

预期落地，聚焦现实

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

一、2023 年一季度债券市场回顾

一季度，随着经济复苏预期升温-兑现-降温，债券收益率上行-横盘-回落，10 年国债利率总体上在以 2.81%为底、2.93%为顶的区间运行。

1 月：复苏预期抢跑，风险偏好回升，收益率连续上行。

1 月伊始，由于去年 12 月经济工作会议的政策定调比较温和，没有强刺激表态，加之春节附近本身也是经济活动淡季，市场总体上处于弱现实的环境中，10 年国债在 1 月 4 日处于 2.81%的最低点。

经济现实虽弱，预期在月内却连续走强。一方面，宏观政策仍在陆续出台，包括央行和银保监会发布首套住房贷款利率政策动态调整机制、相关部门起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》、信贷座谈会要求各银行合理把握信贷投放节奏和适度靠前发力；另一方面，春节临近，市场对节日出行消费数据及节后复产复工抱有乐观预期，离岸人民币兑美元自去年 7 月以来首次升破 6.7 关口，沪指收复 3200 点后一路上涨，创去年 9 月以来新高，北向资金大幅买入核心资产与券商医药、成为中坚力量，复苏预期抢跑下债券承压，机构持券过节意愿不高，10 年国债连续上行至节前最后一个交易日，达到 2.93%的高点，直到节后由于春节数据略低于预期，股债两市双双出现反向修正，10 年国债月内收于 2.90%。

资金面边际收敛，但仍保持平稳。央行“削峰填谷”的操作思路未变，节前通过超额续作 MLF 和重启 14 天逆回购对冲缴税和跨节需求，节后依然以大额逆回购对冲集中到期和跨月需求，隔夜中枢小幅上行至 1.3%。因此 1 月长债跌幅大于短债，债券收益率曲线呈现“熊陡”形态，10-1 年期限利差位于 75-80bp 高位。

2 月：复苏透支定价，资金持续偏紧，收益率横盘拉锯。

2 月中上旬，复苏逻辑对债市的压制仍在，但由于节前股债两市均已对复苏

预期进行了透支定价，加之今年春节时间偏早、节后较长时间内经济暂时处于淡季，无更多数据验证复苏成色的背景下，10 年国债持续在 2.9%附近窄幅震荡。

这种窄幅震荡直到 2 月 20 日被打破，一是百年建筑网公布的节后第三周复工率自 38.9%大幅上升至 76.5%，较上年同期高 6.9 个百分点，标志节后复工复产启动，地产销售和工业生产的高频数据也同步拉升；二是路透社消息称，银行适度压降 2 月信贷规模，说明信贷投放持续性仍好。2 月 20 日，沪指日内大涨 2 个点，逼近 3300 点，盘面反映市场对地产“小阳春”和基建开工预期乐观，10 年国债结束 2.9%窄幅震荡，跳升至 2.93%前高。然而之后，股涨债跌格局并未发展为趋势，由于地缘风险发酵，人民币连续走贬，沪指多次站上 3300 点后掉落，复苏交易并未形成有效合力，最终 10 年国债月内再次收于 2.90%。

与长债相比，2 月短债跌幅更大。由于 1-2 月信贷投放规模大、节奏快，银行体系中长期流动性告急，体现为存单发行利率不断上行，1 年国股存单发行利率甚至一度突破 1 年 MLF 政策利率 2.75%，为去年 12 月 13 日理财赎回风波以来第二次。对此，央行并没有降准或超大额续作 MLF，而是仅加大每日逆回购投放，节后逆回购未偿余额始终保持在 1.5 万亿以上历史高位，短钱滚动加剧资金面波动，隔夜加权在月初、税期和月末附近都大幅上升，资金面预期不稳。因此 2 月与 1 月相反，短债跌幅大于长债，债券收益率曲线呈现“熊平”形态，10-1 年期限利差收窄至 57bp，基本持平去年 12 月中旬的前低水平。

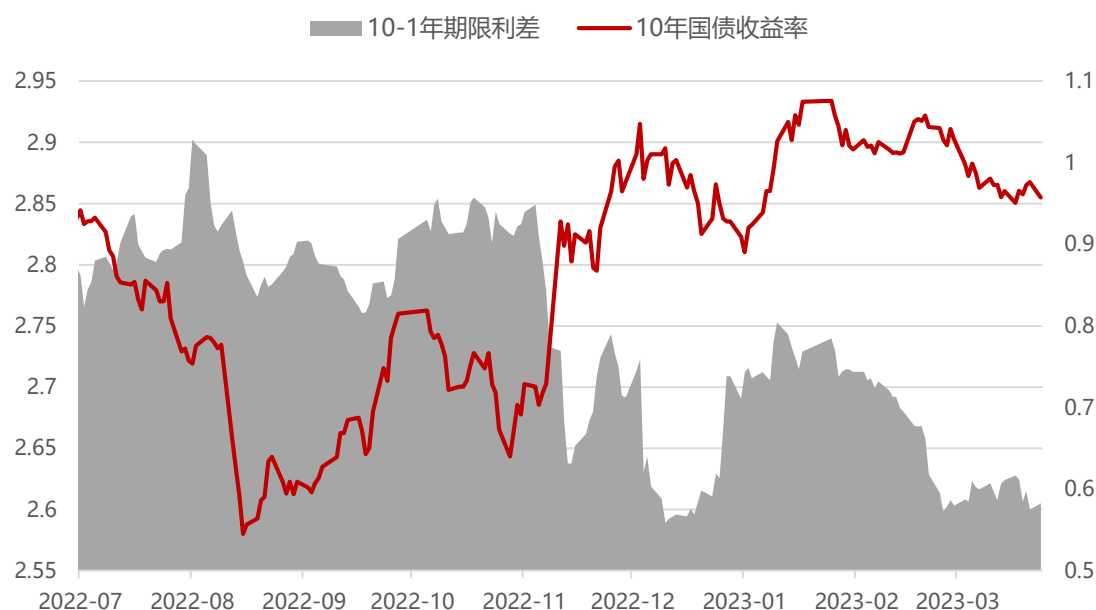
3 月：GDP 目标温和，全面降准落地，收益率震荡回落。

进入 3 月，市场有几则增量信息，收益率转为下行。第一，2 月 PMI 录得 52.6%，环比大幅提升，该数字令市场对 1-2 月经济改善充分预期，转而提前博弈数据改善后的边际走弱和持续性不佳，背后仍是复苏分歧和信心不足。债券很快走出利空出尽，并对后续公布的 2 月外贸、通胀、金融数据反应均较为钝化；第二，两会前外媒报道年初经济表现好于高层预期，刺激政策出台的必要性下降，且 GDP 目标可能上调至 5%-5.5%、最高可达 6%，该信息抬高了市场对经济目标的预期。然而 3 月 5 日周末，两会确定的 GDP 目标维持在“5%左右”，3 月 6 日周一，10 年国债终于打破 2.9%僵局快速下行至 2.88%，表明对全年经济高度和政策力度的预期均有下修。期间，股债跷跷板效应明显，沪指周二跌破 3300 点，随后上证 50 更是跌回到 1 月 4 日前低，股市低迷又强化了债市对经济弱复苏的

