

等待宏观验证

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

摘 要

- 宏观经济方面**，2025Q2 国内财政政策端继续发力，超长期特别国债支持“两重”“两新”，专项债扩围支持收储和清欠，隐债置换改善地方政府可用财力空间，国内需求有望延续 2025Q1 的边际改善，但抢出口逐渐退坡，2-3 月美国对华加征 20%关税，且 4 月美国将出台对等关税政策，美国经济降温风险增大，令中国出口存在隐忧。由于美国当前的内外部政策及经济走向都存在较大不确定性，且国内宏观政策仍有加大实施力度以对冲出口下行风险的空间，跟踪比提前预判更加重要。
- 利率债方面**，长短两端逻辑有所分化，其中短端机会在于“实质加息”状态的纠偏，2025Q2 银行负债压力有望缓解，实际加息幅度预计不会继续调升，目前隔夜利率水平可能已达上限；长端目前则继续等待“宏观预期差”的出现，后续重点关注内需恢复的可持续性以及出口边际转弱的压力显现。
- 信用债方面**，一级平稳，二级波动显著加大，春节后央行持续收紧资金，纠偏前期下行过快的债券收益率；利率及信用曲线均出现倒挂，收益率低点上行近 60BP，而 3 月以来资金转松，利差修复至中性水平；当前宏观数据等待验证，国内信用债赔率下降，建议中性配置，宜右不宜左。
- 可转债方面**，过去的一季度转债整体在权益与转债自身估值双击过程中稳步上行，实现 5%左右涨幅，超越 2021 年末的位置创新高。目前估值整体定义为刚进入偏贵区间，仍然存在空间，建议保持仓位；结构层面，平价-转股溢价率曲线尾部和偏中部（平价 80 以下）已经贴近 2022 年初的估值高位，曲线中部和头部（平价 90、100 以上）性价比相对较高，后期若平价支持预计仍有较大弹性。同时，目前市场理论 delta 弹性已回升至 0.25~0.30 区间，加上潜在的估值变化，转债资产波动有放大的可能；但另一方面，在中长期权益整体偏乐观背景下，短期回撤也可能带来较好配置机会。

一、2025 年一季度债券市场回顾

自 2025 年开年以来，尤其是春节之后，债券市场表现欠佳，在低收益率环境下，市场主线更迭较为频繁。

从资金面来看，年初国内汇率承压，同时大型银行的非银存款流失较为严重。同时，央行暂停债券购买操作，并对大行资金融出价格进行指导，国内流动性环境显著收紧。资金压力从收益率曲线的短端逐步向长端传导，随后又从利率端向信用端传导，期限利差收窄、信用利差扩大，债券市场快速呈现熊平态势。从基本面来看，Deepseek 与“哪吒 2”的火爆出圈反映了市场活力的提升。1、2 两月的经济金融数据边际向好，以生育补贴等形式推出的政策不断加码。一二线城市房地产市场表现超出市场预期，宏观经济格局呈现“东升西落”的态势，权益市场表现持续向好，股债跷跷板效应进一步加剧。从货币政策角度看，央行明确传达对前期长债收益率下行过快的关注，市场对短期降准降息的预期落空，但货币政策适度宽松的基调并未改变。季末央行顺势对中期借贷便利（MLF）进行改革，采用多重利率招标方式，进一步弱化其政策利率属性。预计后续货币政策的松紧调整将高度依赖于经济数据的表现。从海外环境看，美国在内外政策激进改革的影响下，经济增长有所放缓，美元指数回落，股市出现显著调整。市场对年内美联储降息的预期提前，可能使得国内所受到的外部制约有所缓解。然而，国际关系的走向仍存在较大的不确定性。

