

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

利多因素仍在，等待增量财政的明晰

——国债期货 2024 年 11 月报

报告摘要

国债期货：近期公布的宏观经济、金融数据整体略超预期，但当前国内通胀读数持续低位运行，私人部门信用扩张乏力的情况下，基本面现状仍不支持债市走势反转。刺激价格回升和需求释放，需要货币政策的配合。而 9 月政策利率超预期调降后，10 月存贷款利率也双双下调 25bp，广谱利率仍处下行通道，这从金融机构负债端成本和资产比价角度均对债市构成利好。

与此同时，央行启用买断式逆回购工具，显示其呵护流动性的态度不变，叠加年内再度降准概率较高，一定程度上缓和了市场由大额 MLF 到期和潜在政府债券增发带来的对资金面的担忧。

此外，随着中美利差倒挂幅度再度走阔，人民币阶段性升值结束，国内权益市场继续大幅走强面临一定外部约束。“股债跷跷板”效应对债市的冲击可能也将暂有所减弱。

不过，国内增量财政的规模和发力方向仍是目前市场的博弈焦点，相关消息明确前，债市情绪较为谨慎，方向上或难有明确趋势。

操作上，人大常委会临近，单边建议暂以中性思路对待，现券持有者可考虑适度利用期货卖出套保对冲后续不确定性。套利方面，资金面担忧缓和，政策面不确定性尚存，建议投资者可考虑阶段性参与做陡曲线交易，但需留意 TL 合约基差相对偏高带来的不利影响；而 11 月初内外消息面扰动较多，盘面波动可能加大，建议投资者继续关注潜在的基差交易和期现套利机会。

风险因素：财政政策，地产销售，汇率波动，风险资产走势

1. 内需边际企稳，通胀依旧低位运行

三季度国内实际 GDP 同比增速放缓至+4.6%，较二季度继续回落 0.1 个百分点，季调后环比+0.9%，折年率仅为+3.6%，同样低于 5% 的增长目标。不过与 8 月相比，9 月数据整体略超预期，边际上呈现一些积极信号。

一是多项稳增长政策落地实施后，国内消费端有所回暖，9 月社会消费品零售总额同比回升 1.1 个百分点，至+3.2%，季调后环比+0.39%，表现也超出预期。二是投资端，随着政府债券发行和支出进度加快，9 月广义基建同比增速显著扩大至+17.5%，并带动整体固定资产投资单月增速回升至+3.4%。三是生产端对内需回升反应积极，9 月工业增加值同比增速重新回升至+5.0%上方，录得+5.4%，比 8 月加快 0.9 个百分点；与此同时，9 月全国城镇调查失业率 5.1%，比上月下降 0.2 个百分点，也结束了连续两个月的攀升态势。

当然数据层面看，一方面虽然 9 月末随着高层定调提振信心以及部分核心城市的购房政策的进一步优化，核心城市新房、二手房销售再度阶段性回升，但整体来看，地产行业对内需的拖累仍在持续。内需增速绝对值依旧偏低，国内通缩压力暂未出现明显缓和。三季度国内 GDP 平减指数录得-0.53%，已连续第 6 个季度负增长。边际上，9 月 CPI、核心 CPI 同比分别录得+0.4%、+0.1%，较上月回落 0.2 个百分点；PPI 同比-2.8%，跌幅较上月扩大 1.0 个百分点，改善也较为有限。

