

谋定而后动

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

摘要

- 宏观经济方面，继续等待从主动去库向被动去库切换，关注可能的宏观政策进一步托底。**

国内制造业仍然处于主动去库阶段，景气度的回升有赖于后续从主动去库向被动去库的切换。二季度的基建投资实物工作量形成、地产销售以及企业融资都有明显走弱，6月央行降息初步显示了宏观政策托底经济的意图，后续关注可能落地的宏观政策对经济的进一步托底。
- 利率债方面，政策博弈落地后的风险与机会并存。**

在经济重启扩张之前，宏观环境仍有利于债券资产；年中降息后，十年国债定价区间随之下移。潜在制约在于，市场对稳增长的诉求升温，使得利率下行趋势不变、但过程中的波动会有所加大。7月底政治局会议正式二次定调之前的窗口期，政策博弈加剧会带来扰动，但对政策落地力度、落地后的效果和持续性我们仅给予中性判断，若后续因此带来赔率空间的上升，可以谋定而后动、择机把握加仓机会。
- 信用债方面，利差被动小幅走阔，补涨空间仍存。**

二季度以来，由于基本面因素转弱，债券市场表现为利率债下行幅度大于高等级信用债大于中低等级信用债，信用利差及等级利差被动小幅走阔。考虑到利率债各期限收益率已接近去年10月末最低水平，而信用债收益率多数在去年均值水平附近，信用债配置价值仍存，后续利差仍有压缩空间。

一、2023 年二季度债券市场回顾

二季度，随着积压需求充分释放，经济恢复动能开始转弱，利率高位回落。此后稳增长政策预期持续发酵，降息落地后，利率下行趋势仍在，但波动加大。

4月：经济环比走弱，债市牛平。

4月伊始，公布的3月CPI同比跌破1.0%，与3月超5万亿社融形成对比，市场此前担忧的通胀压力未现；公布的3月工增、消费、固投的季调后环比均为历史同期最低值，宏观数据弱于预期；加之地产销售数据、螺纹钢表需数据、票据转贴利率等核心高频指标都出现了大幅回落，综合来看，4月经济恢复的持续

性存疑，成为驱动长债起步下行的基础。4月底政治局会议召开，一方面对经济形势的判断是恢复性的、内生动力还不强，但是政策定调依然温和、房地产重申发展新模式。

经济疲态初现，而政策调控尚未加码，这种组合对避险资产总体友好，利率月内下行过程较为顺畅。截至4月28日，1年国债下行9BP至2.15%，10年国债下行7BP至2.78%，10-1年期限利差维持60BP附近年内低位，曲线形态呈现牛平。

5月：存款利率下调，牛平转向牛陡。

5月公布的首份成绩单：4月PMI大幅跌至49.2重回收缩区间，验证基本面走弱的判断，加之黄金周出行人数恢复而人均消费支出较2019年前下滑、节日内地产销售数据惨淡等，释放了居民消费能力偏弱的信号，利率下行逻辑得以强化，10年国债继上月突破2.8%后再破2.7%关口，30年国债更是下破3.06%持平去年10月末最低水平。至此，长债的悲观定价已经较为充分，尽管后续落地的4月宏观数据如期偏弱也反应钝化，胜率仍在、赔率已低，转为横盘震荡。

长债止涨后，中短债补涨。5月存款利率下调（包括3家股份行存款补调、协定和通知存款补调），加之资金面明显转松（DR007中枢从2%下行至1.8%附近），中短债有更明确的下行逻辑和空间。截至5月31日，1年国债下行16BP至1.98%，10年国债下行9BP至2.69%，期限利差走扩至70BP左右，曲线形态开始走陡。

6月：降息落地后，政策博弈加剧，收益率V型走势。

经济连续走弱两个月后，稳增长政策预期悄然升温，5月末至6月初首次出现关于特别国债和地产政策继续放松的传闻，商品和股票风险偏好回升止跌反弹，长端利率承压震荡，唯有短端利率延续下行。6月9日，央行官方表态“加强逆周期调节，全力支持实体经济”引发降息预期的快速升温，长债重启下行10年国债破2.7%，6月13日央行OMO降息10BP，10年国债在两天内破2.65%最低达到2.62%。

