

### 内容摘要：

宏观经济方面，12 月经济数据显示需求端恢复仍然较慢。其中增长较为亮眼的主要为基建投资，或受 12 月特别国债实物工作量落地的拉动。地产投资仍然较为低迷，消费增速也受基数影响而回落，整体低于市场预期。失业率季节性上行，企业用人需求一般，后续随着春节来临，失业率或进一步上升。通胀方面，12 月 CPI 从低位开始回升，食品价格上涨和非食品需求增大共同形成拉动，PPI 增速也同步回升，但环比继续下跌。核心 CPI 保持稳定，预计后续 CPI 逐步转负为正，但仍处于较低位置。

1 月以来，资金利率较上月整体下行，DR007 保持在政策利率附近，资金面整体较为平稳，质押式回购成交量再度走高。央行超量续作 MLF，市场降息预期落空。一级发行方面，同业存单到期量较前期减少，发行利率上行压力边际减小，短期内政府债券供给压力相对历史同期不大，对资金面影响较小。票据利率整体回升较为明显，贷款可能有明显改善，对后续资金面或有所扰动。货币政策保持稳健，更注重盘活存量，总量政策的实施较为谨慎，结构性政策接连出台，预计后续将继续创新工具，精准发力提升效能。整体来看，基本面修复较缓，资金面大幅收紧压力不大，防止资金淤积要求下，继续转松概率较小，预计资金面整体持稳，需关注信贷投放的影响。

12 月中下旬以来，受经济修复不及预期、存款成本下降等因素影响，债券收益率持续下行，曲线走陡。向后看，从经济基本面来看，地产放松效果有限，对经济拖累延续，经济延续弱修复状态，利率上行的空间有限。但近期受货币政策宽松预期影响，收益率已经下行至区间下沿位置；且银行间回购成交量再度提高，显示市场预期较为一致，交易略显拥挤。一季度可能迎来政策落地、债券供给加大、信贷冲量等干扰因素，若后续降准降息等利好兑现，交易盘可适度止盈；配置盘可逢利率上行择机介入，品种上 3~5Y 国债税后收益较好。

## 目录

一、宏观经济：经济修复低于预期，基建增速上行.....	3
(一) 地产放松效果有限，基建投资回升.....	3
1、投资：增速逐步回升，基建投资上行幅度较大.....	3
2、地产：销售仍然较为低迷.....	4
3、消费：增速回落，居民收入增速一般.....	5
4、就业：失业率季节性上行.....	6
5、出口：进出口增速均回升，且好于市场预期.....	7
6、高频数据：开工放缓，库存累积.....	9
(二) 生产：受基数影响，增速继续上行.....	13
(三) CPI 低位回升，PPI 环比仍下行.....	14
二、流动性及货币政策：资金面持稳，货币政策注重提升效能.....	17
(一) 流动性回顾：资金面较平稳，资金利率中枢整体下行.....	17
(二) 金融数据：M1 保持低位，社融增速小幅回升.....	21
(三) 下阶段流动性展望：资金面持稳，关注信贷投放影响.....	23
三、利率债策略：利率下行幅度较大，交易择机止盈.....	23
(一) 利率债走势回顾.....	23
1、收益率逐步回落.....	23
2、隐含税率小幅上行.....	26
(二) 利率债影响因素分析.....	26
1、经济基本面：地产拖累延续，修复不及预期.....	26
2、通胀：CPI 低位回升.....	27
3、广义流动性：(社融-M2) 继续回升，M1 下行速度放缓.....	27
4、狭义流动性：中长端资金利率回落.....	28
5、中美利差：倒挂幅度缩窄，境外机构增持债券.....	29
6、股债比价：股票性价比继续走高.....	30

## 一、宏观经济：经济修复低于预期，基建增速上行

12月份，制造业PMI为49.0%，较上月下降0.4个百分点，连续3个月小幅下降。分行业分析，新动能继续稳定增长，持续推进经济质量的有效提升，基础原材料行业加快收缩，消费品制造业增速有所回调。分项指数变化显示，企业生产活动持稳运行，但市场需求不足，特别是海外需求受季节性影响回落明显，仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。此外，原材料与产成品价格指数差有所扩大。非制造业方面，受淡季及极端天气影响，居民跨区域消费活动减少，住宿餐饮消费活动表现相对较弱；受假期效应消退等因素影响，服务业景气水平回落；年底投资需求加速释放迹象显现，建筑业供需趋升；金融支持实体经济力度也进一步增强。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	PMI	非制造业	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	购进价格	原材料库存	从业人员	配送时间
2023-12	49.0	50.2	48.7	45.8	44.5	47.8	49.0	46.4	47.7	51.5	47.7	47.9	50.3	55.9
2023-11	49.4	50.7	49.4	46.3	44.4	48.2	49.6	47.3	48.2	50.7	48.0	48.1	50.3	55.8
变动	-0.4	-0.5	-0.7	-0.5	0.1	-0.4	-0.6	-0.9	-0.5	0.8	-0.3	-0.2	0.0	0.1

### (一) 地产放松效果有限，基建投资回升

#### 1、投资：增速逐步回升，基建投资上行幅度较大

1-12月固定资产投资累计同比增速3%，较前值提高0.1个百分点，投资增速有所回升。

从当月同比增速看，固定资产投资当月同比增速有所下降，其中地产降幅较为明显，制造业、基建当月投资增速回升，当月基建投资增速上行幅度较大，或受特别国债实物工作量逐步落地拉动。

制造业投资12月延续上行趋势。从行业累计同比增速来看，增速上行较多的

主要是有色金属冶炼以及金属设备制造业等，增速下行的主要是电气机械及器材制造业。

**图表 2 固定资产投资当月同比增速 (%)**

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2023-12	-18.95%	-23.97%	8.23%	10.75%
2023-11	-14.78%	-18.09%	7.10%	5.37%

## 2、地产：销售仍然较为低迷

1-12月，房地产开发投资累计增速-9.6%，较前值降低0.2个百分点。当月同比增速-23.97%，较前值降低5.9个百分点，12月当月地产投资增速继续放缓。

从当月同比增速来看，12月房地产行业新开工增速再度下滑，销售增速继续放缓，竣工增速有所提高。尽管降低首付等政策出台，但对地产销售的提振有限，12月当月销售同比增速-23.04%，较前值下降1.8个百分点。带动资金来源增速也下降，较前值降低7.3个百分点。销售疲弱背景下，开发商新开工动力一般，当月增速-11.55%，较前值下降16.2个百分点。

从累计增速来看，新开工增速小幅回升，其余各分项增速均有所回落。从全年来看，销售、资金来源、新开工、投资均为负增长，其中新开工增速低于-20%，竣工增速为正，全年增长17%对地产投资形成支撑。

**图表 3 房地产分项当月同比增速 (%)**

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源
2023年12月	-23.04	-23.97	-11.55	13.37	-17.77
2023年11月	-21.26	-18.09	4.66	10.30	-10.47
变动	-1.8	-5.9	-16.2	3.1	-7.3

330大中城市地产销售数据显示，1月以来地产销售增速较上月小幅回落。2月日均成交面积同比增速从12月的-10.41%下降至-11.42%。其中二、三线城市增速回升，一线城市增速下行。具体来看，一线城市增速从-6.24%下降至-20.62%，二线城市增速从-8.66%上升至-6.43%，三线城市增速从-18.6%上升至-12.59%。

从土地成交情况来看，12月份土地成交增速有所回升，但1月以来再度回落。12月土地成交增速上升至-4.82%，1月以来再度下行至-50.94%，显示地产预期仍然较为低迷。从土地成交溢价率来看，12月溢价率整体较低，平均溢价率为2.85%，1月以来小幅回升至4.18%附近。

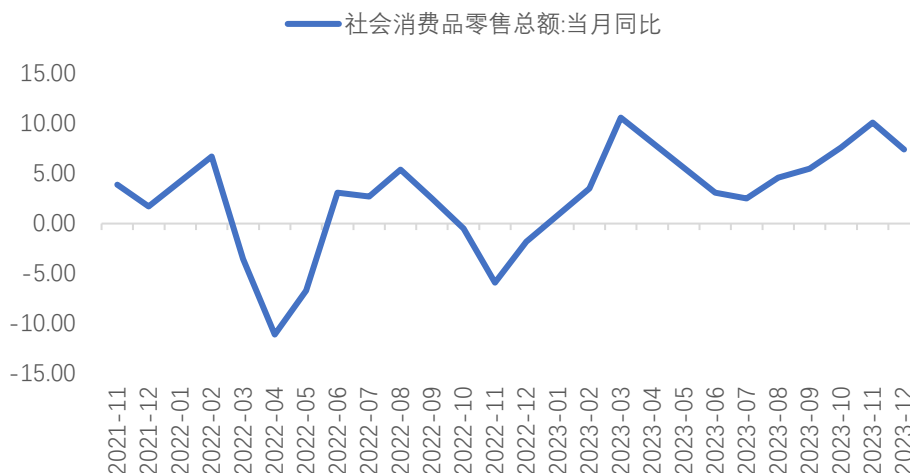
总体而言，12月地产数据显示，在降低首付等宽松政策出台后，地产销售仍然没有明显改善，带动资金来源、新开工增速也回落。30大中城市销售数据也显示地产恢复较慢，展望后续，短期内居民收入预期下滑，加杠杆意愿仍然较弱，地产修复仍需时间。

### **3、消费：增速回落，居民收入增速一般**

12月消费增速回落，当月同比增速7.4%，较前值降低2.7个百分点。12月消费增速回落，一方面受基数抬高影响，另一方面汽车、日用品类增速下降幅度也较大。

从细项看，12月消费回升较多的主要是餐饮、化妆品、金银珠宝，增速下行的主要为汽车、中西药品。具体从当月同比增速来看：一是餐饮消费增速上行，中西药品增速大幅下降，主要受去年同期基数的影响。2022年12月疫情放开初期，线下消费较为低迷，药品类消费大增。二是汽车消费增速下滑，当月汽车消费同比增长4%，较前值下降10.7个百分点。既有基数影响，也显示新能源类汽车消费热度有所下降。三是日用品类消费增速下滑。在基数变动不大的情况下，12月日用品类增速下降9.4个百分点至-5.9%，可能受到11月促销挤出影响。

