

固收半月谈 | 龙年在即，哪些债市投资要点值得关注？

主讲人介绍



张和睿

上银基金固定收益部高级研究员

复旦大学应用统计硕士，5年证券行业从业经历，长期深耕可转债研究领域，能力圈涵盖制造业和科技成长行业。

【市场回顾】

国内利率债市场方面，1月以来，政府债券发行较慢，资金面紧张情况有所缓解，叠加经济数据表现偏弱、股市疲软、央行降准，债市整体情绪较好，各期限利率债收益率明显下行。具体来看，截至1月31日收盘：

（1）国债方面，1Y国债收益率下行20BP至1.88%；3-5Y国债收益率下行10-11BP，分别收于2.19%和2.29%；7Y-10Y国债收益率下行12BP，分别收于2.42%和2.43%。

（2）政金债方面，1Y国开债和农发债收益率下行9-10BP，1Y口行债收益率下行21BP；3Y国开债收益率下行2BP，3Y口行债收益率下行7BP，3Y农发债收益率下行5BP；5Y国开债、口行债和农发债收益率分别下行8BP、12BP和10BP；7Y口行债收益率下行13BP，7Y国开债和农发债收益率下行10-11BP；10Y政金债收益率下行9-10BP，10Y国开债收于2.59%。

信用债市场方面，1月信用债市场收益率全部下行，资产端较为匮乏的特征明显，在久期和评级方面信用利差快速收窄。期限方面，长端表现优于短端，1月以来

1 年期、3 年期、5 年期收益率平均下行幅度在 10bp、16bp、23bp；信用评级方面，1 月低评级高收益资产表现更好，以 1 年期城投债中债收益率为例，AAA、AA+、AA 评级分别下行 6bp、12bp、17bp。

权益和转债市场方面，1 月权益市场下跌幅度较大，其中上证指数下跌 6.27%，沪深 300 下跌 6.29%，创业板指下跌 16.81%，中证转债下跌 3.97%，转债估值有所压缩。分行业看，煤炭、银行等行业表现较好，电子、计算机、国防军工等行业表现较差。

海外市场方面，美国经济 4 季度 GDP 数据超预期，美联储议息会议表态偏鹰，3 月降息概率下降；但欧央行表态偏鸽，已明确货币政策下一步就是降息，欧美权益市场整体表现尚可，亚洲股市表现较差，日本股市一枝独秀，美债收益率大幅上行。具体来看，截至 1 月 31 日收盘，当月法国 CAC40 上涨 1.51%，德国 DAX 指数上涨 0.91%，英国富时 100 下跌 1.33%，标普 500 上涨 1.59%；亚洲股市方面，韩国综合指数下跌 5.96%，恒生指数下跌 9.16%，日经 225 上涨 8.43%。债券市场方面，德国 10Y 国债收益率下行 4BP 至 2.24%；法国的 10Y 国债收益率下行 8BP，收于 2.66%；美国 10Y 国债收益率上行 47BP，收于 3.99%；英国 10Y 国债收益率上行 38BP 至 4%。

(本部分数据来源: wind)

【市场展望】

利率债市场方面，降准落地后，债市并未表现出做多热情，随着月末权益市场表现疲弱，股债跷跷板效应明显，主要原因一是当前政策推出幅度和节奏偏缓，市场对经济预期较差，股市短期难有明显起色；二是年初政府债券发行节奏较慢，在地方债供给不足的情况下，利率债备受追捧。短期来看，债市面临的逆风因素较少，但随着交易情绪持续火爆，在没有增量利好的情况下，长端利率债后续下行空间已逐步减小，要提防春节前交易盘止盈造成的回调风险。

信用债市场方面，当前信用债呈现 2 个特点：一是高票息资产较少，1 年 3% 以上的资产越来越少，1 年期信用债收益率集中在 2.4%-2.9% 之间；二是信用债收益

率平坦化，在信用上拉长久期的意义不大。建议策略：（1）当前信用债压缩到极致，建议防守，在收益类似的信用债中择优关注；（2）票息视角继续挖掘。

权益及转债市场方面，权益弱势背景下，转债估值也难以形成有效反弹，且有可能进一步下探，偏债型转债估值已经突破 2022 年 4 月份的低点，平衡型转债估值尚处于高位。行业方面，首选业绩表现较好的板块，同时亦可关注产业趋势。策略上，当前市场表现对经济弱复苏已形成充分定价，短期内市场风格可能更加均衡，可以关注：权重板块的反弹、出海与消费平替相关赛道、新能源等困境反转行业、科技产业新趋势相关行业，以及央企重组、高分红等红利增强板块。

