



国债年报：债牛延续

2023 年 12 月 15 日

宏观专题报告

报告要点：

2023 年债市表现较为强势，长债利率呈现“M 型”走势，利率中枢整体下移。一季度高位震荡，二三季度持续下行，四季度小幅走高后维持震荡格局。经济增速下行，叠加货币政策宽松，政策利率下调，激发年内债市看多情绪。年末受到宽地产政策影响以及政府债券集中发行扰动资金面，利率中枢小幅抬升。

回顾 2023 年，财政政策整体较为积极，但是财政支出保持相对克制。货币政策维持宽松，年内两次降准两次降息，资金利率层级下调。但从信贷表现看，宽货币向宽信用传导不佳，政府加杠杆支撑社融读数，但居民及企业融资需求仍不足，信贷增长缓慢，M1 和 M2 增速高度不对称，实体经济融资需求仍有待改善。经济基本面弱现实叠加宽货币政策，是 2023 年债市表现较好的主要原因。

展望 2024 年，地产仍存下行压力，政府加杠杆向微观实体加杠杆的转换尚未到来，经济修复基础仍然薄弱。政策基调上，万亿国债释放稳增长信号，年末会议定调宽财政继续发力；货币政策灵活适度，精准有效，强调政策的一致性。因此我们认为 2024 年货币政策将继续配合财政扩张，仍有发力空间。且考虑到当前低通胀背景下实际利率仍处于高位，实体融资成本较高，而海外即将进入降息周期，外围扰动减少，货币政策仍有发力空间，降准降息仍然可期。

整体看，2024 年利率中枢仍有下移空间，债牛延续。中长期债市主线仍取决于经济基本面与房地产复苏进程。

风险因素：海外风险，政策不及预期，地产复苏进程超预期。

创元研究

创元研究宏观金融组

研究员：金芸立

期货从业资格号：F3077205

投资咨询资格：Z0019187

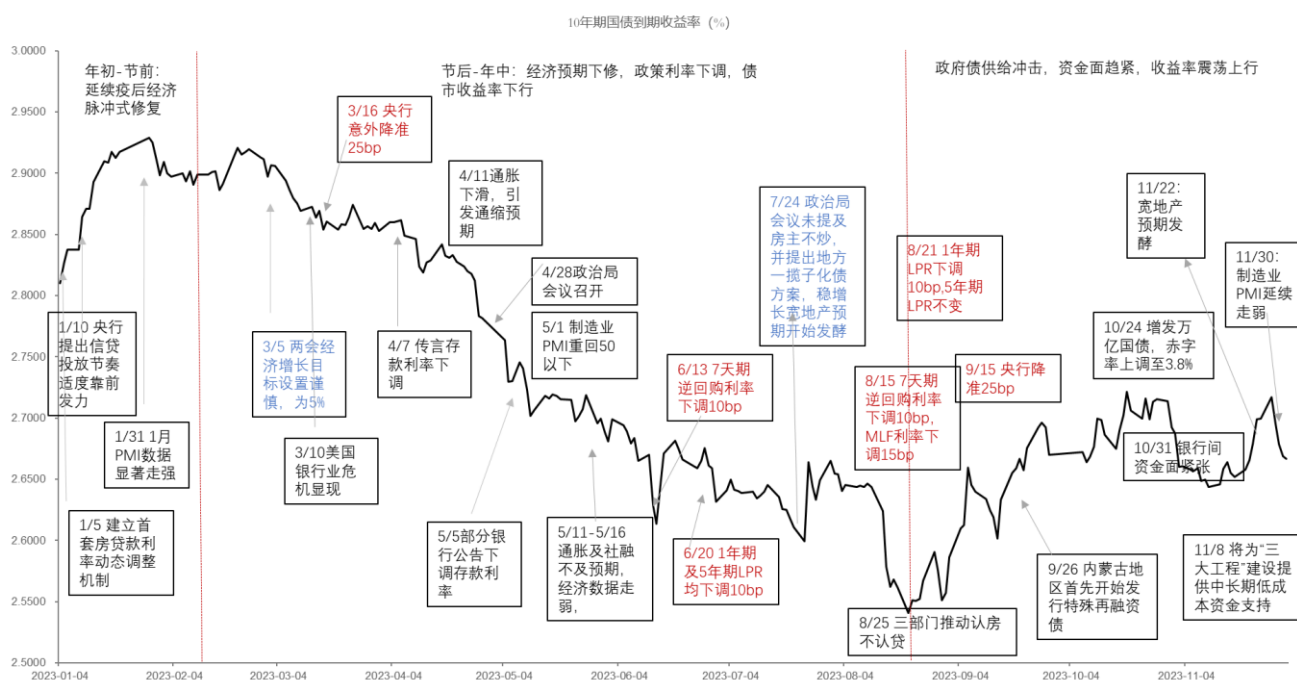
目录

一、	回顾 2023	3
一、	一季度：经济修复强预期，债市高位横盘	4
二、	二季度：债市走强受基本面驱动，财政发力放缓，宽货币发力	5
三、	三季度：宽财政提振预期，宽货币利多出尽，政府债供给扰动资金面	7
四、	四季度：财政继续发力，资金面扰动频繁	9
二、	展望 2024	11
1.	财政加力，货币配合	11
1.1	2024 年政策总基调：稳中求进、以进促稳、先立后破	11
1.2	财政政策继续发力	12
1.3	货币政策宽松配合	15
2.	宽信用传导不畅，政府加杠杆支持	18
2.1	社融增速下行，M1&M2 剪刀差走扩	18
2.2	政府部门大力加杠杆	19
2.3	存款定期化，源于实体投资回报率低	21
2.4	利率的转势需要关注政府加杠杆向微观实体加杠杆的转换	22
3.	地产仍在低位	23
3.1	地产行业政策持续松绑	24
3.2	地产景气度仍较低	25
3.3	2024 年地产政策基调：防范化解风险	26
4.	市场利率有望向政策利率靠拢	27
三、	外围环境影响	29
1.	美联储政策信号转向，开启降息周期，外围扰动减弱	29
四、	总结	32

一. 回顾 2023

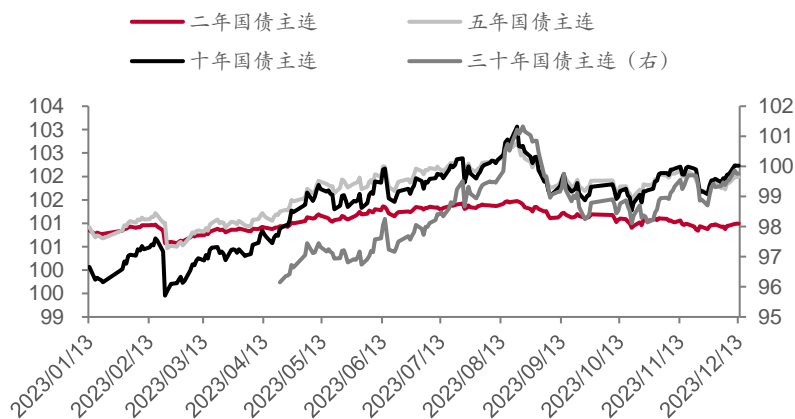
2023 年债市表现较为强势，长债利率呈现“M 型”走势，利率中枢整体下移。一季度高位震荡，二三季度持续下行，四季度小幅走高后维持震荡格局。年内十年期国债利率低点出现在八月末，最低降至 2.54%，较年初水平下跌约 20-30bp。经济增速下行，基本面偏弱，叠加货币政策延续宽松，政策利率逐步下调，激发年内债市看多情绪。年末受到宽地产政策影响以及资金面扰动，利率中枢小幅抬升后窄幅震荡。

图：10 年期国债收益率走势 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：国债期货主力连续合约 (%)

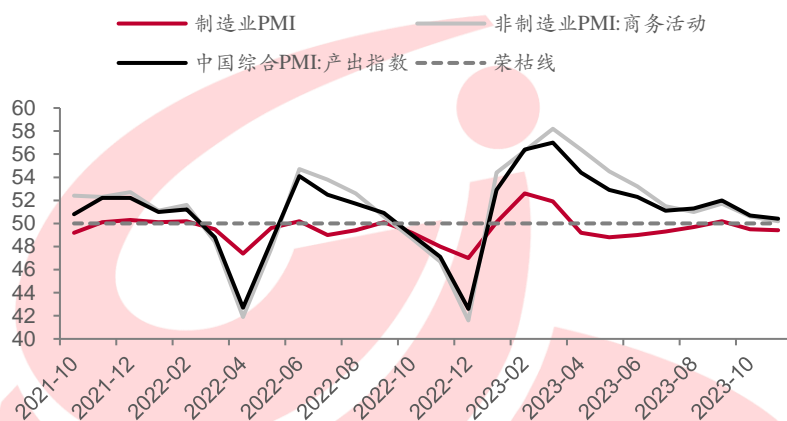


资料来源：同花顺、创元研究

一季度：经济修复强预期，债市高位横盘

一季度初期债市延续 2022 年底走势，在 2022 年经济受疫情影响偏离潜在增速的背景下，疫情的逐步缓解使得国内经济呈现脉冲式恢复。其中 1 至 2 月表现最佳，制造业 PMI 由 2022 年末的 49.2，回升至 2 月的 52.6，非制造业 PMI 涨势更佳，由年末的 41.6 回升至 56.3，景气度快速回到扩张区间，经济修复预期较强，债市整体维持高位。