偏悲观判断；第三，资金面边际走宽。月初，央行关于降准降息的表态为“目前实际利率水平比较合适，降准提供长期流动性支持实体经济仍是有效方式”，对降准持肯定态度，释放了货币政策宽松的前奏。月中 MLF 增量续作 2810 亿，加之降准 0.25 个点，预计释放长期流动性 5000 亿以上，对中长期流动性形成补充，1 年同业存单发行终于放量，发行利率自 2.75% 上方回落至 2.65% 附近。月末，逆回购投放加码，跨季资金面宽松，隔夜加权一度下行突破 1%，创 1 月 9 日以来新低。因此 3 月受经济预期和资金预期的双重缓和，收益率曲线整体下行，10 年国债下行至 2.85% 低点，10-1 期限利差维持 60bp 左右低位。

此外，3 月受硅谷银行和瑞士信贷事件影响，海外市场波动更大。银行业风险暴露后，美联储 3 月议息会议如期加息 25 个基点至 4.75%-5.0%。这是去年 3 月以来连续第九次加息，也是连续第二次幅度放慢至 25 个基点，已达到 2007 年 9 月（即金融危机爆发前夕）以来的最高水平。正如会议声明所言，“最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业招聘和通胀造成压力”，市场认为美联储 5 月可能停止加息，最早从 7 月起启动降息。由此会议前后美元走弱，人民币转升，北向资金恢复净流入，为股市带来增量资金，股债跷跷板效应给债券带来一定压制，不过国内因素仍掌握定价主导权。

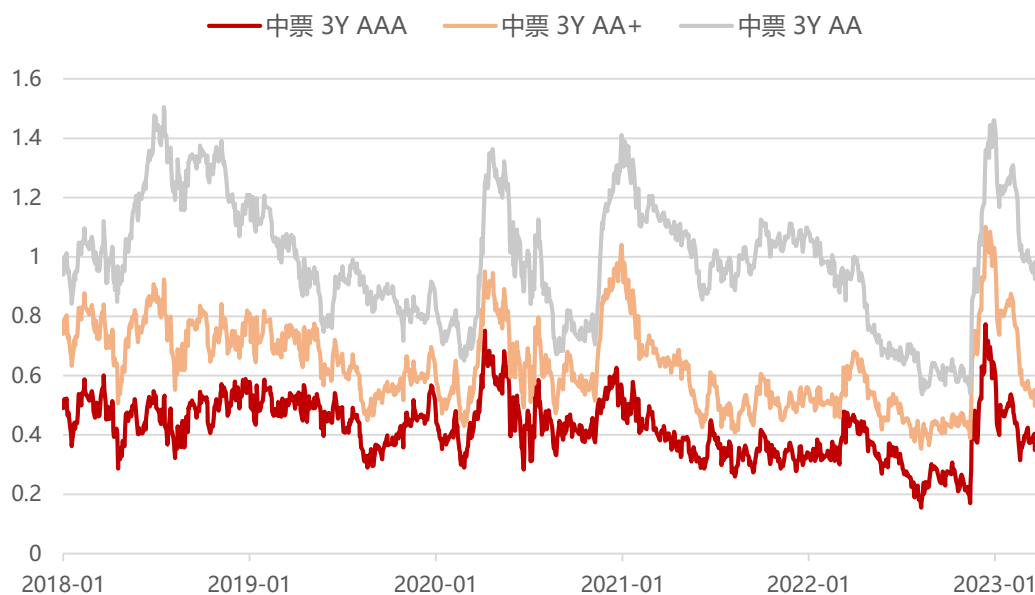
图 1：10 年国债收益率走势



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

信用债方面，在此前理财赎回超卖前提下，一季度总体迎来利差修复行情。去年 11 月份受银行理财破净赎回影响，一级市场曾于 11-12 月连续两个月接近中断，其中 12 月单月信用债净融资（社融口径）萎缩 4887 亿，为历史较低水平；今年以来理财基金赎回压力减轻，信用债净融资于 1 月小幅增长 1486 亿，2 月进一步增长 3644 亿，一级市场融资功能逐步企稳。二级市场方面，（1）高等级信用品种去年四季度调整，后迎来持续修复行情，3 年期 AAA 品种与国开利差最高达到接近 80bp，目前回落至 40bp 左右，处于历史均值水平。（2）低等级中短债表现良好，1 年期和 3 年期的 AAA/AA+ 等级利差均已被市场追逐至 10bp 左右，回到 2021 下半年至去年底变盘之前的牛市水平，处于历史极低水平。（3）银行二永债（银行二级资本债和永续债）相对价值仍存，作为中高等级品种，是本轮赎回潮下波动放大品种，收益率在连续几周内能够完成 20bp 以上的反转，今年 2 月《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》公布以来，市场对该类品种的冲击仍在消化，利差高位趋稳，但尚未回到去年底水平。

图 2：3 年信用债利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

二、2023 年二季度投资展望

1、从主动去库向被动去库切换，2023Q1 并非环比意义上的年内经济最高点

目前仍处于主动去库阶段，但已有向被动去库切换的迹象。随着基建投资加快向实物工作量转化，地产销售整体企稳改善，海外渠道库存持续去化，宏观经济有望继续复苏，**2023Q1** 可能并非环比意义上的年内经济最高点。

