



乘风，趁势，慎行

往期精彩研报：

《南华期货 2024 年国债四季度展望：驶于无人区，须校对方位》

《南华期货 2024 年国债下半年展望：含章未曜，债牛未止》

《直视问题是改变的第一步——2024 中央经济工作会议简评》

《框架指引前路—三季度货政报告学习笔记》

《但行好事——速评 11.8 人大常委会增量政策》

核心观点：

风起：非常行情必有非常之驱动，我们认为四季度利率急速下行的背后潜藏着将会贯穿 2025 全年的交易主线。具体来说，四季度利率市场的狂暴行情由宏观预期和流动性层面的明显转向导致，而这也正好是我们利率债框架中最具有决定性的两个部分。承压的增长环境，加上更加积极的货币政策，我们认为 2025 利率市场大概率延续牛市。

趁势：在操作层面，我们建议放下对具体点位的执念，乘风而上，趁势而行。而在跟随趋势的过程中，应对比预判更重要。具体角度来看：M1 正在成为更具观测性和指引性的经济预期指标，同时建议对居民-企业部门循环、宏观经济循环等相关指标保持关注。政策方面，我们等待看到财政理念变革的具体落地，尤其是新一轮的财税体制改革，而货币政策需要保持发力，通过央行扩表给价格修复提供更多支撑。

慎行：在政策预期和利率方向相对具有确定性的情况下，潜在风险是我们最为关注的内容，具体包括：1) 市场的拥挤程度，建议通过利差视角定位宽松预期的抢跑程度。2) 过于一致的预期本身就是风险，当前市场对汇率压力的脱敏建立在政策会不断发力，持续给力以及政策要言之有物，行之有效，这两点假设上，要想同时达成以上两点，需要莫大的觉悟和决心。3) 若政策足够给力，方向适当，宏观预期本身会成为利率行情的风险，我们认为需要满足几大方向：一是保持足够的政策力度；二是政府杠杆资金的开支在遵循之前基础设施建设、收储土地等方向的同时，更多偏向公共支出，朝民生、社会福利方向倾斜，以稳定居民资产负债表；三是对于居民部门的刺激，提升薪资预期的重要性远远大于短期的消费券乃至减税降费；最后，当前确实存在经济动能转换等一系列问题，我们认为需要看到包括财税体制改革、人口政策等更加根本性的政策落地。

风险提示：海外流动性收紧，政策力度超预期
文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

高翔 · 分析师：
投资咨询证号：Z0016413
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 乘风	3
1.1 风起何处？——2024Q4 回顾	3
1.1.1 实质与预期的双重宽松	3
1.1.2 如何理解大会背后的宏观预期转向？	5
1.2 2025 展望：牛市延续	7
1.2.1 怎么理解“924”之后的政策效力？	7
2. 趁势	10
2.1 宏观环境跟踪	10
2.1.1 M1 正在成为更加有效的预期指标	10
2.1.2 部门观察	11
2.1.3 宏观周期跟踪	14
2.2 政策展望：变革之后的突破	14
2.2.1 2024：变革之年	15
2.2.2 财政展望	17
2.2.3 货币进一步宽松	18
3. 慎行	19
3.1 要更重视交易层面的指标	19
3.2 过于趋同的预期本身即是风险	20
3.2.1 美国降息节奏再次生变？	21
3.2.2 内部决心可能导致风险被低估	22
3.2.3 什么样的政策部署能切实改善预期？	22
3.3 怎么看待长端利率风险？	23

目录

图表

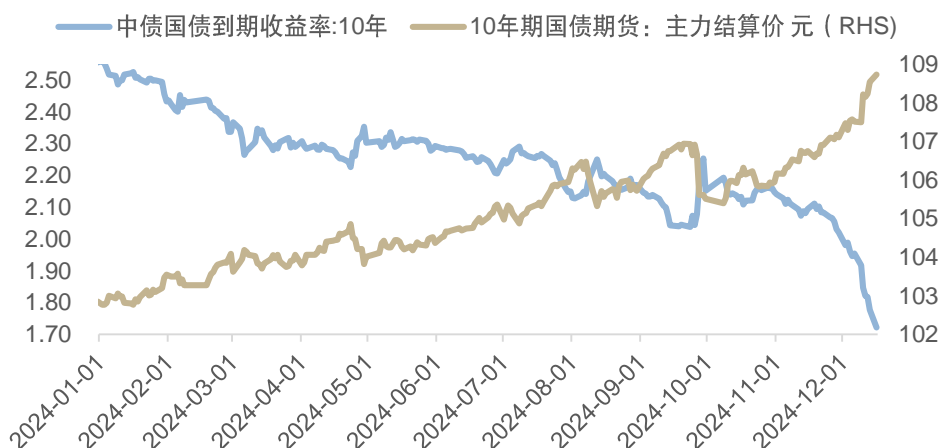
图 1 全年利率持续回落.....	1
图 2 一阶段资产荒压缩信用利差.....	1
图 3 二阶段利率震荡下行.....	2
图 1.1 四季度利率快速下行.....	3
图 1.2 “924” 后资金中枢下移.....	4
图 1.3 流动性保持稳定.....	4
图 1.4 8-11 月公开市场操作情况.....	5
表 1.1 会议措辞对比（宏观环境）.....	6
表 1.2 会议措辞对比（结构问题）.....	6
图 1.5 商品房成交有所修复.....	8
图 1.6 一线城市二手房成交情况.....	8
图 1.7 二线城市二手房成交情况.....	8
图 1.8 CPI 与核心 CPI 环比.....	9
图 2.1 M1 新旧口径对比.....	11
图 2.2 三季度 M2 指向资金出表压力减弱.....	11
图 2.3 各部门相互限制.....	12
图 2.4 关注库存周期.....	12
图 2.5 关注人民币贷款结构.....	13
图 2.6 关注存款增速差.....	13
图 2.7 收入支出增速持续回落.....	14
图 2.8 关注存款增速差.....	14
图 2.9 赤字红线的约束.....	16

图 2.10 2024 货币政策大事记	16
图 2.11 利率传导机制	17
表 2.1 财政增量预测	17
图 2.12 政府性基金支出拖累广义财政支出	18
图 3.1 债券市场利率与政策利率	20
图 3.2 利率互换快速回落	20
图 3.3 外汇存款准备金率	21
图 3.4 2023 年 9 月资金紧平衡	21
图 3.5 人民币主动贬值?	22
图 3.6 收入水平决定通胀中枢	23
图 3.7 期限利差水平	24

2024 年债券市场经历大牛市，国债收益率全年下行，截至 12 月 16 日，10 年期国债收益率从年初 2.56% 一路下行至 1.72%，累计下行 84bp，几乎可以抵得上过去一整轮牛市的下行幅度。

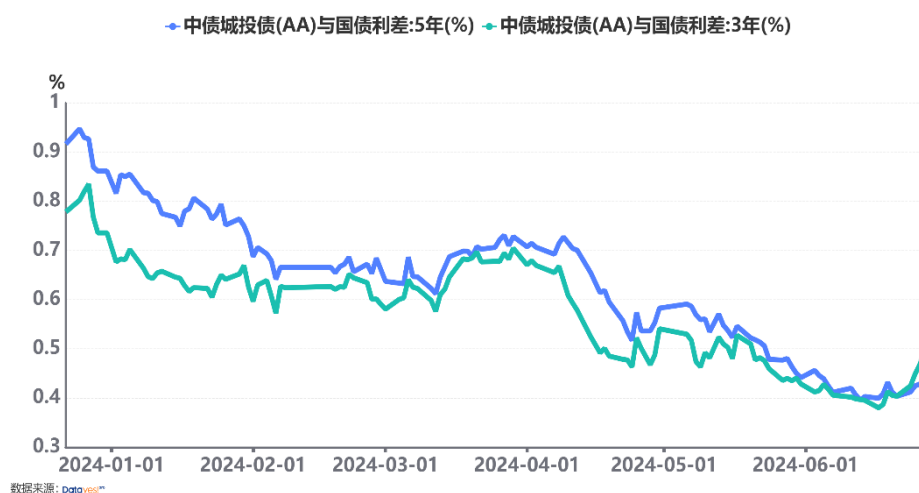
而从全年的利率节奏来看，我们认为大致可以分为三段：从年初到 4 月，资产荒逻辑推动债券收益率整体回落；4-9 月央行的货币政策目标在防风险和稳增长中纠结取舍造成了市场的波动，但随着基本面数据的进一步走弱，降息最终落地，带动利率中枢进一步回落；9 月底以后市场进入全年的第三阶段，这一阶段最大的确定性在于总量政策预期和货币政策，利率进一步下行来到前所未有的历史低位。