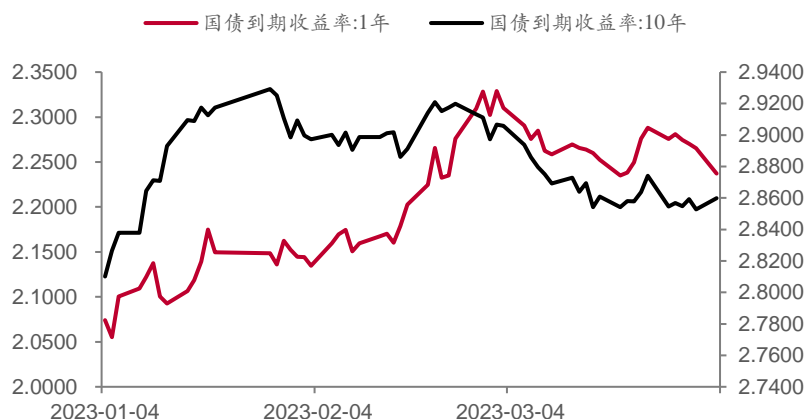
图：Q1 景气度呈现脉冲式修复



资料来源：同花顺、创元研究

从债券收益率看，2023 年初，10 年期国债收益率位于 2.82% 左右，至一季度末提升至 2.85%，虽然整体变动幅度不大，但从走势上看呈现出先上后下的走势，转折点出现在春节假期前后。春节前债市情绪偏弱，主要逻辑在于节前债券市场交易经济复苏预期，叠加 1 月初地产相关宽松政策落地，《建立首套住房贷款利率政策动态调整机制》公告发布，地产政策宽松落地，经济基本面改善预期较强，带动债券收益率走高，10 年期国债收益率由 1 月初 2.83% 左右上行至春节前 2.93% 附近。节后，债券市场演绎利多出尽，金融数据表现亮眼，“信贷开门红”的强预期如期落地，节前疫情高峰刚过，市场对于经济修复的路径需要更多数据的验证。3 月 5 日，两会设定 2023 年经济增长目标为 5%，市场解读为相对谨慎低于预期，叠加 3 月经济数据开始下行，围绕经济修复的强预期被打破，债券收益率开始小幅回调。紧接着 3 月中旬央行意外降准 25bp，货币政策宽松进一步驱动债市收益率下行。整体看，一季度债券收益率先上后下，整体处于高位盘整阶段。

图：2023 年 Q1 国债收益率表现：先上后下，整体偏震荡（%）



资料来源：同花顺、创元研究

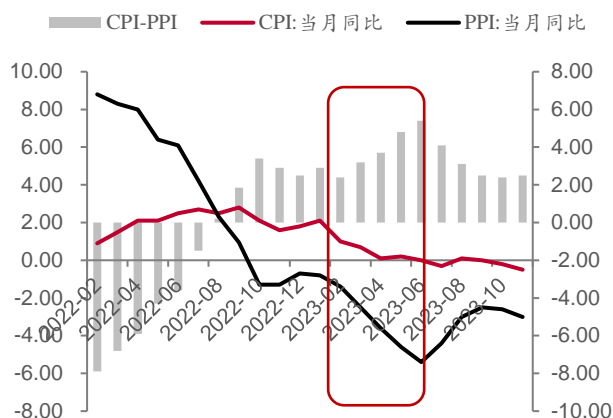
二季度：债市走强受基本面驱动，财政发力放缓，宽货币发力

4 月以来，地产回落拖累经济再度转弱，各项数据均指向经济基本面偏弱，政策利率接连下调，债券收益率二季度持续回落。

经济数据方面，制造业 PMI 自 4 月起重回荣枯线以下，低点出现在 5 月，录得 48.8，非制造业 PMI 由高景气区间逐步回落至荣枯线附近。CPI 持续回落至负值区间，PPI 同比降幅不断扩大，由 3 月的-2.5%降至-5.4%，触及年内低位。社融增速由 3-4 月的约 10%下降至 6 月的约 9%，信贷扩张增速放缓。

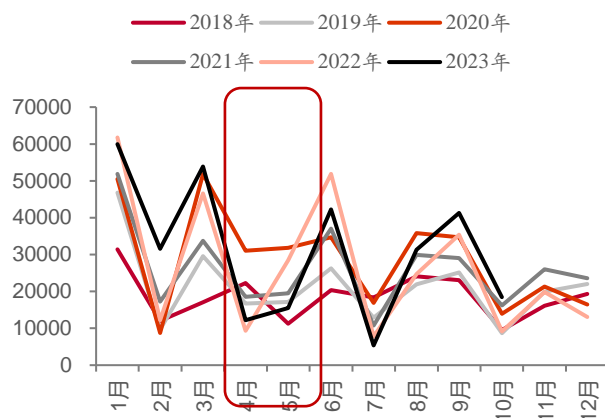
期间 5 月初部分银行公告将调整存量利息，6 月中旬 7 天期 OMO 利率率先于 MLF 下调 10bp，为年内第一次降息，宽货币政策发力下，市场资金利率中枢开始下移，带动债券收益率下行。

图：通胀表现（%）



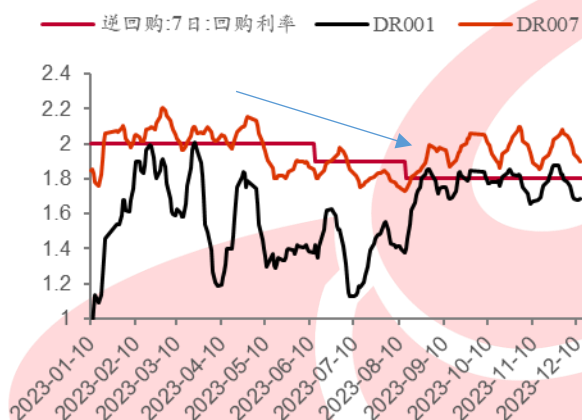
资料来源：同花顺、创元研究

图：当月社融增量（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

图：资金利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

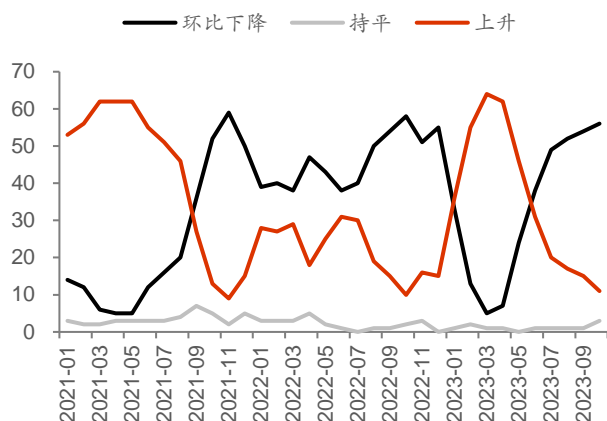
图：MLF与同业存单（%）



资料来源：同花顺、创元研究

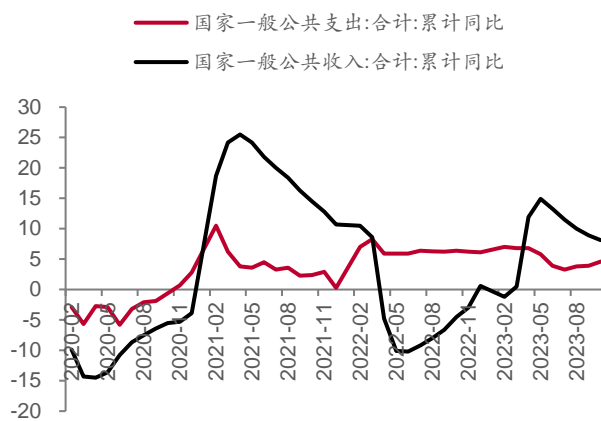
从财政端角度看，二季度财政端发力有所放缓，体现在专项债发行进度的放缓。今年前3月，专项债发行维持高增速，符合2022年底中央经济工作会议强调的财政政策要加力提效这一观点。截至3月底发行进度已达到35.7%，高于过去4年平均水平27.4%。而二季度起，新增专项债发行增速显著放缓，至6月底，专项完成度60.6%，回归至往年均值附近。

图：70大中城市新建商品住宅城市个数（个）



资料来源：同花顺、创元研究

图：国家一般公共收支累计同比变化（%）



资料来源：同花顺、创元研究

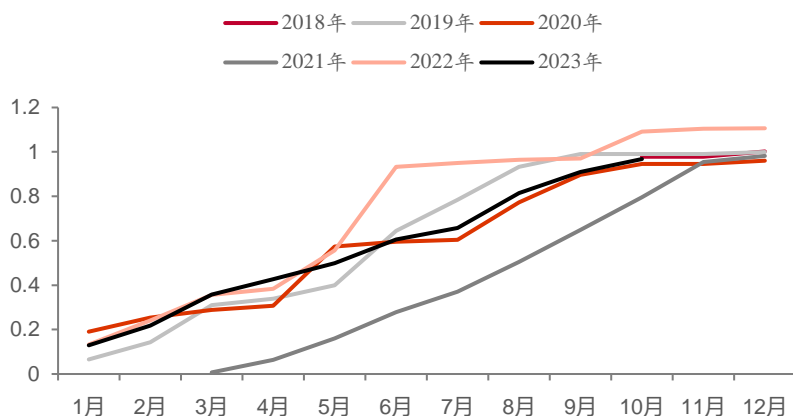
三季度：宽财政提振预期，宽货币利多出尽，政府债供给扰动资金面

三季度初债牛延续，转折点出现在7月24日的中共中央政治局会议。会议释放**宽财政宽地产**的稳增长信号，财政端8月起发力明显加速，专线债发行节奏加快，资金面由松转紧，叠加政策端对稳汇率、防范资金空转套利的诉求，收益率快速拉升。

地方新增专项债的发行明显加速，源于监管部门要求“2023年新增专项债需于9月底前发行完毕、10月底前使用完毕”，8至9月财政部口径专项债单月分别发行9819亿元和6625亿元，新增专项债发行进度由7月的65.7%快速提升至9月的91%。政府债净缴款压力大，造成流动性收紧，资金利率持续回升。

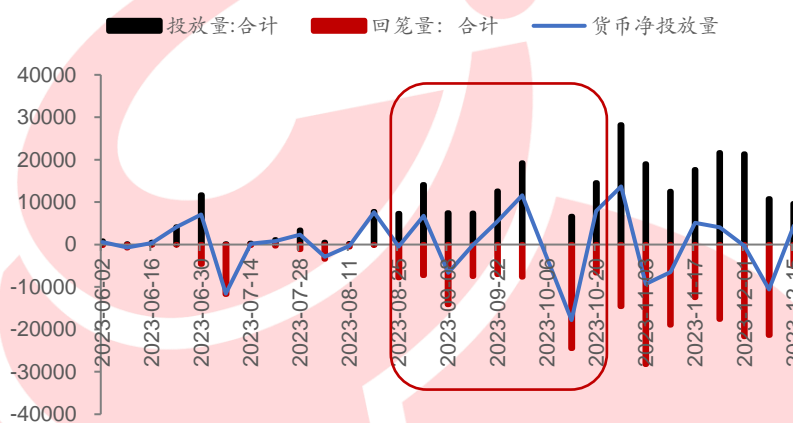
在此期间央行通过货币政策端的配合，加码公开市场投放以及8月中降准25bp来缓解资金紧张问题，降准后债券收益率出现短时快速下降。但受制于人民币贬值压力，货币政策仍以配合财政政策为主，资金面维持偏紧，货币市场利率延续走高，开始偏离政策利率走势。8月中下旬至9月中旬期间，美元走强带动人民币承压，因此政策层面有必要阶段性收紧在岸和离岸流动性以支持人民币稳定。所以，货币配合财政发力，更多为避免其所引发的融资成本明显上行，资金面大幅宽松难以出现。