降息落地的同时，彭博再次报道降息是一揽子经济政策的一部分，风险偏好回升，止盈盘涌出驱动利率“V型”反弹。直至6月20日LPR落地未出现“非对称降息”，表明地产政策定力仍足，债市恐慌情绪方才逐渐消退。

现实虽然仍弱，但政策博弈预期难消，截至6月29日，1年国债下行5BP至

1.91%，10年下行3BP至2.65%，期限利差先走阔至80BP、后收敛回到70BP附近。

图1：二季度10年国债到期收益率走势

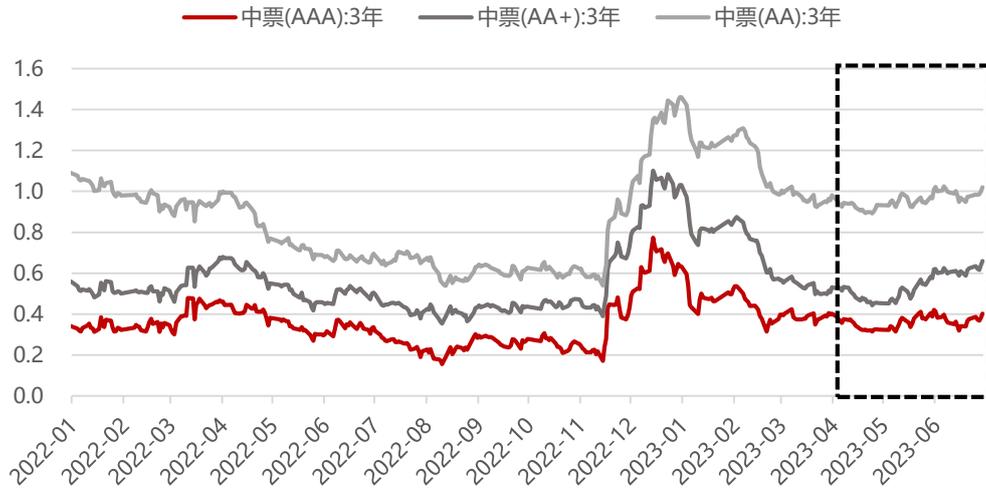


数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现

信用债方面，利差被动小幅走阔。去年底市场波动较大的背景下，信用债的收益率、信用利差及等级利差全面回升至2021年以来的绝对高位，配置价值较高，故今年以来利差压缩行情率先上演，一季度压缩空间尤为显著。二季度以来，信用债利差压缩空间边际收窄，加之基本面因素转弱，利率债也开始下行，整体表现为利率债下行幅度大于信用债、高等级信用债下行幅度大于中低等级信用债，信用利差和等级利差被动小幅走阔。

截至6月29日，3年期AAA信用债估值由季初3.07%下行至季末2.8%，下行幅度27BP，利差持平40BP；3年期国股二级永续债由3.24%下行至3.0%，下行幅度24BP，利差小幅走阔5BP至61BP。总体上看，超长期利率债收益率已经低于去年10月末最低点水平，其他期限利率债基本持平去年10月末水平，而信用债多数回到去年均值水平附近，距离最低点仍有差距，比较而言仍存在补涨空间。

图 2：二季度 3 年信用债利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

二、2023 年三季度投资展望

1、继续等待从主动去库向被动去库切换，关注可能的宏观政策进一步托底

国内制造业仍然处于主动去库阶段，景气度的回升有赖于后续从主动去库向被动去库的切换。二季度的基建投资实物工作量形成、地产销售以及企业融资都有明显走弱，6 月央行降息初步显示了宏观政策托底经济的意图，后续需要关注可能落地的宏观政策对经济的进一步托底。

出口方面，美国本轮始于 2022 年 7 月的去库周期一方面导致美国对华商品采购的需求大幅走弱，令中国对美出口自 2022 年下半年以来持续承压；另一方面通过其“外部性”，即影响海外其他经济体的对美出口进而影响其国内经济，最终影响其对华商品的需求、拖累中国对这些海外经济体的出口。后者在中国 5 月出口数据中得到充分显现，即东盟、欧盟、印度、拉美等之前对中国出口同比增速起拉动作用的经济体在 5 月也都产生拖累。目前看美国去库仍在进行，且本轮去库还有相当空间：2023 年 5 月美国制造业 PMI 为 46.9%，较前值继续下滑，库存作为其滞后指标，2023 年 4 月美国季调后库存总额同比+5.23%，也较前值继续下滑，因此预计三季度中国出口仍然承压。

