

## 驶于无人区 须校对方位

### 往期精彩研报：

《市场有望恢复活跃——交易商协会采访解读》

《乐观展望，审慎操作——7.30 政治局会议速评》

《南华期货 2024 年国债下半年展望：含章未曜，债牛未止》

高翔

投资咨询证号：Z0016410  
gaoxiang@nawaa.com

南华研究院

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 核心观点：

- 在维持现有宏观框架的同时，我们四季度重点关注增量政策的落地情况。其中货币方面尽管“924”以后年内的想象空间基本消失，但较大的 MLF 到期和债券发行压力下货币政策依旧会维持支持性的立场。而由于货币乘数增长难以完全对冲货币供应量的下行，通过新的政策工具增加基础货币势在必行。
- 财政方面，已公布财政赤字中国债发行进度较慢，预计未来三个月加力提速。而从宏观杠杆率的历史走势和边际表现来看，中央政府依旧有较大的发力空间，但考虑到当前的时间节点，未来即便有增量财政政策出台，落地时间也大概率会放在明年。
- 对于债市来说，中期维度来看，宽松的整体环境是我们认为不会出现大拐点依仗，但考虑到未来促进经济循环的政策会成为主导，年内债券市场最大的行情或已结束。阶段性的行情需要关注资金利率以及风险偏好的边际动向。十年期国债收益率预计在 1.9%-2.15% 之间运行。
- 短期行情方面，“924”后风险偏好大幅抬升，情绪瞬间过热，逆风操作风险较大，宜暂时观望。从收益率水平来看，9 月 26 日盘后十年期活跃券 240011 最高升至 2.095%。而 8 月央行卖债一波到位后的高点为 2.27%，考虑到 20bp 的降息，近期的利率水平具备配置价值。

---

**风险提示：**增量政策力度不及预期，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。

---

## 目录

### 章节

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1. “旧规则”在无人区依旧有效 .....   | 2  |
| 1.1 利率忠于基本面 .....        | 2  |
| 1.2 利率风险是主要利空 .....      | 3  |
| 1.3 货币先行 .....           | 4  |
| 2. 存量博弈：天平倾斜 .....       | 6  |
| 2.1 基本面跟踪 .....          | 6  |
| 2.2 怎么看当下的长端利率风险？ .....  | 8  |
| 3. 新增边际：利好落地与蓄势待发 .....  | 10 |
| 3.1 支持性的货币政策 .....       | 10 |
| 3.1.1 外部改善 .....         | 10 |
| 3.1.2 双降落地后的货币政策展望 ..... | 11 |
| 3.2 财政空间如何 .....         | 13 |
| 3.2.1 计划内赤字进展如何 .....    | 13 |
| 3.2.2 从宏观杠杆率看空间 .....    | 14 |
| 4. 趋势判断 .....            | 17 |

## 目录

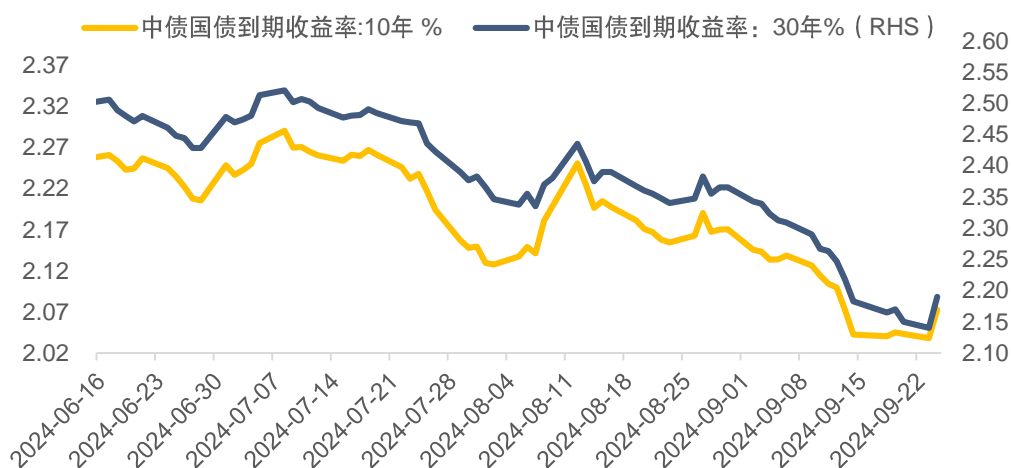
### 图表

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1：三季度国债收益率继续回落 .....      | 1  |
| 图 1.1：三季度债市回顾.....          | 3  |
| 表 1.1 央行与长端利率 .....         | 3  |
| 图 1.2：资金中枢小幅下移.....         | 5  |
| 图 2.1：经济循环指标 .....          | 6  |
| 图 2.2：周期划分与官方景气值同步性较高 ..... | 6  |
| 图 2.3：存款增速回落 .....          | 7  |
| 图 2.4：M1 滑坡.....            | 7  |
| 图 2.5：关注景气指标 .....          | 8  |
| 图 2.6：被动补库延续 .....          | 8  |
| 图 2.7：曲线牛陡 .....            | 9  |
| 图 3.1：FED9 月点阵图 .....       | 10 |
| 图 3.2：8 月初人民币日元同步走强 .....   | 11 |
| 图 3.3：基础货币成分（亿元） .....      | 11 |
| 图 3.4：央行资产负债表.....          | 13 |
| 图 3.5：货币乘数支撑总量 .....        | 13 |
| 图 3.6：国债发行节奏 .....          | 14 |
| 图 3.7：专项债进展较快.....          | 14 |
| 图 3.8：宏观杠杆率.....            | 15 |
| 图 3.9：年内各部门变化.....          | 16 |
| 图 3.10：GDP 平减指数.....        | 16 |

截至9月25日，中债十年期国债收益率估值收报2.07%，较6月底下行约13bp。国债期货方面，超长端合约依旧领涨，各期限来看，截至9月24日收盘两年期主力合约结算价102.364，较6月底上涨0.39%；五年期主力合约收报105.07，较6月底上涨1.02%；十年期主力结算价106.64，较半年末上涨1.21%，三十年期主力收报114.5，区间涨幅4.47%。

三季度利率市场继续走牛，十年期国债收益率震荡下行，连续突破2.2%和2.1%两大关键点位，截至9月25日十年期活跃券240011收至2.05%附近，十年与三十年期国债期货主力合约接连创下新高。可以说，对于当前的债券市场和国债收益率，每往下走一步都是新的历史。而新高行情给投研也带来了新的挑战——利率定价的“锚”没有了。因此，在失去参照的情况下，我们希望通过主线追溯和逻辑推演来找到利率市场的方向。

图 1：三季度国债收益率继续回落



资料来源：ifind、南华研究

## 1. “旧规则”在无人区依旧有效

国债由于其本身报价的特殊性以及其作为无风险利率的标尺作用，在价格方面的“可对照性”会更强于其他大类资产。举例来说，分析师通常会将历史上收益率水平相近的时期进行对比，来试图观察当下的环境定价是否合理。然而，当收益率来到“无人区”后，历史对比复盘的作用就明显降低。过度强调“新高”的概念会导致行情判断偏离基本框架，以价值投资作类比：高估值从来都不是卖出的理由，估值高于内在价值才是。同理，利率水平低也不能成为看空债市的逻辑。

