

债市“失锚”，预期仍强但有新变化

华泰研究

2024年2月25日 | 中国内地

固定收益周报

核心观点

华泰固收2月债市调查显示，投资者继续关注货币政策和两会信息，对财政政策和资本市场政策期待最高，利率下限判断随行就市下调至2.3%，对股市看法边际改善。目前基本面环境仍未逆转，降息仍有期待，缺资产还在持续，债市行情仍未走完。债市短期“失锚”，政策博弈会更加频繁，长端利率波动预计会有增加，2.4%位置不离场并寻找曲线上机会。中期看，短端利率下行才能进一步打开长端空间，“通道存款”监管导致理财等缺稳定且高收益资产，适度埋伏3、5年期利率品种。信用债供求矛盾短期难改，票息策略或将持续，但不建议继续下沉，转债结构机会增多。

投资者关注点聚焦政策与资金面

全国两会即将召开，经济增长目标和赤字率等是重点。地方两会已经陆续召开，过往与全国目标一致或接近的北京、上海皆为5%左右。赤字率预计维持在3%，货币政策总基调变化可能不大，关注资本市场是否有新提法。货币政策与资金面是投资者关注度第二高的话题。年初以来降息预期不断走强，但投资者尤其非银机构普遍感受到资金面并不松，核心原因还是短端资金的锚——OMO利率没有下调。后续资金分层边际好转，但市场利率继续围绕政策利率波动，宽松空间不大。

社融信贷持续性有疑虑，对一季度GDP判断偏高

50%的投资者认为一季度社融信贷“后劲不足”，显然对其持续性有所怀疑。从票据市场来看，1月下旬转贴现利率就掉头向下，2月则继续走低，融资需求可能存在一定反复。增长方面，高频数据显示经济结构分化，波浪式运行的基因还在。通胀方面，近一半（47%）的投资者认为后续通胀同比“变化不大”，44%的投资者认为“同比回升”，春节错位或推升2月CPI同比转正，但中枢抬升幅度有限。PPI同比仍在温和抬升通道，环比可能仍有反复。

最担忧的是“情绪过度乐观”，机会是继续降息

风险方面，选择“情绪过度乐观”的投资者最多，反映市场目前普遍存在“恐高情绪”，其次是股市带动风险偏好好转。目前收益率绝对水平处于“脱锚”状态，投资者对基本面和政策的长期预期与以往周期不可比，因此纵向比较利率点位的意义不大。目前较低的利率水平对投资与交易的策略或有所影响，市场一旦调整速度也将较快。但“恐高”并不是调整的充分条件，未来需要关注的风险信号可能包括降息落地、财政发力、地产企稳等。对于利率进一步下行的触发剂，较多投资者认为是“两会等政策信息不及预期”和“降息”。

债市波动区间判断继续下行，对股市情绪边际改善

问卷显示，多数（65%）的投资者认为未来三个月十年期国债收益率高点会接近“2.50%”，低点则普遍随行就市下调到2.3%。信用利差方面，看平的投资者占比进一步上升（54%→65%），看利差收窄的投资者减少（26%→23%）。债券资产方面，对中短端利率债、转债的偏好明显增加，这也与近期长端创历史新低以及股市情绪改善有关。转债的青睐程度较1月提升，反映了投资者对股市信心的有所增强。波段、久期调节和杠杆是投资者较青睐的策略，与1月相比，选择“权益暴露”的投资者略有增加。与1月相比，“债券”、“股市”和“美元等外币资产”成为投资者偏好的大类资产，且看好“股市”的投资者有所增加。

风险提示：房地产政策超预期，地缘风险超预期。

研究员	张继强
SAC No. S0570518110002	zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145	+(86) 10 6321 1166
研究员	吴宇航
SAC No. S0570521090004	wuyuhang@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	仇文竹
SAC No. S0570521050002	qiuwenzhu@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	欧阳琳
SAC No. S0570123070159	ouyanglin@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166



正文目录

本周策略观点:	3
风险提示.....	12
实体经济观察.....	13
通胀	14
流动性跟踪.....	16
债券及衍生品.....	19

本周策略观点：

上周 LPR 非对称下调，节后资金面小幅改善，债市不惧股市上涨，收益率下行。周一，资金面均衡偏松，债市在早盘低开后一路震荡走强。周二，5 年期 LPR 非对称下调 25bp，降息预期升温叠加债券-贷款比价效应，债券收益率下行。周三，股市冲高回落，股债跷跷板效应明显，利率先上后下，但整体偏强。周四，早盘权益表现强势，债市对利空钝化，收益率小幅上行，午后多家银行密集下调存款利率，下调幅度从 10 个基点至 60 个基点不等，延续去年 12 月末掀起的第三轮调降潮，债市对利好更敏感，收益率快速下行。周五，早盘股市高开低走，债券收益率快速下行，午后股市持续冲高，上证重回 3000 点关口，同时媒体发布地方债提前批额度下达消息，利率逐渐回调，尾盘协议存款监管消息出现，利率转为下行。全周来看，十年国债和国开活跃券利率较节前(2月9日)分别下行 3bp 和 5bp 至 2.40% 和 2.56%。

春节后首周，股债都取得不俗表现，十年国债已经达到 2.4%，但与此同时政策和基本面也将进入高波动期，市场如何判断和应对？我们在 2 月 23 日进行了华泰固收 2 月问卷调查，在此对问卷结果进行汇总分析，以飨投资者。

本期调查结果显示：

- 1) 投资者近期关注的宏观话题主要集中于两会、三中全会等政策信息、货币政策与资金面，也有较多投资者对美联储降息、经济高频数据有所关注。
- 2) 基本面方面，多数投资者认为一季度后续社融信贷后劲不足、通胀同比变化不大货币政策方面，降息预期强于降准，多数投资者认为未来三个月降息但不降准。
- 3) 政策方面，对于即将召开的两会，多数投资者认为财政政策和资本市场政策最可能会超预期。
- 4) 债市方面，大部分投资者认为近期债市表现强势的主要原因是缺资产，同时认为未来三个月十年国债收益率高点为 2.50%、低点 2.30%。对于短期内债市风险点，较多投资者认为是市场情绪过度乐观和股市等带动风险偏好提升。债券品种方面，最看好长端及中短端利率债，收益率曲线普遍看平坦化，信用利差看平居多。具体操作策略上，更倾向于波段操作和久期调节，转债关注度提升。
- 5) 大类资产选择方面，债券是未来三个月投资者最青睐的资产，股市、美元等外币资产和黄金紧随其后，对房地产判断依然偏谨慎。

具体来看，我们点评如下：

Q1：(多选) 当前您最关心的宏观话题是？

A1: 调查问卷显示，“两会、三中全会等政策信息”、“货币政策与资金面”是投资者当下最关心的宏观话题，另外还有不少投资者选择“美联储降息”、“经济高频数据”、“房地产与三大工程”，关注“化债政策”和“地缘事件”的投资者不多。

点评：数据真空期，市场最关注政策信息。全国两会即将召开，赤字率等信息是重点。赤字率方面，预计是预算赤字率 3%+必要时推出万亿规模建设国债的模式。另一个值得关注的会议是二十届三中全会。历史经验来看，历次三中全会都是关于经济改革的重大会议，本届全会时间较晚，预计高质量发展、新质生产力着墨更多，财税改革、金融改革、科技改革、土地、改革开放等重大改革是重点。

货币政策与资金面是投资者关注度第二高的话题。年初以来降息预期不断走强，上周央行也大幅下调了 5 年期 LPR，但投资者尤其非银机构普遍感受到资金面并不松，甚至已经成为制约短端利率下降以及曲线形态的关键因素，节前非银资金利率一度与短端债券利率形成倒挂。

之所以形成这一现象，核心还是短端资金的锚——OMO 利率没有下调。目前 OMO 利率为 1.8%，MLF 利率为 2.5%，都是曲线上定价偏高的点。四季度执行报告中央行重提“市场利率围绕政策利率波动”，或暗含资金不会与政策利率偏离太远，宽货币效果更多要释放给实体。这就决定了银行间流动性：一不会大水漫灌，二不会过快降息。短期看，资金面有利因素仍偏多，如节前 1 万亿降准资金投放+2 月缴税压力小+财政资金支出等，但央行投放偏平衡的背景下，资金利率不会过低，分层也难以消除，警惕特殊时点如月末季末的资金扰动。

海外方面，近期美国经济偏强运行，对于美国基本面“不着陆”（no landing）的讨论又开始出现，海外降息预期降温对国内货币政策节奏也会有一定影响。高频数据方面，消费强、地产弱、基建出口偏积极，整体和市场预期偏离不大，还需 1-2 月数据和两会做进一步验证。

