

东兴期货
DONGXING FUTURES

利率年报

专题研究报告

2023 年 12 月

利率

投资咨询部

利率中枢下移，债市慢牛延续

张希

投资咨询部经理

期货执业证书编号 F0283816

期货投资咨询证书编号 Z0010644

zhangxi@dxqh.net

观点要点：

- 2023 年利率债整体波动依旧较低，十年期国债到期收益率全年波动最大幅度 39bp，整体呈现债牛行情。四季度初稳增长政策持续加码，持续发行特殊再融资债，增发国债直接作用于投资等。年内投融资结构另一大特点是企业和居民存款定期化趋势延续，2020 年疫情以来定存比例持续增加，疫情结束后防御性存款势头也未减弱。居民户表现出较强的去风险特征，企业活化程度不足。
- 中美两国经济走势 2023 年呈现分化趋势，两国通胀承压方向不同导致货币政策背离，2024 年这种政策差异料逐步收窄，对人民币形成支撑。中美利差对人民币汇率具有很高的领先性，三季度中美利差保持倒挂且利差走阔，人民币明显承压，四季度美联储政策转向后利差逐步收窄。
- 国内货币政策具有相对独立性，但是美联储开启降息周期将缓解倒挂利差，对人民币汇率形成支撑，增加国内政策余量。未来指标方面社融、M1、贷款利率和民间融资利率需要提高关注，价重于量。预计 2024 年全年政策利率中枢小幅下降，市场利率中枢维持，货币政策维持中性偏松，预计 10 年国债收益率震荡区间 2.4-2.8%。

正文目录

一、年内债牛走势，利率偏低波动	3
二、经济修复动能偏弱，政府部门加杠杆托底	5
三、美联储加息周期结束，中美政策差异收窄	7
四、政策面及利率展望：利率中枢下移	9

图表目录

图表 1：十年期国债收益率呈下行趋势	3
图表 2：央行逆回购操作幅度加大	4
图表 3：央行对 MLF 进行续作	4
图表 4：央行年内全面降准两次	4
图表 5：年内 1 年期 LPR 降准两次	4
图表 6：年内货币政策及财政政策梳理	4
图表 7：年内经济前高后低，稳增长政策加码	6
图表 8：工业企业利润处于底部区间	6
图表 9：制造业缓慢修复	7
图表 10：物价数据处于低位	6
图表 11：四季度社融逐步回升	7
图表 12：M1 数据处于低位	7
图表 13：四季度政府融资占比抬升	7
图表 14：地方专项债占比持续抬升	7
图表 15：定期存款比例持续抬升	8
图表 16：政府部门持续加杠杆	7
图表 17：中美利差持续倒挂，幅度逐步收窄	8
图表 18：人民币阶段性企稳	9
图表 19：美联储联邦基金利率到达阶段性高点	9
图表 20：美联储经济预测概要（2023 年 12 月）	9
图表 21：中央经济工作会议要点	10
图表 22：利率走廊机制作用发挥	11

利率中枢下移，债市慢牛延续

2024 年海外政策趋势扭转，美联储开启降息周期将缓解深度倒挂的中美利差，对人民币汇率形成支撑，增加国内政策空间。指标方面社融、M1、贷款利率和民间融资利率需要提高关注，价重于量。预计 2024 年全年政策利率中枢小幅下降，市场利率中枢维持，货币政策维持中性偏松，预计 10 年国债收益率震荡区间 2.4-2.8%。

