



政策好于预期，债市不宜追高

固定收益2023年中期投资策略

陈曦（分析师）

证书编号：S0790521100002

邮箱：chenxi2@kysec.cn

1. 4月政治局会议重点：没有提到的内容更重要

没有提到的内容：地缘政治、“安全”词频下降、供给侧结构性改革。

重点提到的内容：需求侧、持续性、改革开放、防风险。

2. 当前经济不存在通缩

回顾历史，物价的变化往往滞后于基本面的变化，CPI、PPI是经济的滞后指标。

在经济复苏的初期阶段，物价走势和经济基本面背离时有发生，比较典型的有2020年、2009年两段时期。

3. 在经济上行阶段债市下行空间有限

目前10Y期国债与MLF的利差分位数依然高于50%，从这个角度而言长端收益率依然有下行空间。但是，目前对债市不利的因素正在累积：首先，2023年利率的中枢理应高于2022年，因此当前债市或已超涨，目前10Y国债已经下破政策利率，继续下行空间有限；其次，政策端可能并非像市场理解的一样“保守”，我们认为应该警惕政策和基本面的预期差，追高需谨慎，建议更多转向防守。

4. 转债配置策略：战略性看好内需、大盘

经济延续复苏态势，政策延续稳增长、扩内需，战略性看好与内需相关的大消费、基建链、地产链；稳增长时期，大盘价值转债表现占优。

风险提示：政策变化超预期，疫情扩散超预期。

目录

CONTENTS

- 1 4月政治局会议：没有提到的内容更重要
- 2 当前经济不存在通缩
- 3 在经济上行阶段债市下行空间有限
- 4 转债配置策略：战略性看好内需、大盘
- 5 风险提示

1 4月政治局会议：没有提到的内容

(1) 没有提到所谓的“大国博弈”、“地缘政治”

4月政治局会议历来都是讲经济工作。

(2) “安全”的词频下降

2022年4月、2022年7月、2022年12月政治局会议：“安全”分别出现：3次、6次、6次。

2023年4月政治局会议：“安全”仅仅出现2次，一次是第二段的回顾中提到“更好统筹发展和安全”，一次是最后一段提到“持续抓好安全生产”。在部署工作部分，没有提到“安全”。

(3) 没有提“供给侧结构性改革”

十九大时期：均强调“以供给侧结构性改革为主线”。

2022年10月“二十大”改为“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，12月政治局会议沿用这一提法。

2023年4月政治局会议：没有再提“供给侧结构性改革”。

(1) 此次政治局会议强调“需求侧”

会议对当前形势的判断：“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”、“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。

历史上看，政策重心持续放在“扩大内需”的时期，仅有：2020年、2012年、2009年。

(2) 此次政治局会议强调“持续性”

2022年12月政治局会议提出“推动经济运行整体好转”。

2023年3月以来变为“推动经济运行持续整体好转”。

2023年4月政治局会议，提出了“4个持续”：“推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”。

(3) 此次政治局会议强调“改革开放”

市场理解政策或将转向，“从刺激转向改革”。

实际上，此次会议强调“改革”，但讲的是“改革开放”的“改革”。

(4) 此次政治局会议强调“防风险”。“防风险”专门列为一段，唯一先例是2022年4月地产：两次对地产的调控，对经济的影响是相反的。

2022年以来，房地产的防风险是防止房地产的传染风险。具体措施是“支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作”。

