

固收半月谈 | 龙年春节期间消费数据如何解读？

主讲人介绍



许卓岩

上银基金固定收益部助理研究员

清华大学金融硕士，主要研究可转债，覆盖原油、有色金属等周期板块。

【市场回顾】

国内利率债市场方面，2月以来，春节前资金面偏宽松，利好短端品种，长端品种受到股市走强影响表现相对较弱，但节后回来LPR调整引发市场对后续降息的期待，债市整体情绪较好，各期限利率债收益率均有所下行。具体来看，截至2月21日收盘，（1）国债方面，1Y国债收益率下行7BP至1.81%；3-5Y国债收益率下行2-3BP，分别收于2.16%和2.27%；7Y-10Y国债收益率下行1-2BP，分别收于2.40%和2.41%。（2）政金债方面，1Y政金债收益率下行15BP；3Y国开债收益率下行5BP，3Y口行债收益率下行1BP，3Y农发债收益率下行4BP；5Y国开债、口行债和农发债收益率分别下行2BP、3BP和2BP；7Y政金债收益率下行1BP；10Y农发债和10Y口行债收益率下行2-3BP，10Y国开债收益率下行1BP收于2.58%。

信用债市场方面，2月以来，信用债市场收益率全部下行。期限方面，短端表现更好，上周1年期、3年期、5年期城投收益率平均下行幅度为15bp、5bp、7bp。评级方面，由于短端低评级收益已经很低，市场对票息的追逐转向长端低评级，2月以来3年期AA-品种表现最好，下行32bp。

权益和转债市场方面，2月以来，权益市场表现好，市场呈现出超跌反弹的特质，2月截至2月21号上证指数上涨8.09%，中证转债指数上涨3.13%。行业来看，表现较好的板块主要来自通信、电子、军工和美容护理，整体上涨10%-12%，表现较弱的板块主要为环保、公用事业、建筑和房地产，整体上涨4%-5%。

海外市场方面，美国经济数据表现较强，通胀继续超预期，市场判断美联储3月加息概率较小；日央行也继续维持宽松货币政策，日本股市持续上涨。具体来看，截至2月21日收盘，当月法国CAC40上涨2.03%，德国DAX指数上涨1.27%，英国富时100上涨0.42%，标普500上涨2.81%；亚洲股市方面，韩国综合指数上涨6.26%，恒生指数上涨6.57%，日经225上涨5.44%。债券市场方面，德国10Y国债收益率上行17BP至2.41%；法国的10Y国债收益率上行25BP，收于2.91%；美国10Y国债收益率上行33BP，收于4.32%；英国10Y国债收益率上行29BP至4.19%。

【市场展望】

利率债市场方面，春节前后公布了一些重磅数据，一是通胀受基数和消费偏弱的影响继续走低；二是信贷数据延续开门红，但地产数据仍然一般；三是美国通胀超预期，降息预期推迟。短期来看，债券市场在春节后或将更关注3月的两会政策，不过从目前的政府表态来看，政策端较难大超预期，因此对债市影响有限；但人民币汇率压力也始终掣肘央行货币政策，或许短期出现MLF调降概率较小，因此债市短期较难出现突破行情。预计10Y国债收益率或继续围绕2.4-2.45%左右窄幅震荡，超长端和短端品种相对而言性价比更佳。

信用债市场方面，当前信用债呈现2个特点：1)高票息资产较少，1年3%以上的资产越来越少，1年期信用债收益率集中在2.5%-2.8%之间；2)信用债收益率平坦化，在信用上拉长久期意义不大。建议信用策略：1)信用债压缩到极致，

建议防守，在收益类似的信用债中择优关注。2) 票息视角适当挖掘。3) 担保债策略增厚收益。

权益市场及转债市场方面，从春节假期几天的数据来看，国内消费旅游市场较好，海外及港股市场表现强劲，在当前市场下跌幅度和下跌速度都较大下，此前的悲观预期或有所修复。结构上可关注小盘机会、科技成长赛道。转债方面，很多转债绝对价格已经接近债底，甚至从到期收益率看也具有较好性价比，可以保持关注。

【热点关注】春节期间消费数据解读

春节期间国内消费市场总体喜忧参半，旅游出行、商品消费与电影消费均呈现出以量补价的态势，同时由于今年春节假期较往年多一日，部分总量数据表现较强，相对更值得关注的是日均、人均等数据，具体来看：