【热点关注】

谈 MLCC 行业发展现状

电子元器件分为主动元器件和被动元器件，其中被动元器件主要分为电容、电阻和电感。在全球被动元器件的市场结构中，电容占比 49%，在电容里多层（积层，叠层）片式陶瓷电容器最大，多层片式陶瓷电容器简称 MLCC。

MLCC 是由印好电极（内电极）的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合起来，经过一次性高温烧结形成陶瓷芯片，再在芯片的两端封上金属层（外电极），从而形成一个类似独石的结构体，故也叫独石电容器。MLCC 被广泛应用于消费电子、5G 通讯、工业控制、汽车电子、航天军工等领域。

MLCC 生产工艺复杂，叠层技术门槛高。经过原料配制、流延、成型、烧结、端接、电镀、检测等环节最终得到成品。生产流程较多，部分环节存在较高的技术壁垒，以叠层环节为例，MLCC 产品电气特性与叠层数量高度相关，而叠层数量增加，技术难度也随之提高。根据中国电子元件行业协会和中商产业研究院的统计数据，全球 MLCC 市场规模在 2022 年达到 1204 亿元，同比增长约 5%，预计 2026 年有望达到 1547 亿元；中国大陆 MLCC 的市场规模在 2022 年达到 537 亿元，同比增长约 11%，占到全球市场比例约为 45%。

以智能手机为代表的移动终端仍然是 MLCC 下游需求量最大的领域。从市场份额来看，移动终端、汽车、军工是最大的三个应用领域，市场份额分别为 33.3%、13.8%、12.3%。根据智多星顾问的数据，从需求量来看，2020 年移动终端的 MLCC

需求量约 2.11 万亿只，占比约为 48.01%；而汽车电子所需 MLCC 量级较小，2020 年约为 0.38 万亿只，占比约 8.63%，但受益于汽车电动化、智能化趋势，需求量预计将有一定增长。

基础电子元器件及其相关材料是电子工业重要的基建部分，未来将持续受益于下游消费电子、通信、汽车电子等应用的长期发展。但这一基础环节长期被以日本厂商为代表的国际大厂占据，涌现了实力雄厚的原材料及器件巨头。大陆厂商在追赶国际先进产品的过程中，从低端向高端渗透，从器件制作向原材料协同布局演进，逐步出现能与国际巨头抗争的企业。本土厂商在长期的工艺、技术积累之后，有望成为基础元器件及材料行业的重要参与者。

【债券知识小课堂】转债下修条款知多少

可转债执行下修的原因有哪些？

当可转债临近或进入回售期时，如果可转债价格较低，上市公司为了回避转债回售，可以通过下调转股价的方式促使转债价格上涨，从而避免触发回售条款造成较大偿债压力。当上市公司股价出现大幅波动、部分上市公司现金流紧张、账面货币资金不足以支撑公司偿还转债时，为了缓解公司的财务压力，可以通过执行下修条款，一方面，借由下修转股价降低投资者转股成本；另一方面，则通过下修转股价降低强赎难度，从而使得强赎条件更容易触发。

大股东参与配售时，可以通过下修转股价格配合其抛售减持可转债。一旦转债上市后价格低迷，部分流动性受限的大股东就会陷入两难境地，若减持转债则会亏损，不减持就会面临流动性压力。为了脱困解套，大股东往往更有意愿进行可转债下修，降低转股价格，从而配合其抛售减持。此外，公司为避免回售，可以通过下修转股价来稳定市场情绪、维持市场信心，从而促成转股。

可转债下修的作用体现在哪些层面？

对公司而言，可提高转股价值，缓解资本压力。执行下修条款后，将促使公司转股价值提高，进一步吸引投资者将可转债转换为股票，在吸引核心资金的同时规避了偿债压力。而转股价值提高会带动可转债价格上涨，从而避免触发回售条款，同样能够减轻公司的资金压力。

对投资者而言，资产价值提高有助于获利，价格低迷时期有助于减少损失。在执行下修后，可转债的持有者将会由于可转债的价格上升从中获利。而公司的大股东同样可以从转股增加、可转债价格上升中获利，在转债价格低迷时，也可借助执行下修抛售减持，挽回损失。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。