

投研视点 | 可转债复盘和展望

可转债市场复盘

1. 指数表现强劲，成交活跃

截至 6 月末，中证转债指数年内上涨 7.02%，跑赢上证指数（+2.76%）。具体来看，年初延续调整，2 月以后市场反弹修复，4 月初美国“对等关税”冲击，指数剧烈调整，但此后快速修复。7 月以来继续上行，年内累计涨幅进一步扩大。

转债上半年表现突出的核心原因在于：1）权益表现强势，牛市预期下资金回补力量较强，转债期权价值增加；2）2025 年初 10 年国债收益率一度下破 1.6%，吸引力降低，固收资金对类固收资产青睐有加，转债受到广泛关注。

今年以来，转债处于低波动、低回撤、高收益的状态，夏普比率处于相对较高水平，持有转债体验极佳，进而吸引更多的资金进入，形成了正反馈。

2. 银行转债退出，供给萎缩明显

转债整体规模依旧保持收缩态势，主要是以银行品种为主的大规模转债加速退出。2025 年上半年，共有 57 只转债到期、强赎退市，总退出规模超过 1000 亿元（包括到期、强赎、回售以及转股）。今年以来新发转债数量已达 20 只，总规模仅 245.77 亿元。

2025 年上半年，银行板块行情加速，多只大规模银行转债退出。25H1 余额下降规模前 20 的转债中，有 8 只银行转债，其中除浦发转债外，其余转债均已退市或即将强赎退市。而浦发转债也将于 10 月 28 日到期退市，届时转债市场中银行品种规模将缩减至 900 亿元以内，行业权重占比将由目前的 22% 左右下降至 14% 附近。

3. 结构分化，小盘、低价占优

上半年小盘指数显著优于大盘及中盘指数。权益市场小盘风格显著占优，多题材轮动的特征在转债上得到验证。而大盘品种正股波动相对较低，在 4 月调整阶段更具防御性，而 5 月开始又充分受益银行的强势。

上半年低价转债指数相对跑赢中高价，偏债品种估值修复，双低策略基本跟上了市场，二者指向低价因子有效性不错。低价品种强势，一方面是市场对转债信用风险担忧缓解；另一方面，市场踏空资金的进入使得低价品种价格一并抬升。

下半年展望：机遇与挑战并存

1. 市场趋势

转债估值或向上温和修复，纯债空间有限背景下，固收+资金仍有配置需求，而供给端不断减少，供需矛盾或导致转债估值被动抬升。

转债定价处于历史偏高位置。信用债与转债 YTM 差值处于历史高位，转债相比纯债溢价较高。定价偏离度显示转债处于历史较高水平，但未创出极值。

转股溢价率不断压缩主因权益市场较为强劲。转债估值分位数仍较高，因此市场波动可能加大，操作上需更加谨慎。

2.核心投资机会

随着银行转债存量规模减少，一方面把握剩余低价银行转债，另一方面寻找相关替代品种，如低波的公用事业标的，以及一些低信用风险的央国企品种。

持有高评级大额底仓券的同时，双低品种或将延续 Q2 的表现，持续寻找基本面存在亮点的双低标的，把握上涨下跌的不对称性。

此外，关注转债的下修机会。

3.行业主线

应对不确定性，行业层面构建哑铃型配置：科技突围+红利防御+寻找“反内卷”受益方向。

红利资产应对国际政治环境不确定性，科技与内需博弈政策催化的弹性，把握相关板块的转债捕捉“进可攻、退可守”的结构性收益。同时挖掘“反内卷”政策下受益于产能出清的行业和公司。

（作者**王嘉程**为太平基金固定收益投资部研究员）