

点位更低，节奏更重要

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

摘要

- 宏观经济方面**，关注出口前高后低的风险，内需复苏仍有待时日。外需共振上行背景下，出口仍是经济最明确的抓手之一，但需关注出口订单前高后低的风险；受制于政府债券发行节奏、新房库存压力较大、部分产能过剩行业景气下行、服务消费需求前置释放后回落等因素，内需复苏仍有待时日。
- 利率债方面**，基本面风险未显，关注季末资金变化。从基本面看，“出口-制造”强势并带动“就业-消费”受益改善是今年债市可能反转的风险，但尚未显性化，且出口制造的持续性进入下半年有待考验；从资金面看，手工补息整改和债券发行偏慢背景下资金面平稳宽松，但需关注 8 月中旬过后的潜在压力，即 MLF 进入到期高峰后，若无降准降息，则随着 MLF 大额续作可能牵引市场利率低位回升。
- 信用债方面**，“资产荒”格局持续，需求端存款“搬家”趋势未止，理财规模大幅扩容；供给端，城投债持续受化债政策限制，净融资年内大幅转负，信用债各品种曲线均极致平坦。银行二永债年内走势基本跟随中长端利率，关注到 6 月下旬以来其收益率已低于同期限同等级中短期票据，指向二永品种配置价值显著降低、博弈属性浓厚。
- 可转债方面**，由于权益市场整体震荡的走势和小市值偏弱的结构特征，上半年转债估值震荡偏弱，市场仍处低位、高赔率区间。6 月以来低价标的的扰动带来部分错杀修复空间，同时更应该关注情绪低位下，平衡/偏股型、中高资质标的的投资机会。

一、2024 年二季度债券市场回顾

二季度债市收益率仍以下行为主，但与一季度近乎单边下行的走势不同，波动率进一步放大，经历了“底部急跌-横盘震荡-逐步转涨”三个阶段。

4 月：央行关注长期收益率，债市急踩刹车

4 月收益率 V 型走势，短下长上，1、10、30 年期国债收益率分别下行 3BP、上行 1BP 和上行 8BP 至 1.69%、2.30%、2.54%；10-1 年和 30-10 年期限利差分别走阔 4BP 和 7BP 至 61BP 和 24BP。

季初资金宽松加之表内资金回流理财，存单突破 2.2% 下行逼近 2.0%，中短债普遍下行。而长债方面，央行开始表达对长期收益率的关注，包括 3 月 29 日货币政策委员会一季度例会中首次提到“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”；4 月 9 日央行与三家政策性银行座谈讨论长债市场形势，提到长久期资产的利率风险值得关注，这使得长债在 4 月上旬走势震荡偏弱，省联社等机构纷纷卖出避险，直到中旬发改委会议提到去年增发国债项目还未全部开工、今年新增专项债项目在审核过程中，市场推测特别国债落地时点可能会慢于此预期；加之财政发文称支持央行买卖国债，长债快速下行并于 4 月 23 日创新低，10 年和 30 年国债收益率最低达到 2.22% 和 2.42% 附近。然而债市新低当晚，央行发文回应关于买卖国债并非 QE（量化宽松）以及再提关注长期收益率，债市出现急跌，10 年和 30 年国债自最低点分别反弹约 13BP 和 16BP，直到 4 月最后一个交易日央行逆回购放量平复市场波动，债市止跌。

5 月：央行继续提示风险，长债走势纠结

5 月收益率横盘震荡，1、10、30 年期收益率分别下行 5BP、下行 1BP 和上行 2BP 至 1.64%、2.30%、2.56%；10-1 年和 30-10 年期限利差分别继续走阔 4BP 和 2BP 至 65BP 和 26BP。

公布的 4 月信贷数据受手工补息等影响超预期转弱，资金面也延续宽松，但是央行对长期收益率高度关注和风险提示的因素仍在，包括 5 月 11 日在一季度货币政策执行报告专栏分析《如何看待当前长期国债收益率》中提到，认为长期国债收益率受到“安全资产缺乏”等因素的扰动，并提示“今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快，债券市场供求有望进一步趋于均衡”，其主管媒体金融时报也多次发文讨论 2.5%-3% 可能是

