

基金转债投资策略剖析（一）：深度拆解转债持仓的结构

团队成员

投资要点：

- 本文希望通过搜集统计公募基金季报转债持仓数据，对相关公募基金（固收+基金为主）的转债持仓变动和转债持仓结构进行分析，从中、微观维度的分析公募基金对转债的配置思路及边际变动。并对公募基金（转债持有规模、转债持仓比例和年化波动率）与转债（平价水平、估值、余额、行业和评级）进行多维度划分，以期分析不同风险偏好的公募配置转债时的投资思路。
- **持仓比例：**21年后，核心转债持有基金（根据24年Q1截面数据，转债持仓大于5%的基金）转债持仓比例整体呈抬升趋势，其他各类资产均表现持仓压缩，或与样本本身对于转债偏好较高，转债市场扩容等因素相关。
- **持仓数量：**2024年Q1，转债持仓1亿元以下/1-10亿元/10亿元以上的基金转债持仓数量中位数分别为4/39/84.5支，22年Q3后，公募基金转债持有数量明显上升，可能与转债发行数量稳定增长，大余额转债发行个数有限有关。
- **估值：**大部分基金对于中估值转债的持仓维持在40%左右；随市场转债估值中枢移动，低估值转债的持仓比例大致在15-50%区间调整；而低价/低估值策略仍是公募基金的首选策略。
- **评级：**全部有转债持仓的基金自22年Q4开始，随转债供给减弱，对中低等级转债的配置比例增加。
- **余额：**全部有转债持仓的基金小盘转债配置稳定，主要针对中大盘转债调仓。风险偏好较高的基金对中小盘转债持仓更多，转债持仓规模大的基金对不同余额转债的配置结构相对稳定。
- **行业：**全部有转债持仓的基金以配置稳定板块为主，主要在稳定板块与周期板块间调仓。22年开始随正股市场下行，风险偏好高的基金降稳定板块持仓，增配制造板块与科技板块。
- **平价水平：**全部有转债持仓的基金对平衡转债配置比例稳定，股性转债配置根据不同产品的特点风险偏好，在25-45%的区间内配置；22年开始样本均逐渐降低股性转债比例，24年Q1至约20%。
- **24年Q1调仓思路分析：加仓10%以上基金（94支，整体加仓23%）：**加仓高估值转债的特征是大中盘、稳定行业与债性转债；小盘转债偏好中低估值，等待超跌后估值修复。减仓10%以上基金（35支，平均减仓61%）：主要减仓股性转债，保留债性大盘持仓，或表现抗回撤的意愿。
- **风险提示：**市场风险超预期，政策边际变化，统计误差风险。

分析师：徐亮

执业证书编号：S0210524040003

邮箱：x130484@hfzq.com.cn

研究助理：林浩睿

邮箱：lhr30501@hfzq.com.cn

相关报告

- 《哪些行业的转债在本轮调整中表现更强》2024.6.1
- 《机构转债配置分析：如何预判增量资金》2024.5.23

正文目录

1 转债持有基金转债持有偏好.....	1
1.1 转债比例配置偏好.....	2
1.2 转债数量配置偏好.....	4
1.3 转债类型配置偏好.....	5
1.3.1 估值配置倾向.....	5
1.3.2 评级配置倾向.....	6
1.3.3 余额配置倾向.....	7
1.3.4 行业配置倾向.....	9
1.3.5 平价水平配置倾向.....	10
2 调仓思路分析——以 24Q1 为例.....	11
1.1 加仓：整体偏稳健，风险偏好回升.....	11
1.2 减仓：减仓股性，保留债性.....	12
3 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 2024 年 3 月上交所转债持有人结构 (面值).....	1
图表 2: 2024 年 3 月深交所转债持有人结构 (市值).....	1
图表 3: 核心转债持有基金转债持有张数环比变动 (万张).....	1
图表 4: 公募调仓动作对转债估值定价能力较强 (纵轴: 转债价格 (元)).....	1
图表 5: 基金与持仓转债各维度划分标准.....	2
图表 6: 按平均转债持仓比例与持有特性可对基金分为 3 大类.....	3
图表 7: 平均持仓 5-20% 与 20-40% 的基金持仓结构上的差异.....	3
图表 8: 平均转债持仓 5-20% 基金, 持仓与风险偏好 (年化波动率) 相关性较弱.....	3
图表 9: 平均转债持仓 20% 以上基金, 持仓与风险偏好 (年化波动率) 相关性较强.....	3
图表 10: 核心转债持有基金各大类资产持有市值变化 (亿元).....	3
图表 11: 22 年 Q1-24 年 Q1, 核心转债持有基金加转债减仓其他各类资产.....	3
图表 12: 转债持仓规模 1 亿元以下基金持有转债数量.....	4
图表 13: 转债持仓规模 1-10 亿元基金持有转债数量.....	4
图表 14: 转债持仓规模 10 亿元以上基金持有转债数量.....	4
图表 15: 大盘转债发行趋紧.....	4
图表 16: 全部有转债持仓的基金转债估值配置与各平价价格走势 (估值) 负相关.....	5
图表 17: 持仓 5-20% 年化波动率 3% 以下基金转债估值配置.....	5
图表 18: 持仓 5-20% 年化波动率 3-5% 基金转债估值配置.....	6
图表 19: 持仓 5-20% 年化波动率 5% 以上基金转债估值配置.....	6
图表 20: 低价/低估值策略仍是公募基金的首选 (万元).....	6
图表 21: 全部有转债持仓的基金转债评级配置.....	7
图表 22: 转债供应自 22 年 Q3 衰减 (百万元).....	7
图表 23: 转债持仓规模 10 亿以上基金转债评级配置.....	7
图表 24: 转债持仓规模 1 亿以下基金转债评级配置.....	7
图表 25: 转债持仓 5-20% 年化波动率 3% 以下基金转债评级配置.....	7
图表 26: 转债持仓 5-20% 年化波动率 5% 以上基金转债评级配置.....	7
图表 27: 全部有转债持仓的基金转债余额配置.....	8
图表 28: 转债持仓 5-20% 年化波动率 3% 以下基金转债余额配置.....	8
图表 29: 转债持仓 5-20% 年化波动率 3-5% 基金转债余额配置.....	8
图表 30: 转债持仓 5-20% 年化波动率 5% 以上基金转债余额配置.....	8
图表 31: 转债持仓规模 10 亿元以上基金转债余额配置.....	8
图表 32: 转债持仓规模 1 亿元以下基金转债余额配置.....	8
图表 33: 全部有转债持仓的基金转债行业配置.....	9
图表 34: 转债持仓 5-20% 年化波动性 5% 以上基金转债行业配置.....	9

