

固收半月谈|当前基本面如何看？哪些机会值得关注？

主讲人介绍



汤寰

上银基金固定收益部高级研究员

9年证券行业从业经历，深耕宏观研究领域，擅长海内外经济数据分析预测，宏观大势研判精准，直击投资要点。

【市场回顾】

国内利率债市场方面，进入3月以来，基本面修复较慢、政策面缺乏超预期消息、资金面偏宽松，债市做多情绪极强，10Y和30Y国债收益率接连突破新低。具体来看，本月截至3月6日收盘，（1）国债方面，1-3Y国债收益率下行3BP，分别收于1.76%和2.07%；5-7Y国债收益率下行5-6BP，分别收于2.17%和2.28%；10Y国债收益率下行7BP，收于2.27%。（2）政金债方面，1Y政金债收益率上行1BP左右；3Y国开债收益率下行2BP，3Y口行债和3Y农发债收平；5Y国开债、口行债和农发债收益率分别下行5BP、5BP和5BP；7Y国开债收益率下行7BP，

7Y 口行债收益率下行 5BP，7Y 农发债收益率下行 3BP；10Y 政金债收益率下行 8-9BP，10Y 国开债收于 2.36%。

信用债市场方面，3 月以来，信用债收益率以小幅上行为主，表现不如利率债，信用利差全部主动走阔。具体看结构，长久期表现更好，5 年期调整幅度普遍小于 1 年期、3 年期；资质上，长久期低评级表现最好，票息策略明显，3 年期隐含评级 AA-城投债下行幅度最大，达到 14bp。

权益和转债市场方面，进入 3 月，权益市场整体上涨，市场延续超跌反弹。截至 3 月 6 日，上证指数上涨 0.82%，转债表现不如正股，转债估值压缩，中证转债指数下跌 0.26%。行业来看，表现较好的板块主要来自通信、煤炭、机械和公用事业，整体上涨 3%-4%，表现较弱的板块主要为房地产、美容护理、建材和食品饮料，整体下跌 2%-3%。

海外市场方面，欧美经济数据表现出韧性，欧央行和美联储 3 月降息概率较低；日本股市则持续上涨，创新高。具体来看，截至 3 月 6 日收盘，当月法国 CAC40 上涨 0.34%，德国 DAX 指数上涨 0.22%，英国富时 100 上涨 0.65%，标普 500 上涨 0.17%；亚洲股市方面，韩国综合指数下跌 0.03%，恒生指数下跌 0.44%，日经 225 上涨 2.36%。债券市场方面，德国 10Y 国债收益率下行 14BP 至 2.37%；法国的 10Y 国债收益率下行 10BP，收于 2.78%；美国 10Y 国债收益率下行 14BP，收于 4.11%；英国 10Y 国债收益率上行 1BP 至 4.15%。

【市场展望】

从上周五公布的 PMI 数据来看，一方面，春节期间消费、出行热度较高，因此服务业 PMI 回暖超预期；另一方面，生产仍偏弱，企业反应需求不足，制造业 PMI 仍在荣枯线下方。当前债市超预期下行更多是受情绪推动，出现止盈回调也属正常，3 月需要关注资金面、政府债发行和两会政策对市场情绪的扰动。不过当前对债市利好的基本面和政策面偏弱的格局没有改变，相信回调幅度也相对有限，随着配置力量和交易盘的介入，债市或将重新进入震荡。策略上建议维持中性久期，若出现调整先适当减持超长久期品种，再逢高介入。

信用债市场方面，虽然信用值等级利差、期限利差已经很低，但机构缺资产的情况下信用债仍有压缩空间，且即使债市反弹，信用债（尤其是弱资质信用债）调

整幅度预计不大，因此信用债仍有配置价值，重点关注：（1）3 年期左右的信用债，票息视角适当挖掘。（2）短端等级利差过低，可以考虑止盈短端+性价比低+弱资质信用债。（3）担保债策略增厚收益。

