

# 国企改革利器——可交换债

林采宜 张超

## 主要结论：

1. 可交换债具有低成本融资、高溢价减持股份的特性。从海外市场来看，在可交换债发展的高峰期（1996~2003年），欧洲主要的可交债发行国德国与瑞士的可交换债平均票面利率为1.6%，票面利率较德国同期国债利率4.4%低280bp，而其换股溢价率平均高达24.6%。
2. 中国政府负债的信用违约风险可控，但流动性风险较高。2014年，中国政府偿债率为25%，显著超过国际警戒线10%。政府面临财政收入增速下降、融资渠道收窄、融资成本偏高的压力。而国有企业作为政府的重要资产之一，存在国有股权集中度过高的问题，如国有企业第一大股东持股比例平均达63%。国有股权集中度过高会导致国有资本的大量沉淀，不利于盘活国有存量资本。国有产权的部分转让有利于增加政府现金收入、缓解债务流动性风险。
3. 可交换债的低成本融资、高溢价减持股份特性契合了政府融资、国企改革的需求。目前较低的债市收益率水平及股市牛市预期，有利于发行人以更低的票面利率、更高的换股溢价率发行可交换债。如中国首单公募可交换债“14宝钢EB”的当期票面利率为1.5%，显著低于当时同期限的AAA级城投债利率4.9%及基础设施信托利率9.4%。同时，可交换债作为债券的一种，有利于拓展直接融资渠道、盘活企业存量资产。

可交换公司债券是指上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的公司债券。对发行人而言，可交换债最大的两个优势是低成本融资、高溢价减持股份。目前中国经济面临政府债务风险偏高、国企经营效率偏低的问题。可交换债的低成本融资、高溢价减持的优势有助于缓解政府融资压力、推进国有企业所有制改革。

## 一、可交换债的发展情况

### 1. 可交换债具有低成本融资、高溢价减持股份的优势

可交换债是在传统的纯债基础上，嵌入标的股票看涨期权。该看涨期权的成本体现在其相对较低的票面利率之中。可交换债在发行阶段，如果投资者对标的股票未来的预期涨幅越大，则其愿意为该看涨期权所支付的成本越高，那么发行人所需支付的票面利率相应越低。

从发行人的角度来看，可交换债兼有债券和期权的特点，并兼具了两者的功能。一是低成本融资功能。如果投资者到期未行使期权，则发行人到期还本付息，实现其低成本融资功能。二是高溢价减持股份功能。如果投资者在到期前行使看涨期权交换为股票，则发行人按约定的换股价减持股份，实现其高溢价减持股份功能。

### 2. 中国开启可交换债发展进程

2008年，证监会出台了《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，旨在为当时的“大小非”减持问题提供一种解决手段。当时的设想是限售股股东以限售股股票为换股标的发行可交换债，一方面是通过限售股股份质押融资，盘活限售股资产，缓解限售股股东的融资压力；另一方面是通过可交换债的换股期权，解决限售股的减持问题。但是，后来由于对股票质押有效性等有关问题的争议，可交换债的发行被搁置。

2013年，股票质押回购以及股权市值管理日益普及，可交换债发行的障碍逐步消除。在“盘活存量”的政策基调下，可交换债低成本融资、高溢价减持的优势逐渐被市场认可。2014年，管理层对可交换债的相关制度进行了细化，可交换债的发展迎来了良好的开端。2014年，可交换债成功发行5单，总发行规模为59.76亿元。其中可交换私募债券4单<sup>1</sup>，总发行规模为19.76亿元；可交换公募债券1单<sup>2</sup>，发行规模为40亿元。

表 1.可交换债的相关法规及发行情况

日期	内容
2008.10.17	《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》（证监会）
2013.5.30	《关于中小企业可交换私募债券试点业务有关事项的通知》（深交所）
2014.6.17	《上海证券交易所可交换公司债券业务实施细则》（上交所）
2014.8.11	《深圳证券交易所可交换公司债券业务实施细则》（深交所）
2014.7~2014.12	4单中小企业可交换私募债发行成功，总发行规模19.76亿元。
2014.12.10	首单公募可交换债发行成功，发行规模40亿元。

