

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

波浪式发展，曲折式前进

——国债期货 2024 年年报

报告摘要

国债期货：“产强需弱”格局下，国内通胀读数处于低位徘徊。潜在的通缩压力对包括政府税收、企业盈利、居民财富收入等名义指标造成不利影响的同时，还相应抬升了国内实际利率、债务水平和居民部门储蓄意愿，进一步抑制了终端需求的释放。在此情况下，市场降息预期始终存在，债市走势难言反转。而随着地产行业信用派生能力减弱，叠加权益市场表现疲软，居民存款高增且定期化趋势明显，结构性“资产荒”尚存。政府债券融资高峰过后，随着支出强度的上升，资金逐步回流或也将重新带动狭义流动性转松和债市走强。

但边际上看，我们认为打破“债务-通缩螺旋”政策组合的核心可能更多在财政政策和地产等产业政策方向。货币政策除在“量”上配合财政等发力外，降“价”刺激货币活化和实体需求释放的可能性尚存，但内外约束下，幅度或将有限。而当前权益市场风险溢价水平偏高，进入2024年，随着分母端美债收益率的回落，国内稳增长政策组合下，若需求（M1）和价格（CPI、PPI等）能够重回上行通道，进而带动分子端企业盈利的修复，我们认为权益市场有望迎来修复行情。相对偏低的估值带动资金流入增多，可能将一定程度上缓和债市面临的“资产荒”局面。

因此，对债市而言，我们建议投资者保持偏多思路的同时，收益率回落至低位后需考虑及时止盈或利用国债期货对冲风险。

风险因素：国内复苏斜率，稳增长政策，地缘政治因素

1. 市场走势回顾

2023 年国债期货整体呈现“M”型走势。年初，受 2022 年四季度“债灾”带来的理财赎回压力影响，国债收益率惯性走高，10Y 国债活跃券收益率一度触及 2.95% 附近，而期债盘面隐含的远期收益率水平更是一度升至 3.0% 上方。但春节期间假日消费数据未超预期，节后权益市场高开低走，债市情绪也逐步恢复理性，收益率触顶，套保头寸平仓带动期债盘面表现更强。

年初“两会”强调高质量发展，GDP 增长目标处于市场预期的下沿，政策面“强刺激”预期落空。而随后，一系列的宏观数据接连验证国内弱复苏事实，强复苏预期面临修正。与此同时，地产行业景气度不在，私人部门信用扩张缺少有利抓手，部分金融机构面临的“资产荒”局面也未有缓解。受此影响，3 月起国债收益率进入下行通道直至 8 月央行超预期降息落地，国债收益率创出阶段性的低点。

8 月起，政府债券融资开始发力。8-9 月专项债剩余额度加速发行，10 月特殊再融资债券发行重启且节奏较快，10 月末万亿国债增发落地，市场资金利率快速抬升，压制债市做多情绪。但基本面尚未出现明显改观，反而复苏动能有所放缓。在此情况下，长债、超长债表现相对偏强，国债收益率曲线出现熊平。

进入 12 月，年末季节性因素扰动下，资金面整体仍然偏紧，非银机构流动性分层现象凸显。但随着增量国债发行高峰逐步过去，央行连续第二个月大额超量续做到期 MLF，以及年内存款利率的第三次调降，市场资金面预期有所改善。叠加年末配置需求释放，资金抢跑带动收益率再度下行。

图1：10Y国债收益率走势

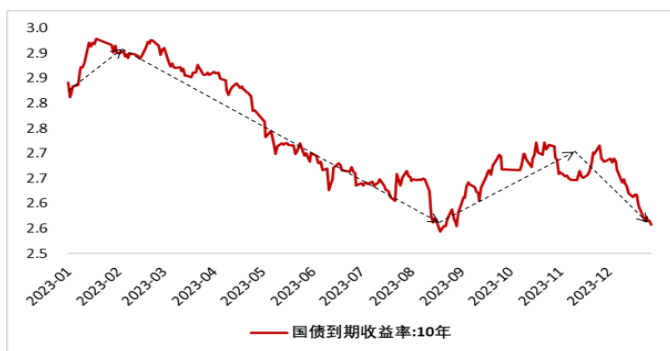
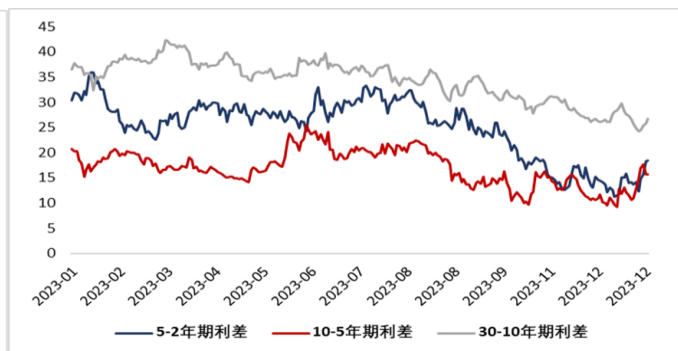


图2：国债收益率期限利差变化



数据来源：Wind、银河期货

图3：一季度10Y国债收益率走势回顾

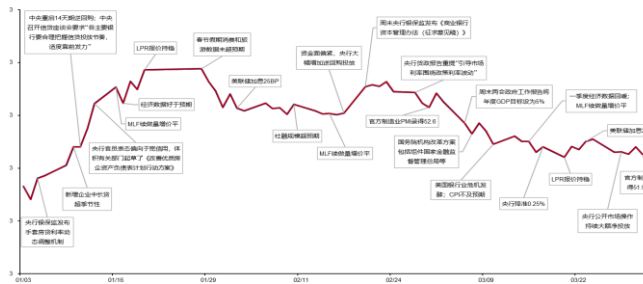
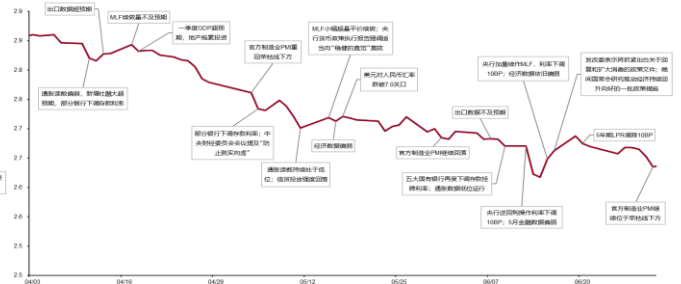


图4：二季度10Y国债收益率走势回顾



数据来源：Wind、银河期货

图5：三季度10Y国债收益率走势回顾

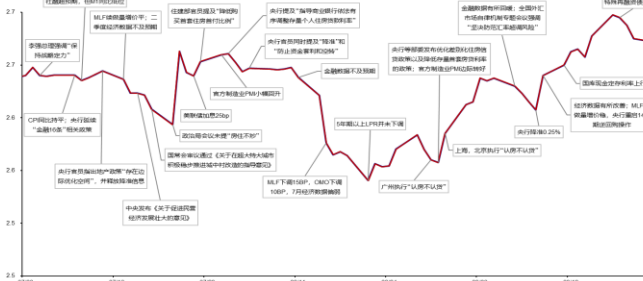
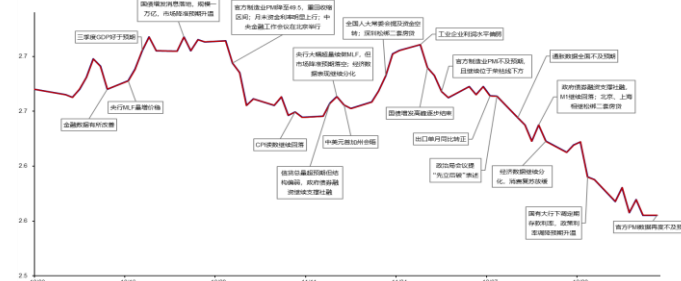


图6：四季度10Y国债收益率走势回顾



数据来源：Wind、银河期货

2. 经济数据表现分化，复苏斜率较为平缓

2.1. PMI 视角下的短周期波动

当前国内宏观层面非常重要的矛盾点在于，一方面长周期来看，随着人口红利的减弱，城镇化率的提升，劳动和资本投入两个要素对经济增长的边际贡献下降，增长将更多依赖于科技进步这一要素。另一方面，短周期内，总量失衡、价格承压，叠加旧模式下积累的债务风险正在对实现长周期的经济结构转型目标形成较强约束。

从历史数据上看，国债收益率走势和国内经济短周期波动大体同向。而相较于 GDP 增速，PMI 数据实际上提供了更好地观察国内经济短周期波动的视角。对官方 PMI 数据进行同比修正后，可以看到国内经济修复动能在年初展现出较强弹性，但 4 月份开始上行动能明显不足，并出现二次探底迹象。当然，随着部分对冲政策的陆续出台，基本面也并未出现失速下行的状况。PMI 描述下的国内经济短周期运行与 7 月末政治局会议上“波浪式发展，曲折式前进”的表述基本一致。

边际上，四季度官方制造业 PMI 重回收缩区间，非制造业 PMI 也有所回落，12 月分别录得 49.0、50.4，这指向复苏动能的环比减弱。不过，值得注意的是，低基数效应下，同比

修正指标反而有所上行。我们认为,这或可一定程度上解释即便当前国内复苏斜率尚属平缓,且重要会议政策基调已明确关注短周期总量失衡的问题,部分市场较为关注的稳增长政策实际落地节奏偏慢的原因——基数效应使得实现今年年初既定增长目标的难度不大,部分对冲政策的进一步发力可能也相应延后。