一、年内债牛走势，利率偏低波动

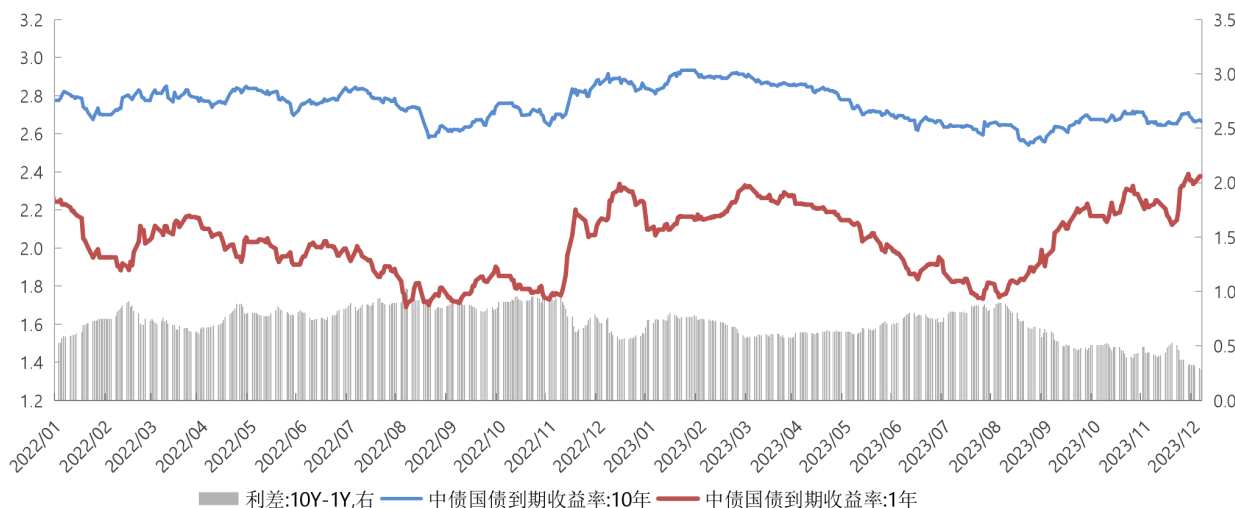
2023 年利率债整体波动依旧较低，十年期国债到期收益率全年波动最大幅度 39bp，整体呈现债牛行情，经历了三个阶段。

第一阶段为 1-2 月，这一时期市场延续了四季度政策放开以后经济修复的预期，数据层面终端消费以及信贷数据边际好转，资金需求增加，同时货币政策较为谨慎。10 年期国债收益率运行中枢在 2.89% 附近，处于阶段性高位。

第二阶段为 3-8 月，2 月下旬起高频数据显示经济恢复动能不足，3 月海外资产价格大幅波动，央行超预期降准，资金面逐渐稳定偏松。二季度制造业 PMI 持续位于临界点以下，地产以及消费数据不及预期，信贷需求放缓。货币政策放宽，央行 6 月、8 月两次降息提振债市情绪，带动收益率下行，10 年期国债收益率最低跌至 2.55%。其中，7 月末政治局会议定调，稳增长政策预期走强，债券收益率底部震荡。

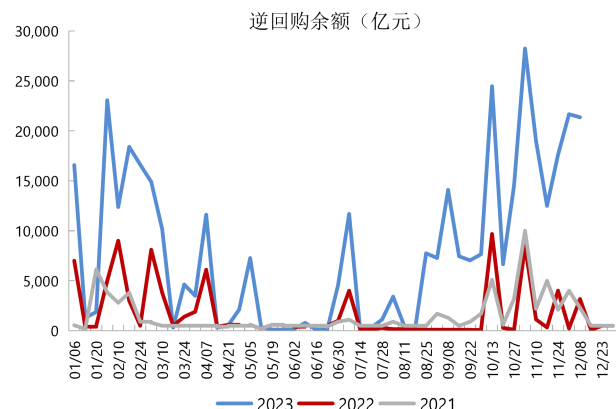
第三阶段为 8 月至 11 月，这一阶段中美利差维持在相对高位，汇率压力不减，除了一次降准以外，货币政策偏谨慎。经济景气水平继续回落，需求恢复基础明显不稳固。稳增长宽信用政策明朗，财政政策发力，专项债以及新增国债发行提速，供给迅速增加。这一阶段银行间流动性承压，资金对央行调节的依赖度很高，资金中枢上移，10 年期国债收益率运行回升至 2.65% 附近。

