

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 翟恬甜

副总经理 曹源源

时间

2025 年 8 月 4 日



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

- 上周，工信部召开座谈会，强调下半年工作要重点抓好落实扩大内需战略，加力推进重点产业链高质量发展行动等八个方面工作；银行间市场交易商协会发布《关于规范银行间债券市场簿记建档发行及承销有关工作的通知》，要求主承销商不得以低于成本的承销费报价参与债券项目竞标；财政部与税务总局两部门联合发布《关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》，对 2025 年 8 月 8 日起新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税
- 二级市场方面：上周，转债市场跟随权益市场有所调整，成交额维持在 820 亿元以上高位，小盘风格依然相对占优，转债 ETF 继续净申购 24.06 亿元，博时中证可转债 ETF 规模创下历史新高。展望后市，反内卷概念短期退潮造成的情绪冲击，不改转债市场震荡上行趋势，国债、地方债、金融债利息收益恢复征收增值税短期或使部分债市资金增配存量利率债需求上升，对转债市场形成一定流动性冲击，但随着后续新发利率债收益压缩，债市资金回流下，大盘转债有望迎来补涨行情，以大盘红利为底仓，低吸强业绩、小盘科技、内需转债增厚收益的哑铃策略预计配置价值仍将较高。
- 一级市场方面：上周，伯 25 转债上市，首周涨超 32%，转股溢价率已高于市场中位；泉峰转债、华锋转债、冠盛转债、金陵转债提前赎回退市，好客转债到期退市。截至上周五，转债市场存量规模 6549.98 亿元，较年初减少 788.95 亿元，较前周增减少 36.35 亿元；5 支转债获证监会核准待发，共 47.29 亿元，4 支转债过发审委，共 89.79 亿元。

## 一、政策跟踪

7月28日，工信部召开座谈会，强调下半年工作要重点抓好八个方面工作，落实扩大内需战略，加力推进重点产业链高质量发展行动，更大力度推动科技创新和产业创新融合发展，深化数字技术赋能应用，坚持绿色发展，促进信息通信业高质量发展，健全优质企业梯度培育体系，提升行业治理现代化水平。

7月30日，银行间市场交易商协会发布《关于规范银行间债券市场簿记建档发行及承销有关工作的通知》，针对当前市场存在的发行定价扭曲、非市场化发行、人为干预簿记发行过程等问题，进一步加强发行承销自律管理，维护市场良好秩序，要求主承销商不得以低于成本的承销费报价参与债券项目竞标。

7月31日，财政部与税务总局两部门联合发布《关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》，对2025年8月8日起新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税，对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券(包含在2025年8月8日之后续发行的部分)的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

图表1 上周重要行业政策跟踪

发布日	发行方	文件/会议名称	主要内容
2025/7/28	工信部	工信部座谈会	会议强调，做好下半年工作，要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，突出“强筋骨”、价值创造、安全保障、行业治理，重点抓好八个方面工作。一是落实扩大内需战略，全力巩固工业经济基本盘。二是加力推进重点产业链高质量发展行动，积极稳妥应对风险挑战。三是更大力度推动科技创新和产业创新融合发展，提升产业核心竞争力。四是深化数字技术赋能应用，推动信息化和工业化深度融合。五是坚持绿色发展，提升工业能效与绿色发展水平。六是促进信息通信业高质量发展，巩固提升竞争优势和领先地位。七是健全优质企业梯度培育体系，加强和改进企业服务。八是进一步全面深化改革，提升行业治理现代化水平。
2025/7/30	交易商协会	《关于规范银行间债券市场簿记建档发行及承销有关工作的通知》	加强银行间债券市场承销报价管理，明确主承销商应建立健全承销报价内部管理制度，综合评估项目成本、合理确定报价，不得以低于成本的承销费报价参与债券项目竞标。发行人应当按照市场化原则，合理设置比选评分指标，不得干扰主承销商独立、客观的报价决策。承销报价管理办法另行通知。规范银行间债券簿记建档申购要求，完善债务融资工具簿记建档定价机制，鼓励投资人尽早提交申购需求，做好申购环节信息留痕，强化债务融资工具发行信息披露，优化债务融资工具注册发行阶段主承销商团机制。

2025/7/31	财政部、税务总局	《关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》	明确，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。所称金融债券，是指依法在中华人民共和国境内设立的金融机构法人在全国银行间和交易所债券市场发行的、按约定还本付息并由金融机构持有的有价证券。
-----------	----------	-----------------------	---

