

莫道桑榆晚，为霞尚可期

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

摘 要

- 宏观经济方面**，2023 年四季度，地方化债、地产支持、资本市场支持，增发万亿国债等一系列稳增长政策陆续出台，国内经济数据在边际上有望继续修复。关注年初两会对全年经济目标的设定以及是否会出台增量宏观政策。
- 利率债方面**，降息周期未尽，收益率顶部下行趋势大概率不变，而底部受到资金利率约束更多，若 2024 年继续降息且能引导资金利率围绕运行并形成新稳态，则底部位置也有望突破下行。节奏上，经济底部的周期性弱化、季节性强化，对应债市的季节性规律也较稳定：金三银四结束，经济进入淡季对应收益率持续回落，直到金九银十开始，经济进入旺季对应收益率底部回升，二三季度窗口期波动放大，交易机会与风险并存。
- 信用债方面**，2024 年低利差环境下配置难度高于 2023 年，市场关注焦点或从重点省份城投迁移至非重点高存量债券区域。重点关注信用债供给在债市中格局的变化，近年政府债+金融债增量显著，传统信用债存量增量占比同步下滑，中央加杠杆+银行资本补充缺口仍高+资产荒三重状态叠加下该趋势大概率延续。
- 转债方面**，跟随 2023 年 8 月权益市场调整后，可转债已经回落到了长期合理估值区间。考虑到权益市场处在历史相对低位以及债端压力已有部分释放，再调整空间较小。高平价低溢价转债，在控制好整体弹性的前提下，比较具有投资性价比。

一、2023 年四季度债券市场回顾

四季度，债市以流动性压力为核心矛盾，一方面，经济活动 8-9 月的明显回暖暂告段落；另一方面，再融资债券和增发国债集中发行造成流动性持续偏紧，长债高位震荡，短债承压更多，收益率曲线形态更趋平坦化，直到进入 12 月跨年资金转松叠加降息预期升温，债市迎来年末转机，收益率普遍回落。

10 月：特殊再融资债开闸发行，万亿国债增发尘埃落定

DR001 和 DR007 加权均值 1.79% 和 1.99%，分别上行 2BP 和 2BP，上行幅度比 8 月（28BP 和 6BP）和 9 月（12BP 和 10BP）放缓，资金利率结束 8-9 月连续上行，但亦未下行，转入高位震荡，对应债市维持熊平调整，只不过调整幅度也比前两个月温和。截至 10 月 31 日，1 年和 10 年国债收益率分别上行 4BP 和 2BP 至 2.21% 和 2.69%，10-1 年期限利差自 51BP 小幅收窄至 49BP。

本轮资金面收紧始于 8 月中旬，8 月降息和 9 月降准后未有明显好转，银行体系净融出规模下降，资金面在税期和月末时点偏紧，央行逆回购投放自 8 月 21 日当周开始进入大额滚动续作模式，机构杠杆对每日公开市场操作的依赖度较高，资金面波动性上升，尤其 10 月最后一个交易日出现了非银跨月资金陡升的情况。究其原因，除基本面好转因素外，一方面债券供给压力维持高增，8 月是新增专项债发行高峰、9 月是国债发行高峰、10 月是特殊再融资债发行高峰，后续 11-12 月还有约 1 万亿国债增发，1 年大额同业存单发行提价超过 1 年 MLF 政策利率，显示银行体系长期流动性对债券供给的承接显乏力；另一方面汇率维持承压，美国经济回暖和美债发行放量，美联储短期内降息的预期随之下降，共同推高美元和美债，人民币被动承压下央行或难有主动降准降息等大幅度动作。

11 月：PMI 环比回落，资金仍有压力，曲线加速平坦化

DR001 和 DR007 加权均值 1.77% 和 1.97%，分别下行 2BP 和 1BP。资金利率从 8 月和 9 月连续两个月的大幅上行，转为 10 月和 11 月的高位震荡，但仍未进入大幅下行，资金利率水平仍高。债市表现与上月不同，虽然资金仍紧，但是经济环比回落迹象显现，长债收益率松动小幅下行，短债收益率继续上行，形成分化走势。截至 11 月 30 日，1 年和 10 年国债收益率分别上行 13BP 和下行 3BP 至 2.34% 和 2.67%，10-1 年期限利差大幅收窄至 33BP 的极低水平。

