



# 大重构（中国篇）

## 研究院

### 研究员

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

#### 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

### 投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

展望 2024 年，国内经济周期预计逐渐走出“底部”的悲观，但是向上的弹性依然会取决于财政政策的发力空间。随着地方化债进入到实质性进程，2024 年与其博弈向上的增量，不如降低向下的减量，宏观交易仍处在预期修复的状态之中。从量上来看，建议关注 3 月两会上财政政策的增量规模；从结构上来看，关注财政体制改革的向前推进，而后者对于 2024 年稳定经济的扩张预期可能更重要。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**杠杆周期：**宏观杠杆率预计从稳定走向扩张。随着“化解存量，严控增量”的一揽子化债政策实施，在拉长存量久期的同时，整体债务增速将继续放缓。2024 年政策发动机开始旋转，外部流动性收缩节奏呈现阶段性缓和的状态，为国内政策对冲提供了空间。

**经济周期：**中国经济短期面临的是化债叠加周期性回落过程中的总供需平衡问题。政府扩张约束的改善预计将推动 2024 年名义资产价格的改善，人民币资产将迎来重估的空间。短期内化债带来新增需求影响预计有限，关注 2024 年房地产金融支持政策落地。

**流动性：**关注结构性的压力。预计 2024 年出口边际好转，外部流动性暂时走出最差的阶段；而外部约束的暂时缓和，将增强在化债的过程中运用货币化手段降低债务压力的空间。整体流动性影响预计中性，关注结构性流动性短缺和央行 SPV 的对冲。

**政策预期：**预计财政政策进入到扩张空间，化债将推动 2024 年财政体制改革；预计货币政策提供的增量流动性预计有限，关注与财政政策的协同；预计金融政策将发力，关注化债背景下银行资本补充的空间。

### ■ 策略

伴随着化债的进行，预计 2024 年宏观流动性处在结构性短缺的环境中，对于利率影响整体偏中性，存在阶段性反弹压力。2024 年将是开启人民币资产开启重估的一年，关注财政体制改革的落地对于市场预期改善的提振，关注未来流动性改善对于权益资产的带动。

### ■ 风险

债务流动性风险，疫情风险

## 目录

核心观点 .....	1
宏观：国家资产负债表再平衡.....	4
中国 2024：预期下的博弈，名义预期改善 .....	5
杠杆周期：展望杠杆的扩张.....	5
1.1 收益降低，杠杆回升 .....	5
1.2 需求压力，政策对冲 .....	6
1.3 债务重启，关注空间 .....	6
经济周期：价格预期的改善.....	7
2.1 宏观政策：逆周期加强 .....	7
2.2 资产价格开启重估空间 .....	8
2.3 地方化债，支出等风来 .....	9
2.4 地产：三大工程将提速 .....	10
流动性：关注结构性的压力.....	12
3.1 预计外部流动性暂时走出最差的阶段 .....	12
3.2 预期外储提升、出口预期改善 .....	13
3.3 外部约束缓和，改善内部流动性预期 .....	15
3.4 化债的流动性影响预计中性，关注政策对冲.....	16
政策预期：财政的空间逐渐打开.....	16
4.1 关注财政政策进一步扩张的空间 .....	16
4.2 货币政策提供的增量流动性预计有限，关注与财政政策的协同 .....	17
4.3 未来银行补充资本金空间 .....	17

## 图表

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题 .....	4
图 2：中国实体杠杆率和经济增长   单位：%YOY .....	6
图 3：中国实体杠杆增速和经济增长   单位：%YOY .....	6
图 4：中美杠杆缺口对比   单位：%YOY .....	7
图 5：人民币和中美杠杆缺口差   单位：%YOY .....	7
图 6：信贷驱动国内宏观弱复苏   单位：%YOY .....	8
图 7：财政驱动国内宏观弱复苏   单位：%YOY .....	8
图 8：居民部门杠杆率等待信心改善   单位：%GDP .....	8
图 9：企业实际利率改善和杠杆率增速   单位：%.....	8
图 10：2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产   单位：%_左，指数点_右 .....	10
图 11：库存周期 2024 年将进入主动补库阶段   单位：%YOY .....	11
图 12：出口在 2024 年有望进入正增长   单位：%.....	11
图 13：赤字率托底基建但增速预计继续放缓，出口带动制造业继续改善   单位：%YOY .....	11

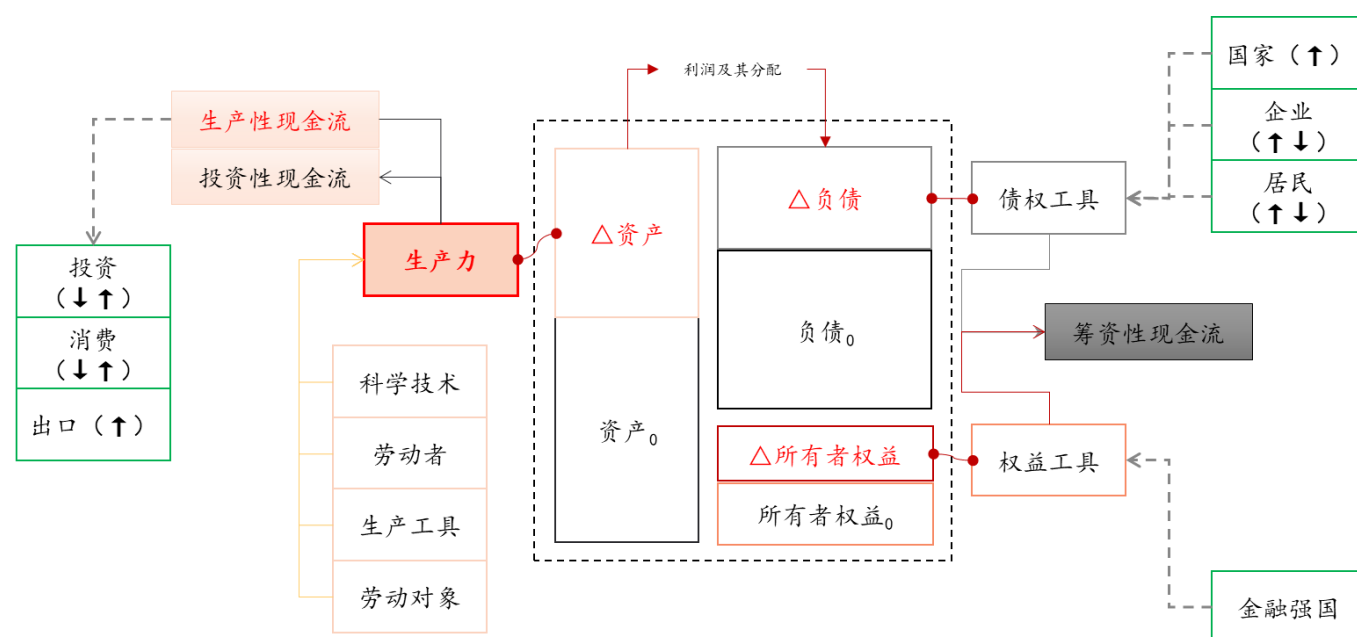
图 14: 消费流动性结构改善, 继续带来杠杆增速的放缓   单位: %.....	11
图 15: 人民银行资产负债结构  单位: 万亿元, %.....	12
图 16: 人民币流动性三支柱   单位: 无 .....	12
图 17: 中美名义利率曲线和差值——中美名义利差水平倒挂环境缓和   单位: %YOY.....	13
图 19: 中国宏观部门杠杆率   单位: %GDP.....	15
图 20: 中国实体部门偿债率压力最高   单位: %.....	15
 表 1: 2022 年 8 月以来主要房地产政策 .....	14