图 1 全年利率持续回落



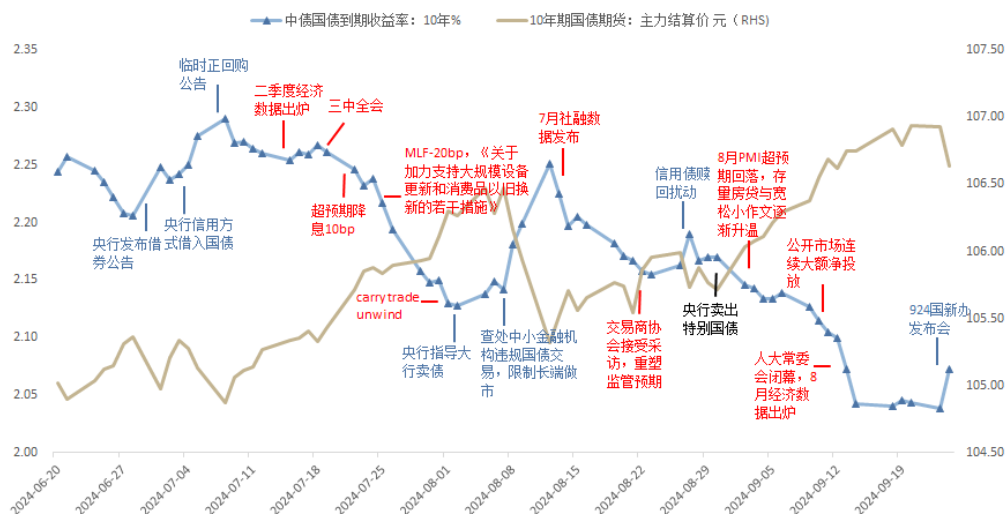
资料来源：iFind，南华期货

图 2 一阶段资产荒压缩信用利差



资料来源：Datayes，南华期货

图 3 二阶段利率震荡下行



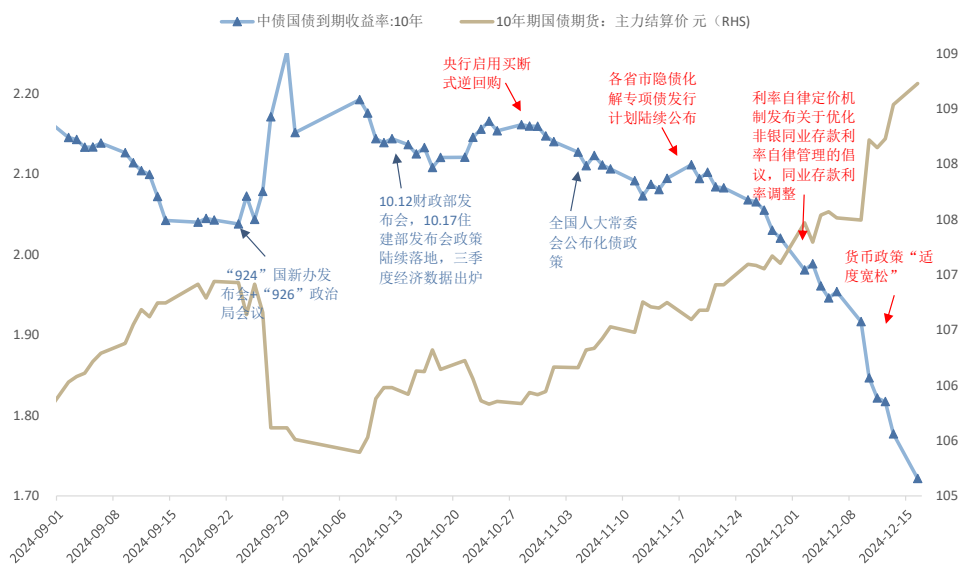
资料来源：iFind，南华期货

从下行幅度看，一阶段利率累计下行约 25bp，二阶段累计下行约 20bp，三阶段累计下行幅度则超过 40bp。从行情跨度来看，一、二阶段横跨今年前 9 个月，而三阶段从 10 月至今将两个半月，如果我们将行情进一步拆解分析，可以发现 10 年期国债收益率实际上从 11 月中开始往后一个月内下行了接近 40bp，也就是我们在走势图中能看到的行情曲线最为陡峭的阶段。

非常行情必有非常之驱动，我们认为四季度利率急速下行的背后可能潜藏着将会贯穿 2025 全年的交易主线。

1. 乘风

图 1.1 四季度利率快速下行



资料来源：iFind，南华期货

1.1 风起何处？——2024Q4 回顾

在图1.1中我们对四季度利率市场的行情驱动做出详细梳理，总结来说我们认为行情变局的缘由可以从表里两个层面来展开：从表面来看，增量货币政策的不断落地以及流动性的实际宽松从预期和现实两个层面为多头行情提供了支撑和驱动。而从更加内核的视角出发，利率得以不断下行并且以势如破竹的速度接连突破“1.9%”、“1.8%”等市场的心里点位的原因在于对经济难题的认知以及对政策实施的理解都出现了方向性的转变。

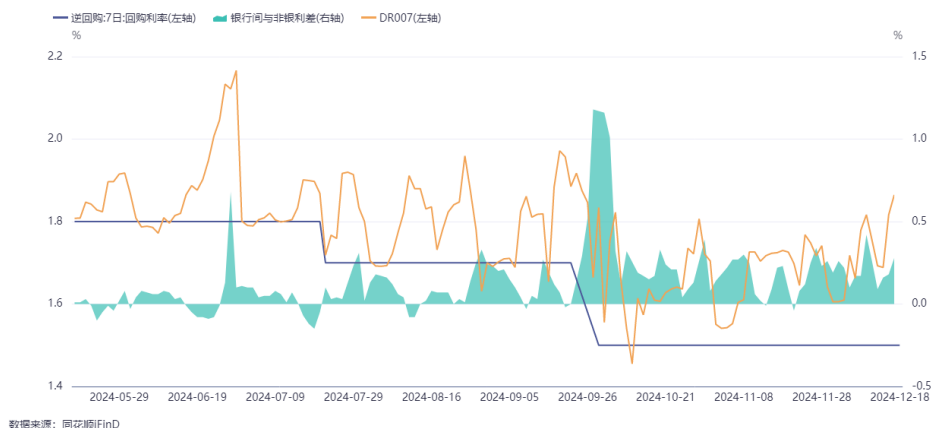
总结来说，2024年四季度利率市场的狂暴行情由宏观预期和流动性层面的明显转向导致，而这也正好是我们利率债框架中最具有决定性的两个部分。

1.1.1 实质与预期的双重宽松

9月24日央行、证监会、金融监管总局联合召开国新办发布会，对于资本市场来说，这或许是近两年乃至未来几年最为关键的转折时刻之一。会议伊始潘功胜行长直接下达了几项重磅的增量货币政策，包括降准降息、调整存量房贷以及创设新型货币政策工具支持股票市场，而双降的落地也正式开启了资金利率的下行趋势。

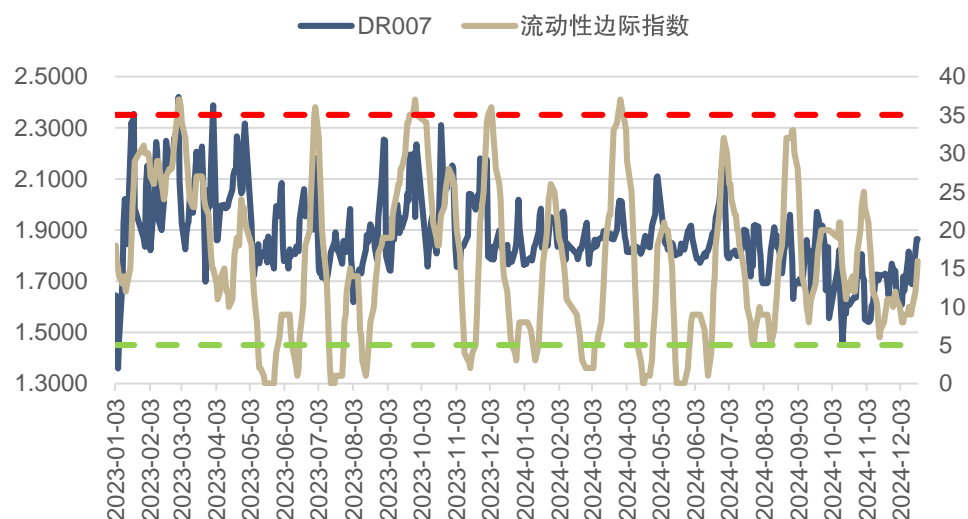
从图1.2可以看到，在9月央行超预期降息20bp后银存间质押式回购利率中枢明显压力，而银行间和交易所的资金利差也在9月末跨季时点短暂冲高后迅速回落，指向银行间和非银的流动性均相对充裕。另一方面，从我们的流动性边际指数来看，今年四季度指数基本在区间下沿窄幅波动，这意味着流动性总体来说充裕且波动平稳，而后者在某种程度上代表市场预期的稳定。

图 1.2 “924” 后资金中枢下移



资料来源：iFind，南华期货

图 1.3 流动性保持稳定



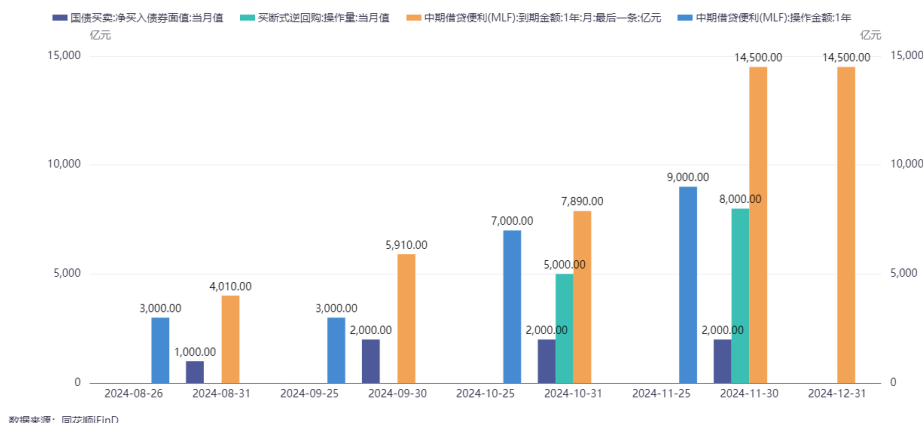
资料来源：iFind，南华期货

除了资金中枢下行外，流动性预期或者说对货币政策宽松的乐观预期也起到明显的助推作用，事实上，12月后10年期国债收益率从1.9%加速下行至最低1.7%附近这一过程中资金利率是边际上行的，主要的推动来自于宽松预期的迅速升温。具体来说，不论是加码的降息、持续发力的公开市场操作工具对于市场预期都有着明显的改善作用，当然，最为关键的是12月政治局会议上将货币政策基调修改为“适度宽松”，这一点我们会在后续2025宏观政策展望部分做详细阐述。