旅游出行方面，根据文旅部数据，春节期间国内实现旅游收入 6327 亿元，日均较 2023/2019 年同比增长 47%/7.7%；国内旅游人次达 4.7 亿人，日均较 2023/2019 年增长 35%/4%，恢复态势较好，居民国内出行欲望继续提升，主要景点数据表现强势。但日均旅游收入较 2019 年有 6%左右下滑，客单价 1335 元，仅恢复至 2019 年的 91%，且较过往国庆、元旦两个节假日有所下滑。

客运方面，根据交通运输部，春节期间全国铁路/公路/水路/民航预计发送旅客 22.93 亿人次，较 2023/2019 年增长 21%/28%，人员流动积极。结构上来看，高速公路及普通国省道非营业性小客车出行人次达 19.8 亿，较 2019 年增长 54%，自驾作为最主要的出行方式之一增速较快。

商品消费方面，海南离岛免税销售额 24.9 亿元，日均同比增长 40%，购物人次合计 29.8 万人，日均同比增长 66%，增速快于销售额，计算出人均消费 8358 元，同比下降 16%，消费力有所下滑。

服务消费方面，2024 年春节假期期间全国电影票房为 80.51 亿元，同口径看，前七日票房总数较 2023/2019 年增长 8.5%/24.3%，但较近年最高的 2021 年下降 6.4%；总观影人次 1.49 亿人，较 2023/2019 年增长 15%/12.5%，但较假期内同样包含情人节的 2021 年下降 7%；平均票价 49.3 元，同比下降 5.6%，较 2021/2019

年增长 1.1%/10.5%。综上同比来看，观影量增价降趋势明显，市场总体表现尚可，但弱于 2021 年。

从近期节假日消费市场表现来看，消费者更偏向于高性价比消费行为，有一定消费降级趋势，短途旅行、电影消费等可选消费场景逐步转化为必选消费场景，相应的消费人次有所提升，但人均消费价格弹性减弱。

综上考虑对债市的影响，我们认为经济基本面弱现实仍在持续，继续对债市形成支撑，需求端仍期待相应政策进行刺激。

【债券知识小课堂】造纸行业产业链发展简述与 2024 年展望

造纸行业是国内重要的消费品行业，它主要指的是以木片等为原材料制成纸浆，随后将纸浆抄造上网、脱水压光形成原纸，再进一步加工成各类用纸的产业链。原材料成本占比 70%以上，国内造纸原材料以木片与废纸为主，分别占比 38%、57%，少量用竹片，其中木浆国产与进口各半，废纸方面由于外废进口禁令，当前以国产为主，但由于林业资源匮乏以及环保政策要求，纸浆进口增速高于需求增速，进口依赖度提高，下游纸制品包括生活用纸、文化用纸、包装用纸等大宗纸以及特种纸，当前造纸行业呈现资金密集、规模效应明显的特点。

造纸行业供给端快速扩张，但近年需求出现一定下滑。2023 年全国纸与纸板产量达 14405.5 万吨，同比增长 6.6%，但消费需求增速预计仅为 1.6%，同时部分纸品需求出现下滑，造纸行业整体出现一定过剩，同时上游纸浆价格波动较大，造纸行业利润回落明显，部分龙头企业出现亏损。

分纸种来看，文化用纸下游以教辅教材为主，需求较为刚性，同时有季节性旺季，2023 年文化用纸国内消费量增速 13%左右，同时出口同比增加 7%，但 2023 年新增产能约 300 万吨，2024 年预计仍有较多产能投产，若需求端稳定增长，预计文化纸价差稳中偏弱。

白卡纸作为包装用纸之一，过剩明显，2023 年新增 200 万吨产能，细分行业竞争激烈，全年行业整体毛利率约-6%，预计未来将逐步进行产能出清，2023 年底芬兰某公司出售其北海白卡纸工厂，但白卡纸吨净利为负的情况预计仍将持续。箱板瓦楞纸下游主要为食品饮料、家电、服饰箱包、快递等包装行业，受宏观经济与消费内需影响大，近年需求端温和增长，国内供给端投产相对有序，但需关

注进口冲击，由于废纸进口禁令，国废价格显著高于海外，海外箱板瓦楞纸价格优势明显，叠加 2023 年起的进口零关税政策，2023 年进口量同比增长近 50%，同时企业纷纷在东南亚等海外地区投资建厂，制成品回流国内进行套利，国内龙头为应对进口冲击，采取低库存与降价政策，国内外价差已有所收窄，预计 2024 年行业趋势维持，龙头企业盈利能力偏弱运行。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本材料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。