

等待破局

——2023年5月宏观利率策略

2023年5月8日

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号：S1060519060001

邮箱：liulu979@pingan.com.cn

0 摘要

- **海内外避险交易共振。** 一季度美国经济数据不及预期，零售数据回落，但服务性通胀价格顽固，5月美联储加息25BP。此外，美国中小银行风险事件继续爆发，债务问题持续引发关注，CDS价格走高，市场避险情绪渐浓，4月避险资产表现占优：股债震荡，美元走贬，通胀预期回落。国内一季度GDP增速好于预期，金融数据、出口及消费也相对亮眼，但市场更关注经济薄弱板块和价格回落压力，市场延续了3月以来的避险交易主线：权益调整，债券上涨，大宗商品表现低迷。债市中，资金价格平稳，曲线全面下行6-10BP，超长债表现强势，信用跟随利率上涨，但利差未进一步压缩。
- **信贷回落支持资金面改善。** 3月下旬以来高频数据开始回落，4月制造业PMI回落至荣枯线以下，但非制造业PMI维持高位。当前第二产业景气度明显回落，票据回落预示着企业加杠杆即将结束，那么第三产业及居民部门能否接棒弱修复？从居民行为看，收入对应消费，储蓄对应买房，目前收入低位压制消费修复，五一数据显示居民有消费意愿，但在消费降级；储蓄高位，但难以继续涌入楼市。3月居民降杆势头得以扭转，但5月以来地产销售再度大幅走弱，预计居民连同地产部门需求企稳似仍有压力。即便如此，全年实现5%增速目标难度仍然不大，二季度在基数效应下经济读数好，增量政策或难以落地，经济环比回落对应资金面可能有改善空间。
- **建议加杠杆，在赔率低的部分伴随利率下行逐步止盈。** 短期内，市场已经在定价经济再衰退及降息，能否兑现还要边走边看。从机构行为看，节前交易情绪浓厚，但伴随利率快速下行节后部分账户止盈，基金久期回归中性略高，机构降杠杆，仓位拥挤带来的风险已被市场自发消化。我们认为短期内资金面相对确定，DR预计在1.7%-2%，国股行CD利率下行可能回落至2.45%，建议维持杠杆，并在赔率低的二永等部位伴随利率下行逐步止盈。
- **风险提示：** 若居民杠杆稳不住，关注政策加码动向；股市大幅调整引发流动性担忧；海外通胀回落不及预期。



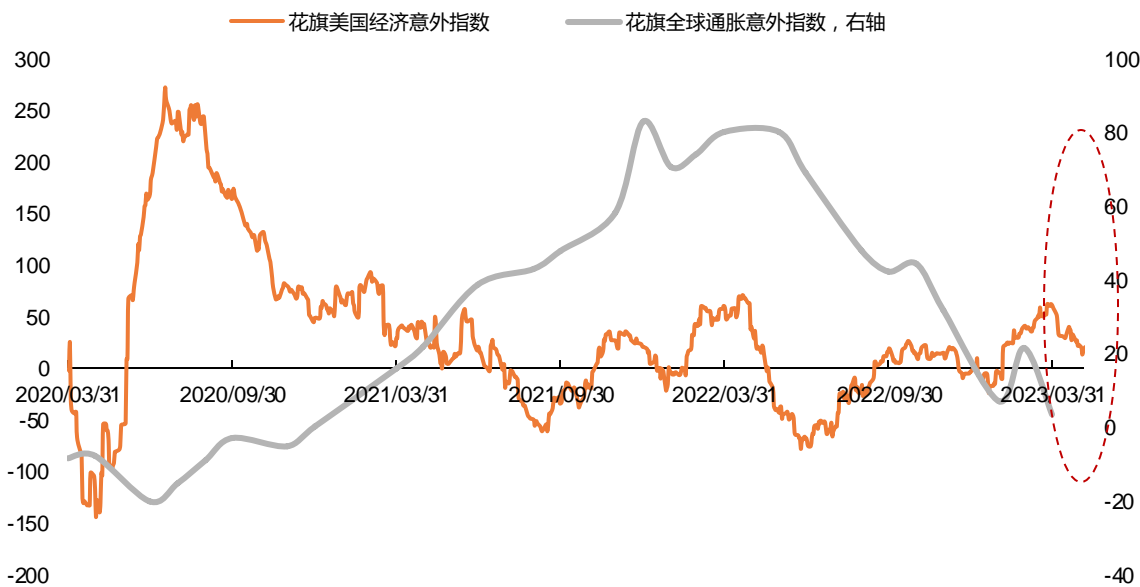
目录CONTENTS

- 市场回顾：海内外避险交易共振
- 宏观与政策：信贷回落支持资金面改善
- 策略展望：杠杆策略，下行止盈
- 风险提示

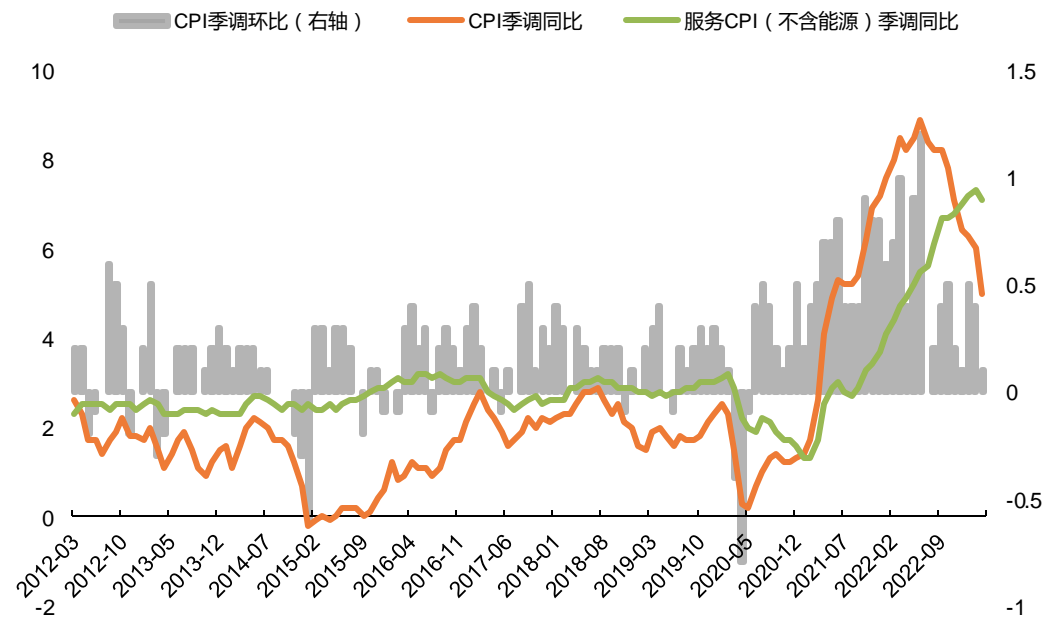
1.1 海外：4月基本面回落，但服务通胀与就业市场有韧性

美国经济回落，通胀顽固：美国一季度GDP同比增长1.1%，低于预期。美国消费品进口低迷，显示增长乏力。此外，债务上限问题引发市场担忧，CDS定价走高。另一方面，非农就业数据强劲，通胀读数维持高位。

4月经济与通胀预期回落 (点, %)



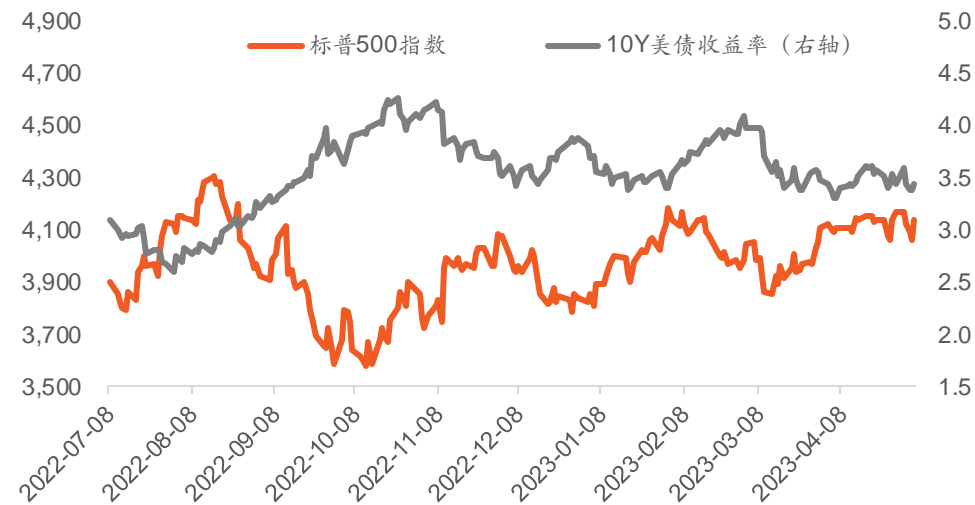
但是，服务CPI仍在高位 (%)



