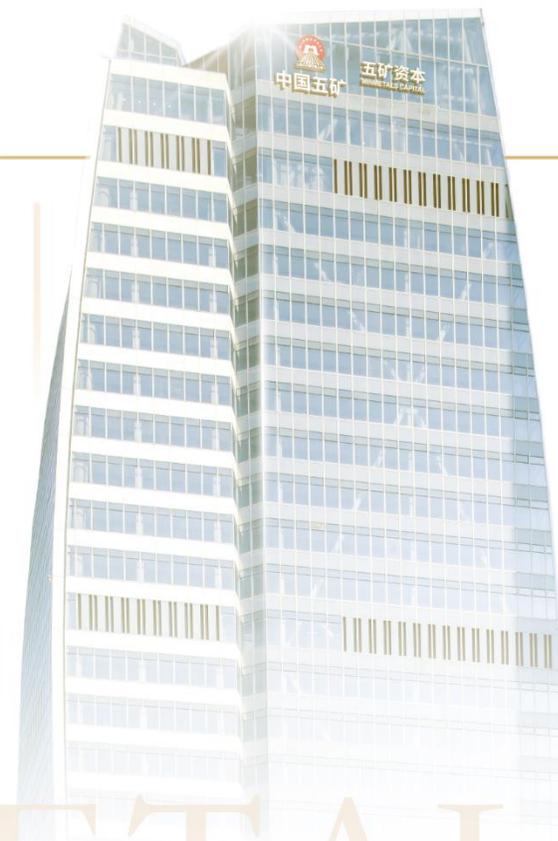




五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



待时守分，磨砺以须

国内宏观及国债

2023/12/14

MINMETALS
FUTURES

蒋文斌（宏观金融组）

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3048844

🏠 交易咨询号：Z0017196

目录

CONTENTS



01 年度评估及策略推荐

04 利率及汇率

02 经济数据

05 政策

03 流动性

06 总结

01

年度评估及策略推荐

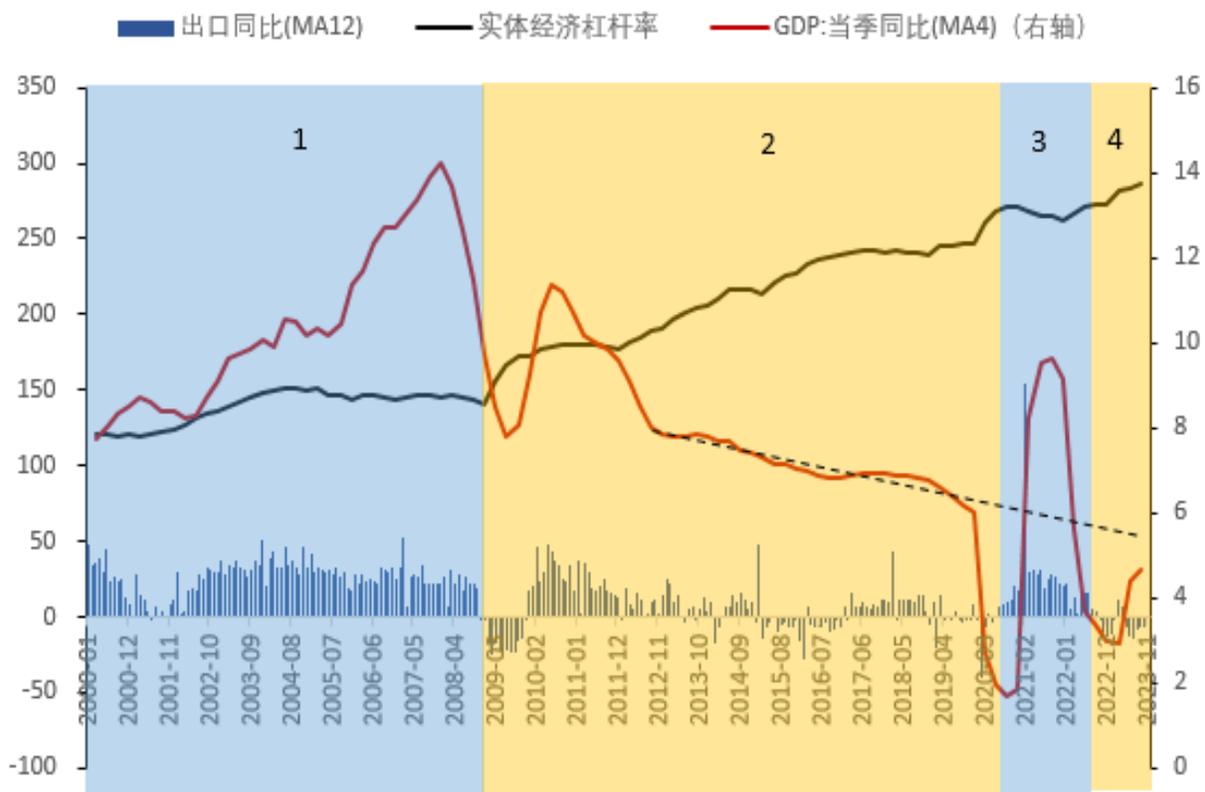
- ◆ 2023年回顾：后疫情时代的第一年，我国经济的复苏并不顺畅。在欧美国家持续加息的背景下，我国外贸出口及人民币汇率全年承压。国内房地产行业在经历了十几年的高速发展后，近两年行业迎来了持续的调整。疫情给居民收入及消费信心带来的疤痕仍未愈合，而企业受内外需求不足的影响，传统产业的经营受到了一定的影响。以此同时，我国的产业结构也在发生重大的变化，以新能源汽车及光伏为代表的战略新兴产业的发展取得了巨大的进步，高质量发展成为政策引领的主要方向。
- ◆ 流动性：2023年的流动性呈现出U型走势，受年初经济小复苏及年底政府债发行的影响，市场的流动性出现“首尾紧中间松”的走势。预计2024年在财政发力及政府债发行前置的背景下，国内的流动性将呈现出先紧后松的格局，央行将进行1-2次降准操作，以降低银行业的资金成本及流动性偏紧的压力。
- ◆ 利率及汇率：海外欧美央行加息周期接近尾声，预计2024年二、三季度欧美央行将步入降息周期。受此影响，明年新兴市场的资产价格及汇率有望迎来企稳反弹，我国的货币政策也将有更多的自主空间。考虑到经济转型的持续时间可能较长，2024年长端国债收益率预计将以震荡为主，10年期国债收益率的核心运行区间将维持在2.6%-2.8%。
- ◆ 策略推荐：参考海外经济体的历史经验，经济转型期的企业及居民的资产负债表修复持续时间较长。同时考虑到在地方化债背景下的财政发力力度将会相对温和，政策将更多考虑短期和长期的综合效益最大化，科技创新和绿色发展将是未来的主旋律。转型之路的市场仍需我们去等待趋势性的机会，考虑到国债期货的价格的贴水结构，策略上仍建议逢低做多为主。

02

经济数据

我国经济增长的驱动周期分析

图1：本世纪我国经济增长驱动周期划分（%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1、2001年-2008年金融危机前，我国加入WTO后，内外需求快速增长，期间杠杆率相对稳定，典型的需求驱动阶段；

2、2008年金融危机后-2020年上半年，出口增速回落，实体经济部门持续加杠杆，典型的杠杆驱动阶段；

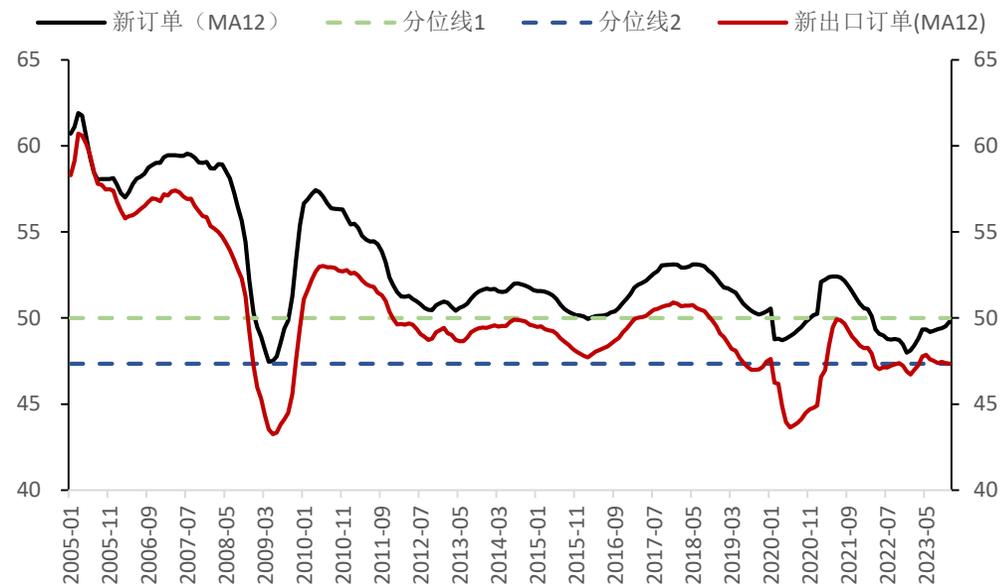
3、2020年下半年-2022年上半年，疫情期间的出口快速增长，杠杆率相对稳定，外需驱动为主；

