

信用重塑，变中求机



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 看涨

报告日期:

2023 年 12 月 22 日

★基本面：美国衰退水落石出，国内基建对冲地产

明年随着财政力度边际下降，高利率对于美国实体经济的冲击逐渐显现。衰退是控制住通胀的前提条件。随着需求走弱，预计美国将在年中转向降息。我国出口增速不宜高估。

国内基本面决定债市的方向。在各项基本面数据中，地产对债市的影响最为明显。房价下跌冲击居民资产负债表，居民加杠杆意愿和空间均不大。明年重点关注交付问题及房企债券价格，预计上半年地产基本面面临的压力仍较大。消费修复空间不宜高估，企业主动加杠杆、进行资本开支的意愿不强。中央政府加杠杆意愿上升，基建托底经济，但预计托而不举。由于私人部门支出意愿较难提振，利率整体的方向是向下的。

★政策面：信用重塑，先立后破

未来信用与货币创造的渠道将发生深远的变化。一方面，财政在信用创造、货币创造中的重要性将有所提升；另一方面，信贷也将迎来重塑。信用重塑逻辑之下，财政政策将较为积极，广义赤字水平略高于今年，中央政府赤字率小幅提升，年中或出台增量政策，支出结构也将优化。货币政策配合财政政策发力。为缓解实际利率对经济的压制，预计政策利率下降 20BP，明年一季度和年中均是降息窗口期，另外央行更为倚重结构性政策以精准投放流动性。“三大工程”是地产政策长期发力的方向。通胀和需求方向一致，预计明年通胀中枢仍偏低。

★资金面与国债策略：利率为锚，过满则亏

上半年资金利率逐渐转松，DR007 中枢将降至略低于政策利率水平，国债偏牛，10Y 低点或在 2.3% 之下。三季度随着政策发力，资金、国债利率将会上行。建议上半年逐渐加杠杆、拉久期，年中央行降息之后，逐渐转入防御。上半年重点关注正套策略和做陡曲线相关策略，下半年建议关注空头套保策略。

★风险提示：

财政力度超预期，人民币超预期贬值，输入性通胀压力上升。

张燊东

宏观策略分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

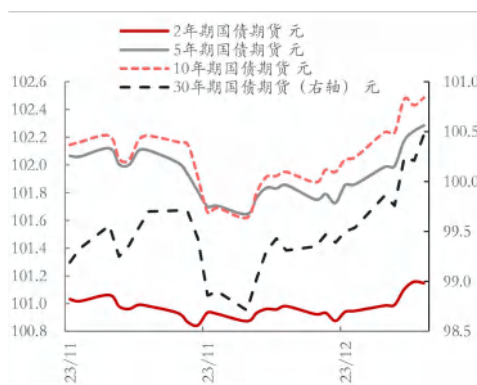
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com



目录

1、2023 年国债走势复盘	5
2、海外基本面：衰退水落石出，降息行且将至	7
2.1、美国财政难更宽松，高利率对需求的冲击显性化	7
2.2、我国净出口不宜高估，海外流动性拐点渐至	10
3、国内基本面：地产隐忧仍存，基建发力托底	12
3.1 居民部门修养生息，地产有待政策呵护，消费修复存在上限	12
3.2 制造业增速韧性回落，基建增速有望上升	17
4、政策面：信用重塑，先立后破	20
4.1 信用与货币创造的新形势	20
4.2 新形势下的财政政策：中央稳增长，地方防风险	21
4.3 新形势下的货币政策：被动宽松，降低利率	22
4.4 新形势下的地产政策：“三大工程”影响深远	24
4.5 新形势下的通胀压力：终端需求不强，通胀启动乏力	24
5、资金面：利率为锚，过满则亏	26
5.1 预计资金利率先松后紧	26
5.2 广谱利率仍有下行空间	28
5.3 国债行情及策略展望	29
6、风险提示	31

图表目录

图表 1: 2023 年国债走势复盘	5
图表 2: 国债期限利差走势	6
图表 3: 国债期货基差明显压缩	6
图表 4: 国债期货跨期价差整体收窄	6
图表 5: 各品种 IRR 走势	6
图表 6: 消费和私人投资对美国经济的贡献较大	7
图表 7: 疫情后美国赤字水平系统性上升	7
图表 8: 美国个人可支配收入拉动项拆分	8
图表 9: 美国劳动力参与率存在结构性问题	8
图表 10: 劳动力市场缺口、工资增速和通胀相关性高	8
图表 11: 美国政府部门杠杆率已经较高	9
图表 12: 美国居民部门超额储蓄在不断消耗	9
图表 13: 高利率环境下, 美国信贷增速大幅下降	9
图表 14: 各行业信贷增速普遍下降	9
图表 15: 全球制造业 PMI 整体走弱	10
图表 16: 美国零售、库存增速和中国出口增速相关度高	10
图表 17: 我国对各国家/地区的出口增速	11
图表 18: 美元指数 vs 中国国债收益率	11
图表 19: 剔除政府债的社融同比持续回落	12
图表 20: 中国居民债务增速持续高于收入增速	12
图表 21: 二手房价环比下跌	12
图表 22: RMBS 条件早偿率指数仍处于高位	12
图表 23: 地产数据一览	13
图表 24: 城镇化率增速 vs 住宅销售面积增速	14
图表 25: 龙湖债券价格下跌	14
图表 26: 明年保交付工作将进入深水区	14
图表 27: 今年停工面积占比仍然不低	14
图表 28: 明年 3-4 月房企债券到期量较高	15
图表 29: 新开工和竣工增速走势分化	15
图表 30: 居民收入与支出增速回升	16
图表 31: 居民支出倾向有所改善	16

图表 32: 暑期后出行类消费品社零环比增速回归季节性	17
图表 33: 居民收入的改善是分化的	17
图表 34: 工企资产负债率上升, 私企上升更快	17
图表 35: 工业企业利润增速下降, 私企回落幅度更大	17
图表 36: 制造业产能利用率整体下降, 下游行业更明显	18
图表 37: 高技术制造业投资增速更高	18
图表 38: 补库存往往需要强劲需求(以通胀表示)的带动, 但 2013 年是例外	18
图表 39: 基建增速较有韧性	19
图表 40: 电热燃水生产和供应业投资增速较高	19
图表 41: 政府债社融占比上升, 贷款出现回落迹象	21
图表 42: 各行业信贷增速	21
图表 43: 2023 年狭义赤字规模明显上升	22
图表 44: 民生支出增速整体更高	22
图表 45: 中美政策利率走势分化	22
图表 46: 实际利率偏高	22
图表 47: MLF 到期量分布	23
图表 48: 9 月政策放松后, 二手房销售再度冲高回落	23
图表 49: M1 增速偏低, 通胀启动乏力	24
图表 50: M2 和社融持续倒挂, 资金存在空转可能	24
图表 51: 居民存款整体处于季节性高位	25
图表 52: 企业存款处于季节性低位, 存款循环不畅	25
图表 53: 政策利率是资金利率的锚	26
图表 54: 四季度资金利率整体高于政策利率	26
图表 55: DR007 和 R007 资金分层现象较为明显	27
图表 56: 存单曲线倒挂	27
图表 57: 国债期限利差已经非常低	27
图表 58: 当前利差主导人民币汇率变化	27
图表 59: 商业银行净息差承压	28
图表 60: 企业中长贷挤出企业债券	28
图表 61: 贷款利率降幅大于存款利率	29
图表 62: 存款利率曲线仍然偏陡	29
图表 63: TS2403 基差明显偏低	30
图表 64: TS*4-T	30
图表 65: TS*2-TF	30
图表 66: TF*2-T	30

1、2023 年国债走势复盘

2023 年国债整体走强，节奏上“一波三折”。年初市场交易强政策预期而有所走弱，但从春节节后开始，弱现实逐渐成为市场交易的主线，伴随着央行降息，国债收益率于 8 月见底。8 月降息后，资金面进入紧平衡的状态之中，债市震荡偏弱。

从单边行情来看，债市走势可以分为三个阶段。1) 春节节前为第一阶段。在强政策预期的影响下，债市整体走弱，十债收益率由 2.84% 上行至 2.93%。2) 春节后至 8 月中下旬为第二阶段。居民部门加杠杆始终乏力，经济修复的节奏迟迟不及市场预期，通胀低迷推升实际利率，央行于 6 月和 8 月两次降息，同时存贷款等利率也处于下行通道之中。城投-地产发展模式逐渐瓦解，资产荒重现。多重逻辑的共振之下，债市走强，十债收益率由 2.93% 下行至 2.55%。3) 8 月中下旬至年末为第三阶段。8 月央行降息之后，稳地产政策逐渐升级，债市做多情绪受到冲击。另外，央行出于防止资金空转、稳汇率等多方面的考虑，投放流动性时较为谨慎，叠加四季度政府债大量发行，资金面始终处于紧平衡的状态中。债市承压，十债收益率由 2.55% 上行至 2.65%-2.75% 的震荡区间中。

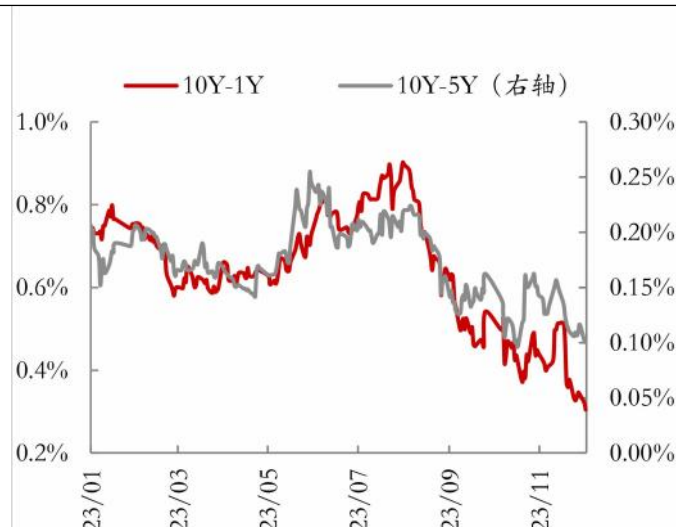
图表 1：2023 年国债走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

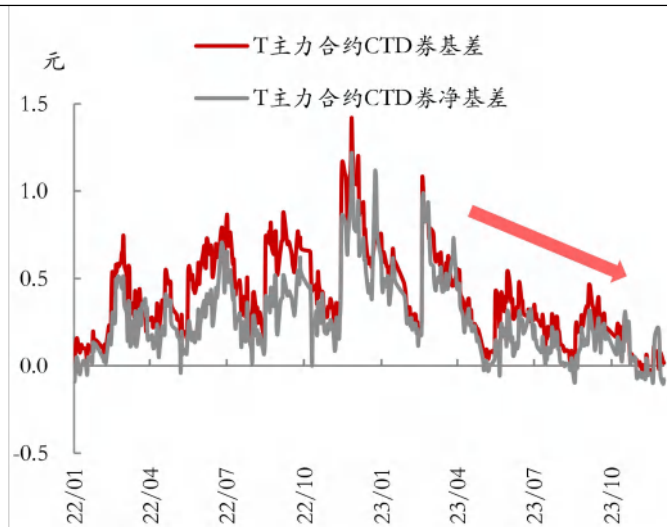
国债收益率曲线经历了四个阶段的变化。1) 春节节前，曲线熊陡。彼时稳增长政策预期主导债市，长端上行的空间更大。2) 春节后至 3 月中上旬，曲线走平。经济呈现出分化式复苏态势，长端利率整体震荡。但由于年初信贷投放力度整体较强，资金面偏紧，短端表现更弱。3) 3 月中下旬至 8 月中下旬，地产修复预期被证伪，信贷投放难以持续高增，资金利率整体下行，短端表现更强。4) 8 月中下旬至年末，资金面处于紧平衡的状态中，曲线熊平。

图表2：国债期限利差走势



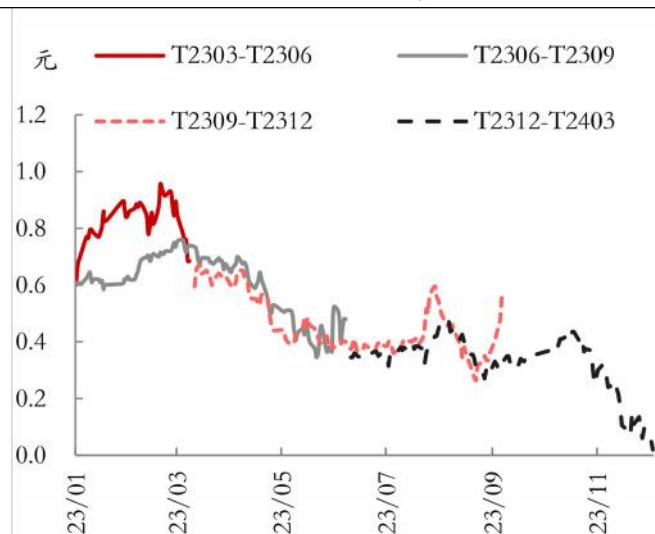
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：国债期货基差明显压缩



