

2023 四季度债市投资展望：流动性有望边际转松，关注中短久期品种估值修复，把握转债结构性机会

三季度，债券收益率走出 V 型走势。8 月中旬央行意外降息前，市场更关注弱现实，利率以回落为主；降息后稳增长预期取而代之。与此同时，资金持续偏紧，中短久期利率债及信用债引领曲线调整，期间中长债表现整体好于短债。

展望四季度，经济阶段性企稳回升概率大，伴随降准、超额续作的 MLF 资金投放及财政加快支出，10 月流动性有望边际转松，但资金面或难回到二季度的超宽松状态，预计央行将继续增加中长期流动性投放，降准也有博弈空间。

当前债券市场面临的多空因素交织，在确认经济脉冲结束、新一轮货币政策宽松博弈开始前，利率恐难以下破 8 月降息后的低点，但参考年初情况，10 年国债在 2.7%-2.75% 附近或也将面临一定阻力，建议以波段思路进行操作，短期可关注流动性缓和后，中短久期品种的估值修复机会；注重信用票息策略；把握可转债市场的结构性机会。

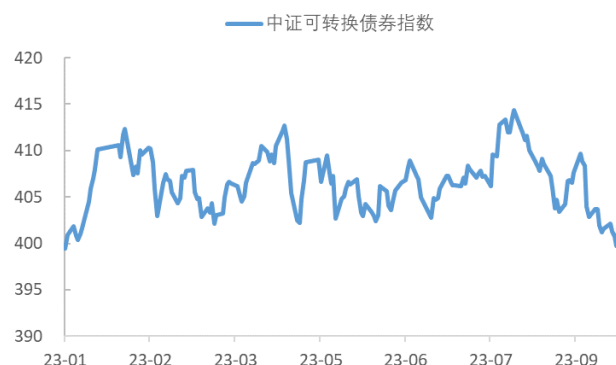
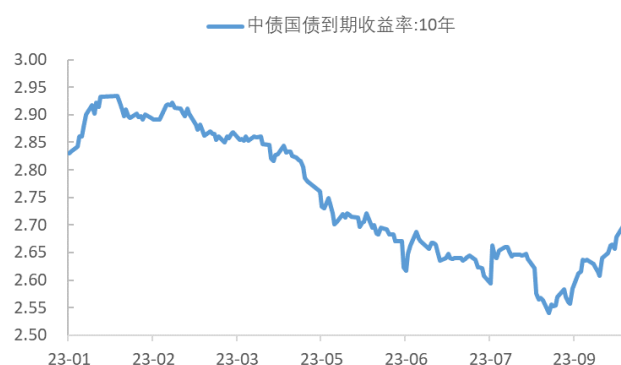
一、市场回顾

2023 年三季度，债券收益率走出 V 型走势。具体来看，7 月市场还在确认经济底部，加上信贷需求偏弱、资金持续宽松，利率顺势下行；至月末政治局会议未提“房住不炒”，地产政策想象空间被打开，长债转为震荡，而在一揽子化债政策及特殊再融资债预期的激发下，弱区域城投下沉策略较为拥挤；7 月历史新低的信贷数据和央行的意外降息对债券做多热情的提振仅持续了一周左右，市场随后发现降息后资金利率不下反上，叠加央行召开金融支持实体经济会议及认房不认贷等政策出台，利率进入调整期；进入 9 月，政府债的加快发行、汇率压力、信贷投放等因素导致银行净融出迟迟无法恢复，资金持续偏紧，银行理财及债券基金的赎回担忧加深，短端利率加速上行，降准利好相对有限，信用债市场情绪较利率债更为稳定。

转债方面，据 Wind 数据，截至 9 月 30 日，今年以来中证转债指数上涨 2.84%，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以确立，新入场的增量资金不足，进入二季度，指数震荡下行，部分回吐了此前积累的涨幅。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疲弱，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。进入三季度，各项政策从小作文阶段逐步落地，其中包括涉及汽车消费、家居消费、电子消费等的多项政策出台，并且审议通过了 4 月政治局会议上有关超特大城市城中村改造的指导意见，接着地产政策放松，活跃资本市场组合拳推出，标志着政策底基本确立。美国经济超预期强劲，内外“温差”下，北上资金持续流出，国内资金端悲观预期的扭转仍缓慢，但定价可能也相对充分。

