债券 Bond Weekly

债市周历

	4月25日	4月26日	4月27日	4月28日	4月29日
利率债发行	4只/195.92亿元	6只/147.06亿元	21只/2366.36亿元	2只/26.90亿元	
信用债发行	90只/1040.06亿元	19只/688.00亿元	11只/100.54亿元	1只/5.50亿元	
同业存单	3只/32.00亿元				
公开市场到期数据	7天逆回购到期100亿元	7天逆回购到期100亿元	7天逆回购到期100亿元	7天逆回购到期100亿元	7天逆回购到期100亿元

数据整理：何奎；数据来源：Wind，截至4月24日下午1点

◎责编 夏鑫铭 联系邮箱：Bond@cnstock.com◎美编 刘宇泽

■债市最深度

民企产业债融资回暖

◎张欣然 ○编辑 颜剑

民企债券发行的暖意渐浓，信用债券市场正在发生变化：一方面，以华为、福耀玻璃、宁德时代等为代表的优秀企业，频频进入债券市场发债融资，即使有的企业账上“不差钱”；另一方面，钢铁、化工、能源等传统周期行业，在债券市场中重新获得认可。

数据显示，今年3月份，民企新发债券770.12亿元，高于2月的668.72亿元。虽然一季度民企产业债券净融资尚未转正，为-64.59亿元，但相较于去年一季度净融资额为-1016亿元，民企产业债券融资形势已大为改观。

这背后，是政策和产业周期多方因素叠加的作用。今年以来受大宗商品价格上涨，上游周期性行业主体盈利形势逐渐好转，民企产业债逐渐受到市场认可，也迎来更多政策利好。

然而，完善民企债券融资的环境，还有待更多举措的出台与落地。

民企产业债融资回暖

4月12日，华为完成30亿元超短期融资券的发行。

这不是华为今年以来第一次在债券市场进行融资。今年1月和2月，华为已累计发行了3期中期票据合计110亿元。3月7日，又发行了30亿元180天无担保超短期融资券。

联合资信确定华为主体长期信用等级为AAA。联合资信认为，华为有望持续分享来自于技术和应用积累所带来的市场红利，继续保持良好的经营和财务表现，整体抗风险能力极强。

像华为一样在债券市场频频融资的民营知名企业还有福耀玻璃、比亚迪、隆基股份等。4月22日，福耀玻璃公告发行2022年第五期超短期融资券，规模4亿元。而今年，福耀玻璃已发行了4期超短期融资券，合计规模13亿元。

从整体来看，2022年以来，民企产业债融资情况出现了明显改善。

据记者统计，2022年一季度民企产业债净融资额为-64.59亿元。而2021年四个季度，民企产业债净融资额分别为-1016.08亿元、-696.96亿元、-326.73亿元、-324.71亿元。这意味着，民企产业融资形势已经出现持续明显的改善。

3月份，民企新发债券770.12亿元，高于2月的668.72亿元，融资形势进一步走强。

中债资信近日发布的报告显示，受益于行业景气度较好，以煤炭、钢铁、化工为主周期行业利差下行明显，收窄99.9BP。实体产业民企利差亦呈现收窄，周期及制造业下行明显，同时民企超额利差下降速度超过国企，两者超额利差2022年以来开始收窄。

暖意因何而起

多重因素的叠加，使得民企产业债融资形势得以明显改善。

上游周期行业景气度向好是宏观因素。“受大宗商品价格上涨的影响，上游周期行业主体盈利逐渐好转，资产负债表得到了修复，受到了市场的认可。”一位投资经理对记者说。

世界银行数据显示，3月份，国际能源价格指数环比上涨24.1%，非能源价格指数环比上涨8.1%，总指数创近年来新高。这种市场形势，也传导至国内的传统能源行业，在一定程度上提升了他们的景气度。

去年12月召开的中央经济工作会议强调，传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。

在政策暖意和景气度回升的背景下，传统能源、钢铁、化工等上游周期行业的发债规模上升，在很大程度上改善了民企产业债发行形势。

比如，钢铁行业民企代表江苏沙钢集团今年共发行了7只债券，规模合计72亿元；化工行业的浙江荣盛集团、浙江龙盛集团、浙江恒逸集团均进行了发债融资。荣盛集团共发行5期合计50亿元债券。

而债券市场的“此消彼长”，也在一定程度上改善了民企产业债的发行。一位券商分析师表示，当前城投债融资环境偏紧，与此同时监管层在推动产业债的发行。“城投债政策收紧，投资标的的减少，也帮助产业债迎来了小阳春。”该分析师说。