图7: 官方制造业PMI与国债收益率走势

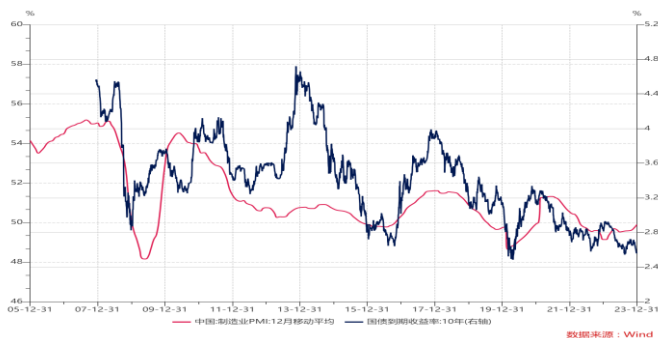
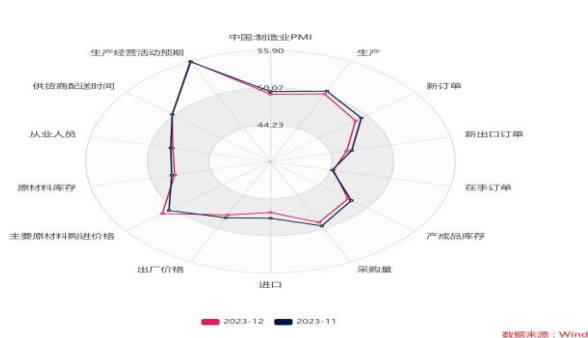


图8: 官方制造业PMI分项指标

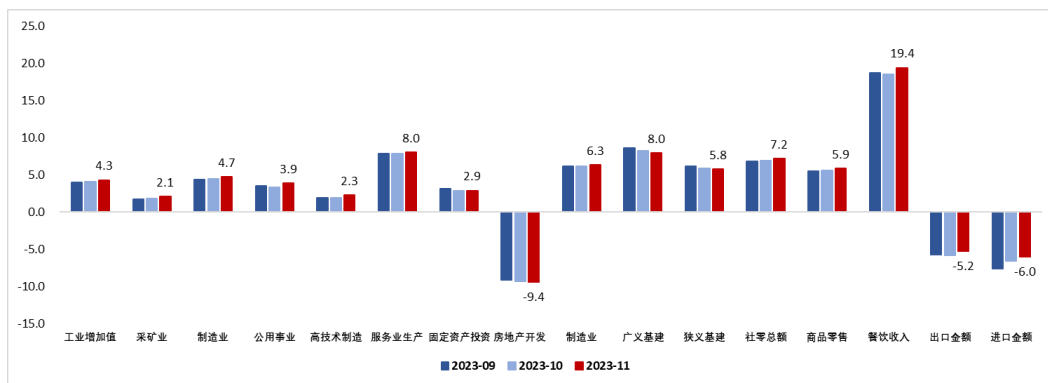


数据来源: Wind、银河期货

2.2. 经济数据中的亮点

从宏观经济、金融数据中可以发现更多经济短周期的运行细节。需要指出的是,即便“弱复苏”是市场共识,也是推动今年债市走牛的最关键因素。但从数据层面来看,传统“三驾马车”框架下,我们认为2023年也并非完全没有亮点。

图9: 主要宏观经济数据一览 (截止11月累计值)

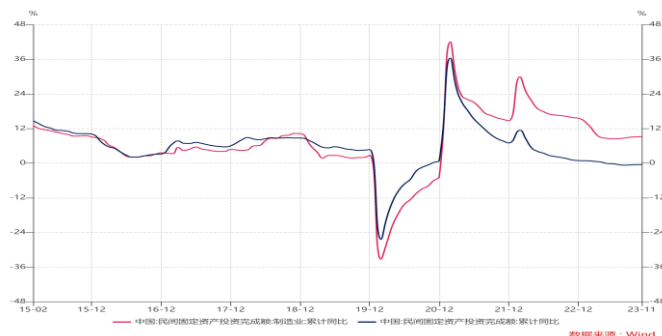
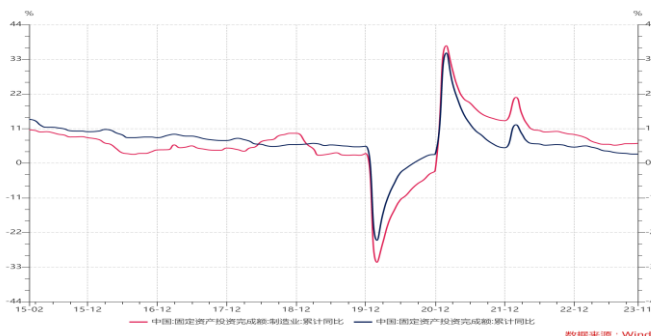


数据来源: Wind、银河期货

积极因素方面,首先今年制造业投资保持相对较高的增速,1-11月国内制造业固定资产投资完成额累计同比+6.3%,其中11月单月同比+7.1%,均高于疫情前的增长趋势水平。多重因素影响下,今年民间投资积极性整体较为低迷,并较去年有所收缩。但分行业看,1-11月民间制造业固定资产投资完成额累计同比达到+9.2%,高于整体制造业投资增速。细分看,民间资本在汽车、电器机械和器材、电子设备以及专业设备等中高端制造业方向上的投入并未回落。相反,相关资本开支的明显增长,我们认为也与国内推动高质量发展和经济结构转型升级的长周期政策导向相匹配。

图10: 制造业固定资产投资增速

图11: 民间制造业固定资产投资增速



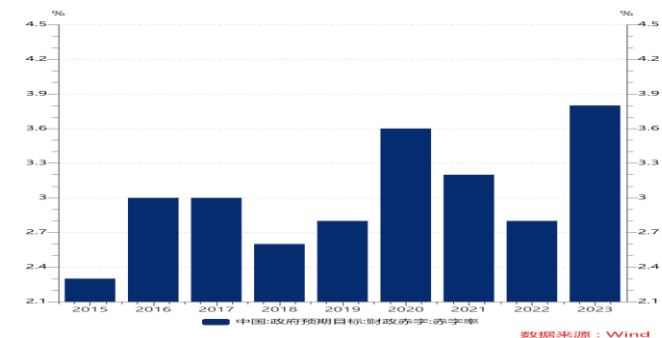
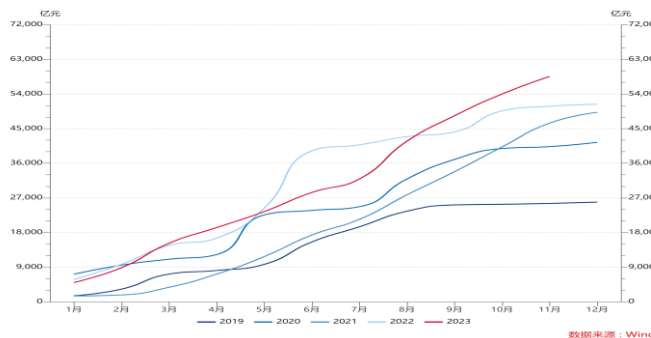
数据来源: Wind、银河期货

其次，年内基建投资对国内基本面复苏依旧起到明显托底作用，一定程度上对冲了经济下行的压力。1-11月，国内基础设施建设投资完成额累计同比+8.0%，不含电力的狭义基建投资累计同比也达到+5.8%。2023年年初预算草案将与基建投资关联度较高的新增专项债额度提高至3.8万亿元，比上年增加1500亿元，并适度扩大了专项债投向领域和用作项目资本金的范围。地方政府通过发债为基建项目筹措资本金，再发挥财政资金的杠杆作用，通过财政贴息引导社会资金的参加，从而提高财政支出的效益。

2023年四季度，政策层面更是罕见的在年中调整了中央财政赤字率，增发1万亿国债并主要投向水利相关等工程建设，显示出基建投资仍是当前财政发力扩需求、稳增长的最重要抓手之一。

图12: 年内专项债发行进度

图13: 预算赤字率



数据来源: Wind、银河期货

第三，疫情结束后，随着出行的正常化，居民消费活动也开启“自发性”的恢复过程，尤其是此前受压制的线下服务业相关消费方面。国家统计局数据显示，截至11月末，国内社会消费品零售总额累计同比+7.2%，结构上，商品零售累计同比+5.9%，餐饮收入累计同比+19.4%，绝对增速均相对较高。

年内各假期期间的居民旅游出行和支出变化同样明确指向消费端逐步回升的趋势。文旅部数据显示，2023年中秋国庆长假，国内旅游出游人数8.26亿人次，实现国内旅游收入7534.3亿元，按可比口径比2019年分别增长4.1%和1.5%，这也是今年假期出游人数和旅游收入首次双双超过2019年同期。实际上，从更宏观维度上看，截止今年三季度末，最终消费支出

对国内 GDP 累计同比的拉动为+4.4%，“三驾马车”中贡献最大。

图14：社会消费品零售总额同比增速

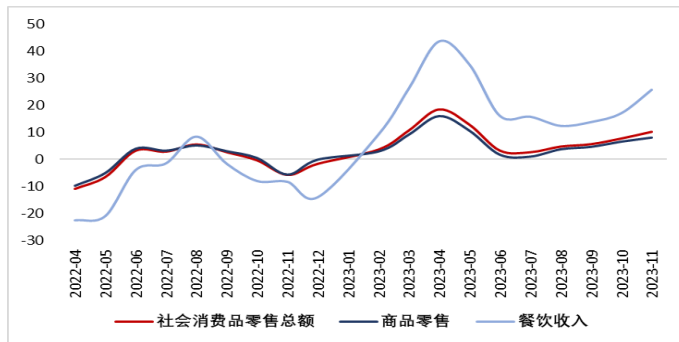
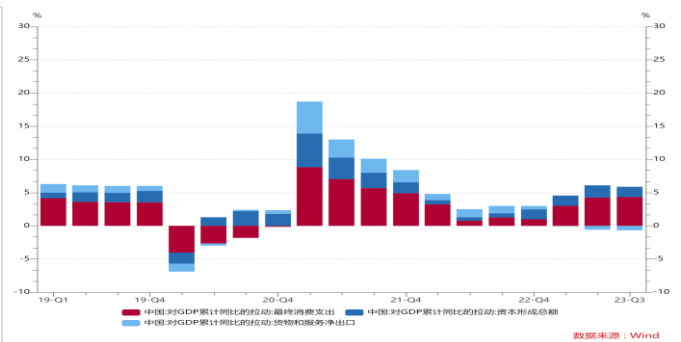