图 1： 10 年期国债走势回顾

图 2： 中证转债指数走势回顾



数据来源：Wind、中加基金

数据来源：Wind、中加基金

二、后市展望

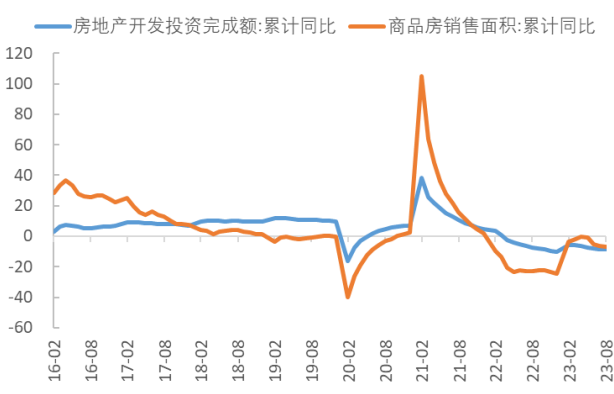
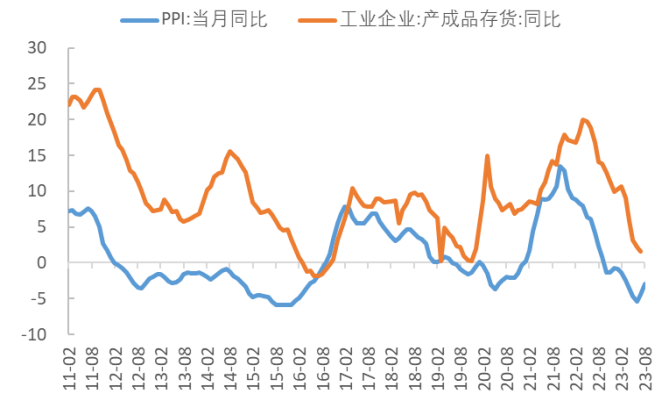
考虑库存周期探底、财政支出节奏加快、地产政策发挥作用等因素影响，四季度可以期待经济至少是阶段性的企稳回升。从库存周期的角度看，历史上 PPI 领先库存周期一至两个季度，而我国本轮 PPI 已于 6 月见底，与此同时在持续近 1 年半的去库以后，工业产成品库存增速已接近过去几轮周期的底部水平，8 月宏观数据已经能初步看到上游涨价补库对生产、投资的推动作用。财政方面，1-8 月一般公共预算收入、支出累计增速分别为 10.0%、3.8%，二季度社融政府债券分项同比少增约 1.5 万亿，财政支出节奏偏慢，8 月初财政部要求 2023 年新增

专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕，四季度财政支出力度有望加大。此外，8 月底以来认房不认贷、全国限购区首付比例下限下调、二套住房利率政策下限下调、核心二线城市及部分一线城市全面取消或放松限购条件等政策密集出台，行政性限制政策放松预计能够推动部分积压需求的释放。

但目前来看，经济回升的幅度和持续性仍有待观察，要彻底扭转市场预期或需更大力度的政策支持，货币政策也不能缺位。对于居民部门而言，文旅与耐用品消费的温度差背后暗含的是消费意愿与消费能力之间的背离，过去几年损失的收入流还需要时间去填补。对于企业部门而言，传统的房地产产业链与新兴的高科技制造业的分化愈发显著，房地产行业由于城镇化增速放缓、人口老龄化出现了周期性的下台阶，高科技制造业增速虽高但体量暂时还不足，短期内无法弥补房地产下行带来的增长缺口。对于政府部门而言，疫情期间的支出包袱与土地收入下滑叠加，地方财政收支压力加大，债务偿还难度提升，限制基建投资的发力空间。对于海外部门而言，美国的宽财政和居民超额储蓄支撑经济韧性，高利率高通胀的持续时间可能长于预期，一定程度上制约了制造业周期改善的强度及其对我国的出口需求。

图 3： 库存周期接近底部

图 4： 房地产周期尚未看到拐点



数据来源：Wind、中加基金

数据来源：Wind、中加基金

另一个需要思考的结构性问题是债券供给及银行间市场的流动性。9 月下旬国债发行量明显加大，9 月 18 日至 24 日当周有 5950 亿国债招标，为近几年除定向特别国债续发时的单周最高值，市场担忧全年国债净融资增加的可能性。但也需注意到，同时期地方政府债发行明显放缓，不能排除财政部是在调整政府债发行

节奏，将 10 月国债发行计划前移从而为地方特殊再融资债发行让道。从这个角度看，供给冲击的影响是暂时性的，如由此引发债券估值波动，可能反而为市场带来投资机会。8 月下旬以来的流动性异常收紧与银行体系低超储率，金融支持实体经济会议后信贷投放情况好转，政府债缴款增加，人民币贬值压力提高等多重因素有关，伴随降准、超额续作的 MLF 资金投放及财政加快支出，10 月流动性有望边际转松，但在现有的市场环境下，资金面或难回到二季度的超宽松状态，未来人民银行预计仍将继续增加中长期流动性投放，降准也有博弈空间。

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，经济出现企稳性恢复，政府债供给节奏发生变化，临近年底机构行为可能趋于谨慎，利率向下有底；但与此同时房地产与出口周期的趋势性拐点尚未显现，股市弱预期仍待时间和政策扭转，一揽子化债政策需要低利率环境配合，利率向上空间也有限。在确认经济脉冲结束、新一轮货币政策宽松博弈开始前，利率可能难以下破 8 月降息后的低点，但参考年初情况，10 年国债在 2.7%-2.75% 附近或也将面临一定阻力，建议以波段思路进行操作，短期可关注流动性缓和后中短久期品种的估值修复机会。

注重信用票息策略。利率处于震荡状态意味着票息策略性价比提升，与此同时目前的信用利差水平较高，有一定投资保护垫。关注一揽子化债带来的城投债投资机会，建议在严格控制风险和久期的前提下，优选政策支持力度较优的弱区域的主流平台，进行短久期、高票息的信用挖掘。产业债蛰伏为主，煤炭钢铁行业近期景气情况出现边际改善，但信用利差偏低，投资性价比还有待提升。银行二级资本债面临阶段性供给压力，但收益率有吸引力，建议紧跟市场情绪进行博弈，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。总量层面，对于修复的方向不悲观，对于修复的节奏保持谨慎，等待右侧信号，总体认为在金九银十背景下，基本面数据边际向上的概率较大，四季度机会相对较多，货币政策呵护的格局仍未发生较大变化，转债指数也回落至震荡区间偏底部的位置，配置价值凸显，分歧点在于入场

资金面能否形成合力，北上资金流出的趋势能否阶段性缓解。结构上关注：1）随着华为产业链热度提升的 TMT 等成长行业；2）在阶段性方向不明确背景下的防御高分红板块；3）假期背景下的出行链条和估值便宜的医药板块。

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。