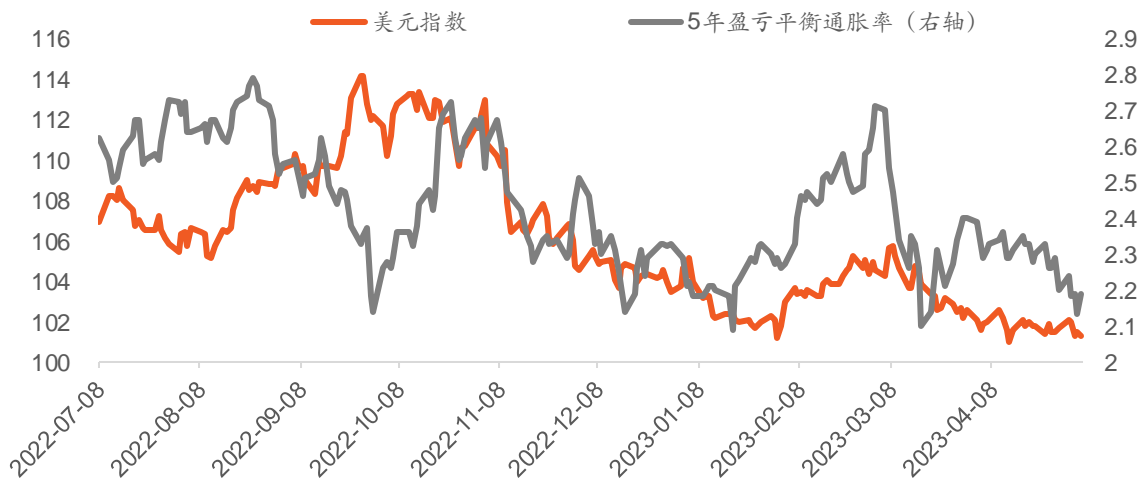
1.1 海外：避险情绪占优，资产表现分化

股债震荡，美元走贬，通胀预期回落：标普500指数上涨1.3%、10Y美债收益率下行4BP、美元指数贬值1.0%。黄金微涨0.5%，大宗商品多数下跌。

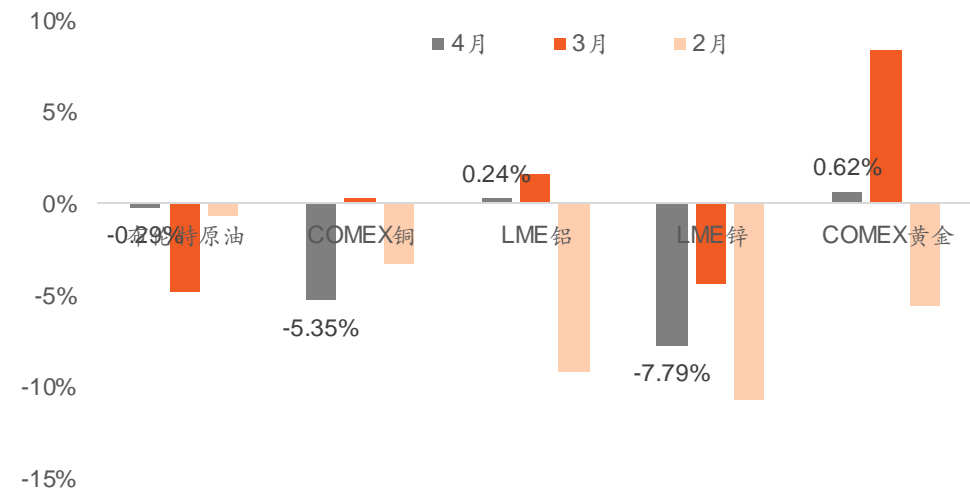
● 美股、美债利率先上后下，维持震荡（点，%）



● 通胀预期回落，美元走贬（点，%）



● 黄金微涨，工业金属多数下跌（%）



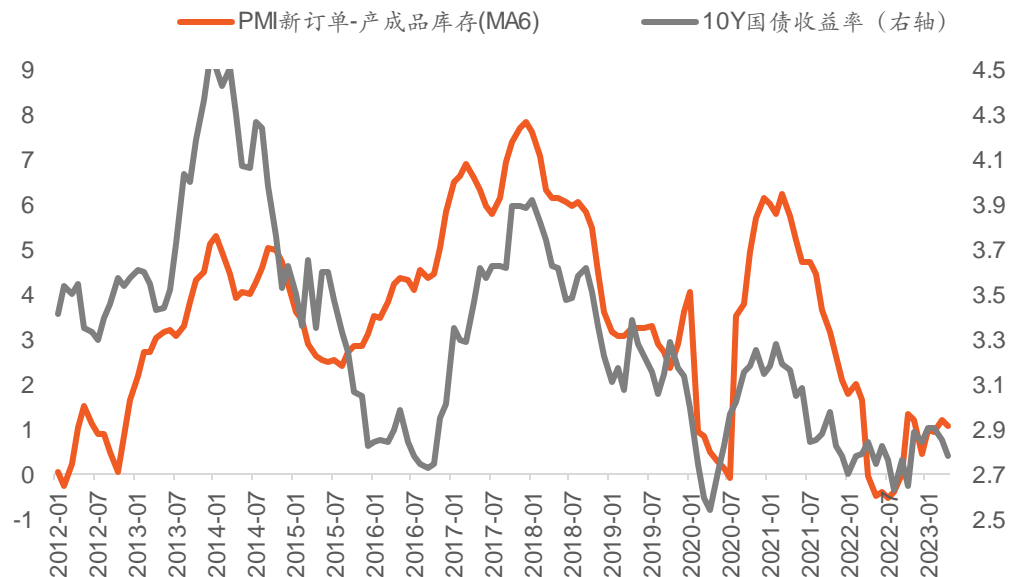
1.2 国内：经济量价分化，市场关注薄弱环节

一季度及3月数据略超预期：一季度GDP增速为4.5%，3月出口、金融数据及消费表现不俗。

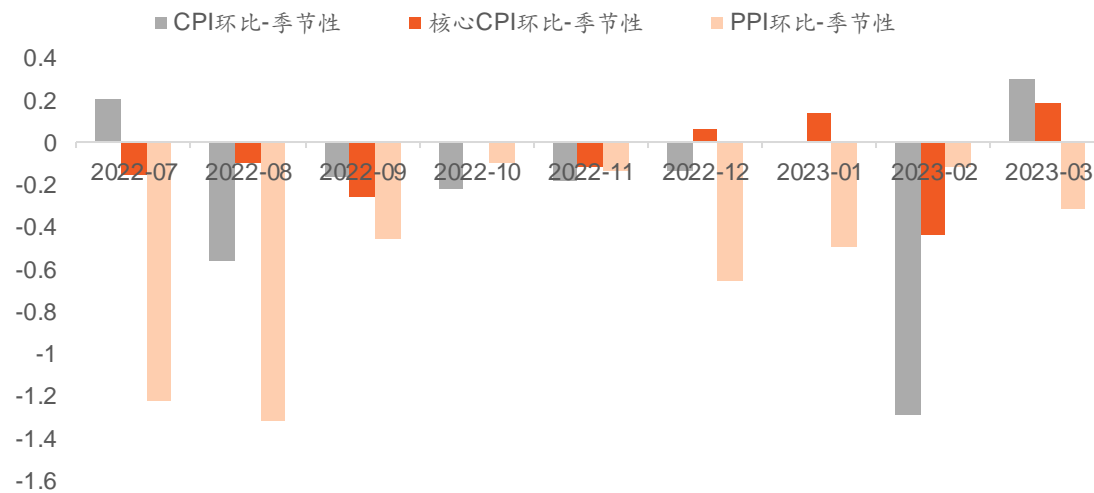
但市场更关注基本面的薄弱环节：（1）第二产业弱势，第三产业在修复但观察难度较大。由于地产拖累，居民加杠杆受限，市场可能认为第三产业的修复不足以影响大局。（2）一季度以来经济“量、价”分化，价格因素持续拖累名义数据。

4月经济高频数据环比回落，印证债券市场3月以来的抢跑行为。

① 一季度经济修复后，4月基本面见顶回落，利率债抢跑 (%)



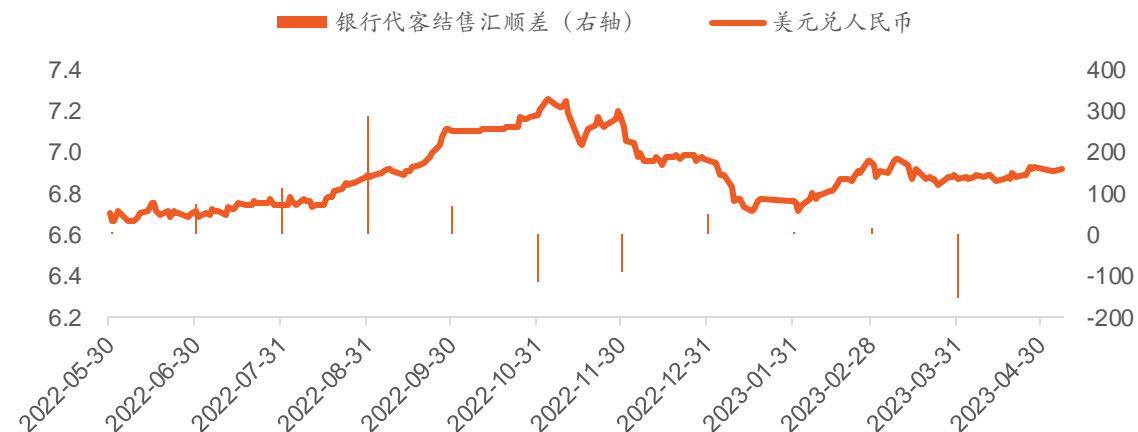
② 22年7月以来价格长期弱于季节性，基本面量价分化 (%)