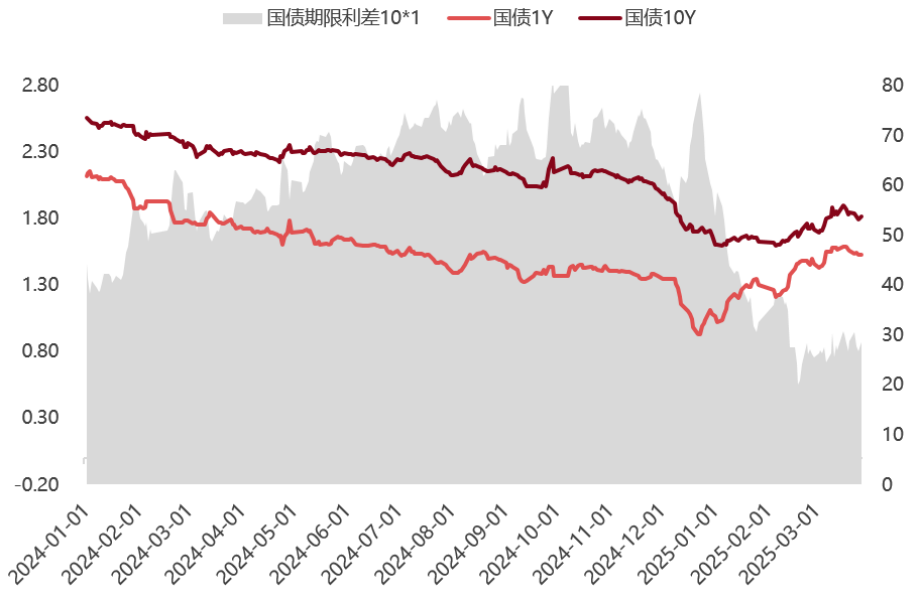
回到债券市场的具体表现方面：

利率债方面，资金利率水平的抬升促使 1 年期国债收益率快速调整，其点位从不到 1%最高上行 60BP，达到 1.59%。10 年期与 30 年期国债收益率则分阶段进行调整，从 1 月的小幅脱敏调整到 2、3 月的较大幅度上行，收益率分别从 1.6%与 1.8%的水平一路突破至 1.9%与 2.1%以上，回升至去年 12 月初的水平。值得注意的是，本季度债券市场在预期层面发生了两处重大转变：一是市场对“适度宽松”的理解从认为其意味着大幅宽松和短期双降，转变为更理性的认知；二是对基本面数据将惯性走弱的预期得到修正。这两个观念的转变极大地降低了长端利率的“预期博弈”程度，市场回归到依据经济数据及政策来调整投资策略的状态。此外，期限利差呈现大幅压缩的态势，10 年期与 1 年期国债的期限利差从年初的 60BP 压缩至最低 20BP 出头，处于 2002 年以来的历史绝对低位。目前，该利差仍在不到 30BP 的位置震荡。尽管后续期限利差走阔的可能性较大，但长

短端收益率的调整情况仍将受到宏观经济数据表现和政策出台节奏的影响。期限利差可能是观察后续债券市场破局演变的关键指标。

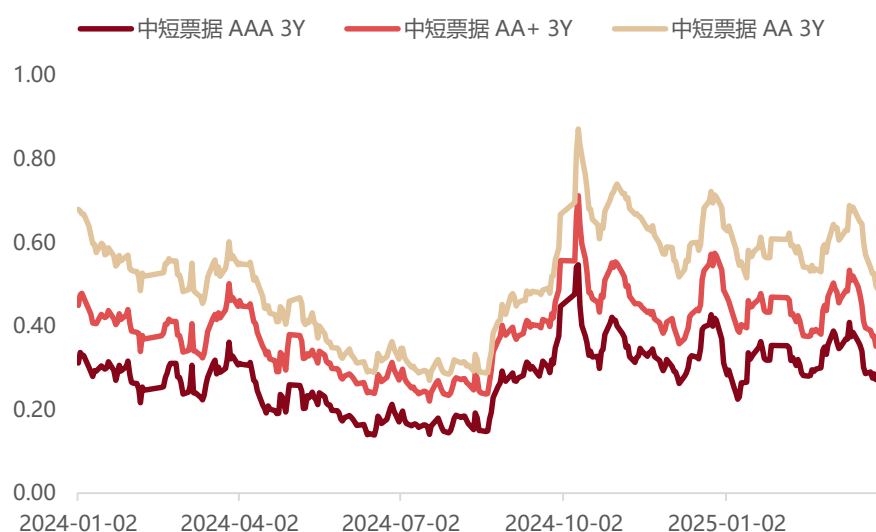
信用债方面，调整节奏相对滞后，但波动幅度明显高于利率债。以 3 年期 AAA 级高等级信用债为例，其收益率从年初的 1.6% 调整至 3 月中旬的 2.2%，最大调整幅度接近 60BP。5 年期大型银行永续债的收益率则从年初的 1.8% 左右上调至最高接近 2.4%，已回到去年年中的水平。同业存单收益率从 1.55% 的低点调整至 2% 以上，高于 MLF 改革前的利率水平。整体来看，信用利差于一季度内明显扩大，在 3 月中旬达到近一年来的高分位数水平，但等级利差与期限利差均在低位徘徊。本轮信用市场的调整虽然较为剧烈，但仍不极端，大规模债券基金赎回引发的负反馈现象并未出现。这主要得益于自去年以来理财平滑机制的持续作用，使得理财产品的破净率维持在较低水平。此外，近年来理财债基产品持仓结构向高流动性利率债及二永债切换的转变，也降低了中低等级信用债被抛售的风险。因此，本轮高票息品种的调整幅度相对有限。季末，央行态度转向对资金面的呵护，通过连续净投放操作，并对 MLF 进行多重利率招标改革以淡化其政策利率属性。同业存单收益率从 2% 下行至 1.9% 左右。除去跨季因素的影响，信用债相较于资金价格表现出明显的正 carry 价值，基金和理财产品转为净买入，信用债收益率普遍下行约 20BP，利差快速修复至中性偏低水平。