图：新增专项债发行进度：三季度加快（%）



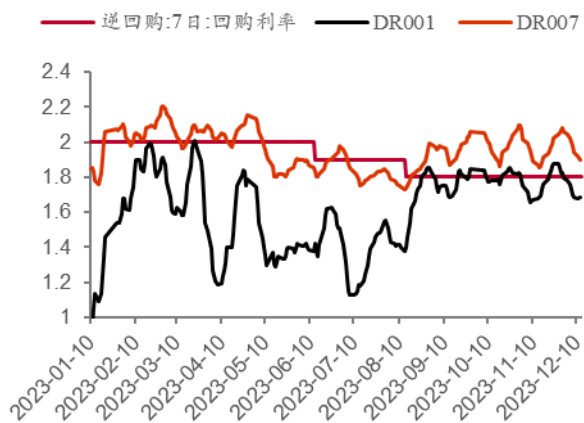
资料来源：同花顺、创元研究

图：七天期逆回购操作（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

图：资金利率（%）



图：MLF 与同业存单（%）



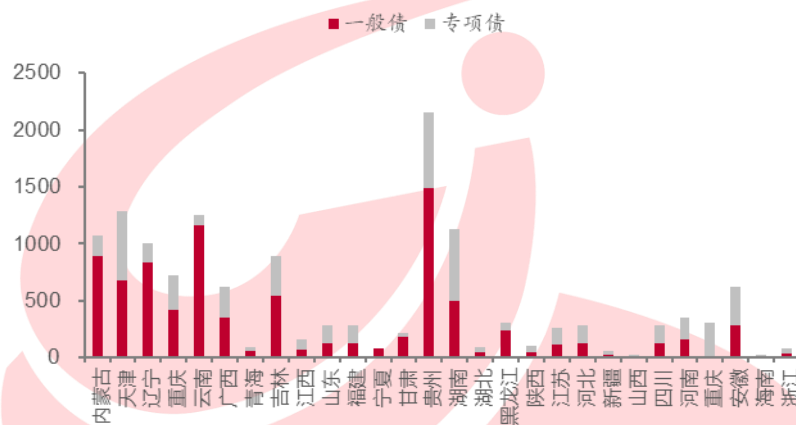
资料来源：同花顺、创元研究

资料来源：同花顺、创元研究

四季度：财政继续发力，资金面扰动频繁

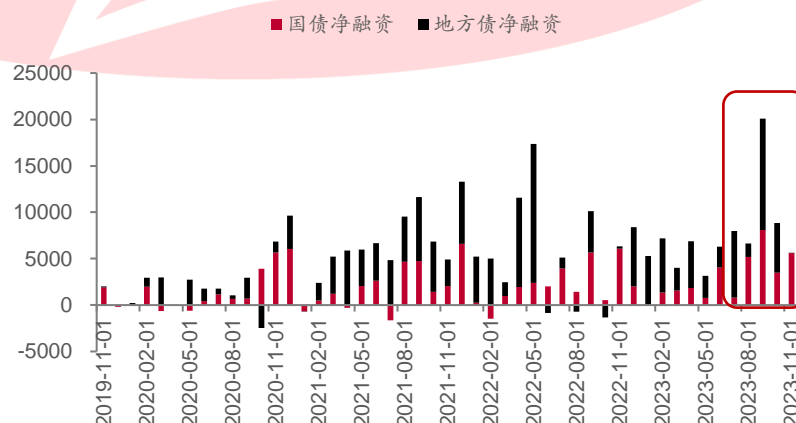
四季度，“一揽子化债”政策开始落实，财政政策继续积极发力，货币政策配合下资金面仍然偏紧。10月开始，用于化解地方政府存量债务的特殊再融资债集中发行，截至11月底，累计发行额已超1.4万亿。10月底宣告的新增万亿国债，再度增加政府债券供给压力。缴款压力抬升带动银行间流动性边际收敛，10月最后一个交易日的银行间资金面的异常波动也是在政府债供给冲击下，紧张情绪达到高点，银行间资金面快速收紧。

图：2023年特殊再融资债发行情况：截至11月29日（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

图：政府债净融资量（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

11月以来则更多是新增国债发行仍在推升政府债券供给，市场对资金面稳定性担忧仍在。目前央行更多还是采取加大逆回购和MLF净投放的形式对

冲政府债券净增抬升带来的缴款压力，市场对于资金面稳定性仍存有不少担忧，包括超额续作的 MLF 体量是否足够、是否还会有其他配合措施等。



二. 展望 2024

1. 财政加力，货币配合

1.1 2024 年政策总基调：稳中求进、以进促稳、先立后破

财政政策适度加力、提质增效；货币政策灵活适度、精准有效，将为 2024 年政策的“主旋律”

12 月 8 日召开的政治局会议以及 12 月 11-12 日召开的中央经济工作会议均强调，坚持**稳重求进，以进促稳，先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节力度；增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导**。关于财政政策，会议对“积极的财政政策”的描述，从以往的“加力提效”、拓展为“**适度加力、提质增效**”，意味着赤字率目标的设置仍将维持较高水平，但“提质增效”或意味着财政资金的投放将更倾向于稳增长领域，例如基建领域。而货币政策从以往的“精准有力”、拓展为“**灵活适度、精准有效**”，对应去年货币政策两次降息两次降准，预计 2024 年货币政策力度将有所减弱，但仍将配合财政扩张，将更多通过发挥好总量和结构性政策工具以及盘活存量贷款来提升效能，实现实体融资成本的稳重有降。政策基调整体积极，总结为**财政加力，货币配合**。

表：近三年政治局会议表述对比

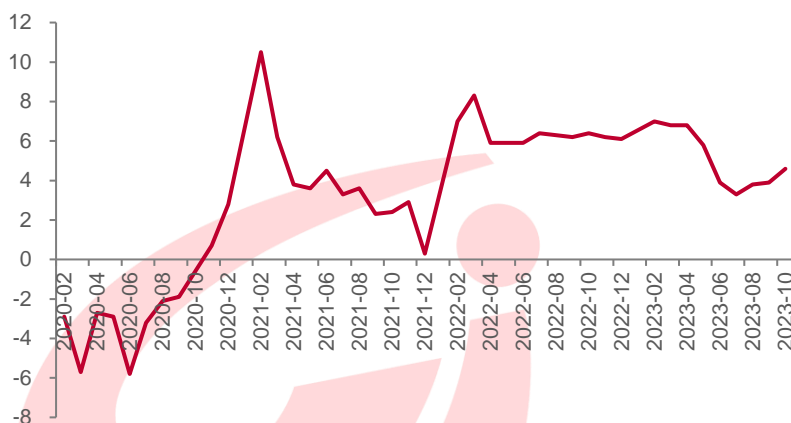
	2023年12月8日	2022年12月6日	2021年12月6日
形势判断	经济回升向好	保持了经济社会大局稳定	经济发展保持全球领先低位
政策基调	坚持 稳重求进，以进促稳，先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节力度 增强宏观政策取向 一致性 ，加强经济宣传和舆论引导	坚持 稳字当头，稳中求进 继续实施 积极的 财政政策， 积极的 财政政策要 加力提效	宏观政策要 稳健有效 积极的财政政策要提升效能，更加注重 精准可持续 稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持 流动性合理充裕
财政政策	积极的财政政策要 适度加力，提质增效		
货币政策	稳健的货币政策要 灵活适度，精准有效 要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环	稳健的货币政策要 精准有力 要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。
内需	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线	要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线	
防风险			
地产			要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环
产业	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平	要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平	结构政策要着力畅通国民经济循环，科技政策要加快落地
对外开放	要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘	要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资	扩大高水平对外开放

资料来源：同花顺、创元研究

1.2 财政政策继续发力

回顾 2023 年，财政政策较为积极，体现在三四季度开始政府债的发行力度较大，但是财政支出保持相对克制。截至 10 月，全国一般公共预算支出累计同比增长 4.6%，低于同期水平，且主要是下半年中央政府加杠杆推动一般公共预算支出出现回升。

图：国家一般公共预算支出:合计:累计同比(%)

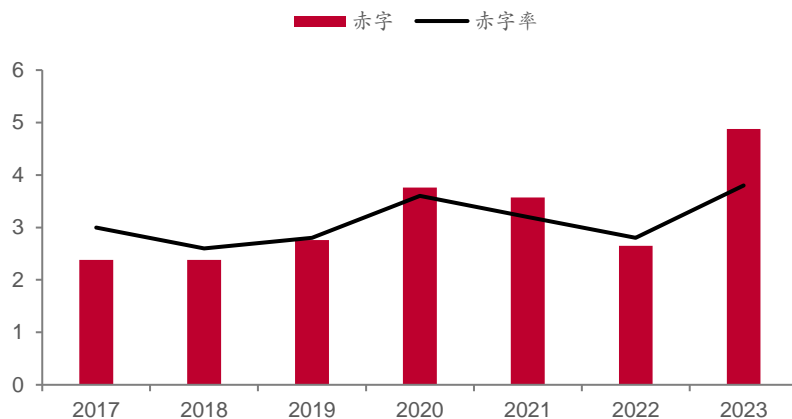


资料来源：同花顺、创元研究

1.2.1 万亿国债释放稳增长信号，宽财政仍将持续发力

10 月下旬全国人大常委会批准增发国债 1 万亿元，这也释放后续财政仍将积极发力以及延续发力的信号。国债增发的 1 万亿元使得财政赤字规模由年初预算安排的 3.88 万亿元增至 4.88 万亿元，赤字率由 3% 增至 3.8% 左右，其中中央财政赤字规模也由 3.16 万亿元增至 4.16 万亿元。增发 1 万亿元国债主要用以支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，而且从资金使用安排上来看，全部通过转移支付方式安排给地方使用。整体上看，国债增发释放了财政积极发力的信号。