图表 1：十年期国债收益率呈下行趋势



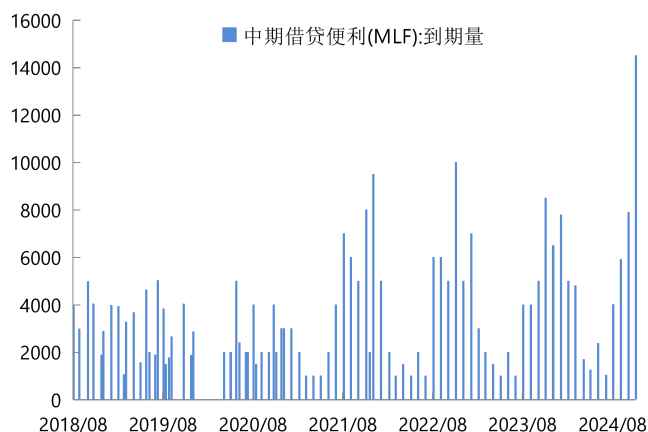
来源：iFind，东兴期货投资咨询部

图表 2: 央行逆回购操作幅度加大



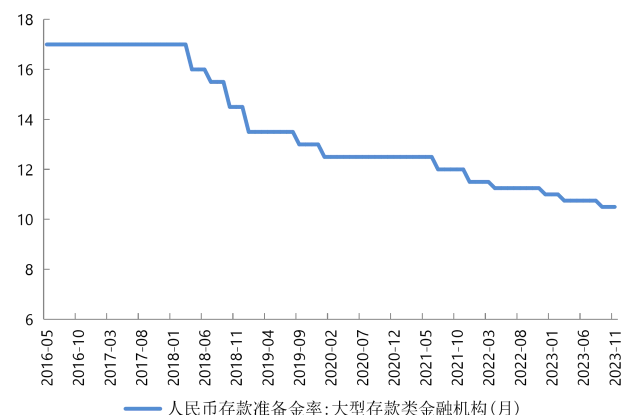
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 3: 央行对 MLF 进行续作



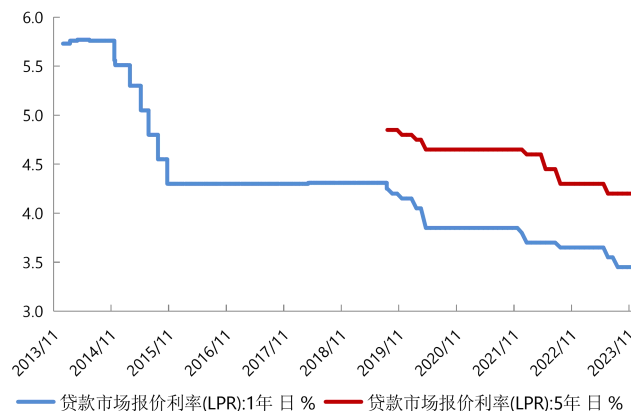
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 4: 央行年内全面降准两次



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 5: 年内 1 年期 LPR 降准两次



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 6: 年内货币政策及财政政策梳理

2023/3/17	公布降准 0.25 个百分点, 下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。	2023/3/5	2023 年拟安排赤字率 3%, 地方政府专项债 3.8 万亿元。
2023/6/13	下调 7 天期逆回购操作利率 10bp 至 1.9%。	2023/7/24	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。
2023/6/15	下调 MLF 利率 10bp 至 2.65%。	2023/8/22	中央计划允许地方政府发行 1.5 万亿特殊再融资债券, 以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等 12 个偿债压力较大的省份和地方偿还债务。
2023/6/20	下调 1 年期 LPR10bp 至 3.55%, 5 年期 LPR10bp 至 4.2%。	2023/10/6	特殊再融资债重启。
2023/6/30	增加支农再贷款、支小再贷款、再贴现额度 400 亿元、1200 亿元、400 亿元, 调增后额度分别为 8000 亿元、17600 亿元、7400 亿元。	2023/10/24	四季度增发 2023 年国债 1 万亿元, 财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元, 预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方, 今年拟安排使用 5000 亿元, 结转明年使用 5000 亿元。
2023/8/15	下调 7 天期逆回购操作利率 10bp 至 1.8%。下调 MLF 利率 10bp 至 2.50%。	2023/11/17	提前下达 2024 年度部分新增地方政府债务额度, 合理保障地方融资需求。

2023/8/21	下调 1 年期 LPR10bp 至 3.45%。		
2023/9/1	下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由现行的 6% 下调至 4%。		
2023/9/14	公布降准 0.25 个百分点，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%。		

来源：央行，财政部，东兴期货投资咨询部

二、经济修复动能偏弱，政府部门加杠杆托底

2023 年经济运行前高后低，年内投资端呈逐步放缓趋势，消费端趋于平稳。随着疫情政策放开，一季度终端消费回暖，数据普遍快速修复，投资数据在基建拉动下呈现年内高点，制造业保持扩张，出口订单集中释放数据超预期。二季度经济增速低于市场预期，地产数据持续下行，销售持续走弱，6 月房地产投资累计同比增速降至 -7.9%。同时，6 月社会消费品零售总额同比增速回落至 3.1%，6 月出口累计同比缩减 6.9%。7 月底政治局会议定调，明确当前经济运行面临新的困难挑战，国内需求不足，外部环境复杂严峻，并布局一系列稳增长政策，推进地方化债、地产政策放宽、降息、延续税收优惠、加快专项债发行等。三季度经济呈现筑底态势，除了地产数据拖累以外，终端零售回温，制造业数据略有好转。四季度市场聚焦补库议题，考虑到终端需求未有实质性的回暖，短期内难以出现需求拉动的补库。