降息的作用无需赘述，而除了降息之外，我们认为货币政策的操作尤为积极。在今年6月19日陆家嘴论坛上，潘功胜行长提出7天期逆回购利率成为主要政策利率，这意味着MLF的政策地位逐渐淡出，那么对于以往每月续作的大量MLF就需要给以妥善的退出手段，我们在彼时研报中给出的建议是通过二级市场购债来逐步对冲MLF回收的影响。而央行也确实是在这么做的，只不过除了二级市场购债以外，同时宣布

通过买断式逆回购的方式来投放中期流动性进行对冲。我们结合MLF到期续作、买断式逆回购和二级市场购债，在不考虑降准所释放的中长期流动性前提下，8-11月央行通过上述改革以后的货币政策工具累计向市场投放流动性9690亿元，更具体来看，8、9月公开市场维持微幅缩量的局面，而10、11月两个月实现净投放10610亿元，相当于50bp的降准，而这足以解释宽松预期的底气何来。

图 1.4 8-11 月公开市场操作情况



资料来源: iFind, 南华期货

1.1.2 如何理解大会背后的宏观预期转向?

我们认为四季度决策层面出现了一定程度的转向，而改变的直接结果就是更加务实的宏观预期和更加笃信的政策加码预期。

除了流动性这样的“表象”之外，利率如此强势的下行背后一定有着更加深层次的原因，而这一切的转变的起点都是9月24日召开的国新办发布会，而在对四季度一系列政策层面变动进行了系统性梳理之后，我们认为四季度决策层面出现了一定程度的转向，而改变的直接结果就是更加务实的宏观预期和更加笃信的政策加码预期。

年末的中央经济工作会议通常对未来一年的经济工作给与了方向性的指引，而今年的会议通稿来看从三个维度指出了决策层的变化。

首先，在总量层面，会议指出在过去一年内我们面临着“外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势”，较此前“回升向好”的局面有了明显变化。这一改变首现于9月26日“加场”政治局会议，彼时决策层指出“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，也由此开启了后续一系列的政策加码。在经济工作会议中，对于经济问题的正视得到了延续。

表 1.1 会议措辞对比（宏观环境）

2024 中央经济工作会议	会议认为，今年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。面对 外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势 ，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，沉着应变、综合施策，经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进， 经济社会发展主要目标任务即将顺利完成 。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，中国式现代化迈出新的坚实步伐。一年来的发展历程很不平凡，成绩令人鼓舞， 特别是 9 月 26 日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，使社会信心有效提振 ，经济明显回升。
2023 中央经济工作会议	今年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是 三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年 。以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民， 顶住外部压力、克服内部困难，全面深化改革开放，加大宏观调控力度，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进 。现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。

资料来源：南华期货整理

第二，从产业结构的维度，决策层的对于问题的认知发生了变化。在经济形势的分析中，本次会议有一处明显变化，即指出当前困难在于“国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力”，删去了过于常提的“部分行业产能过剩”。在过去几年的提法中，这是对于居民部门压力（住户消费、企业经营压力）最为强调的一次。而不再强调行业产能过剩（即便这也是客观现实的一部分）则意味着，在决策层眼中跨周期问题（结构性问题）和逆周期问题（需求问题）的比重发生的转换。这可以解释为什么货币财政大幅加码，以及今年会议需求端重视程度的大幅抬升。

表 1.2 会议措辞对比（结构问题）

2024 中央经济工作会议	会议指出，当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足， 一部分行业产能过剩，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力 ，风险隐患仍然较多。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。我们要 正视困难、坚定信心 ，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。
2023 中央经济工作会议	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 。要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。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。

资料来源：南华期货整理

最后，从更微观一层的视角来看，由于今年更加重视需求端问题，导致居民增收减负、企业经营压力的政策定位从此前扩内需的附属方向被抬升到了更加高的定位。从今年7月政治局会议开始，措辞中就开始提示要增加居民收入，9月26日会议中措辞为“促进中低收入群体增收，提升消费结构”，而本次会议指出“推动中低收入群体增收减负”。

1.2 2025 展望：牛市延续

在关注到宏观环境的压力以后，决策层自9月下旬起部署了一篮子的稳增长政策，具体导向包括稳定居民资产负债表（稳楼市、稳股市、调整存量房贷利率）、流动性宽松（货币政策加码）、刺激需求（更大规模的“两新”、“两重”补贴）、防止系统性风险（大规模隐债置换、降低银行负债成本）等方面，其背后决心之坚令市场瞠目，一度带动风险偏好大幅上行。但“想不想做”和“能不能做到”是两个问题，在充分发挥主观能动性的同时，也要对客观现实有足够的认知。

直接摆结论：“924”以来的一篮子政策并没能从根本上解决需求端的问题，稳增长的压力要大于此前预期，这意味着基本面将对债市继续提供支撑。另一方面，“稳增长压力大+决心强”这一组合意味着更大规模、更加强劲的政策力度，从货币层面来看，也就是更具支持性的货币政策立场，因此也不难理解，为什么12月政治局会议将货币政策基调自2008年11月以来，时隔16年再次修改为“适度宽松”。

承压的增长环境，加上更加积极的货币政策，我们认为**2025利率市场的牛市**具备相当的确定性。

承压的增长环境，加上更加积极的货币政策，我们认为**2025利率市场大概率延续牛市**。

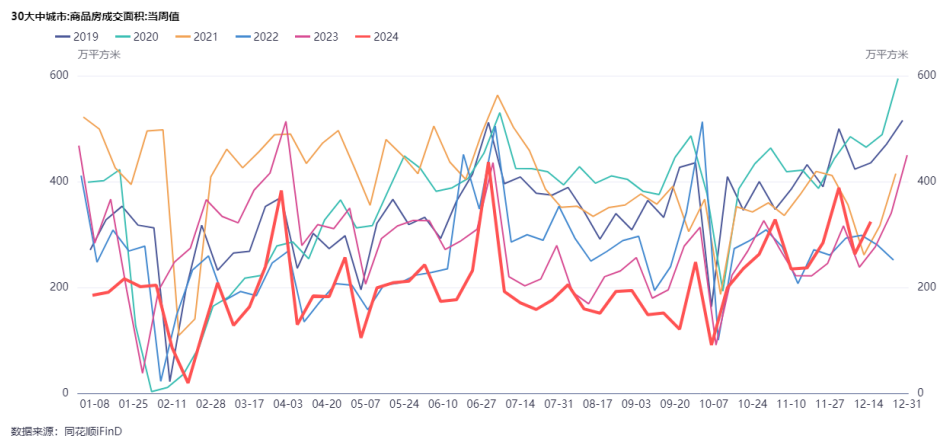
1.2.1 怎么理解“924”之后的政策效力？

房地产和需求端，是本轮稳增长的重点方向，我们也将从这两个方向展开。而在经过了两个多月的持续观察后，我们认为对于这一轮的政策效果可以给出初步的结论。

首先看房地产，政策层面对于房地产行业的呵护是多维度覆盖的，例如供给层面通过运用专项债收购存量房、收储土地来促进库存去化，而需求层面则是通过降低房贷利率和首付比例、调整存量房贷利率、拆迁货币化安置来刺激购房意愿，此外也不乏取消限购限售、鼓励各地取消公摊面积等制度化改革，以及取消普宅非普宅标准、白名单扩容、下调土地增值税这样改善房企现金流的手段。

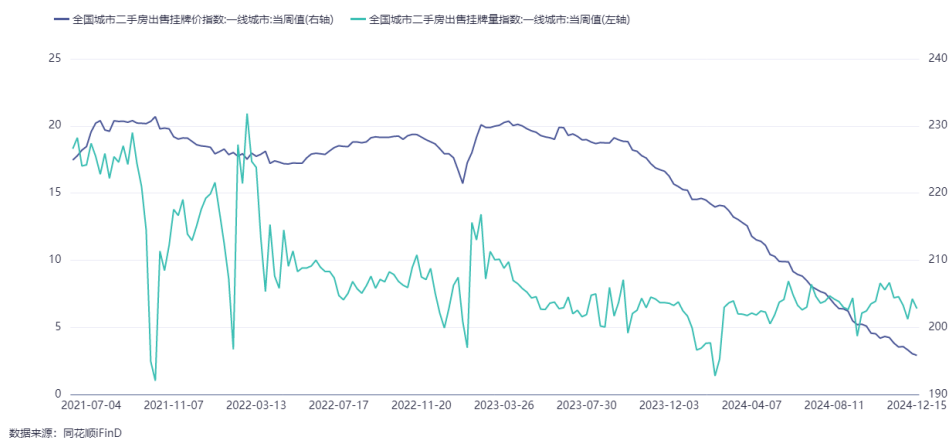
而从具体效果来看：有明显改善，但更多的是结构性问题。例如我们可以看到“十一”之后商品房成交的迅速回暖，并且相比过去两年呈现出超额的改善，但跟2020年乃至更早相比成交依旧不算强。另外，我们确实看到了二手房（尤其是一线城市二手房）成交量的回温，但对应的是价格指数一路下行。量价无法共振指向不论是卖家还是买家都急于脱手（得手），但随着价格的持续回落，这样的成交量还能延续多久会是一个问题。