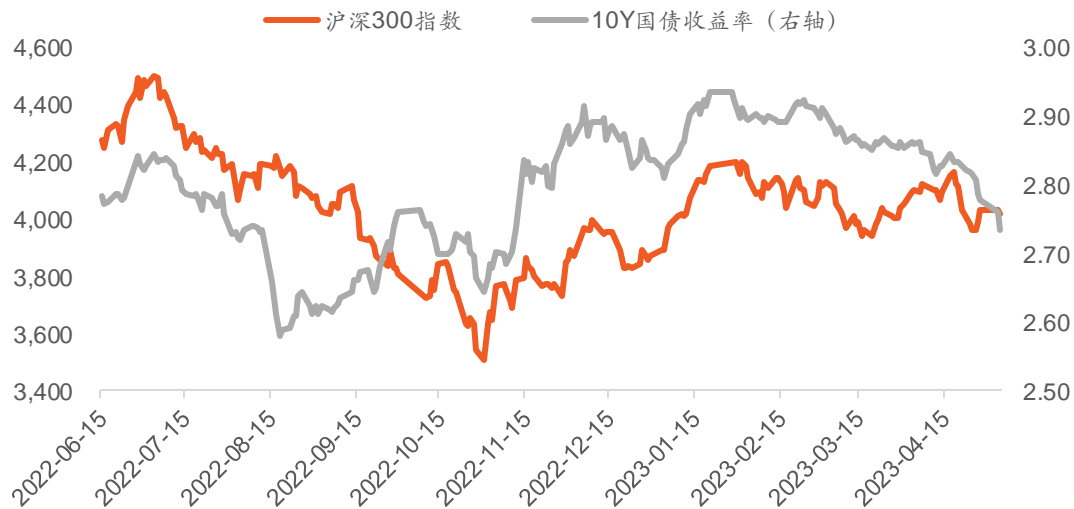
1.2 国内：交易情绪谨慎，避险资产占优

4月避险资产表现占优：股市先涨后跌，全月下跌0.5%；10Y国债收益率下行6BP至2.79%；大宗商品中，建筑产业链和上游能源品全线下跌，制造业产业链表现低迷。

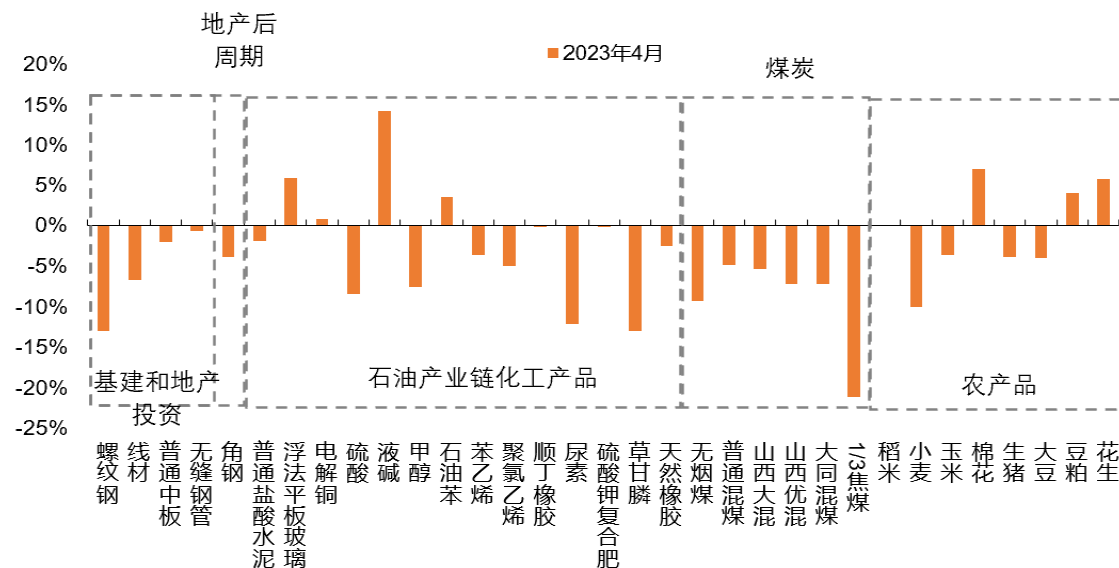
4月人民币兑美元小幅升值0.76% (元, 亿元)



4月股市先涨后跌，利率延续下行 (点, %)



4月建筑产业链与上游能源品全线下跌，制造产业链低迷 (%)



1.2 债券：多头情绪主导，超长债强势上涨

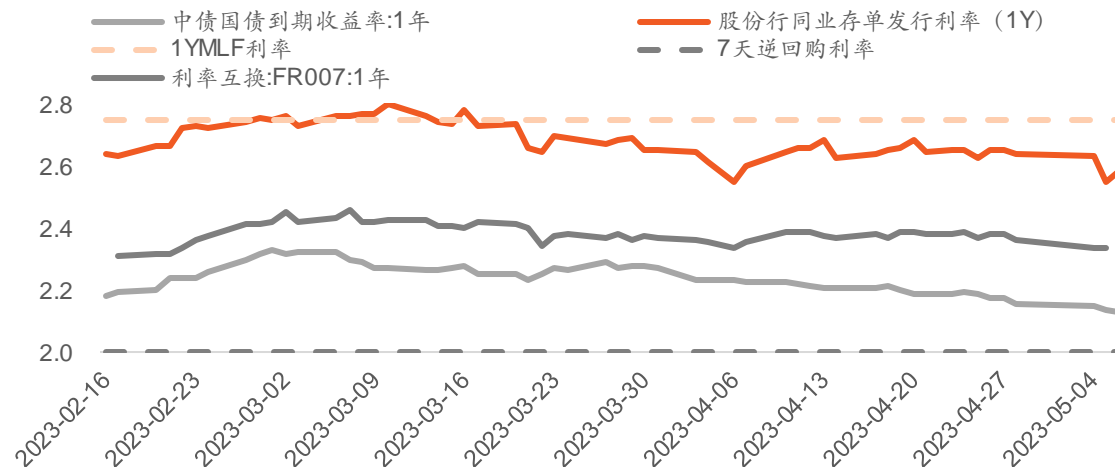
多头情绪自2月持续至4月。

(1) 资金：资金与存单价格平稳，1年国债利率下行。

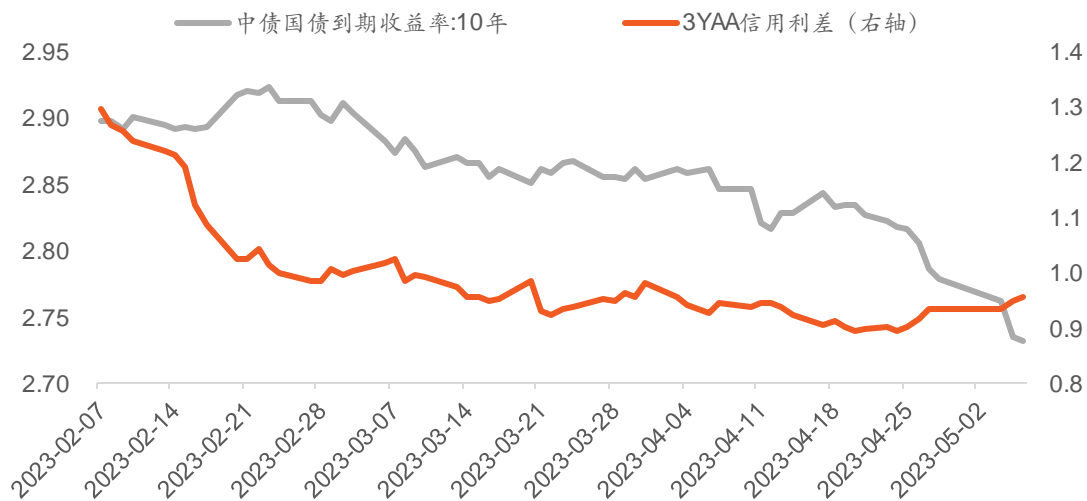
(2) 曲线形态：超长债强劲下行10BP，1-10年利率债下行6-9BP。

(3) 品种：4月信用债跟随利率债，利差平稳。

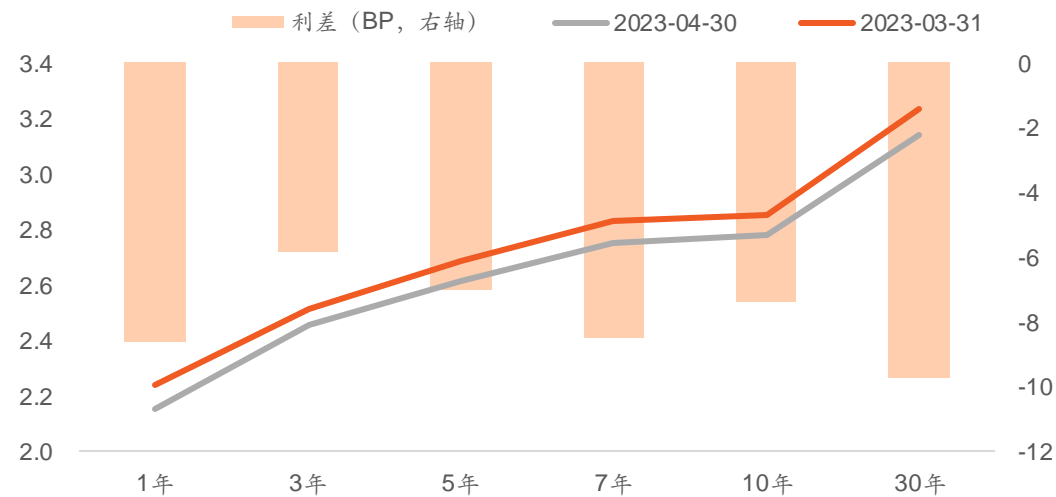
资金平稳，存单利率上行(%)



3-4月长端延续下行，信用利差4月以来保持稳定(%, BP)



4月曲线继续下行，超长债表现强劲(%, BP)