经济系统是从生产消费合一的自给自足经济系统演化而来。经过生产和消费分离、投资和储蓄的分离和结构化,通过技术和需求延伸和升级,形成“投资—生产—分配—消费—储蓄”的循环。观察经济的微观结构在于观察驱动经济运行的核心矛盾,拆解资产负债表是一个有益的尝试(见图1)。

交易构成了经济活动的基本单元，实现从投资、生产、分配到消费和储蓄的经济活动。通过交易形成了资产负债表结构的置换。对于宏观资产负债表的左侧是价值创造过程，生产力决定着经济长期运行的方向。对于宏观资产负债表的右侧是价值分配过程，生产关系决定着经济运行的路径，全球经济杠杆率的持续上升过程是既是资产负债表中价值分配的持续不平衡问题的直接反应，也是将全球生产力扩张到极致后的结果。

经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在衰竭。工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。回到经典的 AK 生产函数，工业文明中的经济增长通过技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本。而在人口老龄化、全球收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，全球生产力增长开始停滞，私人部门的需求出现了从增长放缓到债务通缩塌陷的转变，呈现出日本化现象。展望未来，有效需求不足仍将是常态。如果不考虑阶段性的库存周期波动形成的经济波动，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，直到下一次平衡的到来。

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题



数据来源：华泰期货研究院

## 中国 2024：预期下的博弈，名义预期改善

回顾 2023 年的中国经济，4 月份的政治局会议对当前经济给出了较好的概述：开局良好但动力不足<sup>1</sup>。尽管整体上的宏观政策仍将保持相对偏积极，但是在“新的阻力”下结构性宏观政策仍将阶段性强于总量性货币政策。从外部环境来看，“新的阻力”转变需要美联储给出信号，这个信号在下半年美联储“加息暂停”后得到了信号的确认——从而迎来了 10 月份在非常规的议事日历上，中国调高了财政预算赤字率（从 3.0% 提高到了 3.8%）。

展望 2024 年，国内经济周期预计逐渐走出“底部”的悲观，但是向上的弹性依然会取决于财政政策的发力空间。随着地方化债进入到实质性进程，也意味着 2024 年与其博弈向上的增量，不如降低向下的减量，宏观交易仍处在预期修复的状态之中。从量上来看，建议关注 3 月两会上财政政策的增量规模；从结构上来看，关注财政体制改革的向前推进，而后者对于 2024 年稳定经济的扩张预期可能更重要。

## 杠杆周期：展望杠杆的扩张

去杠杆对企业高质量发展的影响具有双重门槛效应，企业同年度去杠杆水平保持在适度区间更有利于促进企业高质量发展，即实现企业“高效率、有活力、可持续”的发展<sup>2</sup>。

——熊少平

展望 2024 年，宏观杠杆率预计从稳定走向扩张。二十一世纪中国杠杆周期大致可分为两个阶段——1) 从 2000 年至 2008 年，整体杠杆率保持稳定，宏观杠杆率在 110% 附近波动；2) 自 2008 年以后，国内宏观杠杆率进入到了快速扩张的过程。

### 1.1 收益降低，杠杆回升

从资产端来看，是国内实际收益率的持续回落，以扣除美元流动性的实际 GDP 增速来衡量（图 2），自 2010 年的高点 13.37 持续向南回落至 2022 年第三季度的 2.51。

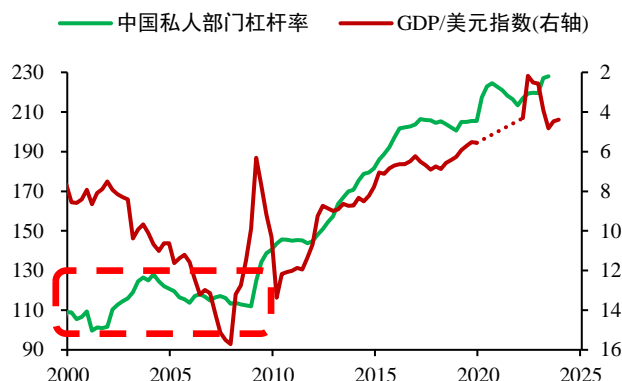
从负债端来看，是 2009 年以后大规模的投资重启，在稳定宏观总需求的同时，总体杠杆水平在人民币资产收益率持续回落过程中出现抬升，从 2008 年的不到 112%，逐步增