图表 4 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



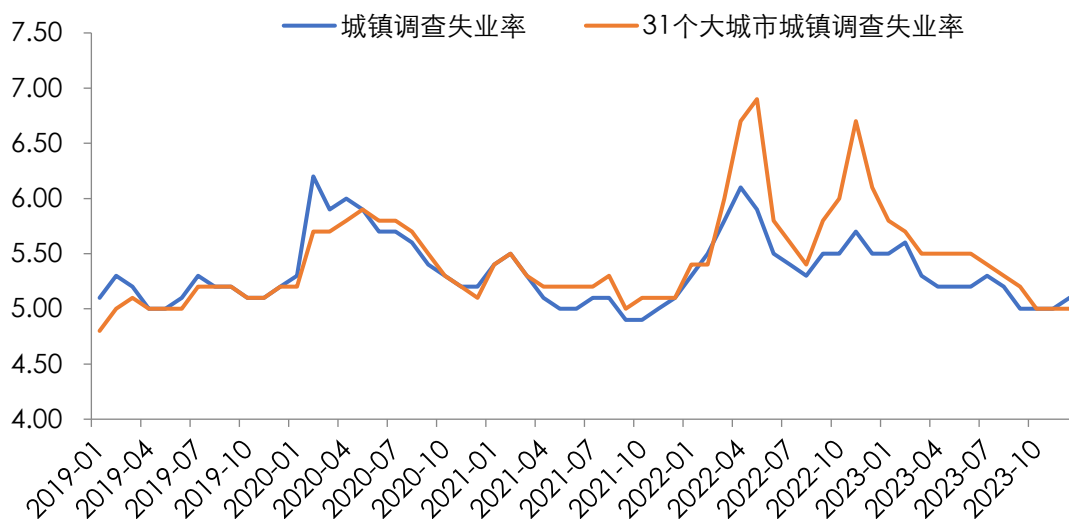
从居民收入情况来看，2023 年城镇居民可支配收入累计同比增长 5.1%，实际累计同比增长 4.8%，低于 GDP 增速，显示居民收入增长较为乏力，也对后续消费形成制约。向后看，随着假期到来，出行相关消费增速预计上升，但受就业、收入增长有限、基数抬升等因素制约，消费整体增速预计继续回落。

#### 4、就业：失业率季节性上行

12月，全国城镇调查失业率5.1%，较前值上升0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5%，与前值持平。12月失业率小幅上行，主要为年末季节性影响。

从结构来看，不包含在校生的16—24岁、25—29岁、30—59岁劳动力调查失业率分别为14.9%、6.1%、3.9%。与6月末16-24岁人口失业率21.3%相比，青年团体失业率有所下降。从景气度指数来看，大、中、小型企业用人需求均下行，就业形势不容乐观。随着春节到来，预计后续失业率继续上行。

图表5 城镇调查失业率(%)



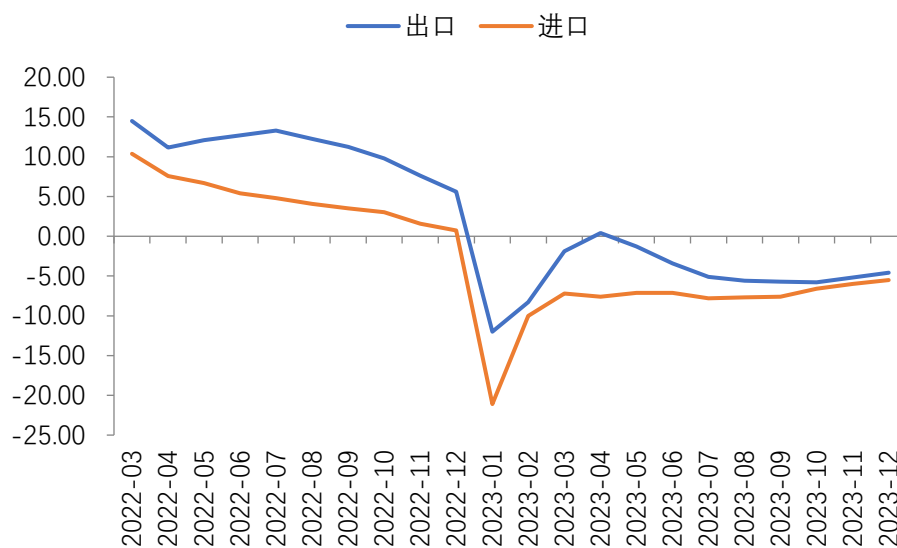
## 5、出口：进出口增速均回升，且好于市场预期

### (1) 当月出口增速回升，略高于市场预期

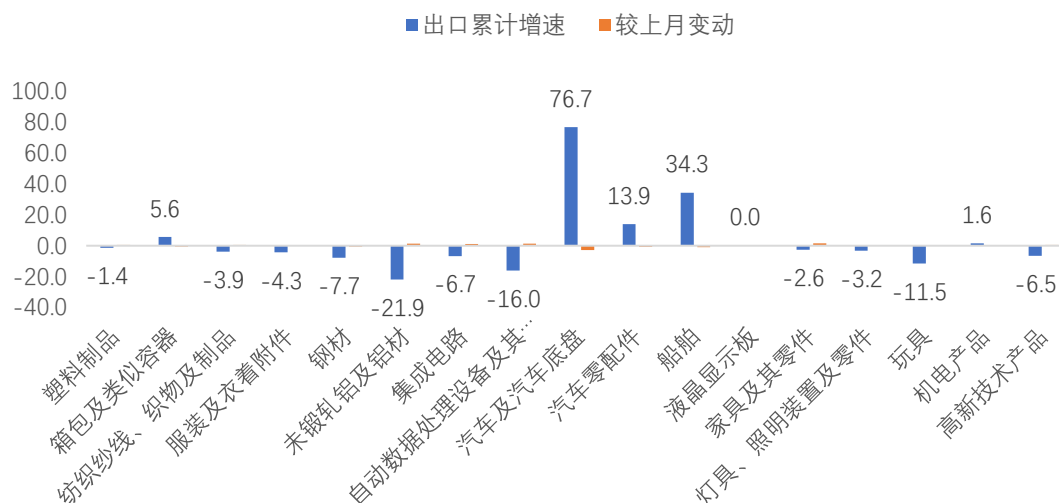
按美元计，1-12月份出口累计同比增速为-4.6%，较前值提高0.6个百分点。当月出口同比增速2.3%，较前值提高1.8个百分点。

12月当月出口增速继续回升，且回升幅度高于市场预期。一方面有基数效应影响，另一方面也与近期全球贸易有所活跃有关。从细项来看，电子产品、日用品类出口增速回升，汽车出口增速小幅下降但仍处于高位。向后看，1月出口基数仍然较低，预计将带动出口增速继续回升，但2月之后基数逐步上升，出口增速可能再度下行。

图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）



图表 7 中国出口累计增速（以美元计，%）



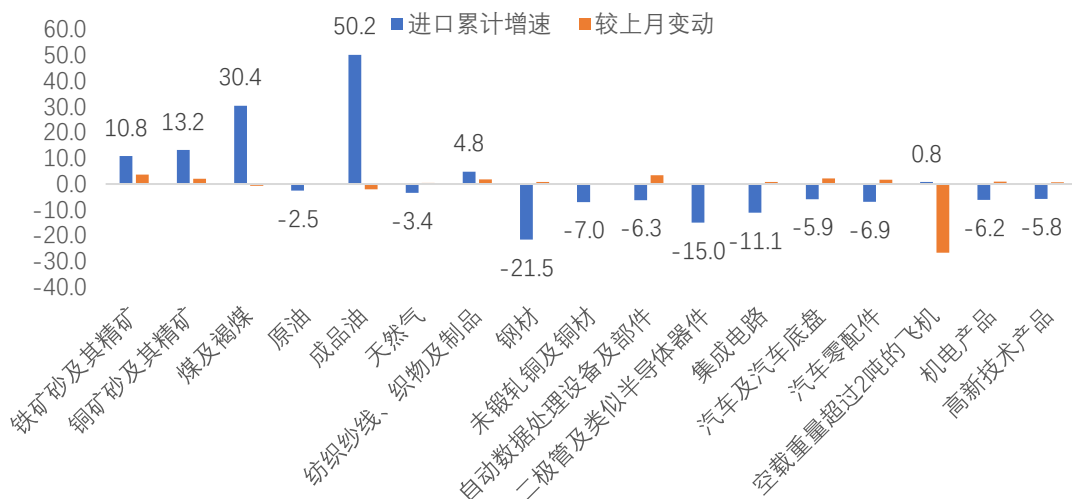
(2) 进口：增速好于预期，能源类进口继续下滑。

按美元计，1-12月进口累计同比增速-5.5%，较前值上升0.5个百分点。当月进口同比增速0.2%，较前值提高0.8个百分点。

从进口产品类别看，1-12月进口中能源类、飞机进口继续下滑，其余产品进口增速上行。具体从进口累计增速来看：一是能源类进口增速继续下滑，主要受价格下跌拖累。二是其余多数产品增速上行，铁矿石、铜矿石、电子产品类进口上行幅度较大。三是飞机进口增速下降，较前值下降26.6个百分点至0.8%。



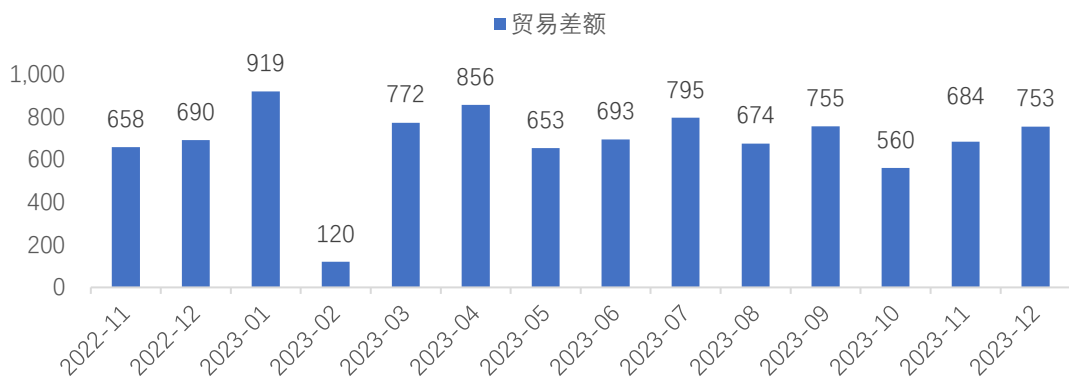
图表 8 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差环比上升。

按美元计，12月我国贸易顺差为753亿美元，较上月环比上升。11月以来，出口增速逐步上行，带动贸易顺差有所扩大。从资本项下来看，随着美债收益率的回落，中美利差倒挂幅度较以往缩窄，外资流出压力有所减轻。叠加贸易项下顺差扩大，预计能够对汇率形成一定支撑。