长期国债收益率的合理区间。受此影响，加之特别国债供给开闸在即，以及新一轮地产松绑政策密集落地，长债收益率高位横盘震荡，短债收益率小幅下行。

6月：基本面压力再现，债市重回下行

6月收益率全面回落，1、10、30年期国债收益率分别下行10BP、下行9BP、下行13BP至1.54%、2.21%、2.43%，10-1年和30-10年期限利差分别走阔2BP和收窄4BP至67BP和22BP。

公布的5月制造业PMI结束此前连续两个月扩张，重新掉落荣枯线下方，尤其新订单指数明显转弱；公布的5月信贷数据继续偏弱，尤其M1增速降幅扩大；地产政策落地后的新房销售数据未见起色，综合起来基本面压力边际上升，再次成为主导债市收益率下行的决定性力量之一。期间，特别国债发行招标结果均较好，股市和商品等风险资产转为下跌，包括5月信贷数据发布后，市场降息预期开始升温，随后主流媒体报道权威人士观点称“利率下调仍有空间，但也面临内外部约束”，当月政策利率和LPR报价均维持不变，债市回调幅度也有限，并在半年末时点前加速冲刺，10年国债收益率收复4月23日前低以来的全部失地，并再创新低至2.2%附近。

图1：二季度10年国债到期收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现

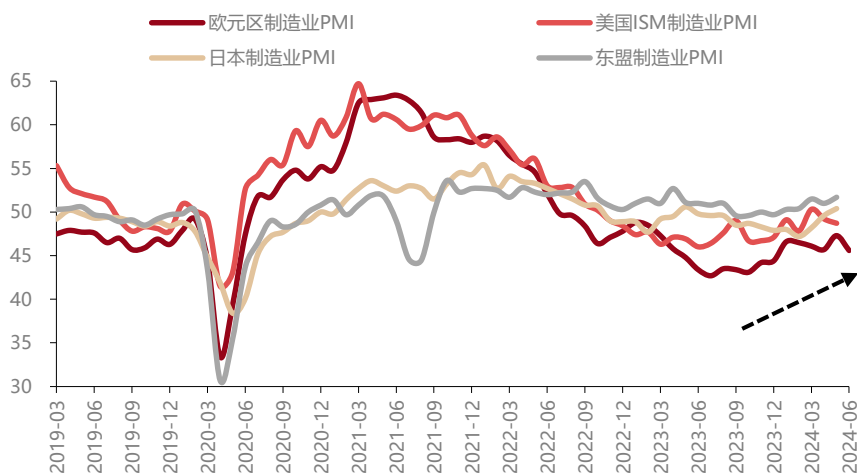
二、2024年第三季度投资展望

1、关注出口前高后低的风险，内需复苏仍有待时日

随着美国进入补库周期，并带动外需共振向上，出口仍是国内经济最明确的抓手之一，但需关注出口订单前高后低的风险。受制于地方政府化债、政府债券发行节奏、新房库存压力较大从而影响地产投资和地产后周期消费、部分产能过剩行业景气下行抑制投资需求、服务消费需求前置释放后趋势性回落等因素，内需复苏仍有待时日。总体看，国内经济仍处于被动去库存阶段。

出口方面，尽管美国已进入补库周期，并带动外需共振向上，但由于海外进口商对船期、海运费、海外对华加征关税等因素的担忧，加之联储降息时间持续后移及美国居民超额储蓄耗尽后终端消费需求边际走弱，出口订单可能出现前高后低的情况，即下半年出口有边际转弱的压力：一方面，美国季调后库存同比在2023年11月见底之后持续回升，从制造业PMI看，欧元区、东盟、日本等也都已进入上升通道。因此，与2023年依赖对俄出口的增长抵消一部分对美欧等其他主要贸易伙伴出口的下滑不同，2024年对美欧等出口改善反而可能会成为出口增速修复的主要来源；另一方面，出口也面临量和价两方面的压力。价格层面，海外多国货币对美元大幅贬值，从而在与中国商品竞争时存在相对优势，令中国商品有降价压力，加之中国出口厂商还有降价以承担一部分快速上涨的海运费的压力，后续出口价格可能再度陷入弱势。量的层面，根据微观调研反馈，目前存在海外进口厂商将订单前置的情况，可能是由于海外厂商担忧红海危机加剧影响船期，以及担忧美国随着大选推进而加征关税，这意味有可能出现新出口订单前高后低的情况。因此将对下半年出口边际走势给予更多关注。