4、2022年下半年开始，出口减弱，杠杆率提升带来的经济增长效果不明显，经济增速显著低于经济增长趋势线。

2008年、2016年以及近两年加杠杆的边际效应在降低。

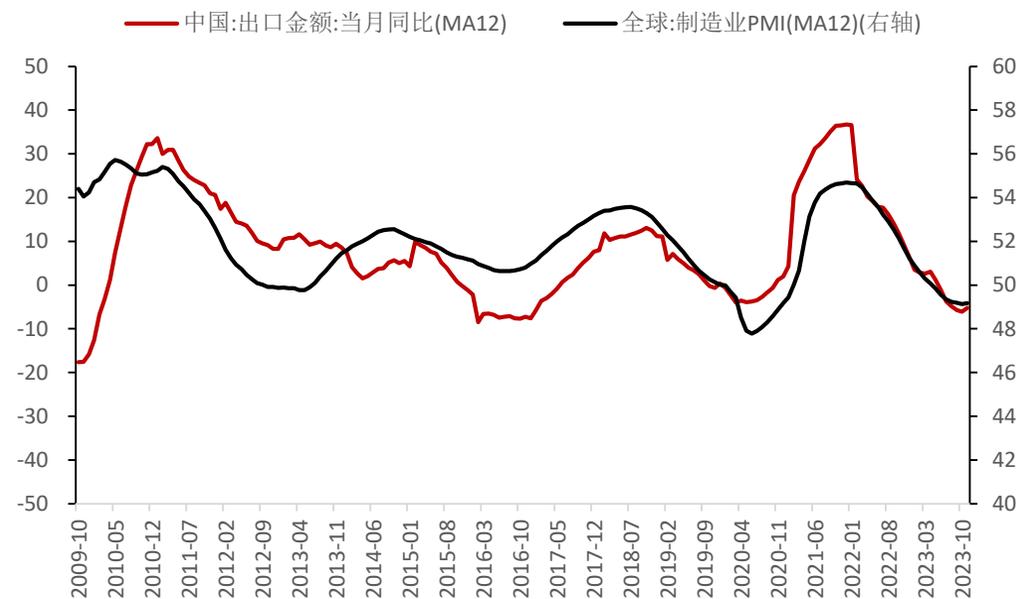
近两年内外需求双弱

图2：制造业PMI：新订单及新出口订单



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

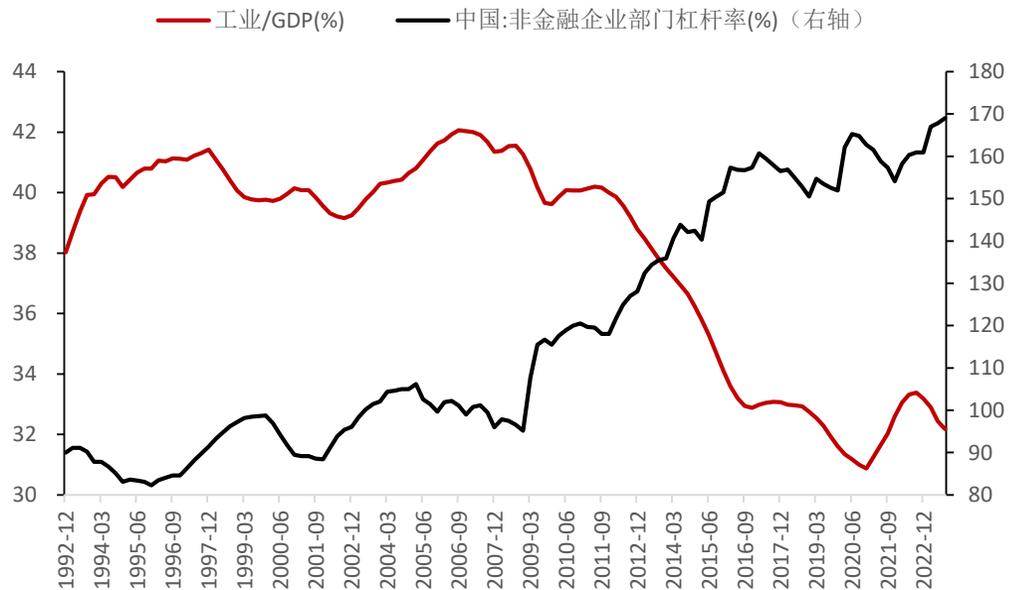
图3：我国出口同比增速（%）及全球制造业PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

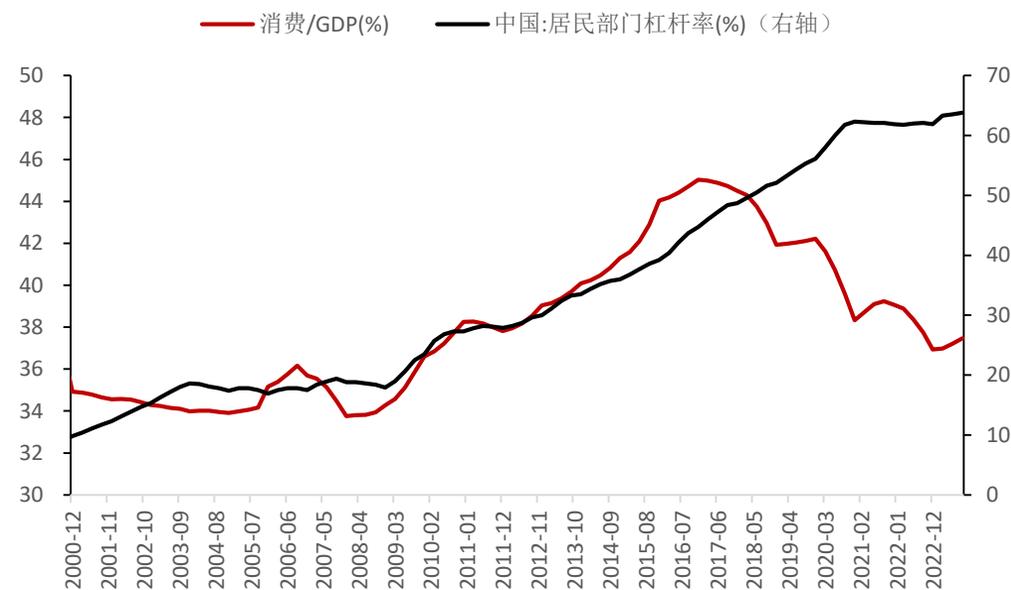
反应需求的制造业PMI订单数据处在过去20年低位，仅高于2008年金融危机及2020年疫情期间。受制于全球的去库周期，反应外需的出口增速持续下滑。

