

外资月度增持境内债券规模刷新历史次高 人民币债券“磁吸力”显著增强

◎记者 范子萌

最新跨境资金流动显示出暖意。三季度以来,外资连续增持境内债券,并在 11 月刷新了月度增持规模的历史次高值。

国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英日前表示,11 月,证券投资项下外资总体恢复净流入, 外资配置人民币债券意愿持续提升,近几个月连续净增持境内债券,11 月外资净增持境内债券规模达 330 亿美元,为历史次高值。

近几个月境外机构的净买人与增持人民币债券行为呈现鲜明的“逐月增加”特征。这也是国际投资者对于中国经济前景投下的“信心票”。

分析人士认为,随着美联储停止加息,全球流动性和风险偏好将提升,推动资金更多流向包括中国在内的新兴市场。而人民币资产估值偏低且具备战略配置价值,叠加我国经济基本面的积极因素增多,显著提升了人民币债券的“磁吸力”。

大举增持的背后： 多重积极因素共振

多方因素推动外资 11 月大举增持人民币债券。

光大银行金融市场部宏观研究员周茂华认为,中美利差有所收敛,人民币汇率反弹,以及国内宏观经济与政策持续发力等因素都对外资买入人民币债券的行为构成支撑。

回顾 11 月,伴随着美联储停止加息,叠加市场降息预期升温,此前持续攀高的美债收益率明显回落,美元指数同样跌幅明显。相对应地,人民币对美元汇率则迎来强势反弹。

东方金诚研究发展部高级分析师于丽峰分析称,10 月下旬美债收益率开始回落,11 月底中美利差倒挂幅度较 10 月高点收敛近 60 个基点。同时,10 月美元指数开始震荡下行,叠加国内稳增长政策加码,11 月人民币对美元升值 2.6%,从汇兑损益角度看,也有利于带动外资增持人民币债券。

外资明显增配境内债券,是当前我国跨境资金流动的一个切面。在内外部因素同步改善、多重积极因素共振下,人民币资产积极信号不断。

“11 月主要渠道跨境资金流动更加稳健。”王春英表示,我国外汇市场运行稳中向好,跨境资金流动基本平衡。企业、个人等非银行部门跨境收入和支出基本相当,跨境资金流动总体趋向均衡;人民币升值背景下部分企业“逢低购汇”增多,属于理性交易模式,外汇市场预期和交易保持平稳有序。



人民币债券避险属性与投资价值凸显

人民币资产本身的投资价值与避险属性也进一步凸显。

一方面,人民币债券作为资产配置的多元化工具,富有吸引力。于丽峰表示,由于国内外经济周期和政策周期存在差异,人民币债券价格与欧美等发达国家及其他新兴市场国家国债价格相关度较低, 境外投资者在投资组合中加入人民币债券,有利于分散风险,提高组合的风险收益比。

恒生中国首席经济学家王丹也表示,中国政府债券与 G7 政府债券的相关性较低,因此作为固定收益投资的多元化工具有吸引力。

另一方面,从实际收益率看,人民币债券具有投资价值。于丽峰表示,短期看,国内物价水平稳定偏低,货币政策空间仍存,国内债券存在一定的配置价值, 同时随着美联储加息周期结束, 叠加国内稳增长政策加码提振市场信心,人民币对美元预期走强, 外资投资人民币债券可获得一定汇兑收益。

“长期看, 人民币债券作为收益稳健性较高的资产,市场规模大、资金容量高、流动性好,具备长期的投资和配置价值。”于丽峰说。

人民币债券的避险属性同样凸显。“近

年来,人民币债券顶住了全球复杂环境的影响,保持平稳运行态势。”周茂华认为,海外经济、通胀及政策前景不够明朗,资产收益前景面临不确定性,人民币成为全球资本良好的避风港。

于丽峰说, 近年我国国债收益率波动性较小, 同时人民币汇率双向波动成为常态, 这有助于稳定人民币债券投资综合预期回报, 使得人民币债券表现出一定的避险属性。

**人民币债券“磁吸力”不断提升
外资有望持续增配**

在内外部因素持续改善叠加我国金融市场开放的大背景下, 外资有望持续增配人民币资产。

“随着美联储加息结束, 全球流动性和风险偏好将提升, 推动资金更多流向包括中国在内的新兴市场。”于丽峰表示。

中美利差有望逐步收敛以及中国经济前景向好是关键推动力。于丽峰表示, 美债收益率回落使得中美利差倒挂局面持续缓和, 叠加“稳中求进, 以进促稳”的政策基调推动明年经济回升向好, 均有利于提升人民币资产对外资的吸引力。

