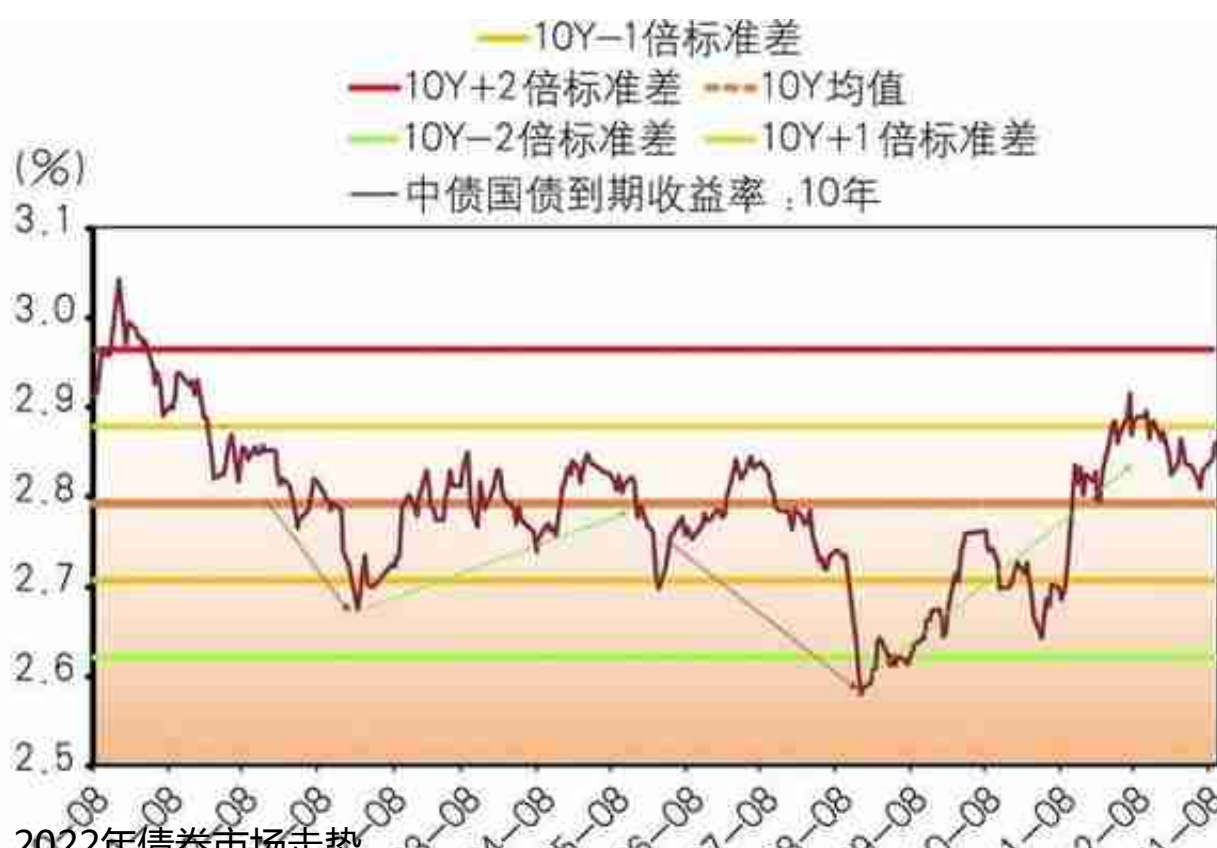


2022年债券市场回顾

2022年债券市场总体收益表现偏弱，不及2021年，略好于2020年。除高收益品种外，各债券品种全年收益表现略好于银行3年定期存款利率（2.6%—3.25%，中值3%）^①。对比来看，地方债>国债>综合债>国开债>3.0%>商业银行债>中票短融>高等级中票>信用债>货基可投债，即泛利率债券品种收益表现好于信用和货币市场债券品种，主要系年末债市流动性冲击造成全年债市走平（见图1）。



数据来源：Wind

分析来看，全年债券市场交易逻辑围绕弱现实与强预期，政策影响力增强的特征较为明显。核心变量是宏观调控政策影响，包括货币政策、房地产政策和疫情政策等，经济基本面对债券市场的影响作用不断降低。从更长的视角来看，2013年以来政策影响债市的程度在不断加强，显示了当前债券投资更加关注政策影响，对政策面的响应更加充分的特征。信用债收益率走势在节奏上与利率债节奏基本吻合，但其波动幅度更大，反映出除基本面、政策面之外，市场机构行为、情绪、散户赎回等因素的放大作用，整体体现出负反馈交易中流动性较差资产的脆弱性。考虑票息收益，3月净值回撤幅度较大

，4月至11月初净值在波动中创新高，11月中旬后在债市加速下跌中，净值跌至年中7月水平，跌去近半年的票息积累，相比3月债券下跌，政策急转带来市场超调远超基本面回暖的影响（见图3）。

