



2017 年 11 月 30 日

海外可转债市场研究

联系信息

陶勤英

分析师

SAC 证书编号: S0160517100002

taoqy@ctsec.com

相关报告

- 1 《金融工程：嘉澳转债上市价格为何高于金禾转债？》 2017-11-27
- 2 《金融工程：17 宝武 EB 上市价值预估》 2017-11-23

报告摘要：

● 美国可转债市场概况

市场存量达 2600 亿美元,从 2003 年起至今,可转债的累计发行额超过 10000 亿。2014 年后,发行量则缓缓下降,目前美国可转债市场的整体为平衡型,债性稍强,股性稍弱。

● 欧洲可转债市场概况

欧洲市场规模仅次于美国,目前市场存量为 1829 亿美元,自 2003 年起的累计发行额接近 10000 亿。近两年,欧洲市场的可转债发行数量与发行额都处于低迷状态,市场规模逐渐缩小。目前欧洲可转债市场的整体为平衡型,债性略强于美国市场,股性略弱于美国市场,有大量的平衡型可转债。

● 日本可转债市场概况

相比于美国和欧洲的大型可转债市场,日本的可转债市场规模较小,市场存量约为 360 亿美元,自 2003 年以来的累计发行额为 1300 亿美元,目前日本可转债市场的债性较弱,股性很强。

- 风险提示：海外可转债市场较为分散,文中数据均基于 Bloomberg 统计。

内容目录

1、 美国市场状况	3
1.1、 市场规模	3
1.2、 发行期限	3
1.3、 票面利率	4
1.4、 特殊条款	4
1.5、 市场性质	5
2、 欧洲市场状况	6
2.1、 市场规模	6
2.2、 发行期限	7
2.3、 票面利率	8
2.4、 特殊条款	8
2.5、 市场性质	8
3、 日本市场状况	9
3.1、 市场规模	9
3.2、 发行期限	10
3.3、 票面利率	11
3.4、 特殊条款	11
3.5、 市场性质	12

图表目录

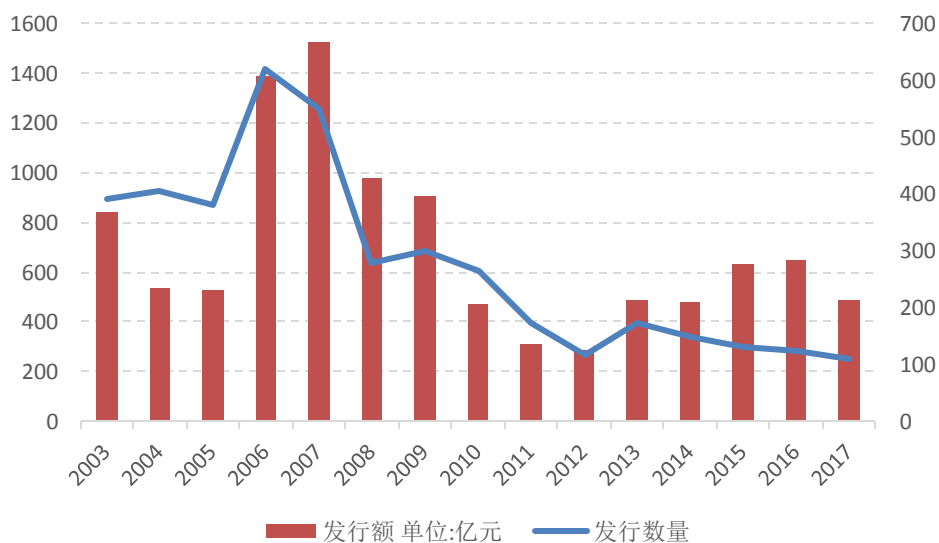
图 1: 美国市场可转债发行情况	3
图 2: 美国市场可转债发行情况	4
图 3: 美国可转债市场票面利率分布	4
图 4: 美国或有可转债分布	5
图 5: 美国可转债到期收益率分布	6
图 6: 美国可转债转股溢价率分布	6
图 7: 美国可转债平价溢价分布	6
图 8: 欧洲市场可转债发行情况	7
图 9: 欧洲市场可转债发行期限分布	7
图 10: 欧洲可转债市场票面利率分布	8
图 11: 欧洲或有可转债分布	8
图 12: 欧洲可转债到期收益率分布	9
图 13: 欧洲可转债转股溢价率分布	9
图 14: 欧洲可转债平价溢价分布	9
图 15: 日本市场可转债发行情况	10
图 16: 日本市场可转债发行期限分布	10
图 17: 日本可转债市场票面利率分布	11
图 18: 日本或有可转债分布	11
图 19: 日本可转债到期收益率分布	12
图 20: 日本可转债转股溢价率分布	12
图 21: 日本可转债平价溢价分布	12