资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究

<sup>1</sup> 4只可交换私募债分别是“14歌尔债”、“14海宁债”、“14卡森01”、“14沪美债”，发行人分别是潍坊歌尔集团有限公司、海宁市资产经营公司、浙江卡森实业集团有限公司、汕头市澄海区沪美蓄电池有限公司，标的股票分别是歌尔声学（股票代码：002241）、海宁皮城（股票代码：002344）、海宁皮城（股票代码：002344）、猛狮科技（股票代码：002684）。

<sup>2</sup> 首单可交换公募债为“14宝钢EB”，发行人为宝钢集团，标的股票为新华保险（股票代码：601336）。

表 2.可交换公募债券与可交换债私募债券的区别

	可交换公募债券	可交换私募债券
发行人要求	1、A 股上市公司股东 2、有限责任公司或股份有限公司 3、财务要求： 1)公司最近一期末的净资产额不少于人民币 3 亿元； 2)公司最近 3 个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息； 4、发行后债券余额不超过净资产的 40%	1、深交所上市公司股东 2、中小微企业 3、无明确财务要求 4、无债券余额要求
监管要求	证监会审批	深交所备案
标的股票要求	1、A 股上市公司 2、该上市公司最近一期末的净资产不低于人民币 15 亿元，或者最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%。 3、用于交换的股票在提出发行申请时应为无限售条件股份。	1、深交所上市公司 2、预备用于交换的股票在可交换时不存在限售条件。
是否需要评级	是	否
发行期限限制	1~6 年	1 年以上
发行金额限制	本次发行债券的金额不超过预备用于交换的股票按募集说明书公告日前 20 个交易日均价计算的市值的 70%。	无
转股价要求	不低于公告募集说明书日前 20 个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价。	不低于公告募集说明书日前 20 个交易日公司股票均价的 90%和前一个交易日均价的 90%。
换股期要求	自发行结束之日起 12 个月后方可交换为预备交换的股票。	自发行结束之日起 6 个月后方可交换为预备交换的股票。
交易形式	公开上市交易	固定收益平台转让

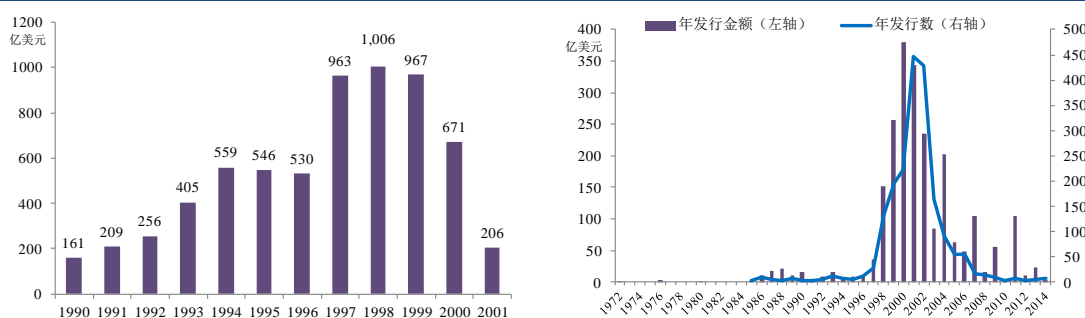
资料来源：国泰君安证券研究

### 3. 国外可交换债的发展历程契合私有化浪潮

可交换债于 1970 年代产生于美国，但是快速发展于 1990 年代的欧洲。可交换债的快速发展伴随着国外的私有化浪潮。1980 年代，全球掀起了私有化浪潮，并在 1990 年代末达到顶峰。1998 年，OECD 国家中央政府私有化成交金额达到顶峰 1006 亿美元。可交换债的发展高潮也在 1990s 末~2000s 初。如在 2000 年，全球可交换债发行数量达 223 只，规模达 380 亿美元<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 可交换债数据来源于 BLOOMBRG，统计口径是具有可交换条款的公司债券。下文中关于可交换债发行量的统计，数据来源与统计口径与此相同。