图：10 年与 1 年国债到期收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现。

图：3 年中短期票据利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现。

二、2025 年二季度宏观经济展望

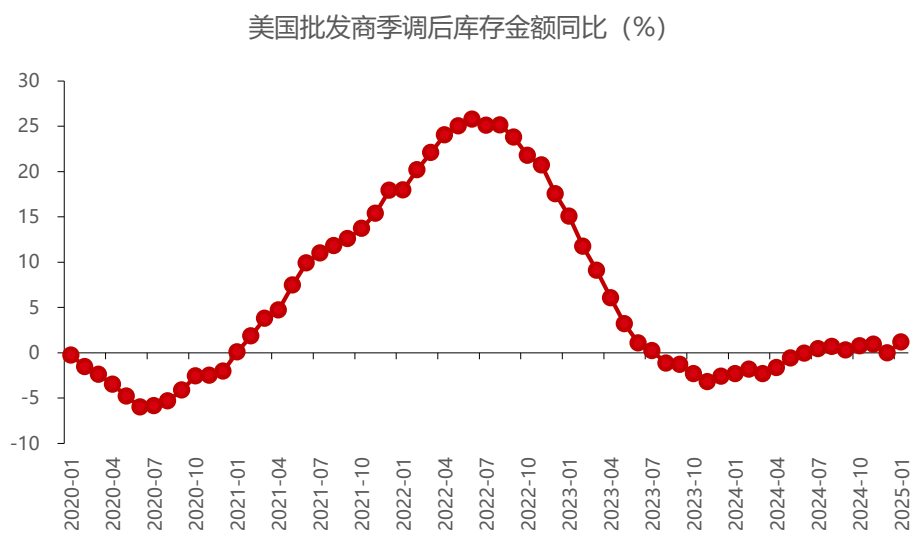
1、国内政策发力，出口存在隐忧

2025Q2 国内财政政策端继续发力，超长期特别国债支持“两重”“两新”，专项债扩围支持收储和清欠，隐债置换改善地方政府可用财力空间，国内需求有望延续 2025Q1 的边际改善，但抢出口逐渐退坡，2-3 月美国对华加征 20%关税，且 4 月美国将出台对等关税政策，美国经济降温风险增大，令中国出口存在隐忧。由于美国当前的内外部政策及经济走向都存在较大不确定性，且国内宏观政策仍有加大实施力度以对冲出口下行风险的空间，跟踪比提前预判更加重要。

根据 2025 年 1-2 月经济数据和 3 月以来的高频数据，预计 2025Q1 国内实际 GDP 同比增速在 5.3%左右，显著高于此前 4.8%的市场一致预期，主要是由于抢出口（调整工作日后的 1-2 月出口并不弱），去年未使用的一部分专项债资金结转至今年使用，以及 2024Q4 的隐债置换改善地方政府可用财力（1-2 月含电力的基建投资累计同比+9.95%），二手房销量较好提振相关消费需求，国补扩围叠加地补集中上线支撑居民消费倾向，新兴产业在工业生产（如 1-2 月机器人减速器、服务器产量分别累计同比+95.8/+73.0%）和企业投资（如 1-2 月信息服务业投资累计同比+66.4%）上显著高于整体增速，2024 年货币政策宽松力度加大，带动实体部门融资成本下降，并促进其需求修复。这些支撑 Q1 国内经济表现偏强

的因素中，除抢出口可能会由于美国对华加征关税逐渐落地，美国终端需求边际走弱（美国 2 月零售环比+0.2%，低于预期值 0.6%；美国 3 月制造业 PMI 环比-2.9pct 至 49.8%，低于预期值 51.7%），美国国内渠道库存不低故而补库需求偏弱（2025 年 1 月美国批发商季调后库存金额同比+1.18%，为 2023 年 5 月以来最高）等因素退坡外，其他大部分因素，如财政对基建投资和消费的提振，新兴产业对生产和投资的拉动等，会继续成为支撑国内经济的关键。