图表 35: 转债持仓 5-10%年化波动性 3%以下基金转债行业配置.....	9
图表 36: 转债持仓 10-20%年化波动性 3%以下基金转债行业配置.....	9
图表 37: 全部有转债持仓的基金转债平价水平配置.....	10
图表 38: 转债持仓 5-20%年化波动性率 3%以下基金转债平价水平配置.....	10
图表 39: 转债持仓 5-20%年化波动性率 3-5%基金转债平价水平配置.....	10
图表 40: 转债持仓 5-20%年化波动性率 5%以上基金转债平价水平配置.....	10
图表 41: 行业: 增加科技 (+60%)、消费医药 (+55%) 与制造 (+56%) (万元)	11
图表 42: 评级: 中低评级买入较多, AA-AA- (+56%), A+及以下 (+56%), AA+及以上 (+3%) (万元)	11
图表 43: 估值: 显著对高估值加仓 (+231%) (万元)	12
图表 44: 平价: 主增平衡和债性 (万元)	12
图表 45: 余额: 对于小余额 (+71%) 的偏好要大于大余额 (+2%) (万元)	12
图表 46: 加仓高估值转债的特征: 大中盘、稳定行业与债性 (万元)	12
图表 47: 行业: 各行业减仓较平均, 科技行业 (-48%) 减仓相对少 (万元)	12
图表 48: 评级: 各评级减仓没有显著区别 (万元)	12
图表 49: 估值: 高估值减仓比例最小 (-34%)	13
图表 50: 平价: 股性减仓 (-81%), 债性 (-37%), 平衡 (-64%) 基本持平平均值 (万元)	13
图表 51: 余额: 大中小盘减仓幅度递增, 分别为-49%/-63%/-67% (万元)	13
图表 52: 减仓基金赎回与业绩压力较大	13

来源: iFind, 华福证券研究所

来源: iFind, 华福证券研究所

故本文希望通过搜集统计公募基金季报转债持仓数据,对相关公募基金(固收+基金为主)的转债持仓变动和转债持仓结构进行分析,得到对应中、微观维度的分析结构。并对公募基金(转债持有规模、转债持仓比例和年化波动率)与转债(平价水平、估值、余额、行业和评级)进行多维度划分以期分析不同风险偏好的公募配置转债时的投资思路。各维度的划分规则如下:

图表 5: 基金与持仓转债各维度划分标准

维度	指标	指标测算方式	指标分类及标准		
基金层面	转债持有规模	基金持有转债总市值	大 大于10亿元	中 1-10亿元	小 小于1亿元
	转债持仓比例	基金持有转债总市值/基金资产总值	高 大于20%	中 5-20%	低 小于5%
	风险偏好/年化波动率	截至报告日过去一年年化月度基金净值波动率(此指标仅针对平均转债持仓比例在5-20%区间的基金)	高 大于5%	中 3-5%	低 小于3%
转债层面	平价水平	报告日前最近收盘时点的转换价值(下文均简称“平价”)	股性 大于100元	平衡 70-100元	债性 小于70元
	估值	报告日前最近估值指数(我们在《哪些行业的转债在本轮调整中表现更强》中曾介绍转债估值指数的构建方法及应用,其分布在0-1区间,数值越高表示转债估值越高)	高 估值指数(2/3,1]	中 估值指数[1/3,2/3]	低 估值指数(0,1/3)
	余额	报告日前最近转债余额	大 大于50亿元	中 10-50亿元	小 小于10亿元
	行业		稳定	周期	科技
			金融, 建筑装饰, 公用事业等	农林牧渔, 煤炭, 有色, 钢铁, 运输等	TMT, 电子等
	消费医药	制造	其他		
评级	主体评级	高 AA+及以上	中 AA-AA-	低 A+及以下	

来源: 华福证券研究所绘制

1.1 转债比例配置偏好

公募基金对转债的配置基本可按照持有比例分为 3 大类: 5%以下, 5-20%与 20%以上, 三类具有不同的特性。

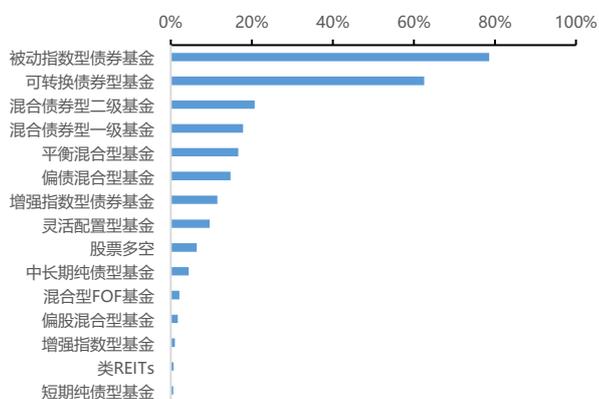
持仓 5%以下的主要为纯债型、股票型、FOF 以及另类基金, 仅极少量持有转债, 一部分是因为基金合同中限制对转债的投资, 另一部分则是因为基金本身已为高风险高回报型基金, 更倾向于配置回报更高风险更高的资产。若除去纯债型, 其余类型基金持仓集中在 0-2%。

持仓 5-20%的主要为一级债基以及偏债或平衡混合型基金, 转债配置风格上各维度基本都处于中值附近, 风格偏统一。

持仓 20%以上有两大类基金, 一是转债 ETF (79%) 和可转债基金 (63%), 二是

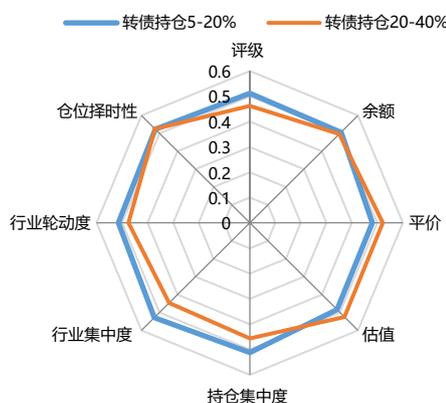
以一二级债基与偏债混合型为主的基金，配置比例大约在 20-40%，大部分集中在 25-35%区间，风险偏越高转债仓位越高的关系显著。前者是因为合同设计对转债配置颇高，后者或与基金经理对转债的偏好关联较大。该区间转债持仓比例与风险偏好（以年化波动率表示）呈现高度正相关。

图表 6: 按平均转债持仓比例与持有特性可对基金分为 3 大类



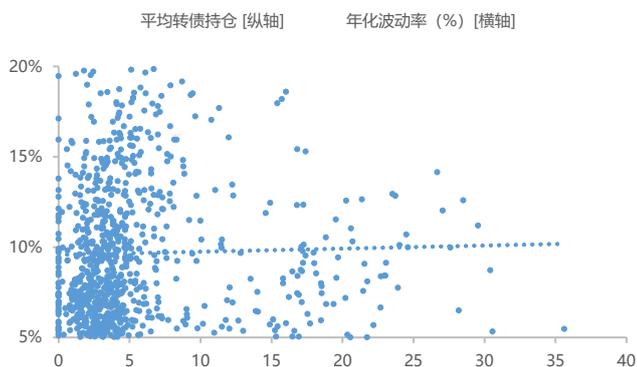
来源: Wind 华福证券研究所 (未显示持仓 1%以下类型)

图表 7: 平均持仓 5-20%与 20-40%的基金持仓结构上的差异



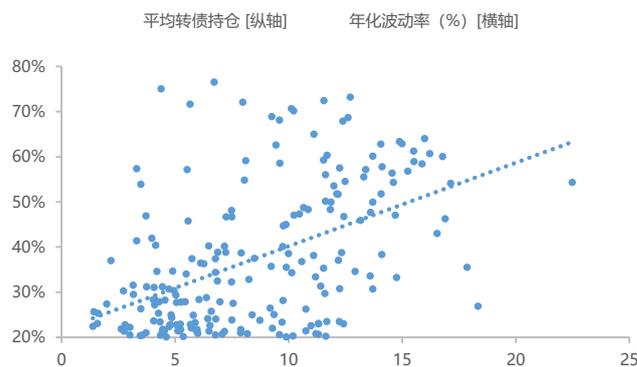
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 8: 平均转债持仓 5-20%基金, 持仓与风险偏好 (年化波动率) 相关性较弱