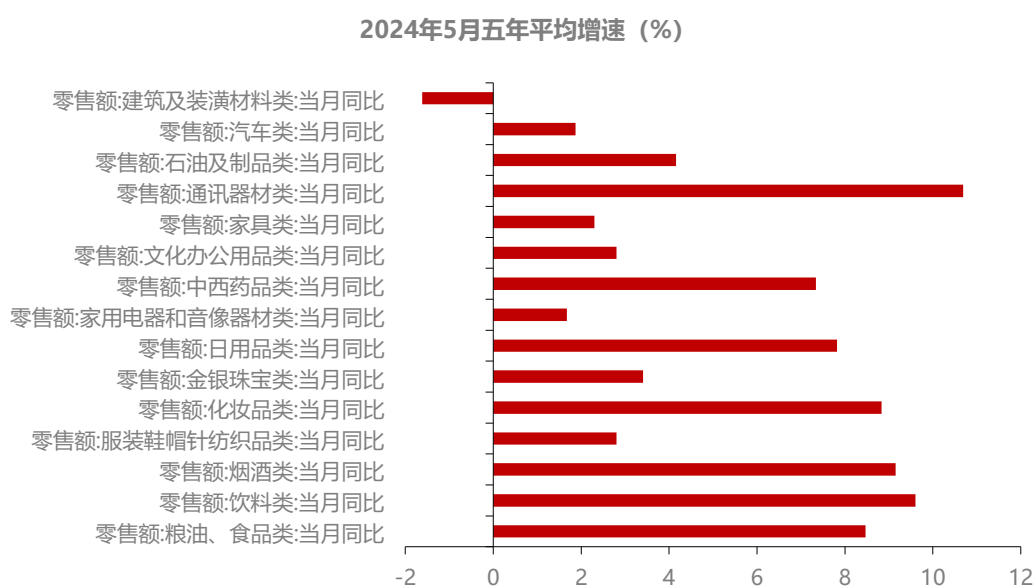
图 2: 主要贸易伙伴制造业景气度处于上升通道



数据来源：Wind，东方红资产管理

消费方面，从外部来看，在下半年出口可能存在边际转弱压力的情况下，出口产业链上吸纳了大量就业的中小企业景气度也有下行压力，从而令就业情况和居民薪资预期承压，进而对消费产生负面影响；从内部来看，央行一季度城镇储户问卷调查中，“更多储蓄”占比由 2023Q4 的 61.0% 升至 61.8%，“更多消费”占比则仅由 23.3% 升至 23.4%，这显示居民消费倾向仍然偏低，可能与地产财富效应的持续走弱有关。消费结构方面，社零受地产景气下滑的影响，汽车类、家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类等地产后周期消费品的零售额五年平均增速均低于整体增速。服务业生产指数同比在 2023 年 4 月见顶，之后即整体下行，显示服务消费需求在疫后的前置释放一定程度上透支了之后的需求。因此在出口存在边际回落压力以及地产财富效应尚未得到恢复的情况下，对下半年受其影响的消费保持相对谨慎。

图 3: 社零仍受到地产景气下滑的影响



数据来源: Wind, 东方红资产管理

投资方面，1) **制造业投资**：一季度制造业产能利用率仅有 73.76%，较上季度下滑 2.3 个百分点，处于历史较低水平，因此总体上制造业企业进行资本开支的意愿相对并不强。从主要制造业行业产能利用率所处的历史分位数（2018 年以来）看，仅有化学纤维制造业、石油和天然气开采业、化学原料及化学制品制造业、纺织业、采矿业持平或高于历史中位数，其他则低于中位数，尤其是电气

机械和器材制造业、汽车制造业等一些高技术制造业的产能利用率最低，其投资需求将受到抑制。与高技术制造业相比，传统制造业投资与行业本身利润的相关性更高，因此在传统制造业产能相对更紧张且工业企业利润改善的背景下，预计传统制造业投资增速会强于高技术制造业。