图：美国国内渠道库存不低，可能会影响其补库需求



资料来源：Wind，东方红资产管理

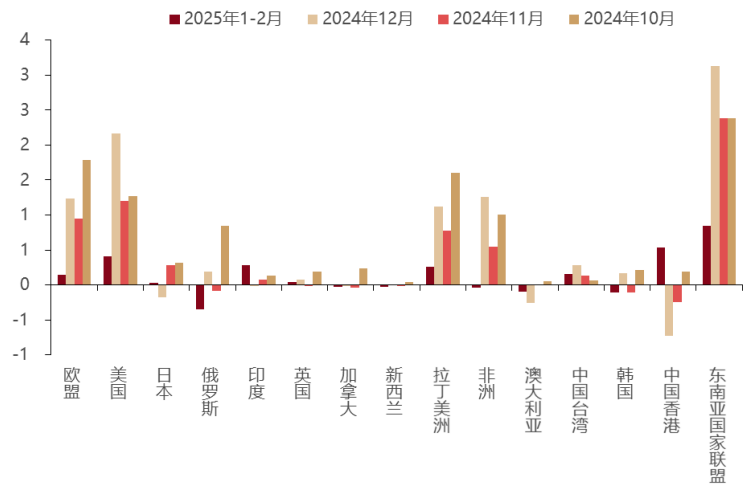
出口方面，在美国对华加征关税落地前，美国进口商有抢进口以规避关税风险的动机，这直接表现为 2024 年 12 月出口超过了春节前抢出口的季节性，大幅超预期。但随着 2 月和 3 月所有中国输美商品被分别加征 10% 关税，美国进口商抢进口的动机减弱，直接拖累了中国对美出口的“量”；而在“价”上，由于中国厂商、美国进口商、美国终端消费者需要各自承担一部分加征的关税，导致中国对美出口价格承压，同样会拖累名义出口。

美国 4 月 2 日公布其对各国的对等关税政策，越南、泰国等此前中资企业产能向外迁移的重要目的地可能会受到较大冲击。且此前美国将对加拿大和墨西哥进口商品加征 25% 关税推迟至 4 月 2 日执行(符合美加墨自贸协定的商品除外)，而中资企业在墨西哥也有大量投资，导致中资企业对海外投资更加谨慎，会直接

影响国内的资本品出口（中资企业在海外用这些进口的资本品建设产能），且出口中间品到第三国，在当地加工组装后再出口到美国的经济性也会受到较大冲击，从而影响国内的中间品出口。美国也可能以其他国家提高对华关税作为美国对其少加乃至不加额外关税的条件，而这会影响国内对这些非美经济体的各类商品出口，国内对外出口的受波及程度仍需高度关注。

2018-2019 年美国对华 301 关税主要是针对资本品和中间品，换言之中国对美出口的资本品和中间品已在当时被普遍加征了额外关税，而包括玩具、手机和电话机、计算机等办公机器在内的消费品并未被加征 301 关税，因此 2019 年之后中国对美直接出口中，消费品占比显著上升，已接近一半，而资本品和中间品则大量通过产能外迁和转口贸易等形式曲线对美出口以规避 301 关税，因此在中国对美直接出口中的占比明显下降。资本品和中间品以 to B 为主，客户对价格较为敏感（规避关税的动因）。与之不同，to C 的消费品在对美出口后，从美国批发商到零售商，再到终端消费者，往往会加价数倍，因此做消费品的美国渠道商实际上很容易消化 2025 年 2-3 月美国对华加征的 20%关税，也即中国对美直接出口中消费品占比越高，受美国加征关税的影响也相对越小。此外，欧盟此前通过了 8,000 亿欧元的重整军备计划，这样的大规模财政刺激会促进欧洲整体需求增长，中国对欧出口可能也会因此有所提振。但现阶段全球政经关系走向仍不明朗，上述因素对 2025Q2 出口的潜在综合影响仍较难判断，隐忧尚未消除。

