

证券研究报告
2024年3月18日
行业：固收

利率向下趋势不改，关注地产债 β 的机会 ——2024年春季债市策略

目录

Content

- 一、无风险收益率大幅下行，信用利差短阔长窄
- 二、经济同比反弹，警惕通缩
- 三、宽货币落地，后续仍值得期待
- 四、两会与政策展望
- 五、利率向下趋势不改，关注地产债 β 的机会
- 六、风险提示



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一、无风险收益率大幅下行，信用利差短阔长窄

- 1、利率债走强，曲线形态更为外凸
- 2、城投债利差短阔长窄，成交活跃度年后略微下滑
- 3、二永债利差短阔长窄，成交活跃度持续提升

1.1 利率债走强，曲线形态更为外凸

◆ 2023-12-1至2024-2-29，利率债走强

- ◆ 30年国债期货上涨7.98%， 10年国债期货上涨2.13%；
- ◆ 收益率曲线看，1年及以内品种与10年以上的品种收益率降幅更大，曲线形态更为外凸；

图 30年国债期货表现

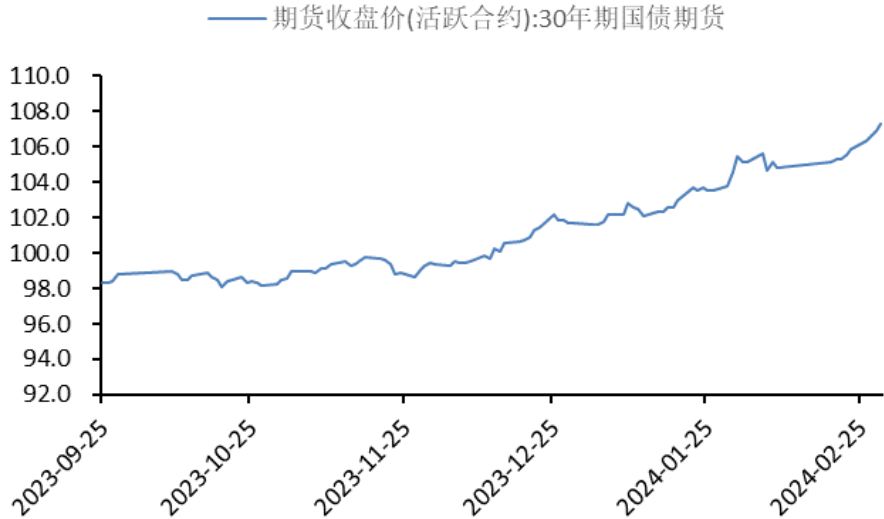
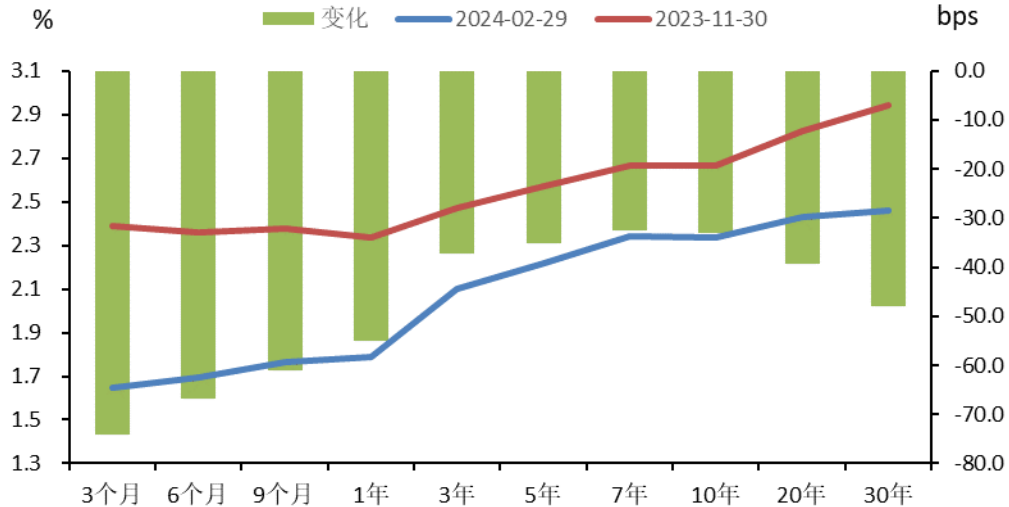