从资金供需的角度来看，2022 年以来，社融增速持续低于 M2 增速。社融和 M2 口径有差异，在总量上大致可以分别代表资金的需求和供应。社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的全部资金总额，M2 是广义货币供应量。一般情况下如果社融增速相对更高，则往往反应资金需求较强，利率往往倾向于上升，如果 M2 增速相对更高，则往往反映资金供给比较充裕，利率通常存在下降趋势。今年四季度初稳增长政策持续加码，持续发行特殊再融资债，增发国债直接作用于投资等。四季度社融增速底部回升，与 M2 增速差值缩小。从分项来看，11 月社融同比多增主要来自政府债券融资，政府债券单月融资 1.15 万亿元，创历史同期新高，同比多增 4980 亿元。M2 口径下企业中长贷表现依旧偏弱，居民部门中长贷有所回暖。

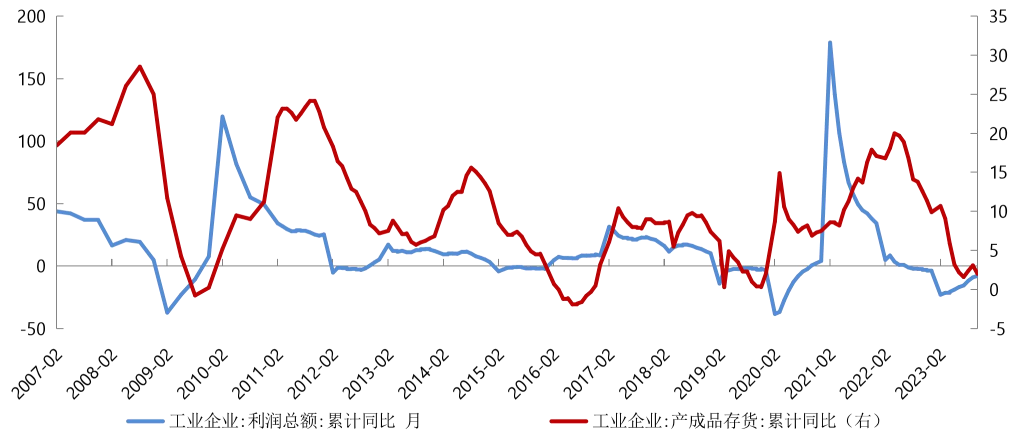
2023 年投融资结构另一大特点是企业和居民存款定期化趋势延续，2020 年疫情以来定存比例持续增加，疫情结束后防御性存款势头也未减弱。根据中资银行境内定存口径，三季度起个人定存占比已经超过 50%，居民户表现出较强的去风险特征。企业方面，年内 M1 增速持续下降，11 月 M1 同比增长仅 1.3%。M1 偏低也意味着企业对投资的需求不高，用较少比例的活期做资金周转，企业活化程度不足。