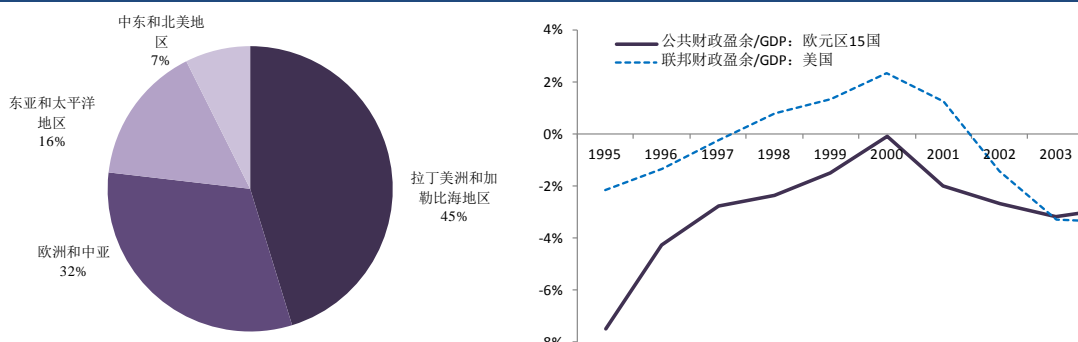
图 1. OECD 国家中央政府私有化成交额 图 2. 可交换债发行情况



资料来源:《Recent Privatisation Trends in OECD Countries》 资料来源: BLOOMBERG 国泰君安证券研究

在私有化浪潮的高峰时期即 1998 年~2003 年,欧洲和中亚的私有化金额占全球的 32%,显著高于中东和北美地区的 7%。欧洲私有化规模显著超过北美有两方面的原因:一是欧洲的国有企业相对较多,二是欧洲的财政压力相对较大。如在 1995 年,欧洲 15 国<sup>4</sup>的财政赤字/GDP 高达 7.5%,显著高于美国的 2.2%。在这种巨大的财政压力下,欧洲政府有更强的动力进行国有企业的私有化。同样地,欧洲的可交换债发行量显著高于北美。1972 年~2014 年,欧洲可交换债的发行金额约 1062 亿美元,是美国的 2.3 倍,占全球的比重达 47%<sup>5</sup>。

图 3. 私有化成交金额的区域分布<sup>6</sup> 图 4. 欧洲财政赤字/GDP 显著高于美国



资料来源: 万得资讯 国泰君安证券研究 资料来源: BLOOMBERG 国泰君安证券研究

目前,中国正面临与欧洲当时同样的问题,即财政压力较大、国企股权结构改革大力推进。可交换债的发展正当其时。

## 二、可交换债契合国企改革、政府融资的需求

### 1. 国有企业经营效率偏低、国有股权集中度过高

2010 年以来,工业企业的盈利能力出现趋势性下降,其中国有企业的下降幅度更为明

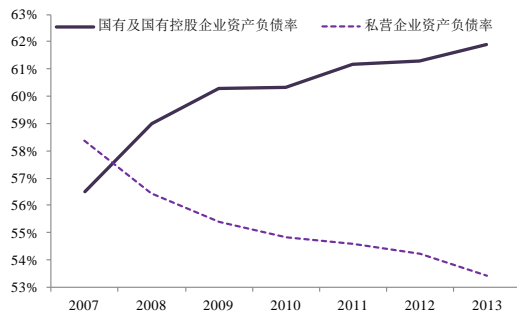
<sup>4</sup> 欧盟 15 国分别是法国、德国、英国、意大利、西班牙、葡萄牙、奥地利、爱尔兰、比利时、丹麦、希腊、卢森堡、荷兰、芬兰、瑞典。

<sup>5</sup> 欧洲可交换债发行统计的国家为德国、瑞士、荷兰、卢森堡、英国、法国、爱尔兰、意大利、奥地利、葡萄牙。

<sup>6</sup> 时间区间为 1998~2003 年。

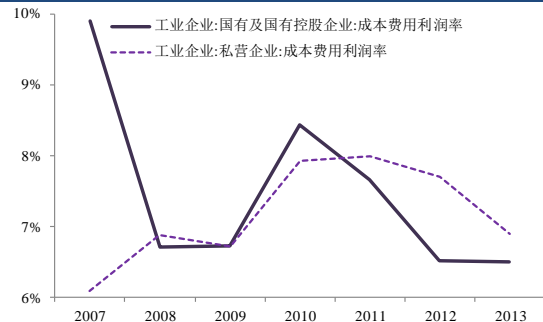
显，其成本费用利润率从 8.4% 下降至 2013 年的 6.5%，低于民营企业 6.9% 的水平；国有企业资产负债率不断上升，从 60% 上升至 2013 年的 62%，显著高于民营企业 53% 的水平。国有企业面临较大的经营压力。