11 月债市先稳后跌，上旬在 PMI 环比回落、资金相对宽松以及降准预期升

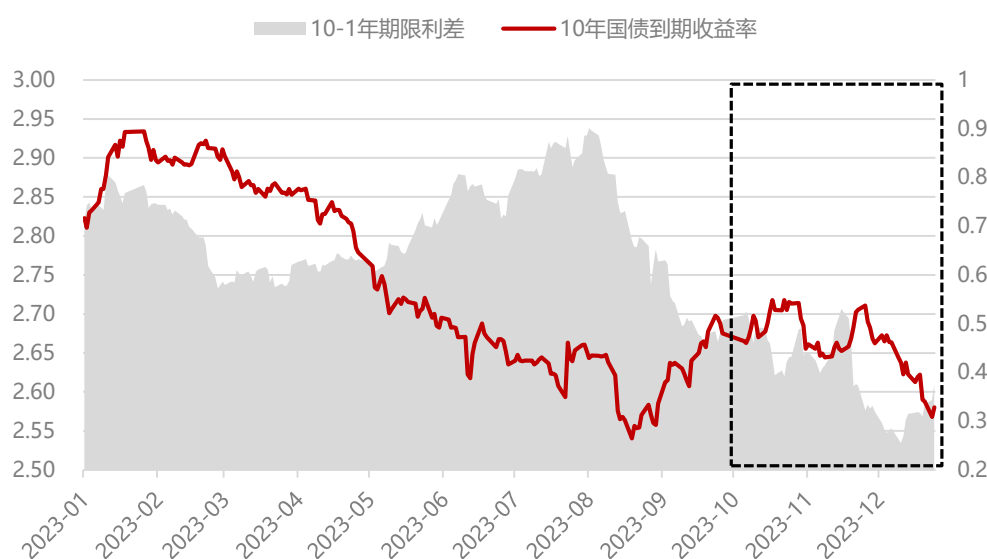
温的带动下,长债收益率回落到近两月低位窄幅波动;中旬 MLF 续作时降准落空,加之债券供给量较大,资金面再次转紧,尤其是存单价格突破前高,收益率转为上行,长债收益率逼近 10 月底前高,短端收益率超过 10 月底前高,收益率曲线进一步平坦化。总体上,资金不稳仍是制约债市,尤其是制约存单和短券表现的要素,从供给压力看,理论上债券供给对流动性的影响偏中性,即前期债券发行过程中流动性从银行上收到国库,后期财政资金拨付过程流动性再从国库回流到银行,所以央行可能不通过投放长钱,而是通过投放短钱进行周转,以避免财政资金拨付后反而叠加造成银行间流动性过剩的问题,但是此次债券发行集中于年末,项目准备时间相对有限,市场也担心资金拨付效率影响转松进度。

12 月：存款降息，跨年转松，收益率年末下行

DR001 和 DR007 加权均值为 1.62%和 1.82%，分别下行 15BP 和 15BP，资金利率继两个月上行和两个月横盘后终于迎来大幅下行,年末资金面在财政投放和央行跨年逆回购投放的双重保驾护航下比预期更为平稳宽松,国有行存款利率时隔三个月再次下调更是引发了市场对 2024 年 1 月中旬降息的预期,债市大涨收尾。截至 12 月 27 日,1 年和 10 年国债收益率分别下行 18BP 和 11BP 至 2.15%和 2.56%,期限利差由 33BP 走阔至 40BP,但仍处于相对偏低水平。

12 月初大行净融出规模恢复至接近 8 月高位水平,但由于年末流动性分层,非银资金面仍偏紧张,短债暂时承压,央行从第二周开始进行大额逆回购投放,分层很快缓解,市场情绪随之改善,对利好反应更敏感,主要包括:一是政治局会议和中央经济工作会议落地内容无明显超预期;二是公布的 11 月 CPI 和 M1 数据比预期更弱,根据“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”的要求,货币政策仍有进一步宽松的可能,月中 MLF 续作前后的降准降息预期反复升温;三是国有行存款利率下调,市场正式开始交易 2024 年 1 月降息预期,因为在银行净息差压力较大的背景下,存款利率下调可视为 OMO、MLF、贷款利率降息的铺垫,2022 年 9 月以来三次降息附近都伴随存款利率下调,所以降息交易正式引导以超长债为代表的品种率先下行;四是进入跨年窗口期内,跨年资金利率升幅有限,机构抢跑年后宽松,行情由牛平演绎到牛陡。

