

债券市场近期回顾与观点

撰稿人：李楷

2023.0614-0625

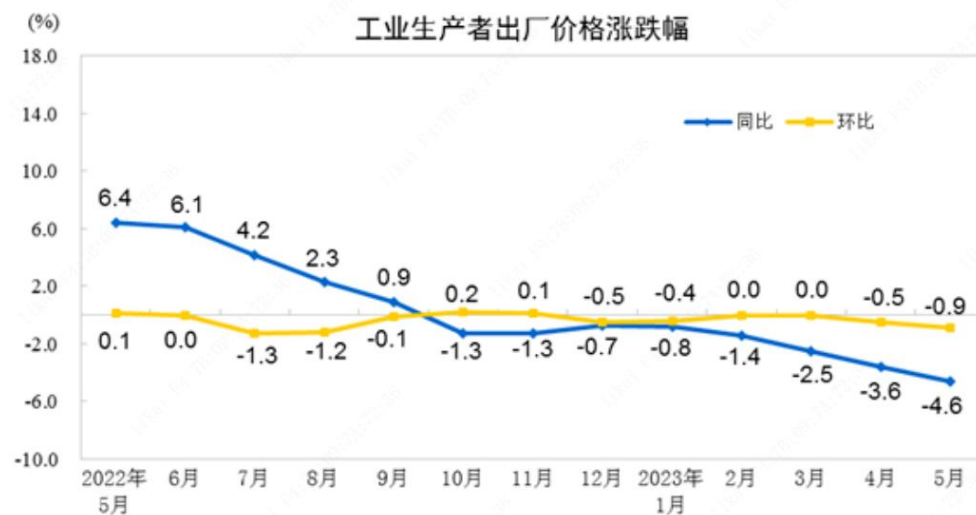
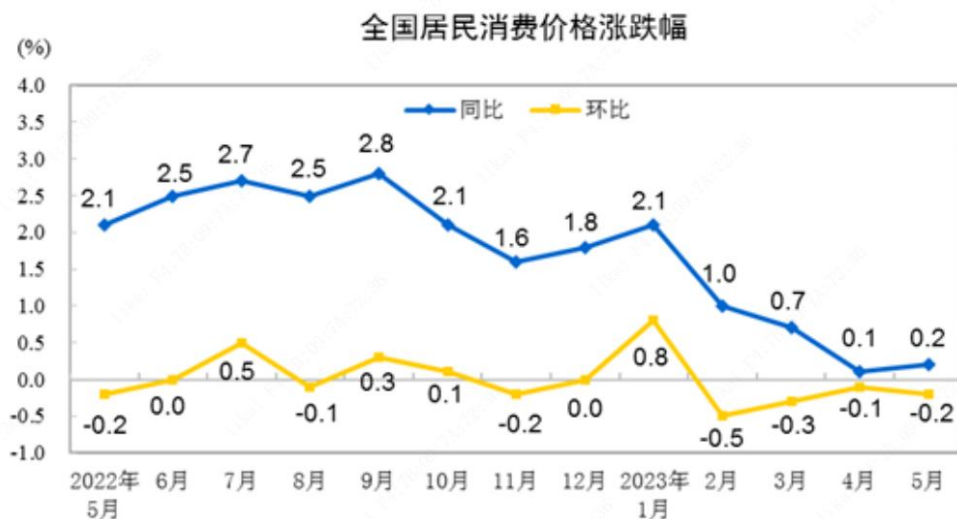
债券市场今年回顾：市场从年初到6月初历经了“弱现实，强预期”到“弱现实，弱预期”的转变。债市至今强于年初预期的原因主要有几方面（1）资金面持续宽松（2）经济复苏速度不达预期；（3）贷款、存款利率均低于去年，10年期国债利率依旧有做多的动力到去年的位置（3）由于贷款与发债比价效应等原因，企业债券供给端不足，加上需求端理财子、保险资管等配置力量修复。

