

大涨过后，收益率曲线仍平

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

摘要

- 宏观经济方面**，政府工作报告提出今年 GDP 增长 5%左右的目标，考虑到 2023 年的基数并不低，完成 2024 年目标具有更高的要求。尽管政策层面已经推出 1 万亿元超长期特别国债、5000 亿元抵押补充贷款（PSL）、降准降息等宏观政策工具，并提出三大工程、设备更新和消费品以旧换新等政策重点支持方向，但其对内需的提振效果仍有待进一步观察。而受益于美国货币政策转向及美国经济软着陆，出口或成为宏观经济的最大亮点。
- 利率债方面**，长债收益率已经处于经验下限水平附近，继续大幅下行空间有限，通过波段操作寻求收益增厚的机会更多；而整体收益率曲线仍然平坦化，资金利率尚未松动制约了短债下行，若二季度资金面遵循季节性规律持续转宽，短债有望补涨，本轮行情将完成从牛平到牛陡的过程。另外，关注海外降息后央行操作和政府债券供给压力带来的超预期机会和风险。
- 信用债方面**，年内大型央国企高额净融资，发行成本低、期限长，而城投债受化债政策影响总体呈现净收缩，信用债市场供需结构仍不佳，“资产荒”格局持续存在并持续压平各类利差。二级市场变动基本跟随利率债，由于现阶段存单高价约束，长端博弈加剧而短端确定性仍高，后者为占优策略。
- 可转债方面**，2023 年下半年以来，转债市场估值有明显压缩，今年在权益震荡向上的背景下，存在“平价-转股溢价率”双击向上的机会。结构上，可以关注的方向一是高 YTM 转债占比大幅上升，存在稳健高 YTM+权益期权的投资机会；二是高平价低溢价率标的性价比不弱，但需要控制仓位及弹性。总体而言，目前转债整体定价、结构优势均有可取之处，淡化了短期担忧，建议保持组合弹性，看好中期表现。

一、2024年一季度债券市场回顾

经验规律上，一季度的债市波动率往往是最底的，因为宏观数据和政策处于真空期，收益率易有震荡下行，但难有单边行情；而2024年一季度格外不同寻常，受降息预期和风险偏好的驱动，债市收益率大幅下行，波动率也明显放大。

1月：降息预期浓厚，10年国债下破2.5%

1月收益率哑铃型大幅下行，1年、10年、30年期国债收益率分别下行20BP、12BP、18BP至1.88%、2.43%、2.65%，10-1年和30-10年期限利差为55BP和22BP。

中旬之前，债市主要逻辑延续2023年底的降息预期，认为去年12月大行存款调降对应今年1月MLF调降概率较高；中旬降息落空后，预期并未完全打消，而是认为仍需依靠降息为经济托底，加之股市作为年初最重要的宏观偏好风向标表现较弱，以及资金面作为春节前潜在扰动因素也表现平稳偏松，收益率调整动能不足；月末降息预期再次升温，上证指数跌破2800点，央行宣布降准并提供1万亿长期流动性以提振资本市场信心，降准落地后，债市提前交易2月MLF调降，收益率在月末抢跑下行。

2月：LPR降息25BP，10年国债下破2.4%

2月收益率平坦化大幅下行，1年、10年、30年期国债收益率分别下行9BP、10BP、19BP至1.79%、2.34%、2.46%，10-1年和30-10年期限利差分别持平和收窄10BP至55BP和12BP。

春节前，债市延续降息逻辑，在2月中旬或有一次大幅降息的预期下，10年国债快速下探到2.4%附近，直到A股自低点强势反弹，股债跷跷板效应反转，多头筹码拥挤的超长债品种出现踩踏式下跌，机构持券过节意愿下降；春节后MLF未降息但LPR大幅降息25BP，为LPR改革以来最大降幅，债市切转为“资产荒”逻辑，即广谱利率下行的大背景下高收益资产将越来越短缺，债市久期策略占据主导，加之节后上证指数3000点承压和月末资金宽松的助力，10年国债攻破2.4%再下一城至2.35%附近，且30-10年国债期限利差大幅压缩到12BP。