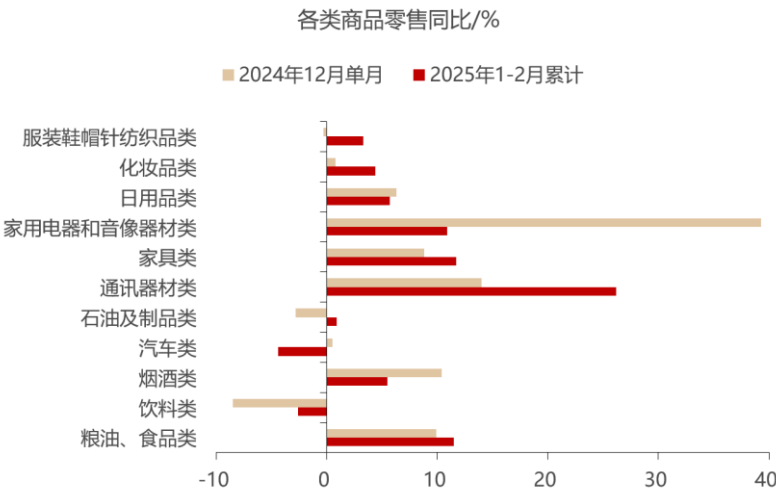
图：美国的对等关税政策会冲击国内对东南亚等地的资本品和中间品出口
对中国当月出口同比增速的贡献（pct）



资料来源：Wind，东方红资产管理

消费方面，根据发改委的数据，2024 年安排的 1,500 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，带动了汽车、家电、家装、电动自行车等销售额超过 1.3 万亿元，因此消费品以旧换新补贴对商品零售额拉动的乘数为 8.7 倍。2025 年安排 3,000 亿元超长期特别国债资金用于以旧换新，首批 810 亿元已于 1 月初下达至地方，若按 8-9 倍的乘数效应，则对商品零售额的拉动在 0.65-0.73 亿元，在 1-2 月社零合计 8.37 万亿元中的占比为 7.8-8.7%，而 1-2 月社零累计同比增速为 4%，因此今年消费品以旧换新补贴的乘数效应可能大打折扣，或是这首批 810 亿元尚未被地方充分使用，到达终端消费者。考虑到今年消费品以旧换新补贴有明显扩围，后者的可能性显然要更大，因此今年 3,000 亿元消费品以旧换新补贴对 2025Q1 的社零拉动可能相对有限，从 2025Q2 起效果可能才较为明显。1-2 月汽车类零售额累计同比-4.4%，对整体社零拖累显著（1-2 月剔除汽车的社零累计同比为+4.8%，显著高于整体社零的+4%），而 3 月以来，伴随新车上市逐渐增多，乘用车销量同环比有明显改善，也会对 2025Q2 的消费产生提振作用。尽管今年以来二手房销量表现较好仍然是依靠以价换量，但二手房换手率提升，流动性改善，仍然有助于提振居民的消费倾向。尽管消费品以旧换新补贴对耐用品消费有透支效应，但在节假日带动下，2025Q2 服务消费可能延续 2025Q1 的偏强表现（1-2 月服务零售额累计同比+4.9%，比商品零售额的累计同比增速高 1pct，主要是外出文旅休闲活动明显增加，出行相关消费较强）。

图：2025 年 1-2 月汽车对整体社零增速拖累显著



资料来源：Wind，东方红资产管理

投资方面，

1) 制造业投资：尽管预计 2025Q1 的实际 GDP 同比增速表现偏强，但与价格水平对应的 GDP 平减指数同比预计仍然会有明显下降，因此企业利润和投资项目的 ROIC 预计都仍然偏低，核心原因还是问题并未在本质上得到逆转。因此预计制造业企业进行资本开支的意愿也会偏低。

2) 地产投资：2025 年 1-2 月地产新开工和施工面积累计同比分别-29.6%/-9.1%，2024 年 12 月单月同比分别为-16.9%/+3.1%，因此今年以来地产新开工和施工情况进一步走弱。只是由于土地购置费受 2024Q4 房企拿地回暖的影响，在进入缴款期的 2025 年 1-2 月累计同比-0.3%，而 2024 年土地购置费同比-8.7%，是导致 1-2 月地产投资同比降幅显著收窄的主要原因（2025 年 1-2 月地产投资累计同比-9.8%，2024 年 12 月单月同比-13.3%）。从领先指标看，2025Q2 地产投资同比降幅仍有扩大压力。

3) 基建投资：除财政政策端发力对基建投资的拉动外，DeepSeek 出现后国内的龙头企业加大 AI Capex，AIDC 建设也能拉动基建投资，在 1-2 月的固投数据中已有体现：1-2 月信息传输业投资累计同比+30.9%，相较 2024 年的+14.7%大幅上升，增速远高于 1-2 月不含电力的基建投资累计同比增速 5.6%。预计 2025Q2 基建投资表现仍会偏强。

