

保持做多定力，关注边际信号

——4月债券市场展望

分析师：黄伟平（S0190514080003）、左大勇（S0190516070005）、
徐琳（S0190521010003）、罗雨浓（S0190520020001）、栾强
（S0190522090001）

研究助理：袁梦茹

报告日期：2024年4月3日



第一部分：2023年10月至今债市走势分析：从快牛到震荡

- 2023Q4资金面紧平衡有所缓解，债市开始“抢跑”交易。2024年1月-3月，债牛快速演绎后进入震荡。
- 2023年10月以来，久期策略较为占优。
- 今年以来行情节奏的变化：
 - ✓ 1-2月份：资金平稳偏松+债市面临“资产荒”的环境，收益率快速下行，无论配置还是交易体验都很好。
 - ✓ 3月份：债市干扰项增加+波动放大，2Y国债收益率下行，但长债和超长债交易的体验感都略差。

第二部分：二季度，货币政策+财政政策组合拳怎么配合？

- 货币宽松带动信用扩张的进程是个慢过程。
 - ✓ 当前阶段，有效需求偏弱仍然是经济面临的主要制约。
 - ✓ 地产调控政策优化，但实际效果仍有待观察。
 - ✓ 进入后地产时代，新旧动能切换加速，信用创造机制也从地产为重心转向以“货币+财政”为重心。



第二部分：二季度，货币政策+财政政策组合拳怎么配合？

● 二季度财政的关键点：化债+新发国债落地+债券供给。

✓ **化债**：化债推进，进一步约束地方政府的投融资能力，财政纪律更为规范化。

✓ **新发国债落地**：去年四季度万亿增发国债可能主要投向水利设施建设领域，项目建设进度可能并不快，推动总需求回升幅度可能有限。

✓ **债券供给**：

➤ 1) 今年1-2月，财政支出速度可能并不快，财政前置发力特征不明显。

➤ 2) 当国债供给放量时，央行或在公开市场上予以配合（加大OMO投放或降准）。

➤ 3) 而相较于供给放量，政府债券发行节奏对于资金面的影响可能更大。

➤ 4) 参考往年发债节奏及今年发债情况，预计二季度中5月、6月可能是阶段性债券供给高峰。债券供给可能对4月份债券影响不大。

● **对经济而言，价格因素可能比数量的影响更为重要。**

✓ 相比3月份，4-5月份的PMI走势更为重要（在3月基础上有没有连续性+能否进一步走强）。

✓ 价格因素可能更能反应经济的真实情况。若就业持续改善，在价格层面可能更能体现经济虚实（该条主线有待观察）。

第三部分：利率、汇率与债券曲线估值

● 为何近期农村金融机构买债积极、但保险相对中庸？

- ✓ 农村金融机构买债更多是跟自身的资产端与负债端有关，与短期宏观经济的关联度并不高，在资产替代及负债成本预期下降的背景下，农村金融机构买债积极性可维系。
- ✓ 保险保单的预定收益率下降速度偏慢，存在资产收益率与负债成本倒挂的压力。预计年内（重点观察4-7月份）保单预定利率有下降空间，届时可能将推升保险买债的积极性。

● 汇率是货币宽松的核心约束？

- ✓ 稳汇率压力弱于2023年8-10月。3月稳汇率压力上升，有美联储降息时点后移的影响，也有地缘政治的原因。
- ✓ 汇率影响央行货币宽松的节奏，但不影响方向。央行仍然处于货币宽松的通道上，这一点没有改变。汇率波动只是给资金面带来扰动，并影响央行货币宽松的节奏。

● 只下调存贷款利率对债市最为有利，重点关注4月15日央行操作。

- ✓ 只降存款利率和贷款利率（LPR），不降OMO和MLF（汇率稳、资金稳）。这一情景对债市最为有利。
- ✓ 只降OMO和MLF，存款利率和贷款利率不降（汇率对资金面有扰动）。该情景对债市实际利好有限，市场会当做利空来交易。
- ✓ 存款利率、贷款利率和OMO/MLF利率均下调。这种情景对债市构成利好，但利好程度不如第一种情景。

第三部分：利率、汇率与债券曲线估值

● 曲线平坦的空间如何打开？

- ✓ 即使MLF/逆回购利率不下调，未来存款利率和贷款利率下行也可以降低银行的负债成本，提高债券资产的相对价值，存单利率和短端国债收益率也有进一步下行空间。
- ✓ 通过引导存款利率下降，一方面使得中短端利率下降，货币基金及理财规模也可能上升，也进一步提升中短端债券的需求。

第四部分：保持做多定力，关注边际信号

● 保持做多定力，关注中短端利率债和地方债的价值。

- ✓ 方向上，由于负债端成本仍处于压降的通道，基本面进一步改善仍需等待，债市仍处于利多环境中。
- ✓ 品种方面，关注中短端利率债和地方债的价值。长期看，曲线大概率仍维持平坦化状态。4月可重点关注2-5年利率的价值。
- ✓ 4月债券大类比价：可转债>利率债>信用债。

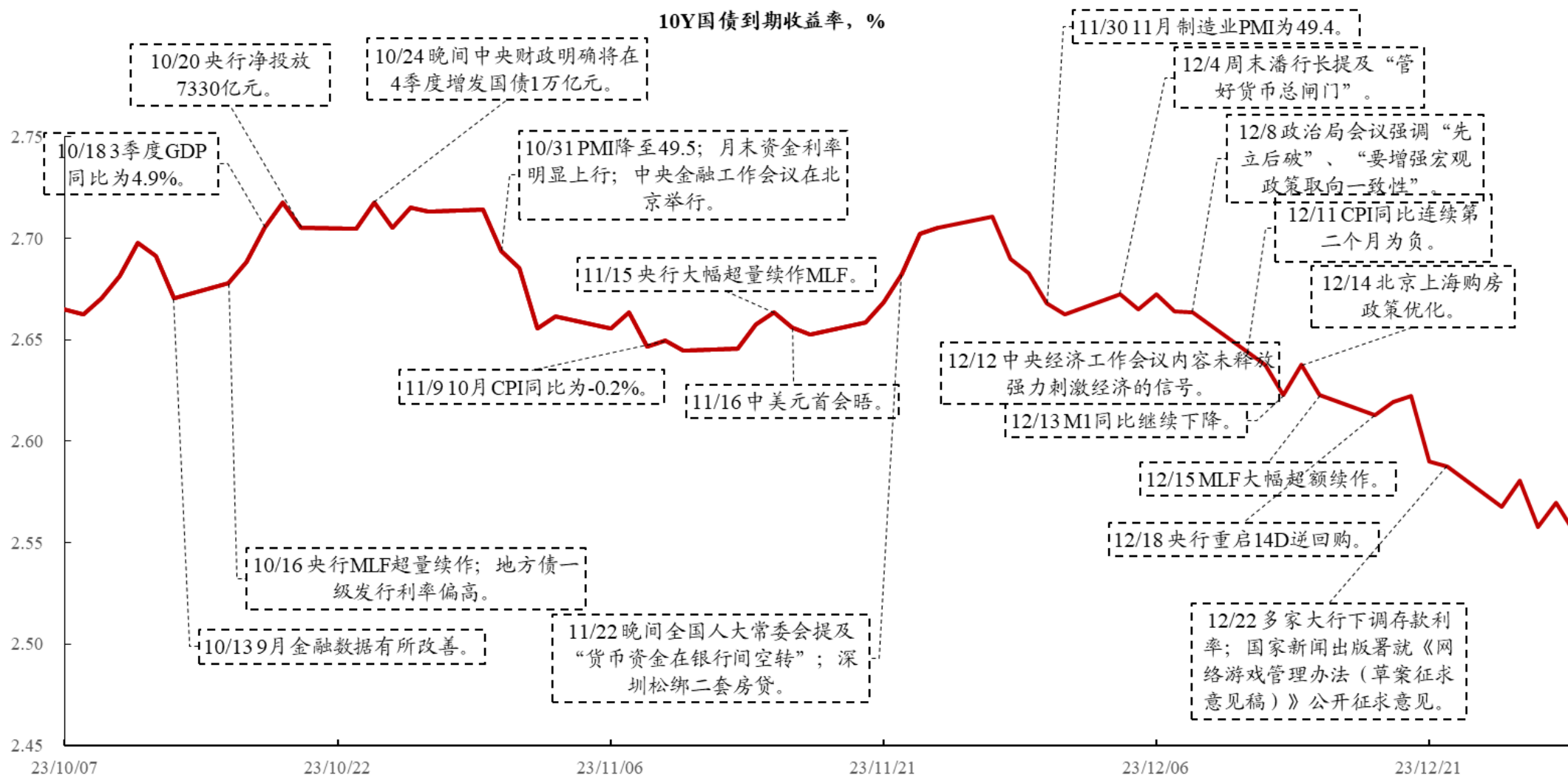
● 关注未来边际利多、利空信号。

- ✓ 未来债券利多信号：存款利率下降、保险保单预定利率下降、农商行买债积极。
- ✓ 未来债券利空信号：汇率贬值压力增大时，可能阶段性扰动债市。经济的阶段性好转。

