

政策未超预期，债市继续走强



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2024年03月06日

★经济目标符合预期，政策兼顾短期长期目标

2024年经济目标增速为5%左右，符合预期。为实现稳就业、防风险以及2035年经济总量翻一番的目标，5%的目标增速是必要的。短期来看，政策主要目标是实现经济预期增速、合理引导通胀水平回升；长期来看，政策的思路是发展新质生产力。

★宏观政策：财政力度并不保守，货币新增“防空转”表述

今年的增量财政资金规模并不低。4.06万亿的赤字规模+1万元特别国债+3.9万亿元的地方专项债构成了今年的广义财政赤字规模，高于去年的8.68万亿元。再加上去年未使用的国债资金以及一、二本账预算支出中增加的部分，今年财政政策的力度并不保守。超长期特别国债绕开了赤字率约束，常态化发行能够补充中央债务资金，这既满足了平衡财政的要求，又能够尽可能实现功能财政效果。但在土地财政承压、化债持续推进的背景下，财政端仍面临压力，不排除年中增加工具的可能性。

货币政策的表述整体和去年末中央经济工作会议一致，基调仍然是偏宽松的。重点关注：1) 防资金空转，央行将通过结构性的政策精准地向有实际资金需求的行业投放流动性、利率市场化水平也将不断推进；2) “增强资本市场内在稳定性”，央行后续在出台货币政策时，会更多考虑对于资本市场的影响。

★政策未超预期，债市继续走强

目前地产行业基本面仍偏弱，叠加稳增长政策力度未超预期，预计债市仍以偏多行情为主。但随着利率下行，要关注以下风险：1) 交易结构脆弱；2) 政府债集中发行。

策略方面：1) 政策格局已经清晰，建议以偏多思路对待。2) 预计30Y-10Y利差大概率走阔。3) TL和TS基差压缩空间相对更大。4) 较为担忧债市调整的投资者可关注空头套保策略。

★风险提示：

人民币汇率超预期贬值，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：

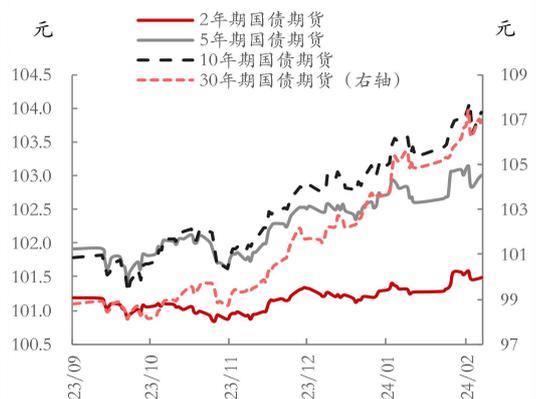
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com



1、经济目标符合预期，政策兼顾短期长期目标

2024年经济目标增速为5%左右，这和市场预期相一致。从短期要求来看，今年高校毕业生人数超过1170万人，对此中央设定了1200万人以上的城镇新增就业目标，要实现就业目标，大体要保持5%左右的增速；另外实现居民收入增长、防范化解风险也需要一定的经济增速。从长期发展的思路来看，为实现2035年经济总量翻一番的目标，2020-2035年年均GDP增速应达到4.73%，今年保持5%的增速也有一定必要性。由于去年GDP增速基数不低，实现5%左右的目标增速并非易事，这需要政策端积极发力。CPI目标设定为3%，这同样符合市场预期。目前CPI增速偏低，且内生性需求不足一直是我国经济运行面临的核心问题，政策也需要合理引导通胀水平以及通胀预期回升。

政策兼顾短期和中长期目标之间的平衡。短期来看，政策主要目标是实现经济预期增速、合理引导通胀水平回升。另外，本次《政府工作报告》也大幅增加了现代化产业体系、新质生产力和科教兴国战略的相关内容，财政方面提出连续几年发行超长期特别国债、优化财政支出结构，也是着眼长远。

图表1：历年两会主要目标对比

分类	栏目	2024年	2023年	2022年	2021年
经济目标	GDP增速	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上
	单位GDP能耗	降低2.5%左右	继续下降	在“十四五”规划期内统筹考核	3%左右
	物价	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
就业与收入	城镇新增就业	1200万人以上	1200万人左右	1100万人以上	1100万人以上
	城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%以内
	居民收入	和经济增长同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	稳步增长
财政政策	财政政策	适度加力、提质增效	加力提效	提升效能	提质增效，更可持续
	赤字规模	4.06万亿	3.88万亿	--	--
	赤字率	3.0%	3.0%	2.8%左右	3.2%左右
	专项债	3.9万亿	3.8万亿	3.65万亿元	3.65万亿元
	特别国债	1万亿	--	--	--
	减税降费	落实好结构性减税降费政策	延续、优化现行措施	退税减税2.5万亿元	实施新的结构性减税
货币政策	货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效	稳健的货币政策要精准有力	加大稳健的货币政策实施力度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。
	M2和社融	社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配	保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配	保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配