图 1.5 商品房成交有所修复



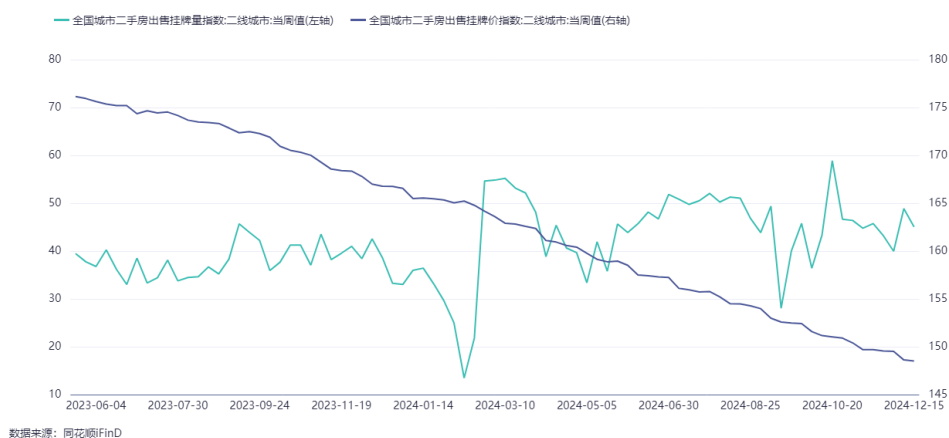
资料来源: iFind, 南华期货

图 1.6 一线城市二手房成交情况



资料来源: iFind, 南华期货

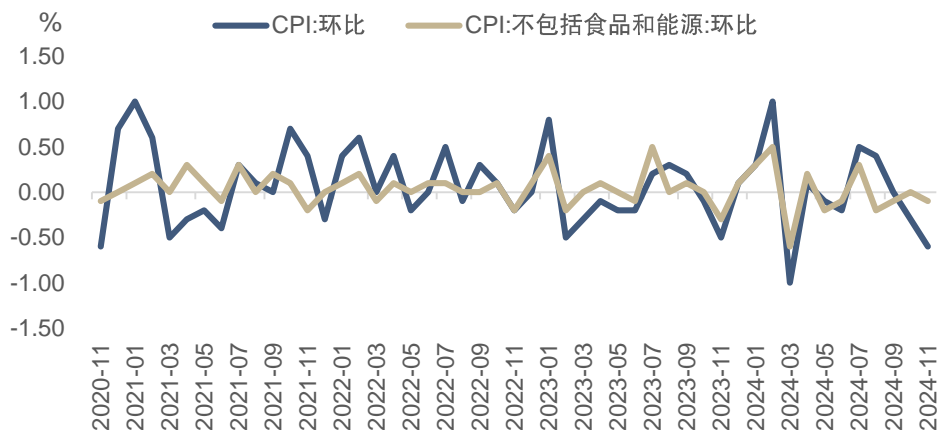
图 1.7 二线城市二手房成交情况



资料来源: iFind, 南华期货

接着我们简单看一些需求端数据，最新数据显示，11月社会消费品零售总额同比增长3%，较前值回落1.8个百分点；11月CPI同比增长0.2%，环比口径连续两个月回落，其中核心CPI环比转负；11月PPI同比增速-2.5%，延续了自2022年10月以来的收缩势头。

图 1.8 CPI 与核心 CPI 环比



资料来源：iFind，南华期货

2. 趁势

综上，从债市的第一性原理出发，我们对明年利率方向有了明确判断。但明白方向和具体执行是两回事，考虑到当前宏观面临的问题是前所未有的，我们克服困难的决心以及政策力度也可能是极具突破性的，加上行情失去锚点，判断点位难度愈发增长。

对于2025年的利率市场，我们认为应该放下对具体点位的执念，乘风而上，趁势而行。而在跟随趋势的过程中，应对比预判更重要。本章重点介绍我们对于宏观环境的跟踪视角以及对2025的政策展望。

2.1 宏观环境跟踪

2.1.1 M1 正在成为更加有效的预期指标

社融、货币供应相关指标一直是市场颇为关注的基本面领先指标，而在今年4月央行宣布禁止手工补息和高息揽储后，大量资金出表涌向理财，对应今年二季度利率的进一步下行以及4月开始M1、M2指标的持续收缩。而在数据出现大幅波动以后，有许多投资者开始质疑指标的有效性。

进入三季度后央行对于货币供应量统计体系开启系统性改革，在三季度货币政策执行报告专栏一《我国货币供应量统计体系的回顾和展望》中，央行指出：“货币供应量口径应根据金融工具流动性、与经济的匹配度动态调整，我国货币供应量定义需要进一步完善...金融总量指标会更为更具观测性、参考性和预测性的经济指引。”而在不到一个月内，央行发布公告修改M1统计口径，将个人活期存款、非银行支付机构客户备付金纳入M1。

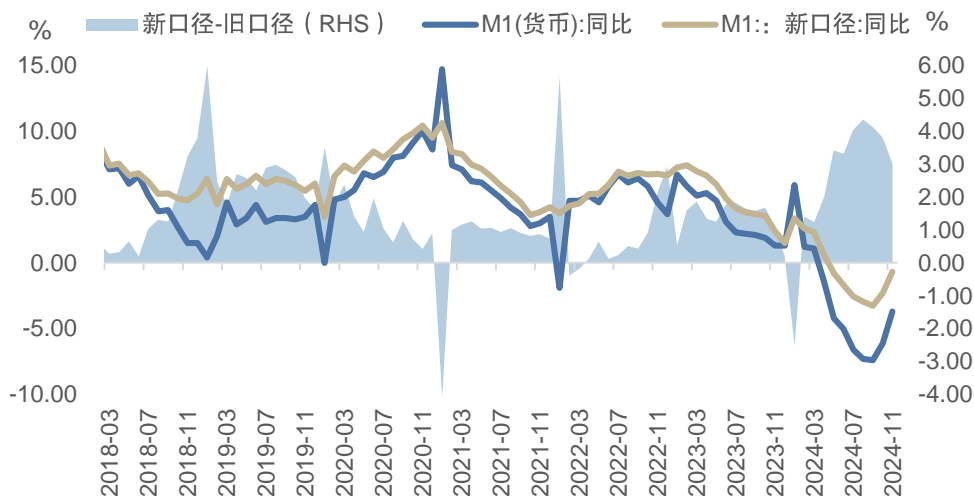
我们认为修正后的M1正如央行所说的那样，正在成为更具参考性和预测性的宏观前瞻指标。M1在宏观逻辑上的重要性无需多言，我们在此简单阐述一下口径修正后的变化以及改善在哪里。

首先，M1口径修正具备合理性和必要性。从数据构成来看，截至2024年10月旧口径M1累计规模约63.3万亿，而居民活期存款接近40万亿，备付金存款约2.36万亿，新口径中居民活期存款占M1总量的38%左右，这是与旧口径最大的不同。从趋势来看，新口径下M1同比增速与旧口径基本一致，只是在每年年初，由于居民活期存款的纳入，抵消了“春节效应”对增速的影响，起到了平滑曲线的作用。另外，从2024年4月左右开始，由于央行禁止手工补息，出现了明显的资金出表，存款转入理财的风潮，也导致货币供应量增速连续下行，但出表主体主要以企业活期为主，居民存款整体稳定，这是导致进旧口径在内年差异拉大的重要原因。

第二，口径上来看，更新后的M1与M2在活期存款上的差异已经不再存在，M2-M1仅体现在企业及居民定期存款、非银存款、非存款机构部门持有的货币基金等其他类存款，我们认为在口径调整后M2-M1的指标能够更好的反应活期与定期之间的区别，以及居民部门资金活化的程度。未来M1、M2等指标的定位将从货币政策的中