2) 地产投资：新房库存压力较大及二手房以价换量分流新房需求，令新房销售承压，进一步对地产投资形成压力：截至 2024 年 5 月，商品房狭义库存月数（待售面积/销售面积 MA12）为 8 个月，商品房广义库存月数（（累计新开工面积×0.9-累计销售面积）/销售面积 MA12）为 42 个月，均处于历史最高值附近。考虑到今年以来地产的限制性政策继续松动，如北京和上海都调降了最低首付比例和按揭贷款利率下限，但由于居民预期未来现金流存在较大不确定性，对未来房价上涨的预期较弱，且住房按揭贷款利率实际上仍偏高，因此对地产销售的提振尚未呈现明显效果。

3) 基建投资：2024 年以来地方政府新增专项债和 1 万亿元超长期特别国债的发行速度都偏慢，加之部分省市的新增专项债资金用于化债，基建投资缺乏足够的财政资金支持，因此上半年基建投资增速持续回落，向实物工作量的转化情况也承压，与实物工作量有关的石油沥青等指标降幅扩大，下半年指标的变化有赖于政府债券发行和资金拨付使用的进度。

图 4: 新房库存压力较大



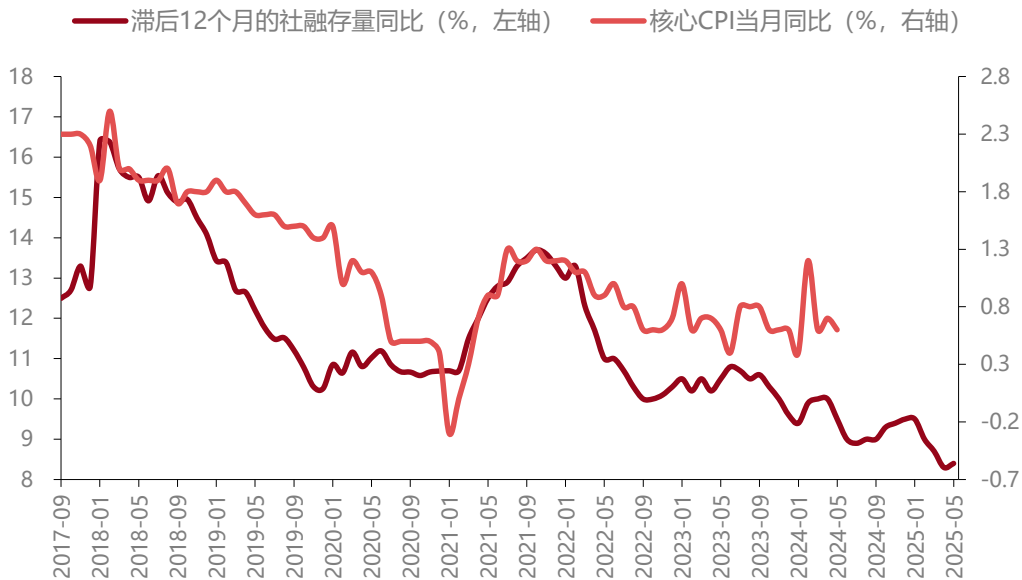
数据来源：Wind，东方红资产管理

2. 预计 2024Q3 的 PPI 同比中枢约-0.3%，CPI 同比中枢约 0.3%

PPI 方面，考虑到美国进入补库周期，并带动外需共振向上，基于全球需求定价的大宗商品价格将得到提振，从而带动国内 PPI 回升。叠加低基数因素，PPI 同比有望低位回升，预计 2024Q3 的 PPI 同比中枢在-0.3%附近。

CPI 方面，考虑到核心 CPI 与领先 12 个月的社融增速有较好的正相关性，因此 2024 年年内核心 CPI 同比仍然相对偏低，但猪价冲高有望带动 CPI 食品项同比回升，从而一定程度上对冲核心 CPI 同比的下行压力。年内 CPI 同比也有望温和回升，预计 2024Q3 的 CPI 同比中枢在 0.3%附近。

图 5: 核心 CPI 滞后于社融增速变化



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 货币政策加码意愿相对不高，财政政策仍有待观察

货币政策方面，尽管 2024 年 3-5 月信贷缺口大幅回落，但目前政策层面审视金融数据的出发点以及货币政策的目标已经发生显著改变，因此短期内降息的可能性不大：一方面，政策层面将“挤水分”和“去虚胖”，即打击金融空转，引导金融机构盘活信贷存量，最终实现金融高质量发展。作为审视金融数据的出发点，这就导致“逐步淡化对金融总量指标的关注”，即使金融总量指标依然偏弱，但高新技术、专精特新、普惠小微、全口径涉农等贷款同比高增，符合高质量发展的出发点。另一方面，货币政策的目标是保持币值稳定，而币值对外稳定