图 国债收益率曲线



资料 : Wind, 上海证券研究所

资料 : Wind, 上海证券研究所



1.2 城投债利差短阔长窄，成交活跃度年后略微下滑

◆ 2023-12-1至2024-2-29，城投债利差短阔长窄

- ◆ 城投债1年以内利差走阔，2-3年利差收窄；
- ◆ 高评级走阔幅度更大，收窄幅度更小；

图 城投利差变动（2023-12-1至2024-2-29）

利差变动	评级	1M	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y
城投债	AAA	1.76	35.35	30.95	25.2	21.06	-2.95	-6.71
城投债	AA+	0.76	34.35	29.95	24.2	20.06	-5.95	-10.71
城投债	AA	-1.24	32.38	28.01	22.2	18.06	-9.95	-19.71
城投债	AA(2)	-2.06	31.35	26.95	21.2	18.06	-10.95	-26.71
城投债	AA-	-7.24	26.35	21.95	16.2	6.06	-142.95	-138.71

资料 : qeubee, 上海证券研究所



1.2 城投债利差短阔长窄，成交活跃度年后略微下滑

◆ 2023-12-1至2024-2-29，各省市城投债成交情况

- ◆ 城投债成交活跃度年后略微下滑；31省市日均成交笔数2023年12月、2024年1月、2024年2月分别为 607.19、631.73 与511.56 笔
- ◆ 2024年2月份日均成交5笔以上的活跃省市：
 - ◆ 东部5个，江苏、广东、浙江、山东、福建；
 - ◆ 直辖市4个：北京、上海、天津、重庆；
 - ◆ 中部7个，江西、湖北、湖南、河南、安徽、河北、山西；
 - ◆ 西部5个，四川、云南、广西、陕西、新疆；
- ◆ 活跃省市成交收益率均已跌破2.9%，3%以上的只有贵州、青海；

图 日均成交5笔以上的活跃省市城投债成交收益率（2024年2月）

地区	成交收益率(%)	地区	成交收益率(%)	地区	成交收益率(%)
广东	2.54	安徽	2.65	重庆	2.72
上海	2.54	河北	2.67	河南	2.76
北京	2.55	江西	2.68	山东	2.8
福建	2.61	湖北	2.68	山西	2.81
浙江	2.62	湖南	2.69	广西	2.81
新疆	2.63	四川	2.7	陕西	2.83
江苏	2.65	天津	2.71	云南	2.87

资料 : qeubee, 上海证券研究所



1.3 二永债利差短阔长窄，成交活跃度持续提升

◆ 2023-12-1至2024-2-29，二永债成交

- ◆ 二永债成交活跃度持续提升，2月较1月略微走弱，日均成交笔数2023年12月、2024年1月、2024年2月分别为588.67、599.00与559.19笔；
- ◆ AA-以外评级的二永债，1年及以内品种利差走阔，2-3年品种利差收窄；
- ◆ AA-评级利差均收窄；

图 二永债成交情况

	202402	202401	202312
大行二级债	3,519	5,343	4,722
大行永续债	2,122	3,196	3,107
股份行二级债	1,160	1,485	1,528
股份行永续债	971	1,442	1,445
城商行二级债	541	722	770
城商行永续债	372	634	500
农商行二级债	147	142	99
农商行永续债	44	67	44
其他金融机构二级债	21	31	18
其他金融机构永续债	50	116	129
	8,947	13,178	12,362
工作日	15	22	21
	596.47	599.00	588.67