图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）



6、高频数据：开工放缓，库存累积

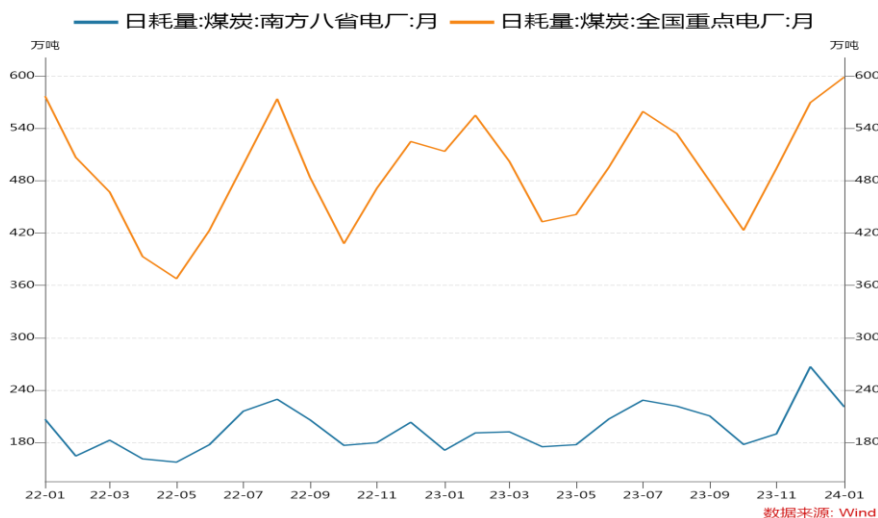
从高频数据来看，12月份以来，受寒潮天气影响，电厂耗煤量有所提升。

但钢铁需求走弱，钢厂开工率普遍下滑，库存累积；卡车轮胎开工率也持续下行，显示生产较前期有所放缓。

(1) 电厂日耗煤量1月有升有降

从电厂耗煤量来看，12月以来电厂日耗煤量环比有所上升，或受天气寒冷影响，1月以来有升有降。其中南方八省电厂日耗煤量从12月的267万吨/日下降至220万吨/日；全国重点电厂日耗煤量从569万吨/日上升至599万吨/日。

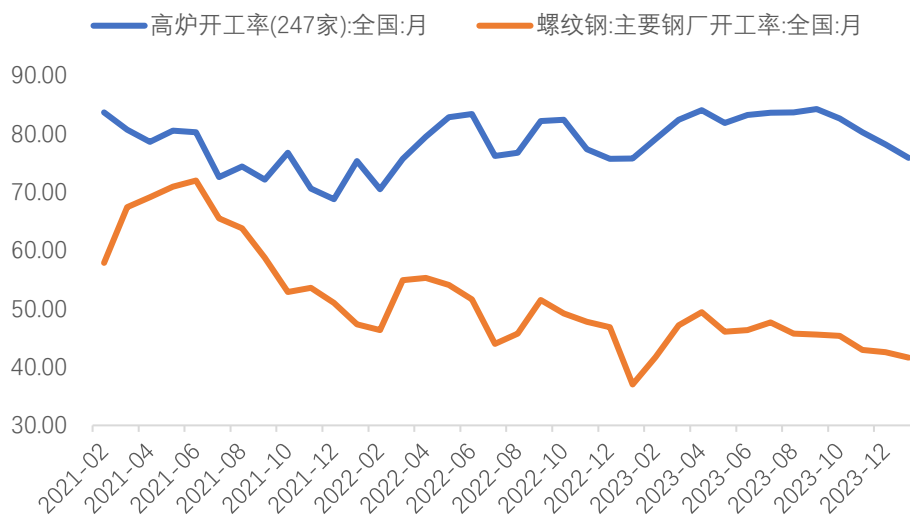
图表 10 重点电厂日耗煤量



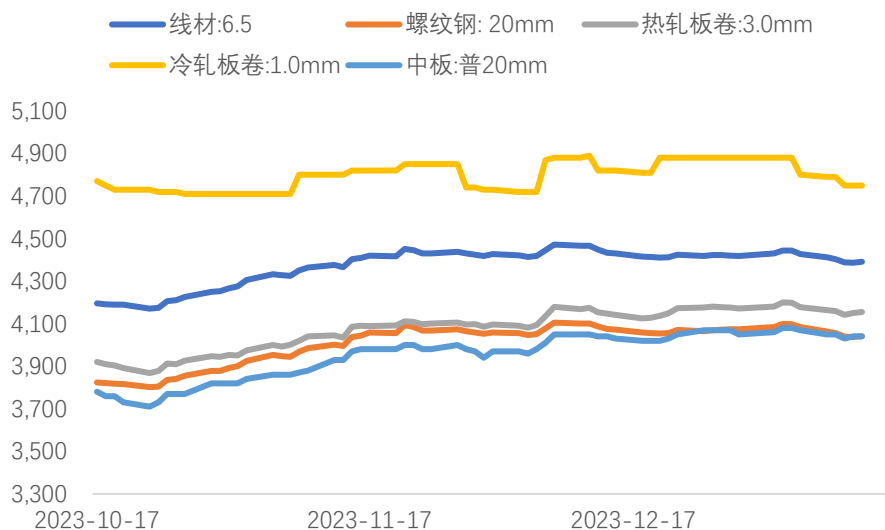
(2) 钢铁开工率继续回落，库存逐步累积

从生产端来看，1月钢铁开工率较12月继续回落。其中全国247家钢厂高炉开工率从12月的78.15%下降至75.88%，螺纹钢主要钢厂开工率从42.55%下降至41.64%。各类钢材价格自1月以来小幅下跌。从库存来看，12月下旬以来库存库存开始累积，1月库存进一步上升。叠加生产放缓、价格下跌，显示钢铁需求有所走弱。

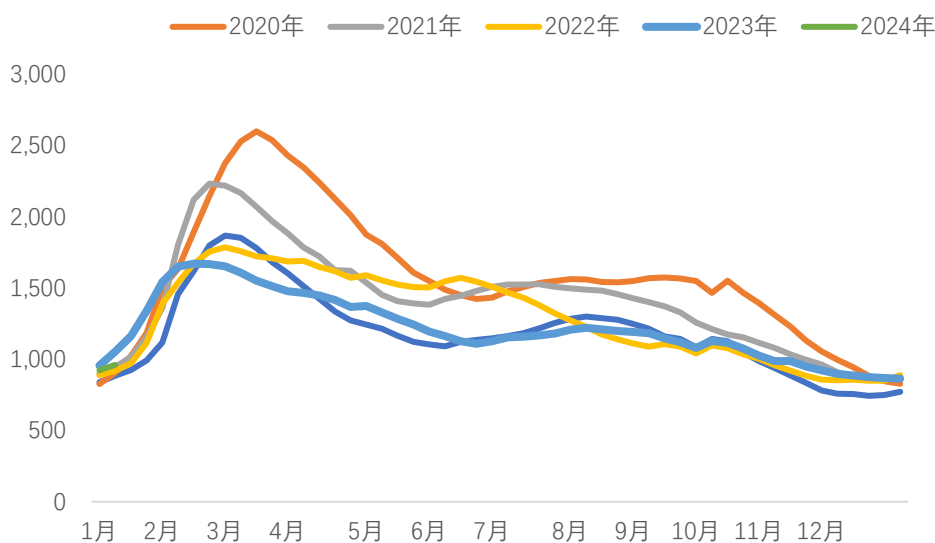
图表 11 钢铁高炉开工率



图表 12 各类钢材价格

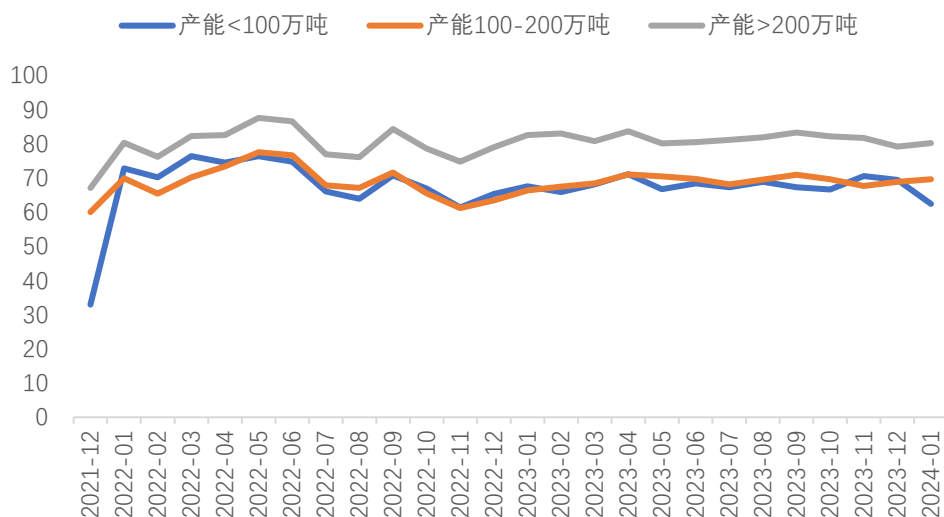


图表 13 钢材社会库存



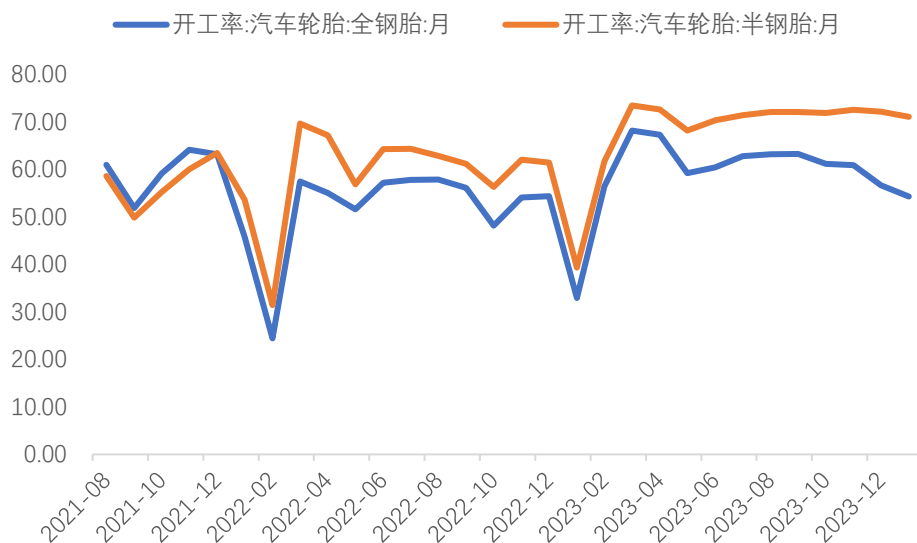
1月焦化企业开工率略有分化，小型焦炭企业开工率下降幅度较大，1月平均开工率为62.44%，较12月下降6.94个百分点。大、中型焦炭企业开工率小幅回升，1月平均开工率为80.22%、69.57%，较12月分别提高1.05、0.67个百分点。

