



并非唯“利”是图： 多因素影响下的含权债行权

王冰山 刘家祺

摘要 2022—2025 年进入新一轮含权债回售的高峰期，其中 AA+ 及 AA 级的地方国企是含权债的发行主力军，且非经济发达地区含权债发行占比较高。通过研究发现，利率调整水平并非行权结果主导因素，投资集中度限制、操作风险、发行人信用状况、信息基础设施及主承销商协调沟通能力等因素，均对行权产生影响，其中主承销商沟通是可发挥较大主观能动性的因素，建议主承销商强化发行人辅导服务、协调发行人与投资人的需求匹配，并推动配套信息基础设施完善，更有效促进含权债的行权，真正发挥含权债的优势。

关键词 含权债 行权 回售 存续期管理 主承销商

一、引言

在债券市场中，含权债因其独特的合约条款和行权机制，已成为一个备受关注的实践和研究领域。2020—2022 年，含权债发行规模和数量显著增长，大部分期限为 3+2 年和 2+1 年，2022—2025 年将迎来一轮行权高峰期。

含权债的行权对于发行人和投资者都很重要。对发行人而言，可通过行权实现优化融资结构、降低融资成本等目标；对投资者而言，行权结果直接关系到投资回报和风险。主承销商在行权过程中扮演着关键角色，需要协调发行人和投资者之间利益，并处理一系列操作流程。

目前，含权债券的研究主要基于投资人视角，集中于利率调整定价（邬隽骁，2017）的估值研究及宏观融资环境对行权的影响（于谦龙等，2022）。从主承销商

视角出发的实务研究较为缺乏，对影响行权结果的原因、行权过程中发行人与投资人需求匹配度、行权主导方等问题缺乏深入揭示。

本文以银行间市场主流的“调整票面利率权+投资者回售权”含权债为研究对象，通过数据整理、案例研究和业界访谈等方式，以主承销商链接多方的观察角度，揭示调整票面利率权、投资者回售权的行权情况，厘清含权债从发行、行权到兑付全链条的工作机制、影响因素等，为市场机构更好利用含权债，促进含权债市场发展作出贡献。

二、含权债主要类型、发行主力与发行动因

（一）调整票面利率权+投资者回售权：含权债主要类型

含权债，是指包含特定选择权的债券，

王冰山、刘家祺，中国农业银行投资银行部。



这些选择权通常赋予发行人或投资者在一定条件下改变债券要素的权利，例如发行人赎回权、投资者回售权、票面利率调整权等，这些权利安排使得债券在行权期间具有较大的不确定性和动态性。

含权债的期限通常采用“M+K”的形式，其中“M”代表基础期限，而“K”代表可选期限。这种结构为发行人和投资者提供了更多的灵活性。例如，发行期限为“3+N (3)”结构的永续债，附有第三年发行人赎回权，不赎回即触发票面利率调升。而发行年限为“3+2”的含权债，附有第三年“发行人调整票面利率权”，即发行人有权在行权日上调或下调债券在行权日后K年的票面利率；投资人依据调整后利率可行使“投资者回售权”，即在回售期内将债券回售给发行人，一般回售价格为面值。

在过去的几年中，含权债在银行间债券市场中的发展迅速。2015—2023年上半年，含有“票面利率调整+回售权”的非金融企业债务融资工具（以下简称债务融资工具）共发行8 017只、发行金额为42 143.816亿元，占债务融资工具总只数的14.67%和发行总额的7.56%；2022—2025年，已到行权日或将要行权的债项分别634只、1 062只、1 294只及989只，进入了行权高峰期（图1）^①。此类含权债构成了一定规模的市场，具有中国特色（程昊和何睿，2018）。为此，下文讨论涉及的含权债设定为“调整票面利率权+投资者回售权”双向权利叠加的含权债务融资工具。

（二）含权债发行主力与发行动因

1. AA+及AA级的地方国企是含权债发行主力

选取含权债快速发展的2020—2023年6月末的数据，从主体评级、企业性质和地域进行统计，含权债发行主力为非经济发达地区的腰部地方国企，与债务融资工具整体市场发行人特征有较大差异。