资料 : Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、经济同比反弹，警惕通缩

- 1、消费同比增速回落
- 2、固投总需求止跌企稳
- 3、外贸延续改善且保持顺差
- 4、2023年四季度GDP同比反弹，环比走弱
- 5、通缩风险犹存，名义增速低于实际增速

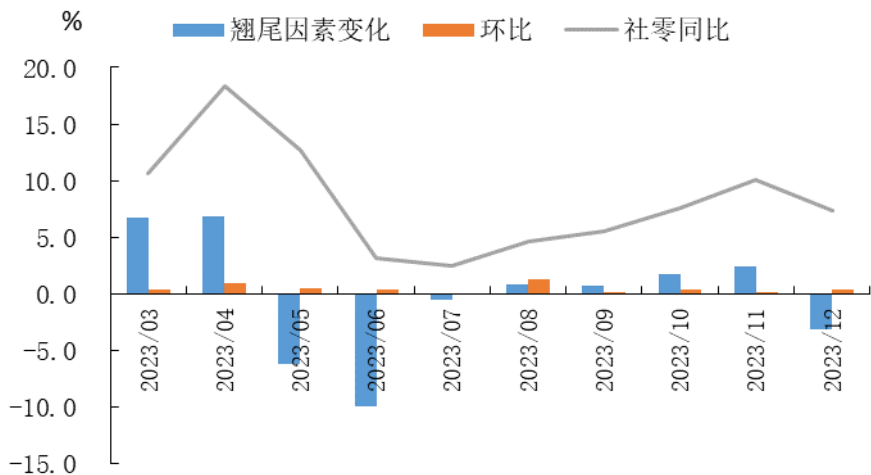
2.1 消费同比增速回落

◆ 社零2023年12月同比增速回落；

◆ 社零2023年7-11当月同比增速持续反弹是因为2023年同期基数较低，环比增速并不高；

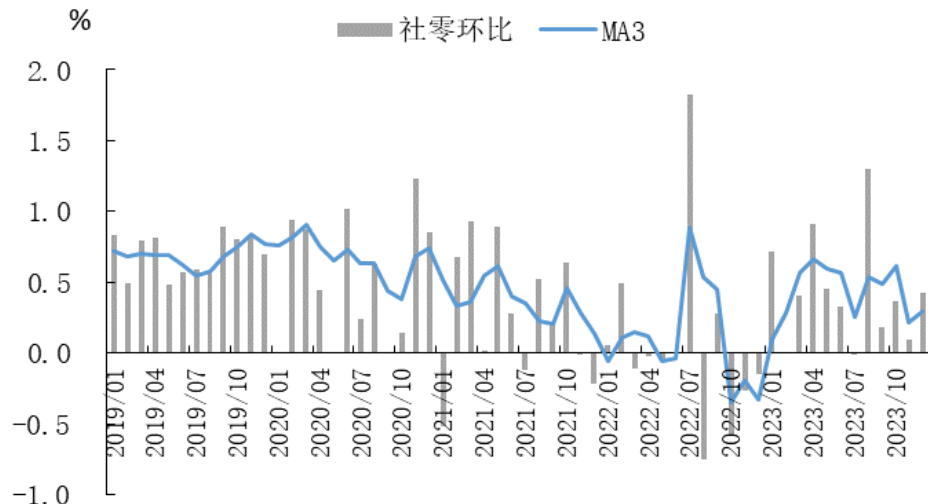
◆ 2023年12月是高基数效应，同比增速再次回落；

图 社零当月同比与环比增速



资料 : Wind, 上海证券研究所

图 社零历史环比



资料 : Wind, 上海证券研究所



2.2 固投总需求止跌企稳

◆ 固投总需求止跌企稳；

- ◆ 2023年固定资产投资累计同比增速持续下跌至2.9%后稳住，并略微反弹；
- ◆ 2023年地产投资累计同比跌幅扩大；
- ◆ 2023年基建投资累计同比增速同样下滑但全年保持8%以上增速；
- ◆ 2023年制造业投资累计同比增速前7个月持续下跌至5.7%，随后5个月反弹至6.5%；