图表 14 焦化企业开工率



从卡车轮胎开工率来看，12月以来开工率持续下降。1月全钢胎和半钢胎开工率分别为54.32%、71.1%，分别较12月下降2.37、1.08个百分点。

**图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率**



## (二) 生产：受基数影响，增速继续上行

1-12月，规模以上工业增加值累计同比增长4.6%，较前值提高0.3个百分点。当月同比增速为6.8%，较前值提高0.2个百分点。12月生产增速的回升或主要受基数影响，去年12月受疫情影响，出勤率大幅降低，工业生产也随之放缓。

**图表 16 规模以上工业增加值累计同比增速 (%)**

指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2023-12	4.60	2.30	5.00	4.30	2.70
2023-11	4.30	2.10	4.70	3.90	2.30
2023-10	4.10	1.80	4.50	3.30	1.90

从行业来看，12月采矿业、制造业、电力、燃气和水的生产供应业、高技术产业增速均回升，显示主要为基数影响。具体从累计同比增速来看，采矿业增长2.3%，较前值提高0.2个百分点。制造业增长5%，较前值提高0.3个百分点，继续随库存周期回升而上行。高技术产业增速2.7%，与前值提高0.4个百分点。电力、燃气及水的生产和供应业增长4.3%，较前值提高0.4个百分点。

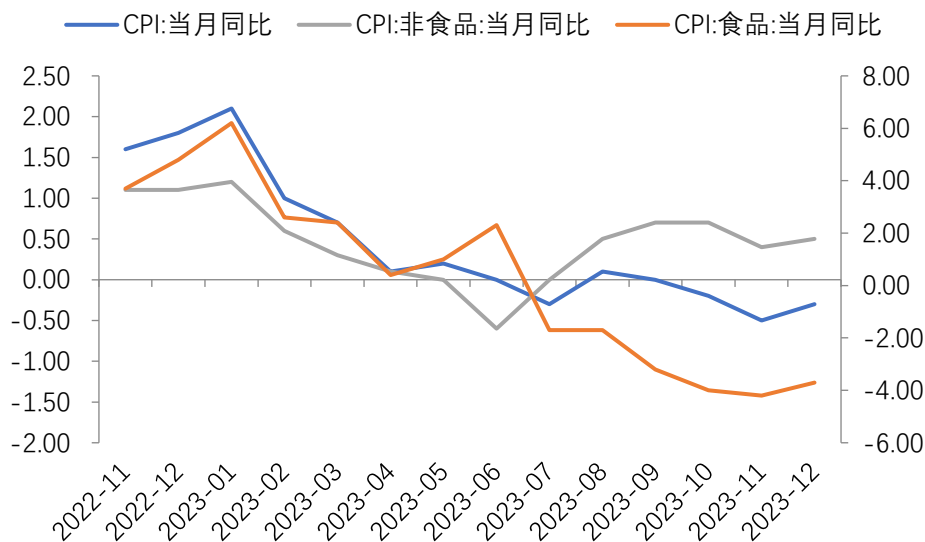
总体而言，12月经济数据显示需求端恢复仍然较慢。其中增长较为亮眼的

主要为基建投资，或受12月特别国债实物工作量落地的拉动。地产投资仍然较为低迷，消费增速也受基数影响而回落，整体低于市场预期。失业率季节性上行，企业用人需求一般，后续随着春节来临，失业率或进一步上升。

### （三）CPI 低位回升，PPI 环比仍下行

12月通胀CPI略高于市场预期，但仍处于低位，食品价格和非食品价格共同拉动CPI回升；PPI同比增速回升，但环比继续下跌。

图表 17 CPI 变化趋势 (%)



#### 1、受寒潮影响，食品价格涨幅较大。

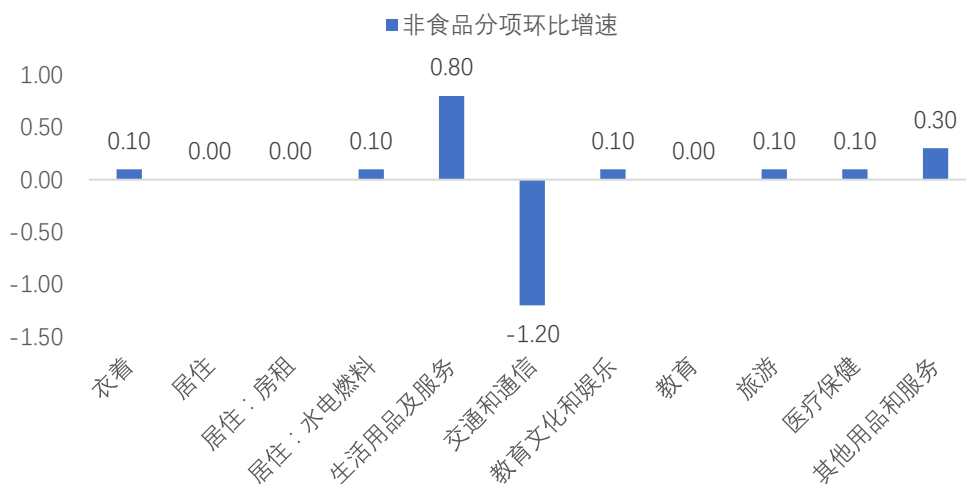
12月CPI同比增速为-0.3%，较前值提高0.2个百分点，环比上涨0.1%，较前值提高0.6个百分点，环比涨幅基本符合历史平均水平。其中食品价格环比上涨0.9%，同比增长-3.7%。非食品价格环比下跌0.1%，同比上涨0.5%。12月，CPI较前期底部有所回升，主要受食品价格上涨、非食品跌幅缩窄所拉动。

在食品细项中，鲜菜、鲜果价格涨幅较大，猪肉价格跌幅缩窄。雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，加之节前消费需求增加，鲜菜、鲜果及水产品价格分别上涨6.9%、1.7%和0.9%，合计影响CPI上涨约0.19个百分点。猪肉价格环比增速为-1%，虽继续下跌但跌幅较前值（-3%）缩窄，对CPI的拖累减弱。

12月非食品价格环比下跌0.1%，增速较上月提高0.3个百分点。同比增长0.5%，较前值提高0.1个百分点。非食品价格环比跌幅较之前缩窄。从分项环比

增速看，非食品中涨幅较大的主要有生活用品及服务（0.8%）、其他用品和服务（0.3%）、衣着（0.1%）、水电燃气（0.1%）、旅游、医疗保健等。跌幅最大的主要是交通和通信（-1.2%）。

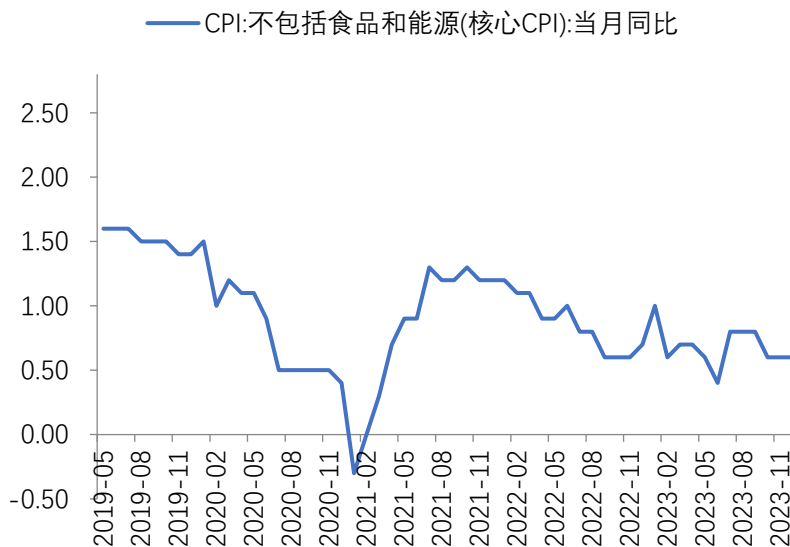
**图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）**



## 2、核心 CPI 环比上涨，同比增速持平前值

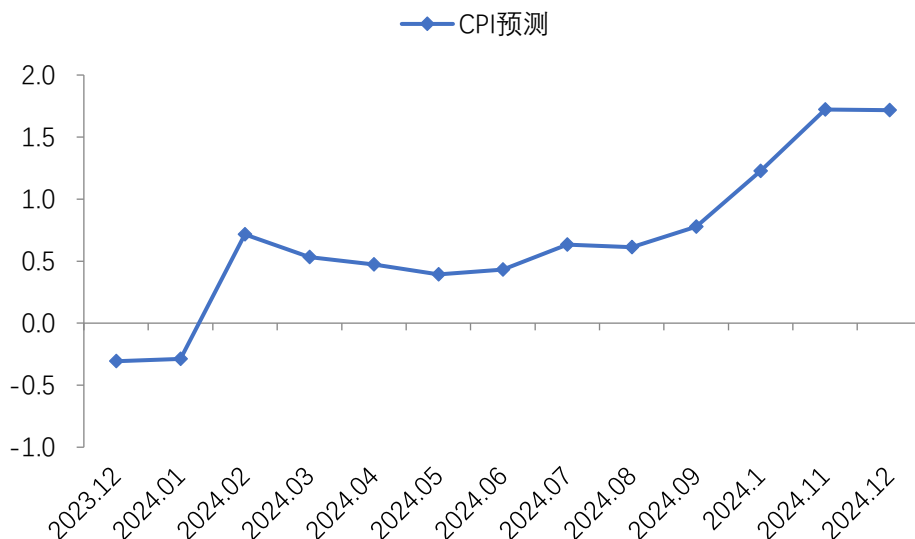
12月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.6%，与前值持平；环比上涨0.1%，较前值提高0.4个百分点。核心CPI环比增速提高，主要受近期出行、娱乐以及生活服务需求增大影响。向后看，1月基数较高，核心CPI预计仍处于低位，后续有望逐步回升。

