带来的溢价率虚高,对全市场估值形成压制,有利于可转债市场回归更加健康的定价。

也有市场人士表示:“发行提速在短期还是较难彻底解决存量收缩,策略容量受限的核心矛盾。一方面,仍有大量老券持续到期强赎,净供给改善幅度有限;另一方面,当前新发产品以中小规模双创类可转债为主,单券余额偏小,流动性弱于过去的大盘银行可转债,大资金容纳能力有限。”

“对我们私募量化策略而言,供给回暖是利好,会拓宽选择空间,但容量天花板依然客观存在。”优美利投资表示,“我们一方面会充分挖掘新券机会,另一方面会持续迭代模型,优化流动性筛选,控制策略规模,不盲目冲量,把规模控制在策略舒适区间内,保障超额收益能力。”

展望后市,优美利投资表示,若权益市场反弹,将适度提高股性可转债的权重,把握正股修复带来的弹性,但控制组合溢价水平;若市场延续震荡,将维持债性券与弹性券的哑铃型配置,通过量化轮动、T+0和条款套利获取收益;若权益再次下跌,则进一步降低高价股性可转债的比例,依靠债底缓冲下行风险。

## 万联证券控股长安基金 公募机构股权变动频频

● 本报记者 万宇

公募基金公司股权变动再添一例。近日,广州市属国资券商万联证券拿下长安基金控股权,从而补齐了公募基金业务牌照这一关键资质。近年来,公募机构股权变动频频,公募基金公司股权变更已呈常态化。

## 长安基金控股权变更

长安基金近日发布关于公司股权变更的公告。公告显示,经中国证券监督管理委员会《关于核准长安基金管理有限公司变更主要股东、实际控制人的批复》核准,长安基金股东杭州景林景淳企业管理合伙企业(有限合伙)、上海恒嘉美联发展有限公司、五星控股集团有限公司将其所持有公司的25.93%、24.44%、13.33%股权转让给万联证券。本次股权变更后,万联证券成为公司的主要股东,广州金控集团成为公司的实际控制人。

公开资料显示,长安基金成立于2011年9月5日,注册资本2.7亿元,核心业务涵盖公募基金管理、基金销售、特定客户资产管理,具备成熟的公募基金运营与业务基础。

万联证券是广州唯一市属国资券商,控股股东为广州金控集团。近年来,万联证券坚持专业化、特色化、精品化发展思路,重点打造万联固收、万联资管、万联股权投资三大品牌。万联证券表示,此次控股长安基金是公司完善大资管布局、实施特色化差异化发展的重要举措,公司的资产管理业务版图得以进一步补齐,也是万联证券推进发展战略,向具有核心竞争力的湾区一流综合金融服务商迈进的重大阶段性成果。

对于后续规划,万联证券表示,将依托股东资源优势,深化各业务条线协同联动,积极储备公募REITs的优质基础资产项目,继续立足广州,服务实体经济,在优化居民资产配置、服务广大投资者等方面发挥国有券商的作用,为区域金融高质量发展提供助力。

## 公募基金股权频频易主

今年以来,多家公募基金公司发生股权变更或拟变更股权。

今年1月,浦银安盛基金公告,经公司2025年度第五次股东会会议决议及证监会核准,公司原股东法国安盛投资管理有限公司被法国巴黎资产管理控股公司吸收合并。因此,法国巴黎资产管理控股公司成为公司股东,持有公司39%股权。

3月,安信基金公告称,股东国投证券与股东中广核财务有限责任公司签署股权转让协议,股东国投证券受让股东中广核财务有限责任公司所持有的该公司5.93%股权,其他股东的股权比例不变。国投证券持股比例升至39.88%,成为公司第一大股东。

4月,上银基金公告,经证监会批准,公司股东上海银行将其持有的公司20%的股权转让给桑坦德投资控股有限公司。股权转让后,公司股权结构为:上海银行持股80%;桑坦德投资控股有限公司20%。

6月,国联民生证券公告称,与法国洛希尔银行联合转让的中海基金58.409%股权已找到买家,成都交子新兴集团拟以2.67亿元购买这部分股权。其中,公司所持有的中海基金33.409%股权对应的转让价格为1.53亿元。

近期,天弘基金的非控股股东天津信托有限责任公司公开挂牌转让其持有的天弘基金4.99%股权,转让底价为15.67亿元,挂牌时间为8月3日至8月31日。此次交易完成后,天津信托仍持有天弘基金11.81%股份。

## 股权变更各有原因

公募基金公司股权变更已成常态化,股权变更的原因包括谋求公募牌照、股东层面战略调整、大股东强化控股权、引入新股东等。

券商获取公募牌照意愿强烈,此前,多家券商申请公募牌照。但去年以来,券商公募牌照申请节奏放缓,目前已没有券商资管公司排队申请公募基金业务资格,更多券商转而通过参股、控股公募基金公司的方式布局公募赛道。除了万联证券控股长安基金,去年9月,上海证券获准受让前海联合基金100%股权,全资控股前海联合基金;今年1月,华安证券公告拟对华富基金进行增资,增资完成后,华安证券的持股比例将从49%上升至51%,华富基金将成为其控股子公司。

值得一提的是,外资也在持续加码公募基金等资管机构的股权。除了贝莱德基金、富达基金、路博迈基金等由外资巨头申请成立的公募基金公司外,宏利基金、摩根基金、摩根士丹利基金等合资公募基金公司通过股权转让的方式成为外商独资公募,上银基金等公司则引入西班牙桑坦德投资控股有限公司等外资作为公司股东。

