

央妈喊话“小作文”频飞 机构预警债市流动性

本报记者 顾梦轩 夏欣
广州 北京报道

在2024年权益市场持续震荡的情况下，债券市场的稳健表现吸引了大量投资者。然而近期债券市场频现传言：先是网传“监管不让发公募债基，并压缩

通道业务，在头部公司新批债基要出承诺函久期不超过2年”，接着又传出“监管准备下发文件取消利率债基、信用债基免税制度”以及“某行得到总局的窗口指导，行内SPV+公募投资规模不能超总资产规模的2.5%，股份制大行是5%”。

虽然上述消息已被证实属不实传言，但监管对债券市场的态度以及债市未来的走势却时刻牵动着投资者的心。

从债券基金的表现来看，2024年以来，绝大多数债券基金业绩表现良好，但可转债市场的波动则导致可转债基金业

绩惨淡。

“8月19日—8月23日监管对长端利率态度有所缓和，但个券流动性萎缩，债市呈现较大分化。一方面资金价格持续偏高，存单利率攀升同时各期限票据利率不断创新低。另一方面利率债走强，但长端信用

下跌。”国泰基金有关人士在接受《中国经营报》记者采访时表示，市场当前面临的扰动主要来自政策，叠加PMI（采购经理指数）季节性上行，利率暂时难以摆脱震荡区间，但预计未来逐渐走强。

回顾历史，国泰基金上述人

士表示，债券的流动性压力都需要较长时间缓解，并不是仅凭监管喊话就能回到此前水平。对于下半年央行的一系列组合政策，国泰基金强调，央行的核心目的是维持金融市场稳定，并无强行上行利率的诉求，故也不必过多恐慌。

央行多次风险提示

此前债市多头情绪依旧高涨，部分机构依旧持续炒作国债市场。

华夏鼎庆一年定开基金经理吴彬在基金二季报中表示，今年二季度，外围宏观面波动有限，美联储加息预期一再推后，美元保持强势，主要的非美货币均面临一定贬值压力。

国内方面，吴彬指出，一季度较高的宏观景气度在二季度似有边际走弱的迹象，投资链条在各地地产政策出炉后改善有限且持续性不佳，地方政府债务严控背景下，专项债发行进度偏慢，传统经济部门景气度仍待提升；金融市场层面，信贷需求偏弱带来的广谱利率下行趋势仍在延续，资产端的增

量和存量信贷利率持续下行，负债端在禁止手工补息等多举措影响下有所下行，同时带来了社融增速下行和金融脱媒的外溢影响。宏观感知的边际走弱叠加广谱利率牵引及充裕流动性驱动下，债券市场二季度表现较好，收益率曲线全线下行，利差压缩。

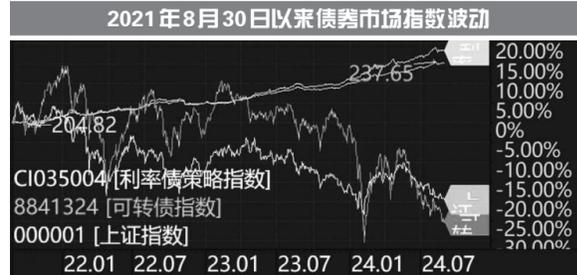
“今年利率债和信用债市场整体表现较好”，宝盈基金方面指出，首先从利率债来看，以十年国债为代表，其从1月初的2.56%下行至目前的2.17%，收益率累计下行39BP（基点）。其次从信用债来看，以3年AA+中短票为代表，其

从1月初的2.85%下行至目前的2.28%，收益率累计下行57BP。

今年4月以来，央行多次提示长债利率过低可能蕴含风险，但此前债市多头情绪依旧高涨，部分机构依旧持续炒作国债市场。8月7日，中国银行间交易商协会查处部分中小金融机构出借账户和利益输送等国债交易违规行为，债券市场中的多头情绪被打压。8月8日，央行公布二季度货币政策执行报告，通过专栏提示需要关注资管产品羊群效应背后的风险因素——部分产品使用加杠杆加久期的方式博取过多超额收益，从而

误导投资者认为产品底层资产足以支持其展示的高收益形态。

基于上述情形，国泰基金表示，在基本面未有过多变化（未有明显利空）的情况下市场中的多头存在分裂，叠加加大行卖债，使得做市商放弃做市计划，导致部分流动性好的债券无法卖出，从而加剧市场焦虑。而当市场发生调整出现债券基金大规模赎回时，由于债券基金的现金配置比例下限并无约束，使得产品赎回兑付压力大，需要通过卖券实现流动性变现，部分债券产品净值受到影响。