我们回溯三季度债市的交易主线，并试图回答以下两个问题：三季度行情主线能否延续至四季度？以及未来有哪些新的变量可能主导行情？

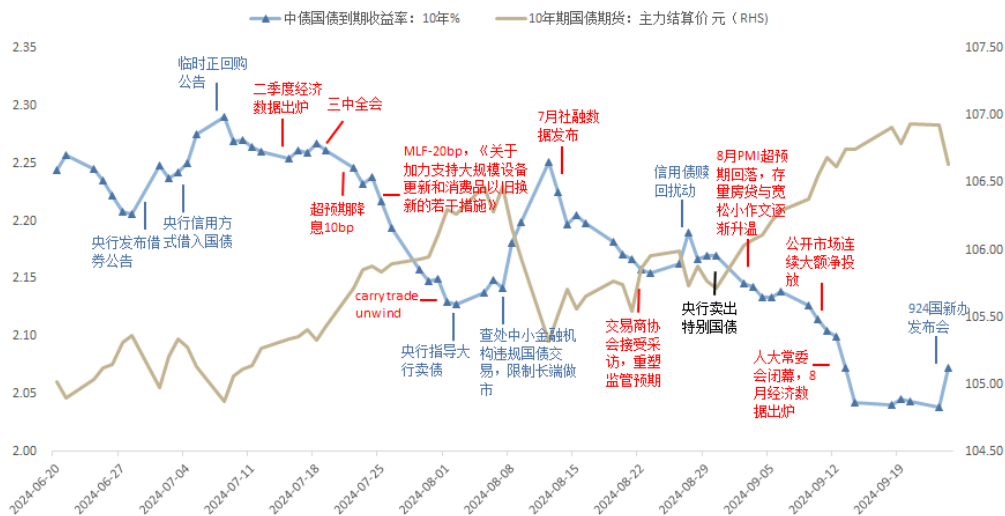
### 1.1 利率忠于基本面

回顾三季度，国债收益率先后出现两轮主要的下行趋势，第一轮从7月中旬开始到七月底结束，累计下行幅度约16bp，第二轮从8月中旬开始一直延续到9月下旬，累计下行幅度超过20bp。从推动利率下行的诸多因素来看，基本面始终是最重要的部分。这里的基本面不仅仅指经济数据，还包括政策预期、流动性等受经济预期影响较大的方面。换言之，即便监管层对于利率风险的警示对市场造成了比较大的扰动，但行情最终还是遵循利率市场的底层框架运行。具体来看：

在7月初央行防控长端利率风险措施正式落地后，市场情绪始终偏弱，直到7月中旬二季度经济数据公布后这一情况才有所转变，这也是第一轮利率下行的开端。除此之外，彼时更多目光还是放在二十届三中全会的召开结果上，而会议公告中并没有出现市场更关注的短期刺激手段，基本面预期进一步朝悲观方向演绎。后续随着降息的超预期落地以及MLF补降20bp等货币政策发力，流动性预期改善之际，利率快速下行形成第一轮趋势行情。

第二轮行情依然由数据驱动，8月13日央行公布7月金融信贷数据，其中人民币贷款规模收缩，M1同比增速进一步下滑，利率也由此开始回落。当然，八月中旬债市再度走牛跟央行监管措施转松有关，但央行的政策态度本身就是基本面的一种反馈形式。随后利率一路下行颇为顺畅，到8月下旬受信用债赎回压力的影响有所调整。但随着央行公开市场连续大额净投放呵护流动性预期，恐慌情绪被迅速平复。进入九月后，政策加码预期再度升温，其中关于存量房贷利率调整以及相应的货币政策应对是主要方向。9月中旬后8月经济数据继续支撑牛市，10年期利率下行突破2.1%。

图 1.1：三季度债市回顾



资料来源：ifind、南华研究

我们从两个角度来思考这两轮下行趋势。首先，从行情驱动来看，利率下行过程中都伴随着数据端或者预期端持续的利好，而这些利好都来自基本面。其次，从行情的终点来看，政策预期的变动或者说来自监管的压力是主要原因。例如第一轮行情终止是因为 8 月初海外事件导致利率失速下行从而引发了央行进一步的利率管控。综上，从三季度的两轮利率下行趋势来看，以基本面预期和流动性预期为主的“传统框架”依旧是债市的主要驱动。

## 1.2 利率风险是主要利空

在半年报中我们曾提到，有两重风险是央行着重关注的，其一是非银流动性从过度充裕到回表期间可能会引发的风险。另外就是中小银行持仓过于集中的利率风险。其中前者目前有所减弱，但后者依旧是央行在防风险层面的核心关注之一。在行情回顾中也可以发现，央行为了预防长端利率风险所采取的一系列措施，成为了三季度几轮利率大幅回调的原因。

表 1.1 央行与长端利率

| 时间 | 具体内容  |
|----|---|
| 三月 | 3.7 省联社指导卖出长债   |
| 四月 | 4.3 一季度央行货币政策例会上明确，在经济上行过程中，也要关注长期利率的变化。——“同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。” |
|    | 4.9 央行与三家政策性银行座谈，讨论了长期限利率债市场形势——“我国宏观经济长期向好的基本面没有改变，当前经济正在稳步恢复，长久期资产的利率风险值得关注。”。          |

表 1.1 央行与长端利率

|    |      |   |
|----|------|---|
|    | 4.23 | 《金融时报》发文，其央行有关部门负责人在接受采访时再提“长债风险——“当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上“安全资产”的缺失，随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升”。                                  |
|    | 4.25 | 央行《人民日报》再刊文，金融行业要树立正确的经营观、业绩观和风险观，既看当下，又看长远，不贪图短利，不急躁冒进，不超越承受能力而过度冒险，坚持稳健审慎经营   |
|    | 4.28 | 华东某省央行地方分行对部分农商行进行窗口指导，要求农商行聚焦主业，压降杠杆的同时，降低债券久期   |
| 五月 | 5.10 | 一季度货币政策执行报告专栏 4，《如何看待当前长期国债收益率》——“固定利率的长期债券久期长，对利率波动比较敏感，市场投资者会更为关注长期债券投资的利率风险，坚持审慎理性的投资理念，防范投资行为过于短期化可能带来的损失。我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的...” |
|    | 5.17 | 人民银行有关部门负责人接受《金融时报》采访——“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”   |
|    | 5.30 | 传央行回复路透社问询称“高度关注当前债券市场变化及潜在风险，必要时会进行卖出低风险债券包括国债操作”  |
| 六月 | 6.12 | 央行行长潘功胜在人民日报头版发文：推动中小银行回归本源和主业，推动各类金融机构在规模、结构、区域布局上更加合理。  |
|    | 6.14 | 中国金融时报：随着非银机构对债券等资产的配置，未来非银主体的流动性还会逐步回归常态，这也容易带来债券市场的重复定价。  |
| 七月 | 7.1  | 央行：决定与近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作   |
|    | 7.13 | 金融时报：《疯抢国债，也是对经济的“唱空”》  |
|    | 7.17 | 央行调研银行机构，控制杠杆和利率风险  |
|    | 7.23 | 传大行被指导禁止买入 5Y 以上债券  |
| 八月 | 8.5  | 央行指导大行卖出 240011，尾盘收益率蹿升 5bp；限制长债做市  |
|    | 8.7  | 交易商协会查处部分中小金融机构利益输送等违规行为，利率债“四小龙”江苏常熟农商行、江南农商行、昆山农商行和苏州农商行接受自律调查  |
|    | 8.13 | 传 7Y 以内利率债配置盘回复正常买卖，大行盘后集中卖出 7Y   |
|    | 8.16 | 央行设置激进投资机构名单，按月通报   |
|    | 8.21 | 交易商协会接受采访：“一刀切”也是对央行意图的误读   |