从主体评级分布看（图2），2020—2023年6月末，银行间债券市场共发行债务融资工具30745笔，主体评级为AAA和AA+的发行人占比分别达到51.98%和31.70%。而含权债以AA+及AA发行人为主，分别占比47.10%和34.56%，AAA级发行人仅占18.25%。含权债发行人主体评级相对较为下沉（郑联盛和黄本鑫，2023）。

从企业性质分布看（图3），2020—2023年6月，地方国企和中央国企发行的债务融资工具数量占比分别为75.65%和18.44%。而在含权债发行人中，地方国企占据了绝对主导，发行数量占比高达95.30%。

从行业大类分布看，2020—2023年6月，城投债和产业债占债务融资工具发行数量的比重分别为44.79%和55.21%，两者占比大致相当。而含权债中，城投债的占比则78.56%。

从地域分布看（图4），非经济发达地区的含权债发行数量占比显著高于经济发达地区。例如，重庆、四川、湖南、吉林等非经济发达省份的含权债发行数量占比为30%以上。相比之下，传统发债大省如山东、浙江的含权债发行数量占比均低于20%，而江苏、北京、广东等地的含权债发行数量占比更是低于10%。

^① 图1至4和图6至7（附录1），见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



2. AA+ 及 AA 级地方国企发行含权债的动因

2014 年含权债面世，在当时刚兑背景下实际上为发行人提供了一次“展期”机会。在刚兑逐步打破后，含权债发行数量仍持续增长，近年来成为以 AA+ 和 AA 地方城投类国企为代表的发行人应对融资挑战，优化债务结构、降低融资成本的“重要利器”，具体有以下几点。

① 长期债券发行的启动与拓展。AA+ 和 AA 地方国企在进入市场时，由于经验和资质限制，直接发行长期债券面临挑战。为更好地了解长期债券市场并寻求未来发行机会，它们常通过发行含权债券来间接参与。

② 债务结构的优化与调整。受多种因素制约，AA+ 和 AA 地方国企难以发行永续债券或不含权长期债券。3+2 年期的含权债使发行企业在计算债务结构和相关指标时，能将其视为 5 年期债务，以满足相关监管要求并稳定债务结构。

③ 定价与期权的吸引力。对于 3+2 年

的含权债券，发行人视为具有 5 年期价值的融资工具，而投资人则视同为 3 年期价值的债券产品。这种差异反映在发行定价上，就表现为含权债价格与 3 年期债券相当，没有体现期权价值。这种定价策略使发行人认为含权债的价格较为合适，且所附未来选择权为其提供了应对不确定性的灵活性（张佳梦 等，2023）。

④ 利率预期与融资策略。当发行人对未来融资需求或利率环境不确定时，选择发行含权债券是出于融资策略的考虑，以便未来调整债务的利率和期限结构（张戡 等，2023）。

⑤ 行权成功与成本节约。若含权债成功行权，且债券得以按预期利率存续，则为企业节省了重新发行的经济和时间成本，进一步增强了含权债的吸引力。

三、利率调整对含权债行权结果的影响

含权债利率调整与回售，是发行人与投资人基于市场利率、发行人信用状况

表 1 2015—2023 年 6 月银行间市场含权债行权结果

	行权情况	笔数	占比
回售	全部回售	416	23.79%
	部分回售	874	49.97%
	部分回售 + 提前兑付	40	2.29%
	小计	1 330	76.04%
正常存续	存续	394	22.53%
	存续 + 提前兑付	8	0.46%
	小计	402	22.98%
非正常存续	存续（实质违约）	9	0.51%
	存续（展期）	6	0.34%
	小计	15	0.86%
赎回	发行人赎回	2	0.11%
总计		1 749	100.00%



表 2 票面利率调整（较原票面利率）与行权结果

调整后利率	债券存续		投资人回售		总计	平均回售金额比例
	笔数	占比	笔数	占比		
调高	91	28.09%	233	71.9%	324	42.44%
不变	135	26.26%	379	73.7%	514	52.58%
调低	176	19.69%	718	80.3%	894	57.76%
总计	402	23.21%	1330	76.8%	1732	53.36%

