

政策落地，经济回稳

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

摘 要

1. **宏观经济方面**，今年开年后，宏观经济数据经历了 2-3 月份的脉冲，4-5 月份的回落，6 月以来已阶段性见底。出口逐月走高，通胀见底回升，制造业 PMI 连续四个月回升，汽车销售在促消费政策带动下改善，地产销售较弱但新一轮调整政策正在密集落地。
2. **利率债方面**，短期内的基本面能提供的机会不大，在制造业景气度二次回落前，收益率下行空间受限。加之年末的波动率往往明显上升，利率债在久期策略运用上更谨慎，适当考虑参与货币宽松和政策博弈两条主线下的交易性机会。
3. **信用债方面**，信用利差在季末流动性偏紧环境下亦有冲高，但幅度不及年初，配置价值小幅提升。城投债方面，债务置换政策显著提振市场信心，短久期城投债获得市场青睐，部分区域的信用利差已经明显收窄，后续可关注化债落实情况和区域性价比。

一、2023 年三季度债券市场回顾

三季度，债市经历了对稳增长政策的预期多次反复的过程，最终在地产和化债政策的共同推出下，加之资金超预期的紧张，收益率以月度级别的调整收尾。

7 月：政策预期反复，收益率呈“V 型”走势

以 7 月末政治局会议为转折，地产政策预期反复，债券收益率走势先下后上，全月除 1 年期下行以外，其他关键期限基本持平。截至 7 月 31 日，1 年国债下行 6BP 至 1.81%，10 年国债上行 3BP 至 2.66%，期限利差处于 85BP 年内高位。

早在 6 月中旬降息落地后，10 年国债收益率达到低点 2.5950%，同时市场预期降息是一揽子经济政策的一部分，造成利率快速“V 型”反转至高点 2.6925%，直至 6 月 20 日 LPR 降息幅度有限，表明地产政策定力仍强，债市恐慌情绪消退，利率回落至 2.65% 附近，此后窄幅横盘震荡长达近一个月，以观望进一步的政策。7 月 21 日当周，各部门集中出台了促进家居消费、促进汽车和电子产品消费、民营经济壮大意见等多个政策文件，但由于并无财政资金投入，市场反馈一般，

股指连续下跌，10 年国债收益率突破横盘下行至低点 2.5925%，政策预期尚未等到月底政治局会议就已经提前降温。然而 7 月 24 日政治局会议正式定调出现了较大预期差，“适时调整优化房地产政策”的表态使得市场对地产政策调整的预期再次升温，利率快速“V 型”反转至高点 2.6725%。

8 月：降息与地产政策先后落地，重演“V 型”走势

市场在等待地产政策过程中意外先迎来降息，月末地产政策调整方才落地，债券收益率走势再次先下后上，且由于降息后资金不松反紧，收益率短上长下，曲线形态开始走平。截至 8 月 31 日，1 年国债上行 9BP 至 1.91%，10 年国债下行 10BP 至 2.56%，期限利差自 85BP 收窄至 65BP。

月初，受一线地产放松政策的预期压制，10 年国债收益率围绕 2.65%窄幅横盘震荡，观望情绪浓重。此后地产政策持续引而不发，观望情绪逐渐减淡，在股债跷跷板效应和 7 月社融数据弱于预期的驱动下，10 年国债突破 2.65%开始下行，并在月中超预期降息后进一步下行至 2.55%，5 年 LPR 超预期未调整后突破 2.55%，达到年初以来的最低点 2.53%。然而预期差再次出现，月末最后一周地产政策落地按下“加速键”，8 月 25 日三部委将认房不认贷纳入“一城一策”工具箱供城市自主选用、8 月 31 日广深执行认房不认贷以及央行发布存量房贷利率调整方案和差别化住房信贷政策、9 月 1 日北上也全面执行认房不认贷，市场预期一线城市非核心限购也有望打开，至此政策长达近三个月的引而不发告一段落。