2、2025 年 CPI 同比仍面临压力，节奏上前高后低，PPI 同比将收窄

PPI 方面，1) 2 月以来受美元指数见顶回落，美国对进口铜加征关税预期升温等因素影响，铜价大幅上涨。3 月 26 日特朗普提及美国可能会在数周内实施铜进口关税，较之前的预期大幅提前（特朗普在 2 月曾指示商务部对潜在的铜关税展开调查，并在 270 天内提交报告），一旦美国的铜进口关税落地，铜现货停止当前为规避关税风险而抢出口到美国，则铜价可能会高位回落。尽管特朗普的关税政策可能有反复，导致 2025Q2 铜价仍面临较大不确定性，但在铜精矿供给增长仍然偏弱（基准预期+40 万吨）的情况下，供给缺口仍有望支撑铜价保持在高位。

2) 原油方面，OPEC+目前一边补偿性减产（3 月起实施 19.9 万桶/日的补偿性减产，到 9 月补偿性减产规模升至 43.5 万桶/日，之后规模再度下降，到 2026

年 1 月补偿性减产规模降至 21.7 万桶/日），一边增产（OPEC 将自 4 月起增加 13.8 万桶/日的产量，目标是到 2026 年，分批增加总计 220 万桶/日的原油产量），但总体看 OPEC+原油产量仍是在增长的，且美国（页岩油平均边际成本在 46-58 美元/桶，低于当前油价，因此仍有增产动力）、巴西、加拿大、圭亚那等非 OPEC+产油国的原油产量也在增长。根据 IEA 的预测，即使 OPEC+维持产量不变，综合考虑到美国经济降温导致原油需求减速，中国新能源车替代燃油车导致原油需求走弱，2025 年全球原油市场仍然面临 45 万桶/日的供应过剩，因此后续油价仍然面临压力。

3) 国家发改委在 3 月 13 日发布的文件中明确，2025 年将持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组。光伏、化工等行业协会亦倡导加强行业自律，避免进行价格内卷竞争。全球范围内又由于政策等供给端的不可抗力因素（例如刚果金的钴产量占全球的 78%+，2 月刚果金宣布暂停钴出口 4 个月，导致钴价大幅上涨，3 月 21 日刚果金又宣布可能会延长暂停钴出口的时间），多种有色金属和化工品价格大涨。总体看，尽管油价可能对 PPI 形成拖累，但其他上游资源品和中下游工业产成品价格表现可能并不弱，预计 2025Q2 的 PPI 同比中枢会由 Q1 的-2.2%降幅收窄至-1.8%，且 2025H2 的 PPI 同比降幅可能持续收窄。

CPI 方面，领先 12 个月的社融存量同比对核心 CPI 同比有较好的指示意义，2025 年 1 月核心 CPI 同比大概率已经见顶，后续下降空间相当可观，考虑到核心 CPI 在 CPI 中的占比在 77-78%，将对 CPI 同比形成压力。能源在 CPI 中的占比在 4%：原油和动力煤价格都仍有下行压力。今年以来仔猪价格持续走强，对应养殖场育肥需求旺盛，因此后续生猪供给压力偏大。

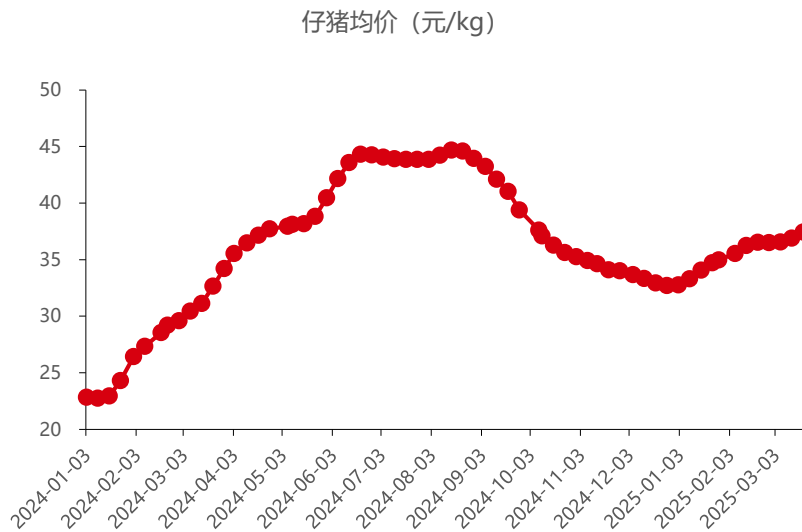
综合考虑到核心 CPI 同比/油价和电价/猪价仍然面临下行压力，但由于基数较低（2024 年 4/5/6 月 CPI 分别环比+0.1%/-0.1%/-0.2%），预计 2025Q2 的 CPI 同比中枢会由 Q1 的 0.1%小幅升至 0.3%，改善幅度弱于 PPI。