数据来源: Wind 截止日期: 2024年8月29日

基本面长期逻辑未变

国泰基金认为，债市基本面长期逻辑未变，低利率时代债基仍是资产配置的重要组成部分。

对于债券市场的未来表现，博时基金固定收益研究部指出，从中长期来看，债市的走势取决于基本面的走势。从基本面来看，内需延续二季度以来的放缓态势，外需面临的不确定性有所加大，此外，实体经济需求仍低迷，信贷总量和结构较弱，基本面偏弱的格局仍未改变，债券市场大环境仍偏有利。

国泰基金认为，债市基本面长期逻辑未变，低利率时代债基仍是资产配置的重要组成部分。而且债基有稳定票息收益，长期向上，短期波动可能是比较好的入场时机。短债依然具备配置价值，不必恐慌择时，长久期的产品可以谨慎一些。

格上基金研究员蒋睿认为，近期债券的走势基本呈现利率债上涨，信用债回调，可转债延续探底的状态。本次债市回调更多在于机构预防式赎回基金，导致基金率先出现赎回卖出债券，但当下尚不存在发生赎回潮的风险。

蒋睿指出，经历近期信用利差快速回调后，信用债在短期内

性价比凸显，可能修复的行情会走得比较快；经过近2个月的下探后，市场逐渐分层，转债市场整体估值也有一定程度的调降，未来转债的下探空间相对有限，上涨空间需要观察正股走势，但确实是当下最具性价比的资产之一。

博时基金固定收益研究部提醒，近期债市的调整和政策多次干预引发了市场的广泛关注，后续债市需要关注以下不确定性因素和风险。

一是关注后续政策和基本面变化。二是流动性风险，利率波动之下若出现较大范围的负反馈压力，可能会由于资管产品不得不抛售资产引发资金价格进一步下跌。三是信用风险，经济弱势运行的宏观背景下部分企业违约概率增加，债券一旦违约将影响市场对相关债券和同类型债券的信心。此外，还有全球宏观风险，海外经济基本面和货币政策的变化。一方面，海外货币政策的变化会在一定程度上影响国内货币政策的空间。另一方面，外需后续面临的不确定性加大，也会对国内基本面产生影响。

债基稳健，可转债基金拖后腿

今年以来转债的股性和债性都遭遇了挑战，后续需要等待股市企稳力量支撑。

从今年以来债券基金的表现来看，除被动指数债券基金外，截至8月28日，全市场5428只债券基金年内平均收益1.77%；其中仅成立半年的华夏鼎庆一年定开基金位列第一，年内收益10.31%，汇添富添添乐双盈基金A份额和新华丰利基金A份额位列二三名，年内收益分别为9.23%和9.14%。

从不同类型债基业绩看，截至8月28日，2830只债券中长期债券基金平均收益2.74%；776只短期纯债基金年内平均收益1.97%；713只一级债基年内平均收益1.73%；1037只二级债基年内平均收益-0.18%；72只可转债基金年内平均收益仅为-9.57%。

分析转债市场今年以来表现不佳的原因，浙商证券研报表示，转债市场的超跌，一方面是由于权益市场受到流动性约束，风格极致偏离，小盘成长大幅超跌；另一方面，可转债市场定价

的违约率大幅攀升，反映了市场的极致恐慌情绪。后续风格纠偏、违约定价合理化，可转债市场或有修复。

自今年年初以来，可转债市场经历了几次短时间内的调整，和历史上去几轮可转债市场大幅下跌相比，今年以来的几轮可转债市场调整的差异体现为大面积的跌破债底，而历史上大面积跌破债底并不常见。浙商证券研报认为，主要原因在于权益市场的结构性分化与信用风险的过度定价。

首先，流动性约束下，权益市场结构性行情下，不同风格指数分化明显。年初以来红利指数、大盘类领涨全市场，而小盘类指数领跌，从基金指数来看，大盘、价值领涨，而小盘、成长领跌。“我们认为行情的极致分化一部分的原因在于流动性的约束。”浙商证券研报表示。

“其次，可转债市场对信用风险的定价极端化”，浙商证券研报指出，目前可转债市场对转债的信用风险定价较为极端，整体来看，市场当前对可转债的违约风险定价存有过度可能。

晨星（中国）基金研究中心高级分析师吴粤宁分析，今年转债市场较大的调整主要出现在5月。此次调整是由多方面原因共同作用所导致：一是转债正股表现疲弱，受A股市场下跌行情影响，转债跟随正股一同下跌；二是市场对正股退市风险存有担忧，自4月中旬新“国九条”及退市新规发布后，正股因跌破面值而被强制退市的风险加大；三是转债市场信用风险的发酵，5月份“搜特转债”的实质性违约打破了转债市场“零违约”的历史，6月以来信用评级集中下调，加剧了市场对信用风险的担忧。

