

固收半月谈|央行降息对近期债市有何影响？

主讲人



马小东

上银基金管理有限公司
基金经理

7年证券行业从业经历，硕士研究生，拥有丰富的行业研究经验，擅长股票、可转债等权益资产的挖掘。历任上海博道投资管理有限公司、博道基金管理有限公司分析师；申万菱信基金管理有限公司研究员；上银基金管理有限公司高级研究员、基金经理助理。2023年7月起担任基金经理。

01 市场回顾

国内利率债市场方面，7月上旬央行密集发声表态将下场购债并开启临时回购操作，市场情绪一度转悲观，长债和超长债收益率明显上行；但大会之后央行意外连续调降OMO和MLF，资金面整体维持宽松，市场情绪好转，长债和超长债收益率持续创新低。具体来看，7月以来截至7月31日收盘，（1）国债方面，1Y国债收益率下行12BP至1.32%；3Y国债下行9BP至1.82%；5Y国债收益率下行13BP，收于1.85%；7Y国债收益率下行11BP至1.99%；10Y国债收益率下行6BP，收于2.15%。（2）政金债方面，1Y政金债收益率下行2-5BP；3-7Y政金债收益率下行9-13BP左右；10Y口行和农发债收益率下行9-10BP，10Y国开债收益率下行8BP，收于2.22%。

信用债市场方面，7月票息策略明显占优，降息带动债市全面做多热情。一级方面，市场参与火热，周度加权票面利率持续创年内新低。二级方面，信用债中短端整体跟随利率下行；同时配合严峻的资产紧缺，长周期和超长周期、低资质品种收益下行程度更深，7月普遍在15bp以上，其中超长期弱资质表现更为突出，7-10年弱资质城投债中债收益率下行30bp。最新来看，中短端信用利差尚在25bp左右，而超长端10bp左右，中短端利差保护更厚，信用债曲线比利率债更平。

权益市场方面，7月权益市场整体下跌，市场成交不活跃，整体情绪较低，其中沪深300下跌0.6%，上证指数下跌0.97%，深证成指下跌1.07%，转债表现不如正股，中证转债指数下跌2.54%。行业来看，表现较好的板块主要来自军工、商贸零售、非银和环保，整体上涨2%-5%，表现较弱的板块主要为煤炭、石化、纺织服装和轻工，整体下跌5%-10%。

海外市场方面，美国通胀数据超预期走弱，市场对美联储降息预期提升，但强劲的二季度GDP数据又打压了降息预期，欧美主要债市小幅上涨。具体来看，7月以来至7月31日收盘，法国CAC40上涨0.7%，德国DAX指数上涨1.50%，英国富时100上涨2.5%，标普500上涨1.13%；亚洲股市方面，恒生指数下跌2.11%，韩国综合指数下跌0.97%，日经225下跌1.22%。债券市场方面，德国10Y国债收益率下行14BP至2.35%；法国的10Y国债收益率下行28BP至3.01%；美国10Y国债收益率下行27BP，收于4.09%；英国10Y国债收益率下行13BP至4.07%。

02 市场展望

宏观方面，近期央行降息操作有三层含义，一是二季度以来经济数据偏弱，降息有宏观基础；二是大会强调保5%目标，因此积极的货币政策先行；三是央行在重构利率管控体系，在买卖国债暂未能操作的情况下，调降OMO和MLF引导长短端利率共同下行，能保证利率曲线合理。总的来看，债市目前偏顺风，即便央行管控长端和超长端，那在配置力量的支撑下回调幅度也有限。操作上建议超长端在关键点位前先观望，可考虑配置10Y以内的利率凸点拉长周期。

信用债市场方面，城投方面，近期城投信仰增强，建议重点关注3-5年城投债，此前1年期和3年期利差基本上消除，5年期在134号文的催化下快速收敛，关注5年有超额收益且信用风险可控的城投债。超额收益方面，可以关注民营龙头产业和央国企地产。

权益市场方面，展望后市，弱预期弱现实下，股票结构性震荡行情是主旋律，操作结构上，底仓建议关注现金流业绩稳定的低估值蓝筹以及部分跌出股息价值的品种，弹性仓位关注出海、给出清方向，同时结构性震荡行情里需在交易方面

加强行业高低轮动。转债方面，当前偏债转债调整较为充分，后续预计将有修复机会，一是绝对价格较低但信用风险较小的转债标的可以作为纯债替代；二是具有一定股性的大盘价值类的转债标的更符合当前的政策驱动和资金偏好。

03 债券知识小课堂：债券基金的种类及特点

债券基金一直是很多投资者比较青睐的基金品种，但债基中的各类细分也很多，许多投资者不太了解，这次我们就来介绍债券基金的类型和特点。

了解债券类基金之前我们先科普一下**债券基金所投资底层资产的分类**：

首先最常见的就是我们经常提到**利率债**和**信用债**，那这两个名词指的是什么呢？关于利率债，通俗而言，是由政府部门发行的债券，具体包括四种，一是由财政部发行的国债；二是由我国三家政策性银行，国开行、农发行和进出口行，发行的政策性金融债；三是由各地方政府发行的债券，即地方债；四是人民银行发行的中央票据。由于利率债的发行人都是中央或地方政府相关部门，有政府信用作背书，基本可以认为信用风险较低。所以，利率债的价格涨跌主要受市场利率变动影响，影响因素包括如宏观经济状况、通货膨胀水平、货币政策等等。