图：后续核心 CPI 同比预计仍有下行压力



资料来源：Wind，东方红资产管理

图：今年以来仔猪价格持续走强，后续生猪供给压力较大



资料来源：Wind，东方红资产管理

3、货币政策择机降准降息，财政政策更注重提升居民消费倾向

货币政策方面，央行行长潘功胜在 2025 年全国两会经济主题记者会上提到实施好适度宽松的货币政策，“平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，这表明央行的

货币政策会兼顾多重目标，在有力支持实体经济的同时，关注防风险以及中美利差和银行利差等国内外约束。因此，央行在多个场合表示要择机降准降息主要是表明货币政策的支持性立场；为了给后续美国可能对华进一步加征关税等风险留足应对空间，其宽货币政策出台节奏需保持跟踪，预计降准先于降息。

财政政策方面，2025Q2 除了超长期特别国债、专项债、隐债置换等常规财政工具，还需关注提高养老金水平、发放育儿补贴、安排奖补资金以支持地方打造更多消费新热点、对个人消费贷款和相关领域的企业贷款给予财政贴息等有助于增强消费者消费能力和意愿的财政工具的进展。

三、2025 年二季度债券投资策略

1、利率债方面

利率债长短两端逻辑有所分化。

短债方面，机会在于“实质加息”状态的纠偏，具体来看，银行体系流动性通常是 1-2 月收紧、3 月平衡、4-7 月回落，近年来债市季节性也由此而来。今年的同业存单利率走势符合上述季节性特征，3 月以来银行负债压力已经边际回落，背后主要是银行负债端的自然变化，年初开门红结束后，信贷投放减少，负债压力缓解。

从中期流动性投放工具 MLF 来看，近年来 4-7 月 MLF 投放与到期都是“地量”水平，即银行流动性缺口本身较小，宽松是内生性的，而不是依赖于央行投放补充。今年的特殊情况在于央行在没有调升政策利率（7 天 OMO）的情况下，通过窗口指导大行融出价格的方式调升了货币市场基准利率（DR007），带来“实质加息”的效果。DR007 与 7 天 OMO 持续显著偏离，在 2020 年和 2022 年都曾阶段性出现，当时以实质降息对冲经济滑坡压力，而实质加息为近年来首次，幅度已经比肩 2017 年。这种“非常态”都是阶段性的，后续回归“常态”会反过来成为短债下行的动能。从利率走廊来看，实际加息的幅度大概率不会继续调升。去年 7 月设立的临时隔夜正逆回购是隔夜利率的利率走廊，即 DR001 波动中枢为 1.5%、上下限分别为 1.3%（-20BP）和 2.0%（+50BP），没有触发说明央行遵循走廊进行调控，并且调控是成功的。所以今年 2 月底的隔夜利率 2%已经是上限水平，后续回落的中枢和下限为 1.5%和 1.3%。

长债方面，继续等待“宏观预期差”出现。从内需来看，去年9月之后房地产有止跌回稳迹象，尤其是二手房市场回暖，一线城市二手房挂牌价环比转跌为涨、同比跌幅收窄。这种现象同样在2019年初、2023年初的“小阳春”中也出现过，都是房价连续下跌之后出现了阶段性的政策效果，由于无法证伪其持续性，造成长债下跌压力，通常在“小阳春”结束后才能得到充分检验。外需方面，去年出口制造经过连续爬坡之后目前处于高位，但从下游织机开工率来看，今年以来有边际转弱迹象。考虑到关税大幅提升以及抢出口前置释放，二季度起出口边际转弱压力可能进一步显现。后续出口回落和内需回升之间能否平稳对冲是今年的宏观预期差。

2、信用债方面

一级方面，信用债供给总量不弱，但结构上呈现城投弱化、高等级产业占比仍高等特点，预计2025Q2发行季节性回落，但结构特征预计延续，重点关注地市新整合平台的发行情况；取消发行方面，信用债需求整体仍好，取消发行占比维持3%左右低位水平，受二级市场波动影响较小。