出口方面：

1) 海外终端需求：受 IRA 法案开始生效的影响，2023 年 1 月美国季调后个人可支配收入折年数环比升幅 (+2.02%) 远高于个人总收入 (+0.58%)，对应到 2023 年 1 月美国季调后零售和食品服务销售额环比大幅增长 (+3.22%)，而 2022 年 11、12 月环比降幅较大 (11 月 -1.07%，12 月 -0.82%)，也与美国居民为享受税收抵扣而将部分消费推迟到 2023 年有关。考虑到 IRA 法案的税收抵扣相当可观 (例如购买二手电动车的中低收入个人可获得 \$4,000 的税收抵免，购买全新电动车则可获得最高 \$7,500 的税收抵免)，且部分税收抵扣为分阶段实施，因此将持续支撑美国终端消费需求。考虑到目前美国就业市场景气度仍然较高 (2023 年 1 月美国季调后非农职位空缺数/美国季调后登记失业人数为 1.90，仍远高于疫情前 1.2 左右的水平)，居民实际收入仍会保持正增长 (截至 2023 年 1 月，美国季调后不变价个人可支配收入折年数已连续 7 个月环比正增长)，加之美国居民部门的超额储蓄规模仍然非常可观 (存量仍有 1.2 万亿美元)，年内美国居民的终端消费需求都有望保持强劲。尽管以硅谷银行破产和瑞信被瑞银收购为代表的海外银行业危机会造成信贷条件紧张 (美国芝加哥联储调整后的全国金融状况指数自 2023 年 2 月中旬以来持续上升)，从信贷供给端抑制了居民加杠杆消费和企业加杠杆投资，但这也促使美联储在加息对抗通胀的同时，提升对维护金融稳定性的关注，从而令美联储放缓 taper 或加息步伐 (银行业风险上升导致的信贷供给收缩实际上也起到了类似 taper 或加息抑制总需求的作用)。

2) 尽管美国终端消费需求有望在 2023 年年内持续偏强，但由于此前美国累库较多 (2020 年 7 月至 2022 年 6 月长达两年的累库)，类似 2022H2 美国渠道开始主动去库后显著减少了采购量，导致中国对美出口增速开始迅速回落，决定 2023 年年内美国进口需求的主要因素仍然是其渠道库存的去化情况。2023 年 1 月，美国季调后库存总额同比 +11.14%，自 2022 年 6 月以来已是连续第 7 个月下降，但距离新冠疫情前的局部高点 (2019 年 6 月的 +5.09%) 也尚有相当距离，因此本轮美国渠道完成去库仍需时日。且在融资成本持续上升、美国终端需求由

于银行业风险上升而不确定性亦上升的背景下，美国渠道商也有进一步去库的内在动力，因此对 2023 年年内的出口整体不宜太乐观，但好在随着去库的持续推进，在美国终端需求保持韧性的情况下，其进口需求在边际意义上逐步改善，因此后续有望看到中国出口的边际改善。

消费方面，社零和城镇调查失业率呈现明显的负相关关系，从而可以解释 2023 年 2 月消费偏弱（CPI 非食品项环比-0.2%，降幅在历史同期中处于偏高水平）的原因：当月城镇调查失业率从前值 5.5%升至 5.6%，其中 16-24 岁就业人员调查失业率从前值 17.3%升至 18.1%，为 2018 年以来同期最高值，较高的失业率对居民部门消费意愿形成了显著压制。考虑到 2023 年政府工作报告对城镇调查失业率的预计目标为 5.5%左右，2020 年前城镇调查失业率的高点也只有 5.3%，因此预计在宏观经济持续复苏的背景下，随着失业率的回落，社零增速也有望整体回升。由于中小微企业吸纳了大量就业，在 2020-2022 年受一些情况影响冲击又最深，因此 2023 年消费的复苏强度实际上取决于这些中小微企业的修复情况。2023 年 2 月，中型企业 PMI 自 2022 年 6 月以来首度回升至荣枯线以上（52.0%），小型企业 PMI 自 2021 年 4 月以来首度回升至荣枯线以上（51.2%），后续有望看到中小微企业景气的整体改善，从而通过降低失业率来拉动消费。结构方面，从 1-2 月社零表现看，服务消费复苏显著强于商品（餐饮收入同比+9.2%，商品零售同比+2.9%），而商品消费中汽车和消费电子同比降幅较大，地产后周期消费品和出行相关商品反弹幅度较大。这实际上也是 2023 年消费整体结构性复苏的缩影：服务消费由于对消费场景的恢复最为敏感，复苏幅度大于商品消费，而商品消费中，对地产销售企稳改善和居民出行活动大幅增加最为敏感的地产后周期消费品及出行相关商品的复苏幅度又要大于其他商品。

投资方面：

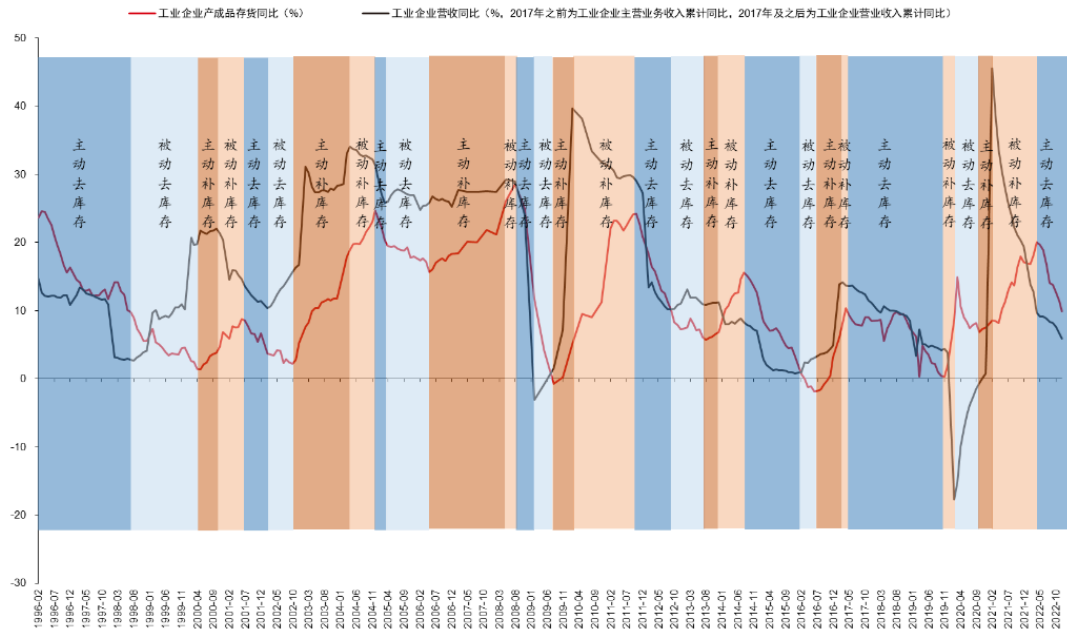
1) 制造业投资：从历史数据看，实际进/出口、二产投资、工业企业利润基本同周期变化（经济意义上不应看名义出口和利润，而应该看实际出口和产能利用率，因为扩大资本开支进而提升产能，势必发生在产能不足、产量无法满足需求时。当产能利用率不高时，即使销售和利润情况再好，企业也没有必要扩大资本开支）。在 2023 年年内出口整体不宜乐观的背景下，制造业投资增速下行压力也较大。目前整体看并不缺产能：2022Q4 国内工业产能利用率为 75.7%，较此前