目录CONTENTS

● 市场回顾：海内外避险交易共振

● 宏观与政策：信贷回落支持资金面改善

● 策略展望：杠杆策略，下行止盈

● 风险提示

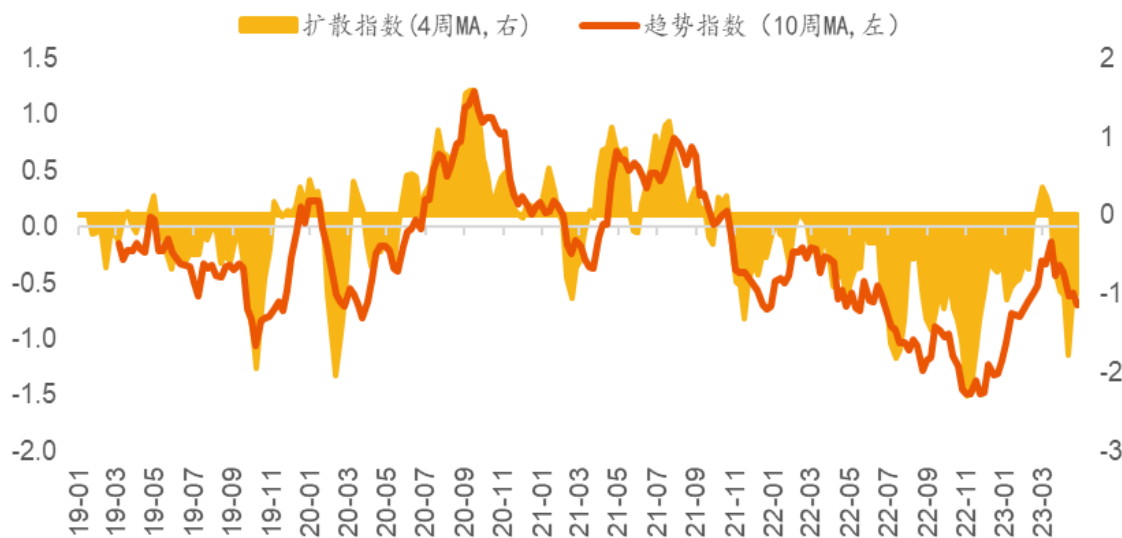
2.1 经济阶段性见顶，5月或难有超预期表现

4月高频数据延续3月下旬以来的回落态势，4月制造业PMI回落至49.2，反映了生产及第二产业相关部门需求有所走弱。

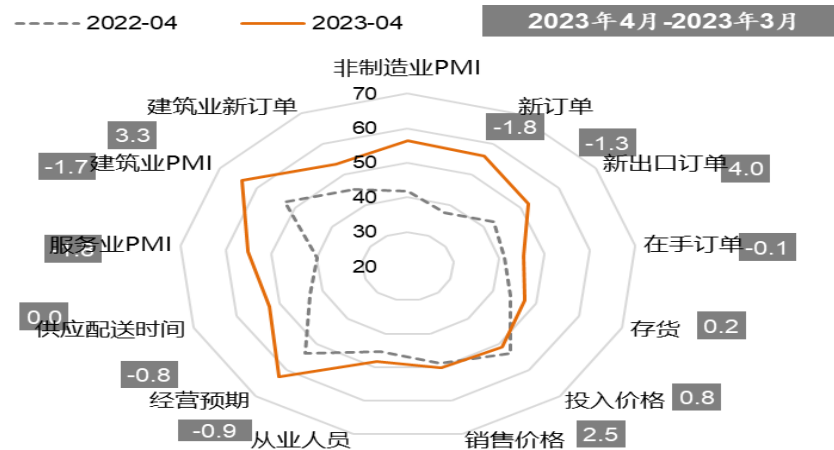
非制造业PMI在高位，反映出疫后服务性消费的修复。对应着第三产业及居民部门需求的改善。

看起来企业加杠杆有放缓迹象，居民部门能否接续？

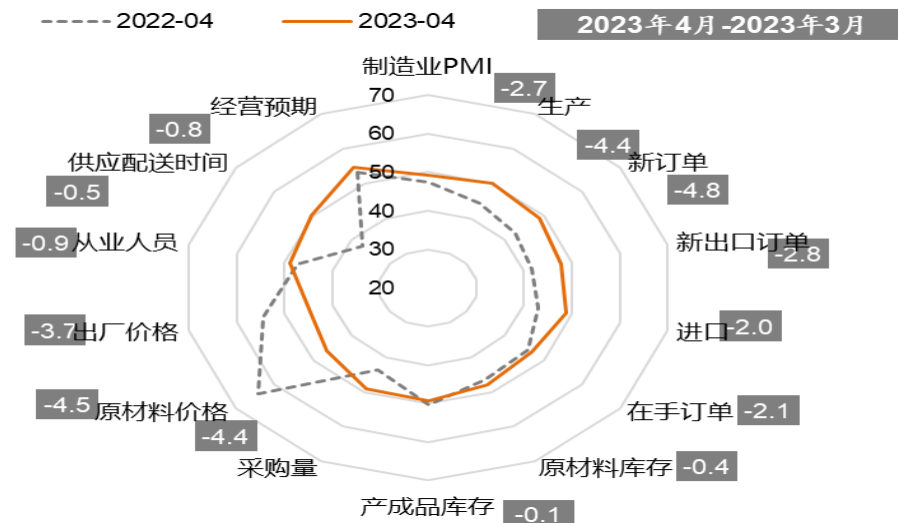
3月下旬以来，高频经济指数见顶回落 (%)



4月非制造业PMI保持强势 (%)



4月制造业PMI回落超过季节性，与高频数据相吻合 (%)

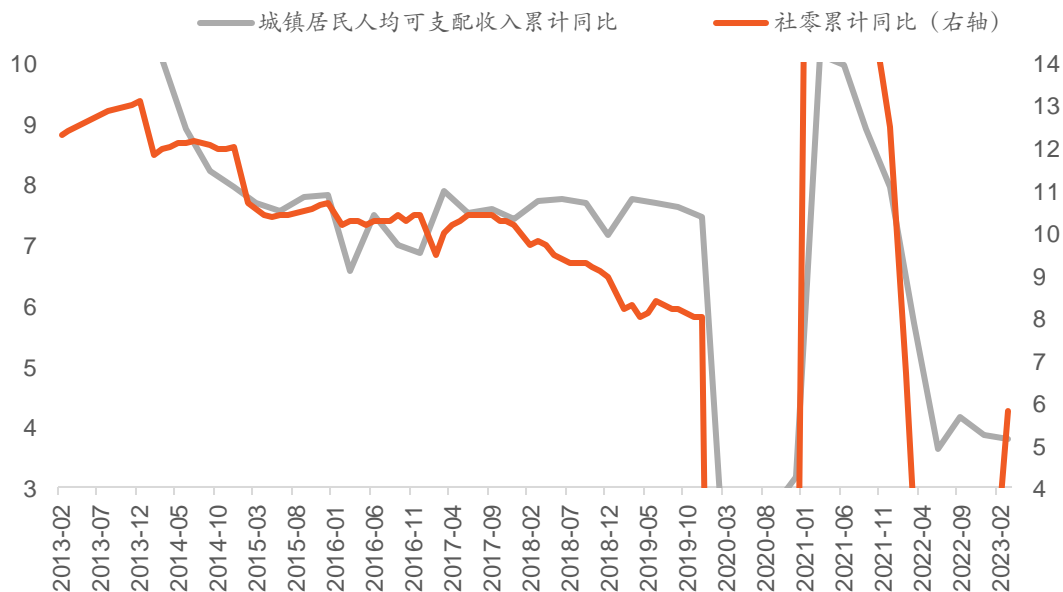


2.1 目前居民储蓄在高位，收入在低位

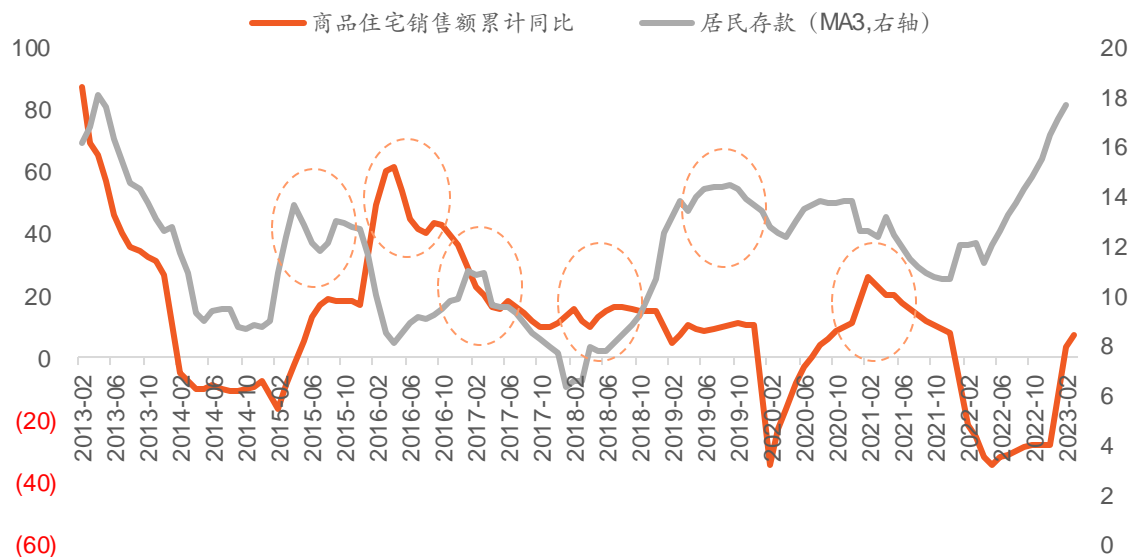
居民储蓄在高位，收入在低位。居民储蓄增速为17.7%，其与社融的差距创历史新高。城镇居民人均可支配收入累计同比为3.8%，约为疫情前的一半。

以往居民的收入与储蓄对应不同用途，大致为流量对应消费，存量对应投资。（1）流量的收入与居民消费同步，因此收入修复缓慢可能压制后续消费表现。（2）存量的储蓄消耗与购房一致，居民不会随使用储蓄来消费，储蓄的出口是投资。

居民收入与消费基本同步，目前居民收入仅恢复到疫情前的一半（%）



居民储蓄的消耗一般去买房，所以储蓄高增是因为没有了地产这个蓄水池（%）



2.1 从五一表现看，居民有消费意愿，但在消费降级

五一消费观察：旅客人数及收入创新高，说明有消费意愿。人均消费支出低于疫情前，说明收入改善慢，居民在消费降级。

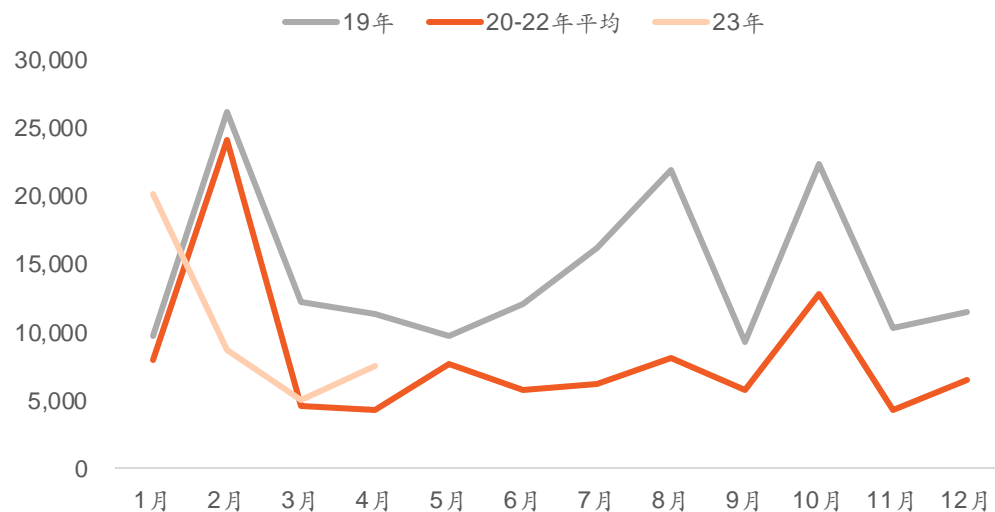
剔除基数，商品消费并不强：3月社零同比为10.6%，以21年为基期看两年复合增速为3.3%。