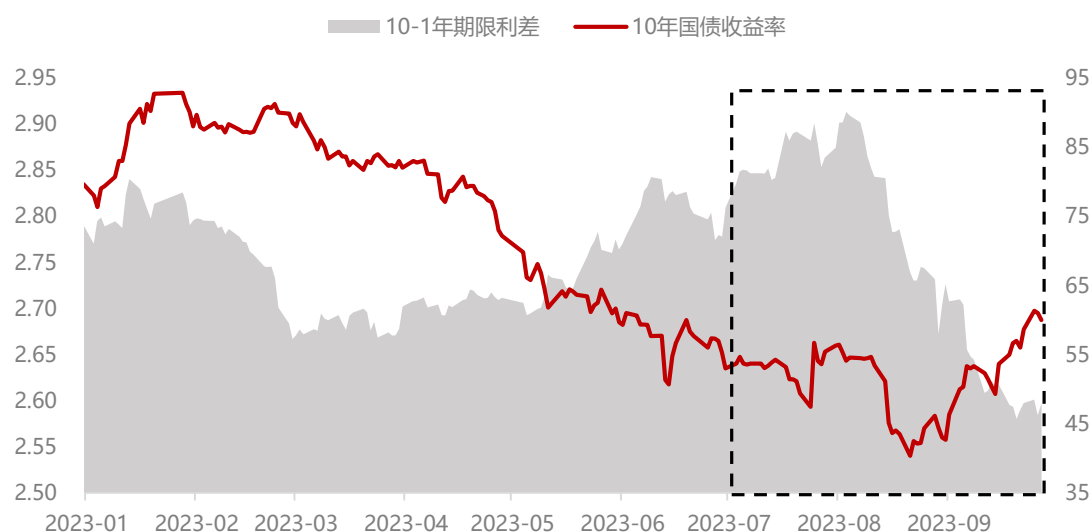
9 月：经济回稳，资金紧张，债市熊平

地产政策落地、地产销售金九旺季预期、季末信贷投放较好、公布的 8 月经济数据企稳，基本面好转不利于债市，跨季资金面的持续承压更是让收益率曲线熊平特征突出。截至 9 月 28 日，1 年国债上行 26BP 至 2.17%，10 年国债上行 12BP 至 2.68%，期限利差自 65BP 继续收窄至 51BP，接近三年来最低水平。

资金面收紧始于 8 月中旬，尽管有超预期降息，但新增专项债发行提速和信贷投放边际好转下，大行净融出规模下降，资金面在税期和月末时点明显偏紧，隔夜利率一度上行至 2%上方，创两个月新高并与 7 天形成倒挂，央行逆回购投放自 8 月 25 日当周增长至 7 千亿元以上，滚动续作以满足公开市场需求；进入 9 月情况并未好转，尽管降准如期落地，但与国债发行量创历史新高和跨季资金需求形成对冲，加之特殊再融资债券发行亦在路上，资金面持续紧张，1 年国有大

行存单利率突破 1 年 MLF 利率达到 2.52%为年内新高，带动债市熊平。

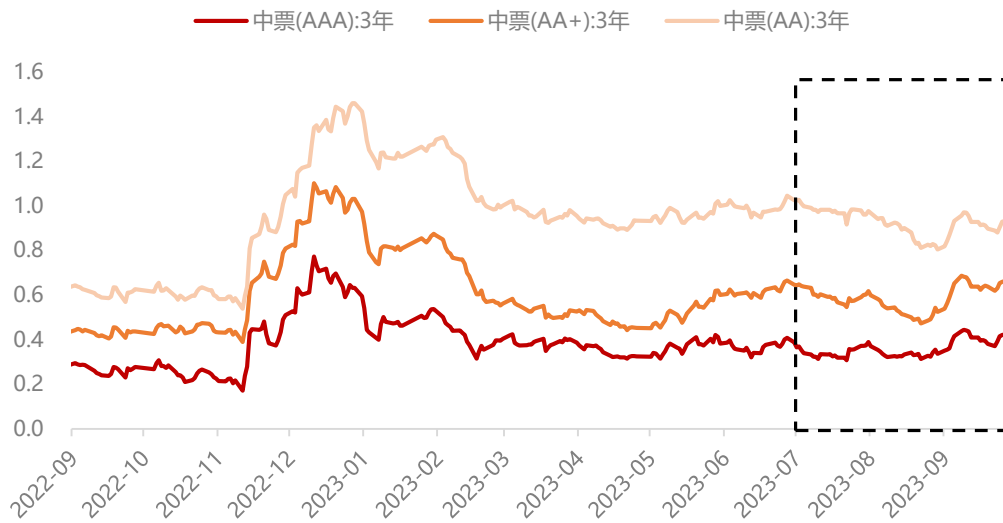
图 1：三季度 10 年国债到期收益率走势



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，利差中枢持平、波动加大。三季度以来，债市波动率提升，信用利差压缩空间进一步收窄的前提下，信用债总体上跟随利率走势。央行 8 月降息、9 月降准，此外，一二线城市地产政策继续放松限制、城中村改造、各地一揽子化债方案等政策相继出台、经济金融及通胀数据企稳回升，在多空预期交织展开的背景下，债市收益率整体先下后上，10 年国债收益率由季初 2.64%下行至 8 月下旬最低点 2.53%，随后于 9 月震荡上行收在 2.7%附近，3 年 AAA 高等级信用债则由季初 2.8%下行至最低点 2.64%，季末收于 2.9%附近，振幅近 30BP，波动加大。