1、美国市场状况

1.1、市场规模

美国是世界上最大的可转债市场，截至目前，市场存量达到了 2600 亿美元；美国早在 1980 年之前就开始了可转债的发行。从 2003 年起至今，可转债的累计发行额超过 10000 亿，其发行量与发行额的走势趋同，在 06、07 年有着一波增长高峰，而 2008 年之后发行额有所降低，在 2012 年的小幅波动后，近几年来发行额与发行量渐渐趋于平稳。在 2014 年后，发行额的趋势略微向上，而发行量则缓缓下降，说明 2014 年后大盘转债在美国市场上的比重有了一定的增加。

图 1：美国市场可转债发行情况

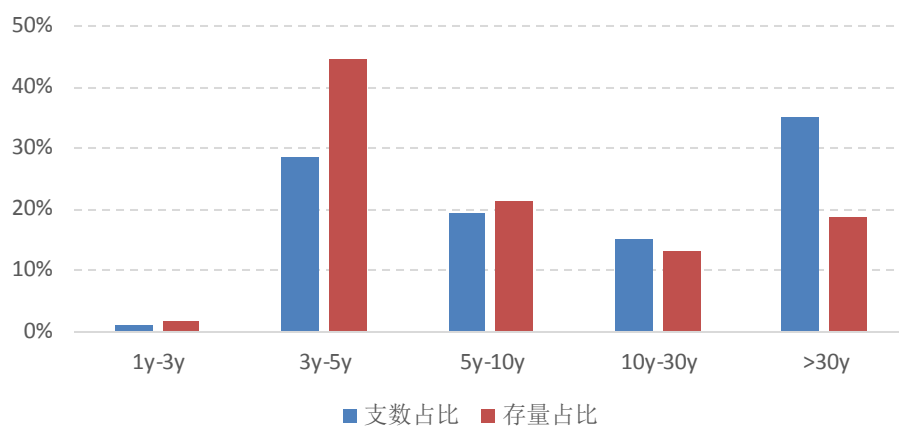


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

1.2、发行期限

根据我国《上市公司证券发行管理办法》规定，中国的可转债发行期限一般在 1~6 年之间，而美国可转债市场并没有类似的规定。因此，从发行期限角度来看，由于没有类似于我国相关规定的约束，美国可转债的发行期限有着很大的时间跨度，短则 1 年，长则 30 年以上，并且存在着相当数量的永久债券（Perpetual 类型）。有许多的小规模的转债存续期为 1 至 2 年。一般而言多集中于 3~10 年之间，并且根据数量占比和存量占比的情况来看，发行期限为 3~5 年的可转债中有一定数量的大盘转债，而在发行期限大于 30 年的转债以及永久债券中以中小盘转债居多。