数据来源：Wind，东方金诚

## 二、二级市场

### 2.1 市场回顾

上周，权益市场主要指数集体下跌，上证指数、深证成指、创业板指分别收跌 0.94%、1.58%、0.74%。上周，海外方面，美国非农数据超预期下修，引发市场衰退担忧，特朗普调升对加拿大等多国对等关税税率，全球风险偏好有所下降，美股大幅调整，美元指数与美债收益率下行，黄金价格大幅拉升。国内方面，上周权益市场冲高回落，周四、周五两日指数有所调整，主要由于 7 月 30 日政治局会议召开，然而对此前市场预期较高的“反内卷”部分表述不及预期，叠加 7 月 PMI 数据超预期下行至 49.3%，显示出不仅上半年外部经贸环境波动向出口传导，使外需开始走弱，前期稳增长政策对需求端的拉动效应也有所减弱，对市场情绪产生一定压制，前期由于反内卷行情短期积累了较大涨幅的煤炭以及顺周期板块，均出现较大调整压力。

具体来看，周一，A 股全天走势不一，沪指窄幅震荡，创业板表现强势，PCB 概念齐创历史新高，两市成交额 1.77 万亿元；周二，A 股虽然早盘走弱，但午后持续走高，创业板站上 2400 点，CRO 概念全面爆发，两市成交额 1.83 万亿元；周三，A 股午后有所走弱，深海科技、芯片、卫星导航概念获资金流入，两市成交额 1.87 万亿元；周四，A 股继续回落，顺周期板块大面积下跌，新能源、大金融也跌幅明显，全天仅 1000 股收红，两市成交额 1.96 万亿元；周五，A 股继续震荡走低，创新药、光伏产业链、智能物流表现强势，两市成交额 1.62 万亿元。分行业看，上周申万行业指数大多下跌，上涨行业中，医药生物、通信涨超 2%，传媒涨超 1%；下跌行业中，煤炭、有色金属跌逾 4%，房地产、美容护理、交通运输跌逾 3%。

上周，转债市场主要指数集体跟跌，中证转债、上证转债、深证转债分别收跌 1.37%、1.39%、1.33%，日均成交额 822.93 亿元，较前周继续小幅缩量 29.34 亿元。上周，转债市场跟随权益市场有所回落，但成交额仍维持在 800 亿元以上较高水平，转债 ETF 继续净申购 24.06 亿元，连续第六周规模增长，继此前一周海富通上证投资级转债 ETF 规模创历史新高后，上周博时中证可转债 ETF 净流入 28.2 亿元，规模提升至 459.78 亿元，也创下历史新高。

历史分位上看，上周，转债市场正股转换价值有所下降，2020 年以来分位数由下降 2.7pcts 至 85.4%分位，令转债价格也下滑 2.8pcts 至 95.4%分位，估值水平也出现小幅压降，转股溢价率 2020 年以来分位数小幅压降 0.5pcts 至 41.5%水平。上周，正股换手率由 94.8%降至 89.1%，出现较大下滑，而转债换手率却提升 0.8pcts 至 89.9%分位，转债市场交易活跃度仍在继续上升。

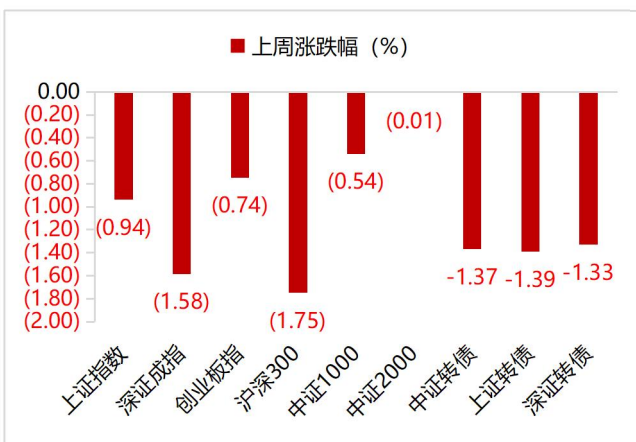
结构上看，上周，小盘风格依然相对占优，万得可转债高价指数 0.32%跌幅跑赢各类万得可转债细分指数，此外，万得可转债小盘指数、万得可转债 AA-及以下指数跌幅也相对较低，展现出较强抗跌属性，高评级、大盘转债则调整幅度较深，万得可转债 AA+指数跌逾 2%，居于各万得细分类别末尾。行业上看，上周，仅医药生物与机械设备行业转债维持了上涨态势，但涨幅也均在 1%以下较低水平，而有色金属、农林牧渔与国防军工转债调整幅度较大，均达到 2%以上。从行业估值上看，各行业转债中位转股溢价率 2020 年以来分位数进一步由前周的 39.69%降至 38.57%分位，主要体现在高估值行业的转股溢价率水平出现较大压缩，估值 2020 年以来分位数位于 60%以上分位行业，如家用电器、食品饮料、建筑材料、建筑装饰等行业，上周估值分位平均压降 8.16pcts；而估值分位数位于 30%以下的基础化工、交通运输、机械设备等行业，平均估值分位仅下行 0.54pcts，展现出更强的抗跌属性。