图4：企业杠杆率增加影响了企业效益



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

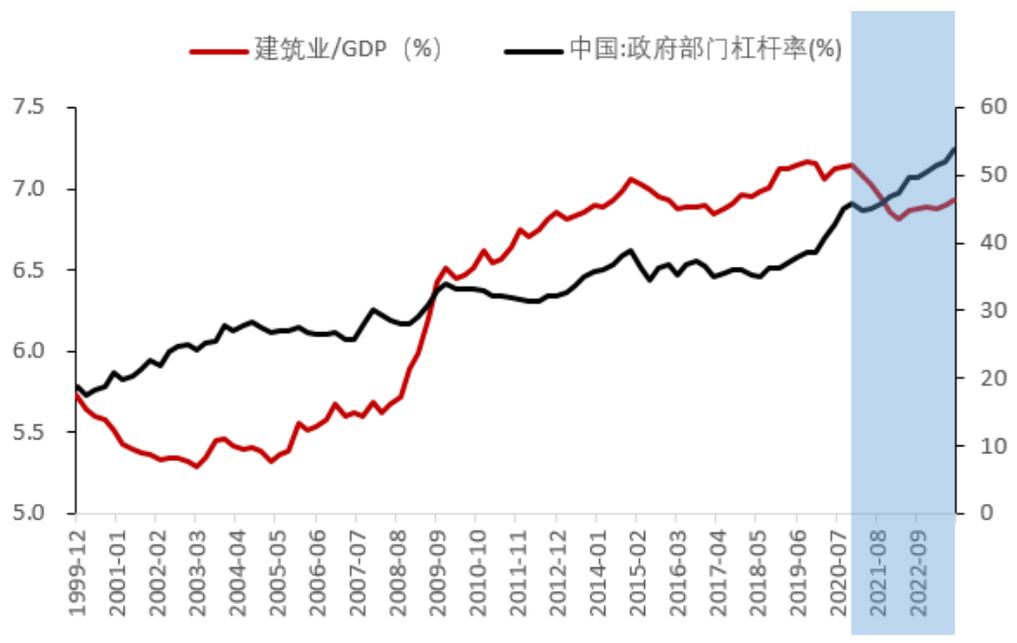
图5：居民杠杆率增加影响消费增长



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

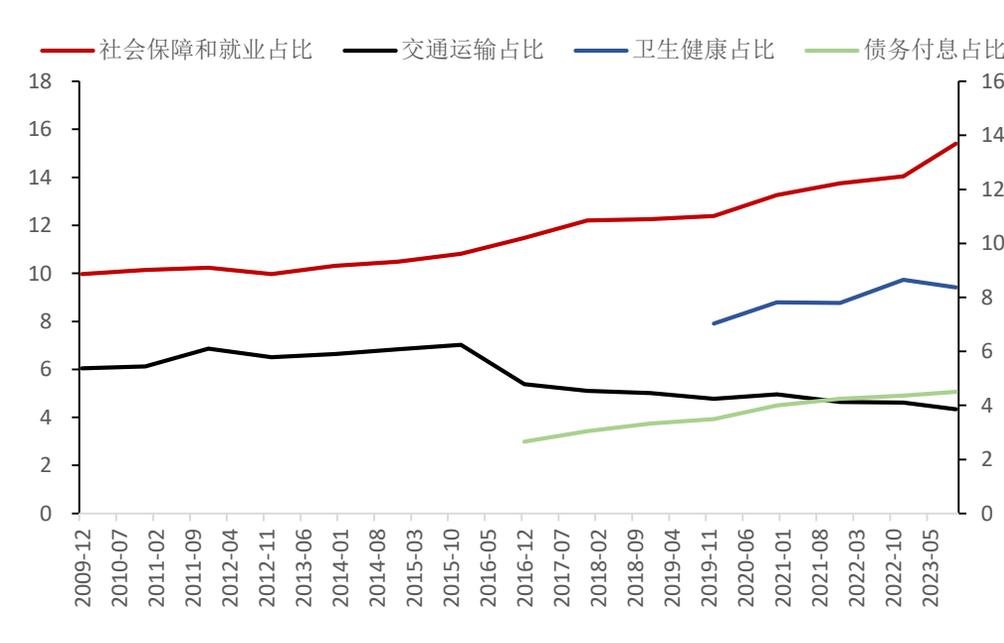
- 1、2008年金融危机后，我国企业部门大幅上杠杆增产能，导致产能过剩，企业效益下降，直到2016年供给侧改革后，企业杠杆率及工业比值才有所企稳。
- 2、2016年房地产去库存政策，企业杠杆向居民杠杆转移，2016年-2021年居民中长期贷款大幅增长，居民消费占比快速下滑。

图6：近期政府支出和建筑业比值背离



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：财政支出：传统基建减少，社会保障及就业、卫生健康及付息增加

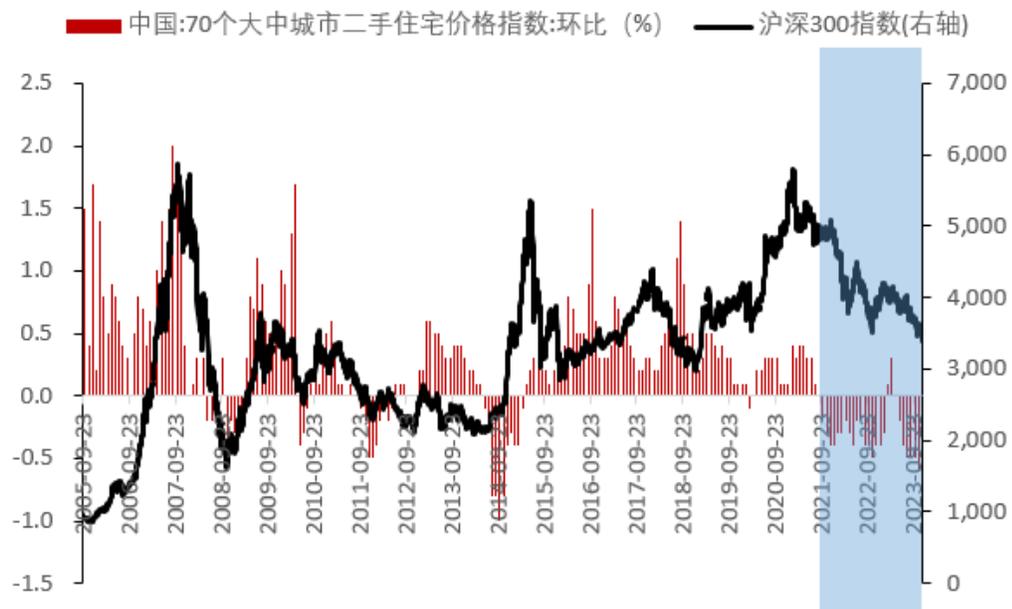


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

疫情后，政府支出和基建投资占比出现剪刀差，传统基建支出占比减少，利息和民生相关的支出占比增加。

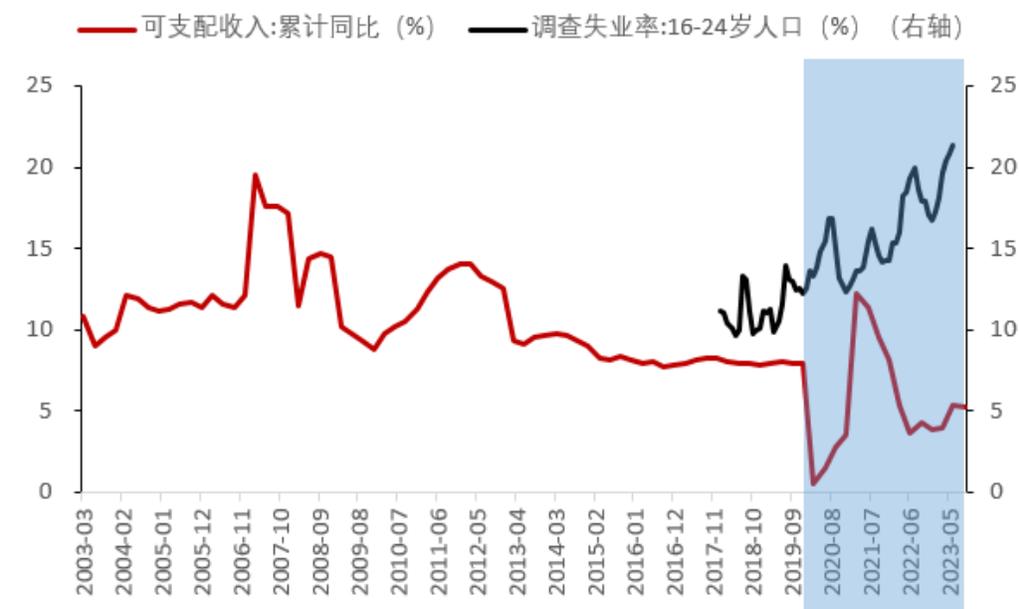
居民信心修复仍需时间

图8：地产及股票价格下跌



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：居民收入增速下滑及失业率上升

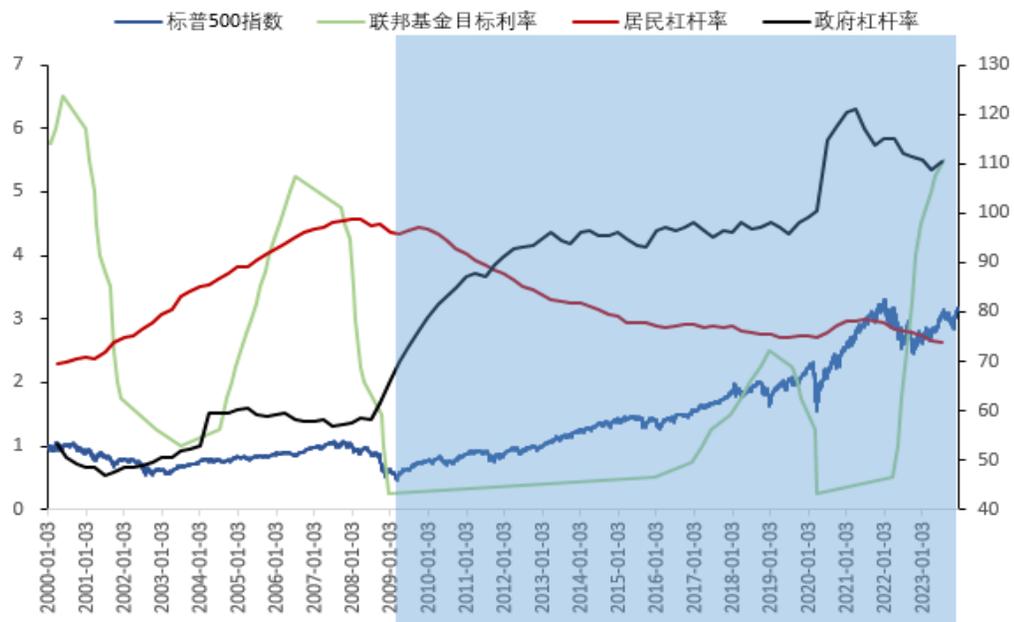


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、资产价格的缩水，导致分母端减小，居民负债率被动上升。
- 2、就业市场不景气导致居民对未来的预期降低，防御性消费者比例提高。