第一部分

2023年10月至今债市走势分析:从快牛到震荡



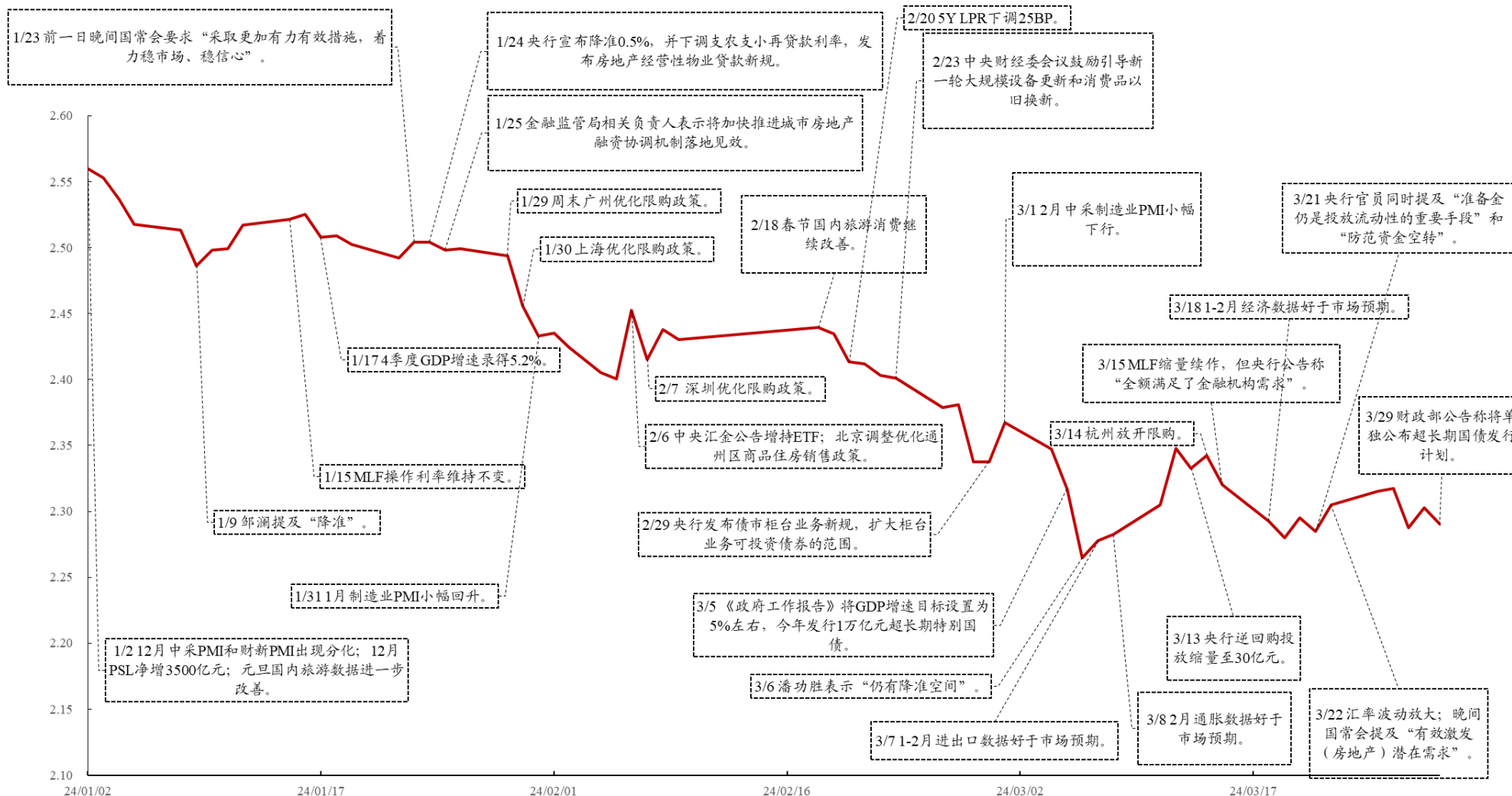


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

1

2024年1月-3月，债牛快速演绎后进入震荡

10Y国债到期收益率，%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2

2023Q4至今：曲线整体维持平坦

- 2023年10月至今，利率曲线整体维持在较为平坦的状态，其中国债30Y-10Y利差呈现趋势性压缩的特点。10Y以内的期限利差先收窄后走阔，整体仍处于相对低位。

国债10Y-1Y利差处于历史偏低位置



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

国债30Y-10Y利差趋势性压缩



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2

2023Q4至今：信用利差明显压缩，近期小幅走阔

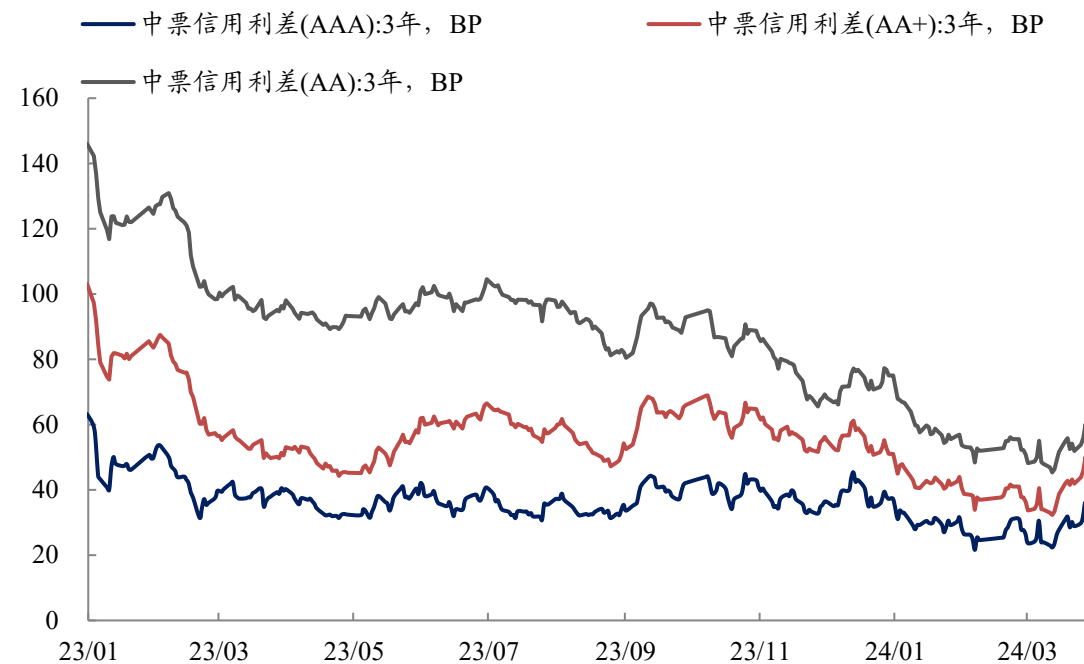
- 2023年10月末-2024年2月下旬，信用利差快速压缩至历史低位。
- 2024年2月下旬以来，信用利差小幅走阔，可能是信用利差压缩至历史低位后部分机构有止盈行为。但整体而言信用利差仍然处于历史较低位置。