表 3 票面利率调整（较中债估值）与行权结果

调整后利率	债券存续		投资人回售		总计	平均回售金额比例
	笔数	占比	笔数	占比		
高于估值	282	29.94%	660	70.06%	942	36.16%
约等于估值	26	18.44%	115	81.56%	141	56.36%
低于估值	94	14.48%	555	85.52%	649	80.76%
总计	402	23.21%	1330	76.79%	1732	53.36%

和各自资金需求等多种因素对债券再定价和再发行的过程。一般认为，当发行人对利率的调整接近或高于行权期间中债估值时，投资人会选择接受调整后的利率继续持有债券。然而，实际情况与此看法存在差异。

本文针对 2015—2023 年 6 月银行间市场已行权的含权债进行了分析，剔除了数据不全的部分，形成了包含 1 749 只含权债的分析样本。这些债券行权日后的存续状况如表 1 所示。在 1 749 只含权债中，有 1 330 只含权债被投资者回售，占比高达 76.04%。其中，416 只债券的全部金额被回售，占比 23.79%；874 只债券部分金额被回售，剩余金额存续至正常到期，占比 49.97%。另外，40 只债券部分金额被回售、剩余金额提前兑付，占比 2.29%；402 只含权债在行权日后继续存续，占比 22.98%，15 笔含权债发生了展期或实质违约，占比 0.86%。此外，还有两只债券为

投资者回售权与发行人赎回权的混合体，最终被发行人赎回。

总体而言，含权债发生回售的比例远高于存续的比例，显示出投资者对于行使回售权相当积极。为了更深入地探讨发行人的利率调整对行权结果的影响，本文对样本数据进行了详细的行权前后利率变化和行权结果展分析，为排除非正常存续债券和赎回债券的影响，本文剔除了非正常存续（即违约和展期）的 15 个样本，选取行权后回售和正常存续的 1 732 只含权债作为样本进行分析，探讨了利率调整与行权结果的关系。

（一）利率调整并非行权结果的决定性因素：基于两个比较口径的定性分析

当发行人提高行权日后的票面利率或为投资者支付更多的利息时，通常表明发行人有让债券继续存续的意愿；相反，在行权前公告调低利率，则可能意味着发行人有意愿让债券兑付。理论上，发行人可



以通过利率调整实现债券的存续或兑付。然而, 实际操作中, 行权结果并不完全取决于利率调整。通过原票面利率和行权公告日中债估值两个比较口径, 可以得出利率调整无法影响行权结果这一结论。

1. 行权后利率与原票面利率的比较

在探讨发行人利率调整对行权结果的影响时, 我们将行权日后的票面利率与行权日前的原票面利率进行了比较, 主要分为调高、不变和调低三种情况。根据这些情况整理的行权结果如表 2 所示。

从存续债券的比例来看, 调高票面利率的债券继续存续比例高于未调整的债券, 但差异并不明显, 即使发行人调高了票面利率, 仍有 71.9% 的投资者选择了回售, 调低票面利率的结果同理, 但调低利率后债券存续的比例下降更明显。

从平均回售金额比率^①来看, 提高票面利率的债券平均回售金额比例比整个样本的平均回售金额比率低 11 个百分点, 比调低票面利率的债券平均回售比率低 15 个百分点, 调高利率与平均回售比率有较为明显的反向变动关系, 而对于不调整或调低的债项而言, 平均回售金额比例则无明显差异。

2. 行权后利率与中债估值的比较

发行人的存续债券到期收益率会随着发行人的信用资质、市场流动性情况等因素不断变化, 因此, 原票面利率并不能作为公允的比较基准、为了更准确地反映发行人的实际利率调整水平, 此部分选取行权公告日的中债估值作为比较基准。根据行权后利率与中债估值的对比, 将行权

结果分为三种情况: 利率显著高于中债估值 (10bps 以上)、利率接近中债估值 (相差 10bps 以内) 和利率显著低于中债估值 (10bps 以上)。关于这三种情况的详细结果见表 3。

在与中债估值对比的维度下, 利率调整对行权结果的影响更加显著。与整个样本债券的相同统计值相比, 调整后利率高于估值的债券, 债券存续的比例高约 6 个百分点, 平均回售金额比例高约 17 个百分点; 当利率低于估值时, 尽管债券存续比例仅低约 9 个百分点, 但平均回售金额比例却高了约 27 个百分点。

