

## 预期反转，现实后置

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

### 摘要

- 宏观经济方面**，9 月底以来宏观政策取向更积极，有望看到一揽子具体政策的出台，从而令内需下行斜率放缓。目前预期领先于基本面，预期扭转带来的资产价格上涨或通过改善居民和企业的资产负债表对消费和投资等需求形成正向拉动。
- 利率债方面**，在央行双管齐下改革 MLF 背景下，降准降息买国债削弱了四季度潜在的流动性压力。而等待稳增长政策出清后，债市仍将回归基本面定价，短期调整过后已经较为可观的套息空间为行情重归向好提供了基础。
- 信用债方面**，降准降息、降低存量房贷利率、增设支持股市相关工具等政策远超市场预期，9 月末“股强债弱”演绎较为极致，10 月预计资金及存单收益率有望在宽货币政策落地中下行，信用债利差水平已经来到近一年高位、历史周期中枢偏上位置，配置价值开始显现，后续关注理财债基赎回以及财政政策出台情况。
- 可转债方面**，权益预期大幅反转，转债大盘跟随上涨，但估值并没有明显上行，因此目前具备相对优势。结构上，前期信用定价难导致的市场分层结构得到逆转，同时平价上行带动弹性大幅回升；短期来看，一是建议跟踪财政政策、企业盈利接棒过程中的权益预期，二是建议跟踪资金结构（保险/银行等）；预期稳定后的转债市场或有望迎来一轮估值拉升。

## 一、2024 年三季度债券市场回顾

三季度债市收益率仍以下行为主，两轮波段行情分别是 7 月降息的右侧交易和 9 月降息的左侧交易，但是两次行情结束后回调幅度均较大，如 10 年国债均回到 2.25% 原点附近。另外券种之间分化加剧，与机构行为有关，比如受益于央行净买入的短期国债表现较好，受益于保险机构配置的超长期国债也表现相对较好，而二季度受益于理财扩张的短期国开债和信用债表现略显平淡。

### 7 月：首次全面降息，长债突破下行

收益率陡峭化下行，1、10、30 年期国债收益率分别下行 12BP、6BP 和 5BP 至 1.42%、2.15%、2.38%；10-1 年和 30-10 年期限利差分别走阔 6BP 和 1BP 至 73BP 和 23BP。

7 月市场对央行预期发生了较大变化，月初由于央行公告将面向部分一级交易商开展国债借入操作和设立临时隔夜正逆回购操作，市场担心央行卖债，也担心央行重新正回购收紧流动性，故做多情绪不高；转折发生在二季度 GDP 同比公布后，由于数据不及预期，加大全年目标完成难度，加之海外美联储降息预期上升，下旬央行开展 OMO 降息 10BP 至 1.7%，随后 MLF 报价超预期下调 20BP 至 2.3%，此前持续横盘的 10 年和 30 年国债终于启动下行，并分别突破前低 2.2% 和 2.4%，破位后央行干预暂时未至，市场开始猜测央行态度是否已发生转变。

### 8 月：央行买短卖长，市场成交降温

收益率冲高回落，1、10、30 年期收益率分别上行 7BP、上行 2BP 和下行 2BP 至 1.49%、2.17%、2.37%；10-1 年和 30-10 年期限利差分别收窄 5BP 和 4BP 至 68BP 和 19BP。

8 月初收益率触及低点，随后大行集中卖出长债，7、10、30 年国债等长期品种急跌，加之交易商协会开展自律调查，发现部分中小金融机构存在出借债券账户和利益输送等违规情形，债市蒙上一层阴影，成交量和换手率骤减，流动性出现明显收缩。直到下旬交易商协会发声表示，央行并未控制利率水平以及市场一刀切停止交易是对央行意图的误读，债市情绪方才逐渐缓解，并在月末资金宽松和大行转为集中买入短债之后流动性有所恢复。

### 9 月：经济预期承压，年内二次降息

收益率见底回升，1、10、30 年期国债收益率分别下行 12BP、2BP 和 1BP 至

1. 37%、2. 15%、2. 36%；10-1 年和 30-10 年期限利差分别走阔 10BP 和 1BP 至 78BP 和 20BP。

9 月伊始，收益率重拾下行，以 8 月 PMI 超季节性下跌为导火索，随后公布的金融和经济数据指向基本面承压加重，对此央行公开发言称降准有空间、降息待观察、“着手推出增量政策进一步降低企业融资成本和居民信贷成本”等，降准降息预期持续升温，长债收益率下行突破 8 月初前低，而央行未再提示风险。直到 9 月底三部委开会宣布大幅度降准降息，30 年国债下行到最低点 2. 1%，随后降准降息预期“让位”于稳增长预期，市场关注焦点从央行转移到财政，对于财政增发和财政用途从投资转向消费预期较高，股市大涨，债市急跌。