2023年10月末以来二级资本债信用利差压缩至低位



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2023年10月末以来中票信用利差压缩至低位

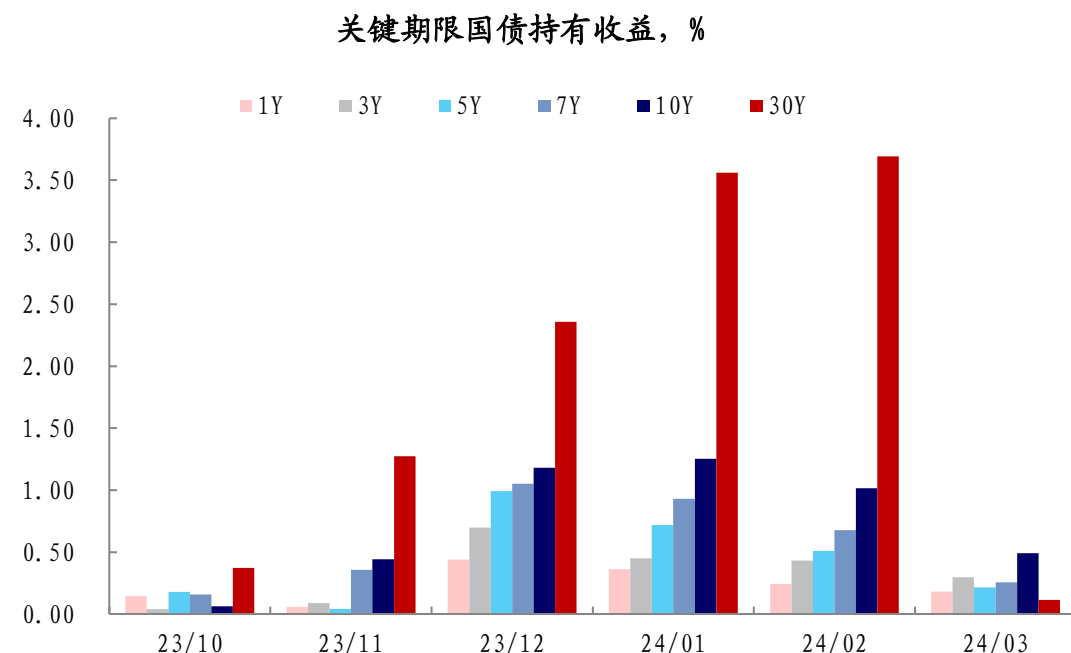


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3 2023年10月以来，久期策略较为占优

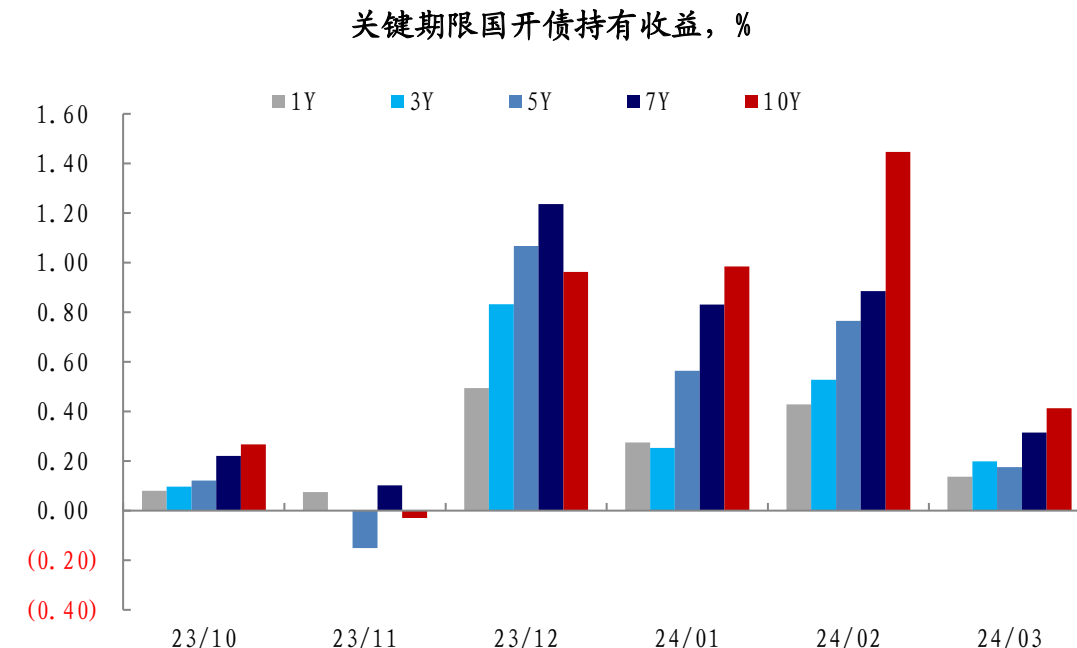
- 2023年10月-2024年2月，利率债中30Y国债表现最佳。
- 2024年3月，30Y国债有所调整，但10Y国债和国开表现仍然较优。

