

行到水穷处，坐看云起时

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

一、2022 年四季度债券市场回顾

四季度，防疫和地产政策调整，经济好转预期加之理财赎回放大波动，债券收益率快速上行创新高，直到年末在央行流动性投放加码下高位回落。

10 月：假期后多地疫情散发，经济重新走弱，收益率小幅回落。

十一放假前一周，债市明显调整。主要有三点原因，一是汇率走贬加上季末资金面偏紧，引发市场关于央行收紧流动性的担忧；二是市场对于假期过后政策变化有所担忧，机构不敢持券过节；三是 9 月下旬经济数据延续 8 月以来的边际企稳，10 年国债收益率上行至 2.76%。

假期归来，由于假期数据不佳、多地疫情再起、资金重回宽松，债券收益率转为下行。此后收益率月内延续回落态势，一是官媒连续发文坚持动态清零，防疫政策调整的预期部分证伪；二是大会报告延续此前思路，在防疫和地产等关键课题方面没有超预期表态，使得明年 3 月全国两会前出台重磅政策的概率下降；三是 Q3 经济数据发布，地产和消费疲软的格局未变，加之 10 月高频数据受疫情反复和季节性因素影响再次回落，10 月 PMI 录得 49.2，初步验证基本面连续企稳两个月后重新走弱；四是资金面偏紧制约了 10 月利率下行幅度，直到 10 月 26 日美元指数失守 110 关口为 9 月 20 日以来首次，离岸人民币收复 7.2，日内涨幅创历史记录，外汇贬值压力缓解后资金宽松预期上升，带动利率明显下行，10 年国债收益率回到 2.64%，即节前下跌之前水平。

11 月：“二十条”落地，具有转折性意义，收益率快速上行创新高。

11 月伊始，债券收益率就被一系列防疫调整传闻裹挟上行，10 年国债收益率从低点 2.64% 上行至 2.7% 整数关口，相关市场讨论出现了越来越热的态势。11 月 10 日晚，政治局常委召开会议研究进一步优化防控工作的二十条措施，与 7 月底常委会议相比，此次会议更关注对防疫政策的调整。11 月 11 日午后，卫健委正式公布了二十条措施，包括密接“7+3”调整为“5+3”、不再判定次密接、

“高中低”风险区调整为“高低”两类、取消入境航班熔断机制等。11月12日下午，国务院联防联控发布会释放了更明确的调整信号，表示“公共政策制定是两害相权取其轻”、未来调整路径是继续稳中求进“走小步、不停步”。

至此，防疫政策调整迈出了具有转折性的一步，虽然月内央行宣布降准、经济数据全面走弱，但是债市总体转向不利立场。期间伴随地产“十六条”和“三支箭”发布，叠加资金面持续偏紧与理财赎回压力，机构出现踩踏式出逃。截至11月30日，10年国债收益率上行至2.9%附近，创逾一年多新高。

