

| 证券研究报告 |

重票息轻波段，配置逢高介入

——利率债回顾与展望

2023.12.06

分析师：肖雨
执业证书编号：S0740520110001
Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎
Email: zhangky04@zts.com.cn

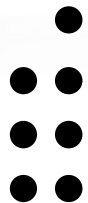
核心结论

- **2023年利率回顾：**2023年，利率债整体呈现“M”型走势。阶段一（年初-春节）：疫后复苏，回调延续，利率上行；阶段二（春节-3月初）：基本面有待观察，预期分歧，长端利率震荡；阶段三（3月初-8月21日）：增长预期下修，经济环比走弱，利率下行至年内低点；阶段四（8月22日-10月底）：稳增长政策+政府债加速发行，资金面收紧，利率上行；阶段五（11月至今）：基本面走弱+打击资金空转套利，利率先下后上。
- **2024年基本面展望：**消费信心触底回升，预计增长5.0%；居民购房意愿边际回暖、房企融资改善和城中村改造预计驱动地产投资降幅收窄至4.5%；基建托底经济必要性仍在，预计维持8.0%的增速；补库需求、外需企稳背景下，制造业投资增速预计为7.0%；外需回暖，出口金额增速预计约4.6%；PPI、CPI中枢预计分别为1.0%、1.5%；全年GDP实际增速预计为4.8%，名义增速7.1%。
- **宽财政 OR 宽货币？** 财政政策方面，企业、居民和地方政府加杠杆能力均有限，仅中央政府仍有加杠杆空间。今年以来财政“紧平衡”制约发力空间，年中调高赤字率释放中央加杠杆信号，但效果可能需要客观看待。货币政策方面，经济回稳向上的基础还不牢固，货币政策难言“退坡转向”，从内部看，政策利率调降的必要性仍然较大，从外部看，随着汇率等外部制约减弱，货币政策操作空间有望加大。
- **利率策略：**2024年利率中枢有望下行，振动幅度有限。随着短端“利率锚”回归，期限利差和长债利率变动幅度有限，票息策略确定性可能更强。久期操作难度加大，点位选择优于时点判断，逢高介入可能是较优策略，10Y国债-MLF利差仍是重要参考指标。
- **风险提示：**1) 模型假设条件与实际不符，导致基本面和利率走势预测结果出现偏差；2) 经济内生修复动力超预期，导致货币政策提前转向，收益率上行压力加大；3) 中央政府加杠杆幅度超预期，债市供需关系边际恶化；4) 资金面波动加大，银行→非银的流动性传导链条脆弱性上升，底层资产波动可能引发负债端“负反馈”；5) 美联储货币政策持续偏紧，汇率压力影响下央行货币政策宽松节奏不及预期。