消费方面，社零增速与城镇调查失业率呈现明显的负相关关系，消费的修复情况还是取决于就业情况。2023 年以来，在国内制造业受制于美国去库周期而

景气整体走弱的背景下，服务业在推动国内失业率回落方面起到了关键作用，但5月服务业有明显的景气走弱迹象，这可能一方面是由于制造业景气下行的传导，另一方面是前期积压的服务消费需求集中释放后，新增服务消费需求表现不强：2023年5月，服务业PMI新订单为49.5%，环比下降6.9个点，结束此前连续四个月位于荣枯线以上；餐饮收入同比+35.1%，剔除基数影响，四年平均同比为2.28%；CPI服务环比下降0.1%，为CPI服务有披露以来同期环比降幅最大值，都指向服务业在5月有所走弱。服务业的景气走弱会对其吸纳就业产生负面影响，同样吸纳了大量就业的中小制造业企业自4月以来景气也持续走弱，因此从就业角度看，预计三季度消费会有所承压。结构方面，二季度必需消费品和地产后周期消费品都偏弱，5月服务消费和出行消费也有所走弱，后续有待关注如6月下旬出台的新能源车购置税减免政策延期等消费支持政策对消费的托底效果。

投资方面，

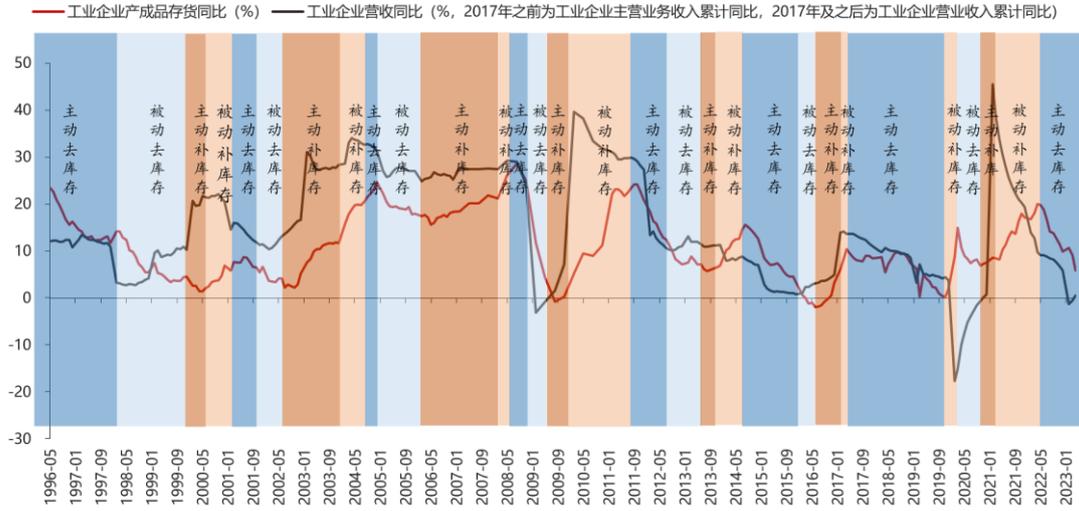
1) **制造业投资**：从历史数据看，制造业投资与实际进出口、工业企业利润基本同周期变化，在本轮美国去库周期看到拐点前，考虑到外需持续承压，制造业投资增速也会面临较大压力。且目前制造业产能整体看仍然不缺：一季度国内工业产能利用率为74.3%，较前值下降1.4个点，相较此前2021年二季度的高点78.4%相去甚远，因此制造业企业整体扩产能的必要性并不大。

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，2023年5月土地购置费同比-7.02%，连续第三个月同比下降且降幅仍在扩大，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，政策层面（3,500亿元保交楼专项借款+2,000亿元保交楼贷款支持计划）持续推进保交楼的背景下，竣工表现显著好于新开工和施工：2023年5月，国内房屋竣工面积累计同比+19.6%，而施工和新开工分别为-6.2%和-22.6%。但需要关注到的是，保交楼在实际操作中仍存在诸多问题：一些楼盘因资产贬值而无法提供充足抵押物、金融机构参与保交楼积极性有限令保交楼资金不足、房企因流动性风险未完全化解导致问题项目仍有新增，也就是说，地产销售仍在走弱会拖累保交楼专项资金的“撬动效应”。

