



2024 年度国债展望 | 2023 年 12 月

流水不争先

往期精彩研报：

《南华期货 2023 年国债四季度展望：预期难定，资金为锚》

《南华期货 2023 年国债半年度展望：尘尽》

核心观点：

2023 年是三年新冠疫情防控转段后恢复发展的一年，一整年来所有的市场参与主体都在不断刷新自己对于基本面的认知。时值年末，在经历了完整的、不被防控措施扰动的一年后，在当前时点重新梳理经济环境以及利率市场是合适的。

中央经济工作会议对未来经济工作定调指出要“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”。感想与体会我们概括在一句话内，也是本篇展望的核心：流水不争先，争滔滔不绝——在经历了疫情冲击后经济增速的大开大合，经历了地产、地方债等灰犀牛风险陆续暴露后，宏观政策的重心需要在增长与风险之间动态权衡。高质量发展的“质量”指的是新的增长引擎、更多的技术创新，同时也指宏观环境稳定、不爆发系统性风险。我们很高兴看到工作指引中即便是强调稳增长扩内需，也依然尽量淡化了对于传统基建模式依赖的表述。尽管这可能会让部分市场参与者感到失望，但对于当下的中国来说，缓修复总强过停滞不前，慢一点，反而能走得更远。

市场方面，今年以来围绕基本面与政策面的叙事逻辑大概率在 2024 得到延续：需求端的问题以及灰犀牛风险从暴露到出清的过程都需要经济增长作为支撑，这是稳增长的底层诉求。另一方面，居民部门资产负债表修复、企业部分盈利改善、地方债务风险背后财政收入模式革新都需要一定的时间成本，“病去如抽丝”大抵如此。未来我们可能依然会看到政策重心在稳增长与防风险之间权衡交错，这意味着平缓复苏的基调不会改变，尽管财政积极，债市难言利空。此外，考虑到降低实际利率以及降低资金成本来预防金融体系风险的必要性正在逐渐积累，广谱利率下行有望带动利率中枢回落，10 年期或有望向下冲击 2.4%。

风险提示：货币政策力度不及预期，流动性超预期收紧
文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

高翔·分析师：
投资咨询证号：Z0016413
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 2023：宏观预期修正与局部流动性冲击	2
1.1 大类资产走势分化背后的预期修正	2
1.2 下半年交易政策路径	3
1.3 汇率压力、流动性冲击下的阶段性调整	5
2. 弱复苏：摆正姿态，稳定预期	7
2.1 弱复苏延续	7
2.1.1 一些好的边际改善	7
2.1.2 需求端问题逐步暴露	9
2.1.3 流通环节仍待畅通	12
2.2 增长与风险：统筹与权衡，政策双核心	13
3. 流水不争先：2024 年度展望	15
3.1 防风险政策中继	15
3.1.1 化债易，解债难	15
3.1.2 地产的问题逐渐转入需求端	17
3.1.3 关注中小银行潜在风险	18
3.2 财政是逆周期政策的核心	19
3.2.1 政策表态积极	19
3.2.2 从赤字率上调看政策态度变化	19
3.3 货币唱配角，但不必悲观	21
3.3.1 稳增长发力亟需实际利率下行	21
3.3.2 呵护银行体系	23
3.3.3 外部压力缓解	23

目录

图表

图 1.1 基本面平稳回升	1
图 1.2 2023 国债收益率整体回落	2
图 1.3 年内大类资产的两次分化	3
图 1.4 政策主线主导 Q3 利率市场	4
图 1.5 四季度公开市场投放加码	4
图 1.6 年末资金面紧平衡	5
图 1.7 年末资金面紧平衡	6
图 1.8 三季度外部压力加剧	6
图 2.1 消费稳步回升	8
图 2.2 消费结构	8
图 2.3 投资增速体现韧性	9
图 2.4 库存周期切换或不再遥远	9
图 2.5 商品零售修复偏缓	10
图 2.6 消费倾向中枢下移	10
图 2.7 超额储蓄水平	11
图 2.8 库存指标回落	11
图 2.9 通胀趋势指标	12
图 2.10 经济循环仍待畅通	12
图 2.11 M1 持续回落	13
表 2.1 三季度核心房地产优化政策	14
图 3.1 政府部门负债率	15
图 3.2 城投债务结构	16

图 3.3 财政收入仍待修复	17
图 3.4 商品房销售弱于往年	17
图 3.5 银行净息差回落	18
图 3.6 不良率小幅上行	19
图 3.7 1990s 日本资产负债表衰退	20
图 3.8 同期财政加码	20
图 3.9 政策利率调整	22
图 3.10 实际利率偏高	22
图 3.11 通胀水平回落	23
图 3.12 资金中枢上移	23
图 3.13 外部压力减轻	24

2023 年是三年新冠疫情防控转段后恢复发展的一年，一整年来所有的市场参与主体都在不断刷新自己对于基本面的认知。时值年末，在经历了完整的、不被防控措施扰动的一年后，在当前时点重新梳理经济环境以及利率市场是合适的。

中央经济工作会议对未来经济工作定调指出要“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”。感想与体会我们概括在一句话内，也是本篇展望的核心：**流水不争先，争滔滔不绝**——在经历了疫情冲击后经济增速的大开大合，经历了地产、地方债等灰犀牛风险陆续暴露后，宏观政策的重心需要在增长与风险之间动态权衡。高质量发展的“质量”指的是新的增长引擎、更多的技术创新，同时也指宏观环境稳定、不爆发系统性风险。我们很高兴看到工作指引中即便是强调稳增长扩内需，也依然尽量淡化了对于传统基建模式依赖的表述。尽管这可能会让部分市场参与者感到失望，但对于当下的中国来说，缓修复总强过滞留不前，慢一点，反而能走得更远。

图 1.1 基本面平稳回升

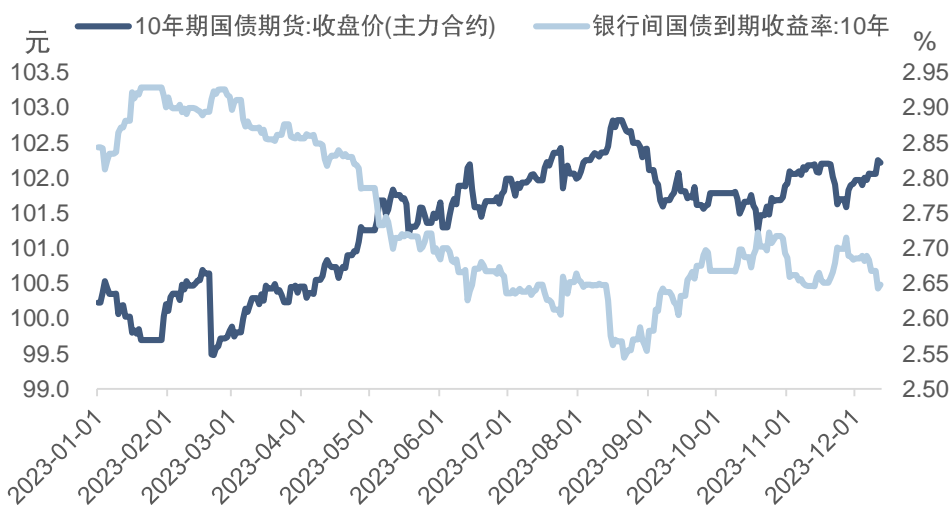


资料来源：iFind，南华期货

1. 2023：宏观预期修正与局部流动性冲击

2023 全年债市整体表现较好，但前后走势有所分化。上半年由于多数市场参与者对于疫情防控放开后的积极修复预期与实际相对平复苏斜率出现分歧，十年期国债收益率从年初 2.9% 左右的高点一路下行至 2.6% 附近，30bp 左右的降幅足以称得上是一轮债券小牛市。而下半年一开始由于降息超预期落地，长端利率进一步向下突破，但后续供给压力、汇率风险以及赎回潮担忧等多方扰动下债市出现大幅回调，下半年震荡为主。

图 1.2 2023 国债收益率整体回落



资料来源：iFind，南华期货

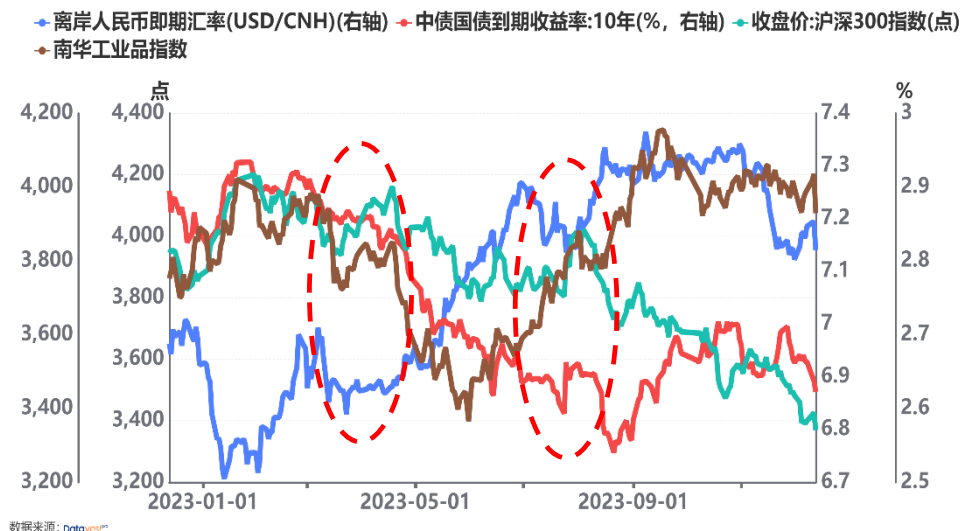
年初“国内复苏，海外滞胀（衰退）”，因此风险资产表现积极，股票商品共振上涨。

1.1 大类资产走势分化背后的预期修正

在经过年初不到一个月的共振之后，二月开始大类资产的走势开始出现分化，表现为股票和大宗商品价格延续强势，而债券收益率以及人民币汇率却同步走弱，各类资产在宏观逻辑上出现了一些分歧。具体来说，预期的分歧在于对内经济修复斜率的预期差以及海外货币政策调整节奏的错误判断。在进入2023年时，市场对“疫后复苏”展现出了巨大的交易热情，期望基本面在摆脱了防控限制这一枷锁后能够迅速展现出2020年4月以及2022年6月上海解封后跳跃性的增长。另一方面由于美国政策利率快速上行，同时国债收益率曲线长期倒挂，对于海外基本面的预期整体向下。总结为一句话就是“国内复苏，海外滞胀（衰退）”，因此风险资产表现积极，股票商品共振上涨。

