

認識可換股債券

07/2013

有甚麼投資如債券般派息及償還本金，但亦如股票般提供升值潛力？答案可能是可換股債券 — 結合「兩個不同投資範疇的最大優點」的混合型證券。

1. 甚麼是可換股債券？

根據定義，可換股債券是一種企業債券，持有人可把債券轉換成預定數目的發行商普通股。正如其他債券，可換股債券按固定票息率派息，並可根據債券面值（或票面值）贖回。其價格會因利率和發債商的信貸質素變動而反覆波動，就如其他類別的企業債券。

由於具有轉換的特點，因此可換股債券的票息率一般低於非可換股企業債券。然而，有關收益率通常高於普通股的股息率。在可換股債券到期時，持有人可以債券面值或相關普通股的市值（以較高者為準）贖回。

可換股債券的轉換條款在債券發行時列明，並以比率或價格表示。

- 轉換比率是可換股債券能夠轉換而成的普通股數目。
- 換股價相等於債券面值除以轉換比率。

可換股債券一經發行，其股票價格高於換股價的金額稱為「轉換溢價」。轉股價值相等於轉換比率所表示的股份數目，乘以普通股價格。以下是有關條款在實際發行可換股債券時的應用例子。

例子：

- 債券價值 1,000 美元，轉換比率是 40:1，可轉換成 40 股股份，換股價為 25 美元。
- 若股價處於 30 美元的水平，轉換溢價將為每股 5 美元或 20%。
- 轉股價值將為 1,200 美元。

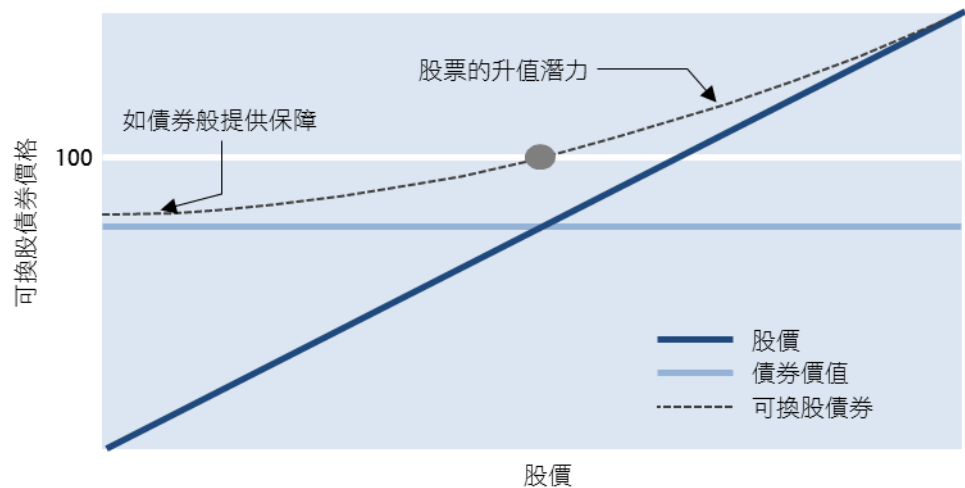
2. 可換股債券的走勢較貼近股票還是債券？

在某個特定期間，可換股債券的走勢可與股票或債券特性相近，取決於市場價格與債券換股價的對比。

根據下圖顯示，在普通股價格上升時，可換股債券的走勢較貼近股票，意味著其對股票升值潛力的參與度提高。

在相關股份的價格下跌時，可換股債券的走勢將較貼近債券。若股價跌穿換股價，可換股債券的表現就如債券，有效地為投資提供價格下限。值得注意的是，可換股債券附帶與股票及債券相同的風險因素，包括市場、利率和違約風險。

受惠於升值潛力，並抵禦市況波動



僅供說明用途。圖表並非暗示股價將於任何市況下持續上升，或債券價格將維持穩定。

1. 對沖值 (Delta)：量度可換股債券價格對股價變動的敏感度。
 - 對沖值低於 20% 意味著可換股債券價格對股價不太敏感，而可換股債券的走勢將較貼近債券。
 - 對沖值高於 80% 意味著可換股債券價格對股價變動非常敏感。
 - 對沖值介乎 20% 至 80% 意味著可換股債券被視為具有「混合型」特質。
2. 經對沖值調整比重 (Delta-adjusted exposure)：投資經理一般利用有關數據，以釐定可換股債券在個別證券或行業層面對股價的敏感度。在訂立經對沖值調整比重時，投資經理把對沖值應用於投資組合對一項債券或一個行業的比重。