展望后市，政治局会议明确表示将增强国内资本市场的吸引力与包容性，权益市场有望在监管呵护下继续维持易上难下的上行趋势，因此，我们认为短期内市场情绪的冲击，不会改变转债市场在权益拉动以及供弱需强双重支撑下的上行态势。并且，上周财政部与税务总局公告，对 8 月 8 日起新发国债、地方政府债券、金融债的利息

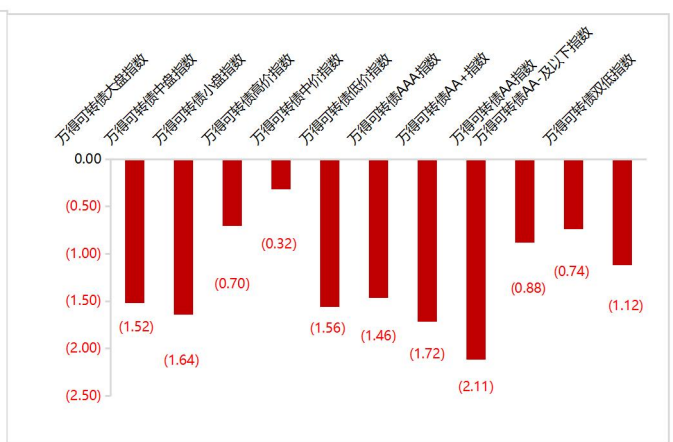
收入，恢复征收增值税，这会在短期内提升债市资金对存量利率债的配置需求，可以看到上周转债的抗跌属性表现并不明显，估值仍在下降，海富通上证投资级可转债 ETF 的规模也出现超 4 亿元净赎回，背后或与债市资金短期流出有关。而这一短期内的流动性冲击或为高评级、大盘转债提供重要增配时机，中长期看，随着后续新发利率债收益水平压缩，债市资金由于配置权益市场渠道有限，增配转债需求将再度放大，无论其选择主动择券，或通过转债 ETF 被动配置，大盘转债都将明显受益，有望迎来补涨行情。整体来看，以优质大盘红利类转债作为底仓，以具有业绩支撑、股性较强的科技、内需板块转债轮动低吸增厚收益的哑铃策略预计配置价值仍将位于较高水平。

具体来看，上周转债市场大多个券下跌，463 支转债中 85 支上涨，379 支下跌。上涨的存量个券中，奇正转债由于业绩快报显示盈利改善超预期，叠加医药板块市场情绪高涨，正股强势上涨带动转债走强，上周涨超 45%；东杰转债则由于实控人变更引起市场关注，正股上周涨幅超过 49%，带动转债也涨超 32%；此外，天路转债与景 23 转债，分别受益于雅下水电站概念与 PCB 行情，上周也继续维持强势，上周分别涨超 15%，涨超 10%。下跌的存量个券中，则大多受到投资者规避强赎的影响，例如应急转债，奥飞转债、宏丰转债、金铜转债，大禹转债则不仅由于公告提前赎回，还发布公告澄清不涉及此前被投资者炒作的雅下水电站项目，上周跌逾 10%，领跌市场；此外，亿田转债、精装转债、以及平煤转债，由于政治局会议对反内卷等增量政策表述不及预期，顺周期板块集体承压，上周跌幅也均在 6% 以上。