图1：月度宏观数据汇总

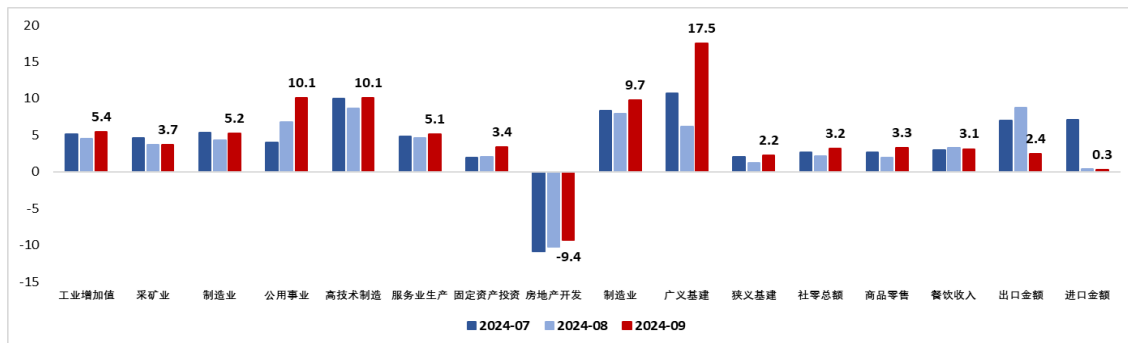


图2：工业增加值定基指数

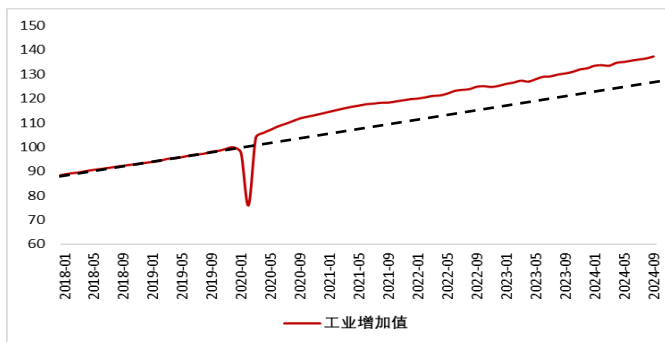


图3：社会消费品零售总额定基指数

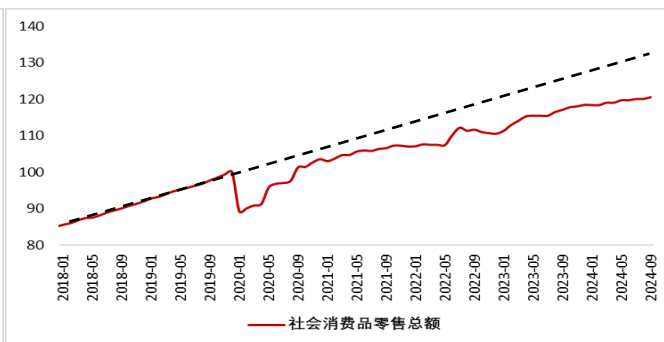


图4: 30大中城市商品房成交面积 (7MA)

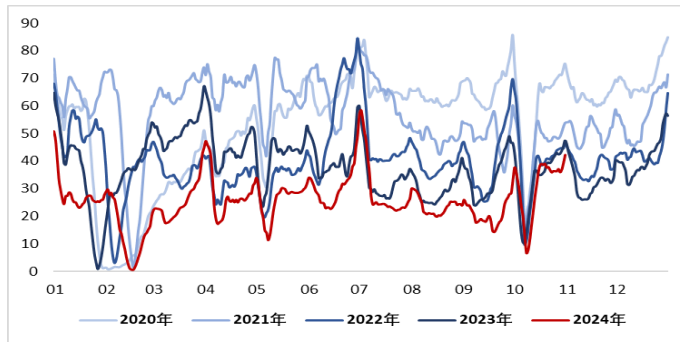
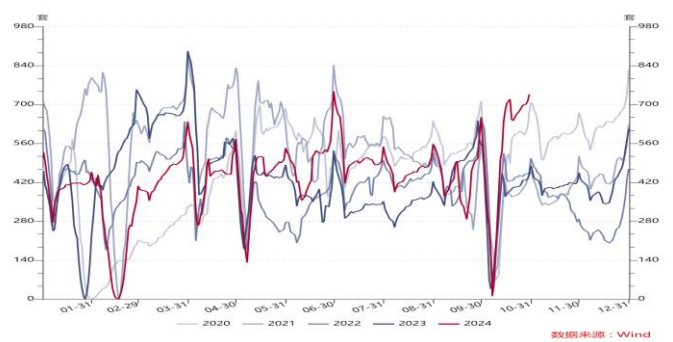
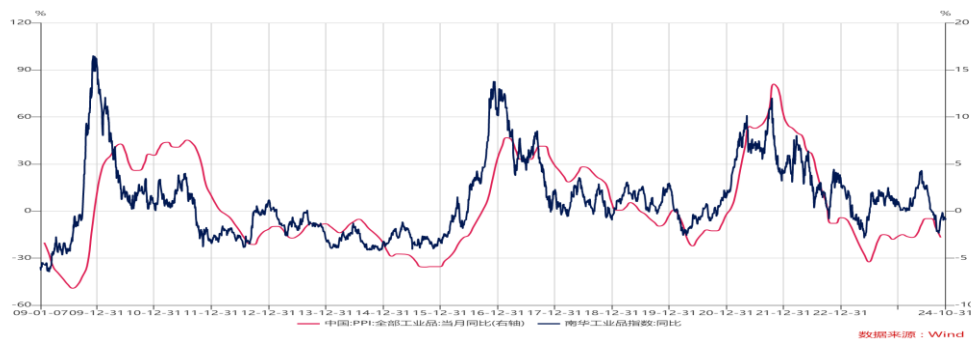