图 2：三季度 3 年信用债利差走势



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

二、2023 年四季度投资展望

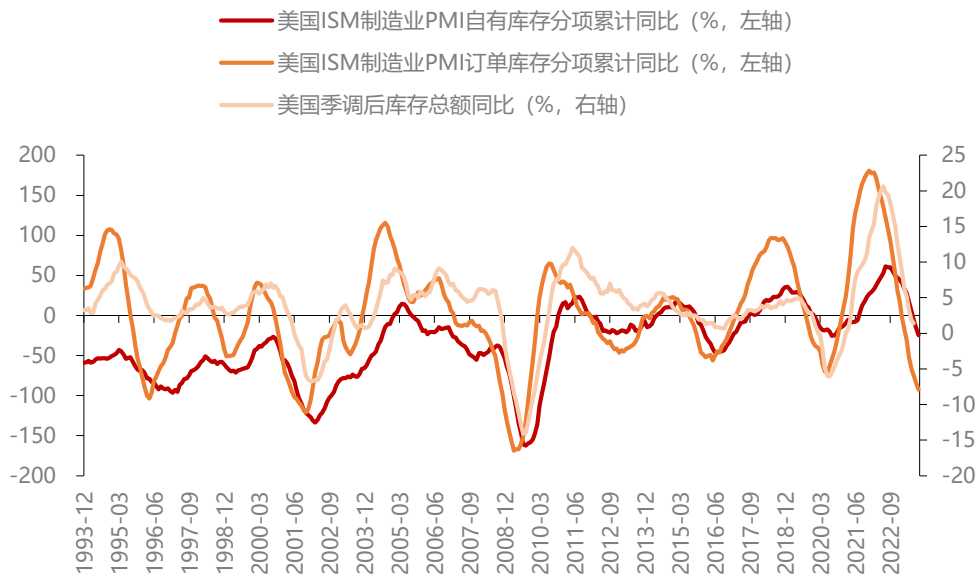
1、国内经济企稳回升，关注宏观政策效果

随着降息等总量政策，以及与地方化债、地产支持政策、活跃资本市场、促进消费相关的一系列稳增长政策陆续出台，国内经济已逐步显现企稳回升迹象，尤其表现为出口和制造业景气度的止跌回升，以及消费的边际改善。需要关注四季度是否会出台进一步的宏观经济托底政策，尽管其对年底宏观经济的直接拉动作用相对有限，但会对明年国内宏观经济增长预期产生较大影响。

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，从而拖累中国对这些海外经济体的出口。从若干相关指标看，美国去库仍在进行，且年内大概率仍将延续去库：2023 年 9 月美国 ISM 制造业 PMI 为 49.0%，较前值+1.4pct，但自有库存分项累计同比-9.7pct 至 -24.5%，订单库存分项累计同比-8.5pct 至-92.3%。从历史来看，中美库存周期大致同向变化，在年内美国库存周期难以看到拐点的情况下，国内库存周期大概率不会出现补库，但 2023Q4 可能从主动去库向被动去库逐渐切换，制造业景气度有望筑底企稳，这在制造业 PMI 数据中已显露出迹象：9 月制造业 PMI 新订单

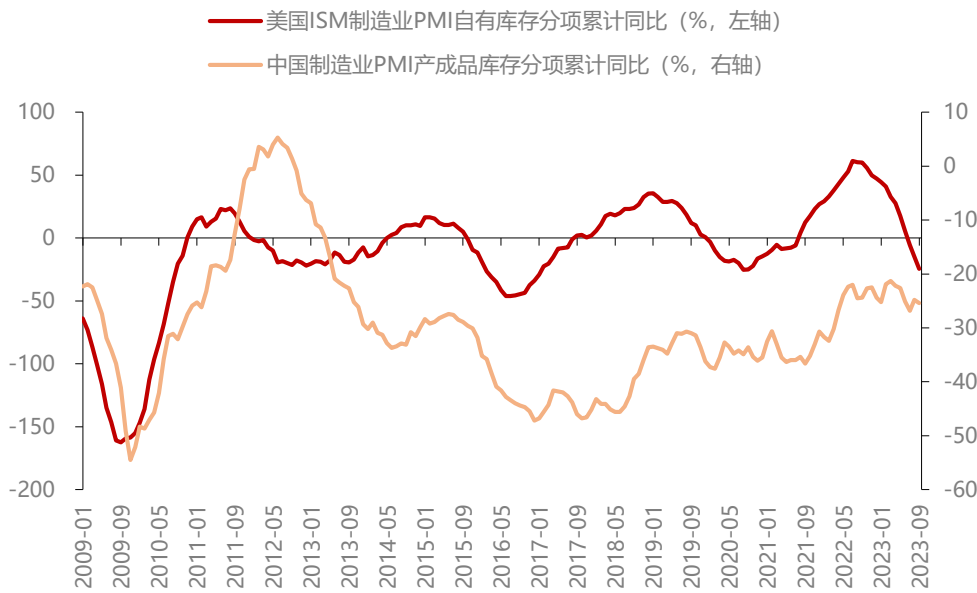
分项连续第 4 个月上升,生产分项连续第 2 个月上升,且连续第 2 个月同步位于荣枯线以上;原材料采购量和原材料库存分项均连续第 3 个月上升,且原材料采购量连续第 2 个月位于荣枯线以上,表明制造业企业的实际景气情况和预期均有所改善。