图 5. 国有企业、民营企业资产负债率



资料来源：CEIC 国泰君安证券研究

图 6. 国有企业、民营企业成本费用利润率



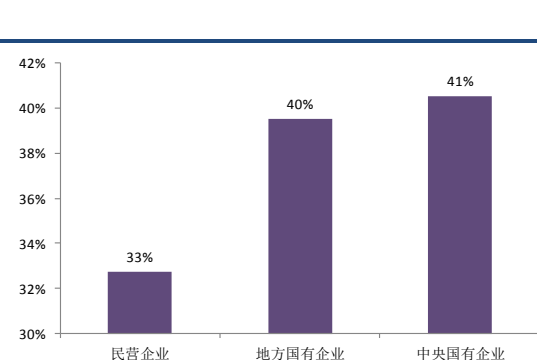
资料来源：CEIC 国泰君安证券研究

国有企业的国有股权集中度过高。这表现在两个方面：一是国有独资企业占有所有国有企业的比例较高。截至 2012 年底，国有独资企业占有国有企业的比例达 32%。二是国有控股企业中，国有股权占比高。截至 2015 年 1 月底，上市国有企业中第一大股东持股占比达 40%，显著高于上市民营企业的 30%。如果考虑到国有企业实际控制人通过多个股东持有该企业，则国有股东持股比例更高。总体上，国有企业（含国有独资企业、不含国有事业单位）的第一大股东占比平均达 63%。分行业来看，上市国有企业中第一大股东占比最高的行业分别是石油开采、保险、通信运营等，其占比均在 70% 左右，混合所有制改革空间很大。

一般而言，如果大股东控股比例约 30%，通过利用一些特殊条款及公司章程规定，即可以防止外在的敌意或恶性收购。目前国有企业第一大股东持股比例平均高达 63%，国有股权集中度明显偏高。这会导致国有资本的大量沉淀，不利于盘活国有存量资本，不利于提高国有资本的增值能力，不利于优化国有企业的治理水平。

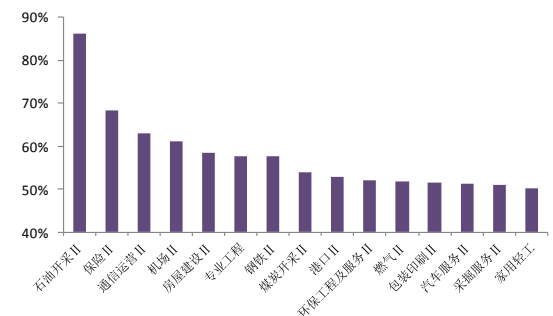
若上市国有企业第一大股东将持股比例减持至 50% 的临界点，则全市场国有企业可用于减持的市值约为 2.2 万亿，若将持股比例减持至 30% 的临界点，则全市场国有企业可用于减持的市值约为 5.6 万亿，上市国有企业减持空间巨大<sup>7</sup>。

图 7. 上市公司中第一大股东持股比例



资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究

图 8. 上市国有企业中第一大股东持股比例居前的行业



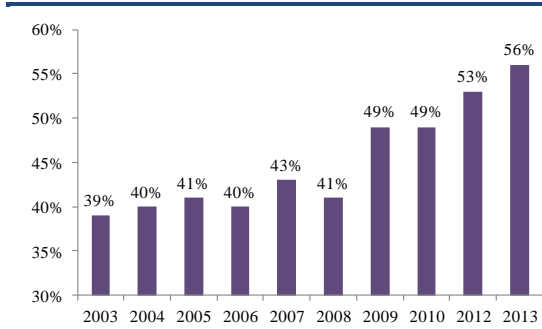
资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究