图 2：美国市场可转债发行情况

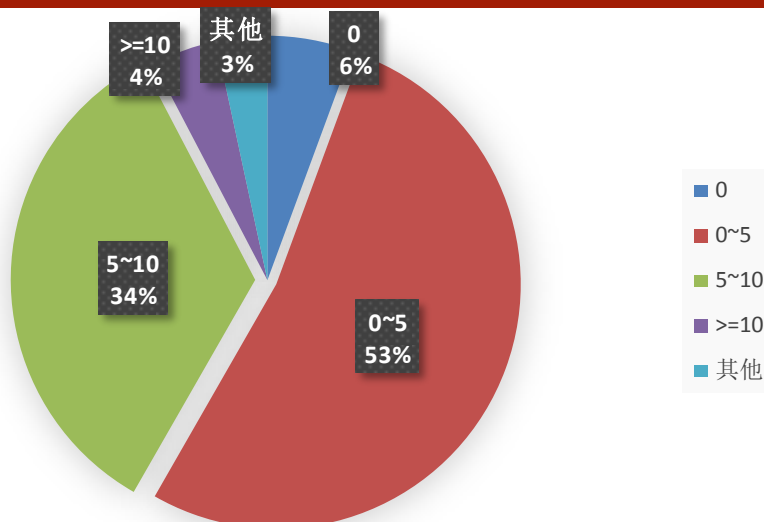


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

1.3、票面利率

美国目前市场上的可转债票面利率大致在 0~10%之间，其中大部分的永久债券的票面利率在 0~5%之间。

图 3：美国可转债市场票面利率分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

1.4、特殊条款

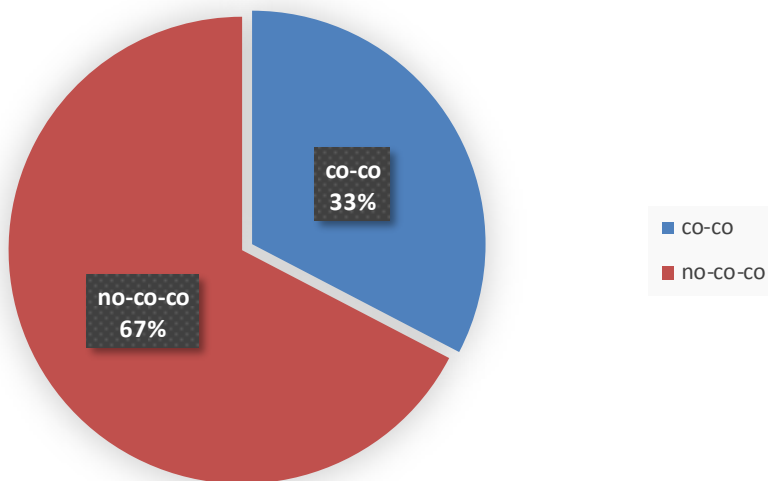
美国的可转债市场除了常规的回售条款，赎回条款，向下修正条款之外，还有一些特殊条款，如或有转股条款（contingent conversion right），强制转股条款（mandatory convertible right），票息浮动条款（interest rate adjustment right）等。

或有转股条款（contingent conversion right），对转债转股有限制，比如要求

标的股票上涨至转换价格的某一个倍数（通常为 1.2-1.4 倍，也即股票价格为转换价格的 120%-140%之间）才可以施行转换权利。

目前的美国市场中有着 30%以上的或有可转换债券，同时其市场存量也有着相当的占比。

图 4：美国或有可转债分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

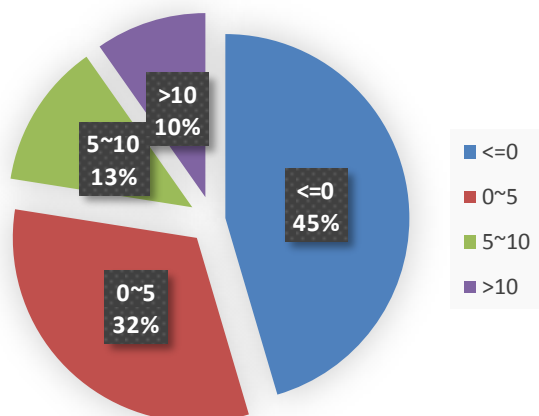
强制转股条款（mandatory convertible right），顾名思义，此类债券要求投资者在到期前必须转股，这类债券往往有比较高的到期收益率来弥补持有人的转换风险，一般发行时就会设置。

目前美国市场中，带有强制转股条款的可转债数量有 32 支，较前几年有着一定程度的增长，但在市场中的占比依然较小。

1.5、市场性质

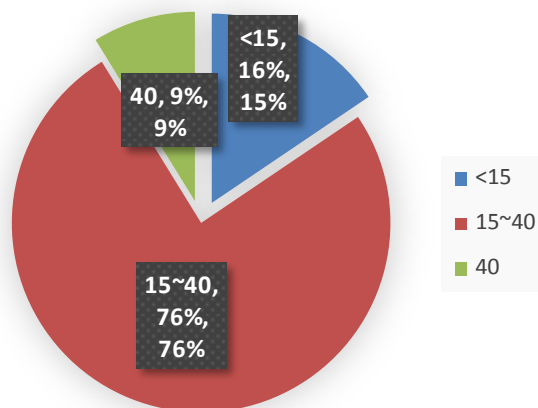
目前美国可转债市场的整体为平衡型，债性稍强，股性稍弱。正到期收益率可转债数量超过 50%；同时，转股溢价率方面，大部分债券的转股溢价率分布于 15%-40% 之间，多为平衡型可转债。美国转债市场，由于对冲交易及偏差的条款使得其平价溢价率两端化，平价超过 100 的债券占比达 25%，平价低于 80 的债券占比高达 72%，而平价处于 80~100 之间的债券仅占 3%。

