

## 2023 下半年债市展望：短期震荡为主，注重信用票息策略

上半年利率先上后下，10 年国债由 3.0% 降至 2.8%，债券大部分时间处于牛市状态。目前债券市场面临的多空因素交织，需求积压带来的经济补偿性高斜率修复结束，短中期经济问题与疫后疤痕效应叠加，同时美联储步入加息末期，海外因素对我国货币政策掣肘减弱，资产荒格局有望延续。

与此同时，政策对经济有底线目标，三季度稳增长配套政策预计陆续出台，机构博弈行为影响债券波动节奏。新的经济冲击出现以前，10 年国债难下破降息后 2.6% 的低点，但预计在降息前 2.7%-2.75% 的区间也面临一定阻力。短期债券以震荡为主，中期走势需要观察政策的力度及效果，政策落地后或有交易机会。

### 市场回顾

年初市场对今年经济基本面的判断是“中国复苏+美国衰退”，事后来看两者都有一定偏误：中国地产复苏强度低于预期，库存周期下行的压力盖过了服务业的疫后修复；而美国受到居民超额储蓄的支持，迟迟未陷入衰退。对应到资产定价上，上半年利率先上后下，10 年国债由 3.0% 降至 2.8%，债券大部分时间处于牛市状态中。年初至春节前，伴随居民出行的改善，市场对经济走强颇有期待，叠加年底理财赎回冲击的余波，利率持续走高。春节至 2 月末，经济数据真空期，大行积极投放信贷导致银行间市场流动性偏紧，中长债陷入震荡，而短债收益率还在上行。3 月两会确定 5% 左右的经济目标、“不大干快上”等表述使得市场的交易重心转向政策预期走弱，与此同时降准后中长期资金得到补充，中小银行等欠配资金陆续入场，利率开始回落。

进入二季度，疫后集中修复期结束，经济环比转弱，“弱预期”变为“弱现实”，货币政策通过压降存款利率和公开市场政策利率等方式加以配合，资金整体较为宽松，利率进入快速下行期，期间债券主力买盘从农商行等配置盘转向基金等交易盘，优势品种也逐渐由信用债变为利率债。直至 6 月中旬降息落地后，稳增长配套政策担忧卷土重来，止盈盘集中出货，利率小幅反弹。

转债方面，据 Wind 数据，截至 6 月 30 日，中证转债指数年内涨幅 3.37%，其中一季度上涨 3.53%。随着两会经济目标落地，全年经济温和修复的框架得到确立，新入场的增量资金不足，二季度以来指数呈现涨幅震荡回吐下行的行情。二季度以来，前期两大亮眼的内生动力地产销售和消费均出现不同程度的疲弱态势，市场也持续对经济悲观的现实开始定价，而后 OMO 超预期降息，SLF 和 MLF 利率下调，货币政策依然表现出较强的呵护态度，海外美联储如预期停止加息，带来的风险偏好的阶段性提升。

### 宏观展望

服务业表现优于制造业是本轮疫后经济周期全球共同的特征，这既与疫情期间受到阻碍的消费场景得以恢复有关，也是 2020-2021 年逆周期政策发力提前开启耐用品需求周期的后遗症。对此，我们三个引申观察：

第一，由于服务主要为不可贸易品，上述现象导致了今年全球经济周期的错位更为严重，美国经济韧性强于预期，但这对我国没能形成太大的支撑作用。

第二，疫情期间政策对居民部门的支持力度与疫后居民消费及工作意愿密切相关，通过转移支付直接补贴居民的美欧等发达国家疫后居民消费意愿更高，但与此同时劳动力供给恢复也更缓慢，通胀水平会系统性地高于中国等发展中国家。

第三，由于制造业弹性大于服务业，因此在全球共振去库存背景下，服务业持久但缓慢的复苏难以对冲迅速下滑的制造业的影响，导致加总衡量的经济数据偏弱，叠加第三产业的高频数据体系不健全，微观主体感受到的经济热度可能更差。

服务业与居民部门行为密切相关。疫情期间居民虽然通过减少消费积累超额储蓄部分对冲了房价、股票等资产下跌受到的损失，保证了存量资产的大致稳定，但就业环境恶化、收入预期下降等净增流量的减少仍是无法避免的，其中，预期转弱也夹杂一些人口等中周期的问题。因此对于居民部门而言，消费意愿提升需要先看到就业和收入改善，但以历史经验看，如果仅靠经济的内生修复，可能要经历一个相对缓慢的过程。近期农民工等中低收入群体就业在逐渐好转，对应我们观察到小额消费获得了超额表现。制造业领域疫情期间资产负债表受损最严重的是民营房地产企业，今年房地产周期弹性弱于预期，一方面与居民预期不强有关，另一方面也跟供给恢复乏力不无关系。从制造业传统框架看，我们在下半年有望看到“PPI-企业利润-企业库存”的逐步修复，但在现有房地产市场格局下，制造业复苏的力度可能比较有限。

可以看到，当前经济同时受到短周期、中周期因素和疫后疤痕效应的共同影响，情况较为复杂。在二季度经济环比下行速度加快，全年经济目标完成难度提升的背景下，三季度稳增长政策有望进一步发力，政策重点可能从此前的保供给转向促需求，加快地方政府专项债发行、发挥政策性银行的逆周期调节作用、地产调控政策继续放松、新能源汽车及家电下乡、加强对先进制造业的扶持等政策都有落地可能性。但也需看到，政策不是万能的，如果使用短期政策解决中期问题，最终可能反而得不偿失，高质量发展仍是思考政策应对时的一条主线。从货币政策角度考虑，稳定经济增长仍是主要目标，货币政策易松难紧，按全年基础货币缺口估算，三季度降准有博弈空间，但降息仍需观察到需求领域超预期恶化的催化，在美联储货币政策路径稳定前，需要阶段性关注人民币汇率的问题。

## 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，需求积压带来的经济补偿性高斜率修复结束，短中期经济问题与疫后疤痕效应叠加，同时美联储步入加息末期，海外因素对我国货币政策掣肘减弱，资产荒格局有望延续。与此同时，政策对经济有底线目标，三季度稳增长配套政策预计陆续出台，机构博弈行为影响债券波动节奏。新的经济冲击出现以前，10年国债难下破降息后 2.6% 的低点，但预计在降息前 2.7%-2.75% 的区间也面临一定阻力，短期债券以震荡为主，中期走势需要观察政策的力度及效果，政策落地后或有交易机会。

注重信用票息策略。实体融资疲弱是信用债投资的主要支撑，利率处于震荡状态意味着票息策略性价比提升，二季度利率债收益率相对信用债的超量下行一定程度上增厚了信用利差。信用债投资的核心关注点在机构行为，尤其是银行理财规模的变化。土地出让收入负增格局下，城投债下沉仅限优质区域，需防范尾部风险。产业利润分配格局向中下游倾斜，上游资源品行业景气度承压，周期行业等待需求回升后的机会。金融债收益率目前有性价比，关注 2-3 年高等级银行二永债的配置价值。

建议把握可转债市场的结构性机会。政策呵护加上经济偏弱的格局仍未发生较大变化，“弱现实”钝化+“强预期”边际升温的组合可能会再次出现。7 月政治局会议落地之前，对于刺激政策的预期可能会反复发酵，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，关注预期差切换的机会。结构上关注可关注以下三个方面：1) 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；2) 题材热度持续提升的数字经济 TMT 等行业；3) 防疫政策和地产政策边际变化下，有业绩亮点的部分顺周期行业。

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。