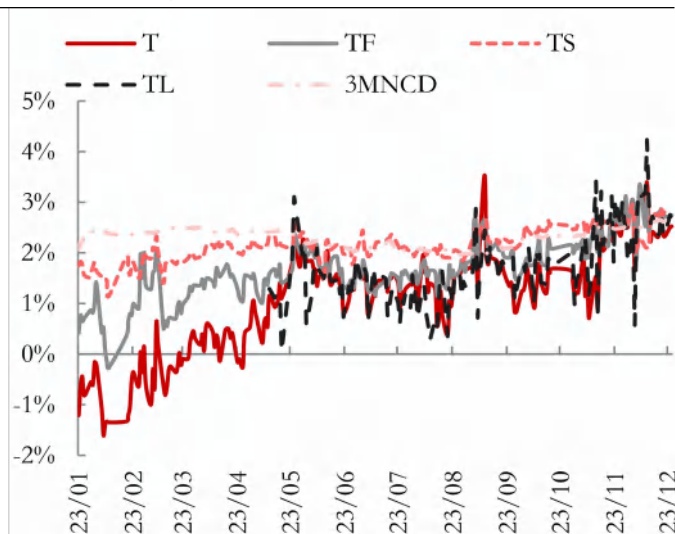
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：国债期货跨期价差整体收窄



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：各品种IRR走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

国债期货走势基本上和现券一致，但今年基差明显被压缩。不同阶段压基差的逻辑有所不同。2月和四季度，资金面紧张环境下，基差整体水平本就容易容易被压低，叠加做多国债期货节省资金，国债期货表现偏强。3月上旬至8月中下旬，国债整体处于偏强的行情中，期债流动性更强，市场做多期债更为便捷，基差继续压缩。从不同合约走势来看，次季合约涨的往往更多。移仓换月时，多头往往主导移仓，这一方面与当季合约不时出现正套机会有关，另一方面跨期价差的收窄也意味着市场看多未来国债的表现。分品种来看，TS表现相对更强，自5月起，TS主力合约上就频频出现正套机会，

临近年末，TS 跨期价差甚至转负，这说明市场较为看好短端品种在未来的表现。TL 上市以来波动整体较高，这与配置力量未充分进入有关。

回顾今年的债市，可以发现：1) 财政因素对于债市的影响明显增加；2) 资金利率大幅偏离政策利率的情况正在变少；3) 国债期货出现正套机会的频率明显上升。另外，复盘 2023 年的国债走势，基本面（地产）定方向、政策利率定中枢、政策节奏定节奏、资金利率定空间的框架依旧有效。下面笔者将继续沿用这一框架对明年国债的行情展开分析。

2、海外基本面：衰退水落石出，降息行且将至

2.1、美国财政难更宽松，高利率对需求的冲击显性化

财政发力是美国需求超预期的主因。虽然持续加息，但今年美国经济的韧性仍然超出了市场预期。拆分 GDP 可以发现，消费和私人总投资是支撑美国经济的核心力量，而这两部分需求的韧性又是和财政发力分不开的。宽财政在一定程度上对冲了紧货币对经济的负面影响。

图表 6：消费和私人投资对美国经济的贡献较大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：疫情后美国赤字水平系统性上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

消费方面的支撑逻辑包括：1) 疫情暴发后，美国政府采取了积极的财政政策，向居民部门定向投放了大量的流动性，居民转移支付收入明显增加，超额储蓄支撑消费。2) 2023 年开始，个人所得税从个人可支配收入的拖累项逐渐转变成为支撑项，这主要得益于美国国税局根据通胀上调税档。3) 疫情冲击之后，部分美国劳动者永久离开了劳动力市场，叠加消费需求较为强劲，劳动力市场供需错配导致居民工资增速具有韧性。虽然供给侧因素是劳动力市场存在韧性的主要原因，但从需求侧出发，仍然可以发现，劳动力市场韧性和财政发力也存在着千丝万缕的联系。私人投资方面，美国签

署的多项法案旨在引导制造业回流，高端制造业和建筑业投资增速整体较高。

图表8：美国个人可支配收入拉动项拆分



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表9：美国劳动力参与率存在结构性问题



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

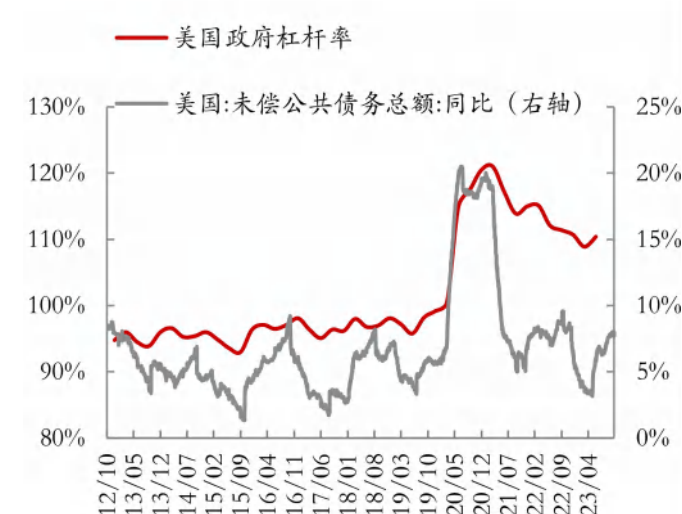
图表10：劳动力市场缺口、工资增速和通胀相关性高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望2024年，美国的财政政策继续发力会受到制约。一方面，明年是美国的大选之年，两党对于财政等问题存在分歧，朝野形成财政继续大幅发力的共识的概率将有所下降。另一方面，疫情之后，美国政府的杠杆率大幅上升，至2023年Q2已经达到了119%的水平，而美债收益率也在持续加息的环境下快速上行，10Y品种利率一度突破了5%，美债的付息成本也在逐渐增高，这也会制约财政进一步发力。

图表 11: 美国政府部门杠杆率已经较高



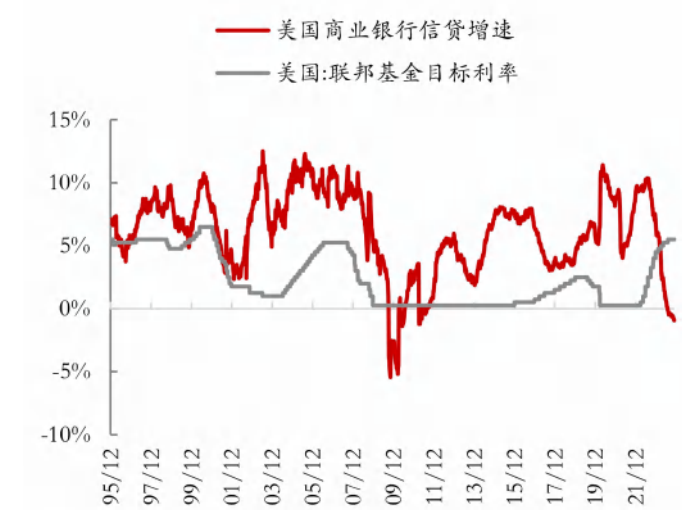
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 美国居民部门超额储蓄在不断消耗



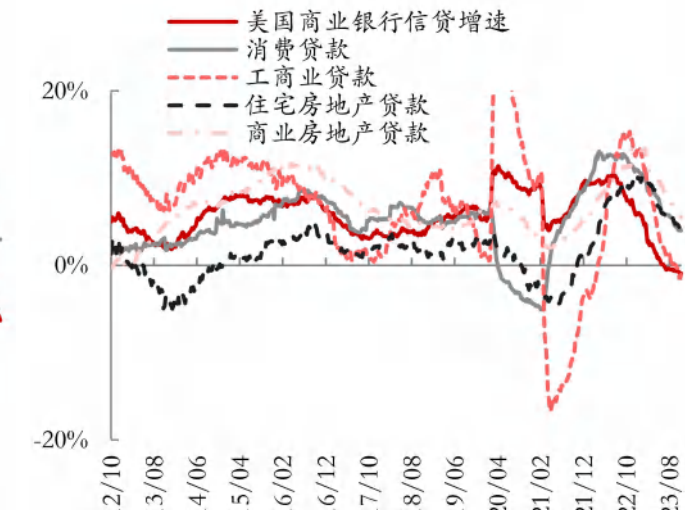
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 高利率环境下, 美国信贷增速大幅下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 各行业信贷增速普遍下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

随着财政政策对经济的提振效果逐渐下降, 高利率对于经济的负面影响将会逐渐显现。展望明年, 居民消费的支撑逻辑将逐渐弱化: 1) 居民部门的超额储蓄正在被不断消耗, 预计将在明年一季度基本消耗殆尽, 且财政端难以给出增量。2) 随着通胀逐渐回落, 2024 年美国国税局上调税档为 5.4%, 这一数值已经较今年下降。3) 劳动力市场正在降温, 工资上涨的压力逐渐缓解, 消费也会受到负面影响。另外, 高利率对于实体经济的负面影响也正在显现。居民部门贷款降幅较为明显, 而企业的信贷增速、利润增速均在走弱, 除了直接受益于制造业回流法案的行业外, 企业投资增速也不宜高

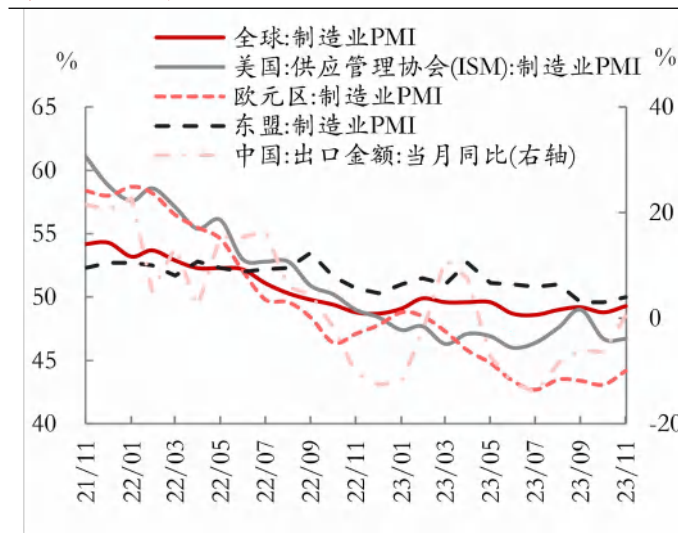
估。

衰退是美国成功控制通胀的前提条件。为了将通胀压制到2%的目标水平上，美联储将把限制性的利率维持一段时间。目前通胀和居民部门收入高度相关，即通胀的韧性来自于劳动力市场。劳动力市场韧性的成因是多方面的，除了前文所述的消费拉动外，疫情冲击后劳动参与率下降、地缘冲突等供给侧因素也有影响。高利率只能打压需求，但是难以缓解供给侧的问题，即高利率对于需求和通胀的负面影响程度是不同的，如果美联储想彻底控制住通胀，其代价一定是美国需求走弱、经济衰退。在需求侧的各部门中，商业地产等行业对于利率较为敏感，高利率对于这些行业的冲击将是比较明显的。

2.2、我国净出口不宜高估，海外流动性拐点渐至

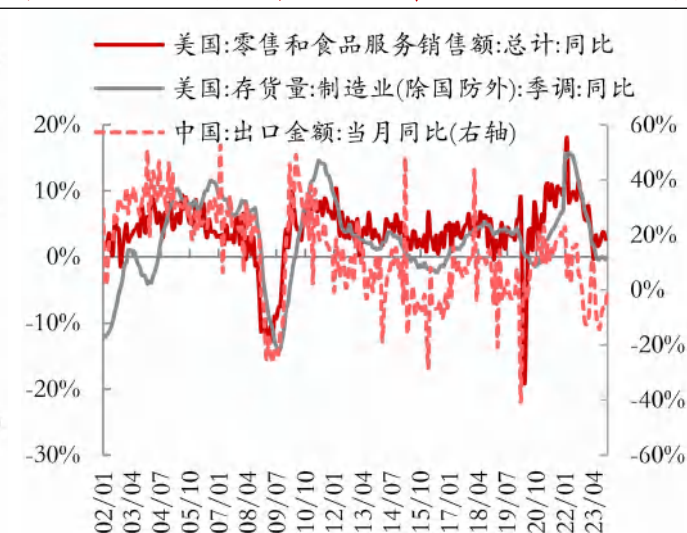
美国经济形势将主要通过基本面（出口）和货币政策两个渠道影响到国内债市。出口逻辑对债市影响相对偏弱，海外货币政策是明年需要重点关注的变量。

图表 15：全球制造业 PMI 整体走弱



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：美国零售、库存增速和中国出口增速相关度高

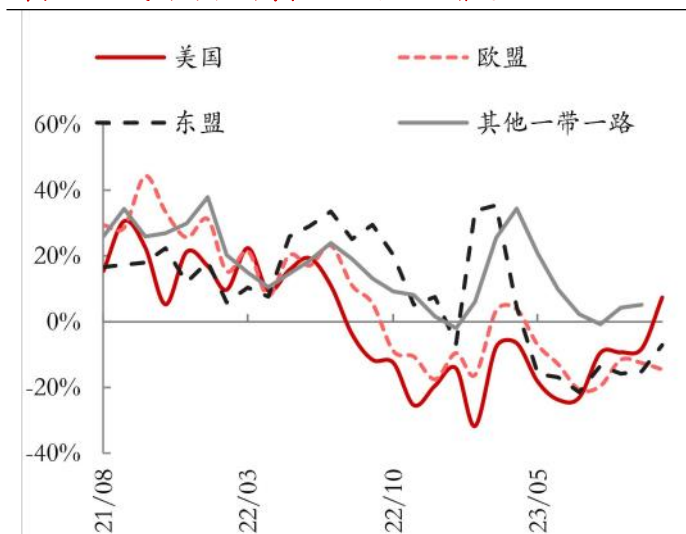


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

出口方面，今年在高息环境下，美欧需求持续承压，我国出口金额负增长。展望明年，美国需求仍是判断出口形势的重中之重。根据前文所述，美国经济大概率会迎来衰退，而欧洲目前已经陷入衰退，这决定了明年出口大方向仍是不容乐观的。近年来我国大力推进“一带一路”国际合作，我国对“一带一路”国家出口金额比重也在逐渐上升。但值得注意的是，“一带一路”国家自身的需求是比较有限的，转口贸易仍是这些国家主要的贸易形式，这在数据上体现为，我国对“一带一路”国家的出口增速和对美欧的出口增速走势基本一致，只不过“一带一路”国家的出口增速更高。另外，明年虽有低基数助力，但通胀实际的回升空间是比较有限的，价格对于出口的提