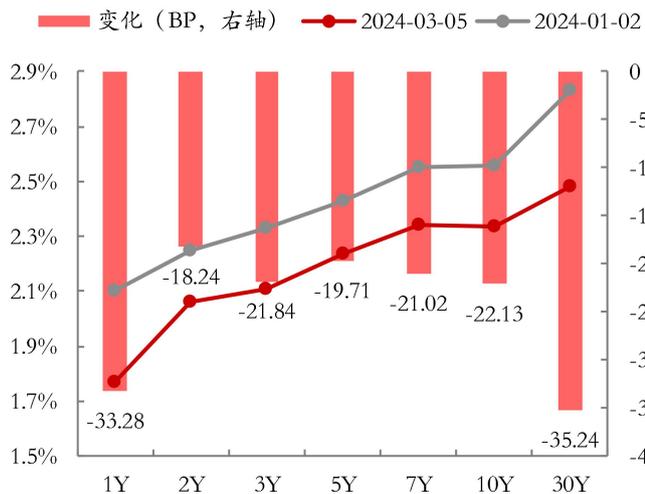
资料来源：中国政府网，东证衍生品研究院

2、宏观政策：财政力度并不保守，货币新增“防空转”表述

如何理解财政“适度发力”？从提振通胀的角度来看，财政政策发力较有必要性。虽然虽然3%的目标赤字率和1万亿元长期特别国债未超市场预期，但今年的增量财政资金规模并不低。4.06万亿的赤字规模+1万元特别国债+3.9万亿元的地方专项债构成了今年的广义财政赤字规模，高于去年的8.68万亿元。另外，去年未发行的特别国债有大量的资金留到了今年，假设有5000亿元特别国债资金算入今年的广义财政赤字，则广义财政赤字增速达到了14.7%。再者，今年第一、二本账的预算支出规模超过40万亿元，比去年预算支出规模增长5.6%，超GDP增速。综合来看，财政政策的力度并不保守。

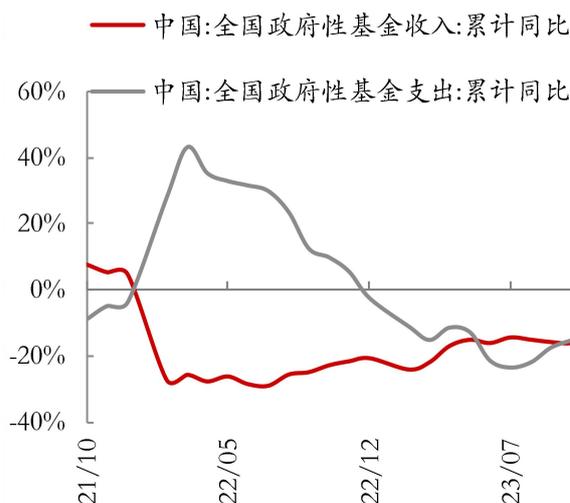
超长期特别国债的常态化发行超市场预期。超长期特别国债绕开了赤字率的约束，常态化发行能够补充财政部债务资金，这既满足了平衡财政的要求，又能够近可能实现功能财政的效果。近期超长债利率快速下行，财政举债的成本也是偏低的。超长期特别国债主要用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设等方面，随着政府债务的发行与支出，预计基建增速将逐渐抬升。

图表2：年初至今超长债利率大幅下行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：政府性基金收支增速整体承压



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

如何理解财政“提质增效”？一者，报告指出“落实好结构性减税降费政策”。近几年我国持续推进大规模的减税降费政策，税收占GDP的比重整体偏低，进一步扩大减税降费政策的空间不大，因此要在结构方面做文章，重点支持科技创新和制造业发展。二者，严肃财经纪律。地方政府财政压力普遍较大，近期化债政策持续推进，为防止地方财政基本面进一步恶化，严肃财经纪律、减少非必要支出很有必要。三者，用好地方政府专项债资金。今年专项债额度较去年有所上升，预计专项债资金将更多向财政基本面较强、投资效率比较高的地区倾斜，提升投资效率。另外，报告专门提及“实施政府和社会资本合作新机制，鼓励民间资本参与重大项目建设”，用专项债

撬动更多社会资金投入项目之中。

财政同样面临着一些挑战。第一，地产行业仍处于恶性循环之中，商品房销售尚未出现明显好转迹象，预计地方政府土地财政收入的回升将面临波折。第二，化债政策仍在推进之中，预计化债将带来额外的财政支出。若今年面临的压力较大，年中财政端仍有可能出台增量政策工具。