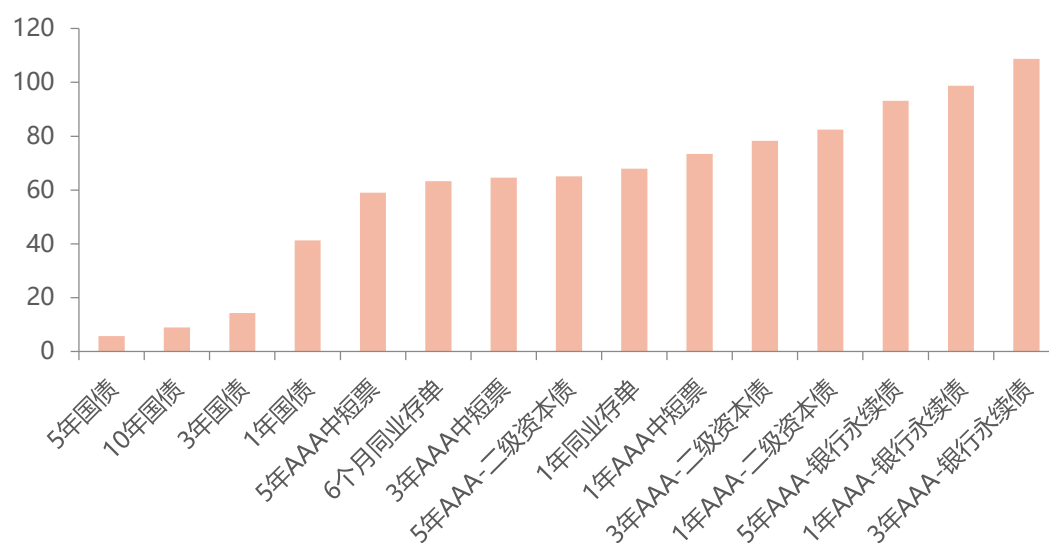
12月：“新十条”落地，过峰进度加快，收益率冲高回落。

二十条落地后疫情迅速反扑，11月底多个特大城市在抗原自测和居家隔离方面已经自下而上地实现突破，市场预期防疫政策将进一步调整以应对新形势。12月7日，“新十条”正式落地，与“二十条”相比，新十条主要变化包括：除特殊场所外不要求提供核酸阴性证明和健康码；不再对跨地区流动人员查验核酸阴性证明和健康码、不再开展落地检；不按行政区域开展全员核酸检测；可支持抗原检测；允许密接和无症状轻症感染者居家隔离等，防疫调整基本一步到位。同一天，中央政治局会议召开，没有超预期的强刺激表态，宏观政策主线为供改与扩需结合、质的有效提升和量的合理增长结合，推动经济运行整体好转。

新十条和政治局会议落地后，长端利率债率先利空出尽，10年国债收益率自12月6日最高点2.95%附近开始回落；同时信用债受理财抛售影响而继续承压，3年AAA收益率上冲至12月13日最高点3.56%附近，随后央行14天逆回购投放连续加码，隔夜回购利率下降至0.55%创记录新低，异常充裕的流动性环境之下，理财抛压缓解，信用债波动平缓，3年AAA收益率也开始回落。

图 1：四季度债券收益率变动

主要券种收益率变动 (10.1-12.22)



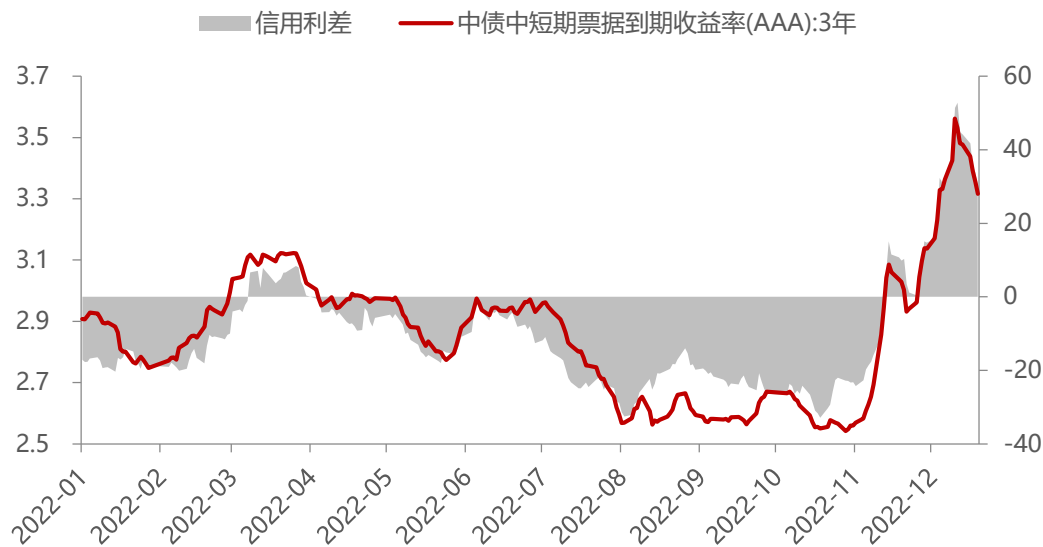
数据来源：Wind、东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现。