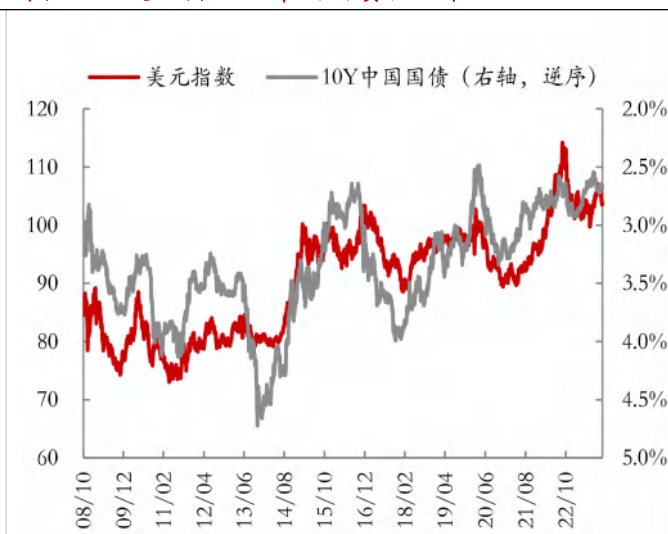
振效果也将比较有限。相较于出口的连续不及预期，近期我国进口数据频频超出市场预期。展望明年，虽然修复过程会比较波折，但在政策发力的背景下，我国内需的表现仍会强于美国。库存周期开启后，企业部门对于海外进口的需求也将上升。整体来看，明年我国净出口将是经济的拖累项。

图表 17：我国对各国家/地区的出口增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18：美元指数 vs 中国国债收益率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

美国走向衰退之后，海外流动性拐点也将出现。预计美联储会在明年年中降息。海外利率政策的变化对我国央行行为的影响较大。历史上，我国很少在美联储加息时降息。去年8月至今年8月的这段时间是例外，由于我国面临的稳增长压力较大，叠加今年通胀形势整体低迷，实际利率高企，央行不得不通过降息来释放稳增长信号、降低实际利率。降息的后果则是人民币汇率始终承压。今年8月降息之后，央行对于汇率的关注度明显上升，在稳汇率目标的约束下，央行降息步伐放缓，资金利率也处于高位。海外流动性拐点出现后，我国央行降息的约束将明显下降，因此明年年中是关注国内央行降息的重要时间窗口。

历史上，美元指数和我国10Y国债收益率高度负相关，但近年来走势相关度下降。美元指数主要反应的是美国和其他国家货币政策以及基本面的差异，历史上我国和美国基本面周期和货币政策周期同步性较高，因此美元指数和10Y国债利率有负相关关系。但在疫情暴发之后，中美基本面周期和货币政策周期已经完全背离。明年随着美国经济走弱、降息到来，美元指数整体上也将是走弱的态势。但根据影响逻辑来进行判断，美元指数的走弱难以推导出我国国债走弱的结论。

3、国内基本面：地产隐忧仍存，基建发力托底

3.1 居民部门修养生息，地产有待政策呵护，消费修复存在上限

今年国内经济修复的成色整体不及市场预期，私人部门迟迟难以实现“稳信用”是一个比较重要的原因。2021年7月货币政策前置性宽松，但截至目前，私人部门内生的稳信用目标仍然没有实现。存量债务压力较大、宏观预期未持续好转的背景下，私人部门对货币政策的反应钝化。

图表 19：剔除政府债的社融同比持续回落



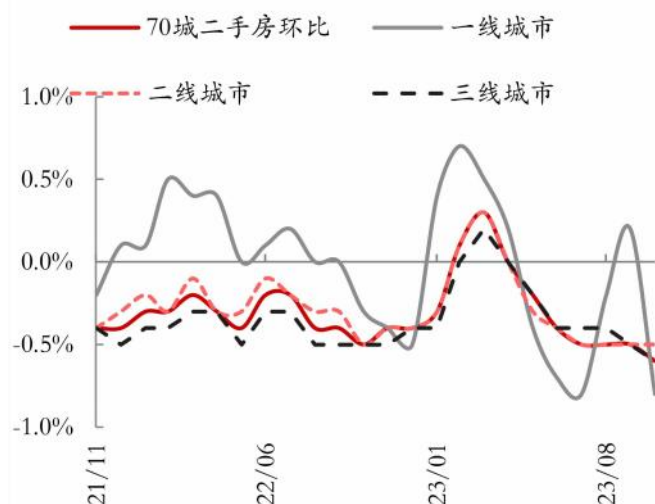
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 20：中国居民债务增速持续高于收入增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 21：二手房价环比下跌



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：RMBS 条件早偿率指数仍处于高位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

在存量债务压力较高，且就业、收入和收入预期未出现明显好转的背景下，居民部门转入“修养生息”。笔者在《政策清风劲吹，地产沉疴渐愈》等多篇报告中论述了居民部门存量债务压力高、结构性问题相对突出、进一步加杠杆空间有限等问题。和去年相比，随着居民部门实际收入增速上升、存量房贷利率下调，居民现金流量表压力应边际减轻，但由于房价震荡下跌，资产负债表压力有所加剧。居民部门“债务最小化”的目标并未发生变化。虽然9月中下旬起存量房贷利率有所下降，但目前RMBS早偿率指数仍然处于高位，这显示提前还贷现象仍未消失。

居民部门修复资产负债表将导致购房意愿不高、消费难以明显提振。今年我国出台了大量的稳地产政策，但效果不及预期。供给端，中央政府开展了改善优质房企资产负债表行动、设立房企纾困专项再贷款，并将保交楼贷款支持计划期限延长至2024年末。需求端，中央政府建立和落实了首套房贷利率动态调整长效机制，三季度存量首套住房贷款利率下降，首套、二套房最低首付款比例下调分别调整至20%和30%。包含一线城市在内的多个地方政府纷纷进一步放松限制性政策。但整体来看，地产政策的效果相对较为有限，商品房销售增速持续低迷、房企经营性现金流承压所引发的“市场信心下降-居民购房意愿低迷、金融机构投放金融资源谨慎-商品房销售继续承压、房企暴雷风险扩散”这一恶性循环尚未被打破。

图表 23：地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	走势图	两年平均增速变化	23/11	23/10
房企资金来源	合计:累计同比	0.4	-13.4	-13.8	-13.5	-12.9	-11.2	-9.8	-6.6	-6.4		-0.4	-19.8	-19.4
	国内贷款:累计同比	1.2	-9.8	-11.0	-11.1	-12.8	-11.5	-11.1	-10.5	-10.0		0.4	-18.8	-19.2
	自筹资金:累计同比	1.1	-20.3	-21.4	-21.8	-22.9	-23.0	-23.4	-21.6	-19.4		-0.7	-18.9	-18.2
	其他资金:定金及预收款:累计同比	-0.5	-10.9	-10.4	-9.6	-7.3	-3.8	-0.9	4.4	4.0		-0.1	-23.1	-23.0
销售	其他资金:个人按揭贷款:累计同比	-0.5	-8.1	-7.6	-6.9	-4.3	-1.0	2.7	6.5	2.5		-1.2	-17.6	-16.5
	商品房销售面积:累计同比	-0.2	-8.0	-7.8	-7.5	-7.1	-6.5	-5.3	-0.9	-0.4		-0.6	-16.0	-15.4
	商品房销售额:累计同比	-0.3	-5.2	-4.9	-4.6	-3.2	-1.5	1.1	8.4	8.8		-0.4	-16.6	-16.2
投资	竣工面积:累计同比	-1.1	17.9	19.0	19.8	19.2	20.5	19.0	19.6	18.8		-0.6	-2.3	-1.6
	施工面积:累计同比	0.1	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	-6.8	-6.6	-6.2	-5.6		-0.3	-6.9	-6.5
	新开工面积:累计同比	2	-21.2	-23.2	-23.4	-24.4	-24.5	-24.3	-22.6	-21.2		0.3	-30.6	-30.9
	开发投资完成额:累计同比	-0.1	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2		-0.5	-9.6	-9.1

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

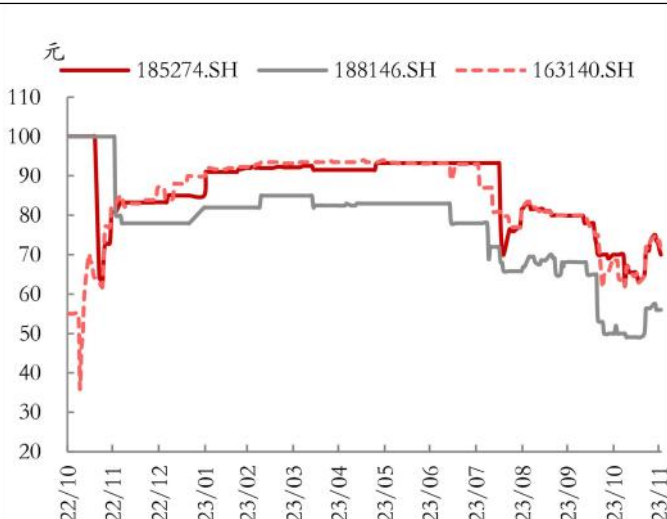
商品房（均指住宅）销售是地产一系列数据中最为关键的指标，在地产信用风险持续释放、居民修复资产负债表的情况下，今年销售数据可能是向下偏离理论中枢的。城镇化率增速可以作为商品房销售面积增速的一个锚，历史上城镇化率和商品房销售面积相关性较高，但城镇化率增速下行幅度相对稳定，预计23年销售面积跌幅更大。地产销售疲弱的原因是多方面的：从地产行业基本面来看，由于行业信用风险仍在释放过程中，居民购房意愿会受到负面影响；从宏观角度来看，“房价下跌-居民部门修复资产负债表-市场供大于求-房价继续下跌”的恶性循环也并未破除。房价下跌、市场情绪较为悲观的环境下，部分居民选择暂不购房，另外由于二手房不存在交付层面问题，且随着价格下跌，新房、二手房价格倒挂的问题有所缓解，二手房也分流了部分购置新房的需求。

图表 24: 城镇化率增速 vs 住宅销售面积增速



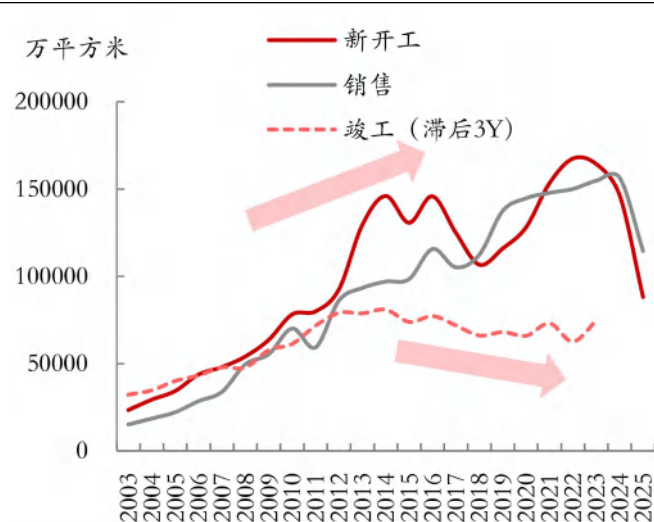
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 25: 龙湖债券价格下跌



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 明年保交付工作将进入深水区



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 27: 今年停工面积占比仍然不低



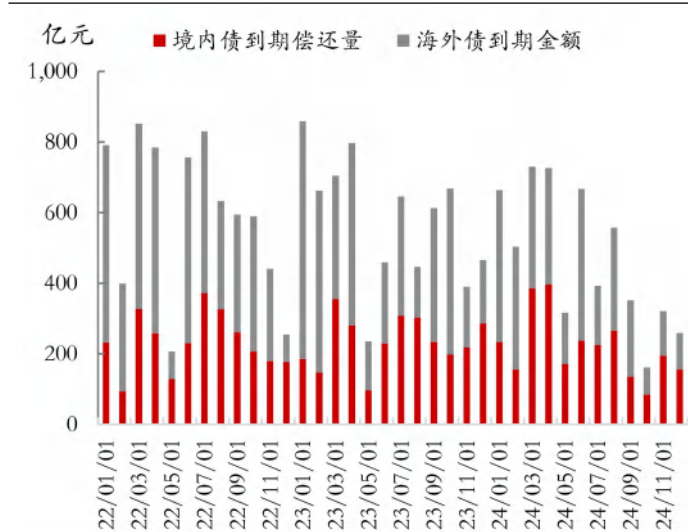
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

