

2023 二季度债市展望：多空因素交织，现券震荡格局难破

2023 年一季度利率走出倒 U 型走势，不同品种表现分化，利率债及高等级短久期信用债收益率略走高、中低等级中长久期信用债收益率明显下行。目前债券市场多空因素交织，经济仍在复苏轨道上，年初以来的强配置力量预计减弱，国内金融监管仍有不确定性，但需求积压带来的经济补偿性高斜率修复基本结束，海外利率下行背景下，中国债券性价比略有提升。现券震荡状态难打破，建议按区间波动思路进行操作，择机入场及止盈；信用债维持票息策略，加大挖掘力度。

一、一季度市场回顾

1 月首套住房贷款利率政策动态调整机制建立，MLF 降息预期落空，跟随票据利率走高，对疫后复苏的担忧主导市场走势，利率随之上行。进入 2 月的数据真空期，市场分歧加大，不少机构给出“强预期弱现实”的判断，但与此同时逆回购明显加量，在传统的流动性需求小月资金利率却基本在政策利率以上位置运行，利率进入震荡期。进入 3 月后，5%左右的经济目标进一步让市场怀疑经济复苏的持续性，加上海外金融风波压低市场风险偏好，伴随 MLF、降准资金等中期流动性投放增多，资金面更为温和，利率转而下行。在此期间，由于银行间信贷投放分化加剧，以农商行为主的配置盘大幅购入票息资产，同时企业信用债融资部分被低价信贷代替，信用利差压缩逐步从去年 12 月的中高等级短久期向中低等级中长久期蔓延。

转债方面，一季度中证转债指数上涨 3.53%，目前估值水平再次来到相对高位。1 月市场对于经济反转修复预期较高，随着北上资金的不断流入，权益市场整体表现较强，绝大多数行业迎来显著反弹行情，各大基金转债仓位提升，提前布局预期的春节行情。2-3 月期间，随着两会经济目标落地，在全年经济温和修复的框架下，新入场的增量资金不足，存量博弈背景下，机构止盈情绪严重，市场主线较为缺乏，行业轮动加速极致演绎。总体看，一季度消费、大盘基建、央企品种、特斯拉链一度迎来阶段性行情，AI、ChatGPT 等题材品种也时有表现。

二、后市展望

年初经济处于疫后修复的初期，其特点是积压需求释放，经济修复斜率高但绝对水平低，体现为量升价平甚至略跌，数据结构分化显著。结合近期高频数据及 PMI 观察，随着经济逐渐步入常态化轨道，3 月以来经济环比增长的动能开始放缓，考虑到去年疫情对于基数产生的明显扰动，二季度基本面可能呈现环比走弱但同比大幅改善的状态，扰乱投资者对基本面恢复情况的判断。目前机构对于宏观经济的分歧仍主要落在房地产与出口上，核心问题是对于长周期与短周期的赋权不同，如房地产市场的长周期背景是人口周期性减少，但短周期内面对的却是疫后刚需集中回补及政策放松背景下的房企投资恢复；出口长周期会受到产业链转移的拖累，但在短周期中其影响幅度仍存不确定性。历史上一季度的经济分歧是常态，随着二三季度更多经济数据的公布，市场预期将会重新整合，改变市场运行轨道。

影响市场对经济复苏持续性判断的另一个因素是对政策的预期。3 月政府工作报告定下 5% 左右的经济目标，考虑到 2022 年 3.0% 的 GDP 基数，目标设定并不高。从近期政府动向看，外交和民营经济领域动作颇多，金融科技领域改革箭在弦上，恢复市场信心、抓住时间窗口解决长期问题似乎成为政策重心。但也要看到，一季度信贷同比多增量已超过去年全年、政府债券发行量也实现同比多增，短期经济稳定是背后基础。今年经济的温和复苏仍可成为基本假设，其内涵是短期内不会有强力政策刺激，但一旦经济走弱，政策依旧会发力托底。对应到货币政策层面，经济恢复初期仍需宽松货币政策的保驾护航，但现阶段再贷款等结构性货币政策的操作空间大于降息等总量型政策工具，随着信贷投放力度的边际减弱，流动性将重回均衡状态，资金利率围绕政策利率运行，波动性或降低。

海外市场一季度经历了“通胀压力减弱、加息节奏放缓-1 月数据改善推升通胀预期-银行危机加深衰退预期”的变化。事后来看，硅谷银行和瑞士信贷面临的问题虽各有其特殊性，但其背后的本质都是市场利率快速上升、流动性收紧后出现的金融机构风险暴露。上述事件的最新进展是，在美联储和瑞士央行提供流动性支持、出现问题的两家机构相继宣布被收购完成后，市场情绪传染告一段落，风险偏好回升，美联储和欧央行也得以继续加息以抗击通胀。但过去几年美国放松金融监管导致的小机构激进扩张、美国中小银行存款持续流失等问题尚未彻底解决，海外金融系统仍难言安全。通胀方面，欧美核心通胀目前仍强劲，OPEC+

意外减产带来新的不确定性，总体而言，欧美银行风险暴露加速美国从紧货币向紧信用转变，美国越来越接近加息结束和经济衰退。

三、投资策略

震荡思路相机抉择。目前债券市场面临的多空因素交织，经济仍在复苏轨道上，但需求积压带来的经济补偿性高斜率修复基本结束，海外利率下行背景下中国债券性价比略有提升。与此同时，年初强配置力量有所减弱，国内金融监管仍有不确定性。现券震荡状态难打破，建议按区间波动思路进行操作，择机入场及止盈。

信用债维持票息策略，加大挖掘力度。一季度信用利差进一步压缩，导致二季度往后信用债操作难度提高，利率偏低时期市场波动可能加大，需保证产品流动性。风险偏好较高的机构可适度拉长高等级久期，增加对城投短债的区域挖掘，同时关注复苏行业的利差修复机会，银行次级债券建议以交易心态看待。

建议把握可转债市场的结构性机会。经济总体复苏，目前权益估值仍相对底部，对转债的结构性行情持相对积极的态度，但在温和修复的框架下，仍需要对转债上涨的上限保持警惕。结构上主要关注：1）防疫政策和地产政策边际变化下，有业绩亮点的消费等行业；2）海外风险缓和后，题材热度持续提升的数字经济 TMT 等行业；3）对于经济周期相对脱敏，拥有自身独立产业周期逻辑的生猪农产品、半导体电子等行业。

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。