图 2：四季度期限利差走势



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 3：四季度信用利差走势



数据来源：Wind、东方红资产管理

二、2023 年一季度投资展望

1、疫情影响先升后降，内需改善是大方向

2022 年 8-9 月内需呈现明显的边际改善迹象，但是 10 月以来，受疫情形势再度严峻等因素影响，内需再度走弱，同时出口数据也持续大幅回落，导致 Q4 宏观经济表现较差。随着 Q4 疫情防控政策方向开始系统性调整，尽管短期内疫情对经济的影响会快速放大，但相信随着感染峰值的到来及退去，疫情影响也会逐渐减弱，内需改善仍然是之后宏观经济走向的主线。

出口方面，美国 ISM 制造业 PMI 对美国季调后库存总额同比有较好的领先性，且从 2005-2009Q3、2011H2-2016Q3 两轮去库周期看，美国季调后库存总额同比增速的下行时长不会比 ISM 制造业 PMI 的下行时长短。2019H2-2020H1 这一轮美国的去库时长确实比 2018Q3-2020Q1 美国 ISM 制造业 PMI 的下行时长短，但这也主要是由于疫情的冲击。本轮美国 ISM 制造业 PMI 的下行始自 2021 年 3 月，到 2022 年 11 月（已跌破荣枯线），还处于下行过程中，已历时 1 年 8 个月，可以预计本轮美国去库时长也不会比这一时间短。考虑到本轮美国去库始自 2022 年 6 月，则大概率美国在整个 2023 年都会处于去库过程，这意味着无论终端需求衰退幅度如何，渠道去库都在所难免，且时长和幅度都不低，因此外需将持续承

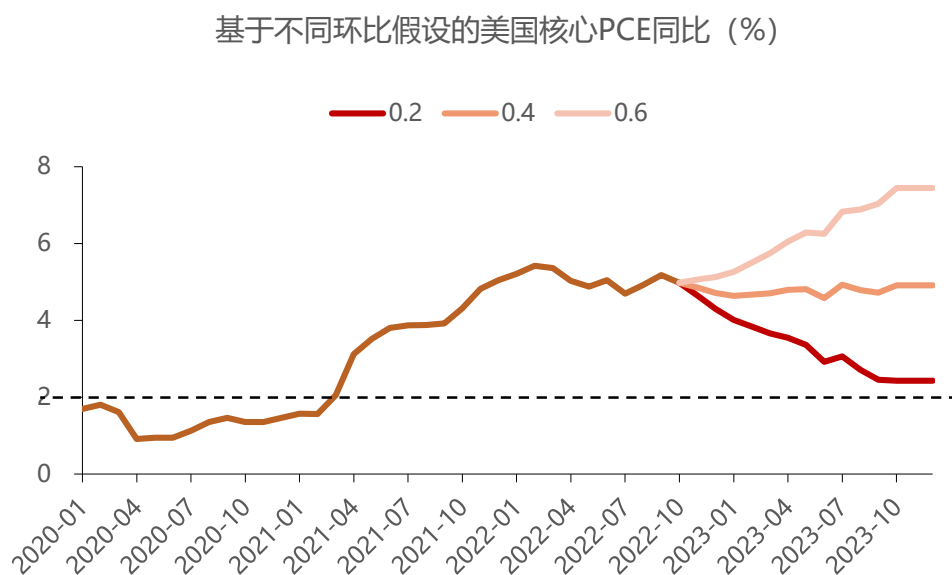
压。且联储在 2023 年降息的可能性不大：尽管从历史来看，1980 年代以来联储的加息→降息，联邦基金目标利率都是在达到峰值后就开始下降，而不会在连续好几次议息会议上都保持不变，但鲍威尔已经在 2022 年 12 月的议息会议上明确指出预计 2023 年不会降息，因为联储不会在通胀率降至 2%之前考虑降息。而按照偏乐观的美国核心 PCE 环比 0.2%计，到 2023 年底，美国核心 PCE 同比也仍然在 2%以上（2.4%）。由于通胀目标的优先性，在核心 PCE 同比回到 2%之前，联储大概率都不会采取降息这样的刺激需求但可能再度引致高通胀的行动。因此预计 2023 年出口同比降幅依然会偏大。

