

回售、提前兑付、现金要约收购轮番登场 城投公司花式“甩高息包袱”

○记者 常佩琦

随着一揽子化债方案持续落地，多家城投公司使出回售、提前兑付和现金要约收购等“十八般武艺”，甩掉高息融资包袱，降低负债成本。而当存量高票息城投债渐次离场，投资者难觅高收益资产的处境愈发明显。

城投公司还债忙

新一轮以特殊再融资债重启为核心的一揽子化债政策组合逐步落地，为地方政府注入了一针化债“强心剂”。数据显示，2023 年 10 月，特殊再融资债重启发行，截至 2023 年 12 月 31 日，29 个省市共发行了 13885 亿元特殊再融资债，用于偿还存量债务。

随着化债资金陆续到位，多家城投公司采取下调债券票面利率促成投资者回售、提前兑付债券、进行现金要约收购等方式，以甩掉高息融资包袱，降低负债成本。

近期，多只城投债大幅下调票面利率，以促进投资者行使回售权。据广发固收刘郁团队统计，2023 年因票面利率调低而回售的城投债数量达 547 只，金额合计 3062 亿元，两者均较 2022 年增加了 50% 左右。其中，去年 8 月至 12 月，城投债回售金额达 1760.5 亿元，较 2022 年同期增加近 70%。

无独有偶，城投债市场亦迎来一波提前兑付潮。据刘郁团队统计，2019 年以来，城投债月度提前兑付金额多在 50 亿元以内。然而，去年 9 月后，城投债提前兑付金额明显放量，2023 年四季度城投债累计提前兑付 837 亿元。去年 12 月尤甚，该月提前兑付金额高达 473 亿元，环比增长 178%，创历史新高。

除了回售、提前兑付之外，2023 年 10 月以来，城投平台的现金要约收购亦开始密集出现。中国货币网数据显示，今年以来，截至 2024 年 1 月 10 日，已有 9 只城投债完成现金要约收购。

回售、提前兑付、现金要约收购，城投公司还债方式可谓五花八门。一位公募基金债券投研人士认为，这说明发行人手里有钱，资金或来自化债资金。

以提前兑付为例，多位债券分析师认为，多数提前兑付城投债规模较大的区域，所获特殊再融资债支持力度亦较大。据刘郁团队统计，湖南、广西、安徽、重庆、贵州、辽宁、吉林 7 省份发行的特殊再融资债金额均排全国前十内，合计金额达 7252 亿元，超过全国特殊再融资债发行规模的一半。上述省份提前兑付城投债的发行人数量也位居全国前十之内，合计 56 家，占全国比例近七成。

为“甩包袱”花式提前还钱

花式“甩包袱”背后，是一揽子化债政策支持下，城投公司短期流动性压力锐减，因而顺势主动管理负债结构，压降高息融资成本。

就回售而言，虽然回售权赋予投资者在某一时点将债券回售给发行人的选择权，但国内市场普遍存在“回售权 + 调整票面利率权”的条款组合。在回售前，发行人有权决定是否调整



范雨露 制图

票面利率，投资者需要根据利率调整结果等多重因素决定是否行使回售权。

刘郁表示，一般来说，当发行人希望持有人回售债券时，会行使调低票面利率的权利，降低持有人在债券下一存续期的预期收益率，促使其回售相应的债券。近期多只城投债回售票面利率调降至 1%，佐证了上述观点。

提前兑付债券是发行人甩高息包袱的另一利器。去年 10 月以来，城投债提前兑付金额激增，并呈现出弱资质、高成本、短期限的特征。

据刘郁团队统计，2023 年 10 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日期间，提前兑付的城投债以 AA 及以下低等级为主，数量达 55 家，占比为 67%，AAA 主体占比仅为 7%。另外，本轮提前兑付的城投债金额约为 830 亿元，其中近九成债券票面利率高于 5%，近一半债券票息在 7% 以上。在期限方面，41.4% 的提前兑付债券为 1 年内到期及行权。

“将这一部分成本较高的债券提前兑付有利于发行人降低综合融资成本。其中 41.4% 债券为 1 年内到期及行权，提前兑付也有利于发行人改善自身债券期限结构”，刘郁分析称。