来源: Wind 华福证券研究所

图表 9: 平均转债持仓 20%以上基金, 持仓与风险偏好 (年化波动率) 相关性较强

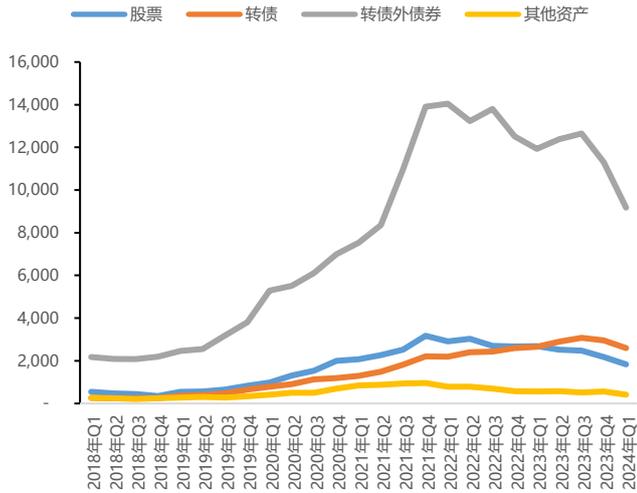


来源: Wind, 华福证券研究所

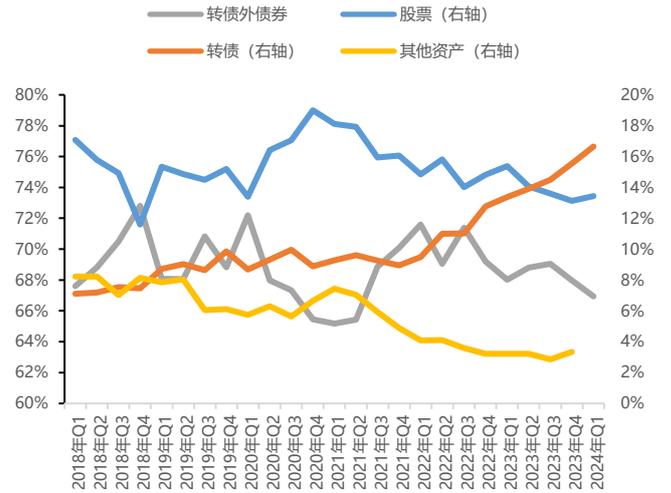
21年后，核心转债持有基金转债持仓比例整体呈抬升趋势，其他各类资产均表现持仓压缩。24年Q1与22年Q1相比，核心转债持有基金各类资产变动：转债+6.90%/股票-1.75%/其他债券-2.02%/其他资产-3.13%，分别位于2018年以来100%/8.30%/12.50%/4.10%分位；若除去主被动可转债型基金，转债+6.78%/股票-1.76%/其他债券-1.87%/其他资产-3.15%，分别位于历史100%/12.50%/12.50%/4.10%分位。我们认为这与样本标的为24年Q1转债持仓5%以上基金本身对于转债偏好较高，转债市场扩容等因素相关。

图表 10: 核心转债持有基金各大类资产持有市值变化 (亿元)

图表 11: 22年Q1-24年Q1, 核心转债持有基金加转债减仓其他各类资产



来源: Wind, 华福证券研究所 (核心转债持有基金加总)



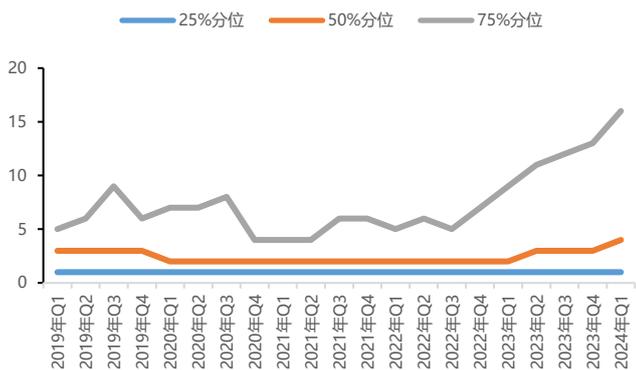
来源: Wind, 华福证券研究所 (核心转债持有基金, 除去ETF与可转债型平均)

1.2 转债数量配置偏好

转债持仓数量与转债持有规模高度正相关。2024年Q1, 转债持仓1亿元以下/1-10亿元/10亿元以上的基金转债持仓数量中位数分别为4/39/84.5支, 集中度分别为25%/2.56%/1.18%。

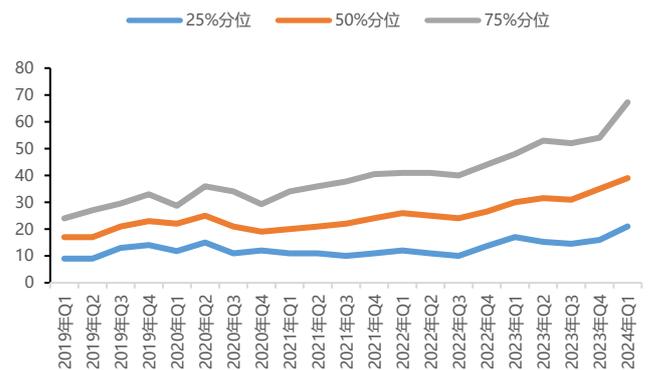
2022年Q3开始转债持有数量明显上升, 可能与转债发行数量虽较为稳定, 但大盘转债发行趋紧有关。大盘转债与高评级、强资金容纳力以及偏债性等符合公募投资风格的特质相联系, 其供给的减少导致了投资者加强分散化投资。

图表 12: 转债持仓规模 1 亿元以下基金持有转债数量



来源: Wind, 华福证券研究所

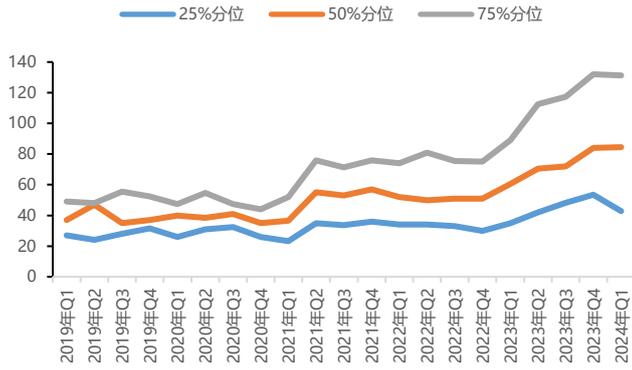
图表 13: 转债持仓规模 1-10 亿元基金持有转债数量



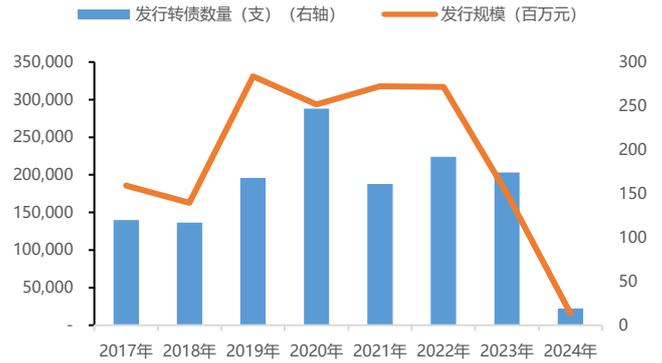
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 14: 转债持仓规模 10 亿元以上基金持有转债数量