图15：三大需求对GDP累计同比的拉动



数据来源：Wind、银河期货

2.3. 房地产行业低迷拖累内需

与积极因素相比,我们认为房地产行业的持续低迷对总需求的拖累则是全方面的。当然,最直接的是在制造业、基建投资保持较高强度的情况下,房地产开发投资的显著回落拉低了整体投资增速。1-11月国内房地产开发投资累计同比-9.4%,其中11月单月同比-10.6%,维持大幅负增态势,边际改善也极为有限。而截至11月,国内房屋新开工面积累计仅8.75亿平方米,同比-21.2%,年内存在低于10亿平方米并跌回至2007年水平附近,创16年新低的可能性。

图16：房地产开发投资增速

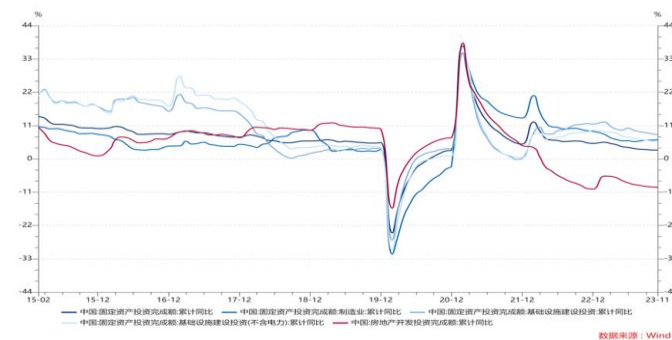
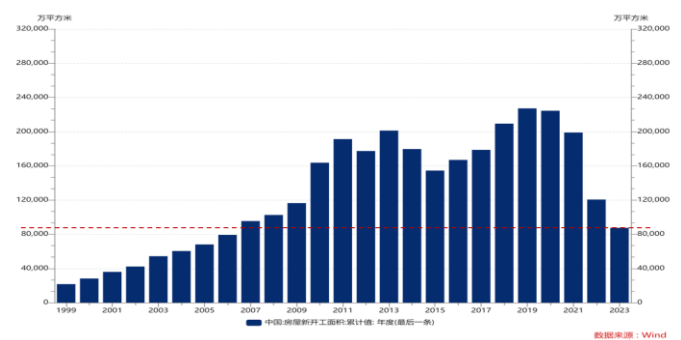


图17：房屋新开工面积累计值



数据来源：Wind、银河期货

表1: 月度地产分项数据变化

单月同比(估)	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
房屋新开工面积	4.9	-21.1	-14.6	-23.6	-25.9	-30.3
房屋施工面积(累计)	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	-6.8	-6.6
房屋竣工面积	12.2	13.3	25.3	10.6	33.1	16.3
商品房销售面积	-10.3	-11.0	-10.1	-12.2	-15.5	-18.2
房地产开发资金来源	-8.7	-16.8	-18.0	-25.4	-20.2	-21.5
国内贷款	7.3	-9.8	4.1	-24.3	-14.7	-13.8
自筹资金	-8.3	-17.7	-13.5	-22.2	-20.5	-29.5
定金及预收款	-16.6	-18.6	-25.7	-31.6	-21.7	-19.4
个人按揭贷款	-13.9	-15.0	-26.5	-26.9	-23.5	-12.8

数据来源: Wind、银河期货

高频数据显示,样本城市成交土地占地面积和成交土地溢价率也双双走低,指向房企整体拿地意愿不高。其核心原因我们认为**主要还是由于商品房销售端恢复不佳**,包括部分大型民企在内,相当一批房地产企业高杠杆、高负债、高周转的“三高”经营模式难以为继,累积的风险开始逐步暴露,信用风险上升,资金链紧张制约房企拿地能力所致。

图18: 100大中城市成交土地占地面积

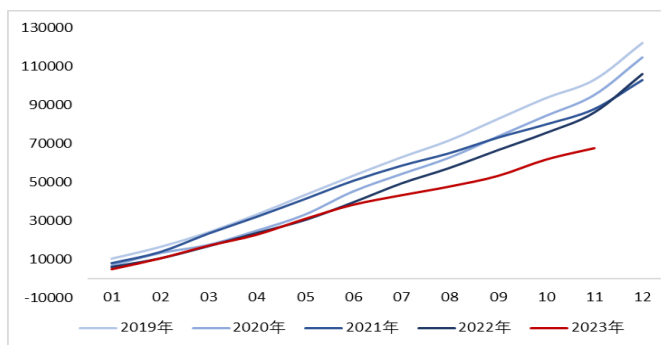
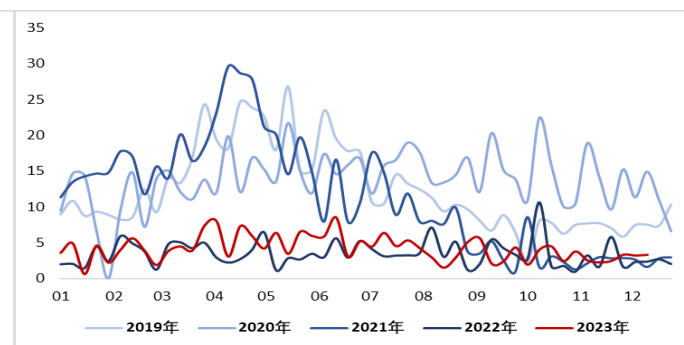


图19: 100大中城市成交土地溢价率



数据来源: Wind、银河期货

而地产需求端政策虽从年初以来一直在不断转松,但主要以不同城市区域性、地方性政策为主。直至7月政治局会议定调后,8月末起,更高层级政策才陆续发布。包括央行、国家金融监管总局明确存量房贷的调降方式,下调首套、二套房商业首付比例下限至20%、30%,下调二套房贷款利率下限不低于相应期限LPR+20bp,以及一线核心城市“认房不认贷”相继落地,和部分调整普通住宅认定标准等。

一系列地产需求端政策限制的解除对释放居民改善性住房需求具有积极意义。不过,一方面,已出台政策仍主要侧重需求端解除前期限制而非加强刺激,“自发性”需求释放在节奏上可能偏慢和持续性上或将较短,反而是人口拐点带来的住房总需求下降逻辑将长期影响市场和居民预期。另一方面,结构上看,随着行业景气度的回落,低能级城市限购、限贷甚至落户等政策限制早已放宽,因此政策松绑对其直接影响也已较为有限。

图20: 30大中城市商品房成交面积

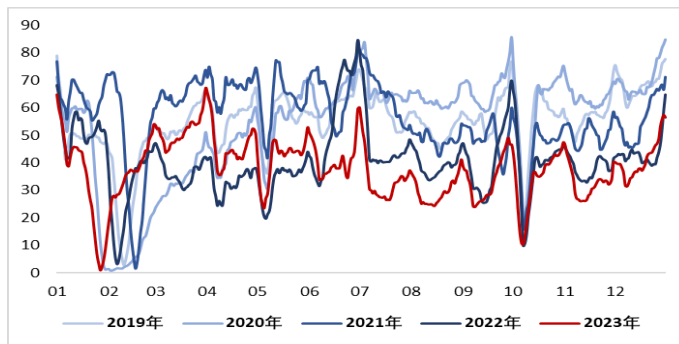
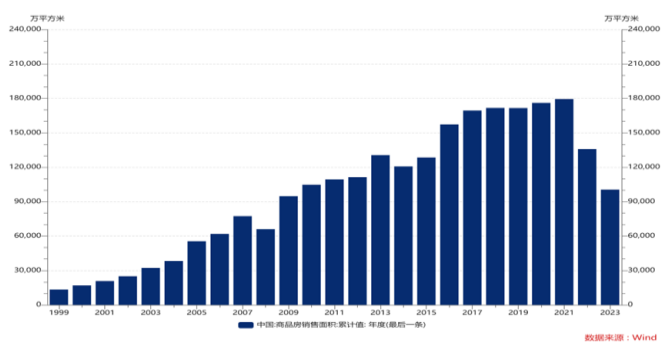


图21: 商品房销售面积累计值



数据来源: Wind、银河期货

另外上轮政策放宽期,即2014年下半年至2016年上半年,居民杠杆率仅约35%-40%左右,但截止今年三季度末,我国居民部门杠杆率已攀升至63.8%的高位。横向来看,虽仍低于美国(截止二季度末为73.7%)等部分发达国家,但考虑到我国居民部门可支配收入占GDP的比重远低于部分海外发达国家,国内居民部门实际债务压力可能反而更高,因此实际上继续加杠杆购房的能力也将受限,从而影响政策传导效果。

图22: 中美居民部门杠杆率对比

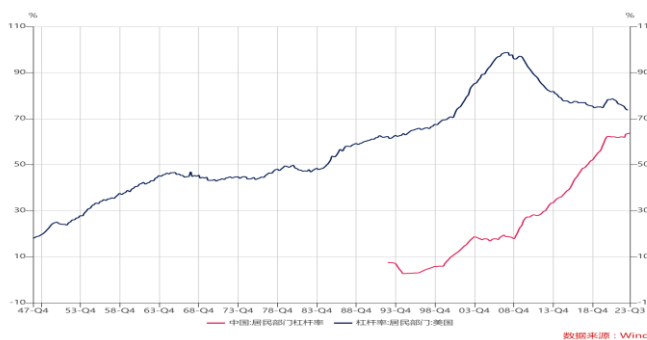
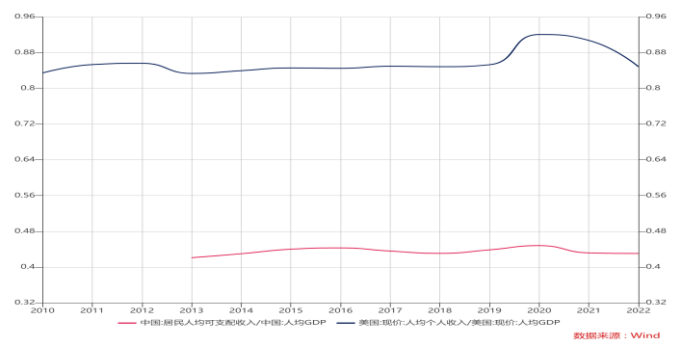