图5: 北京二手房成交套数 (7MA)



数据来源: Wind、银河期货

图6: PPI与工业商品指数



数据来源: Wind、银河期货

图7: 实际GDP与GDP平减指数

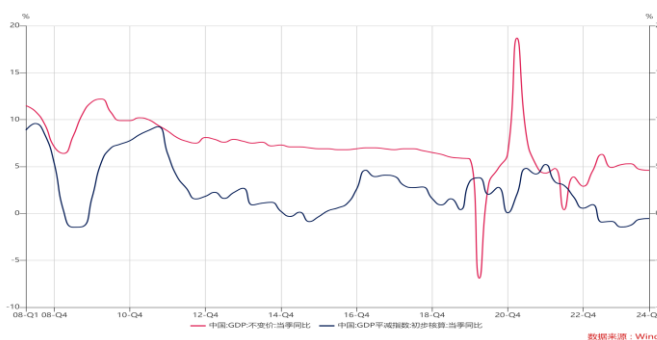
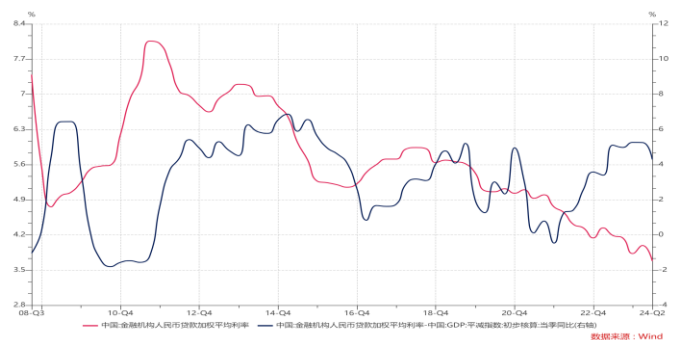


图8: 名义利率与实际利率



数据来源: Wind、银河期货

另一方面, 9 月外需表现不及预期。以美元计, 货物出口金额同比+2.4%, 较 8 月大幅回落 6.3 个百分点。虽然货物出口金额表现显著弱于季节性存在极端天气、全球航运不畅、集装箱短缺, 以及美国东海岸码头工人合同到期谈判预期等的一些偶发因素的影响, 且后续来看, 海外主要发达国家相继开启降息, 货币政策转松趋势较为明确, 但随着美国大选临近, 地缘因素对我国外贸端的负面扰动可能将有所加剧, 外需增长的不确定性较高。

图9：货物出口金额季节性

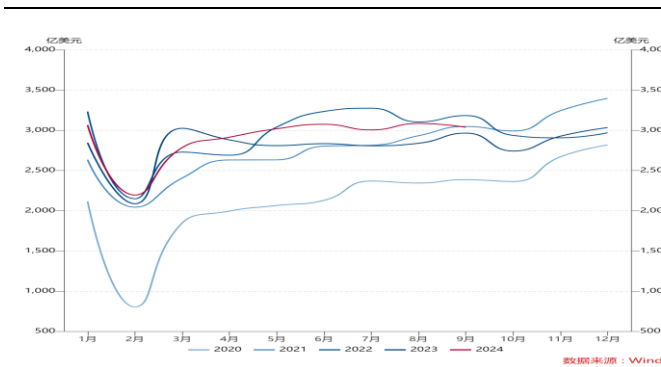
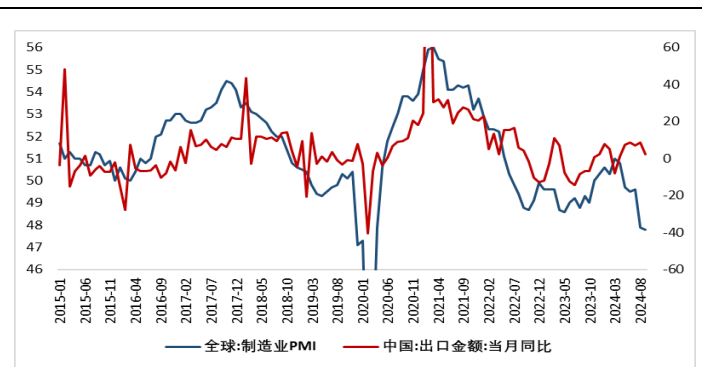