图 固定资产投资累计同比增速

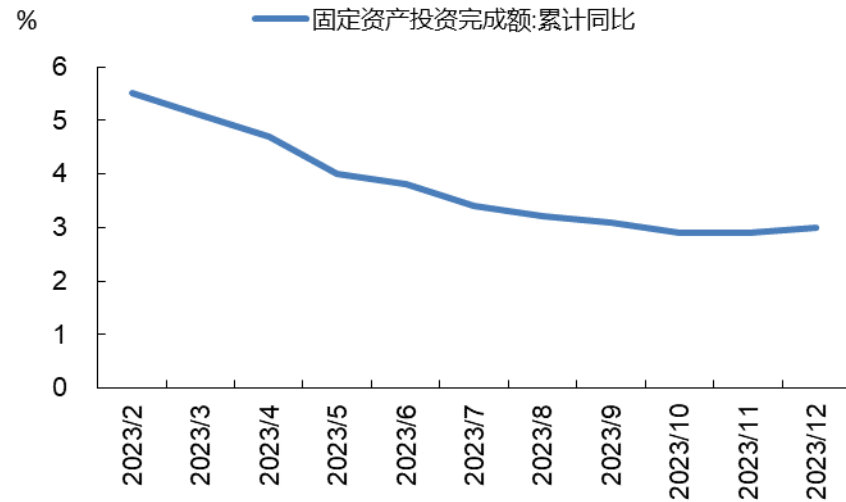
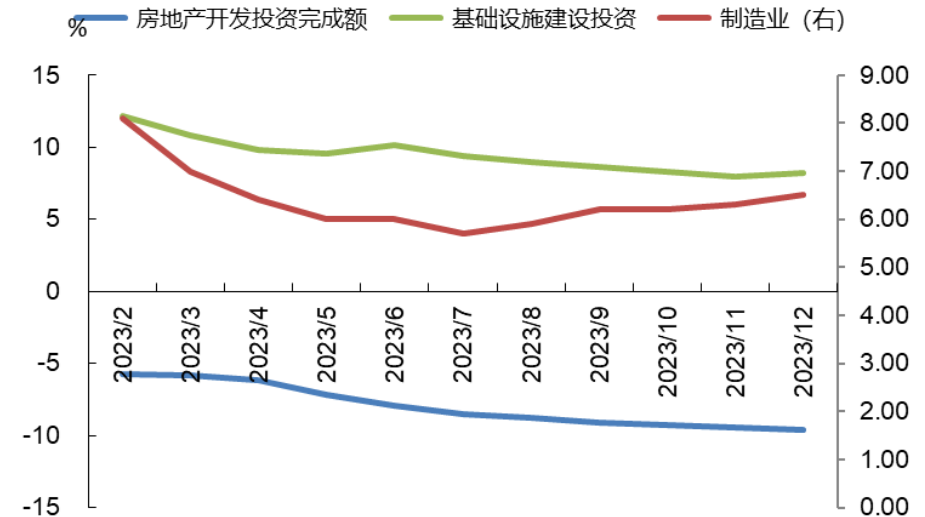