不过倒也不必过度悲观，国

泰基金指出，当前转债位置呈现比较明显的底部特征，进一步杀跌空间有限。市场上转债的信用风险明显增加，不排除有不少数量的转债存在到期信用风险，需要予以规避。低价转债当前性价比价高，转债市场情绪若有修复，平衡性转债弹性最大。

宝盈基金方面表示，今年以来转债的股性和债性都遭遇了挑战，后续需要等待股市企稳力量支撑。股市风格偏向大盘价值，转债正股不受益，评级下调、转债违约个例导致转债的纯债价值受到质疑。此外，存量转债平均剩余期限缩短，以及减资清偿导致部分转债加速进入回售阶段，导致转债的期权价值降低。但今年以来下修的转债数量增加，部分转债的性价比有所好转，“若配合股市企稳反弹，转债收益空间较为可观。”宝盈基金有关人士表示。

上市公司理财新风向：券商收益凭证受追捧

本报记者 郭婧婷 北京报道

近期，银行的大额存单利率降至“2”字头，存款利率迈入了“1”时代。资管新规打破刚兑之后，上市公司正悄然加仓券商理财产品。

Wind数据显示，截至8月29日，年内上市公司认购理财整体规模5541亿元，较去年同期8691亿元下滑超36%。开年以来，上市公司共持有理财产品8753只，较去年同期的12648只，下滑30%。

《中国经营报》记者注意到，在上市公司理财热度下降之后，原本

认购金额同比增长近135%

据了解，上市公司购买的理财产品包括结构性存款、定期存款、银行理财产品、券商理财产品、投资公司理财产品、信托等。

Wind数据显示，截至8月29日，上市公司购买理财产品中，结构性存款认购金额达到3646亿元，占理财总额的64%。而去年同期，结构性存款认购金额为5851亿元，占当年理财认购总额的67%。结构性理财总额下滑38%。

受访人士告诉记者，结构性理财产品是运用金融工程技术，将存款、零息债券等固定收益产品与金融衍生品（如远期、期权、掉期等）组合在一起而形成的一种新型金融产品。结构性理财产品的回报率通常取决于挂钩资产（挂钩标的）的表现。根据

配置占比超六成的结构性存款认购金额下滑38%，券商理财占整体理财的规模不降反升，购买收益凭证等券商理财产品成为新风向。

记者查询Wind数据了解到，开年以来，截至8月29日，上市公司认购券商理财规模354亿元，较去年同期的317亿元增长12%。同时上市公司认购中，券商理财占整体理财的规模比重较去年的3.6%提升至6.3%。截至目前，结构性存款认购金额3591亿元，相比去年下滑38.5%。

“很多机构客户和个人客户

挂钩资产的属性，结构型理财产品大致可以细分为外汇挂钩类、指数挂钩类、股票挂钩类和商品挂钩类等。

以联影医疗（688271.SH）为例，其购买了92.5亿元理财产品，都为结构性存款，产品期限最长6个月，最短25天，收益率在1.3%~4.3%区间。

开年以来，A股认购理财产品总额最高的上市公司是海信家电（000921.SZ），自有资金认购147.7亿元理财产品。配置比重方面，用21.63%资金购买银行理财，36%资金用于购买投资公司理财，其余42%用于购买信托。认购金额排在第二的中瓷电子（003031.SZ），配置就相对单一，其资金的98%用于购买结构性存款，认购金

今年从银行理财转过来，买这类产品比较多，这类产品品种也比较丰富。”某头部证券公司理财经理向记者描述今年的变化。

“上市公司购买券商收益凭证作为理财方式之一，例如，某些大型券商已经成为不少上市公司青睐的收益凭证产品发行方。此外，券商收益凭证由于其保本特性，在资管新规之后，成为低风险理财产品的替代品，吸引了大量投资者的关注和购买，经常出现一发行就秒光的情况。”黑崎资本首席战略官陈兴文在接受记者采访时表示。

额达到113.9亿元。

去年同期，A股认购理财产品之最来自亿纬锂能（300014.SZ），其认购139只理财产品，合计总额152亿元。资金来源有自筹资金，也有自有资金。

记者采访发现，近两年，在理财热“退烧”之后，上市公司购买结构性存款的比例出现下滑，以收益凭证为代表的证券公司理财产品认购金额在上升。

陈兴文向记者表示，近年来，券商收益凭证的市场表现良好，发行规模在2020年首次突破万亿，且在上市公司投资理财中受欢迎程度上升，截至2024年7月末，上市公司购买券商收益凭证产品的金额合计为162亿元，同比增长约134.78%。