图23: 居民收入占GDP比例



数据来源: Wind、银河期货

其次,上文我们提及,随着出行的正常化,居民消费回升趋势得以明确。不过,2023年消费数据同比保持高增的重要原因在于特殊因素影响下的低基数效应。排除部分基数效应的影响,社会消费品零售总额两年复合同比增速的绝对水平并不算高,且边际上呈现逐步回落的趋势,截至11月社零两年复合同比仅+1.8%,其中商品零售两年复合同比更是仅有+1.0%。而从季调后社零环比增速测算的定基指数来看,当前居民消费也远未恢复至疫情前的趋势水平,回升斜率也较为平缓。

图24：社零两年复合同比增速

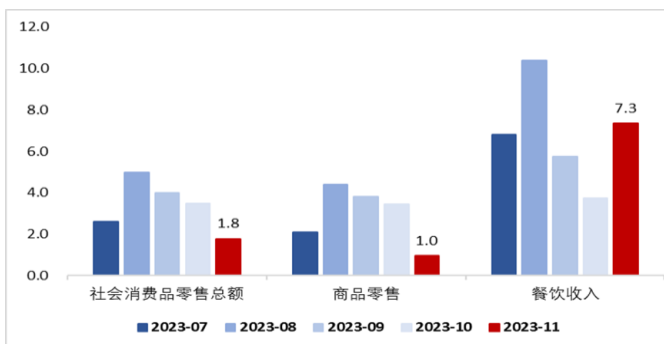
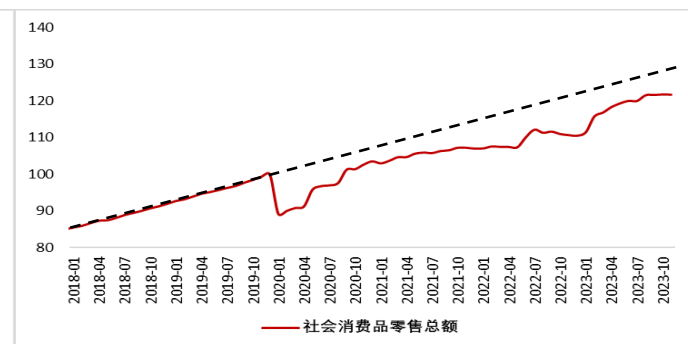


图25：社会消费品零售增长趋势



数据来源：Wind、银河期货

在2022年居民部门存在一定超额储蓄的情况下，随着疫情管控地放开，市场对2023年居民消费出现报复性反弹一度有所期待，但实际恢复强度不及年初预期。我们认为其中非常重要的原因之一在于，与海外诸多发达国家不同的是，我国城镇居民财富结构上，以住房为代表的不动产占比明显偏高，不同机构测算虽不尽相同，但大体在60%-70%左右。

地产下行周期中，房价大幅回落导致居民财富出现持续缩水。资产是弹性的，而负债是刚性的，居民部门资产负债表失衡可能会产生两个结果：一是直接压制了居民部门的日常消费欲望，并使其尽量减少非必要支出；二是降低了居民部门进一步增加负债的能力和意愿，即购房需求的下降。而居民购房需求减弱又反过来对房价形成了新的下行压力，负反馈循环使得地产需求可能偏离了实际应有的均衡水平，对居民消费支出的影响也是全方面的。

图26：二手房价格变化

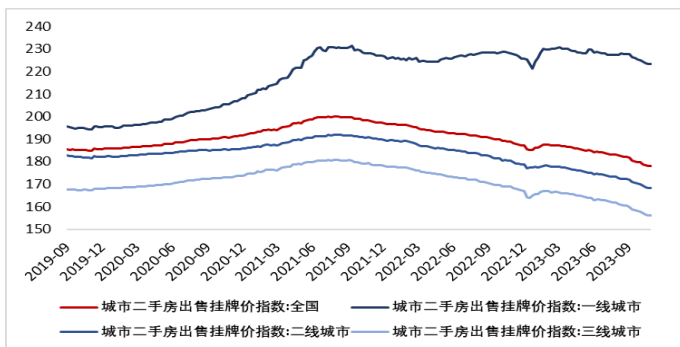
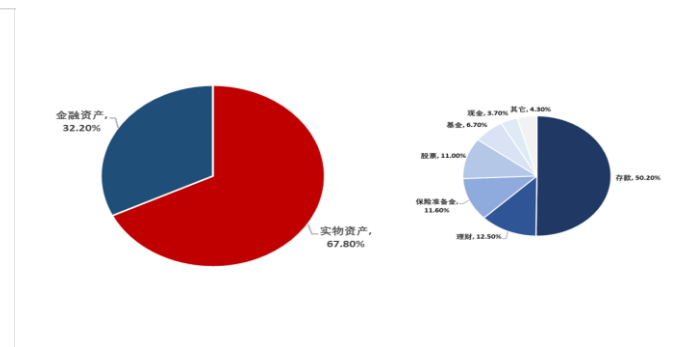


图27：我国居民财富结构



数据来源：Wind、银河期货

第三，房地产行业对于公共财政收支的影响同样巨大。传统“地产-基建”模式下，地方政府通过基础设施建设更新城市界面，并相应抬升了周边地价，再通过卖地收入反哺基建投资的低收益，从而实现可持续的循环。不过，随着房地产行业景气度的减弱，土地转让收入也出现大幅下降，并直接拉低了政府性基金收入。截至11月，国有土地使用权出让收入累计同比-17.9%，地方本级政府性基金收入累计同比-14.4%，均大幅负增。

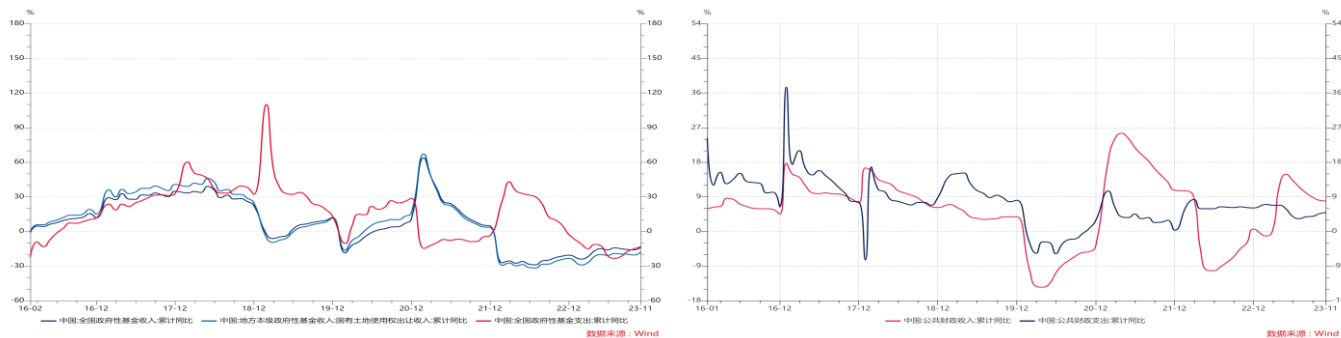
而由于房地产行业涉及的税种较多，包括契税、耕地占用税、城镇土地使用税、印花税、增值税、城市维护建设税、土地增值税、企业所得税、个人所得税及房产税等诸多项目，房地产持续低迷也对一般公共预算收入带来一定负面扰动。以和行业关联度较高的城镇土地使

用税、土地增值税为例，1-11 月累计同比分别仅为-0.4%、-15.1%。

此外，由于地方城投公司最主要的资产是手中持有的土地，土地价值的回落减弱了城投质押融资能力，进而影响了地方政府的综合财力并同样制约了地方财政的支出和偿债能力。实际上，在地产行业加速出清，土地财政难以为继的情况下，化解地方政府隐性债务，避免系统性风险的发生拥有更高优先级，而缩小收支缺口正是地方化债的重要途径之一。

图28：政府性基金收支

图29：一般公共预算收支



数据来源：Wind、银河期货

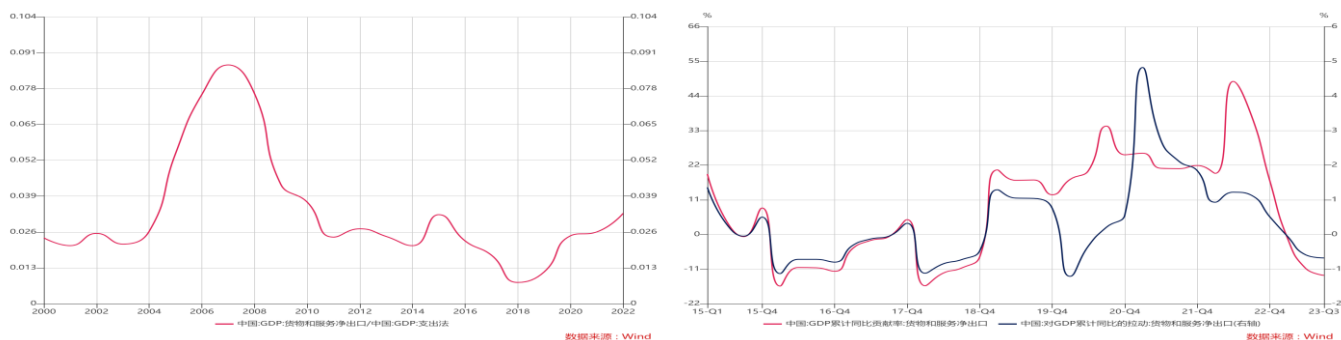
2.4. 外需弹性可能有限

以支出法测算我国 GDP 总量，净出口在“三驾马车”中占比最低，仅约 3%左右，但边际上却往往发挥了国内经济复苏火车头的作用。我们认为，2020 年疫情之后，正是欧美宏观政策扩张叠加全球供应链紊乱带动我国货物出口大幅高增，使得彼时国内经济修复动能相对较高。