今年以来，城投企业的债券新发审核趋严。以公司债为例，截至4月24日，今年城投类企业新发申请公司债显示为“终止审核”状态的项目共120个，申请新发金额1660.85亿元，而去年同期“终止审核”的为39个项目，金额合计588.5亿元。截至4月24日，今年城投债新发总量为1.70万亿元，去年同期新发总量为1.94万亿元。

民企产业债融资环境改善，还与政策支持息息相关。2022年的政府工作报告指出，要加强金融对实体经济的有效支持，努力营造良好融资生态，支持民营企业健康发展，完善民营企业债券融资支持机制。

3月27日，证监会出台推出科技创新公司债券、进一步优化融资服务机制等七条具体支持举措。同日，沪深交易所表示，进一步发挥资本市场支持民营企业发展的积极作用，加快完善民营企业债券融资支持机制。

多措并举支持民企产业债融资

当前，民企产业债市场，一方面是多个优质主体进入债券市场，另一方面是弱资质主体也在不断退出债券市场。

目前，我国民企债市场仍存在风险工具缺失、增信措施不完善等问题。如何进一步改善民企产业债融资环境呢？多位业内人士建议，还需要创新丰富增信措施、尝试建立一级高收益债市场等一系列措施。

某券商投行负责人对记者表示，建议鼓励民企产业类发行人优先发行与资产或股权价值相挂钩的固定收益产品，拓展融资渠道，降低风险溢价的成本。

例如，进一步引导和鼓励民营产业类主体发行基础设施公募REITs、类REITs、CMBS、知识产权证券化等基于资产信用的证券化产品。

而在民企信用债券的条款设计上，希望能强化投保机制，适度借鉴境外高收益债的限制性条款组合设计，“但要结合中国市场发展的阶段做特色的设计”。该投行负责人说。

比如，要求增设2a+及以下相对弱资质的民企产业类企业在资产处置、子公司股权划转、分红比例、财务杠杆率、偿债指标等方面的指标约束以及强制信息披露要求。

该投行负责人还建议，创新丰富增信措施，降低民企债务融资成本。建议增加碳排放指标、碳收益挂钩、特许经营权等无形资产抵质押为债券的增信措施；另一方面，增加商业银行备用信用证，为债券提供担保增信。

据了解，在境外债的发行当中，开具银行备证是非常常见的一种增信措施。备证行往往是发行人的授信行，相比于债市的投资者更加了解发行人的经营财务状况，可以显著降低、消除债券市场对发行人的信息的不对称性。

“还要拓展信用保护工具CDS创设主体，丰富CDS产品的条款设计。鼓励开展针对民企产业债的专项做市工作，适当放宽优质主体回购质押库准入门槛。”该投行负责人说。

“建议鼓励符合条件的产业债主体发债，提供快速审核通道，并且完善高收益债市场，让资质偏弱的主体同样能正常发债融资。”某券商信评主管说。

游资弱市寻出路 可转债“炒新”潮涌

◎记者 孙忠 ○编辑 颜剑

4月8日，盘龙转债挂牌交易，最高涨幅230%；4月19日，聚合转债上市首日最高涨200%；4月21日，山石转债上市首日大涨120%……

4月份可转债市场迎来了一波罕见的新券暴涨行情。可转债新券动辄出现单日30%以上的涨幅，上市首日涨幅甚至高达数倍。

不过，这种暴涨背后游资炒作痕迹明显，过高估值往往不能持续。多位市场人士认为，这波新券脱离估值的大幅上涨不利于树立正确投资理念，同时过度炒作酝酿巨大风险，最终买单往往是中小投资者。

转债新券大热

4月份，A股新股频现破发，打新族情绪低落。但可转债新券市场却一反常态，走出一波大涨行情，涨幅再度刷新纪录。

盘龙转债上市大涨，成了本轮新券行情的导火线。

4月8日，盘龙转债正式上市。这是一只不同于以往品种。盘龙转债是A股有史以来上市前转股价值最高的品种，上市前已经到了254.04元。该券正股盘龙药业此前在15个交易日中实现了12个涨停。

盘龙转债上市后，果然大涨。不过令人惊讶的是，其不仅将正股涨幅所带来的预期兑现，同时，还大幅拉升了自身估值。在资金推动下，该券4月份最高触及338元，涨幅238%。

盘龙转债的巨大涨幅在短短两周内便轻松实现。随着盘龙转债拉升，一波新券炒作行情开启：上市不久的泰林、卡倍等转债均出现大幅异动，其中泰林转债从180元最高涨至514元，仅仅耗时7个交易日。

19日，聚合转债的上市再度将此轮新券行情拉升到新的高度。聚合转债上市首日涨幅便触及200%的涨幅，达到了300元的高位。尽管此后涨幅回落，但收盘仍维持了233元的高位，单日涨幅133%。次日，聚合转债再度创出新高，收盘大涨10%。