综上, 利率调整对行权结果有一定作用, 但作用有限, 不管利率调整方向如何变化, 至少 70% 的债券会发生回售, 平均回售金额比率在 50% 以上。这一现象表明, 债券利率调整并不是影响投资者行使回售权的决定性因素。这一结论亦得到关于利率调整值与含权债行权结果普通最小二乘法模型 (以下简称 OLS 模型) 实证分析结果的印证^②。该模型显示, 利率每调升 1BP, 回售比例降低 0.09%, 利率调整对行权结果的影响幅度较小, 该方程经调整的 R^2 为 0.0779, 整体拟合程度并不高。

(二) 利率调整的影响是非对称的: 分区间再次讨论利率调整有效性

为进一步研究利率调整幅度与行权结果之间关系, 本文将利率调整拆分为不同区间, 并比较各个区间行权结果的差异。

1. 利率调低基本可增加投资者回售

本文进一步探索了利率降低幅度与投资者回售情况的关系。针对行权后利率低

① 平均回售金额比率指各债项回售金额比例的平均值

② 利率调整值与行权结果的OLS模型实证分析 (附录2), 见增强出版, 中国知网—《金融市场研究》。



表 4 不同幅度的利率降低及其行权结果

低于估值区间 (bps)	债券存续		投资者回售		总计	平均回售金 额比例
	笔数	占比	笔数	占比		
[-50, 0)	38	18.0%	173	82.0%	211	62.7%
[-100, -50)	26	17.1%	126	82.9%	152	73.9%
[-150, -100)	17	18.9%	73	81.1%	90	68.5%
[-200, -150)	7	10.6%	59	89.4%	66	82.3%
-200 以下	18	9.6%	170	90.4%	188	75.6%
总计	106	14.99%	601	85.01%	707	71.1%

于中债估值的 707 只债券，根据利率降低的程度，同样将其分为五个区间。每个区间对应的行权结果及平均回售比率如表 4 所示。

随着利率降低幅度的增加，投资者回售的债券比例也相应提高，且平均回售金额比率也呈现上升趋势。这一趋势表明，利率降低幅度与投资者回售情况基本呈正向变动的关系。具体来说，当利率调降幅度在 [-50,0) 区间时，债券的存续比例为 18.0%，而投资者回售的比例高达 82.0%。随着利率调降幅度的增加，发生投资者回售的债券比例也逐渐提高，平均回售金额比率也随之增大。这一规律在 [-200,-150) 区间略有不同，主要是由于该区间样本数量较少，易受个别债券影响。值得注意的是，对于调降利率超过 200BP 的债券，发生回售的比率已达到 90.4%。

2. 利率调高不一定能减少投资者回售

选取行权后利率高于中债估值的 1025 只债券，根据调高利率的程度分为五个区间，每个区间对应的行权结果及平均回售比率如表 5 所示。

当利率提升在 50~100bps 区间时，债券的存续比例明显高于提升 0~50bps 的债券，且其平均回售金额比率也相对较低。然而，当利率提升超过 100bps 后，债券存

续比例继续提高，但平均回售金额比率开始上升；特别是当利率提升超过 200bps 时，债券的存续比例降至最低仅为 26.6%，同时平均回售金额比率也达到最高为 51%。这表明，并非利率提升越高，债券存续比例越大，当利率提升超过 100bps 后，平均回售比率不降反升；而当利率提升超过 150bps 后，存续比例开始下降。值得注意的是，50~100bps、100~150bps 分别是平均回售金额比例最低和存续债券比例最高的利率调整区间。

3. 利率调整对行权结果的影响是非对称的

基于上述分析可知，利率调整对行权结果的影响是非对称的，调低利率可以增加投资者的回售比例，但调高利率不一定能减少投资者回售比例，其原因可能为内生性因素的影响。以调高利率的债券为例，当利率调整幅度超出一定范围（如 200bps），可能暴露了发行人的信用情况恶化的事实，信用情况恶化会使发行人更有动机提升利率，以促进债券存续，从而减轻兑付压力，但信用情况的恶化同样会促使投资人选择行使回授权，从而尽早收回本金，发行人信用情况同时影响了解释变量和被解释变量，该种因素的存在一定程度上说明了 OLS 模型拟合度不高的原因。