**图表 19 核心通胀走势（%）**



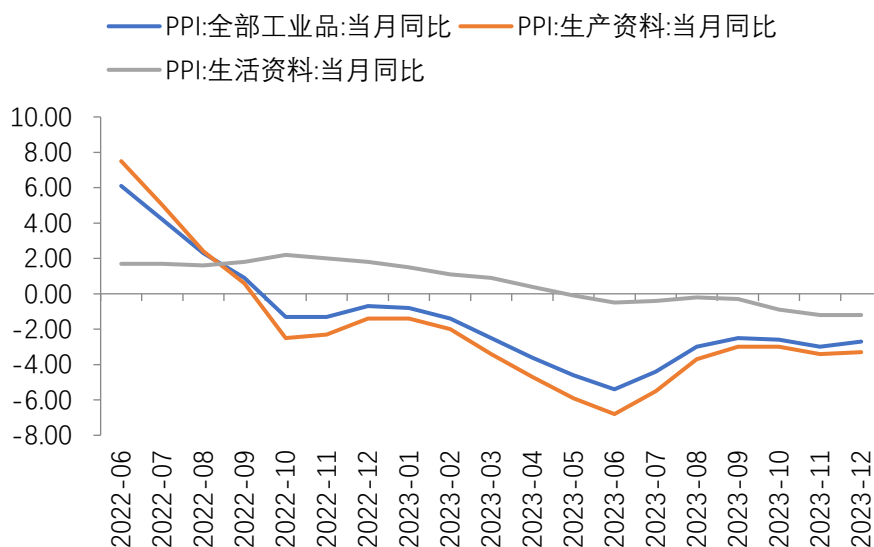
12月CPI环比增速基本与历史平均水平相符，对后续CPI走势测算，预计2024年1月开始CPI有望延续回升趋势，上半年中枢在0.5%附近。

**图表 20 CPI 走势预测 (%)**



12月，PPI环比下跌0.3%，跌幅与前值持平；同比增长-2.7%，较前值提高0.3个百分点。受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，PPI延续环比下跌趋势，但同比跌幅缩窄。

**图表 21 PPI 及分项走势**

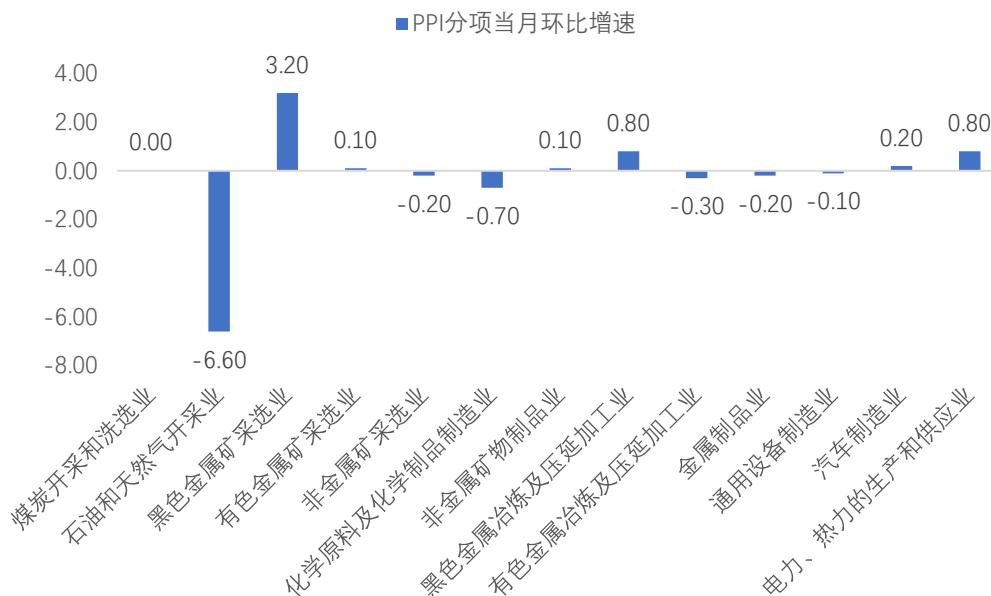


从分项看，12月上游价格环比跌幅最大，中游价格环比跌幅缩窄，下游价格环比继续下跌。12月黑色金属、水泥环比涨幅较大，石油价格环比大幅下



跌，有色金属环比小幅下跌。

图表 22 PPI 分项当月环比增速 (%)



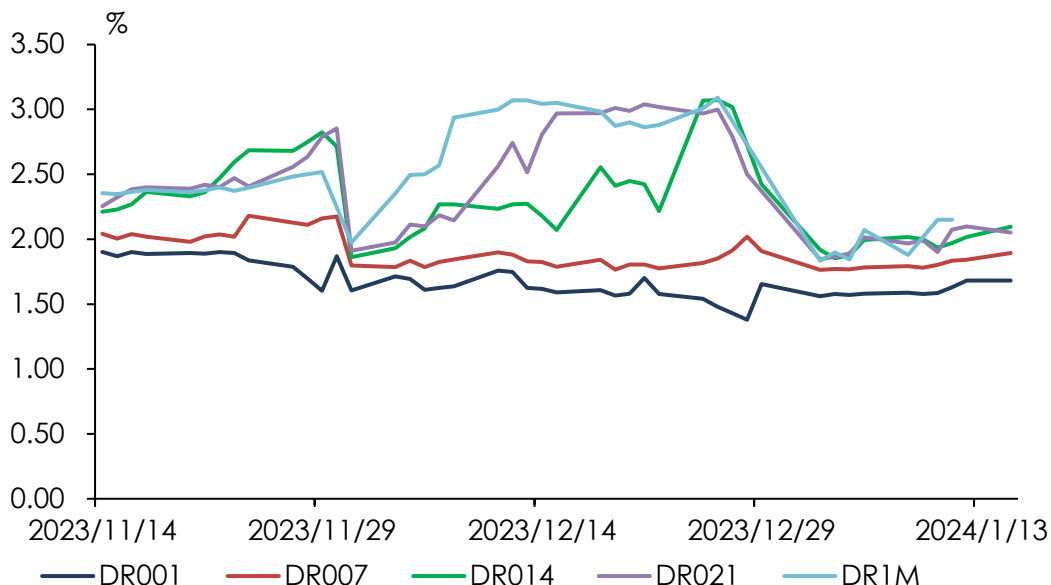
## 二、流动性及货币政策：资金面持稳，货币政策注重提升效能

### (一) 流动性回顾：资金面较平稳，资金利率中枢整体下行

央行 1 月上半月每日开展 7 天逆回购，超量续作 MLF，上半月短期资金利率中枢整体较上月下移，DR007 保持在政策利率附近，临近月中缴税期有所走高。

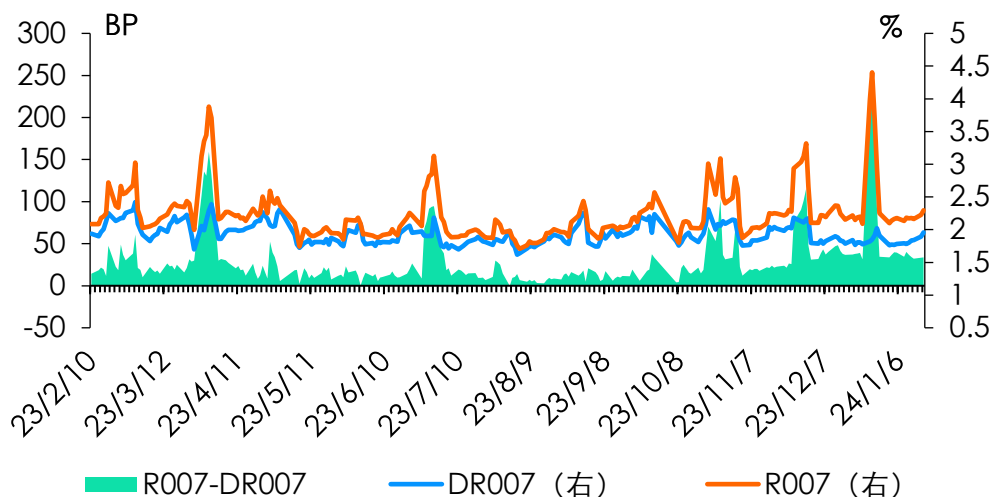
具体来看，截至 1 月 16 日，央行累计开展 11 期 7 天逆回购操作，投放金额 13170 亿元，超量续作 MLF 投放金额 9950 亿元。结合到期量来看，1 月上半月央行净回笼 16620 亿元。短期资金方面，1 月以来资金面较为平稳，DR007 保持在政策利率 10bp 范围内波动。具体来看，截至 1 月 15 日，DR001 均值为 1.6%，DR007 均值为 1.8%，DR014 均值为 1.97%，DR021 均值为 1.97%，DR1M 均值为 1.98%。资金价格较上月月均下行，分别下行 1bp，3bp，40bp，65bp 和 83bp。

图表 23 各期限短期资金利率均值整体下行



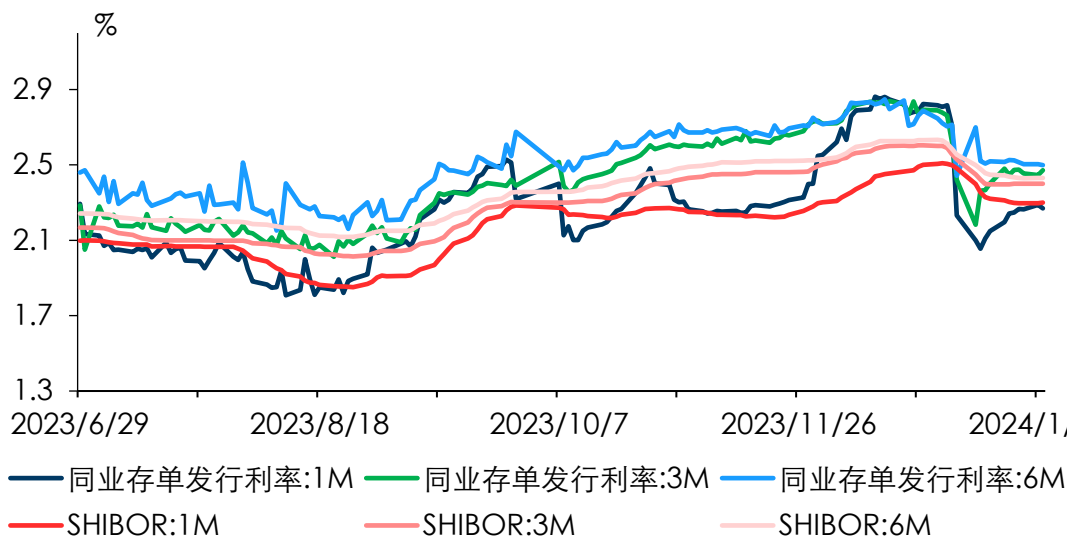
跨年后流动性改善，政府债券为净偿还状态，叠加前期国债资金落地使用，资金面较为平稳，机构流动性分层较上月改善。截至 1 月 15 日，R007-DR007 的均值为 36bp，较 12 月的均值 66bp 下降。