图表 2 权益市场和转债市场指数周涨跌幅

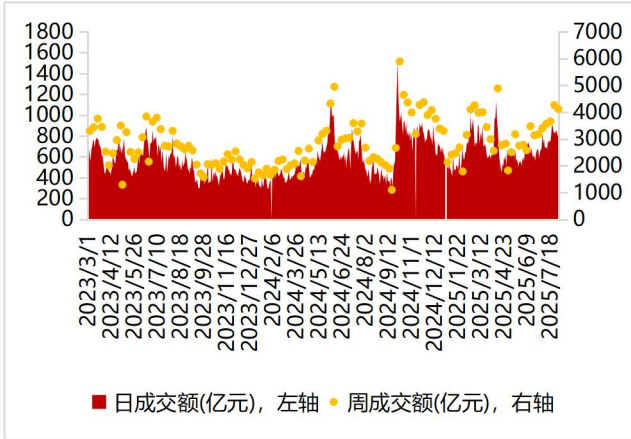


图表 3 万得可转债细分指数周涨跌幅



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 4 转债市场成交额



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 5 主要指标中位数 2020 年至今分位数

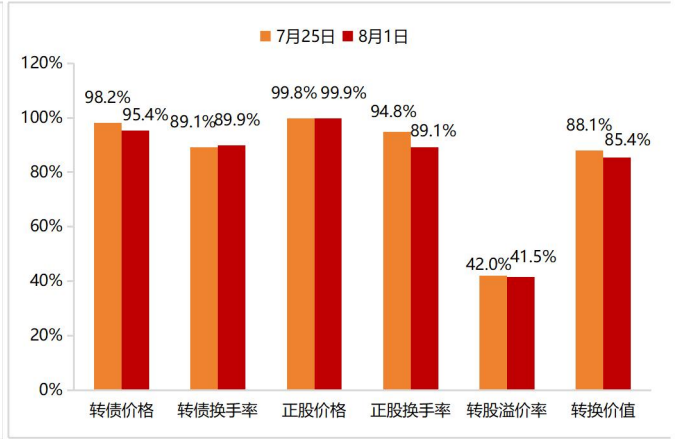
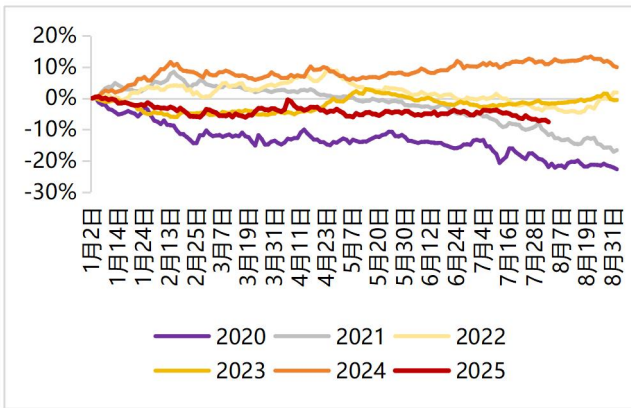
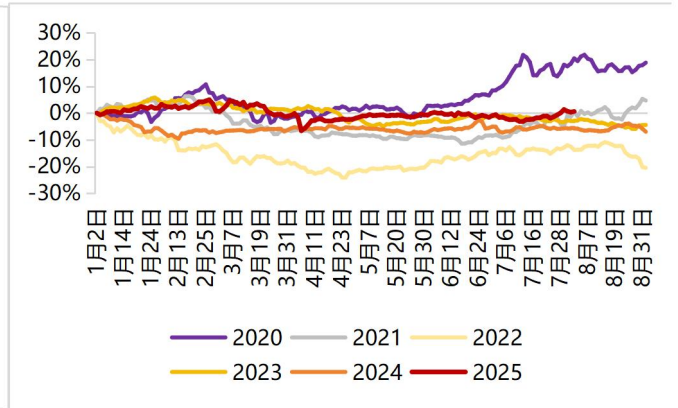


表 6 近年大盘相比小盘转债超额 (至未来 1 月)