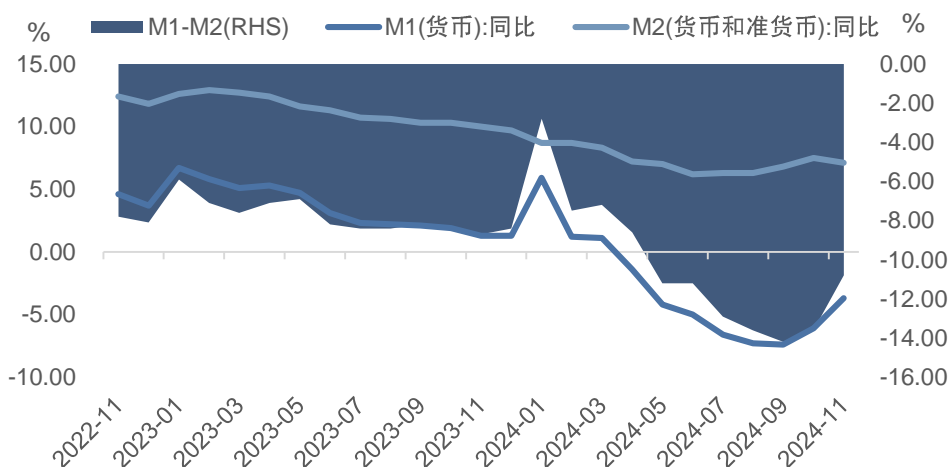
介目标逐渐转向，在在指引经济预期、周期判断等分析层面起到更关键的作用。

图 2.1 M1 新旧口径对比



资料来源：iFind，南华期货

图 2.2 三季度 M2 指向资金出表压力减弱



资料来源：iFind，南华期货

2.1.2 部门观察

在过去的报告中，我们从宏观部门的角度出发，指出主要问题可以归结为地方政府部门收入受冲击影响支出速度和加杠杆意愿、企业部门盈利偏弱以及居民部门收入预期受影响从而消费意愿疲弱等。我们分别从企业和居民的视角来跟踪负反馈的刺激程度。

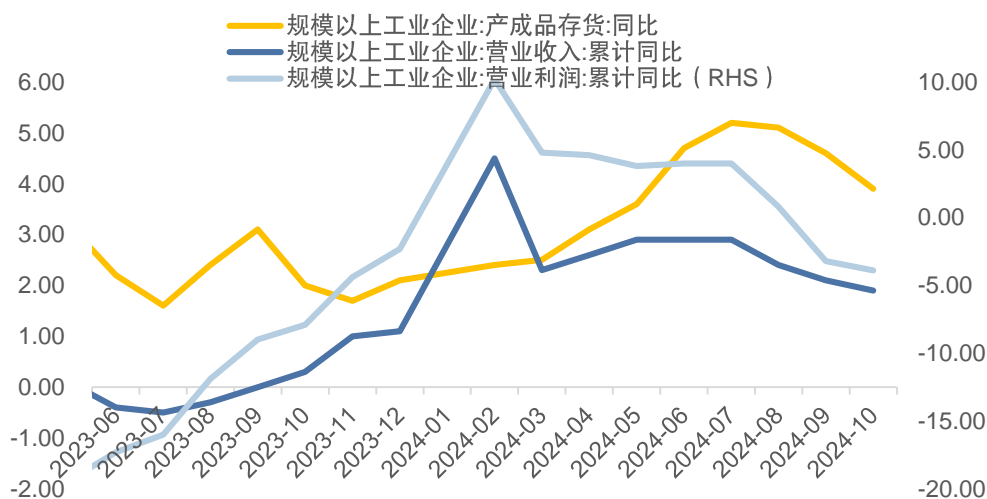
图 2.3 各部门相互限制



从企业部门来看，我们关注融资意愿和盈利修复两个层面。在过去以负债扩张为主导的增长模式中，融资端数据往往被视作经济周期的领先指标，而由于我国以间接融资为主，人民币贷款的变动就成为了重要的观测视角，这一点在未来依旧适用。但随着宏观环境的变化，在产能出清、企业居民部门忙于修复资产表的背景下，宏观主体加杠杆的意愿也受制于收入以及盈利情况，因此相关指标的重要性相对于过去反而有所提升，甚至在优先级和领先性上可能要更优于前者。

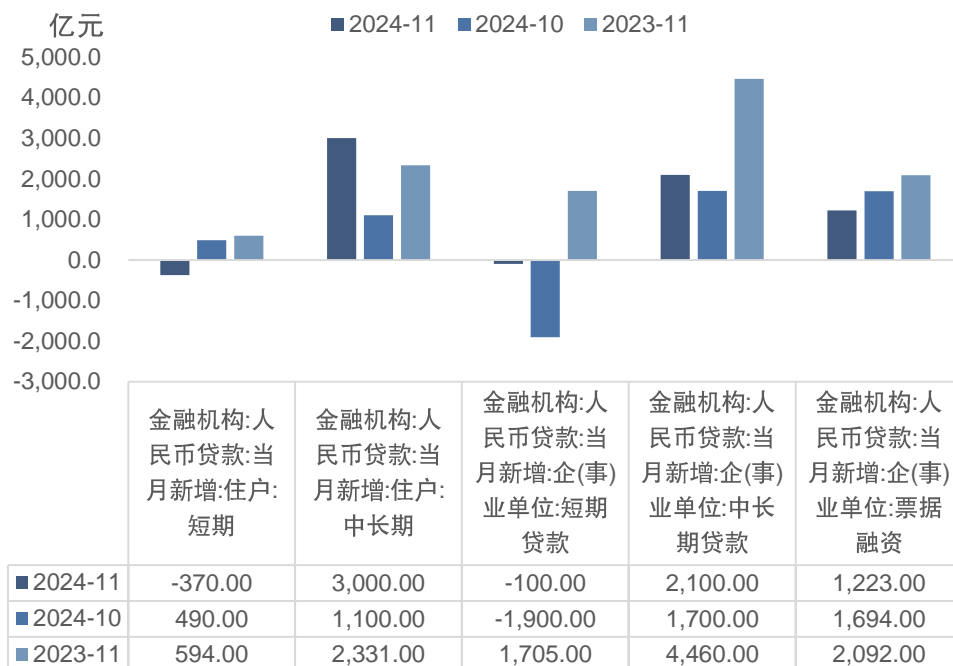
库存周期是较为经典的宏观周期，其相应的观测指标在观测企业部门生产活动以及需求情况时也有明显的帮助，因为其本质上是对于社会总供需关系变化的体现，与宏观经济有着极为紧密的联系。

图 2.4 关注库存周期



资料来源：iFind，南华期货

图 2.5 关注人民币贷款结构



资料来源：iFind，南华期货

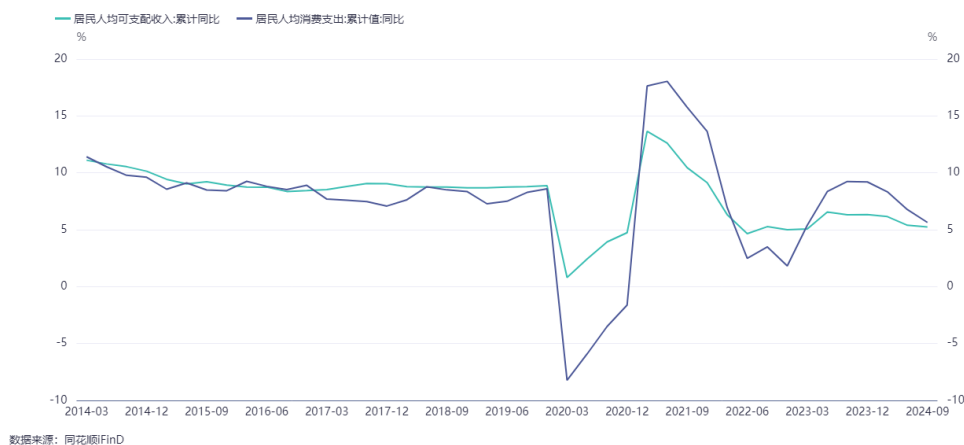
从居民部门看，在宏观资产负债表的逻辑下，企业部门的盈利情况影响居民部门的收入水平，而居民收入通过消费反过来成为企业端的收入，二者互相勾稽。此循环的运行状况我们可以通过二者的存款增速差来观察，随着收入预期的改善，居民部门将存款转换为实际消费的意愿增强，企业部门存款增长，此消彼长之下存款增速差走阔。除此以外，我们通过消费、居民收入相关的指标来做验证。

图 2.6 关注存款增速差



资料来源：iFind，南华期货

图 2.7 收入支出增速持续回落

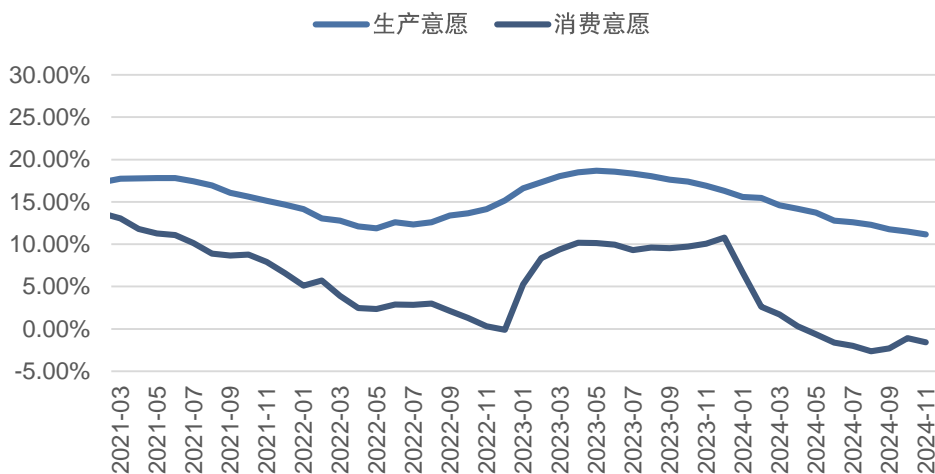


资料来源：iFind，南华期货

2.1.3 宏观周期跟踪

我们继续通过经济运行循环框架中的生产意愿、消费意愿等指标观测周期变动。在四季度增量政策下达以后，我们的消费意愿指标在 9、10 月份连续两个月出现改善，给出积极信号，而生产指标依旧偏弱。而在随后的 11 月略有起色的消费意愿指数也再度转为中性，这与我们提出的“政策效力还需加强”的观点相匹配。后续如果周期指标再度发生变动，我们也会及时为市场进行提示。