图表 15: 大盘转债发行趋紧



来源: Wind, 华福证券研究所



来源: 锐思数据库, 华福证券研究所

1.3 转债类型配置偏好

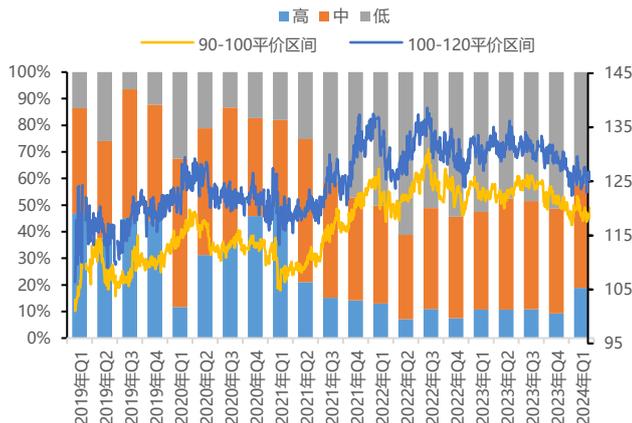
1.3.1 估值配置倾向

全部有转债持仓的基金对中估值转债的持仓维持在 40%左右；随市场转债估值移动，低估值转债持仓大致在 15-50%区间调整。转债估值低位期间，低估值转债仓位维持在 15%附近，高估值转债仓位在 45%附近；转债估值高位兼核心转债持仓基金转债持仓比例增加期间，低估值仓位维持在 50%上下，高估值仓位在约 10%上下。

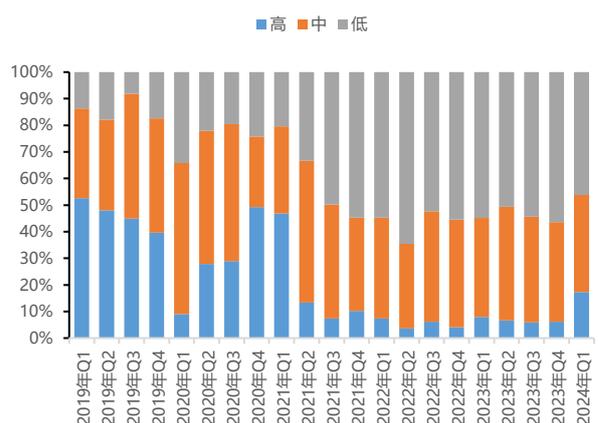
转债的持有比例与转债规模对估值配置影响不显著，风险偏好低的基金低估值转债配置比例较高。在转债持仓 5-20%的基金中，年化波动率 3%以下（风险偏好低，下同）的产品，其低估值转债持仓大致在 20-50%区间，而年化波动率 5%以上（风险偏好高，下同）的产品，其低估值转债持仓则大致在 15-45%区间；与全部有转债持仓的基金的样本相同，各组中估值转债持仓也在 40%附近；高估值持仓相应变动。

低价/低估值策略仍是公募基金的首选。20Q1 受疫情冲击股市波动加大，转债核心持有基金迅速调整向低估值转债。21Q2 开始至今，固收+基金逐渐加仓转债但加仓转债主要是中低估值转债，这与转债估值整体偏高，（公募偏好挖掘低估值转债），正股市场表现不佳风险偏好转弱等有关。

图表 16: 全部有转债持仓的基金转债估值配置与各平价格走势 (估值) 负相关



图表 17: 持仓 5-20%年化波动率 3%以下基金转债估值配置

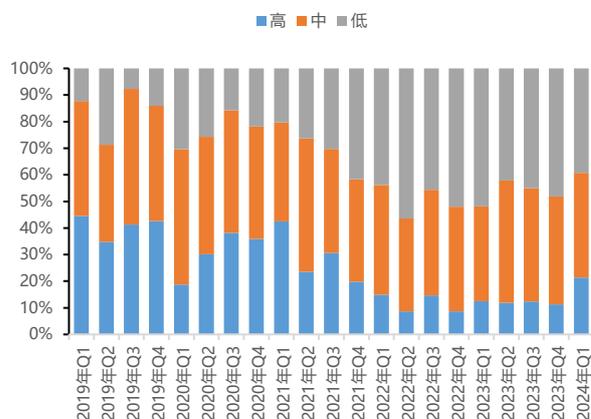
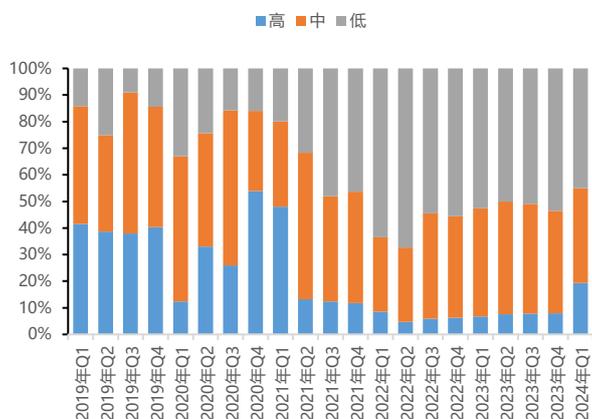


来源: Wind, 华福证券研究所

来源: Wind, 华福证券研究所

图表 18: 持仓 5-20%年化波动率 3-5%基金转债估值配置

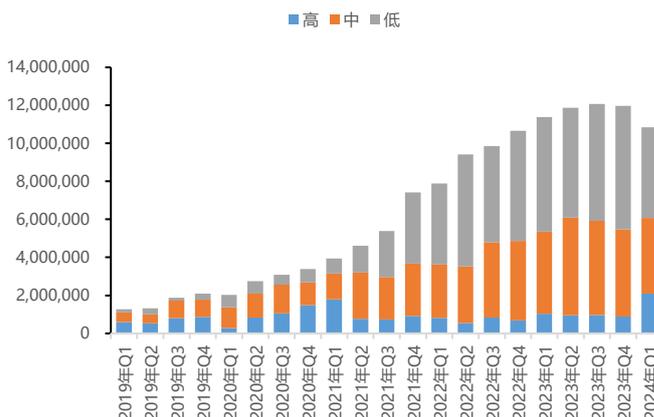
图表 19: 持仓 5-20%年化波动率 5%以上基金转债估值配置



来源: Wind, 华福证券研究所

来源: Wind, 华福证券研究所

图表 20: 低价/低估值策略仍是公募基金的首选 (万元)



来源: Wind, 华福证券研究所 (转债持仓 5-20%基金所持转债市值总量)

1.3.2 评级配置倾向

全部有转债持仓的基金自 22 年 Q4 开始, 对中低等级转债的配置比例增加。19 年 Q1-22 年 Q3, 对 AA+ 以下的中低评级转债配置比例基本维持在 30% 及以下, 2022 年 Q4 开始, 基金对中低评级转债的配置比例上升到约 40%, 其中对 A+ 及以下转债配置较少。