对于基金投资者来说,首先应关注基金公司股权变更是否涉及控股权的变更,如果控股权产生变更,公司战略方向、治理结构、产品布局等可能都会发生重大变化,需评估此类股权变更对基金公司带来的影响。如果只是因为大股东强化控股权、引入新股东作为战略投资者导致部分股权变更,则对公司日常经营影响有限。

## 数量创近五年新高 单只平均规模缩水 今年新发基金“细分赛道”撬动大市场

● 本报记者 郝健

8月以来,公募基金发行市场热度不减。本周(8月10日至14日),49只基金进入发行期,被动指数型产品占比超四成,硬科技与红利策略成为主线。一方面是指数型产品聚焦细分赛道,另一方面是FOF产品显著升温。将时间轴拉长至今年年内,新基金成立数量创近五年新高,但单只平均募集规模却呈现下滑态势。已成立产品的业绩出现明显分化,同一赛道的基金,因成立时点不同,收益差距较大。

## 本周49只基金发售

本周49只新发基金中,被动指数型基金以21只的数量担当发行主力,占比约43%。这些产品覆盖科创板芯片设计、港股通科技、银行、稀有金属、有色金属矿业、绿色电力、电池、电网设备、新能源、红利低波动等多个细分方向。债券型基金紧随其后,共有10只,占比约20%。偏股混合型基金8只,主要聚焦科创、医疗、先进制造及港股通科技等成长领域。FOF5只,主打多元资产配置和稳健持有策略,增强指数型基金2只,分别挂钩中证800和创业板综指。偏债混合型基金2只。此外,还有1只QDII型基金华宝医药精选,投向海外医药市场。

从发行主题来看,本周发行的产品主要

围绕硬科技与红利策略两条主线展开。科创板芯片设计主题ETF迎来华宝基金、国泰基金旗下产品,宏利科创精选、中信建投先进制造研选等也聚焦科技方向。绿色电力、电网设备等新能源产业链产品集中上架,包括华泰柏瑞中证电池主题ETF联接、鑫元中证绿色电力ETF、招商恒生A股电网设备指数及广发恒生A股电网设备ETF联接等。与此同时,万家中证800红利低波动ETF、招商中证A500红利低波动ETF等产品瞄准低估值高股息资产,为震荡市提供防御型配置工具。

## 被动指数型产品挑大梁

截至8月11日,全市场共有102只基金处于正在发行状态。从投资类型看,被动指数型基金以34只继续占据主导地位,偏股混合型基金紧随其后,权益类产品仍是当前发行主力。

在34只被动指数型产品中,行业主题ETF及联接基金是主角,指数产品竞争向细分赛道下沉。从科创板芯片设计、电池、稀有金属,到工业有色金属、绿色电力、航天航空,电网设备、工程机械、自由现金流等指数均有产品覆盖。多只跟踪同一指数的ETF出现同期发行的情况,如南方中证A股ETF与华夏中证A股ETF,嘉实国证价值100ETF与华夏国证价值100ETF正面相遇。电池主题方面,华泰柏瑞基金、永赢基金、华夏基金各有一只产品发行;航天航空方向亦有华夏基金与易

方达基金两只产品发行。此外,多只港股通科技、港股通信息技术主题产品正在发行,跨境指数布局热度不减。

外资公募也加入这股发行热潮。贝莱德基金、安联基金、联博基金、摩根基金等均有新产品同期发行。贝莱德基金的基金经理王晓京表示,对中国股市仍然看多做多,重点关注大中盘股票、科技行业及政策面刺激带来的修复性机会。摩根士丹利基金总经理周文桐表示,中国经济周期的相对独立性使其成为全球资金降低美元资产集中度、分散地缘风险的选择,中国在先进制造、全产业链规模效应及场景数据等方面的优势将持续吸引外资关注。

8月还有42只基金即将启动发行。其中偏股混合型基金12只、FOF10只,合计占比超过五成。这10只FOF产品,名称中普遍带有“多资产”“多元配置”“稳健”,且全部设置了持有期,其中3个月持有期产品达6只。广发基金表示,2026年上半年多数资产估值已处中高水平,市场波动有所加大,以多元配置为核心策略、定位积极“固收+”的FOF产品应需而生,FOF产品通过固收打底并搭配A股、全球股票及黄金等低相关性资产,力求在波动中实现更平滑的净值曲线。

## 小额募集特征较为明显

新基金供给放量。Wind数据显示,今年

前7个月,新成立基金数量达1032只,同比增长27.9%,创近五年同期最高水平。总发行份额7146.42亿份,同比增加14.2%,但与2022年同期的高点8090.77亿份相比,仍有超900亿份的差距。

新基金发行小额募集的特征较为明显。今年前7个月单只新基金平均发行份额约为6.92亿份,为近五年同期最低水平,不仅低于去年同期的7.76亿份,也明显低于2022年同期的9.88亿份。产品集中发行、渠道日趋分散、投资者更加挑剔以及基金公司为抢占赛道而加速布局,都是导致平均规模下行的重要原因。

发行端“数量扩容、规模缩水”的同时,已成立产品的业绩表现同样出现明显分化。截至8月10日,今年以来成立并已建仓的基金中,522只取得正收益,514只收益为负,首尾差距接近100个百分点。回撤超过20%的基金有28只,回撤超过20%的达37只。医药主题整体表现相对稳健,42只医药生物方向新基金平均回报率4.45%,正收益比例超过七成。半导体、芯片主题产品则上演“冰火两重天”:1月成立的某上证科创板芯片ETF回报率超过32%,某半导体领航精选A回报率更是达61.74%;6月下旬集中成立的一批上证科创板芯片设计主题ETF,回撤幅度均在20%以上。同一个赛道,仅因为入场时点相差数月,业绩表现相差巨大。