国债月度持有收益



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

国开月度持有收益

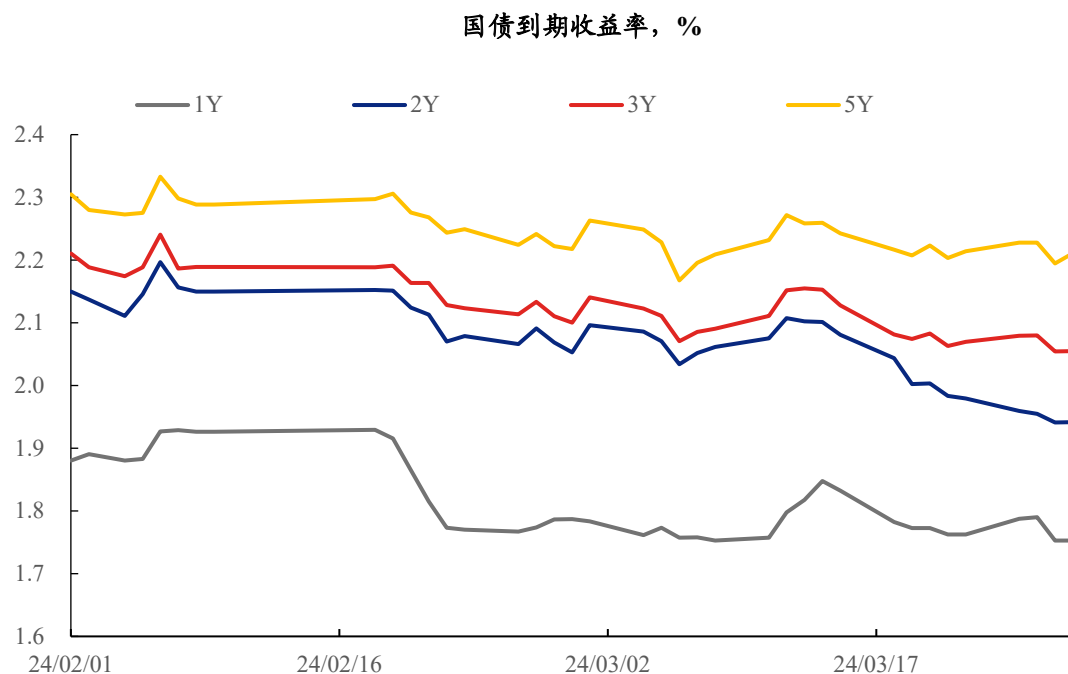


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4 今年以来行情节奏的变化

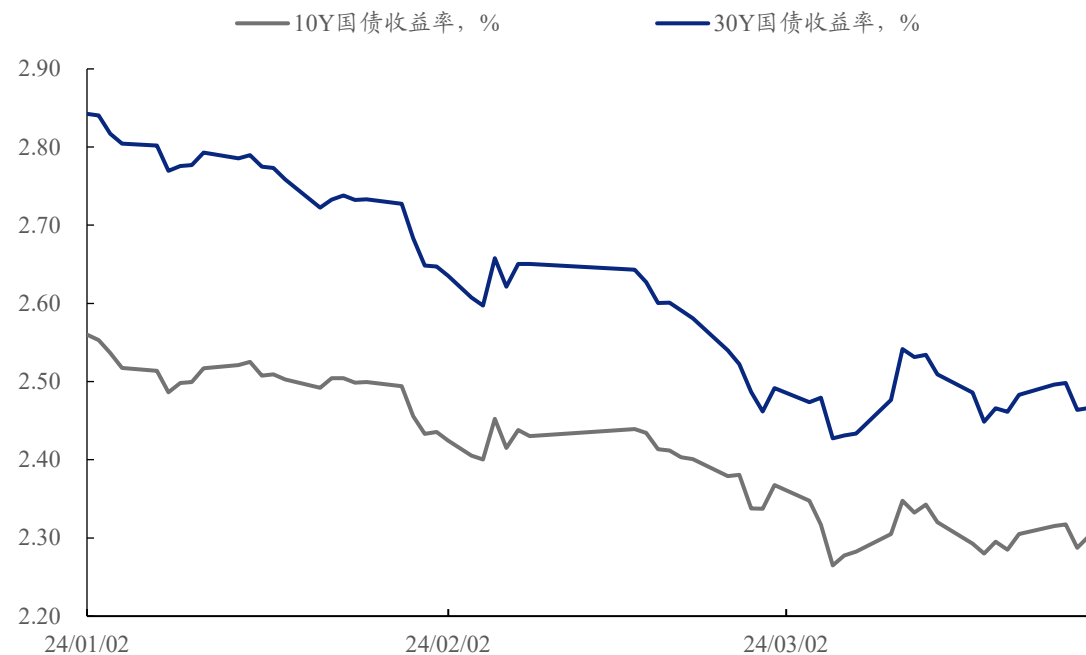
- 1-2月份：资金平稳偏松+债市面临“资产荒”的环境，收益率快速下行，无论配置还是交易体验都很好。
- 3月份：债市干扰项增加+波动放大，2Y国债收益率下行，但长债和超长债交易的体验感都略差。

2024年3月，2Y国债收益率下行



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2024年3月，10Y和30Y国债波动放大



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5 总结

- 2023Q4资金面紧平衡有所缓解，债市开始“抢跑”交易。2024年1月-3月，债牛快速演绎后进入震荡。
- 2023年10月以来，久期策略较为占优。
- 今年以来行情节奏的变化：
 - ✓ 1-2月份：资金平稳偏松+债市面临“资产荒”的环境，收益率快速下行，无论配置还是交易体验都很好。
 - ✓ 3月份：债市干扰项增加+波动放大，2Y国债收益率下行，但长债和超长债交易的体验感都略差。

第二部分 二季度，货币政策+财政政策组合拳怎么配合？

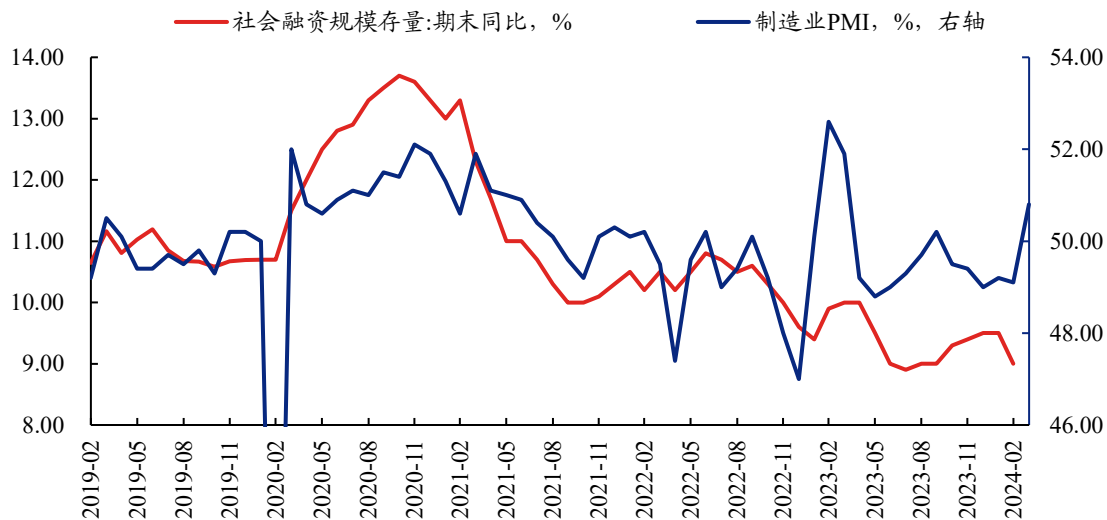


1

货币宽松带动信用扩张的进程是个慢过程

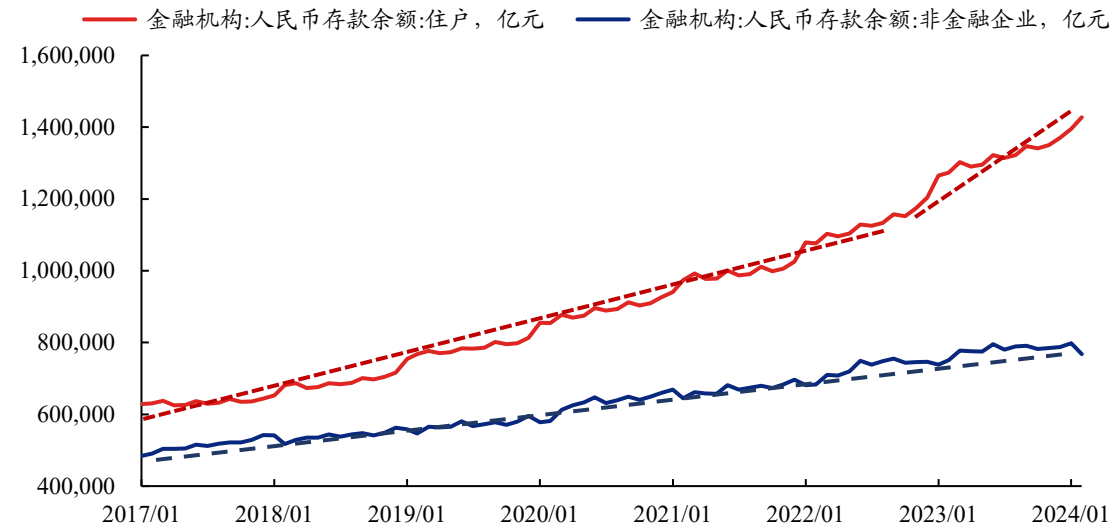
- 当前阶段，有效需求偏弱仍然是经济面临的主要制约：
- ✓ “社融底”领先“经济底”的规律不大成立。
- ✓ 居民和企业存款继续增长。

“社融底”领先“经济底”的规律并不稳定



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

居民存款加速增长，企业存款继续增长



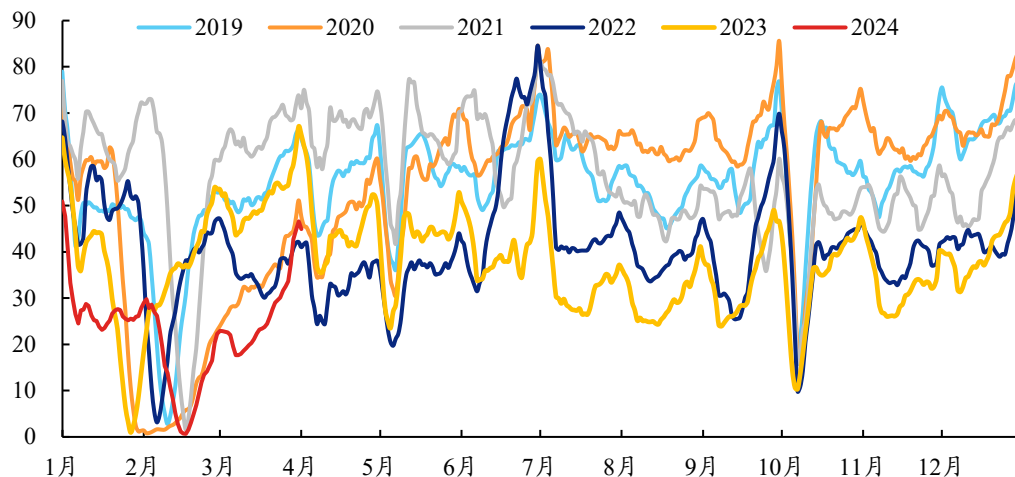
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

货币宽松带动信用扩张的进程是个慢过程

- 地产调控政策优化，但实际效果仍有待观察：
 - ✓ 二手房成交面积回升至季节性水平，但房价依然承压（以价换量）。
 - ✓ 商品房一手房成交面积低于季节性水平，后续观察二手房市场能否带动商品房销售回暖。

商品房一手房成交面积回升，但低于可比年份季节性水平

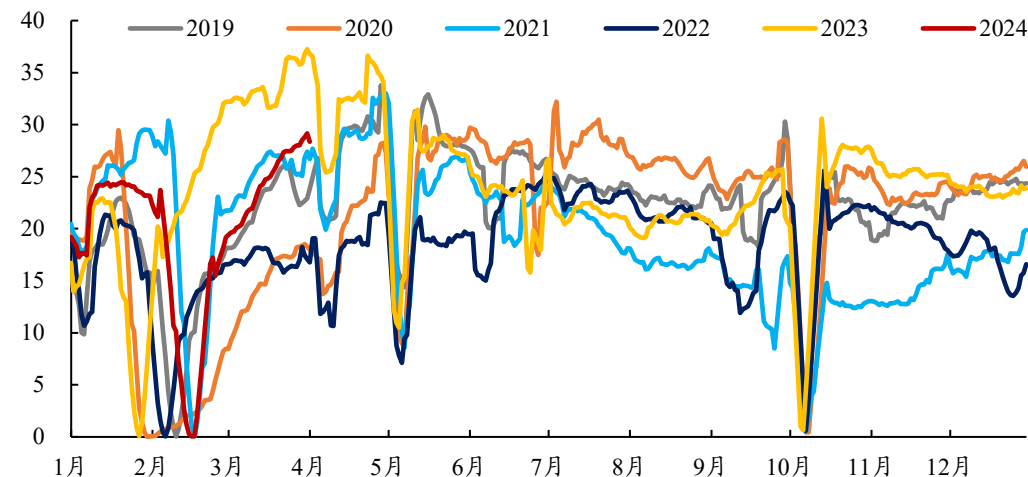
30大中城市：商品房成交面积，7DMA，万平方米



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二手房成交面积回升至季节性水平

16城二手房成交面积，万平方米，7DMA



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1 货币宽松带动信用扩张的进程是个慢过程

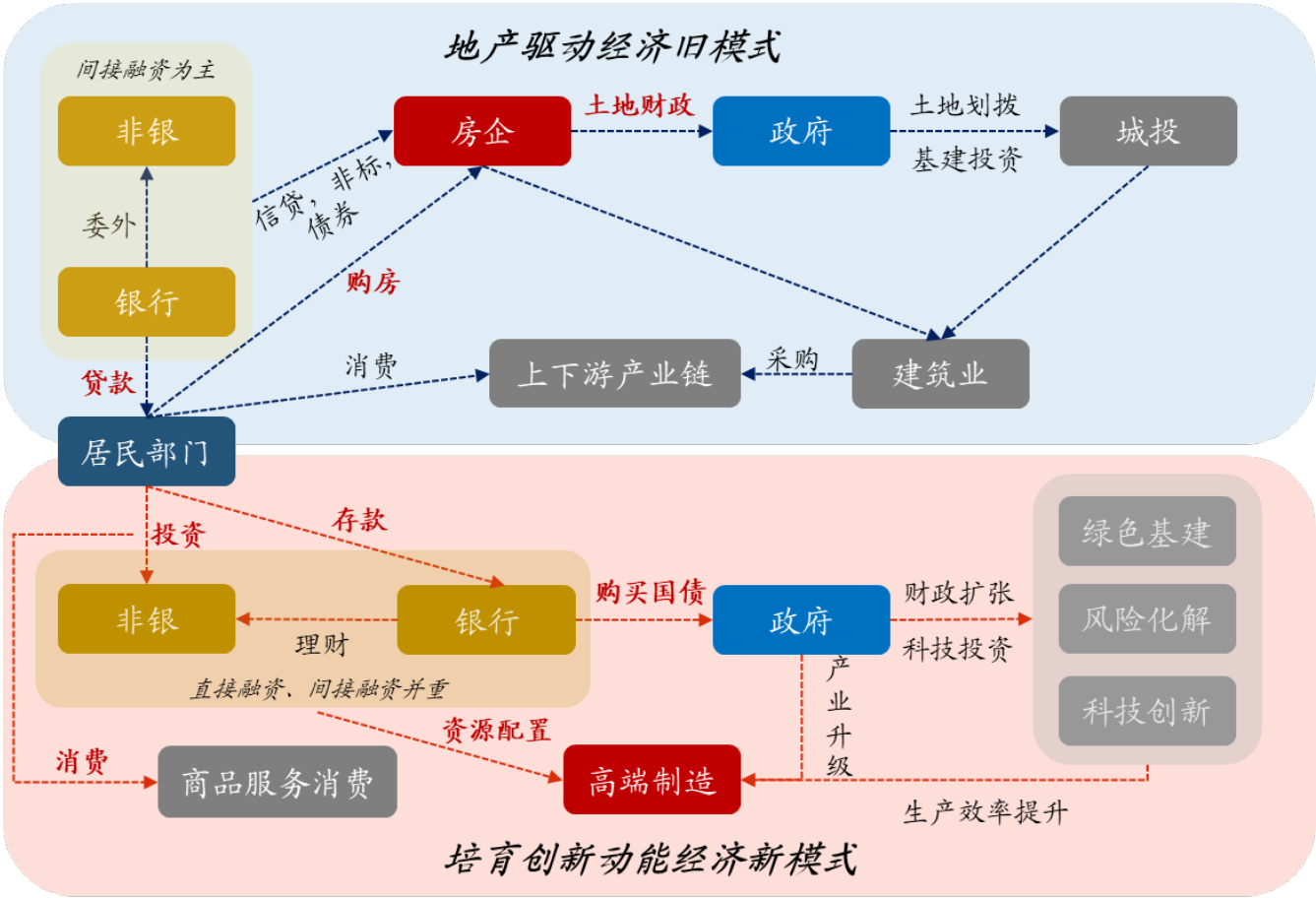
● 进入后地产时代，新旧动能切换加速，信用创造机制也从地产为重心转向以“货币+财政”为重心。

地产时代，每轮信用创造都离不开地产

债市牛熊转折时间	领先指标	同步指标	滞后指标
2009年1月上旬	基本面：制造业PMI（包括新订单分项）。	金融：信贷（社融）增速；企业中长贷；M1增速。基本面：工业增加值；基建投资。	基本面：固定资产投资；地产销售；GDP增速。
2012年7月下旬	金融：企业债融资；M1增速。基本面：基建投资；地产销售；工业增加值。	金融：社融增速，非标融资，社融-M2。基本面：固定资产投资。	基本面：制造业PMI；地产投资；GDP增速。
2019年3月下旬	金融：企业债融资；社融同比；企业短贷&票贴；政府债融资；社融-M2；非银存款增速。基本面：基建投资；制造业PMI新订单分项。	金融：M1增速。基本面：地产投资；制造业PMI。	基本面：工业增加值；地产销售。
2020年4月上旬	金融：政府债融资；企业债融资；企业短贷&票贴；M1增速。基本面：制造业PMI。	金融：社融同比；企业中长贷。基本面：房地产销售及投资。	金融：社融-M2增速；非银存款增速。基本面：工业增加值、基建投资、GDP同比。

数据来源：Wind，兴证宏观，兴业证券经济与金融研究院整理

新旧动能转换，信用创造从地产为重心转向以“货币+财政”为重心



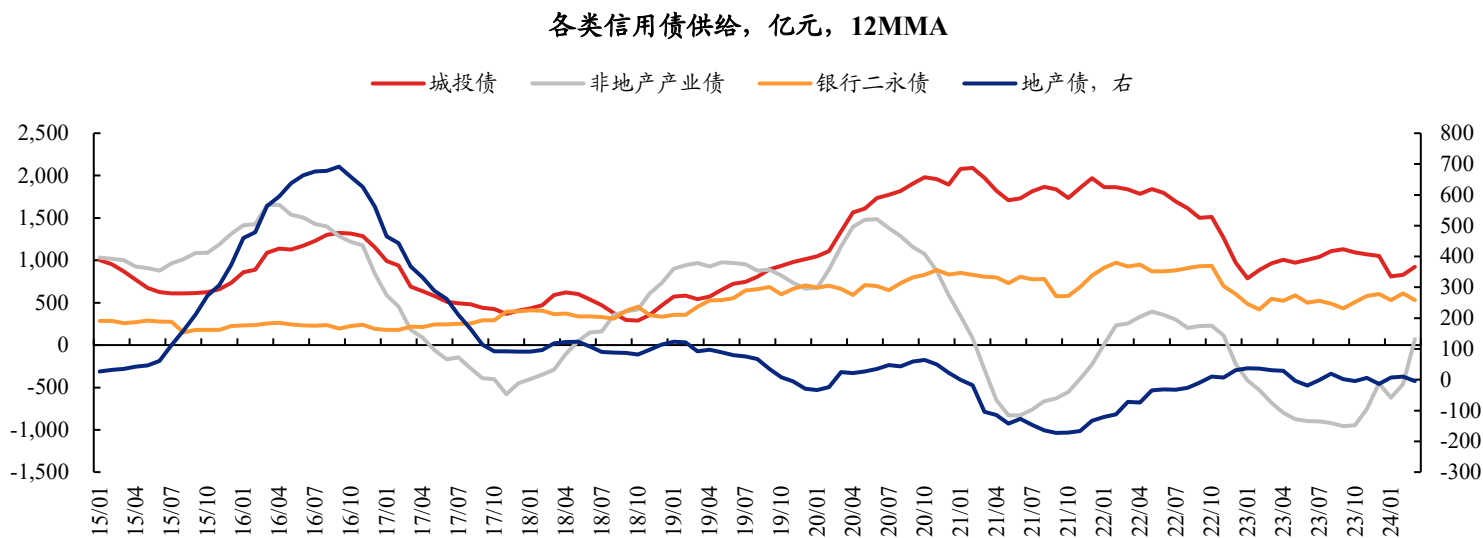
- 从各省份政府工作报告及预算草案来看，今年各地化债政策仍在持续推进中。其中，部分省份表示要严格管控融资平台债务规模及融资行为，推动地方债务进一步有序化解

各地方持续推进政府债务风险化解方案

时间	省份	政策名称	主要内容
2024/2/18	河南	《河南省人民政府关于明确政府工作报告提出的2024年重点工作责任单位的通知》	集中力量化解高风险地区债务，清理拖欠企业账款，有序出清重点房企风险，兜住基层“三保”底线。
2024/2/6	湖南	《关于湖南省2023年预算执行情况与2024年预算草案的报告》	2024年化债目标：密切关注中央政策动向，加强督导、考核和监测预警，激励督促市县落实化债任务，协调金融机构支持化债，优化地方债务结构，降低债务利息成本，加快推进平台公司转型发展，严肃问责违规新增隐性债务行为，加强专项债券“借、用、管、还”全流程管理，稳步化解地方债务风险。
2024/2/6	辽宁	《关于辽宁省2023年预算执行情况和2024年预算草案的报告》	制定实施地方政府债务风险化解方案，积极争取国家化债政策支持，确保到期债务本息按时偿还。加强地方政府债券项目全生命周期管理，建立跨部门联合穿透式监管机制。科学统筹债券发行规模及期限结构组合，有效防范债务集中兑付风险。通过安排预算资金、盘活存量资产、实施化债激励机制等措施，妥善化解存量债务。
2024/1/29	四川	《2024年四川省人民政府工作报告》	防范化解重点领域风险。统筹好地方债务风险化解和稳定发展，推动地方债务综合化债工作方案落地，分层分类防范化解债务风险。对违规新增举债严肃追责问责，依法严格管控平台公司债务规模和融资行为，建立市县债务化解激励机制。巩固企业账款清欠成效，依法治理拖欠农民工工资问题。
2024/1/26	河北	《政府工作报告》	推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造“三大工程”，构建房地产发展新模式。防范化解政府债务风险，严厉打击非法金融活动，平稳有序处置金融风险。
2024/1/24	云南	《关于云南省2023年地方财政预算执行情况和2024年地方财政预算草案的报告》	全力化解地方债务风险，守牢安全发展底线。坚决贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重大风险的各项决策部署，压紧压实各地化债主体责任，推动地方债务进一步有序化解。足额安排一般债务还本付息资金，切实维护政府信誉。
2024/1/23	江西	《关于江西省2023年全省和省级预算执行情况与2024年全省和省级预算草案的报告》	防范化解重大风险，筑牢财政安全防线。防范化解地方债务风险。建立化债专班工作机制，稳妥推进地方债务“降存量、控增量、防爆雷”；发行再融资债券支持高风险地区偿还存量债务；开展债务领域财会监督等专项整治，指导市县做好违规举债、虚假化债问题整改。
2024/1/7	西藏	《关于西藏自治区2023年预算执行情况和2024年预算草案的报告》	在不挤占正常财政预算资金的情况下，争取和用足中央政策，扎实有序推进债务化解工作，全区债务风险控制绿色风险等级。

- 化债推进，进一步约束地方政府的投融资能力，财政纪律更为规范化：
- ✓ 在化债政策影响下，城投债净融资规模维持在低位。
- ✓ 化债约束高风险区域基建投资，可能使得2024年地方政府基建投资受约束。

城投债融资处于低位

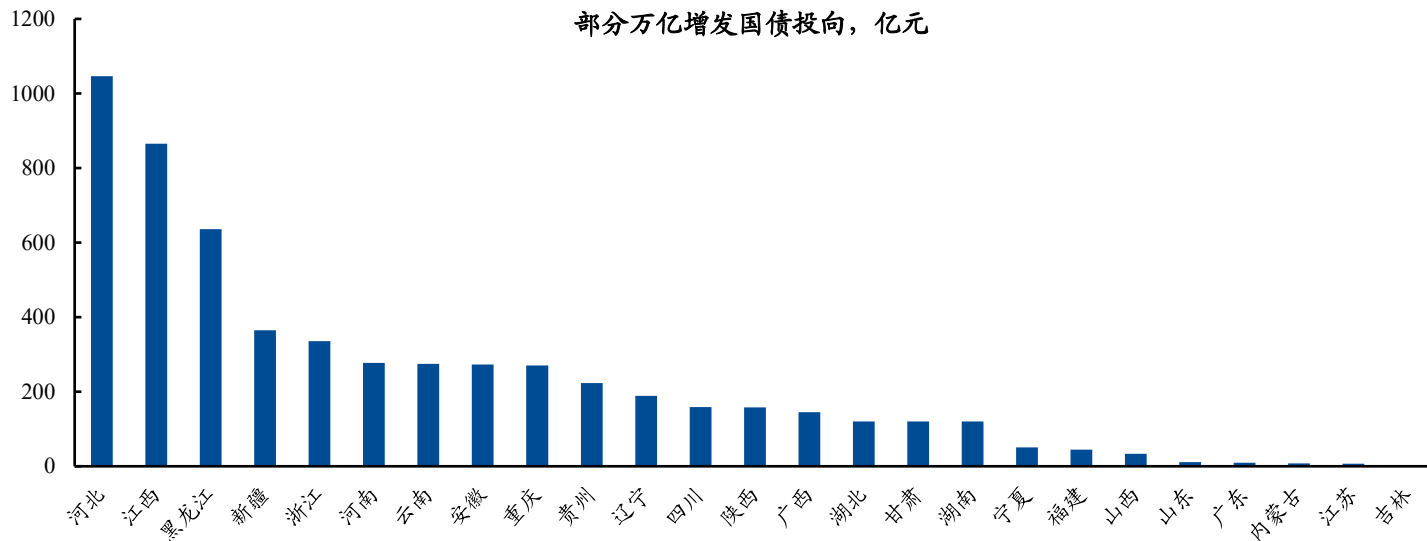


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 去年四季度万亿增发国债可能主要投向水利设施建设领域，项目建设进度可能并不快，推动总需求回升幅度可能有限。