图表 24 机构流动性分层改善



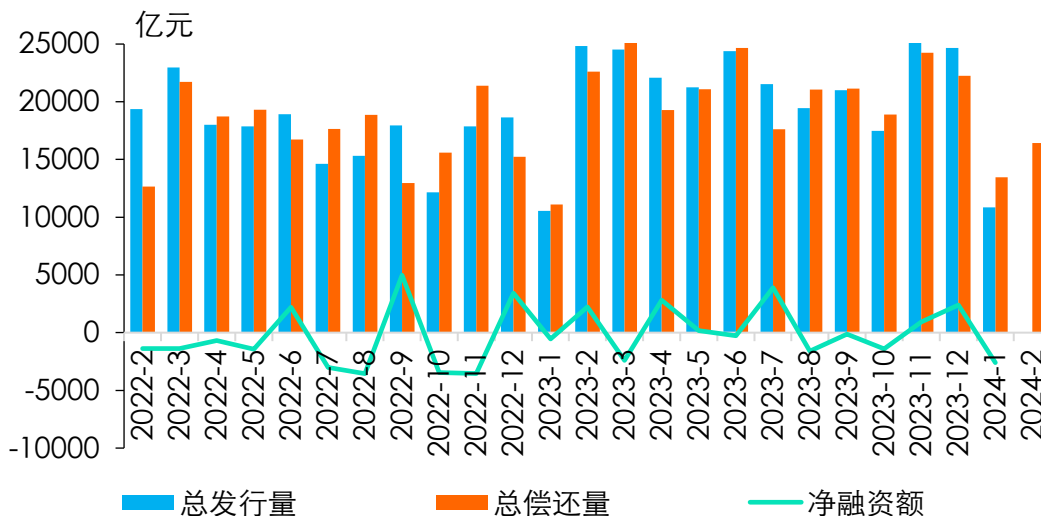
长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢整体较上月下行。具体来看，同业存单方面，至 1 月 15 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 2.19%，3M 为 2.41%，6M 为 2.53%，分别较 12 月均值下行 55bp、36bp 和 22bp；Shibor 方面，截至 1 月 15 日，各期限平均利率：1M 为 2.32%，3M 为 2.41%，6M 为 2.45%，分别较 12 月均值下行 11bp、17bp 和 15bp。

图表 25 长期资金价格整体下行



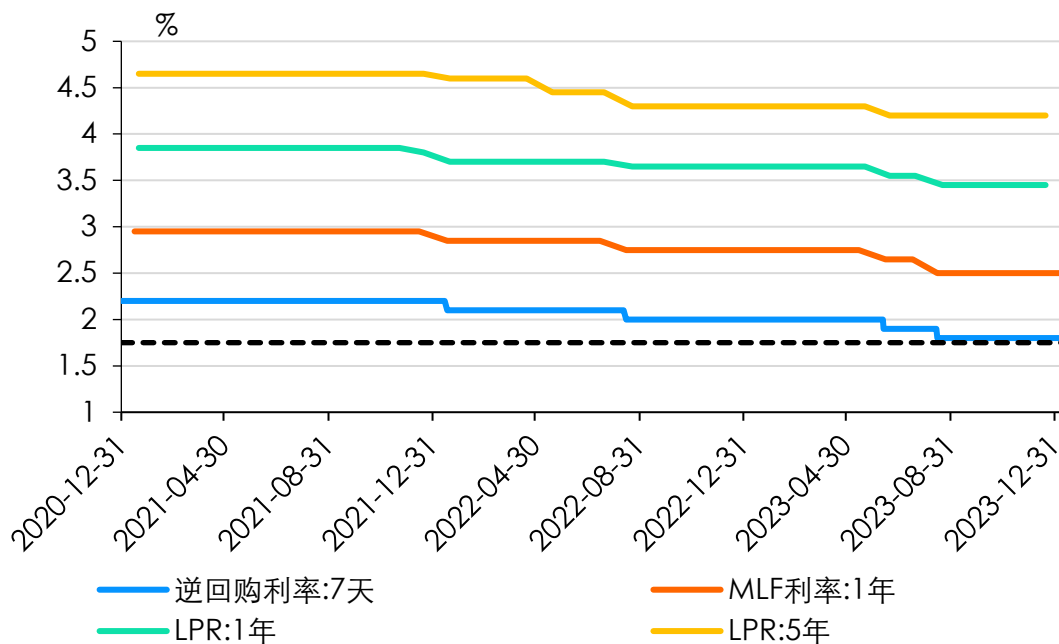
向后看，1月、2月同业存单偿还量分别为1.3万亿元和1.6万亿元，偿还量减少较多，同业存单发行利率上行压力边际减小。

图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）



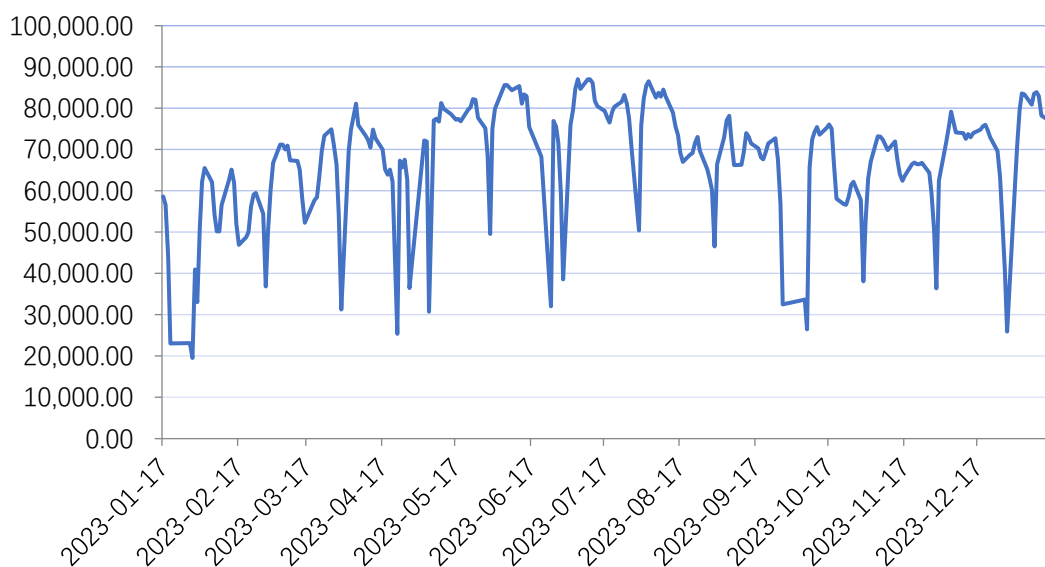
利率走廊方面，本月7天期逆回购操作利率为1.8%，MLF操作利率为2.5%，1年LPR为3.45%，5年LPR为4.2%，较上月持平。

图表 27 利率走廊变化 (%)



1 月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 8 万亿，较上月同期均值 7.3 万亿有所增加。上半月质押式回购日成交量最高为 8.4 万亿，较上月 7.9 万亿的高点也有所增加。整体来看，本月由于资金面较平稳，长端债券利率下行至低位，机构加杠杆意愿抬升。

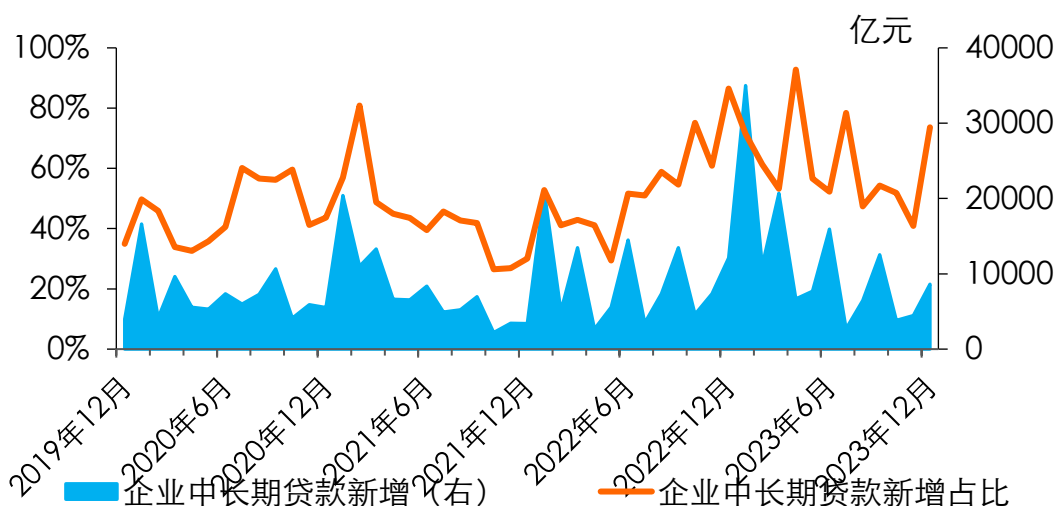
图表 28 银行间质押式回购日成交量 (亿元)



## (二) 金融数据：M1 保持低位，社融增速小幅回升

12月信贷总量同比少增，主要由于企业中长期贷款同比少增。企业端，短期和中长期贷款均同比少增，一方面，今年对公信贷投放前置较多，另一方面，去年在政策性开发性金融工具等结构性货币政策发力较多使得基数较高。向后看，1月票据利率环比提升明显，信贷投放或较乐观。居民端，短期贷款同比多增，中长期贷款同比少增，居民日常消费出行改善，但购房需求提振有限。向后看，房地产销售高频数据未见明显改善，居民购房需求续弱。