根据债券市场当前客观数据和市场预期，结合对组合内债券基金经理的调研，总结近期的债市观点，以及固收策略可以关注一定的优化机会，主要角度有以下几个方面。

一、宏观和政策层面上

1、当前官方的宏观高频经济数据偏弱,房地产销售修复不及预期，数据层面验证了“弱现实”。

年初以来，PPI、CPI疲弱，指向消费和生产活力不足，并且边际走弱，对刺激政策的约束边际减弱；官方数据的验证，引发市场对7月会议出台刺激政策的预期上升。



2、降息尽管对债市形成一定支撑，但降息的动作进一步加强对刺激政策的预期。

实际上，市场在6月13日OMO降息后，普遍预计LPR（5年及以上）下调超过10bp；但是这个预期经历较高然后一定程度上落空的过程。回顾如下：

- 在央行行长易纲近日重提“加强逆周期调节”后，6月13日“三箭齐发”：
 - 一是央行将7天OMO下调10bp。自去年8月15日以来首次调整，实现“降息”。
 - 二是央行下调常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）利率10bp。
 - 三是国家发展改革委、央行等四部门对外发布《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，提到推动贷款利率稳中有降。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降。
- 最早6月7日，市场已有降息预期，至14日，受益于降息预期和落地的影响，短期内推动利率下行，市场当时已充分交易利好。而参照历史经验，在货币政策推行后，后续很可能结合推出的一系列增量的财政和经济刺激政策，例如，最近的一次2022年8月降息之后，债市阶段拐点在8月18日国常会出台一揽子增量政策中，第一次出现的财政增量。与此同时，当前对于市场关切的地产问题，政策端也明确在着手加以应对。

因此在MLF落地当天，在止盈和政策预期双重作用下，债市在6月15、16、19经历了三个交易日的调整。
- 直到6月20日 LPR公布：1年期、5年期均下调10个基点，其中5年期下调10BP不及市场预期的15bp。