表 5 不同幅度的利率提升及其行权结果

高于估值 区间 (bps)	债券存续		投资者回售		总计	平均回售 金额比例
	笔数	占比	笔数	占比		
(0,50]	135	27.0%	365	73.0%	500	41.3%
(50,100]	83	30.5%	189	69.5%	272	37.4%
(100,150]	38	33.0%	77	67.0%	115	39.0%
(150,200]	23	31.1%	51	68.9%	74	48.4%
200 以上	17	26.6%	47	73.4%	64	50.5%
总计	296	28.9%	729	71.1%	1025	41.1%

四、利率之外：其他影响因素的进一步讨论

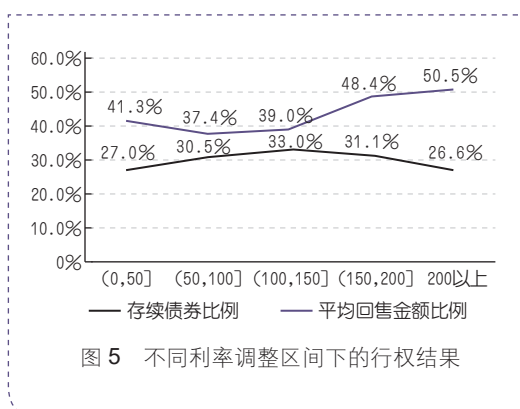
通过上述研究可知，利率调整虽然对行权结果有显著的影响，但其幅度并不大。为进一步探究影响含权债行权结果的因素，本文通过案例分析、访谈调研等方法，从投资者、发行人、主承销商及债券市场基础设施等多个角度展开分析探讨。

（一）投资人：监管要求与操作风险

1. 持仓集中度限制下投资者行权意愿明显

自 2018 年 4 月人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）以来，金融机构的资产管理业务受到更为严格的规范。其中，资管新规第十六条规定，同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该证券市值或者证券投资基金市值的 30%，过渡期到 2021 年底。2022 年，原银保监会首次针对理财业务建立起从日常监管和现场调查直接进入立案调查、行政处罚的快速处置机制，并开具对于理财公司的相关罚单，其中就有关于集中度相关罚单，惩罚力度愈发严格。

通过表 6 可知，2019 年以来，平均回售金额比率逐年快速提高，这与资管新规



过渡期（2018—2021 年）时间高度重合。经与债券主流投资机构交流得知，诸多投资人为满足资管新规要求，会对全部持仓含权债行使回售权。因为若含权债行权后某投资者未行使回售权，而其他投资者行使回售权，则该投资者的持仓比率就会被被动提升，进而触发资管新规下的持仓集中度红线。因此，为规避合规风险，满足持仓集中度要求，部分投资者行使回售权意愿明显。

2. 操作风险导致投资者未行权

在银行间市场，投资者在债券开放回售期间（通常为 5 个工作日）登录上海清算所（以下简称上清所）托管系统进行回售确认。如果未进行确认，系统将默认为不行权，债券将继续持有。一旦超过行权期限，系统将关闭，投资人将无法再



表 6 平均回售金额比率的时序变化

行权年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
平均回售金额比率	27.5%	28.4%	21.8%	39.5%	53.3%	60.4%	69.0%

行操作。对于资管产品，投资者通常需要向其托管人发送回售指令，再由托管人进行回售确认操作。由于行权期间较短且操作流程较长，交易员或托管人可能会出现遗忘、错误操作等风险，导致未能成功行权。

以本次研究选取的 1 732 只含权债为例，其中出现操作风险的债券有 40 只（附录 3）^①，占比 2.3%。这些债券在行权日后并未按照常规全额回售，也没有持有至到期兑付，而是在行权日后的一段时间内提前兑付。