图表 29 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 30 半年国股转贴现利率



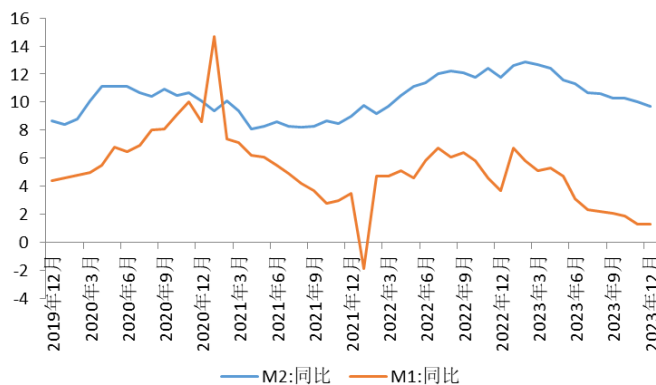
政府债券同比多增较多带动社融同比多增。2023 年新增 10000 亿特殊国债发行，12 月国债净融资超 8000 亿，对社融拉动较大。

**图表 31 社会融资规模各细项新增（亿元）**

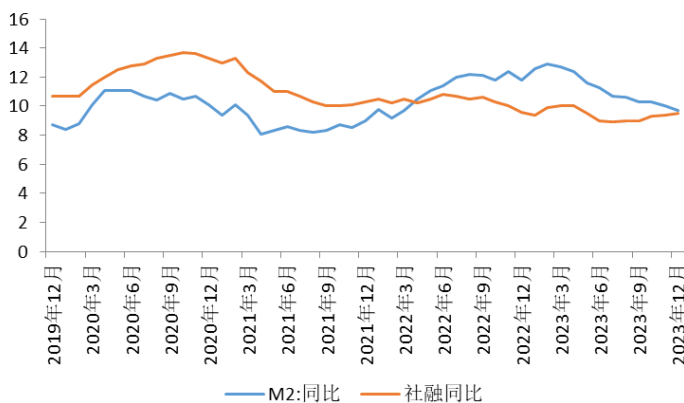
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	票据融资	企业债券	股票	政府债券
2023年3月	53850	39487	427	175	-45	1792	3340	614	6015
2023年4月	12250	4431	-319	83	119	-1345	2941	993	4548
2023年5月	15540	12219	-338	35	303	-1795	-2164	753	5571
2023年6月	42245	32413	-191	-56	-154	-692	2229	700	5371
2023年7月	5357	364	-340	8	230	-1963	1281	786	4109
2023年8月	31269	13412	-201	97	-221	1129	2778	1036	11759
2023年9月	41227	25369	-583	208	402	2397	554	326	9920
2023年10月	18500	4837	152	-429	393	-2536	1144	321	15600
2022年10月	9134	4431	-724	470	-61	-2156	2413	788	2791

12 月 M2 同比增长 9.7%，不及预期 10.1%。M1 同比增速 1.3%，预期 1.5%，前值 1.3%。M2 增速小幅下降，M1 增速持平上月，企业活力仍然不足，M1 与 M2 剪刀差较上月缩小。社融增速小幅回升，整体仍处于底部，通胀继续保持负数，但环比有所改善，内需提振较为缓慢。

**图表 32 M2 及 M1 同比增速（%）**



**图表 33 M2 及社融同比增速（%）**



### **(三) 下阶段流动性展望：资金面持稳，关注信贷投放影响**

1月以来，资金利率较上月整体下行，DR007 保持在政策利率附近，资金面整体较为平稳，质押式回购成交量再度走高。央行超量续作 MLF，市场降息预期落空。一级发行方面，同业存单到期量较前期减少，发行利率上行压力边际减小，短期内政府债券供给压力相对历史同期不大，对资金面影响较小。票据利率整体回升较为明显，贷款可能有明显改善，对后续资金面或有所扰动。

货币政策方面，央行货币政策司司长在新华社访谈中表示央行将为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑，促进社会综合融资成本稳中有降，但同时也提出防止资金淤积。货币政策保持稳健，更注重盘活存量，总量政策的实施较为谨慎，结构性政策接连出台，央行近期批复 1000 亿元租赁住房贷款支持计划，重启 PSL 支持三大工程建设，预计后续将继续创新工具，精准发力提升效能。整体来看，基本面修复较缓，资金面大幅收紧压力不大，防止资金淤积要求下，继续转松概率较小，预计资金面整体持稳，需关注信贷投放的影响。

## **三、利率债策略：利率下行幅度较大，交易择机止盈**

### **(一) 利率债走势回顾**

#### **1、收益率逐步回落**

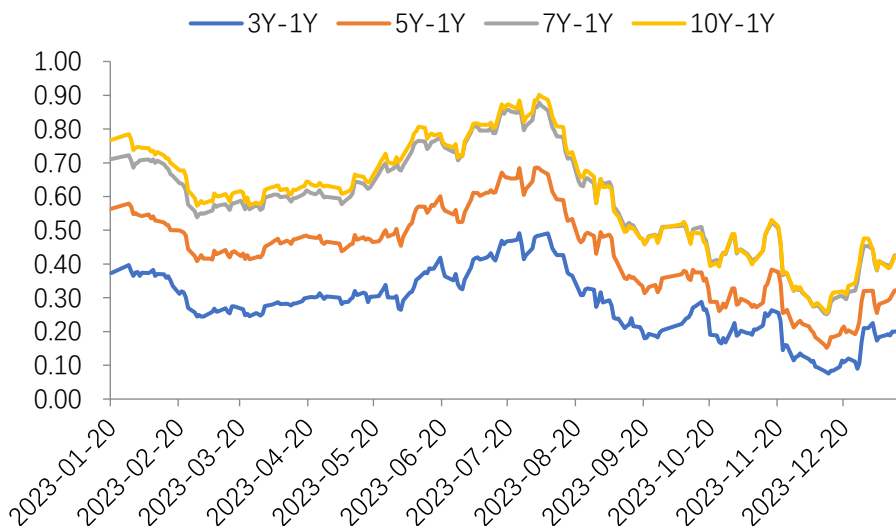
12月下旬以来，受资金面转松、经济修复不及预期等因素影响，债券收益率持续回落。目前 10Y 国债下行至 2.52%附近，10Y 国开债下行至 2.64%。

图表 34 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，短端下行幅度更大，收益率曲线有所走陡，期限利差从之前的低位逐步回升。

图表 35 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数较之前继续下行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 0.6%、0.1%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 17.7%、9.6%、5.8%、1.2%、0.6%。国开债关键期限所处的分位数分别为 15.7%、7.1%、4.6%、1.3%、0.1%。



**图表 36 国债关键期限分位数**

2023/1/16	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	2.11	2.32	2.44	2.53	2.53	2.79
历史均值	2.64	2.93	3.09	3.26	3.27	3.80
当前-均值	-0.53	-0.62	-0.65	-0.73	-0.75	-1.01
<b>分位数</b>	<b>17.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>5.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.1%</b>

**图表 37 国开债关键期限分位数**

2023/1/16	期限(国开债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	20年
当前水平	2.25	2.42	2.54	2.70	2.66	2.84
历史均值	3.01	3.40	3.59	3.78	3.76	4.15
当前-均值	-0.76	-0.99	-1.05	-1.08	-1.10	-1.30
<b>分位数</b>	<b>15.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>4.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>

从期限利差来看，国债和国开债收益率曲线均较12月有所走陡。其中国债期限利差分位数处于20%~30%左右，3年、5年较陡；国开债期限利差分位数处于10%~15%左右，7年、10年较陡。

**图表 38 国债期限利差**

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.21	0.33	0.42	0.42
历史均值	0.30	0.45	0.62	0.63
当前-均值	-0.09	-0.12	-0.20	-0.21
<b>历史分位数</b>	<b>28.70%</b>	<b>27.40%</b>	<b>20.40%</b>	<b>17.60%</b>

**图表 39 国开债期限利差**

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.17	0.30	0.45	0.41
历史均值	0.40	0.58	0.77	0.75
当前-均值	-0.23	-0.29	-0.32	-0.33
<b>历史分位数</b>	<b>9.70%</b>	<b>12.50%</b>	<b>15.00%</b>	<b>14.80%</b>

## 2、隐含税率小幅上行

12月下旬以来，国债下行幅度更大，隐含税率略有上行。目前各关键期限的隐含税率分别为 6.1%、4.2%、4.1%、6.5%、5.1%，所处的历史分位数分别为 22.3%、3%、4%、9%、5%，隐含税率仍然处于历史较低位置。

**图表 40 国开债隐含税率分位数**

2023/1/16	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	6.1%	4.2%	4.1%	6.5%	5.1%
历史均值	0.13	0.14	0.14	0.14	0.13
当前-均值	-0.07	-0.10	-0.10	-0.07	-0.08
分位数	22.30%	3.00%	4%	9%	5%

## (二) 利率债影响因素分析

12月下旬以来，收益率持续回落。主要原因一是资金面边际缓解，带动短端收益率回落；二是 12 月经济、通胀均不及预期，显示经济修复动能欠佳；三是存款利率下调，带动负债端成本下降。

### 1、经济基本面：地产拖累延续，修复不及预期

12 月 PMI 延续下行趋势，显示经济修复一般。从后续披露的经济数据来看。需求端修复确实较慢，仅基建投资增长较快，可能受特别国债发行后实物工作量落地拉动。地产销售在放松政策出台后表现仍然一般，显示居民预期较为悲观，加杠杆意愿较弱，地产修复仍需时间，对经济仍然形成拖累。消费增速受基数影响从高位回落，向后看在就业、居民收入增速受限等因素影响下预计继续下行。通胀方面 CPI 低位回升，通缩担忧有所减弱，但 CPI 上行幅度预计有限。

总体而言，从经济基本面来看，弱修复趋势延续，意味着利率大幅上行的空间有限。

## 2、通胀：CPI 低位回升

12 月通胀略高于市场预期。其中 CPI 上行至-0.3%，一方面受 12 月寒潮天气运输成本上升、鲜菜鲜果价格上涨影响；另一方面非食品价格中出行、生活服务需求增大价格上涨，二者共同拉动 CPI 低位回升。向后看，随着基数的降低，预计 2024 年 CPI 将由负转正。