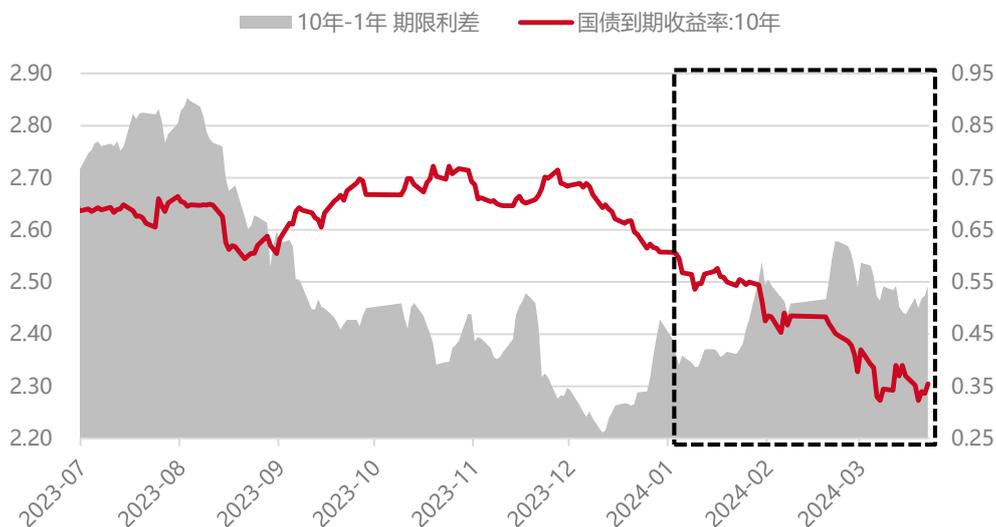
3月：央行调研农村金融机构债券投资后情绪降温，10年国债反弹回到2.3%上方

3月收益率底部震荡，截至3月26日，1年、10年、30年期国债收益率分

别持平、下行 2BP、上行 4BP 至 1.79%、2.32%、2.50%，10-1 年和 30-10 年期限利差分别收窄 2BP 和走阔 6BP 至 52BP 和 18BP。

月初，政府工作报告发布，GDP、通胀、赤字目标符合市场预期，1 万亿超长期特别国债没有提供具体的发行安排，债市加速赶顶，10 年国债盘内最低下行至 2.25% 附近。这种高涨的情绪在央行调研农村金融机构债券投资之后紧急降温，市场开始担忧监管关注下的机构集中抛盘压力，并形成自我预期实现式的下跌，10 年国债自最低点 2.25% 反弹到最高点 2.37%、回调 10BP 左右，30 年国债自 2.39% 反弹到 2.58%、回调 20BP 左右。急跌结束后，债市进入震荡格局，围绕特别国债供给压力和外汇压力等因素交易，超长债波动趋于收窄。