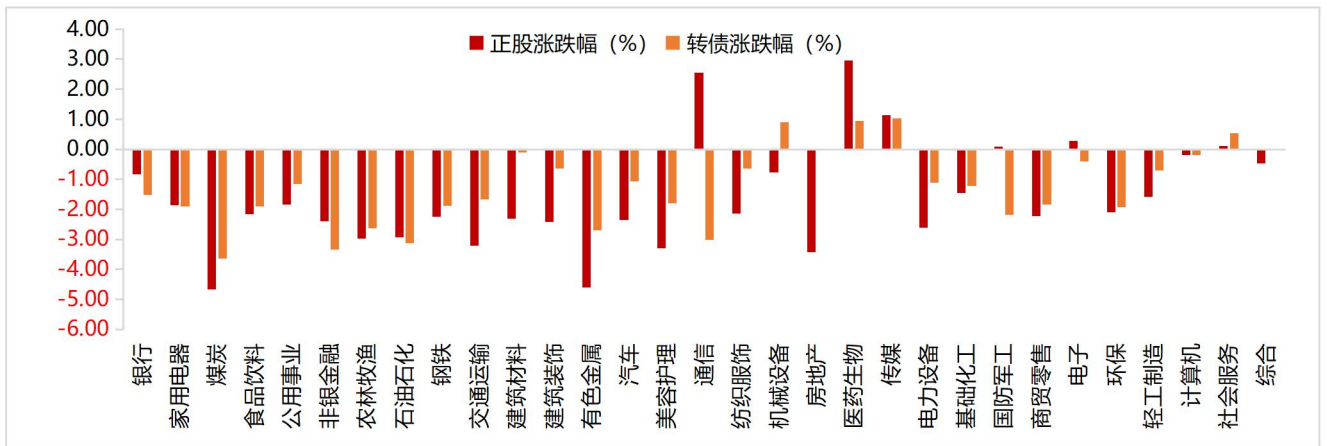


图表 7 近年高价相比低价转债超额 (至未来 1 月)



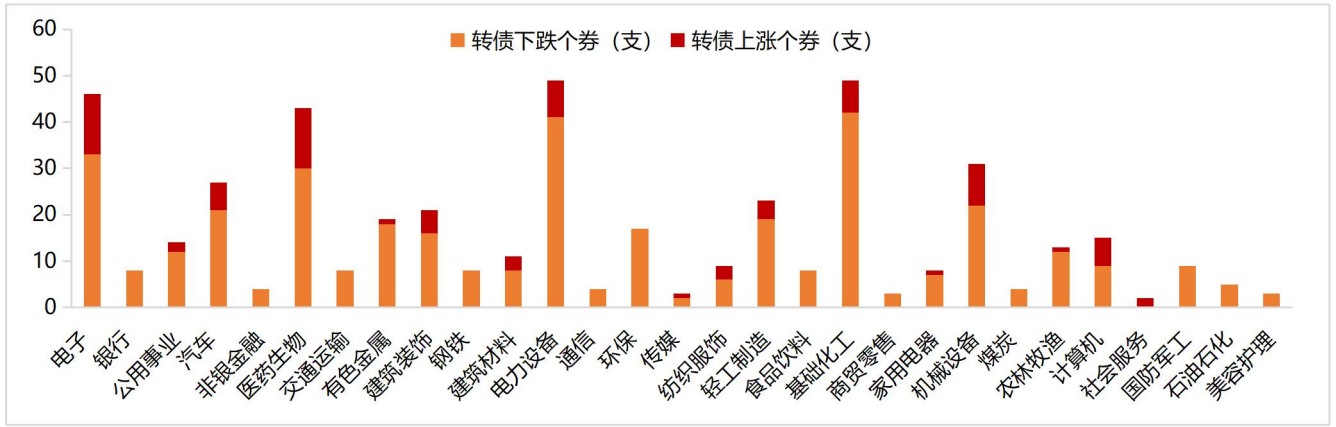
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 8 申万行业指数涨跌幅 (%)



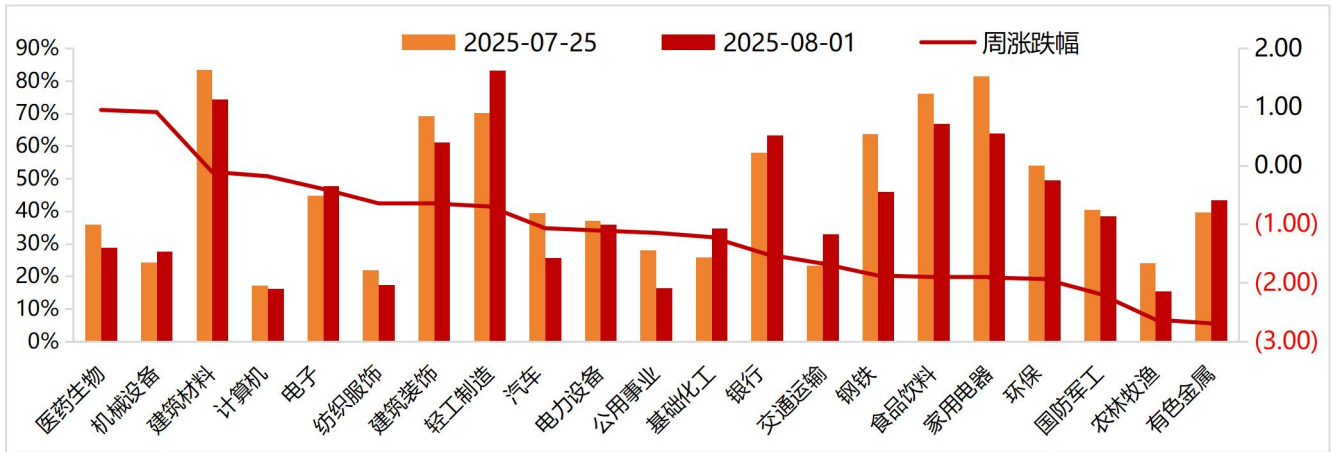
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 9 转债个券周涨跌幅行业分布