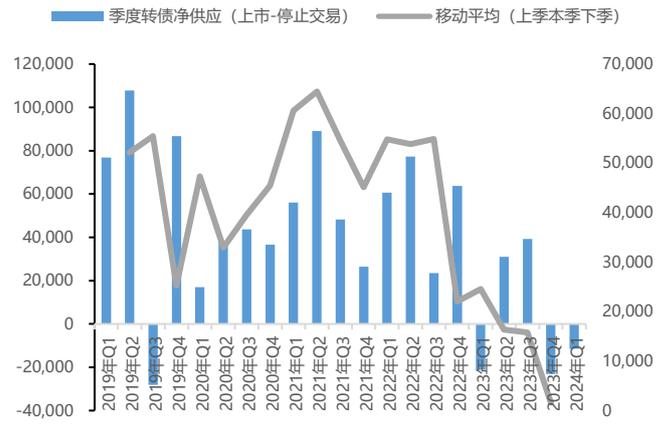
转债持仓比例对不同评级配置比例影响不显著, 转债持仓规模小以及年化波动率高的基金对中低等级的配置倾向略强。19 年 Q1-22 年 Q3, 转债供应较为宽松, 转债持仓 10 亿规模以上基金中低等级配置比例为 25% 左右, 1 亿规模以下基金中低等级配置比例大部分时间为 40% 左右; 转债持仓在 5-20%, 年化波动率在 3% 以下的基金, 中低等级转债比例与全样本 (全部有转债持仓的基金, 下同) 的配置比例接近, 大部分报告期时中低评级转债仓位在 30% 左右, 波动率在 5% 以上的基金将中低等级持仓提高到 40% 左右; 22 年 Q4 后随转债供应趋紧, 各风险偏好基金对不同评级转债配置比例均与全样本配置比例相仿, 在 24 年 Q1 时中低评级转债仓位约达 40%。

图表 21: 全部有转债持仓的基金转债评级配置



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 22: 转债供应自 22 年 Q3 衰减 (百万元)



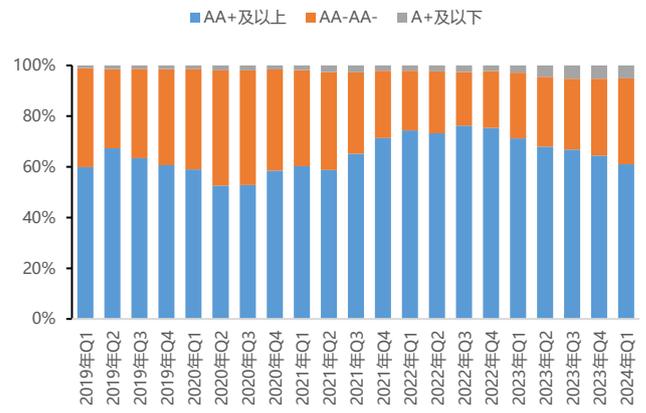
来源: 锐思数据库, 华福证券研究所

图表 23: 转债持仓规模 10 亿以上基金转债评级配置



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 24: 转债持仓规模 1 亿以下基金转债评级配置



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 25: 转债持仓 5-20%年化波动率 3%以下基金转债评级配置



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 26: 转债持仓 5-20%年化波动率 5%以上基金转债评级配置



来源: Wind, 华福证券研究所

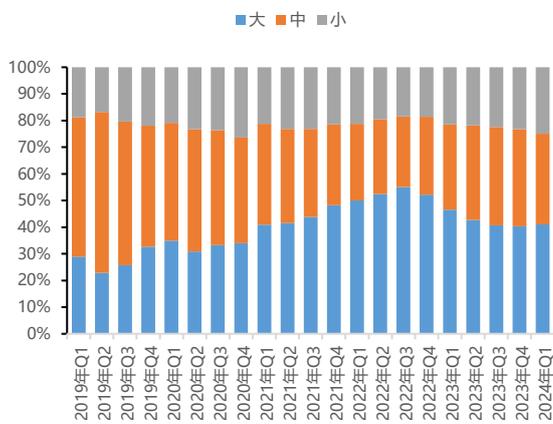
1.3.3 余额配置倾向

全部有转债持仓的基金小盘配置稳定, 主要针对中大盘调仓。19 年 Q1-24 年 Q1,

对于小盘转债（余额 10 亿元以下）配置比例稳定在 20%左右。对大盘转债（余额 50 亿元以上）的配置比例则经历：19 年 Q1-22 年 Q3 随转债市场扩容，仓位由约 30%提升到约 50%，22 年 Q3-23 年 Q3 随转债供给变弱，尤其是大盘转债供给变弱，回落至约 40%；23 年 Q3 至今稳定在 40%左右。中大盘的配置比例与转债供给高度关联，这与公募整体偏好资金容纳性强、偏债性的大盘转债有关。

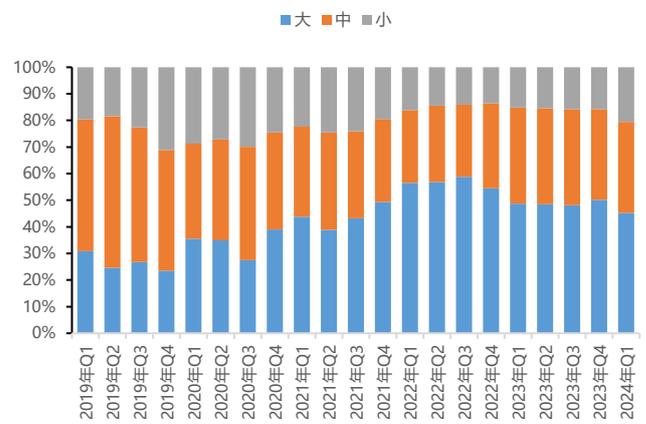
转债持仓比例对转债余额配置影响不显著，风险偏好较高的基金中小盘转债持仓更多，转债持仓规模大的基金对不同余额转债的配置偏稳定。19 年 Q1-24 年 Q1，转债持仓 5-20%，年化波动率在 3%以下/3-5%/5%以上的基金，对小盘的配置分别平均约在 20.52%/20.73%/23.35%。转债持仓在 10 亿元以上的基金对不同余额的转债持有偏好较转债持仓规模少的基金更为稳定均衡，统计期内前者大盘转债仓位基本在 40-50%区间内调整，后者则基本在 25-50%区间内调整。