图表 7：年内经济前高后低，稳增长政策加码

指标名称	频率	单位	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
工业增加值	月	%	4.60	4.50	4.50	3.70	4.40	3.50	5.60	3.90	18.77	-9.79	1.30	2.20	5.00
当月同比	两年平均	%	4.80	5.40	4.35	3.75	4.15	2.09	1.26	4.45	15.75	-3.21	2.79	3.00	4.25
PMI	月	%	49.50	50.20	49.70	49.30	49.00	48.80	49.20	51.90	52.60	50.10	47.00	48.00	49.20
固定资产投资	月	%	2.90	3.10	3.20	3.40	3.80	4.00	4.70	5.10	5.50		5.10	5.30	5.80
累计同比	两年平均	%	4.34	4.49	4.49	4.54	4.94	5.09	5.74	7.18	8.80		5.00	5.25	5.95
房地产开发投资	月	%	-9.30	-9.10	-8.80	-8.50	-7.90	-7.20	-6.20	-5.80	-5.70		-10.00	-9.80	-8.80
当月同比	两年平均	%	-9.05	-8.55	-8.10	-7.46	-6.66	-5.61	-4.47	-2.60	-1.11		-3.07	-2.22	-1.12
基础设施建设投资	月	%	8.27	8.64	8.96	9.41	10.15	9.53	9.80	10.82	12.18		11.52	11.65	11.39
累计同比	两年平均	%	9.82	9.91	9.66	9.50	9.70	8.84	9.03	10.65	10.38		5.71	5.57	5.92
出口金额	月	%	-6.40	-6.10	-8.40	-14.50	-12.40	-7.10	7.30	11.40	-2.70	-11.60	-11.43	-8.90	-0.20
当月同比	两年平均	%	-4.15	-0.97	-1.52	0.09	0.90	3.82	5.28	12.62	1.43	4.43	3.34	5.20	12.41
进口金额	月	%	3.00	-6.20	-7.20	-12.40	-6.90	-4.60	-8.10	-1.70	4.50	-20.80	-7.14	-10.60	-0.70
当月同比	两年平均	%	0.82	-3.37	-3.94	-5.77	-3.62	-0.69	-4.10	-0.53	7.98	-2.14	5.43	8.35	9.16
贸易差额当月值	亿美元		565.28	775.79	678.15	805.97	707.21	663.94	869.67	783.87	127.63	937.37	719.82	692.48	852.66
社会消费品零售总额	月	%	7.60	5.50	4.60	2.50	3.10	12.70	18.40	10.60	3.50		-1.80	-5.90	-0.50
当月同比	两年平均	%	3.47	3.99	5.00	2.60	3.10	2.54	2.60	3.30	5.09		-0.07	-1.12	2.16
CPI:当月同比	月	%	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20	0.10	0.70	1.00	2.10	1.80	1.60	2.10
PPI:当月同比	月	%	-2.60	-2.50	-3.00	-4.40	-5.40	-4.60	-3.60	-2.50	-1.40	-0.80	-0.70	-1.30	-1.30
M2	月	%	10.30	10.30	10.60	10.70	11.30	11.60	12.40	12.70	12.90	12.60	11.80	12.40	11.80
同比	两年平均	%	11.05	11.20	11.40	11.35	11.35	11.35	11.45	11.19	11.03	11.19	10.39	10.43	10.24

来源：iFind，东兴期货投资咨询部

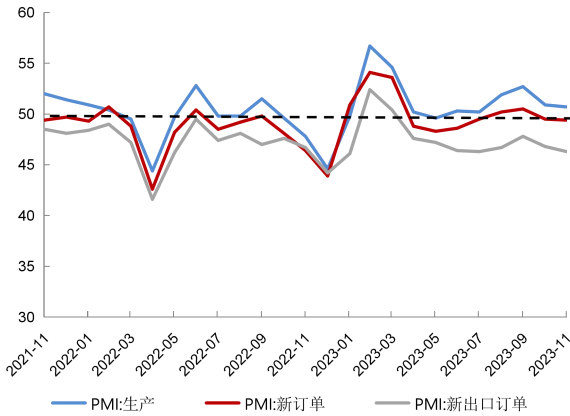
图表 8：工业企业利润处于底部区间



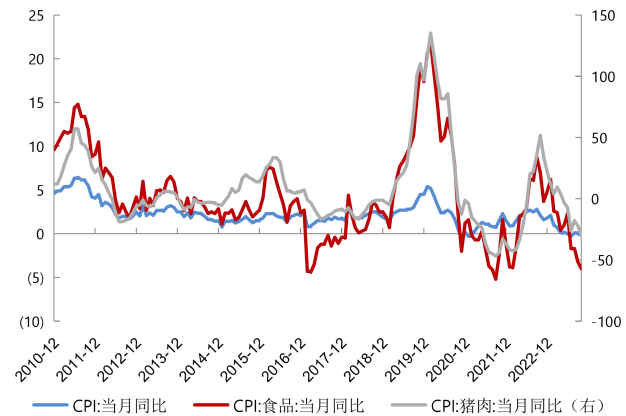
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 9：制造业缓慢修复