图 1：一季度 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 年第二季度投资展望

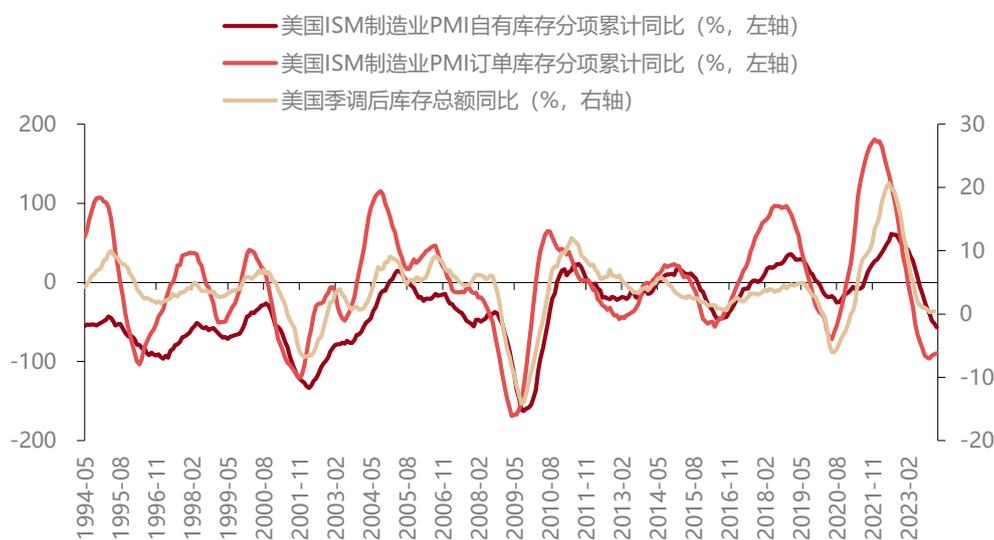
1、出口或成最大亮点，关注已有宏观政策的实际落地效果

政府工作报告提出今年 GDP 增长 5% 左右的目标，考虑到 2023 年的基数并不低，完成 2024 年目标具有更高的要求。尽管政策层面已经推出了 1 万亿元超长期特别国债、5000 亿元抵押补充贷款（PSL）、降准降息等宏观政策工具，并提出三大工程、设备更新和消费品以旧换新等政策重点支持方向，但其对内需的实际提振效果仍有待进一步观察。而受益于美国货币政策转向及美国经济软着陆，出口或成为宏观经济的最大亮点。

出口方面，美国季调后库存总额同比在 2023 年 11 月见底，2023 年 12 月-2024 年 1 月连续 2 个月回升，且还有两个迹象表明美国可能已经进入补库周期：一方面，从量价领先关系看，美国的进口价格指数同比在历史上大部分时间都领先于美国季调后库存总额同比，这也符合“主动去→被动去→主动补→被动补”的库存周期切换中价格领先于库存量的规律。美国进口价格指数同比在 2023 年 6 月见底（-6.1%），2024 年 2 月已回升至-0.8%，而中国出口价格指数同比亦在 2023 年 10 月见底（-9.7%），2024 年 2 月已回升至-7.5%。另一方面，美国 ISM 制造业 PMI 订单库存分项累计同比在 2023 年 11 月见底，之后降幅持续收窄，而其对美国季调后库存总额同比有较好的领先性。

在美国逐步进入补库周期的情况下，中国对美直接出口，以及通过出口初级产品和中间产品至第三国并最终间接对美出口，都将受益。而随着美联储试图通过及时的货币政策转向实现美国经济去通胀和软着陆的兼得，按照目前美联储 6 月降息、2024 年年内合计降息三次的市场一致预期，预计海外主要经济体降息的货币政策空间也将打开，从而改善其对中国商品的需求，这也有望带动出口。

图 2: 美国可能已开始补库

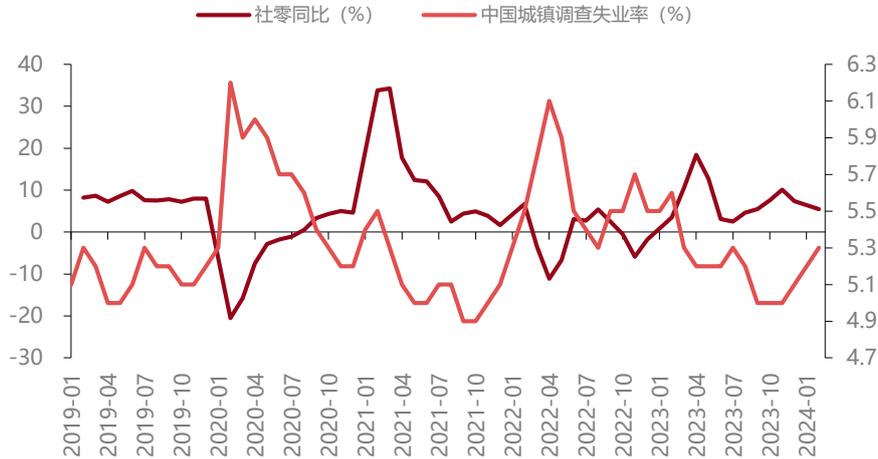


数据来源：Wind，东方红资产管理

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，消费的修复一定程度取决于就业情况。2024 年 2 月，CPI 服务项环比+1.0%，连续第三个月环比上涨，结合 2024 年 2 月服务业 PMI 环比+0.9%，连续第三个月上升，服务业

目前处于量价齐升中。服务业景气偏强，有望带动失业率下行，而出口的趋势性改善，也有望带动出口产业链上吸纳大量就业的中小微企业景气修复，从而推动失业率下行。因此预计后续消费有望回升。