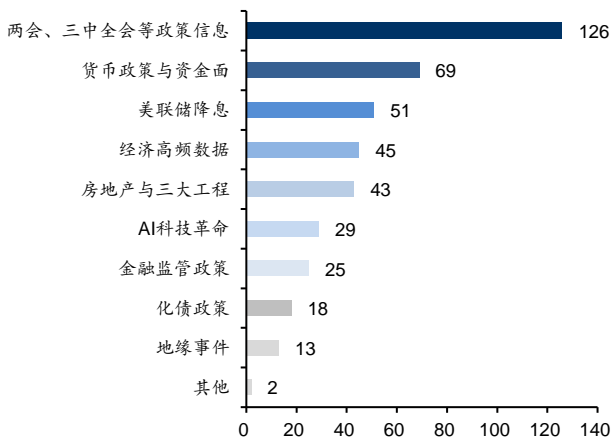
Q2：（单选）您如何看待一季度后续社融信贷，能否持续？

A2：调查问卷显示，50%的投资者认为一季度社融信贷“后劲不足”，29%的投资者选择“保持”，17%的投资者选择“多增”，还有 4%的投资者选择“同比明显多增”。

点评：1 月金融数据继续实现“开门红”，社融信贷总量双双超出市场预期，且均创历史同期新高，但市场显然对其持续性有所怀疑。我们在上周周报中提示，1 月偏强的金融数据主要来自于几大支撑因素：一是去年底的国债增发进入拨付阶段，加上 5000 亿 PSL 助力三大工程，带动相关配套融资。二是今年春节错位效应，今年 1 月工作日比去年多，银行投放更加积极。三是政策引导，1 月发布会央行表示“预计今年一季度仍会保持较快的信贷投放增长”，或暗含对信贷同比多增仍有一定要求。四是今年贷款降成本取向明确，银行对利率下行有一致预期，因此普遍有“早放贷早收益”的诉求。

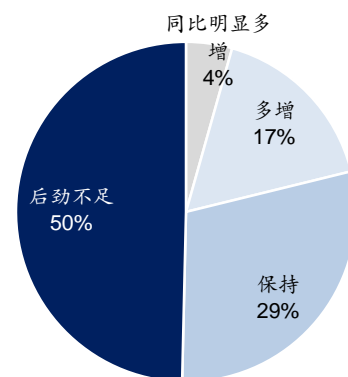
不难看出，上述几大支撑因素均带有一定“临时性”，且历史经验表明，1 月信贷本就存在季节性冲量的特征。目前 PMI 和 CPI 数据显示经济内生需求仍待强化，价格趋势仍待逆转，融资持续性还需观察。从票据市场来看，1 月下旬转贴现利率就掉头向下，2 月则继续走低，而去年一季度则是持续高位，4 月才开始回落。一季度融资需求可能存在一定反复，信贷保持同比多增难度不小。

图表1：Q1：当前您最关心的宏观话题是？[多选题]



资料来源：调查问卷，华泰研究

图表2：Q2：您如何看待一季度后续社融信贷能否持续？[单选题]



资料来源：调查问卷，华泰研究

Q3: (多选) 两会即将召开, 您认为哪些政策最可能超预期?

A3: 调查问卷显示, 选择“财政政策”和“资本市场政策”的投资者较多, 同时也有不少投资者认为“地产政策”和“监管政策”可能超预期, 选择“货币政策”和“化债政策”的投资者相对较少。

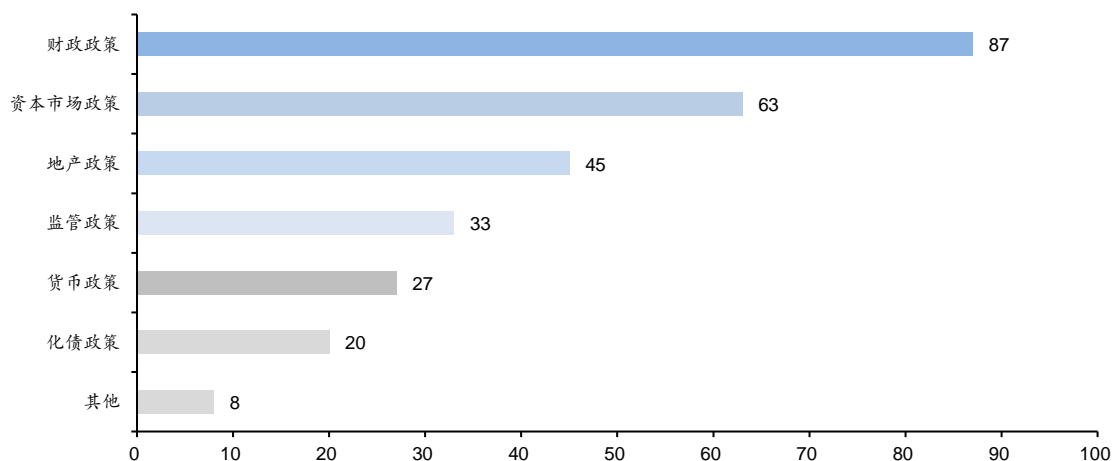
点评: 历年两会最受关注的都是政府工作报告中的各项年度目标, 如 GDP 增速、赤字率、专项债额度等。而货币政策、地产政策等表述大多会延续前一年中央经济工作会议, 新增变化不多。

但对市场而言, 真正引发行情逆转的信号往往不在政府工作报告, 而是在两会的其他场合。例如 2020 年两会后的总理答记者问中提到资金空转、“放水养鱼、浑水摸鱼”等, 一定程度上促成该轮货币政策转向, 并带动债市行情反转。2023 年两会则是“不要有大干快上的冲动”嘱托, 推动市场对政策预期出现变化, 进而放下了做多债券的心理负担。

不过上述信息可预测性都较低, 结合近期信息, 沿着传统几大政策看:

- 1) 财政超预期概率不大, 赤字率预计在 3%, 专项债额度预计为 3.9 万亿。
- 2) 货币政策总基调大概率还是“精准有效”, 关注近期的几个新提法是否会进一步细化, 一是如何“把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”? 二是“信贷合理增长、均衡投放”以及盘活存量的落实, 中央层面能否容忍信贷少增? 三是贷款和债券利率关系怎样理顺。
- 3) 资本市场政策在历年两会中出镜率并不高, 只占政府工作报告 1-2 句篇幅, 近十年基本都是“发展多层次资本市场”以及“平稳健康发展”, 关注今年表述是否变化, 比如“投资者为中心”提法会否再次出现, 以及其他场合是否会重点提及。
- 4) 地产政策、监管政策、化债、科技政策。几大政策都非常重要, 但都很难在两会上看到新增信息, 今年松地产+严监管+化债务是大方向, 关注落实方向。

图表3: Q3: 两会即将召开, 您认为哪些政策最可能超预期? [多选题]



资料来源: 调查问卷, 华泰研究

Q4: (单选) 您如何看待未来通胀走势?

A4: 调查问卷显示, 近一半 (47%) 的投资者认为后续通胀同比“变化不大”, 44% 的投资者认为“同比回升”, 8% 的投资者选择“同比走低”, 还有 1% 的投资者选择“方向不明”。

点评: 从问卷结果看, 市场对后续通胀判断中性略偏乐观。1 月 CPI 同比二次探底, 录得 -0.8%, 主因春节错位, 市场已有一定预期 (预期降 0.5%)。往后看, 春节错位或推升 2 月 CPI 同比转正, 但中枢抬升幅度有限。一是猪价继续受到存栏、猪企效率提升、玉米降价等因素制约, 二是核心商品继续受到需求端和产能利用率偏低的影响, 三是核心服务面临消费模式变迁等趋势性变化, 量好于价、租金传导具有滞后性。

PPI 同比仍在温和抬升通道, 预计二季度逐月走高, 三季度转正, 不过环比可能仍有反复。环比看, 两会预期、开门红进展是近期影响因素, 但制约主要在于需求端, 地产政策效果有待验证; 地方财政力度受制约, 三大工程资金仍待强化, 从资金落地到形成投资的实物工作量也还需要时间, 短期看环比可能会有所反复。

不过, 中长期看, 中国供给能力强、内需和外需有不确定性, 价格信号需要时间恢复。2014-2016 年中国曾经历过接近 50 个月的 PPI 负值, 其后供给侧改革、棚改货币化改善了供求力量对比, 实现了再通胀, 本轮再通胀的路径尚待进一步观察。

Q5: (单选) 您认为未来三个月是否还会降准/降息 (MLF 利率)?