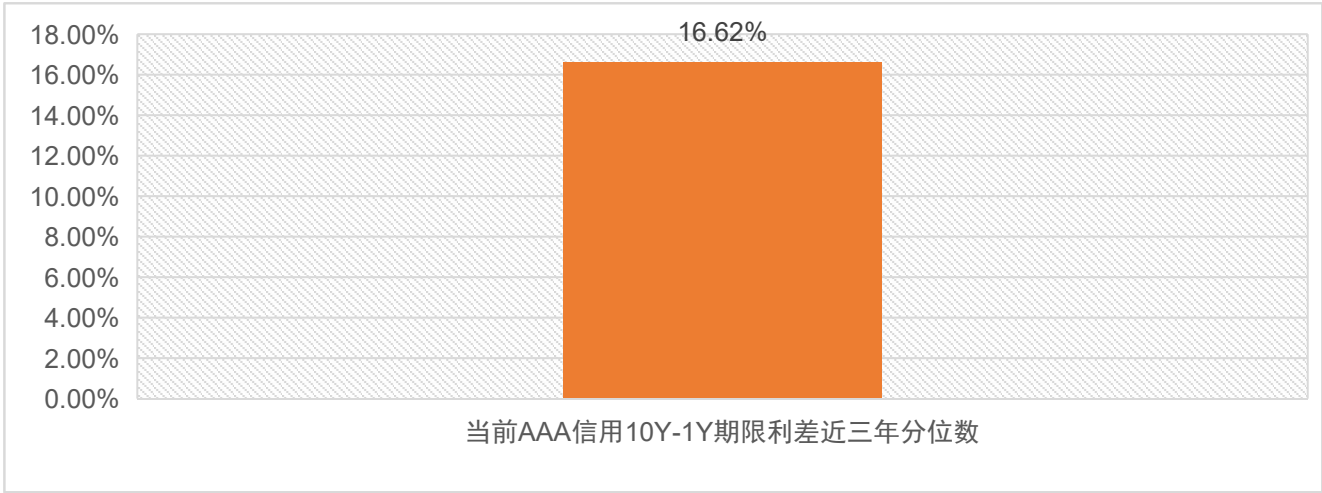
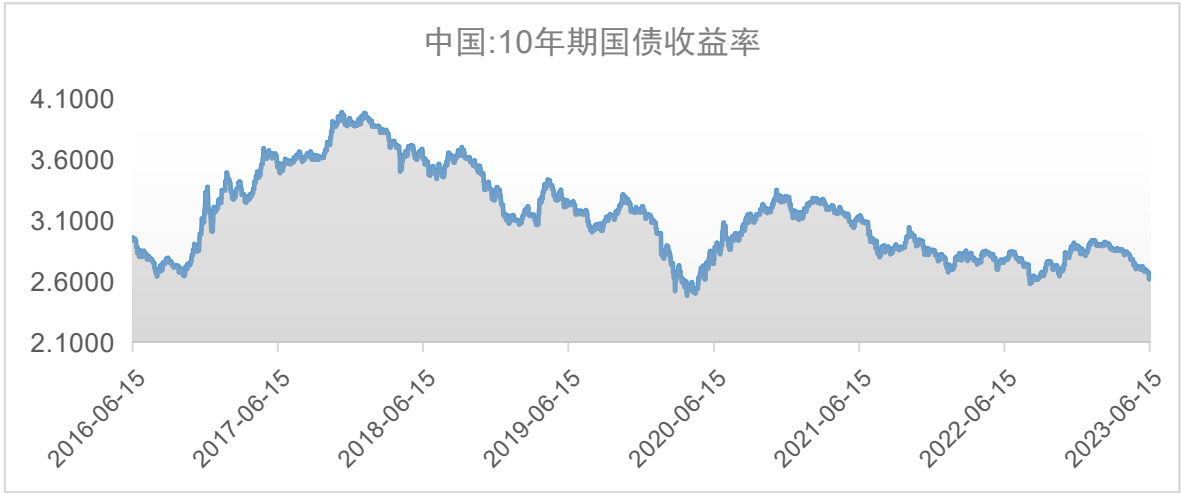
市场的预期下调15或更多的缘由：一是因为16日国常会提及经济刺激政策，二是参照2022年8月去年的经验，市场预期为1年期与5年期以上LPR呈现非对称式调整，因此预期5年期以上LPR下调15BP 落空。 债市20日开始止跌反弹。

但是具体力度和措施效果还需观察，这些政策的具体举措和推行效果是未来债市交易重心所在。例如，近期特别国债的传闻较多，尚不能确定消息的真实性，若属实则会对债市出现较大扰动。但考虑到年度经济目标5%，若上半年完成进度较好（考虑基数效应，上半年大概率超5%），则下半年出台超大规模刺激政策的可能性并不高。