特别是部分债券，存在大幅利率调降，且绝大部分投资人行权日选择回售，回售比例普遍在 90% 以上，而在行权日后 1 个月内甚至 1 个星期内债券就提前兑付。这主要就是小部分投资者由于行权流程不熟悉或操作失误等原因导致未在行权期限内及时行权，通过召开持有人会议，要求发行人通过债券提前兑付的方式补救处理。除这种方式外，投资人在实操中还可选择要求发行人采用现金要约回购方式回购剩余债项资金。

此类情形的责任与动因主要归咎于投资人，因此在发行人提供极低利率时，发行人配合意愿往往较低。主承销商处理此类紧急状况需耗费大量资源。通常，仅当投资者具备相当实力且问题严峻时，发行人和主承销商才会协助提前兑付。值得

注意的是，持有人会议和现金要约回购原是为防范信用风险和进行主动债务管理而设，但在处理投资者操作失误时，其应用显得“灵活”，这反映了某些规则应用上的异化现象。

（二）发行人：信用资质与定价策略

除利率调整外，发行人自身的信用资质及其定价策略也会对行权结果产生影响。

1. 弱资质发行人平均回售金额比例更高

根据上文，利率调高时，含权债的平均回售金额比率先下降、再提升，在利率升高至一定水平时，回售比率出现了反常的上升现象。本文选取了从行权后利率较原票面利率提升且较中债估值高出 200bps 以上的 63 只债券（附录 4），通过观察其发行人特征可知，回售比率较高的债券发行人往往为区域经济实力一般、发行人资质较弱，而对于继续存续的债券，其发行人本身信用资质良好，在给予了一定利率补偿后，投资者选择继续持有债券。如以行权时发行人的主体评级来代表发行人的信用资质，则 63 只含权债回售比例如表 7，随着发行人信用资质的提高，回售比率明显降低。

由此可知，发行人信用资质也是影响行权结果的因素之一，在打破刚性兑付的背景下，若发行人信用资质较差，即使其大幅提高了利率，投资者依旧会选择行使回售权。

^① 附录 3 和附录 4，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



表 7 利率调高 200BP 以上的债券主体评级及回售比例

发行人评级	平均回售比例	只数
AA	52.39%	31
AA+	50.99%	26
AAA	47.33%	6

2. 发行人定价策略可能失效

以两家受市场关注的城投为例，2022 年 4 月，20 潍坊滨投 MTN003 票面利率由 4.83% 提升 187BP 至 6.7%，但其中债估值为 13.97% 与市场估值偏离 727bps，行权结果为投资人全部回售；20 柳州投资 MTN001，票面利率由 4.26% 提升 274BP 至 7%，但其中债估值为 12.68% 与市场估值偏离 568bps，行权结果为投资人全部回售。

票面利率的大幅提升体现了发行人希望债券存续的意愿，但其定价与估值出现大幅偏差，市场投资者并不认可其抬升的票面定价。两只债券的发行人均在 2023 年均无银行间市场债券发行，这也从侧面说明发行人自我定价与市场认知出现了偏差，导致了发行人融资困难进一步加剧。

（三）主承销商：桥梁与纽带

在债券行权过程中，主承销商发挥着至关重要的桥梁作用，图 6 和图 7 以含权的非金融企业债务融资工具为例，展示了行权日前、日后主承销商的工作内容，其沟通协调的能力往往成为影响行权结果的关键因素，特别体现在发行人与投资人的意愿摸排和联络工作。

如果发行人有存续意愿，主承销商需要通过发行人在上清所申请获取持有人名册，并了解投资人的持有意愿和意向利率。同时，如果有投资人想要持有债券，主承销商则需要协助摸排其他投资人行权和持有意愿及具体比例，因为投资人只有在确保自身持有比例符合集中度规定的情况

下，才会选择继续持有债券。这种双向沟通需要主承销商付出大量的时间精力反复沟通。然而，在现实中，由于证券公司基于承销费用、商业银行囿于人力资源等因素的影响，主承销商的沟通协调作用可能会受到限制。

因此，在投资人因为合规及操作风险选择主动放弃含权债中的选择权、发行人利率调整选择权可发挥作用空间较小的情况下，只有主承销商发挥主动的沟通作用，才可能促使含权债实现其应有的价值，使发行人与投资人双方进行再次的博弈与选择，从而使这一债券条款焕发活力。