图 4：美国 ISM 制造业 PMI 领先于美国季调后库存总额同比



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 5：美国核心 PCE 同比在 2023 年难以回到 2%



数据来源：Wind、东方红资产管理

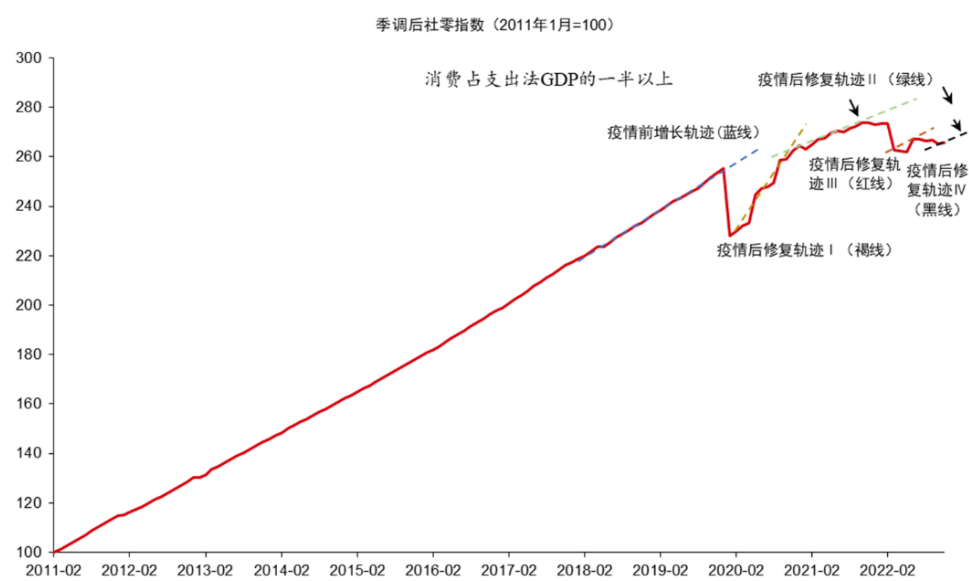
消费方面，结合美国个人储蓄存款占可支配收入的比例在 2021 年 3 月之后快速下降，最终降至目前显著低于疫情前的水平来看，疫情导致的较高的预防性储蓄，在疫情管控政策调整的背景下，不会是常态，居民部门的超额储蓄最终会以消费、投资等形式向企业部门存款转化。节奏上受两点因素影响：

其一是居民对未来现金流的预期。一方面，疫情管控政策调整后，对居民预期影响最大的因素，从疫情管控政策变为病毒本身（居民感染后对其劳动能力的冲击）。随着居民逐渐建立起针对当前新冠病毒的特异性免疫反应，后续病毒新变种的冲击将持续边际减弱，相信最终不会对居民工作和生活产生显著影响。但 2023Q1 居民消费可能还是会受到新增感染人数偏多的压制。另一方面，外需走弱也会对居民部门的预期产生不利影响（出口产业链涉及 2 亿人就业）。

其二是部分居民和小微企业的资产负债表仍需修复。2020-2022 年受疫情冲击最大的企业实际上是被工业增加值等规统计数据掩盖的规下部分，即吸纳大量就业的小微企业（规模小，资金实力弱，经不起疫情反复冲击），存活下来的小微企业资产负债表受损严重，就职于这些小微企业的居民的资产负债表亦受到相当大冲击。对这些主体而言，修复资产负债表才是当务之急。因此从消费修复节奏上，预计整体居民部门不会同时开始修复，更可能是那些收入和储蓄基础受疫