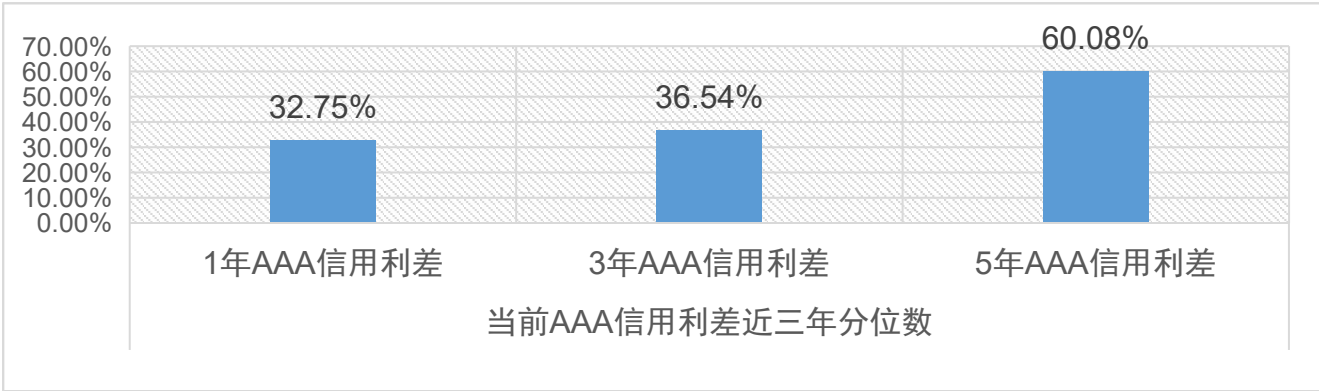
| 日期 | 到期收益率变动 | | | | | | | | 事件回顾 |
|-----------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------|-----------------|--|
| | 中债商业银行 二级资本债 (AAA-):1年 | 中债商业银行 二级资本债 (AAA-):3年 | 中债商业银行 二级资本债 (AAA-):5年 | 中债中短期票 据(AAA):1年 | 中债中短期票 据(AAA):3年 | 中债中短期票 据(AAA):5年 | 中国:中债国 债:1年 | 中国:中债国债:10 年 | |
| 年初至今 | -0.360 | -0.372 | -0.440 | -0.251 | -0.294 | -0.415 | -0.114 | -0.150 | |
| 2023/6/1 | -0.009 | -0.021 | -0.017 | -0.015 | -0.021 | -0.012 | -0.011 | -0.002 | |
| 2023/6/2 | 0.004 | 0.033 | 0.026 | 0.009 | -0.008 | 0.000 | 0.001 | 0.013 | |
| 2023/6/5 | -0.013 | -0.009 | -0.005 | 0.012 | -0.010 | 0.008 | -0.034 | -0.002 | |
| 2023/6/6 | -0.020 | -0.024 | -0.009 | -0.015 | -0.020 | -0.005 | -0.021 | -0.010 | 传中国大型银行评估下调存款利率 |
| 2023/6/7 | -0.028 | -0.032 | -0.032 | -0.009 | -0.028 | 0.000 | -0.022 | 0.000 | 尽调基金经理总结，市场存在预期：存款降息有可能传导到贷款端降息。易纲行长赴上海调研期间，提出“加强逆周期调节，全力支持实体经济” |
| 2023/6/8 | -0.003 | 0.004 | 0.007 | 0.001 | -0.002 | -0.026 | -0.007 | -0.001 | 中国大型银行下调存款利率落地 |
| 2023/6/9 | -0.012 | -0.039 | -0.043 | -0.009 | -0.020 | -0.006 | -0.025 | -0.012 | 易纲行长对经济增长和通胀表态，对通胀的态度从年初担心通胀到位于年均水平2%再到1%，对通胀的预期不断下调 |
| 2023/6/12 | 0.012 | -0.017 | -0.004 | -0.007 | -0.006 | -0.001 | 0.003 | 0.000 | |
| 2023/6/13 | -0.035 | -0.040 | -0.038 | -0.008 | -0.015 | -0.014 | -0.015 | -0.048 | 央行OMO操作超预期降息10BP，现券各期限下行3-4.5BP，社融低于预期。 |
| 2023/6/14 | 0.012 | -0.001 | -0.009 | -0.030 | -0.023 | -0.019 | -0.015 | -0.005 | |
| 总计 | -0.092 | -0.147 | -0.125 | -0.071 | -0.153 | -0.073 | -0.146 | -0.067 | 前半月信用债中端和利率债短端下行较多 |
| 2023/6/15 | 0.030 | 0.043 | 0.038 | 0.023 | 0.012 | -0.001 | 0.025 | 0.030 | MLF下调10BP，债市短期利多出尽，对宽信用的财政政策预期强烈，调整较大。 |
| 2023/6/16 | 0.051 | 0.055 | 0.045 | 0.040 | 0.041 | 0.029 | 0.020 | 0.014 | 资金面因税期略有收敛，债市延续调整 |
| 2023/6/19 | 0.076 | 0.062 | 0.050 | 0.034 | 0.049 | 0.032 | 0.020 | 0.025 | 债市延续调整 |
| 总计 | 0.158 | 0.160 | 0.133 | 0.097 | 0.102 | 0.061 | 0.065 | 0.070 | 三天调整中二永债上行较多，一方面是流动性较好，一方面是年初至今下行较多 |
| 2023/6/20 | 0.002 | -0.014 | -0.015 | -0.002 | -0.001 | 0.005 | 0.010 | -0.013 | LPR下降10BP，未呈去年不对称式下调，5年期下调幅度处于市场预期的下限，资金边际转松，因此债市反弹，股、商的顺周期板块调整。债市预计在相关政策出台前已企稳，维持窄幅波动 |