图 1：四季度 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

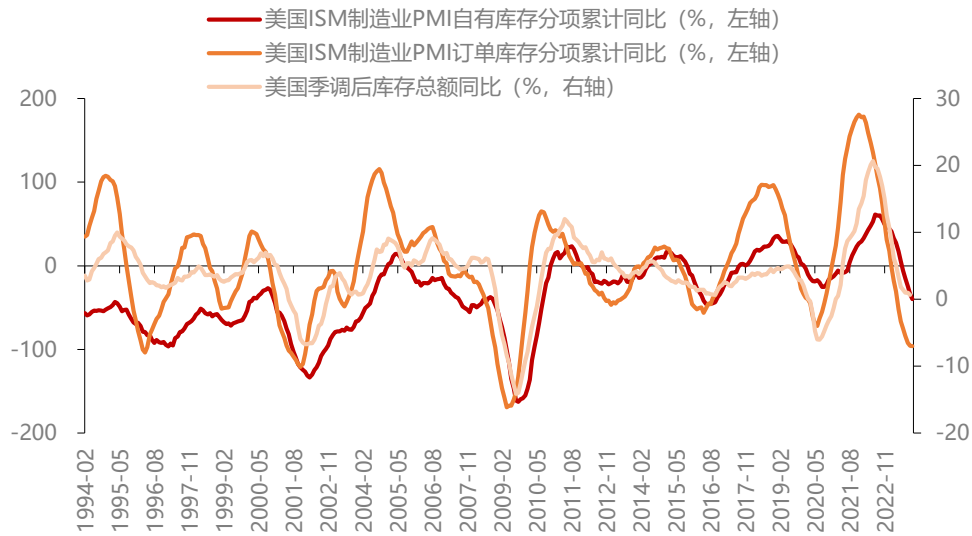
二、2024 年度投资展望

1、国内经济继续修复，继续关注增量政策

2023 年四季度，地方化债、地产支持、资本市场支持增发万亿国债等一系列稳增长政策陆续出台，国内经济数据在边际上有望继续修复。关注年初两会对全年经济目标的设定，以及是否会出台增量宏观政策。

出口方面，随着美国去库的进行，海外采购节奏将逐渐向正常状态恢复，预计 2024 年出口增速在 0%~2%。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需求大幅走弱，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内部经济，最终影响其对华商品的需求，从而拖累中国出口。从历史来看，中美库存周期大致同向变化，目前尚未迎来拐点，但库存位置已经下行到低位，预计海外采购节奏将逐渐向正常状态恢复，即使尚未进入补库阶段，但有望看到新出口订单出现边际改善。

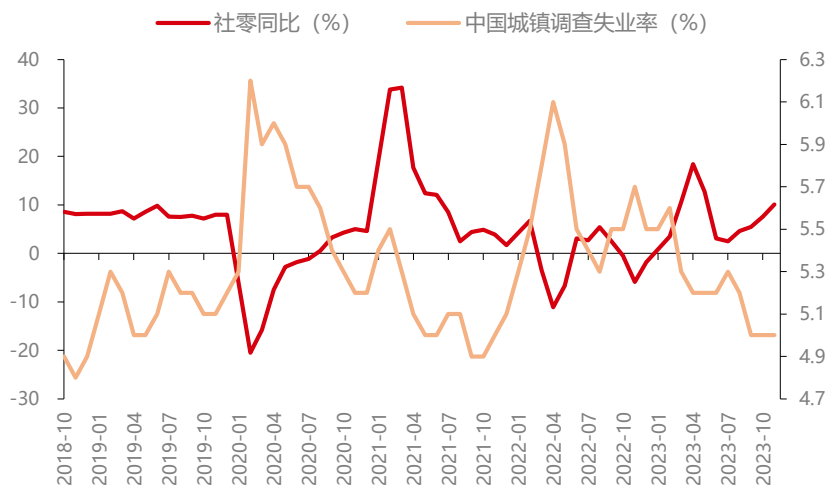
图 2：美国库存去化已至低位



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，消费修复一定程度上取决于就业情况。2023 年 8-11 月，受益于城镇调查失业率的回落，社零同比持续回升，展望后续，随着海外采购节奏逐渐向正常状态恢复，国内出口处于改善趋势中，出口产业链上吸纳了大量就业的制造业企业景气继续改善，并且随着制造业景气修复向服务业传导，服务业的景气也有望止跌回升并带动相关就业。预计后续消费有望继续回升，2024 年社零增速可能在 5.5%左右。