图表 27：全部有转债持仓的基金转债余额配置



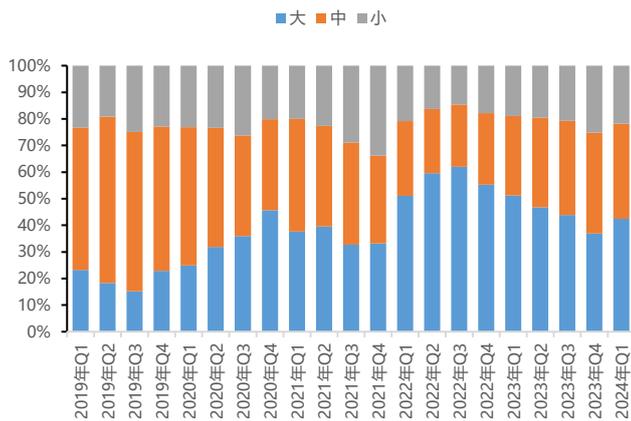
来源：Wind，华福证券研究所

图表 28：转债持仓 5-20%年化波动率 3%以下基金转债余额配置



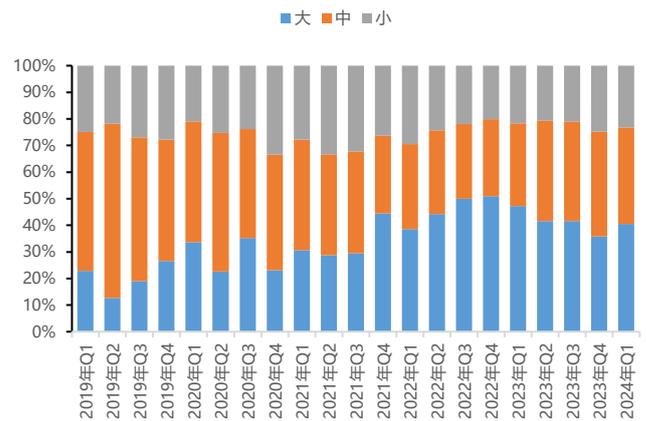
来源：Wind，华福证券研究所

图表 29：转债持仓 5-20%年化波动率 3-5%基金转债余额配置



来源：Wind，华福证券研究所

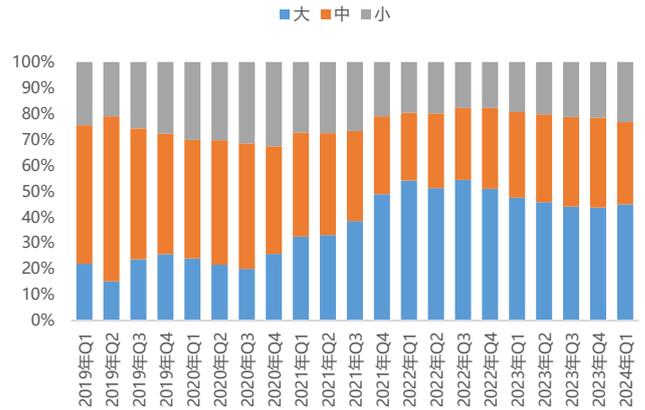
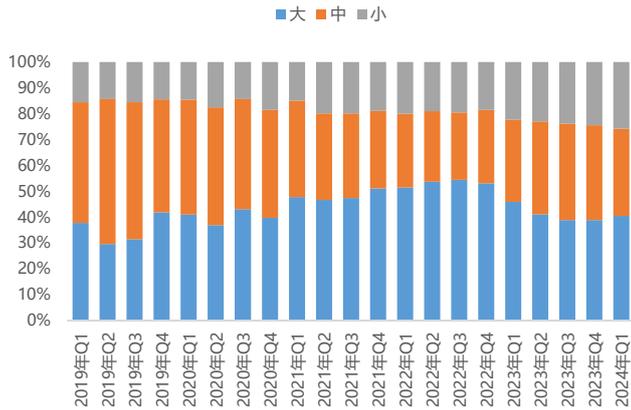
图表 30：转债持仓 5-20%年化波动率 5%以上基金转债余额配置



来源：Wind，华福证券研究所

图表 31：转债持仓规模 10 亿元以上基金转债余额配置

图表 32：转债持仓规模 1 亿元以下基金转债余额配置



来源: Wind, 华福证券研究所

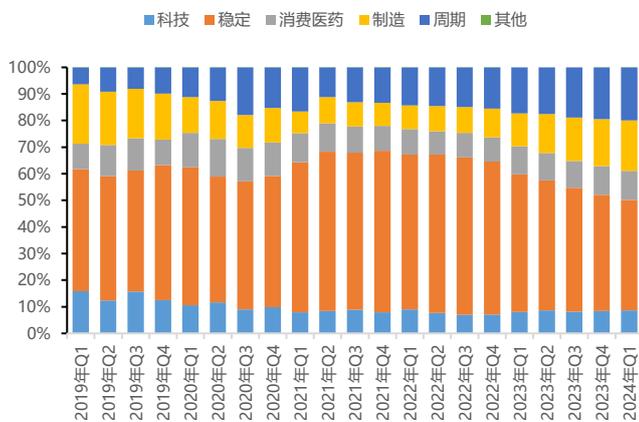
来源: Wind, 华福证券研究所

1.3.4 行业配置倾向

全部有转债持仓的基金以配置稳定行业为主，主要在稳定与周期行业间调仓。19年Q1-22年Q1，稳定行业转债配置近50%，22年Q1开始减少稳定行业转债持仓，截至24年Q1仓位接近40%左右；其余各行业配置较均衡，基本以调整制造周期与稳定相对比例为主导。

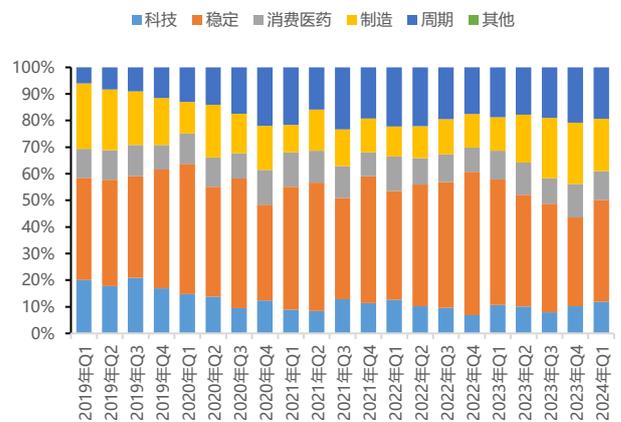
转债持仓规模与比例对行业配置影响不明显，风险偏好高的基金降稳定转制造与科技，风险偏好低的基金增稳定降制造与消费医药。19年Q1-24年Q1，转债持仓在5-20%的基金中，年化波动率在5%以上的产品，其稳定行业转债持仓保持在40%上下。而对于年化波动率在3%以下的基金，转债持仓在5-10%的产品，19年Q1-22年Q1，与全样本相近，其稳定行业转债持仓基本在50%上下，22年Q1-24年Q1逐渐降至约40%；转债持仓在10-20%的产品，19年Q1-22年Q1，其稳定转债持仓有较大波动，仓位峰值至约70%，22年开始逐步降至约60%。相对于全样本的均值水平，稳定行业转债仓位低于均值水平的，其主要把仓位调整向制造与科技行业转债；稳定行业转债仓位高于均值水平的，则其主要调减于制造和消费医药行业转债。