<sup>1</sup> 参见华泰期货报告《总量中性，结构亮点》

<sup>2</sup> 引自熊少平《去杠杆对企业高质量发展的影响研究》

长至 2023 年的 228%，杠杆率水平翻倍。

图 2：中国实体杠杆率和经济增长 | 单位：%YOY



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

图 3：中国实体杠杆增速和经济增长 | 单位：%YOY



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

## 1.2 需求压力，政策对冲

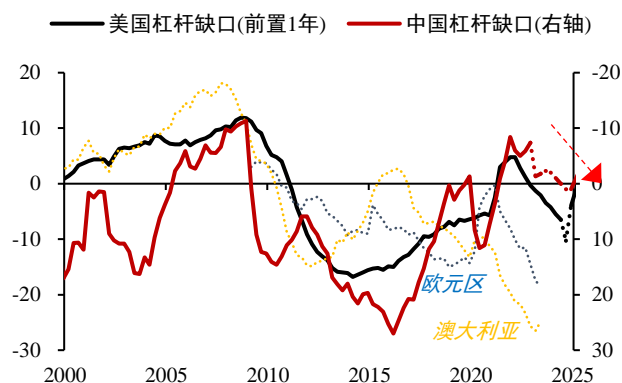
杠杆高位但增速放缓，控杠杆带来的需求面临压力，关注 2024 年宏观政策的对冲。对于宏观杠杆率增速与经济增长预期脱钩，宏观预期预计逐渐改善。对于中国宏观杠杆率，令人担忧的不是杠杆的绝对规模，而是杠杆的增加速度。在经济增速放缓的背景下，这种陡峭化的增速容易增加社会的忧虑，在 2016 年供给侧改革之前这种风险表现地比较突出。随着供给侧结构性改革的持续推动，从最开始的“三去一降一补”进入到了“要素市场改革”的供给侧推动上来，在国内人口达峰、国际需求放缓共同驱动的经济放缓过程中，中国经济的宏观杠杆增速逐渐趋于回落（图 3）。

展望 2024 年，随着“化解存量，严控增量”的一揽子化债政策实施，在拉长存量久期的同时，整体债务增速将继续放缓。

## 1.3 债务重启，关注空间

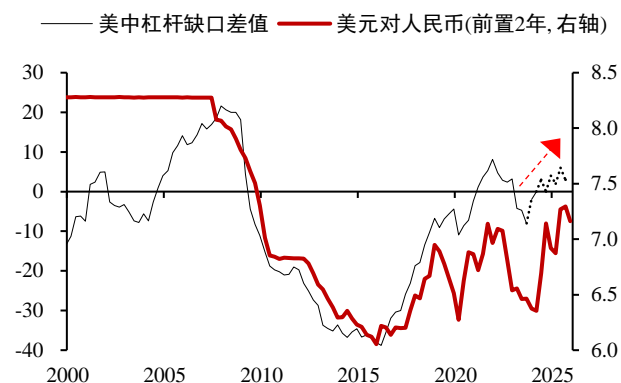
从外部视角来看，美国需求在 2023 年的持续放缓增加国内 2024 年杠杆填补的需求。根据 BIS 最新发布的信贷/GDP 缺口指标来看，截止 2023 年二季度国内的缺口已经持续九个季度转负，除了 2008 年受到金融危机冲击外，负缺口并不常见。在中美博弈进入到战略相持阶段，中美之间的经济相关性预计将有所改善，这两年美国加息降杠杆创造的需求回落空间将增加国内需求的对冲必要性，而另一方面人民币贬值提供的货币条件改善也将有利于相关性回升带来的出口改善（图 5）。

图 4：中美杠杆缺口对比 | 单位：%YOY



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 5：人民币和中美杠杆缺口差 | 单位：%YOY



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

2024 年政策的发动机开始旋转<sup>3</sup>，在外部流动性收缩节奏呈现阶段性缓和的状态<sup>4</sup>，也为国内政策对冲提供了空间。

## 经济周期：价格预期的改善

拉长周期看，中国经济处在由高速增长向中高速增长转型的过程之中。随着 2010 年中国劳动力占比见顶，2022 年人口增速拐点（出生人口跌破一千万，总人口净减少），总需求放缓带来的潜在经济增速进入到寻找新中枢的过程之中。

短期来看，中国经济同时面临的是周期性回落过程中的总供需平衡问题。经历了三年疫情对实体经济部门资产负债表的影响，以及经济结构调整过程中房地产经济放缓、海外快速加息带来的出口需求减弱带来的经济周期性向下压力，中国经济运行一方面需要的是上述逆风因素的缓和（2022 年 11 月优化防疫政策，2023 年持续出台稳定房地产的优化政策），另一方面需要在私人部门动力不足的情况下，政府部门充当顺风因素的提供者（承担经济最后支出者的角色）。

### 2.1 宏观政策：逆周期加强

10 月财政预算赤字率的调升打开了中国的宏观赤字空间，实体情绪将逐渐修复。10 月底中央金融工作会议打开了金融战备的大门，从化解债务问题和防风险角度开启了金融强国之路。一方面，货币政策保持稳健；另一方面，财政政策的重要性上升。在非常规

<sup>3</sup> 参见华泰期货报告《资产端扩张的信号开启》

<sup>4</sup> 参见华泰期货报告《预计 11 月按兵不动，“买入波动率”》



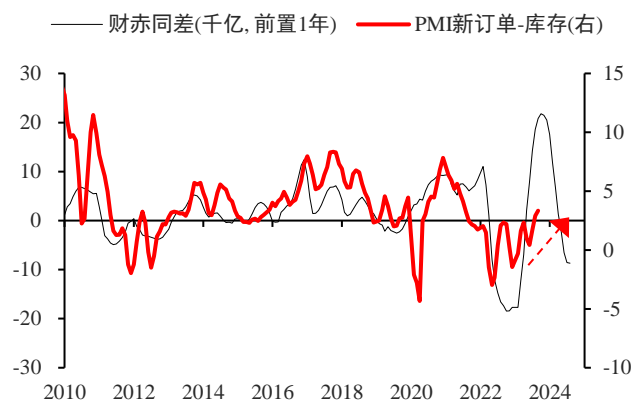
的议事日历上，中国政府 10 月调高了财政预算赤字率——从 3.0%提高到了 3.8%。这一方面反映了实体经济信心不足对于经济下行的压力到了不得不出手扭转的阶段，另一方面随着外部流动性收缩节奏的阶段性缓和，也为国内政策对冲提供了空间。