图 3：美国去库仍在进行



数据来源：Wind，东方红资产管理

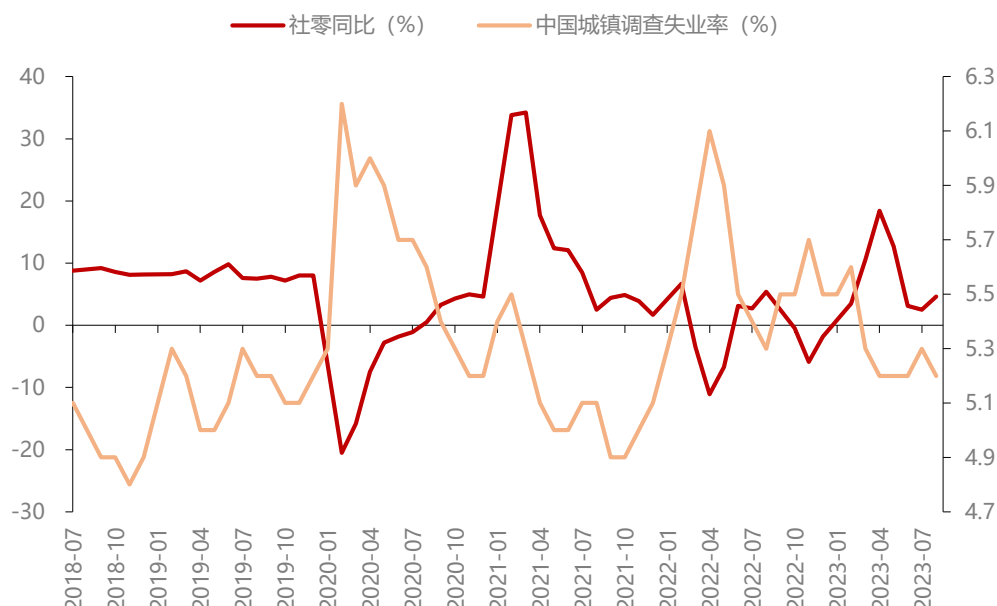
图 4：中美库存周期大致同向变化



数据来源：Wind，东方红资产管理

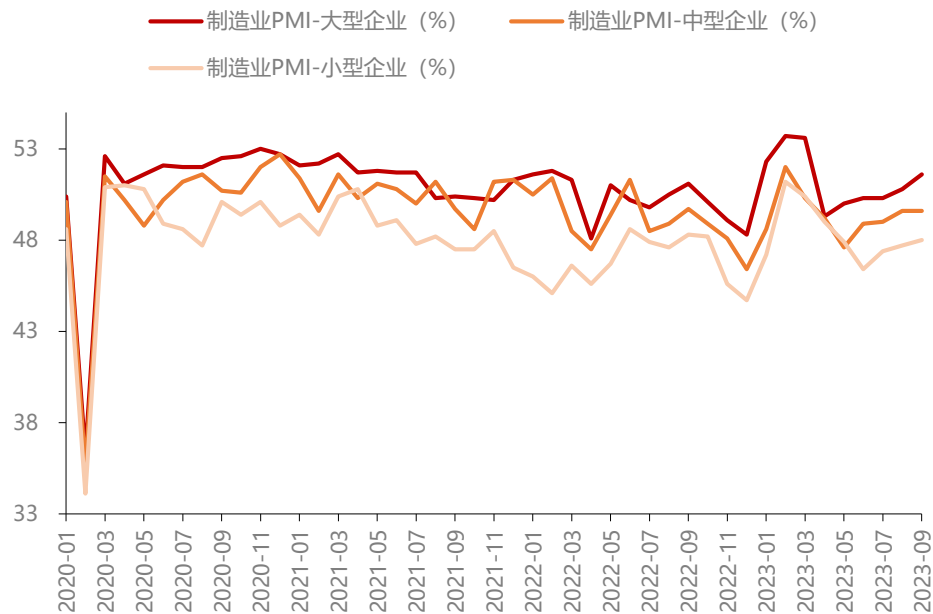
消费方面，社零同比和城镇调查失业率呈现明显的负相关关系，因此消费的修复需要密切关注就业情况。年初以来，服务业在推动国内失业率下行方面起到了重要作用，但 2023Q2-Q3 随着前期积压的服务消费需求集中释放后新增服务消费需求相对不强，服务业的景气度出现明显回落：服务业 PMI 新订单分项从 3 月 58.5% 的高点大幅回落至 9 月的 47.4%，且对其吸纳就业产生负面影响，从业人员分项从 3 月 48.8% 的高点回落至 9 月的 46.9%。展望 2023Q4，一方面，吸纳了大量就业的中小型制造业企业景气度开始有企稳改善迹象，2023 年 9 月的大/中/小型企业制造业 PMI 分别为 51.6% (+0.8pct，连续第 5 个月企稳)/49.6% (环比持平，连续第 4 个月企稳)/48.0% (+0.3pct，连续第 3 个月回升)；另一方面，随着制造业景气企稳修复并向服务业传导，服务业的景气也有望止跌回升（2023 年 9 月服务业 PMI 结束 4-8 月连续 5 个月下降，环比+0.4pct），并共同带动相关就业。加之已经出台的一系列地产支持政策有望推动地产销售逐步企稳，并带动地产后周期消费品需求边际改善，预计后续整体消费有望企稳回升。