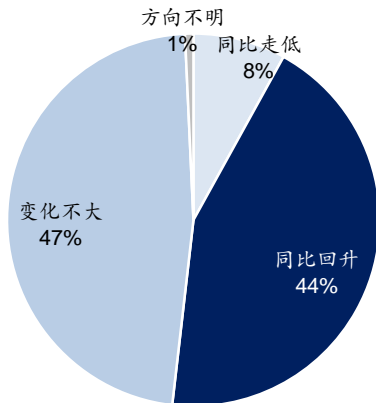
A5: 调查问卷显示, 40% 的投资者选择“降息但不降准”, 31% 的投资者选择“不降准、不降息”, 17% 的投资者选择“既降准、又降息”, 12% 的投资者选择“降准但不降息”。

点评: 整体上, 投资者对未来三个月的降准降息仍有较高期待, 且降息预期 (超五成) 显著强于降准 (近三成)。这与近期 MLF 未动、LPR 非对称下调、降准刚刚落地等有较为直接的联系。

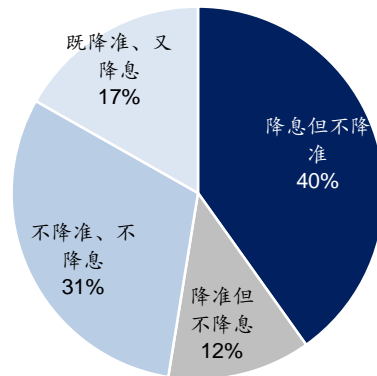
为何央行选择降 LPR 而不降 MLF? 首先是经济信贷尚可+美联储降息推迟+降准和结构性降息落地, MLF 降息并不紧迫。而 LPR 下调一来有助于稳定地产需求, 二来 5 年期 LPR 本身就定价偏高, 考虑到地产供求已经出现系统性变化+实际利率更高, LPR 下调更有必要。

后续看, MLF 何时下调? 5 月份前后是关键时点。理由在于: 1、一季度经济数据和房地产状况更清晰, 4 月份政治局会议给出新的指引; 2、美联储 5、6 月份降息概率仍高, 届时汇率压力降低, 央行可能有望顺势降息, 进一步推动 LPR 下调; 3、实际正利率仍有继续修复的空间和必要。

降准方面, 结合政策空间、资金面等因素看, 我们认为短期可能性较低。一是春节前 2 月 5 日, 降准已经释放长期流动性约 1 万亿元, 规模不小; 二是经过连续多年下降, 准备金率空间已经不大, 5% 或是央行的第一道底线, 不少中小银行已经在这一水平; 三是结构性工具的使用、财政投放等共同对流动性形成支撑, 目前资金面水平符合“合理充裕”。按照历史经验, 平均 6 个月左右是一次中长期流动性投放的间隔, 对应下次降准可能在二季度末到三季度。

图表4: Q4: 您如何看待未来通胀走势? [单选题]


资料来源: 调查问卷, 华泰研究

图表5: Q5: 您认为未来三个月是否还会降准/降息 (MLF 利率)? [单选题]


资料来源: 调查问卷, 华泰研究

Q6: (单选) 您认为近日债市表现强势的主要原因?

A6: 调查问卷显示, 超过一半 (52%) 的投资者认为近期债市表现强势的主要原因是“债市缺资产”, 28% 的投资者认为是“基本面环境仍未逆转”, 20% 的投资者选择“降息预期浓”。

点评: 本轮债市行情显然和基本面、供求面、降息预期等都有关系, 但我们认为最核心的因素还是机构行为和缺资产。

一方面, 年初部分混基基于对冲股市需求大举买入利率债, 贡献了超长债的第一波力量, 另一方面, 机构配置高峰期, 但信用下沉和杠杆性价比不高, 拉长久期属无奈但占优的策略。年初保险收入增长, 理财规模也有小幅增长, 配置需求普遍较强, 但加杠杆受制于资金贵、息差薄, 信用挖掘空间不大, 拉长久期成为投资者为数不多的策略选择。且债市大方向未逆转, 即便利率回调风险也可控, 拉长久期可获得高票息+潜在的资本利得, 成为阻力最小方向。

此外, 降息预期空前一致, 近三年等待调整都没有得到好结果, 使得各类机构都有“早配置、早收益”的紧迫感, LPR 和存款利率下调、保险协议存款监管 (理财将因此更缺稳定且高收益资产) 等都从比价效应的角度利好债券资产, 多重因素催化下, 利率不断刷新历史新低。那么风险点在哪里?

Q7: (多选) 您认为短期债市最大的风险点在于?

A7: 调查问卷显示, 对于“短期债市最大的风险点”, 较多投资者认为“市场情绪过度乐观”和“股市等带动风险偏好提升”是短期债市最大的风险点, 同时也有不少投资者认为是“财政政策和地产政策”及“债市供给”, 选择“基本面好转”和“金融强监管及资本新规”的投资者相对较少。

点评: 对“情绪过度乐观”的担忧反应了市场目前普遍存在的“恐高情绪”, 但仅靠情绪似乎难以成为逆转的理由。历史上看, 每一轮牛市尾声, 行情的切换都离不开基本面和货币政策的驱动, 但市场对这两者的担忧反而是最小的。换言之, 市场仍认为长周期债牛没有结束, 风险主要在于短期的调整和波动。

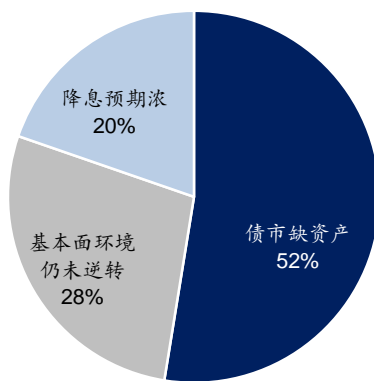
沿着这一预期来看，股市确实是当前债市的一大潜在风险。上周 A 股延续强势表现，加上节前合计实现 8 连阳，沪指收复 3000 点。本轮行情既有超跌修复的因素，也有政策释放积极信息的影响，后续的关键是流动性和盈利能否形成合力。目前股债性价比本身就在向股市倾斜，一旦行情企稳，将从风险偏好和资金流向的角度利空债市。

其次是财政政策和债市供给。参考去年四季度，一旦兑现可能对资金面形成不小的影响，但至少上半年风险不大。

最后，金融监管的影响也需要密切关注。金融严监管是未来一段时间的政策基调，“防空转”监管要求将对资金面有一定影响，历史上打击空转往往伴随着资金价格上行、波动加大，资本新规也将迎来首个季末考核。

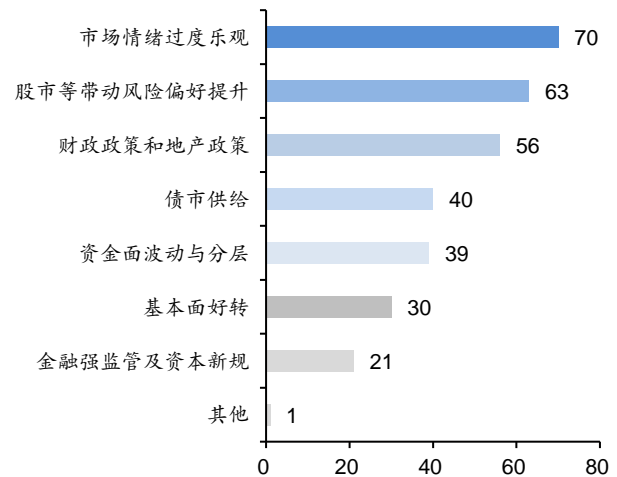
总之，随着利率逐步走低，越来越多的配置盘也被逼成交易盘，市场一旦调整速度也将较快。但“恐高”并不是调整的充分条件，未来需要关注的风险信号可能包括降息落地、财政发力、地产企稳等。

图表6：Q6：您认为近日债市表现强势的主要原因是？[单选题]



资料来源：调查问卷，华泰研究

图表7：Q7：您认为短期债市最大的风险点在于？[多选题]



资料来源：调查问卷，华泰研究

Q8：(多选) 您认为后续利率进一步下行的触发剂是？

A8：调查问卷显示，较多投资者认为“两会等政策信息不及预期”和“降息”是后续利率进一步下行的触发剂，同时也有不少投资者认为是“信贷好景未延续”和“地产表现未好转”，选择“通胀数据未逆转”的投资者相对较少。

点评：目前收益率绝对水平处于“脱锚”状态，投资者对基本面和政策的长期预期与以往周期不可比，因此纵向比较利率点位的意义不大，短端利率+期限利差仍是分析合理利率水平的框架。短端中期看仍有下行空间和触发剂（降低存款利率），期限利差已压缩到极致水平。因此进一步下行的触发剂，一是要看到交易需求走高，如两会经济目标和政策力度均低于预期，市场对增长和通胀的判断进一步下修，利率有可能继续向下突破。二是OMO、MLF 降息落地，资金中枢下行，在期限利差不变的情况下，长端利率有进一步下行的空间，LPR 和存款下调同样利好债市，但幅度不及政策利率，且相当于压缩期限利差空间，加剧债市拥挤度。

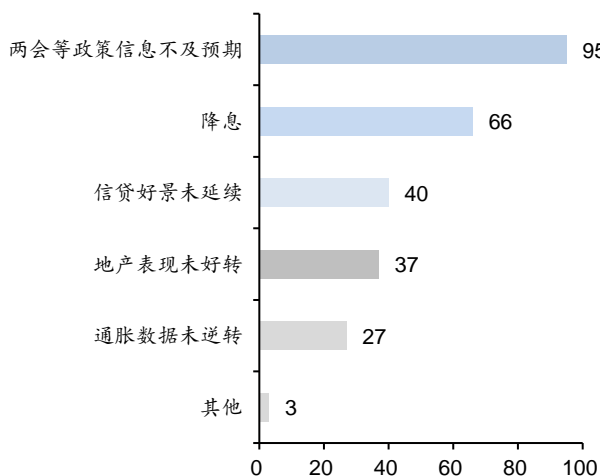
Q9: (单选) 您认为未来三个月, 收益率曲线整体会?