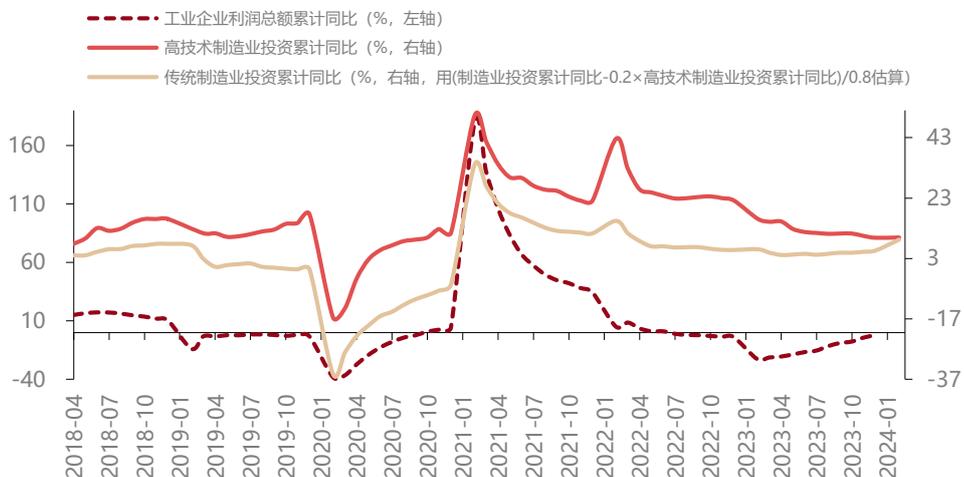
图 3: 社零和就业呈现相关性



数据来源: Wind, 东方红资产管理

投资方面，1) 制造业投资：随着出口的趋势性改善，预计制造业投资也将回升。从结构上看，传统制造业的投资与利润的相关性要高于高技术制造业，后者受产业政策激励的影响更大，因此在高技术制造业产能相对过剩、工业企业利润进入改善通道的情况下，整体制造业投资增速的回升或将更依赖传统制造业而非高技术制造业。

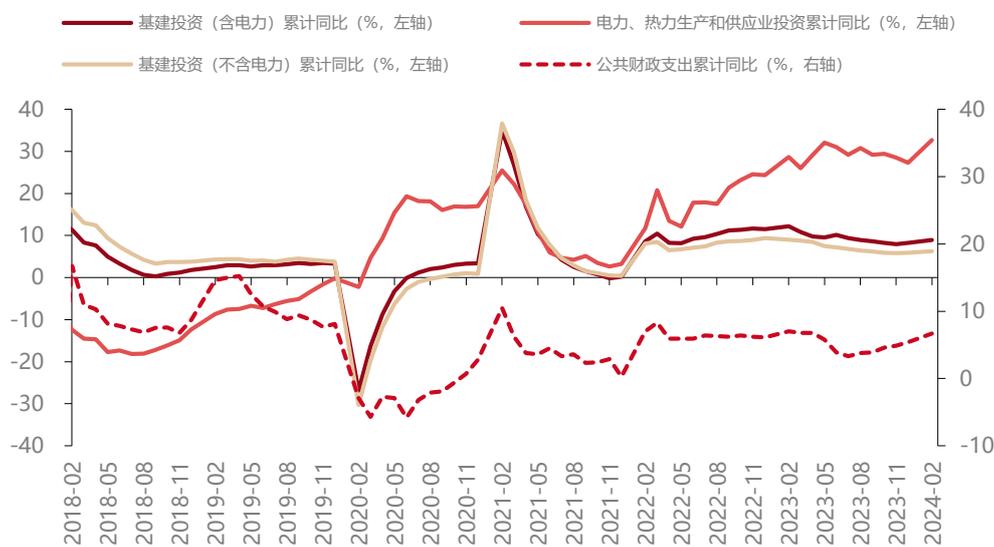
图 4: 制造业投资增速回升或将更依赖传统制造业



数据来源: Wind, 东方红资产管理

2) **基建投资**：2024 年 1-2 月由于财政支出加速，基建投资增速相较 2023 年 1-12 月上升。考虑到去年底增发的 1 万亿元国债中有 8,000 亿元左右是结转 2024 年使用，后续还将发行 1 万亿元超长期特别国债，预计随着财政支出加速、财政资金逐步拨付至项目，基建投资增速有望继续回升。但另一方面，国办 35 号文¹和 47 号文²要求 12 个重点省份暂停在交通、新基建等 7 个领域新建（含改扩建和购置）政府投资项目（含地方各级政府投资项目），因此基建投资可能会受到相当程度的拖累，相关化债文件对基建投资的实际影响，还需要进一步观察。