图表 33: 全部有转债持仓的基金转债行业配置



来源: Wind, 华福证券研究所

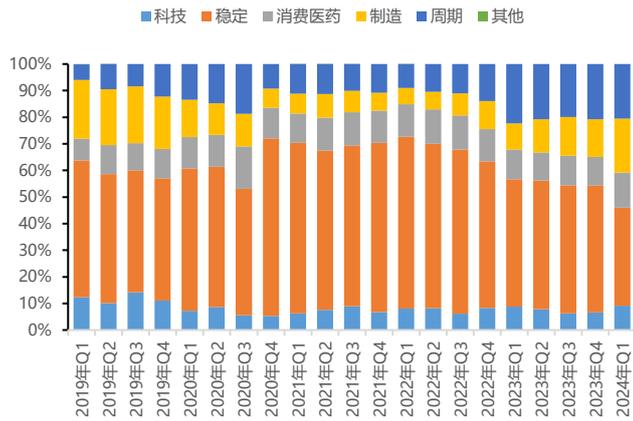
图表 34: 转债持仓 5-20% 年化波动性 5% 以上基金转债行业配置



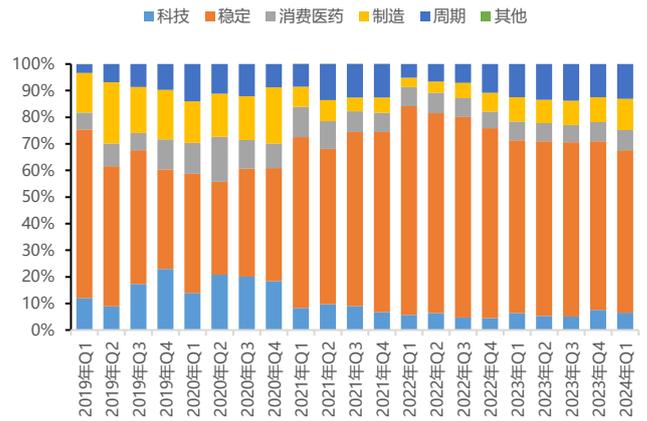
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 35: 转债持仓 5-10% 年化波动性 3% 以下基金转债行业配置

图表 36: 转债持仓 10-20% 年化波动性 3% 以下基金转债行业配置



来源: Wind, 华福证券研究所



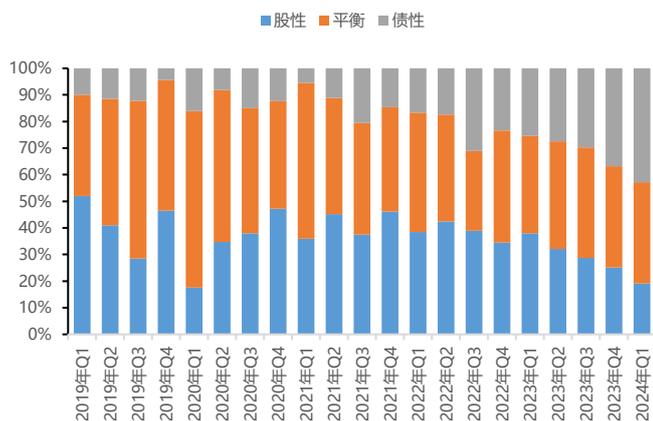
来源: Wind, 华福证券研究所

1.3.5 平价水平配置倾向

全部有转债持仓的基金对平衡性转债持仓配置较为稳定，近年降低股性转债比例至约 20%。19 年 Q1-21 年 Q4，平衡转债的配置比例大部分时间约在 40% 上下，自 22 年开始正股市场走弱，股性转债配置比例由约 40% 逐渐降低至约 20%。

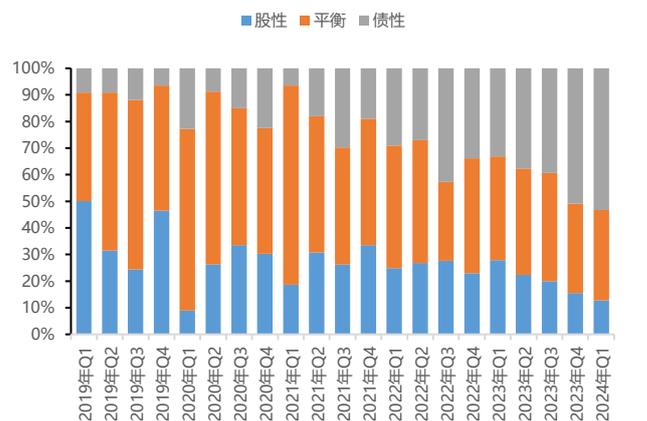
转债持仓比例与转债持仓市值对转债平价水平的配置影响不显著，股性转债配置随风险偏好好在 25-45% 的区间内配置，近年降幅与全样本变动趋势接近。19 年 Q1-21 年 Q4，转债持仓在 5-20% 的基金中，年化波动率在 3% 以下/3-5%/5% 以上的股性转债持仓分别平均约为 30%/30%/45%，截至 24 年 Q1 分别降至约 10%/10%/25%。

图表 37: 全部有转债持仓的基金转债平价水平配置



来源: Wind, 华福证券研究所

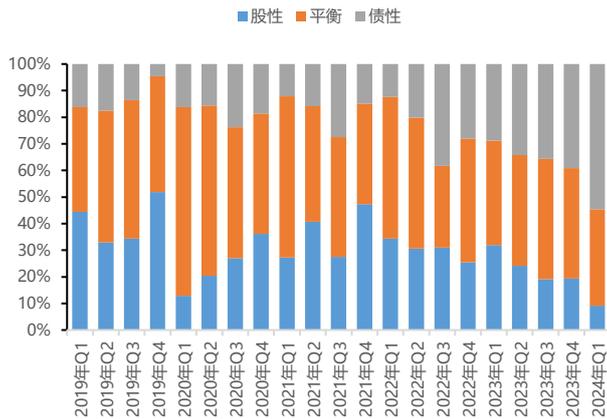
图表 38: 转债持仓 5-20% 年化波动性率 3% 以下基金转债平价水平配置



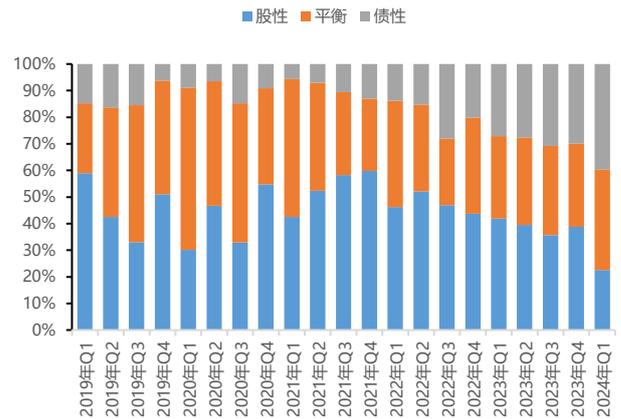
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 39: 转债持仓 5-20% 年化波动性率 3-5% 基金转债平价水平配置

图表 40: 转债持仓 5-20% 年化波动性率 5% 以上基金转债平价水平配置



来源: Wind, 华福证券研究所



来源: Wind, 华福证券研究所

2 调仓思路分析——以 24Q1 为例

以 24 年 Q1 核心转债持有基金为样本分析基金经理们当下的调仓思路。24 年上半年迎来了股票和转债市场久等的上涨期间，一季末加仓较上季度在 2% 以上的核心转债持有基金占 44.88%，转债市场热情高涨。我们最终选择择取加减仓在 10% 以上的基金，分析其整体的加减仓倾向，以期对基金经理们的调仓进行复盘。