图：财政赤字情况



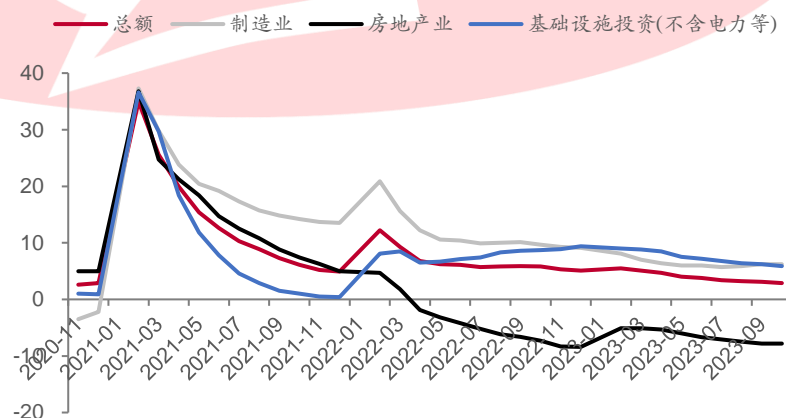
资料来源：同花顺、创元研究

1.2.2 基建为逆周期调节重要抓手，对冲地产下行

考虑到当前经济修复基础仍不牢固，叠加会议政策基调定向积极，2024 财年，财政仍较保持继续发力。而基建投资作为逆周期调节的重要抓手，以对冲地产下行压力，将成为 2024 年的主线。

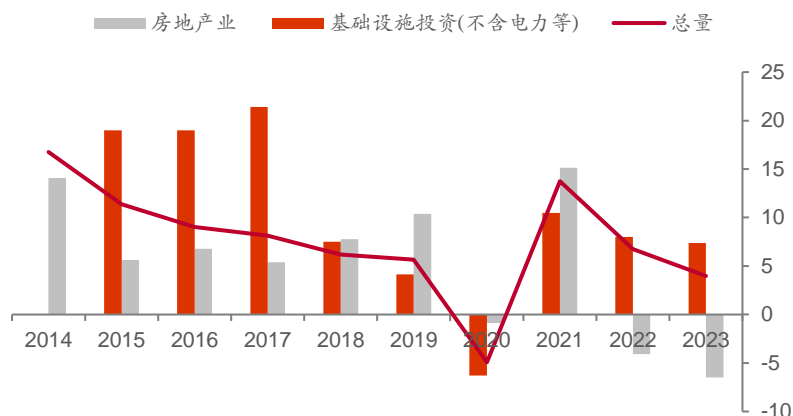
2023 年前 10 月，我国基建投资累计同比增长 8.3%，（去年同期为 11.4%），剔除电力等相关投资后累计同比增长 5.9%（去年同期为 8.7%）。财政支出放缓，对应基建投资增速下滑，叠加地产业低迷，2023 年前 10 月固定资产投资增速录得 2.9%，为 2020 年 12 月以来的最低水平。

图：固定资产投资额（累计同比）



资料来源：同花顺、创元研究

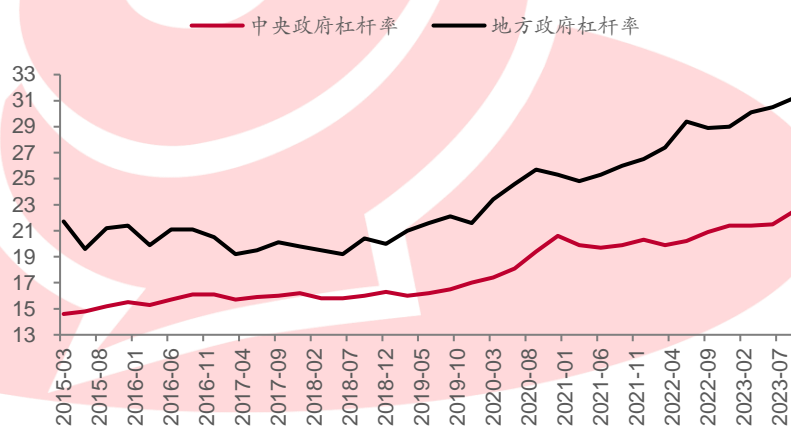
图：固定资产投资额（累计同比）



资料来源：同花顺、创元研究

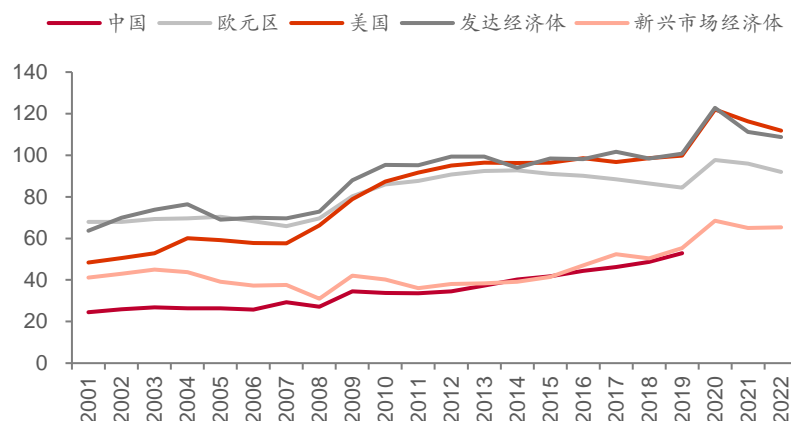
但需要关注的是，地方政府在化债背景下，加杠杆空间不断压缩，因此促基建的手段需要更多中央政府加杠杆的举措。好在与其他经济体相比，我国杠杆率水平并不高，仍有一定加杠杆空间。

图：央地政府杠杆率 (%)



资料来源：国家资产负债表研究中心、创元研究

图：政府杠杆率对比（%）



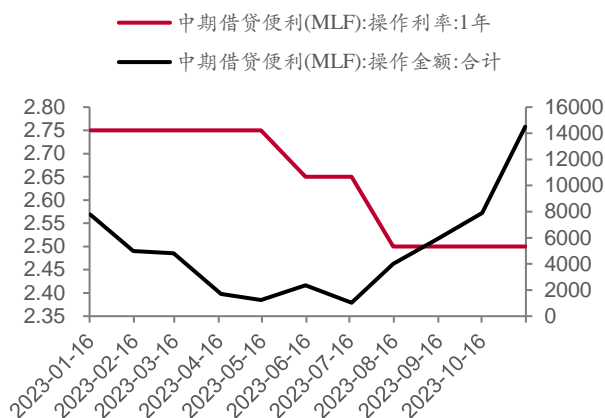
资料来源：国际清算银行、创元研究

1.3 货币政策宽松配合

回顾 2023 年，在外部宏观环境复杂的背景下，我国的货币政策保持以我为主，年内两次降准两次降息。央行分别于 3 月 9 月降准 25bp，6 月下调 MLF10bp，逆回购操作利率 10bp，8 月下调 MLF15bp，逆回购操作利率 10bp，引导 1 年期 LPR 下调 20bp，5 年期 LPR 下调 10bp。值得注意的是，在 8 月中旬的降息过程，央行采取了非对称的降息方式，中期政策利率下调幅度更大，旨在更好引导融资成本下行。此举也意味着后期货币政策配合在时点上将更为紧密。这一点我们从 2023 年间的财政发力以及地方化债过程中，资金的配合可以看出，央行在控制流动性合理充裕方面仍是较为关注，保持资金面合理宽松。

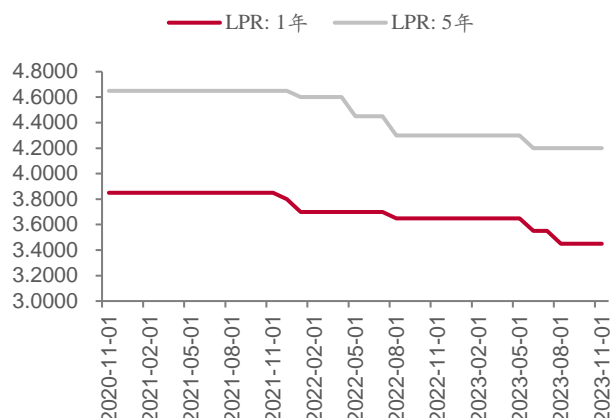
对于 2024 年，12 月政治局会议以及中央经济工作会议定调 2024 年货币政策灵活适度，精准有效，强调政策的一致性。我们认为明年货币政策将继续配合财政扩张，或仍有发力空间，降准降息仍然可期。

图：MLF 利率及操作金额（%，亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

图：贷款市场报价利率(LPR)



资料来源：同花顺、创元研究

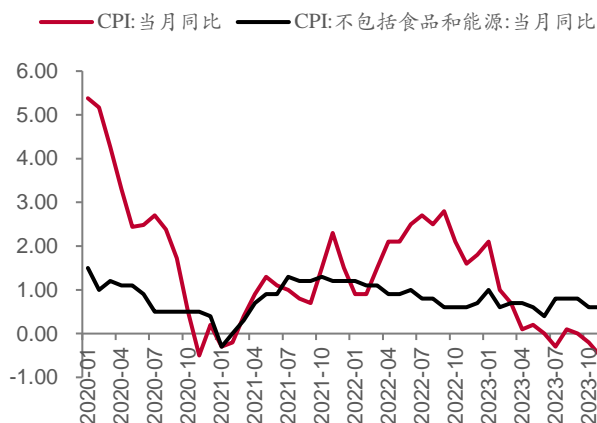
1.3.1 通胀低位，实际利率仍偏高，仍存降准降息空间

截至 11 月，CPI 同比下降 0.5%，连续两个月为负，核心 CPI 低迷，PPI 同比下降 3%，表明需求仍在回落，稳增长扩内需必要性上升。

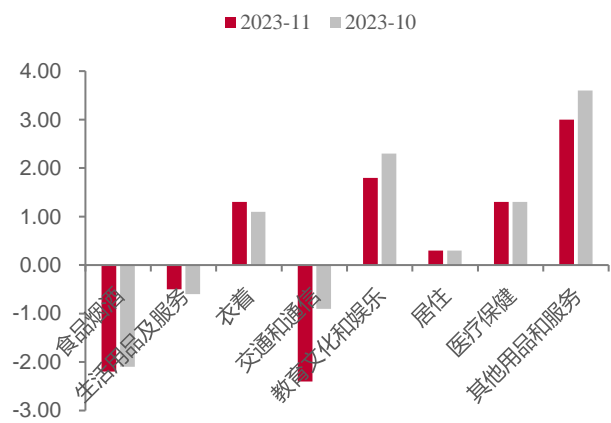
今年二季度以来我国通胀持续低迷，PPI 同比持续处于负值区间，CPI 同比徘徊在零值附近，反映了短期需求相对不足。地产持续低迷，外需趋于弱势，在 2024 年“稳重求进”的工作总基调下，预计通胀有望温和回升，但仍需关注政策实施力度，短期通胀仍将维持低位。