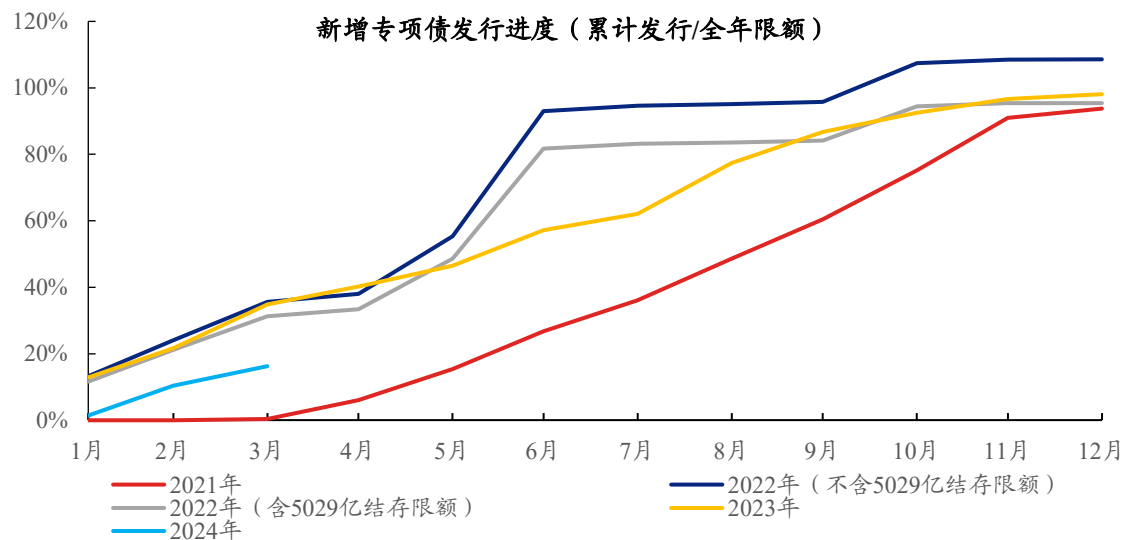
- 从支持领域来看，1万亿元增发国债中，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，超过2000亿元用于京津冀等地的灾后重建。其中河北、江西、黑龙江等地或争取到较多增发国债资金。
- 从项目建设进度来看，北京市、河北省等地项目开工率分别达到48%、45%，争取项目在上半年全部开工。
- 增发国债落地后，可能在一定程度上对冲地方基建投资的下滑，但考虑化债及乘数效应差异，推动总需求扩张幅度可能有限。

部分万亿增发国债地区投向

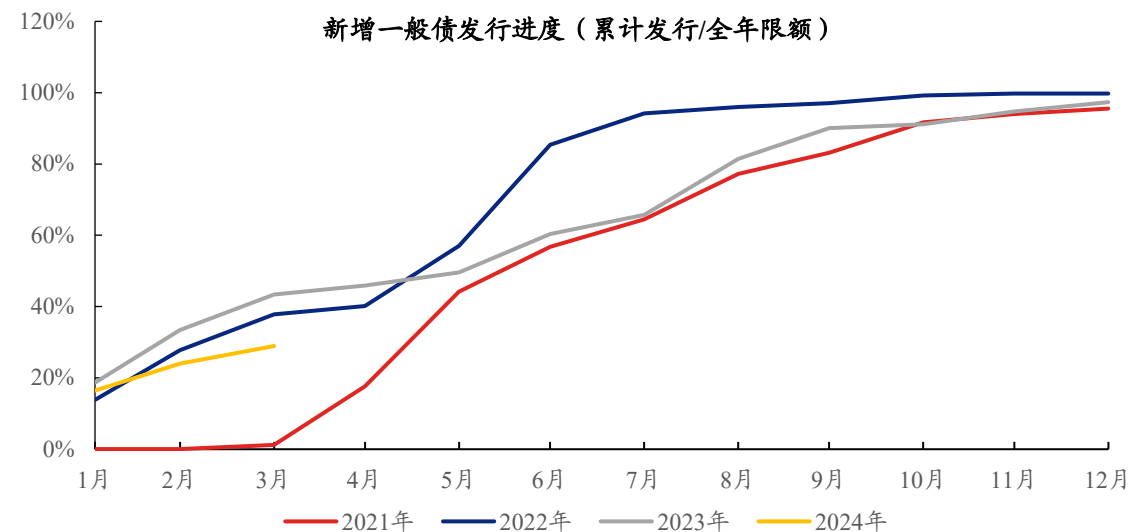


- 今年1-2月，财政支出速度可能并不快，财政前置发力特征不明显。年初以来，新增地方专项债及新增地方一般债发行速度明显慢于往年同期，这可能跟政府债券统筹发行及项目审批趋严有关。