图10：全球制造业PMI与我国出口增速



数据来源：Wind、银河期货

2. 金融数据略超预期，但结构仍然偏弱

9月金融数据整体也略超预期。新增人民币贷款和社会融资规模季节性走高，分别录得15900亿元、37634亿元。不过，一方面国内整体信用扩张速度仍在放缓，贷款和社融较去年同期分别少增约7200亿元、3692亿元。各项贷款余额、社融存量增速也分别继续回落0.4、0.1个百分点，至+8.1%、8.0%。另一方面，结构上看，私人部门信用扩张更显偏弱。贷款方面除企事业单位票据融资外，其余各项均弱于去年同期，其中居民贷款同比大幅少增约3585亿元。与此同时，政府债券融资依旧是社融的主要支撑。

9月M2同比+6.8%，较上月回升0.5个百分点，9月下旬“股强债弱”，债基赎回增多导致部分资金从表外资管产品回流，可能是M2增速超预期反弹的主要原因。9月M1同比-7.4%，较上月回落0.1个百分点，降幅稍有企稳迹象，但绝对值仍低。考虑到M0同比+11.5%，保持两位数高增，M1持续大幅负增仍主要是受企业活期存款下降所致，侧面指向当前部分企业经营性现金流可能承压以及投资意愿低迷。

图11：各项贷款余额同比

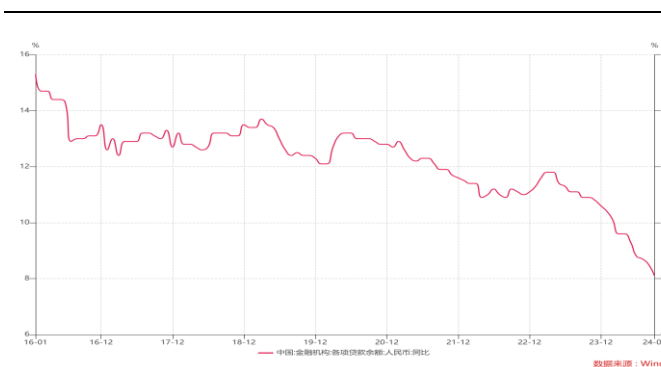
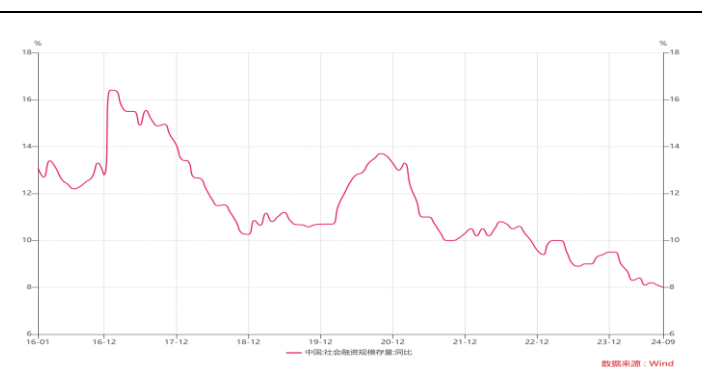


图12：社会融资存量同比



数据来源：Wind、银河期货

表1: 月度金融数据

	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
新增人民币贷款	15900	9000	2600	21300	9500	7300
居民户: 中长期	2300	1200	100	3202	514	-1666
企(事)业单位: 中长期	9600	4900	1300	9700	5000	4100
企(事)业单位: 票据融资	686	5451	5586	-393	3572	8381
社会融资规模	37634	30323	7707	32985	20623	-658
非标融资	1710	1160	-756	-1300	-1116	-4259
政府债券	15357	16177	6881	8476	12266	-937
企业债券融资	-1926	1703	2036	2100	285	1707
非金融企业境内股票融资	128	132	231	154	111	186
社会融资规模存量: 同比	8	8.1	8.2	8.1	8.4	8.3
M2: 同比	6.8	6.3	6.3	6.2	7	7.2