而债券市场的走势则更多体现出对于疫后复苏谨慎乐观的态度，这也被随后的经济数据所验证。进入三月后，边际上转弱的信号开始被越来越多的投资者关注，例如消费端表现弱于预期，地产销售转弱等，此外海外同时期引爆的银行业风波也进一步打压了风险偏好。自此大类资产的走势再度趋同，股票、商品的回落也意味着其对于之前所交易的强劲基本面预期进行修正。

图 1.3 年内大类资产的两次分化



资料来源: datayes, 南华期货

三季度大类资产表现出现了第二次分化，国债收益率延续下行势头而股票、商品出现反弹。而此次走势分化的原因与上半年不尽相同，主要来自当时各大市场之间交易主线的分歧，彼时海外宏观数据反弹，全球经济预期回升带动风险资产走强，而利率则是紧盯国内基本面演绎弱复苏逻辑。后续随着 7 月底中央政治局会议再度修正基本面预期后，权益市场与债市走势弥合，而大宗商品则受到能源价格影响持续走升，直到三季度末尾才有所回落。

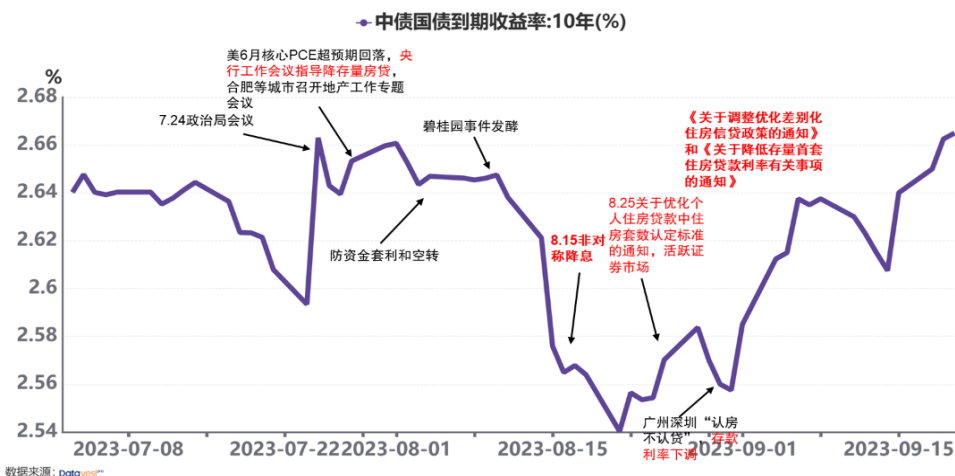
1.2 下半年交易政策路径

回顾整个三季度利率市场的表现，政策主线贯穿始终，但前后其实略有不同。

在经过上半年对于基本面弱修复的计价之后，进入下半年市场交易主线从弱现实转向对可能落地的刺激政策提前计价。三季度根据主线逻辑不同可以分为三个关键的时段：1) 7 月底政治局会议前后，市场根据政策预期进行定价；2) 8 月上旬随着政策预期降温（多部委发布会内容未达市场预期）、经济数据增速放缓、房企信用事件发酵加上政策利率超预期调降，国债收益率下行突破；3) 8 月下旬稳市场、稳增长政策持续发力，其中地产优化政策大幅提振基本面预期，同时由于进入 9 月后流动性压力边际增加，资金利率维持偏高水平，与经济预期共振导致债市大幅回调。

回顾整个三季度利率市场的表现，政策主线贯穿始终，但前后其实略有不同。季初重要会议仍待落地，缺乏基调指引的情况下市场主要博弈政策预期，或者说市场预期和政策之间的预期差。而自八月中下旬开始，货币政策率先落地，后续活跃资本市场、地产优化等政策相继跟随，行情主线阶段转换，从预期博弈转为交易政策出台利好。

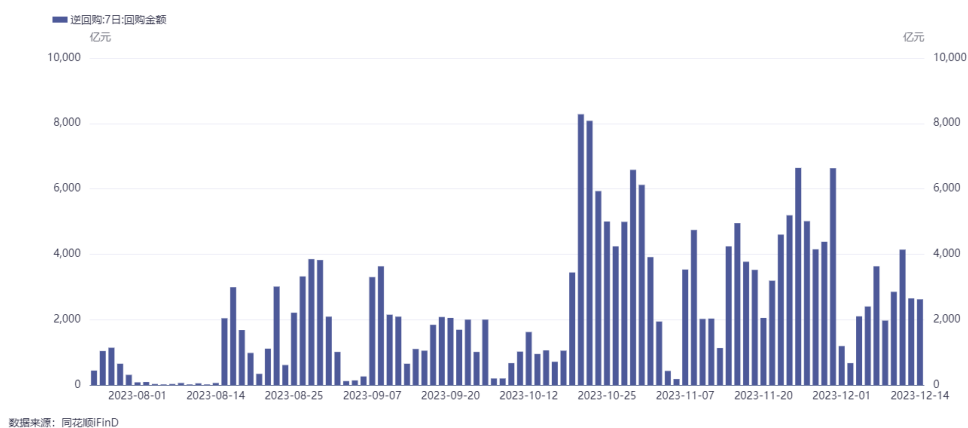
图 1.4 政策主线主导 Q3 利率市场



资料来源: datayes, 南华期货

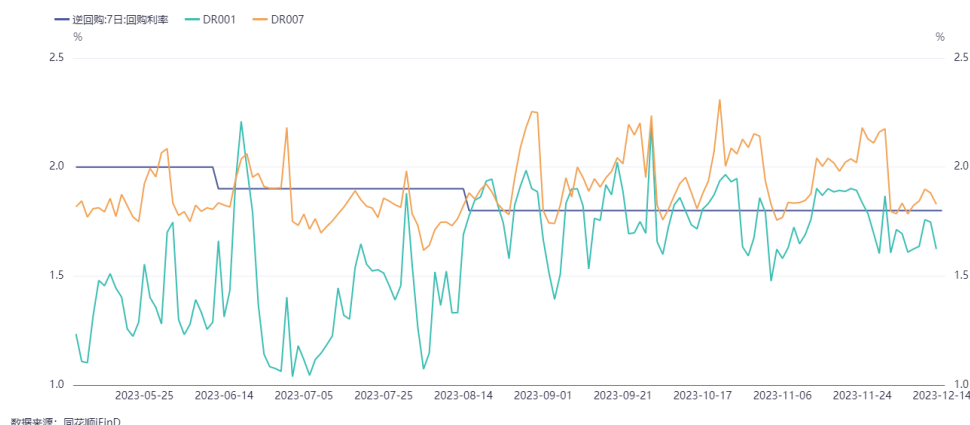
四季度以后尽管流动性边际转松，但货币政策重心逐渐朝防风险偏移。由于供给压力越来越大，资金市场利率持续上行，央行也明显增加了公开市场投放力度来应对越来越大的资金缺口，但这并不能改变资金面紧平衡的格局。而从政策发力方向来看，特殊再融资债发行高峰之后领导层开始着手解决房地产企业风险暴露以及出清的问题，主要通过融资端的支持改善房企现金流，进而保交楼、保民生。在政策目标阶段性转变之后，伴随着依旧不算太低的资金利率以及受到经济数据转弱影响而膨胀的宽松预期，利率回归到震荡的走势。

图 1.5 四季度公开市场投放加码



资料来源: iFind, 南华期货

图 1.6 年末资金面紧平衡



资料来源：iFind，南华期货

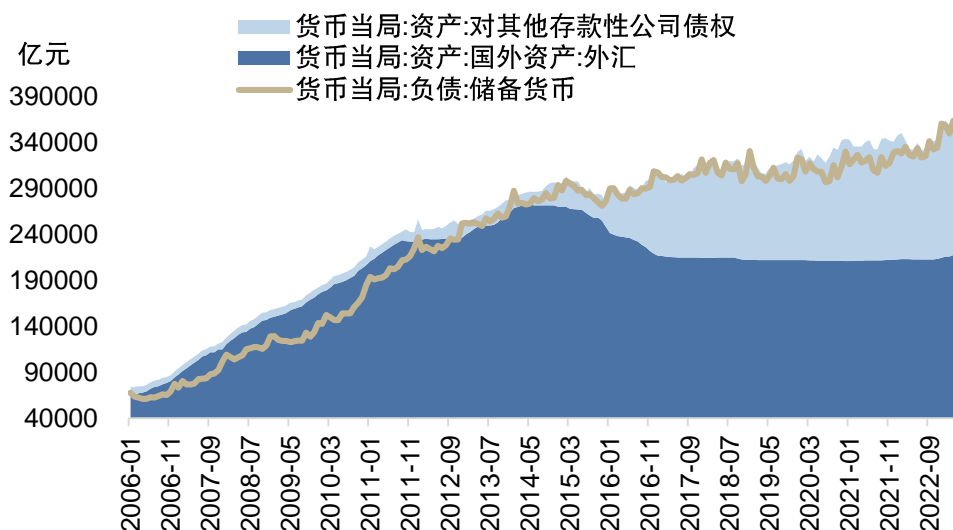
1.3 汇率压力、流动性冲击下的阶段性调整

8月底开启的债市阶段性调整，一方面在于本轮调整清晰展现了外部压力对于利率市场的传导路径，另一方面本轮下跌是理财产品净值化以后市场直面赎回冲击的一次压力测试，具有一定的参考意义。

除了紧跟基本面修复以及政策主线外，8月底开启的债市阶段性调整也值得关注，一方面在于本轮调整清晰展现了外部压力对于利率市场的传导路径，另一方面本轮下跌是理财产品净值化以后市场直面赎回冲击的一次压力测试，具有一定的参考意义。

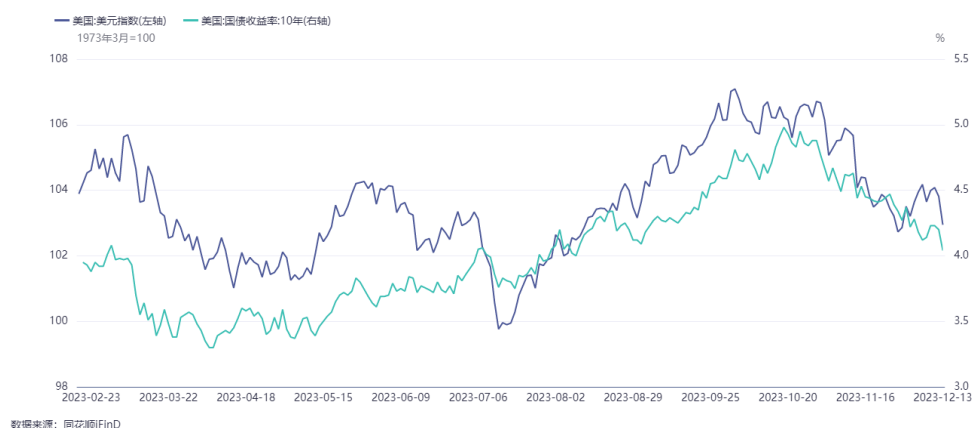
具体来看，8月下行债市开启了一轮迅猛的下跌浪潮，直接原因在于LPR非对称调整、活跃资本市场政策组合拳、房地产政策优化措施陆续出台直接抬升风险偏好，大宗商品大幅上涨以及人民币汇率企稳后小幅升值都是直观证据。利率快速回升至阶段性高点，直接回吐了月中降息之后的全部收益。本轮下跌主要有两方面的压力，首先是流动性层面，包括受到打压的流动性预期以及实际的流动性缺口。第二则是外部压力。在我国基础货币的构成中，外汇占款占据60%以上，这导致美元以及美债收益率的变动会通过人民币汇率对人民币资产造成冲击。三季度以来由于美国通胀就业数据出现反弹，加息预期再度升温带动美元指数以及美债收益率冲高，人民币资产整体进入逆风期，9月资本市场多次出现股债汇日内“三杀”的格局。而进入四季度以后，随着资金面的逐步稳定以及美债收益率冲高回落，债市回调趋势放缓。