图 5：财政支出加速带动基建投资增速上升



数据来源：Wind，东方红资产管理

3) **地产投资**：考虑到 2021 年 3 月起房屋新开工面积同比开始大幅回落，将令后续地产投资和竣工有滞后的下行压力，即使考虑城中村改造和保障房建设的对冲作用，由于城中村改造的实施周期较长（5-10 年），各地方倾向于收购存量商品房用作保租房而非新建，预计该因素也难以逆转地产投资的同比下滑。

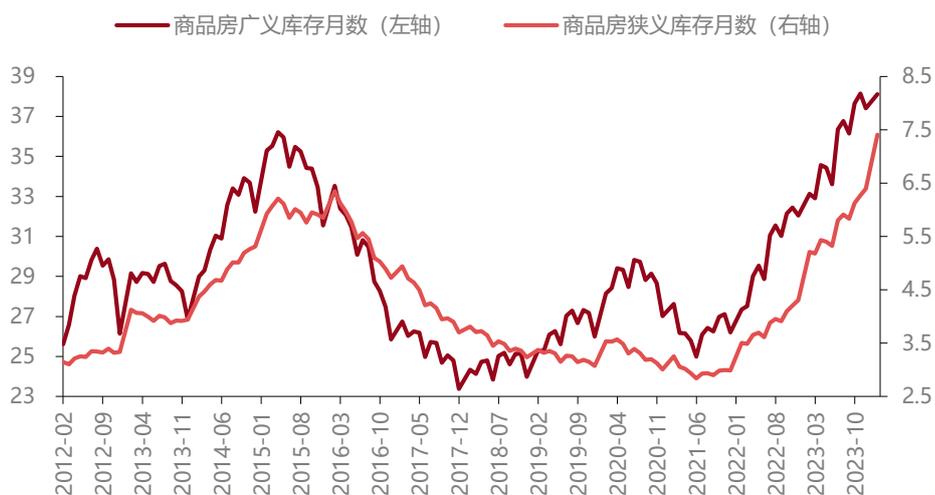
从地产销售端看，目前商品房狭义库存月数（待售面积/销售面积）创历史新高，广义库存月数（（累计新开工面积×0.9-累计销售面积）/销售面积）在历史最高值附近，显示新房库存压力较大；从二手房挂牌量看，二手房库存压力也较大，由于二手房价格相较新房下跌更多，加之购房者对期房交房风险的规避，

¹ 《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》

² 《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》

以及一线城市“认房不认贷”政策出台对改善需求的释放，二手房销售情况好于新房，但二手房“以价换量”的情况可能持续；政策层面在 2024 年 2 月调降了 5 年 LPR，但住房按揭贷款利率实际上仍然偏高，加之居民对未来房价上涨的预期较弱，居民购房意愿对住房按揭贷款利率的敏感度不高。综上，偏弱的地产销售抑制了房企拿地的能力和意愿，或令地产投资持续承压。

图 6：新房库存压力较大



数据来源：Wind，东方红资产管理

2、预计 2024 年第二季度的 PPI 同比中枢-1%，CPI 同比中枢 0.1%

PPI 方面，考虑到美国可能已经开始补库，结合目前市场对美联储 6 月开始降息、年内降息三次的预期，以及美联储货币政策转向令全球其他主要经济体降息的货币政策空间打开，基于全球需求定价的大宗商品价格或将得到提振，带动国内 PPI 回升。而在供给端，沙特已经将自 2023 年 7 月起实施的日均 100 万桶自愿减产措施延长至 2024 年 6 月底，俄罗斯、阿联酋等关键 OPEC+ 产油国亦有通过持续减产挺油价的意愿，供给端也有支撑。预计 2024 年第二季度的 PPI 同比降幅将继续收窄，PPI 同比中枢在-1%附近。