图 投资分项累计同比增速



资料 : Wind, 上海证券研究所

资料 : Wind, 上海证券研究所



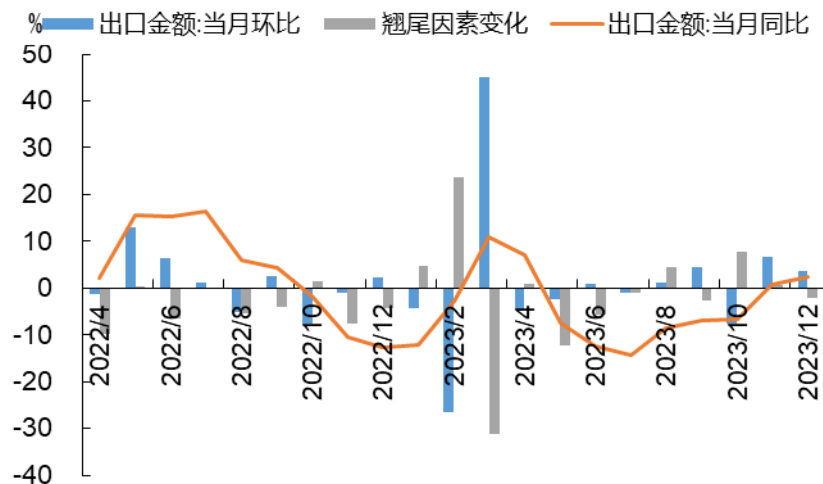
2.3 外贸延续改善且保持顺差

◆ 商品贸易改善且保持顺差；

◆ 出口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年11月转为正增长；

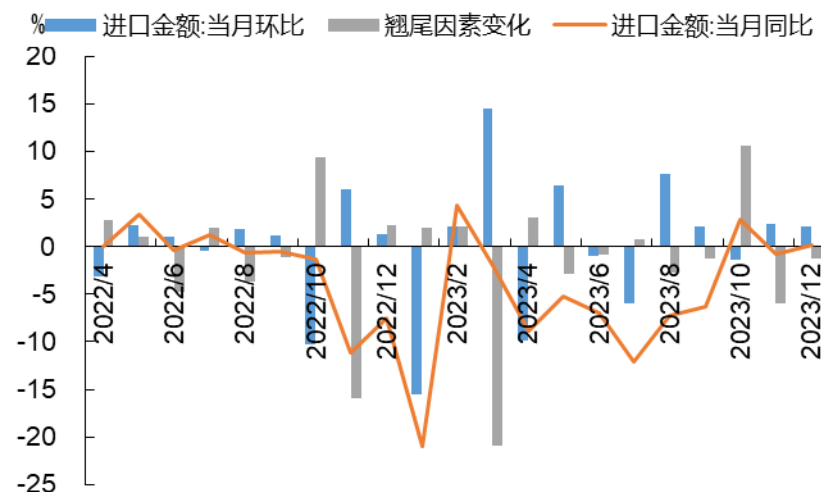
◆ 进口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年12月转为正增长；