二、债券市场自身层面上

- 1. 从10年国债收益率来看，目前利率尽管难言有较大上行压力，但是向下的空间也有限，博弈利率继续大幅下行性价比低。
- 2. 从短债和长债的性价比对比上，AAA信用10年-1年的期限利差近三年已在20%以下，这说明信用债长端性价比在降低，而公募债基绝大多数配置信用债，采用杠杆+票息策略，目前公募久期和杠杆水平较高，因此需要继续关注资金面的变化；
- 3. 若不利情形发生时，利率向上变动，短久期资产调整压力更小。综合考虑风险与机遇，尽管没有大幅调整压力，但是降久期在当前情形能够提高风险收益比，更好应对波动。当前是一个比较好的优化时点。

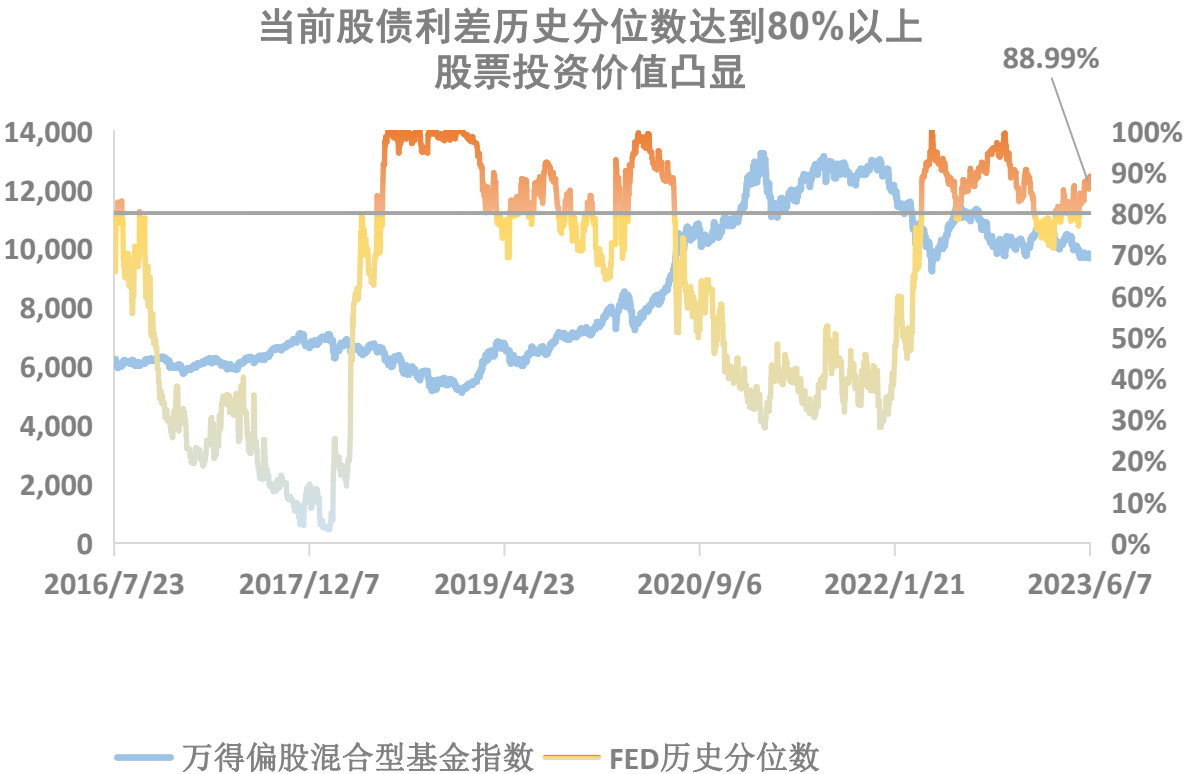