CPI 方面，考虑到二季度是食品消费淡季，猪价即使受养殖场压栏和恶劣天气影响生猪养殖和调运等因素的冲击，预计也难以大幅上涨，CPI 食品项可能表现相对平稳；加之地产景气下行拖累 CPI 居住项，国内车企价格竞争拖累 CPI 交通项等问题尚且存在。预计 2024 年第二季度的 CPI 同比中枢在 0.1%附近。

3、货币和财政政策加大实施力度的可能性较高

货币政策方面，2023 年 11 月-2024 年 2 月，社融口径下对实体经济发放的人民币贷款连续同比少增，显示实体部门融资需求依然疲弱；2024 年 2 月 M1 同比再次回到 1.2% 的历史低位，显示微观主体活力仍然较弱，企业风险偏好较低。在宽信用目标事实上仍未达成的情况下，进一步加大货币政策力度来稳定和提振实体经济融资需求的可能性较高，预计整体流动性环境仍会维持宽松。参考 2015 年以来信贷缺口、货币缺口与央行总量型货币政策工具之间的关系，在货币缺口底部附近，央行通常都会降准，而在信贷缺口底部附近，央行通常都会降息。预计后续 LPR 仍有调降空间，OMO/MLF 受制于汇率，在美联储开始降息前，调降概率小于 LPR。

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，由于地方政府卖地收入下滑，加之去年制定实施一揽子化债方案后，中央财政成为财政发力的主体，地方财政则在实质上收缩。2024 年政府工作报告提出先发行 1 万亿元超长期特别国债，之后拟连续几年发行，财政的持续加码有望助推经济基本面在中期维度的企稳，并改善经济主体预期。

图 7：货币政策加大力度提振实体融资的可能性较高



数据来源：Wind，东方红资产管理（菱形表示当月有降息）

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 69 万吨，其中国内需求增长 25

万吨（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+15万吨，燃油车-6万吨，其他制造业和基建0），海外需求增长44万吨（其中海外风电+3万吨，光伏+36万吨，电动车+4万吨，燃油车-3万吨，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72万吨，2024年全球供给增量-需求增量为3万吨（2023年为19万吨）。故2024年全球铜有望从2023年的明显过剩转为紧平衡。

铝方面，预计2024年全年全球需求合计增长117万吨，其中国内需求减少39万吨（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-11万吨，其他制造业和基建0），海外需求增长156万吨（其中海外风电+1万吨，光伏+97万吨，电动车+32万吨，燃油车-14万吨，其他制造业和基建+40万吨）；2024年全年全球供给合计增长126万吨，2024年全球供给增量-需求增量为9万吨（2023年为87万吨）。故2024年全球铝的过剩情况会明显改善。

黄金方面，2024年以来美国10年期国债实际收益率整体上升，但金价亦有明显上涨，主要是受央行大额购金、地缘政治风险上升以及市场担忧美元信用等因素的推动。往后看，一方面随着美国2024年总统选举临近，地缘政治风险有进一步上升的可能，而美国经济超预期的韧性表现会加剧市场对美国再通胀，以及联储货币政策无法有效控制通胀的担忧，从而导致对美元信用的担忧进一步加剧。另一方面，美国10年期国债实际收益率仍然是衡量持有黄金机会成本的重要指标，考虑到2024年美国财政支出力度明显走弱，美国劳动力市场的供需紧张状况有所缓解，并可能带动可支配收入和消费支出增速回落，美国10年期国债实际收益率仍有一定的下行空间。综合来看，预计金价仍有上涨空间。

原油方面，EIA预计2024年原油库存净减少27万桶/日，总的原油供应为10,216万桶/日，原油需求为10,244万桶/日，并预测2024年WTI均价为\$82.1/桶，高于2023年的\$77.6/桶。

三、2024年第二季度债券投资策略

1、利率债方面，点位已低，曲线仍平

长债方面，2021年以来10年国债中枢=OMO+75BP，上下限=中枢±20BP，目

前 OMO=1.8%，对应 10 年国债中枢大致为 2.55%，上限 2.75%（去年 10 月底达成）、下限 2.35%（今年 2 月底达成），即目前已经处于经验下限水平附近，缺乏足够的继续下行空间，通过波段操作寻求收益增厚的机会更多。