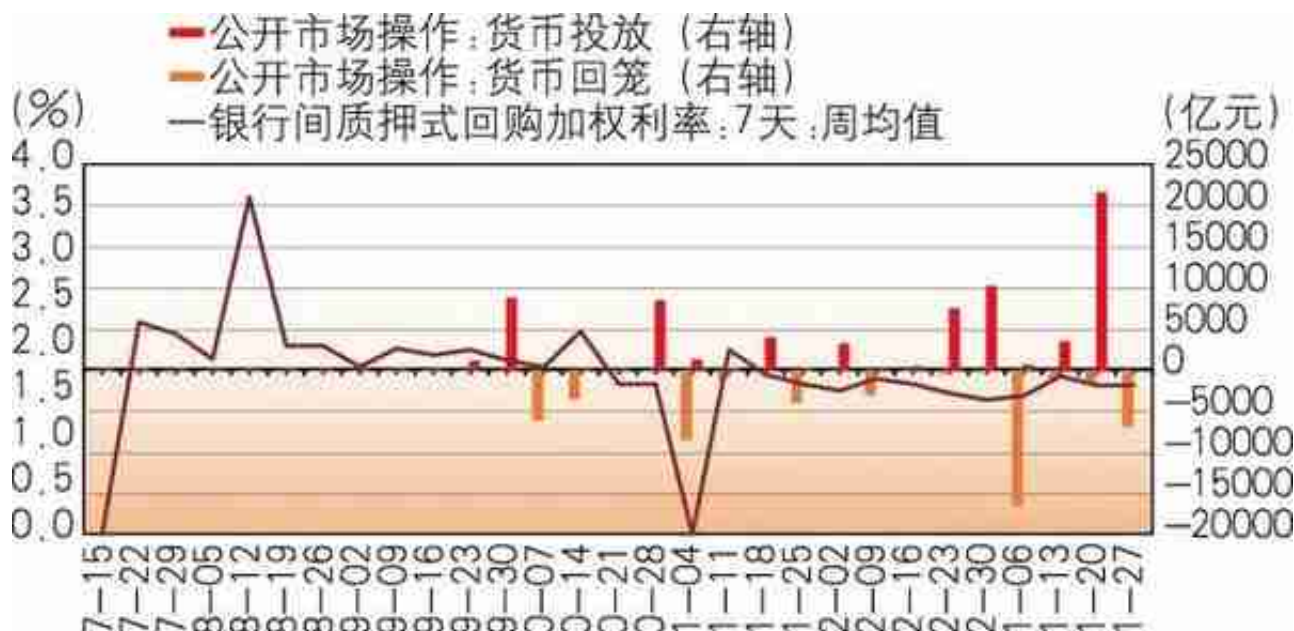


图4 2022年7月至2023年1月公开市场货币投放回笼与货币利率情况

数据来源：Wind，作者测算

政策面

加力提效

，关注中长期的需

求侧改革政策相继出台对债市的影响

。2022年12月，中央经济工作会议强调，坚持稳字当头、稳中求进总基调，实现经济质的提升和量的合理增长；着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。政策核心目标聚焦在“稳增长、稳就业、稳物价”和扩大内需上。更多有利于经济长期健康增长的实际举措有望出台。总体上看，预计财政政策总体将更加积极，财政赤字有望达到3%左右，广义财政赤字率水平将进一步提高，地方专项债新增额度等将维持至少不减的强度等。预计货币政策转稳健偏宽松，配合财政发力为主，总量和价格型的货币政策共同发力，LPR报价机制和结构性货币政策继续强化发力。房地产政策定位从2022年防风险为主调整为“防风险+扩需求”，继续发挥国民经济支柱产业作用，房地产销售、投资等有望筑底回暖。

供需面趋于均衡，估值面整体中性偏低，结构上存在分化。

2023年，债券供给仍将是政府债融资为主导的格局，社融依然依靠政府债支撑，在财政政策适当加力的背景下，债券资产净供给有望略有提升，各类信用债在经济修复下新增规模将小幅提高，其中城投融资预计继续偏弱，其他产业债将小幅回暖。从到期情况看，各类信用债到期规模主要集中在上半年。债市杠杆在资金面收敛背景下适当下降，资产荒状况较2022年有显著改善。考虑货币政策配合、流动性合理充裕等因素，供需面整体趋于均衡。

估值面目前存在分化，利率债分位数处于中性偏低水平，信用利差分位数整体偏高，低资质品种处于历史极高水平。2022年11月以来，利率债收益率分位数从10%以下快速修复至40%水平的短期高点，债市随后止跌分位数恢复至20%的短期中枢水平，结合基本面来看，当前的分位数水平仍偏低。从与政策利率的偏离水平来看，低分位数快速修复后，目前略高于中性水平。结合来看，利率债收益率整体易上难下。信用债的信用利差分位数目前分化较大，AA+及以上品种跟随利率债趋势较为明显，当前分位数处在中性偏高水平，方向指示略偏中性，目前看静态票息具有性价比，低资质品种分位数维持近100%的历史分位数高位，参考历史信用利差修复仍需一定时间（见图5）。



数据来源：Wind，作者测算

2023年债券投资策略

总体上，2023年债市整体处于偏空格局，收益率易上难下，但幅度上预计仍保持较窄的波动，预计10年期国债调整区间为2.7%—3.2%，中枢在2.9%左右。债券市场面临的核心风险可能是利率风险和流动性风险，信用风险预计保持平稳。债市窄幅区间波动行情下应以配置思维为主，保持与负债端匹配的“持债不炒”策略能够降低方向判断失误带来的损失，投资收益增厚的来源可能需要依靠结构优化和持仓管理两个方面。在流动性管理上，经过2022年末的债券市场冲击，加强组合流动性管理、提高流动性资产占比、增强资产负债期限匹配度、做好到期资产管理、重视个券流动性和债券持仓结构等将成为全市场的共识之一。市场对流动性资产增配将促使债市分化加剧，进一步加大流动性资产溢价。

作者：孙道元，单位：清华大学五道口金融学院、华夏理财有限公司