

2023 债市策略展望：相机抉择，把握票息资产选择

2022 年利率债整体处于震荡市，10 年国债波动区间在 2.6%-2.9% 附近，变化幅度较小；信用债收益率二季度后持续走低，在四季度出现明显反弹。全年来看，俄乌冲突、美联储加息、疫情、地产构成影响资产定价的四条核心线索。货币政策及财政政策协调方式的创新，即央行通过上缴结存利润的方式投放基础货币并支持财政进行留抵退税等支出，对二、三季度市场的流动性及利率曲线形态产生了决定性影响。11 月以后，多重因素冲击下，银行理财净值出现普遍回撤，赎回负反馈链条导致信用债被持续抛售，则更新了市场对于净值化后银行理财成为“债市波动放大器”的认知。

展望 2023 年，中国经济动能将发生切换，疫后消费回补将接替外需成为经济复苏的重要动力，同时房地产拖累程度有所降低，基建与制造业预计受基数影响增速收敛。总体看，全年经济运行有望总体回升，中性预期下，预计能实现 5.0% 左右的经济增长。

流动性方面，预计 2023 年将维持合理充裕状态，但考虑到经济形势好转，2023 年银行间市场的流动性难以回到 2022 年二、三季度的超宽松格局，全年来看 DR007 将逐渐向 7 天逆回购利率的中枢回归。财政政策也将加力提效，财政贴息可能成为 2023 年财政落地的重要工具。预计 2023 年利率将延续震荡格局，相比 2022 年，利率波动中枢有所抬升，区间范围扩大。

投资方面，建议适时适度提高对可转债的配置比重，平衡利率债与信用债的投资仓位，信用债优选高等级具有票息性价比的品种，保持中性久期及杠杆水平。可转债跟随权益市场节奏操作，重视消费链条及内需改善收益板块，把握经济修复带来的投资机会。利率债择时进行波段交易增厚收益，在控制风险的基础上勇于逆势操作。信用债首选高等级短久期品种，对城投债慎重进行资质下沉，地产债介入仍以国企为主，高风险偏好的机构可少量对民企地产债进行政策博弈交易，金融债择机阶段性参与。

01

2022 债市回顾：波折不断，震荡不止

一季度利率先下后上，整体震荡。1 月中旬央行意外降息，利率经历一波快速下行；但随后便传出央行窗口指导银行加快贷款投放的消息，1 月信贷实现开门红、广州等地降低房贷利率，出于对宽信用的担忧，收益率逐步回调。3 月奥密克戎毒株在国内传播加快，但彼时市场低估了疫情扩散速度及其对经济的影响，全月债券没有明显的变化方向。

二季度利率债延续震荡格局，信用债收益率中枢初步回落。一方面，上海疫情及大规模管控对基本面产生了巨大负面影响，以全国稳住经济大盘电视会议为标志，市场预期一度降至冰点。另一方面，4 月央行首次进行了 0.25 个百分点的全面降准，机构对货币政策未来空间感到悲观，但实际

上二季度对全年流动性环境影响最大的央行上缴利润支持财政留抵退税政策落地，资金面维持宽松状态为信用债提供了年内第一波助力。

三季度利率整体走低，8月以后利率债有所回调，但信用债收益率低位震荡。7月初始，断供风波席卷而来，受此影响，央行进行了年内第二次公开市场降息，与此同时，出于稳定市场的考量，资金利率进一步被压低，机构趁机加杠杆，信用债买盘堆积。对于利率债市场而言，一是担忧货币政策空间被逐步压缩，二是认为疫情对经济冲击是暂时性的，对疫情带来的基本面弱现实一直不给予深度定价，债券收益率在降息落地后不久开始回升。

四季度利率呈V型反弹走势，信用债市场出现大幅度调整。10月疫情冲击卷土重来，市场还在担忧经济是否会再度回落，利率震荡走低。但进入11月后，防疫“二十条”、地产“十六条”新政接连出台，伴随资金利率中枢抬升，债券出现第一波调整。随后理财净值回撤引发赎回负反馈链条，其幅度之大、持续时间之长均超出市场此前预期，信用债市场迎来理财净值化后最大冲击，银行自营积极参与的利率债也未能幸免。

02

2023 经济展望：中国经济逆势回升

2023 年，中国经济动能将发生切换，全球经济周期下行意味着外需难以再像 2021-2022 年一样为国内经济提供有效支撑，疫后消费回补将接替成为经济复苏的重要动力，与此同时，房地产拖累程度有所降低，基建与制造业预计受基数影响增速收敛。总体看，全年经济运行有望总体回升，中性预期下，预计能实现 5.0% 左右的经济增长。具体而言：