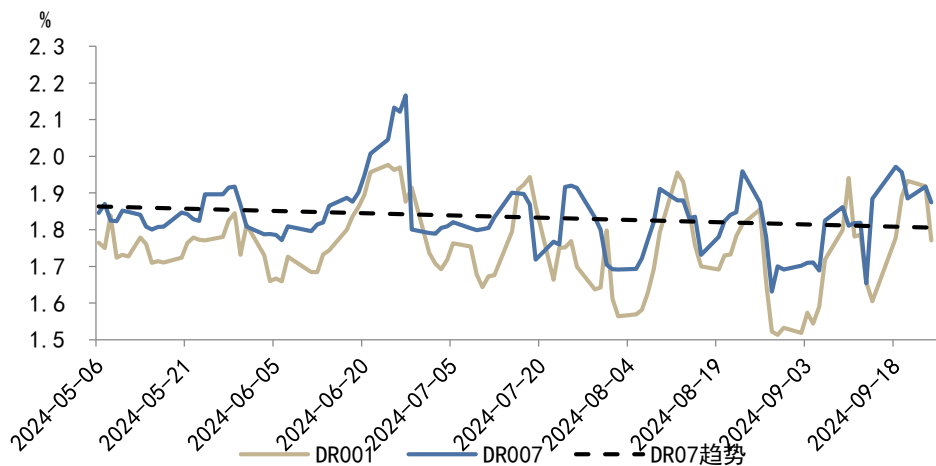
资料来源：南华期货整理

### 1.3 货币先行

从政策角度来看，三季度落地的宏观政策中以货币政策为主，其中包括2次降息，合计下调政策利率30bp，以及50bp的降准。（其中20bp降息和降准为9月24日国新办发布会宣布，报告撰写时未公布具体落地时间）至于其财政以及需求刺激政策落

地的规模相对有限，因此对于投资者而言，相比增长预期的扭转，流动性以及货币政策预期更加坚定，这样的政策组合也是债市维持强势的主要原因。

图 1.2: 资金中枢小幅下移



资料来源: ifind、南华研究

我们从存量与增量两个视角来展望四季度行情。复盘过后，我们知道三季度债市的主线是基本面引导的宏观和政策预期以及防风险政策之间的博弈，或者说是市场与监管层面的角力。那么未来这两条主线是否发生变化就成为了一条重要线索。

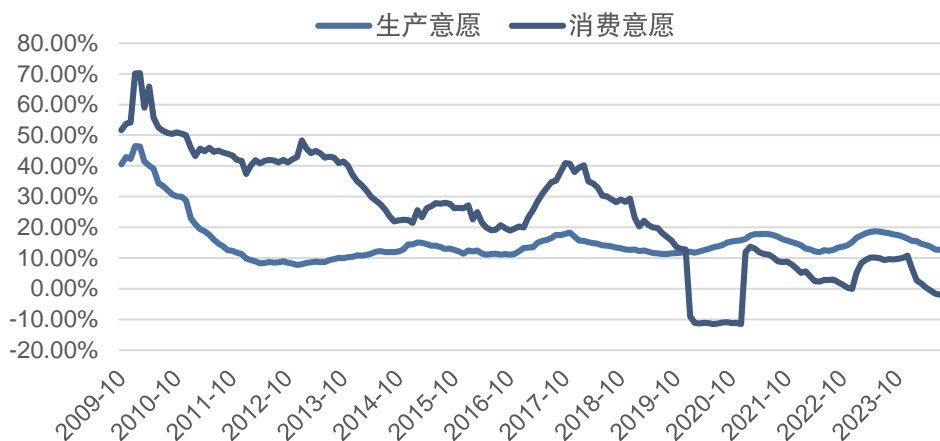
## 2. 存量博弈：天平倾斜

### 2.1 基本面跟踪

我们需要继续跟踪基本面的边际变化，主要关注三个方面：

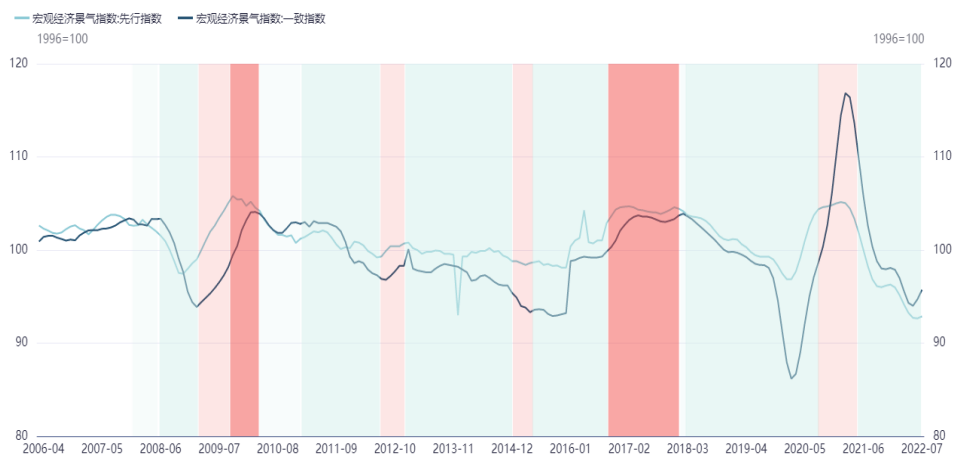
其一是宏观周期指标，我们基于宏观经济运行循环框架建立了包括生产意愿、消费意愿等在内的周期指标。从历史回顾情况来看，该系列指标在定义宏观周期时与统计局发布的经济指标有较高一致性，划分结果准确率较高。对于行情来说，周期指标偏右侧，适合作为验证工具以及用来决定大类资产配置方向，在及时性上存在一定欠缺。