政策发力是当前困境的主要破局之道。展望明年，稳地产政策发力的必要性有所上升。地产行业的信用风险尚未释放完毕，明年仍要注意两方面的问题。第一，明年保交付任务将进入深水期。在政策的积极发力之下，今年竣工取得了近20%的增速，但竣工面积的绝对量仍需进一步上升。根据历史经验，商品房从新开工到竣工往往需要3年，2020年末、2021年初新开工规模很高，这对应着今年末明年初的竣工压力仍然是较大的。当期经营性现金流是房企竣工的主要资金来源，销售持续低迷的情况下，预计竣工难以在高基数的条件下继续大幅增长。融资性现金流中，银行难以大幅增加对

于地产行业的信贷投放，且在当前的资金使用框架中，房地产开发贷、流动资金贷款难以直接用于保交付，只有并购贷等少量贷款可以用于保交付相关事宜中。第二，房企债券价格下跌现象无序扩散的风险仍然需要警惕。今年债券价格下跌风险逐渐向混合所有制和公众房企扩散，部分财务基本面相对较为健康的房企也受到了波及，这反映出了市场对地产行业较为悲观的预期。在销售启动乏力的背景下，房企债券价格下跌的风险难以根本性消除，也需要关注房企违约等风险事件发生。

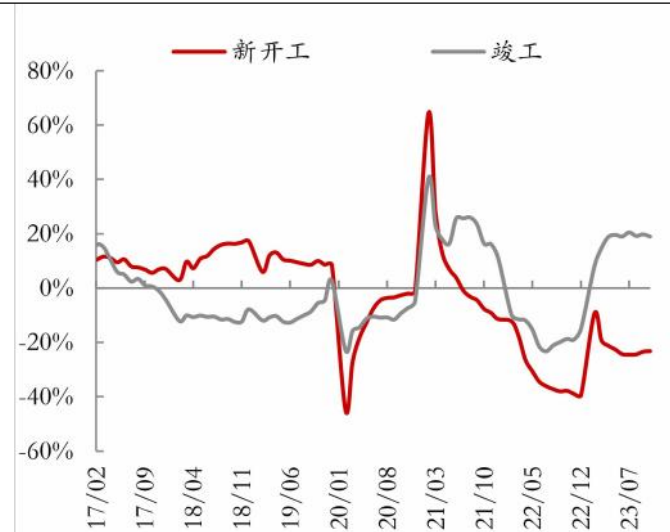
预计明年政策将继续发力托底地产市场。一方面，预计监管机构将进一步出台政策，防止债券价格下跌风险无序扩散。在监管的引导下，预计商业银行会增加对财务基本面较为健康的头部房企的信贷投放。另一方面，预计央行将落实原有政策，并创设新的结构性政策工具，加大对于保交付的支持力度。各地也将积极引入地方国企、AMC等机构，探索保交付的政策形式。值得注意的是，如何正确处理防范系统性风险、民生问题和道德风险之间的关系将是政策进一步发力所要面临的核心问题。继续放松限制性政策的空间已经非常有限，且此类政策的实际效果不宜高估。从政策节奏上看，明年3、4月份房企债券到期量较大，且预计二季度的交付压力相对较高，预计年中至三季度稳地产政策将会升级。

图表 28：明年 3-4 月房企债券到期量较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 29：新开工和竣工增速走势分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

根据前文分析，虽然商品房销售面积增速跌幅大于其理论值，但在地产行业基本面、宏观形势未出现好转迹象之前，商品房销售增速仍将维持负增长态势。商品房销售企稳的前提条件应该是：1.地产行业在保信用、保交楼等方面获得实质性进展，行业信用风险基本释放完毕；2.居民部门资产负债表压力要明显降低。目前来看，明年完全实现这两个条件是有难度的。第一，市场化是化解地产行业信用风险的核心原则，商业银行“晴天送伞、雨天收伞”，在房企自身造血能力不强的情况下，救助政策落地的节奏相对偏慢。比如在推出约一年之后，截至今年三季度末，保交楼贷款支持计划的余

额仅为56亿元。第二，根据历史经验，从现金流量表的改善传导到资产负债表的改善需要时间。展望明年，在政策发力之前，销售面积增速将会继续震荡寻底，若政策的力度比较强，销售增速有逐渐筑底的可能。综合来看，明年全年的销售增速仍会是负值，但跌幅有望较今年收窄。

销售向投资的传导也是一个重要问题。今年竣工增速整体较高，一方面，“保交楼”政策逐渐落实；另一方面，从新开工大约领先竣工3年的经验来看，今年竣工整体处于上行的周期之中。展望明年，政策力度明显提升之前，在资金仍然相对紧张且基数较高的情况下，竣工增速大概率会有所回落。但保交付的责任是较为刚性的，随着政策落地生效，竣工增速会再度回升。相较于后端投资，前端的拿地和新开工虽有着低基数优势，增速跌幅大概率会收窄，但在商品房库存压力较大且市场情绪较低的情况下，开发商增加拿地的意愿难以明显回升。

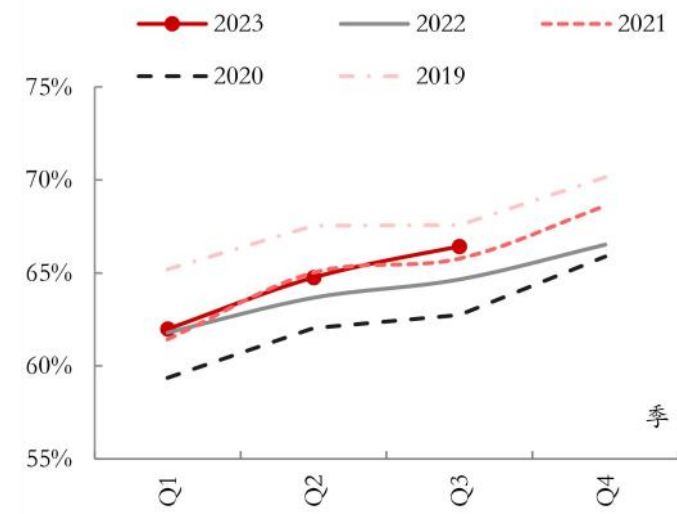
今年消费对GDP同比的拉动水平较高，一方面，居民部门实际可支配收入增速确实在回升；另一方面，疫情管控政策放松之后，居民部门积压消费需求逐渐释放，这体现为餐饮、出行和社交类消费需求表现较好。

图表30：居民收入与支出增速回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表31：居民支出倾向有所改善

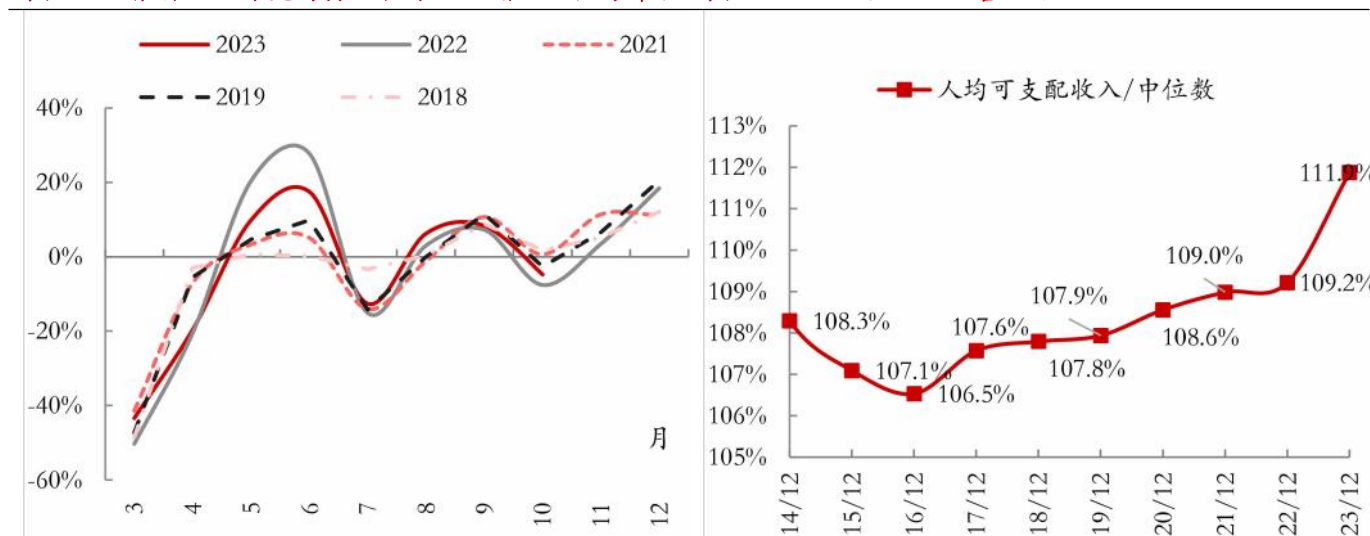


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望明年，在居民部门转入修养生息的背景之下，消费修复的空间应该是较为有限的。首先，消费是收入的函数，而收入又和宏观环境、企业利润息息相关。近年来我国经济增长下台阶，居民收入增速中枢也在逐渐下降。今年（截至3季度末）我国居民部门实际收入累计增速录得5.9%，已经基本持平于2019年的水平。在缺乏低基数优势以及宏观环境难以强劲改善的情况下，明年居民部门收入增速进一步上升的概率不高。其次，消费也和居民消费意愿相关。今年居民消费意愿整体较强，尤其是三季度的消费意愿非常高，这应与暑期居民旅行增加有关。但疫情管控政策放松至今，积压

的出行需求已经历了多轮的释放，明年出行社交类消费进一步上升的空间有限。另外，今年下半年通胀数据持续不及市场预期，若居民难以形成物价上涨的预期，则会增加储蓄。从结构的角度来看，也能够发现今年消费的一些问题，并推导出明年消费增速进一步回升空间不大的结论。人均可支配收入/中位数这一指标震荡上升，居民实际收入的修复呈现分化态势，消费倾向不高的群体收入增速是更高的。综合来看，明年消费将继续沿着疫后需求回补的逻辑而有所修复，但修复的空间较为有限，预计社零增速难以回升至2020年之前的水平。

图表32：暑期后出行类消费品社零环比增速回归季节性 图表33：居民收入的改善是分化的

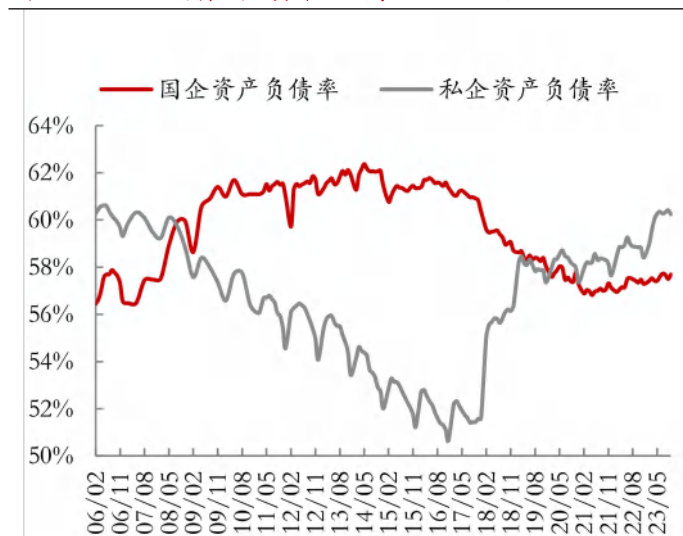


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.2 制造业增速韧性回落，基建增速有望上升

图表34：工企资产负债率上升，私企上升更快



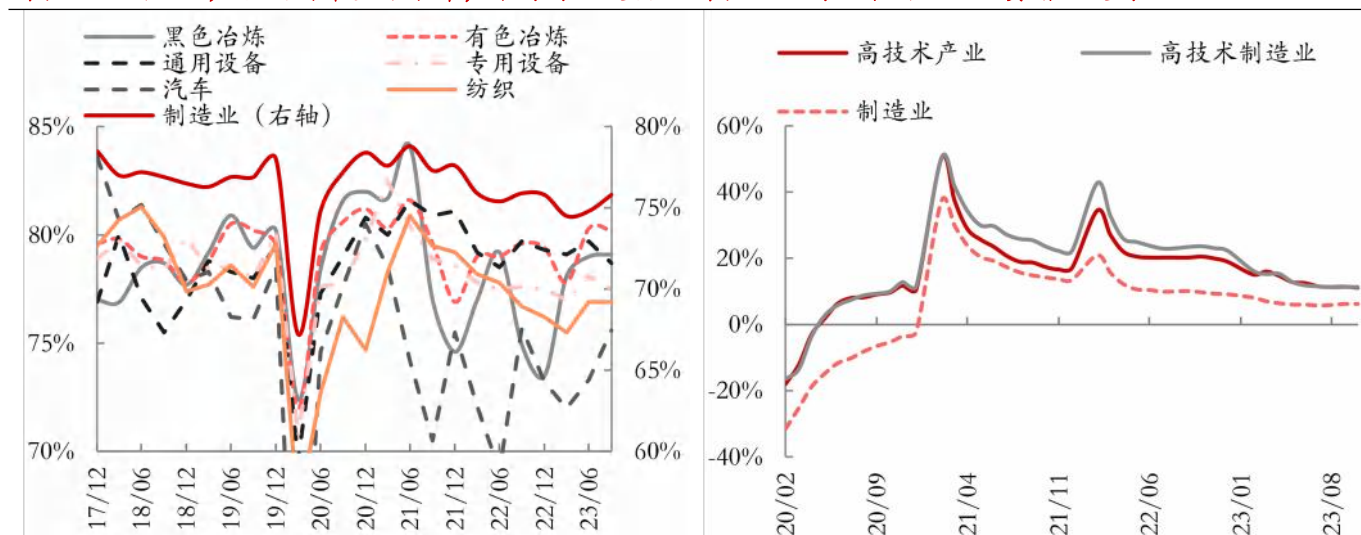
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表35：工企业利润增速下降，私企回落幅度更大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