2020年8月“三道红线”开始的房地产调控，对经济的影响是相反的。

地方债务：表态比2022年12月中央经济工作会议有所弱化

2022年12月中央经济工作会议：“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”。

2023年4月政治局会议：“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，没有了“化解存量”。

2021年中央经济工作会议防风险部分提出“化解风险要有充足资源”，目前的资源用于“扩大内需”比“化解存量”更为重要。与2022年4月类似。

2.1 当前经济不存在通缩

当前宏观数据的表现出现明显分化。

信贷和一季度GDP虽然超预期，但CPI、PPI低位徘徊，让市场担心经济存在通缩风险。

但是回顾历史，物价的变化往往滞后于基本面的变化，CPI、PPI是经济的滞后指标。

在经济复苏的初期阶段，物价走势和经济基本面背离时有发生，比较典型的有两段时期：

1.2020年全年CPI与经济基本面显著背离。

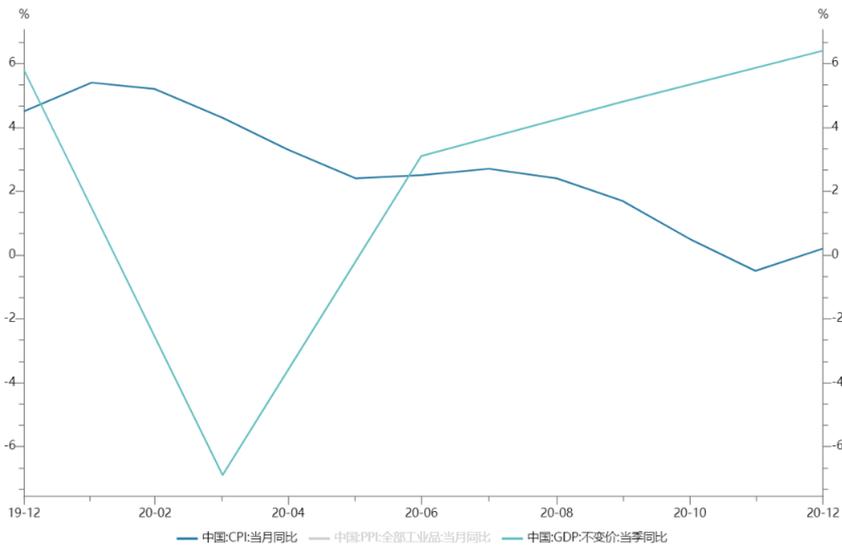
2020年5月后，随着疫情得到有效控制，经济开始在第三季度开始强复苏，基本面各项数据均有不同程度的强势反弹，但是CPI在2020年全年一路下行，直至2021年一季度才触底回升，与经济基本面存在显著滞后。

2.2009年CPI、PPI走势与经济基本面背离。

2.1 当前经济不存在通缩

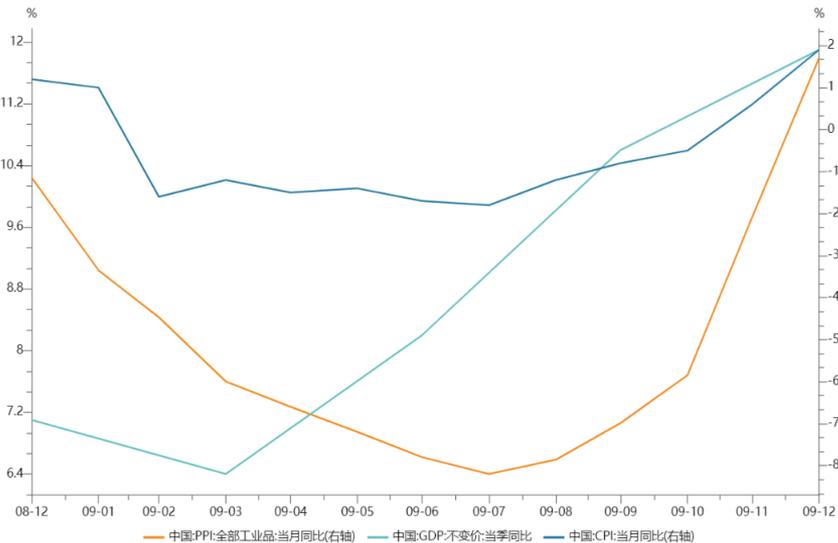
2008年次贷危机后，在有效的刺激政策作用下，国内经济在2009年一季度触底后开始快速复苏，经济增速在2009年一路上行，但CPI和PPI仍在下行通道，直至2009年11月才由负转正，扭转通缩的局面，随后CPI和PPI与经济一起上行。