A9: 调查问卷显示, 超过一半 (56%) 的投资者认为未来三个月收益率曲线整体会“平坦化”, 31%的投资者选择“陡峭化”, 12%的投资者选择“频繁变化”, 选择“出现倒挂”的投资者很少。

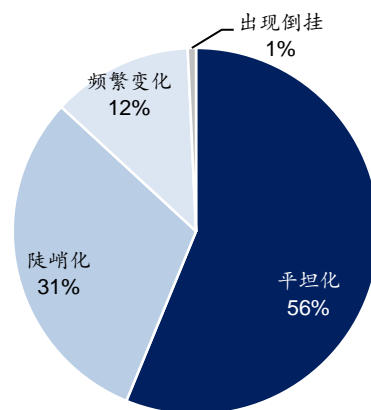
点评: 与 1 月问卷结果相比, 认为曲线陡峭化 (25%→31%) 的投资者占比小幅增加, 认为平坦化 (52%→56%) 的投资者亦小幅增加, 选择“频繁变化” (20%→12%) 的投资者占比有所减少。

年初以来, 收益率曲线整体呈先平坦再陡峭化的态势。10-1 年国债期限利差由 1 月初的 47bp 收窄至 1 月中下旬的 40bp, 再走扩至现阶段的 64bp。

当前市场对后续收益率曲线演绎存在分歧, 平坦化占多数, 但陡峭化判断也有所增加, 主要与资金面走势不确定有关。目前资金与短端利率几乎打平甚至倒挂, 使得债市曲线反而显得偏“陡”, 但预计难以持续。短期资金面的有利因素偏多, 但也面临“防空转”监管要求、资本新规首次季末考核等制约, 总体上, 节后资金面边际改善, 但分层难以完全消除, 资金利率也不会过低, 警惕特殊时点如季末的资金扰动。而政策博弈期, 长端利率波动预计会有增加, 期限利差方向整体不清晰。但中期看, 短端利率下行才能进一步打开长端空间。因此, 保持久期策略的同时, 可以埋伏 3、5 年期品种。

图表8: Q8: 您认为后续利率进一步下行的触发剂是? [多选题]


资料来源: 调查问卷, 华泰研究

图表9: Q9: 您认为未来三个月, 收益率曲线整体会? [单选题]


资料来源: 调查问卷, 华泰研究

Q10-11: (单选) 您认为未来三个月, 十年期国债收益率高/低点会接近?

A10-11: 问卷显示, 绝大多数 (65%) 的投资者认为未来三个月十年期国债收益率高点会接近“2.50%”, 30%的投资者选择“2.60%”, 4%的投资者选择“2.7%”, 选择“2.8%及以上”的投资者占比仅为 1%。

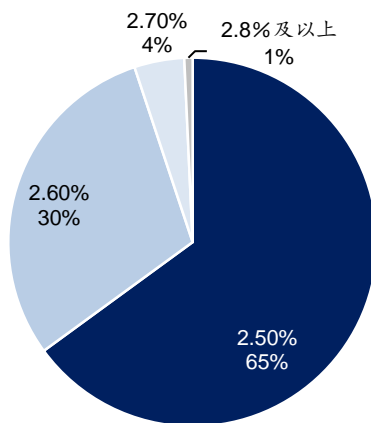
低点方面, 绝大多数 (74%) 投资者认为低点将接近“2.30%”, 17%的投资者选择“2.40%”, 剩余 9%的投资者选择“2.2%及以下”。

点评: 与 1 月相比, 投资者普遍下调“利率顶”, 由 2.7% (94%) 至 2.5% (65%)。低点方面则普遍随行就市下调到 2.3%。整体看, 投资者对利率的空间判断趋于乐观。

当前基本面环境仍未逆转（新旧动能切换+短期数据真空期）、财政政策不担心（供给压力不大）、货币政策有期待但时间未必太快，权益表现、金融严监管和地产政策可能带来小幅扰动，明显调整仍是机会。但十年国债触及2.4%隐含了较为乐观的预期，后续的政策博弈会更加频繁，降息一旦落地反而可能是阶段性止盈信号，**我们暂不调整2.4%的目标位，虽然债市大概率尚未走完，但暂不建议更激进，短期波动会明显增大。**

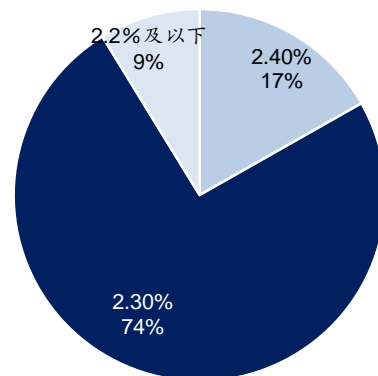
利率上限不是投资者关注的重点，逐步下行格局不改。长期看，经济转型出清，城投地产模式削弱，生产国缩，化债等需要引导负债端下行趋势没有改变，收益率顶点逐级下行之下。短期基本面处于磨底阶段，地产尚未看到逆转的趋势，政策诸如三大工程建设出现积极信息，但受制于力度和时间。财政风险不大，资金面有望逐步改善。

图表10: Q10: 您认为未来三个月，十年期国债收益率高点会接近? [单选题]



资料来源: 调查问卷, 华泰研究

图表11: Q11: 您认为未来三个月，十年期国债收益率低点会接近? [单选题]



资料来源: 调查问卷, 华泰研究

Q12: (单选) 您认为未来三个月，以3年AA+中票为代表的信用债信用利差整体体会?

A12: 调查问卷显示，绝大多数（65%）投资者认为，未来三个月以3年AA+中票为代表的信用债信用利差会“基本持平”，23%的投资者选择“明显缩窄”，9%的投资者选择“方向不明”，剩余3%的投资者选择“明显扩大”。

点评: 根据问卷结果，相比1月，看平的投资者占比进一步上升（54%→65%），看利差收窄的投资者减少（26%→23%）。

目前信用利差依然处于历史极低位。截至2024年2月23日，3年AA+信用利差41bp，位于2014年以来3.8%分位数，5年AA+信用利差50bp，位于2014年以来3.6%分位数。相比之下，1年AA+信用利差回升至52bp，位于2014年以来26.8%分位数。开年以来，一方面，尽管信用债供给总量有所增加，但主要由高信用评级的低息资产贡献，城投债等高息资产净融资额持续为负。另一方面，保险对长久期资产欠配依然明显，银行存款增加、理财规模回升带来旺盛的配置需求，供需失衡下带来中长久期信用利差的压缩。

往后看，信用债到期量有所增加，城投融资或难好转，TLAC供给量目前来看也不多，实体融资需求也未见明显恢复，预计非银资产荒格局难改，市场票息策略或将持续，不过中长久期信用利差已到历史低位，信用利差可能维持现状，1年信用利差或收窄。

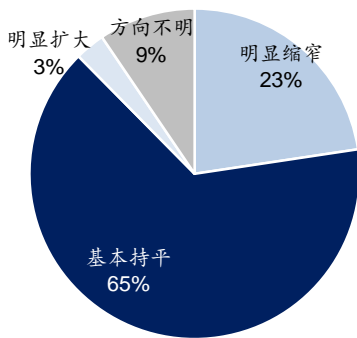
Q13: (多选) 在债券大类资产品种中, 您在未来三个月最看好?

A13: 调查问卷显示, 投资者未来 3 个月最看好的债券大类资产品种为“长端利率债”和“中短端利率债”, 此外还有不少投资者选择“转债”、“银行二级资本债”、“银行永续债”和“短融及同业存单”, 选择“中低等级产业债”和“民企地产债”的投资者较少。

点评: 与 1 月相比, 投资者对债券资产的判断发生了一定变化, 对中短端利率债、转债的偏好明显增加, 这也与长端创历史新低以及股市情绪改善有关。我们也认为短端利率是曲线上相对合理的点, 上周推荐的 5 年期相对表现不差。此外, 如果监管对银行理财通过保险资管投协议存款加以约束, 理财资产少了一块, 对应短债需求或相对提高。长端利率趋势或难逆转, 利空钝化、利好敏感的特征依然明显, 但点位已经很低, 向下的空间也不会太大。

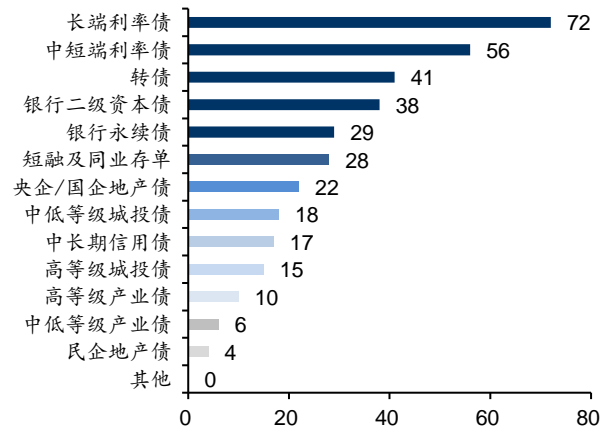
转债的青睐程度提升, 反映了投资者对股市信心的增大。我们在节前判断转债已经进入埋伏期, 不过春节前后市场情况快速恢复, 市场反弹速度较快。上周 A 股重回 3000 点, 市场情绪明显转好。不过, 情绪修复后, 基本面再次成为关键因素, 公募基金筹码仍需要充分交换, 随时又转入震荡的可能, 尤其转债估值相比股市并不便宜, 转债表现将明显好转, 但力度仍受限。

图表 12: Q12: 您认为未来三个月, 以 3 年 AA+ 中票为代表的信用债信用利差整体会? [单选题]



资料来源: 调查问卷, 华泰研究

图表 13: Q13: 在债券大类资产品种中, 您在未来三个月最看好? [多选题]



资料来源: 调查问卷, 华泰研究

Q14: (多选) 您认为未来三个月, 债市想获得超额回报应该在哪个点着力?