图 5：社零同比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 6：中小制造业企业景气度企稳改善



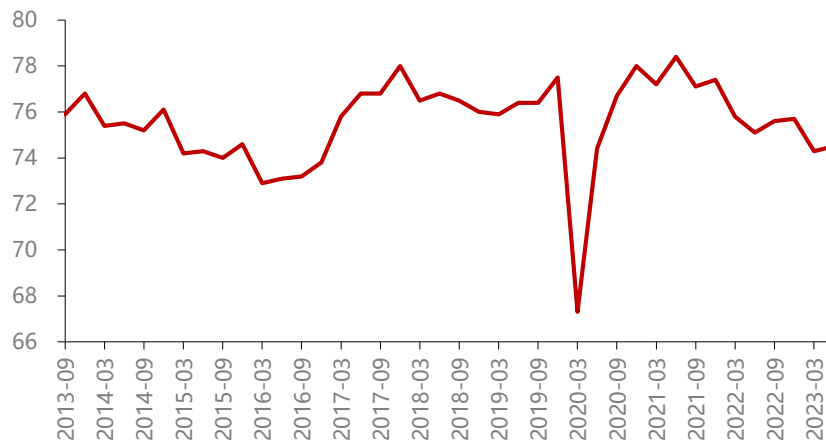
数据来源：Wind，东方红资产管理

投资方面，

1) **制造业投资**：从经济意义上看，制造业企业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好转，企业也没有必要在短时间内扩大资本开支。目前制造业产能整体看仍然不缺：2023Q2 当季国内工业产能利用率为 74.5%，较前值+0.2pct，但相较此前的高点 2021Q2 的 78.4% 仍然相去甚远，因此制造业企业整体扩产能的必要性并不大，扩产能的领域主要集中于电气设备、汽车制造等局部有设备更新需求的领域。2023 年以来，制造业投资增速整体呈现减缓的过程：2023 年 1-2 月制造业投资累计同比+8.1%，1-8 月已缓步降至 5.9%。

图 7：目前制造业产能整体不缺

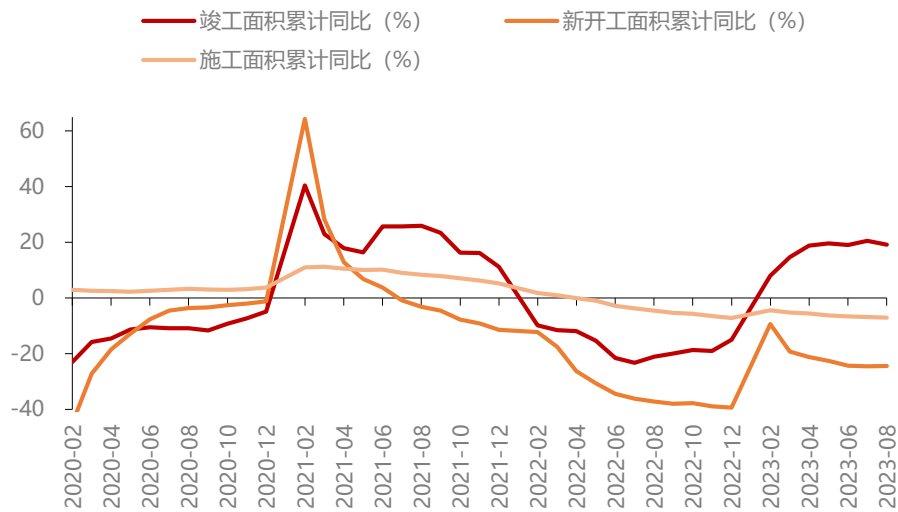
中国工业产能利用率当季值 (%)