图表 10：物价数据处于低位

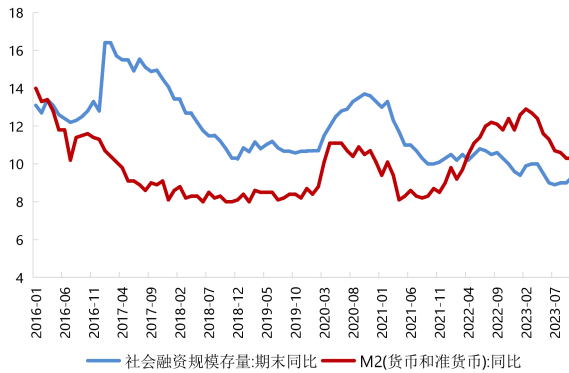


来源: Wind, 东兴期货投资咨询部



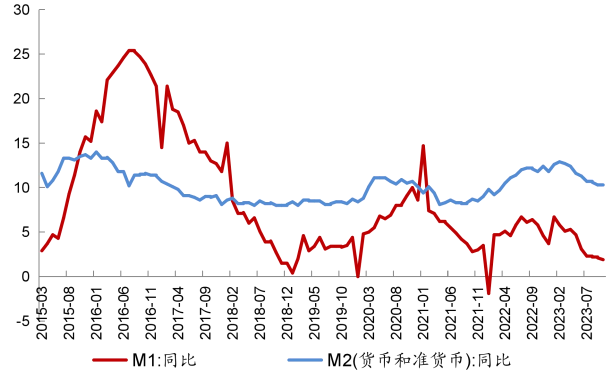
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 11: 四季度社融逐步回升



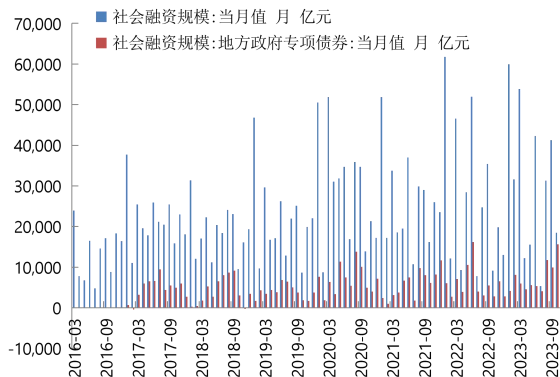
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 12: M1 数据处于低位



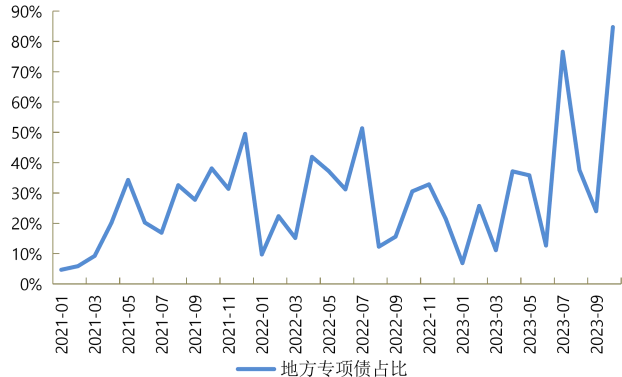
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 13: 四季度政府融资占比抬升



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

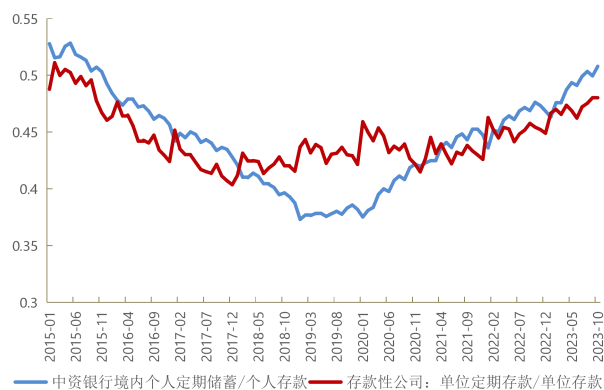
图表 14: 地方专项债占比持续抬升



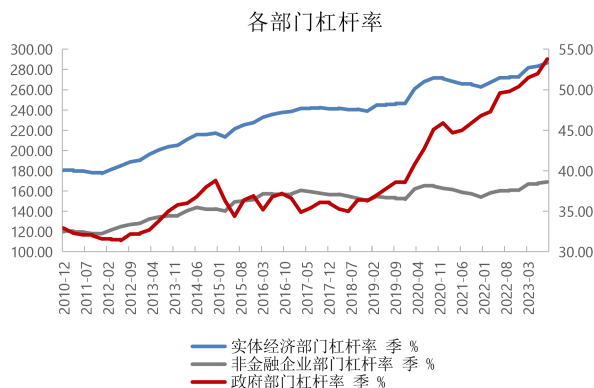
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 15: 定期存款比例持续抬升