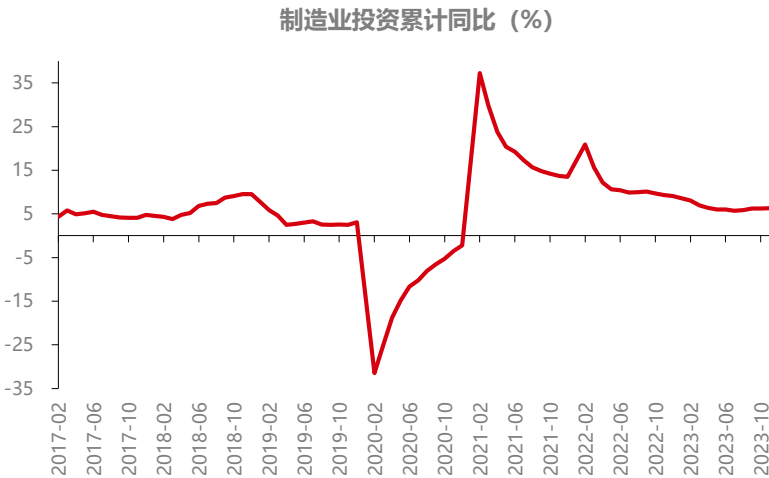
图 3：失业率回落助力消费恢复



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，制造业投资、工业企业利润等与出口基本同周期变化。2020 年之后，出口高增和工业品价格高涨阶段过去，以电子为代表的出口型行业和以石化为代表的资源型行业放缓制造业投资，同时以汽车制造等为代表的新兴行业逆势扩大投资，使得制造业投资总体放缓但幅度较为平稳。2023 年 8 月之前，制造业投资同比增速延续近两年的回落，8 月之后随着出口改善投资增速趋于企稳。展望后续，随着出口改善和库存继续消化，预计 2024 年制造业投资增速可能在 6%~7%。

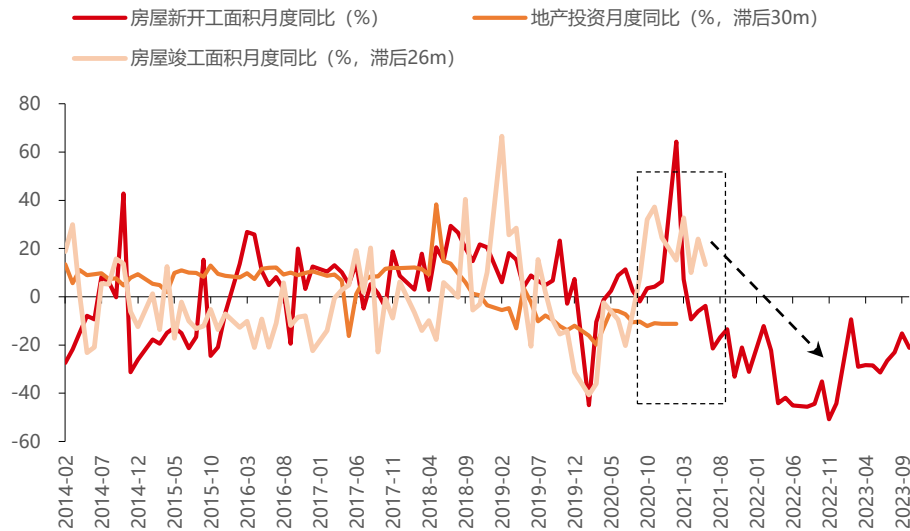
图 4：制造业投资增速下行放缓



数据来源：Wind，东方红资产管理

2) **地产投资**：在 2022 年的低基数下，2023 年地产销售（2023 年 1-11 月商品房销售面积累计同比-8%）和投资（2023 年 1-11 月地产投资累计同比-9.4%）仍然表现不佳。房屋新开工面积月度同比，滞后 26 个月的房屋竣工面积月度同比，以及滞后 30 个月的地产投资月度同比有一定的正相关性，考虑到 2021 年 3 月起房屋新开工面积月度同比开始大幅回落，将令后续地产竣工和地产投资有进一步的下行压力。预计投向三大工程（保障房、城中村改造、平急两用）的 PSL 规模在 5,000-10,000 亿元，假设其中 90%计入地产投资，这将能带动地产投资增速+3.75~7.5pct，预计最终的 2024 年地产投资增速将达到-5%~0%。

图 5：地产投资有进一步下行压力



数据来源：Wind，东方红资产管理

3) 基建投资：从资金角度看，2023 年四季度增发的 1 万亿元国债中有 5,000 亿元是结转 2024 年使用，加之年末下达了两批增发国债项目清单，涉及安排国债资金超 8000 亿元，已大部分落实到具体项目，预计后续基建投资增速有望维稳，2024 年基建投资增速可能在 8%-10%。

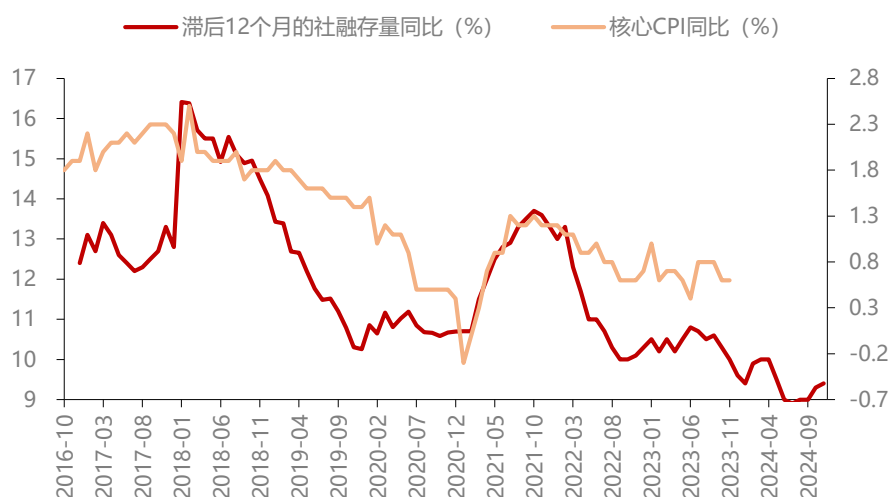
2. 预计 2024 年全年 CPI 同比中枢在 0.4%，PPI 同比中枢在 0.8%