图 2.8 关注存款增速差



资料来源：iFind，南华期货

2.2 政策展望：变革之后的突破

12 月政治局会议提出要“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”，对应货币和财政政策的基调也变得更加积极。市场欢欣鼓舞，纷纷对明年的政策力度给与了比较积极的预判，例如 3.5%-4% 左右的狭义赤字率，例如 40-50bp 的降息空间，一

如“十一”假期之后对化债规模抱有的较为狂热的预测热情。一个比较夸张的预测数字总是更容易引起广大投资者的关注，也使得宏观预期变成了一个个的“比大小”游戏。我们并不是说政策力度不值得关注，但数字背后隐藏着的改革决心更加值得品味。

2.2.1 2024：变革之年

不论是对于货币还是财政政策，2024都称得上是重要的变革之年。

财政政策的变革在于政策理念的转变以及破除成规的决心，具体体现在中央提升杠杆的决心。10月12日财政部发布会提出“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，而12月中央经济工作会议则是给出了更明确的定调，提出要“提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券发行使用”。这代表着从2023年10月开始一直犹豫推进的财政变革正式拍板落定。

2023年10月考虑到稳增长压力增加，人大常委会会议讨论通过增发一万亿国债，年内赤字率来到3.8%，我们在当时指出“赤字红线的突破是在更加积极的财政道路上的勇敢尝试”。怎么理解所谓的赤字红线？一直以来都有3%是赤字率“红线”的说法，事实上，从09年以来的每年财政赤字目标来看，仅有2016、2017年稳增长压力较大的年份赤字率来到3%，2020、2021年在疫情冲击下赤字目标提高到3.6%、3.2%，在大多数年份，财政政策在兼顾发力的同事需要谨守红线之内。事实上，3%的“赤字红线”最初源自1993年欧盟的马斯特里赫特条约，其设立的目的在于环境各异的各个经济体中建立统一的财政条件，除此以外还包括政府债务占GDP总比重不得超过60%的要求，因此这一红线并无具体依据以及意义。而我国的财政政策也经历了从最开始的避之如虎到后来慢慢形成科学的赤字观念的过程：20世纪80年代时总的方针是要消灭赤字。而1994年通过的预算法则提出中央政府公共预算不列赤字，但中央预算中的建设投资建设的一部分资金，可以通过举借国内和国外债务等方式筹措，这代表着对赤字的看法出现了边际上的转变，直到后来中央赤字、地方赤字统统纳入预算，2006年开始采取国债余额管理，财政制度不断演绎。

然而，2024年两会给出的赤字目标依旧是3%，只是额外批准发行了1万亿超长期特别国债，市场预期落空，也从侧面说明了赤字红线这一思想钢印的牢固。时间来到2024年末，在中央经济工作会议的正式定调之下，我们有望看到财政理念变革的落地。

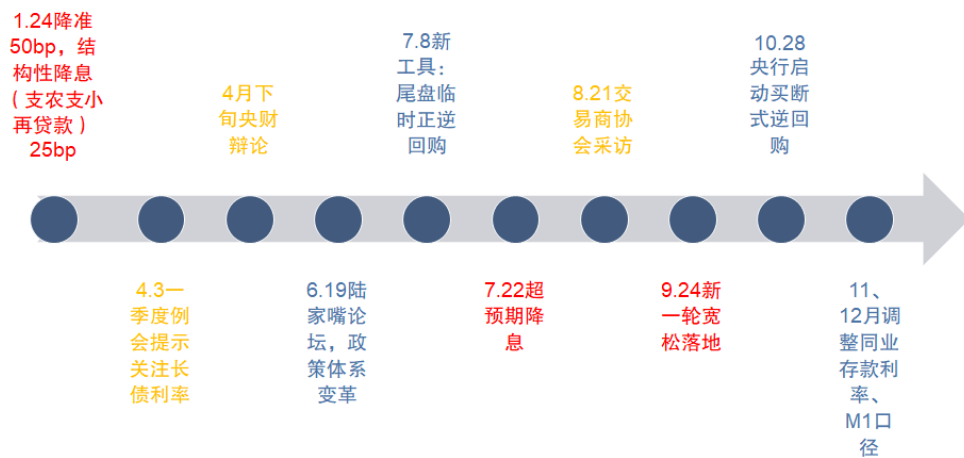
图 2.9 赤字红线的约束



资料来源：iFind，南华期货

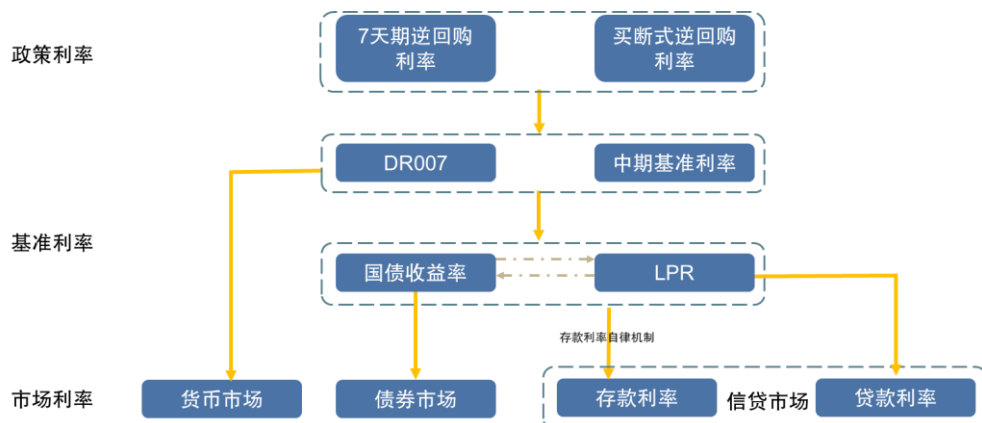
相比之下，货币政策层面的改革呈现更加具体以及系统化的特征，这跟利率市场化改革早已进入深水区紧密相关。具体来看，对应着货币政策工具、利率传导机制的系统性变革。

图 2.10 2024 货币政策大事记



资料来源：南华期货

图 2.11 利率传导机制



资料来源：南华期货

2.2.2 财政展望

关注广义赤字和财政支出规模

1) 2024年两会给出的一般公共预算收入增速为3.3%、政府性基金预算收入为0.1%，然而，截至年底，财政收入增速远低于两会的预算安排，11月一般公共预算收入累计增速为-0.6%，政府性基金收入累计同比为-18.4%。为了加大财政支出强度，我们预计明年赤字率提升至超长期特别国债、地方政府专项债可能会进一步加码，具体数字如下表。

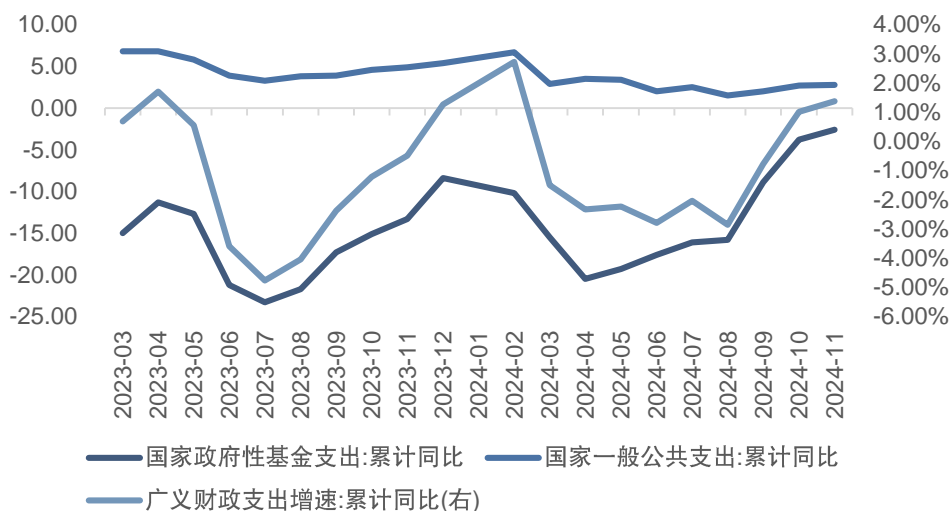
表 2.1 财政增量预测

单位：亿元	2024	2025 (E)
财政赤字	40600	55062
超长期特别国债	10000	20000
地方政府专项债务	39000	45000
化债专项债	20000	20000
广义赤字	109600	140062
广义赤字率	8.36%	10.17%

资料来源：南华期货整理

此外，我们建议关注支出规模和速度。一方面，今年以来收政府性基金收入拖累，广义财政支出增速始终慢于预期，这也是为什么在财政扩张的背景下整体需求依旧偏弱。年末中央经济工作会议提出“各项工作能早则早、抓紧抓实”，明年财政政策发力以及支出速度都需提前。