从实体经济融资成本角度看，实际利率仍然偏高。在通胀持续处于低位的背景下，实际利率仍然偏高，增加了居民以及企业的融资和负债成本，因此我们预计明年存款准备金率以及政策利率的调整仍有空间，以降低实体经济的融资成本。实际利率维持高位，仍存降准降息空间。

图：CPI：当月同比（%）



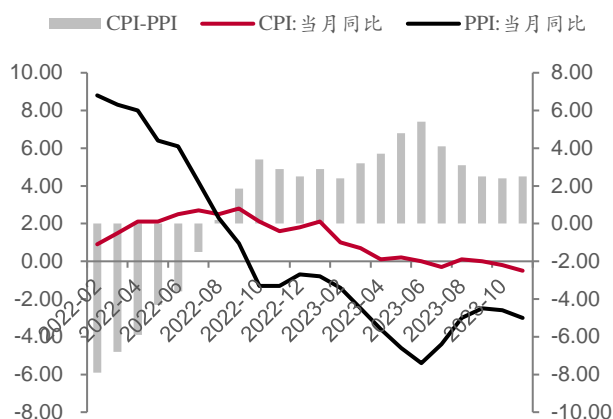
图：CPI 分项目:当月同比（%）



资料来源：同花顺、创元研究

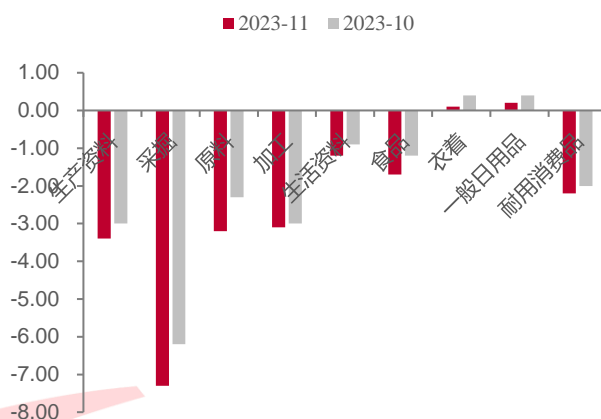
资料来源：同花顺、创元研究

图：CPI & PPI：当月同比（%）



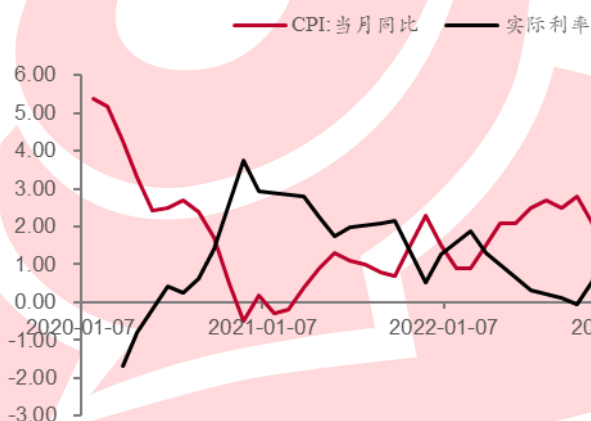
资料来源：同花顺、创元研究

图：PPI 分项目:当月同比（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：实际利率（%）

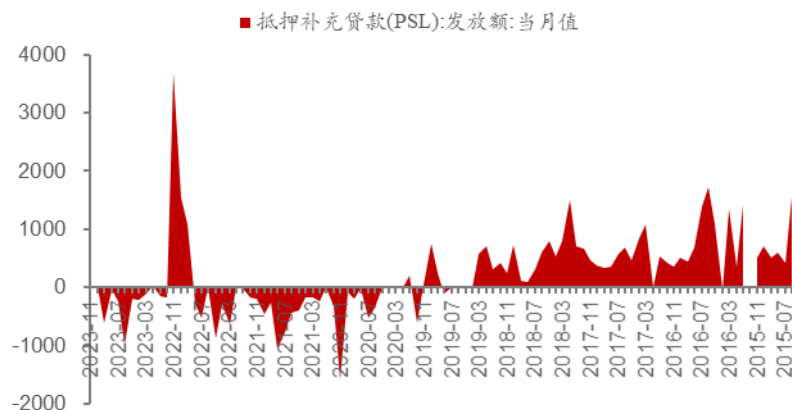


资料来源：同花顺、创元研究

1.3.3 PSL 等结构性货币工具可期

结构上，结构性货币工具或仍将发挥重要作用，必要时，央行也可能继续增加额度或者创设新工具来支持重点领域和薄弱环节。PSL 也有望重启，支持城中村改造，保障房建设等三大工程建设。一方面提供中长期流动性，并且为基础货币，成本较低，另一方面又能拉动实体领域建设。回顾历史，我们发现，过去十年 PSL 集中投放主要在两个阶段，起源于 2015 年-2018 年的货币化棚改，以及 2022 年底支持基建相关领域的信贷投放，这两个阶段债市都因为 PSL 的加大投放而产生压力。当前的宏观环境与前两次类似，均为经济内生性不足，因此 PSL 的重启环境也是合适的。

图：PSL



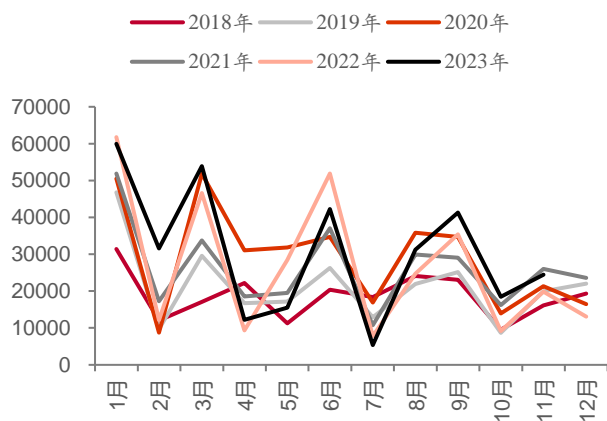
资料来源：同花顺、创元研究

2. 宽信用传导不畅，政府加杠杆支持

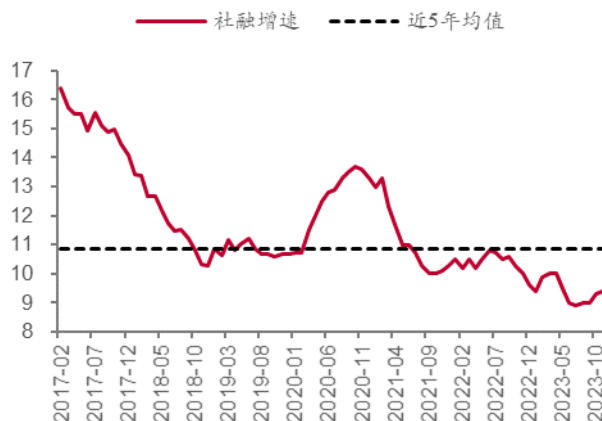
2.1 社融增速下行，M1&M2 剪刀差走扩

2023 年社融增速整体下行，前 11 月我国社融月均增速 9.4%，较 2022 年同期下滑近 1 个百分点。11 月最新数据，社融增速 9.4%，虽较 7 月低点 8.9% 小幅回升，但仍显著低于近年平均水平。且从新增社融结构看，下半年社融增速的回升主要是由政府债券大规模加速发行所致。这一现象在 10 至 11 月尤其突出，在超万亿规模特殊再融资债发行的推动下，10 月及 11 月政府债券分别新增融资 1.56 万亿和 1.15 万亿，占据当月总新增社融规模的 84% 和 47%。而扣除政府债券拉动项后，其余项目融资增速仍在下滑。显示当前政府大力加杠杆的背景下，实体经济融资需求仍有待改善。

图：当月社融增量（亿元）



图：社融增速（%）

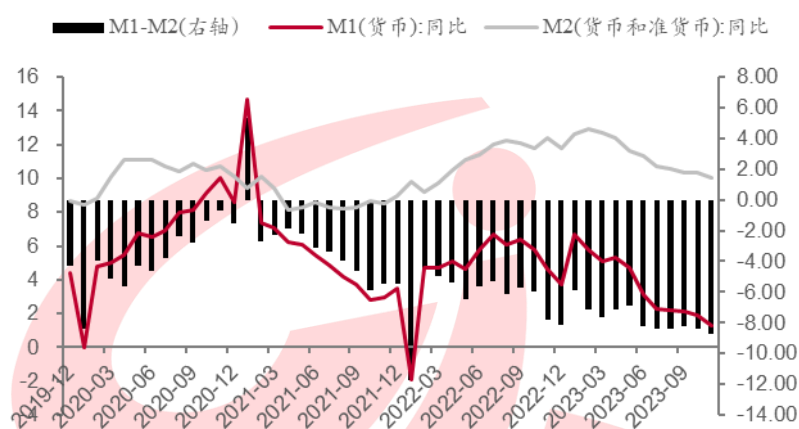


资料来源：同花顺、创元研究

资料来源：同花顺、创元研究

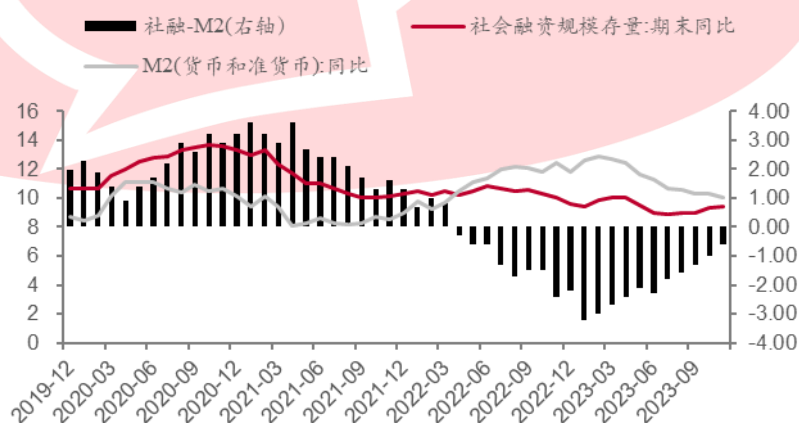
从现象看，**M2-M1 缺口扩大现象**，活期存款 M1 增速缓慢，广义货币供应量 M2 维持高增，准货币（M2-M1）规模自年初开始便呈现快速增长。造成这一现象的原因在于，虽然经济稳定修复，但受到“疤痕效应”的影响，居民以及企业的风险偏好抬升，灵活资金变少，转向定期存款为主。2023Q3 货币政策执行报告中指出“**准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应量和结构双重调节**”，本质也是旨在加强对目前 M1 和 M2 增速高度不对称现象的调节。