图 6：信贷驱动国内宏观弱复苏 | 单位：%YOY



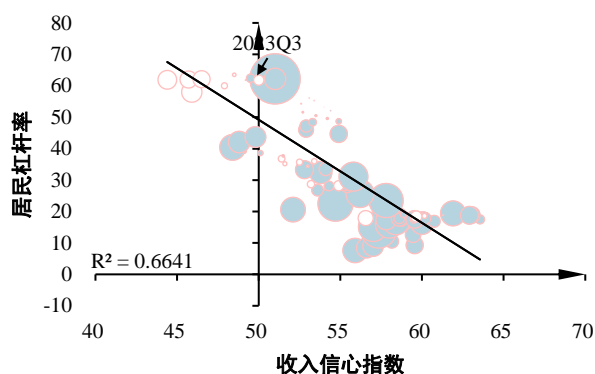
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 7：财政驱动国内宏观弱复苏 | 单位：%YOY



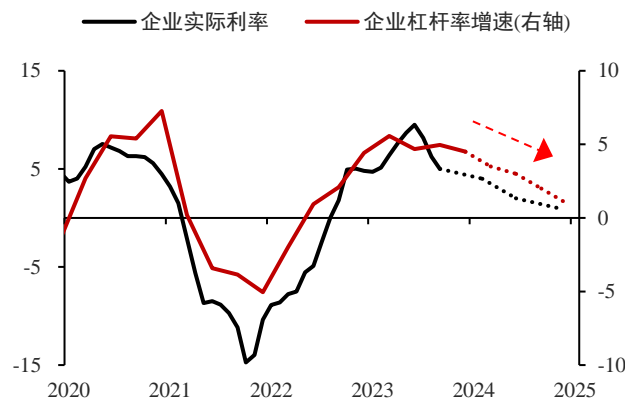
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：居民部门杠杆率等待信心改善 | 单位：%GDP



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：企业实际利率改善和杠杆率增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 2.2 资产价格开启重估空间

预计 2024 年人民币资产将迎来重估的空间。在经历了近两年的调整之后，当前无论从价格层面<sup>5</sup>（二、三季度 GDP 平减指数转负，但 PPI 跌幅继续收窄，非食品 CPI 涨幅逐

<sup>5</sup> 三季度平减指数为-0.84%，略高于二季度的-0.92%；其中，9 月 PPI 同比下跌 2.5%，较 8 月上升 0.5 个百分点，环比上涨 0.4%，较 8 月上升 0.2 个百分点。



渐扩大)还是数量层面<sup>6</sup>(盈利增速改善,库存增速回升)都显示流动性周期进入到了将要转折的窗口。另一方面,从微观市场结构来看,假定潜在经济增长中枢短期平稳的状况下,名义价格的回升释放了名义经济增长扩张的信号,驱动市场信心的回升。从驱动信号来看,宏观政策从降低收缩预期到主动扩张,宏观周期预计将进入右侧的转折点。

政府扩张约束的改善预计将推动2024年名义资产价格的改善。中国现有的财政体系下,地方政府收入占比约为50%,但支出占比高达85%。过去通过土地市场缓解了这个缺口,但随着长周期人口压力的增加,土地市场的不可持续性越发明显,短期房地产市场在“因城施策”、“房住不炒”的状态之下问题进一步突出(前三季度全国土地出让金收入下降了20%),地方政府在债务压力下支出动力不足,财政体制仍需进一步改革。一方面,通过拉长久期、降低利率,金融部门服务于化债压力。7月政治局会议指出要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案;10月份化债进程逐步开启。另一方面,通过事权的短期重新分配,增强了地方政府支出的空间,在私人部门支出意愿较低的状况下,支撑宏观总需求的稳定(图8和9)。

## 2.3 地方化债,支出等风来

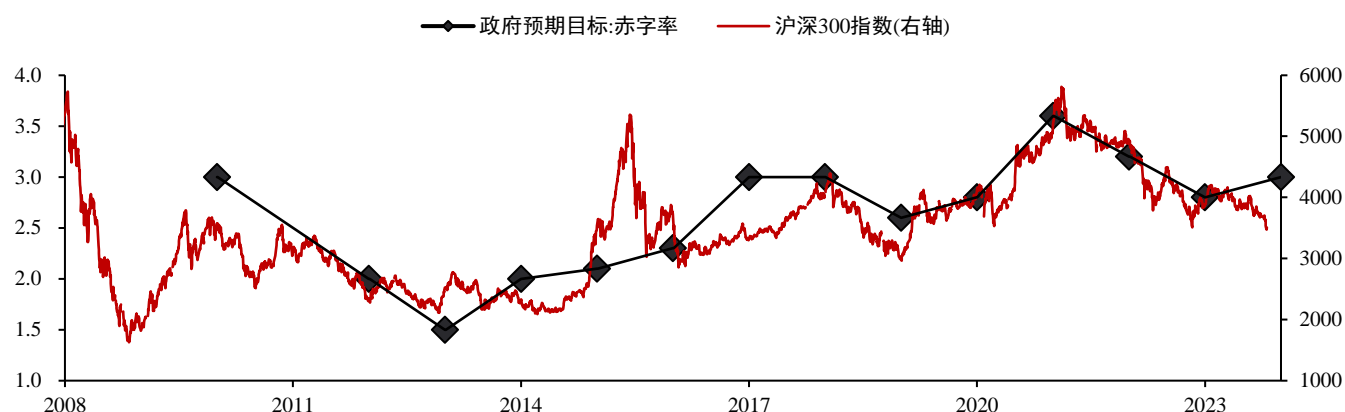
从总量角度来看,中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元,作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元,赤字率由3%提高到3.8%左右。但是从结构的角度来看,新增需求影响预计有限:

- 1)一方面,财政改革过程中面临预算约束。化债过程中,对于债务负担相对较高、现金流较弱的地区可能缓建部分基建投资项目。
- 2)另一方面,7月政治局会议已经明确要求解决政府拖欠企业账款问题,9月20日国常会审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》,要求省级政府抓紧解决政府拖欠企业账款问题,特殊再融资债应该也有不少是用于置换拖欠企业款项等未被计入社融的债务。综合来看我们预计对应的新增实物工作量相对有限,关注对于名义价格预期的向上推动。