图 2.12 政府性基金支出拖累广义财政支出



资料来源: iFind, 南华期货

另一方面，我国在过去几年内都偏向“收入型”的财政刺激政策，通过各项减税降费降低实体压力，未来在支出型政策层面或需更加大胆果断，通过财政补贴支持地方政府稳楼市政策，亦或是如部分经济学家预期那般通过财政资金来增加社会福利保障，进而改善居民的消费意愿。

关注财税体制改革

我们认为明年财税体制改革相关文件或将出台，财政部在10月新闻发布会上指出，“拟在今明两年集中推出一批条件成熟、可感可及的改革举措，特别是一些事关顶层设计的基础性制度，比如说健全预算制度、完善财政转移支付体系、建立与高质量发展相适应的中国特色政府债务管理制度等”。

2.2.3 货币进一步宽松

货币政策方面，我们认为明年存在进一步宽松的空间，除了市场讨论较多的30-40bp的降息空间，我们认为还有其他政策空间值得期待。

1) 我们认为明年存款准备金率可能会逐步调整到5%左右的政策下限，这代表2-3次的降准。在商业银行为主体的货币创造体系中，存款准备金率是对信用扩张的限制与安全阀，而宏观审慎考核则是为了进一步确保银行系统的稳定。当下我们认为进一步下调存款准备金率的条件已经出现，一方面由于稳增长的压力，货币基调进一步转松，中央经济工作会议指出要“适时降准降息”；另一方面，随着宏观审慎考核的逐步完善，存款准备金防风险的职能逐步被接替，有了更多的下行空间。

2) 我们建议未来进一步加大央行二级市场购债规模，一方面能够改善基础货币的投放结构，另一方面强化也能够强化央行对于收益率曲线的影响力。

3. 慎行

综上，我们认为利率市场明年最好的做法是跟随趋势，与此同时关注变化与风险。第二部分《趁势》中我们将对于宏观环境的观察视角一一阐述，而在本章中，我们将对明年关注的问题以及潜在风险重点提示。

3.1 要更重视交易层面的指标

“924”以来决策层在预期指引方面做出的努力令人难以忽视，在表达了对稳增长问题重视的同时通过稳资本市场以及货币政策等落地见效快的政策措施抬升了政策信用。但对于债市来说，极为明确且一致的宽松预期往往导致行情抢跑并且提前压缩未来的利率下行空间，因此我们看到了12月份10年期国债收益率从2%附近快速回落至1.7%附近。

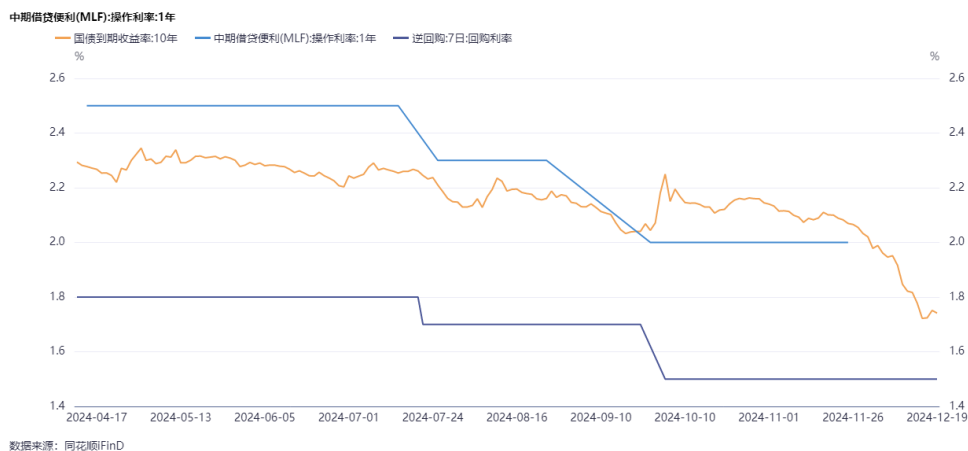
过于拥挤的市场本身就是一种风险，我们从两个维度来观察市场预期的抢跑程度。

首先，从国债市场利率和政策利率的利差来看，今年以来OMO利率与国债收益率的利差整体保持稳定，尽管7天期逆回购利率在6月下旬以后才正式成为主要政策利率，但考虑到此前MLF对于国债收益率的引导存在滞后性（这也是利率机制改革的原因之一），我们依旧参考7天期逆回购利率和国债收益率的相对水平。在今年的大部分时间内，10年期国债收益率的均值与短端政策利率的利差水平在45bp左右，例如7月降息前10债中枢2.25%左右，在降息10bp以后中枢跟随下行至2.15%附近。而经过12月这一轮利率快速下行后，目前10年期国债收益率来到1.7%附近，利差压缩至20bp左右，这意味着对大约25bp降息的提前计价。

另一方面，从利率互换相对于此前中枢的下行幅度来看，计价空间大约在20bp左右。

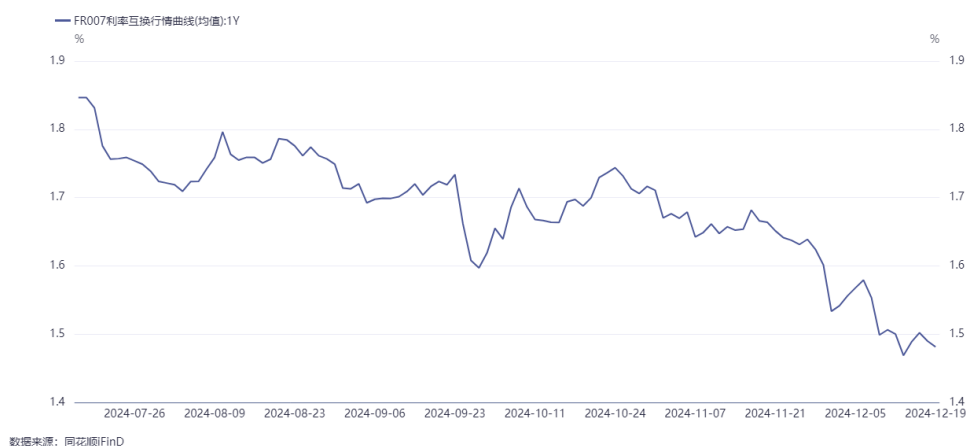
综上，当前的利率市场对于未来货币政策的落地已经有了一定程度的计价，尽管降息的幅度与利率水平的波动幅度并不能完全对应，但预期的抢跑无疑对投资者造成了更多的扰动。我们认为在未来增量被部分提前计价的情况下，需要更多关注交易层面的指标与信号，保持对市场的敏感度。

图 3.1 债券市场利率与政策利率



资料来源：iFind，南华期货

图 3.2 利率互换快速回落



资料来源：iFind，南华期货

3.2 过于趋同的预期本身即是风险

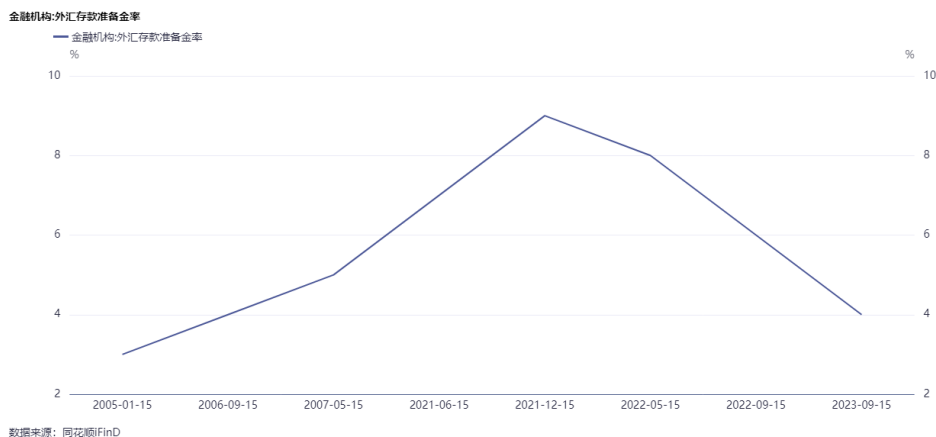
第一节说的是从市场层面来看，过度拥挤的交易可能部分挤占的未来的利率下行空间，从而导致对节奏判断的失误，因此我们需要时刻关注更交易层面、更市场化的指标。而除此之外，我们担心的是，市场过于趋同的行情本身会诞生风险。

2022年底国内风险偏好快速抬升，一方面由于国内防控限制解除市场对于内需的修复充满期待，另一方面则是由于海内外投资者普遍认为美联储将在2023年上半年快速开启降息周期，而这会进一步打开国内的政策空间，与内部形成共振。美联储主席鲍威尔也在12月初释放宽松信号，“当我们接近足以使通货膨胀率下降的约束水平时，放缓我们的加息步伐是说得通的。放缓加息步伐的时机可能最快在12月的议息会议上到来。”