图：M1&M2



资料来源：同花顺、创元研究

图：流动性投放与需求（%）



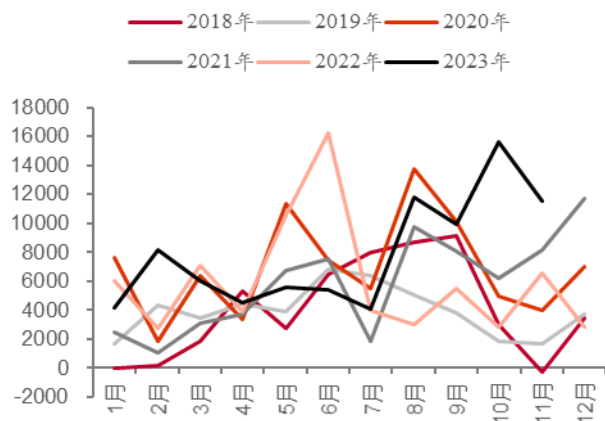
资料来源：同花顺、创元研究

2.2 政府部门大力加杠杆

从对策看，政府部门通过自身加杠杆的形式，弥补信用缺口，使得政府部门的宽信用向实体经济传导。但现实状况显示，资金套利和空转，政策传

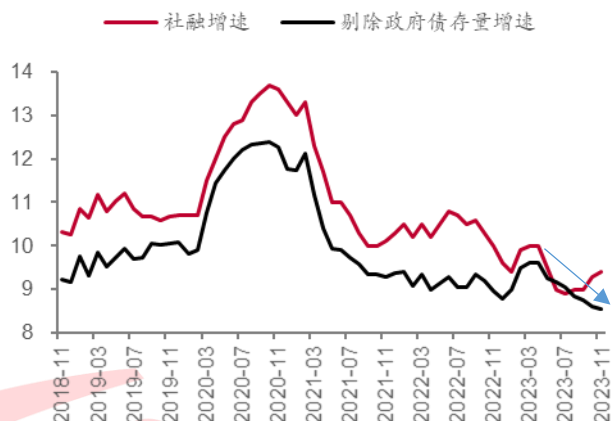
导效率较低，社融增速角度看，剔除政府债融资增速以外的其他社融分项仍处于下滑走势，显示出政府加杠杆以外，实体经济加杠杆意愿低迷。

图：社融口径：政府债券融资（亿元）



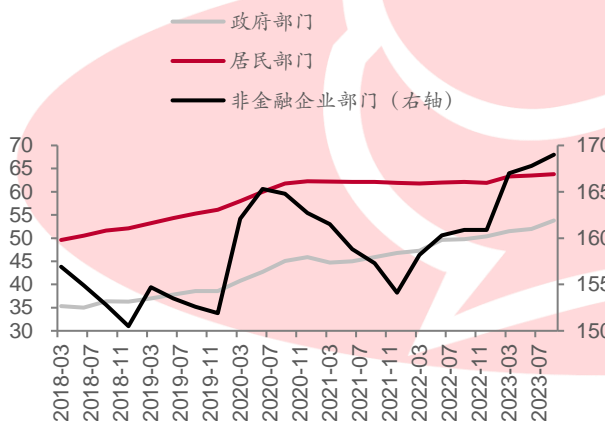
资料来源：同花顺、创元研究

图：社融增速分项（%）



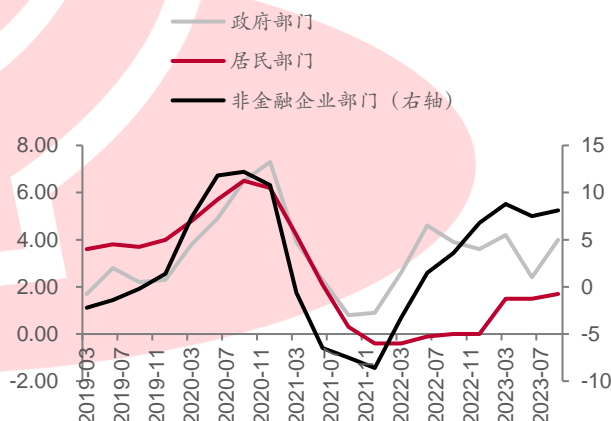
资料来源：同花顺、创元研究

图：三部门杠杆率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：三部门杠杆率：同比变化（%）



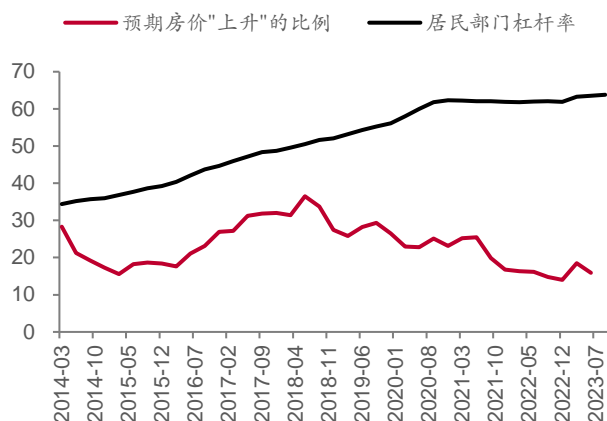
资料来源：同花顺、创元研究

居民企业为何加杠杆意愿低迷？

从居民端看，居民端加杠杆动力主要来自于购房长期贷款，而我们从当前地产端的情况以及居民对于未来房价的悲观预期，当前加杠杆意愿低迷也可以理解。居民信贷打开的突破口来自于地产的回暖，以及对于房价预期的抬升。站在当前节点，尚未看到地产显著修复迹象。

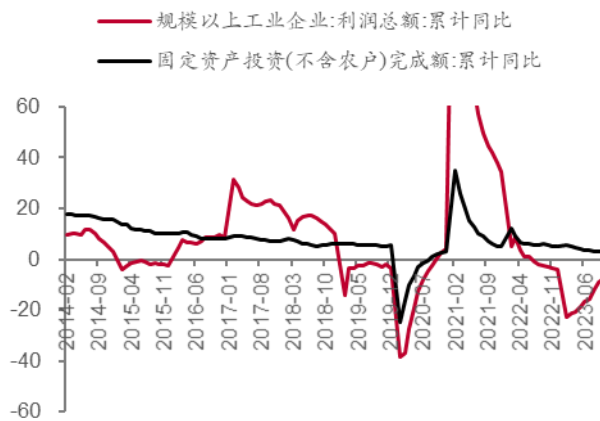
从企业端看，企业利润全年保持负增长，带动固定资产投资增速由年初的5.1%持续下滑至2.9%，投资增速的增长需要利润的推动。

图：居民部门加杠杆动力来源（%）



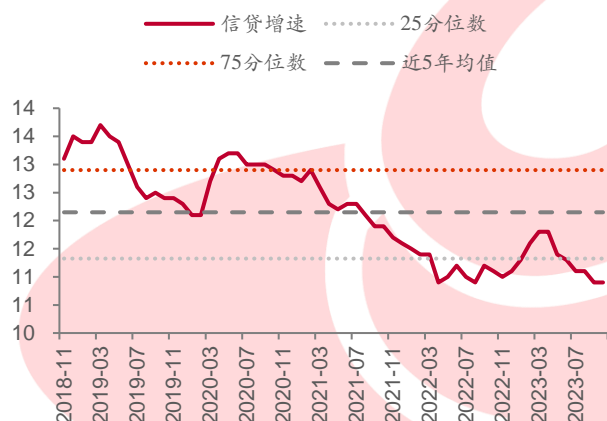
资料来源：同花顺、创元研究

图：企业加杠杆动力（%）



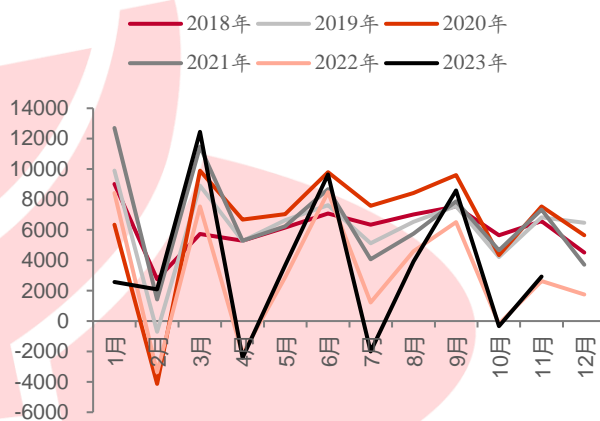
资料来源：同花顺、创元研究

图：信贷增速（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：新增人民币贷款：居民户（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