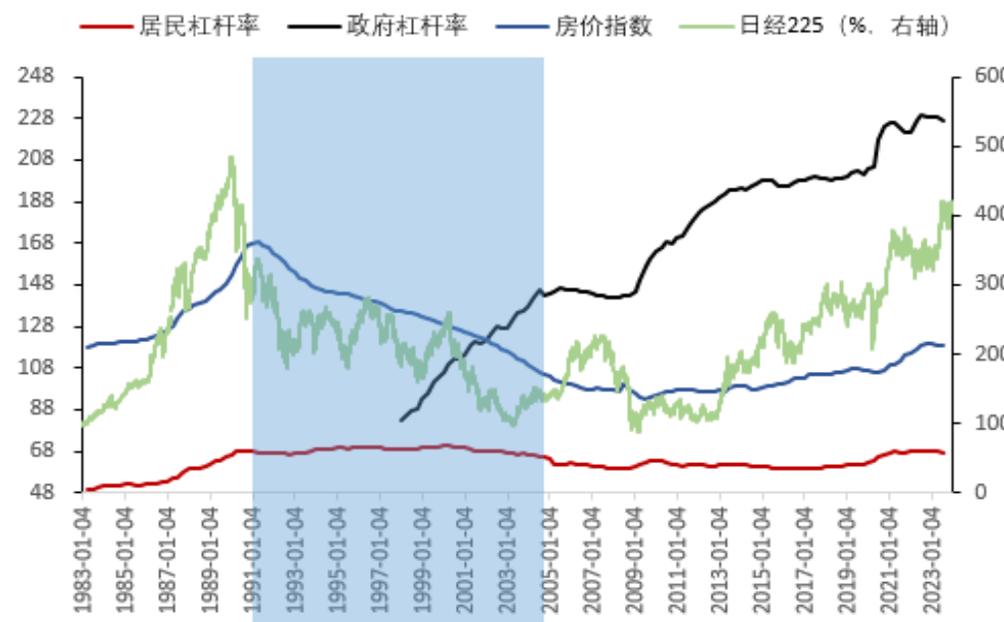
海外居民杠杆率见顶后表现

图10：美国2008年金融危机后杠杆率表现（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

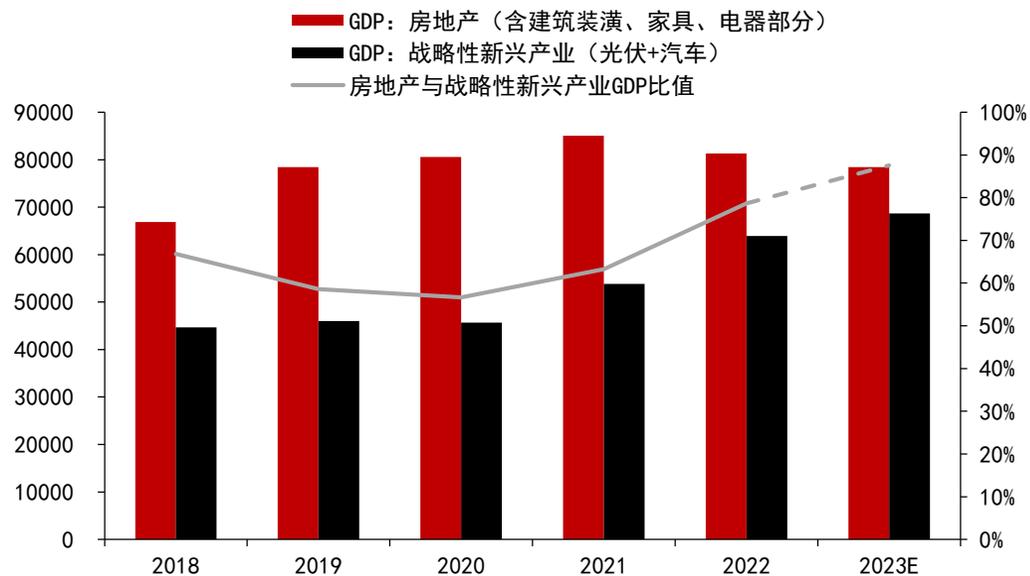
图11：日本90年代初居民杠杆率见顶后表现（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

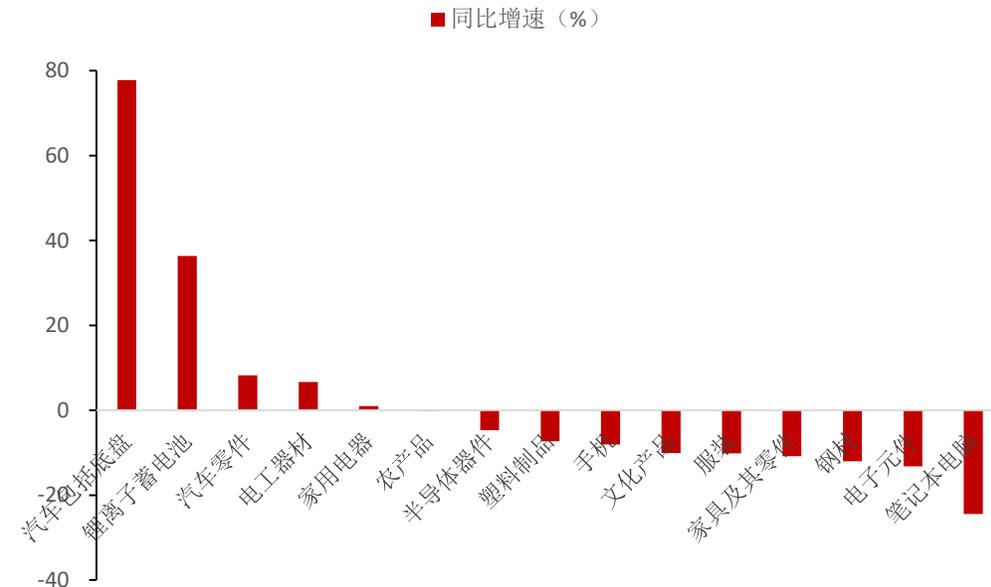
- 1、2008年金融危机后，美国政府部门加杠杆、大幅下调利率、美股长牛、宽松的个人破产制度等因素带来美国居民部门杠杆率快速回落，经济较快的企稳反弹。
- 2、上世纪90年代初日本居民杠杆率见顶后，股市回落至2003年初企稳，房价直至2008年金融危机后才逐步企稳，在此期间居民杠杆率持续高位，日本经济经历了“失去的20年”。

图12：战略新兴产业占比提升



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：主要行业出口增速（%）

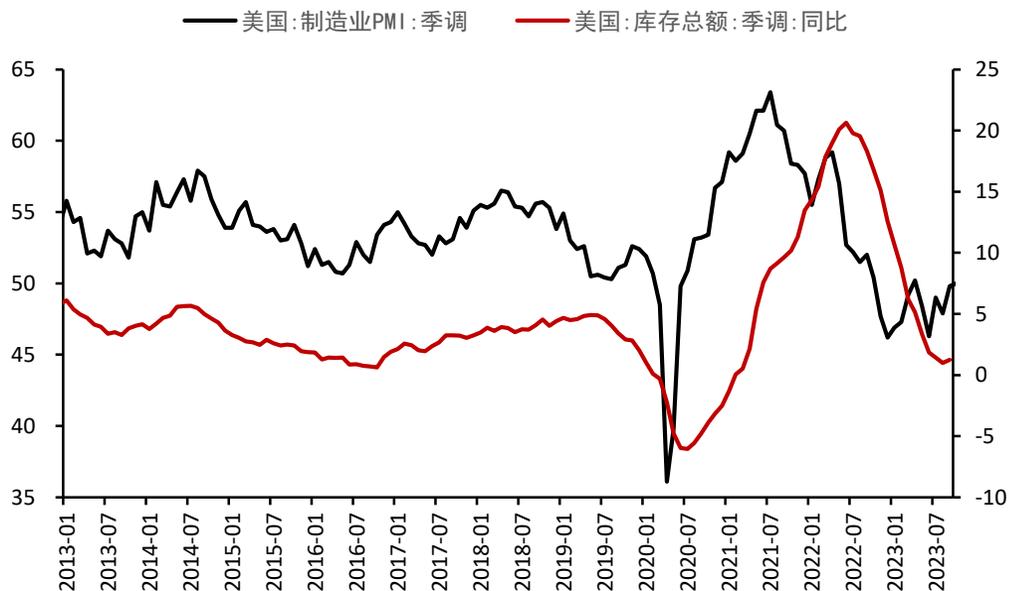


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、随着我国新能源汽车、光伏等战略新兴产业的崛起及房地产行业的调整，我国产业结构正在发生显著变化。
- 2、传统的纺织服装、电子产品等优势产业出口转负，汽车及零部件、电气设备等产品出口快速增长。

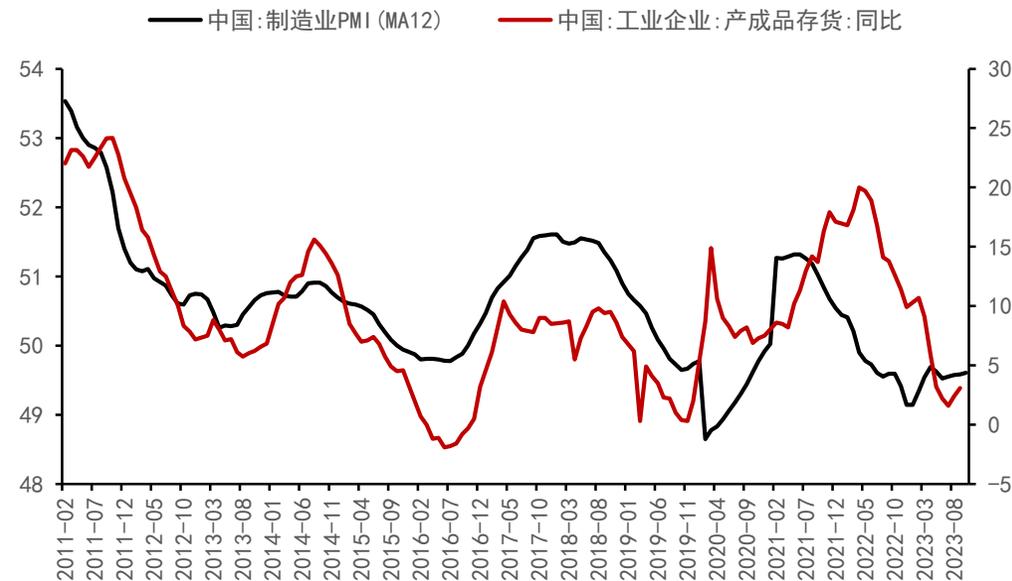
中美有望迎来补库周期

图14：美国制造业PMI及库存总额同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：中国制造业PMI及产成品库存同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