例子：

投資組合和基準指數的金融業對沖值分別為 55% 及 41%。

- 金融業的絕對比重：
16.1% (投資組合) 對比 19.9% (基準指數)
- 金融業的經對沖值調整比重：
8.9% (55% x 16.1) 對比 8.2% (41% x 19.9)

以絕對比重為基礎，投資組合對金融業持偏低比重；但以經對沖值調整為基礎，投資組合對該行業持偏高比重，因投資組合對金融業的對沖值高於基準指數。故此，透過使用經對沖值調整比重，我們可更有效地量化投資比重和風險，因為其與股票敏感度相關。

3. 可換股債券的轉換特性提供升值潛力，但是否具有上限？

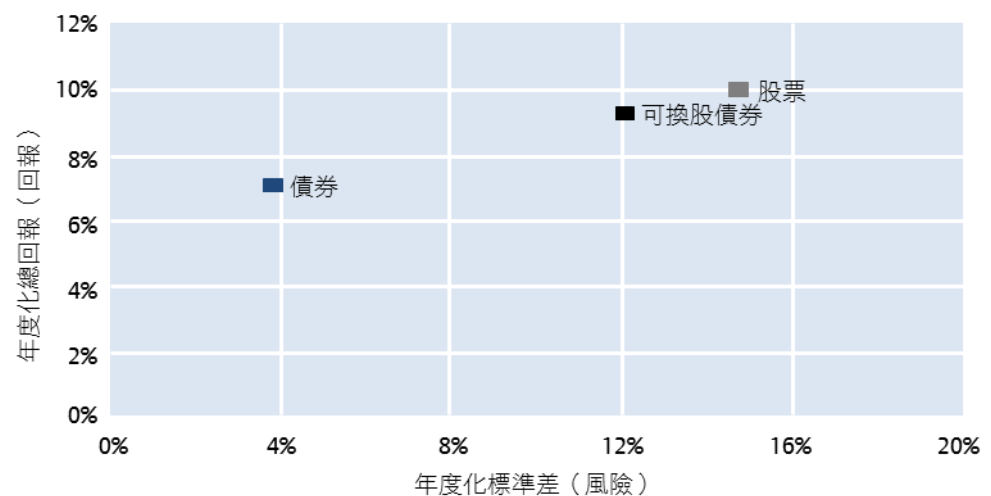
不少公司在發行可換股債券時均附設認購期權，使公司有權按特定價格（通常是債券的票面值）向可換股債券持有人作出回購。實際上，該認購期權可限制債券藉相關普通股上升而享有的升值潛力。

若債券附帶認沽期權，持有人有權在特定日期向發債商出售債券，價格通常是債券的票面值。對債券持有人來說，這個特質可在相關股份急跌時限制風險。

4. 長期來說，可換股債券對比股票和債券的表現如何？

根據往績，可換股債券帶來非對稱回報 – 即其參與相關股票的升幅過於其跌幅。自 1988 年，可換股債券的表現接近股票，但其下行波幅卻減少。

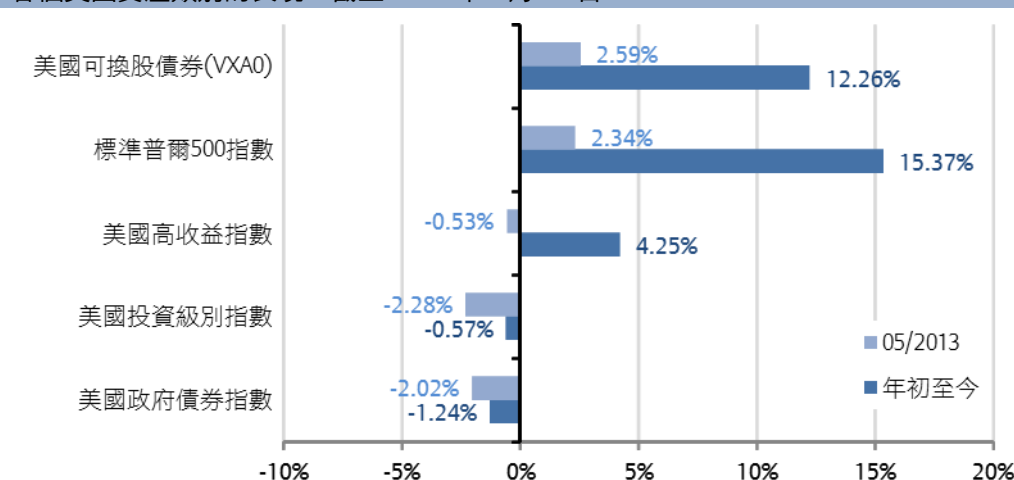
可換股債券的風險/回報結構相對於傳統資產類別較為有利 (01/1988 至 06/2013)