3) **基建投资**：从建材的量价表现看，二季度基建投资向实物工作量的转化有明显走弱。后续需要关注可能的稳增长政策（如新一轮的政策性开发性金融工具

投放作为基建项目的资本金来源等)，对基建投资向实物工作量转化的支持。

图 3：中国的库存周期仍处于主动去库阶段



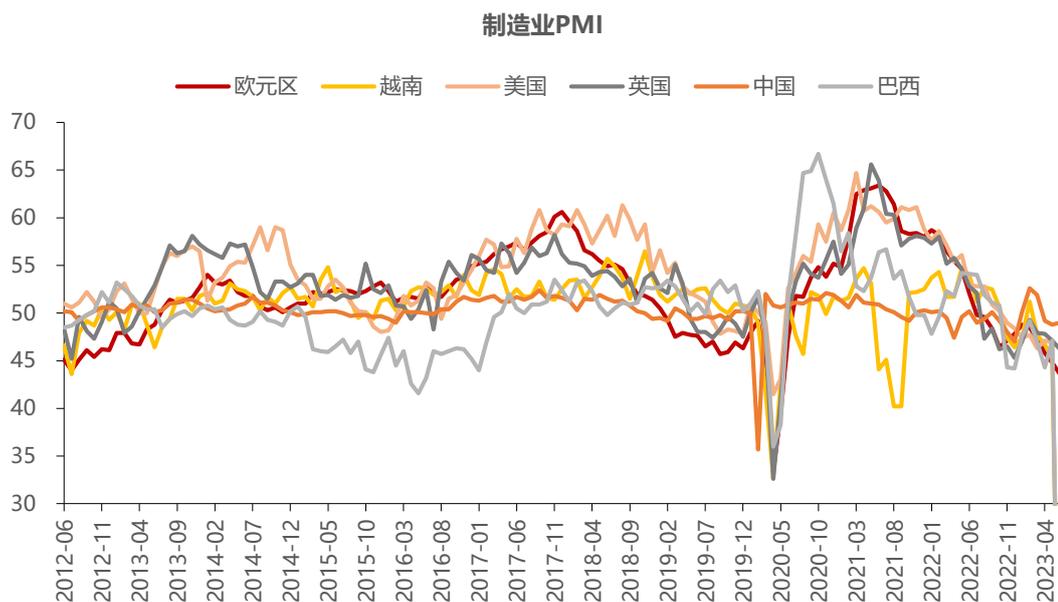
数据来源：Wind, 东方红资产管理

图 4：美国的去库空间仍比较可观



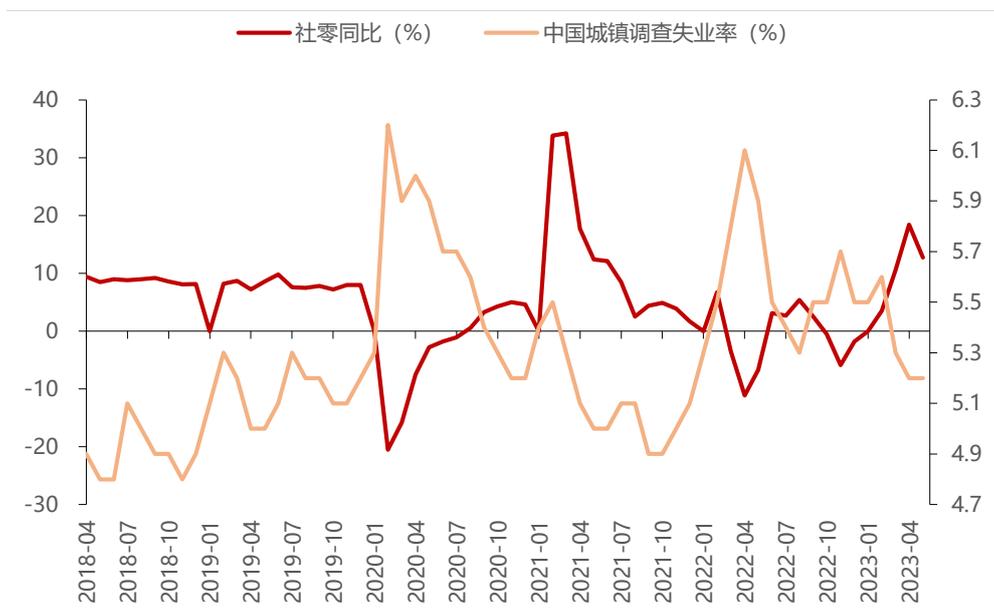
数据来源：Wind, 东方红资产管理

图 5：全球经济的共振性



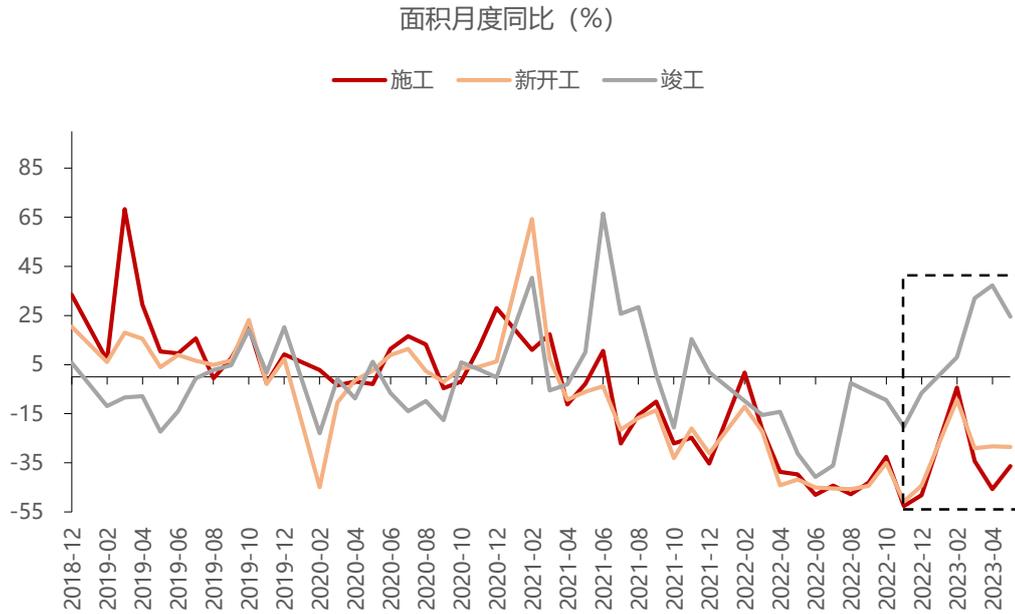
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 6：消费和失业率呈现显著的负相关



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 7：今年以来竣工显著好于新开工和施工



数据来源：Wind，东方红资产管理

2、预计三季度的 CPI 同比中枢在 0 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。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不大，加之国内工业产成品库存仍有进一步去化的空间，预计三季度国内 PPI 表现仍会偏弱。

CPI 方面，受高温天气拖累猪肉终端消费，冻品库存偏高，以及供给端压力持续偏大（2022 年 8-10 月，国内能繁母猪存栏较高，往后推 11 个月，对应到 2023Q3 的商品猪出栏量也会偏多），预计三季度猪价仍会偏弱，故食品价格对 CPI 的整体压力比较有限。核心 CPI 方面，社融增速领先其 12 个月左右，二者有较强的正相关性，故年内核心 CPI 同比出现大幅上涨的可能性也不大。