图 2.1：经济循环指标



资料来源：ifind、南华研究

图 2.2：周期划分与官方景气值同步性较高

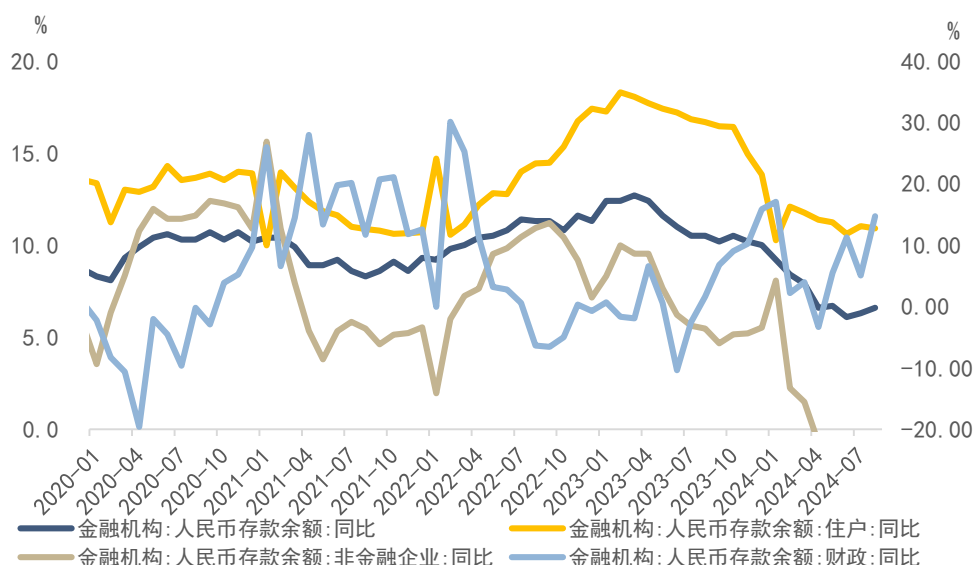


资料来源：ifind、南华研究

其二我们关注社融信贷方面的指标，具体关注新增存贷款等实体部门资产负债表相

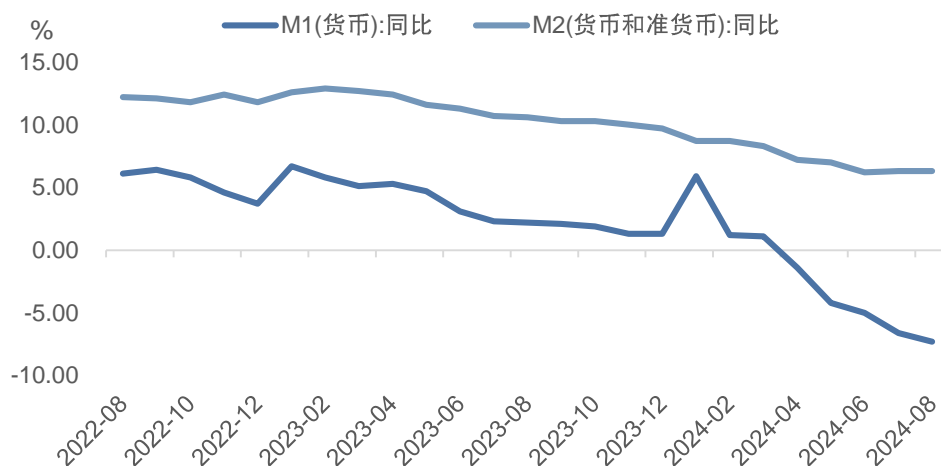
关的流量指标。今年新增人民币贷款规模多次不及预期，7月更是自2005年以来首次出现负增长，加上居民部门存款增速的持续回落，其体现的就是居民部门提前还贷、企业降本增效等压缩资产负债表的行为，9月24日国新办发布会公布了一系列稳实体部门预期的相关举措，后续需要关注上述指标的变化。另外，我们认为M1指标依旧有较高的追踪价值：在4月禁止手工补息，高息存款大量流出曾经导致了M1增速大幅滑坡，但事后证明不论是资金出表还是企业活化资金的减少都只是宏观环境的映射，禁止手工补息只是改变了这一必然进程的斜率。最后，企业与居民部门的存款增速差反应实体修复进度，同时从走势上对于PMI也存在一定领先性，我们作为前瞻指标进行跟踪。

图 2.3: 存款增速回落



资料来源：ifind、南华研究

图 2.4: M1 滑坡



资料来源：ifind、南华研究

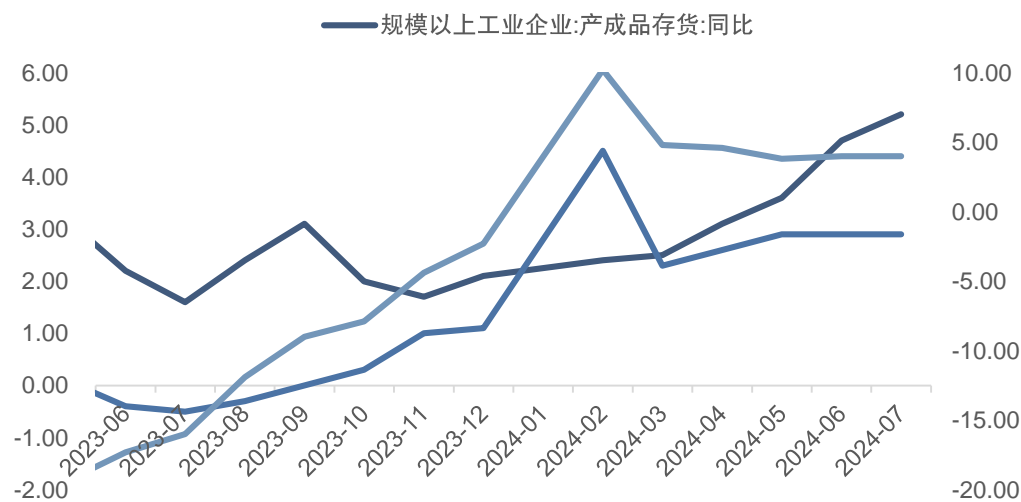
图 2.5: 关注景气指标



资料来源: ifind、南华研究

最后，依旧关注库存周期轮动情况。受出口景气度回落的影响，工业生产在三季度持续走弱，此前一直具有支撑效应的制造业投资增速也有所下滑，这与库存周期相关指标的表现相匹配。工业企业营收增速良俗三个月维稳，但利润同比较一季度读数明显回落，而库存则是持续积累，被动补库延续。

图 2.6: 被动补库延续



资料来源: ifind、南华研究

## 2.2 怎么看当下的长端利率风险?

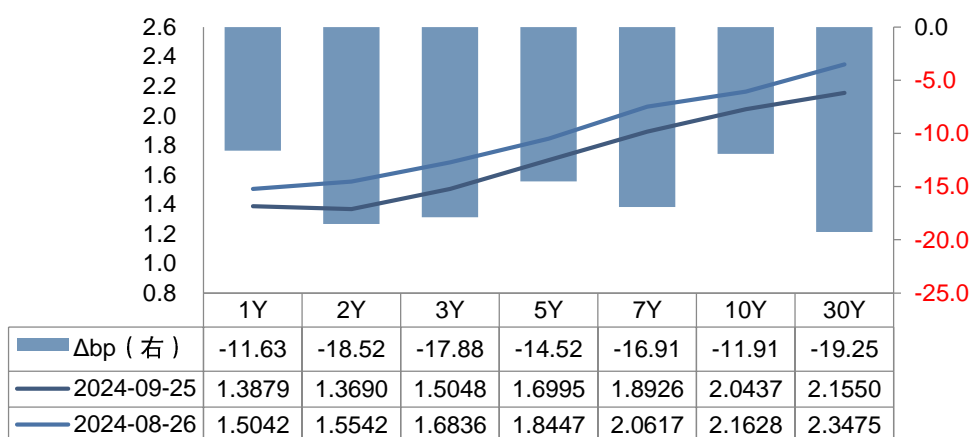
关注利率风险的底层逻辑的观察货币政策制定过程中对于稳增长和防风险的权重分配，在 8 月 21 日交易商协会接受采访的内容发布之后，我们认为政策权衡的天平倒向稳增长一端。

从态度来看，采访提到“一些金融机构在央行提示风险后，又从一个极端走向另一个

极端，“一刀切”地暂停了国债交易，这既是其风险管理能力弱的体现，也是对央行意图的误读。”信号意义较为明确。而从收益率曲线来看，随着近期收益率曲线持续走陡，目前10-2国债利差已经来到70波附近，在近三年的走势中属于97%分位以上，属于相对高位。因此央行继续通过二级市场买短卖长调控曲线形态的动机也暂时消失。