<sup>7</sup> 市值计算时间点为 2015 年 2 月底。

## 2. 政府债务风险较高、财政压力较大

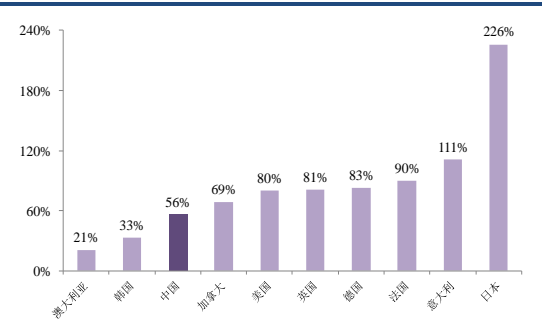
2008年以来，政府债务规模不断扩大，截至2013年底已达33万亿；政府负债率（政府债务/GDP）不断上升，从41%上升至2013年底的56%，已经接近国际警戒线60%的水平。

图 9. 政府债务/GDP



资料来源：《2012~2013 年中国政府资产负债表编制报告》（杜金富等）《中国国家资产负债表 2013》（李扬等） 万得资讯

图 10. 中国政府负债率（政府负债/GDP）略低于国际警戒线<sup>8</sup>



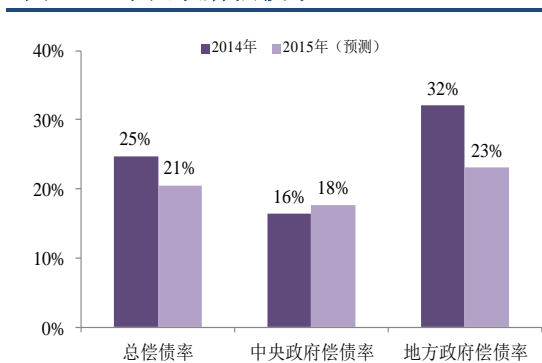
资料来源：《2012~2013 年中国政府资产负债表编制报告》（杜金富等）《中国国家资产负债表 2013》（李扬等） 万得资讯

虽然相对于其他发达国家而言，中国的政府负债率并不是非常高，信用违约风险可控，但是从债务偿债率（当年还本付息/当年财政收入）来看，政府债务面临较大的流动性风险。

2014年，中国政府偿债率为25%，其中中央政府为16%、地方政府为32%。偿债率均显著超过国际警戒线10%，尤其是地方政府的偿债率更高。预计2015年中国政府偿债率为21%，其中中央政府为18%、地方政府为23%。地方政府面临较大的债务流动性风险。

中国政府债务偿债率偏高的原因主要有两个：一是中国政府债务的期限偏短，如城投债一般为5年左右，显著低于国外政府债券的期限；二是中国财政收入占GDP的比重偏低，尤其是与欧洲等高福利国家相比。

图 11. 中国政府偿债率



偿债率为当年还本付息额/当年财政收入。2014年政府债务还本付息额为3.24万亿，其中中央政府（选取为国债）为1.08万亿，地方政府（选取为地方政府负有偿还责任的债务）为2.38万亿。2015年政府债务还本付息额为3.13万亿，其中中央政府（选取为国债）为1.27万亿，地方政府（选取为地方政府负有偿还责任的债务）为1.86万亿；2015年财政收入采用（2014年财政收入×2014年的财政收入增长率8.6%）进行估算。地方政府债务还本付息数据均来源于审计署2013年12月30日公告的《全国政府性债务审计结果》。上述数据均为保守估计，实际情况可能比这更严重。

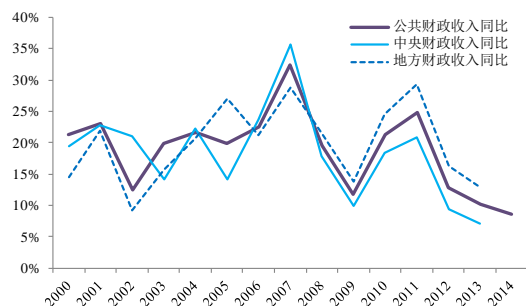
资料来源：《全国政府性债务审计结果》2013年（审计署） 万得资讯

<sup>8</sup> 负债率为政府负债总额/GDP。2013年中国的政府总负债33.1万亿元，数据来源于《2012~2013年中国政府资产负债表编制报告》（杜金富等）。其他国家的政府负债/GDP数据为2012年数据，数据来源于《中国国家资产负债表2013》（李扬等）。