图 1.7 年末资金面紧平衡



资料来源：iFind，南华期货

图 1.8 三季度外部压力加剧



资料来源：iFind，南华期货

2. 弱复苏：摆正姿态，稳定预期

2.1 弱复苏延续

通过对全年行情的总结分析，可以发现债券市场对于基本面的跟随度依旧相当之高，这意味着清晰准确的宏观认知在大方向上能够对债市形成正确的指引。但问题在于，身处其中时我们往往难以对当下的经济状况有明确的感知。一方面自然是因为“当局者迷”会使得我们对市场存在一种主观上的偏差，另一方面则是因为单纯从工业增加值、社零等偏滞后的基础宏观数据来定义基本面太过浅显，增长问题往往会比经济学教材所阐述的供需逻辑要复杂许多，而政策的取舍也往往需要经过多方面的考量和权衡。认识到问题后我们针对性的做出了一些努力以求还原真实的经济状态（至少是尽可能靠近真实），例如构建更加直达本源的基本面框架来破除迷雾，以及更深层次的分析来挖掘出经济运行的堵点所在。

四个环节分别指生产、分配、流通、消费，当四环节彼此畅通时，经济才能进入良好的正向循环中。复苏进程如何？——从“四循环框架”出发

当传统的“三驾马车”框架逐渐失效，“货币—信用”框架中社融、M2等指标受到的扰动越来越大，新的国民经济“四循环框架”应运而生。四个环节分别指生产、分配、流通、消费，当四环节彼此畅通时，经济才能进入良好的正向循环中。四环节最初的划分依据鉴于马克思撰写的《政治经济学批判》导言，里面将各自的关系阐述为：“生产表现为起点，消费表现为终点，分配和交换表现为中间环节，这中间环节又是二重的。这四个环节彼此影响、彼此作用，构成了一个总体。其中，生产和消费环节是四个环节中更为重要的部分，且生产和消费是一体两面的，即生产直接是消费，消费直接是生产。每一方直接是它的对方”。

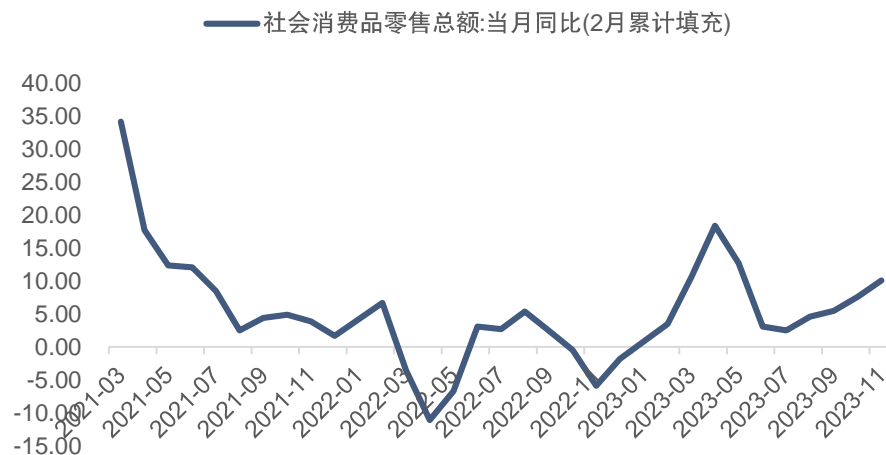
国民经济四环节法给了我们一个看待经济增长的新视角，而这在后疫情时代显得尤为有效。在疫情冲击的疤痕效应下，原有的四环节循环受到影响，导致国民经济循环不畅，经济复苏乏力。我们在年中展望时曾经指出：“当前基本面的关键问题在于流通环节不畅导致经济循环效率降低，进而影响剩余价值的再投资意愿。直观表现就是居民储蓄意愿高企导致资本无法在居民和企业端顺畅流通，需求低迷进一步影响了企业扩大投资生产的意愿，因此经济增速放缓，问题在于居民和企业部门的消费以及扩张需求。”而下半年以来我们确实看到了需求端问题在逐渐暴露。时值年末，在相同的框架下，基本面改善如何？

2.1.1 一些好的边际改善

下半年社会消费品零售增速稳步上行，基建投资增速保持稳定，起到托底经济的作用，若未来库存周期转入被动去库阶段，将进一步印证终端消费的持续修复，同时也能起到提振实体信心的作用。

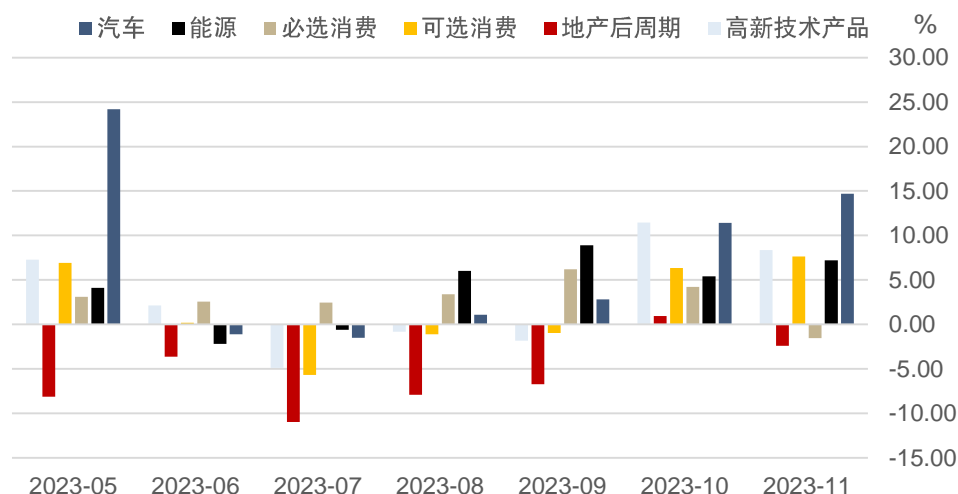
7月政治局会议上指出：“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用”。这也确实在逐渐在数据端体现出来：随着一系列促消费政策落地，下半年社会消费品零售增速稳步上行，最新公布的11月社零同比增速录得10.1%，为下半年以来新高，从结构来看，汽车消费、高新技术产品以及能源类为主要支撑。

图 2.1 消费稳步回升



资料来源: iFind, 南华期货

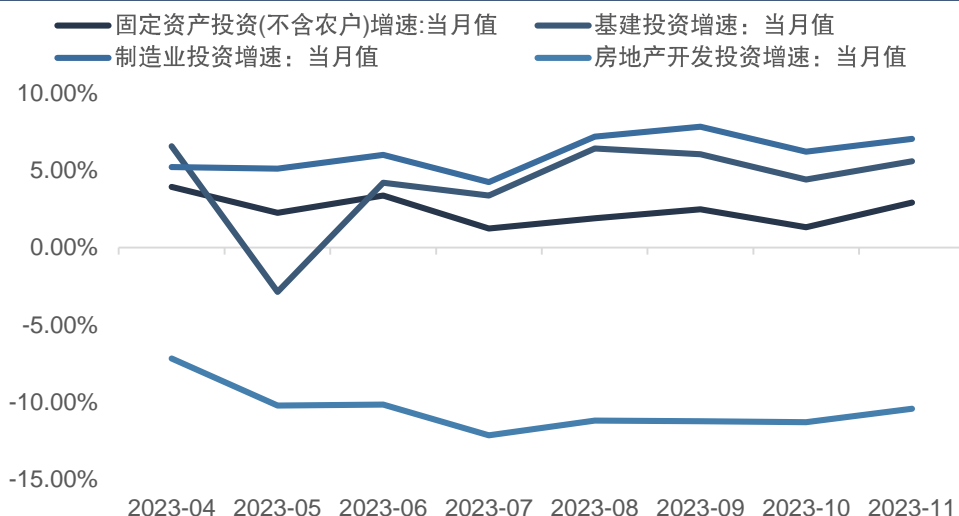
图 2.2 消费结构



资料来源: iFind, 南华期货

固定资产投资增速受到房地产的拖累较大，但制造业投资在汽车行业出口以及消费修复的支撑下保持较强的韧性，同时下半年随着财政逐渐发力，基建投资增速保持稳定，起到托底经济的作用。

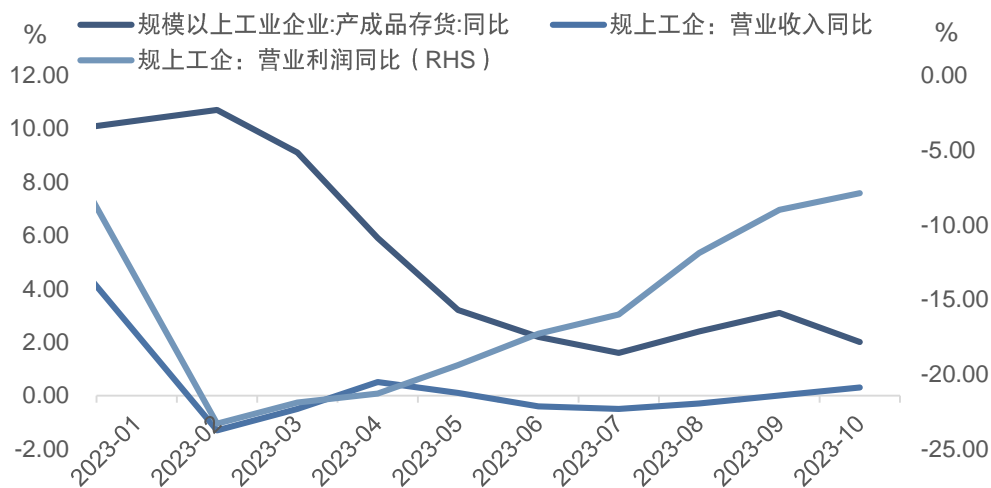
图 2.3 投资增速体现韧性



资料来源: iFind, 南华期货

从库存周期的视角来看, 下游需求偏弱对企业盈利的影响有所改善, 今年以来企业进入主动去库周期, 随着库存不断去化以及消费端的稳步改善, 企业营收情况也有所好转, 最新公布的10月数据显示规上工业企业营收累计增速已经转正, 而营业利润增速降幅也持续收窄。若未来库存周期转入被动去库阶段, 将进一步印证终端消费的持续修复, 同时也能起到提振实体信心的作用。

图 2.4 库存周期切换或不再遥远



资料来源: iFind, 南华期货

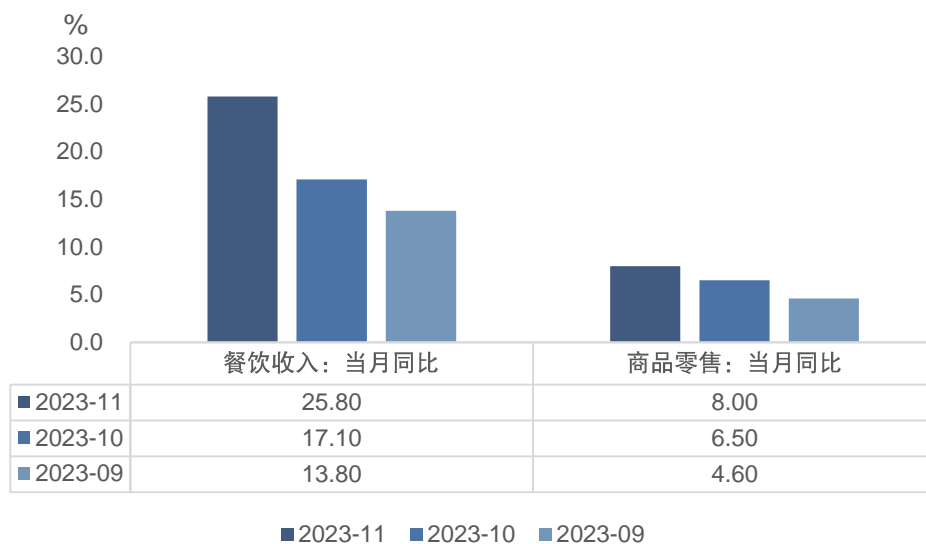
2.1.2 需求端问题逐步暴露

我们能够在一定程度上看到水平的修复, 但距离摆脱疤痕效应依旧存在一定距离。

四季度以来, 随着刺激政策的渐次落地以及基数效应淡化, 需求端的问题逐步暴露出来。首先, 消费方面, 在关注到同比读数稳步回升的同时, 不应该忽视的是商品零售增长相对于餐饮收入依旧偏慢, 如果说餐饮收入代表疫情防控转段后人流量的修复程度, 那么商品零售, 尤其是耐用品消费则更多代表消费能力的修复情况, 也

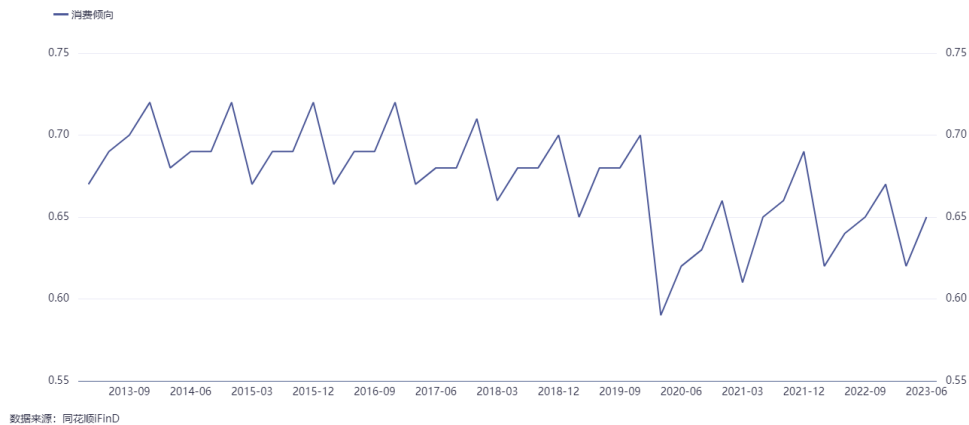
这是疫情之下疤痕效应的直观体现。另外，如果从消费倾向以及超额储蓄所指代的消费意愿指标来看，尽管我们能够在一定程度上看到水平的修复，但距离摆脱疤痕效应依旧存在一定距离。

图 2.5 商品零售修复偏缓



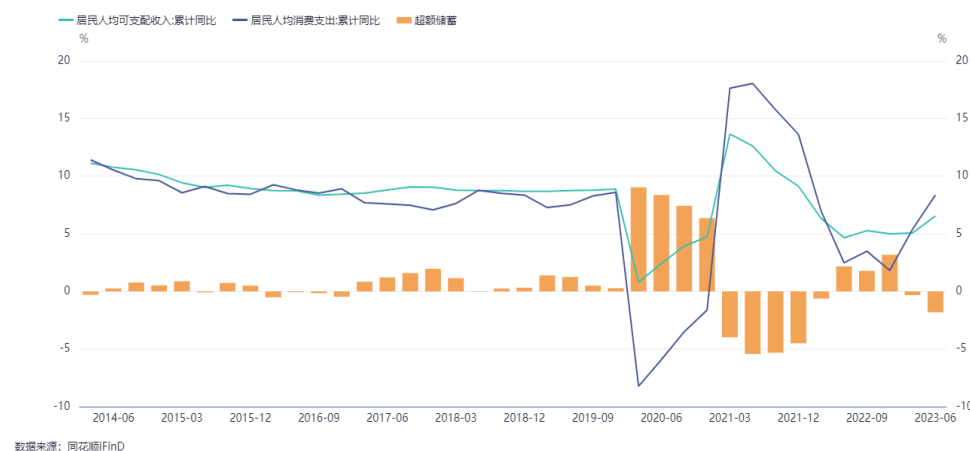
资料来源：iFind，南华期货

图 2.6 消费倾向中枢下移



资料来源：iFind，南华期货

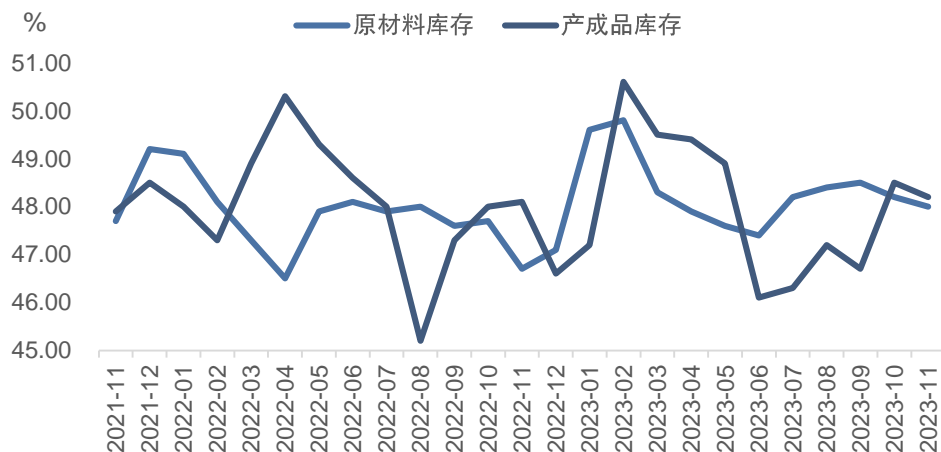
图 2.7 超额储蓄水平



资料来源：iFind，南华期货

第二，四季度以来中国官方制造业PMI在内的景气度指数再度回落至荣枯线下方引起了市场的关注，直观表现就是在10月PMI数据公布之后以十年期为主的长端期货合约延续了十月下旬在国债增发利空出尽之后的多头行情，并且长债接替短债成为了上行的主力，这都是风险偏好回落的表现。具体到数据层面，首先是生产与新订单指数双双回落指向供需两端都遇到一定阻力；另外从库存与价格指数来看，原材料库存指数持续回落，一定程度上证伪了市场此前对于四季度库存周期进入主动补库阶段的判断，侧面指向了需求端的修复斜率是要略慢于市场预期的。

图 2.8 库存指标回落

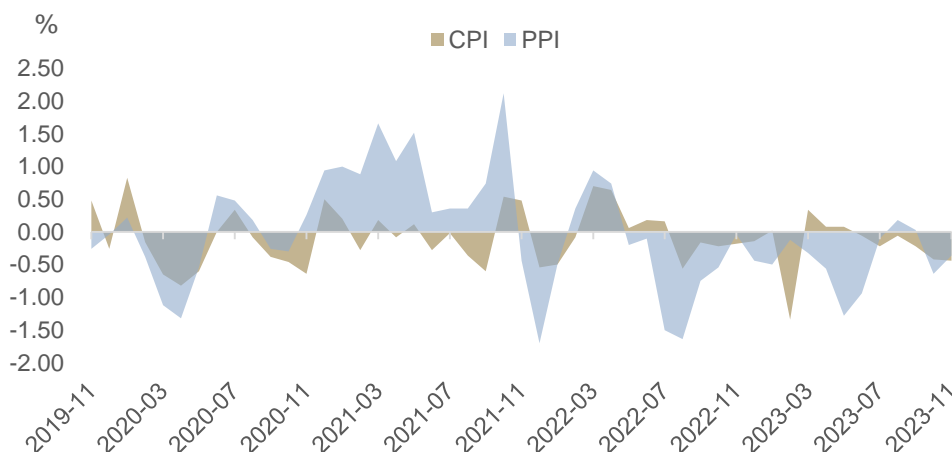


资料来源：iFind，南华期货

最后不得不提的是物价指数，年初随着通胀指标的陆续走低，一度引发了市场对于通缩的讨论，但随着三季度基本面边际转好，政策落地见效以及库存收缩后需求的自我修复，通胀指标边际反弹，CPI、核心CPI同比回升，PPI降幅收窄，通缩预期不攻自破，同时在去年低基数的背景下，市场对于四季度通胀环境的转暖抱有积极态度。然而事与愿违，最新公布的11月通胀数据显示不论是同比还是环比口径，CPI与PPI的增速较前值与预期均出现了不同程度的下行，反应的是需求端的疲

弱以及出台对应需求端支持政策的必要性进一步提升。而从我们的通胀趋势指标来看，不论是CPI还是PPI指数均落入零轴下方，这意味着当前通胀水平处于下行趋势之中。

图 2.9 通胀趋势指标



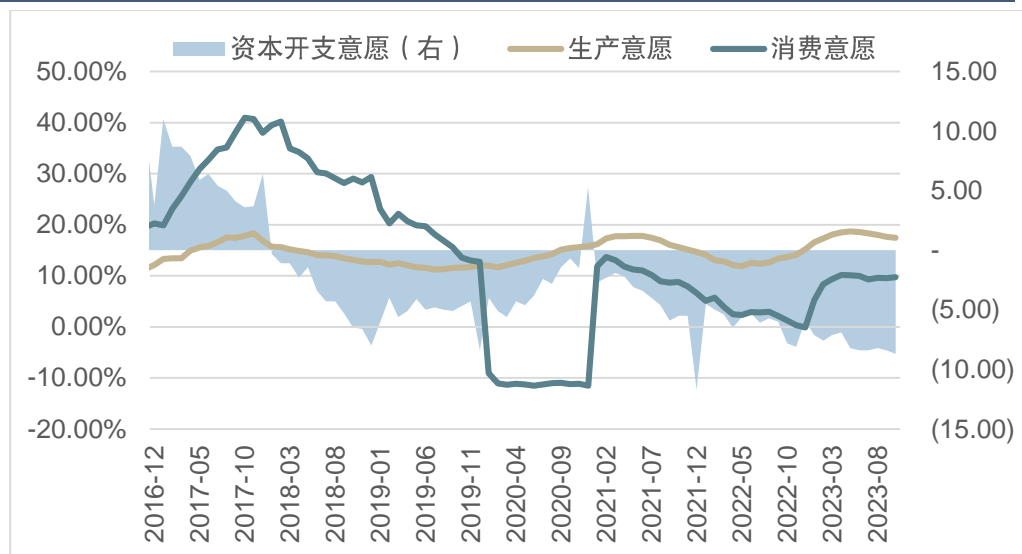
资料来源：iFind，南华期货

2.1.3 流通环节仍待畅通

种种证据与迹象表明，弱复苏的态势将会进一步延续。

从“四循环框架”的对应指标来看，当前消费意愿呈现边际上的修复，但由于改善的可持续性仍有待验证，且改善幅度相对有限，因此乐观的情绪并没有实现想生产端的传递，结果就是企业资本开支意愿不足，经济增长各环节之间的轮动并没有形成共振，加之最新数据提示需求转弱的潜在风险，种种证据与迹象表明，弱复苏的态势将会进一步延续。

图 2.10 经济循环仍待畅通

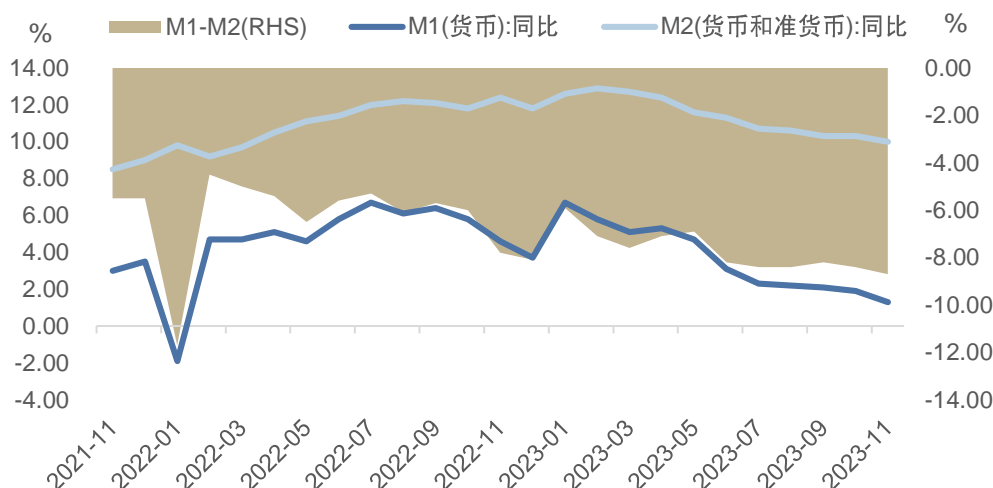


资料来源：iFind，南华期货

经济增长的核心在于社会总资本的扩大再生产，而扩大再生产有两个前提条件：简

单再生产环节以及剩余价值资本化。当居民部门消费意愿不足，资本无法顺畅的流向企业部门，企业营收增速下降后缩减产能以匹配下行的需求，与此同时缩减开支减少不必要的行政支出，这又会以收入水平下行的方式影响到居民部门的消费意愿和消费能力，从而形成负反馈。最终，演化成了我们能够观察到的诸多现象：居民部门存款增速高企、消费意愿偏弱、企业部门投资意愿差、资金空转以及存款定期化等。从指标来看，M1大幅下行所导致的进一步走阔的M1-M2增速差或是当下数据端最为直观的表现，也值得我们后续着重关注。

图 2.11 M1 持续回落



资料来源：iFind，南华期货

2.2 增长与风险：统筹与权衡，政策双核心

目前弱复苏仍在路上，而地方债务、房地产行业的灰犀牛风险与经济关系的阻力有着密不可分的关系，这导致了明年的政策以及经济工作主线依旧会在增长以及防风险之间统筹权衡。

从经济循环框架出发，我们为复苏进程中出现的一系列问题与现象提供了直接解释，但这一整年的经历告诉我们，宏观政策在指定与实施的过程中从来都不是单纯盯住目标增速或者是GDP增长的数字，更高质量、更健康的增长模式始终是我们的追求，这意味着除开增长的斜率，潜在的风险也必须得关注。

从今年以来落地政策的脉络我们不难总结出：地方债务与地产行业风险这两大灰犀牛是宏观政策始终关注的两个方面。上半年市场逐渐认识到了疫情防控解除并不是经济快速修复向好的充分条件，因此7月政治局会议正式定调“经济运行面临新的困难挑战”，需要“加强逆周期调节和政策储备”。于是8月下旬起稳增长政策快速落地，主要包括地产端先后推行“认房不认贷”、调整首套商业性个人住房贷款最低首付比例、降低存量首套住房贷款利率，以及证监会减半征收印花税、优化IPO再融资监管等活跃市场组合拳等。而在市场进入稳增长政策的观察期后，宏观政策重心转向防风险：十月以来多省市特殊再融资债集中发行聚焦地方债务风险，以及十一月下旬开始发力解决房地产行业的流动性危机，年末中央经济工作会议指出要“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”。

整体来看，目前弱复苏仍在路上，而地方债务、房地产行业的灰犀牛风险与经济关系的阻力有着密不可分的关系，这导致了明年的政策以及经济工作主线依旧会在增

长以及防风险之间统筹权衡。顺着这一脉络向前展望，利率市场的前景也就逐渐清晰明朗。

表 2.1 三季度核心房地产优化政策

关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时， 家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。 此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。
关于调整优化差别化住房信贷政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭， 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例 统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 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
关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知	存量首套住房商业性个人住房贷款，是指 2023 年 8 月 31 日前金融机构已发放的 和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款，或借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量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。

资料来源：南华期货整理

3. 流水不争先：2024 年度展望

未来我们可能依然会看到政策中心在稳增长与防风险之间权衡交错，这意味着平缓复苏的基调不会改变，尽管财政积极，债市难言利空。此外，考虑到降低实际利率以及降低资金成本来预防金融体系风险的必要性正在逐渐积累，广谱利率下行有望带动利率中枢回落，10年期或有望向下冲击2.5%。

一是地方债务风险目前化而未解，后续依旧会是政策的重心之一，二是从化解债务风险的路径来说，后续解债的侧重会高于化债，而“解”的核心在于提振需求回暖来增加政府收入，同时推进解决经济增长的结构性问题，这就牵扯到了第二个风险领域——地产。

间歇爆发的疫情和区域性的防控措施给经济预判带来了太多扰动，而在经过完整的三年新冠疫情防控转段之后的这一年后，我们在展望时终于可以回归到基本面以及经济学原理本身。站在年末时点，最新经济数据指向需求端问题正在暴露，而防风险工作也同样在进行之中，2024年的宏观主线依旧会在稳增长与防风险之间摇摆权衡，我们的展望也会沿着这两大方向铺开。

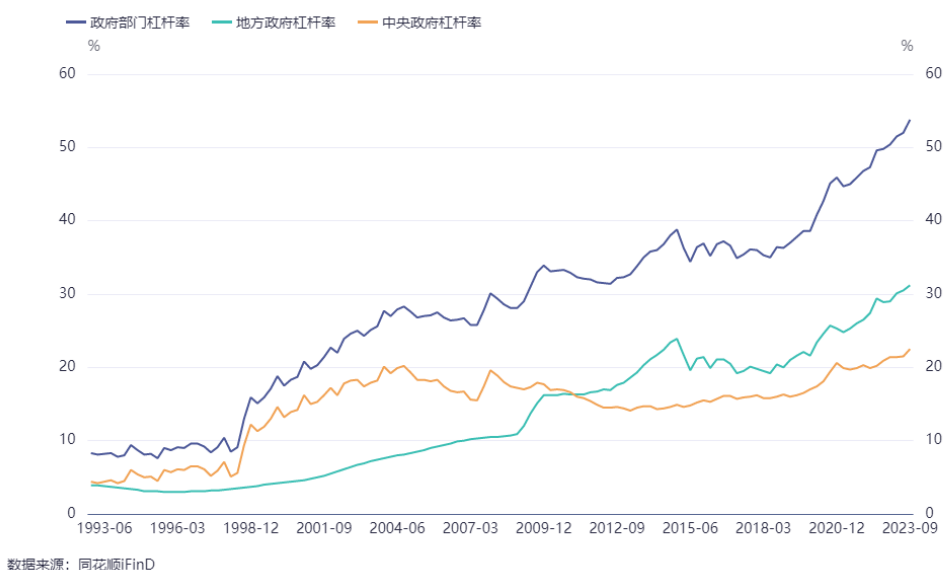
3.1 防风险政策中继

结合上文，可以看到2023年政策主要聚焦的风险领域先后落实在了地方政府债务以及房地产领域的风险问题，而尽管政策有序下达，风险的化解却也不是能够一蹴而就的，这两大领域的风险依旧会是市场关注的核心。值得一提的是，除了地方债务以及房地产行业的风险，在经过持续的金融向实体让利之后，银行部门（特别是中小银行）的潜在风险也是明年不能忽视的领域。

3.1.1 化债易，解债难

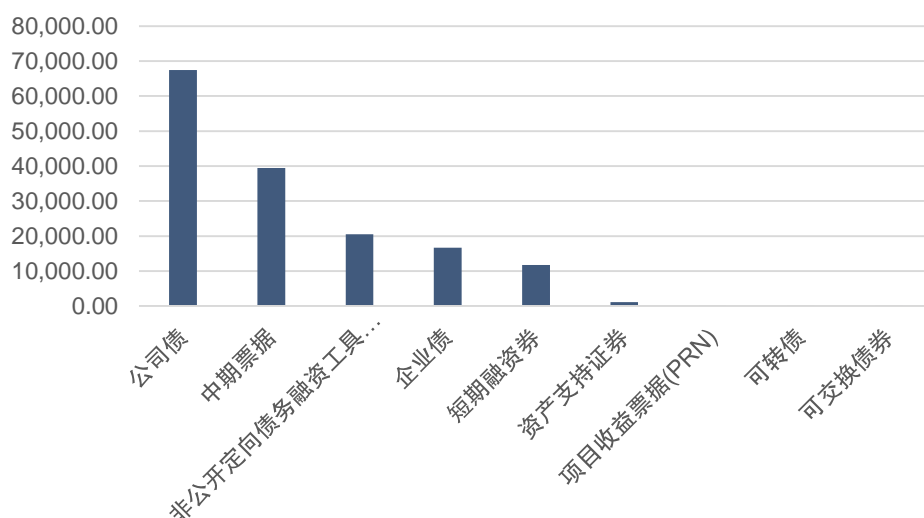
从官方口径公布的数据来看，我国政府部门的债务压力并不算太大，杠杆率要大幅低于60%的警戒线，即便是疫情三年间杠杆率持续上行之后也是如此。但由于城投公司这一类地方融资平台的存在，地方政府的实际负债水平远远高于杠杆率揭露的显性债务水平。根据企业预警通的数据显示，2022年末地方债务总量突破90万亿，多数省份的负债率超过60%警戒线，加上疫情以来经济增速明显放缓，财政收入压力较大，上半年包括贵州在内的一些财政压力较大的省份就曾在公开渠道发布声明表示还款压力较大。因此7月政治局会议正式提出了“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。”随着10月初内蒙古特殊再融资债的发行，本次地方债务风险的化解正式开启。

图 3.1 政府部门负债率



资料来源：iFind，南华期货

图 3.2 城投债务结构

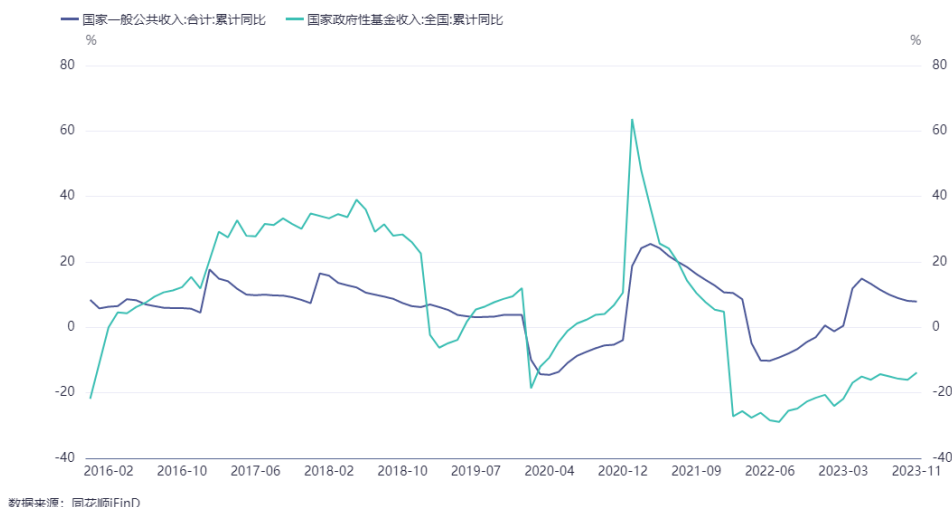


资料来源：iFind，南华期货

具体来看，特殊再融资债券或主要用于置换隐债，重点落于贵州、天津、云南、陕西、重庆等12个偿债压力较大的省份和地区，重点用于置换隐性债务、企业拖欠款以及经营性债务。化债手段主要包括三种：地方政府发行特殊再融资债券；与当地银行协商进行再融资或展期设立应急流动性金融工具（SPV）。截至11月底，地方特殊再融资债累计发行约1.36万亿，从已经披露的发行计划来看，密集发行的高峰已经结束。

地方债务的压力本质上来自三个方面：存量债务规模高企、融资成本高以及地方政府现金流问题。通过利率更低的再融资债来置换能够有效降低利息支出的水平，但债务压力的根源并不在此。在以债务融资为驱动的经济增长模式下，理论上只要投资回报足以覆盖借贷的资金成本，那么这一模式就能延续下去。但考虑到我国经济循环遭受到了疫情的冲击，加上经济体正处于增长动能从传统行业向新领域切换的过程中，地方政府还债能力面临考验。前者藉由居民部门资产负债表受损、消费水平下行的路径，以税收的方式影响一般公共收入。后者则导致了房地产行业景气度下行，通过影响政府性基金收入（土地出让），影响财政收入。而除此之外，地方政府在财权以及事权上的不对等也是直接原因。

图 3.3 财政收入仍待修复



资料来源：iFind，南华期货

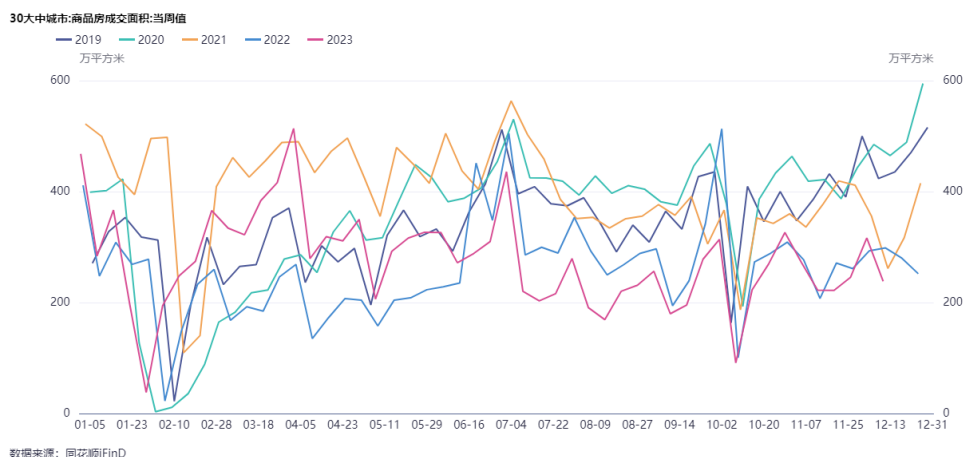
从问题出发，可以确定两点：一是地方债务风险目前化而未解，后续依旧会是政策的重心之一，二是从化解债务风险的路径来说，后续解债的侧重会高于化债，而“解”的核心在于提振需求回暖来增加政府收入，同时推进解决经济增长的结构性问题，这就牵扯到了第二个风险领域——地产。

3.1.2 地产的问题逐渐转入需求端

随着融资端的问题逐步解决，我们认为地产行业应该在需求端政策上进一步发力，这与当前复苏遇到的居民部门的困难，以及前文提到的地方政府债务风险的下一步化解方向，都并无冲突。

年初时我们曾经指出地产当时的问题存在于供需两端：融资受限同时面临的巨大的债务偿还压力，同时房价的下跌导致核心抵押品的价值下降，企业资产跟随缩水。另一方面，居民部门购房意愿持续回落，下游需求低迷。而商品房销量的低迷进一步增加了房地产企业的生存难度，现金流萎缩之下破产压力进一步加大，形成负反馈。

图 3.4 商品房销售弱于往年



资料来源：iFind，南华期货

全年来看，政策端对于地产的支撑其实从供给与需求端都有覆盖，中央经济工作会议上专门指出要“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，促进房地产市场平稳健康发展”。具体来看，融资端的问题更多需要联合银行体系来解决，12月以来，包括国有大行在内的多家银行分别与房企召开座谈会，听取企业诉求，提出具体举措，明确满足其合理融资需求，释放出金融支持房地产行业健康平稳发展的积极信号。

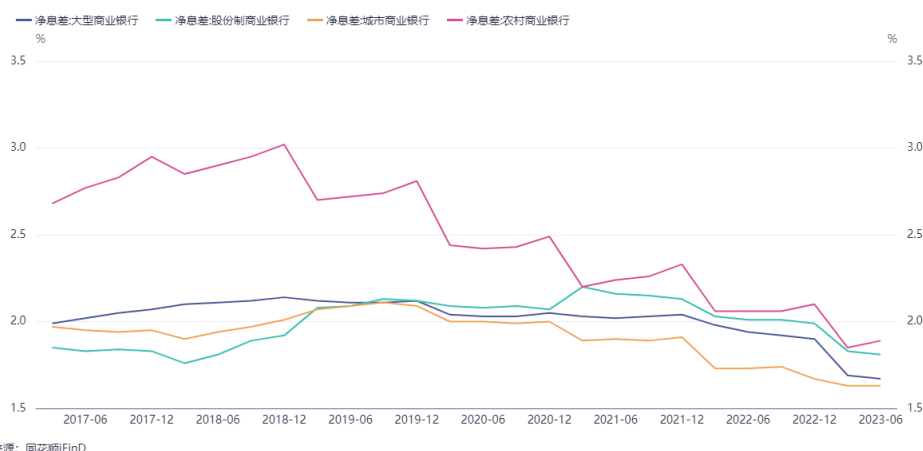
而相比供给端，需求端的问题实际上更难解决，也是今年政策着重发力的方向。例如8月下旬先后执行“认房不认贷”、调整首套二套最低首付款比例以及调整存量房贷利率等。尽管后续从数据层面看房地产从拿地到销售的各环节增速依旧维持在深度负增长的水平，但这并不意味着需求端政策是无效的。恰恰相反，随着融资端的问题逐步解决，我们认为地产行业应该在需求端政策上进一步发力，这与当前复苏遇到的居民部门的困难，以及前文提到的地方政府债务风险的下一步化解方向，都并无冲突。

3.1.3 关注中小银行潜在风险

除了地方政府债务以及地产行业外，我们认为银行体系，尤其是中小银行的潜在风险在未来需要着重关注。

除了地方政府债务以及地产行业外，我们认为银行体系，尤其是中小银行的潜在风险在未来需要着重关注。中央金融工作会议强调金融是国民经济的血脉，要为经济社会发展提供高质量的服务。而事实上，以银行部门为主的金融体系一直在以各种形势让利实体，为实体经济服务。举例来说，在政策落实防风险的过程中，不论是特殊再融资债置换存量债务，还是为房地产企业提供流动性支持，亦或是降低存量房贷利率，呵护居民部门资产负债表，背后都需要银行让利。全国人大常委《对金融工作情况报告的意见和建议》中指出：“我国金融业增加值占国内生产总值的比重接近8%，高于经济合作与发展组织成员国平均比重4.8%的水平，也高于欧盟成员国平均比重3.8%的水平，说明金融业向实体经济让利的空间还很大。”但不得不承认的是，在一系列向实体政策让利的政策下达后，银行部门的净息差持续回落，截至2023年6月，大型商业银行、城商行的净息差水平低于1.7%，股份制银行、农商行净息差水平低于1.9%，在经过下半年的政策落实后，净息差或进一步下行。

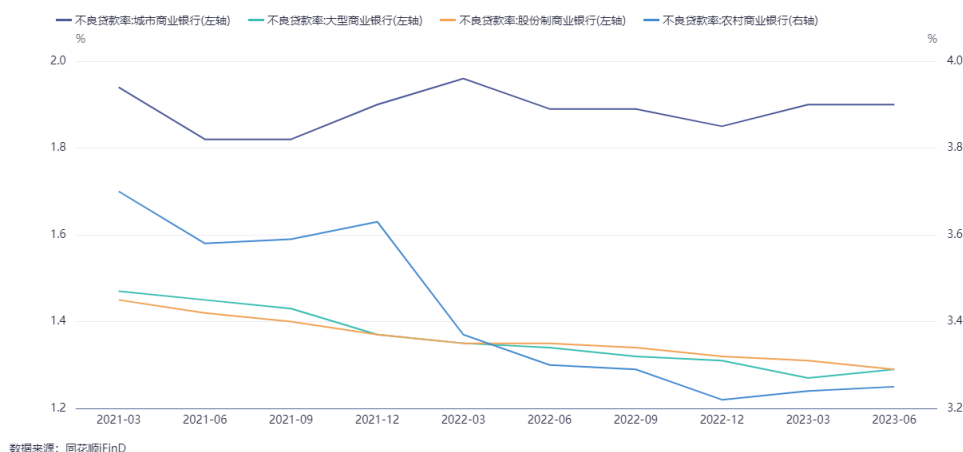
图 3.5 银行净息差回落



资料来源：iFind，南华期货

银行体系同样是金融乃至社会体系中的重要一环，根据我们向一些微观主体的调研结果来看，政府债务以及房地产压力一定程度上向银行传递，部分中小银行在今年下半年出现了利润增速回落甚至转负的情况。另外，随着抵押品价值的下降以及基本面增速修复相对平缓，前两年疫情后大力投放的小微企业贷款也是明年需要关注的内容，若大行对小微方面的支持度下降，一些被过度授信的公司可能面临风险。

图 3.6 不良率小幅上行



资料来源: iFind, 南华期货

3.2 财政是逆周期政策的核心

3.2.1 政策表态积极

政策层面揭示的稳增长态度与决心较为积极，尤其是财政，我们认为其会成为未来逆周期政策发力的焦点。

政策层面揭示的稳增长态度与决心较为积极，尤其是财政，我们认为其会成为未来逆周期政策发力的焦点。

首先从措辞来看，12月政治局会议上指出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，而此前7月会议上的描述为“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，相比之下表态更显积极。

发力方向上，建议重点关注城中村改造以及“三大工程”。今年7月国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，后续据媒体透露符合条件的城中村改造项目将纳入专项债支持范围，计划在2024年发行。而这一说法一定程度上得到证实，年末中央经济工作会议提出“合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”。而所谓的“三大工程”，则是指保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造，未来或通过PSL这一财政、货币属性兼具的政策工具推动落地。

3.2.2 从赤字率上调看政策态度变化

十月底全国人大常委会召开宣布增发一万亿国债，年内赤字率上调至3.8%，我们认为具有三重重大的信号意义：

赤字率上调首先意味着中央信用的下场，其次体现出较强的稳增长决心，本次赤字率突破3%具有重要意义，影射出财政政策观念上正在发生变化。

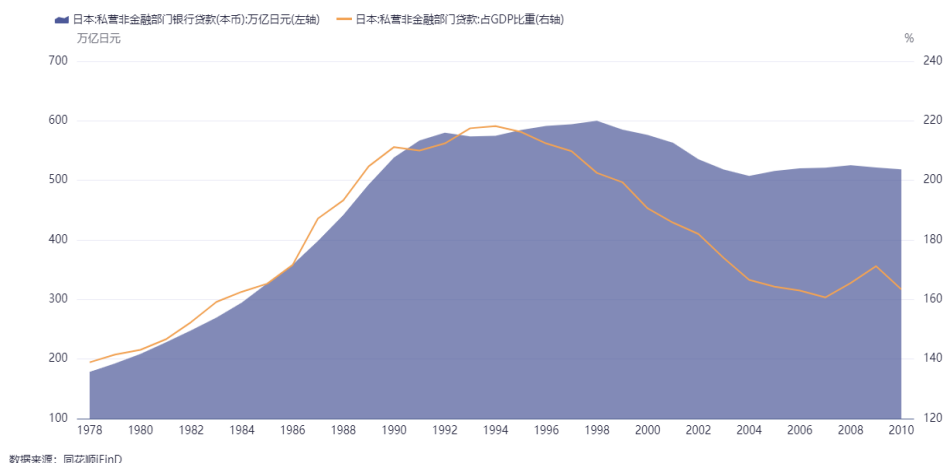
Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

请务必阅读正文之后的免责条款部分

第 19 页

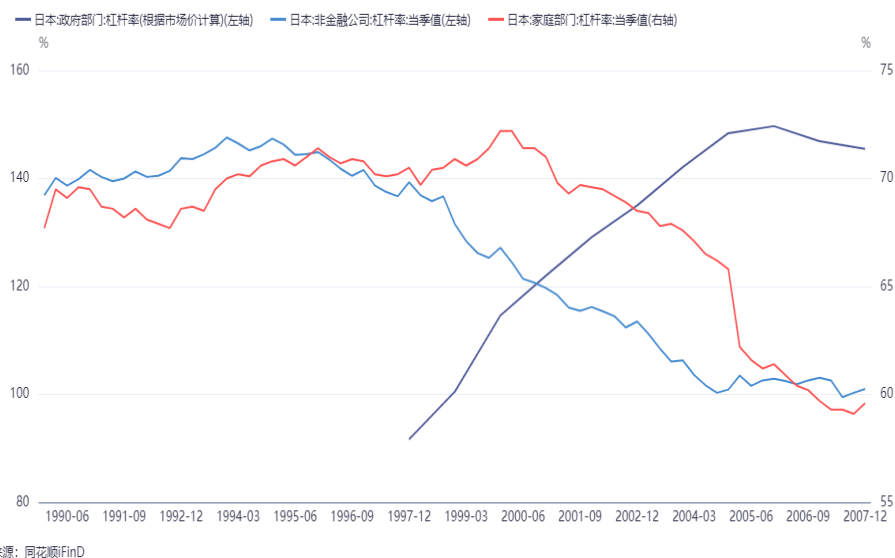
首先其意味着中央信用的下场。在居民部门资产负债表受损，企业加杠杆意愿较差、地方政府债务面临风险的时候，需要中央信用下场来支撑经济增长。相似情境下，当上世纪90年代的日本面临资产负债表衰退时，同样是政府通过财政加码来提供支撑，我们认为这具备一定的借鉴意义。在年初展望时我们曾指出“中央信用下场之日，或许就是趋势转折之时”，而本次赤字率上调再通过转移支付安排给地方的做法，正是中央信用下场的体现。

图 3.7 1990s 日本资产负债表衰退



资料来源：iFind，南华期货

图 3.8 同期财政加码



资料来源：iFind，南华期货

其次，其体现出较强的稳增长决心。从历史情况来看，一共在1998-2000年发生过三次年内临时调整，均为长期建设国债，用于农林水利、交通通信等以及设施建设以及增加固定资产投资等，其目的在于对冲亚洲金融危机以及国内特大洪水等问题下我国内外需同步下行的经济增长问题。后续长期建设国债不再发行，但本次国债增发是作为特别国债管理，与特别国债以及专项债类似，具备专款专用、“钱跟项

目走”的特点，因此可以类比此前的长期建设国债，同样具备较强的稳增长信号。

最后，本次赤字率突破3%具有重要意义，影射出财政政策观念上正在发生变化。一直以来都有3%是赤字率“红线”的说法，从09年以来的每年财政赤字目标来看，仅有2016、2017年稳增长压力较大的年份赤字率来到3%，2020、2021年在疫情冲击下赤字目标提高到3.6%、3.2%，在大多数年份，财政政策在兼顾发力的同事需要谨守红线之内。但这一红线的合理性确实也是这些年来颇具争议的话题。事实上，3%的“赤字红线”最初源自1993年欧盟的马斯特里赫特条约，其设立的目的在于环境各异的各个经济体中建立统一的财政条件，除此以外还包括政府债务占GDP总比重不得超过60%的要求，但这一红线的设立其实并无具体依据以及意义。而我国的财政政策也经历了从最开始的避之如虎到后来慢慢形成科学的赤字观念的过程：20世纪80年代时总的方针是要消灭赤字。而1994年通过的预算法则提出中央政府公共预算不列赤字，但中央预算中的建设投资建设的一部分资金，可以通过举借国内和国外债务等方式筹措，这代表着对赤字的看法出现了边际上的转变，直到后来中央赤字、地方赤字统统纳入预算，2006年开始采取国债余额管理，财政制度不断演绎。近些年来随着资本深化的效用边际减弱，经济增速放缓，越来越多国家寻求增加赤字水平来稳定经济，而美国自2022年以来高强度加息周期下通过财政扩张实现的经济平稳增长似乎可以被视为财政货币化的胜利，当然，高利率水平下巨额的利息支出正在成为美联储不得不正视的问题。赤字率“红线”的突破似乎可以看做是财政部门在更加积极的财政政策道路上的一次勇敢尝试。

3.3 货币唱配角，但不必悲观

稳健并不意味着保守甚至紧缩转向，恰恰相反，我们认为对明年的货币政策可以再乐观一些

从年底重要会议对于货币政策的描述来看，其基调相比财政来说相对保守，中央经济工作会议的说法是“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，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。”，与之前基本一致。考虑到明年稳增长政策或以财政端为主导，货币政策更多是负责从旁辅助提供必要的流动性支持，充当“配角”。但稳健并不意味着保守甚至紧缩转向，恰恰相反，我们认为对明年的货币政策可以再乐观一些，具体理由有三。