高点 2021Q2 的 78.4% 仍相去甚远, 因此制造业企业整体扩产能的必要性并不大。但考虑到随着美国去库的持续推进, 出口有望边际改善, 对应年内制造业投资也会逐渐企稳, 出现断崖式下滑的可能性较低。

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, 2023 年 1-2 月竣工面积累计同比 +8%, 显著好于新开工的 -9.4% 和施工的 -4.4%。在政策层面持续推进保交楼 (3,500 亿元保交楼专项借款 + 2,000 亿元保交楼贷款支持计划)、地产销售整体企稳改善的背景下, 房企恢复项目建设的积极性明显增强, 不少项目从停建、缓建转向复工或加速施工。因此地产投资同比降幅有望稳中收窄。

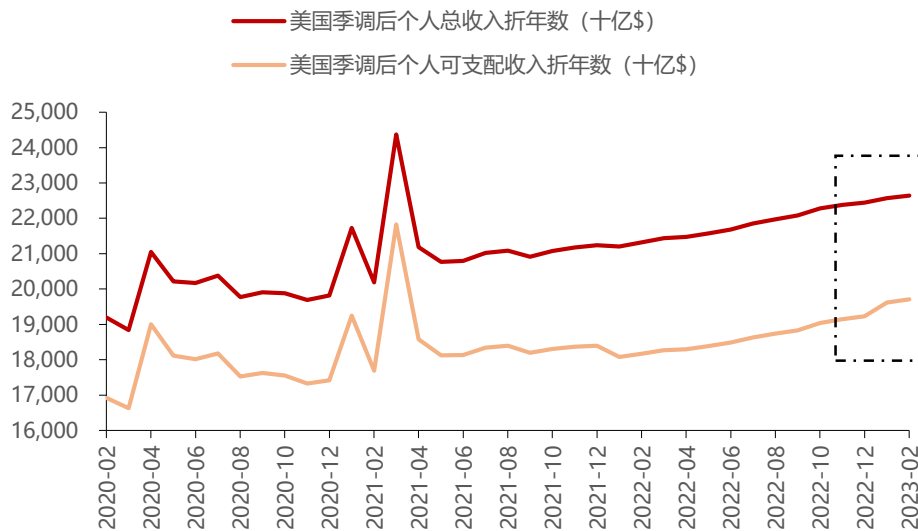
3) 基建投资: 项目和资金均不会构成阻碍。项目方面, 目前交通类基建项目的储备依然充足, 且政策层面在 2022 年对基建项目已经做了扩容, 地方申报 2022 年第三批地方政府专项债项目时, 在交通基础设施、能源、保障性安居工程等既有 9 大领域的基础上, 将新型基础设施、新能源项目也纳入申报范围。2023 年 3 月 1 日, 财政部相关人士曾表示, 2023 年将在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上, 适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围。资金方面, 2022 年新增了 $3,000 + 4,400 = 7,400$ 亿元的政策性开发性金融工具作为基建项目资本金来源, 对应到项目投资, 打满杠杆可以放大 10 倍。2022 年基建投资增速已经较高, 即便 2023 年基建投资增速可能有所回落, 仍将保持在高位, 且由于地方政府换届等影响因素褪去, 2023 年基建投资向实物工作量转化的情况会显著好于 2022 年, 这在 2023Q1 已有体现, 并将在年内延续。

图 3：对中国经济的库存周期划分



数据来源：Wind、东方红资产管理

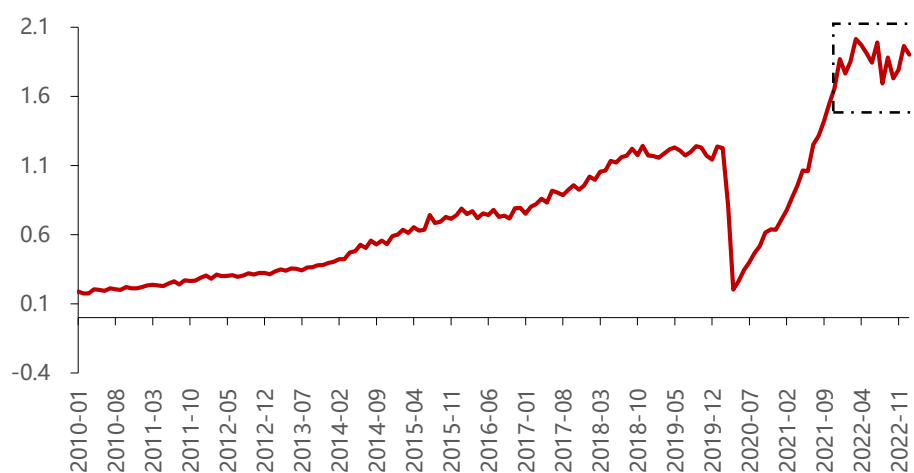
图 4：IRA 法案导致 2023 年 1 月美国季调后个人可支配收入折年数环比升幅远高于个人总收入