对于四季度，我们认为利率风险依旧是央行关注的内容之一，9月24日潘功胜行长在宣布政策大宽松之余同样提到了利率风险在风险管理中的重要地位，“目前，国债收益率曲线作为重要的价格信号，还存在远端定价不充分、稳定性不足等问题。”但增量政策全部落地前，预计不会有相关动作。另外，收益率曲线形态也是观察央行是否有可能再次出手的重要标志。

图 2.7：曲线牛陡



资料来源：ifind、南华研究

### 3. 新增边际：利好落地与蓄势待发

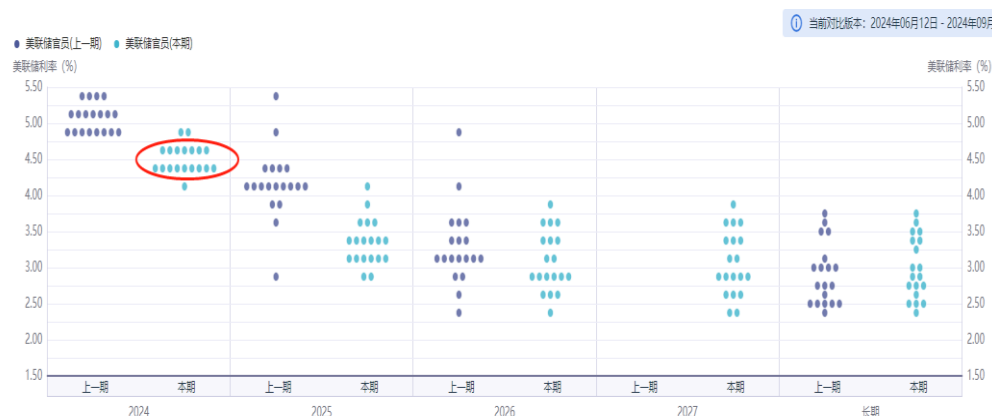
#### 3.1 支持性的货币政策

##### 3.1.1 外部改善

时来天地皆同力。

相比2023年9月，今年同期的货币环境和政策空间出现了翻天覆地的变化——我们从年初开始就一直等待的，全球货币政策周期共振终于到来。9月美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率区间下调50bp至4.75%—5%，同时点阵图中位数较6月进一步下移，暗示年内还有1-2次降息。

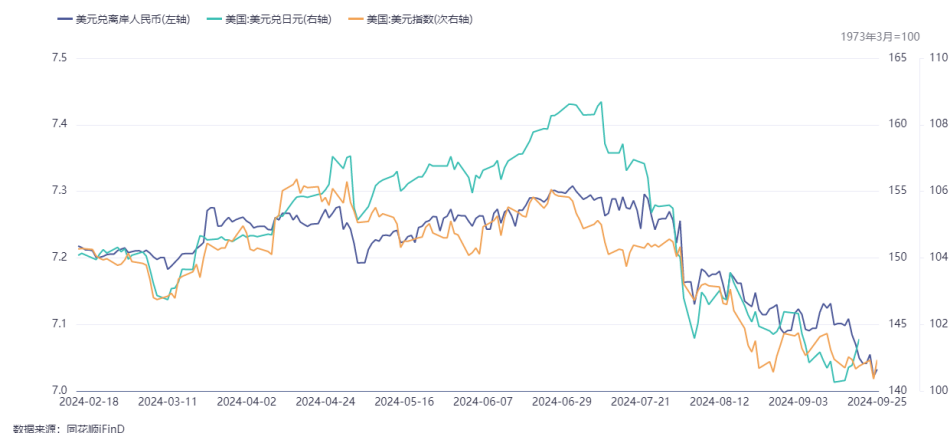
图 3.1：FED9 月点阵图



资料来源：ifind、南华研究

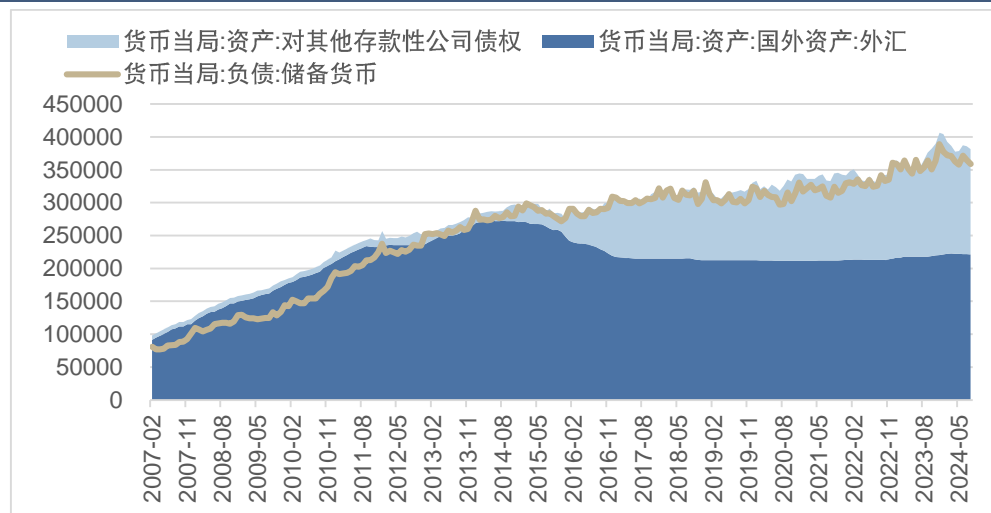
8月初日本央行宣布加息，也宣告着日本货币政策将逐渐回归常态化，由此衍生的套息交易的获利止盈（carry trade unwind）导致日元、人民币等低息货币对美元大幅升值，人民币汇率得到支撑。目前在央行资产负债表的负债端中，外汇占款占据储备货币的比重超过60%，汇率稳定在以我为主的货币政策框架下依旧是重要的决策成分。在海外央行整体转向宽松周期后，货币政策空间进一步释放。

图 3.2: 8 月初人民币日元同步走强



资料来源: ifind、南华研究

图 3.3: 基础货币成分 (亿元)



### 3.1.2 双降落地后的货币政策展望

9月24日国新办发布会,央行、证监会、金融监管总局联合出席,会上央行行长潘功胜宣布了一系列的增量货币政策,分别包括降低存款准备金率和政策利率(降准+降息)、降存量房贷、创设新型货币政策工具支持股票市场稳定发展等。从9月初开始一直预热的宽松预期正式落地,极大地刺激了风险偏好的同时,也让四季度的政策路径更为明朗。

对于四季度货币政策,我们的观点如下:

1) 政策路径明牌,交易空间有限。“924发布会”上潘行长对近期以及四季度的货币政策给与了明确指引,首先是即将落地的50bp降准和20bp的降息,同步跟随MLF下调30bp,存贷款利率跟随下行20-25bp以及存量房贷利率下调50bp,另外四

季度还有25-50bp的降准。所以对于四季度，降准已经排在日程上，而由于未来大概率进入对增量政策的验证阶段，年内降息空间大概率关闭。综上，四季度的总量型政策工具已经基本明牌，想象空间有限的情况下，未来由宽松预期引起的交易机会越来越小。