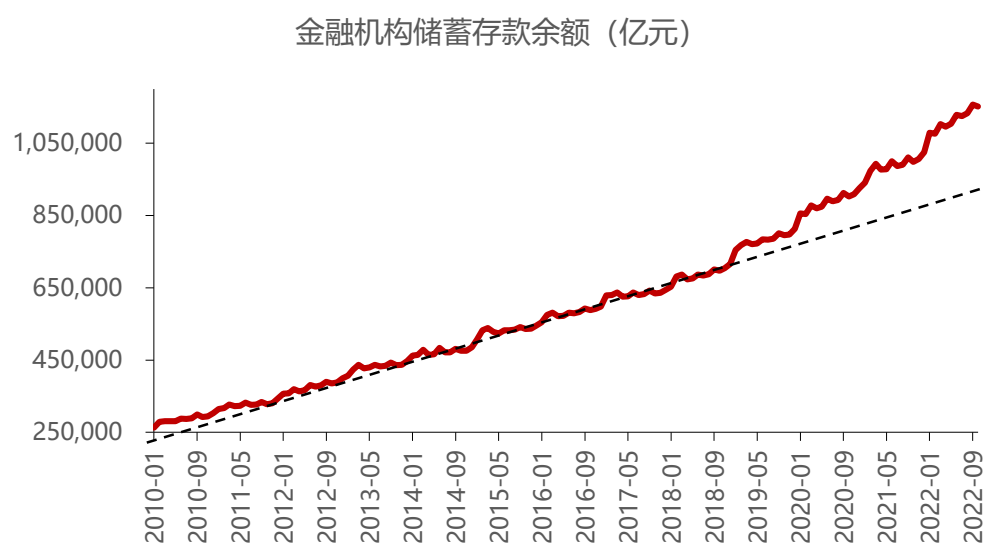
情冲击较小的居民先开始修复。尽管消费恢复节奏存在变数,但从大的方向来看,参考韩国和新加坡等周边经济体在防疫政策放松后的经济表现,整体上防疫政策放松力度越大,消费改善的幅度也越大。因此对 2023 年全年消费的修复仍然比较乐观。

图 6：2020 年以来消费逐级下台阶



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 7：2020 年以来居民部门累积了大量的超额储蓄



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 8：疫情管控政策调整背景下，预防性储蓄不会是常态



数据来源：Wind、东方红资产管理

投资方面，

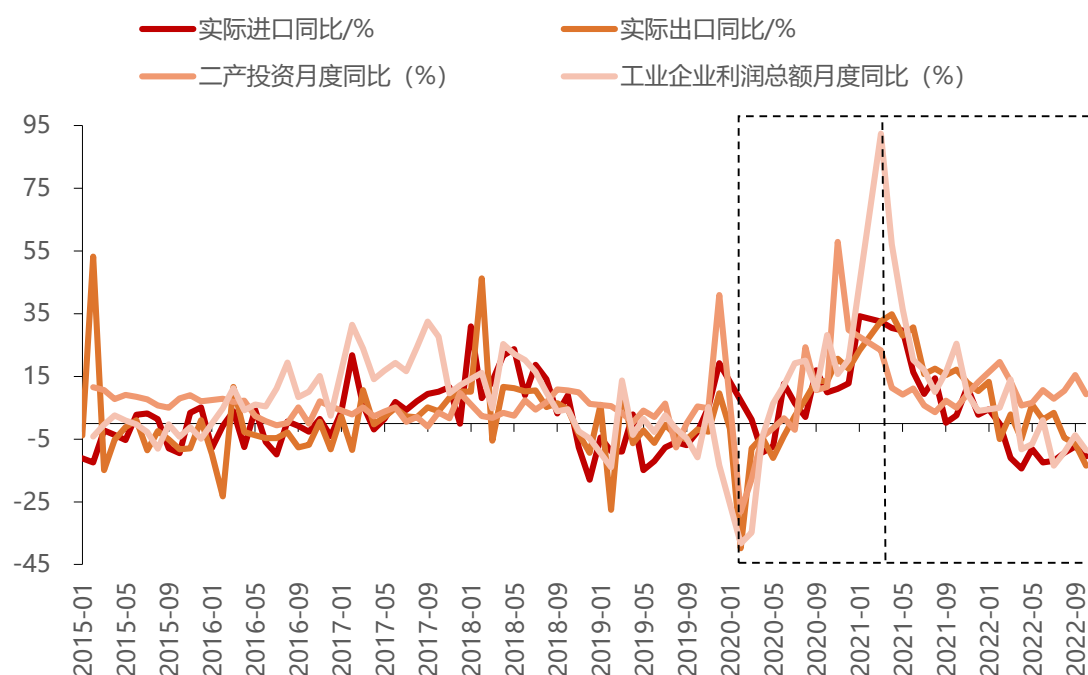
1) 制造业投资：从历史数据看，实际进/出口、二产投资、工业企业利润基本同周期变化（经济意义上不应看名义出口和利润，而应该看实际出口和产能利用率，因为扩大资本开支进而提升产能，势必发生在产能不足、产量无法满足需求时。当产能利用率不高时，即使销售和利润情况再好，企业也没有必要扩大资本开支）。在 2023 年外需整体承压的背景下，制造业投资增速下行压力也较大。新增产能上，从整体看目前并不缺产能：2022Q3 国内工业的产能利用率为 75.6%，较此前高点 2021Q2 的 78.4%已下降 2.8pct，在 2023 年海外订单可能偏弱的情况下，制造业企业整体扩产能的必要性并不大。产能更新上，外需的承压将令企业推迟产能更新计划，这从 2000 亿元以上设备更新改造专项再贷款投放弱于预期即可见一斑。