权益市场方面，A 股在连涨之后，市场逻辑将从风险偏好修复到基本面转换，继续上涨需要更大推力和超预期因素，若没有明显催化预计市场或将回归结构性行情，进入一段时间整固期，配置上不宜过于激进，主要可关注以下板块：一是基本面较好的低价转债，尤其是成交量较高、正股修复预期较强的低价转债；二是无风险利率下行背景下的正股高股息转债。另外，近期转债密集触发下修，提议下修的个券增多，可以适时进行下修博弈。

【债券知识小课堂】什么是利率债指数基金？

指数基金相信大家已经很熟悉了，简单来说，指数基金选取特定的指数作为跟踪对象，并通过复制这只指数的全部或者部分成份券构建出一个投资组合，目标是获取跟这只指数相近的收益率。

就像股票市场有对应的上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 1000 指数、白酒指数等各种类型的指数一样，债券市场也有很多指数样本，比如各种利率债指数。利率债与信用债相对应，一般指的是由中央政府（财政部）和政策性银行（国开行、农发行、进出口行）发行的债券。这类债券以政府信用为依托，违约概率较小，因此这些债券最主要的风险不是信用违约，而是债券价格波动产生的风险，也就是利率风险。

为什么利率债指数能成为债券市场最常见的指数品种？主要是因为利率债发行频率较高、覆盖主流发行期限，并且存量规模大、二级市场流动性相对较好，无论从一级市场还是二级市场均能快速获得标的券，非常适合通过指数化方式进行投资，有利于指数产品的跟踪。

利率债指数还细分为政策性金融债指数、国开行债券指数、农发行债券指数、进出口行债券指数等不同的指数种类。跟股票指数不同的是，利率债券指数还会根据债券期限进一步区分，比如国开行债券指数就有 1-3 年国开行债券指数、1-5 年国开行债券指数、5-10Y 国开行债券指数等，类似的农发行、进出口行的债券指数也有非常细致的期限划分。

以上银中债 1-3 年国开行债券指数证券投资基金为例，基金投资范围明确投资标的指数为中债-1-3 年国开行债券指数。中债-1-3 年国开行债券指数的成分券包含国家开发银行在境内公开发行且上市流通的待偿期 0.5 至 3 年（包含 0.5 年和 3 年）的政策性银行债。该基金投资于债券资产的比例不低于基金资产的 80%；其中投资待偿期为 1 至 3 年标的指数成份券和备选成份券的比例不低于本基金非现金基金资产的 80%。

而上银中债 5-10 年国开行债券指数证券投资基金，跟踪的是中债 5-10 年国开行债券全价指数，中债 5-10 年国开行债券全价指数的成分券包含国家开发银行在境内公开发行且上市流通的待偿期 4.5 至 10 年（包含 4.5 年和 10 年）的政策性银行债。该基金投资于债券资产的比例也是不低于基金资产的 80%；其中投资于待偿期在 5 年-10 年（包含 5 年和 10 年）的标的指数成份券和备选成份券的比例也是不低于本基金非现金基金资产的 80%。

这两只基金的投资比例是一样的，且都投资于国开行发行的债券，最大的区别是前者主要投资 0.5-3 年的国开债，后者投资 4.5-10 年的国开债。国开行发行债券的信用风险虽然很低，但由于债券期限的不同，当债券市场利率出现涨跌时，长期限的国开债涨跌幅度往往要大于短期限的国开债。对应的 5-10 年国开行债券指数基金的波动幅度一般也会大于 1-3 年国开行债券指数。因此，大家在选择投资债券指数基金的时候，不能只看到是债券基金或利率债指数基金就觉得完全没有风险，还是要从基金名称、投资范围、跟踪标的来分析判定这个债券基金的风险收益情况，根据自己的风险偏好和承受能力选定一款适合的产品。

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。