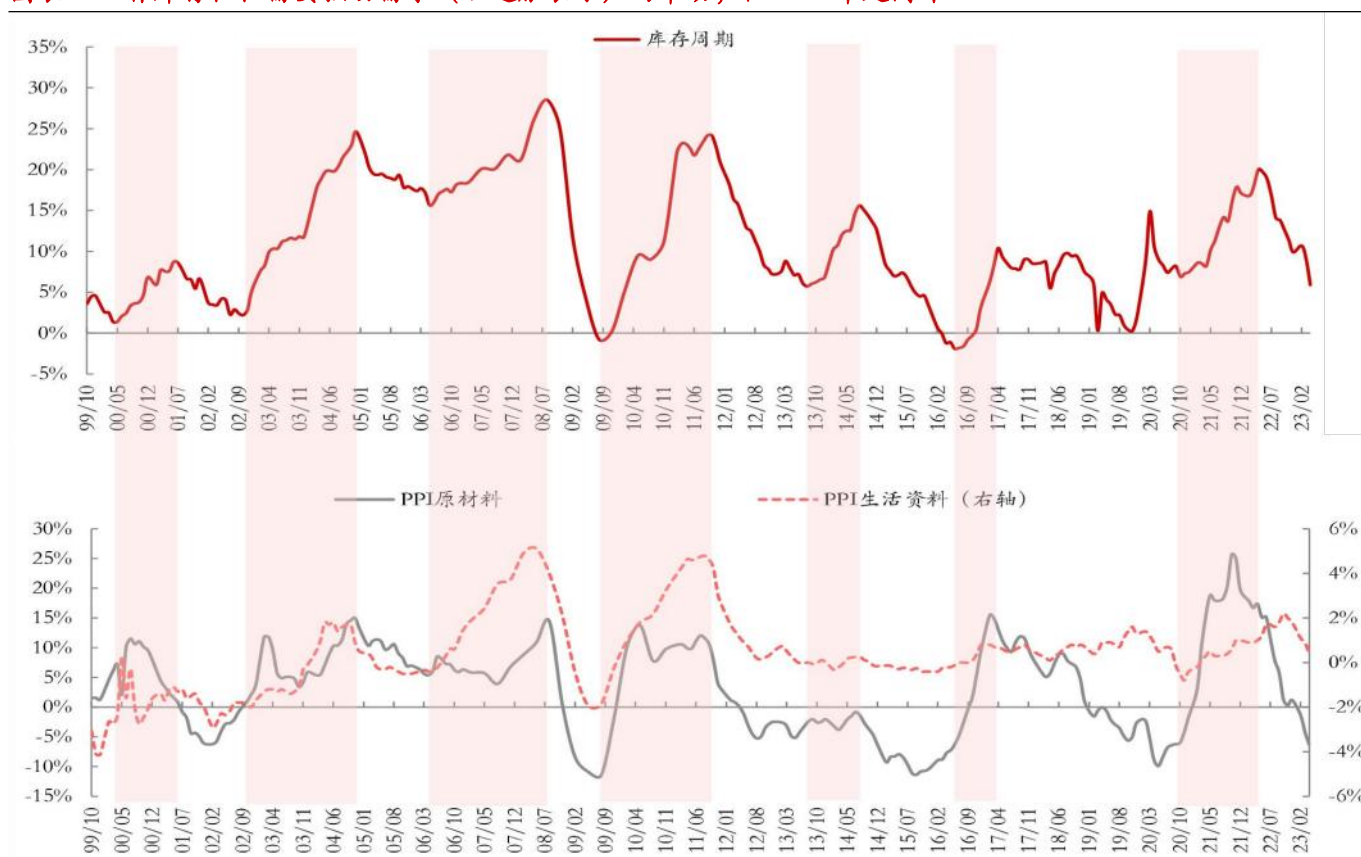
图表 36：制造业产能利用率整体下降，下游行业更明显 图表 37：高技术制造业投资增速更高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 38：补库存往往需要强劲需求（以通胀表示）的带动，但 2013 年是例外



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

和居民部门类似，企业部门的杠杆率已经较高。今年以来，工企利润增速整体震荡下降，但资产负债率却在上升，分所有制来看，上述情况在私营企业中表现得更为明显。稳信用的政策导向下，企业的信用扩张是相对被动的，这也导致了结构性产能过剩等问题，实际上在有效需求不足、利润持续难以回升的压制下，企业部门主动进行投资扩产的意愿相对偏弱。

今年制造业投资增速高于固定资产投资增速，结构上受产能升级政策影响的汽车制造业、装备制造业增速较高，但石化、纺织、家具等行业受需求不足的影响而表现偏弱。展望明年，制造业投资或将呈现出韧性回落的走势。一方面，新兴产业、“五大篇文章”相关行业仍将受益于政策，投资增速也将表现出韧性，但另一方面，制造业投资的表现也会受到居民终端需求的影响，结构性产能过剩制约企业进一步的投资扩产，企业进一步增加信贷的动力不足，这将主导明年的制造业投资增速小幅回落。

政策带动之下，企业将开启弱补库。库存介于供需之间，有效需求不足、供给相对过剩拉长了企业的去库存周期。目前企业库存水平整体较低，部分供需结构相对健康的上游行业已经开始补库存，但中下游行业的产能过剩问题更为明显，库存周期还在磨底。回顾历史，一般情况下，库存周期的启动都要有强劲需求的拉动，但也有例外，比如2013年，虽然终端需求不强，但在政策的带动之下，企业也开始补库存。展望明年，情况将和2013年较为类似，随着产能升级等政策不断发力，企业将步入弱补库阶段中。

私人部门加杠杆意愿不强的时期，政府加杠杆的必要性整体上升。但地方政府性债务压力已经较高，中央政府正在成为加杠杆的主要部门。得益于中央政府提升赤字率，2023年广义基建增速有望接近10%。

图表 39：基建增速较有韧性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 40：电热燃水生产和供应业投资增速较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望明年，基建增速的想象空间比较大。地方专项债额度未必高于今年，尤其是财政压力相对较高的地区，继续大幅增加债务、提升投资规模的概率比较低。中央政府的加杠杆空间已经被打开，预计明年中央政府的最终赤字率略高于今年，而今年发行的5000亿元额度也将用于明年的基建投资中。综合来看，明年基建增速将较今年上升，预计广义基建增速将达到12%-15%。但根据经验，基建稳增长的效果往往托而不举，仅凭基建投资扭转宏观环境的概率比较低。

基本面决定债市的方向。在各项基本面数据中，地产对债市的影响最为明显。由于明年地产行业仍然面临较多压力，预计利率整体的方向是向下的。消费对于资金的需求不如地产、基建的回报率也比较低，另外过度的制造业投资反而会压低通胀水平，所以其他项目对于债市的负面影响整体较为次要。

4、政策面：信用重塑，先立后破

4.1 信用与货币创造的新形势

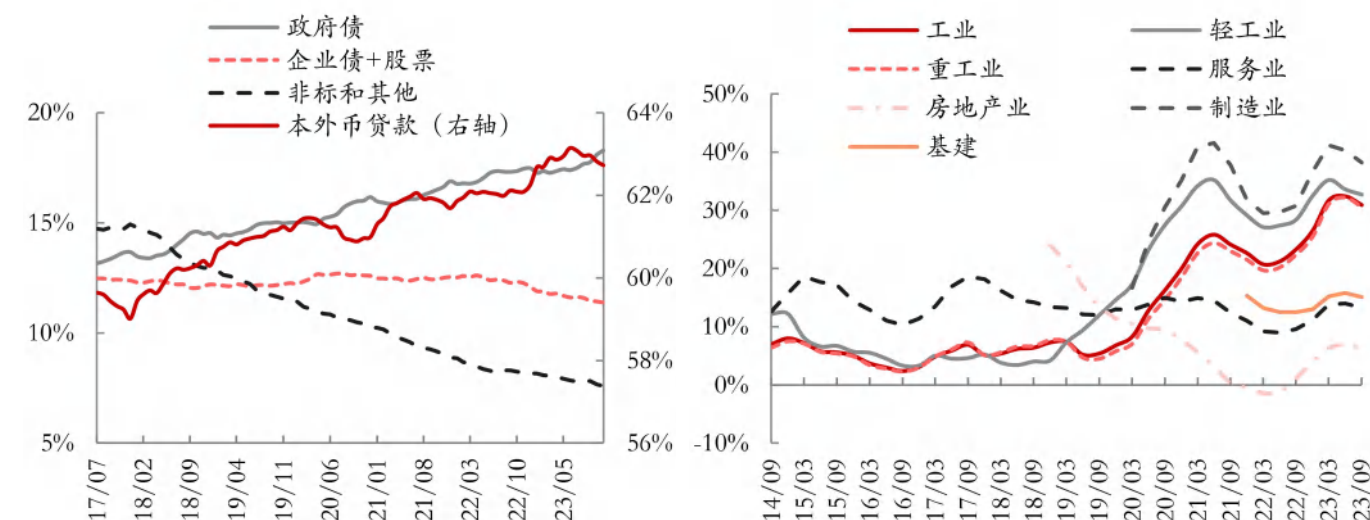
信贷和财政既是信用创造的重要方式，同时也能够投放货币。若以社融来作为信用的代理指标，不难发现其由三部分构成：信贷、非标和直接融资（政府债占比较高）。而根据信贷收支表进行推导，货币（M2）的创造途径主要有五种：贷款、债券净投资、同业投资、外汇占款和财政。

长期以来，信贷投放是我国信用与货币创造的主要方式，但继续增加信贷投放的难度较大。在信用货币体系下，贷款是相对内生的变量。随着存量债务不断积累，信贷拉动经济增长的效果下降，私人部门现金流量表、资产负债表的压力增加，居民和企业部门自发增加信贷的动力在下降。虽然我国今年出台了大量的稳地产政策，但居民部门加杠杆有心无力；同样，虽然政策引导下，企业中长期贷款在上半年表现较为亮眼，但在结构性产能过剩等问题的约束下，下半年难以持续同比多增。

展望明年，信用与货币创造的渠道将发生重大而深远的变化。一方面，财政在信用创造、货币创造中的重要性将有所提升。从信用创造的角度来看，和信贷投放相比，财政是相对外生的，其可以直接增加私人部门的金融净资产，因此财政稳信用、稳需求的效果优于信贷。从货币创造的角度来看，商业银行在一级市场上买债行为本身不改变货币供应量，但财政支出的过程会创造货币。虽然商业银行仍然是货币创造的直接主体，但政府其实是货币创造最根本的主体。另一方面，信贷也将迎来重塑。对于总量而言，信贷增速将下降，信贷占社融的比重也会下降；对于增量而言，要“做好五篇大文章”，新兴产业将得到更多信贷资源的支持；对于减量而言，低效的信用将被逐渐出清，地产和城投的信贷结构将被优化。

图表 41: 政府债社融占比上升, 贷款出现回落迹象

图表 42: 各行业信贷增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4.2 新形势下的财政政策: 中央稳增长, 地方防风险

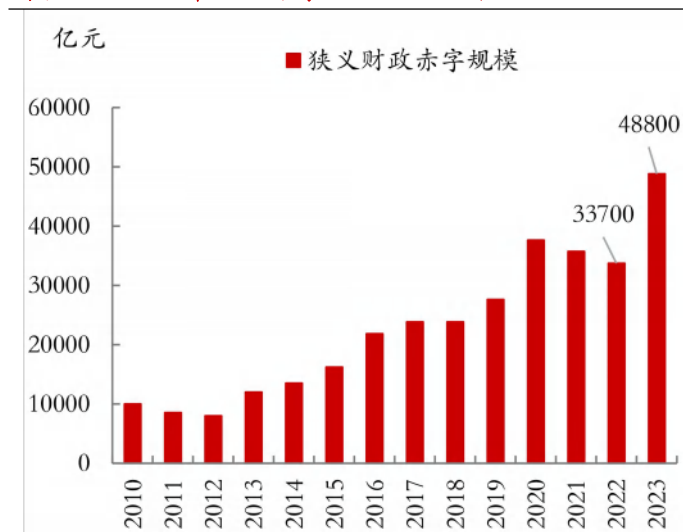
在信用重塑的框架之下, 财政政策发力的逻辑已经非常清晰。明年的财政政策应重点关注三个方面: 一是广义财政赤字的总量。今年的广义财政赤字由 3.8% 的赤字率与 3.8 万亿的新增专项债额度构成, 在中央“适度加力、提质增效”的要求下, 预计明年的广义财政赤字应略高于今年。从结构来看, 目标赤字率应略高于今年 3.8% 的水平。突破 3% 的赤字率约束是一个信号, 功能财政占比正在逐渐上升。财政政策的目标是尽可能缓解非充分就业的问题, 目标赤字率应逐渐上升, 通胀和人民币汇率贬值则成为了财政政策的约束。新增专项债额度应略低于今年的水平, 预计在 3.5-3.8 万亿之间。地方政府的主要力量应在化解政府债务风险上面, 而化解政府债务风险的原则是处理好系统性金融风险 and 道德风险之间的关系, 这实际上意味着中央和地方政府财权和事权的重塑。中央政府加杠杆稳增长, 通过转移支付、划拨地方债额度等形式支持地方政府, 地方政府化债。为了防范化债引发的道德风险, 尽可能降低隐性担保预期, 严肃财经纪律非常有必要, 财政基本面相对较弱的省份将难以获得大量的专项债额度, 其项目审批标准也将变得更严格, 这也意味着明年地方政府新增专项债额度不会很高。