图 出口当月同比增速



资料 : Wind, 上海证券研究所

图 进口当月同比增速



资料 : Wind, 上海证券研究所

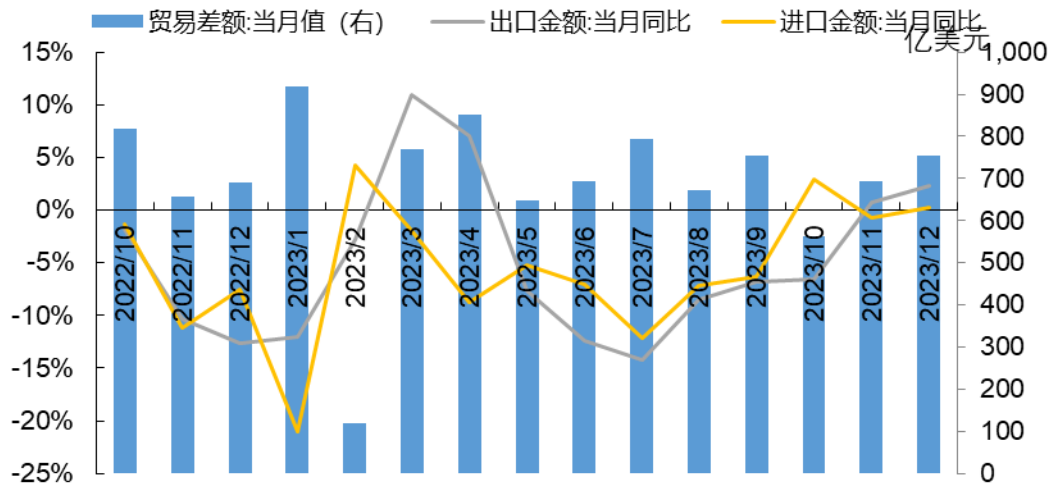


2.3 外贸延续改善且保持顺差

◆ 商品贸易改善且保持顺差；

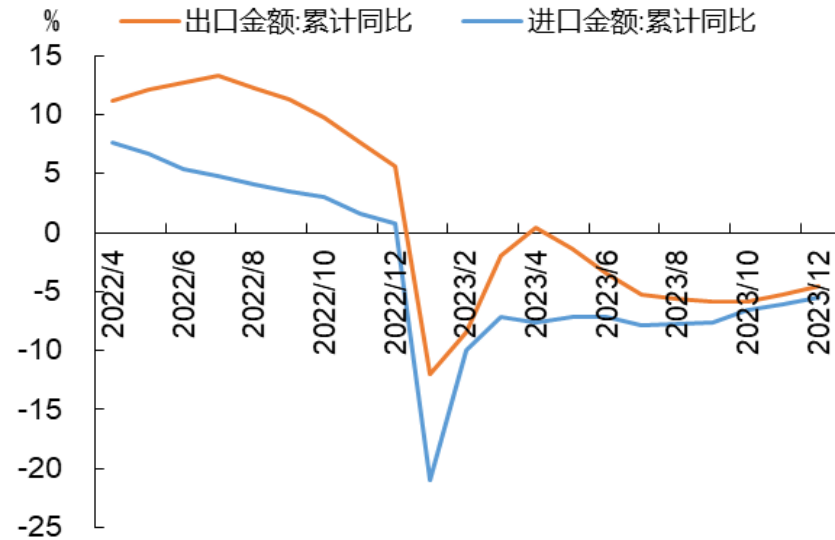
- ◆ 出口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年11月转为正增长；
- ◆ 进口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年12月转为正增长；
- ◆ 2023年5-10月，出口当月增速低于进口，但出口累计同比增速始终大于进口，贸易顺差同比增多；

图 贸易差额 (亿美元)

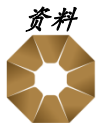


资料 : Wind, 上海证券研究所

图 出口与进口累计同比增速



资料 : Wind, 上海证券研究所



2.4 2023年四季度GDP同比反弹，环比走弱

◆ 2023年四季度GDP同比反弹，环比走弱；

◆ 2023年四季度GDP同比增速提升0.3%至5.2%；

◆ 从三大支出对当季GDP同比拉动率来看，投资维持1.2%不变，消费下滑0.4%至4.2%，净出口提升0.8%至-0.2%；

◆ 2023年四季度环比增长1.0%，较2023年三季度走弱；

图 GDP当季同比增速 (%)