图13: 非银金融机构存款

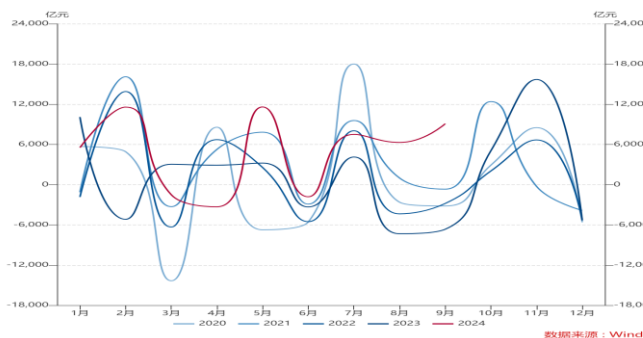
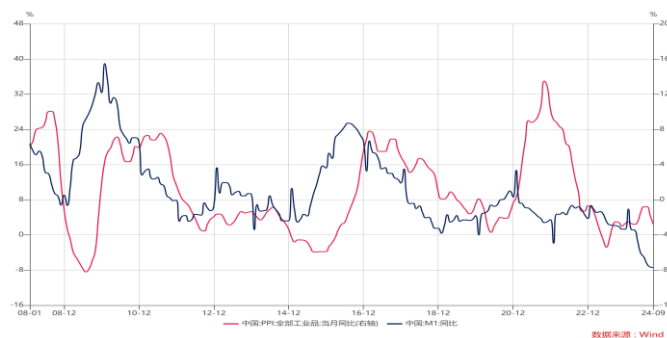


图14: M1与PPI增速



数据来源: Wind、银河期货

私人部门信用扩张乏力，居民存款意愿仍高，制约资金回流实体。在此情况下，10月LPR报价顺势调降25bp，与此同时，国有大行也进行了今年第二次存款降息，其中各期限定期存款挂牌利率同样下调25bp。9月末央行超预期下调政策利率20bp后，进入10月存、贷款利率双双调降，这从金融机构负债端成本和资产比价角度均对债市而言偏友好。而从月末票据利率走势来看，降息后10月国内信贷表现依旧难言乐观，后续央行进一步降息的可能性不低，国内广谱利率仍在下行通道中。

图15: 新发住房贷款与30Y国债收益率

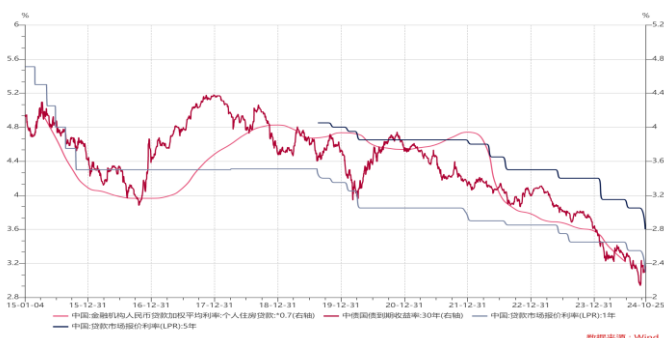
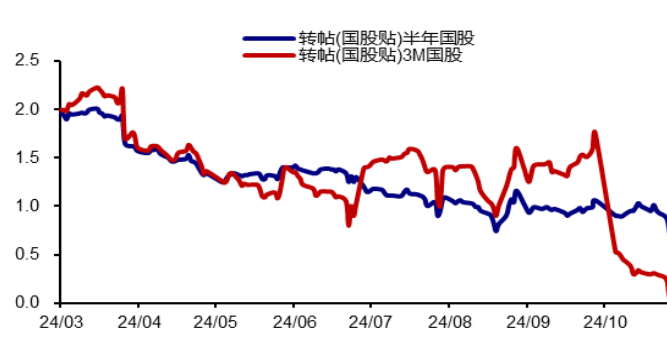


图16: 票据利率



数据来源：Wind、银河期货

3. 资金面窄幅波动，买断式逆回购工具启用

流动性方面，节后市场资金利率整体波动幅度有限，税期和月末因素对资金面的扰动可控。短端方面，最近一周 DR001 在 1.40-1.55% 之间，DR007 在 1.64-1.81% 之间，整体均衡。不过，当前市场资金分层现象暂未明显缓解，非银拆借成本仍显偏高，月内 R007-DR007 利差始终维持在 20bp 上方。“长钱”方面，当前 1 年期国有和股份制银行同业存单利率在 1.94% 附近运行，并未持续回落，指向四季度债券供给情况不明叠加大额 MLF 到期的情况下，商业银行中长期负债或仍有一定压力。