二是财政政策发力的节奏。预计年初目标赤字率将设定在 3%-3.3% 之间, 年中视情况追加财政政策。财政政策大概率会预留出应对不确定性的空间, 不在年初把赤字额度用满。回顾 1998-2000 年, 财政也是在年初设定一个相对适中的目标赤字水平, 在年中增发长期建设国债稳增长。

三是财政发力结构的变化。一方面, 在支出结构方面, 总需求管理政策难以平衡好充分就业和通胀之间的关系。总需求管理政策往往以投资拉动增长的形式来落实, 其副作用就是资源的结构性错配, 优势行业、企业将得到更多的资金, 但其投资效率往往比较低, 后果是结构性产能过剩与结构性通胀问题。因此中央经济工作会议明确提出要“优化财政支出结构”。除了投资基建之外, 预计支出端将在重大战略任务、保就

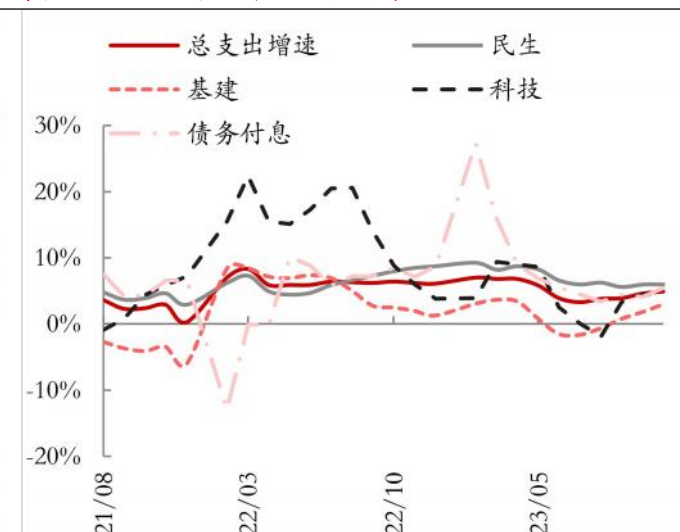
业、健全社会救助体系、调节收入分配和增加公共产品等方面发力。另一方面，化债仍将持续。地方政府特殊再融资债的发行将逐渐告一段落，但各地政府还将通过引入金融机构、盘活存量资产、推动城投平台转型等方式继续落实化债政策。

图表 43: 2023 年狭义赤字规模明显上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

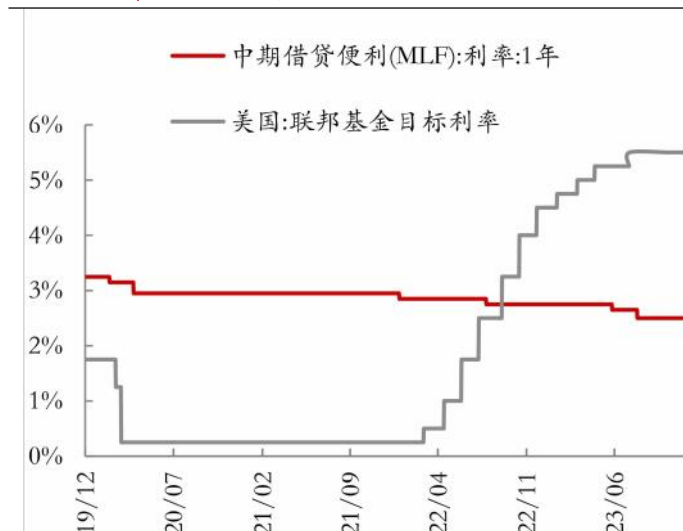
图表 44: 民生支出增速整体更高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

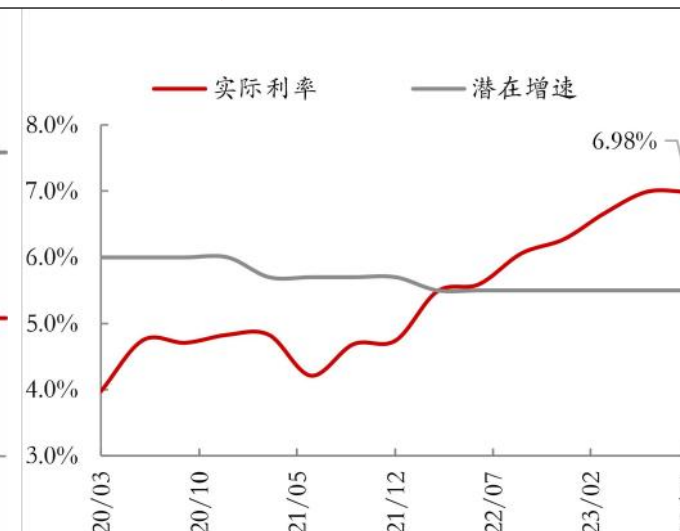
4.3 新形势下的货币政策：被动宽松，降低利率

图表 45: 中美政策利率走势分化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 46: 实际利率偏高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

回首 2023 年，货币政策的姿态是较为积极的，但是货币政策实际上仍不够宽松。在美联储持续加息的背景下，中国央行“以我为主”，连续在 6 月和 8 月两次降息，释放了积极的

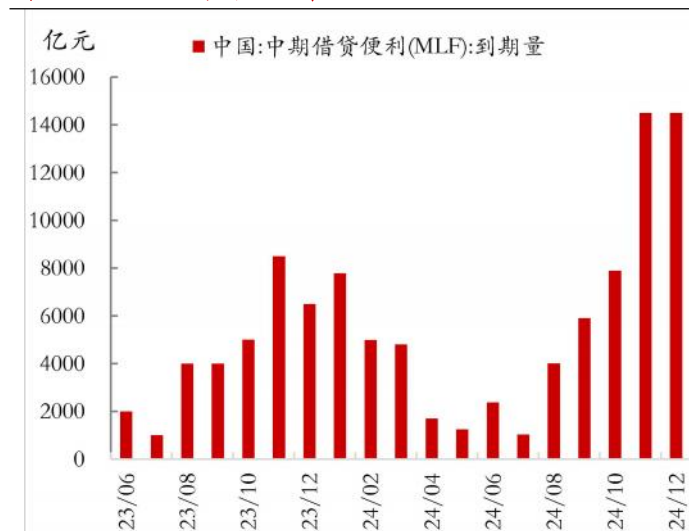
货币政策信号。但从市场利率围绕政策利率上下波动、实际利率略低于潜在增速这两个标准来看，今年的货币政策宽松的力度还不够。

当前货币政策已经进入“推绳子”阶段，实体融资需求对于利率的敏感度整体有所下降，这也意味着仅凭货币政策的宽松是难以实现稳信用目标的，财政政策正在逐渐成为稳信用的主要力量。在这样的背景下，货币政策仍有必要保持宽松。一方面，货币政策要积极配合财政政策，银行间流动性要维持合理充裕，以便于承接大量发行的政府债券；另一方面，实际利率应保持在适宜水平，不能让高利率制约经济的增长。

预计央行明年降息2次，政策利率下降20BP。第一次降息可能出现在一季度。由于通胀迟不及市场预期，实际贷款利率明显处于偏高水平，预计央行应尽早降低政策利率，向市场释放积极信号。另外，由于央行要求商业银行平滑信贷投放节奏，预计明年年初信贷投放力度不如近几年同期水平，资金利率有望下行。虽然央行指出政策利率引导市场利率上下波动，但在政策利率偏高的背景下，市场利率若在低于政策利率的水平上实现均衡，央行反而会随行就市降低政策利率。第二次降息应出现在年中，美联储降息后中国降息的窗口也将被打开。另外，年中地产基本面面临的压力也较大，降息也能够提振市场的信心。

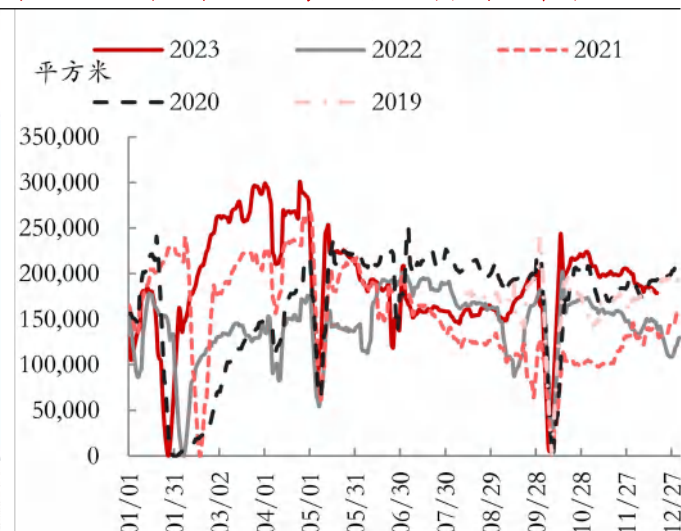
降准已经成为周期性政策，根据近年来的经验推演，明年央行将降准2次，累计50个基点。银行缺乏中长期资金、资金面偏紧张、MLF到期量较高以及市场发生流动性风险等事件均可能触发降准。值得注意的是，近期央行在降准时指出，已执行5%存款准备金率的金融机构不再降低准备金率，5%可能是法定存款准备金率水平的下限。随着准备金率不断下降，未来央行降准会越来越谨慎，中长期流动性投放将更为依赖MLF、结构性货币政策工具。

图表 47: MLF 到期量分布



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 48: 9 月政策放松后, 二手房销售再度冲高回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

央行将更为依赖创新型的政策工具、结构性货币政策工具。结构性货币政策工具能够以较

低的利率水平精准地向特定行业、企业提供流动性，因此其具备了一定的财政政策特性。明年应着重注意结构性货币政策工具的设置结构。SPV 可能成为明年央行实施结构性政策的抓手，2020 年央行的再贷款工具也是通过 SPV 操作的，在彼时政策安排中，商业银行需要在合同到期以后向 SPV 购回贷款，这一操作防止了基础货币过度投放，明年需关注购回操作是否持续。

4.4 新形势下的地产政策：“三大工程”影响深远

信用重塑的框架之下，地产政策也将迎来重大变化。和传统的需求侧管理政策不同，“三大工程”直接可以改变商品房市场的供需结构，从而可以起到助力商品房市场销售企稳、托底地产开发投资的作用。9 月国务院 14 号文发布后，保障性住房的资金来源得以拓宽：一是中央补助；二是保障房项目纳入到专项债之中；三是利用公积金申请开发贷，另外央行也将创设结构性货币政策工具，为“三大工程”提供低成本增量资金。值得注意的是，政府收购商品房的过程仍然会面临如何权衡民生问题和道德风险之间的关系这一问题，因此政策推进的节奏需要观察。

12 月中旬北京、上海进一步放松了限制性政策，主要包括：1) 调整普宅认定标准进而降低交易环节的税费；2) 降低首套、二套房首付比例；3) 继续降低房贷利率。前期报告《地产政策集中落地，影响几何？债市怎么看？》中的政策预判基本兑现。综合来看，当前的政策思路和 8 月末、9 月初的政策思路一脉相承，即降低居民购房门槛、鼓励居民增加债务。政策推出后，积压需求继续释放，市场情绪得以快速改善。但值得注意的是，当前居民部门主动举债的意愿并不强，9 月政策的实际效果和持续时间均不及市场预期，因此也不宜对当前的政策效果过度乐观。

4.5 新形势下的通胀压力：终端需求不强，通胀启动乏力

图表 49：M1 增速偏低，通胀启动乏力



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 50：M2 和社融持续倒挂，资金存在空转可能

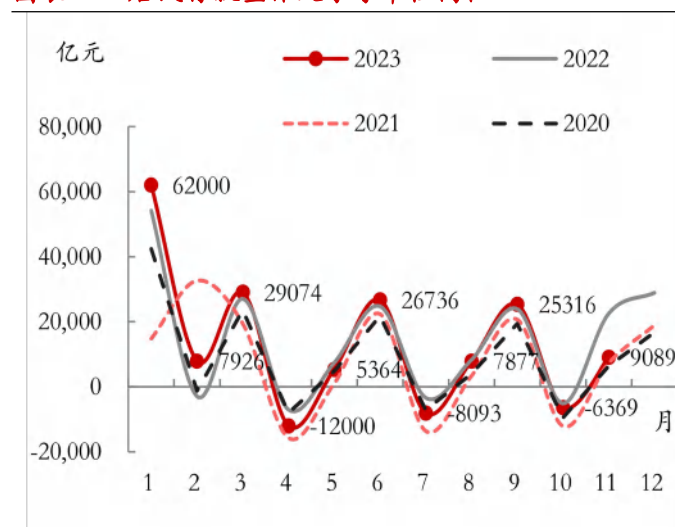


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

短周期内通胀的变化方向基本和需求一致。2023 年通胀数据持续不及市场预期，最为重要的原因就是终端需求修复的节奏不及市场预期。衡量货币交易媒介作用的指标 M1 增速持续下行，市场风险偏好难以持续提振，私人部门支出较为谨慎，存款在各个部门之间的转化不畅通。