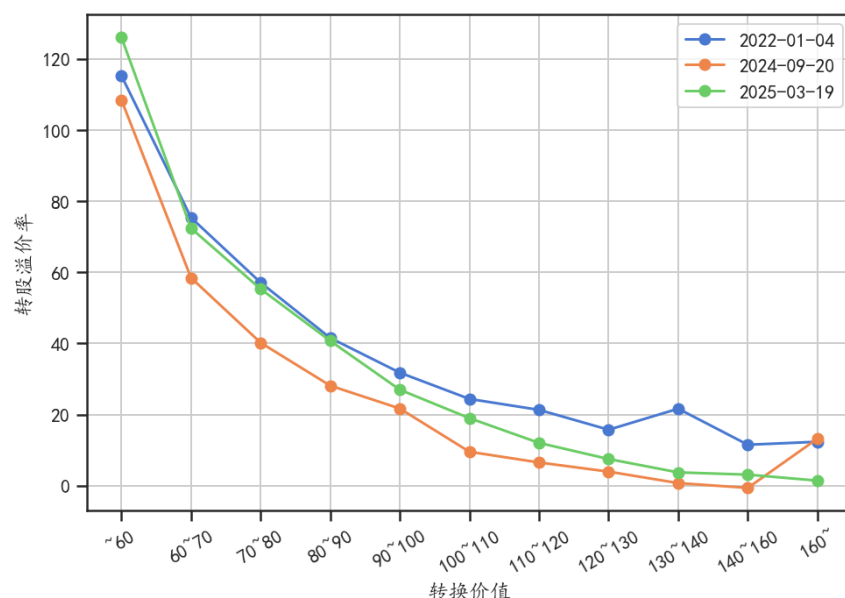
二级方面，经历春节前收益率的快速下行，央行持续收紧资金纠偏，此外大行非银存款下滑体量较大、净融出水平显著回落，资金压力从短端传递到长端，市场对于央行短期的双降预期应声破灭；3年期AAA高等级信用债从低点1.8上行至最高2.3，调整幅度接近50BP，5年期大行永续利差一度上行至超50BP，仅次于2024年10月初债市调整最猛烈水平，2月以来收益率曲线更是一度倒挂；基本面上，节后宏观金融经济数据以及中观楼市数据偏强，市场对于经济强弱走势分歧加大，预计后续市场将对高频数据保持更敏锐的跟踪；3月中下旬资金转松，信用市场缓释修复，目前3年期内债券利差回落至中性水平，比价上看存单仍优，5年期大行永续较10年期国债可能更具配置价值。展望2025Q2，国内地方债发行起量、银行负债压力仍高为资金约束，需央行货币政策配合加码，而经济数据需跟踪观察。海外方面，美国滞胀隐忧加大，年内降息节奏前移，关税政策4月后将对全球经济产生新一轮重大不确定性。当前信用债市场赔率下降，配置建议中性保持跟踪、多看少动，操作宜右不宜左，等待经济数据及政策走向的进一步明朗。

3、可转债方面

一季度，转债整体在权益与转债自身估值双击过程中稳步上行，实现 5%左右涨幅，指数层面超越 2021 年末位置创新高；如果从理论定价和估值偏离两个层面看转债，目前估值已从 2024Q3 低点-5%（剔除值口径 2017 年以来史低）持续上行到 0%附近（2017 年以来前 30%分位）；同时，从市场估值偏离为正的转债数量占比看，目前 40%左右的占比和 5%偏离的中位数相,2021 年末到 2023 年可比情况，并不算高。整体定义为刚进入偏贵区间（和权益性价比持平或略贵），仍然存在空间；但预计会出现震荡波动增多、趋势相对走弱的现象；受权益/结构风格影响会变大，交易需求增多。

结构层面，观察平价-转股溢价率曲线整体已有明显抬升，目前：1）资金出于安全性的要求，相对偏好偏债型/平衡型/白马标的，曲线尾部和偏中部（平价 80 以下）已经贴近 2022 年初的估值高位，该区间主要满足配置需求，挖掘条款价值，或正股预期有明显变动的低位标的（正股空间够）；2）对于曲线中部和头部（平价 90、100 以上），由于老龄化、赎回压力、市场结构性的风格种种原因压制，溢价相对来看仍不算高，性价比相对高：后期在权益支持的情形下预计仍有较大弹性。

图：转债市场平价-转股溢价率曲线



数据来源：Wind，东方红资产管理

同时，在权益上涨、转债平价稳步回升的基础上，转债市场弹性逐步上行，目前理论 delta 弹性已回升至 0.25~0.30 区间；同时需考虑估值从历史低位回升至 0%附近，潜在波动空间同样放大；因此后续转债资产波动有放大的可能，对组合回撤控制提出更高要求；另一方面，在权益整体偏乐观背景下，短期回撤可能带来配置的较好机会。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至 2025 年 4 月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。