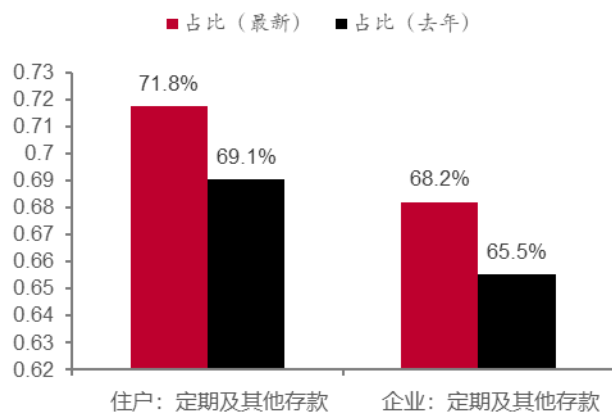
2.3 存款定期化，源于实体投资回报率低

受此影响，流动性大量积压在居民和企业的长期储蓄中，而无法有效转化为投资和消费。居民及企业存款结构中，定存比例均较 2022 年有明显抬升，截至 10 月，居民定存及企业定存占其全部存款比重均同比上升 2.7 个百分点至 71.8%和 68.2%。

宽货币向宽信用的传导过程仍不顺畅，解决资金空转的问题引发中央关注，同时也引发了投资者关于货币政策收紧导致资金面收紧的担忧。所谓资金空转指的就是货币资金流转于金融体系中而未流向实体经济。但是看到这里，可以发现缓解资金套利空转的问题关键不在于货币政策的收紧，

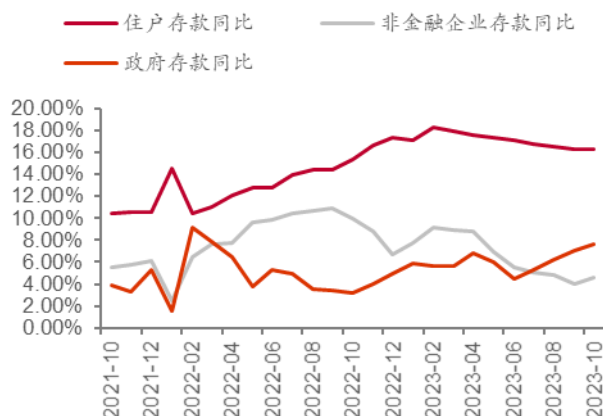
而在于存款定期化，背后反应的实体投资回报率低的问题。

图：居民与企业定存占比（%）



资料来源：同花顺、创元研究

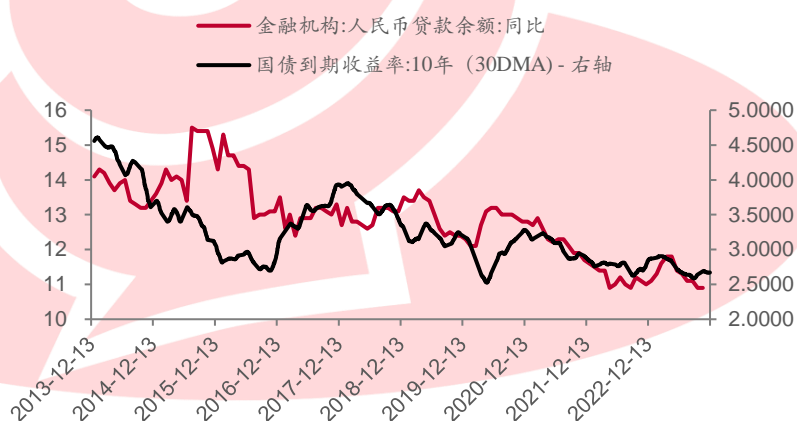
图：境内存款同比变化（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

2.4 利率的转势需要关注政府加杠杆向微观实体加杠杆的转换

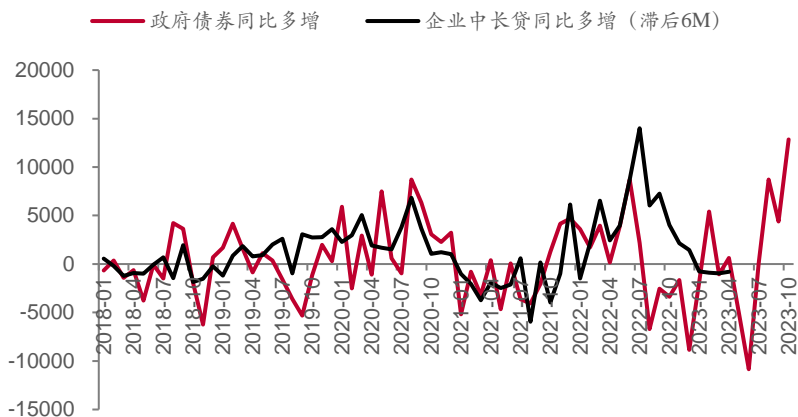
图：信贷增速与利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

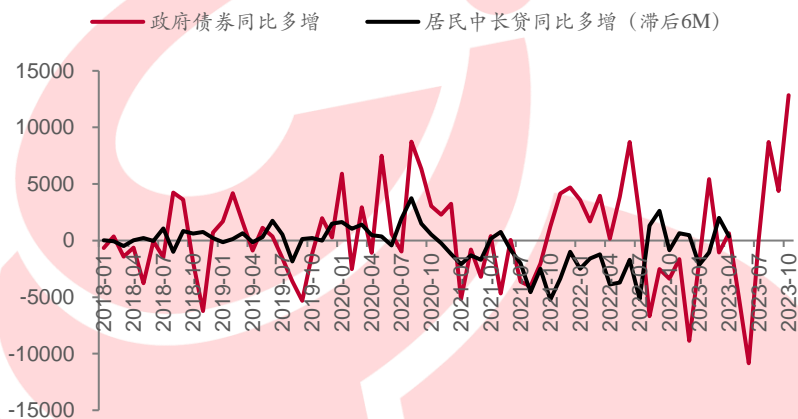
回顾历史，我们发现，政府通过大力发债的形式抬升杠杆之后，大约需要6个月的时间来带动企业中长期贷款的抬升，考虑到2023年政府加杠杆始于8月，粗略估计，企事业单位信贷需求增长将接近明年一季度末期。而我们看到政府发债对于居民信用扩张影响不大。

图：政府债券对于企业中长期贷款的拉动作用



资料来源：同花顺、创元研究

图：政府债券对于居民中长期贷款的拉动作用不大



资料来源：同花顺、创元研究

3. 地产仍在低位

2023年地产端整体消费弱在前端，即居民不买房，房企不拿地，新开工低位。但是在“保交楼”的政策支持下，竣工端表现较好。从数据看，今年前10个月，竣工面积累计同比增长19%，新开工面积累计同比减少23.2%，施工面积累计同比减少7.3%。

图：地产相关增速（%）



资料来源：同花顺、创元研究

3.1 地产行业政策持续松绑

8月下旬房贷利率下调，11月起供给端政策加码，支持房企合理融资需求。此前二季度货政报告对于房地产行业的支持更多体现在需求侧，主要涉及房屋租赁、城中村改造、保租房建设等，而三季度报告中对于地产供给端的支持表述有所增加，要求“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资”。三季度货政报告和二季度报告一样并未提及“房住不炒”，同时更多关注支持地产供给侧的融资需求，并具体提及了金融16条、第二支箭等融资支持工具。此外报告也提到了“加大对城中村改造、‘平急两用’公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度”，以及“加快保障性住房等‘三大工程’建设”，不排除后续相关结构性工具出台的可能性。

图：房地产相关重点政策汇总

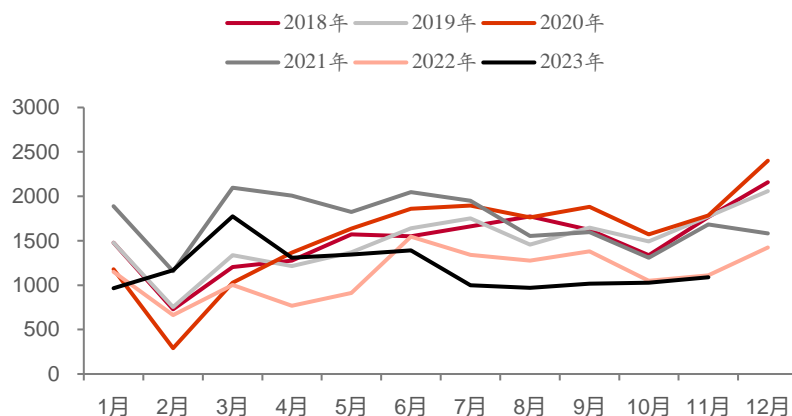
	简述	事件
2023-1-5	加大购房支持力度	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制
2023-2-15	拓展“第二支箭”支持范围	金融市场工作会议指出，切实落实“两个毫不动摇”，拓展民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持范围，推动金融机构增加民营企业信贷投放。动态监测分析房地产市场边际变化，因城施策实施好差别化住房信贷政策，落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的16条政策措施，积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023-3-5	支持刚性和改善性住房需求，防范化解风险	一是在“保障基本民生和发展社会事业”中提出，加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题；二是在“有效防范化解重大经济金融风险”中提出，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展；三是在“把恢复和扩大消费摆在优先位置”中提出，今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动。
2023-5-15	推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险	2023年第一季度中国货币政策执行报告。报告提出，下一阶段，要牢牢坚持房住不炒，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展。
2023-6-30	因城施策支持刚性和改善性住房需求	因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式
2023-7-24	适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，首次未提及“房住不炒”	中共中央政治局：切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
2023-8-25	认房不认贷	认房不认贷纳入“一城一策”工具箱，当前北上广深已经实施
2023-8-31	房贷利率	存量首套房贷款利率不能低于原房贷发放时所在城市的政策下限，新增二套房贷款利率下限调整为不低于LPR+20bp
2023-8-31	首付比例	首套住房最低首付比例统一为不低于20%，二套房贷款首付比例不低于30%
2023-9-28	保障性住房税费减免	对个人购买保障性住房，减按1%的税率征收契税。对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税；对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。
2023-10-12	城中村建设	超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施。一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合。
2023-11-20	三个不低于	各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。
2023-11-27	调整优化房地产利率政策	人民银行发布的《2023年第三季度中国货币政策执行报告》指出，在房地产方面，适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，调整优化房地产利率政策。
2023-12-4	一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求	近期，银行积极对接多家重点房地产企业，采取“一对一”等形式深入开展业务交流。