**2) 货币政策维持支持性立场。**从最新的政策表态来看，宏观政策正处于发力加码的阶段，中期维度下货币政策依旧处于稳健偏松的基调，为其他政策的推进提供流动性支持。四季度一级市场发行仍有压力，MLF到期量较大，加上财政端可能推出的增量利好，我们暂时不会看到货币政策的收尾转向，资金利率预计也会保持平稳，中枢在政策利率的牵引下稳步下移，当前的环境与2020年6月存在差异。而从债市的角度来看，宽松的整体环境是我们认为不会出现大拐点依据，但考虑到未来促进经济循环的政策会成为主导，年内债券市场最大的行情或已结束。阶段性的行情需要关注资金利率以及风险偏好的边际动向。十年期国债收益率预计在1.9%-2.15%之间运行。

**3) 关注二级市场国债买卖。**降息降准明牌并不意味四季度的货币政策没有值得期待的地方，我们建议关注央行二级市场国债买卖操作。

6月19日陆家嘴论坛央行正式宣布逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，8月初发布公告向一级交易商借入国债，8月30日首次发布了国债买卖业务公告，意味着新的货币政策工具正式落地。

在加入WTO后我国与国际接轨，国际贸易推动我国进入快速增长期，也带来了大量的外汇流入，彼时外汇占款是国内主要的基础货币来源。随着国内利率体系市场化转型以及政策以我为主，一些顺应发展的创新型货币政策工具（PSL、MLF、TMLF等）成为主要的基础货币投放手段。再后来随着利率市场化改革进入深水区，政策利率两轨并一轨，MLF重要性减弱，基础货币投放手段也亟待更新，因此二级市场国债买卖走上台前。

四季度我们认为央行在二级市场或许会更加积极。首先，在8月放空长端利率风险的情况下，央行执行买短卖长，在维持曲线陡峭的同时保持总量的净买入，达到释放基础货币的效果，这也是支持型政策的体现。而当前长端利差已经来到3年内高点，未来购债的阻力更小。

其次，从央行的资产负债表来看，今年以来央行资产负债表规模整体收缩，其中基础货币受到准备金（其他存款性公司存款）收缩的影响规模减少约2万亿。反观货币乘数从年初以来持续上行，与M1走势背离。不难看出降准等货币政策操作对于货币乘数的贡献成为了货币供应量的主要支撑，但在实体部门缩表趋势下，依旧难以对冲基础货币的流失。从这一角度来说，也需要未来在基础货币投放层面更加积极。

图 3.4：央行资产负债表

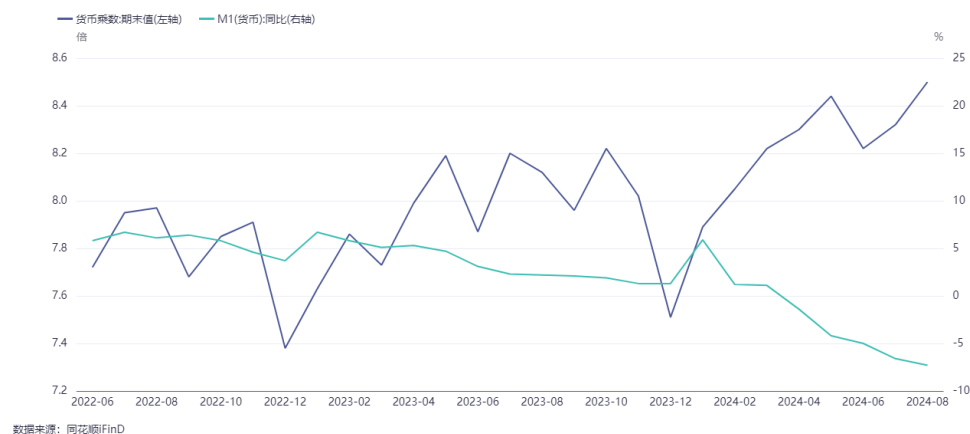
货币当局资产负债表  
Balance Sheet of Monetary Authority

单位：亿元人民币  
Unit: 100 Million Yuan

| 项目 Item  | 2024.01   | 2024.02   | 2024.03   | 2024.04   | 2024.05   | 2024.06   | 2024.07   | 2024.08   | 2024.09 | 2024.10 | 2024.12 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| 国外资产 Foreign Assets  | 234437.54 | 236356.40 | 235897.47 | 235682.32 | 236688.36 | 235325.91 | 234996.75 | 234685.65 |         |         |         |
| 外汇 Foreign Exchange  | 221332.16 | 222180.64 | 222681.72 | 222450.45 | 222260.78 | 221899.72 | 221649.32 | 221230.64 |         |         |         |
| 货币黄金 Monetary Gold   | 4099.83   | 4156.20   | 4181.74   | 4192.60   | 4192.60   | 4192.60   | 4192.60   | 4192.60   |         |         |         |
| 其他国外资产 Other Foreign Assets  | 9005.54   | 9019.57   | 9034.01   | 9039.28   | 9154.98   | 9233.60   | 9254.84   | 9262.42   |         |         |         |
| 对政府债权 Claims on Government   | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  |         |         |         |
| 其中：中央政府 Of which: Central Government   | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  | 15240.68  |         |         |         |
| 对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations                             | 183102.23 | 170210.62 | 163526.82 | 155232.44 | 156440.47 | 165509.41 | 164405.73 | 160380.92 |         |         |         |
| 对其他金融性公司债权 Claims on Other Financial Corporations                              | 2173.32   | 2974.65   | 3218.20   | 3016.47   | 2999.55   | 3000.20   | 5499.20   | 7120.86   |         |         |         |
| 其他资产 Other Assets  | 21472.99  | 21911.54  | 20977.51  | 19253.31  | 19248.52  | 16670.58  | 16326.78  | 16398.85  |         |         |         |
| 总资产 Total Assets   | 456426.77 | 445693.90 | 438860.09 | 428425.22 | 429537.58 | 436546.79 | 436469.16 | 438897.54 |         |         |         |
| 储备货币 Reserve Money   | 377314.15 | 372018.11 | 370949.95 | 362776.04 | 357630.07 | 371285.63 | 364409.65 | 356871.10 |         |         |         |
| 货币发行 Currency Issue  | 128527.40 | 128562.36 | 122842.95 | 122294.46 | 121754.03 | 122507.22 | 123570.81 | 124124.60 |         |         |         |
| 金融性公司存款 Deposits of Financial Corporations                                     | 223923.22 | 218727.82 | 224850.04 | 217317.11 | 212872.54 | 225480.77 | 217641.28 | 211050.55 |         |         |         |
| 其他存款性公司存款 Deposits of Other Depository Corporations                            | 223923.22 | 218727.82 | 224850.04 | 217317.11 | 212872.54 | 225480.77 | 217641.28 | 211050.55 |         |         |         |
| 非金融性公司存款 Deposits of Non-financial Institutions                                | 24863.40  | 24787.92  | 23256.96  | 23164.47  | 23003.50  | 23297.64  | 23197.56  | 23696.95  |         |         |         |
| 不计入储备货币的金融性公司存款 Deposits of financial corporations excluded from Reserve Money | 5865.08   | 5824.63   | 5896.84   | 5900.26   | 6534.28   | 6701.58   | 6730.43   | 6824.51   |         |         |         |
| 央行债券 Bond Issue  | 1250.00   | 1250.00   | 1350.00   | 1350.00   | 1400.00   | 1550.00   | 1550.00   | 1550.00   |         |         |         |
| 国外负债 Foreign Liabilities   | 4156.62   | 4372.95   | 3772.71   | 4764.78   | 4923.15   | 4347.01   | 4903.19   | 4803.19   |         |         |         |
| 政府存款 Deposits of Government  | 55664.17  | 50021.12  | 43559.77  | 41964.33  | 47450.87  | 41319.43  | 46010.71  | 50701.98  |         |         |         |
| 自有资金 Own Capital   | 219.75    | 219.75    | 219.75    | 219.75    | 219.75    | 219.75    | 219.75    | 219.75    |         |         |         |
| 其他负债 Other Liabilities   | 11950.39  | 11987.33  | 13111.06  | 11450.07  | 11380.27  | 11123.38  | 11645.43  | 16647.08  |         |         |         |
| 总负债 Total Liabilities  | 456426.77 | 445693.90 | 438860.09 | 428425.22 | 429537.58 | 436546.79 | 436469.16 | 438897.54 |         |         |         |