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 5：目前美国就业市场景气度仍然较高

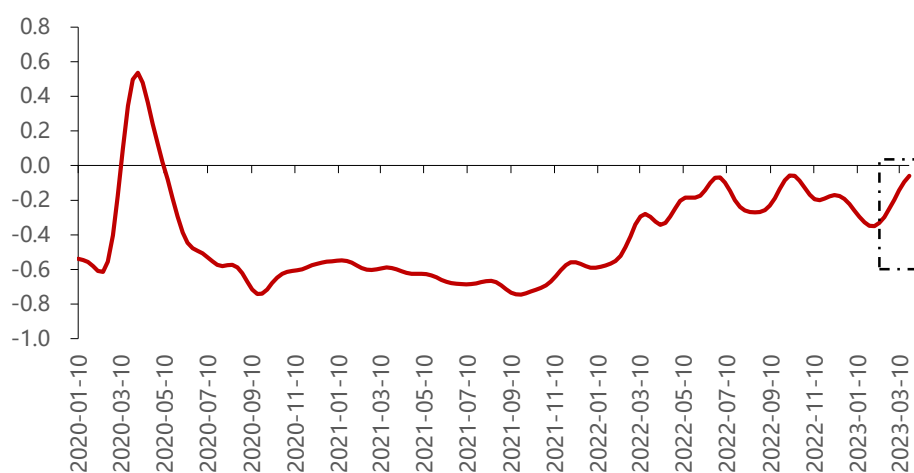
美国季调后非农职位空缺数/季调后登记失业人数



数据来源：Wind，东方红资产管理

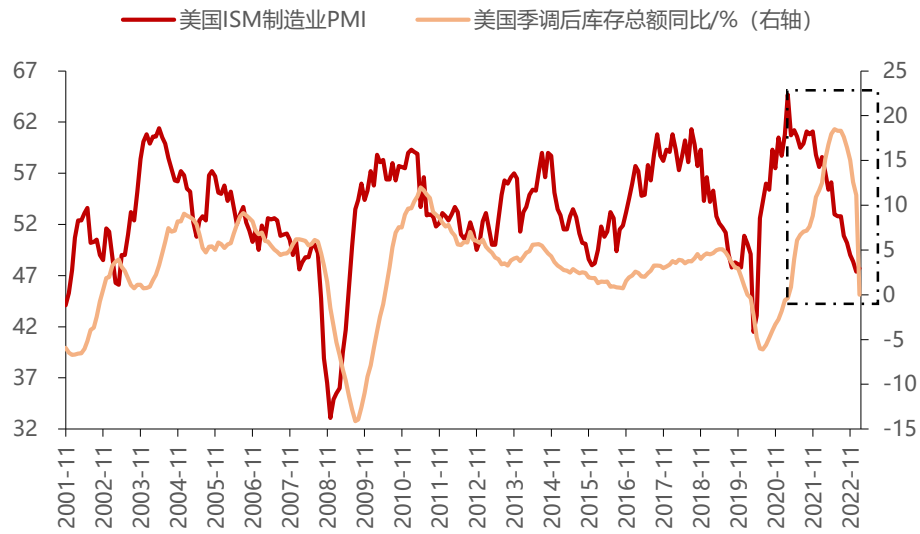
图 6：海外银行业危机造成信贷条件紧张

美国芝加哥联储调整后的全国金融状况指数



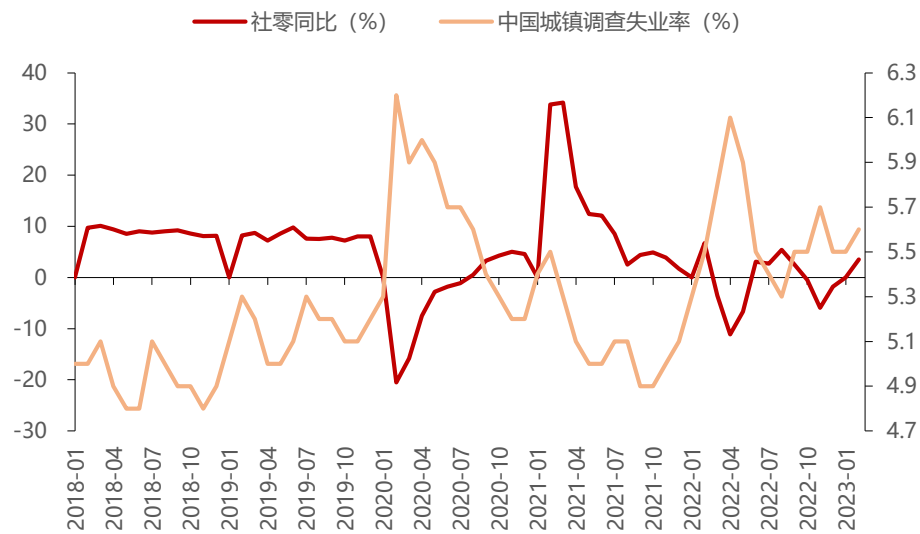
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 7：美国去库空间仍比较可观



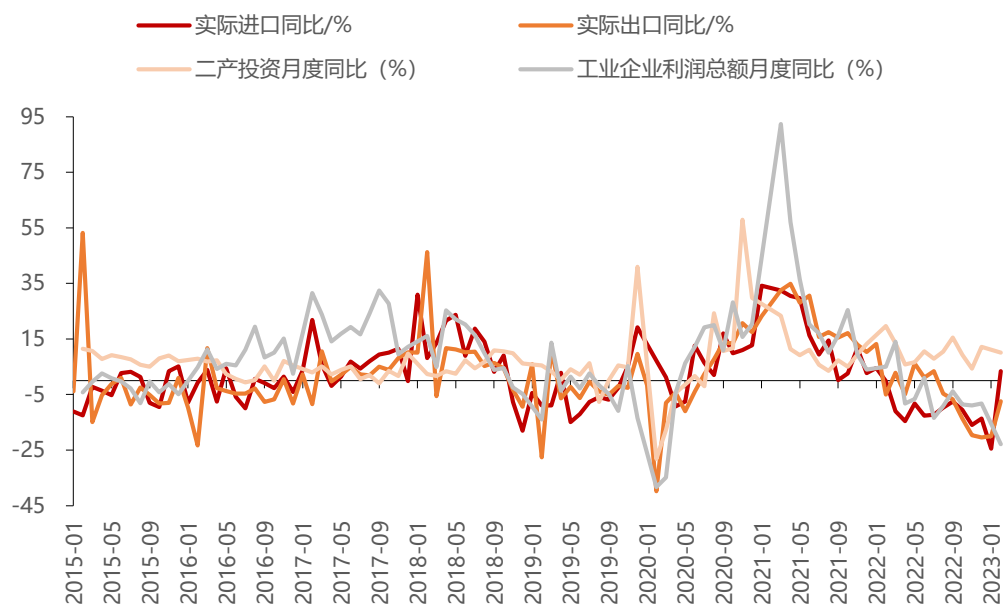
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 8：社零和城镇调查失业率呈现明显的负相关关系