图表 16: 政府部门持续加杠杆



来源：Wind，东兴期货投资咨询部



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

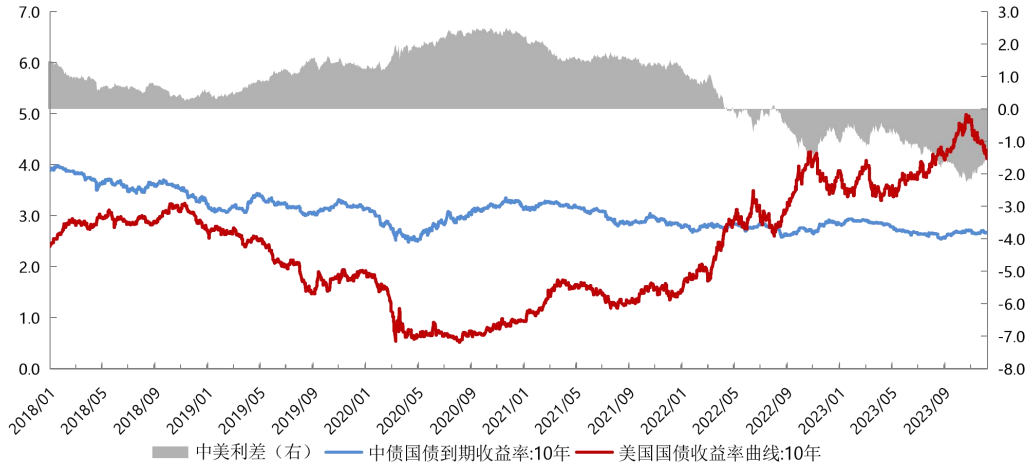
三、美联储加息周期结束，中美政策差异收窄

根据 IMF 发布的 10 月《世界经济展望报告》，2024 年全球增速预计将从 2023 年 3.0%（预测值）小幅下降至 2.9%，低于 3.8% 的历史平均水平（2000 年-2019 年）。全球通胀率整体将稳步下降，但是气候和地缘政治冲突限制大宗商品流动，影响粮食和能源价格。

12 月美联储议息会议结束后，美联储明年降息基本确定，美债收益率迅速下挫。美联储 12 月最新公布的经济预测概要显示，与 9 月时相比，美联储将 2024 年的 GDP 增速预期中值至 1.4%，将 2024 年的通胀预期、核心 PCE 价格指数下调至 2.4%。鲍威尔表示美国通胀已经取得切实的进展，政策利率已经达到或接近峰值。考虑到当前美国经济不论是消费、投资，还是制造业与非制造业活动均出现降温迹象，叠加政策利率水平已步入终点水平，预计未来 10 年期美债利率将持续趋弱运行。加息路径点阵图显示，预测联邦基金利率中值到 2024 年年末将降至 4.6%，意味着明年或将降息 75 个基点，最新的十年期美债收益率已经跌至 3.9%。

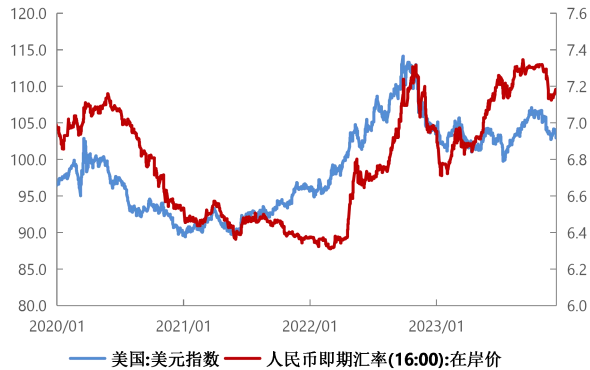
中美两国经济走势 2023 年呈现分化趋势，两国通胀承压方向不同导致货币政策背离，2024 年这种政策差异料逐步收窄，对人民币形成支撑。中美利差对人民币汇率具有很高的领先性，三季度中美利差保持倒挂且利差走阔，人民币明显承压，四季度美联储政策转向后利差逐步收窄。

