



蒋飞：二月债券投资分析报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞 李相龙



1

公开市场分析

1.1 宏观金融环境

当前宏观金融环境显示出经济正逐步从通缩的“泥沼”中走出来，进入复苏阶段，这一点从多项经济指标可以印证。首先是 PMI 数据。1 月份制造业 PMI 为 50.1%，前值 47%，时隔三个月重回扩张区间，从需求端看，内需修复是主力，今年春节期间国内消费复苏抬头，迎来强势修复。另外，1 月份服务业 PMI 与建筑业 PMI 双双回升，其中服务业商务活动指

数为 54.0%，建筑业商务活动指数环比回升 2.0 个百分点至 56.4%，都在扩张区间。

图 1: PMI、PMI 生产和 PMI 新订单



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 2: 建筑业 PMI 和服务业 PMI



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

其次是财政数据。从刚刚公布的 2022 年 12 月和全年财政数据来看，虽然全年一般公共预算收入由于留抵退税和疫情影响，只完成了年初预算的 96.9%，但 12 月单月全国一般公共预算收入受增值税、消费税、外贸企业出口退税的正贡献下，同比增速为 61%，远高于前值的 24.6%。再次印证了疫情防控调整后，经济逐步复苏的良好趋势。

图 3: 财政收入当月同比和累计同比



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 4: 财政收入部分分项



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

另外,从统计局公布的 12 月通胀数据来看,CPI 为 1.8%,PPI 为-0.7%，与前值 11 月相比只有小幅回升，但仍处于低位，尤其是 PPI 仍未转正，因

此当下通胀数据的低点使得短期内货币政策并不具备退出宽松转向的前提，仍需维持流动性合理宽裕。

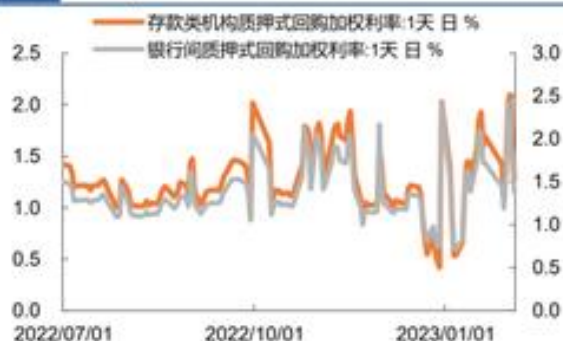
图 5: CPI 同比和 PPI 同比



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

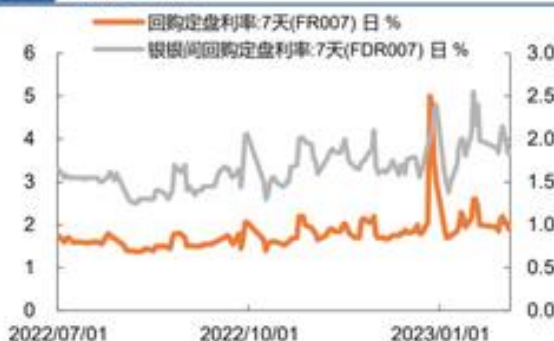
1.2 资金面仍或宽松，对债市有利

图 6: R001 和 DR001



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 7: 回购定盘利率



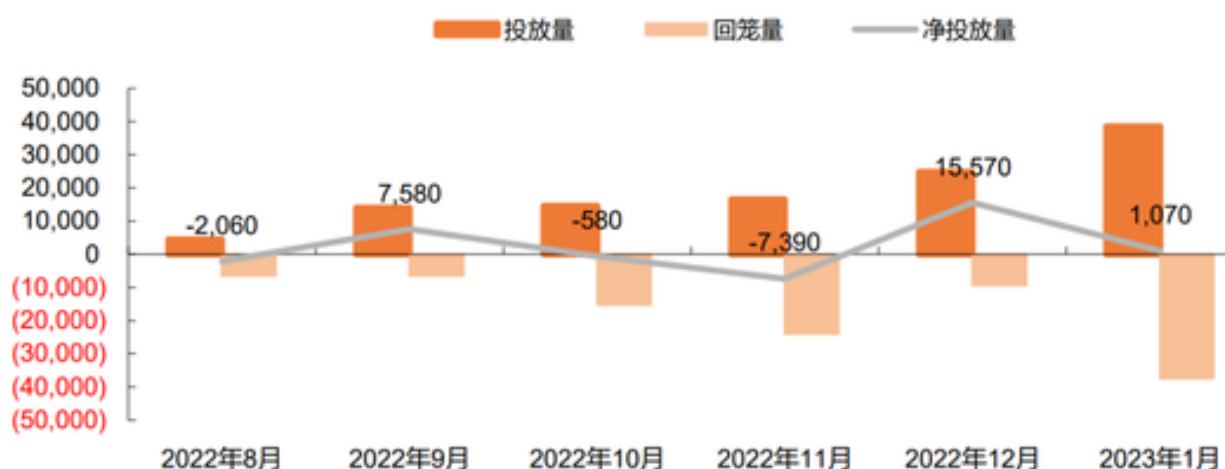
资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