资料来源：公开资料整理、创元研究

3.2 地产景气度仍较低

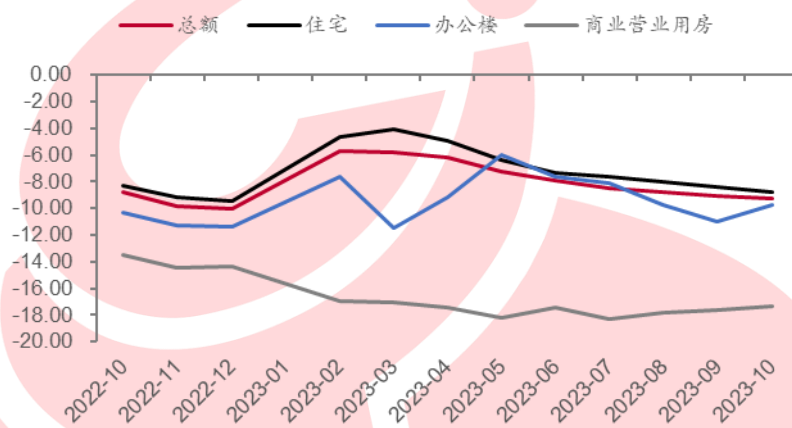
从结果看，地产销售并未有显著改善，需求端的修复，任重道远。1-10月，全国房地产开发投资，房屋施工面积具和商品房销售面积同比降幅均有所扩大。

图：30 大中城市商品房成交面积（月度，万平方米）



资料来源：同花顺、创元研究

图：房地产开发投资完成额：累计同比（%）



资料来源：同花顺、创元研究

3.3 2024 年地产政策基调：防范化解风险

关于明年的地产政策基调，化解风险提升至首要位置。相较于去年，今年的会议把积极稳妥化解房地产风险放到了首要位置，通过满足不同所有制房企的合理融资需求，加快推进保障房、平急两用以及城中村改造等三大工程，完善相关基础性制度等方式促进房地产发展新模式。整体上延续了今年年中政治局会议以来的政策基调。

表：中央经济工作会议地产相关表述

中央经济工作会议地产相关表述		
2023年	化解风险	统筹化解房地产，地方债务，中小金融机构等风险，积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，加快“三大工程建设”，加快构建房地产发展新模式
2022年	化解风险	扎实做好保交楼，保民生，保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，解决好新市民青年人等住房问题，坚持“房住不炒”，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2021年	结构政策	坚持“房住不炒”，坚持租购并举，支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求
2020年	住房问题	坚持“房住不炒”，重视保障性租赁住房建设
2019年	民生保障	坚持“房住不炒”，加大城市困难群众住房保障
2018年	住房制度	坚持“房住不炒”，完善住房市场体系和住房保障体系

资料来源：公开资料整理、创元研究

4. 市场利率有望向政策利率靠拢

三季度开始，我们观察到包括同业存单在内的货币市场利率显著走高，截至12月初已经明显偏离政策利率中枢，我们以1年期AAA级同业存单收益率为例，12月7日，利率上升至近2.68%，远高于MLF2.5%的政策利率。在央行三季度货币政策报告中，再度强调政策利率的基准作用。我们认为，2024年货币市场利率有望向政策利率靠拢。

图：MLF与存单利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：R007与七天期逆回购利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

综上所述，2024年稳增长仍是主线，财政政策适度加力，货币政策精准有效，政策积极但力度也保持在适度范围内。但考虑到当前的宏观背景，地

产拐点未至，政府加杠杆向微观实体加杠杆的转换未至，M1M2 剪刀差持续走扩实体融资需求低迷，通胀低位实际利率仍然较高，我们认为，2024 年利率中枢预计仍有下行空间。后期重点关注，政策落实情况，信贷增速拐点等。



三. 外围环境影响

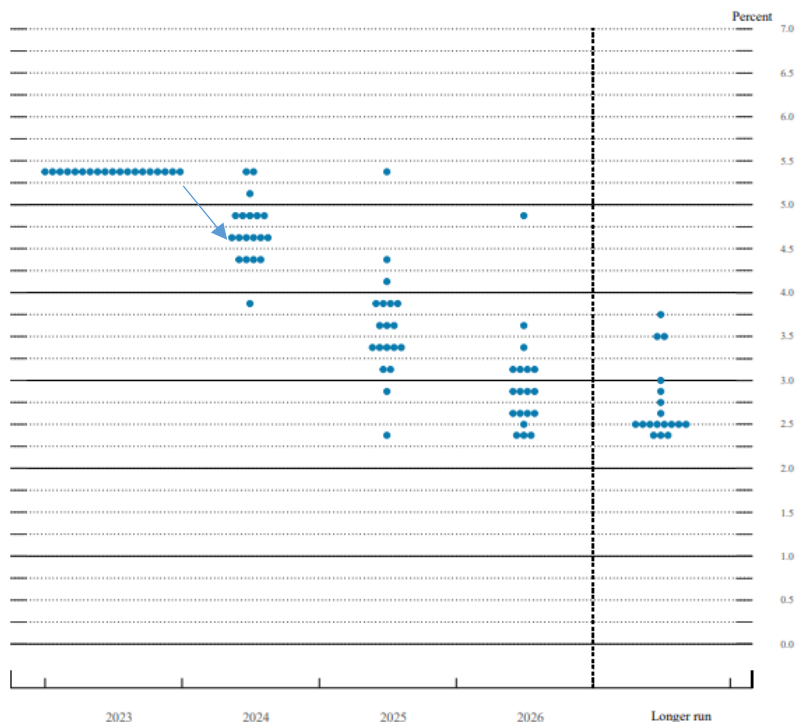
美联储政策信号转向，开启降息周期，外围扰动减弱

12月美联储议息会议如期暂停加息，但会议声明措辞从决定后期的再次加息幅度（In determining the extent of additional policy firming）转变为决定后期可能出现的加息幅度（In determining the extent of **any** additional policy firming），市场解读官宣加息周期结束，受此影响，利率决议公布后市场交易宽松，美元指数跳水，美股三大股指跳涨，风险资产原油出现大跌。

最新点阵图显示 2024 年政策利率预测中值为 4.5-4.75%，对应累计降息 75bp，第一次降息预期出现在 2024 年 3 月。

图：FOMC 会议点阵图：对应 2024 年累计降息 75bp

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储、创元研究

美联储超预期放鸽，CME“美联储观察”工具显示交易员们加大了对 2024 年降息的押注。

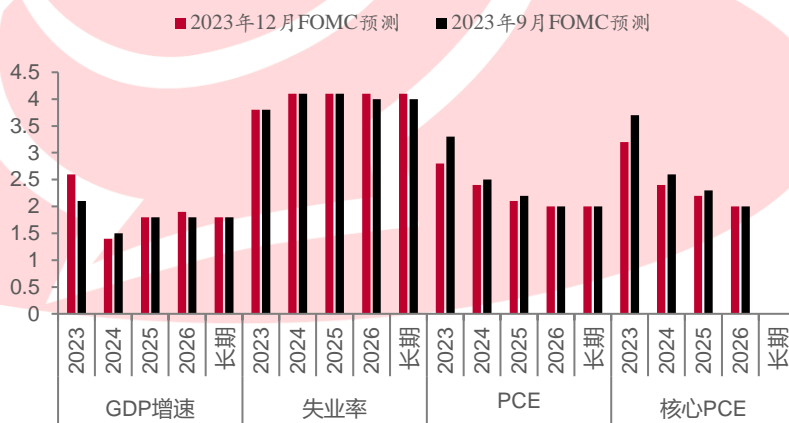
图：CME“美联储观察”显示市场押注更加激进

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%	69.9%	12.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	66.4%	16.6%	0.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	19.7%	62.8%	15.5%	0.8%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.9%	56.3%	22.7%	3.0%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	14.7%	50.7%	27.4%	5.8%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.6%	10.0%	38.5%	35.3%	13.1%	2.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	7.4%	30.8%	36.2%	19.1%	5.2%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、创元研究

美联储同时公布了经济预测，显示 2023 年美国经济增长韧性超预期，大幅上修 2023 年 GDP 增速 0.5 个百分点至 2.6%，大幅下修 2023 年 PCE 与核心 PCE 预期 0.5 个百分点至 2.8% 和 3.2%。2024 年经济增长较 9 月预测下调 0.1 个百分点至 1.4%，通胀与核心通胀均大幅下修，其中 PCE 下修 0.1 个百分点至 2.4%，核心 PCE 下修 0.2 个百分点至 2.4%。

图：FOMC 会议美国经济预测



资料来源：美联储、创元研究

从美债利率看，11 月以来，10 年期美债利率回落至 4.0% 附近，较 11 月初下行近 60bp。鉴于降息预期强烈，美债收益率下行压力较大，但短期交易已较为充分，需要警惕“预期差”。

图：美国政策理论与市场利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

四. 总结

2023 年债市表现较为强势，长债利率呈现“M 型”走势，利率中枢整体下移。一季度高位震荡，二三季度持续下行，四季度小幅走高后维持震荡格局。经济增速下行，叠加货币政策宽松，政策利率下调，激发年内债市看多情绪。年末受到宽地产政策影响以及政府债券集中发行扰动资金面，利率中枢小幅抬升。

回顾 2023 年，财政政策整体较为积极，但是财政支出保持相对克制。货币政策维持宽松，年内两次降准两次降息，资金利率层级下调。但从信贷表现看，宽货币向宽信用传导不佳，政府加杠杆支撑社融读数，但居民及企业融资需求仍不足，信贷增长缓慢，M1 和 M2 增速高度不对称，实体经济融资需求仍有待改善。经济基本面弱现实叠加宽货币政策，是 2023 年债市表现较好的主要原因。

展望 2024 年，地产仍存下行压力，政府加杠杆向微观实体加杠杆的转换尚未到来，经济修复基础仍然薄弱。政策基调上，万亿国债释放稳增长信号，年末会议定调宽财政继续发力；货币政策灵活适度，精准有效，强调政策的一致性。因此我们认为 2024 年货币政策将继续配合财政扩张，仍有发力空间。且考虑到当前低通胀背景下实际利率仍处于高位，实体融资成本较高，而海外即将进入降息周期，外围扰动减少，货币政策仍有发力空间，降准降息仍然可期。

整体看，2024 年利率中枢仍有下移空间，债牛延续。中长期债市主线仍取决于经济基本面与房地产复苏进程。

风险因素：海外风险，政策不及预期，地产复苏超预期

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所所有有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组：

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

白虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有

深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03、25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)