資料來源：美銀美林，FactSet

每月數據截至 2013 年 6 月 30 日。過往表現並非未來表現的指引。上圖並不代表任何特定投資，亦並非對任何特定投資的過去或未來表現作出指引。投資者無法直接投資於指數。除非另有指明，指數回報包括股息收入及資本收益（如有）的再投資，但不包括費用、經紀佣金或其他投資開支。上圖中，股票以標準普爾 500 指數 (S&P 500 Index) 作代表，可換股債券以美銀美林所有可換股債券(所有質素)指數(BofA ML All Convertibles All Qualities Index)作代表及債券以巴克巴萊美國整體債券指數(Barclays US Aggregate Index)作代表。

各個美國資產類別的表現，截至 2013 年 5 月 31 日

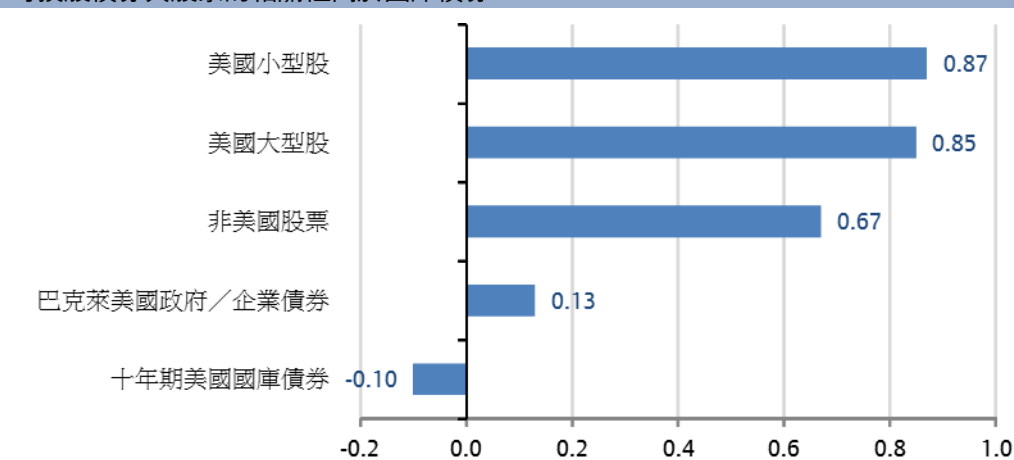


資料來源：美銀美林可換股債券研究部(2013 年 6 月 5 日)。

5. 在利率上升的環境下，可換股債券表現如何？

根據往績，可換股債券與美國國庫債券的相關性處於負數至偏低水平，而後者對利率表現敏感。因此，可換股債券價格普遍在利率上升的環境下顯得吸引。

可換股債券與股票的相關性高於國庫債券



美國大型股：羅素 1000 指數；美國小型股：羅素 2000 指數；十年期國庫券：美銀美林美國國庫券當前十年指數；非美國股票：摩根士丹利歐澳遠東指數。

資料來源：巴克萊、美銀美林、FactSet、德盛安聯。數據截至 2013 年 3 月 31 日。

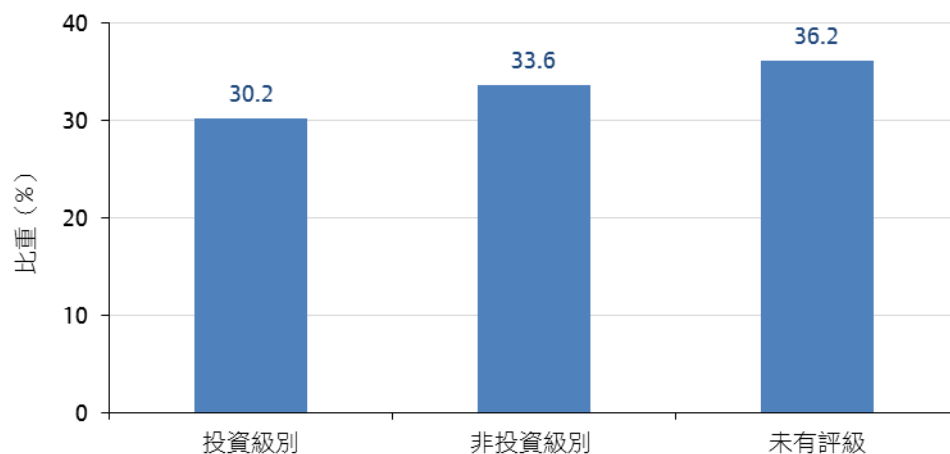
6. 可換股債券附帶甚麼投資風險？