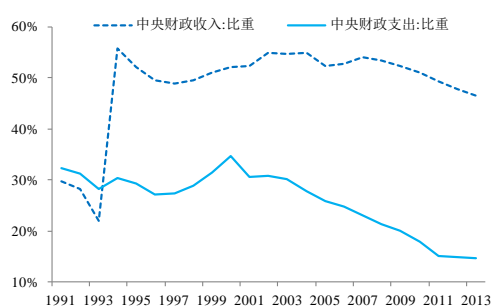
从地方政府的资产负债表来看，债务风险的控制可以分别从资产负债表中的权益、负债和资产三个角度来考量。对应的三个资金来源渠道分别是财政收入、再融资、变卖资产。

从财政收入的角度来看，在宏观经济增长中枢下移的转型期，财政收入增速明显下降。2014年，全国财政收入为14万亿，同比增长8.6%，创1990年以来的最低水平。

**图 12. 财政收入同比增速创近 20 年最低**      **图 13. 中央财政收支情况较好**



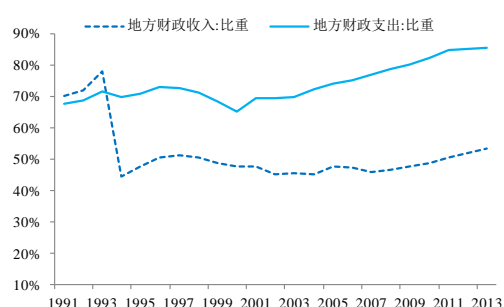
资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究



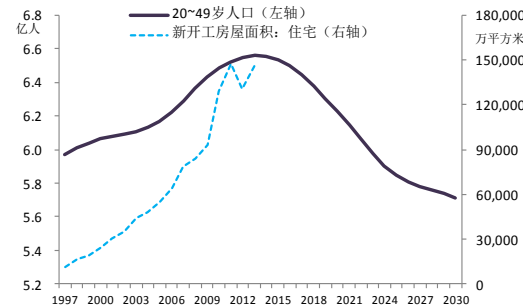
资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究

此前，地方政府就存在财权、事权不匹配的问题，如2013年地方财政收入为7万亿，占全国财政收入的比重为53%，但是地方财政的支出则高达12万亿，占全国财政支出的比重高达85%，两者缺口达5万亿，占GDP的比例高达9%。而且，地方政府的重要收入来源土地出让金收入面临下降趋势。土地出让金的增长依赖于房地产的发展，而随着人口拐点的到来，房地产行业正面临趋势性的拐点。2014年，国有土地使用权出让收入为4.3万亿，同比增长3.2%，增速明显下降；全国300城市土地出让金总额为2.3万亿元，同比大幅下降27%<sup>9</sup>。

**图 14. 地方财政压力较大**      **图 15. 房地产面临拐点**



资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究



资料来源：万得资讯 国泰君安证券研究

从再融资的角度来看，在地方融资平台的融资功能逐步剥离，地方融资将主要以地方债的形式进行。但是地方债发行额度受到监管层控制，短期内难以满足地方政府的融资需求。

在融资渠道收窄、财政收入压力增大的背景下，政府可以从资产负债表的资产方进行考虑，通过减持资产来降低债务风险。从地方政府的资产负债表来看，除去少量存款以外，地方政府拥有的流动性最高的资产为地方国有经营性资产，该资产大部分为国有企业。在国有企业改革背景下，除了通过国有企业上市实现股权多元化外，将部分国有产权出让也是一个重要手段。

<sup>9</sup> 全国300城市土地出让金总额数据来源于中国指数研究院。

### 3. 可交换债契合国企改革、政府融资的需求

可交换债的低成本融资、高溢价减持股份的特性契合地方政府融资、国企改革的需求，是国有企业混合所有制改革的有力工具。如中国首单公募可交换债“14 宝钢 EB”的当期票面利率为 1.5%，显著低于同期限的 AAA 级城投债利率 4.9% 及基础设施信托利率 9.4%<sup>10</sup>。