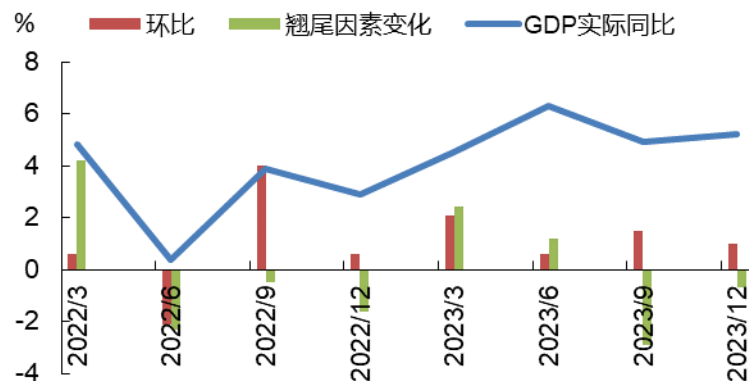
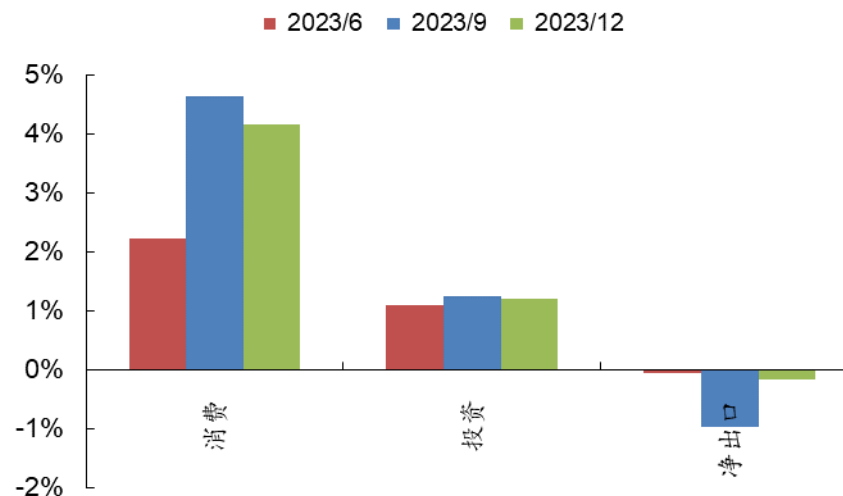


图 GDP同比及其拉动率



资料 : Wind, 上海证券研究所

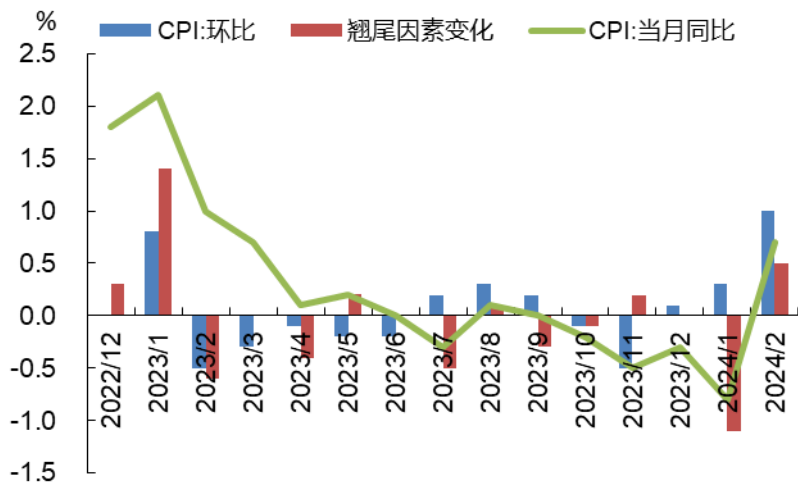
资料 : Wind, 上海证券研究所



2.5 通缩风险犹存，名义增速低于实际增速

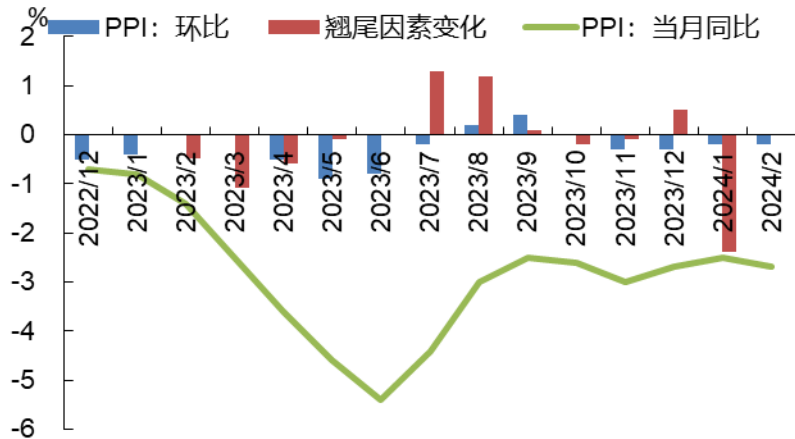
- ◆ 2024年2月CPI同比增速转为正增长，且环比增速连续3个月为正；
- ◆ 2024年2月PPI同比增速仍然为负，且环比增速连续4个月为负；