---

<sup>6</sup> 三季度GDP同比5.2%,高于市场预期的4.5%;其中,10月工业利润累计同比跌幅继续收窄至-7.8%,10月当月同比增速放缓至2.7%。从上市公司角度来看,三季度实现净利润4.39万亿元,同比下降1.69%,与半年度净利润同比增速情况(-3.28%)相比,三季度净利润同比降幅减缓。

图 10：2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产 | 单位：%\_左，指数点\_右



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 2.4 地产：三大工程将提速

地产资金面预计将缓慢改善，“三大工程”建设提速。8 月末的国常会通过了《关于规划建设保障性住房的指导意见》<sup>7</sup>，指出推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。近期根据观察者网的报道<sup>8</sup>，该意见文件近期已传达到各城市人民政府、各部委直属机构。“14 号文”明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”，这意味着保障性住房供给的增加（量）；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展，这意味着商品住房价格的稳定（价），地产抵押品预期的稳定有利于国内金融条件的改善。

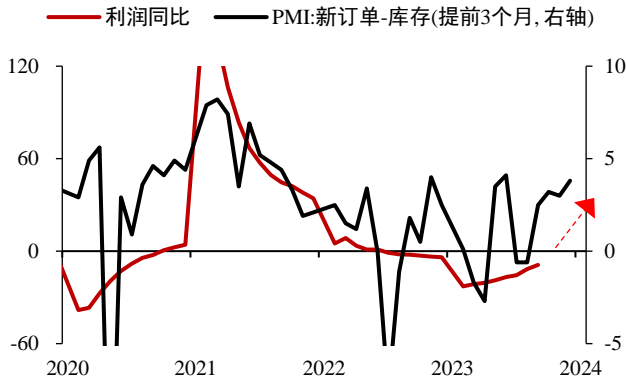
2024 年房地产金融支持政策待推出。央行行长潘功胜表示，将积极配合行业主管部门和地方政府，做好金融支持房地产市场平稳健康发展工作，为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式。11 月 17 日，金融监管部门主持召开金融机构座谈会，1) 提出银行房地产贷款的“三个不低于”，拟放宽对房企贷款限制；2) 据新京报报道称，监管部门正在起草一份中资房企白名单，或有 50 家国有和民营地产商被纳入，白名单房企有望获得包括信贷、债

<sup>7</sup> 参见：[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202308/content\\_6900133.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202308/content_6900133.htm)

<sup>8</sup> 参见：<https://www.eeo.com.cn/2023/1026/610866.shtml>

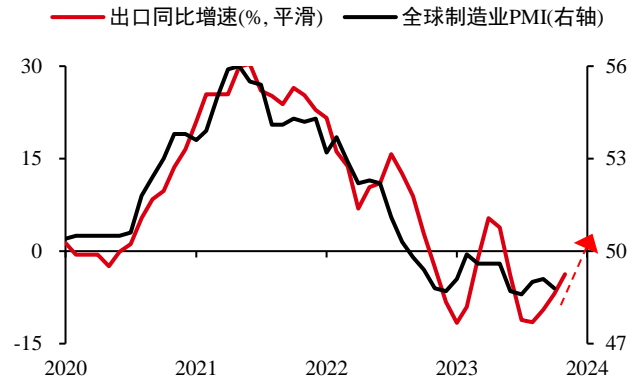
权和股权融资等多方面的支持。座谈会金融监管部门要求各金融机构“一视同仁”满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对政策经营的房地产企业“不惜贷、抽贷、断贷”；继续用好“第二支箭”支持民营房企发债融资；支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。

图 11：库存周期 2024 年将进入主动补库阶段 | 单位：%YOY



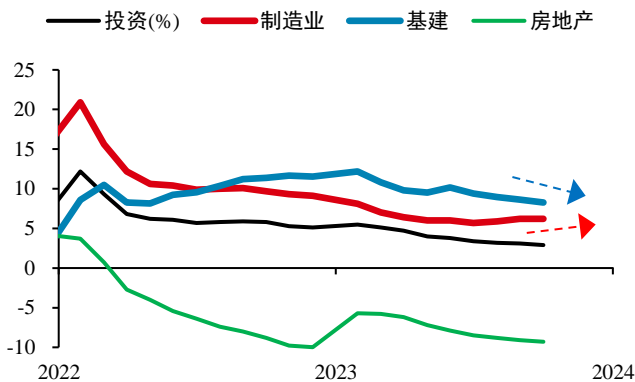
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：出口在 2024 年有望进入正增长 | 单位：%



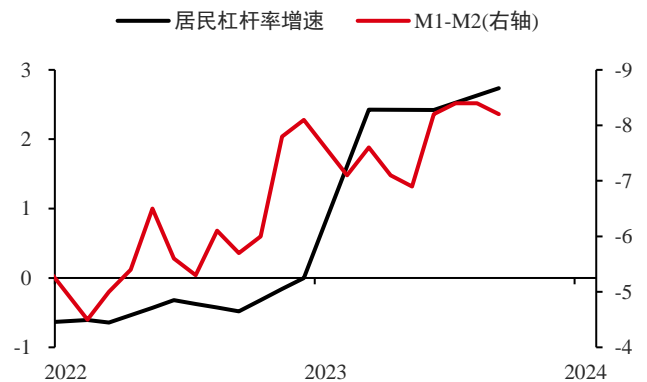
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：赤字率托底基建但增速预计继续放缓，出口带动制造业继续改善 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14：消费流动性结构改善，继续带来杠杆增速的放缓 | 单位：%

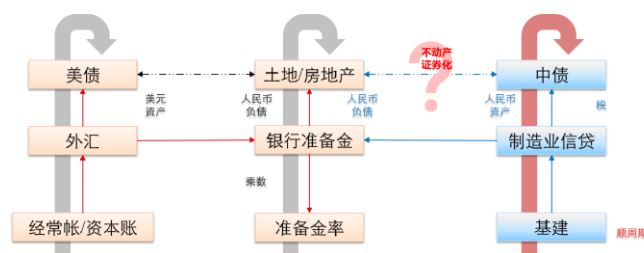


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

外汇占款和央行对银行再贷款是基础流动性投放的主要两大渠道。

另一方面，央行资产负债表中的对其他存款性公司债权的扩大表明央行通过创设各种工具，通过再贷款等形式为银行提供的流动性供给。这一部分的占比近年来也逐渐趋于平稳。边际上关注的焦点在于对政府债权是否扩张——在化债的过程中，运用货币化手段降低债务压力。