204家上市公司加仓券商收益凭证

记者采访了解到，收益凭证是指证券公司发行，以私募方式向合格投资者发售的投资工具，约定本金和收益的偿付与特定标的相关联的有价证券。收益凭证通常与特定标的相关联，包括指数、期货、利率、汇率、金融衍生品及基础商品等。

实际上，除了上市公司热衷的保本型浮动收益凭证外，按照底层资产的投向不同，券商收益凭证还包括固定收益凭证以及非保本保障型浮动收益凭证两类。固定的收益凭证在产品发行时确定好收益，与市场波动无关。浮动的收益凭证一般会与特定标的挂钩，“过往挂钩黄金有拿到8%以上收益。”受访人士表示。

“固定收益型收益凭证提供固定的年化收益率，类似于银行理财产品，而浮动收益型收益凭证的收益则与挂钩的特定标的（如指数、汇率、期货等）的表现相关，具有不确定性。”受访人士告诉记者。

谈及券商收益凭证与其他理财产品（如银行理财、信托产品等）的区别，受访私募理财顾问告诉记者，产品风险从低到高排序为券商、银行理财、信托产品，对应到收益从低到高排序为：券商、银行理财、信托产品。

上述私募理财经理告诉记者，

央行提示资管产品利率风险

“市场表现受多种因素影响，包括存款利率的下降、金融资产价格波动的增大以及上市公司对资金安全性和流动性的重视等。近年来，由于资管新规的实施，传统的保本理财产品逐渐退出市场，而券商收益凭证凭借其保本的特性，成为投资者的新宠。”陈

兴文说。

陈兴文指出，与银行理财、信托产品等相比，券商收益凭证作为证券公司的表内负债，具有较高的安全性，且在资管新规实施后，银行理财不再承诺保本，而券商收益凭证依然可以提供保本选项，这使得其在理财市场上具有

一定优势。受访理财经理也表示，收益凭证是证券公司的一种债务融资工具，其背后是以发行方，即整个证券公司信用作为支撑，计入证券公司资产负债表，以证券公司的资产履行偿还责任。

对于大家关注的收益率，记者查询获悉，产品预计最低收益率1.5%，预计最高可达12.6%。迪阿股份（301177.SZ）和涪陵榨菜（002507.SZ）分别投入17.4亿元和16.8亿元位列上市公司认购证券公司理财产品资金二、三位，记者查询获悉，其购买的券商理财产品同样大多为券商收益凭证，以及一些国债逆回购。

“节节升利，安享信取系列都可以提前赎回，正常持有到期收益率3个月1.86%、6个月1.88%，比存款高得多。”前述券商理财经理向记者推荐多款产品，认购金额5万起，“资金量大，超过1000万元可以定制产品”。

什么群体更偏好券商收益凭证？据陈兴文观察，在投资者类型方面，近年来，风险中性或风险规避型的投资者更倾向于购买券商收益凭证，特别是那些寻求稳健收益和本金保障的投资者。上市公司也在投资收益凭证方面表现出较高的活跃度，使用闲置资金购买以获取相对较高的收益。券商收益凭证具有多种优势，如安全性高、收益稳健、费用低、期限灵活、投资门槛相对较低等，这些特点使其在理财产品市场中具有竞争力。

“节节升利，安享信取系列都可以提前赎回，正常持有到期收益率3个月1.86%、6个月1.88%，比存款高得多。”前述券商理财经理向记者推荐多款产品，认购金额5万起，“资金量大，超过1000万元可以定制产品”。

什么群体更偏好券商收益凭证？据陈兴文观察，在投资者类型方面，近年来，风险中性或风险规避型的投资者更倾向于购买券商收益凭证，特别是那些寻求稳健收益和本金保障的投资者。上市公司也在投资收益凭证方面表现出较高的活跃度，使用闲置资金购买以获取相对较高的收益。券商收益凭证具有多种优势，如安全性高、收益稳健、费用低、期限灵活、投资门槛相对较低等，这些特点使其在理财产品市场中具有竞争力。

“节节升利，安享信取系列都可以提前赎回，正常持有到期收益率3个月1.86%、6个月1.88%，比存款高得多。”前述券商理财经理向记者推荐多款产品，认购金额5万起，“资金量大，超过1000万元可以定制产品”。

什么群体更偏好券商收益凭证？据陈兴文观察，在投资者类型方面，近年来，风险中性或风险规避型的投资者更倾向于购买券商收益凭证，特别是那些寻求稳健收益和本金保障的投资者。上市公司也在投资收益凭证方面表现出较高的活跃度，使用闲置资金购买以获取相对较高的收益。券商收益凭证具有多种优势，如安全性高、收益稳健、费用低、期限灵活、投资门槛相对较低等，这些特点使其在理财产品市场中具有竞争力。