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 9：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



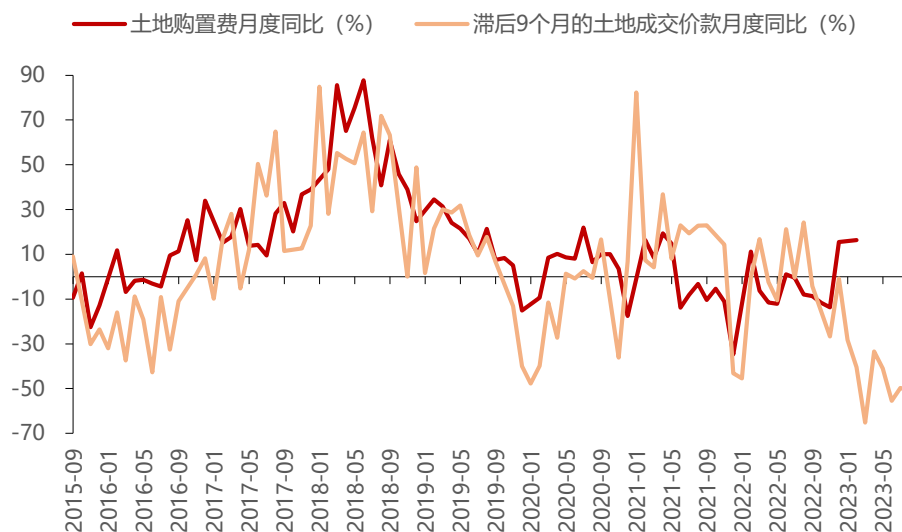
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 10：目前整体看并不缺产能
中国工业产能利用率当季值 (%)



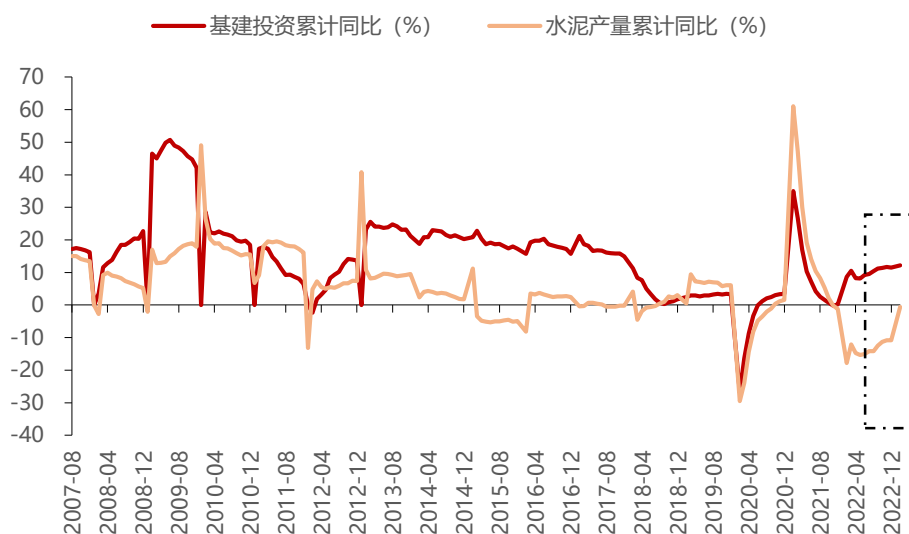
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 11：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



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 12：2023 年 2 月以来基建投资加速向实物工作量转化



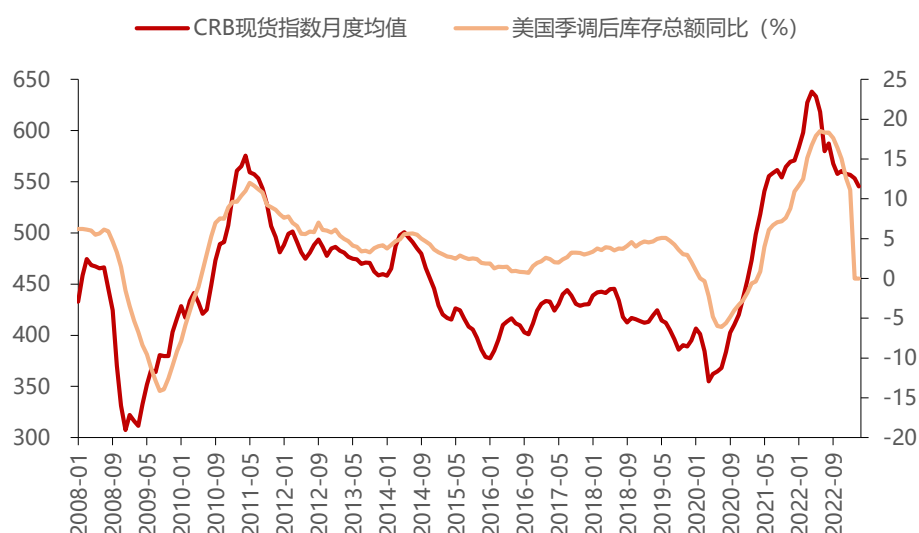
数据来源：Wind，东方红资产管理

2、预计 2023Q2 的 CPI 同比中枢在 1.2%左右，PPI 同比中枢在-2.4%左右

PPI 方面，以 CRB 现货指数表征大宗商品价格，其与美国季调后库存总额同比有较强的正相关性。因此，在 2023 年年内美国可能持续去库的背景下，预计大宗商品价格也很难出现大幅上涨，对国内构成较大输入性通胀压力的可能性也