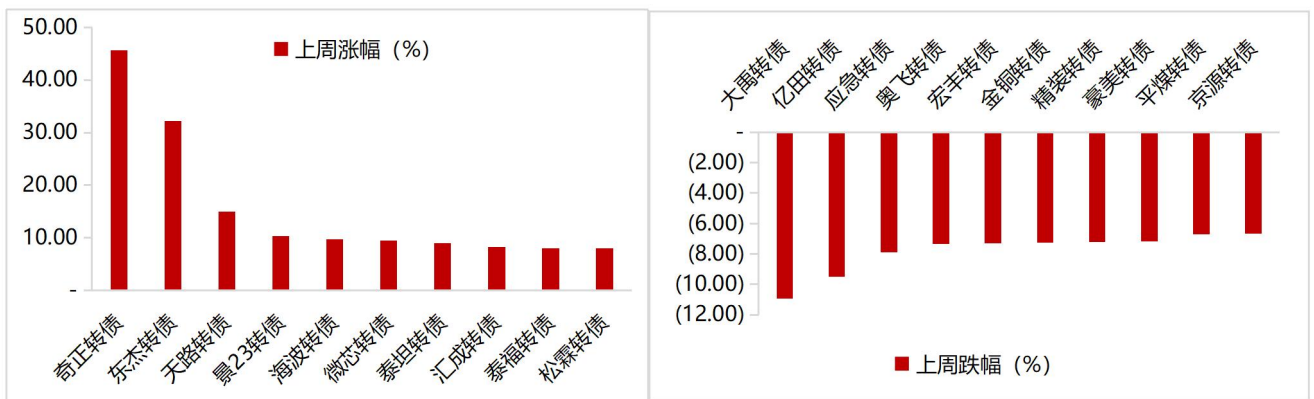
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 10 各行业转债 2020 年以来转股溢价率分位数 (仅统计存续转债超过 5 支的行业)



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 11 上周前十大涨幅转债个券和十大跌幅转债个券

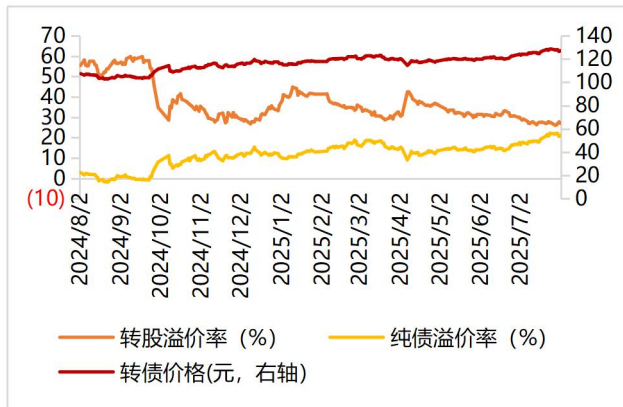


数据来源: Wind, 东方金诚

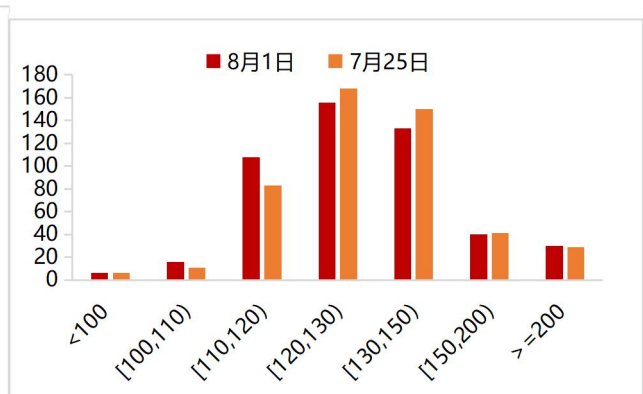
## 2.2 转债价格和估值

上周，转债市场价格与估值水平均有下降。转债价格方面，上周，全市场转债价格算术平均值 142.36 元，中位数为 127.21 元，较前周分别下降 1.47、1.5 元。转股溢价率方面，上周，全市场转债转股溢价率算术平均值和中位数分别为 40.3%、27.01%，较上周小幅下降 0.5pcts、0.26pcts，其中转换价值 90 以下转债估值下降 1.64pcts，评级 A+ 及以下转债估值下降 1.54pcts；纯债溢价率方面，全市场转债纯债溢价率算术平均值和中位数分别为 36.62% 和 21.04%，较前周下降 1.54pcts、0.88pcts，其中纯债价值 90-100 转债的纯债溢价率下降 2.73pcts，评级 AA+ 级转债纯债溢价率下降 2.72pcts。