明年中美有望进入补库周期，但受制于地产周期的复苏力度及居民企业杠杆率的高企，预计此轮补库周期将相对较弱。

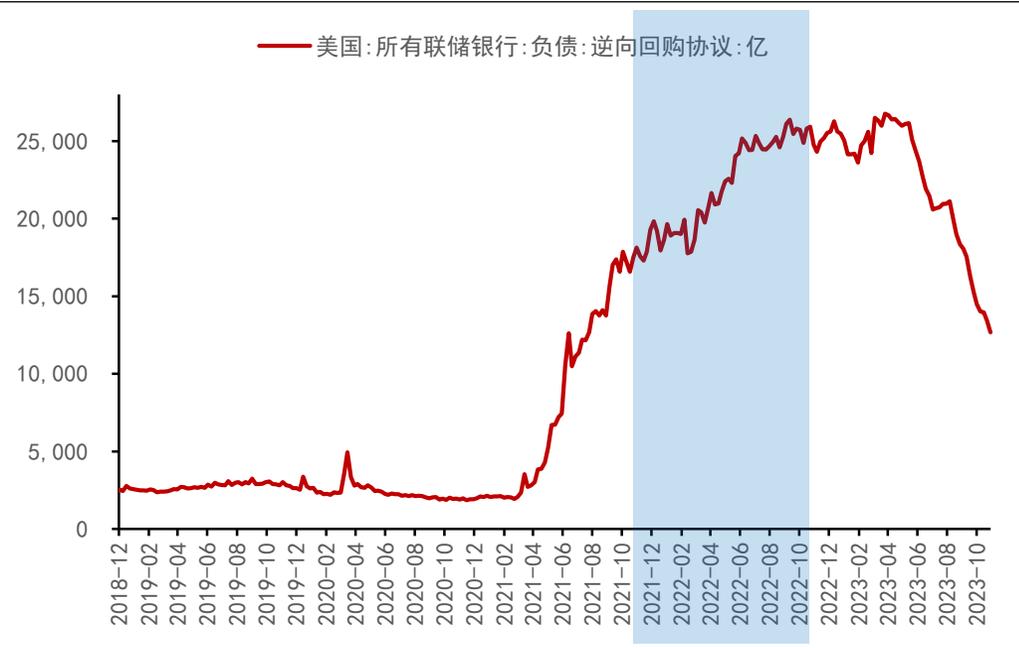
03

流动性

The bottom half of the slide features a decorative background consisting of numerous thin, parallel, wavy lines in a light beige or gold color, creating a sense of movement and depth.

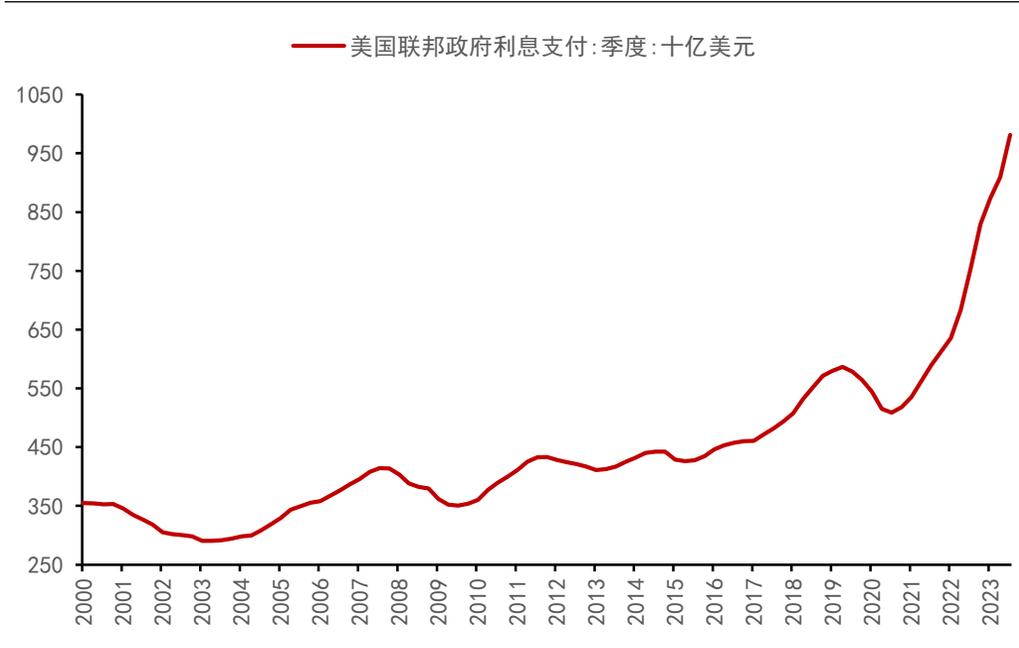
美国流动性将保持相对稳定

图16: 美联储隔夜逆回购余额 (亿美元)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

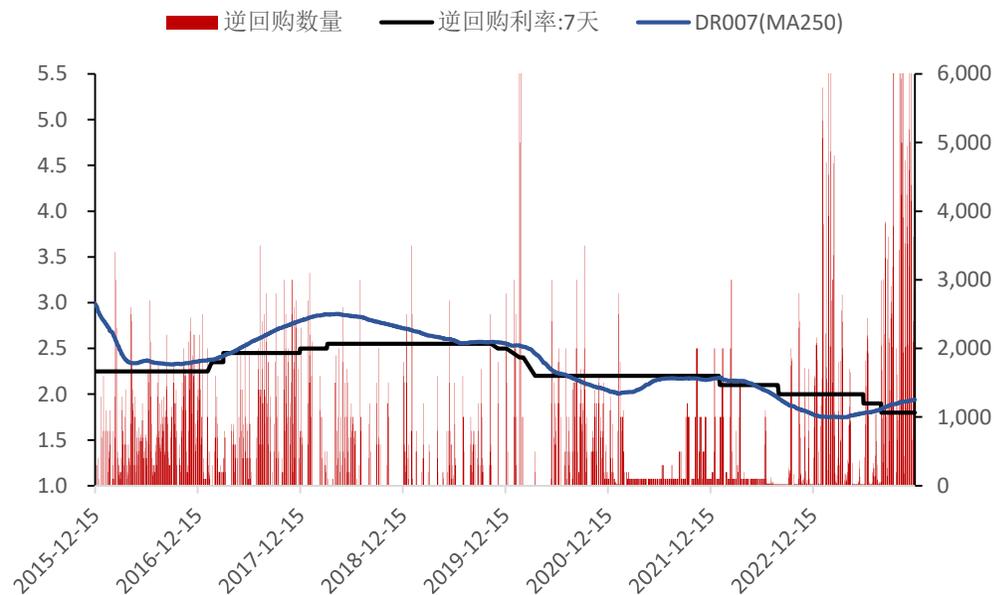
图17: 美债利息支出 (十亿美元)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

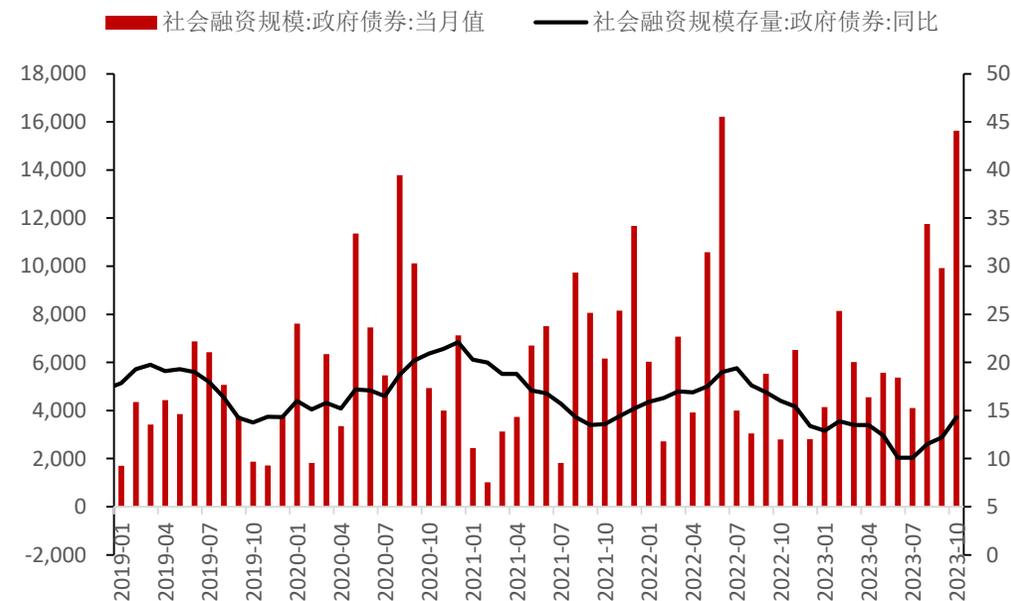
隔夜逆回购及美债利息支出为市场提供流动性支持，预计2024年美国流动性仍将保持相对稳定。