PPI 方面，需求端，考虑到美联储货币政策转向“鸽派”，2024 年大概率会降息，并带动全球央行的货币政策边际转松，全球大宗商品需求有望得到提振，美国有可能开启补库进程。供给端，一方面，EIA 预计 2024 年全球原油供给增加 57 万桶/日，大幅低于 2021/2022/2023 年的 177/431/164 万桶/日，显示 2024 年原油供应偏紧，如沙特为了满足其激进的财政支出计划（对应财政平衡油价也逐年升高），有动机通过减产等手段将油价维持在更高水平；另一方面，铜等金属的供给端可能会持续受到扰动，支撑大宗原材料价格维持在高位。因此预计 2024 年全年 PPI 同比中枢在 0.8% 左右。

CPI 方面，2023 年外三元生猪均价在 15 元/kg，为 2018 年以来最低，保守假设 2024 年生猪均价走平，考虑到猪肉价格同比和 CPI 食品项同比的强相关性，2024 年 CPI 食品项同比预计收复下跌转为持平。另外，2020/2021/2022 年核心

CPI 同比分别为 0.8%/0.8%/0.9%，2023 年 1-11 月累计同比为 0.7%，由于社融存量同比领先核心 CPI 同比大约一年时间，预计 2024 年核心 CPI 同比继续下降至 0.5%，总体 CPI 同比中枢在 0.4% 左右。

图 6：核心 CPI 同比中枢位置走低



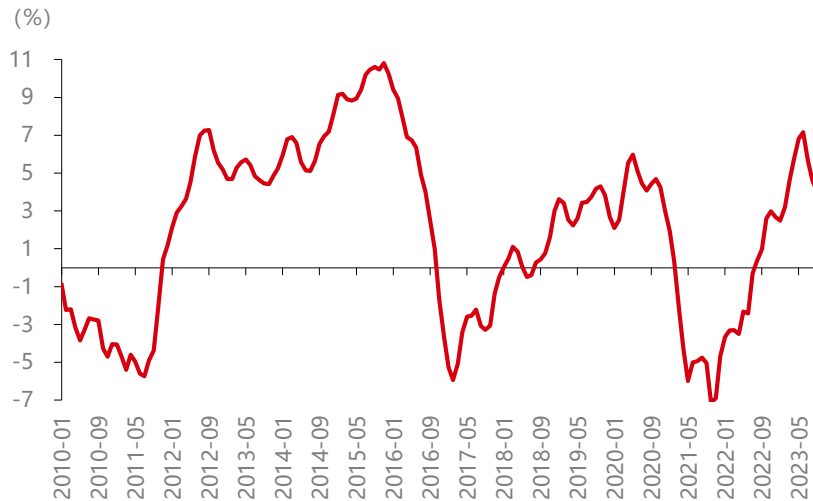
数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 2024 年货币和财政政策仍有加大实施力度的必要

货币政策方面，2023 年 8-11 月的社融同比多增主要依赖政府债券的支撑，剔除政府债券后的社融存量同比增速仍然大幅下滑，显示实体部门融资需求依然较为疲弱，且 2023 年 5-11 月 M1 同比增速持续下滑，显示微观主体活力较弱，企业风险偏好较低。在宽信用目标仍待达成的情况下，后续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：尽管 2023 年年内两次降息，但考虑到通胀偏低，实际利率依然偏高，有待继续调整。因此预计整体流动性环境仍会维持宽松。

财政政策方面，在实体部门融资意愿较弱的背景下，财政政策逆周期调节的重要性凸显。结构上，由于地方政府土地出让收入减少，加之升级防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，中央财政成为财政发力的主体，地方财政实质上在收缩。不论是像 2023 年四季度增发 1 万亿元国债、赤字率上调至 3.8%，还是像 2020 年发行抗疫特别国债 1 万亿元、不计入赤字，抑或是调用国债结存余额，后续中央财政进一步发力的可能性都较高。