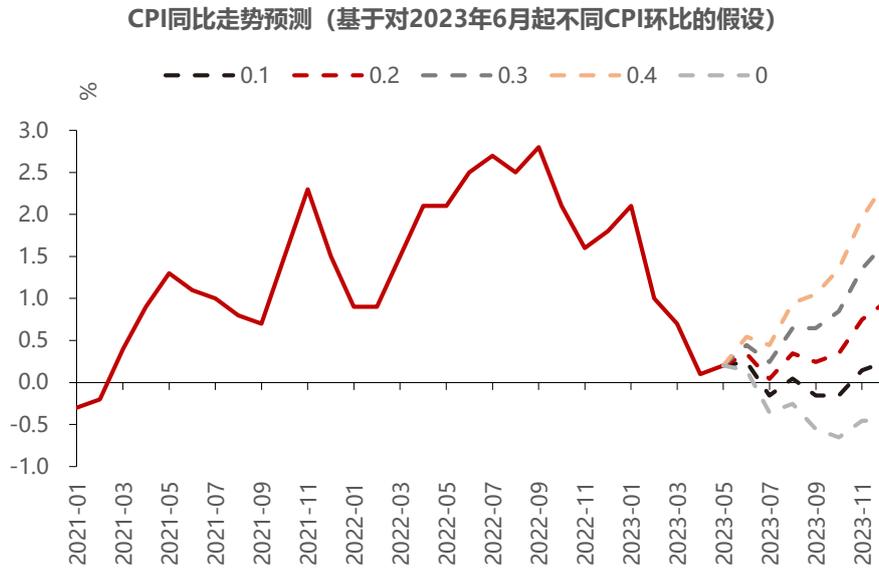
综合来看，预计 2023 年全年 CPI 同比中枢在 0.3%左右，PPI 同比中枢在 -2.5%左右，其中，三季度的 CPI 同比中枢在 0 左右，PPI 同比中枢在 -2.4%左右。

图 8：美国库存周期与大宗商品价格呈现正相关性



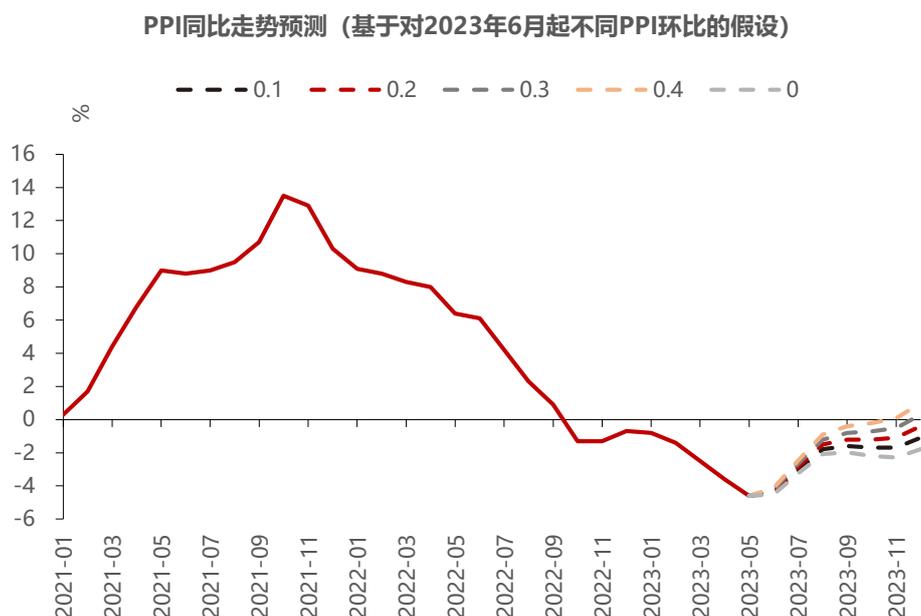
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 9：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 10：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