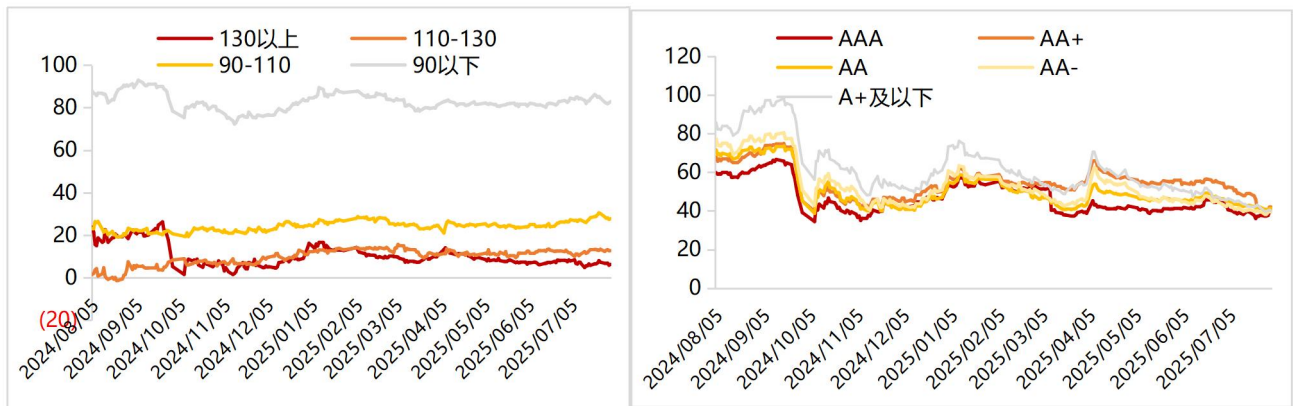
图表 12 转债价格、转股溢价率和纯债溢价率中枢



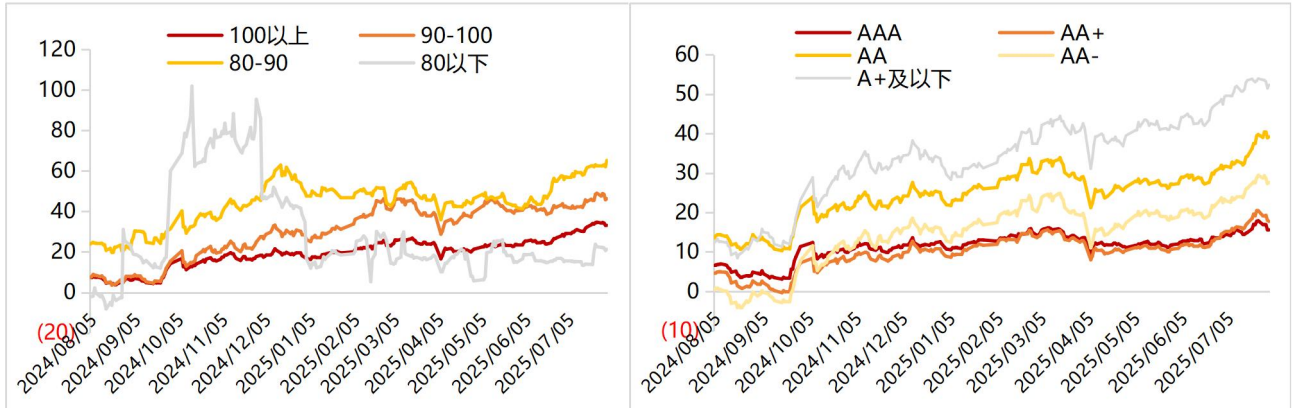
图表 13 转债个券价格分布区间（支）



图表 14 转股溢价率算术平均值（按转换价值和信用等级）



图表 15 纯债溢价率算数平均值（按纯债价值和信用等级）



数据来源：Wind，东方金诚

### 三、一级市场

上周，无转债发行，伯 25 转债上市，泉峰转债、华锋转债、冠盛转债、金陵转债提前赎回退市，好客转债到期退市，未转股比例 95.55%。截至 8 月 3 日，转债市场存量规模 6549.98 亿元，较年初减少 788.95 亿元，较前周增减少 36.35 亿元。