可換股債券附帶股票和債券的投資風險，並非適合所有投資者。這些債券的價值可隨公司相關股份的價格而波動。若利率上升，相關可換股債券的價值將下跌。不少可換股債券發行商的信貸評級均低於投資級別，意味著有關債券的風險可能高於投資級別債券。此外，可換股債券一般由小型公司發行，價格可能較大型公司發行的證券波動。

7. 美國可換股債券的信貨質素處於甚麼水平？

綜觀美國可換股債券範疇，投資級別與非投資級別發債商的數目相若。然而，未有評級的發債商在去年持續增加。由於不少相關公司的財政狀況頗為穩固（即負債偏低或沒有負債），及／或資本結構並不複雜，因此不擬或不需聘用穆迪及標準普爾為其證券評級。

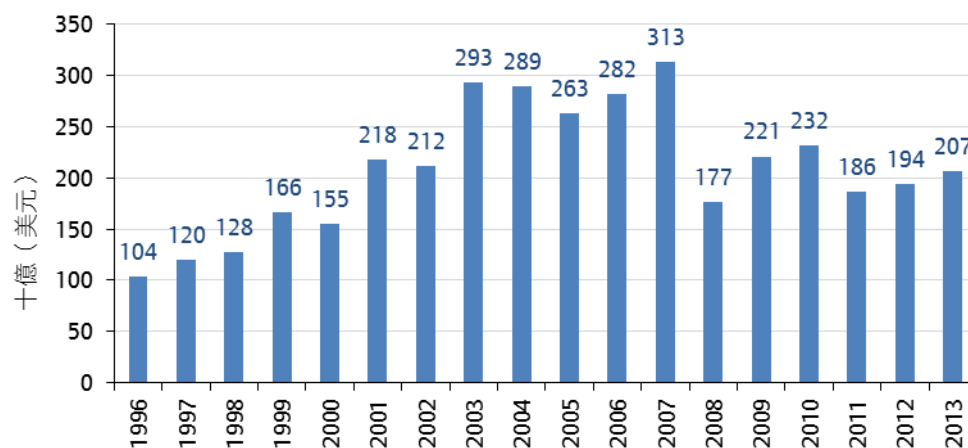
信貸質素：美國可換股債券



資料來源：美銀美林，截至 2013 年 3 月 31 日。美國可換股債券範疇以美銀美林所有美國可換股債券指數代表。

8. 美國可換股債券市場的規模有多大？

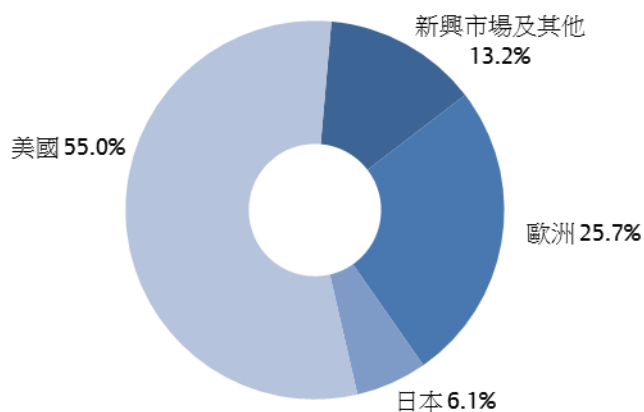
可換股債券市場的規模



資料來源：美銀美林，2013 年 3 月 31 日

截至 2013 年 3 月，美國可換股債券市場的規模持續擴大至 2,070 億美元。對比其他地區，美國可換股債券市場的規模屬全球最大。

全球可換股債券市場（按市值計算）



資料來源：美銀美林，2013 年 3 月 31 日

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。

本文件並未經香港證監會審核。

發行人為德盛安聯資產管理香港有限公司。

德盛安聯資產管理香港有限公司（香港中環花園道 3 號中國工商銀行大廈 27 樓）是基金香港代表並受證監會（香港皇后大道中 2 號長江集團中心 35 樓）監管。