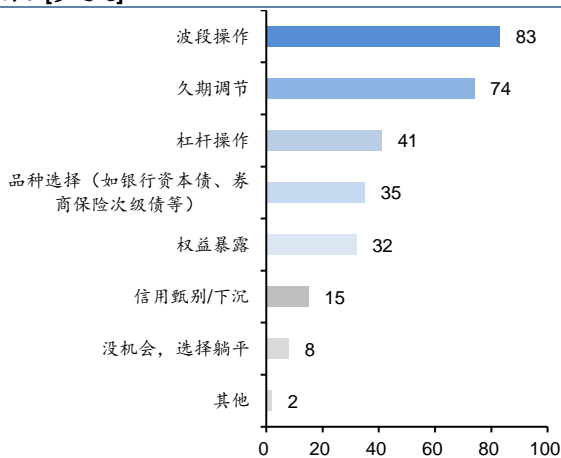
A14: 调查问卷显示, 选择“波段操作”的投资者最多, 其次是“久期调节”, “杠杆操作”, “品种选择(如银行资本债、券商保险次级债等)”和“权益暴露”, 选择“信用甄别/下沉”, “没机会, 选择躺平”的投资者较少。

点评: 波段、久期调节和杠杆是投资者较青睐的策略, 与 1 月相比, 选择“权益暴露”的投资者略有增加。未来三个月的波段机会包括降息博弈、两会政策信号、地产和通胀修复进展等。杠杆操作仍受到投资者青睐, 节后资金面边际转好, 不过四季度货政报告再度提到“围绕政策利率波动”, 资金面或不会大幅宽松。久期调节方面, 中短端利率债出现阶段性配置价值, 长端超长端空间较小, 波动或加大, 建议快进快出。

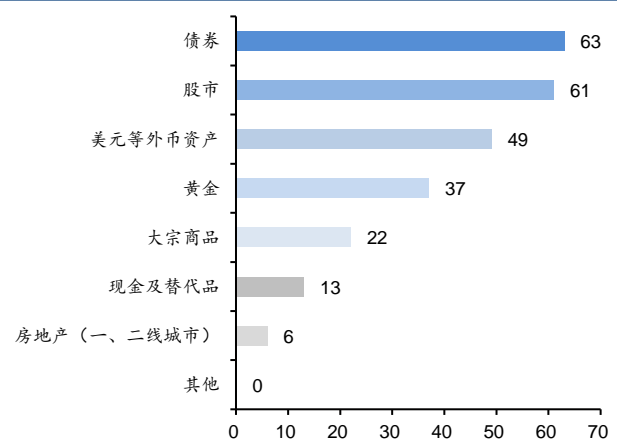
Q15: (多选) 您在未来三个月看好哪类大类资产的投资机会?

A15: 调查问卷显示, 看好“债券”的投资者最多, 其次是“股市”和“美元等外币资产”, 第四名是“黄金”, 第五名是“大宗商品”, 第六名是“现金及替代品”, 看好“房地产(一、二线城市)”的投资者最少。

点评: 与1月相比, “债券”、“股市”和“美元等外币资产”成为投资者偏好的大类资产, 且看好“股市”的投资者有所增加。在基本面未逆转+持续降息预期+配置需求下, 债市暂时没有太大风险。股市方面, 节后A股出现转折, 持续性关键在情绪提振、筹码出清、业绩驱动, 重回长期上行需要看到更重大的改变。近期美国经济偏强运行, 根据历史经验, 宽松预期降温后, 美债利率通常走高, 并带动美元走强, 美元短期可能有不错表现。

图表14: Q14: 您认为未来三个月, 债市想获得超额回报应该在哪个点着力? [多选题]


资料来源: 调查问卷, 华泰研究

图表15: Q15: 您在未来三个月看好哪类大类资产的投资机会? [多选题]


资料来源: 调查问卷, 华泰研究

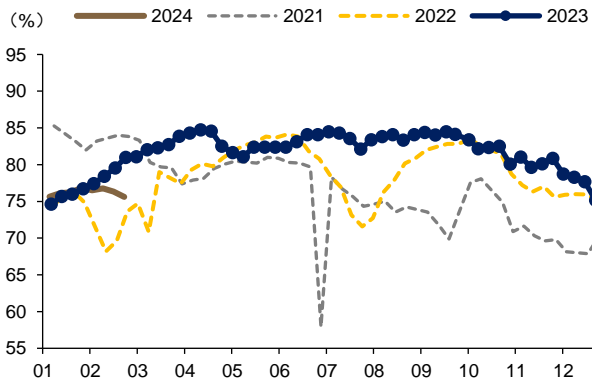
本周核心关注: 2月PMI、美国PCE及初请失业金人数、欧元区PMI及CPI、二十届三中全会等。周四将公布美国1月PCE物价指数及美国初请失业金人数, 关注美国经济表现。周五将公布我国2月PMI, 关注PMI修复情况。同时, 周五还将公布欧元区2月PMI及1月CPI, 关注欧洲经济表现。此外, 二十届三中全会可能于近期召开。

风险提示

- 1) **房地产政策超预期:** 若房地产政策持续超预期发力, 可能会影响投资者对基本面的预期, 从而影响投资行为。
- 2) **地缘风险超预期:** 若地缘冲突进一步升级, 可能会进一步影响市场风险偏好。

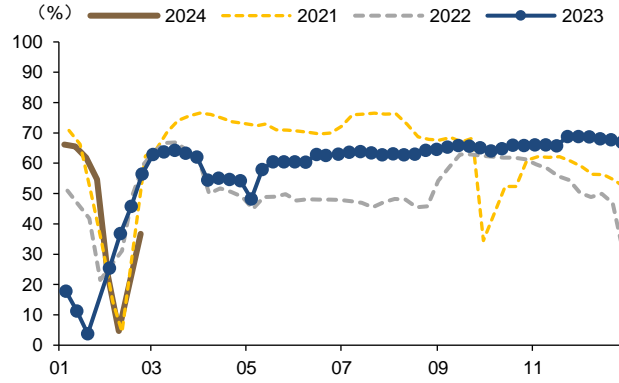
实体经济观察

图表 16: 高炉开工率



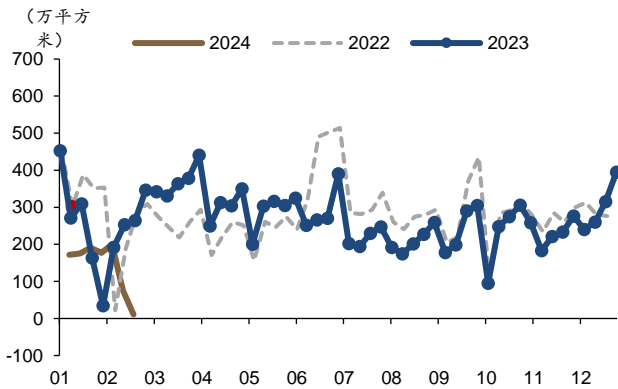
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 17: 江浙织机开工率



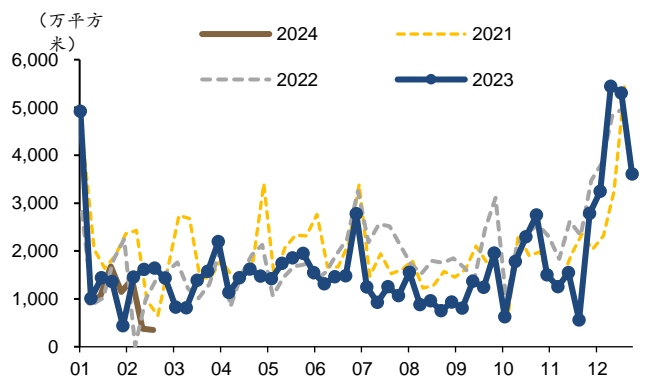
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 18: 30大中城商品房成交面积



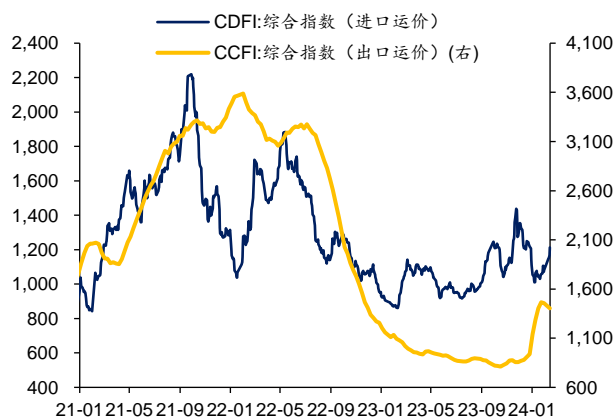
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 19: 百城土地成交面积