“中国经济仍然是全球重要的增长引

擎,尤其在新能源、高技术制造业、高端服务等行业的发展机遇, 提升了人民币资产的吸引力。”王丹说。

我国金融业高水平开放持续推进也为外资增配人民币债券提供便利。周茂华认为,近年来国内深化金融业改革,推动金融业高水平开放,为外资投资人民币债券提供便利。此外,债券投资品种不断丰富,提升了市场流动性和深度,人民币债券市场吸引力不断增强。

于丽峰还认为, 目前外资配置中国资产的比例严重低于我国经济规模在全球经济中的占比。伴随着我国经济高质量发展和金融高水平对外开放持续推进, 外资会持续看好中国资产。

我国外汇市场也有望平稳运行。“随着内外部环境改善, 未来我国外汇市场更有基础和条件保持平稳运行。”王春英表示。

王春英认为,从内部看,我国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变,经济基本面对稳定跨境资金流动的支撑作用将增强。从外部看, 市场预计美联储加息进程渐近终点,未来可能逐步启动降息,美元利率、汇率有望总体回落。总的来看,我国经济发展面临的有利条件较多, 外汇市场平稳运行的基础将更加坚实。

兴银理财权益投资部总经理蒲延杰： 优异的投资业绩 会体现在产品规模上

◎记者 张欣然

2023 年的市场环境给各路投资机构都带来了挑战,尤其是风格保守的银行理财。

在这种环境下, 兴银理财权益类产品整体跑赢市场,表现出较好的超额收益,其投资逻辑和产品管理策略为市场提供了一种参考。就此,兴银理财首席权益投资官、权益投资部总经理蒲延杰日前接受了上海证券报记者专访。

作为一名前基金经理, 蒲延杰有 10 多年的权益市场投资经验。他预计,明年 A 股将以结构性行情为主, 兴银理财将通过采取各类结构性策略,如动量策略、反转策略、产业趋势策略、区域策略等,形成丰富多元的策略体系,基于各类市场环境适时推出相适应的产品。

灵活调控权益仓位

今年整个市场波动起伏, 银行理财对权益投资总体较保守。但在这种情况下,兴银理财权益部的绝大多数产品都实现了绝对收益。蒲延杰介绍,其产品获得显著超额收益主要缘于其团队对于权益仓位的有效调控。

三季度以来,随着资金面的收紧,债券市场持续调整,兴银理财权益投资团队有效规避了风险。“在固定收益投资上, 基于对今年三季度债券类资产性价比不高的判断,我们超配成本法固收类资产和优先股资产,有效规避了三季度以来债券市场波动的风险, 确保净值平稳。”蒲延杰说。

在权益投资上,蒲延杰采用三段式投资策略:一部分资金配置高股息低估值的资源股, 一部分资金配置超跌的医药股, 最后一部分配置产业变革带来的 AI 成长机会。

“面对权益类资产的下跌形势, 操作上除了精选优质个股和基金外,我们还通过控制仓位、积极的止盈止损操作有效地控制了回撤幅度。”蒲延杰说。

优异的投资业绩会体现在产品规模上

近三年,市场轮动节奏加快,给投资经理带来不小的挑战。如何权衡规模诉求和业绩压力之间的关系?蒲延杰表示, 投资经理稳定优异的投资业绩,会在中期维度体现在产品规模上, 要在淡化规模的基础上实现资产配置的多元化。

据蒲延杰介绍, 兴银理财在权益投资的基础上建立了以业绩为核心的考核评价体系。兴银理财认为理财规模受到宏观环境、渠道能力、客户当期风险偏好等众多外在因素的影响,过度强调规模权重因子的考核,无益于提升投资经理做好投资的积极性。

“业绩上, 我们针对不同的产品系列提出了有针对性的要求。绝对收益产品,我们以达到业绩基准下限和中枢为主要投资目标,不轻易追高;相对收益产品,我们以跑赢业绩基准为主要投资目标,辅以准确的同业对标,并加大择时运用,努力控制回撤。”蒲延杰说。