图18: 逆回购数量（亿，右轴）及利率、DR007利率（%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

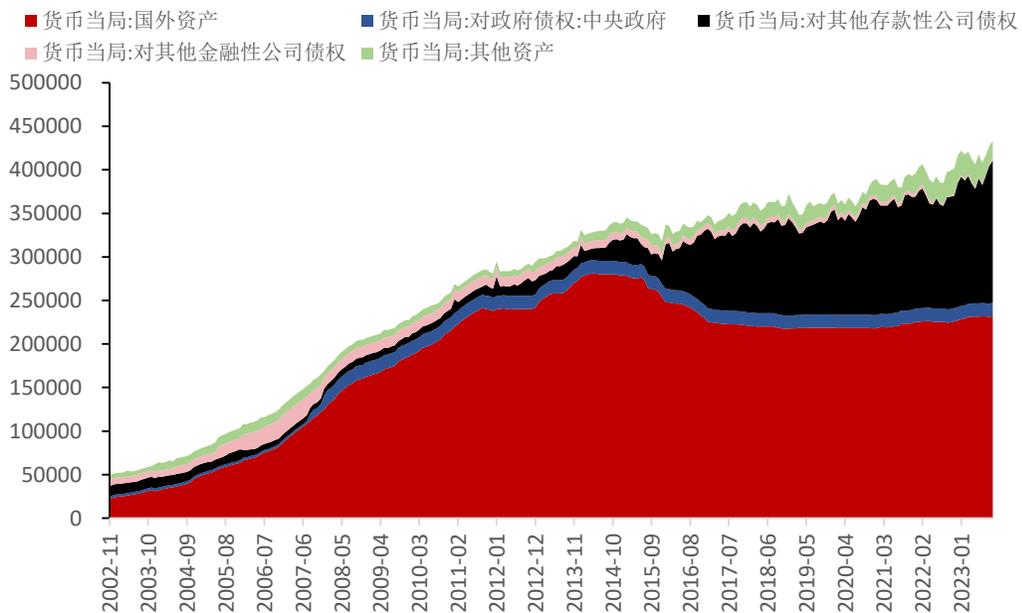
图19: 政府债融资规模（亿）及同比增速（%，右轴）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

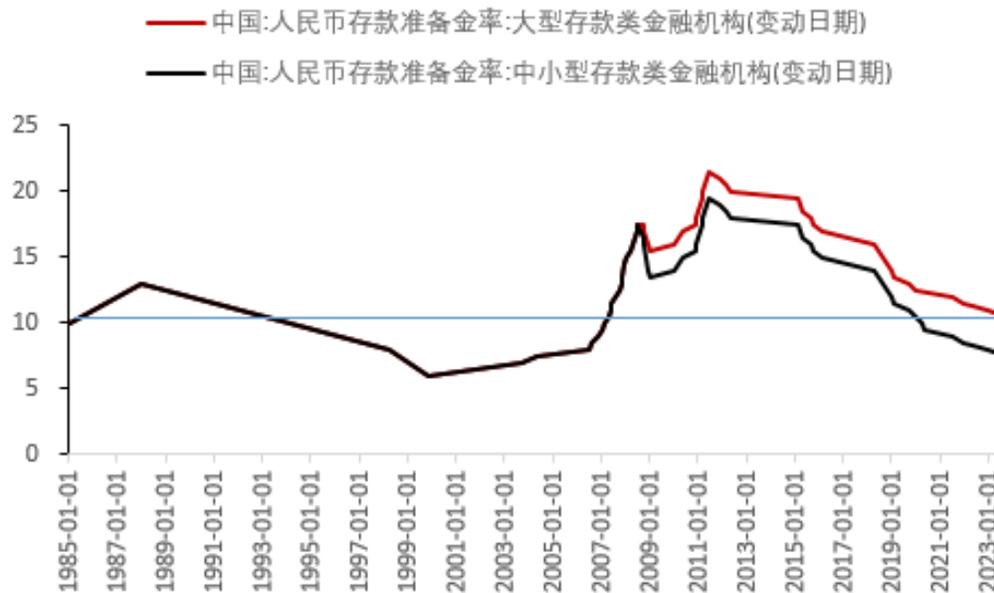
2023年政府债融资导致9月份后市场的流动性持续偏紧，2024年财政发力预期增强，预计社融的增量主要来自政府部门，根据政策“尽快形成实物支出”的目标，预计政府债发行将前置，导致2024年的市场流动性出现先紧后松的走势。

图20：央行资产负债表（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：存款准备金率（%）



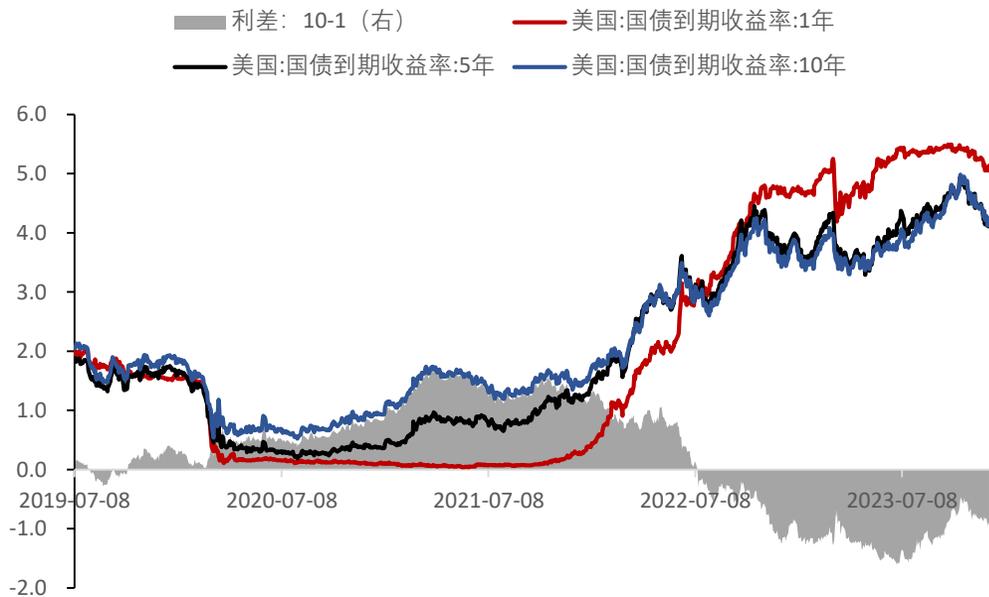
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2015年后，央行资产负债表的增项主要来自公开市场操作（截止到2023年10月份的规模约为16.32万亿，占比38%）。在降低存量房贷利率，银行利差压缩的背景下，这部分资金对商业银行带来了一定的成本压力，预计未来将通过降准的方式来置换部分OMO操作。