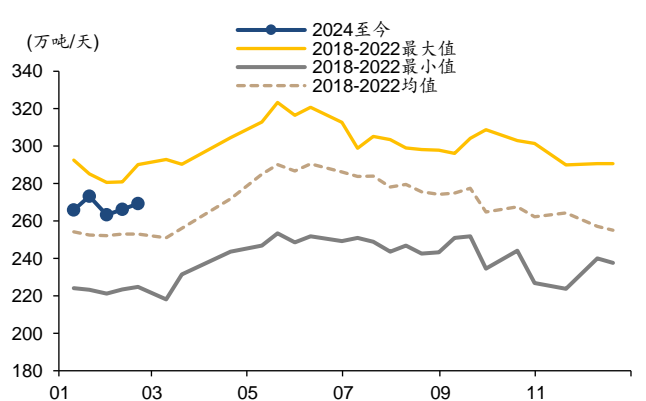
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 20: 进出口运价指数



资料来源: Wind, 华泰研究

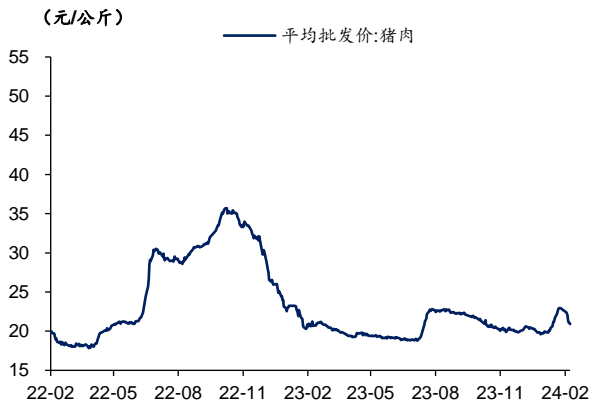
图表 21: 粗钢日均产量



资料来源: Wind, 华泰研究

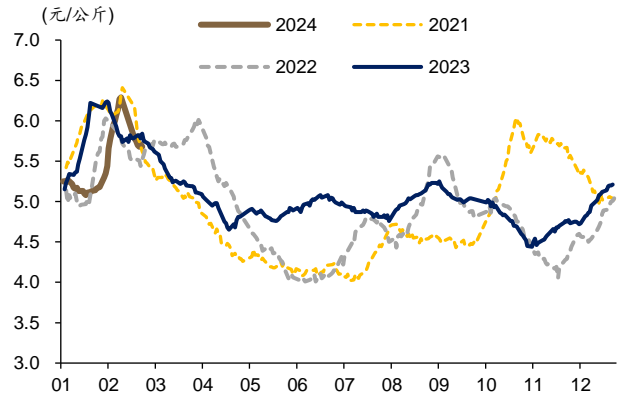
通胀

图表 22: 猪肉价格



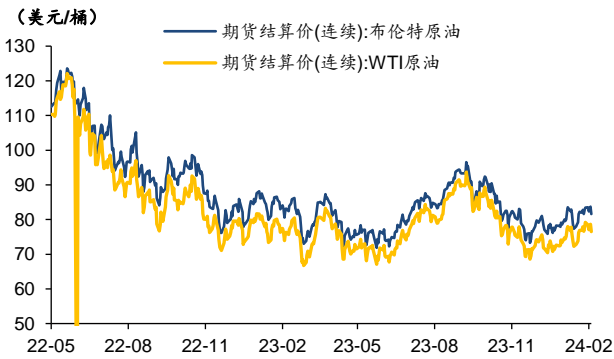
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 23: 蔬菜价格指数



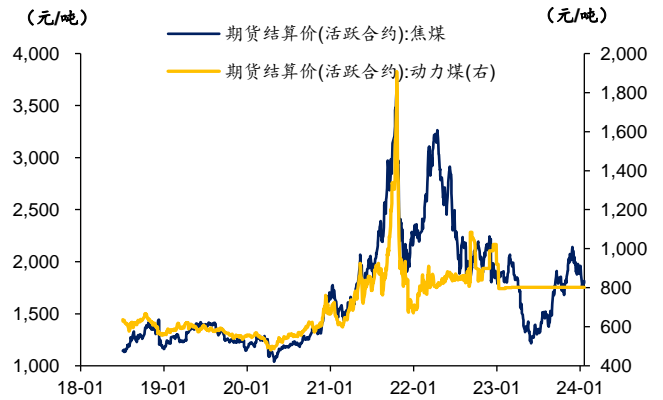
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 24: 原油价格



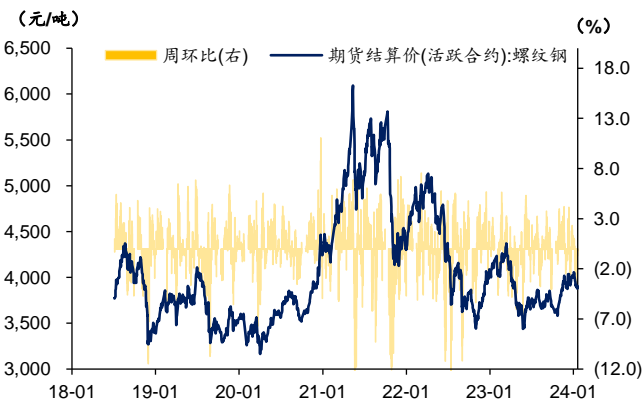
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 25: 焦煤、动力煤价格



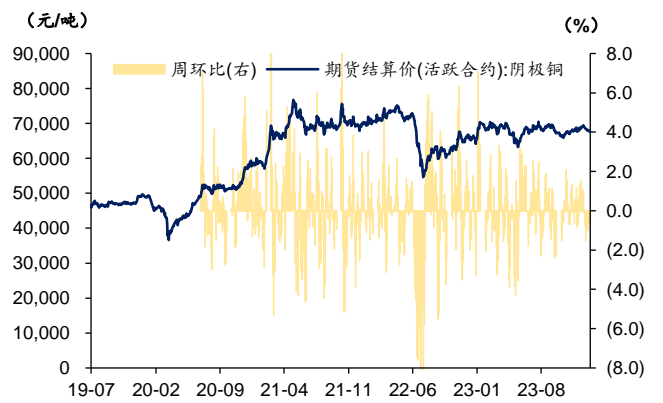
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 26: 螺纹钢价格



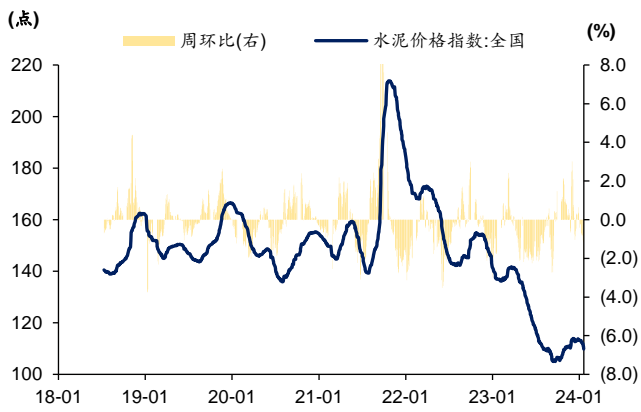
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 27: 阴极铜价格



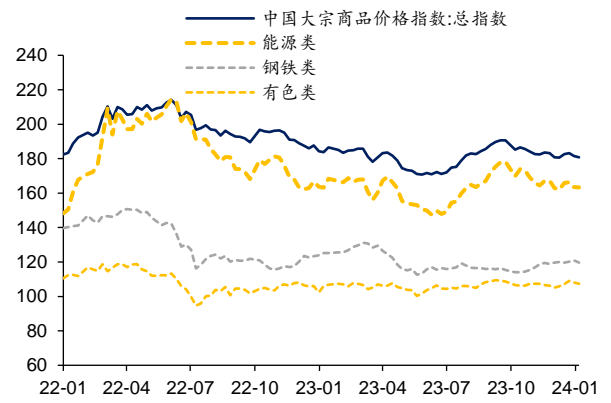
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 28: 水泥价格



资料来源: Wind, 华泰研究

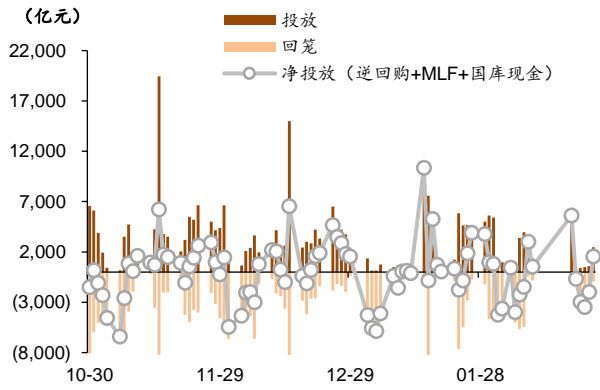
图表 29: 大宗商品价格指数 (能源、钢铁、有色)