现金要约收购则指发行人向特定债务融资工具的全体持有人发出要约，以现金方式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为。一位业内人士介绍，现金要约收购是为了实现企业管理负债、降低融资成本等需求。

“相对于需召开持有人会议并获绝大多数

持有人通过方能实现的提前兑付议案，一些发行人或许会选择直接开展现金要约收购。”民生证券固收分析师谭逸鸣表示。

对投资者影响几何

对发行人而言，回售、提前兑付是管理负债成本的“利器”，对投资者来说则是风险与机遇并存。

在“回售权 + 调整票面利率权”的条款组合中，调整票面利率的决策权在发行人，而债券回售的决定权在投资人。天风证券孙彬彬团队此前在报告中指出，如果发行人仅具有上调票面利率的权利，对投资者有利；如果发行人同时具有上调或下调票面利率的权利，则对投资者不利。在收益率下行的背景下，发行人可以下调票面利率，这将侵蚀投资者的或有收益。

城投债提前兑付亦有可能带给投资者亏损风险。城投债提前兑付的价格主要分为面值、面值 + 补偿、估值净价三类，面值兑付是本轮提前兑付潮的主要方式。而城投债提前兑付产生盈利或亏损，则主要取决于债券溢价或折价。

刘郁分析称，目前绝大多数城投债处于溢价状态。从结构上看，当前高票息城投债处于溢价状态的占比更高。若以面值提前兑付，将给投资者带来一定资本损失。此外，2023 年以来城投债发行利率持续下行，提前兑付将让投资者面临一定的再投资风险。“对于提前兑付

可能性较大的区域，建议投资者尽量分散持仓，以避免可能带来的亏损”，刘郁表示。

华安证券固收首席分析师颜子琦则认为，投资者可博弈票面调整带来的票息收益。当前城投债资金用途持续收紧，债券发行与批文审核均呈现结构分化，弱资质主体有更高的积极性去促进债券回售，或遏制持仓机构行权。在该背景下，发行人往往会采取调升票面利率的方式去实现目标。

颜子琦建议投资者进一步参与债券的回售转售策略，尤其是对部分再融资能力较弱的区域，博弈票面调升带来的静态收益。

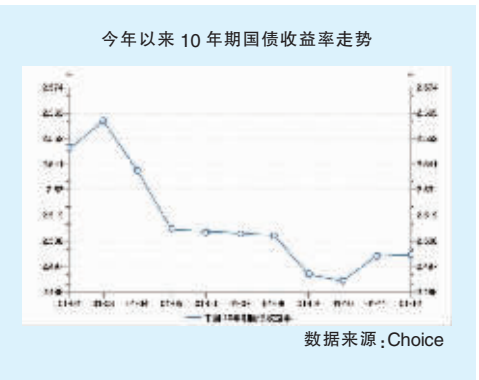
随着存量高票息城投债“退潮”，投资者也面临着高收益资产难觅的处境。

国盛证券固收首席分析师杨业伟表示，当前能够提供 5% 至 7% 收益率的存量城投债规模仅有 8099 亿元，其中公募债不足 3000 亿元，发行人主要集中在四川、山东、贵州等区域。而收益率在 7% 以上的公募债规模更是不足千亿元。

国金证券固收首席分析师樊信江预计，2024 年城投债供给将明显收缩，供需不平衡凸显。供给稀缺将继续成为城投债的核心定价因素，供需矛盾之下城投债行情仍有进一步演绎的空间。

樊信江建议，当前短期收益率逼仄，但仍有短久期、低评级债券可供投资者挖掘票息收益。中高收益账户可重点关注昆明、柳州等地剩余期限在 1 年内的低评级债券的超额收益。

长久期债券行情延续走强 10年期国债收益率破关键点位



○记者 张欣然

开年以来，在多重因素叠加驱动下，债市整体走强，当前 10 年期国债收益率向下突破 2.5% 的关口。这主要是“双降”预期升温与机构年初提升杠杆率博取收益导致的。

多位业内人士表示，当前宽松预期持续发酵，机构行为再成焦点。市场预期趋同的背景之下，目前交易已较为拥挤，对应看到久期不断拉长，杠杆逐步抬升，期限利差和信用利差也已压缩至历史低位，曲线更趋于平坦，因而不少机构开始做空国债期货对冲。