从海外市场来看，可交换债的低成本融资、高溢价减持股份的特征亦表现的非常明显。在可交换债发展的高峰期（1996~2003 年），欧洲主要的可交债发行国德国与瑞士的可交换债平均票面利率为 1.6%，平均期限为 6.3 年，票面利率较德国同期 5 年期国债利率 4.4% 低 280bp，而其换股溢价率平均高达 24.6%。

表 3：德国与瑞士可交换债指标统计（1996.1~2003.5） 单位：亿美元

发行规模	发行人市值	发行规模/ 发行人市值	标的股 票市值	发行规模/ 标的股票市值	票面 利率	德国同期 5 年 期 国债利率	期 限	换股溢 价率
6.4	274.1	3.0%	379.4	2.7%	1.6%	4.4%	6.3	24.6%

资料来源：BLOOMBERG 《New Evidence on the Announcement Effect of Convertible and Exchangeable Bonds》

可交换债除了低成本融资、高溢价的特性正好契合目前政府融资压力大、国企混合所有制改革的需求外，其相对于同类产品也具有独特的竞争优势。

#### 3.1 可交换债相对于同类产品的竞争优势

相对于可转债、股票质押回购而言，可交换债具有融资成本低、融资期限长、质押比例高、对现有股权无稀释效应等优点。

表 4.可交换债相对于可转债、股票质押融资的优势

	可交换债	可转债	股票质押回购
融资成本	低	较低	较高
融资效率	较低	较低	高
融资期限	1~6 年	1~6 年	一般 0.6~1 年
质押比例	约 70%	-	约 50%
股权稀释	无	有	-

资料来源：国泰君安证券研究

相对于直接减持股份而言，可交换债通过“时间换空间”，一方面可以减少直接减持股份对股价的冲击，另一方面可以等待更好的股票减持时机。

#### 3.2 可交换债面临较好的政策与市场环境

可交换债作为债券的一种，有利于拓展直接融资渠道，并盘活企业存量资产。目前较低的债市收益率水平及股市牛市预期，有利于发行人以更低的票面利率、更高的换股溢价率发行可交换债。而且，目前市场上股债联接型产品稀缺，投资者需求强烈，可交换债的发行有利于满足投资者的需求。如可交换债“14 宝钢 EB”上市后受到市场热捧，债券价格连续上涨，最高达 157 元，相对于 100 元的面值溢价 57%。

<sup>10</sup> 数据时间段选取为“14 宝钢 EB”发行时的 2014 年 12 月份，利率数据为当月均值。



### 三、可交换债的局限

首先，公募可交换债对发行人及标的股票具有一定要求。发行人必须为有限责任公司或股份有限公司、净资产额不少于人民币 3 亿元、最近 3 个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息。标的股票最近一期末的净资产不低于人民币 15 亿元，或者最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%，用于交换的股票在提出发行申请时应当为无限售条件股份。拥有上市公司控制权的股东发行可交换公司债券的，应当合理确定发行方案，不得通过本次发行直接将控制权转让给他人。

其次，可交换债审批程序类似公司债，审批周期较长。可交换债限制交换股票的时间段为发行后 1 年，明显长于可转债 6 个月的期限。发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的 40%，这对于资产负债率比较高的公司而言，会占用发债额度。同时，可交换债在国外的发展经验显示，可交换债的发行可能意味着发行人不太看好标的股票未来的走势，希望通过发行可交换债进行减持，具有一定的负面信号效应。

虽然可交换债面临一些发展限制，但是并不构成实质性的障碍。在“盘活存量”的政策基调下，可交换债面临较好的市场环境，其独特的竞争优势有助于缓解政府融资压力、推进国有企业所有制改革，未来具有广阔的发展空间。

## 附件：德国复兴信贷银行(KfW)发行德国邮政（DPAG）可交换债的案例

德国作为欧洲可交换债发行规模最大的国家，其大型国企德国邮政（DPAG）的私有化进程具有很好的借鉴意义。

1990年代，欧盟为建立单一欧洲市场，提出了要求电讯业、邮电业和运输系统自由化的指导方针。作为自由化政策一部分，许多欧盟成员国实施了对国有企业的私有化、去管制化改革。作为欧盟主要国家之一的德国，当时正面临严峻的财政压力，如1995年德国财政赤字占GDP的比例高达8.1%。德国在这种压力之下加快了国有企业私有化进程，同时也希望打破这些超大型国有机构的垄断地位，以提高企业的经营效率、增强国际竞争力。