不过,淡化规模目标并不意味着不要规模。蒲延杰认为,实现规模大幅增长的前提是资产投向的多元化,这其中包括资产、策略和业务的多元化。

2024 年A股以结构性行情为主

关于 2024 年的资产配置, 蒲延杰认为,AI 和红利策略仍有投资机会。

蒲延杰认为,2024 年, 美债利率见顶叠加美国加息结束,国内库存周期启动盈利复苏,年度收益率连续为负的情况可能会改变。

“方向上,我们认为低估值类资产(红利、港股、大盘蓝筹等)和成长性板块(如科技、医药等)均有投资机会。在控制风险方面,我们在组合构建上引入结构化工具来控制系统性风险, 通过构建择时体系来控制回撤。”蒲延杰说。

AI和红利策略是 2023 年权益市场的焦点,但其行情一波三折。蒲延杰判断,AI 在 2024 年仍有投资机会。展望 2024 年,海外大模型将持续迭代,OpenAI 的 GPT5、谷歌的 Gemini Ultra 带来多模态能力提升,AI 应用逐步从纯技术衍生的轻量工具产品向有具体落地场景的深度融合演变,可在视频创意、金融、日常办公等垂直应用上寻找海外映射带来的投资机会,在计算机、传媒行业中精选个股。

“国内产业生态中, 我们关注以华为为代表的算力国产化突破, 以及当前具备较强估值性价比的算力公司。”蒲延杰说。

蒲延杰认为,红利股标的盈利稳定、低估值、高分红的特性仍具有稀缺性。“在标的选择上,我们在上述特性的基础上更偏好具有战略重要性、经营治理改善等特征的相关标的。”蒲延杰说。

城投债迎“提前兑付潮” 投资人发行人博弈再起

◎记者 张欣然

随着化债资金在各省陆续到位,城投债也迎来了新一轮的“提前兑付潮”,近两月提前兑付的规模与数量较往年同期相比都有较大提升。

不过, 提前兑付过程中也产生了发行人和投资人之间的博弈: 一方面是投资人难寻高息资产及接受提前兑付就会面临潜在亏损; 另一面则是发行人急于用低息债务置换高息债务。业内人士提醒,在选择是否接受提前兑付时, 投资者需要结合自身的买入价格进行更为具体的判断, 也可以在其中寻找交易机会获利。

城投债提前兑付节奏明显加快

自 10 月万亿元特殊再融资债发行以来,城投债拟提前兑付的节奏明显加快。

数据显示,11 月 1 日到 12 月 15 日,已有 93 只城投债拟提前兑付, 偿付金额总计 650.56 亿元。观察近两月的城投债拟提前兑付行为可发现,12 月拟提前兑付的态势呈现加速特点,前 15 日拟提前兑付规模达 385.57 亿元,已超 11 月全月规模。

据上海证券报记者了解,城投债提前兑付的流程主要包括发布持有人会议公告、召开持有人会议、公布持有人会议结果和完成本息兑付四个步骤。提前兑付价格一般以中债估值净价、面值、面值加补偿几种类型为主。

关于为何城投债会出现如此多的提前兑付,中金公司发布的研报分析称,从发行人的角度来看, 提前兑付多出于优化存量债务结构、降低融资成本、提高资金使用效率的考量。这通常意味着发行人有低成本资金可对原有债务进行置换,资金来源则可能包括地方债、银行贷款和其他低成本债券资金,其中地方债

置换最为典型。

中泰证券发布的研报中也认为, 债务置换是城投债提前兑付潮的重要驱动因素。2023 年以来,城投债提前兑付规模相较上一年有显著增加,尤其是在特殊再融资债密集发行的 10 月,提前兑付债券共 44 只,合计规模超 200 亿元。

“根据以往规律, 特殊置换债或再融资债发行后的一定时间内城投债提前兑付规模会出现数次小高峰。因此,本轮城投债提前兑付潮仍会持续一段较长的时间。”该研报称。

提前兑付下的城投债的投资机会

在地区分布上,12 月贵州地区城投债拟提前偿还金额合计 188.93 亿元,占当月公告拟提前兑付的城投债总额 49%。

据悉, 贵州贵安发展集团有限公司拟提前兑付“20 贵安 G1”“22 贵安 G2”“22 贵安 G1”“18 贵安 01”“19 贵安 G1”。

12 月 11 日, 贵州贵安发展集团有限公司发布公告表示,拟提前兑付“20 贵安 G1”部分本金及应付利息,现定于 2023 年 12 月 20 日召开 2023 年第一次债券持有人会议。兑付方案显示,拟提前兑付本金金额为 14.5 亿元。