PPI 方面，12 月 PPI 增速有所回升，但环比继续下跌。从高频数据来看，1 月以来多数工业品价格下跌，显示工业品需求较弱，预计后续 PPI 仍然处于低位。

总体而言，通胀从较低位置逐步回升，债券市场对于“通缩”的预期将有所减弱，前期通胀对债市的利好将逐步走弱。

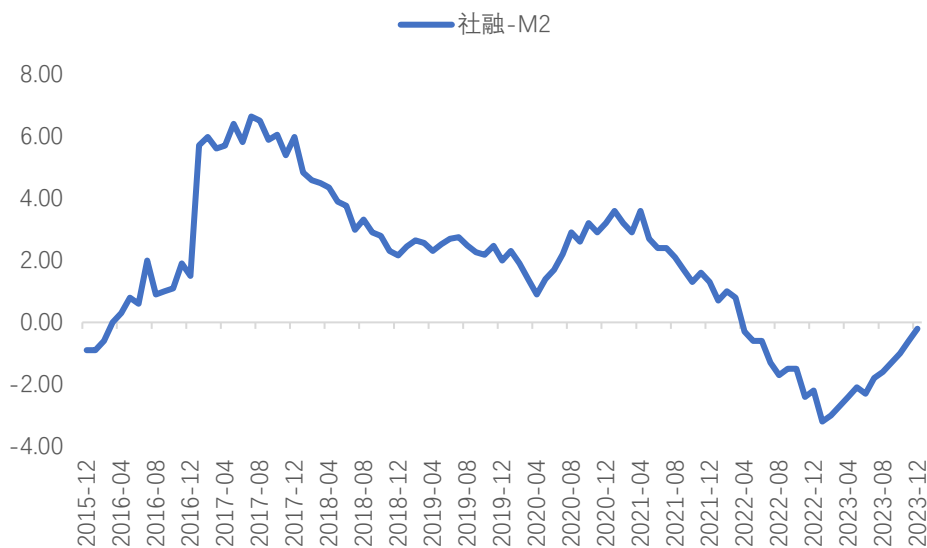
## 3、广义流动性：（社融-M2）继续回升，M1 下行速度放缓

12 月社融基本符合市场预期，新增 1.94 万亿，同比多增 6342 亿，增速从 9.4% 上升至 9.5%。从细项来看，贷款和地方债仍然是社融的主要支撑。12 月地方债新增 9279 亿元，同比多增 6470 亿。12 月贷款新增 11050 亿，同比少增 3351 亿元。其中居民贷款新增 2221 亿，中长期贷款新增 1462 亿，同比少增 403 亿，显示居民加杠杆意愿仍然较弱。企业贷款新增 8916 亿元，新增主要来源于中长期贷款。

从存款端来看，居民存款增速小幅下降，M2 从 10% 下降至 9.7%。M1 增速 1.3%，与前值持平，显示经济活力仍然欠佳，但下跌趋势暂缓。（社融-M2）增速之差较前值继续上行，从-0.6% 上升至-0.2%，显示广义资金需求继续好转。

总体而言，12 月社融基本符合预期，社融与 M2 增速之差继续回升，继续带来一定利率上行压力。但是 M1 增速仍然处于低位，显示经济活力仍然较弱，与前期相比，M1 下行速度有所放缓，后续随着经济修复，或从低位逐步回升。

图表 41 (社融-M2) 增速 (%)

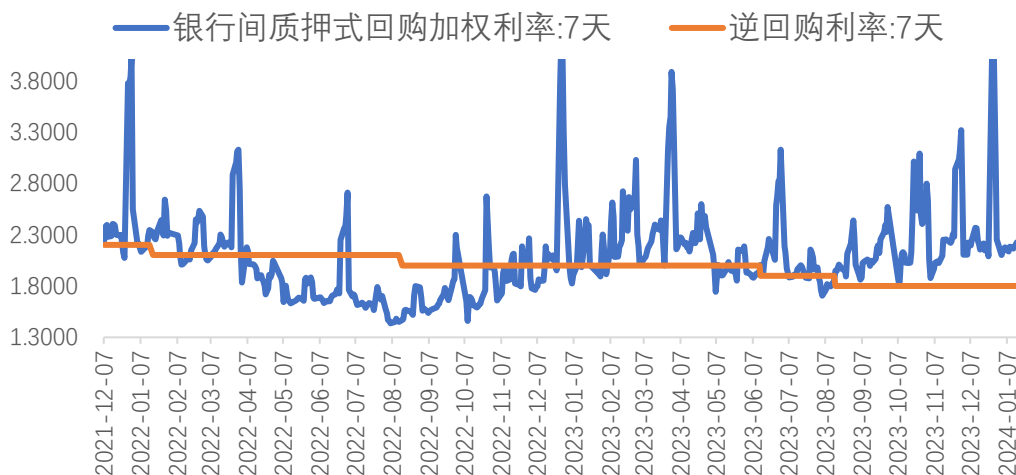


#### 4、狭义流动性：中长端资金利率回落

12 月下旬以来，资金面紧张情况较前期有所缓解，尤其是中长端资金利率较前期回落幅度较大。

具体来看，银行间质押式回购利率(7D)中枢仍然处于较高位置，保持在 2.15% 附近，较同期限政策利率(1.8%)高 35BP。1Y 同业存单发行利率从前期 2.67% 的高位下行至 2.45% 左右，较同期限 MLF 利率 2.5% 低 5BP，中长端资金利率中枢回落幅度较大，或与近期大行存单发行需求走弱有关。

图表 42 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 43 1Y AAA 同业存单利率 (%)



1月以来，尽管短端资金利率仍然处于较高位置，但银行间质押式回购成交量仍然较高。1月以来日均成交量约为8万亿，高于12月平均水平，显示市场对债券走势较为乐观。

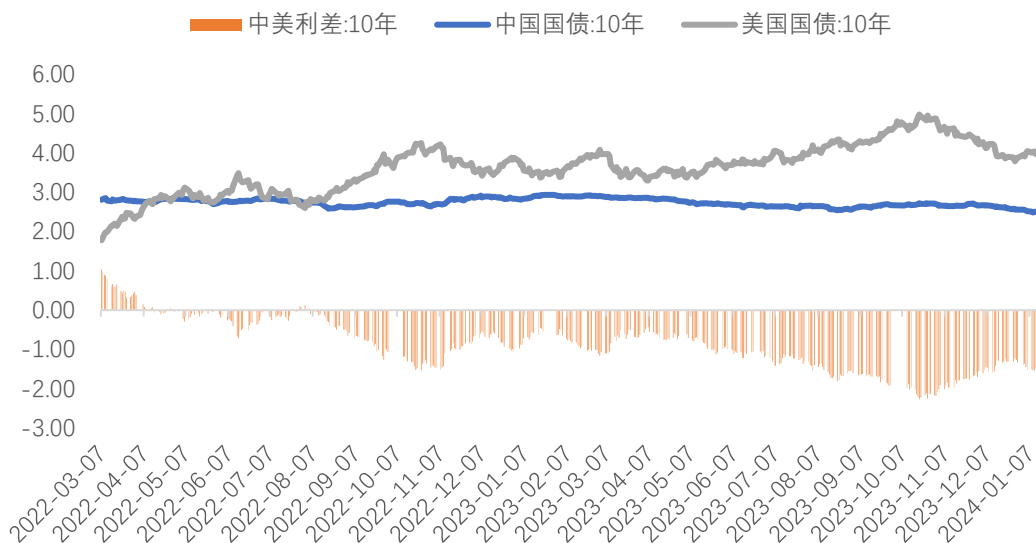
### 5、中美利差：倒挂幅度缩窄，境外机构增持债券

12月以来，美债整体处于下行走势，中国国债收益率也同步下行，中美利差倒挂幅度缩窄后保持稳定。

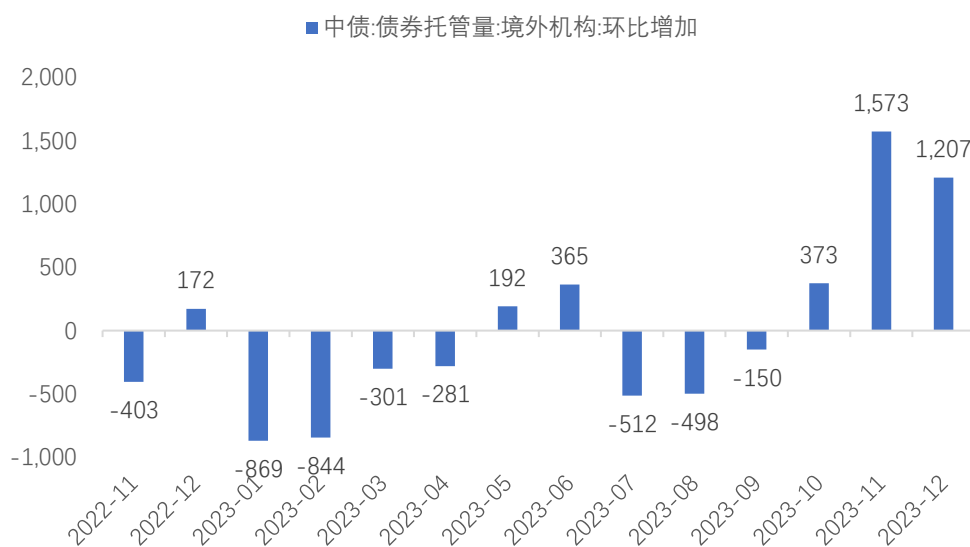
具体来看，10Y美债收益率下行至3.96%左右，10Y中国国债收益率下行至2.52%附近，10Y中美利差从170BP收窄至140BP左右，中美利差倒挂幅度较前期略有收窄。

中美利差倒挂幅度的收窄，在一定程度上减轻了资金流出压力。从债券市场境外机构增持情况来看，11月、12月以来境外机构连续增持债券，单月净增持规模均在1200亿以上，显示资金外流压力大幅缓解。在此背景下，人民币汇率也呈现升值趋势，对国内货币政策的约束减轻。

图表 44 中美利差走势（10Y，%）



图表 45 境外机构债券托管量环比变化（亿元）



## 6、股债比价：股票性价比继续走高

12月以来，尽管债券收益率持续回落，但权益市场表现也欠佳，导致股债比价继续走高。截至1月15日，股债比价为2.47，处于近十年分位数99.6%。从下图可以看出，目前股债比价也处于近三年较高位置。但是目前权益市场情绪欠佳，短期内反弹力度预计有限。因此尽管权益市场性价比更优，但对债市尚不形成利空。

**图表 46 股债比价走势**


### (三) 利率债策略：利率下行接近区间下沿，预期落地适度止盈

12月中下旬以来，受经济修复不及预期、存款成本下降等因素影响，债券收益率持续下行，曲线走陡。向后看，从经济基本面来看，地产放松效果有限，对经济拖累延续，经济延续弱修复状态，利率上行的空间有限。但近期受货币政策宽松预期影响，收益率已经下行至区间下沿位置；且银行间回购成交量再度提高，显示市场预期较为一致，交易略显拥挤。一季度可能迎来政策落地、债券供给加大、信贷冲量等干扰因素，若后续降准降息等利好兑现，交易盘可适度止盈；配置盘可逢利率上行择机介入，品种上3~5Y国债税后收益较好。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。