图表 17：中美利差持续倒挂，幅度逐步收窄



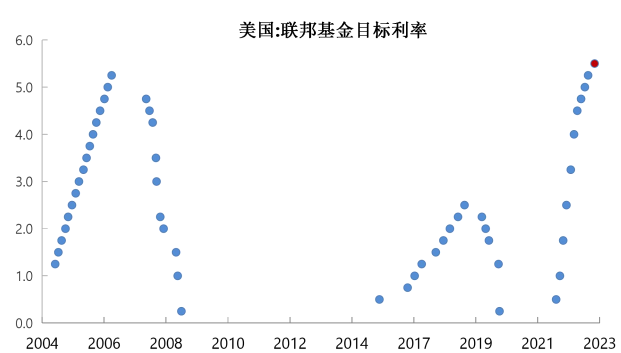
来源: iFind, 东兴期货投资咨询部

图表 18: 人民币阶段性企稳



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 19: 美联储联邦基金利率到达阶段性高点



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 20: 美联储经济预测概要 (2023 年 12 月)

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

来源: FED, 东兴期货投资咨询部

四、政策面及利率展望：利率中枢下移

四季度中央金融工作会议以及中央经济工作会议依次召开，对 2023 年经济形势以及下一阶段政策方向进行了明确。2024 年财政政策仍将发力稳定经济，政策性银行进一步扩表。一方面增加实体增量融资需求，另一方面继续化解地方债务风险。受制于财政收入空间以及赤字率的控制，整体财政规模或与 2023 年接近。10 月末 1 万亿增发国债已经发行完毕，其中 5000 亿元结转至 2024 年，预计财政赤字对应的资金规模为 5 万亿元左右，较今年略增长。

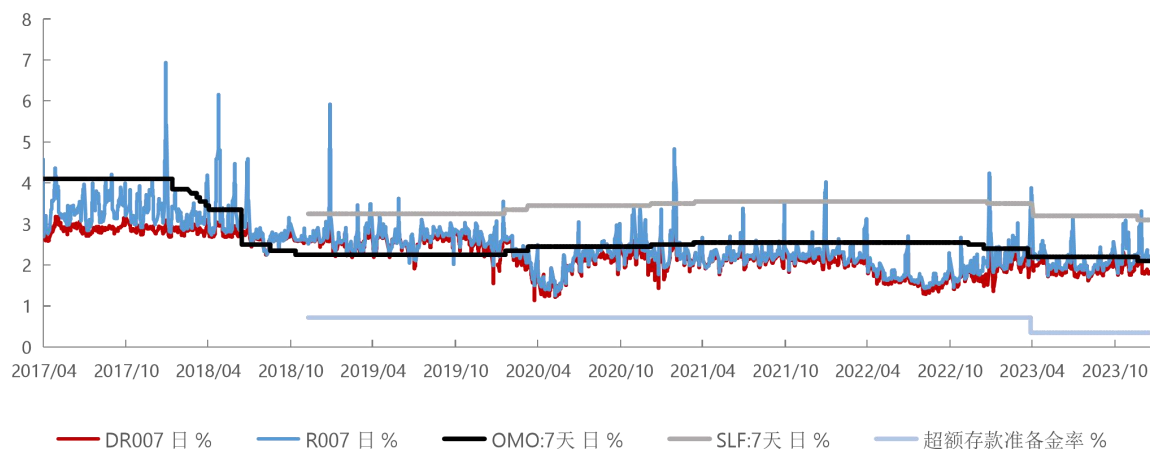
就全球市场而言，国内货币政策具有相对独立性，但是美联储开启降息周期将缓解倒挂利差，对人民币汇率形成支撑，增加国内政策余量。会议提出要提高资金使用效率，与央行 3 季度货币政策执行报告提出的关注存量贷款的持续效用相一致。指标方面社融、M1、贷款利率和民间融资利率需要提高关注，价重于量。考虑到年初为信贷投放高峰而实体融资需求实际不足，一季度降息的概率较高。另外针对货币使用效率不足，降准和公开市场料配合阶段性补充资金缺口。预计 2024 年全年政策利率中枢小幅下降，市场利率中枢维持，货币政策维持中性偏松，预计 10 年国债收益率震荡区间 2.4-2.8%。

图表 21：中央经济工作会议要点

	2023	2022
经济判断	进一步推动经济回升向好，需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足，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。综合起来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。
总体目标	明年要坚持稳中求进，以进促稳，先立后破，强化宏观政策逆周期跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合。	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
货币政策	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 ，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微数字经济等方面的支持力度， 促进社会综合融资成本稳中有降 。	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和 社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 。
财政政策	积极的财政政策要适度加力提质增效。要优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障，落实好结构性减税降费政策，增强财政可持续性，兜牢基层三保底线。党政机关要习惯过紧日子。	积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。

来源：新华社，东兴期货投资咨询部

图表 22：利率走廊机制作用发挥



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。