此后，新券上市首日均呈现出大涨态势。21日，山石转债上市首日涨幅一度高达120%。

不同寻常的大涨

尽管此次新券集体大涨突如其来，但有一些特点可寻。

此轮转债新券大涨行情，不仅仅包含了刚刚上市的新券，还有上市不久的次新券。这些品种涨幅巨大，远远超出了此前的炒作程度。

例如，聚合转债和山石转债的首日动辄翻倍的表现，也刷新了2017年以来新券首日最高涨幅纪录。在过去炒作中，如此涨幅往往需要多日拉升才可以实现。

从品种选择的角度来观察，可以发现，大涨品种均是小盘品种，而大盘新券涨幅明显偏弱。4月涨幅靠前的9只品种规模余额大部分低于3亿元。同时，沪市品种更受青睐。

而且，暴涨品种普遍拥有“难以理解”的高估值。以盘龙转债为例，上周五收盘报收228元，转股溢价率高达63%。而泰林转债的转股溢价率更是高达312%，即可转债价格较正股贵3倍。

观察这些大涨可转债，还可以发现普遍存在的共性：可转债涨幅明显优于正股，甚至正股大幅走弱。

数据显示，4月份涨幅居前的9只新券正股无一实现上涨，均为负收益。其中盘龙转债较月初大涨128%，但正股盘龙药业较月初跌40%；泰林转债上涨106%，但正股泰林生物跌4%。

行情波动下的游资突破点

“此次新券大涨背后，更多是资金炒作！”多位市场人士向记者解释道。

一位可转债基金经理表示，已经关注到了这个现象。他认为，相关个券涨势惊人，这种暴涨背后更多是炒作，过高估值缺乏持续性。

“尽管整个市场规模并不太大，此次新券暴涨显示投资者分层现象明显。机构买入可转债，往往是中长线持有，而游资无所顾忌。”上述可转债基金经理表示。

沪深交易所数据显示，在可转债市场交易中，自然人交易占比极高，私募次之，而公募基金、保险、券商等机构交易占比很低。3月份，深交所可转债成交共计2.2万亿元，其中1.54万亿元为自然人贡献，而私募基金贡献了4800亿元的成交额。

不过，知名私募迎水投资基金经理陈远芳认为，即便是私募基金，也很难采取此种炒作方式。在低迷的市场中，低风险策略明显更优。

广州嗣盈资产管理有限公司总经理张晓东表示，本轮仅仅流通规模小的新券暴涨，发行规模大的新券并不明显。同时，这也与大股东配售的可转债有半年限售期相关。

由于大股东配售可转债存在6个月内不能减持的规定，这直接导致不少品种流通盘偏小。例如盘龙转债，规模2.76亿元，同时大股东配售了43%的筹码，短期并不可以进行交易，因此实际流通盘极低。

相反，一旦大股东减持，将对于市场价格形成明显冲击。例如联泰转债在3月份宣布大股东减持所配售转债后，市场价格连续走弱，近乎腰斩。

一位私募人士向记者表示，在本轮新券暴涨前，“埋伏”了部分仓位，但更多是通过“撒网”方式进行。总体有所收获，但此类操作无法放量，纯属锦上添花。

兴业证券固收首席分析师左大勇在其新券定价分析报告中认为，新券如果上市定价合理，机构看中上市初期的流动性会积极参与。由于大股东配售部分要半年后减持，意味着上市抢筹会明显推高新券价格。这样的特征其实也给了活跃资金更“积极有为”的基础。

他认为，上市后的高定价和高溢价，会限制偏中期底仓布局的机构进场，活跃资金反而有了更多筹码和空间来交易获利。

风险暗藏

脱离估值的暴涨，蕴含着极大风险。

张晓东表示，4月的暴涨行情，是游资在市场整体表现疲弱中寻找出路的一个方式。这种操作是游资通过暴涨方式吸引跟风盘来获利，但很难持久，容易造成暴涨暴跌。

他表示，这种炒作本质上就是筹码炒作，历史上完全脱离价值的权证炒作也是类似情况。

从此前数轮可转债炒作行情看，在没有正股支撑情形下，暴力拉升，很多品种将无法收复高点。因此不少投资者会造成损失，长期来看不利于可转债市场健康发展，最后买单者往往是中小投资者。

此前的“妖券”再升转债在炒作至415元之后，一路下跌，直至退市亦未站上此前高点。

“需要警惕的是，未来随着大盘企稳走强，此类炒作将失去土壤。”张晓东表示。

从最新披露的基金一季报看，不少机构正在看好未来A股的行情。

“考虑到权益市场中期来看已经进入高胜率高赔率阶段，对可转债市场也相对乐观，在估值不回升的情况下也可能跟随权益市场回升走出上涨行情。”南方希元可转债基金基金经理刘文良表示。基于这种市场判断，刘文良在一季度末适当提高了股票和转债仓位，积极把握二三季度的市场行情。