临近月末，央行发布公开市场业务公告，启用公开市场买断式逆回购操作工具，操作对象为公开市场业务一级交易商。与传统质押式回购相比，买断式逆回购工具有一些显而易见的不同，包括操作期限、频率、招标方式等。但最大的区别还是在债券所有权和使用定位上。质押式逆回购是一级交易商将债券质押给央行来获取资金，质押的债券需要冻结，但仍然归属一级交易商，而买断式逆回购是一级交易商将债券卖给央行，债券所有权转移给了央行。与此同时，传统质押式逆回购操作兼具流动性投放和政策信号意义，而买断式逆回购操作主要定位于流动性投放工具，利率由市场定价决定，政策信号意义弱。

央行此时启用买断式逆回购操作的目的，我们认为短期来说主要是为了配合降准，应对最后两个月即将到期的 2.9 万亿 MLF 和潜在的国债、地方债增发。这对缓和市场对资金面的担忧具有积极作用，显示出央行维护流动性处于合理充裕的态度并未改变，利多中短债。中长期来看，新的买断式逆回购工具有望逐步取代 MLF 作为央行投放中长期流动性的重要方式。且由于存在债券所有权的变更，也会为后续央行调节利率曲线形态等操作提供更多空间。

图17：银存间质押回购利率

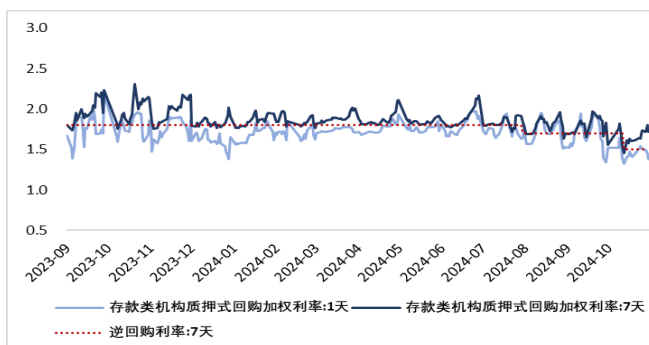


图18：同业存单发行利率



数据来源：Wind、银河期货

图19：买断式逆回购



数据来源：Wind、银河期货

图20：MLF操作量

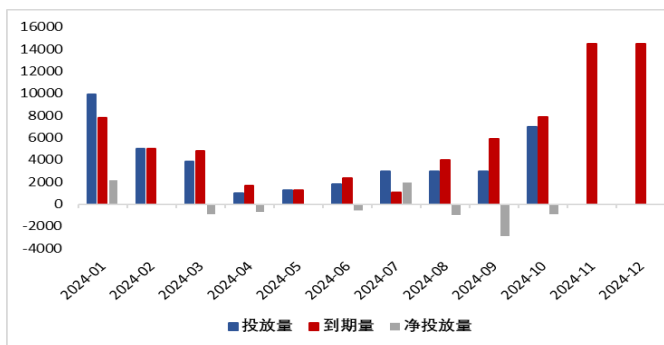
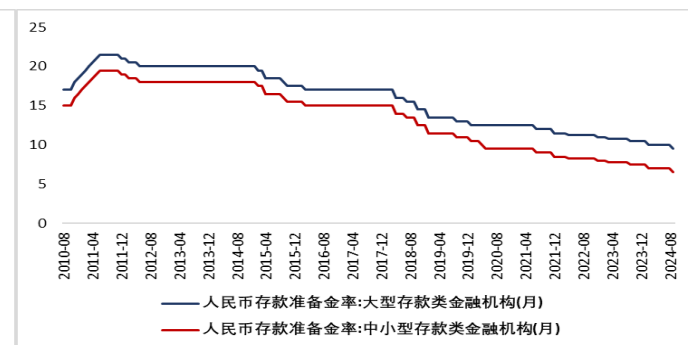