公告还表示,拟提前兑付“22 贵安 G2”部分本金及应付利息, 拟提前兑付本金金额 6.9 亿元;拟提前兑付“22 贵安 G1”部分本金及应付利息, 拟提前兑付本金金额 10.52 亿元。

对于这些提前兑付的债券, 投资者的收益情况出现了分化: 有些投资者因为提前兑付被迫承受亏损,而有些投资者却在交易中获利。

对一些投资人而言, 折价买入资质较弱债券、博取提前兑付带来的短期下沉收益是

一种不错的选择。一位投资经理向记者表示, 其在发现某公司有部分债券拟提前兑付后, 与发行人沟通得知, 发行人提前兑付或为平滑到期债务存量, 于是在二级市场买入相同发行人发行的折价债券, 以博弈发行人提前兑付债券的收益。

“‘22 贵安 G2’ 票面利率为 6%, 我们的买入价格为 6.9%, 不久之后发行人便公布了该笔债券会提前兑付, 这样可以净赚 1%。”上述投资经理说。

不过,若是投资人溢价买入债券,则可能面临亏损。中泰证券固定收益分析师肖雨解释, 城投债提前兑付对投资者投资的收益的影响主要取决于买入成本。由于提前兑付方式多为面值兑付,因此折价买入债券的,投资者将获得额外的资本利得。反之,溢价买入债券的,若最终提前兑付方式也是面值兑付,则投资者可能承受一定损失。

“2022 年底以来,受理财赎回潮、特殊再融资债落地等因素影响,债市多次调整,溢价买入债券的概率高于以往年份, 若多数债券持有者主要通过折价或平价方式买入债券, 则决议通过的利率将大幅上升, 溢价买入者可能承担一定的损失。”肖雨说。

记者查询获悉,“20 贵安 G1”的票面利率为 7.5%, 而此前一个月其成交收益率都在 7.5%之下,甚至最低至 6.3%,其最新中债估值为 7.2976%, 而该笔债券将以部分面值兑付且没有补偿, 这意味着此前一个月的投资者都将面临亏损。

对于此类情形,肖雨建议:一是提前识别有潜在提前兑付可能性的城投债券, 乃至区域,尤其是近期提前兑付规模较大的区域, 做好持仓管理; 二是在提前兑付会议决议时尽可能争取“面值+ 补偿”的兑付方式,以补偿溢价买入的成本。

投资人与发行人的博弈

一面是投资人难寻高息资产和可能面临潜在亏损, 一面是发行人急于用低息债务置换高息债务, 提前兑付议案能否通过也就成为发行人和投资人之间的博弈焦点。

在中金公司固定收益分析师张纯祚看来,在假设发行人违约风险较低、不考虑投资人再投资的情况下, 提前兑付会给投资者带来潜在损失: 一是理论上继续持有所能获得的利息消失; 二是持有期有可能获得的资本利得消失。但发行人给出的不同兑付价格条款以及此前债券净值的水平将使得投资者的潜在损失程度存在差异。

“我们认为投资人判断可以用提前兑付的资金寻找在久期、信用风险、流动性、集中度上更适合自身账目的资产时, 或者是出于与发行人的关系维护等目的, 会有可能接受提前兑付议案。”张纯祚说。

张纯祚表示,除潜在损失外,部分情况下投资者可能会面临由提前兑付带来的亏损,因此在选择是否接受提前兑付时,投资者需要结合自身的情况进行更为具体的判断。

此前就有城投债提前兑付过程一波三折的情况。10 月 19 日,东吴证券公告,“19 南通专项债”出席该次会议的债券持有人所持有的表决权数额未达到该期债券总表决权的二分之一以上,因此该次会议未能有效召开。

据记者查询, 该笔债券当时剩余期限为 2.4945 年,中债估值为 3.2891%, 而票面利率为 5.38%, 处于溢价状态。

在该笔债券提前兑付遭到投资者冷处理后的一个月, 该公司再次提出关于提前偿还“19 南通专项债”的议案,并公告召开债券持有人会议。12 月 8 日,该公司公告称,根据《债券持有人会议规则》,提前偿还的议案获得通过。