年初以来，长久期债券行情延续走强。10 年期国债利率由 2.56% 下行 7 个基点至 1 月 9 日的低点 2.49%，已非常接近 2020 年 4 月 8 日创造的历史低点 2.48%。

债市走强，与近期市场降息和降准预期升温有关。

民生证券固定收益首席分析师谭逸鸣表示，从当前宏观图景看，降息和降准的概率在不断提升，核心问题在于落地的窗口和时间点。从历史上看，岁末年初，中国人民银行通常会实施总量宽松的操作。

此外，市场传言也助推了市场的情绪。日前市场传言称，有关部门要修改一级交易商管理办法，对月末非银融出的规模进行调控，拟定口径为月末融出非银规模不得小于月中均值。

“若此消息为真，将极大改善月末非银资金紧张和资金面分层的情况，债市情绪因此被助推。”一位交易员对上海证券报记者说。

目前资金面量价平稳背景下，债市“滚隔夜”再起。具体而言，隔夜资金利率整体低位震荡，DR001 加权平均收益率基本在 1.6% 到 1.7% 之间波动，R001 基本在 1.7% 到 1.8% 区间。从 1 月 4 日起，银行间市场质押式回购成交规模一直维持在 8 万亿元以上。

一位债券基金经理对记者表示，近期资金面企稳，而优质资产难寻，所以多数金融机构通过提升杠杆率来增厚收益。

不过，目前长久期利率债的交易已经比较拥挤。方正证券统计的数据显示，当前 10 年期以上国债成交量占比及 30 年期国债换手率均处于 2020 年以来的峰值。此外，上周 10 年期以上国债成交量占比均值为 57.9%，较前值回升 9.9 个百分点，为 2020 年以来最高值；上周 30 年期国债换手率均值为 14.3%，较前值回升 0.8 个百分点。为防止利率突然掉头，多家机构已开仓国债期货空头开启对冲。

德邦证券固定收益首席分析师徐亮表示，从国债期货整体净持仓来看，过去一周，国债期货虽然继续上涨，但空头主力力量继续强于多头，投资者利用国债期货对冲的意愿明显，偏好 10 年期和 30 年期的期货上对冲，也会考虑 5 年期。

不过，后市利率走势并不明朗。方正证券固定收益首席分析师方伟表示，综合来看，当下债券交易拥挤度确实在提升，比如杠杆率和长债的交易热度很高。但杠杆率与债市走势是同步指标，对拐点的指示意义不强。而 30 年期国债换手率虽然达到峰值，但是这只能指向利率在阶段性底部区域，难以判断拐点。

从机构行为来看，利率择时同样难言。“对于银行来说，在平滑信贷的大环境下，叠加债券综合收益相对于贷款占优，银行对债券的配置需求有支撑，实际上农商行年初以来已经在加仓债券。作为交易盘的基金虽然年初以来止盈情绪有所上升，但是持续性还有待观察，并且难以决定利率趋势。”张伟说。

可转债 2024：供需不平衡或进一步演绎

○记者 张欣然

2024 年，供需不平衡或仍将是可转债市场的主要特征。

业内人士认为，展望 2024 年，可转债融资将进一步收紧，而需求端仍有韧性。在低利率背景下，公募基金、保险资金仍会把可转债作为收益的重要来源。

业内人士表示，无需过多担忧可转债估值大幅压缩的风险。但短期资金面、流动性收敛导致的估值波动风险对转债价格的压制问题或成为常态，叠加正股修复弹性的不确定性，转债市场波动性或加剧。

可转债供给或延续偏弱局面

今年，可转债供给偏弱的局面可能会延续。据华福证券测算，根据历史转债预案数据建立概率模型对转债发行线性外推，预计 2024 年转债发行规模或在 1770 亿元左右，转债净供给或在 240 亿元左右，较 2023 年进一步缩量。