在公开市场操作上，为了维护资金面流动性稳定以及对冲到期的回笼资金（回笼量为 37470 亿元），开年 1 月央行进行了大量 MLF 和逆回购操作，总投放量为 38540 亿元，净投放量为 1070 亿元，其中 MLF 投放量为 7790 亿元，逆回购投放为 30750 亿元。1 月短期利率处于先扬后抑态

势,R001 和 DR001 从 1 月 3 日开始分别从 1.56%和 1.39%上扬至 2.09%和 1.85% (1 月 17 日), 后又下降至 1.19%和 1.14% (1 月 29 日)。

从近 6 个月的公开市场投放历史来看, 净投放量在逐渐扩大, 且由负转正, 12 月更是达到了 15570 亿元的天量净投放量, 巨大的净投放量在一定程度上维护了短期利率的稳定, 使得年末短期利率总体呈下降趋势。年初 1 月虽然回笼量也较大, 但投放量对其进行了对冲, 符合我们在报告《一月债券投资分析》中的判断 (报告中我们指出: 2023 年 1 月受疫情影响和当前弱现实的交易逻辑下, 大概率公开市场操作总的净投放仍为正值, 流动性或仍宽松)。

图 8: 2022 以来公开市场投放量、回笼量和净投放量 (亿元)



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

2

利率市场分析

2.1 上月利率市场回顾

一级市场

发行量与净融资额：1 月份，利率债（国债、地方政府债、金融债、同业存单）总发行量为 28802 亿元，总偿还量为 24126 亿元，净融资额为 4676 亿元。与去年 1 月份相比（30525 亿元），总发行量减少了 1723 亿元，同比减少 5.6%，净融资额同比减少了 4157 亿元，主要原因是春节提前，实际发行日期减少，使得债券发行不及预期。

发行利率：从发行利率角度来看，国债、地方政府债、政策性银行债 1 月份发行票面利率均高于去年同期，同业存单发行利率低于去年同期。而与上月（2022 年 12 月）相比，国债、地方政府债发行票面利率分别上扬了 2bp 和 34bp，政策性银行债和同业存单分别下降了 15bp 和 12bp。

我们在财政年度报告中所提到，2023 年的财政政策特点之一仍是财政前置，因此一季度包括二月份地方政府债发行总规模仍不小，集中发行缴款将对资金面造成一定扰动，但从 wind 统计的利率债发行计划来看，目前二月份利率债发行计划只有 20825 亿元，低于去年同期的 36427 亿总发行量。因此二月整月利率债发行对资金面挤占压力或不大。

图 9：利率债发行量、偿还量和净融资（亿）

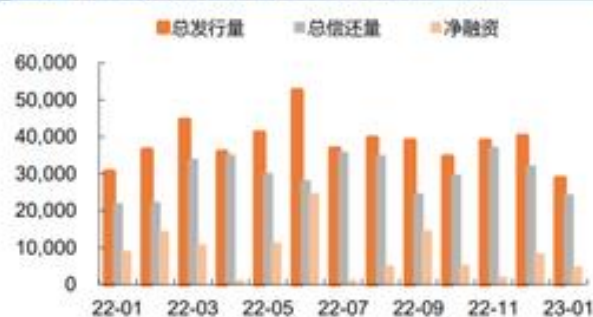


图 10：利率债发行利率（月均值）



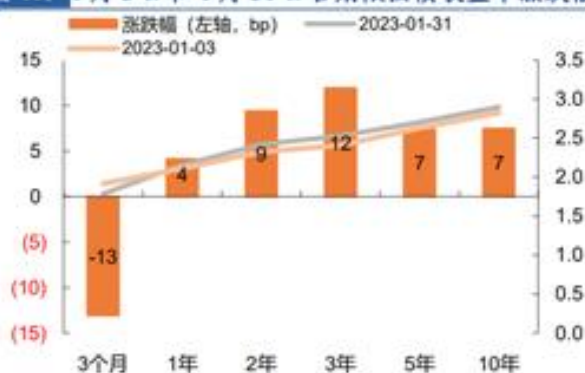
二级市场

一月长端利率总体呈震荡上行趋势，收益率曲线呈陡峭化，平均上升 8.7bp。其中 10\5\3 年期国债收益率分别上行了 7bp\7bp\12bp 至 2.90%\ 2.70%\2.51%，3 年期收益率上升幅度最大。这种走势符合我们在《一月债券投资分析》的判断（报告中我们认为 1 月利率债在经济整体弱复苏的背景下，长端利率或维持震荡。但考虑到流动性先行的政策背景，预计短期内资金面仍将保持宽松，短端利率品种有进一步压缩的空间，因此当前做陡收益率曲线策略仍是较好选择，性价比也较高）。