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

## 二、2024 年四季度投资展望

### 1、预期领先于基本面扭转，继续关注宏观政策落地情况

9 月底以来，宏观政策取向更积极，有望看到一揽子具体政策的出台，从而令内需下行斜率放缓。目前预期领先于基本面，预期扭转带来的资产价格上涨或有望通过改善居民和企业的资产负债表对消费投资等需求形成正向拉动。

出口方面，尽管美国居民超额储蓄已经耗尽，但美国劳动力市场的薪资增速持续超预期，并带动美国居民消费数据偏强，叠加美联储 9 月试探性降息 50BP

以确认适宜的降息节奏，为居民和企业的信贷扩张创造了条件。加之今年 11 月美国大选结束后未来四年的联邦政府产业政策明朗化，企业投资面临的政策风险下降，四季度美国终端需求可能仍会维持平稳偏强态势。但落实到中国出口，海外进口厂商在第二、第三季度做了明显的订单前置，以规避关税和海运费的上涨风险，因此尽管终端需求尚可，但美国进口厂商可能以消耗库存为主，导致四季度中国出口呈现平稳回落。

消费方面，目前导致消费持续承压的主要原因是劳动力市场偏弱，而这反映的是企业在订单和盈利走弱下，主动降低生产负荷和投资意愿，因此雇工需求减少：8 月城镇调查失业率为 5.3%，连续第二个月上升，对应当月在 7 月下旬出台的 3,000 亿元设备更新和消费品以旧换新政策加持下，社零数据仍继续走弱；结构上则仅有少数非核心的可选消费品表现尚可，其余均不及预期。在企业订单和盈利走弱短期难以快速逆转的情况下，国内外扩张性宏观政策共振所带来的预期扭转拉动资产价格上涨，可以一定程度上对冲地产财富效应的持续下行，改善居民的资产负债表及消费倾向。此外，还需要关注国内的一揽子宏观政策是否会直接作用于居民部门，从而令居民的现金流量表改善，这也会对居民消费倾向产生较大提振。

图 2：国内劳动力市场走弱



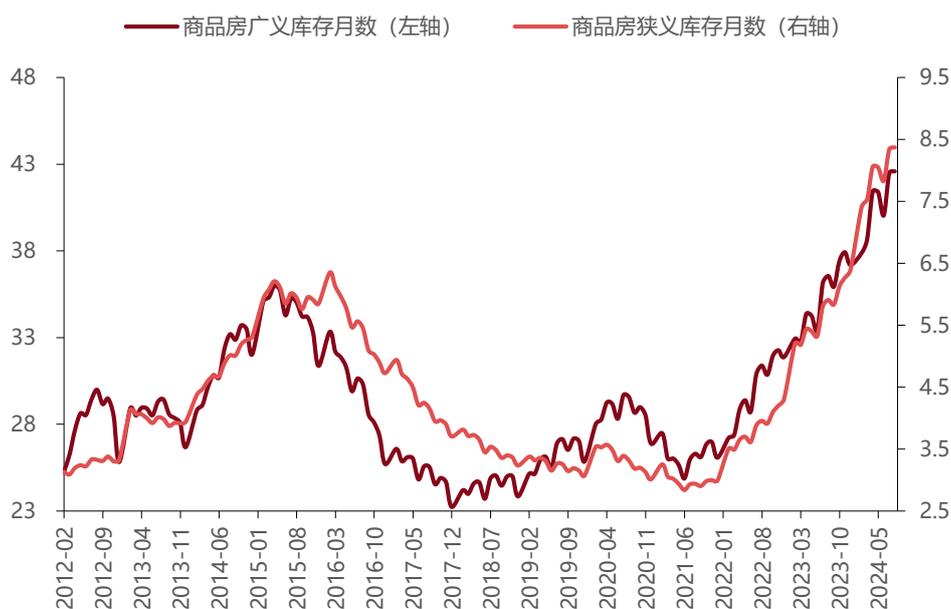
数据来源：Wind，东方红资产管理

**投资方面，1) 制造业投资：**企业订单和盈利的走弱会抑制其投资意愿，如与电新产业挂钩的电气机械及器材制造业，8月投资累计同比增速已连续第12个月下滑，对应电新投资因盈利恶化和产能相较订单过剩而剧烈萎缩，反映部分中下游制造业投资面临困境。在企业订单和盈利走弱短期难以快速逆转的情况下，需要关注7月下旬出台的设备更新和消费品以旧换新政策对制造业投资的提振效果。