就政策端来看，近年来监管部门持续规范可转债的发行。2023 年 8 月，中国证监会就明确，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。

数据显示，截至 2023 年 12 月 8 日，已披露发行预案的可转债共有 164 只，待发规模合计

2365 亿元。

华创证券固定收益首席分析师周冠南认为，可转债预案储备数量充足，2024 年前三季度新券供给料将维持，但在再融资收紧背景下，新增董事会预案明显减少。若这一趋势维持，预计 2024 年四季度后转债新增供应将迎来明显缩量。

周冠南进一步解释，考虑再融资政策收紧背景，大额金融转债发行具有较大不确定性，已披露预案中有 5 只金融债，合计规模约 302 亿元。

此外，监管部门严格限制存在破发、破净情形的上市公司再融资。而已披露预案中出现破发的转债发行人共有 56 家，拟发行规模约 463.2 亿元；破净的转债发行人有 7 家，拟发行规模约 287.4 亿元，合计约 750.6 亿元。

可转债需求有望回暖

从需求端来看，公募基金、企业年金、公司原股东为转债配置主力，2024 年可转债需求端仍比较稳固。

华福证券固定收益首席分析师李清荷认为，在 2024 年权益市场偏乐观的判断下，预计 2024 年“固收 +”基金份额有望回升。

在纯债收益中枢下行的背景下，“固收 +”产品对转债的需求有望继续保持。因此，李清荷认为 2024 年“固收 +”基金转债仓位与

2023 年基本一致。在基金份额回升、仓位保持稳定的判断下，2024 年“固收 +”基金对转债的需求有望保持净增长。

“展望 2024 年，随着权益市场回暖，自然人投资者持仓量有望回升；保险机构和企业年金作为长线配置资金，在纯债收益下行背景下，也有望继续加仓转债。”李清荷表示。

不过，多位业内人士还表示，2024 年转债需求端或将难以再现高速扩容行情，资金对转债估值拉伸的强支撑难再出现，但转债作为“相对收益较好”的优质投资品种，资产配置需求仍具韧性。

下修博弈选择范围较大

展望 2024 年可转债投资，多位市场人士建议，宏观方面，可继续关注低价、偏股型配置策略。在不确定性持续提升的市场环境中，哑铃策略具备性价比，建议平衡配置高股息、高成长资产；在外需改善背景下，出口产业链存在结构性机会。

行业策略方面，民生证券固定收益首席分析师谭逸鸣认为，汽车、AI 等方向高景气度有望延续，医药、消费及军工等板块或迎来困境反转。综合来看，以下几个方面具备重点关注价值和机会：一是高景气智能驾驶和汽车产业链，建议关注华为链、特斯拉链上的汽车轻量化以及叠加机器人概念的汽零标的以及智能

驾驶方向扩散标的，如 TMT 板块的联创转债、宇瞳转债、韦尔转债、道通转债、长信转债等；二是 AI 浪潮中的算力国产化和终端应用，AI 驱动算力需求高增，基础算力国产化链条有望受益。AI 加行业应用端持续深化，建议关注发布自有大模型加产品落地场景明确的 AI 应用端标的。

多位市场人士还表示，2024 年将有多笔可转债进入回售期，可以博弈转债下修的机会。据上海证券报记者统计，2024 年将有 118 只、规模合计 1453.9 亿元的可转债进入回售期，下修博弈的选择范围较大。

李清荷表示，处于回售期的发行人为规避转债回售或到期赎回，下修动力充足。配合 2024 年宏观环境的转暖，转债正股易涨不易跌，下修更易触发转债强赎。建议投资者关注 2024 年进入回售期且无显著信用风险的低价高溢价转债投资机会，博弈下修机会。

平安证券固定收益首席分析师刘璐认为，可转债整体低波动，更要重视下修带来的超额收益，关注回售期内低平价、高溢价率的个券。在满足条件的个券中，资产负债率高、利润承压的发行人下修的可能性更大。

不过，下修博弈的不确定性大。2023 年以来不下修的个券增多，而且下修概率大的个券更偏小盘，可能不适合风险偏好低的投资者。