图 7：实际利率依然偏高



数据来源：Wind，东方红资产管理

4. 预计 2024 年大宗商品价格表现偏强

铜方面，预计 2024 年全年全球需求合计增长 86 万吨，其中国内需求增长 31 万吨¹（其中国内电网+15 万吨，地产竣工-25 万吨，家电+7 万吨，风电+5 万吨，光伏+14 万吨，电动车+21 万吨，燃油车-6 万吨，其他制造业和基建 0），海外需求增长 56 万吨（其中海外风电+3 万吨，光伏+30 万吨，电动车+18 万吨，燃油车-1 万吨，其他制造业和基建+4 万吨）；预计 2024 年全年全球供给合计增长 89 万吨，其中国内供给增长 37 万吨，海外供给增长 52 万吨；预计 2024 年全球供给增量-需求增量为 2 万吨（2023 年为 19 万吨）。故而 2024 年全球铜的供需格局相较 2023 年会有所改善，可能出现供需偏紧的情况。

铝方面，预计 2024 年全年全球需求合计增长 165 万吨，其中国内需求减少 15 万吨（其中国内电网+25 万吨，地产竣工-146 万吨，家电+6 万吨，风电+1 万吨，光伏+38 万吨，电动车+48 万吨，燃油车+13 万吨，其他制造业和基建 0），海外需求增长 180 万吨（其中海外风电+1 万吨，光伏+81 万吨，电动车+62 万吨，燃油车-4 万吨，其他制造业和基建+40 万吨）；预计 2024 年全年全球供给合计增长 136 万吨，其中国内供给增长 101 万吨，海外供给增长 35 万吨；预计 2023 年全球供给增量-需求增量为-28 万吨（2022 年为 129 万吨）。故而 2024 年全球铝的供需相较 2023 年会明显偏紧。

¹ 铜、铝供需预测数据均保留至整数位。

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。随着 2024 年美联储开启降息，美国 10 年期国债实际收益率仍有一定的下行空间，预计金价仍有上涨空间，考虑到市场会提前交易降息预期，因此 2024 年上半年可能是金价上涨胜率较大的窗口期。

原油方面，EIA 预计 2024 年原油库存净减少 16 万桶/日，总的原油供应为 10,219 万桶/日，原油需求为 10,235 万桶/日，并预测 2024 年 WTI 均价为 \$78.1/桶，高于 2023 年的 \$77.6/桶。

三、2024 年度债券投资策略

1、利率债方面，顶部趋势下行，把握年内节奏

2024 年 1 月中旬之前，行情可能会类似于 2023 年 4-5 月：市场悲观预期先行，超长债先突破前低；资金明显转松后，中短债突破前低；降息落地后，整体下行有望创新低；最后止盈反弹；曲线形态先牛平、后牛陡，走完完整一轮。这一逻辑的风险在于，一则 OMO 超预期不降息，收益率踩踏式快速反弹；二则 OMO 降息后，税期后至春节前资金利率反而上行，暂与新 OMO 中枢不匹配，收益率自底部逐渐回升。因此根据潜在风险点，可考虑在 1 月中旬前后适当安排止盈节奏。

对于 2024 年一季度而言，参考季节性规律，以震荡市为主，波动通常是四个季度里最低的。受资金平稳、宏观和政策真空期内风险因素较少等因素影响，收益率以震荡偏下行为主，但是难有单边行情。考虑子弹型配置，票息策略为主，进入二季度波动性将明显上升，再切换成哑铃型结构，更多参与交易机会。

对于 2024 年全年而言，1) 空间上，经济结构转型下总量增长放缓，降息周期未尽，收益率顶部位置下行的趋势大概率不变，而底部位置受到资金利率约束更多，2024 年假设继续降息且能引导资金利率围绕运行并形成稳态（而不是像 2022 年不降息仅降资金利率，或 2023 年降息却不降资金利率），则底部位置也有望突破下行。2) 节奏上，经济周期性弱化、季节性强化，PMI 不再以 49%-53% 区间三年一轮周期运行，而是围绕 50% 上下波动，对应债市的季节性规律也较稳定：金三银四结束，经济进入淡季对应收益率持续回落，直到金九银十开始，经济进入旺季对应收益率底部回升，二三季度波动放大，机会与风险并存。

2、信用债方面，供给格局已变，关注高存量债券地区

2024 年低利差环境下配置难度高于 2023 年，市场关注焦点或从重点省份城投迁移至非重点高存量债券区域。重点关注信用债供给在债市中格局的变化，近年政府债+金融债增量显著，传统信用债存量增量占比同步下滑，中央加杠杆+银行资本补充缺口仍高+资产荒三重状态叠加下该趋势大概率延续；城投债仍贡献近年信用债最主要增量，但化债重点省份直接融资显著收缩，未来增量发债主体预计市场化占比提升，同时随着存量市场久期自然缩短，中远期政策不确定性仍高，二级短端市场一致性将增强，一级中长端市场或成为未来收益分化的重要来源。

1) **城投方面**，政策呵护下城投债短期实质性风险极大缓释，2024 年底前到期的平台债券可以更乐观；对于 2025 年及以后到期的名单内平台债券，可以关注政策在时间、区域等维度拓展带来的交易性机会；对于 2025 年及以后到期的非名单内平台债券市场仍有分歧，低利差环境下，进一步挖掘性的价比偏低。