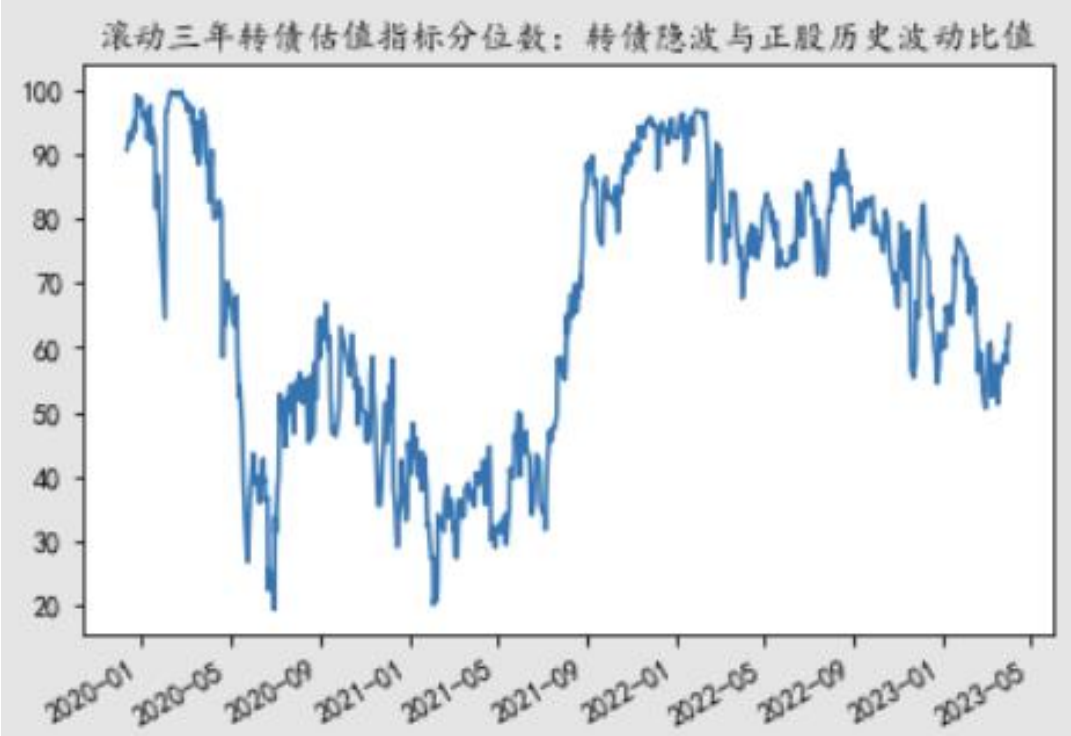


➤ 当然，信用利差上仍有一定保护，压缩程度好于去年债灾调整前；并且去年债基的回撤，后半段更多是由于信用债的流动性踩踏造成。而今年机构有意识优化负债端结构和流动性管理，因此对债市整体也不必过度悲观。



二、债券市场自身层面上

➤ 转债自身估值的绝对水平不低，但市场预期再难回以往；从三年相对估值的角度，当前转债自身估值水平处于**60%分位数左右，比较适合**；结合股债性价比指标考虑，含权的转债性价比较好。固收+产品中，配置偏中短久期，稳健的票息策略+积极含权资产，利用资产端的负相关性，能够减少波动，风险收益比较好。