“德国联邦邮政”（DBP）是当时德国国内的超大型国有企业。1994年，经过一系列的改革，“德国联邦邮政”（DBP）被拆分为三大国有企业——“德国邮政”（DPAG）、“德国电信”（DT）和“德国邮政银行”（DPB）。为防止国有资产的流失并等待合适的私有化时机，德国政府将上述三家国有企业的大部分股份出售给德国复兴信贷银行(KfW)，由德国复兴信贷银行(KfW)进行后续的国有企业私有化安排。

德国复兴信贷银行(KfW)对这些国有企业的私有化主要采取了三种形式：IPO、二级市场减持、可交换债。表1列示了德国复兴信贷银行(KfW)对德国邮政（DPAG）的股权交易历程。经过一系列的股权交易之后，德国邮政（DPAG）的国有股份占比下降至21%。

表5. 德国复兴信贷银行(KfW)私有化德国邮政（DPAG）的股权交易情况

日期	交易类型	交易股份数量(亿)	平均交易股价 <sup>11</sup>	交易股份占DPAG总股份的比例	交易后 KfW 持有的 DPAG 股份数量(亿)	交易后 KfW 持有的 DPAG 股份占比
1999.12	买进	5.6		50.0%	5.6	50.0%
2000.10	卖出（IPO）	-3.5		-31.2%	2.1	18.3%
2003.11	买进	3.3		30%	5.4	48.3%
2003.12	卖出	-0.6	16.20	-5.7%	4.7	42.6%
2004.11	卖出	-0.7	15.81	-6.5%	4.0	36%
2005.1	买进	1.4		12.7%	5.4	48.8%
2005.6	卖出	-1.3	19.30	-11.4%	4.2	37.4%
2005.7	买进	0.8		7.3%	5.0	44.7%
2006.7	卖出	-0.7	14.20	-6.1%	4.2	35.5%
2007.1	卖出 （可交换债）	-0.6	20.54	-4.6%	3.7	30.6%
2012.9	卖出	-0.6	15.47	-5.5%	3.1	25.5%
2013.3~ 2013.7	卖出 （可交换债）	-0.5		-4.5%	2.5	21%

资料来源: BLOOMBERG 《Overview of KfW’s equity transactions in connection with the privatisation of Deutsche Post AG (DPAG)》 [www.kfw.de](http://www.kfw.de)

可交换债在国有企业私有化运用中的优势得到充分发挥。德国复兴信贷银行(KfW)可交

<sup>11</sup> 通过二级市场减持的股份价格选取为当月复权股价平均值，通过可交换债减持的股份价格选取为可交换债交换价格。

换债的具体条款见下表。该可交换债总规模为 11.5 亿欧元，减持股份占 DPAG 总股份的 4.6%。该可交换债充分体现了低成本融资、高溢价减持的特点。其票面利率仅 0.875%，较存续期内德国 3 年期国债均值 2.98% 低 210bp。其初始换股价为 20.54 欧元/股，溢价率约为 25%，减持价格是 DPAG 历次减持价格中最高的。2007 年，该可交换债投资人几乎全部将债券交换为 DPAG 股票，DPAG 成功实现高溢价减持股份的目的。

**表 6. 德国复兴信贷银行(KFW)发行德国邮政（DPAG）可交换债条款设置**

条款	内容	条款	内容
发行规模	€11.5 亿	债券面值	5 万欧元
发行期限	3 年	存续期	2004.1.8~2007.1.8
票面利率	0.875%	标的正股	德国邮政(DPAG)
初始换股价	€20.54	换股期	2005.1.8~2006.12.21
提前赎回条款	30 个连续交易日中至少有 15 个交易日 股票加权平均价不低于换股价的 130% 或债券余额低于总发行量的 15%。	赎回期	2006.1.8~2007.1.8

资料来源：《KFW 可交换债招股说明书》