图 5：美国可转债到期收益率分布



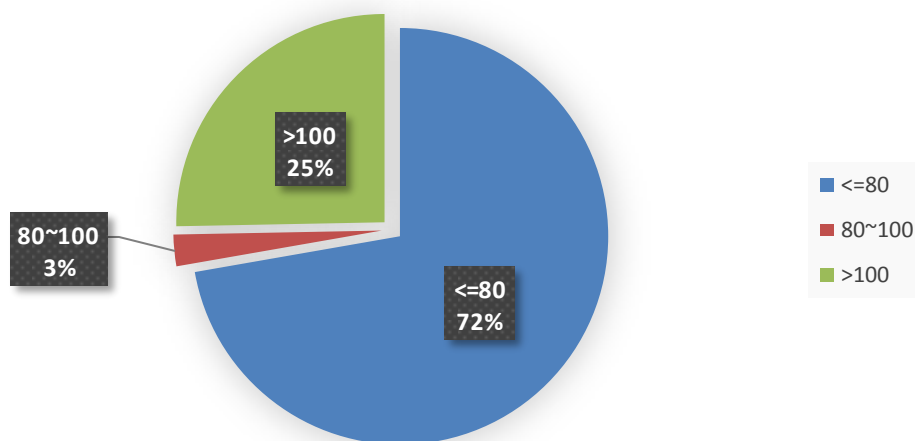
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 6：美国可转债转股溢价率分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 7：美国可转债平价溢价分布



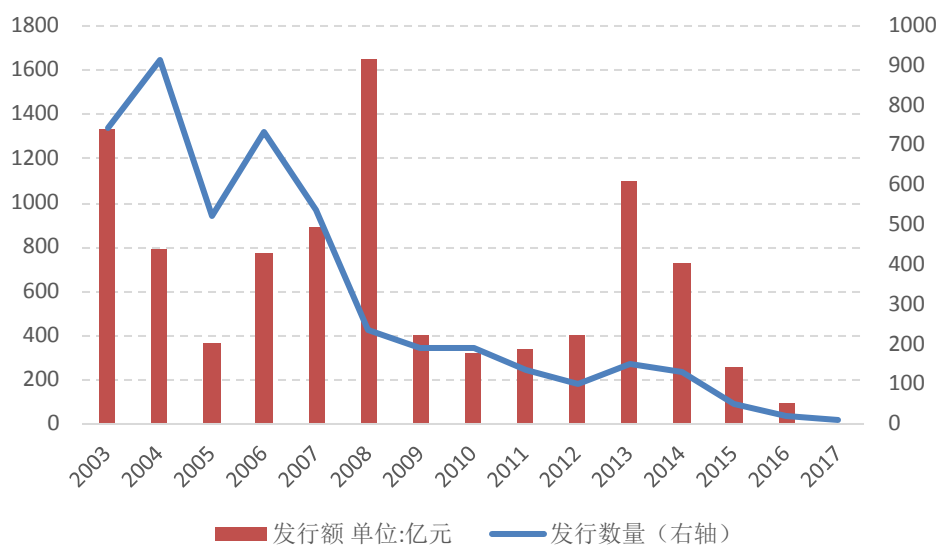
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

2、欧洲市场状况

2.1、市场规模

欧洲也是一个巨大的可转债市场，其市场规模仅次于美国，目前市场存量约为 1900 亿美元，自 2003 年起的累计发行额接近 10000 亿，发行数量在 03 至 06 间达到高位，之后逐步下降。发行额呈波动趋势。08，13，14 年，在发行数量较低的情况下依然有着很高的发行额，说明市场以大盘转债为主，中小盘可转债发行数量不高。近两年，欧洲市场的可转债发行数量与发行额都处于低迷状态，市场规模逐渐缩小。