然而，事实是由于美联储在2023年通胀和经济保持强劲，美联储在2022年12月后

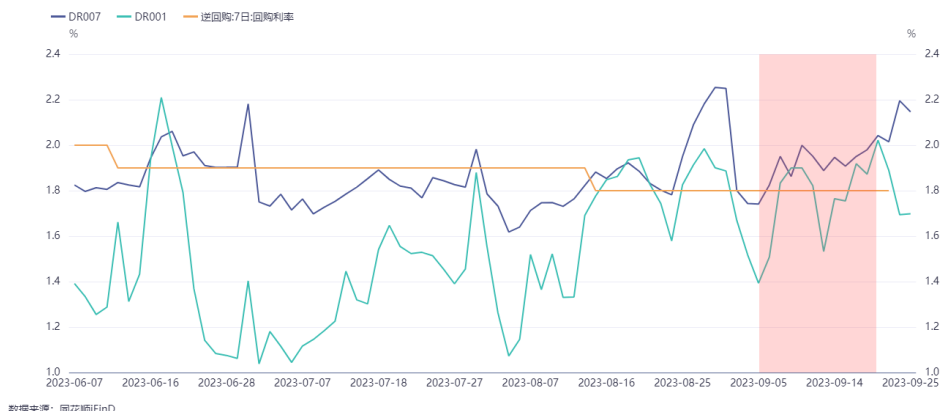
继续进行了4次加息，直到7月议息会议之后才终于稳定了政策利率的水平。这巨大的预期差使得国内的政策空间和宽松预期也跟随受到影响，外汇层面的压力最终在2023年三季度末有了具象化的体现：显示央行在9月初宣布再次下调外汇存款准备金率2个百分点，接着在整个9月份资金面边际收敛，人民币资产整体承压。

图 3.3 外汇存款准备金率



资料来源：iFind，南华期货

图 3.4 2023 年 9 月资金紧平衡



资料来源：iFind，南华期货

时间线拉回到当下，对于明年一致的大幅宽松预期，我们从内外两个维度分析潜在扰动。

3.2.1 美国降息节奏再次生变？

12月美联储议息会议如期降息25bp，但同时上调了24、25年经济和通胀预测，下调失业率预测水平，其中2025年PCE增速与核心PCE增速预测值分别较9月上调0.4和0.3个百分点双双来到2.5%。结合点阵图指引的2025年降息次数从9月的4次调整至2次，海外的宽松预期在逐渐降温。另外，考虑到目前美联储依旧是“数据依赖”型的决策机制，而鲍威尔在11月会议中也表示并没有由于政治层面的因素调整利率判断。那么新总统上台后的政策实施过程中潜在的通胀压力可能并没有被计入

当前的降息预测中，需要警惕外部环境出现超预期的收紧。如果中美货币政策周期再度转向，国内的政策空间依旧要受到考验。

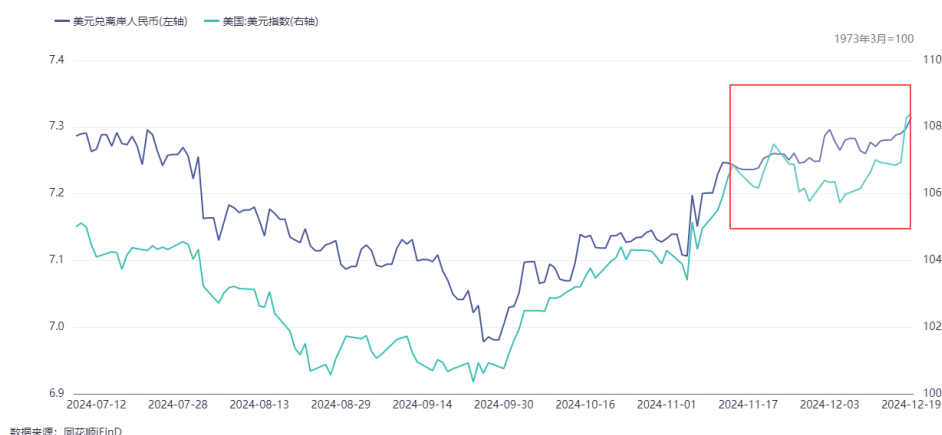
3.2.2 内部决心可能导致风险被低估

进入11月后，人民币对美元再度贬值，美元兑离岸人民币进一步走高至7.3附近。7.3此前曾经是市场重要的心理点位，在2023年9月人民币资产价格整体回落时，汇率就在7.3附近拉锯。但本次跟以往略有不同，尽管人民币持续走贬，但国内的资产价格对此反应并不大，主要有两方面原因：

一是由于政策端持续释放积极信号，实施有效的预期管理，市场基本面预期有所改善，对资产价格形成支撑。

第二市场认可本轮贬值是管理层“主动为之”的说法，认为通过主动的贬值能够对冲外需压力，并且以我为主的货币政策空间受外部压力有限，有观点指出人民币汇率最好一路贬向7.5。而官方层面也能找到一定的支撑，11月初央行发布的三季度货币政策报告中删去了汇率方面“坚决对顺周期行为予以纠偏”的说法。

图 3.5 人民币主动贬值？



资料来源：iFind，南华期货

从以上两条逻辑不难看出，汇率压力目前并未向债市传导的核心前提是预期管理要维系住基本面预期不断改善的趋势从而支撑大类资产价格，并且投资者坚信货币政策会持续宽松且坚定地宽松确实能适时改善基本面，用事实支撑预期。简单来说，一是政策要不断发力，持续给力；二是政策要言之有物，行之有效，要想同时达成以上两点，需要莫大的觉悟和决心。

3.2.3 什么样的政策部署能切实改善预期？

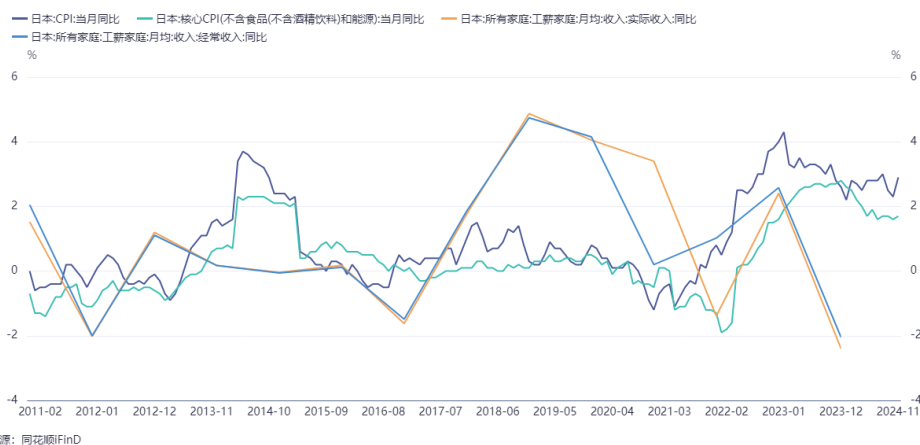
接下来我们讨论政策有效性与合理性，因为即便抛开上文提到的对汇率压力的延迟反馈，如果方向正确且力度合适的预期能够下达，其本身就会对债市带来风险，因此有必要提前勾勒好我们的政策预期。

首先说力度，我们认为明年30-40bp的降息幅度是有必要的，值得关注的是，如果在通胀完全修复之前货币基调再次发生了边际收紧的情况，那么届时债券市场会出现更大的多头机会。

根据伯南克的金融加速器理论，信贷市场信息不完全会引起借贷双方的代理成本，而代理成本具有逆周期特征，即在经济扩张时降低并且在收缩周期走高，这也意味着，在衰退期间，企业净值下降会引发投资、产出的螺旋下降，这就是金融加速器效应。而伯南克指出金融加速器效应是非线性的，随着企业资产负债表的恶化，外部融资成本会大幅上升。因此，在逆周期的环境下，需要在一定程度上摒弃过去“量入为出”的做法，保持坚定的政策态度和力度。

从具体实施层面来看，我们认为应该强调几点：一是保持足够的政策力度，原因在上文中已做阐述，而从90年代日本的经验来看货币政策的滞后以及初期财政支持力度偏弱是导致当时经济增速持续回落的重要原因。第二，长期来看房地产的中枢受制于人口，短期刺激难以改变趋势，因此政府杠杆资金的开支在遵循之前基础设施建设、收储土地等方向的同时，更多偏向公共支出，朝民生、社会福利方向倾斜，以稳定居民资产负债表。在90年代早期日本实施的刺激政策有着大量的土地购置项目，而这对于经济增长的直接贡献相当有限，另一方面，实践证明当企业和居民同时陷入资产负债表收缩的螺旋时，仅通过增加公共投资来进行刺激，其效果最终会被私人部门的疲弱的消费意愿所拖累。第三，对于居民部门的刺激，提升薪资预期的重要性远远大于短期的消费券乃至减税降费。结合过去几年的逆周期经验，不论是调整存量房贷利率对地产销售的刺激作用，还是各地消费券对基本面的刺激作用，我们认为一点不需要过多赘述。最后，当前确实存在经济动能转换等一系列问题，我们认为需要看到包括财税体制改革、人口政策等更加根本性的政策落地。

图 3.6 收入水平决定通胀中枢



资料来源：iFind，南华期货

3.3 怎么看待长端利率风险？

央行对长端利率风险的提示在今年2-3季度一度成为市场的主要逻辑之一，但在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，而后续随着政策利率进一步下行，市场对于央行“卖债”的担忧也逐渐偃旗息

鼓。

然而随着12月份收益率快速回落，央行再次启动窗口指导，12月18日金融时报发文称“央行约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构，提出了一些要求，主要包括：要密切关注自身利率风险等风险状况，提高投研能力，加强债券投资稳健性”。

短期来看，央行政策目标依旧以稳增长为主，但随着预期抢跑的程度不断深化，不排除在行情过热时再次对市场进行提示，建议关注收益率曲线的程度进行跟踪。

图 3.7 期限利差水平



资料来源：iFind，南华期货

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：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货 APP