的重要性并不亚于对内稳定，因此央行需要将国内短端利率维持在一定高位，防止利差太薄，以此补贴流入境内赚取利差的美元，从而支撑人民币汇率。从公开媒体报道来看，政策层面认为目前政策利率和市场利率都不算高，进一步降息面临内外部双重约束，市场认为可能隐含了短期无降息的观点。考虑到美联储降息时点不断后移，预计央行加大货币政策实施力度的意愿相对不高。

财政政策方面，由于化债可能处于更高的优先级，2024 年以来地方政府新增专项债发行速度偏慢。而受制于项目储备，1 万亿元超长期特别国债的发行速度也偏慢。财政政策可能加大实施力度以改善经济主体预期，但是否会进一步出台增量的财政举措，以及存量财政举措的实际落地效果，仍有待观察。

4. 预计 2024 年大宗商品价格表现偏强

铜方面，2024 年 1-4 月全球铜的需求增量在 15 万吨左右，供给增量在 35 万吨左右，供给增量实际上大于需求增量，因此铜价的上涨实际上更多来源于其金融属性（市场预期联储货币政策转向），但随着市场预期联储降息时点不断后移，金融属性对铜价上涨的支撑可能会减弱，而供需的基本面因素将会接力金融属性，支撑铜价处于偏强位置。预计 2024 年全年全球需求合计增长 91 万吨，其中国内需求增长 44 万吨，海外需求增长 47 万吨；预计 2024 年全年全球供给合计增长 78 万吨。预计 2024 年全球供给增量与需求增量差额为-13 万吨（2023 年为 19 万吨）。故而 2024 年全球铜有望从 2023 年的明显过剩转为紧缺。

黄金方面，2024 年以来美国 10 年期国债实际收益率整体上升，但金价亦有明显上涨，主要是受央行大额购金，地缘政治风险上升以及市场担忧美元信用等因素的推动。往后看，一方面随着美国 2024 年总统选举临近，地缘政治风险有进一步上升的可能，而美国经济超预期的韧性表现会加剧市场对美国再通胀，以及联储货币政策无法有效控制通胀的担忧，从而导致对美元信用的担忧进一步加剧。另一方面，美国 10 年期国债实际收益率仍然是衡量持有黄金机会成本的重要指标，考虑到美国居民超额储蓄已基本耗尽，带动消费数据走弱，美国经济基本面边际趋弱的方向是确定的，美国 10 年期国债实际收益率仍有一定的下行空间，预计金价仍有上涨空间。

原油方面，根据 EIA 的估计，2024 年全球原油供需紧平衡，其中 2024H1 供需存在 30 万桶/日的缺口，2024Q3-2025Q1，供需紧缺情况会有所改善，而 2025Q2-

2025Q4，每个季度存在约 50 万桶/日的轻微过剩。

三、2024 年第三季度债券投资策略

1、利率债方面，基本面风险未显，小心季末资金变数

从基本面看，今年宏观主线是始于 2021 年下半年的制造业周期下行能否出现三年筑底，重点观察外部“出口-制造”能否延续去年 7 月以来的底部回升，以及最终带动内部“就业-消费”跟随好转，对应债市基本面风险显性化。从今年前两个季度表现来看，环比方面，3-4 月制造业 PMI 连续两月实现扩张，尚未实现向国内地产消费等终端的充分传导，然而 5 月制造业 PMI 结束扩张重新回到荣枯线下方，尤其新订单指数明显转弱，即基本面改善的最前端线索出现了“中断”；而同比方面，由于本轮出口制造的底部回升始于去年 7 月，因此若环比不能持续改善，同比从 7 月起也将回落，呈现前高后低走势。