2) 地产投资：可拆分为土地购置费和建安投资两部分。土地购置费月度同比与滞后 9 个月的土地成交价款月度同比有较好的拟合关系，因此后续土地购置费月度同比降幅可能进一步扩大。建安投资方面，当年施工面积=当年新开工面积+上年施工面积-上年竣工面积-当年净停工面积，建安投资=施工面积×施工强度×建材价格，其中施工强度即单位面积投入的建材物料数量。考虑到新开工与

当年拿地情况直接相关，在 2023 年地产销售依然偏弱的假设下，新开工和拿地面积同比也只是降幅相较 2022 年收窄而难以转正。保交楼政策压力下净停工面积较 2022 年应当有明显下降，因此 2023 年建安投资同比降幅相较 2022 年会有所收窄。但受土地购置费拖累，地产投资同比仍然承压。

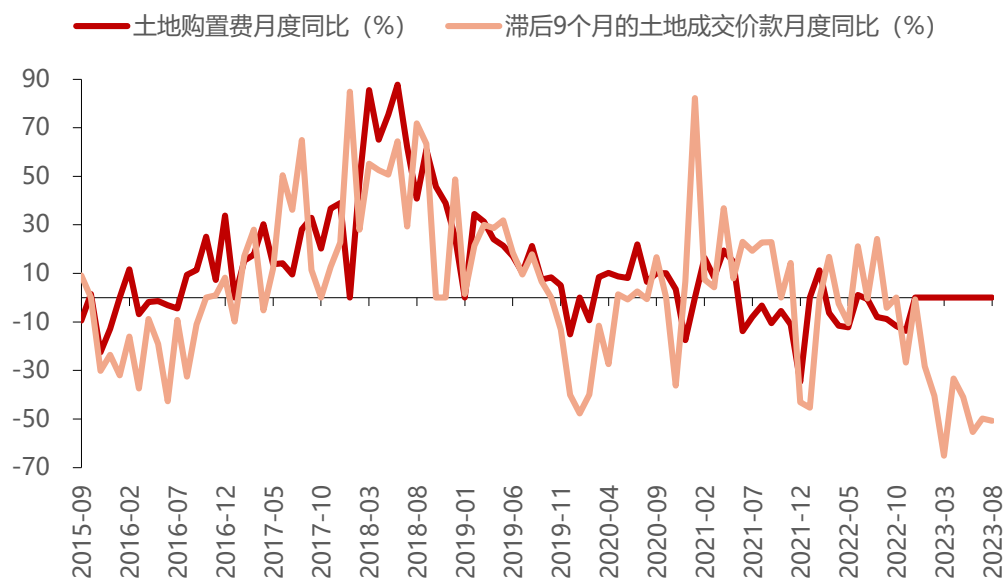
3) 基建投资：项目和资金均不会构成阻碍。目前交通类基建项目的储备依然充足，且政策层面在 2022 年对基建项目已经做了扩容，地方申报 2022 年第三批地方政府专项债项目时，在交通基础设施、能源、保障性安居工程等既有九大领域的基础上，将新型基础设施、新能源项目也纳入申报范围。资金方面，2022 年在一般公共预算和政府性基金两个来源之外，新增了 3000 亿元+3000 亿元以上的政策性、开发性金融工具作为基建项目资本金来源，对应到项目投资，打满杠杆可以放大 10 倍。考虑到 2022 年基建投资增速已经较高，2023 年基建投资增速可能有所回落，但仍将保持在高位。实物工作量方面，8-9 月基建投资转化为实物工作量的进度明显加快，预计 2023 年这一趋势将保持，基建投资增速和水泥、沥青等相关产品产量增速的差异将显著缩小。