数据来源：Wind，东方红资产管理

2) **地产投资**：建安投资方面，在政策层面持续推进保交楼的背景下，2023年以来竣工表现要显著好于新开工和施工：1-8 月国内房屋竣工面积累计同比+19.2%，施工（-7.1%）和新开工（-24.4%）面积则均累计同比下降。但保交楼在实际操作中也存在诸如地产销售较弱影响保交楼专项资金的撬动效应等问题，因此对竣工而言，地产销售也仍然是重要症结所在。一线城市认房不认贷，下调首付比例下限、存量首套住房贷款利率及二套房贷款利率政策下限等地产支持政策的出台，有望推动地产销售逐步企稳改善，但从地产销售回暖到新开工复苏，还需要经历房企销售回款改善和库存下降→房企流动性改善→房企资产负债表修复→房企投资意愿提升，因此预计 2023Q4 整体建安投资仍将承压。土地购置费方面，2023Q4 土地购置费同比降幅可能会因为低基数而有所收窄，进而带动整体地产投资同比降幅有收窄，但预计 2023Q4 地产投资同比表现仍会偏低。

图 8：竣工表现显著好于新开工和施工



数据来源：Wind，东方红资产管理

3) **基建投资**：从沥青消费量看，2023Q2 基建投资向实物工作量的转化有明显走弱。但随着 2023Q3 地方政府专项债加快发行使用（政策层面要求新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，截至 9 月 28 日，年内累计发行新增专项债 3.45 万亿元，占到全年新增专项债额度 3.8 万亿元的九成），7-8 月基建投资向实物工作量的转化明显加快。考虑到 2023Q4 全国自北向南的气温降低将令工地施工条件逐步弱化，即使继续动用增量的与基建投资有关的财政政策工具，对当季的基建投资提振作用也比较有限，预计 2023Q4 基建投资增速将保持相对平稳。

图 9：7-8 月基建投资向实物工作量的转化再度加快

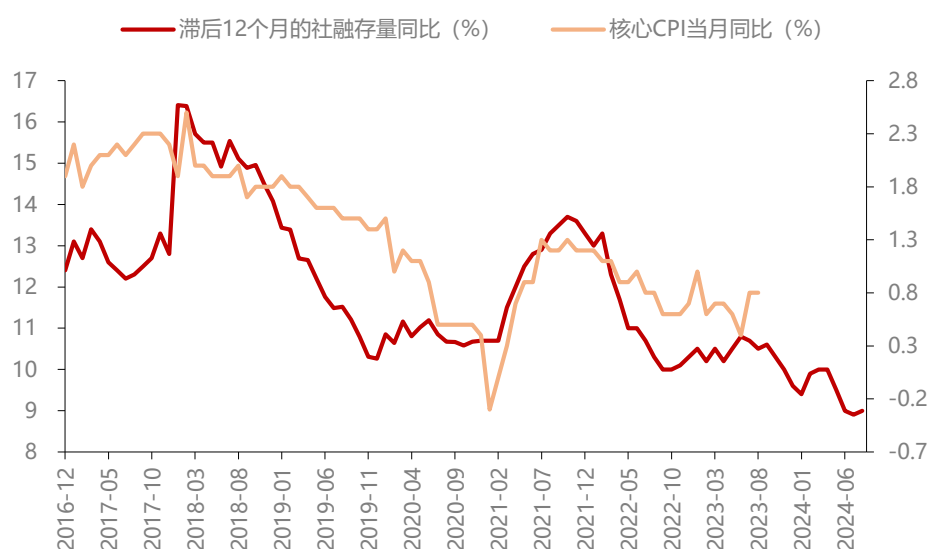


数据来源：Wind，东方红资产管理

2、预计 2023Q4 的 CPI 同比中枢在 0.5%左右，PPI 同比中枢在-1%左右

PPI 方面，尽管需求端难以推动商品价格大幅上涨，但由于供给端的扰动，比如沙特和俄罗斯强硬减产、国内煤炭开采受限较多，叠加 Q4 是能源和工业原材料消耗的传统旺季，2023Q4 大宗商品价格可能表现偏强，带动 PPI 同比降幅明显收窄。CPI 方面，考虑到冻品库存仍然偏高，此前压栏的大猪及二育有集中出栏的压力，预计年内猪价出现大涨的可能性不高，食品价格对 CPI 的整体压力比较有限；核心 CPI 同比和滞后 12 个月的社融存量同比有一定的正相关性，可以预计年内核心 CPI 同比难以出现大幅上涨。综合来看，预计 2023Q4 的 CPI 同比中枢在 0.5%左右，PPI 同比中枢在-1%左右，预计 2023 年全年 CPI 同比中枢在 0.5%左右，PPI 同比中枢在-2.4%左右。