中短债方面，10-1 年国债期限利差中位值一般在 65BP 左右，低于 50BP/高于 80BP 一般被认为是曲线平坦/陡峭，去年 8 月降息附近该利差走阔到 90BP，12 月收窄到 30BP，都是比较极致化的曲线形态。目前该利差稳定在 50BP 左右，依然属于比较平坦，即相对而言，短债仍有更多下行空间，一轮完整行情从牛平到牛陡的“冲刺阶段”尚未完成。

从机会角度看，中短债补涨的支撑因素是资金面持续走宽，从季节性看，二季度有望实现。今年春节过后，资金利率有所走低，但走低幅度有限，DR007（20 日平均）从 1.9% 走低到 1.86%，仍是 7 天逆回购利率加点的水平，资金利率尚未松动，制约了短债下行空间。按照季节性，资金利率虽在 3 月中下旬仍有回升压力，但进入 4-5 月有较强的回落动能，主要因为季末之后无论是经济活动还是信贷投放都进入由旺转淡的窗口期，对资金的需求减弱，考虑到 DR007 围绕 OMO 加减 20BP 运行是正常状态，所以二季度 DR007 可能的运行下限在 1.6% 左右。此外，若有一次大幅降息落地，则前述定价空间将整体向下打开，目前央行降息面临着国内银行存贷息差和境内外利差约束的双重阻碍，未来 OMO 降息需要先观察到存款成本新一轮下调和主要经济体货币政策转向这两个前置信号。

从风险角度看，财政集中发力可能带来债券供给压力，导致二季度流动性存在阶段性不宽反紧的风险。去年 8-12 月政府债券净融资连续五个月保持在约 1 万亿-1.5 万亿高位，今年以来净融资减少促成“资产荒”；往后看，4 月政府债券到期量较大，为 1.5 万亿（历史单月最高值），而 5 月到期量较小，为 5,000 亿，后续 1 万亿超长期特别国债等发行节奏安排将成为影响供需关系的重要变量。

2、信用债方面，“资产荒”格局延续

一级市场热度仍高，年内大型央企国企高额净融资，发行成本低、期限长，而城投债受化债政策影响总体呈现净收缩，信用债市场供需结构仍不佳，“资产荒”格局持续存在并持续压平各类利差。

二级市场变动基本跟随利率债，调整相对滞后，目前以 3 年期 AAA 中短票为

代表的信用品种与国开利差仍在低位震荡，高等级银行二永债条款利差不足 5BP、交易属性阶段性高于配置价值，而低等级债券估值曲线持续突破新低，AA-曲线已朝向 AA 压缩，下沉挖掘策略价值较低。往后看，由于现阶段存单高价约束，目前 1-2 年期中高等级信用债利差仍在历史中高分位水平，而考虑到国内降准降息预期仍浓厚，长端博弈加剧而短端确定性仍高，后者为占优策略。

地产债方面，在地产复苏前景仍偏弱背景下，部分混合所有制头部企业舆情仍多，带动包括头部央企存量债券抛压加剧，利差持续突破历史极值。城投债方面，自上而下化债政策短期基本盘企稳，高债务地区在政府及银行支持力量下压力有所缓释，但同时也关注到部分地区平台化债不及预期、各方协调难度仍高，包括非标逾期在内的负面舆情仍时有发生，尾部风险及技术性摩擦风险仍需高度关注。

3、可转债方面，估值仍处于低位、高赔率区间

2023 年下半年以来，转债市场在权益表现、负债端等多重因素影响下，估值有明显压缩，目前转债市场定价偏离在-3%至-4%区间，完全回到 2019 年上半年水平。从资产风险收益特征考虑，当前是转债潜在相对优势明显的阶段，即向下有债底作为震荡风险的防御，向上也有相当的跟涨能力。

今年在权益震荡向上的背景下，转债市场存在“平价-转股溢价率”双击向上的机会。结构上，可以关注的方向一是高 YTM 转债占比大幅上升（YTM 大于 2%的比重一度达到 50%），与利率债信用债利差相比历史大幅缩小，存在稳健高 YTM+权益期权的投资机会；二是高平价低溢价率标的性价比也不弱，但需要控制仓位及弹性。总体而言，目前转债整体定价、结构优势均有可取之处，淡化了短期担忧，建议保持组合弹性，看好中期表现。

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 4 月 30 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。