与利率债对应的是**信用债**，信用债的细分品种很多，目前发行规模相对较大的比如有短期融资券、超短期融资券、中期票据、公司债、企业债等，它们被统称为信用债。由于信用债是政府之外的企业发行的债券，信用风险相对更高，若企业因为经营不善，导致无法按期偿还债务，那么它发行的债券，利息和本金兑付就可能无法兑付。但风险和预期收益通常是正相关的，信用债的预期收益率一般会比利率债更高。为了在风险可控的情况下获取更高的投资收益，我们在日常研究过程中，会特别重视对信用债的风险把控，建立不同行业的企业信用分析框架，对企业做详尽分析以及持续跟踪、实地调研。

还有一个品种是**可转债**，简单的说，是可以转换成股票的债券。在转换之前，它是债券，和纯债一样有价值回归的特点，也可以获得票面利息；转换后，就兑换了相应数量的股票，因此股市的上涨也会带动可转债价格上涨。所以说，可转债兼具“债性”和“股性”的特点。当股市大涨时，持有可转债可以分得股市的一杯羹；即便股市大跌，可转债因其债券属性，也可以获得票面利息和本金。可以说进可攻、退可守。

下面我们开始介绍一下债券基金的分类，主要以下几种：

第一，纯债型基金，这类基金主要投资于国内依法发行上市的国家债券、金融债券、企业债券、公司债券、央行票据、中期票据、短期融资券、超级短期融资券、中小企业私募债、同业存单、可分离交易可转债的纯债部分、公开发行的次

级债、资产支持证券、债券回购、银行存款(包括协议存款、定期存款及其他银行存款)、货币市场工具、国债期货以及法律法规或监管部门允许基金投资的其他金融工具。

纯债型基金主要投资于利率债和信用债，不能直接在二级市场买入股票、权证等权益类资产，不能参与一级市场新股申购和新股增发，也不能投资可转换债券(可分离交易可转债的纯债部分除外)。

按照债券的期限长短，纯债型基金又可以分为期限配置小于1年的短期纯债型基金(短债基金)和期限配置超过1年的中长期纯债型基金。短债基金，因为投资债券组合的久期较短，因此被称为短债基金，与之相对应的就是中长期纯债基金。短期债券型基金，预期的风险水平和预期收益率高于货币市场基金，低于中长期债券基金、混合基金、股票基金。

一般来讲，债券的期限越长，相对应的预期收益率越高，但与此同时，它受利率波动的影响也越大；而期限较短的债券则会在流动性和赎回便利性方面更有优势。总的来说，这类产品比较适合不希望承担权益市场的巨大波动，同时又想让闲置资金有望创造一些收益的朋友。

第二，混合类债基，就是指以固定收益类金融工具为主的固收类基金，但可以投资股票、可转债等金融工具的债券基金。分为一级债基、二级债基和偏债混合基金。

一级债基主要投资于国债、金融债、企业债(包括可转债)等固定收益类金融工具。在此基础上，一级债基还可以适度参与可转债等具有股性的债券投资，以及一级市场的新股申购，但是，近年来随着监管政策的变化，一级债基参与新股申购的渠道已经受到了一定的限制。

有一些投资者认为一级债基就是纯债基金，这是错误的认知，一级债是可以投资可转债的。一级债基在主要投向债券资产的同时，可以利用可转债及可转债转股增强组合的收益。相较于纯债基金而言，一级债基的潜在收益和风险都更大，适合既不满足于纯债基金收益，又能承受小幅波动的投资者。同时，相较于二级债基和偏债混合型基金，一级债基整体在权益部分的暴露相对有限，受股市波动的影响较小。

二级债基可以投股票和可转债，一般波动比一级债基更大。二级债券基金主要的特点是可以直接投资股票、转债等，但投资于股票的资产比例不能高于基金总资产的20%，同时投资于债券市场的比例不低于基金资产的80%。也就是说在80%以外，具备了弹性空间。我们最常见的固收+可能大部分属于二级债基。合理的资产配置能够有助于收获一定的收益和降低投资组合的波动。那么对于普通投资者而言，股票和债券无疑是较为重要的两类资产，如果将股票和债券进行一定比例的搭配，会发现合理的股债配置可以在减少波动的同时提高风险收益比。

偏债混合型基金和二级债基的主要区别就是可用于投资股票资产的比例，在保证50-70%资产用于投资债券的情况下，剩余的20-40%可以完全自由发挥，甚至可以全部投资于股票。偏债混相比二级债基具有更高的波动，因此也适合风险承受能力更强的投资者。

第三，可转债基金，顾名思义就是主要投资可转债的基金。可转债基金的优势之一在于可转换债券定价机制非常复杂，一般投资者难以熟悉掌握，并且需要投入较多的研究精力。基金公司有专门的人员研究和跟踪可转换债券，比个人投资者具有专业优势。但是可转债因为具有较强的权益属性，可转债基金的波动可能和股票类基金更加相似，因此投资者也需要比一般债基更强的风险承受能力。

对于如何选择债券基金进行投资，因为不同的投资者有不同的风险偏好和收益要求，每个人都应该根据自己的风险承受能力和理财目标选择适合自己的债券基金产品。

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详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。