不过，2023 年我国商品外贸规模有所收缩，对经济增长的贡献也明显减弱。截至 11 月，按海关总署口径，以美元计，我国货物外贸金额累计同比-5.6%，其中出口金额累计同比-5.2%，进口金额累计同比-6.0%。而统计局口径下，截至三季度，货物和服务净出口对国内 GDP 累计同比的拉动和贡献率也仅分别录得-0.68%、-13.0%。

图30：净出口占GDP的比例

图31：净出口对GDP累计同比的拉动和贡献率



数据来源：Wind、银河期货

内外周期错位，海外主要发达经济体货币政策持续处于紧缩状态压制外需释放是我国货

物出口承压的主因。历史数据显示，我国货物出口与全球制造业 PMI 保持较高的相关性，而后者又是西方传统需求国短端利率变化的滞后指标。与此同时，疫后以美国为代表的部分发达国家居民部门支出结构也发生一定变化，由商品逐步转向服务业消费，叠加地缘因素扰动下，美欧主导全球产业链重构，也均给我国出口带来额外的压力。

图32：全球制造业PMI与我国货物出口

图33：短端利率与制造业PMI

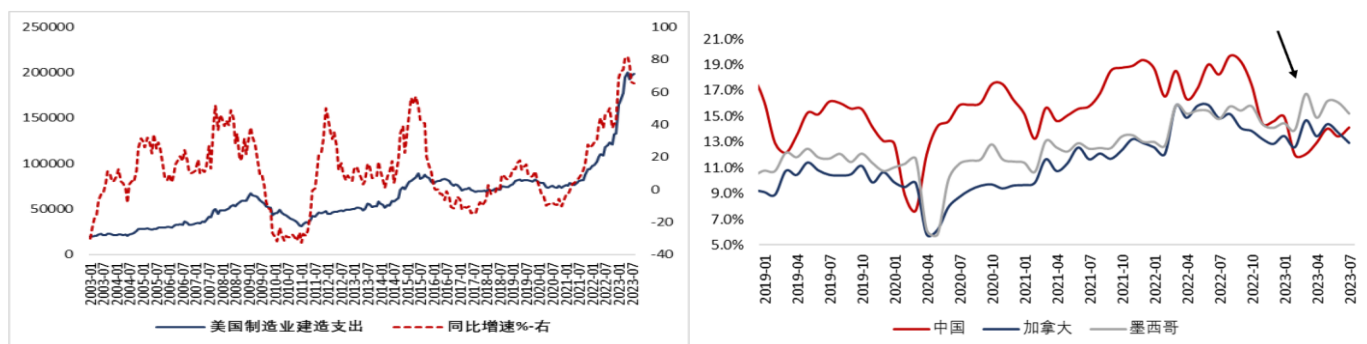


数据来源：Wind、银河期货

后续看，海外利率基本触顶，明年美欧可能将开启降息周期。但需要指出的是，一方面海外高利率环境，即偏限制性的政策或仍将持续较长的一段时间，且紧缩政策对需求的影响通常也存在滞后效应。实际上，12月议息会议后公布的利率点阵图和SEP中，美联储官员同时下调了对2024年政策利率中枢和美国经济增长的预期。另一方面，我们认为，地缘因素带来的负面影响也将长期持续，海外高端制造业回流，中低端制造业产业转移，将加大我国外贸端面临的不确定性。

图34：美国制造业建造支出

图35：美国货物进口金额不同来源国占比



数据来源：Wind、银河期货

3. 生产端韧性较强，通胀读数低位运行

与总需求相比，国内生产端韧性较强。1-11月，国内规模以上工业增加值累计同比+4.3%，其中制造业工业增加值累计同比+4.7%；与此同时，服务业生产指数累计同比也回升至+8.0%。作为制造业大国，生产端的韧性为整体就业的稳定创造了前提。官方口径下，2023年我国城镇调查失业率呈现逐步回落的向好趋势。

但从季调后环比测算的工业增加值定基指数来看,当前我国工业生产强度远高于疫情前的水平。此前这部分增量供给通过出口消化,但随着海外紧缩周期的开启和供应链的逐步恢复,外需回落且内需不振的情况下,总量供需不平衡的问题凸显。官方制造业 PMI 分项指标更直接的反映了这一点,今年以来制造业 PMI 生产指数基本处于扩张区间,而新订单指数绝大部分时间却位于荣枯线以下,供需正缺口始终存在。

图36: 工业增加值增长趋势

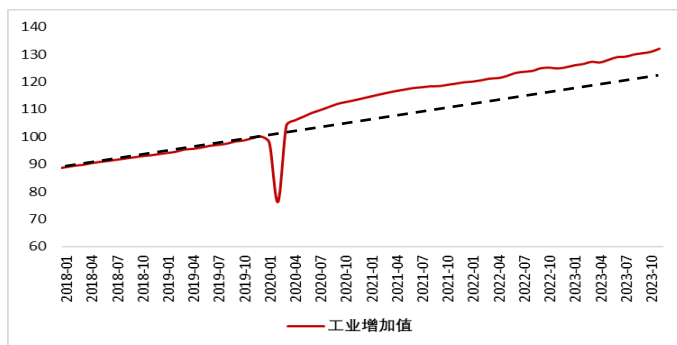
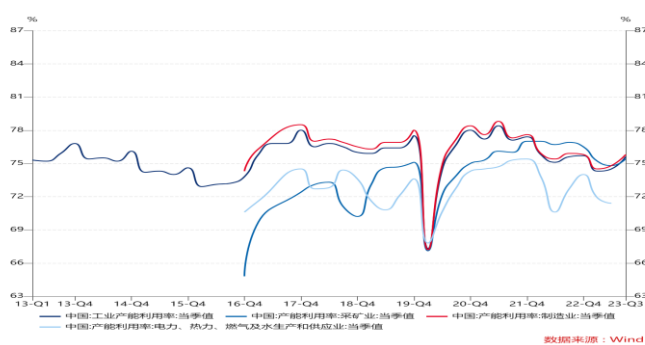


图37: 工业企业产能利用率



数据来源: Wind、银河期货

“供强需弱”格局持续使得价格指标有所承压,国内商品通胀读数始终处于低位徘徊。即便6月起,产业链低库存、海外供给扰动重现叠加汇率贬值等因素一度使得价格指标出现向上拐点,但在缺乏终端需求持续正反馈的情况下,“自上而下”的价格传导并未具有趋势性。截至11月,国内CPI同、环比均仅录得-0.5%,其中消费品同比-1.4%,环比-0.5%;而PPI同比降幅也再度走扩至-3.0%,环比同样重回负增,录得-0.3%。

图38: 非食品CPI与PPI同比

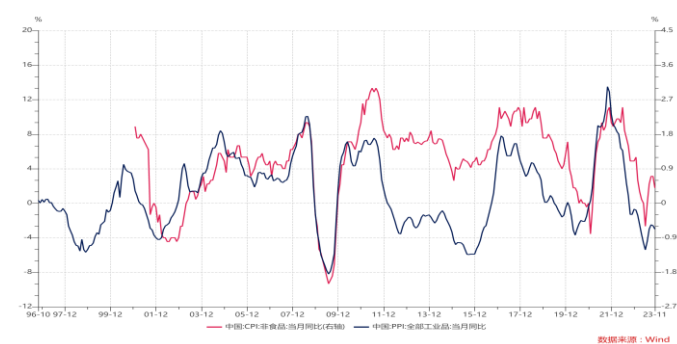
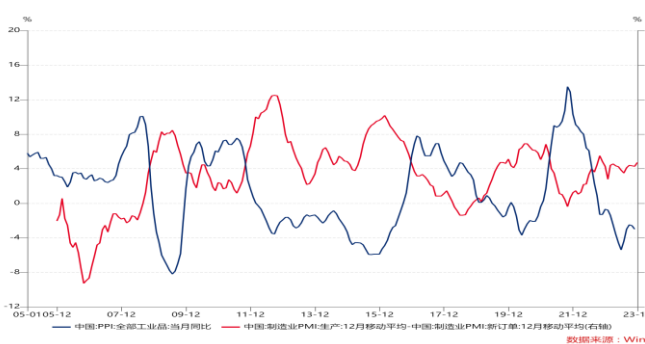


图39: 价格与供需缺口



数据来源: Wind、银河期货

通胀读数缺乏温和向上的弹性拖累了政府税收、企业营收以及居民收入等名义指标的修复效率,也增加了各微观主体面临的实际债务压力,进一步抑制了其支出意愿和能力。而考虑到国内CPI等通胀指标在构成中较少包含住房等资产价格的波动,我们认为,相关数据本身还一定程度上低估了国内当前实际面临的价格紧缩程度。

图40：工业企业利润来源拆分

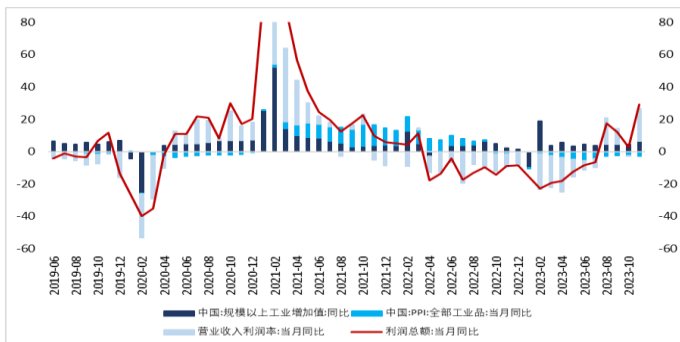
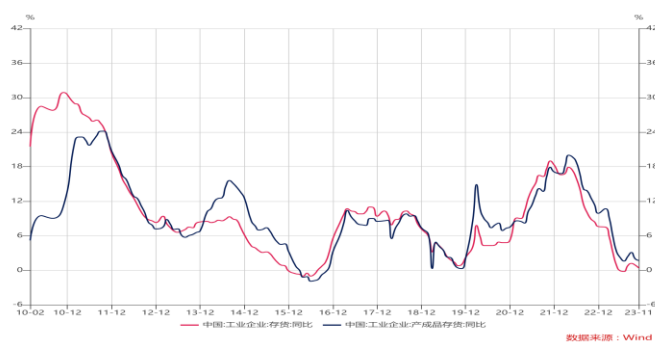