图 CPI同比与环比



资料 : Wind, 上海证券研究所

图 PPI同比与环比



资料 : Wind, 上海证券研究所



2.5 通缩风险犹存，名义增速低于实际增速

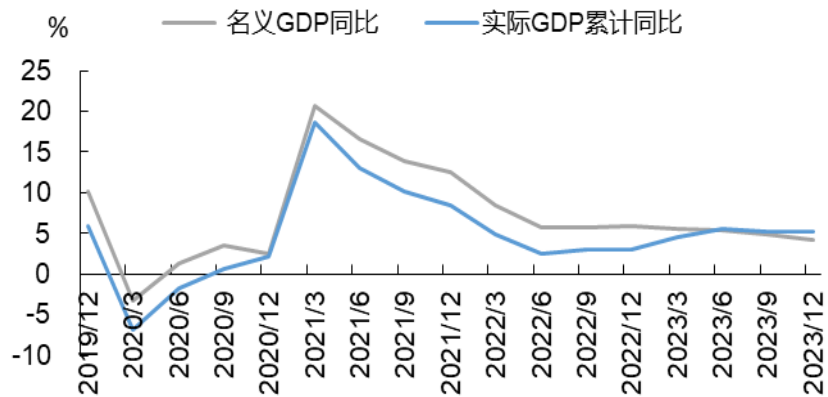
- ◆ 2023年2-4季度GDP平减指数同比负增长，名义GDP增速低于实际GDP增速；
- ◆ 我们认为2024年名义GDP同比增速有望再次高于实际GDP同比增速。

图 GDP平减指数同比



资料 : Wind, 上海证券研究所

图 名义GDP与实际GDP累计同比



资料 : Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

三、宽货币落地，后续仍值得期待

- 1、资金面宽松，杠杆先升后降
- 2、降准与非对称降息落地
- 3、汇率压力对宽货币的掣肘

3.1 资金面宽松，杠杆先升后降

◆ 资金面较为宽松，资金价格整体回落；

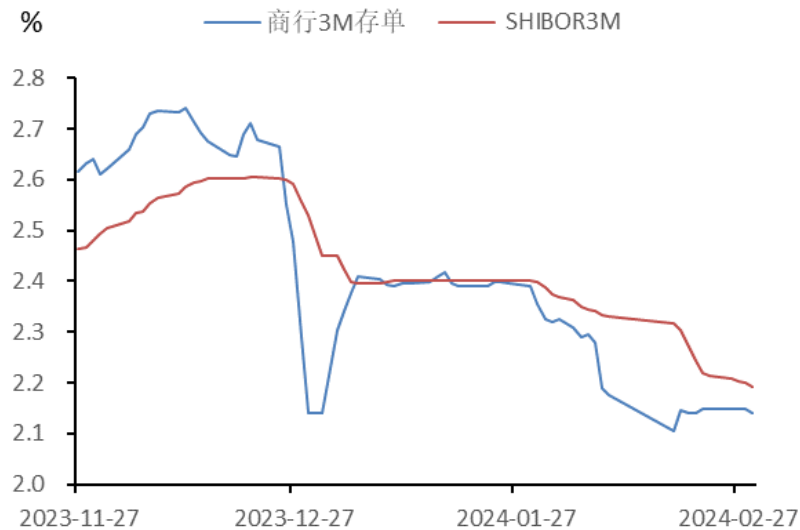
图 IRS 7天与7天逆回购利率



资料 : Wind, 上海证券研究所



图 商行3M存单利率与SHIBOR 3M利率



资料 : Wind, 上海证券研究所

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/806051055213010112>