图 8：欧洲市场可转债发行情况

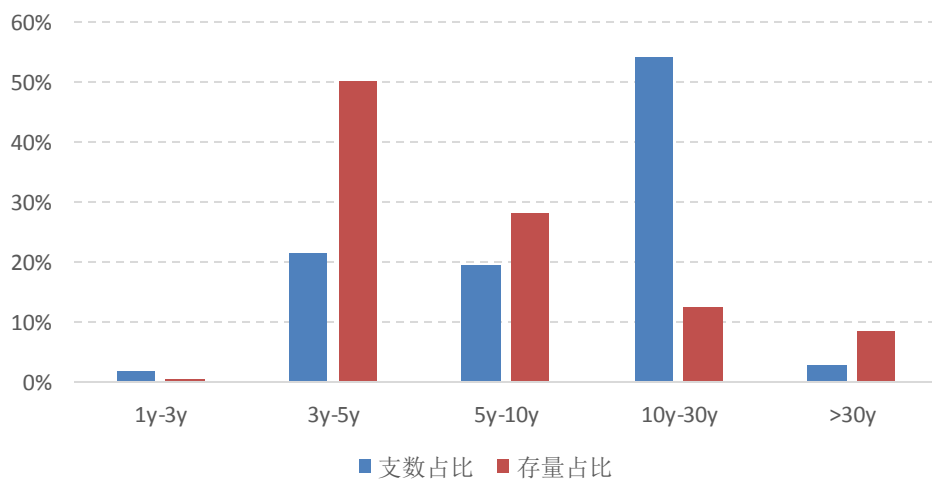


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

2.2、发行期限

欧洲市场可转债的发行期限主要分布在 3-30 年之间，有少量的可转债发行期限在三年以下，或者 30 年以上。在发行期限 3-30 年的可转债中，3~5 年的可转债规模较小，多为中小盘转债；10~30 年的可转债规模较大，多为大盘转债。

图 9：欧洲市场可转债发行期限分布

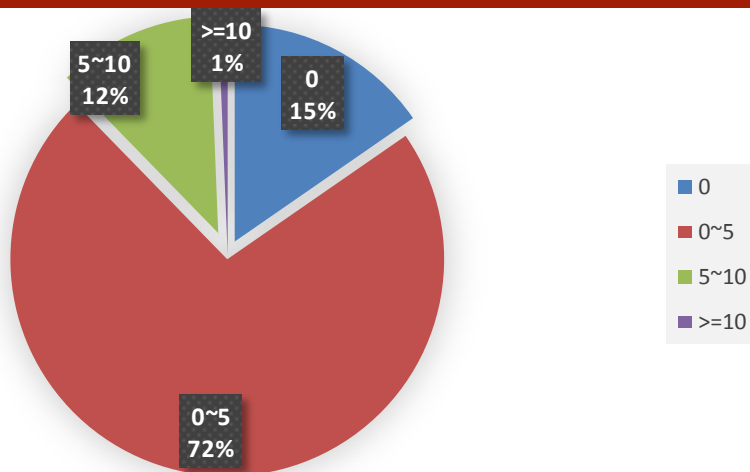


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

2.3、票面利率

欧洲目前市场上的可转债票面利率大致在 0~5%之间，仅有极少的 2-3 支可转债的票面利率超过 10%。

图 10：欧洲可转债市场票面利率分布

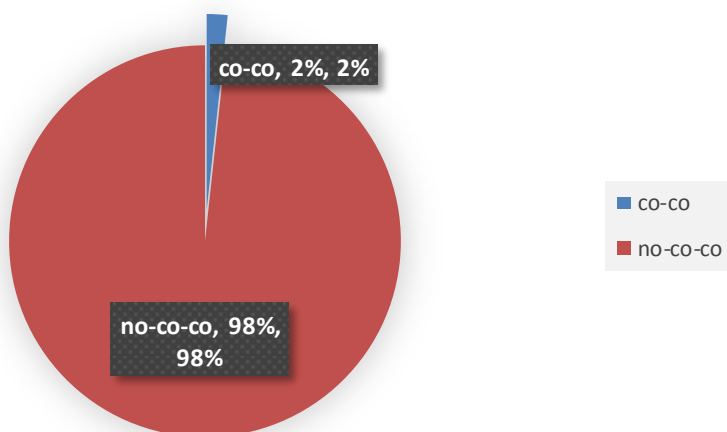


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

2.4、特殊条款

在特殊条款方面，欧洲市场的可转债很少包含特殊条款，欧洲市场仅有 2%的可转债包含或有转股条款（contingent conversion right），1% 的可转债包含强制转换条款（mandatory convertible right）。