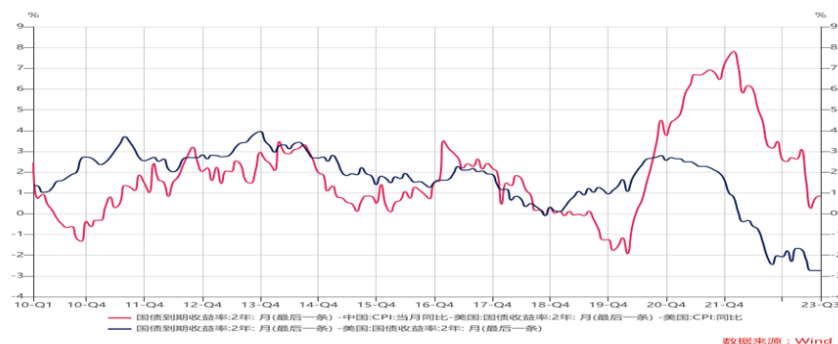
图41：工业企业存货同比增速



数据来源：Wind、银河期货

低通胀环境中，虽然中美名义利差深度倒挂，但国内实际利率水平并不算低，这抬升了居民储蓄意愿并压制了当期消费。在此情况下，国内政策利率调降的预期始终存在，因此基本面现状对债市较为友好。

图42：中美实际利差与名义利差（估算）



数据来源：Wind、银河期货

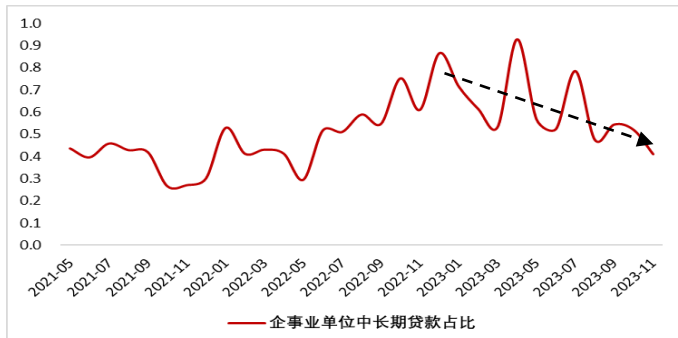
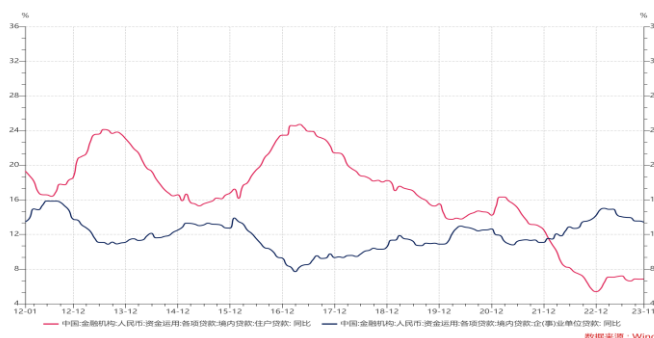
4. 私人部门信贷扩张放缓，居民储蓄意愿高涨

金融数据从侧面也印证了经济数据结构上的分化和“弱复苏”的现状。央行数据显示，截至11月末，国内各项贷款余额236.42万亿元，同比+10.8%。分不同部门看，境内住户贷款余额79.88万亿元，同比+6.84%，其中中长期消费贷款余额47.58万亿元，同比仅+2.02%，增速均处历史低点。边际上，11月居民中长期贷款新增2331亿元，排除去年低基数扰动，也显著低于近几年的同期均值。

11月末，企事业单位贷款余额154.53万亿元，同比+13.41%，表现好于居民部门，显示出整体而言当前资产负债表收缩尚未发生在企业部门，这释放相对积极的信号。但结构上，企事业单位新增贷款“票据冲量”现象仍常有发生，而与投资关联度较高的中长期贷款增速则出现连续回落迹象。

图43: 住户和企业部门贷款余额增速

图44: 新增企事业单位中长期贷款

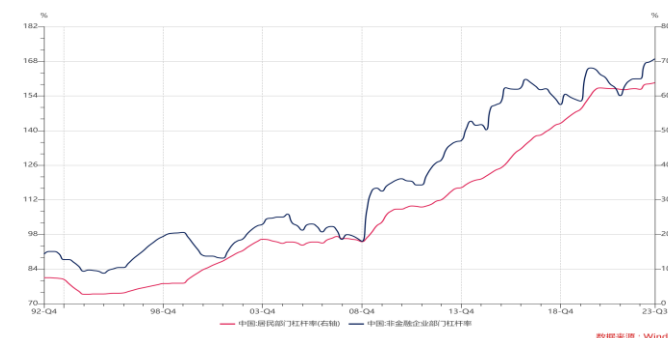
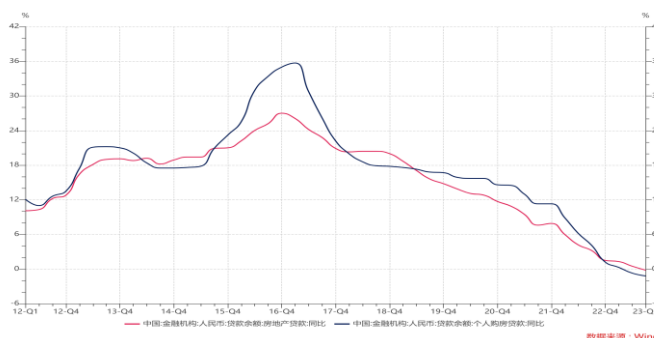


数据来源: Wind、银河期货

分行业看，房地产行业的低迷直接影响了私人部门的扩表意愿。截至三季度末，国内房地产贷款余额 53.19 万亿元，同比-0.2%，首度出现负增长。其中，个人购房贷款余额 38.42 万亿元，同比-1.2%，已连续两个季度同比回落。多年以来，以地产行业景气度上升，促进信用扩张的模式似乎已一去不返。

图45: 房地产贷款余额增速转负

图46: 居民和非金融企业杠杆率



数据来源: Wind、银河期货

而相较于贷款，私人部门，尤其是居民部门储蓄意愿仍高。截至 11 月，年内居民新增存款 14.69 万亿元，略低于去年同期。但去年疫情尚未结束叠加“债灾”导致表外理财大量回流表内存款，从而抬升了基数。若排除这一扰动，2023 年居民新增存款仍明显高于近几年同期 8-9 万亿元左右的规模，且 11 月前均创出同期历史新高。与此同时，更为值得注意的是，居民存款定期化趋势也较为明显，这也是 M1 不断向 M2 转化，M1 同比增速持续回落的最主要原因。截至 11 月，国内 M1 同比增速仅+1.3%，处历史极低分位水平。M1 持续走低，货币在居民部门有所沉淀，也与实体终端需求不足，通胀读数回落相互印证。

图47: 住户新增存款累计值

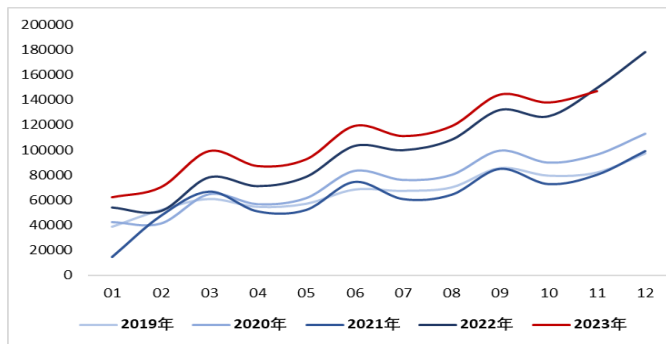


图48: 居民定期存款占比



数据来源: Wind、银河期货

图49: M2增长规模

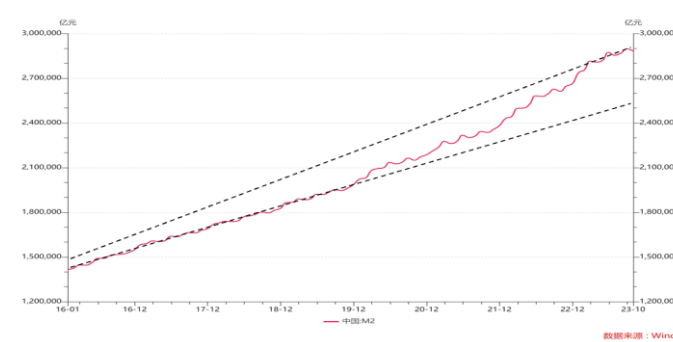
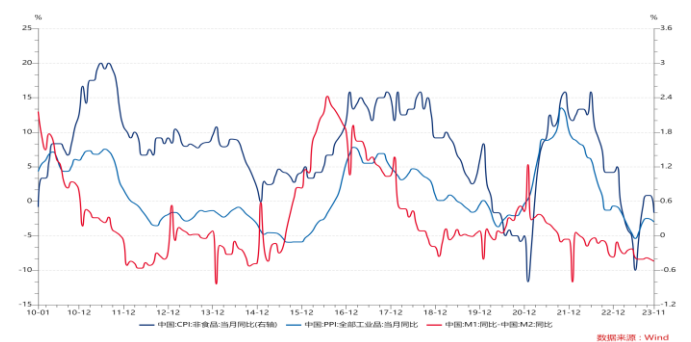


图50: “M1-M2”剪刀差与通胀读数



数据来源: Wind、银河期货

“宽货币”向“宽信用”传导受阻，叠加居民部门存款高增，大量资金淤积在金融体系内部，狭义流动性保持充裕，结构性“资产荒”持续，也从流动性角度为2023年，尤其是8月底前的债牛行情奠定了基础。