以 10 年国债收益率走势为例，1 月份总体呈震荡上行态势：1 月 3 日，人民银行开展 6500 亿元 MLF 操作，资金面紧张警报解除，长短端收益率均下行。但由于降息预期落空，信贷投放明显增多，长端利率快速上扬。其中 1 月 10 日人民银行、银保监会联合召开的主要银行信贷工作座谈会，更是助推了这个趋势。直到春节假期过去，稳定的资金面再次支持 10 年国债收益率的回归。

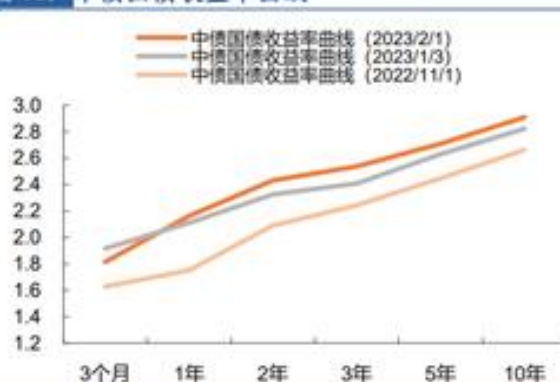
国开相对国债而言，利差波动不大，维持去年四季度以来的平稳态势。国开债与国债收益率的比值自去年 11 月以来就一直处于 1.04-1.06 附近震荡。最高点在 2022 年 12 月底，达到了 1.062。

图 11: 1月3日和1月31日各期限国债收益率涨跌幅



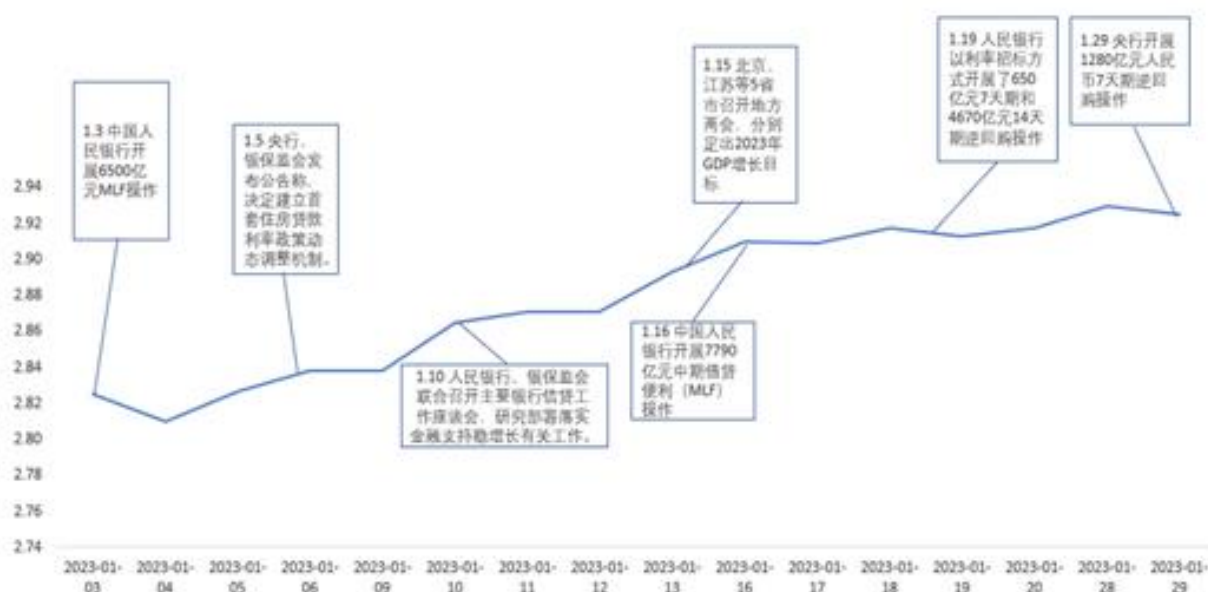
资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 12: 中债国债收益率曲线



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 13: 1月以来十年期国债收益率涨跌幅和事件图



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52077