

可转债套利

可转债是近年来流行的投资标底，由于它同时兼备股与债两类产品的特性，继而深受投资者的欢迎，成为一类“进可攻退可守”的资产配置。市场需求的上升使得更多的企业开始使用转债进行募资。近两年中国转债市场的规模快速提升，转债数目从2018年初的50只左右增加到2019年底的120多只。市场的流动性和多样性的改善使得很多西方国家传统的投资策略可以被中国市场借鉴：其中，可转债套利策略开始在中国市场崭露头角。

可转换套利是对冲基金和大型交易商青睐的多空交易策略。这种策略包括对可转换证券采取多头策略，同时做空相关普通股，以资本化两种证券的定价差异。可转换证券是一种可以转换成另一种形式的证券，如可转换优先股，它可以从可转换优先股转换成股票/普通股。

采用可转换套利策略的理论基础是，多空头寸提高了以相对较低的风险获得收益的可能性。如果股票价值下跌，套利交易者将从股票的空头头寸中获益，因为价值是向市场方向流动的。另一方面，可转换债券或债券风险有限，因为它是一种固定收益率的工具。然而，如果股票收益，空头头寸的损失将受到限制，因为它将被可转换证券的利润抵消。如果股票以票面价格交易，既不上涨也不下跌，可转换证券或债券将继续支付稳定的票面利率，

这将抵消持有空头股票的成本。

采用可转换债券套利的另一个想法是，公司的可转换债券的定价相对于公司股票而言效率较低。这可能是因为该公司可能会吸引投资者投资该公司的债务股票，从而提供有利可图的利率。套利者试图从这种定价错误中获利。

可转换债券套利听起来要复杂得多。因为一个通常必须持有可转换债券在指定的时间之前转换成股票，这是至关重要的套利者/基金经理仔细评估市场，提前确定如果市场状况或其他宏观经济因素可以影响在转换的时间框架是允许的。

例如，如果一只基金购买了 ABC 公司的一种可转换证券，期限为 1 年。然而，一年后国家的年度预算将被公布，根据该预算，他们将对公司宣布的股票股息征收 10% 的股息分配税。这样的措施将对市场产生影响，也会对长期持有可转换股票的问题产生影响。

套利者可能成为不可预测事件的受害者，其负面影响没有限制。一个例子是在 2005 年，当时许多套利者持有通用汽车 (GM) 可转换债券的多头头寸和通用汽车股票的空头头寸。当时的预期是，通用汽车股票的现值将下降，但债务将继续获得收入。然而，这些债务开始被信用评级机构降级，一位亿万富翁投资者试图大量购买它们的股票，导致基金经理的投资策略陷入混乱。

可转换套利面临以下风险：

信用风险：大部分可转换债券可能低于投资级，或者根本没有被评为有前途的超额回报，因此存在重大的违约风险。

利率风险：期限较长的可转换债券对利率很敏感，而空头股票是一种明确的对冲策略，较低的对冲比率可能需要额外的保护。

基金经理风险：基金经理可能错误估计可转换债券的价值，从而导致套利策略受到质疑。如果估值是错误的和/或信用风险增加，债券转换的价值可以减少/消除。经理风险也包括公司的经营风险。经理在市场影响很小的情况下进入/退出一个职位的能力，将对盈利能力产生直接影响。

法律规定和招股说明书风险：招股说明书提供了许多不同程度的潜在风险，如提前赎回、预期的特别股息、在赎回时延迟支付利息等。可转换套利者可以通过意识到潜在的陷阱和调整对冲类型来调整此类风险，从而最好地保护自己。人们还需要了解股票市场和债券市场的法律影响和适用的波动性。

货币风险：可兑换套利机会往往跨越多个国家，涉及多种货币，并使各种头寸面临货币风险。因此，套利者需要利用货币期货或远期合约来对冲此类风险。

一般而言，可转换套利者偏好以下情况：

高波动率：表现出高于平均波动率的基础股票，因为这使他们更有可能获得更高的利润和调整对冲比率。

低转换溢价：转换溢价是一个额外的数额支付了一个可转换证券超过其转换价值的衡量，以%。一般来说，转换溢价在 25% 及以下的可转换债券是首选。较低的转换溢价意味着较低的利率风险和信贷敏感性，两者都比股票风险难以对冲。

标的股票的低股息或无股息：由于对冲头寸是做空标的股票，任何股票的股息必须支付给做多的股票持有者，因为对策略的预期是股价下跌。这种情况会在对冲中产生负的现金流。

高 Gamma：高伽马意味着对冲比例变化的速度有多快。是标的资产价格变化与衍生品合约相应价格变化之比。高伽马值的可转换债券提供了更频繁的动态对冲机会，从而提供了更高回报的可能性。

估值偏低的可转债：由于被套期可转债头寸是多头头寸，套利者将寻求估值偏低或隐含波动率低于市场平均回报水平的股票。如果可兑换股票有恢复正常回报的未来，那么这将是经理兑现的适当机会。

流动性：高流动性的问题是首选的套利者，因为它可以用来迅速建立或关闭的立场。