出口端，出于成本优势等考量，我国高于疫情前的出口份额大概率可以维持。2023 年全球央行加息的滞后效应预计将逐渐显现，尽管市场对欧美衰退强度预期不一，但共识是衰退周期近在眼前，全球贸易总额回落的大环境下，我国出口难以独善其身。与此同时，价格因素也会对出口金额产生负向拉动。总体看，全年出口同比增速预计明显走低。

消费端，2022 年消费同时受到消费场景缺失、预期转弱、居民收入不足等因素拖累，表现始终疲软。展望 2023 年，阻碍消费增长的第一层干扰有望明显缓和，过去两年居民部门积累的超额储蓄有助于推动消费加速恢复，考虑低基数影响，中性情形下社零全年增速中枢有望回到 7% 左右。但疫情不确定性仍是扰动消费恢复路径的最核心变量，需要密切关注新冠病毒变异情况。

基建端，消费修复路径受疫情影响具有不确定性，意味着以基建为代表的逆周期调控手段仍需发力，但考虑到基建投资基数较高、2023 年经济形势整体好于 2022 年，基建很难有超预期表现，预计增速中枢小幅回落。地方隐性债务仍是防风险的重点监管领域，借鉴近期成功经验，政策性金

融等类财政或将在基建筹资过程中做出更大贡献。项目储备不是当前核心矛盾，十四五重大工程与国家发展规划重点项目仍保有充足实施空间。

制造业端，2022 年前 10 个月工业企业利润累计负增 3%，结合 2023 年出口需求回落来看，制造业内生发展动力或有所减弱。但 2023 年制造业预计将继续获得财政、金融、产业等政策的联合扶持，政策驱动下制造业仍有望成为固定资产投资的重要支持力量，强联补链、产业升级、下游行业触底反弹都将为其提供结构性动能。

房地产端，中央经济工作会议将地产领域视为防风险重点目标，中财办提出 2023 年将出台侧重研究解决改善房企资产负债状况的新举措，释放住房消费等领域限制性政策妨碍的消费需求，总体看政策态度更为积极。房住不炒框架不动摇的基础上，地产需求难出现过去的高弹性回升，但考虑到地产周期下行时间和幅度已较为充分，明年房地产对经济的拖累将明显减轻。

通胀方面，基数及基本面决定 2023 年通胀走势类“V”型，年初冲高回落，下半年中枢预计再抬升。CPI 上半年关注猪周期变化，下半年决定因素在于内需及核心通胀恢复强度。考虑到全球经济周期处于下行阶段，猪油预计难以形成共振，CPI 部分月份存在破“3”风险，基准情形下全年通胀压力有限。2023 年内外需走势不一，PPI 预计维持低位运行，全年增速中枢可能在零附近。

03

2023 货币与财政政策：货币政策精准有力，财政政策加力提效

2023 年宏观政策核心目标是“稳增长、稳就业、稳物价”，即在全球衰退的背景下实现中国经济恢复性增长的同时保住抗通胀成果。换句话说，经济增长的底线要求是达成十五年长期规划暗含的经济增长最低诉求，而经济增长的上限则取决于通胀实际表现。从中央经济工作会议及央行近期表态看，决策层对疫后经济修复带来的通胀有所担忧，这决定了 2023 年宏观政策不会完全前置，需要为下半年经济面临的不确定性留有余地。

中央经济工作会议对货币政策的定调从“灵活适度”改为“精准有力”，央行将其总结为“总量要够，结构要准”，预计 2023 年货币政策的整体操作思路类似 2019 年的相机抉择，相比 2022 年更强调宽信用落地效果，将提高对结构性工具的倚仗。2023 年上半年美联储有望停止加息，海外因素对国内货币政策宽松的掣肘将明显减弱。内部环境看，一季度疫情对经济的冲击大概率集中显现，货币政策仍将保持偏宽松状态支持经济增长，二季度往后货币政策态度将取决于经济恢复强度和通胀上升幅度，政策方向不是一成不变的。政策工具选择上，能与产业政策、财政政策相配合的再贷款，能发挥政策性银行作用的 PSL 或会成为基础货币的重要投放方式。与此同时，房地产领域被纳入防风险考量，意味着金融领域需要继