图51: 银存间质押回购利率

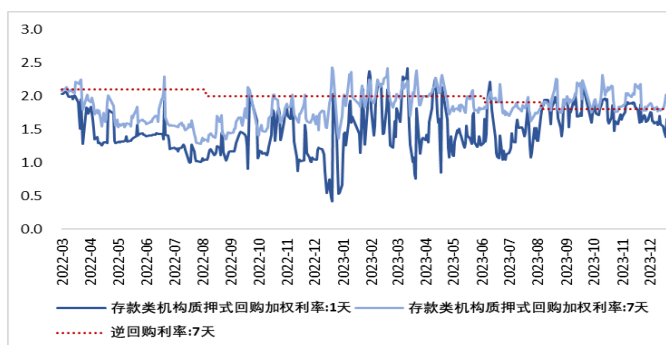


图52: NCD发行利率



数据来源: Wind、银河期货

5. 打破“债务-通缩螺旋”的政策路径猜想

私人部门和地方政府资产负债表受损，支出意愿和能力受限，而外部环境和需求又面临极大的不确定性，对总需求的拉动作用也有所减弱。“产强需弱”格局下，价格承压，抬升了国内实际利率和实际债务水平，又反过来进一步抑制了当期需求的释放。在此情况下，国内经济基本面的持续恢复需要宏观政策协同发力打破潜在的“债务-通缩螺旋”。

我们认为可能的宏观路径有两种，一是在私人部门支出不足的情况下，通过中央财政加码扩大总需求。财政支出力度的上升可能将重新推升 M1 增速。而若政府部门主导下的需求释放效应能够不断累积，并最终对价格有所提振，实际利率的回落将带动居民等私人部门需求恢复以及 M1 增速的进一步回升，从而摆脱当前低通胀的局面。另一个是在保持宏观流动性充裕的同时，通过大幅降低名义利率水平，直接压低国内实际利率，加快货币流通速度和 M2 向 M1 的转化，刺激居民等私人部门的需求释放，以及价格的回升。

就实际的政策路径选择而言，我们看到，8 月起包括新增专项债加速发行，特殊再融资债券重启，以及万亿国债增发落地等财政政策陆续发力，政府债券融资成为年内社融增长的重要支撑。截至 11 月，2023 年新增政府债券融资规模 8.67 万亿元，同比多增约 1.83 万亿，占社融总增量的比例升至 25.8%，也创出有记录以来新高。

而与之相呼应的是，央行并未如期通过降准这一对商业银行来说成本更低的方式来释放中长期流动性，而是通过两次大额超量续做 MLF 向市场投放基础货币的方式对冲国债增发等带来的流动性缺口，这意味着央行可能在有意抬升市场资金成本的下限。

其原因我们认为，一方面外部约束尚存，中美名义利率大幅倒挂使得资本外流压力不减；另一方面，政策面可能也在避免过低的价格导致资金出现过度套利和空转的情况发生。此外，广谱利率下行周期中，商业银行净息差通常存在持续收窄压力，这对其稳健经营形成挑战。截至三季度末，我国商业银行净息差已回落至 1.73%，其中国有大行净息差回落至 1.66%，均创出新低，且低于 1.8% 的监管合意水平。因此，避免广谱利率下行过快对稳定商业银行经营环境也具有一定积极意义。

后续来看，我们认为财政政策仍将是稳增长政策组合的核心，能否推动 M1 增速和价格的回升，关键在于债务可持续性约束下的“量”是否足够。四季度一万亿的国债增发相较于当前国内经济体量而言偏小，后续可能仍有加码空间，明年两会对于预算赤字和新增专项债额度的设定是重要的观察窗口。

而就货币政策而言，除在“量”上配合财政等政策发力外，考虑到当前通胀读数偏低且价格预期偏弱，我们认为外部约束缓和后，央行通过适度调降名义利率进而压低实际利率，从“价”上刺激货币活化和实体需求释放，推动经济实现良性循环的可能性也仍然存在。但幅度或将是相对有限的，从而制约国债收益率在当前低位的基础上，继续大幅下行的空间。

图53：政府债券融资占新增社融的比例

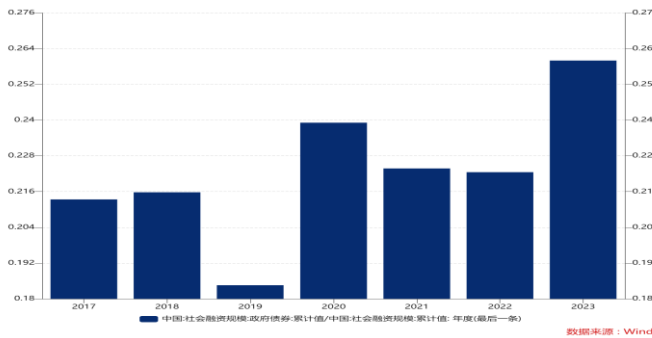
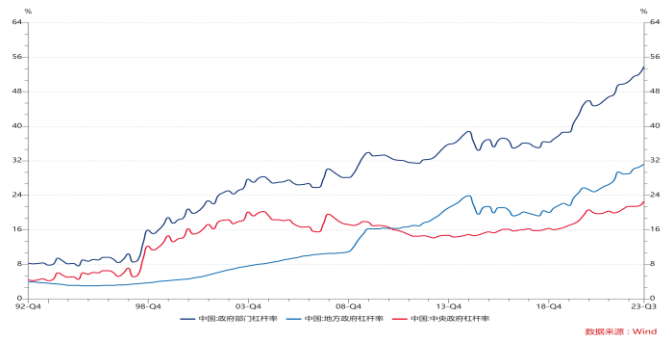


图54：政府部门杠杆率



数据来源：Wind、银河期货

图55：存款类金融机构准备金率

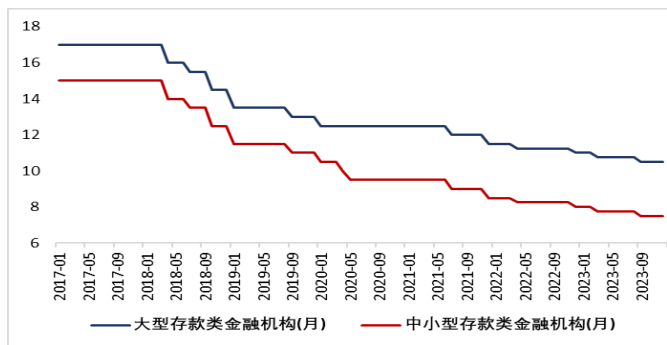
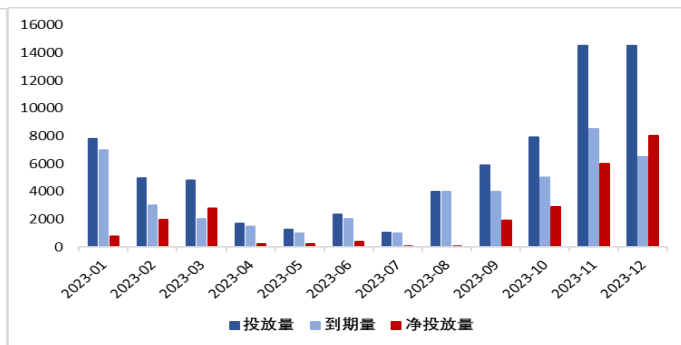


图56：MLF到期续做量



数据来源：Wind、银河期货

图57：政策利率与10Y国债到期收益率

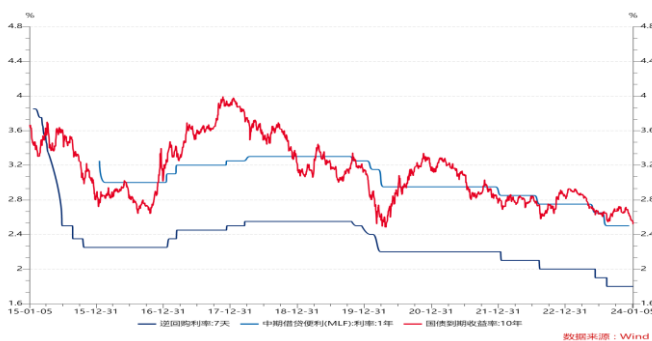
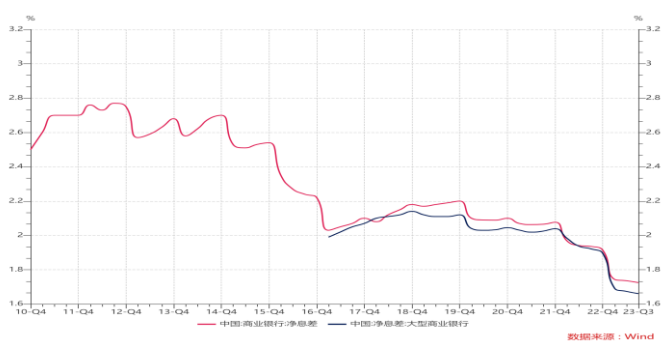


图58：商业银行净息差



数据来源：Wind、银河期货

此外，从重要会议的政策基调来看，年初“两会”着重强调高质量发展和经济结构转型，不过，随着“强复苏”的落空，进入下半年，高层定调也开始展现出一定灵活性。两个重要信号，一是7月下旬政治局会议通稿未提“房住不炒”，并在强调“适时调整优化房地产政策”的同时，再度明确了地产“三大工程”建设。二是12月的政治局会议和中央经济工作会议均出现“先立后破”的表述，这意味着短周期内，避免地产行业等旧增长模式出现过度

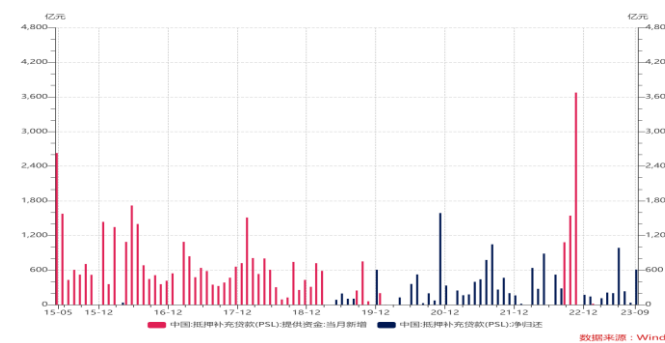
收缩，减少总量不平衡和债务风险暴露对长周期目标的约束同样重要。

在此情况下，我们认为地产政策持续优化的可能性也相对较高。当前需求端政策放松的实际效果相对一般，而投资端包括城中村改造在内的“三大工程”建设的部分具体细节，比如涉及拆迁的补偿方式等也尚未明确。但就目前央行释放出的信息来看，后续央行通过结构性货币政策工具，比如抵押补充贷款（PSL），配合财政为“三大工程”项目提供流动性支持的概率较高，政策落地的时间点可能在明年初两会以后。