2) **地产方面**，地产债整体利差处于近年高位，短期内房企经营性现金流仍将承压，行业风险未完全出清，负债端更加稳定的企业将更好生存。

3) **银行方面**，银行次级债供需分化，高等级债仍是市场重点配置资产，关注尾部城农商行不赎回风险，品种波动率仍高，可以根据利差分位低买高卖以放大交易价值。

4) **其他产业板块方面**，煤炭景气度尚可、重点关注小而美主体及部分永续债价值；钢铁建材行业格局优化、短期信用风险相对可控，受制于传统下游需求偏弱，盈利水平降幅较大但利差低位尚未反应，关注潜在调整机会；有色信用风险仍相对可控，重点主体仍可参与配置；化工需求偏弱、行业产能过剩明显，关注部分头部短端民企债配置价值；汽车板块新能源渗透率提升，整车盈利分化，行业后续有望保持平稳增长，债券融资净收缩背景下关注存量整车厂标的；公用交运板块整体向好，信用资质稳定，低利差空间下建议择优置换配置。

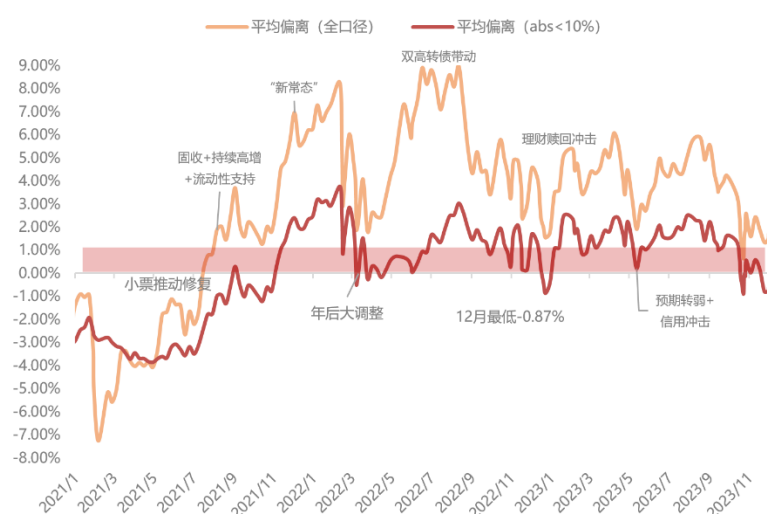
3、转债方面，定价已低于合理区间，估值具备提升空间

2023 年，转债市场从年初的估值低位修复后，整体跟随权益区间震荡，四季度由于权益、资金等方面压制，定价再次回落到-0.5%~-1%的偏离、处于合理定

价区间 0~1%（图 8 红色矩形）下方位置；同时，AAA 转债 YTM 已经再次上升（图 9 红色矩形），接近同等级同久期信用债 YTM。

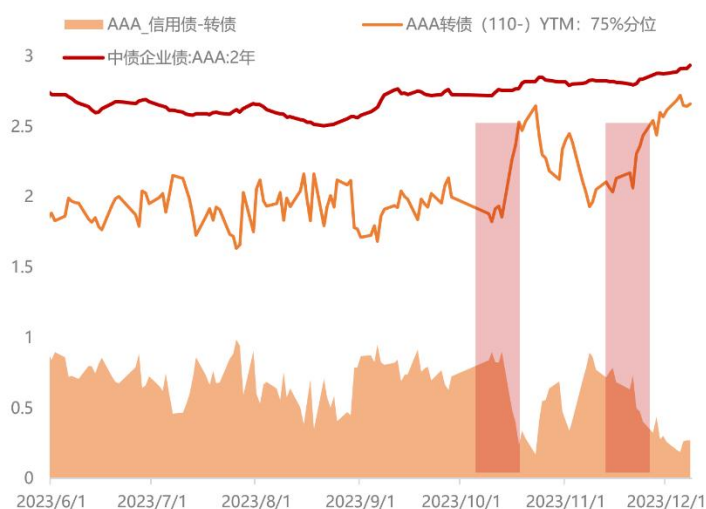
展望后市，当前已接近近两年的低点，并且由于市场定价的不断进化，估值很难回到类似 2018 年、2021 年初那样极度便宜的位置，进一步下探的空间较小（最悲观看到-1%~2%），中期看估值具备性价比，有至少 2%的提升空间；路径上，2023 年年初、10 月、12 月市场多次底部表现验证，随压制市场的权益端、资金端的不利因素边际消退，估值将存在较强的提升动力。