图 11：欧洲或有可转债分布



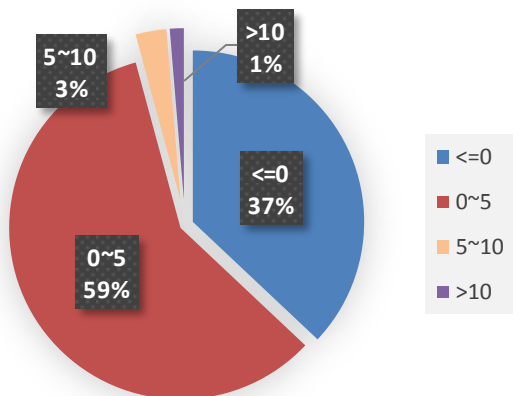
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

2.5、市场性质

目前欧洲可转债市场的整体为平衡型，债性略强于美国市场，股性略弱于美国市

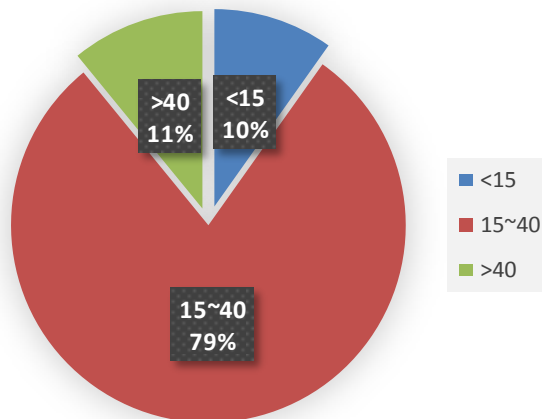
场，有大量的平衡型可转债。正到期收益率可转债数量超过 60%；同时，转股溢价率方面，大部分债券的转股溢价率同样分布于 15%-40%之间，多为平衡型可转债。而其平价溢价率较美国而言两极分化更为严重，平价处于 80-100 仅占 1%，大于 100 的债券高达 68%。

图 12：欧洲可转债到期收益率分布



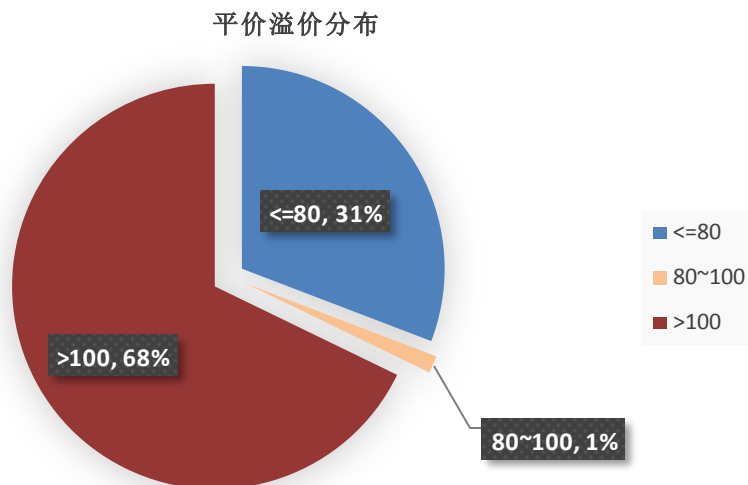
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 13：欧洲可转债转股溢价率分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 14：欧洲可转债平价溢价分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