图 9：实际进出口、二产投资、工业企业利润基本同周期变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 10：土地成交价款同比领先土地购置费同比 9 个月左右



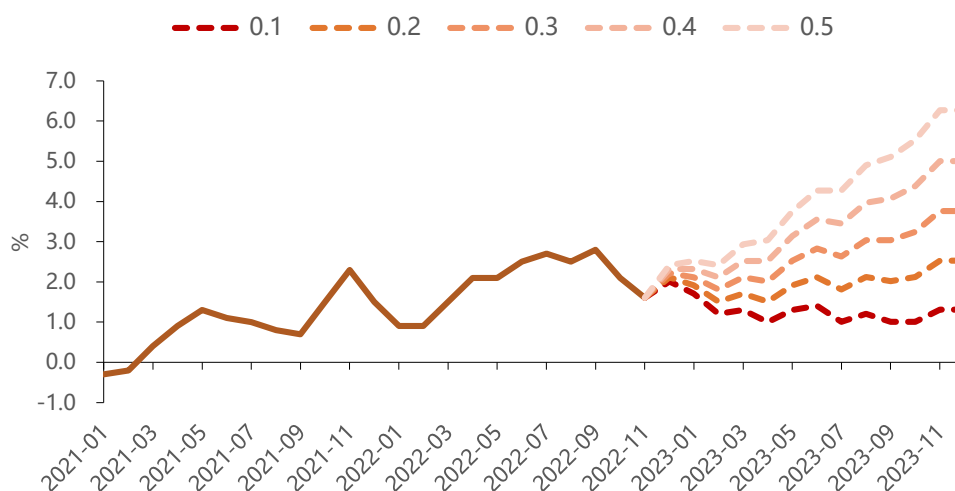
数据来源：Wind、东方红资产管理

2、预计 2023Q1 的 CPI 同比中枢在 1.7%左右，PPI 同比中枢在-0.5%左右

考虑到美国已进入一个持续时间可能较长的去库周期，无论其终端需求衰退幅度如何，大宗商品价格大幅上涨，从而对国内构成较大输入性通胀压力的可能性都不大，因此 PPI 也很难有大幅上涨。食品价格方面，2022 年生猪均价不算太低（19 元/kg 左右），即使考虑到散户补栏意愿很弱，规模猪场在 2022Q4 的大规模去库将令 2023 年猪价有所支撑，但预计也不会出现较 2022 年均价非常大幅度的上涨，食品价格整体压力有限。可能超预期的还是核心 CPI：从历史数据看，核心 CPI 同比与餐饮收入/房价同比有一定的相关性。随着疫情管控政策调整后服务消费场景的恢复，核心 CPI 同比可能会出现超预期上涨。预计 2023Q1 的 CPI 同比中枢在 1.7%左右，PPI 同比中枢在-0.5%左右。