图 10：核心 CPI 同比和滞后 12 个月社融同比有一定的正相关性



数据来源：Wind，东方红资产管理

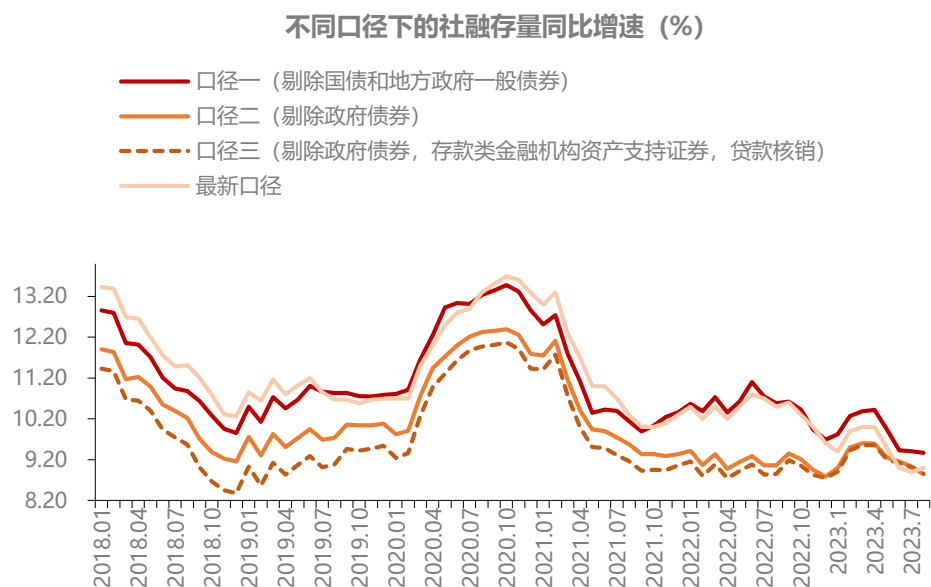
3、货币和财政政策仍有待加大实施力度

货币政策方面，2023 年 8 月社融存量同比在 7 月触底后回升，但这主要是由于 2023 年专项债发行到 8 月才开始提速，而 2022 年专项债发行提速时间较早（政策层面要求确保新增专项债券 6 月底前基本发行完毕）导致的政府债券净融资发行节奏错峰下的同比回升，8 月去除政府债券口径的社融存量同比仍然明显下滑。8 月，金融机构人民币贷款同比多增，也主要是依靠票据冲量，居民和企业部门融资仍未看到明确的改善迹象。在宽信用目标尚未达成的情况下，2023Q4

货币政策仍有待进一步加大宽货币力度来稳定和提振实体经济融资需求。

财政政策方面，由于居民和企业部门融资意愿都较弱，财政政策逆周期调节的重要性凸显。2023Q1-Q3，财政政策力度总体偏克制，考虑到 2024 年国内宏观经济增长仍面临压力，预计 2023Q4 可能会出台更多增量财政政策，尽管其对当季宏观经济的直接拉动作用可能比较有限，但会对 2024 年国内宏观经济增长预期产生较大影响。

图 11：宽信用目标尚未达成



数据来源：Wind，东方红资产管理

4、2023Q4 大宗商品价格可能偏强

铜方面，对铜的供需平衡预测进行更新：需求端预计 2023 年国内需求增长 96 万吨¹（其中国内电网+15 万吨，地产竣工+22 万吨，家电+30 万吨，风电+17 万吨，光伏+35 万吨，电动车+20 万吨，燃油车-9 万吨，其他制造业和基建-34 万吨），海外需求增长 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+2 万吨，其他制造业和基建-43 万吨），全球需求合计增长 104 万吨。供给端预计 2023 年国内供给增长 20 万吨，海外供给增长 94 万吨，全球供给合计增长 114 万吨。从供给增量-需求增量看，2023 年为 10 万吨，相较上一