**2) 地产投资：**9月底以来，央行的地产金融政策及一线城市地产限制性政策出现集中的大力度调整，叠加股市上涨，对应十一假期地产销售数据显著改善，尤其是一线和核心二线城市，但可持续性还需关注。目前地产的核心矛盾仍然是供给过剩条件下，购房者对未来房价上涨的预期较弱，且预期未来现金流存在较大不确定性，因此缺乏购房意愿，短期内依靠地产金融政策和地产限制性政策的放松或许难以完全解决。

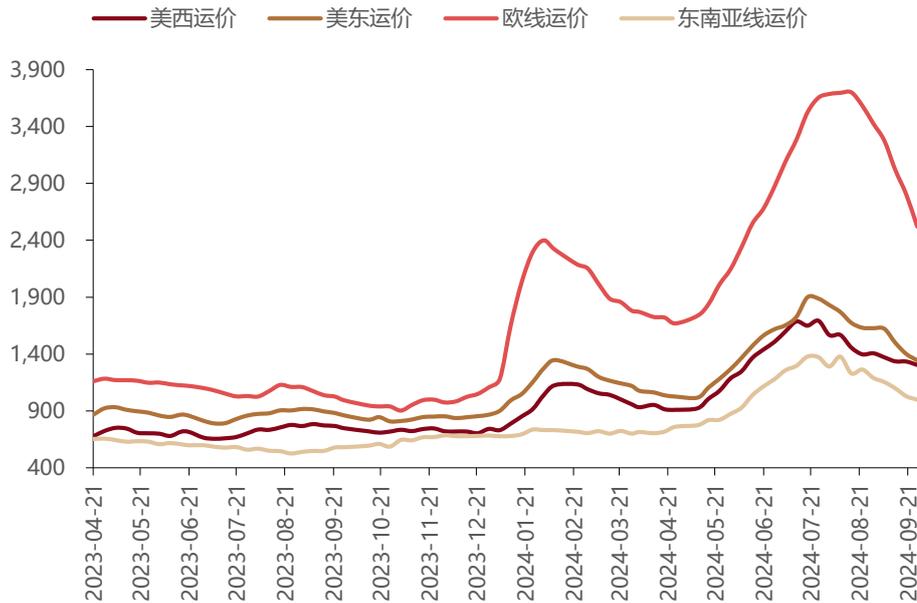
**3) 基建投资：**8-9月新增专项债发行提速，此前基建投资缺乏足够财政资金支持的问题有望得到边际上的缓解，但在化债导向下，地方政府配套资金不足以及部分专项债资金用于化债仍或将掣肘基建投资。

图 3：新房库存压力较大



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 4：中国出口集装箱运价指数在 7-8 月见顶回落



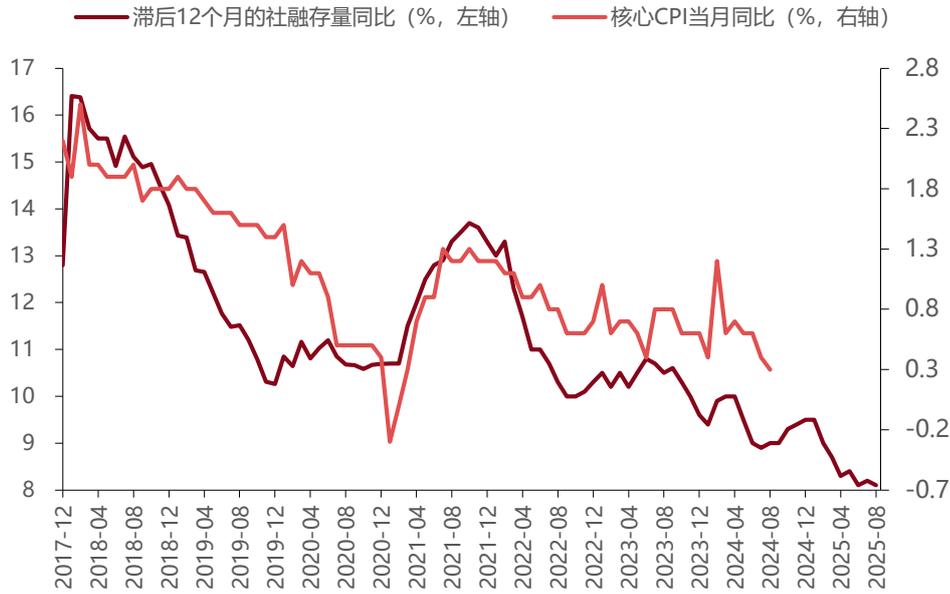
数据来源：Wind，东方红资产管理

## 2、2024 年四季度 PPI 同比中枢在-2.7%左右，CPI 同比中枢在 1.1%附近

PPI 方面，国内基建和地产投资仍有较大下行压力，以定价国内需求为主的大宗商品包括钢材、焦煤等，尽管 9 月下旬以来在预期因素带动下企稳反弹，但实际的供需关系并不支撑其价格持续保持强势。而定价全球需求的大宗商品中，12 月召开的欧佩克+会议又有原油增产预期，因此预计 2024 年四季度，PPI 同比中枢会进一步下行至-2.7%附近，低于三季度。

CPI 方面，核心 CPI 同比和领先 12 个月的社融存量同比有较强的正相关性，8 月核心 CPI 同比已来到 2021 年 3 月以来最低值，预计 2024 年四季度核心 CPI 同比会企稳略升。猪肉需求疲弱导致目前对猪价很难看高。总体而言，预计四季度的 CPI 同比中枢在 1.1%附近，高于三季度。

图 5：社融同比与核心 CPI 的领先滞后关系



数据来源：Wind，东方红资产管理

### 3、货币和财政政策加力可期

9月底中央政治局会议中提出，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，更好发挥政府投资带动作用。对应到货币政策层面，央行已经在9月下旬降息降准，随着美联储已经开启降息周期，央行的货币政策空间得以持续打开，后续货币政策不排除有进一步加大力度的可能。财政政策方面，即使四季度出台的增量财政政策力度有限，仍表明政策层面意识到了中央财政加杠杆的必要性，具有较强的转向信号意义，但还需关注增量财政政策的投向。

### 4、基本面尚不支撑四季度大宗商品价格整体偏强

铜方面，根据国际铜研究小组 ICSG 对 2024-2025 年全球铜供需的最新预测，2024 年全球电解铜将出现 46.9 万吨的供应过剩，2025 年将再增加 19.4 万吨过剩。这一供过于求的规模远超 2024 年 4 月的预估，变数在于中国的财政政策力度和美国降息对需求的提振，但从目前的供需展望看，基本面并不支撑铜价大幅上涨。

黄金方面，考虑到中东地缘政治风险急剧上升，而在美国总统大选中，无论是共和党还是民主党，均提出了激进的财政计划，因此 2025 年美国赤字率大概率会相较 2024 年上升；叠加美联储降息提振信贷需求，预计 2025 上半年美国就

有陷入二次通胀的可能，从而令市场再度担忧联储货币政策无法有效控制通胀，对美元信用的担忧加剧，黄金将有较好的上涨胜率和赔率。

原油方面，9月EIA下调了对2024年原油价格中枢的预测，将2024年布伦特原油价格预测下调1.64美元/桶至82.80美元/桶，将2025年布伦特原油价格预测下调1.62美元/桶至84.09美元/桶，主要理由是全球经济活动放缓，中国燃料需求减少和美国出现就业放缓迹象。如果再考虑到沙特准备放弃100美元/桶的原油价格目标以夺回市场份额，12月召开的欧佩克+会议又有原油增产预期，基本面并不支撑2024四季度原油价格偏强。

### 三、2024年第四季度债券投资策略

#### 1、利率债方面，等待政策出清，重归现实定价

对于四季度而言，由于年末经济活动本身处于淡季，所以基本面强势反转的概率往往较低，常见的风险因素主要来自两个方面：

**一是稳增长的接续发力。**9月以来行情的主线逻辑是基本面承压下的稳增长政策缺席，中共中央政治局会议定调稳增长目标后，9月底30年国债快速调整回到9月初下行起点位置，仅在预期反转层面上的定价已经比较充分。

只不过每轮剧烈调整后多有超调发生，从机构行为角度看，引发超调主要是因为交易机构的卖出挤兑，而卖出行为一致性最强的主要是节前预期反转和节后集中赎回两个时段。对于利率债而言冲击性压力是前者，对于信用而言是后者，所以债市大概率在十一前后由卖方力量主导先出现超调，然后回归到买卖力量均衡下的高位震荡，待政策出清后，再结合政策本身力度和政策效果重新选择趋势方向。后续重点关注地产、信贷、通胀等反映宽信用的核心指标，对政策效果进行定价，即预期先行，后续仍要回归现实。