不大，年内 PPI 难以大涨。CPI 方面，关于猪价，目前客观上确实存在散户整体补栏意愿偏弱，非洲猪瘟和低猪价导致产能出现一定程度去化的情况（2023 年 1 月能繁母猪存栏量环比-0.5%，2 月环比-0.6%），但考虑到 2022 年生猪均价已不算太低（19 元/kg 左右，历史上仅次于生猪养殖端深受非瘟冲击的 2019-2021 年），2023 年生猪均价相较 2022 年出现大幅上涨的可能性估计比较有限，因此食品价格对 CPI 的整体压力有限。核心 CPI 同比和滞后 12 个月的社融存量同比有较强的正相关性，因此可以预计年内核心 CPI 同比不会出现大幅上涨，年内 CPI 也难以大涨。预计 2023 年全年 CPI 同比中枢在 2.0%左右，PPI 同比中枢在-0.5%左右，而 2023Q2 的 CPI 同比中枢在 1.2%左右，PPI 同比中枢在-2.4%左右。

图 13：以 CRB 现货指数表征的大宗商品价格
与美国季调后库存总额同比有较强的正相关性



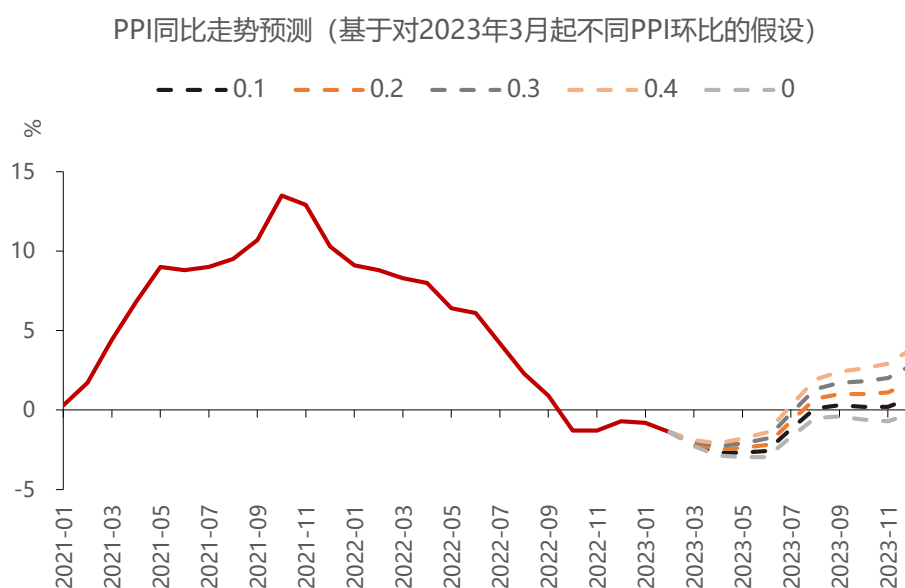
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 14：基于不同 CPI 环比假设下的 CPI 同比走势预测



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 15：基于不同 PPI 环比假设下的 PPI 同比走势预测



数据来源：Wind，东方红资产管理

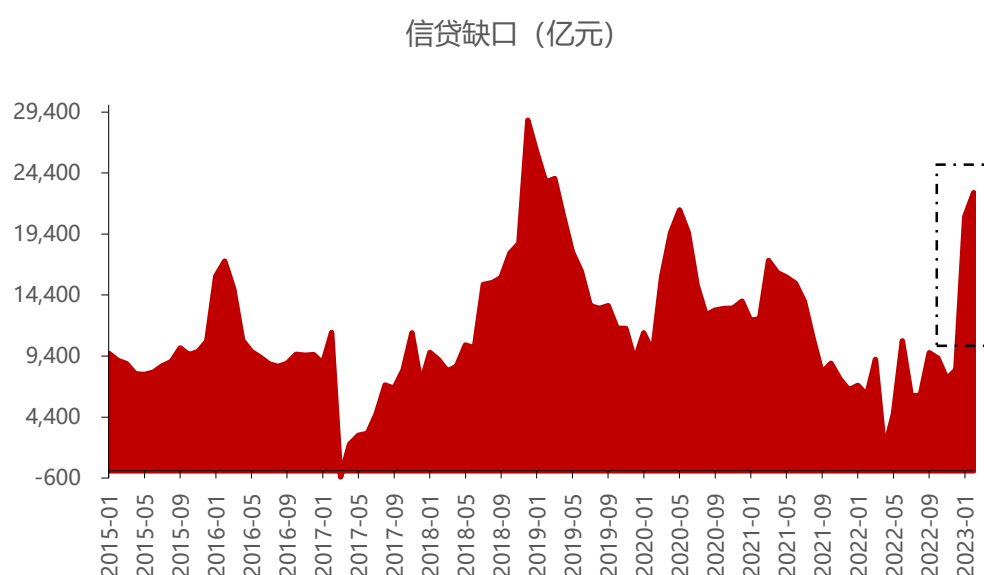
3、2023 年货币和财政政策整体实施力度有所回调

货币政策方面，由于 2021H2-2022 年的宽货币已经逐步兑现为宽信用（2023 年 2 月信贷缺口，即 t 时的季调后金融机构各项贷款余额与其长期趋势值的偏

离，环比+1,966.17 亿元至 22,796.19 亿元，来到 2019 年 3 月以来最高值。且结构上除了一直表现较强的企业贷款延续强势，居民短贷和中长贷也均同比多增，尤其是居民中长贷同比多增 6,048 亿元，结束连续 14 个月的同比少增或多减），进一步加大宽货币力度的必要性有限，预计 2023 年货币政策整体实施力度相较于 2022 年会有所回调。2022 年 M2 同比+11.8%，社融存量同比+9.6%，预计 2023 年 M2 同比+11%左右，社融存量同比+9%左右。

财政政策方面，2023 年财政赤字率拟按 3%安排，环比+0.2pct，新增地方政府专项债券限额拟按 3.8 万亿元安排，环比+0.15 万亿元。若将 2023 年全国财政赤字 38,800 亿元加上调入资金及使用结转结余 19,030 亿元，合计 57,830 亿元作为一般公共预算实际赤字，2023 年名义 GDP 预测值为 129.33 万亿元（按 2023 年 38,800 亿元赤字规模和 3%赤字率倒算），则 2023 年实际赤字率为 4.47%，而 2022 年实际赤字率为 4.71%，且 2023 年全国一般公共预算支出+5.6%，相较于 2022 年的增幅 6.1%下降 0.5pct，因此积极财政的边际实施力度实际上有所下降。但由于地方政府换届等影响因素褪去，2023 年财政资金的整体使用质量预计要明显好于 2022 年，这也是政策层面强调积极的财政政策要“加力提效”的原因。