需要指出的是，当前房地产行业处于持续出清状态的原因较多，但价格因素加剧了住户等待观望的心态，或使得部分需求释放有所滞后并偏离了应有的均衡水平。而虽然超大、特大城市城中村改造和以往棚户区改造在土地性质、改造范围以及项目周期上有着诸多差异，但相似点在于城中村改造同样可能创造一定刚性的增量住房的需求。财政、货币政策配合下，若这部分需求能够发挥引领作用打破等待观望的氛围，放大前期需求端政策转松的效果，则也将有助于房地产行业的逐步企稳和避免风险的持续扩大和外溢，进而也为地方政府化债创造适宜的环境。

图59：PSL净投放与净归还

表2：城中村改造与棚户区改造对比



项目	城中村改造	棚户区改造
改造对象	城市建成区范围内仍然保留的实行农村集体所有制和农村经营体制的地区	城市规划区范围内的棚户区
土地性质	集体所有	国家所有
涉及范围	超大特大城市（根据政策内容）	全国范围
补偿方式	尚未明确，房票安置，货币化安置均有可能	货币化安置
改造周期	一般2年以上，长至8-10年	一般2-3年

数据来源：Wind、银河期货

6. 权益市场的潜在影响

居民部门风险偏好较低，储蓄高增叠加传统信用派生模式受阻是结构性“资产荒”形成的重要原因。而政府债券发行提速后，随着债券供给增多，“资产荒”局面也相应出现一定缓和。不过，供给因素对债市的扰动往往是阶段性的，融资高峰过后，随着支出强度的上升，资金逐步回流或将重新带动狭义流动性的转松和债市走强。因此，我们认为“资产荒”能否发生实质改变，除了传统信用派生模式能否重新企稳外，还在于流动性是否能够更多的外溢至其它市场。

今年权益市场表现孱弱，对增量资金的吸引力也相对较低，这一点从偏股型基金发行规模持续走弱可见一斑，8月前国内“股债跷跷板”效应较为显著。8月后，政府债券发行放量带来的吸水效应明显，市场一度呈现“股债双杀”格局。但债券供给高峰过后，资金回流改善整体流动性，这也是我们阶段性同时看好2023年末至2024年初的股债行情的重要原因。

图60：新成立偏股型基金份额

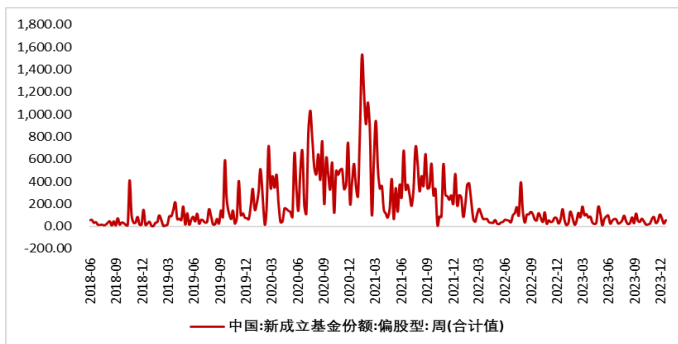
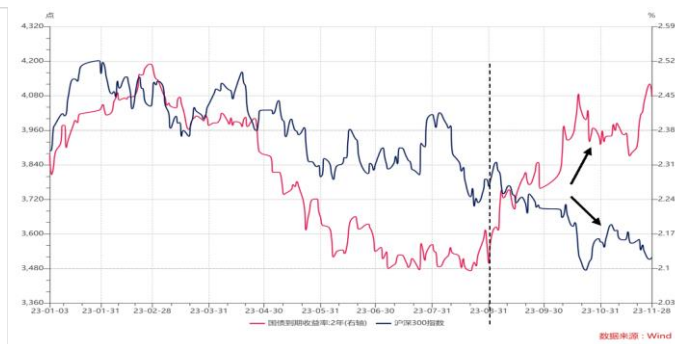


图61：股债“跷跷板”与股债“双杀”



数据来源：Wind、银河期货

不过，权益市场能否走出长牛，增加流动性外溢至其的规模，本质上，我们认为还是取决于需求（M1）和价格（CPI、PPI等）能否重回上行通道，进而带动分子端企业盈利的持续增长，而这目前来看，还存在一定不确定性。当然，从股债相对估值角度，随着国债收益率的走低，当前权益市场风险溢价处于历史较高分位数水平，投资性价比已相对较高。

边际上看，进入2024年，随着分母端美债收益率回落的可能性上升，国内稳增长政策组合下，只要分子端没有出现进一步恶化，我们认为权益市场有望迎来修复行情。相对偏低的估值带动资金流入增多，并形成赚钱效应，可能将一定程度上缓解债市面临的“资产荒”局面。

图62：权益市场风险溢价

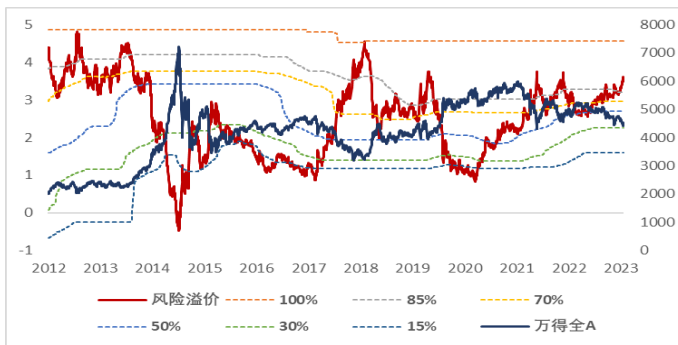
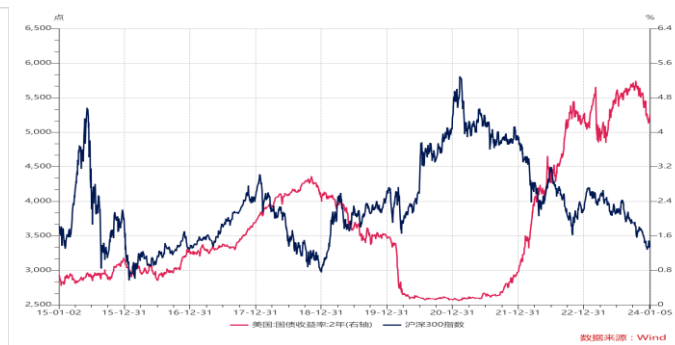


图63：美债收益率与沪深300指数



数据来源：Wind、银河期货

7. 后市展望

当前国内经济基本面延续温和复苏态势，房地产行业的低迷表现除直接对投资端形成较大拖累外，对居民财富和地方政府广义财政收入也带来明显扰动，进而影响居民部门消费意愿，以及企业、政府部门的相关支出。相较而言，国内生产端韧性较强，规模以上工业增加值高于疫情前的增长趋势，这虽然有助于稳定国内就业水平，但“产强需弱”格局延续，通胀读数持续处于低位徘徊，潜在的通缩压力对包括政府税收、企业盈利、居民收入等名义指标也均造成不利影响。而偏低的通胀读数还相应抬升了国内实际利率和债务水平，以及居民部门储蓄意愿，进一步抑制了终端需求的释放。

打破基本面负反馈循环需要宏观政策的协同发力。对于货币政策而言，除在“量”上配合财政政策、地产等产业政策外，通过调降名义利率，压低实际利率水平，刺激货币活化和终端需求释放也是重要的方向。市场对政策利率调降的预期始终较强，这对债市形成直接利好。

与此同时，当前居民储蓄意愿较高，存款定期化趋势明显，M1 存在向 M2 转化的趋势，相当一部分资金仍淤积在银行等金融体系内部，部分机构资产荒格局延续。而随着存款利率进入下行周期，虽然部分表内存款可能将逐步外溢至表外理财市场。但在投资者风险偏好尚未显著抬升的情况下，债券相关理财产品或仍是首选。在此情况下，收益率出现阶段性调整后，存在欠配压力的机构买入积极性也随之上升，使得收益率反弹幅度往往也较为有限。

不过，边际上看，我们倾向于认为财政和产业政策是后续宏观稳增长政策组合的核心，外部利差和内部息差压力将制约政策利率调降的空间，进而对国债收益率的下行空间形成约束。近期重要会议上“先立后破”的表述显示出政策层面的灵活度，我们认为不宜低估高层实现短周期总量基本平衡的决心。而若后续财政等政策力度超预期，潜在的债券供给增加和基本面修复预期改善可能将对债市形成新的利空。

此外，我们认为前期权益等部分风险资产的走弱更多是非基本面因素所致。当前权益市场风险溢价已升至历史高点，明年海外降息概率偏高，这将从分母端对权益市场形成一定驱动，若稳增长政策拉动下，明年国内需求（M1）、价格（CPI、PPI）等指标回暖带动分子端的企业盈利也有所恢复，权益市场有望走出修复性行情。而一旦市场风险偏好出现改善，债市欠配压力可能也将相应有所缓和。

综合来看，国内经济“波浪式发展，曲折式前进”，经济回暖仍需货币政策配合，叠加部分机构欠配压力，2024 年债市整体可能仍将偏强运行。但财政、地产政策加码稳增长同样是大概率事件，超调后的权益市场也有企稳回升的可能，内、外部约束尚存的情况下，国债收益率在当前低位继续下行的空间或将相对有限。因此，对债市而言，我们建议投资者保持偏多思路的同时，收益率回落至低位后需考虑及时止盈或利用国债期货对冲风险。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799