**二是流动性潜在压力。**因为从狭义角度看，往年下半年MLF到期量逐月递增，银行体系流动性缺口扩大，且MLF利率通常明显高于同业存单等市场利率，即MLF属于成本较高的流动性补充工具，这就可能导致流动性偏紧偏贵。这种情况往年要等到12月中下旬，央行大规模投放呵护跨年和财政年底集中投放同时到来，流动性转松的概率较高，近年来均是如此。

与往年不同的是，在央行政策利率改革背景下，MLF作为曾经重要的基础货

币投放工具，今年正在逐渐淡化作用，为此需要通过降准和买短国债逐渐置换其 7 万亿存量，减少其担任的投放功能；对于短期内无法置换的存续部分，逐渐降息至与市场利率价差收敛，减少其投放过程中对市场利率的影响。目前来看，7 月以来央行已经从量和价两方面对 MLF 进行改革：量方面，连续两月净买入短国债和降准约 1 万亿置换 MLF 到期，后续大概率维持每月净买入，以及若有必要，年内仍有一次降准空间；价方面，连续两次合计 50BP 降息后 MLF 利率已经下降到 2.0%，反映真实同业负债成本，所以下半年流动性风险通过上述改革被削弱。

按照本轮调整后的债券收益率定价，如 10 年和 30 年国债分别最高回到 2.2% 和 2.4% 附近，对于以 MLF 为代表的负债成本 2.0% 而言，分别具有 20BP 和 40BP 的套息空间，已经回到去年 11 月底即本轮债市起点的水平，配置价值显现。

综上所述，在央行双管齐下改革 MLF 背景下，降准降息买国债削弱了四季度潜在的流动性压力。而等待稳增长政策出清后，债市仍将回归基本面定价，短期调整过后已经较为可观的套息空间为行情重归向好提供了基础。

## **2、信用债方面，跟踪理财赎回及财政落地情况**

一级市场总体仍处在基本面偏弱环境之中，市场总量尚可，年初至今净融资超万亿，但结构上看分化明显，高等级长久期信用债发行放量，城投受化债影响仍强，已连续四个季度净融资为负。

二级市场波动明显加大，9 月末包括降准降息、降低存量房贷利率、增设股市相关货币政策工具等政策远超市场预期，“股强债弱”演绎较为极致，普通信用债国庆节前最后一周收益率上行超 20BP、银行二永债上行超 30BP，10 月预计资金及存单收益率有望在宽货币政策落地中下行，信用债利差水平已经来到近一年高位、历史周期中枢偏上位置，配置价值开始显现，但往后仍需重点跟进理财债基赎回以及财政政策出台情况，注意信用债市场可能的进一步踩踏。城投债方面，自上而下化债政策短期基本盘仍稳，高债务地区继续受益于政府及银行支持；但另一方面，部分地区和平台化债压力仍高、协调难度仍大、非标舆情等负面舆情发生频率或进一步提高，对可能的尾部风险及技术性摩擦风险仍需保持警惕。

## **3、可转债方面，权益预期反转后转债估值仍有相对优势**

三季度以来，因为权益下行、信用冲击及流动性冲击三重因素影响，转债市场估值经历了一轮明显的下行；8 月中下旬低价标的估值显著已经弱于 2018 年

下半年，9月开始市场估值出现一定超跌反弹与结构再平衡，权益预期迎来正式反转，转债指数跟随上涨；市场估值在8月最低时已经接近2018年，权益转暖后转债指数虽然上行，但市场仍含谨慎预期，剔除极端值口径估值没有出现较大幅度上行，当前是转债有相对优势的阶段。

结构上，前期转债资产受限于向下是否有底的信用定价争议，市场明显分层、纯债溢价率低于0%的标的最高占2/3，权益预期转好后分层结构逆转，加上正股上行、下修推动转债平价上涨，市场弹性明显回升；观察平价-转股溢价率曲线可以发现，1) 曲线尾部（平价70元以下）主要捕捉信用修复和条款博弈价值，强调个券信用深挖、期限规模控制、组合要求匹配；2) 曲线中部（平价70-120元）大部分属于平衡型，除主流白马标的，可关注近期平价上行溢价大幅压缩的高gamma标的；3) 曲线头部（平价120+元）主要作为直接弹性及交易工具，高价标的避免强赎冲击即可；整体来看，曲线仍处于低位，主要做好组合波动控制、权益确信度的匹配与节奏问题。

中短期来看，一方面看权益预期，一方面看资金结构：目前来看，权益资产9月末10月初的爆发上行或将逐步告一段落，后续切换进入震荡阶段，主要跟踪观察财政政策、企业盈利接棒过程，以及其间的权益预期变化；若市场权益预期总体稳定偏强，转债资产有机会滞后权益进行估值拉升。

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 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。