资料来源：ifind、南华研究

图 3.5：货币乘数支撑总量



资料来源：ifind、南华研究

## 3.2 财政空间如何

展望四季度，在增量政策层面，我们的期待主要落于财政。这里的“财政”更多是泛指，指除了财政部的国债增发以外，还包括发改委、就业薪酬等多个方面的增长政策集合。接下来我们将从节奏、空间等多个方面展开。

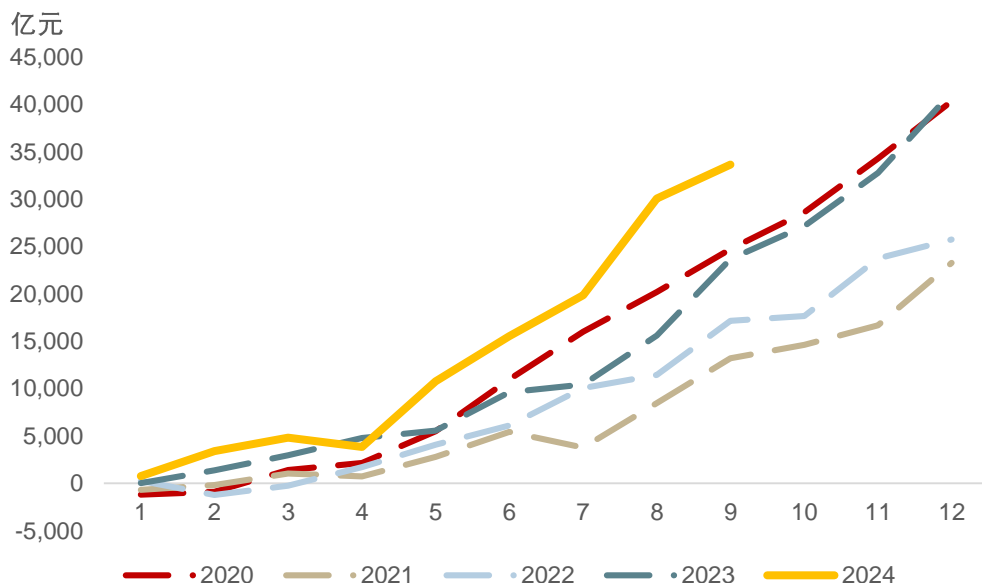
### 3.2.1 计划内赤字进展如何

先看国债。今年两会给定的赤字率为 3%，对应 4.06 万亿财政赤字，其中中央财政 3.34 万亿，地方财政 7200 亿持平去年，此外还有 1 万亿长期特别国债。

截至 9 月 26 日，年内国债累计发行月 3.36 万亿（含特别国债），其中特别国债净融资 6620 亿，国债 2.69 万亿。目前看来中央债券的发行进度为 66.5%，其中国债剩余发行量约 1.35 万亿，特别国债剩余发行量约为 3400 亿。四季度平均每月的国债净融资

规模须达5600亿元左右，发行压力依然较大。

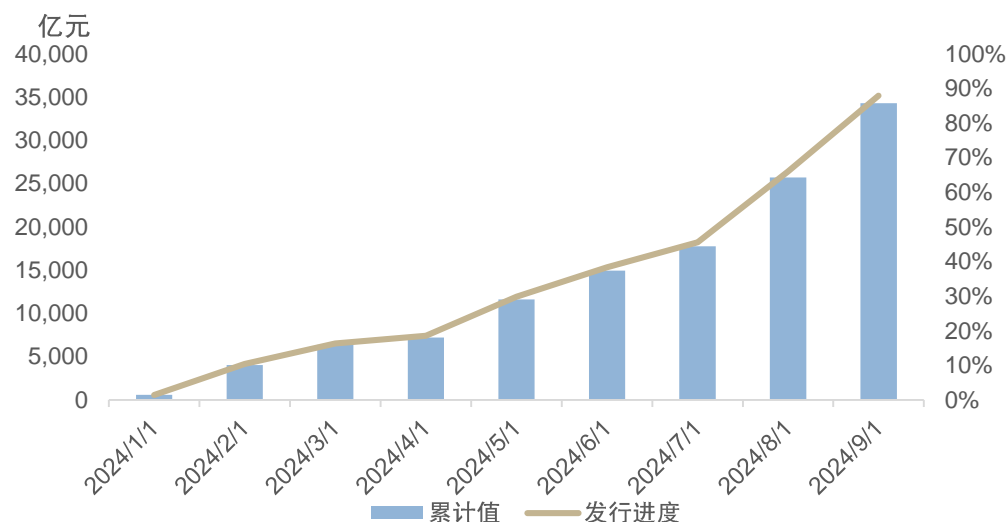
图 3.6: 国债发行节奏



资料来源: ifind、南华研究

专项债方面。进入三季度以后专项债发行明显提速，8月新增专项债7964亿元，9月新增专项债超过8500亿元，几乎是6月新增的3倍。因此截至9月26日专项债发行基本进展良好，累计发行约3.4万亿，占全年限额的88%左右。

图 3.7: 专项债进展较快



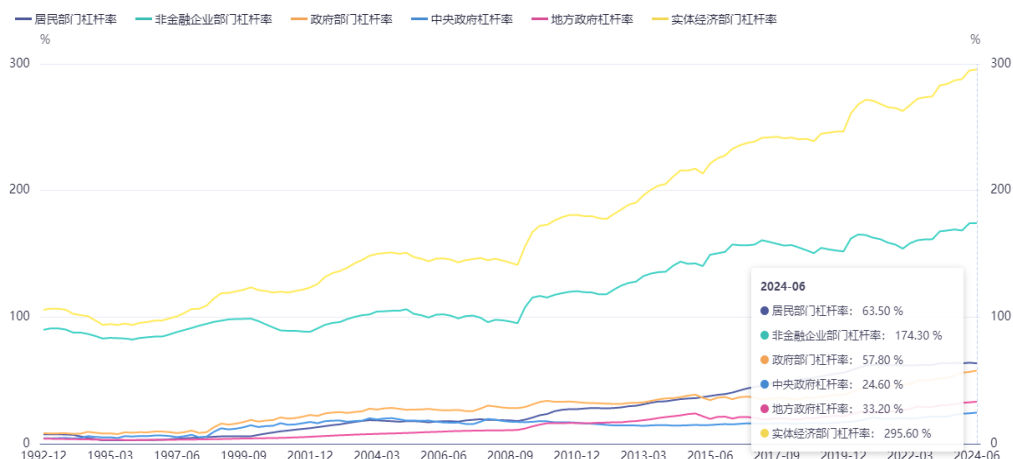
资料来源: ifind、南华研究

### 3.2.2 从宏观杠杆率看空间

2023年10月底全国人大常委会宣布增发提高当年赤字率，增发1万亿国债，也宣告着中央财政有意加码。彼时我们的评价是“赤字率‘红线’的突破可以看做是财政

部门在更加积极的财政政策道路上的一次勇敢尝试。”接近一年过去，越来越多的市场参与者认识到了居民和企业部门面临的问题，也越发意识到财政政策的重要性。本节从宏观杠杆率的视角来观察过去一年财政的变化以及未来空间。