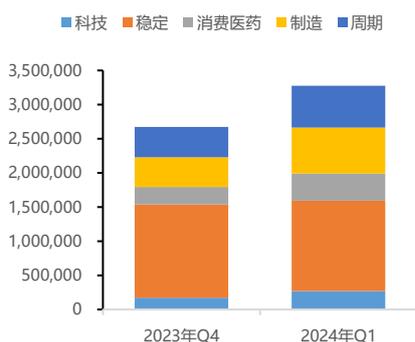
1.1 加仓：整体偏稳健，风险偏好回升

加仓在 10% 以上的基金 94 支，平均加仓 23%。

加仓高估值转债的特征是大中盘、稳定行业与债性转债。加仓基金的持仓中高估值加仓的特征是最为显著的，一定程度与高估值转债配置较少，增量不多但增量效果明显有关。再聚焦公募愿意给予高估值的转债特征，则可以勾勒出资质好平价低的画像，这与公募一直以来的加仓偏好相符合，同时转债供给端的减弱，尤其是 24 年 Q1 的骤降强化了此类转债的需求。

小盘转债偏好中低估值，等待超跌后估值修复。加仓基金的小盘转债持仓中，中 (+86%) 低估值 (+74%) 的增加，可能是 2 月小盘受损严重等待估值修复的思路。

图表 41: 行业: 增加科技 (+60%)、消费医药 (+55%) 与制造 (+56%) (万元)

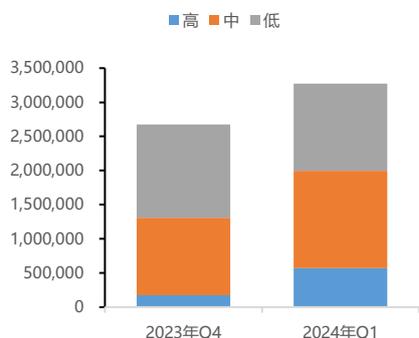


图表 42: 评级: 中低评级买入较多, AA-AA- (+56%), A+及以下 (+56%), AA+及以上 (+3%) (万元)



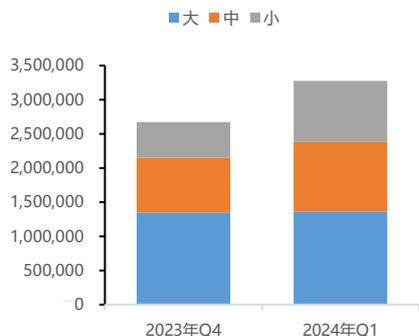
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 43: 估值: 显著对高估值加仓 (+231%) (万元)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 45: 余额: 对于小余额 (+71%) 的偏好要大于大余额 (+2%) (万元)



来源: Wind, 华福证券研究所

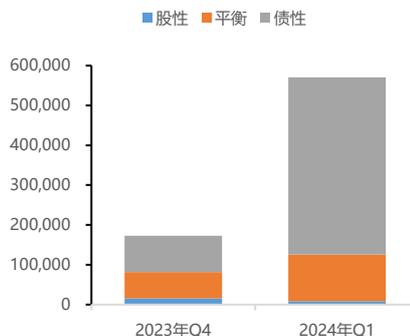
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 44: 平价: 主增平衡和债性 (万元)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 46: 加仓高估值转债的特征: 大 中盘、稳定行业与债性 (万元)



来源: Wind, 华福证券研究所

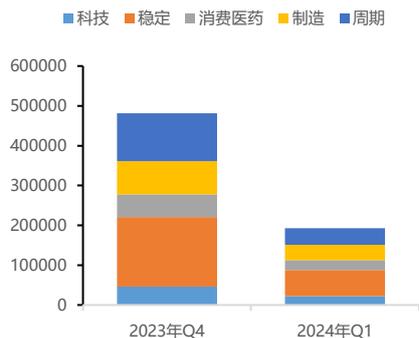
1.2 减仓: 减仓股性, 保留债性

减仓在 10% 以上的基金 35 支, 平均减仓 61%。

主要减仓股性转债, 保留债性大盘持仓, 或表现抗回撤的意愿。在 23Q2 到 24Q1 期间, 加/减仓基金平均基金总资产缩水分别为 3.10% 与 64.22%, 4 个季度平均超额收益率分别为 -0.87% 与 -1.60%, 因此减仓的基金可能部分受到负债端的影响, 策略上也以稳定抗回撤为主导。

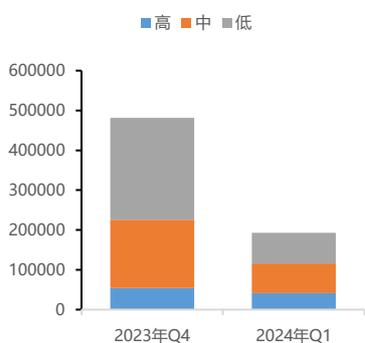
图表 47: 行业: 各行业减仓较平均, 科技行业 (-48%) 减仓相对少 (万元)

图表 48: 评级: 各评级减仓没有显著区别 (万元)



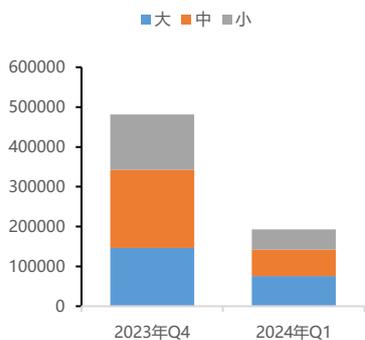
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 49: 估值: 高估值减仓比例最小 (-34%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 51: 余额: 大中小盘减仓幅度递增, 分别为-49%/-63%/-67% (万元)

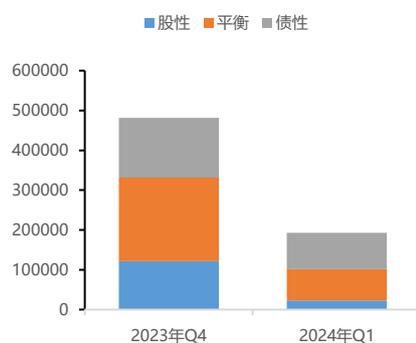


来源: Wind, 华福证券研究所



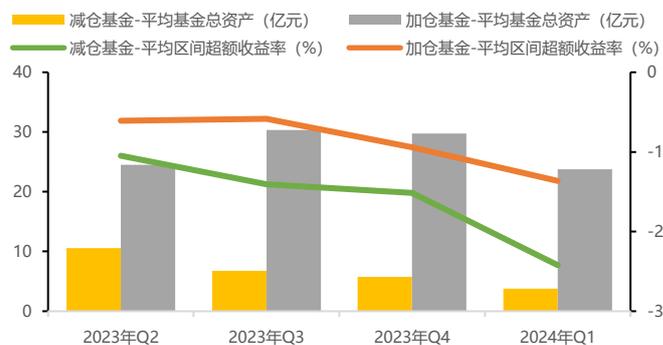
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 50: 平价: 股性减仓 (-81%), 债性 (-37%), 平衡 (-64%) 基本持平均值 (万元)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 52: 减仓基金赎回与业绩压力较大



来源: Wind, 华福证券研究所

3 风险提示

市场风险超预期。市场出现超预期风险事件, 易引发系统性风险, 影响债券市场整体走势。

政策边际变化。市场政策不确定性较大, 将影响市场整体情况, 进而带来投资风险。

统计误差风险。由于数据可得性、信息公开性等原因, 分析过程可能存在简化风险和统计误差。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn