



# 从中央经济工作会议看宽松预期

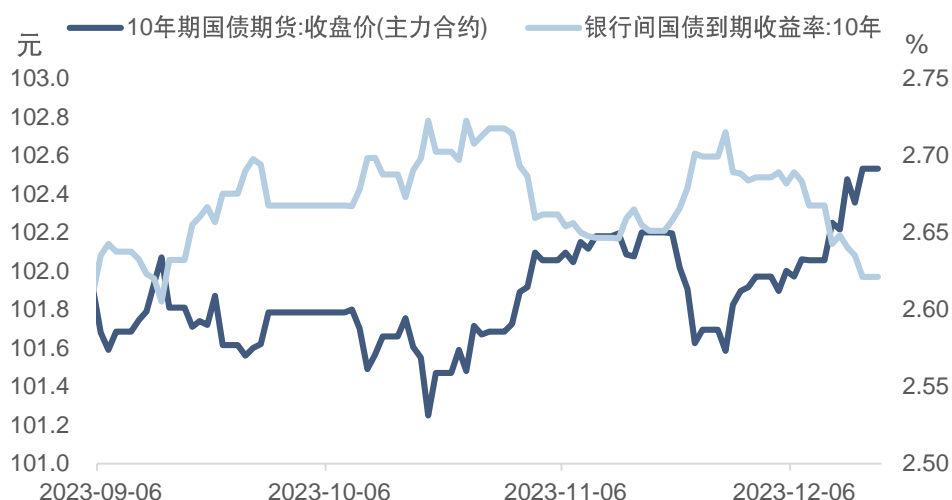
南华研究院  
高翔  
Z0016413

2023 年 12 月 18 日

国债期货市场的回调仅仅维持了一周左右，便又被不断升温的多头行情所淹没。

具体来看，11月下旬起十年期国债收益率连续上行至2.7%上方，具体原因流动性受到了预期以及现实端的双重冲击，一方面月中MLF超量续做后资金利率依然偏高，短端利率水平偏高压缩长端下行空间。另一方面，全国人大常委会整理发布《对金融工作情况报告的意见和建议》，提出“稳健的货币政策应更加稳健”，同时市场上一些关于财政政策积极发力相关的讨论，都对宽松预期形成压制。然而下行的趋势并未持久，随着年末中央政治局会议和经济工作会议有序召开，新的基本面以及货币政策定调重新打开了债券市场的上行空间，截至12月月中，十年期国债收益率最低下至2.62%，接近3个月以来低点。

图错误!文档中没有指定样式的文字。：12月初利率进一步下探



资料来源：iFind、南华研究

### 需求待扩张，货币政策仍可期待

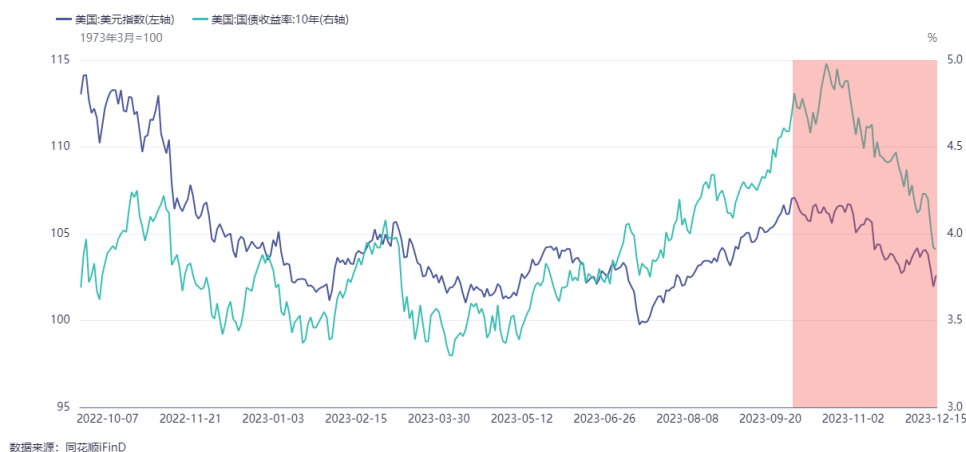
中央经济工作会议通告中对于货币政策的描述相较于财政要保守一些，考虑到明年稳增长政策或以财政端为主导，货币政策更多是负责从旁辅助提供必要的流动性支持，充当“配角”。但稳健并不意味着保守甚至紧缩转向，恰恰相反，我们认为对明年的货币政策可以再乐观一些，这也是会议召开后债市不跌反涨的重要原因。

首先，稳增长依旧是政策重心，这意味着需要货币政策的配合。会议对于困难和挑战的表述为“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”，较为中肯。四季度以来，随着刺激政策的渐次落地以及基数效应淡化，需求端问题逐步暴露，例如官方制造业PMI在内的景气度指数再度回落至荣枯线下方，物价水平转头下行等。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，这是因为偏高的实际利率水平压制了需求的回暖。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。会议对于货币的描述修改为“社会融资规模、货币供应量要同价格水平预期目标相匹配”。在看到通胀水平出现下行风险后，政策利率或将以更大的下行力度来促进实际利率水平回落，进而实现通胀目标。

其次，此前资金市场的一大制约在于海外压力，三季度在美债收益率持续上行的背景下，人民币对美元持续贬值，货币政策空间也受到一定程度的制约。下半年以来，央行的政策实施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 2 外部压力减轻



资料来源：iFind，南华期货

站在年末时点，我们认为今年以来的围绕基本面与政策面的叙事逻辑将在 2024 延续下去，宏观政策需要在稳增长与防风险之间权衡，这决定了平缓复苏的基调不会改变。考虑到货币政策方面可以更积极一些，债市无需悲观。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我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。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

---

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](http://www.nanhua.net)  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093

---



南华期货营业网点