服务性消费也偏弱。观影人数仅回归疫情前7成左右。

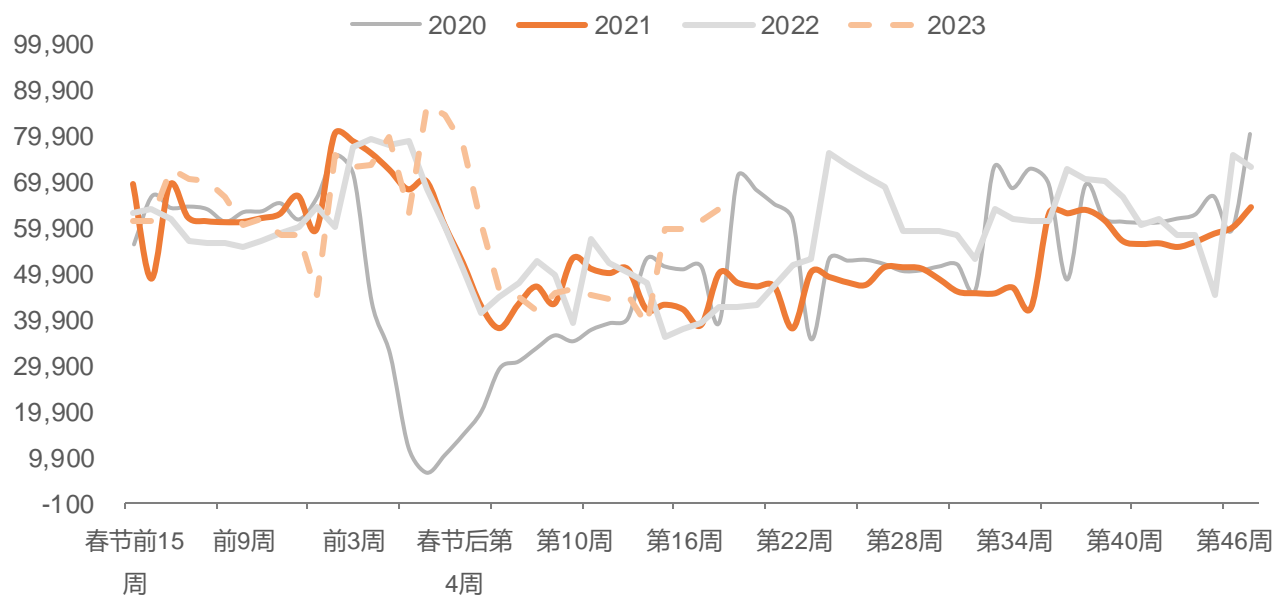
五一假期旅游消费恢复至疫情前，但有一定消费降级趋势

年份	接待游客 (亿人次)	旅游收入 (亿元)	人均出游消费 (元)	收入同比 (%)
2019	1.95	1176.7	603.4	35%
2020	1.15	475.6	413.6	-
2021	2.30	1132.3	492.3	19年基期: -3.8%
2022	1.60	646.8	404.3	
2023	2.74	1480.6	540.4	19年基期: 25.8%

每月观影人数接近疫情前7成左右 (人)



汽车日均销量在4月后半月有所改善 (MA4, 辆)

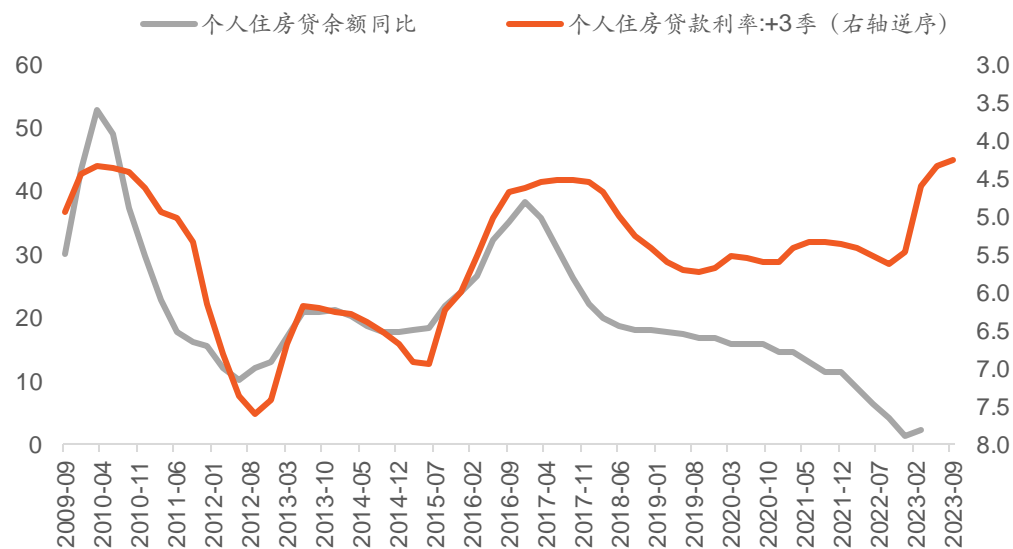


2.1 3月居民部门降杠杆的势头似有修正，但地产销售再度承压

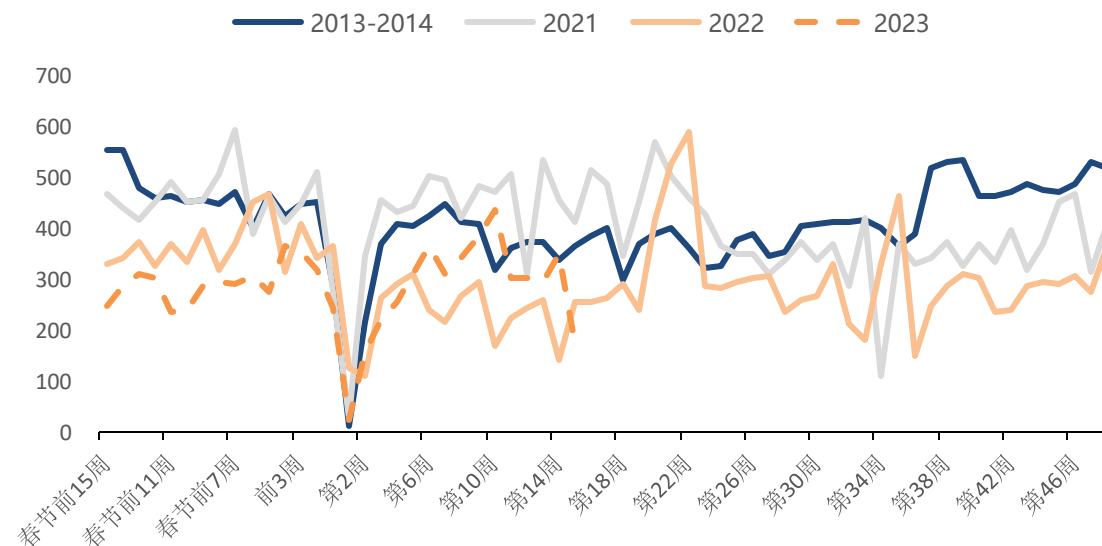
3月个人购房降杠杆的势头得到一定程度的缓解。

不过30大中城市地产销售大幅回落，需观察地产销售端是否继续承压及政策态度。

3月个人住房贷款同比增速见底 (%)



30大中城市地产销售加速下行 (万平方米)



2.1 房企预期销售、拿地同比转正，竣工强度明显高于22年

代表上市房企预期销售同比转正（亿元，%）

销售金额（亿元）	2023E	2022	同比	
绿城	3000	3003	-0.10%	基本相当
招商蛇口	3300	2926	12.78%	
越秀地产	1320	1250	5.60%	
龙湖集团	2016	2016	0.00%	稳中有增
华润置地	3013	3013	0.00%	
建发国际	1397	1215	15.00%	目标10~20%的增长
中海地产	3537	2948	20.00%	
合计	17583	16371	7.41%	

代表上市房企预期竣工明显好于去年（-5.8%）（万平米，%）

竣工面积（万平米）	2023E	2022	同比
绿城	1869	1263	47.97%
招商蛇口	1600	1314	21.76%
越秀地产	753	557	35.22%
龙湖地产	1900	2000	-5.00%
华润置地	1300	1233	5.43%
中南建设	1088	740	47.00%
合计	8510	7107	19.74%

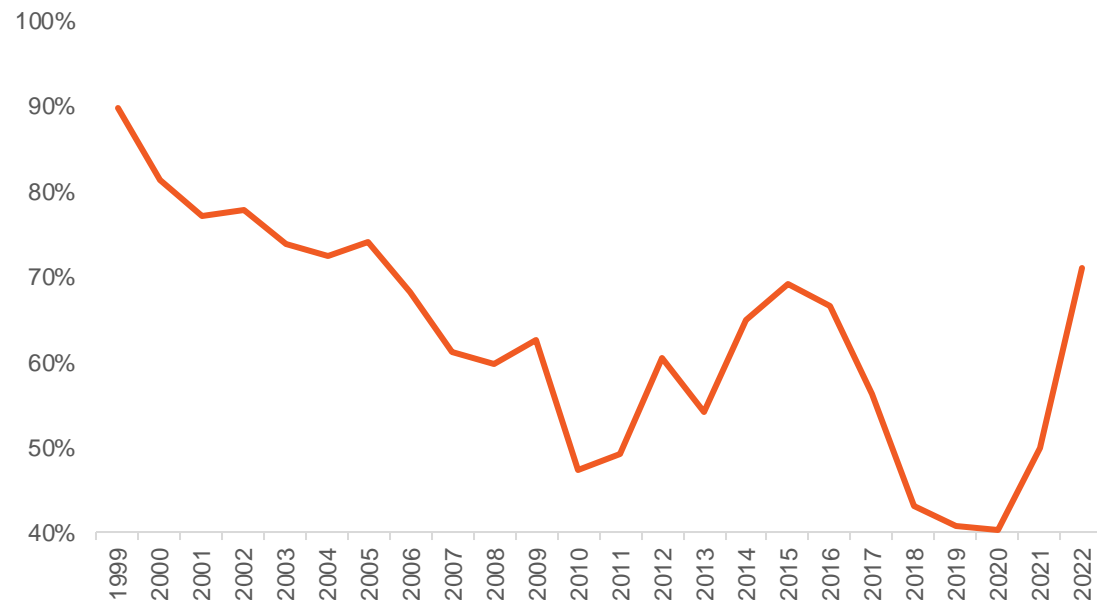
由于22年拿地降幅远大于销售，23年拿地大概率维持正增长

新增土储（万平方米）	2022	2021	同比
绿城	408	765	-46.72%
招商蛇口	726	666	9.01%
越秀地产	695	918	-24.30%
龙湖地产	448	2355	-80.98%
华润置地	1095	1439	-23.91%
建发国际	1474（亿元）	1933（亿元）	-23.75%
中海地产	961	2002	-52.00%
中南建设	0	752	-100.00%
合计	5807	10830	-46.38%
实际销售（亿元）	2022	2021	同比
绿城	3003	3509	-14.42%
招商蛇口	2926	3268	-10.47%
越秀地产	1250	1152	8.51%
龙湖集团	2016	2901	-30.51%
华润置地	3013	3158	-4.59%
建发国际	2097	2176	-3.60%
中海地产	2948	3694	-20.20%
中南建设	649	1974	-67.12%
合计	17902	21832	-18.00%