¹ 铜、铝供需预测数据均保留到整数位。

季度的预测值明显下降，因此，尽管 2023 年铜价中枢相较 2022 年有下行压力，但降幅会比此前预计的小，铜价表现会比此前预计的更强势。

铝方面，对铝的供需平衡预测进行更新：需求端预计 2023 年国内需求增长 229 万吨（其中国内电网+24 万吨，地产竣工+130 万吨，家电+27 万吨，风电+4 万吨，光伏+94 万吨，电动车+65 万吨，燃油车-44 万吨，其他制造业和基建-70 万吨），海外需求下降 112 万吨（其中海外风电+1 万吨，光伏+80 万吨，电动车+42 万吨，燃油车+11 万吨，其他制造业和基建-247 万吨），全球需求合计增长 117 万吨。供给端预计 2023 年国内供给增长 204 万吨，海外供给增长 25 万吨，全球供给合计增长 229 万吨。从供给增量-需求增量看，2023 年为 112 万吨，相较上一季度的预测值有所下降，因此，尽管 2023 年铝价中枢相较 2022 年有下行压力，但降幅会比此前预计的小，铝价表现会比此前预计的更强势。

黄金方面，金价与美国 10 年期国债实际收益率呈现负相关性。考虑到供给端因素扰动带来的大宗商品价格上涨可能导致美国通胀再度抬头，美联储仍有通过加息令美国实际利率进一步上行以遏制通胀的动机。美联储 9 月议息会议显示年内可能仍有一次加息，而 2024 年的降息幅度会比此前预计的更少。考虑到美国经济的较强韧性，以及通胀的较高粘性，后续美联储货币政策的鹰派程度仍有超出目前市场预期的可能。因此对后续金价表现仍持谨慎观点。

原油方面，目前 EIA 预计 2023 年总原油供应为 10,118 万桶/日，原油需求为 10,098 万桶/日，库存净增加 20 万桶/日，较上一季度 EIA 预测值 35 万桶/日显著下降，并预测 2023 年 WTI 均价为 \$79.7/桶，较上一季度 EIA 预测值 \$74.7/桶显著上升。

综合来看，预计大宗商品价格在年内的表现会比此前预计的更强，且与前述 2023Q4 大宗商品价格可能偏强、带动 PPI 同比降幅有所收窄的判断相对应。

三、2023 年四季度债券投资策略

1、利率债方面，基本面回稳，收益率下行空间受限

今年开年后，宏观经济数据经历了 2-3 月份的脉冲，4-5 月份的回落，6 月以来已阶段性底部区域。出口回归逐月增长，制造业 PMI 连续四个月见底回升，通胀也见底回升，汽车销售在促消费政策带动下明显改善，地产销售相对较弱，

但新一轮调整政策正在密集落地。所以短期内基本面能提供的利率债机会不多，在制造业 PMI 二次回落前，收益率下行空间受限。

基本面边际企稳，加之年末的波动率往往明显上升，利率债在久期策略运用上更谨慎，适当考虑参与货币宽松和政策博弈两条主线下的交易性机会。

主线一是货币压力解除。基本面边际企稳叠加债券供给放量的共同影响下，8 月中旬过后资金价格持续偏高，DR007 加权高于央行 7 天逆回购 20BP，1 年存单发行价格突破 1 年 MLF 利率。之前货币压力导致利率债收益率曲线形态非常平坦，10-1 年国债期限利差已经低于 50BP，比去年 12 月底的理财赎回潮阶段和今年 2 月底经济重启阶段的形态更为平坦，接近三年来最低水平。后续待债券发行高峰结束，加之不排除年末还有降准或降息的可能性，流动性环境如果出现好转，曲线重新走陡的概率较大，中短端以及高弹性品种存在超跌反弹的机会。

主线二是政策预期博弈。9 月初北上广深全面执行认房不认贷后，市场进入效果观察期，政策加码预期暂时降温。下一个再升温窗口最迟在今年底中央经济工作会议前，届时关注两个方面：首先是明年经济增速目标，决定了明年宏观政策的总体基调；其次是与经济增速适配的政策空间大小，至今尚未使用的政策手段（如特别国债、一线城市全面放松限购等）是否考虑推出，届时预期博弈将卷土重来，债券波动率也会上升，机会与风险并存。

2、信用债方面，利差冲高不及年初，配置价值小幅改善

去年三季度同期，市场流动性尤为宽松，3 年 AAA 与 10 年国开收益率倒挂超过 20BP，显示短端下行及“资产荒”；去年底机构赎回潮背景下，该指标在短时间内从倒挂到翻正超过 50BP，此后逐渐回落至零附近，回到历史中枢水平；今年 9 月降准后，由于跨季资金偏紧而再次回升至接近 20BP，较此前配置价值有所上升，往后看四季度若有流动性转宽，预计二者利差有望回落。

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，治理结构良好、土储较高能级城市的头部央国企地产债利差处于较高水平，有一定配置价值；3) 城投债方面，三季度以来再融资置换存量债务政策显著提振市场信心，短久期城投债获得市场青睐，部分区域的信用利差已经明显收窄，后续可关注化债落实情况和区域性价比。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至【2023】年【10】月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。