图 16: 人民币流动性三支柱 | 单位: 无

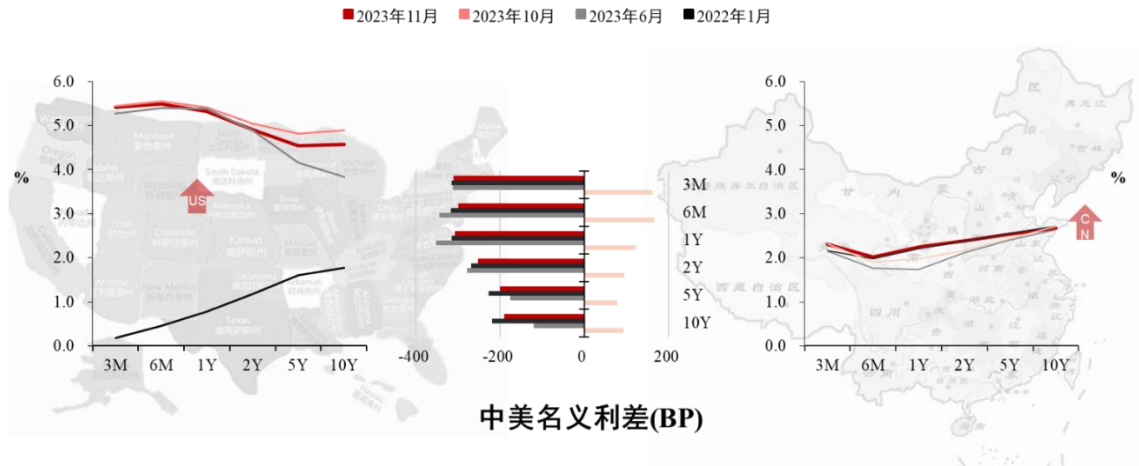


数据来源：华泰期货研究院

11月2日美联储将利率的目标区间维持在5.25%-5.50%，是去年3月至今的本轮紧缩周期内首度连续两次会议并未加息，从美联储的角度来看，连续两次会议均未加息，并开始强调金融环境收紧可能影响经济，美联储货币政策进入到阶段性的“顶部区间”，为国内的货币政策支持实体经济提供了适宜的利差环境（图17）。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

图 17：中美名义利率曲线和差值——中美名义利差水平倒挂环境缓和 | 单位：%YOY



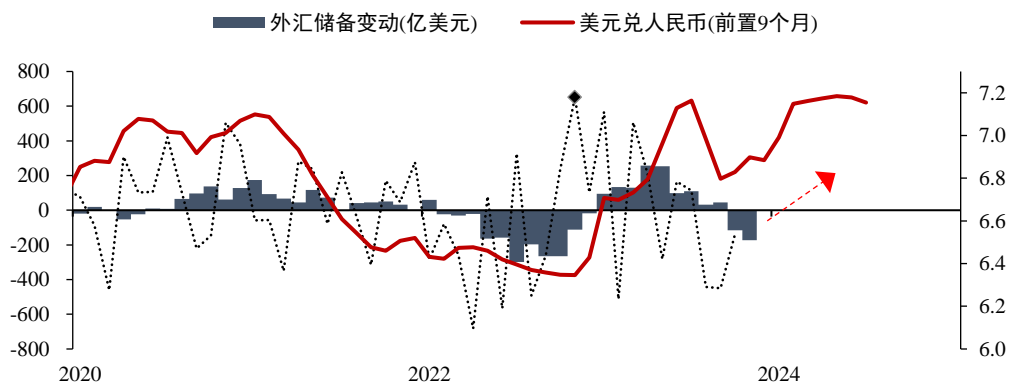
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

### 3.2 预期外储提升、出口预期改善

外汇储备有望继续改善，改善国内的基础货币流动性。受主要经济体宏观经济数据、货币政策预期等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨。截至 2023 年 11 月末，我国外汇储备规模为 31718 亿美元，较 10 月末上升 706 亿美元（图 12）。

从 2014 年开始，人民币的流动性结构便开始进入到转换的阶段，伴随着结构的转变，一方面货币政策维持在稳健中性的状态，另一方面针对人民币资产的流动性工具创设活动也开始增加，一直到最近房地产政策正在继续朝向市场改善的方向<sup>10</sup>。

图 18：对外出口预期的可能改善将改善国内市场流动性环境 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>10</sup> 根据中指监测，今年 1-11 月，全国有 200 余省市（县）出台房地产调控政策超 600 次，多数城市限制性政策基本放开。