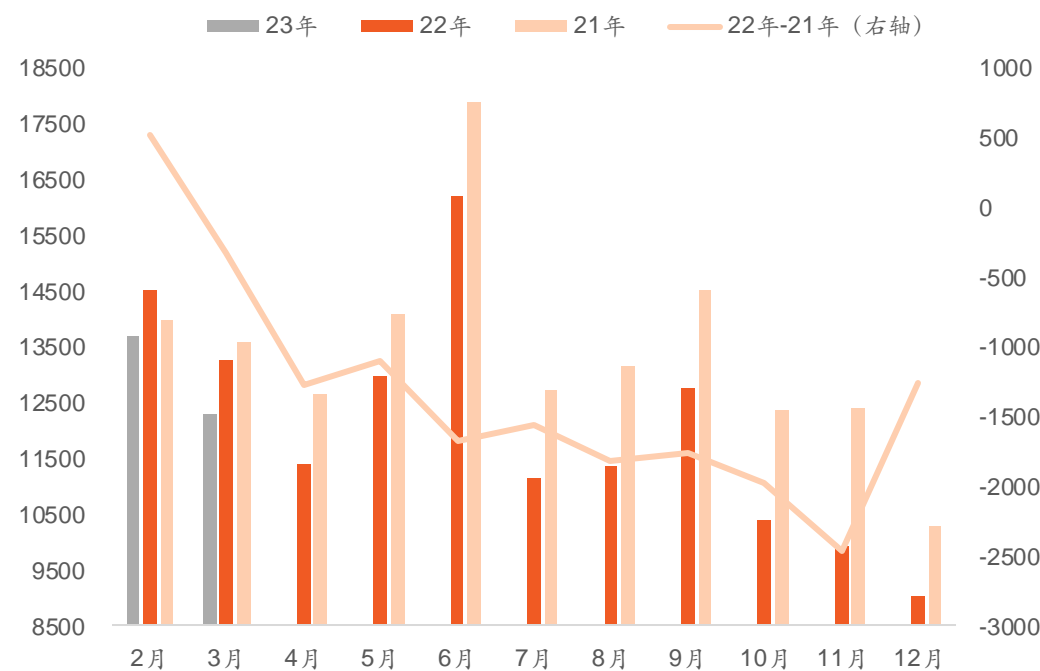
2.1 4月地产投资低基数下继续回暖

21年以来竣工/新开工企稳，但距离预售制开启前仍有距离，因此施工强度有望延续（%）

住宅竣工面积/新开工面积



22年4月地产开发投资为负增长（亿元）



2.2 实现全年经济目标难度下降，二季度更有低基数支撑

2023年GDP增长目标为5%实现难度下降。（1）5%对应两年复合增速为4%，与HP滤波处理后的GDP潜在增速吻合；（2）5%增速目标对应2-4季度经济全部运行在潜在增速以下可以实现。

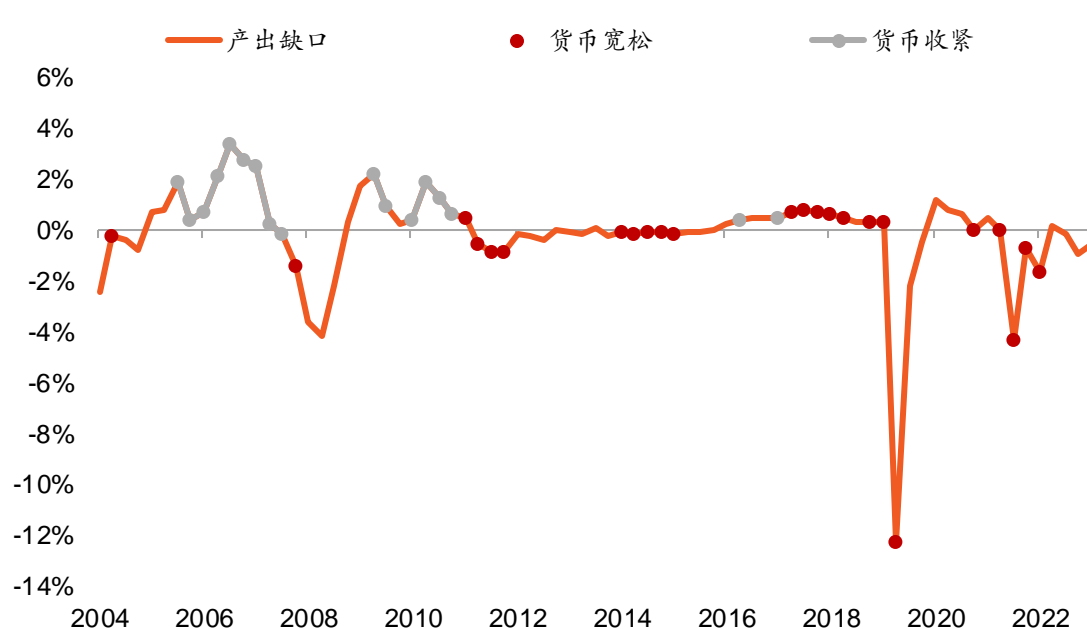
意味着短期内财政和产业政策不需要大幅发力，货币政策几乎没有收紧的空间，按照以往规律是要放松的。

二季度有低基数支撑，读数好看，一般会认为是政策空窗期。除非居民杠杆没稳住。

低基数效应下，全年实现5%增速对应2-4季度经济运行在潜在增速下可以实现（%）

	GDP同比	两年复合	GDP潜在增速	产出缺口
2021Q1	18.7%	5.9%	5.2%	0.7%
2021Q2	8.3%	5.7%	5.1%	0.6%
2021Q3	5.2%	5.0%	5.0%	0.0%
2021Q4	4.3%	5.4%	4.9%	0.4%
2022Q1	4.8%		4.8%	0.0%
2022Q2	0.4%		4.7%	-4.3%
2022Q3	3.9%		4.7%	-0.8%
2022Q4	2.9%		4.6%	-1.7%
2023Q1	4.5%	4.7%	4.5%	0.1%
2023Q2预测	8.0%	4.2%	4.4%	-0.2%
2023Q3预测	3.0%	3.5%	4.4%	-0.9%
2024Q4预测	4.5%	3.7%	4.3%	-0.6%
2024年预测	5.0%	4.0%	4.4%	-0.4%

负的产出缺口意味着财政不会大幅发力，货币很难收紧（%）

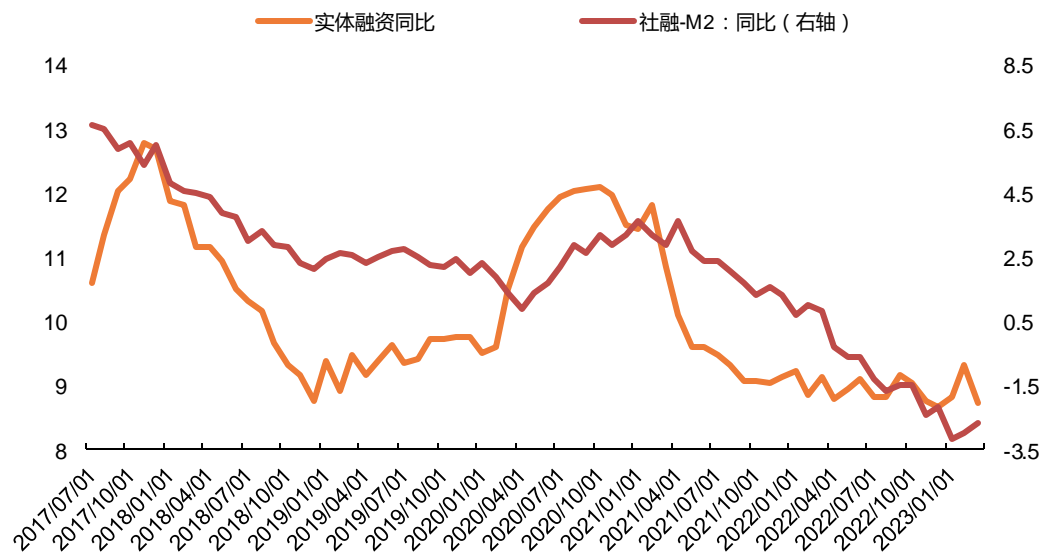


2.2 4-5月信贷大概率回落，对应流动性环境宽松

票据利率回落，显示信贷走弱，短期内实体融资需求维持低位。

前期企业加杠杆或开始乏力，居民杠杆修复缓慢。

● 实体融资需求或维持低位 (%)



● 4月票据利率回落，5月初回落加速，预示信贷走弱 (%)