图 8：转债市场估值偏离（估值偏离=市场定价/理论定价-1）



数据来源：Wind，东方红资产管理

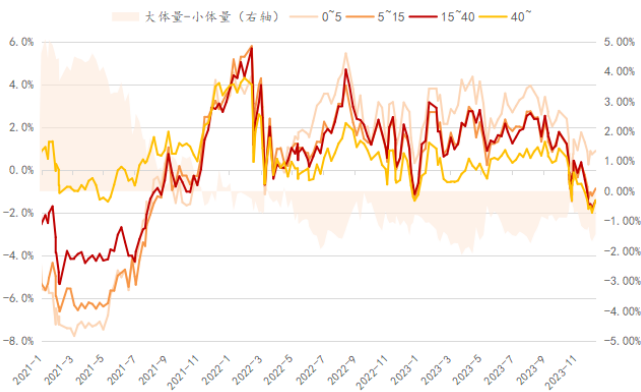
图 9：AAA 转债 YTM 走高，再次接近同等级同期限信用债



数据来源：Wind，东方红资产管理

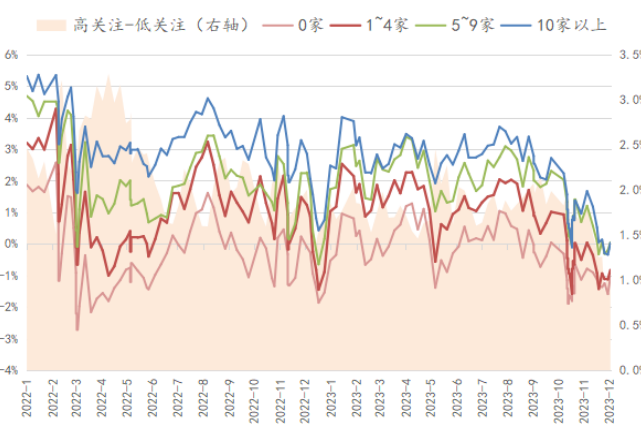
从市场结构来看，通过体量溢价（图 10）、机构关注溢价（图 11）、等级溢价（图 12）可以看到，小票的演绎已较为充分，部分已接近或超越近两至三年的极值点；大体量/高等级转债估值至少存在均值回归空间（图 9YTM 机会最直观）；从另一角度看，代表转债市场权益预期的平价区间溢价（图 13）接近近三年低位，在当前权益位置，转债目前对其定价反而是线性外推的、偏低的，中期来看存在反转机会。

图 10：转债体量溢价：小体量转债溢价接近年内高点



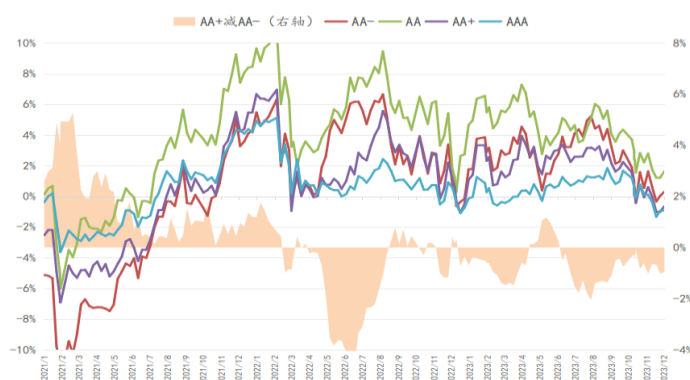
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 11：转债机构关注溢价：近期正股无机构覆盖的券表现很强



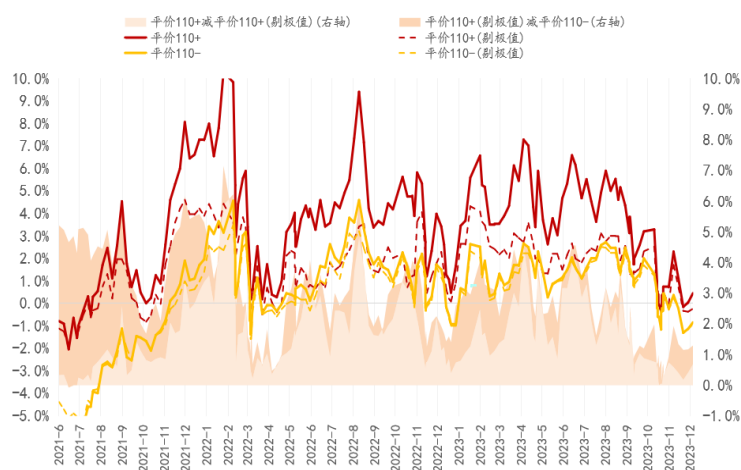
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 12：转债等级溢价：AA-近期强于 AA+偏多（AA+减 AA-负数扩大）



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 13：平价区间溢价：中高平价减低平价接近近三年低位



数据来源：Wind，东方红资产管理

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【2024】年【1】月【31】日有效，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。