**表 1：2022 年 8 月以来主要房地产政策**

	时间	机构	政策
1	2022/8/20	人民银行	分别下调 1 年期/5 年期 LPR 5/15bps
2	2022/8/29	人民银行	国开行、进出口银行提供 2000 亿元“保交楼”专项借款
3	2022/9/28	人民银行	要求六大行年内完成房地产贷款投放 6000 亿元
4	2022/9/29	人民银行、银保监会	符合条件的地方政府可下调新发放首套住房贷款利率下限
5	2022/9/30	人民银行	下调首套个人住房公积金贷款利率 15bps
6	2022/9/30	财政部	对 1 年内住房先卖后买家庭给予个人所得税退税优惠
7	2022/11/8	交易商协会	继续推进并扩大民营企业(含房地产企业)债券融资支持工具(“第二支箭”), 预计支持 2500 亿元
8	2022/11/8	建设银行	设立 300 亿元住房租赁基金
9	2022/11/11	人民银行	要求股份行年内完成房地产贷款投放 4000 亿元
10	2022/11/14	银保监会、住建部、人民银行	向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金
11	2022/11/21	人民银行	发布 2000 亿元免息再贷款的贷款支持计划, 支持商业银行提供配套资金用于“保交楼”
12	2022/11/23	人民银行、银保监会	从保持房地产融资平稳有序, 积极做好保交楼金融服务, 配合做好受困房企风险处置, 加大住房租赁金融支持等方面, 明确了 16 条支持政策
13	2022/11/28	证监会	调整优化房地产企业股权融资五项措施
14	2023/1/5	人民银行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制, 新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市, 可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
15	2023/1/10	人民银行、银保监会	实施改善优质房企资产负债表计划, 开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”预期提升四项行动, 综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流
16	2023/7/10	人民银行、国家金融监督管理总局	房地产 16 条支持政策延期
17	2023/7/14	国务院	充分发挥市场机制作用, 加强标准引导和政策支持, 充分调动民间投资积极性, 鼓励和吸引更多民间资本参与“平急两用”设施的建设改造和运营维护
18	2023/7/21	国务院	针对超大城市、特大城市, 支持城中村改造, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 更好发挥政府作用, 加大对城中村改造的政策支持, 积极创新改造模式, 鼓励和支持民间资本参与, 努力发展各种新业态, 实现可持续运营
19	2023/8/31	人民银行、国家金融监督管理总局	调整优化差别化住房信贷政策, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 20%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 30%, 首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行, 二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点
20	2023/8/31	人民银行、国家金融监督管理总局	降低存量首套住房贷款利率, 由金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款, 新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定, 但在贷款市场报价利率(LPR)上的加点幅度, 不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限因城施策用好政策工具箱, 更好支持刚性和改善性住房需求
21	2023/10/31	中央金融工作会议	因城施策用好政策工具箱, 更好支持刚性和改善性住房需求, 加快保障性住房等“三大工程”建设, 构建房地产发展新模式
22	2023/11/17	人民银行、国家金融监督管理总局、证监会	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

资料来源：华泰期货研究院

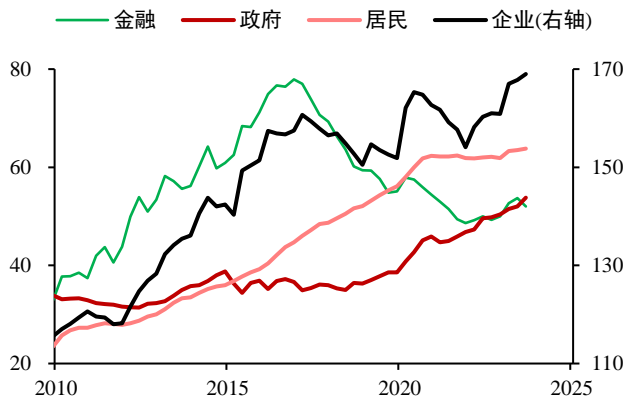


### 3.3 外部约束缓和，改善内部流动性预期

在宏观负债端：实体经济活动维持底部区间，预期短期保持摆动状态。货币负债端活化度在低位区间，环比9月略有回落。M1同比增速回落至1.9%，较8月放缓0.2个百分点；同时M2-M1剪刀差从9月的8.2%再次扩张0.2个百分点至8.4%。

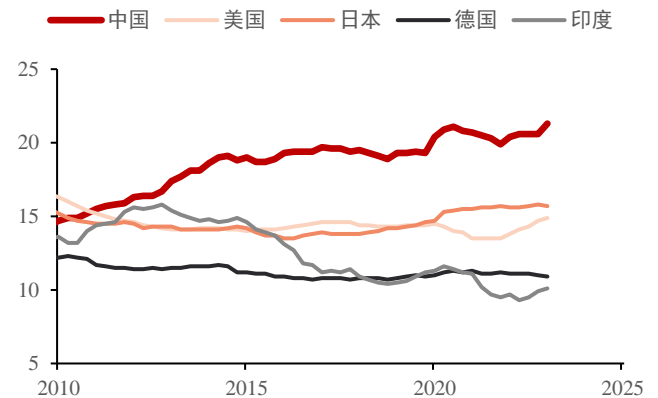
在宏观资产端：10月信贷超季节回落，政府债券带动扩张进行。居民在10月再次表现为净还贷特征，短期贷款降低1053亿元；企业在票据融资扩张带动下10月整体信贷同比表现为略有多增。政府信贷层面，随着提前批的下达、特殊再融资债券的发行，10月新增1.56万亿。随着多地化债工作的推进，预计政府信贷将继续支撑资产端保持扩张，对冲企业和居民部门扩张的谨慎。

图 19：中国宏观部门杠杆率 | 单位：%GDP



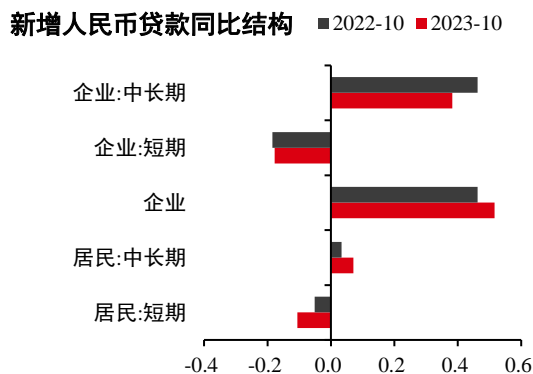
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 20：中国实体部门偿债率压力最高 | 单位：%



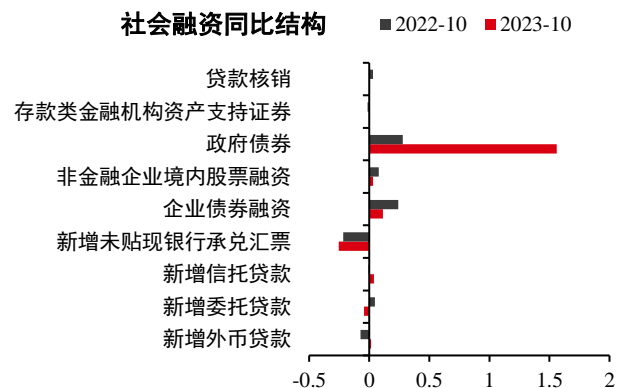
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 21：企业信贷同比呈现放缓 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：政府债券和表外驱动社融回升 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院



### 3.4 化债的流动性影响预计中性，关注政策对冲

与 2015 年的地方债置换相比，本轮化债更注重压实地方责任，化解长期风险。结合中央金融工作会议、以及央行行长潘功胜 11 月 8 日在金融街论坛的讲话，新一轮化债可能主要有以下措施：