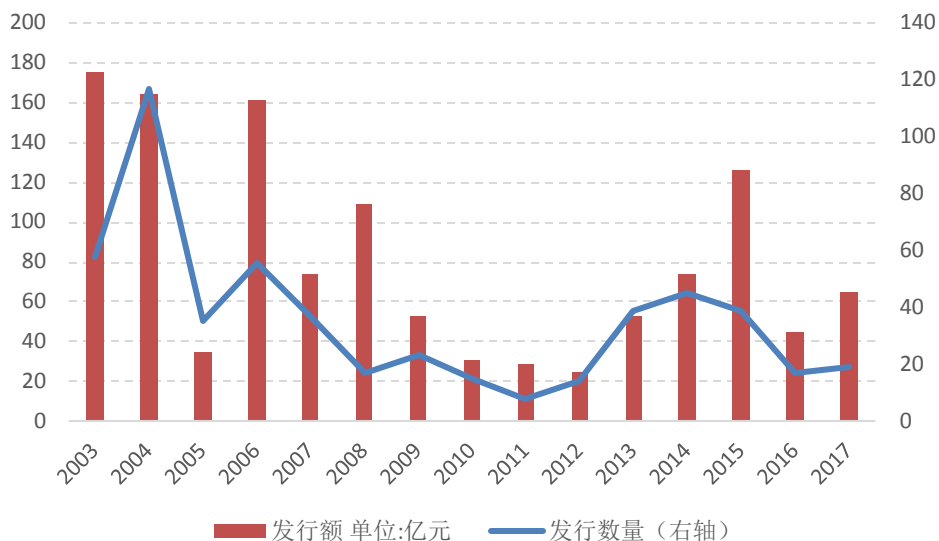
3、日本市场状况

3.1、市场规模

相比于之前介绍的美国和欧洲的大型可转债市场，日本的可转债市场规模较小，市场存量约为 360 亿美元，自 2003 年以来的累计发行额为 1300 亿美元，发行量

和发行额总体而言走势趋同，从 03 年至 06 年间的高位，逐渐降低，12 年回升，近年来呈稳步上升的态势。值得一提的是 14 年与 15 年间发行量与发行额走势相反，发行量下降，发行额上升，说明 15 年时有相当一批大盘可转债进入了市场。

图15：日本市场可转债发行情况

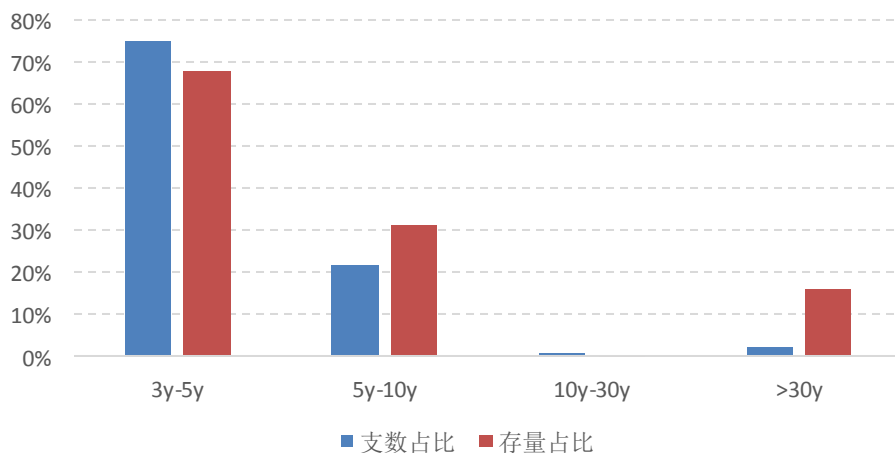


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

3.2、发行期限

目前日本市场可转债的发行期限主要分布在 3~5 年之间，也有一定数量的可转债发行期限在 5~10 年之间，超过 10 年的可转债仅有 4 支，其中 3 支为永久可转债；同时可转债规模的分布与美国市场相反，发行期限大于 30 年的可转债大多为大盘转债。