（四）信息基础设施：债券行权的基石

在债券行权过程中，信息的及时、准确获取对于保障市场公平、维护投资者权益具有重要意义。然而，目前债券市场的信息基础设施尚不完善，给债券的行权带来了一定的不便和影响。

根据本文进行的抽样统计，有 40 笔、占比为 3% 左右的债券在回售后进行了提前兑付。这在一定程度上是由于投资人或操作失误所导致的。然而，这并非完全归因于投资人的主观过错，也与当前债券市场行权信息通知和获取的基础设施不完备有关。

目前，债券投资人在获取行权信息时，主要依赖于主承销商的人工通知。同时，Wind 等信息服务商也对公开债券公告提供了提醒功能。对于托管人而言，如果建立了内部主动信息获取机制，通常会通过上清所的托管系统来获取行权信息。



为了改善这一状况,建议进一步优化信息披露制度、加强市场监管和提高市场参与者的素质。通过完善信息基础设施,加强发行人、主承销商和投资人之间的沟通协调机制,可以促进债券市场的健康发展。

五、结论与启示

在“调整票面利率权+投资者回售权”含权条款设置与运行过程中,可以观察到发行人与投资人明显的需求错配现象。在发行阶段,发行人因为“含权”条款的设置而选择发行债券;而投资人往往基于“不含权”的前提进行投资决策。然而,当债券进入行权阶段,发行人的债券存续需求与投资人主要因集中度合规要求的债券回售之间产生了错位。这种错位导致了两个阶段的主导权的变化,即尽

管在发行时含权条款的设置更有利于发行人,但到了行权阶段,无论利率如何调整,债券被投资人回售的情况占据了大部分。

实证分析进一步揭示了含权债行权结果的多重影响因素。为实现大部分或全额存续的目标,以下条件至关重要。①发行人信用资质良好及合理定价,其中信用资质尚可的发行人票面利率提高 50~100bps、100~150bps 分别是平均回售金额比例最低、存续债券比例最高的利率调整区间。②所有不进行回售的投资人集中度合规且不存在系统操作问题。③完善债券行权信息通知和获取的基础设施支持。④主承销商在行权过程中积极主动的沟通协调等。

■

学术编辑:张毓

参考文献

- [1] 程昊,何睿.内嵌“回售权+调整票面权”条款债券的市场定价与投资机会[J].债券,2018(05):60-67.
- [2] 邹隽骁.含权债的权利价值重估[J].证券市场周刊,2017(22).
- [3] 于谦龙,胡琴,郭佳利.融资环境、特殊条款行权与信用债违约风险[J].南京审计大学学报,2022,19(04):71-80.
- [4] 张佳梦,江之韵,李虹佳.永续类债务融资工具的市场定价逻辑与趋势[J].金融市场研究,2022(08):27-40.
- [5] 张骥,刘锦,王素泽.公司债券回售条款的设置与执行——基于发行人与投资者博弈视角[J].证券市场导报,2023(06):67-79.
- [6] 郑联盛,黄本鑫.我国高收益债券发展:演进、现实与改进[J].金融市场研究,2023(05):57-65.

Beyond Interest Rates: The Exercising of Bonds with Embedded Options

WANG Bingshan LIU Jiaqi

(Investment Banking Division, Agricultural Bank of China)

Abstract A fresh wave of exercised options on embedded bonds is expected to peak over the next two years. AA+ and AA rated local state-owned enterprises are the main source of option-embedded bond issues, and the proportion of option-embedded bond issues is highest in less economically developed regions. Surprisingly, interest rate adjustments are also not the dominant factor driving the exercising of embedded options. Factors such as investment concentration limits, operational risk, issuer credit status, information infrastructure and underwriter coordination and the communication skills of underwriters all contribute to those decisions. It should also be noted that the communication skills of the lead underwriter can play a critical role in this area. It is recommended that lead underwriters strengthen issuer counseling services, coordinate the matching of interests of issuers and investors, and promote the improvement of information infrastructure to make the exercising of options more effective so that their advantages can be utilized.

Keywords Option-Embedded Bonds, Exercise, Putback, Duration Management, Lead Underwriter

JEL Classification G11 G14 G24