新增专项债发行进度

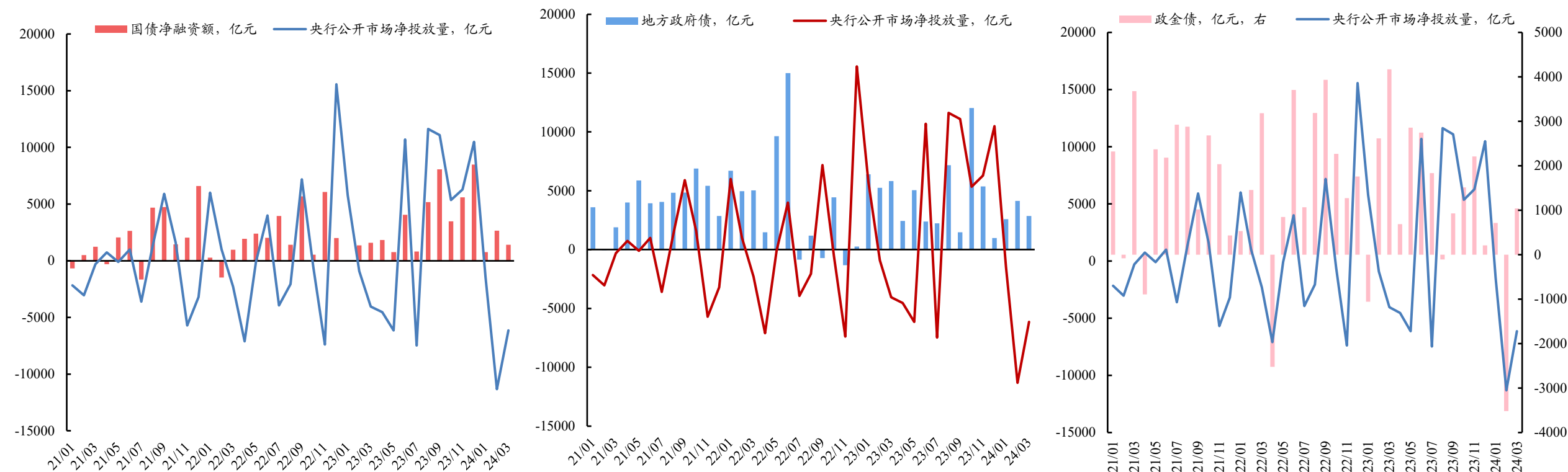


新增一般债发行进度



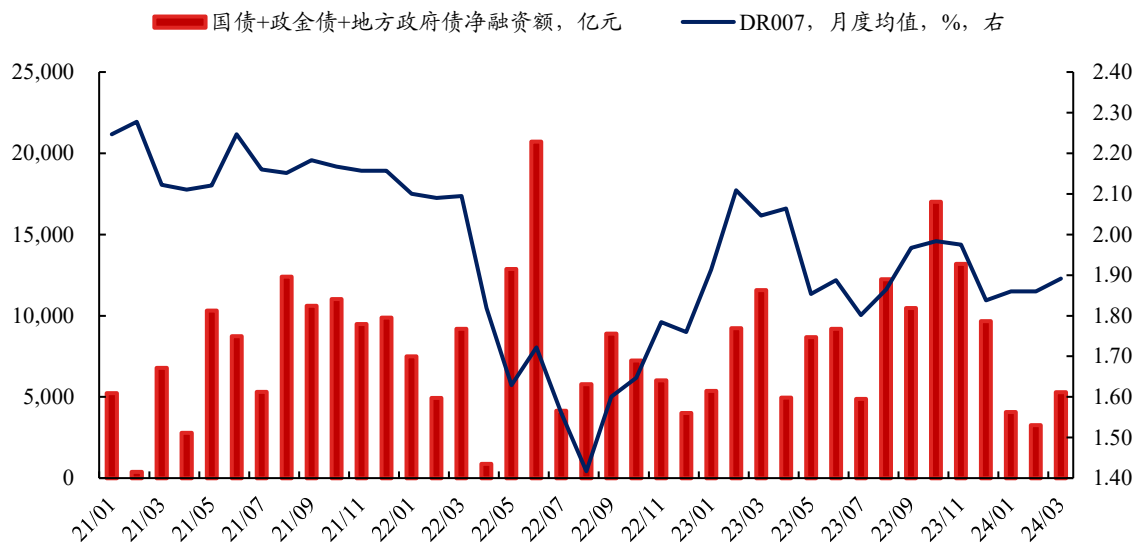
- 当国债供给放量时，央行或在公开市场上予以配合（加大OMO投放或降准）。从2021年以来国债发行情况来看，当国债净融资额增加时，当月央行在公开市场上净投放量一般也不低，如2023年8月-12月。但地方债及政金债供给规模与央行公开市场操作投放额度的关系可能并不明显。

利率债供给与央行公开市场操作情况



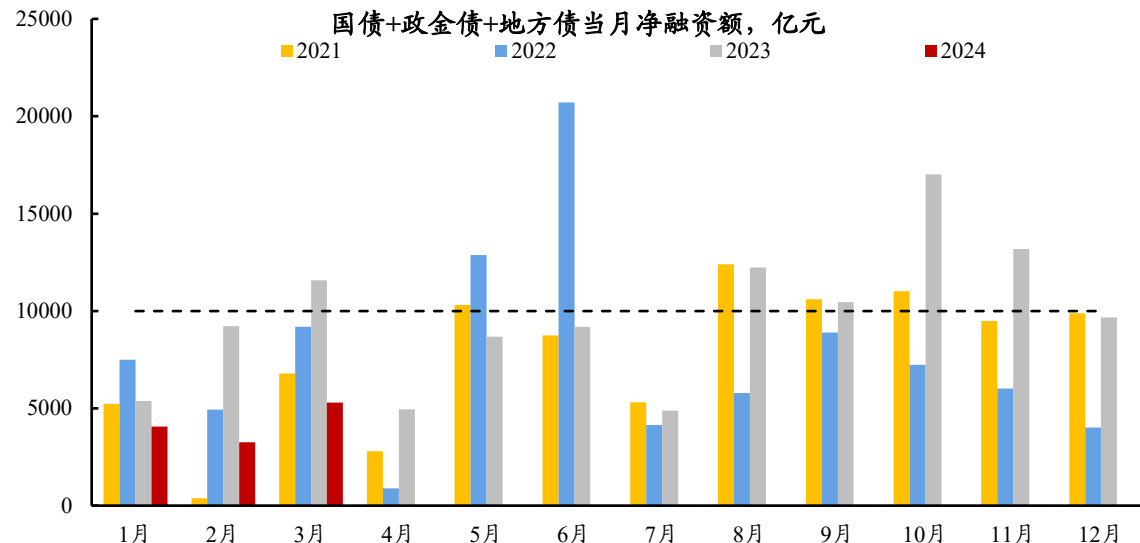
- 而相较于供给放量，政府债券发行节奏对于资金面的影响可能更大。从逻辑上来讲，当政府债券在一级市场上发行时，可能会导致银行间水位下降；但当政府债融资从国库开始下发时，资金反而从财政存款再次转化为银行间资金，类似降准的效果。因此，若财政发债募资后又拨付使用之间时间差较短，对流动性总量影响可能相对中性。
- 参考往年发债节奏及今年发债情况，预计二季度中5月、6月可能是阶段性债券供给高峰。债券供给可能对4月份债券影响不大。

利率债供给与资金面波动



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

年初至今利率债供给进度不快

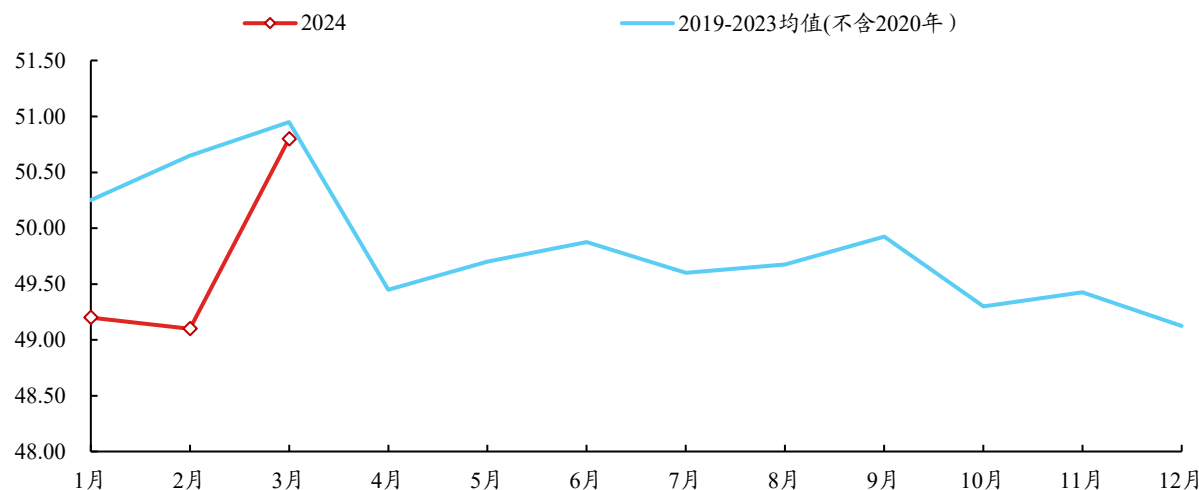


数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从往年PMI走势来看，二季度PMI或呈上升趋势。从2019年-2023年（刨除2020年）PMI均值变动来看，3月可能是一季度PMI高点，4月PMI或阶段性走弱，但二季度PMI整体处在上升通道，经济修复动能或有所增强。
- 相比3月份，4-5月份的PMI走势更为重要（在3月基础上有没有连续性+能否进一步走强）。

3月PMI回升较明显

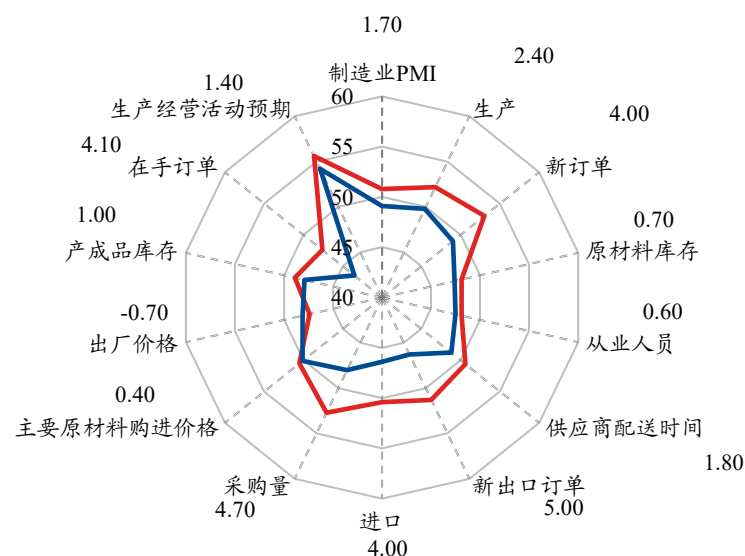
制造业PMI，%



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

3月制造业PMI各分项环比变动(%)

— 2024-03
— 2024-02



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/568143023034006060>