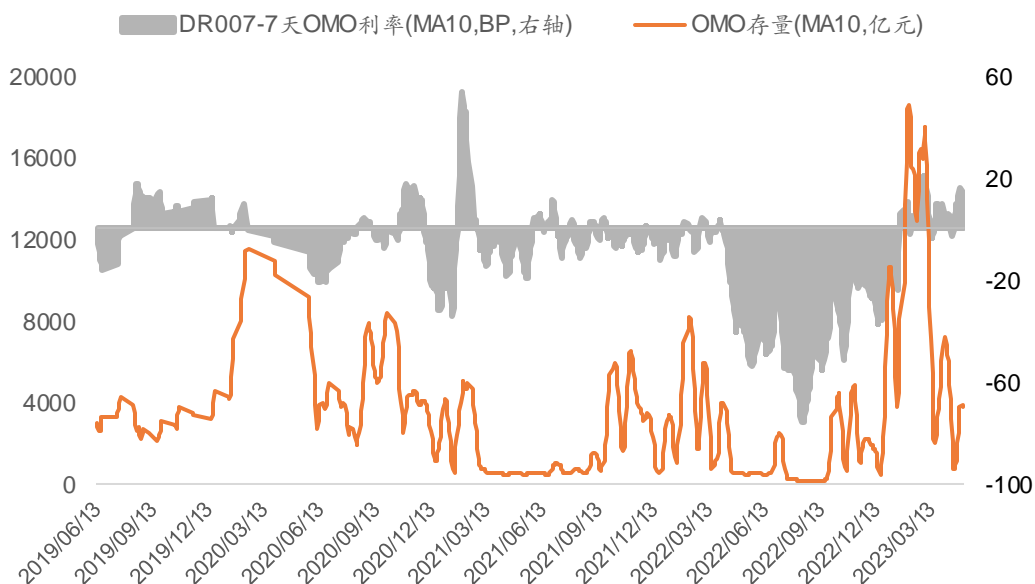


2.2 银行间资金价格围绕政策波动，表外负债修复延续

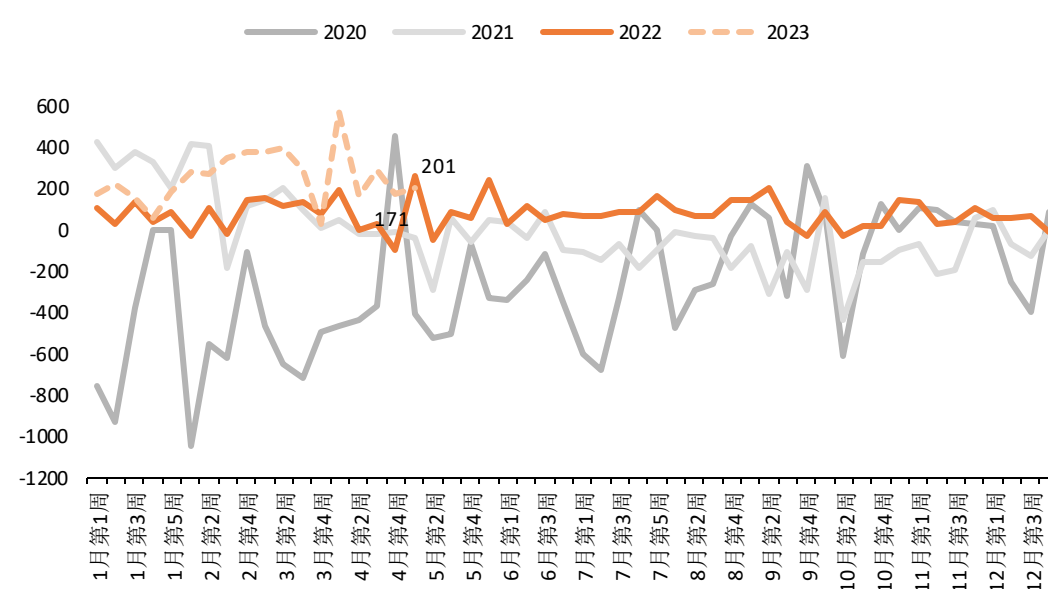
“合理充裕”指向银行间市场利率围绕政策波动，资金价格或仍有回落空间，预计DR007运行区间为1.7%-2%，存单利率下限至2.45%。

根据普益咨询，3月理财规模与2月基本持平，理财纷纷发行期限更长的产品及混合估值产品，甚至阶段性通过TOT模式控制波动，预计负债端修复仍将持续，并支持中短端利率及信用品的需求。

OMO存量在2000-5000亿区间，对应市场利率围绕政策利率波动



理财发行-到期产品数量 (只)





目录CONTENTS

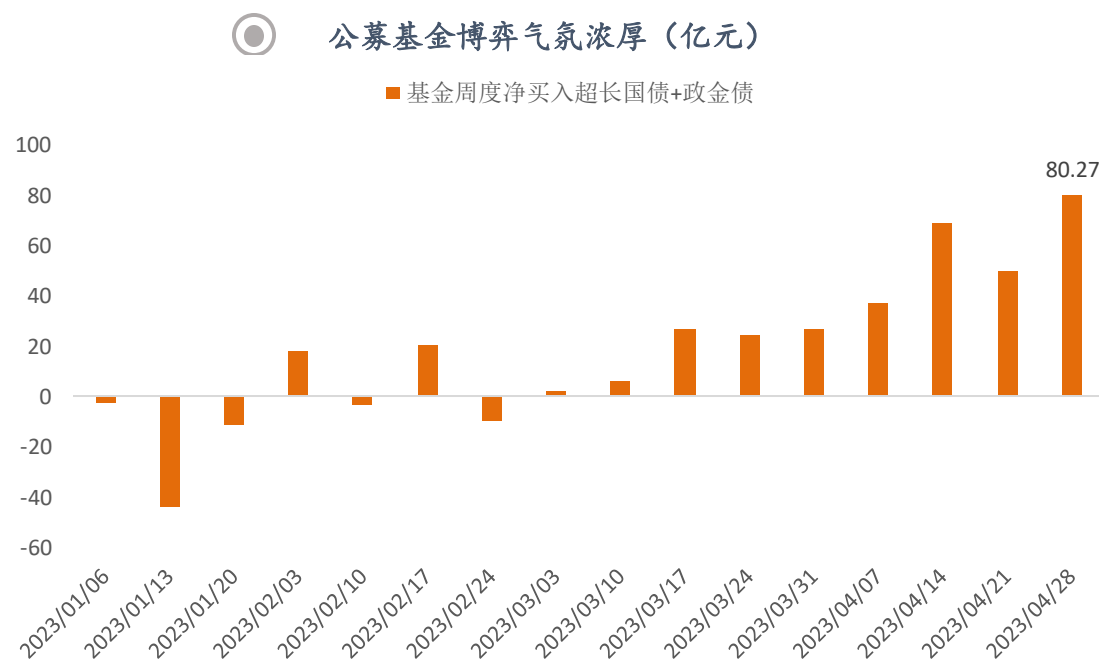
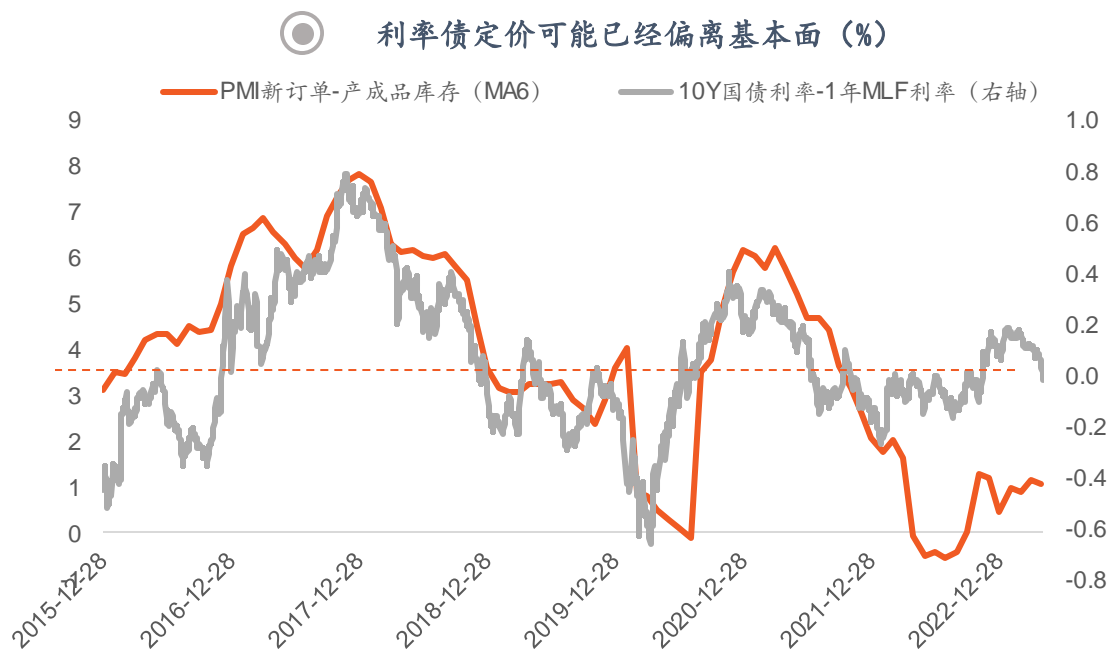
- 市场回顾：海内外避险交易共振
- 宏观与政策：信贷回落支持资金面改善
- 策略展望：杠杆策略，下行止盈
- 风险提示