图21：存款准备金率



数据来源：Wind、银河期货

4. 权益市场走强或面临外部约束

进入10月，“看股做债”思路下，盘面股债跷跷板效应较为明显，但我们认为中短期来看，支持权益市场继续大幅走强的外部环境正在发生变化。

一方面，美国基本面韧性仍在，劳动力市场并未进一步超预期转弱，海外衰退交易暂止，与此同时，随着特朗普当选概率的上升，海外对美国通胀再度走高的预期升温。受此影响，美债收益率再度走高，中美名义利差重新走阔，也使得在9月末短暂破“7.0”后，美元兑人民币离岸价重新反弹至7.1上方，人民币阶段性升值结束，**热钱回流国内节奏或也将相应放缓**。另一方面，特朗普执政后对外可能采取较为强硬的政策态度，加剧地缘冲突并对我国外部需求带来一定不利扰动。对此，我们认为国内风险资产可能暂未充分定价，而是更多聚焦于对国内政策面利好的乐观预期中。

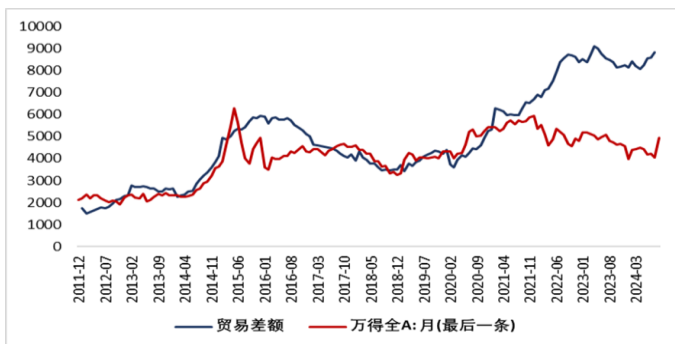
随着美国大选的临近，外部风险可能将逐步放大，进而阶段性制约国内权益市场的上行空间，在此情况下，股债跷跷板效应对于债市的冲击或将逐步有所减弱。

图22：沪深300指数与T合约走势



数据来源：Wind、银河期货

图23：贸易差额与A股走势



数据来源：Wind、银河期货

图24：出口金额与银行代客结汇额

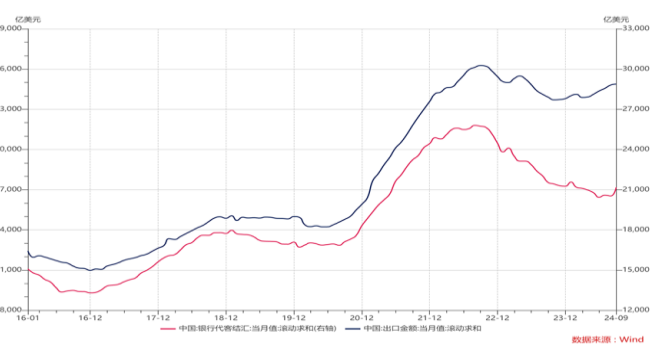
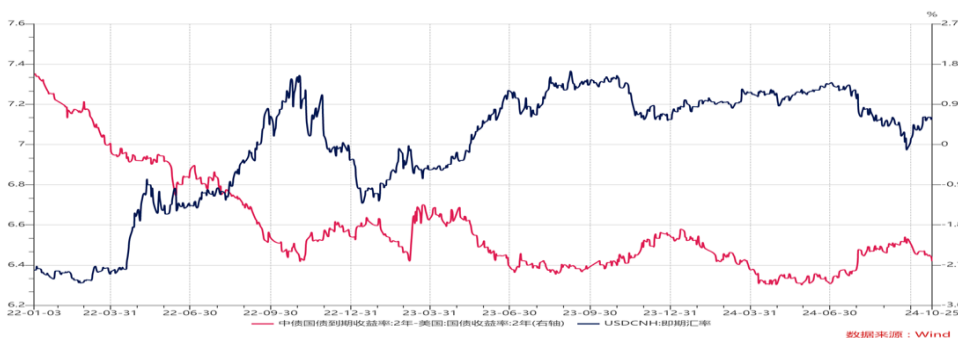


图25：中美名义利差与人民币汇率



数据来源：Wind、银河期货

5. 增量财政政策即将明晰，关注实际规模和投向

十四届全国人大常委会第十二次会议将于11月4日至8日在北京举行，备受市场关注的增量财政政策细节即将明晰。在10月中上旬，国新办新闻发布会上，财政部官员表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，这使得市场对增量财政规模的预期一度水涨