续扩大对房地产行业的支持，确保房地产市场平稳发展也将成为 2023 年央行的重要施政目标。

流动性方面预计将维持合理充裕状态，其内涵为“资金价格维持合理弹性，不大起大落”。考虑到经济形势好转，2023 年银行间市场的流动性难以回到 2022 年二至三季度的超宽松格局，全年来看 DR007 将逐渐向 7 天逆回购利率的中枢回归。但上述回归过程可能会比较缓慢：一方面在引导资金利率回升之前，央行需要看到经济确定在转好；另一方面经过年底的市场调整，央行对债券市场的不稳定性有了更深刻的认识，预计会以提供前瞻性指引、政策小步慢走等方式以减轻其行为对市场的冲击。

中央经济工作会议对财政政策的定调从“提升效能，更加注重精准、可持续”改为“加力提效，保持必要的财政支出强度”。考虑到 2022 年财政拥有 1.65 万亿特定国有金融机构和专营机构上缴利润与 5000 亿地方政府专项债结存限额两大资金来源补充，为保证 2023 年广义财政支出强度不明显降低，政府显性债务规模提高的必要性较强，财政赤字率突破 3% 的概率较大，与此同时新增地方政府专项债规模有望增至 4 万亿。财政政策工具的选择方面，经过过去几年的操作，未来减税降费政策进一步扩张的空间有限，财政贴息可以增加财政政策与产业政策、金融政策之间的相互协调配合，且政策直接针对市场主体，可能成为 2023 年财政落地的重要工具。

04

2023 债市投资展望：获利难度加大，把握票息资产选择

利率债方面，我们认为 2023 年利率将延续震荡格局，相比 2022 年，利率波动中枢有所抬升，区间范围扩大。一是 2023 年经济实际增速及通胀压力都将走高，二是财政加力提效意味着利率债供给可能增加，三是资金面宽松程度大概率不及今年二三季度。但与此同时也需注意到，后疫情时代消费恢复路径仍存在不确定性，海外经验显示不能高估疫后消费改善弹性，内外需不同步、地产周期缺失意味着本轮经济仍是弱复苏，在通胀风险实际落地以前，货币政策仍将保持偏宽松的状态以支持经济，利率上行有顶。债券市场交易主线将逐渐从政策预期转向现实，疫情扩散情况、疫后经济修复强度及通胀水平将成为影响全年债券走势的核心变量。

信用债方面，2023 年需要关注机构行为对信用债需求的影响。2022 年债券市场给投资者带来最大的教训是净值化改造后，固收类银行理财也可能产生本金亏损，其深远影响是银行理财规模扩张速度放缓，信用债新增需求部分由银行表外转向表内。考虑到表内资金在风险偏好、投资限制上都与表外资金有明显差异，信用债等级利差仍有可能扩大。基本面环境而言，2023 年地方财政压力预计减轻，尾部平台城投债信用风险有所降低，重点关注弱资质地区再融资情况；地产融资端政策陆续出台，但需求短期内大幅好转的可能性较低，地产行业现金流难以出现明显改善，行业内部分化预计依旧严重；产业债表现则可能进一步向景气行业的央国企集中。

可转债方面，转债估值在经历一段时间压缩后，尽管水平仍然不低，但风险相对于前期已经释放较多。防疫政策优化，内需消费的修复被会议多次提及，考虑到 2023 年的经济和政策环境，总体认为转债还是有望跟随权益出现一定结构性的机会。结构上重视消费链条的确定性修复，参考其他国家放开的经验，可能明年二季度后局势更加明朗。在对明年经济预期改善和经济弱现实拉扯期，入场节奏和容错率更加重要，建议关注兼具绝对价格空间和正股弹性平衡型品种，先价值后成长。

投资策略方面，建议适时适度提高对可转债的配置比重，平衡利率债与信用债的投资仓位，信用债优选高等级具有票息性价比的品种，保持中性久期及杠杆水平。可转债跟随权益市场节奏操作，重视消费链条及内需改善收益板块，把握经济修复带来的投资机会。利率债择时进行波段交易增厚收益，在控制风险的基础上勇于逆势操作。信用债首选高等级短久期品种，对城投债慎重进行资质下沉，地产债介入仍以国企为主，高风险偏好的机构可少量对民企地产债进行政策博弈交易，金融债择机阶段性参与。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。本材料中投资策略和分析等内容是基于目前经济环境和市场表现做出的判断，可能随着市场环境变化调整，仅供参考。