货币政策的表述整体和去年末中央经济工作会议一致，基调仍然是偏宽松的，重点关注两个新增表述。一方面，“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”。近年来资金空转问题不时出现，实体部门融资需求逐渐对宽松的货币政策脱敏是根本原因，利率传导效率有待提升则进一步增加了资金空转的空间。为防止资金空转，一者要“盘活存量、提升效能”；二者央行将通过结构性的政策精准地向有实际资金需求的行业投放流动性；三者利率市场化水平也将不断推进，贷款利率快速下降后，存款利率也需要补降。另一方面，“增强资本市场内在稳定性”。预计央行后续在出台货币政策时，会更多考虑对于资本市场的影响。

3、扩内需与新质生产力

短期来看，稳增长仍需扩大内需，消费和投资是稳增长最主要的抓手。

本次报告对于消费的表述较去年更为细化。未来巩固消费的政策主要包括：1) 从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策。稳消费的关键是多渠道增加城乡居民收入，统计局数据显示，去年居民可支配收入增速开始逐渐上升，预计未来政府仍将通过推动居民超额储蓄释放从而改善“消费-收入”的循环。2) 培育壮大新型消费、稳定和扩大传统消费。汽车、家电等传统消费品以旧换新将是重要抓手。3) 加强消费者权益保护。4) 推动商品和服务质量不断提高。

本次报告同样强调，“发挥好政府投资的带动放大效应”。一方面，政府的投资必不可少，这主要体现在基建相关行业上面。目前政府债券的发行节奏偏慢，基建相关企业普遍反映资金偏紧，后续随着资金逐渐到位，基建增速有望回升。另一方面，稳增长的关键是激发民间投资，带动全社会投资。

经济的长期增长要靠全要素生产率的提升。本次报告将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”列为2024年的首要任务，科教兴国战略列为第二大任务，科技创新将成为今年政策的重要发力点。报告重点提及了新能源、新材料、生物制造、商业航天、低空经济等领域，预计今年相关的产能升级政策仍将持续。在政策的持续发力之下，高技术制造业投资增速将维持高位。

4、有效防范化解重点领域风险

地产方面，一者强调“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”。目前地产基本面仍旧偏弱，商品房销售数据未明显好转，这使得房企经营性现

金流承压，进一步导致了部分房企存在流动性风险、交付端存在压力。打破地产困境的关键是销售端改善，但市场自发的修复速度比较缓慢，因此需要政策端积极发力。去年末至今，房地产融资协调机制、地产项目“白名单”等政策接连推出，根据新闻报道，多家民营房企、出险房企的项目也得到了“白名单”政策的支持，这有助于进一步稳定市场预期。二者，报告还指出“加快构建房地产发展新模式”，这主要指加大保障性住房建设和供给。

但地产端的风险仍然不容忽视。当前的政策仍然遵循市场化救助的思路，长期停工、货值较低的项目难以得到政策的救助，交付端的压力仍然存在。另外，商品房销售持续低迷，市场悲观情绪难以得到扭转，部分房企也存在着偿债压力。预计后续政策端仍将从供给、需求、预期等多个方面发力，防范化解地产领域的风险。

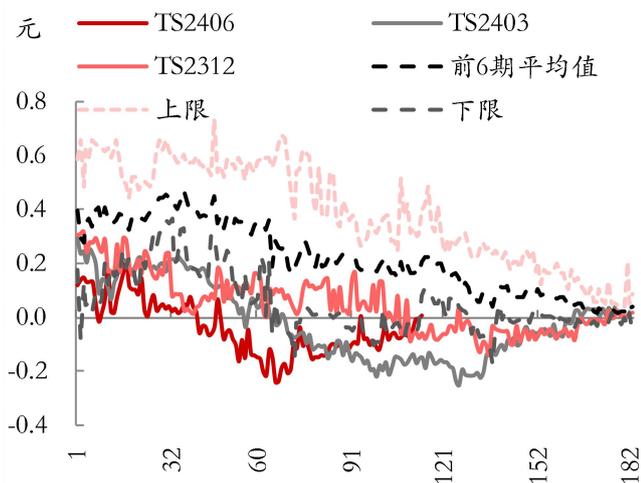
统筹好地方债务风险化解和稳定发展也是今年经济工作的重要内容。自去年年中开启一揽子化债政策后，地方债务风险得到了有效缓解，这一者体现为融资成本的快速下降；二者，融资环境也得到了改善。今年化债工作的纲领性表述是“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”。一方面，地方债务风险并未完全化解，城投平台自身的经营能力仍然偏弱，地方非标债务风险仍然存在，贵州、山东等地不时爆出非标债务违约的消息。一揽子化债政策仍需推进，其中，今年贵州等地已经开始重启特殊再融资债。另一方面，财政基本面较弱的省份继续申请项目、筹集债务资金的难度有所增加，投资效率较高的省份要承担更多的稳增长责任。长期来看，要建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，走防化结合之路。化债的最终目的不是消除全部债务，而是能够让债务以较低的融资成本不断续借。