资料来源: Wind, 华泰研究

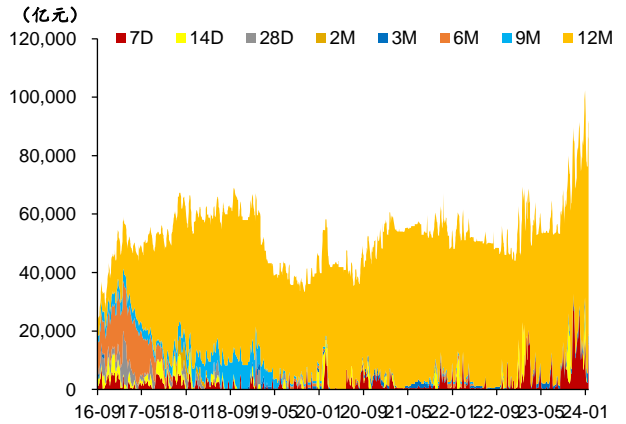
流动性跟踪

图表 30: 公开市场操作与到期



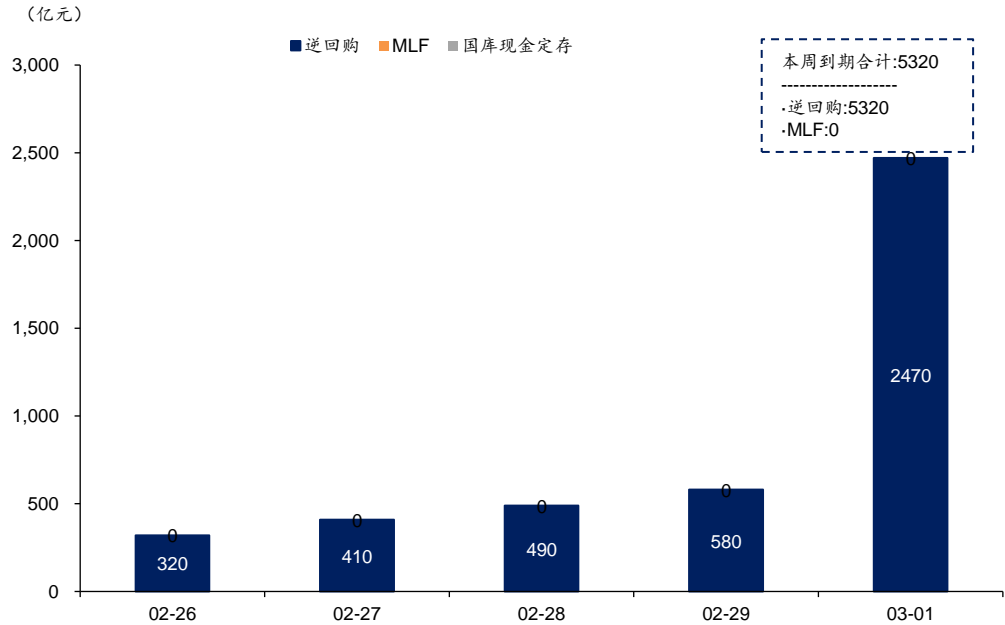
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 31: 未到期资金期限结构 (逆回购+MLF+国库现金定存)



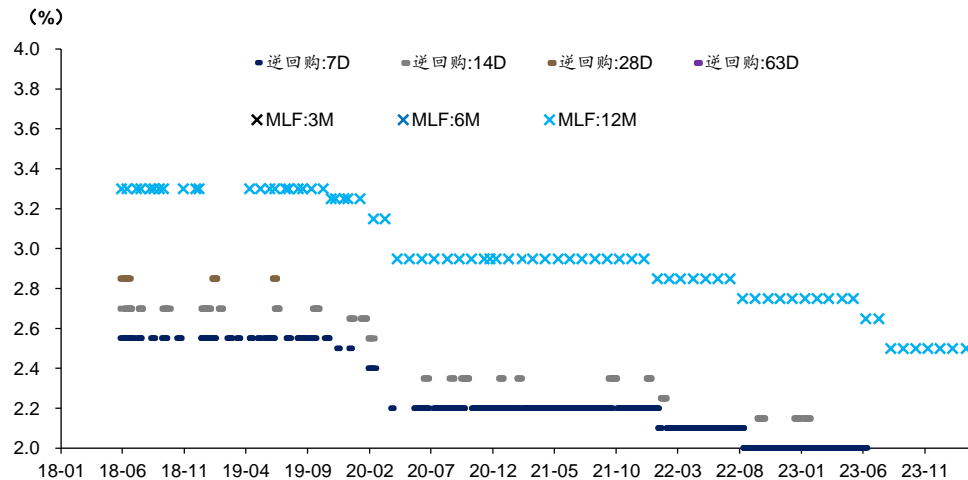
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 32: 本周资金到期提示



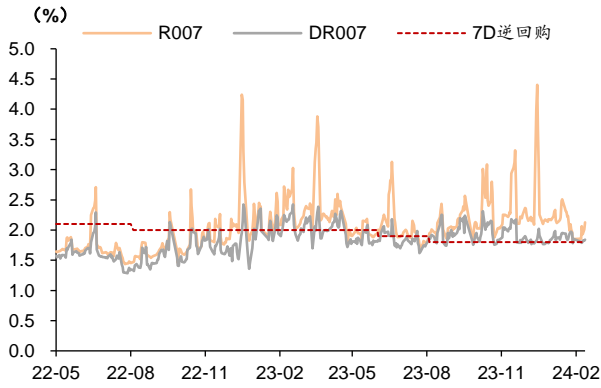
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 33: 政策利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 34: 7D 逆回购、R007、DR007



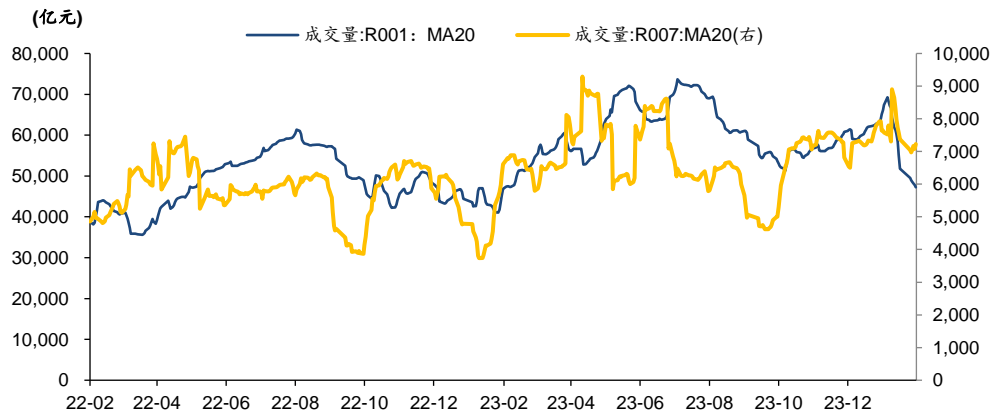
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 35: 同业存单与 MLF



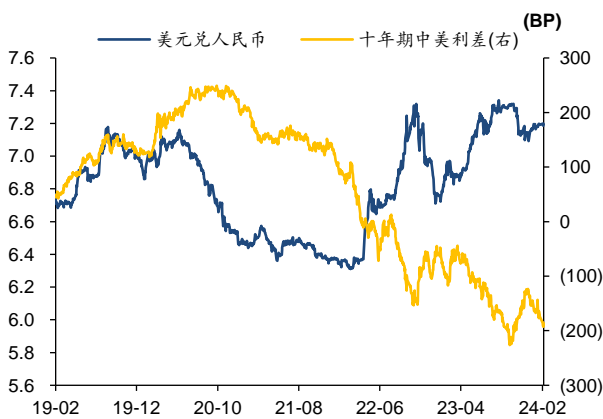
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 36: 质押式回购成交量



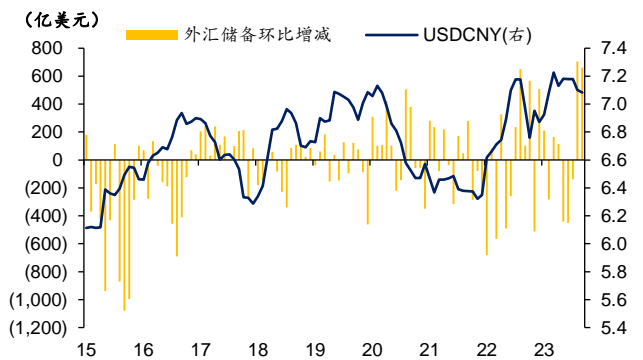
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 37: 汇率与中美利差



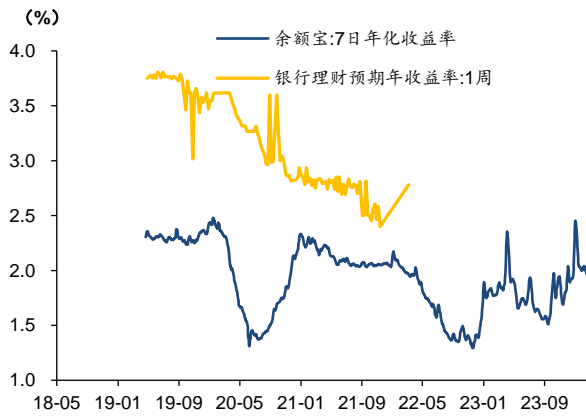
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 38: 外汇储备环比变动