3 短期内利率在定价衰退及降息，但能否兑现需要边走边看

- 短期内，利率在定价经济继续衰退及降息，能否兑现继续观察。

(1) 从利率角度，22年2-3季度降息前，10Y国债中枢2.8%，当前经济的位置更高，但已回落至2.73%。

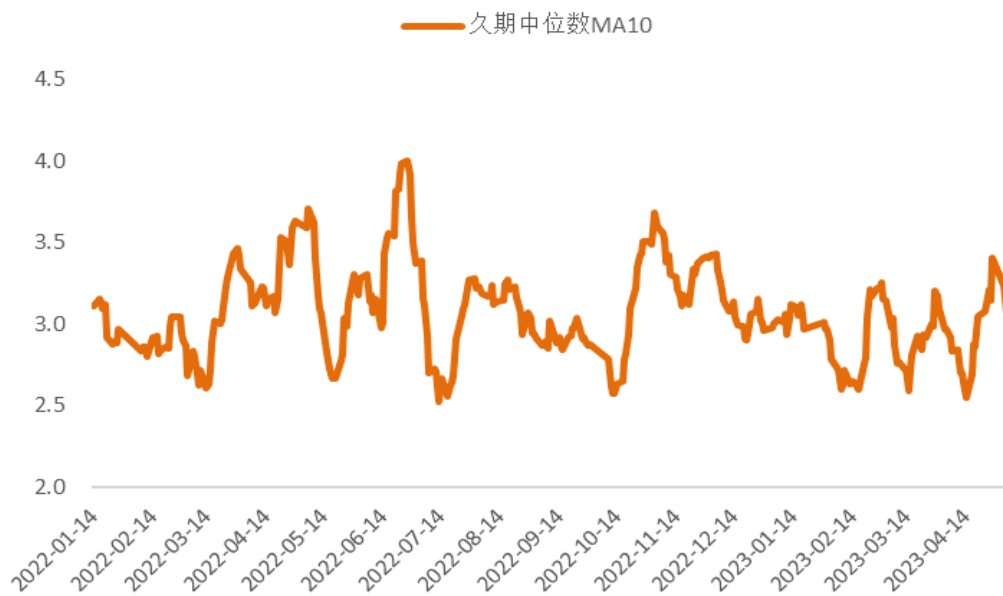
(2) 从利差角度，19年以来经济持续回落时期，国债与MLF利差处于负区间。例如19年1-10月，利差中位数为-8BP（区间为-28BP到13BP），10月出现周期企稳迹象时，利差迅速走阔到正区间；21年四季度到22年10月，国债与MLF利差中位数为-3BP（区间为-25BP到1BP），目前国债与MLF利差是-2BP，市场在定价“经济再衰退以及降息的预期”。



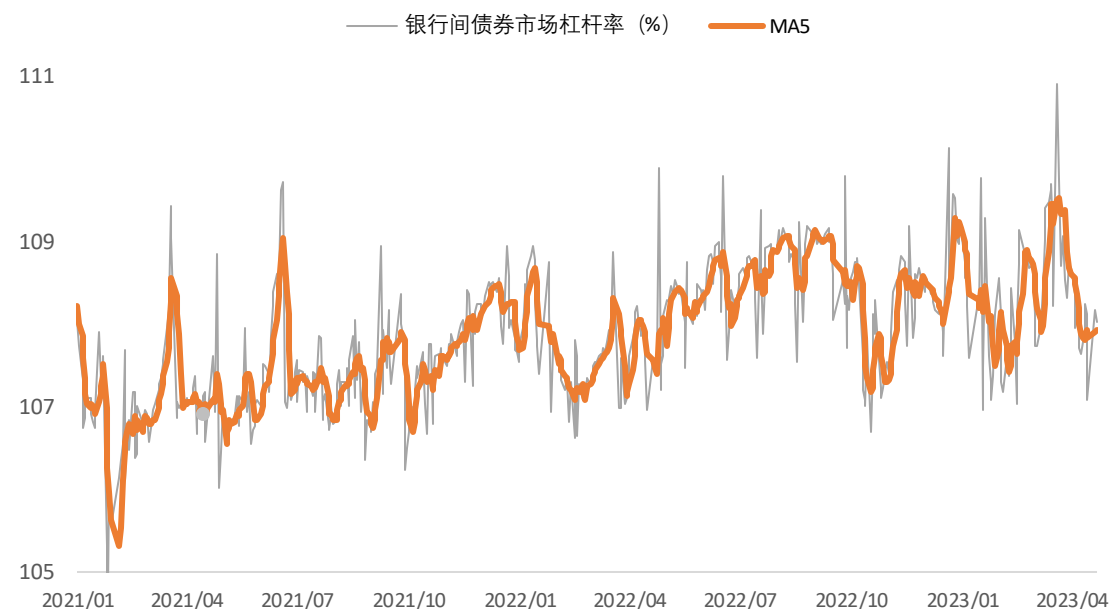
3 从机构行为看，五一以后基金开始止盈

- 由于节前基金仓位偏高，节后利率快速下行伴随着部分交易盘获利了结，说明市场对“经济再衰退”并未达成一致预期，对于交易结构拥挤的风险已开始自发调整。

利率债定价可能已经偏离基本面 (年)



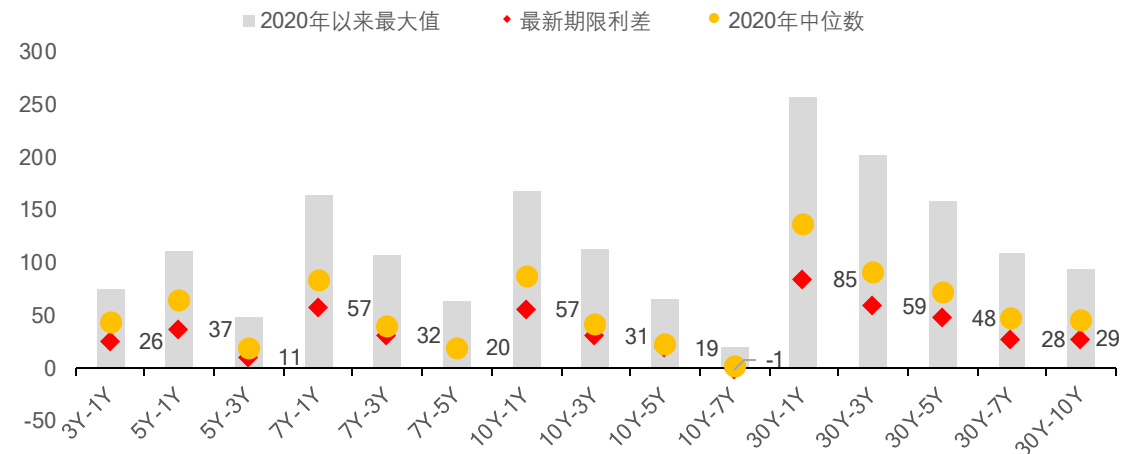
全周银行间债券市场杠杆率下行 (%)



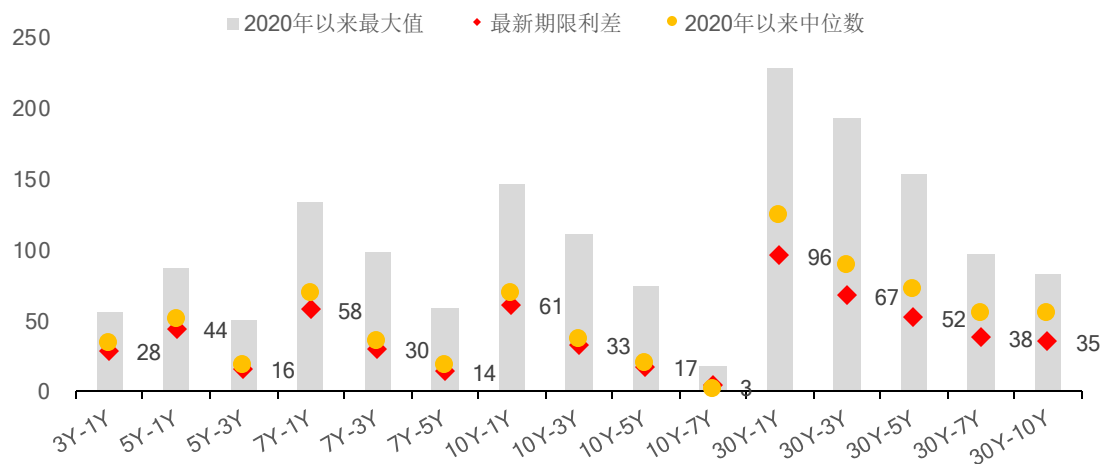
3 杠杆策略，赔率低的位置跟随利率下行止盈

- 由于长端赔率下降，短期内博弈的焦点可能回归中短端，伴随信贷需求回落及资金转松，建议加杠杆。
- 赔率低的位置伴随利率下行止盈。目前国开债比国债贵，超长债更贵。信用债比利率债贵一些，二永债更贵。

国开债期限利差(BP, 数值为当前利差)



国债期限利差(BP, 数值为当前利差)



信用债收益率及历史分位数

	收益率绝对水平: %			历史分位数: %									
				收益率			信用利差			期限利差			
	1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	3-1Y	2-1Y	3-2Y	
中短票	AAA	2.65	2.80	2.93	17.3	14.6	11.9	14.1	21.0	20.5	26.7	17.4	43.5
	AAA-	2.71	2.85	3.01	17.0	13.7	11.8	12.2	17.5	20.1	29.8	15.9	51.9
	AA+	2.76	2.91	3.06	16.3	13.4	10.2	10.4	15.7	10.2	27.4	17.7	39.9
	AA	2.83	3.00	3.54	14.9	10.9	17.0	6.8	7.2	47.2	80.0	18.8	98.2
	AA-	5.24	5.41	5.95	22.3	13.9	27.8	48.1	54.3	84.6	72.2	8.7	98.0
城投债	AAA	2.67	2.82	2.92	16.4	14.8	11.2	12.4	24.8	12.0	28.5	30.6	25.9
	AA+	2.75	2.94	3.08	16.2	14.1	12.1	12.1	23.7	18.9	36.2	36.4	36.9
	AA	2.85	3.14	3.28	16.3	18.4	12.8	11.9	36.1	22.7	44.9	62.0	23.3
	AA(2)	2.96	3.34	3.78	14.6	17.8	23.9	9.3	31.2	54.9	90.2	79.3	92.0
	AA-	4.56	5.66	6.10	19.4	60.5	64.2	43.6	91.2	93.3	97.3	98.8	72.9
银行永续	AAA-	2.80	3.11	3.41	10.1	7.5	7.2	7.2	7.8	17.3	28.0	38.9	62.4
	AA+	2.83	3.15	3.49	9.8	6.4	5.8	5.8	7.8	12.2	31.3	36.3	56.3
	AA	3.29	3.64	4.44	14.0	18.7	13.4	13.4	14.2	60.6	23.9	90.5	99.9
	AA-	4.50	4.91	5.86	32.0	62.2	89.8	89.8	88.1	98.4	28.7	96.9	99.9
	国开债	2.33	2.59	2.70	23.2	14.3	8.6				7.7	6.9	16.7

4 风险提示

1 居民杠杆失速引发政策加码

- 若居民杠杆稳不住，关注政策加码动向。

2 机构行为调整引发的风险

- 若股市大幅调整，可能引发流动性担忧。

3 海外货币政策收紧持续性超预期

- 若海外通胀回落不及预期，货币政策收紧持续性可能超预期。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。