图 16：日本市场可转债发行期限分布

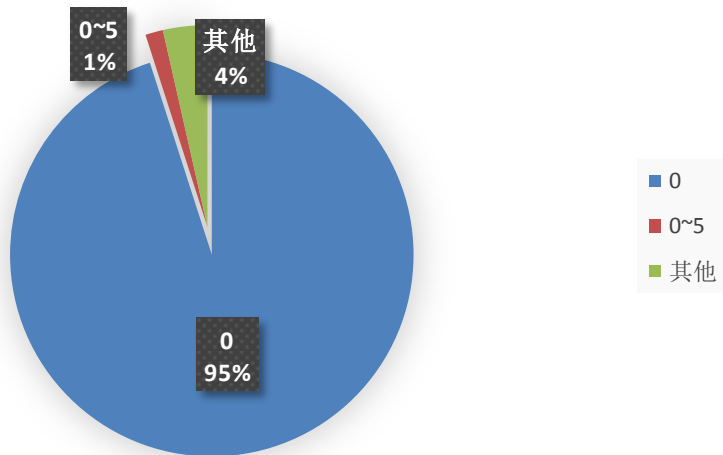


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

3.3、票面利率

日本目前市场上的可转债票面利率大部分为 0，仅有极少的可转债有票面利率。

图 17：日本可转债市场票面利率分布

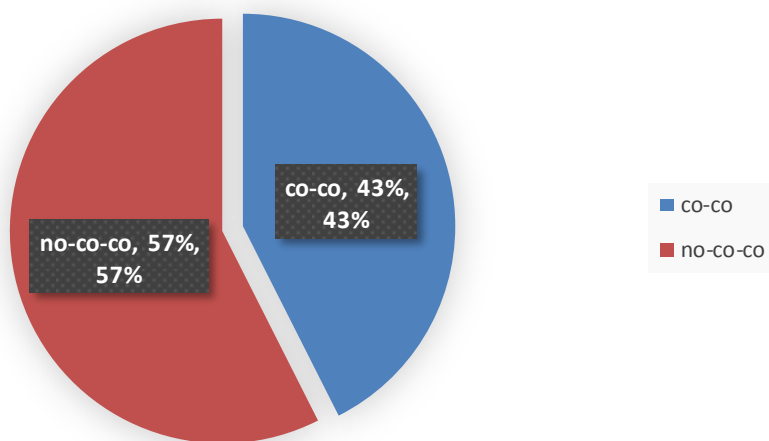


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

3.4、特殊条款

在特殊条款方面，日本市场上目前不存在强制转换的可转债（mandatory convertible right），而有 43% 的可转债包含或有转股条款（contingent conversion right）。

图 18：日本或有可转债分布

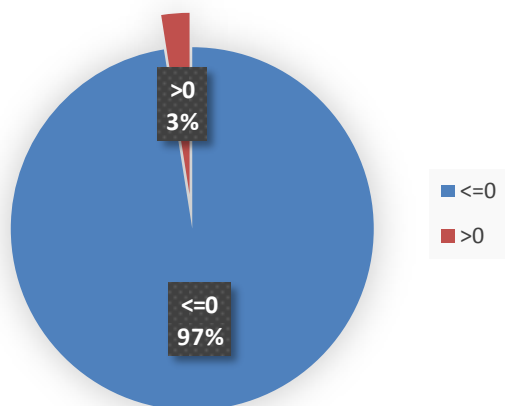


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

3.5、市场性质

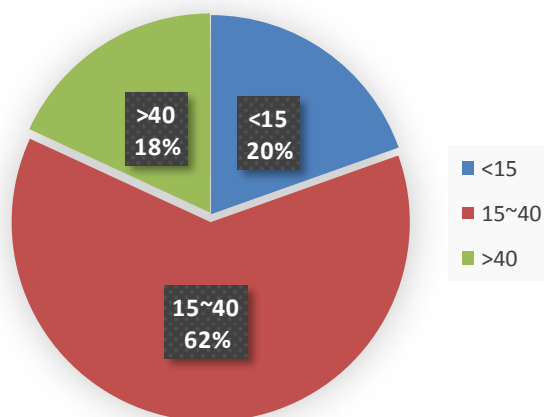
目前日本可转债市场的债性较弱，股性很强。市场上有 62%的可转债的转股溢价率处于 15~40 的范围，而几乎所有的可转债的到期收益率为负，仅有 3%的债券有正到期收益率，而由于其市场股性很强，平价溢价也大都小于 80%。

图 19：日本可转债到期收益率分布



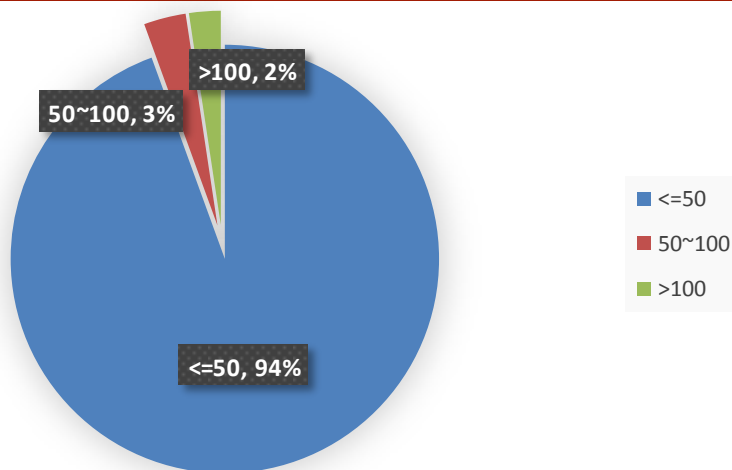
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 20：日本可转债转股溢价率分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图 21：日本可转债平价溢价分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

附：实习生刘洋（上海财经大学&伯明翰大学硕士研究生）为本文做出贡献。

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。