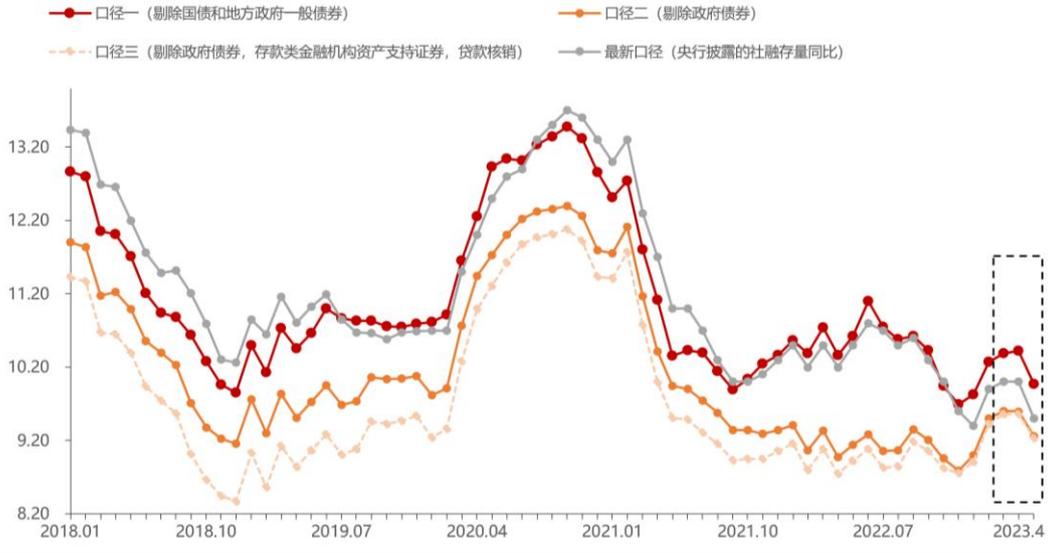
3、三季度货币和财政政策加大实施力度的必要性上升

货币政策方面，2023 年 5 月社融和信贷数据大幅走弱，显示实体经济新增融资需求相当疲弱，企业贷款同比少增 6,742 亿元，结束此前连续 9 个月的同比多增，而居民贷款也主要是由于基数偏低，才得以小幅同比多增。这背后反映出企业的资本开支意愿以及对流动性资金的需求都偏弱，居民购房和消费的积极性都不强，因此央行选择在 6 月降息，以稳住融资需求。考虑到国内制造业受制于美国去库周期而景气难以在短期内快速逆转，地产销售偏弱与居民房价上涨预期偏弱的闭环在短期内也不易打破，货币政策有进一步加大实施力度以稳定实体经济融资需求的必要性。

财政政策方面，在宏观经济下行压力偏大的背景下，财政政策逆周期调节的重要性凸显。6 月下旬出台的新能源车购置税减免政策延期表明财政政策在本轮宏观政策稳增长中并不会缺席，预计后续可能会通过加快专项债发行进度、增加政策性开发性金融工具额度等方式增强对宏观经济的支持。

图 11：社融同比增速大幅转弱

不同口径下的社融存量同比增速 (%)



数据来源：Wind，东方红资产管理

4、大宗商品价格中枢下行压力较大

铜方面，需求端预计 2023 年国内需求增长 74 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+17 万吨，光伏+20 万吨，电动车+14 万吨，燃油车-12 万吨，其他制造业和基建+11 万吨），海外需求下降 8 万吨（其中海外风电+5 万吨，光伏+30 万吨，电动车+13 万吨，燃油车-15 万吨，其他制造业和基建-41 万吨），全球需求合计增长 66 万吨，对应全球需求总量 2,709 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 43 万吨（当年全球需求+29 万吨，供给+72 万吨），2023 年为 21 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 208 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+4 万吨，光伏+54 万吨，电动车+47 万吨，燃油车-18 万吨，其他制造业和基建+47 万吨），海外需求下降 115 万吨（其中海外风电+1 万吨，光伏+78 万吨，电动车+42 万吨，燃油车-35 万吨，其

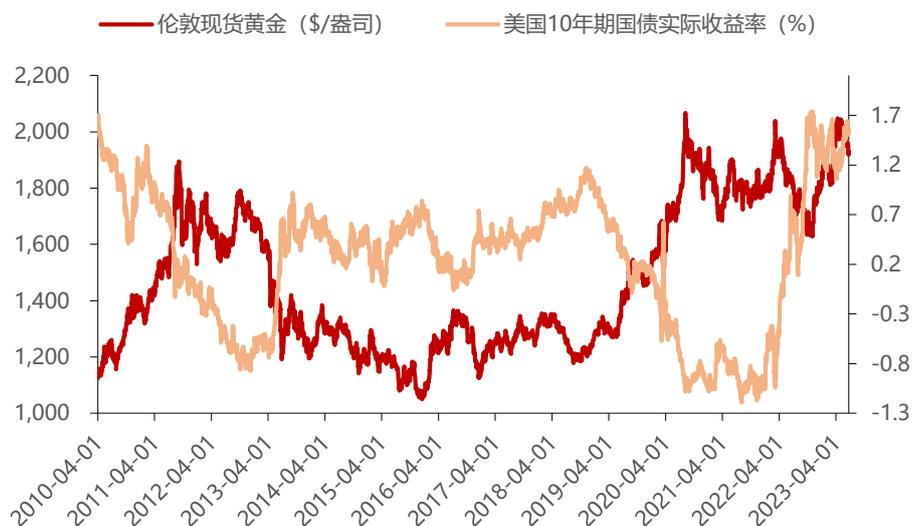
他制造业和基建-201万吨),全球需求合计增加93万吨,对应全球需求总量7,002万吨。供给端预计2023年国内供给增长153万吨,海外供给增长79万吨,全球供给合计增长232万吨,对应全球供给总量7,039万吨。从“供给增量-需求增量”看,2022年为-85万吨(当年全球需求+187万吨,供给+102万吨),2023年为139万吨,即从2022年的边际需求大于边际供给,逆转为边际供给大于边际需求,因此预计2023年铝价中枢相较2022年有下行压力,且降幅较大。