三、近期尽调观点

1、南方基金李璇：

当前公募基金整体的杠杆仓位、久期都比较高，接近近年高点。当前**10Y**收益率在**2.6**较为底部的水平，虽然也没有看空债市的理由，但是对于投资者来说，当前债券部分大概只能获取到静态的票息收益，性价比不高，年初久期**3**已调减久期为**1**，不加杠杆，拿二永作票息策略，加大转债仓位，通过组合减少波动。

2、摩根基金任翔：

债市收益率年初以来一路下行，背后最重要的因素还是一个基本面的驱动。我认为当前的收益率基本是比较合理地反映了现在经济增长的状况，所以下半年市场的收益率处于震荡，可能维持现在水平，变化不会太多。

降**LPR**比较的是两种情景，第一种今天就下调 **15** 个**BP**，第二种今天下调**10BP**，后面如果觉得不好再下调**5BP**，从政策的角度来讲，是会更有效的。如果说地产逐渐企稳了，其实没有必要再继续，如果不好，还可以继续再下调**LPR**，释放两次积极信号。

3、永赢基金杨凡颖：

城投兑付越来越难，信用风险事件发生后会加大区域分化加强。不排除整体上行，但对于高等级**2A+**及以上，届时反而是好的介入点。

目前认为**2**年以上低流动性的、低资质的券性价比已相较年初下降。高等级短端的更优，目前组合是**1.5**年内做骑乘作为票息配置端。

如果刺激政策出台，市场会交易两个阶段，分别是出台+实际效果，那么在第一个阶段会选择加仓而不是卖出，因为觉得政策不会是大规模持续性的强刺激。资金面若会出现大波动，前提应该是降息+刺激，信贷出现真实回升后。今年基调还是偏高质量增长，刺激政策也要观察效果。

回顾和观点总结——谨慎乐观

➤ 需要关注或优化的因素：

- (1) 对债市最利好的政策已经出台，短期内也很难继续推出，后续最大可能是出台刺激经济的政策，方向上是不利于债市的
- (2) 从短债和长债的性价比对比上，**AAA**信用**10年-1年**的期限利差近三年已在**20%**以下，这说明信用债长端性价比在降低，而公募债基绝大多数配置信用债，采用杠杆+票息策略，目前公募久期和杠杆水平较高，因此需要继续关注资金面的变化；若不利情形发生时，利率向上变动，短久期资产调整压力更小。
- (3) 城投不时面临舆情，尽管市场普遍预期公开标债违约风险低，但如果爆发风险事件，短期公募债基的底层大多持有的**AAA**、到期短的信用债，受市场估值冲击和信用违约的冲击也会相对更小。
- (4) 从股债性价比和转债的估值分位数来看，当前时点，权益性价比更高。固收+产品中，配置偏中短久期，稳健的票息策略+积极含权资产，利用资产端的负相关性，能够减少波动，风险收益比较好。
- (5) 年内**LPR**实际仍有一定下降空间，若地产数据仍不及预期，后续可能会进一步释放积极信号。

➤ 支撑债市的因素：

- (1) 尽管7月会议预计继续出台刺激政策，但市场更关心实际的举措力度和反映在经济数据上的成果，根据调研结果来看，观点是**5%**的经济目标意味着大规模刺激政策必要性不高。具体要结合上半年具体实际**GDP**增速，由于基数效应上半年总体应该破**5%**难度不大；若不达预期，下半年政策力度可能会相对偏大。基本面因素，难言债市大幅看空。
- (2) **LPR**下调处于市场预期下限，这短期内弱化了市场对后续地产政策的预期。**LPR**的进一步下调仍需要继续呵护银行净息差，目前仍在**1.8**警戒水平，存款利率仍有动力下调，由于比价效应，会对债市形成支撑。在银行存款利率下行的背景下，理财配置力量可能继续增强，这利好短期限信用债、短期利率债和同业存单等品种。
- (3) 相较去年**10**月，当下债市有利因素在于，信用利差未压缩到极致；理财子和公募流动性管理增强；目前也未看到大幅调整的利空因素，债市整体言空为时尚早，作为重要的一种大类资产即使在当下依然不可或缺。