5、政策未超预期，债市继续走强

近期债市整体偏多。地产虽出现小阳春迹象，但房企债务风险仍然较大，市场情绪并未得到有效改善。财政政策力度并未超出市场预期，防资金空转表述影响虽然偏空，但当前的收益率曲线已经较平，且防空转重在疏通货币政策传导机制，并不是货币政策转紧的信号，因此对债市影响也较为有限。综合来看，市场缺乏增量利空，机构购债意愿仍然较强，利率仍有下行空间。由于利率水平已经较低，随着利率的下行，需要重点关注潜在的风险，这可能包括：1) 市场情绪若继续向过热演绎，交易结构将变得更为脆弱；2) 政府债集中发行的风险。

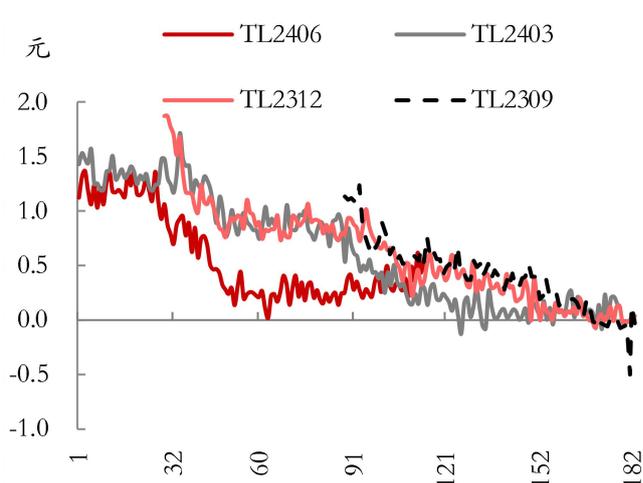
策略方面：1) 政策格局已经清晰，建议以偏多思路对待。2) 30Y-10Y 利差仍然处于极低水平，受超长期特别国债发行的影响，预计 30Y-10Y 利差大概率走阔。3) 债市走强，基差往往压缩，从各个合约基差的季节性水平来看，TL 和 TS 基差压缩空间相对更大。4) 较为担忧债市调整的投资者可关注空头套保策略。

图表4: TS基差小幅回升



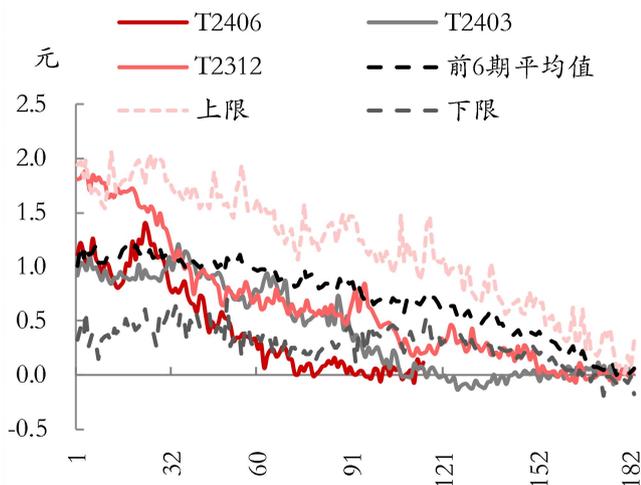
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表5: TL基差水平正在逐渐回归季节性



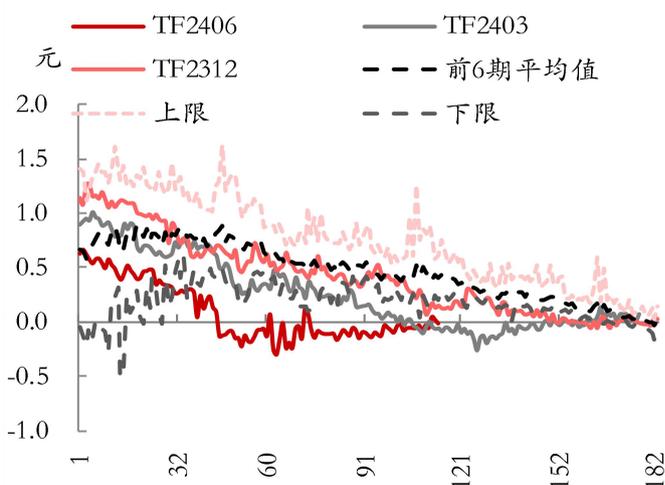
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表6: T基差水平偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表7: TF基差水平偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

6、风险提示

货币政策超预期变动, 信用指标超预期。

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