图 16：2021H2-2022 年的宽货币已经逐步兑现为宽信用



数据来源：Wind，东方红资产管理

4、大宗商品价格中枢整体有下行压力

铜方面，需求端预计 2023 年国内需求增长 81 万吨（其中国内电网+9 万吨，地产竣工+6 万吨，家电+9 万吨，风电+11 万吨，光伏+20 万吨，电动车+16 万吨，燃油车-5 万吨，其他制造业和基建+14 万吨），海外需求下降 14 万吨（其中海外风电+3 万吨，光伏+30 万吨，电动车+6 万吨，燃油车-11 万吨，其他制造业和基建-41 万吨（按 2023 年此需求同比-5%估算）），全球需求合计增长 67 万吨，对应全球需求总量 2,712 万吨。供给端预计 2023 年国内供给增长 45 万吨，海外供给增长 42 万吨，全球供给合计增长 87 万吨，对应全球供给总量 2,721 万吨。从供给增量-需求增量看，2022 年为 31 万吨（当年全球需求+41 万吨，供给+72 万吨），2023 年为 20 万吨，即边际供给与边际需求的缺口有所收窄，但边际供给依然大于边际需求，因此预计 2023 年铜价中枢相较 2022 年仍有下行压力，但降幅会低于 2022 年（2022 年 LME 铜现货结算价均值\$8,797.01/吨，同比-5.59%）。

铝方面，需求端预计 2023 年国内需求增长 246 万吨（其中国内电网+14 万吨，地产竣工+52 万吨，家电+8 万吨，风电+3 万吨，光伏+76 万吨，电动车+54 万吨，燃油车-24 万吨，其他制造业和基建+63 万吨），海外需求下降 85 万吨（其中海外风电+1 万吨，光伏+110 万吨，电动车+23 万吨，燃油车-58 万吨，其他制造业和基建-161 万吨（按 2023 年此需求同比-8%估算）），全球需求合计增加 161 万吨，对应全球需求总量 7,068 万吨。供给端预计 2023 年国内供给增长 151 万吨，海外供给增长 88 万吨，全球供给合计增长 238 万吨，对应全球供给总量 7,045 万吨。从供给增量-需求增量看，2022 年为-85 万吨（当年全球需求+184 万吨，供给+99 万吨），2023 年为 77 万吨，即从 2022 年的边际需求大于边际供给（导致 2022 年铝价大涨：当年 LME 铝现货结算价均值\$2,703.18/吨，同比+9.02%）逆转为边际供给大于边际需求，因此预计 2023 年铝价中枢相较 2022 年有下行压力，且降幅可能不小。

黄金方面，金价与美国 10 年期国债实际收益率呈现显著的负相关性。美国经济是否走向全面衰退，目前看仍存在一定变数，即有可能出现美国金融监管机构最终避免了银行业风险的全面爆发（例如通过向银行业提供无上限流动性支持的承诺以防止储户因丧失信心而挤兑，以及促成运营良好的银行收购陷入危机的银行）；同时，美联储也出于维护金融稳定而放缓乃至停止加息，居民加杠杆消

费和企业加杠杆投资也因银行业惜贷而受到抑制，从而遏制通胀。这样就有可能出现美国经济在通胀得到有效控制的同时实现软着陆，避免走向全面衰退，美国实际利率也就不会大幅下降。因此金价后续仍有上涨空间，但幅度有限。

原油方面，目前 EIA 预计 2023 年原油供应增长 115 万桶/日（其中 OPEC-1 万桶/日，俄罗斯-106 万桶/日，美国+59 万桶/日，其他+163 万桶/日），原油需求增长 110 万桶/日（其中中国+72 万桶/日，美国-4 万桶/日，欧洲-10 万桶/日，俄罗斯-7 万桶/日，印度+22 万桶/日，其他+37 万桶/日），原油边际供给大于边际需求，因此 2023 年原油价格中枢相较 2022 年（WTI 现货价均值为\$94.3/桶）将下降，预计在\$70-80/桶左右。

图 17：金价与美国 10 年期国债实际收益率呈现显著的负相关性



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、2023 年二季度债券投资策略

1、利率债方面，交易重心转向经济恢复的持续性

2022 年 8 月以来，债市对经济恢复进行了三段定价。（1）阶段一：8-10 月稳经济一揽子接续政策（主要是基建和制造业）+地产保交楼，10 年国债从 2.6% 提升至 2.7%；（2）阶段二：11-12 月新十条、二十条政策调整，10 年国债从 2.7% 提升至 2.8%；（3）阶段三：1-2 月，经济信贷数据在春节等多因素消退下边际明

显回升，10 年国债从 2.8%提升至 2.9%。

站在当下，10 年国债在 2.9%附近对春节后的经济恢复趋于定价钝化，下一步能否突破 2.9%继续上行，定价重心从恢复本身转向恢复的持续性。当前位置可以类比 2009 年 4 月和 2020 年 3 月，即今年 2 月 PMI 从 50%下方冲高至 52.6%是市场定价的前奏，之后能否在 50%上方持续上行是市场定价的主音，后者才是今年的胜负手。与 2020 年不同的是，今年地铁客运量、货车通行量等流量数据并不似当年持续回升、带动积压需求持续释放，而是在 2 月底已经快速达峰、明显早于预期，流量恢复进入稳态后，以地产和消费为代表的内需能否继续改善，是政策和市场的关注要点。若二季度高频数据继续改善，维持中性谨慎操作；反之，若高频持续性不佳，可考虑在政策重新加码对冲之前，适当拉长久期。

2、信用债方面，配置价值仍存，票息策略继续占优

今年高等级信用品种“资产荒”逻辑没有根本性改变，考虑到复苏初期的流动性整体稳健，理财等机构行为企稳，负债端波动大概率进入右侧修复区间，即前期压缩斜率过于陡峭，修复进程已经过半。另外 AA 及 AA-曲线仍有超调，对于区域环境改善和基本面较好的个券，关注短久期票息资产的错杀机会，以及银行二永债利差空间仍存。总体上，利率趋势拐点未至，票息策略继续占优。

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。