

# 天算不如人算：关于债基新规和仍会下降的信用利差

## 报告要点：

● 按照最新的债券基金指导意见，其投资 AA+级别信用债的规模不能超过总信用债规模的 20%（此前为 50%），且只有 AAA 信用债才可使用杠杆。

● 这个指导意见不会太大程度引起债券基金配置结构的变化：

1) 按照去年债券公募基金的年报，在债券基金所重仓的信用债中，AAA 级信用债的持仓达到 77.6%，AA+及以下的信用债持仓为 22.4%，按照此比例进行推测的话，债券基金的信用债配置略超标准，后续只需稍作调整即可；

2) 之前虽然要求偏宽，但债券基金的中低评级债券是严重欠配的，这源于市场在大量违约后的自发避险的结果，这已经是市场最大的安全垫；

3) 此外，这个意见应该是新老划断的，应不会引起存量中低评级信用债的抛售。

● 对于大多数新的非纯信用产品来说，甚至都可以不减配中低评级信用债，只要再多配 12% 的 AAA 信用债，中低评级信用债的配置即可达标。从总的债券基金重仓结构看，信用债仓位只有 17.6%，这意味着，从利率债、同业存单或转债上挪过来 2.1% 左右的仓位即可。

● 这不太会引起信用利差出现太大变化，在持券结构变化不大的情况之下，我们还应该关注广义基金总的规模变化：

1) 按道理讲，广义基金不太会出现明显降速，毕竟 M2 当前仍然在持续上升；

2) 当然，去年 11 月份之后，债券型基金的规模增长速度的确降幅明显，这个变化应该不是宏观上的货币供应量造成的，而更可能是市场情绪所导致的；

3) 这和去年 11 月后信用利差的飙升是相互匹配的，但如今信用利差已在向下恢复，广义基金规模也可能会重新增长，且回到货币供应量那个轨道上去。

● 当然，这个新的管理办法会进一步夯实信用分层的格局：

1) 从 2018 年之后，信用体系就以 AA+ 为分水岭被撕开了一道越来越明显的裂口，不同级别的信用利差也南辕北辙；

2) 之前的信用裂口，是在 2018 年后逐步密集的信用违约下，市场的集体避险所导致的，目前来看，这个政策出于保护市场的考虑，让这个裂口更加难以弥合。

● 这对于民营企业不是一件好事：

1) 在分水岭（AA+）以下，民营企业的家数占了 27%，而对于 AAA 这个级别的企业来说，民营企业只占了 6.4%，这意味着信用供应是有偏的；

2) 风险其实没有消失，只是被挪来挪去而已，可以看到，政策选择让金融层面尽可能规避风险，实体企业的风险就不会下降。

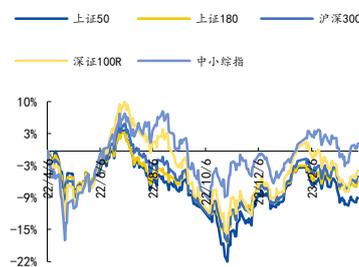
● 在投资上，宏观层面仍然指向信用利差大概率下降，这意味着在风险控制的前提下，当前做一些信用下潜，仍然可以买在收益率的相对高点。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

## 主要数据：

上证综指：	3272.86
深圳成指：	11726.40
沪深 300：	4050.93
中小盘指：	4218.22
创业板指：	2399.50

## 主要市场走势图



资料来源：Wind

## 相关研究报告

- 《关于同业杠杆的三两事》2023.03.26
- 《美联储的面子和里子：欲言又止的美国加息》2023.03.23

## 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188