04

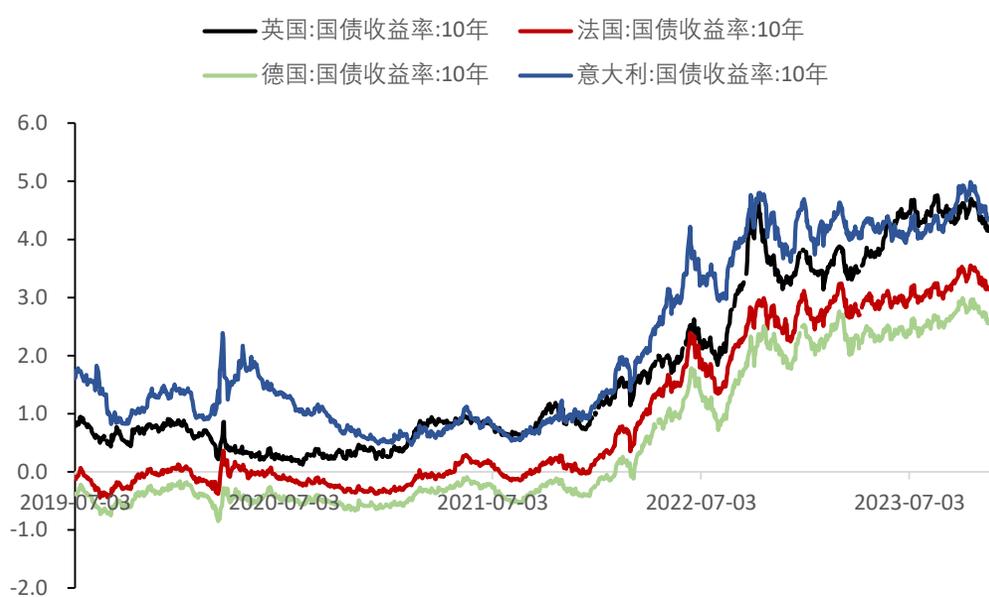
利率及汇率

图22：美债收益率高位回落（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

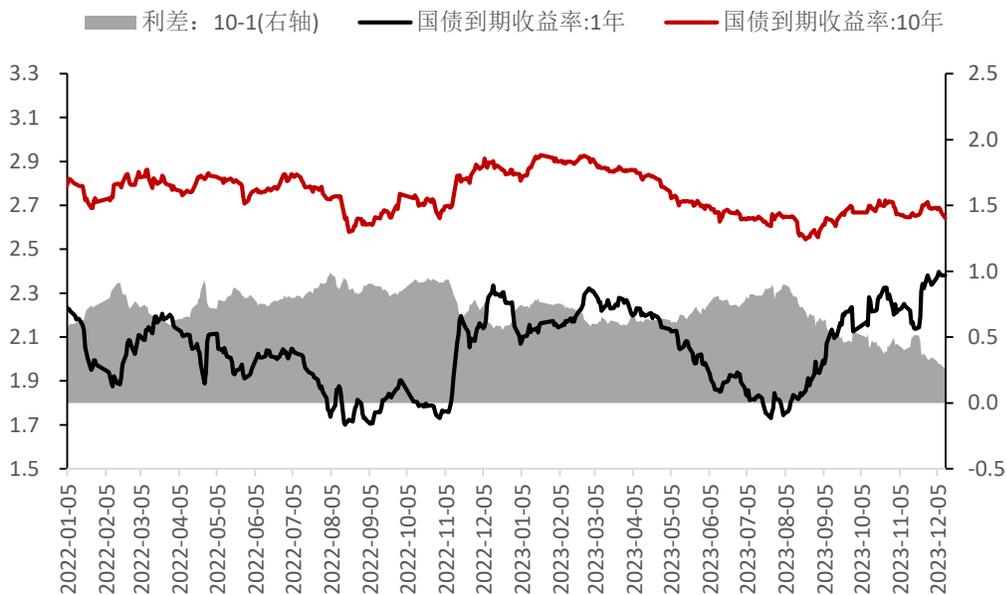
图23：英法德意国债收益率高位回落（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

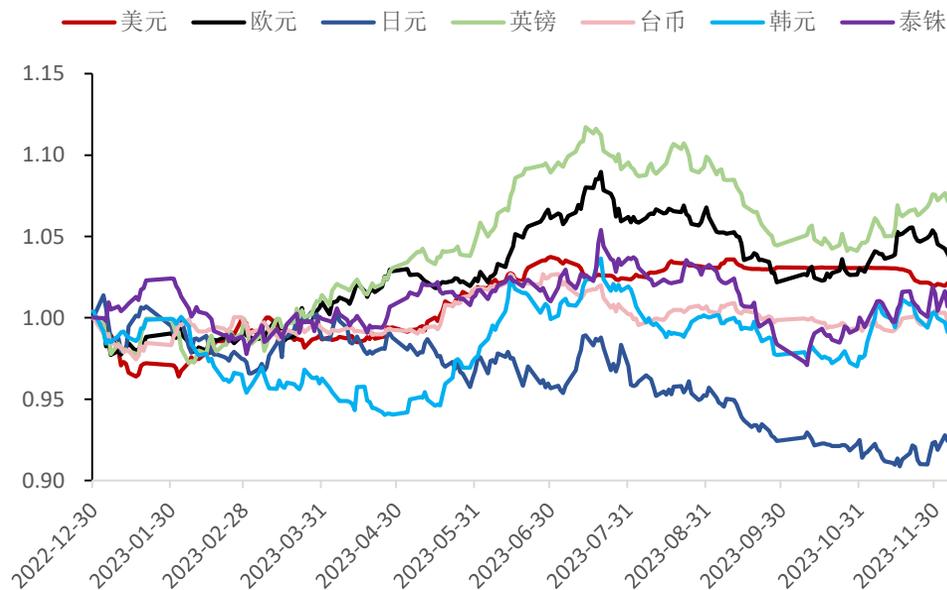
欧美通胀及经济数据回落，2024年二、三季度有望步入降息周期。

图24：中国国债收益率及长短利差（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图25：2023年部分货币兑人民币汇率走势



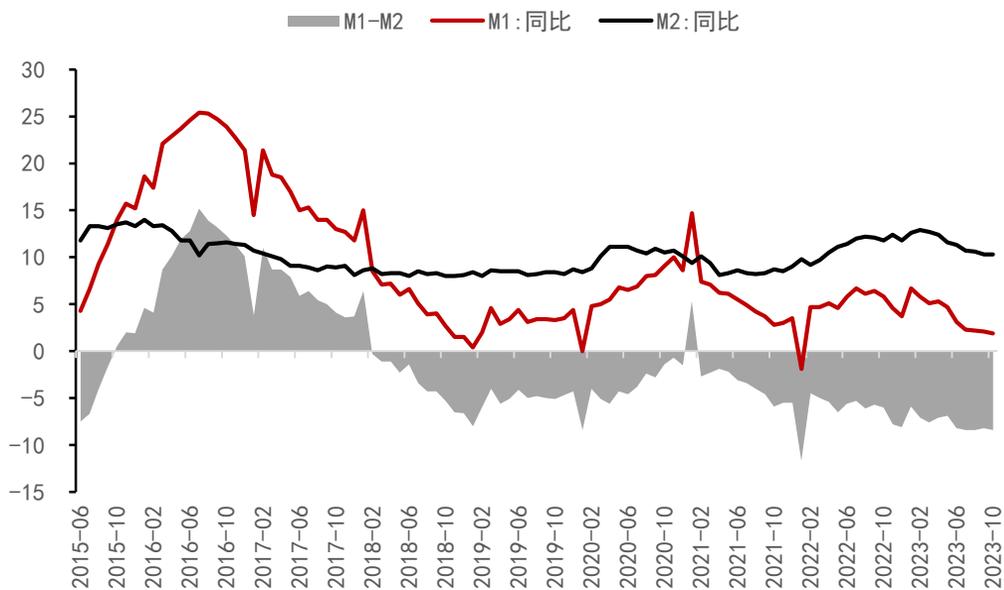
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、2023年三季度后，反映流动性的短端国债收益率持续反弹，长端国债收益率受经济复苏力度不及预期影响，仍处在相对低位。预计2024年政府债发行将前置，因此短端收益率将前高后低，长端收益率将保持相对稳定。
- 2、2023年亚洲新兴经济体间的货币汇率保持相对稳定，2024年若欧美从加息周期转为降息周期，新兴经济体的汇率有望迎来反弹，人民币贬值压力有望迎来缓解，全年看人民币对美元汇率的中枢位置预计在7.0-7.1。

05

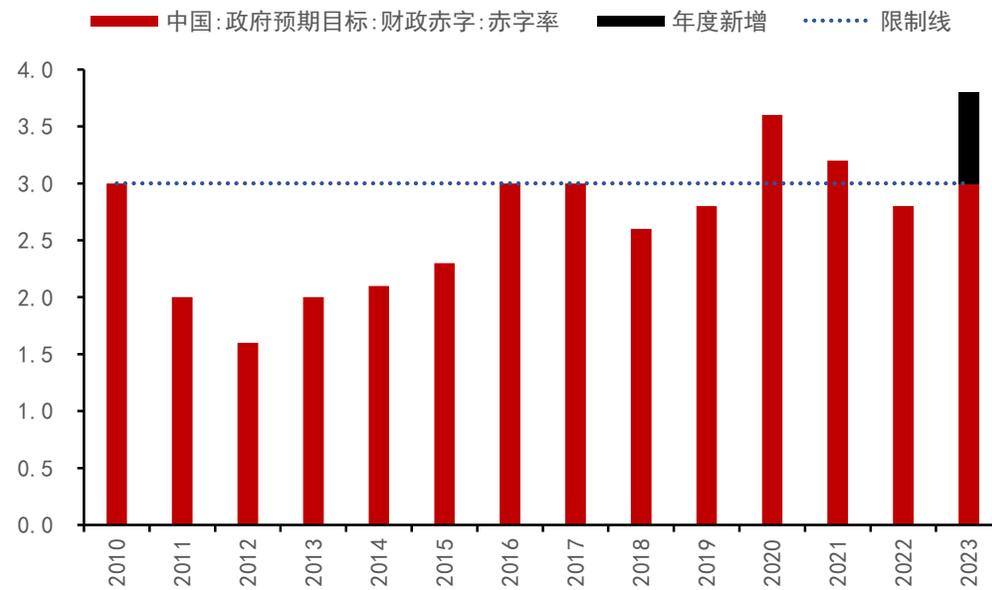
政策

图26: M1及M2同比增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

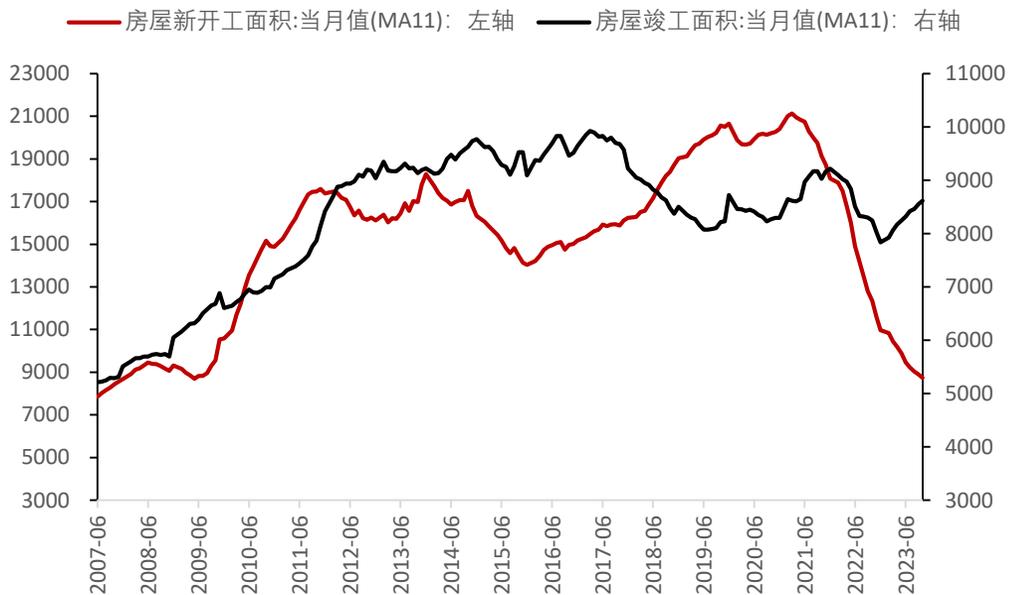
图27: 主要行业出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