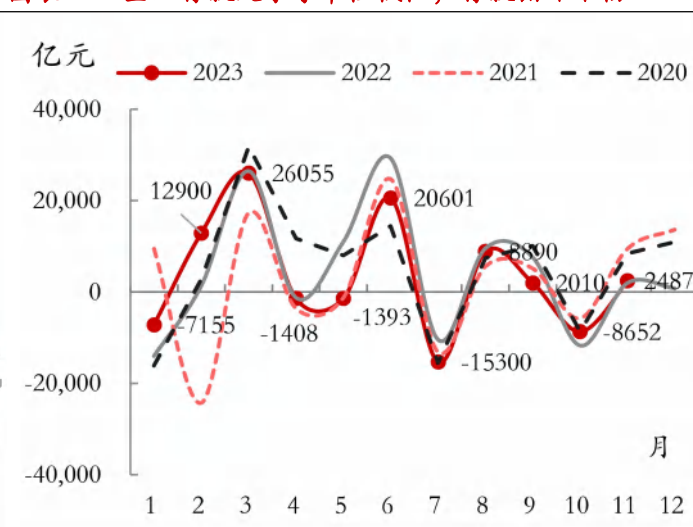
M2 增速明显高于 GDP 增速但通胀不及预期的核心原因也是有效需求不足。首先，无论是 M2 还是 M1，均无法机械地套用在 $MV=PQ$ 这一等式中，因其均不满足费雪等式的假设，但仍可以用“通胀是过多的货币追逐过少的商品”这一名言探讨通胀和需求之间的关系。其次，诚如央行所言，商业银行是创造货币的主体，这一说法反映了市场主体自发创造货币的含义。若市场自发融资需求较强，资金用于终端需求支出，那么通胀水平自然会有所上升。目前 M2 增速整体虽然较高，但企业自发融资需求不强，部分信贷资源存在着资金空转问题。另外，财政虽然能够直接创造货币，但财政支出尚未带动终端需求启动，财政支出结构仍需优化。

图表 51：居民存款整体处于季节性高位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 52：企业存款处于季节性低位，存款循环不畅



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望明年，通胀的方向也会受到需求的影响。根据前文所述，在终端需求之中，出口增速大概率承压，商品房销售增速震荡寻底，消费修复的空间相对有限且消费相关的产业链相对不长。虽然明年上半年 PPI 的低基数大概率会抬升通胀同比读数，包括一些商品也会出于自身供需结构而涨价，但通胀同比读数持续超市场预期的概率不高。

总体来看，明年的政策组合是较为积极的，财政政策将成为发力的主力军，货币政策的宽松更多是为了配合财政政策、防止利率水平过高。财政虽对债市有负面影响，但若经济基本面无好转，财政的利空往往只能改变债市的节奏。从政策节奏上看，上半年财政政策确实会发力，但明显超出市场预期的概率不高，而央行有望在一季度和年中降息，这对应

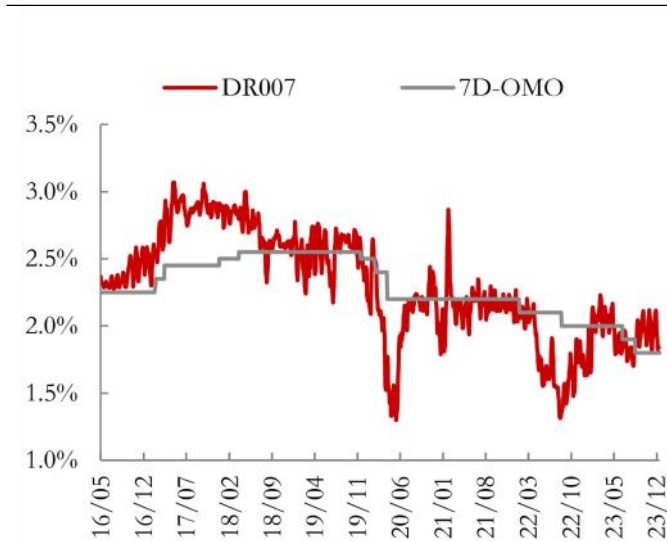
着利率下行。三季度，在化解地产风险目标的指引下，地产政策、财政政策将逐渐发力，市场风险偏好会得到提振，对应利率将震荡上行。

5、资金面：利率为锚，过满则亏

5.1 预计资金利率先松后紧

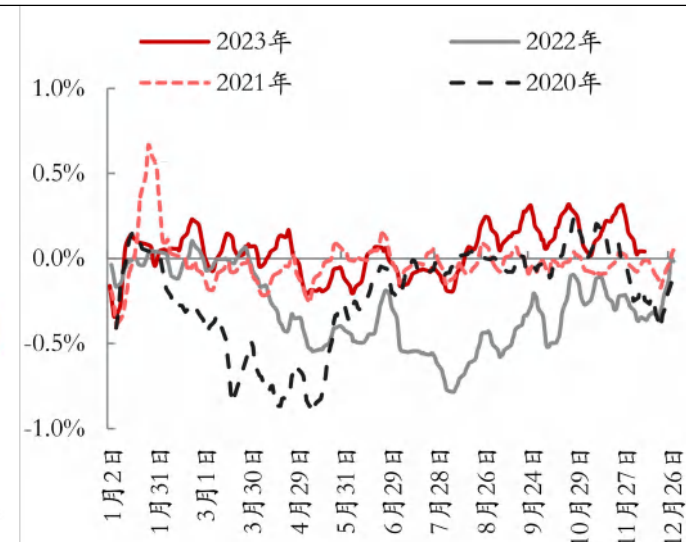
央行态度、财政政策以及信贷是影响资金面三个最为重要的因素，当矛盾非常突出时，资金面就会大幅偏离政策利率。回顾历史，2020年上半年和2022年二季度至8月，资金面均非常宽松。2020年年初，央行连续降准降息，货币政策信号非常积极，资金面大幅转松；而去年的二季度、三季度，一者大规模的留抵退税效果等同于财政积极支出；二者央行利润上缴效果等同于降准；三者疫情冲击之下，实体融资需求非常疲弱，故而资金利率大幅下行。今年资金利率未明显低于政策利率的一个重要原因是财政支出力度不如去年；另一个原因则是央行随行就市降低了政策利率。

图表 53：政策利率是资金利率的锚



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

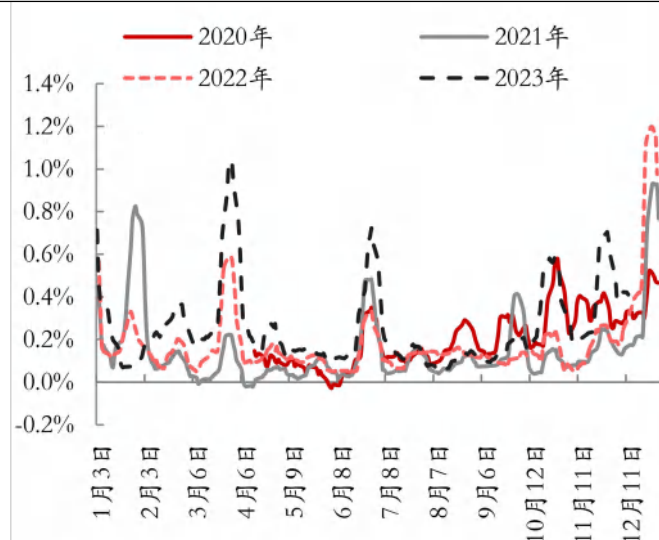
图表 54：四季度资金利率整体高于政策利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

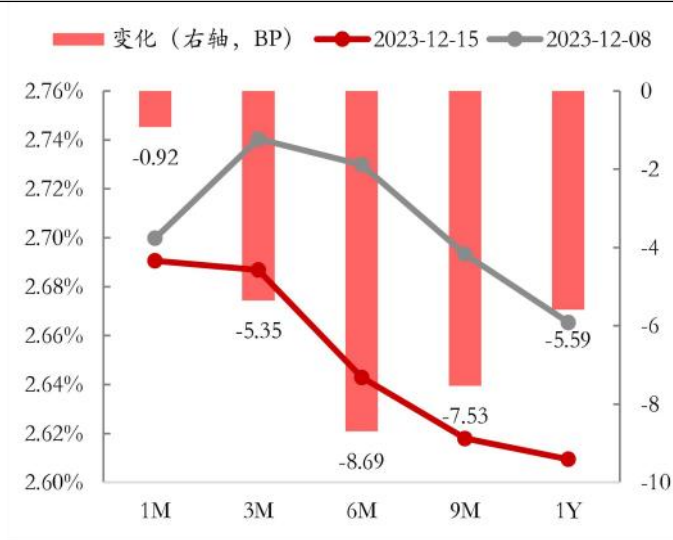
当前市场矛盾较为突出，资金面紧平衡叠加存单提价发行，国债承压。四季度，DR007 持续高于政策利率，单从持续时间来看，当前已经是2018年之后资金面最为紧张的时刻。一者央行出于稳汇率、防止资金空转等方面的考虑，流动性投放较为谨慎；二者特殊再融资债+增发国债带来了超2万亿元的政府债额度，财政对资金面冲击明显；三者央行强调平滑信贷投放节奏，今年末信贷投放情况应好于过去两年。综合来看，当前资金面的矛盾比较突出，故而资金面整体处于紧平衡状态下。资金面较为紧张，叠加商业银行有补充负债、满足考核指标的要求，存单大量发行；另一方面，货币基金等机构持续卖出存单，存单供需失衡，利率震荡上行。由于长久期存单发行不易，商业银行增发短久期存单，这使得存单曲线倒挂。综合来看，资金紧平衡叠加存单提价，国债收益率曲线向熊平方向演绎。

图表 55: DR007 和 R007 资金分层现象较为明显



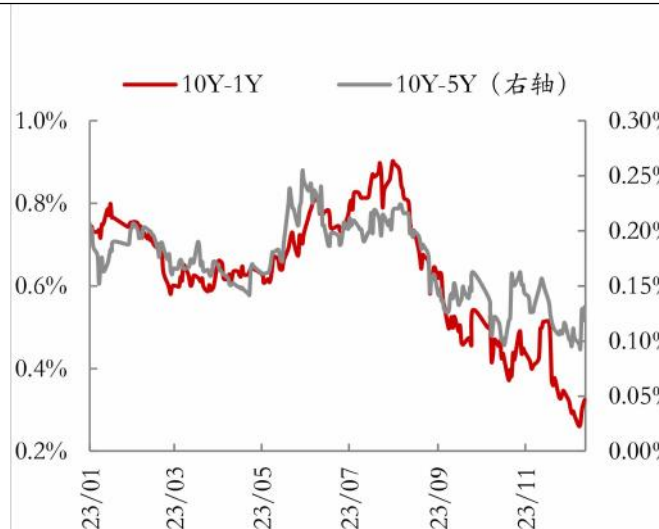
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 56: 存单曲线倒挂



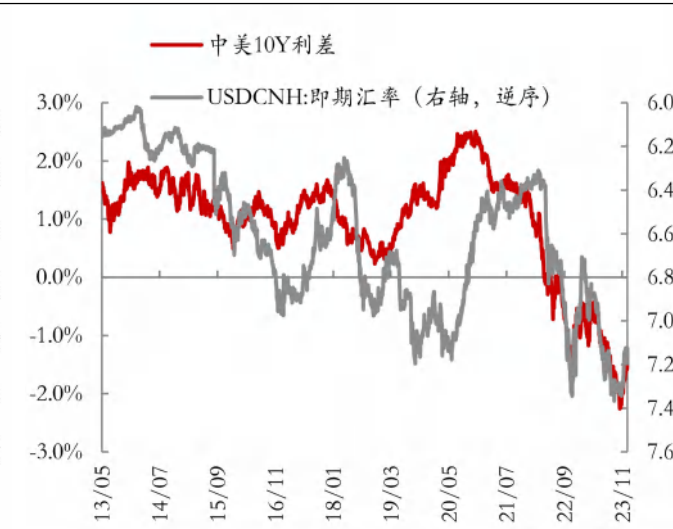
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 57: 国债期限利差已经非常低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 58: 当前利差主导人民币汇率变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

展望明年, 上半年资金利率有望震荡下行。一者, 明年财政政策虽然会发力, 但上半年政府债发行的密集程度大概率不如今年四季度, 且大约有 5000 亿元今年发行的国债所募集的资金要在明年支出; 二者, 央行强调平滑信贷节奏, 预计明年初信贷冲量力度不及近两年; 三者, 货币政策仍处于宽松窗口期, 且随着美债收益率下行、美元走弱, 央行投放流动性的约束有所缓解, 防止资金面空转存在一定不确定性, 但在经济内生动能不足的情况下, 央行也难以持续维持相对谨慎的货币政策基调。综合来看, 明年上半年资金利率大方向