■债海观澜

净值化时代资管产品“降波稳收”新思考

杨静涛

□ 杨静涛 闵帅

进入2022年，权益市场波动加大，此前受市场持续追捧的“固收+”产品净值表现分化，部分产品回撤大于预期。究其原因，目前“固收+”产品规模增速较快，而策略同质化严重，权益市场的大幅回撤使得“+”的部分在没有贡献超额收益的同时，亦未对冲纯债资产所面临的风险，加大了产品净值的波动性。

笔者认为，“+”的意义在于通过增加其他类资产来拓展资产组合的有效投资边界，辅以一定的策略和资产配置比例以实现组合收益和风险的最优配比，在稳定甚至增加预期收益的同时最大程度降低净值的波动性。至于如何实现“+”的意义，以下几个策略配置方向或能提供一定的参考思路。

首先，对于固收“+”产品中权益资产的配置，我们认为应区别于二级股基的配置思路，产品定位于绝对收益型产品，避免对行业以及主题的重仓持有，比如类似于年初的赛道股资产，虽然上涨时净值进攻性强，但在面临回调时难以稳定产品净值，与绝对收益型产品的定位相悖。投资经理应兼顾价值、成长等多种风格，并辅以一定的精细化策略。鉴于转债市场在供需不平衡的背景下，整体溢价率偏高，配置价值较低。股票个股的波动更大，很难起到降波稳收的效果。

目前，国内ETF市场发展迅速，扩容较快，种类愈加丰富，基本能够满足市场的配置需求。而且ETF主要跟踪各类指数，在很大程度上规避了个股风险，更适合绝对收益产品配置。增配ETF的策略建议以稳为主，优先配置低波动、高分红、高性价比的版块。另外，随着雪球等期权产品市场的逐步成熟和完善，在面临震荡行情时期，行业ETF或ETF组合的期权结构产品亦可以作为降波稳收的配置选项。

其次，基于海外经验，高收益债券及REITs等资产未来亦是“+”的可选项。Vangard和Allinance Bernstein等学者的大量实证研究表明高收益债品种的加入进一步拓展了组合的有效投资边界。2008年以来国内高收益企业债的年化收益率为7.26%，跑赢债券指数和沪深300指数，且其4.41%的波动率远低于沪深300指数34.69%的波动率，在整个组合中能起到很好的增收降波的作用。当前市场谈信用色变，大量固收+产品债券部分选择了基本无信用风险的高等级债券，虽然杜绝了信用风险，但是债券部分收益保护较弱，加号部分一旦回撤基本提供不了安全垫的作用。

我们认为，投资高收益债券在控制好总体仓位及个体集中度的前提下，可以用于固收+产品的配置操作。此外，2021年，国内REITs发展元年开启，首批产品上市以来表现较优。未来随着市场的进一步扩张和发展，REITs稳定的高分红优势，能够对投资组合的整体波动产生一定调降效果，亦可成为“+”的重要选项之一。REITs市场后续的稳步发展，体量扩大也值得期待。

最后，在资管产品净值化大背景下，如何对冲信用风险，提升债券部分的持有期回报，提高债券部分收益贡献度，是固收+产品降波增收的前提条件。能有效对冲信用风险的信用衍生工具可起到至关重要的作用。近年来我国信用衍生品工具陆续推出不少，包括CDS、CLN和CRMW等信用衍生产品，其中CRMW发行数量和存量相对较多，且上市以来受到市场投资者的追捧和认可，对信用风险起到了不错的对冲作用，搭配CRMW的信用债估值稳定性明显占优。

CRMW未来或有望成为信用风险管控的主要衍生工具，但前提依托于制度层面进一步完善：监管机构需尽快明确CRMW风险资本计提规则，真正发挥CRMW对银行的资本缓释作用，以激发金融机构参与CRMW创设的积极性；鼓励创设机构在主体选择上适当降低信用资质要求，进一步扩大CRMW覆盖的信用评级和期限，以满足估值曲线参数的完整性，保证估值的准确性，进而增强其信用风险对冲的有效性和实效性；引入多元化投资者，建议引入更多公募基金、私募基金、保险资管等风险偏好相对较高的投资者，平衡市场供求关系，有效地改善市场流动性。

展望未来低利率环境下的资管产品净值化时代，资管机构有责任和义务持续加强投研和策略开发，在稳定增加预期收益的同时来降低净值的波动，助力“固收+”类资管产品的平稳发展。

（杨静涛系民生证券资产管理事业部固定收益投资总部总经理，闵帅系民生证券资产管理事业部固定收益二部总经理投资经理）