上周，伯 25 转债分别于周一上市，首日涨超 29%，首周涨幅达到 32.19%截至上周五，转股溢价率为 46.35%，已高于市场中位水平，需警惕回调风险。

图表 16 上周转债上市情况

上市日期	转债代码	转债名称	正股代码	正股简称	申万行业	发行规模 (亿元)	首日涨跌幅 (%)	首周涨跌幅 (%)	转股溢价率 (%)	纯债溢价率 (%)
2025-07-28	113696.SH	伯 25 转债	603596.SH	伯特利	汽车	28.02	29.01	32.19	46.35	33.93

数据来源：Wind，东方金诚

上周，7 支转债的转股比例达到 5%以上，相较前周减持 3 支，其中，联诚转债、博汇转债、永安转债、大禹转债、金铜转债、广大转债已公告提前赎回，东材转债已公告即将满足提前赎回条件。

图表 17 上周转债转股情况

代码	名称	促转股措施	上周 转股比例	未转股比例	上周 转股规模	转股溢价率	转债 周涨跌幅	正股 周涨跌幅
128120.SZ	联诚转债	已公告提前赎回	32.54	32.46	0.85	(0.29)	(1.22)	(0.45)

123156.SZ	博汇转债	已公告提前赎回	33.62	50.97	1.33	0.39	(5.24)	(5.80)
113609.SH	永安转债	已公告提前赎回	18.18	13.62	1.61	(0.23)	(5.20)	(5.10)
123063.SZ	大禹转债	已公告提前赎回	25.91	31.57	1.65	(0.99)	(9.63)	(10.33)
113068.SH	金铜转债	已公告提前赎回	13.28	45.81	1.93	(1.30)	(7.01)	(5.80)
113064.SH	东材转债	公告即将满足强赎条件	5.99	94.00	0.84	(0.03)	(0.85)	2.90
118023.SH	广大转债	已公告提前赎回	10.78	15.54	1.67	(0.05)	(0.44)	(0.40)

数据来源: Wind, 东方金诚

上周, 福能股份、锦浪科技发行转债获交易所审核通过; 胜蓝股份发行转债获证监会注册批复。截至上周五, 5支转债获证监会核准待发, 共 47.29 亿元, 4支转债过发审委, 共 89.79 亿元 (见附表 1)。

**条款跟踪方面, 上周, 1支转债公告下修转股价格, 5支转债公告提前赎回。**灵康转债公告将转股价挨个由 8.00 元/股下修至 6.50 元/股; 蓝帆转债、天 23 转债公告董事会提议下修转股价格; 金 23 转债、崧盛转债、赫达转债、宏图转债公告即将触发转股价格下修条件。濮耐转债、明电转债、大禹转债、金铜转债、宏丰转债公告将提前赎回; 泰福转债、奥飞转债、皓元转债、汇成转债、通光转债、微芯转债公告不提前赎回; 福新转债、游族转债、中旗转债、利扬转债、豪鹏转债、东材转债、泰坦转债、隆华转债、奇正转债、华懋转债、信测转债公告预计触发提前赎回条件。

附表 1 转债发行预案进度

预案进度	代码	公司名称	核准公告日	发行规模 (亿元)	发行期限(年)	申万一级行业
证监会核准	300843.SZ	胜蓝股份	2025/7/31	4.50	6	电子
	600853.SH	龙建股份	2025/7/23	10.00	6	建筑装饰
	688147.SH	微导纳米	2025/7/15	11.70	6	电力设备
	603037.SH	凯众股份	2025/6/27	3.08	6	汽车
	002626.SZ	金达威	2024/11/20	18.01	6	食品饮料
过发审委	600483.SH	福能股份	2025/8/2	38.02	6	公用事业
	300763.SZ	锦浪科技	2025/8/1	16.77	6	电力设备
	603308.SH	应流股份	2025/7/25	15.00	6	机械设备
	603979.SH	金诚信	2025/7/22	20.00	6	有色金属

资料来源: Wind, 东方金诚

**权利及免责声明：**

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

---

**地址：**北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

**电话：**86-10-62299800（总机）

**传真：**86-10-62299803

**邮箱：**DFJCPX@coamc.com.cn