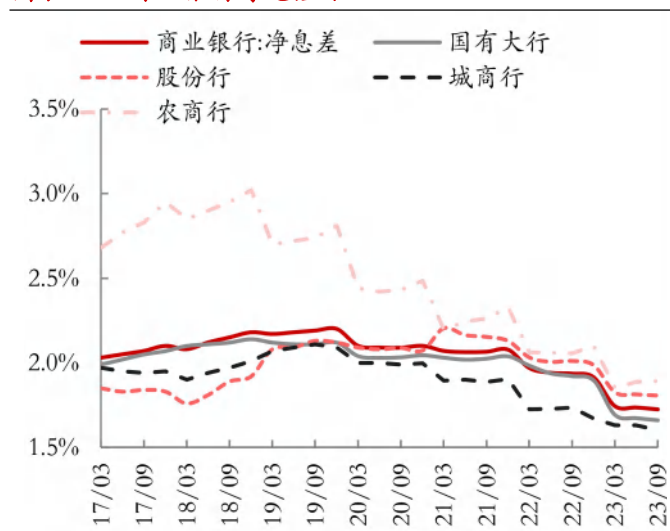
向是向下的，但资金利率难以大幅低于政策利率：一者央行大概率会降息；二者财政政策也将发力，增发政府债的概率高于继续提高留抵退税规模；三者防止资金空转也存在着一定不确定性。预计DR007中枢将持平或略低于政策利率。

明年三季度，资金面应逐渐收敛。近几次央行降息后，资金面均未继续转松，若后续的稳信用政策力度较大，资金利率往往会震荡上行。预计明年年中央行降息后，稳信用政策会集中推出，增量的财政政策工具也将公布，资金利率存在上行风险。值得注意的是，若上半年债市做多情绪持续发酵，年中杠杆可能较高、利差也将被充分压缩，若资金面骤然收紧，债市将出现流动性风险。

5.2 广谱利率仍有下行空间

实际贷款利率仍需要下调。2019年LPR改革至今，我国贷款加权平均利率的降幅大约为150BP，降幅大于GDP增速，但由于存量债务的积累，私人部门对于利率的调整渐不敏感，所以实际贷款利率仍然偏高，中央经济工作会议指出，“促进社会综合融资成本稳中有降”。降低贷款利率大概率要通过MLF-LPR-贷款利率的形式实现。5Y和1Y LPR分别只降低了65和75BP，商业银行大幅让利实体，目前商业银行净息差水平已经较低，因此若要降低实际贷款利率，政策利率大概率要有所下调。

图表 59：商业银行净息差承压



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 60：企业中长贷挤出企业债券

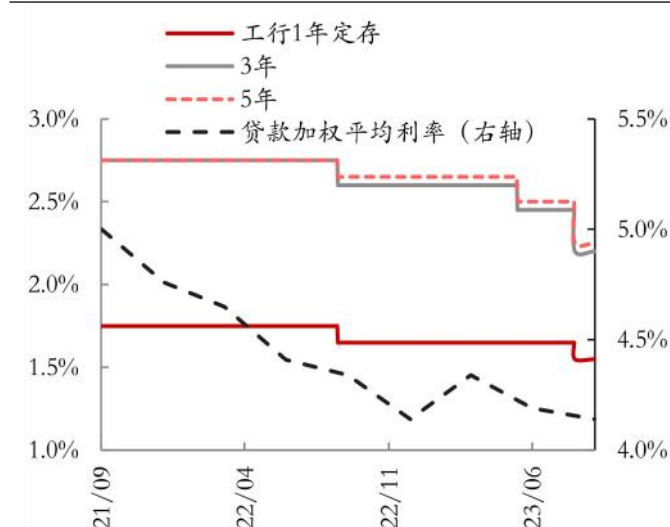


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

债券收益率、存款利率的降幅均低于贷款利率，后续存在着继续向下的空间。贷款利率下行幅度较大，但债券利率下行幅度有限，企业贷款挤出企业债券融资的现象较为明显。另外，存款利率相对较为刚性，调整的幅度不大，商业银行净息差承压。尤其是3Y定期存款的利率相对偏高，这也成为了存款定期化的原因之一。展望明年，化解风险需要商业银行进一步让利实体，存款利率有下调的必要性。而近两年利率市场化再进一步，存款利率绑

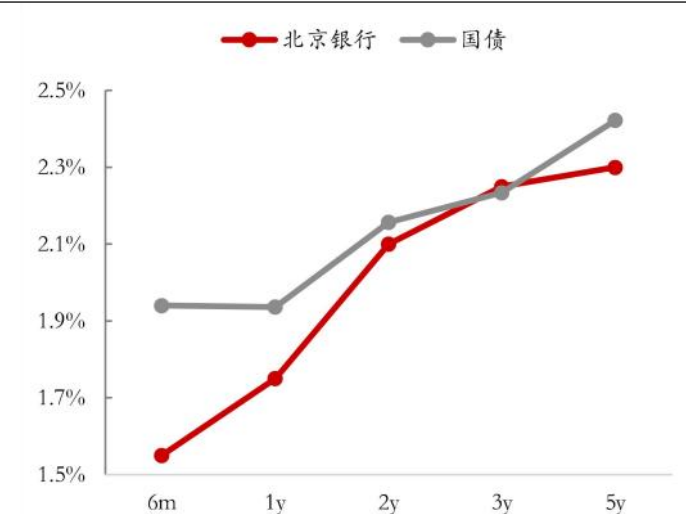
定1年期LPR和10年期国债收益率，其下调也将更为顺畅。为增加存款利率下调后的资产配置渠道，央行指出，“推动银行发展政府债券柜台销售和交易，便利更多企业和居民持有国债”。

图表 61：贷款利率降幅大于存款利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 62：存款利率曲线仍然偏陡



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5.3 国债行情及策略展望

方向性策略：债牛未完。前期报告《水流花落后，债牛还复来》中阐述了居民杠杆率接近极限之后债市长期走牛的逻辑，预计上述逻辑也适用于明年的债市。虽然信用重塑框架下，财政发力的逻辑能够对冲低迷的私人部门举债意愿，但私人部门重拾信心、主动大幅加杠杆尚需时日。随着政策利率下行、广谱利率下行，国债收益率也将以下行为主。预计MLF利率将会降低20BP，国债收益率的中枢也将震荡下行约20BP，预计明年10年期国债收益率的低点可能出现在2.2%-2.3%之间。节奏上看，上半年利率以下行为主，三季度随着政策发力，利率将会震荡上行。建议明年上半年随着资金转松、利率下行，逐渐加杠杆、拉久期，年中央行降息之后，逐渐转入防御策略。

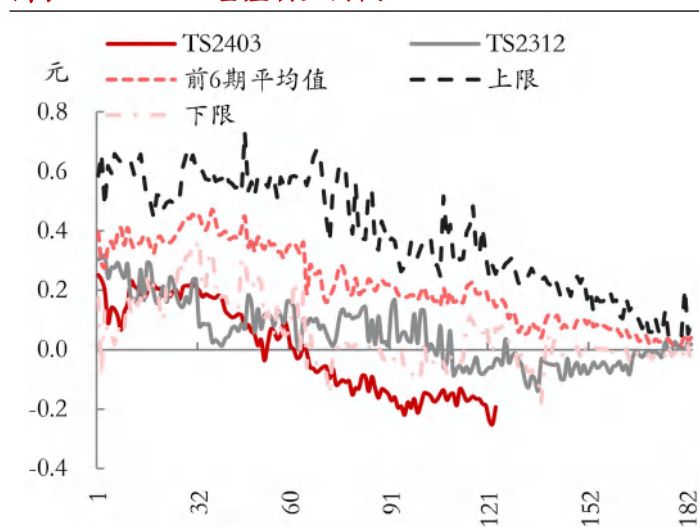
期现策略：预计明年上半年仍会出现正套机会。近半年来，期货偏贵的情况始终未被充分扭转，资金宽松时期期货往往涨的更多、资金偏紧张时做多期货更节省资金，而券商自营等能够灵活开展正套策略的机构并非现券市场的主要参与者。明年上半年随着债市走强，国债期货将继续表现偏强。从品种上看，TS基差明显偏低，T基差压缩的空间相对更大一点，TL波动幅度较大，参与时要较为谨慎。

跨品种策略：预计收益率曲线将从熊平向牛陡演绎，明年下半年再度转向熊平。当前收益率曲线已经非常平坦，10Y-1Y、10Y-2Y等期限利差的历史分位数非常低，存单曲线在3M处也出现倒挂，建议关注做陡曲线的相关策略。期货方面，TS相较于现货的涨幅整体更大，布局2TF-T策略的性价比略高于4TS-T。另外，也可以将跨品种策略与

期限策略结合，布局多短端现券+空长端期货的策略。

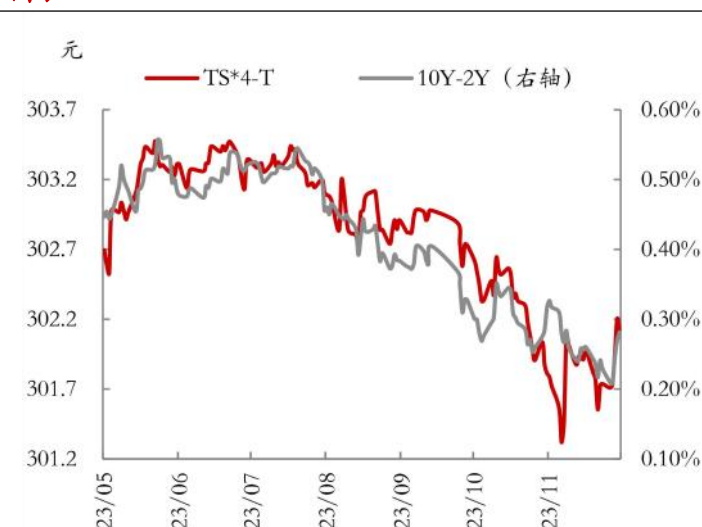
套保策略：虽然市场整体走强，但也存在着调整的风险。比如稳增长政策力度、效果超出市场预期；监管机构对资金空转套利的行为进行管制；市场交易拥挤度较高，一旦发生风险事件可能会引发赎回潮等。对于较为谨慎，或者需要锁定浮盈的机构而言，当前的基差水平较低，可以考虑布局空头套保策略。

图表 63: TS2403 基差明显偏低



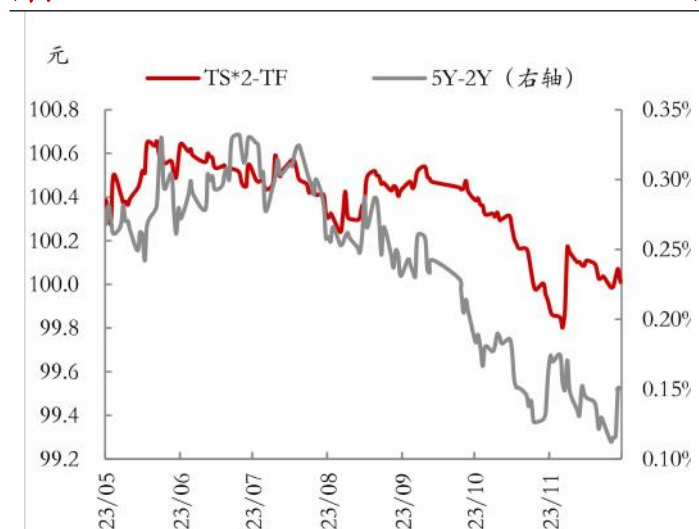
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 64: TS*4-T



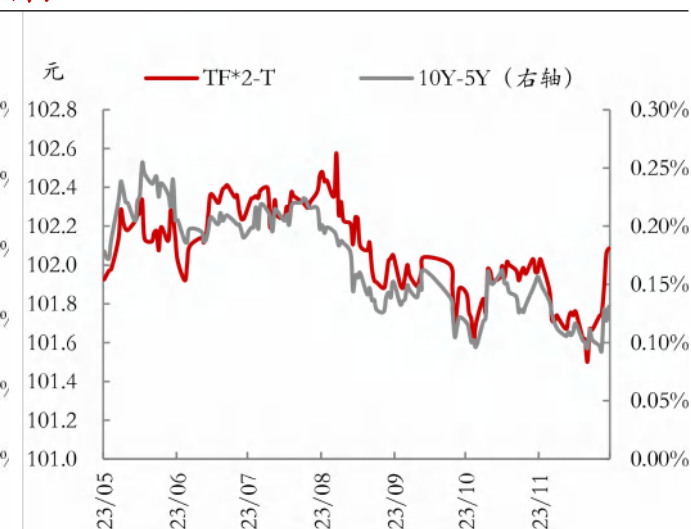
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 65: TS*2-TF



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 66: TF*2-T



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

6、风险提示

- 1) 财政政策力度超市场预期。目标赤字率突破 3% 的限制之后，根据历史经验推演未来的准确度将有所下降，若财政政策超预期发力带动通胀水平回升，则债市将走熊。
- 2) 人民币汇率超预期贬值：虽然随着美联储政策转向，美元指数会走弱，但中国经济转型是一个长期的过程，人民币存在的挑战仍然存在。
- 3) 输入性通胀压力上升。全球进入“高利率、高波动、高通胀”时代，通胀中枢水平上升，且部分大宗商品存在着超预期上涨的可能，若届时人民币汇率承压，则需要警惕输入性通胀压力。
- 4) 警惕债市流动性风险。目前城投信用利差已经被大幅压缩，国债期货隐含利率的水平也非常低，市场对于未来的行情较为乐观。随着乐观情绪充分发酵，市场脆弱性就将上升，若此时政策发生变化，债市将出现流动性风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com