图 11：预计 2023Q1 的 CPI 同比中枢在 1.7%左右

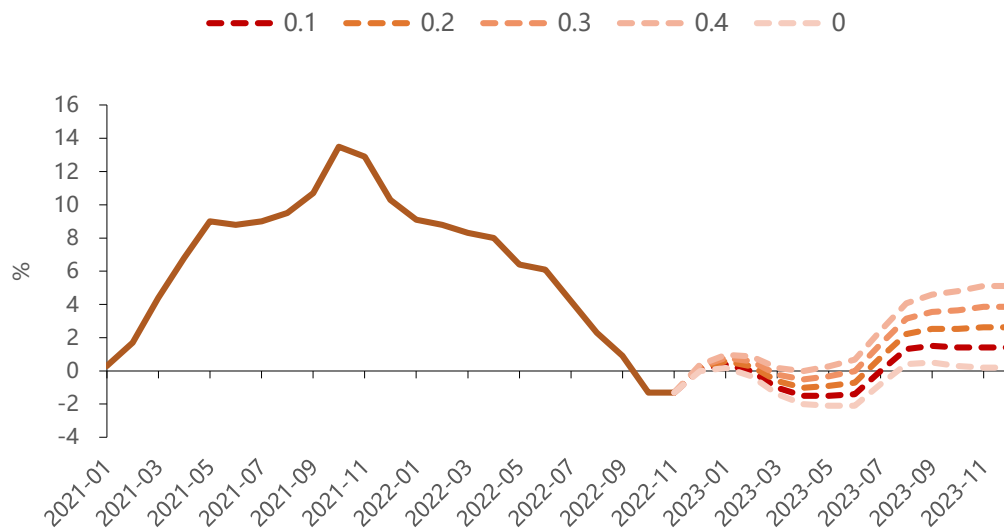
CPI同比走势预测（基于对2022年12月起不同CPI环比的假设）



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 12：预计 2023Q1 的 PPI 同比中枢在-0.5%左右

PPI同比走势预测（基于对2022年12月起不同PPI环比的假设）



数据来源：Wind、东方红资产管理

3、货币和财政政策维持积极取向

货币政策方面，尽管当前 M2 同比增速仍处于 2016 年以来的高位，但信贷同比增速仍在底部，宽货币仍远未带来宽信用。结合中央经济工作会议强调要保持

流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，以及官方“总量要够”表态来看，后续货币政策有望继续维持积极取向。

财政政策方面，中央经济工作会议提出积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具。加之 2023 年为保内需而保持基建投资高增的必要性，预计 2023 年财政政策有望继续维持积极取向。

三、2023 年一季度债券投资策略

1、利率债方面，一季度是利率交易风险相对较低的窗口期。

从历史经验来看，大多数年份的四季度债券收益率波动最高，一季度波动最低。即跨年过后，市场波动大概率边际收敛，主要因为：（1）前一年末中央经济工作会议政策定调已经落地；（2）年初处于宏观数据发布的真空期和高频数据的春节扰动期；（3）岁末年初流动性通常较为宽松，且降息降准落地胜率较高，因此一季度的时间窗口对债市而言通常较为友好，交易风险较低。

就目前而言，市场短期内仍然处于感染高峰期和货币宽松期，一方面是全国地铁客运量和拥堵延时指数仍在下滑，仅部分率先达峰城市的社会面活跃度小幅回升，包括商品房成交、乘用车销售、主要行业开工率等高频指标继续探底；另一方面是央行加大岁末年初的流动性投放力度，负债端波动趋于平稳。

后续需要警惕的风险是更多城市感染达峰和结束后，如果高频指标开始回暖，利率债可能从今年底的“定价预期”转向“定价现实”，带来第二波下跌。

2、信用债方面，高等级的配置价值已在今年底下跌中显现。

今年底信用债市场波动显著大于利率债，跌幅远超过基本面范畴，高流动性+低信用风险品种是本轮赎回潮下的波动放大品种，配置价值已有体现。

明年高等级信用品种资产荒逻辑没有根本性改变，考虑到一季度仍处于货币宽松期，负债端波动大概率进入右侧修复区间，利差修复概率及空间可期，票息和杠杆策略仍是增厚收益的较优策略。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。