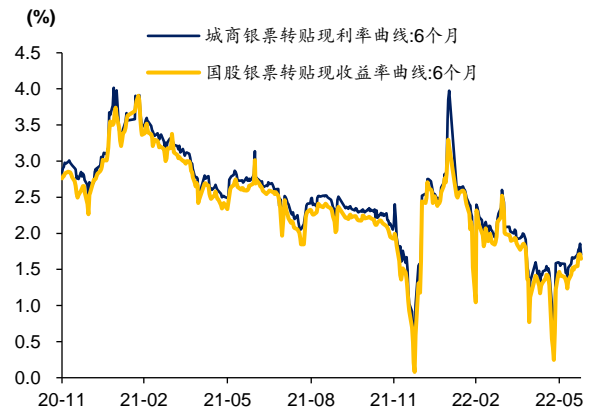
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 39: 货币基金、银行理财收益率



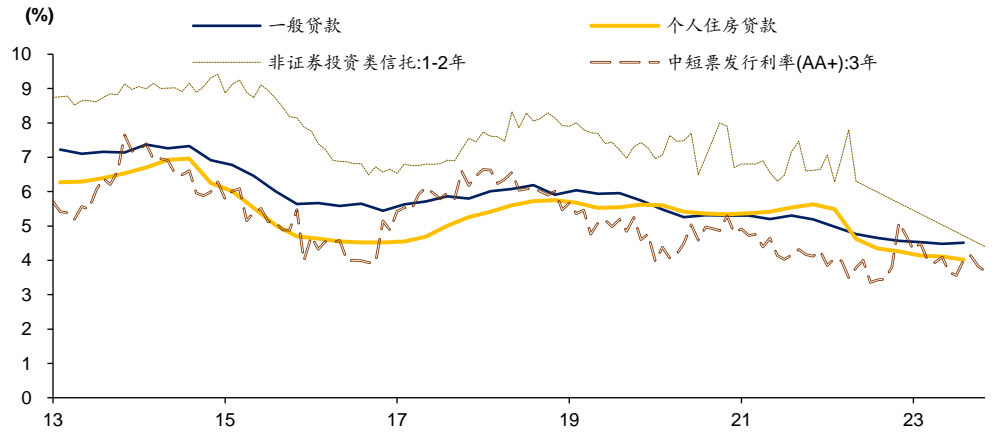
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 40: 票据贴现利率



资料来源: Wind, 华泰研究

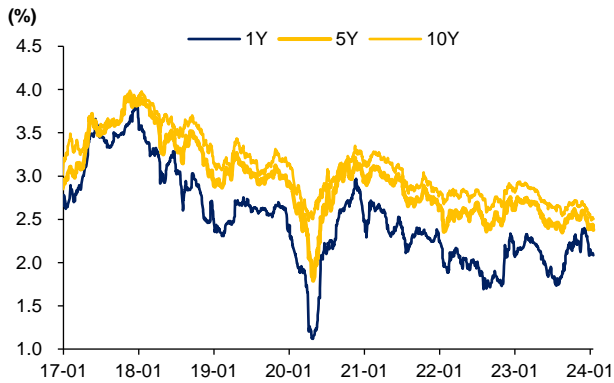
图表 41: 实体融资利率



资料来源: Wind, 华泰研究

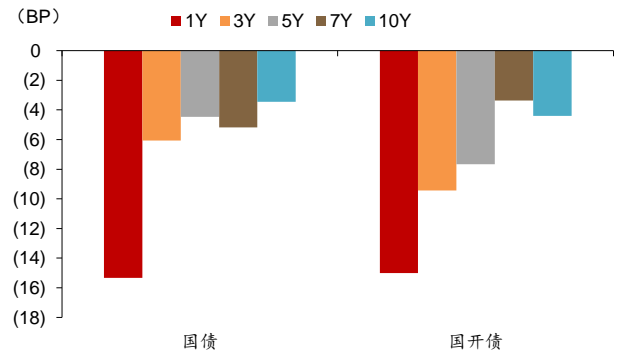
债券及衍生品

图表 42: 国债收益率走势



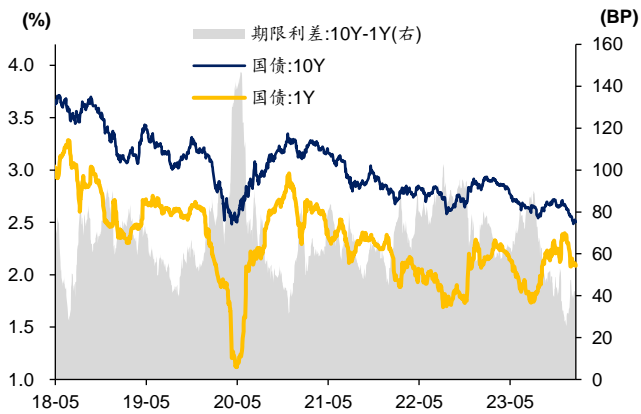
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 43: 利率债双周涨跌



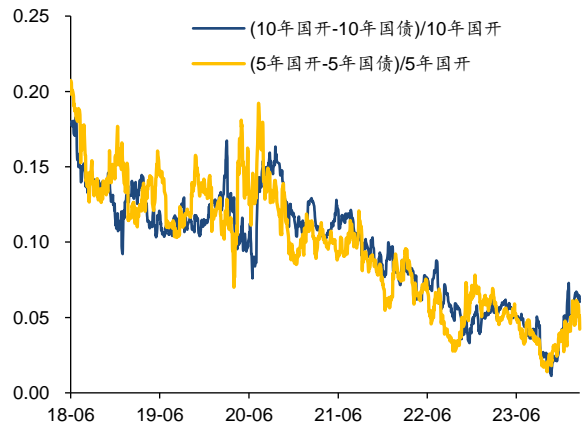
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 44: 期限利差



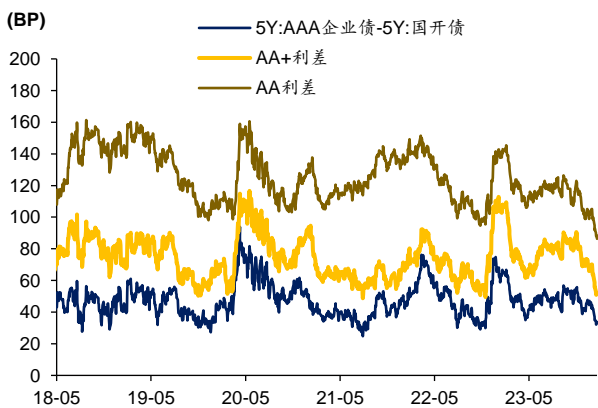
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 45: 国开债隐含税率



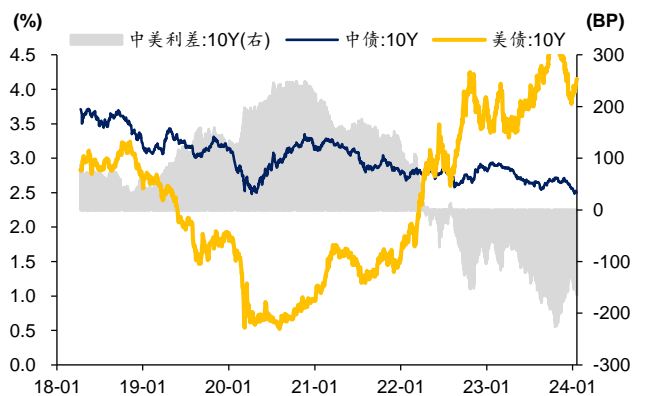
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 46: 信用利差



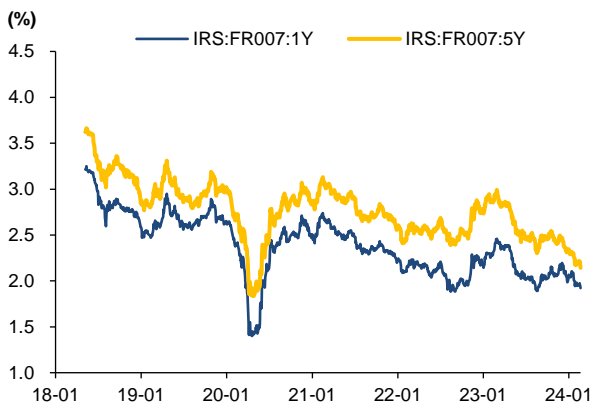
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 47: 中美利差 (10年期国债)



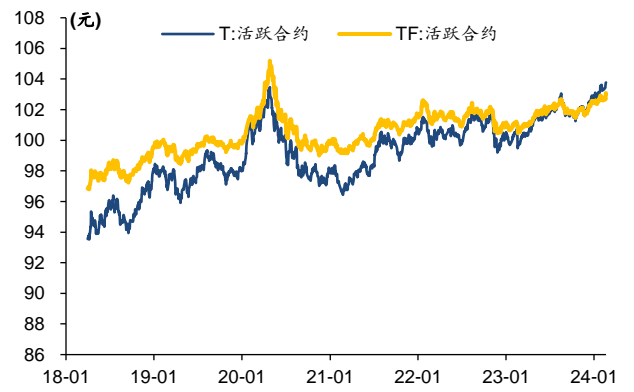
资料来源: Wind, 华泰研究

图表 48: 利率互换



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 49: 国债期货



资料来源: Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，张继强、吴宇航、仇文竹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、吴宇航、仇文竹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司