图1：2020年全年CPI与经济基本面显著背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2009年CPI、PPI走势与经济基本面背离



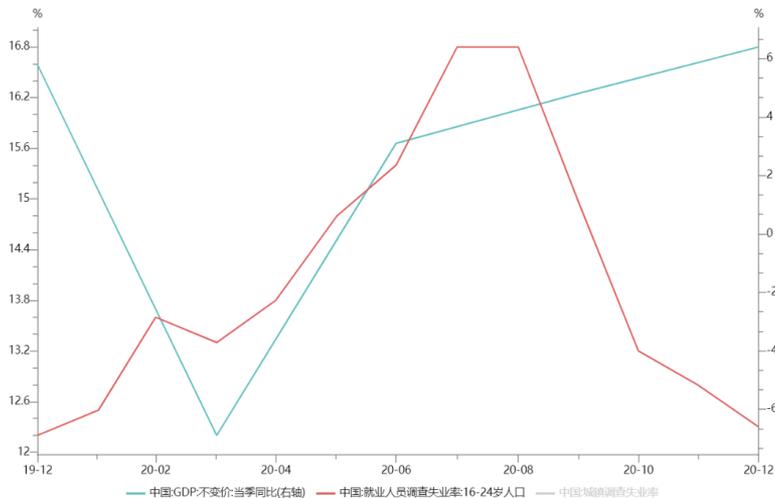
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 青年失业率亦是经济的滞后指标

与通胀指标类似，青年失业率亦是经济的滞后指标。

2020年二季度经济开始快速复苏，但青年失业率仍然居高不下，在2020年7、8月一度高达16.8%，随后才逐渐下行。因此青年失业率的修复显著滞后于经济复苏的节奏。

图3：2020年青年失业率的修复显著滞后于经济复苏的节奏

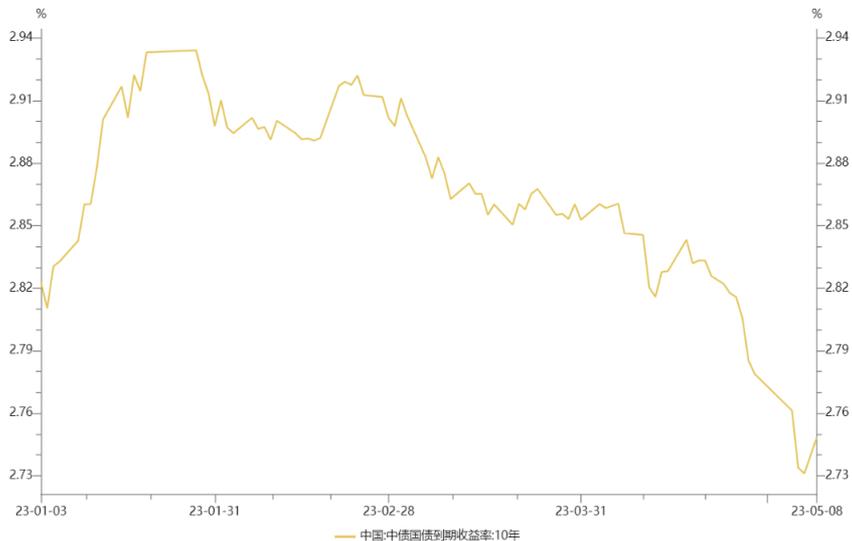


数据来源：Wind、开源证券研究所

3月后债市收益率一路下行，债市对基本面的利空钝化，对利好敏感，这其中既有对国内经济复苏可持续的疑虑，也有海外金融风险摇摆的催化共振。

目前10Y期国债与MLF的利差分位数依然高于50%，从这个角度而言长端收益率依然有下行空间。

图4：4月份后10Y期国债收益率快速下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

但是，目前对债市不利的因素正在累积：

首先，虽然短期复苏存在分化，但2023年经济持续复苏趋势不变，这限制了利率的下行空间。2023年至今10Y期国债利率中枢2.86%，2022年全年10Y期国债中枢2.77%，考虑到2022年MLF调降10bp，因此当前十债与MLF利差与2022年相近。但2022年债市环境比当前要乐观得多，目前10Y国债已经下破政策利率，但经济依然在复苏阶段，失速概率很低，随着经济的持续好转，2023年利率的中枢理应高于2022年，因此我们认为当前债市或已超涨，继续下行空间有限；