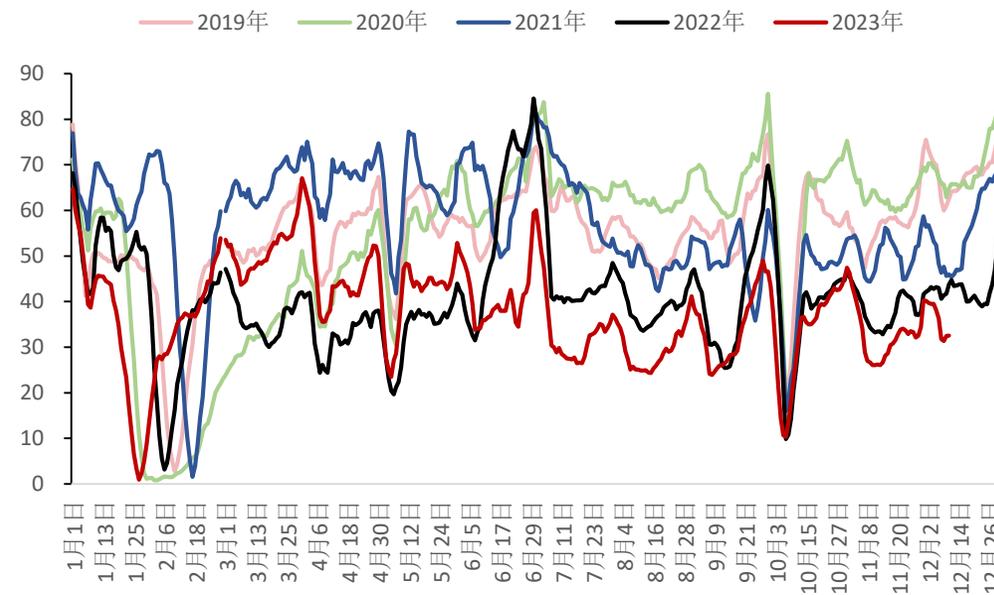
- 1、M2的增长并未带来M1的改善, 宽松货币政策的效果有限。
- 2、我国中央政府杠杆率仍较低, 随着土地财政收入的下降, 四季度“万亿特别国债”的发行为未来财政发力打开了想象空间。重点是对基础设施建设(包括平急两用、保障房、城中村改造等)、科技创新、绿色发展、区域协调发展等领域的投入, 推动经济高质量发展。

图28：房地产新开工面积及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

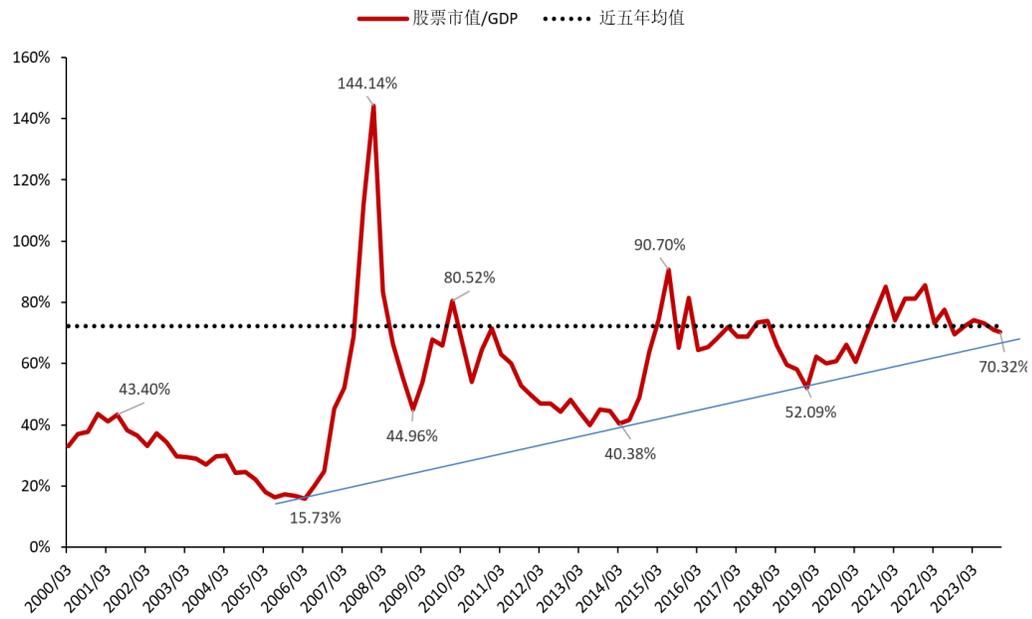
图29：30大中城市新房销售面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

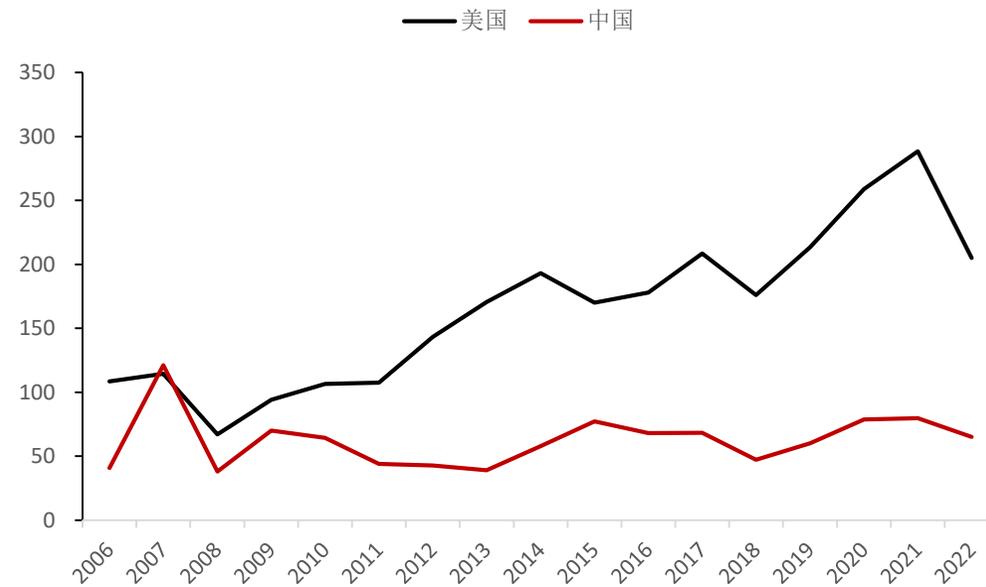
房地产新开工面积已接近2008年金融危机期间的低位，销售面积处在过去五年低位，房地产行业信心的修复仍需政策的加码。

图30：股票总市值/GDP (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图31：股市总市值/GDP (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

我国股票总市值/GDP的比值重心不断上移，随着我国房地产行业步入调整期，未来资本市场有望成为居民资产配置的主要方向，而相比美国的相关数据，我国仍有相当大的提升空间。

房地产行业风险、地方债务风险、中小金融机构风险等。

06

总结



经济：2024年中美进入补库周期，经济有望迎来一定程度的复苏，但受制于企业及居民部门的高杠杆率，预计经济复苏的力度有限。产业结构方面，房地产、纺织服装、电子产品等行业出现回落，以新能源汽车及光伏为代表的战略新兴产业占比不断提升。

流动性：海外美国流动性将保持相对稳定，隔夜逆回购及国债付息为市场提供流动性支持。国内政府债发行前置将导致2024年流动性先紧后松。银行的息差压力增加央行未来降准的概率。

利率及汇率：海外欧美利率见顶，预计国内长端利率将保持稳定，短端利率前高后低。受益于美联储的加息周期结束，人民币汇率有望迎来反弹。

政策：货币政策有效性不足，财政发力是看点。房地产市场信心仍未修复，行业政策发力仍值得期待。资本市场重要性提高，是居民资产负债表修复及消费提升的重要途径。

国债策略：预计2024年长端（10Y、30Y）国债以震荡为主，考虑贴水结构，以逢低做多的思路为主（波段或换月）。短端（2Y）国债行情看前低后高，预计在二季度末迎来逢低布局机会。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未顾及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博