3.3.1 稳增长发力亟需实际利率下行

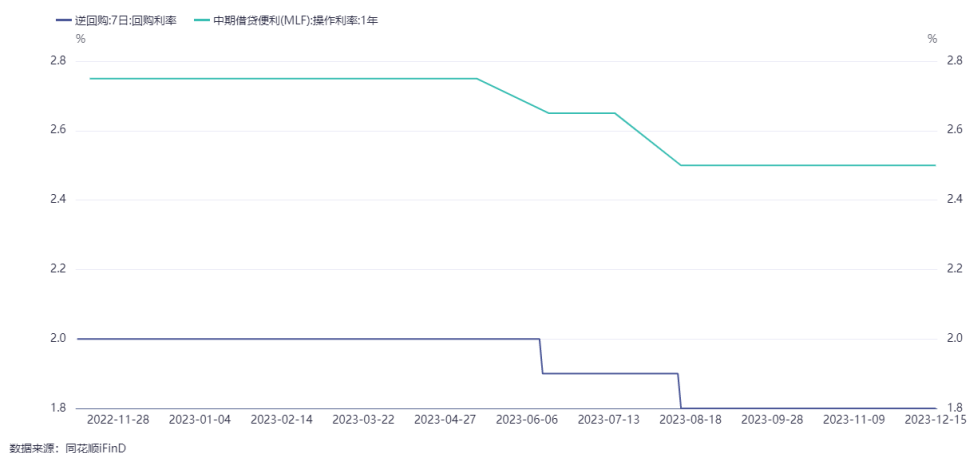
在看到最新的通胀数据再度转弱之后，政策利率将会以更大的下行力度来控制实际利率，进而刺激需求以及通胀回到正常目标水平。

结合前文分析可以发现当前不论是经济增长还是风险防控上，我们面临的诸多结构性问题都逐渐在需求端体现，而货币政策恰巧是解决需求问题的最佳方式。今年以来我国分别在3月、9月降准2次共50bp，6月、8月两次调整政策利率，OMO利率下行共20bp，MLF共下行25bp。但货币供应量以及通胀指标却持续下行，即政策的调整最终没有引导需求的有效回升，也因此有很多人认为货币政策已经失灵。

但如果我们看到实际利率，可以看到的是疫情以来中国的实际利率水平持续高于美国，即便是在这一轮历史性的500bp以上的美联储加息潮之中也依旧如此。实际利率偏高意味着实体部门的实际融资成本依旧很高，这或许才是需求疲弱的最关键原因。我们关注到年末会议上第一次提出了“社会融资规模、货币供应量要同价格水平预期目标相匹配”，这或许意味着在看到最新的通胀数据再度转弱之后，政策利率将会以更大的下行力度来控制实际利率，进而刺激需求以及通胀回到正常目标水

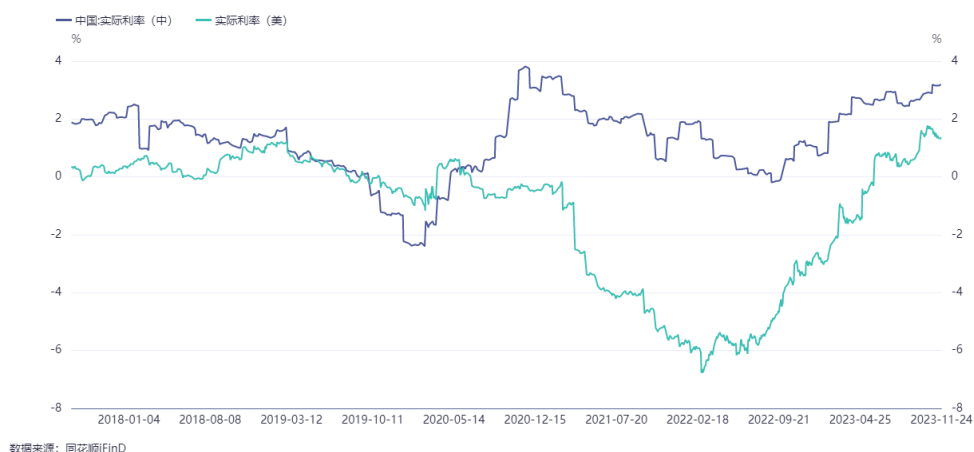
平。

图 3.9 政策利率调整



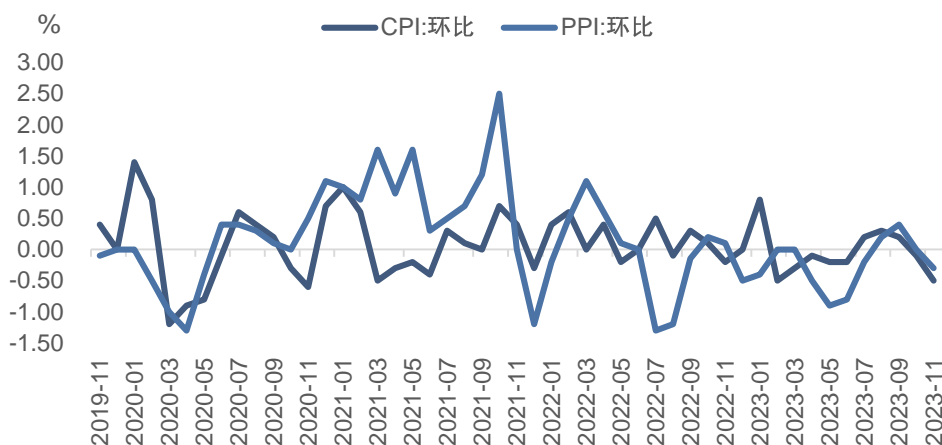
资料来源：iFind，南华期货

图 3.10 实际利率偏高



资料来源：iFind，南华期货

图 3.11 通胀水平回落



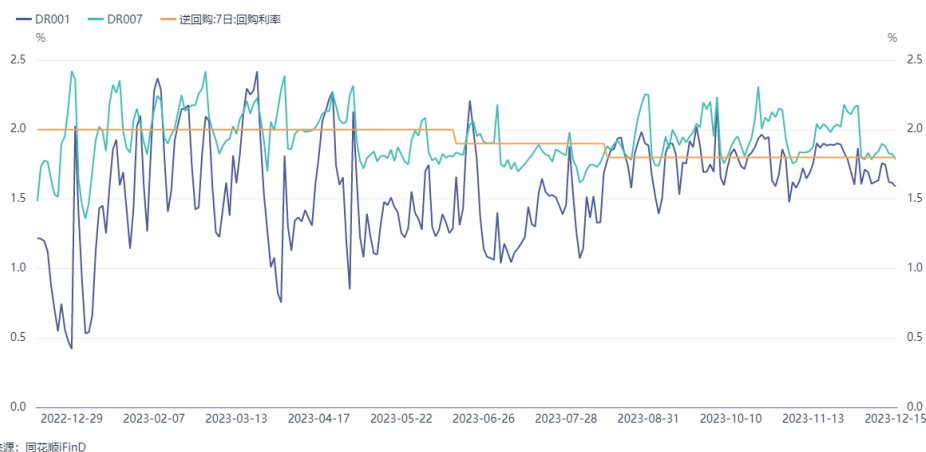
资料来源：iFind，南华期货

通过降低政策利率来引导银行体系资金成本下行，也会进一步创造银行让利实体的空间。

3.3.2 呵护银行体系

第二，前面我们曾提到需要警惕银行体系在过度让利之后自身风险暴露的问题。这意味着银行净息差需要更多呵护，通过货币宽松来进一步引导存款利率下行存在必要性。目前流动性水平整体偏紧，同业存单利率高于对应的一年期MLF执行价格，同时出现了倒挂的情况，过紧的资金水平以及流动性预期都有可能导导致流动性风险。通过降低政策利率来引导银行体系资金成本下行，也会进一步创造银行让利实体的空间。

图 3.12 资金中枢上移



数据来源：同花顺iFind

资料来源：iFind，南华期货

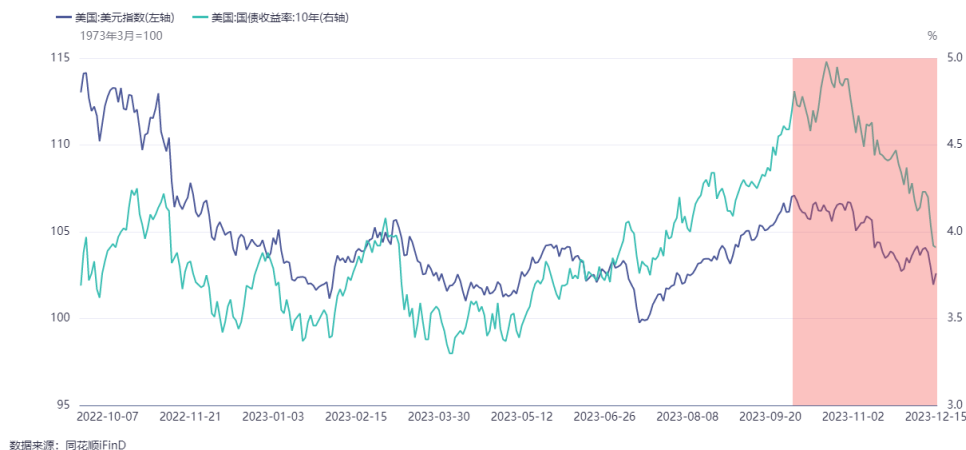
A股、A债之间股债跷跷板的联动效应恢复的同时，也意味着国内货币政策空间再次打开。

3.3.3 外部压力缓解

三季度在海外加息预期升温下，人民币对美元持续贬值，外部压力对于货币政策空间的挤压也有所增加。下半年以来，可以观察到央行始终试图在稳增长以及汇率稳定之间找寻相对的平衡，因此在8月中旬降息半个月后央行出手调整外汇存款准备

金率，9月降准后央行发布会表态“坚决防范汇率超调风险”。而在美国10、11月通胀就业数据连续回落后，加息预期明显降温，美元美债收益率同步下行，10年期美债收益率相较此前5%以上的高点下行超过100bp，A股、A债之间股债跷跷板的联动效应恢复的同时，也意味着国内货币政策空间再次打开。

图 3.13 外部压力减轻



资料来源：iFind，南华期货

综上，我们认为2024市场大概率延续今年以来围绕基本面与政策面的叙事逻辑：当下需求端问题的暴露以及灰犀牛风险从暴露到出清的过程都需要经济增长作为支撑，这是稳增长的底层诉求。另一方面，居民部门资产负债表的渐次修复、企业部分盈利改善、地方债务风险背后财政收入模式革新都需要一定的时间成本，“病去如抽丝”大抵如此。未来我们可能依然会看到政策中心在稳增长与防风险之间权衡交错，这意味着平缓复苏的基调不会改变，尽管财政积极，债市难言利空。此外，考虑到降低实际利率以及降低资金成本来预防金融体系风险的必要性正在逐渐积累，广谱利率下行有望带动利率中枢回落，10年期或有望向下冲击2.4%。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