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。美联储主席鲍威尔在6月表态称“仍然看到存在一种在不造成大规模失业的情况下实现通胀缓解的路径”,即美国经济存在软着陆的可能。实际上,即使美联储在年内再加息两次,考虑到目前美国就业市场依然强劲,且联储可能在2024年开始降息,美国经济确实有在通胀得到有效控制的同时实现软着陆,从而避免走向全面衰退的可能,即美国实际利率将不会大幅下降,因此对金价表现持谨慎观点。

原油方面,目前EIA预计2023年总的原油供应为10,137万桶/日,原油需求为10,102万桶/日,库存净增加35万桶/日,并预测2023年WTI均价为\$74.7/桶,相较2022年(WTI现货价均值为\$94.3/桶)大幅下降。

由以上对铜、铝、原油供需和价格的讨论可以看到,大宗商品价格在2023年的下行压力偏大。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。

图 12: 金价与美国实际收益率呈现负相关性



数据来源: Wind, 东方红资产管理

三、2023 年三季度债券投资策略

1、利率债方面，政策博弈落地后的风险与机会并存

一季度宏观数据表现较好，所以利率债机会不大，信用债的利差修复机会更为凸显，因为去年底理财赎回风波后信用债的配置价值较高；二季度以来，多项经济指标冲高回落，利率债的机会随之到来，首先是经济预期由乐观向悲观的显著转折，长债下行幅度较大；随后是长债下行至去年 10 月末低位持稳后，短债随着资金面持续宽松也出现下行，行情从牛平演绎至牛陡。

展望后市，在经济重启扩张之前，宏观环境方向上仍然有利于债券资产。从定价角度来看，MLF 利率作为中期政策利率，对包括 10 年国债在内的市场利率有牵引作用，按照 2019 年以来的经验规律，10 年国债窄幅运行区间大致在 MLF $\pm 15\text{BP}$ ，十年国债定价区间随之下移。

潜在制约在于，市场对稳增长的诉求升温，使得利率下行趋势仍在、但过程中的波动会有所加大。考虑到今年经济增速目标不高和“高质量发展”思路转变的背景，政策储备工具箱内缺乏促消费的直接抓手，以及人口、房地产等中长期因素已经出现拐点，预计政策托底会有、但强刺激难有，经济更多仍需依靠内生动力缓慢修复。因此 7 月底政治局会议正式二次定调之前的窗口期，政策博弈加剧会带来扰动，但对政策落地力度、落地后的效果和持续性给予中性判断，若后续因此带来赔率空间的上升，可以谋定而后动、择机把握再加仓机会。

2、信用债方面，利差被动小幅走阔，补涨空间仍存

二季度以来，由于基本面因素转弱，债券市场表现为利率债下行幅度大于高等级信用债、大于中低等级信用债，信用利差及等级利差被动小幅走阔，考虑到利率债各期限收益率已接近去年 10 月末最低水平，而信用债收益率仍多数为去年均值水平附近，信用债配置价值仍存，后续利差仍有压缩空间。

1) 产业债方面，主业集中、治理清晰、债务负担不重且债券依赖度低的主体仍是现阶段信贷资源充沛条件下的核心受益标的；2) 地产债方面，融资政策端依然有利于国央企及头部未出险民企地产主体；3) 城投债方面，市场舆情主要关注重点地区土地财政与债务压力，预计后续中央层面出政策直接支持的力度与可能性均不高，对尾部平台和再融资压力显著上升的主体继续规避，对腰部及以上平台适度乐观，对产业布局好、债务负担轻的区域可以重点关注。

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。