图 3.8：宏观杠杆率



资料来源：ifind、南华研究

### 3.2.2.1 央地债务不均衡以及中央财政的空间

回顾历史来看，过去十几年高速发展阶段中，实体经济部门在强烈的增长预期下展现出了较强的扩表意愿，也是杠杆率抬升的主力。宏观杠杆率在2008年以后出现加速上行的情况，其中实体经济部门从2008年底141%左右倍增至现在的295.6%，而政府部门杠杆率同期增长29.1%。

当然，这里必须考虑到地方投资平台和隐性债务的问题。国家资产负债表研究中心于2022年发表的文章曾经指出，地方政府投融资平台债务被计入了非金融企业部门债务，其占GDP的比重约为40%左右，而隐性债务根据IMF的统计，也占GDP比重约40%（2021年底）。以上测算说明中国政府部门杠杆率遭到了明显低估，考虑到未修正口径下2021年政府部门杠杆率为46.8%，重新归类后，政府部门杠杆率约为**127%**，同期重归类后居民和非金融企业部门的杠杆率分别为114.8%和62.2%。

然而，需要指出的是，政府部门的低估之下还有分布不均衡的问题。在总共占比127%的政府债务中，中央政府债务的比重仅为20.2%，剩下地方政府债务比重超过106%。中央信用下场的空间和底气，来源于此。

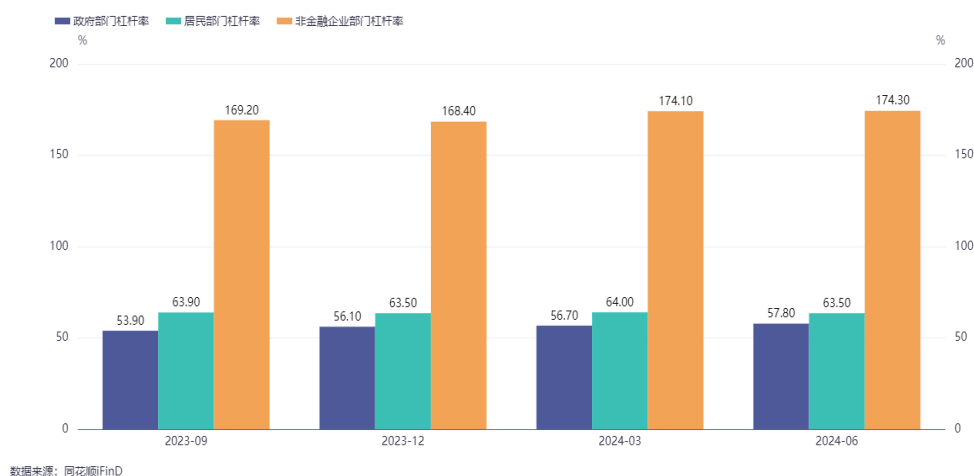
### 3.2.2.2 边际变化

去年9月以来，政府部门杠杆率上行3.9pct，居民部门杠杆率下行0.4pct，企业部门杠杆率上行5.1pct。居民部门杠杆率表现跟其存贷款利率的特征相呼应，呈现出较为明显的收缩特征。而企业部门杠杆率依旧在扩张，相比之下最被期待的政府部门力度有限，好在剩下三个月中国债发行还有较大努力空间。

值得一提的是，杠杆率的计算公式是由对应部门的债务规模除以GDP的比重，而分母端GDP采用的是名义值，这也意味着在收缩周期内，如果债务压缩的速度不急物

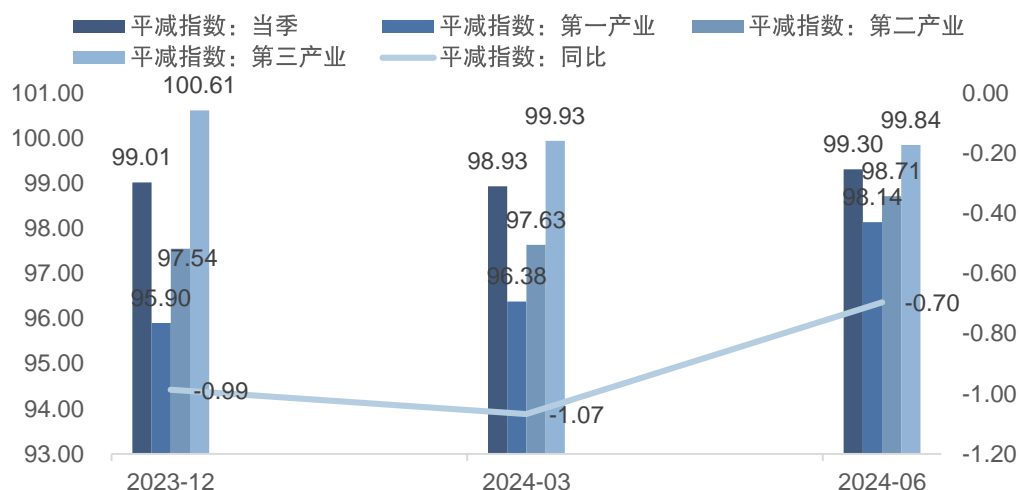
价下行的速度，同样可能导致杠杆率的上升。

图 3.9: 年内各部门变化



资料来源: ifind、南华研究

图 3.10: GDP 平减指数



资料来源: ifind、南华研究

## 4. 趋势判断

在维持现有宏观框架的同时，我们四季度重点关注增量政策的落地情况。其中货币方面尽管“924”以后年内的想象空间基本消失，但较大的MLF到期和债券发行压力下货币政策依旧会维持支持性的立场。而由于货币乘数增长难以完全对冲货币供应量的下行，通过新的政策工具增加基础货币势在必行。

财政方面，已公布财政赤字中国债发行进度较慢，预计未来三个月加力提速。而从宏观杠杆率的历史走势和边际表现来看，中央政府依旧有较大的发力空间，但考虑到当前的时间节点，未来即便有增量财政政策出台，落地时间也大概率会放在明年。

对于债市来说，中期维度来看，宽松的整体环境是我们认为不会出现大拐点依仗，但考虑到未来促进经济循环的政策会成为主导，年内债券市场最大的行情或已结束。阶段性的行情需要关注资金利率以及风险偏好的边际动向。十年期国债收益率预计在1.9%-2.15%之间运行。

短期行情方面，“924”后风险偏好大幅抬升，情绪瞬间过热，逆风操作风险较大，宜暂时观望。从收益率水平来看，9月26日盘后十年期活跃券240011最高升至2.095%。而8月央行卖债一波到位后的高点为2.27%，考虑到20bp的降息，近期的利率水平具备配置价值。

## 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：       | <a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a> |
| 股票简称：     | 南华期货   |
| 股票代码：     | 603093   |

---



南华期货营业网点