- 1) 发行特殊再融资债进行置换；
- 2) 地方政府和融资平台通过盘活或出售资产等方式削减债务；
- 3) 对债务负担较重的地区，严控新增政府投资；
- 4) 金融机构与融资平台协商展期、借新还旧、置换等方式；
- 5) 地方政府通过并购重组、注入资产等方式，推动城投平台转型。

重点关注央地财权事权改革。2023 年 11 月 8 日，人民银行行长潘功胜在 2023 金融街论坛年会发表讲话，谈及了有关经济增长、货币政策、汇率、金融机构风险、地方债务风险等市场关心的重点问题。其中针对地方政府债务风险问题，潘功胜行长表示，我国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平，中央政府债务负担较轻。今年以来金融部门已会同有关部门采取多项措施，积极支持地方政府稳妥化解债务风险。

随着一揽子化债方案持续推进，将有利于城投债融资成本下降。一方面，在化债的过程中，银行的大量资金被锁定在城投化债上，降低了银行的流动性空间，相比较降准和降息，我们认为更需要关注的是财政体制的改革。另一方面，从化债空间看，截至 2023 年 9 月末，我国商业银行资本充足率为 14.77%，假设由于化债资本充足率降至监管对于系统重要性银行要求的 11.5%，可释放约 7 万亿元的流动性。央行此前已公开表示必要时将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。关注央行应急流动性金融工具（SPV）的设立以及银行资本金补充的可能，给地方城投提供流动性支持。

## 政策预期：财政的空间逐渐打开

### 4.1 关注财政政策进一步扩张的空间

2021 年下半年以来伴随着经济压力的增加，对冲政策的应对（负债端）已经开启，随着 2023 年特别国债的设立，未来政策有效性的检验在于外部压力条件阶段性缓和下内部“信心”的建立，即人民币资产的创造（资产端）或人民币资产扩张预期的形成缓和“缩”的压力。在三年防疫带来的“疤痕效应”影响和房地产行业快速回落的状态下，整体经济信心表现为缺乏状态，家庭部门面临着债务收缩的压力，在周期性和结构性因素叠加的背景下，增加了短期内政府部门资产负债表扩张的必要性，关注 2024 年中央政府的支

出扩张对于宏观总需求扩张的拉动，预计 2024 年赤字率将在 3%的基础上进一步上调至 3.8-4.0%。

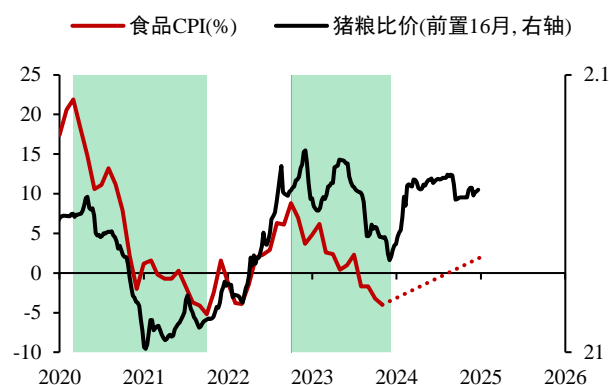
随着年内财政赤字率的上调、万亿国债的增量落地以及房地产“14 号文”的下发，宏观政策托底驱动市场情绪改善。但是周期底部的有效改善程度仍需对资产端扩张形成更明朗的预期，化债可能推动 2024 年财政体制改革，市场主体的稳定预期建立将改善家庭部门的收入预期，继而推动消费端的进一步改善。

图 23: 消费者信心的改善有赖于稳定价格预期 | 单位: 指数点, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 关注 2024 年猪周期的改善 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 4.2 货币政策提供的增量流动性预计有限，关注与财政政策的协同

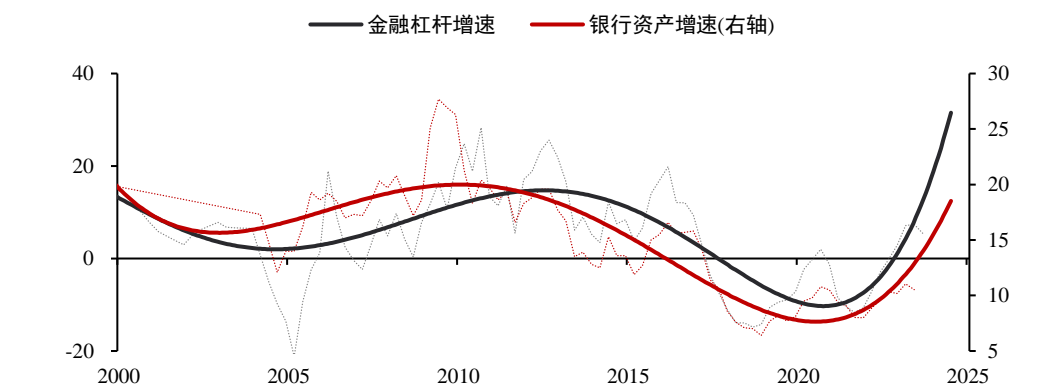
人民银行 11 月 27 日发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，指出“把握货币信贷供需规律和新特点”，总量性货币政策关注其同财政政策扩张的配合，基调趋向稳健，预计 2024 年总量货币维持中性特征。2024 年结构性政策工具仍是货币政策的关注重点，中央金融工作会议后货币结构性方向更为明确，一方面围绕“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”五篇大文章，另一方面继续对“三大工程”的金融支持——城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设。

## 4.3 未来银行补充资本金空间

商业银行资本新规要求于 2024 年 1 月 1 日起正式实施。新规相比较征求意见稿在部分资产信用风险资产权重、过渡期安排的明确以及资管产品信用风险权重方面有所调整。一方面，针对不同体量、不同业务风格的银行，采用不同的监管要求，其中二级资本补

充范围扩大；另一方面，资本新规降低了银行投向按揭、优质企业、中小企业、地方政府一般债券、信用卡等资产的资本成本、增加银行投向开发贷、同业债权、次级债的资本成本等，将对 2024 年银行的资产配置产生新的变量。关注化债背景下银行资本补充的空间。

图 25：银行部门等待进一步杠杆改善 | 单位：%/GDP



数据来源：CNBS 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)