此外，政策端可能并非像市场理解的一样“保守”，此次政治局会议聚焦扩大内需，通过四个“持续”安抚市场对政策是否可持续的担忧，后续更多扩大内需政策释出的想象空间可能已经打开，市场的风险偏好或将边际提升。

对于债市，我们认为应该警惕政策和基本面的预期差，追高需谨慎，建议更多转向防守。

战略性看好内需板块。

市场担心经济好转，政策转向。

但政策主线仍然是稳增长、扩内需。

一方面，强调“内生动力不强、需求不足”，另一方面，强调“扩大内需”、“持续性”。

市场已经按照“弱反弹+不可持续”定价，但实际可能是“弱复苏+可持续”。

随着复苏持续、内循环建立、信心滞后性回升，经济还存在“由弱转强”的可能。

看好与内需直接相关的大消费、基建链、地产链相关板块转债。

包括但不限于银地保、新老基建、制造业升级改造、传统消费、新型消费等。

同时看好双碳、安全、质量强国等。

看好大盘价值转债。

历史上稳增长、内需上行时期，大盘占优：

例如2016-2017年、2019年1季度、2020年3月-2021年1月；

2023年全年来看，大盘占优，确定性受益于扩大内需。

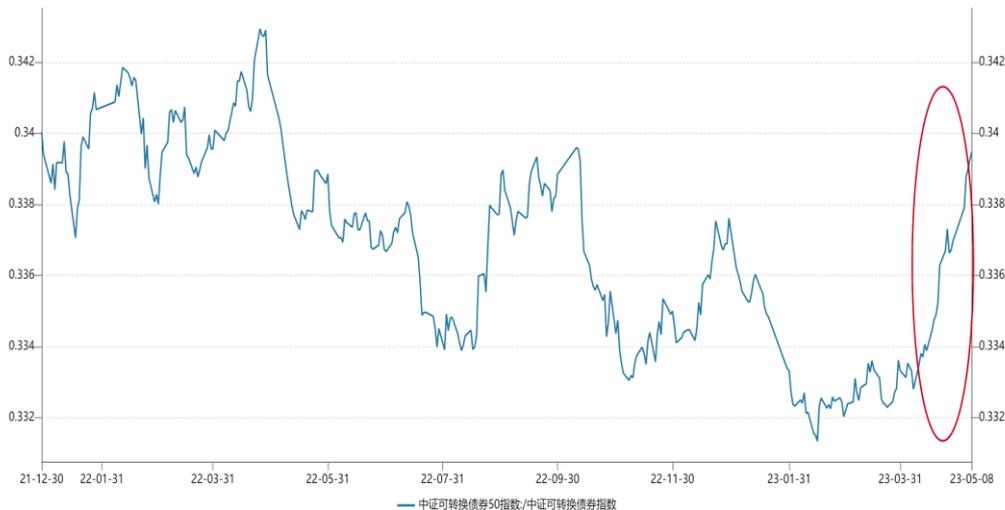
图5：市场风格正在转变，大盘价值转债或占优

市场风格正在转变，大盘价值转债或占优。

前期市场担忧经济复苏力度和持续性，大盘跑输。

经济延续复苏态势，政策延续稳增长。

2023年4月起，大盘转债表现开始占优。



数据来源：Wind

数据来源：Wind、开源证券研究所

政策变化超预期，疫情扩散超预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券