从资金面看，今年以来资金利率（DR007）连续运行在 7 天逆回购利率 1.8% 上方，这限制了中短债的套息空间，是现阶段债市行情充分演绎后难以继续突破下行的关键“堵点”。后续半年末时点过后，进入季初 7 月资金面大概率更为宽松，期间，按照央行提供的新利率走廊区间 7 天逆回购利率减点 20BP 至加点 50BP（1.6%-2.3%），若资金利率能够在偏低水平（1.6%-1.8%）运行，有望牵动收益率曲线进一步陡峭化。从风险因素看，关注 8 月中旬过后的流动性潜在收紧压力。目前央行对银行体系提供中长期流动性主要是通过 1 年期 MLF，而 MLF 年内到期分布并不均衡，4-7 月到期量较少仅有 1000 亿左右，8 月起到期量将明显上升并逐渐进入到期高峰；除到期分布外，MLF 利率与市场利率之间存在较大偏离，比如 1 年同业存单市场定价已经突破 2%，1 年 MLF 利率 2.5%，偏高 50BP。后续 MLF 大额到期来临，若央行事前没有进行 MLF 降息、事后也没有及时用降准和国债买断等工具进行置换对冲，甚至叠加国债卖断的影响，就可能随着 MLF 到期续作，市场利率逐渐向 MLF 利率回升。这是近年来基本面主导债市收益率方向以下行为主，但每逢三季度末容易出现熊平走势的原因之一，因此今年 8 月中旬过后需结合货币政策和资金走势做好应对。

2、信用债方面，“资产荒”格局加剧

一级市场热度继续高企，其中高等级产业主体超长期限信用债放量发行，城

投方面受化债政策影响继续净收缩，信用债供需结构未有明显改善，理财持续扩容、银行手工补息叫停等因素导致“资产荒”格局加剧。

二级市场表现同样强势，3年期AAA中短票二季度下行幅度约36BP，与国开利差压低至20BP以内的历史低位水平。高等级银行二永债条款利差基本归零，交易属性仍高于配置价值。低等级债券估值曲线继续创新低，下沉挖掘价值已低。

1) 地产债方面，一线地产政策继续放松，二手房市场有所起色，一季度受舆情波及的央国企及部分混合所有制地产企业债券抛压有所缓解，利差开始修复；2) 城投债方面，自上而下化债政策短期基本盘仍稳，高债务地区继续受益于政府及银行支持；但另一方面，部分地区和平台化债压力仍高、协调难度仍大、非标舆情等负面舆情发生频率进一步提高，对尾部风险及技术性摩擦风险仍需保持警惕。

3、可转债方面，关注偏弱情绪下平衡/偏股型、中高资质标的投资机会

上半年股票宽基指数整体呈现震荡偏弱、结构上大票稳小票弱的态势；沪深300/中证500/中证1000/国证2000表现分别为+0.89%/-8.96%/-16.84%/-19.67%，因为约2/3转债正股市值处于100亿以下，可转债股票等权走势贴近小票宽基指数，24H1表现为-17.6%；转债震荡走平，高等级/AAA强、小盘弱。中证转债呈正V+倒V两段走势，整体震荡走平（上半年-0.07%）；其中AAA、高等级转债表现较强、对指数形成支撑，低价转债6月波动较大但整体尚可，小盘转债是明显偏弱项；

转债市场估值从2月低点修复后，从4月中旬开始又跟随权益出现一轮明显上行，但6月以来权益偏弱的表现以及低价标的暴露的问题使得市场有所走弱；目前整体估值回到4月末位置（剔除极端值口径平均偏离-2.5%，2017年以来49.5%分位），属于偏低水位；未来权益转暖能带来较强估值弹性，市场具备中期高赔率的特征。

6月末低价弱资质转债价格波动，这可能是强监管背景下市场资金风险应对态度、市场流动性的综合表现，短期在市场预期、风控要求、流动性等方面压力下，部分标的本轮存在超跌现象，有一定修复机会。后续市场或朝分层结构演进，小部分低价转债投资要进一步加强正股退市、还款来源等信用层面定价考量，绝大部分中等资质、强资质转债分析框架、投资价值不受影响。

结构上，从平价-转股溢价率曲线看：1) 相比一季度众多资金投身80~120元

平价区间标的、相对拥挤的态势，二季度这部分转债溢价有所回落，部分仍处高溢价，但也出现部分 80-90 元平价、30%转股溢价率的机会，可供防守反击；2) 总体而言，仍是曲线首尾两头比较便宜，60 元平价以下偏债标的需要加强信用、机构拥挤度筛查；3) 高平价低溢价率标的性价比最高，唯需做好弹性控制。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至 2024 年 7 月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。