船高。

就目前已知的信息来说，后续政策发力方向包括新一轮大规模债务置换、闲置土地和存量商品房的收储、补充大行资本金、弥补财政预算收支缺口等。其中，我们认为弥补年内财政预算收支缺口，保持必要的支出强度的紧迫性相对最高。而今年财政整体收支缺口在 2-3 万亿元左右，因此四季度增发 2 万亿国债，合计 3.5 万亿元左右的净融资规模属于相对较为合理的中性预期。同比来看，这与去年四季度 3.59 万亿的净融资规模大体持平，加之当前央行维稳流动性的态度不变，年内增量供给对债市的冲击或是相对可控的。

当然，我们同样倾向于认为与规模相比，具体支出方向可能更为重要。目前已知的政策发力方向上，直接涉及民生的部分暂未有超预期内容。但如果后续财政支出方向在“更好发挥政府投资带动作用”的同时，能够更多向民生方向倾斜；且除了消费补贴外，社会福利方面也有实质进展，进而一定程度上改变当前市场对国内人口增长和人口结构变化的预期，那么市场对长期国内经济增长的前景预期可能将面临一定修正。

图26：国债净融资额

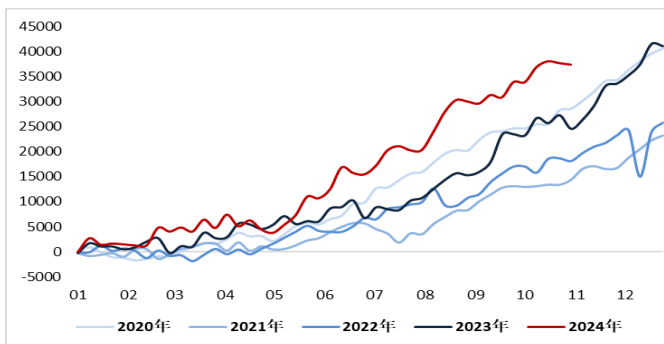
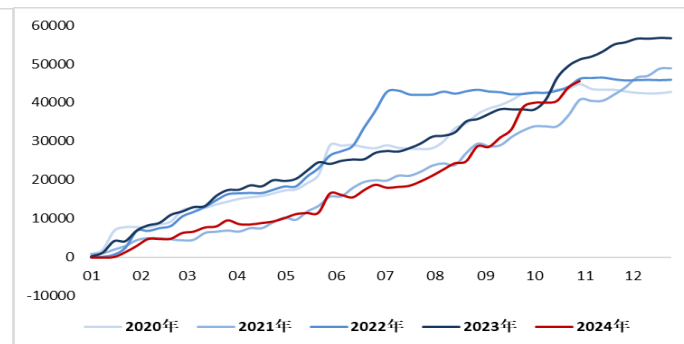


图27：地方债净融资额



数据来源：Wind、银河期货

6. 后市展望

后续来看，我们认为，首先当前国内通胀读数持续低位运行，私人部门信用扩张乏力的情况下，基本面现状仍不支持债市走势反转。刺激价格回升和需求释放，需要货币政策的配合。而 9 月政策利率超预期调降后，10 月存贷款利率也双双下调 25bp，广谱利率仍处下行通道，这从金融机构负债端成本和资产比价角度均对债市构成利好。

其次，央行启用买断式逆回购工具，显示其呵护流动性的态度不变，叠加年内再度降准概率较高，这一定程度上缓和了市场由大额 MLF 到期和潜在政府债券增发带来的对资金面的担忧。

第三，中短期内，中美利差倒挂幅度再度走阔，人民币阶段性升值结束，国内权益市场继续大幅走强面临一定外部约束。“股债跷跷板”效应对债市的冲击可能也将有所减弱。

不过，国内增量财政的规模和发力方向仍是目前市场的博弈焦点，相关消息明确前，债市情绪较为谨慎，方向上或难有明确趋势。

操作上，人大常委会临近，单边建议暂以中性思路对待，现券持有者可考虑适度利用期货卖出套保对冲后续不确定性。套利方面，资金面担忧缓和，政策面不确定性尚存，建议投

资者可考虑阶段性参与做陡曲线交易，但需留意 TL 合约基差相对偏高带来的不利影响；此外，11 月初内外消息面扰动较多，盘面波动可能加大，建议投资者继续关注潜在的基差交易和期现套利机会。

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