目录

CONTENTS

- ① 回顾：2023年利率复盘
- ② 利率走势成因拆解
- ③ 宏观经济展望
- ④ 宽财政 or 宽货币？
- ⑤ 机构行为与利率观点



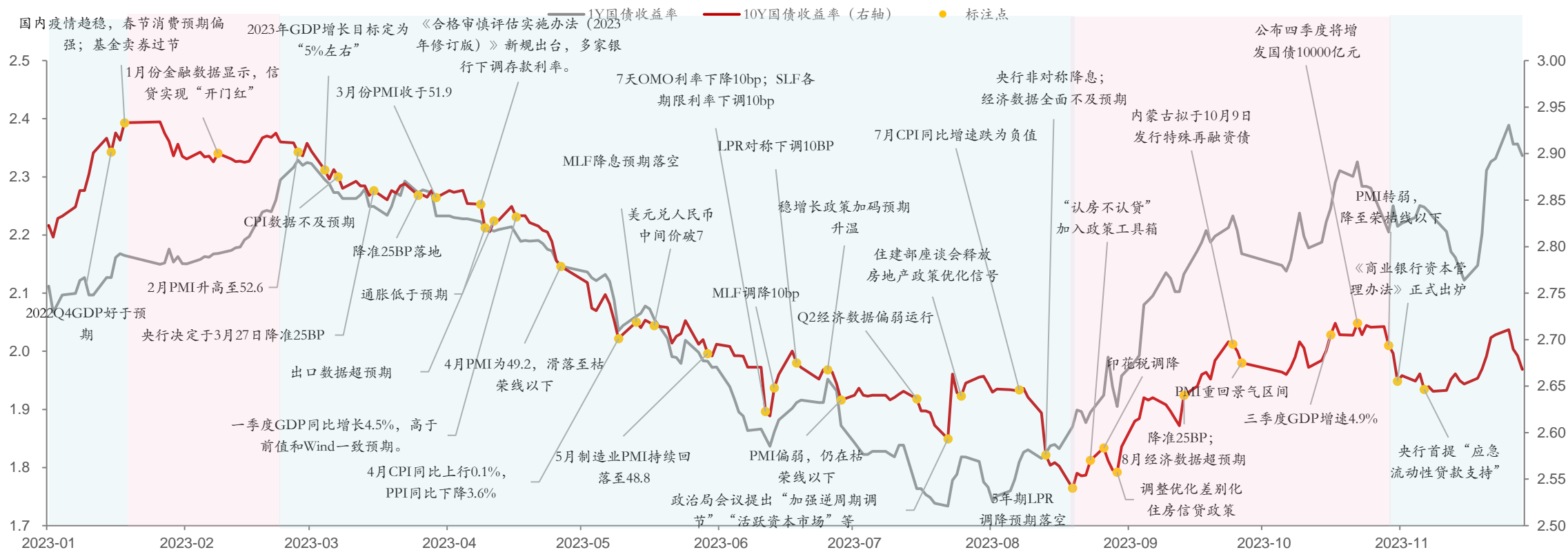
—

回顾：2023年利率复盘

领先一步

2023年利率运行的五个阶段

- 2023年，利率债整体呈现“M”型走势，10Y国债收益率依次走出“上行——震荡——下行——回升——下行”趋势。



阶段一（年初-春节）：疫后复苏，回调延续，利率上行

阶段二（春节-3月初）：基本面有待观察，预期分歧，利率震荡

阶段三（3月初-8.21）：增长预期下修，经济环比走弱，利率下行

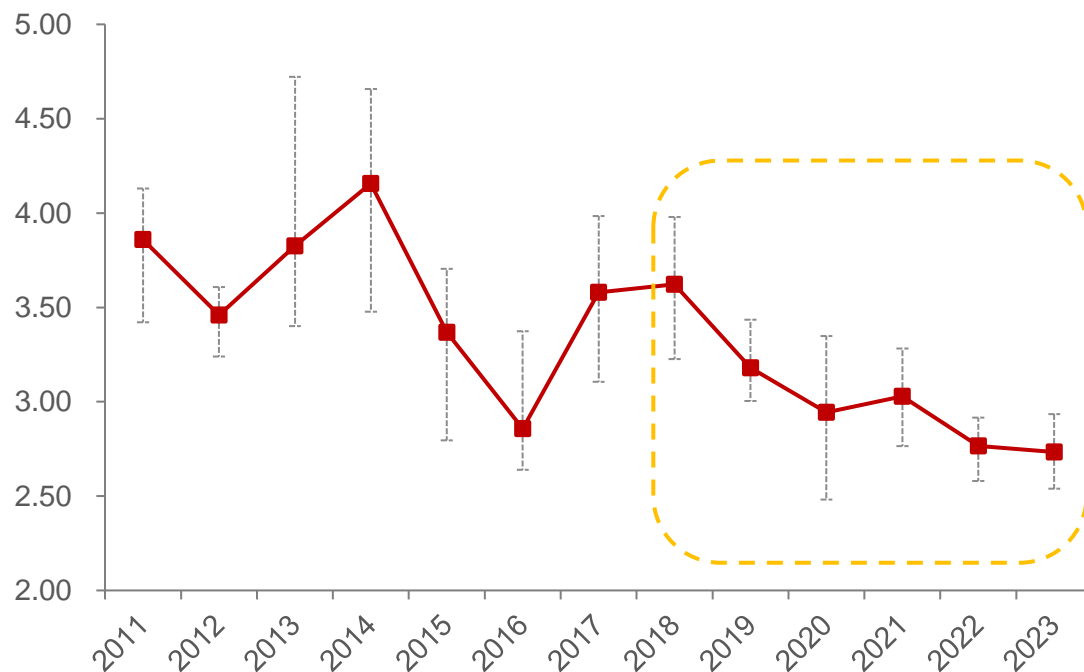
阶段四（8.22-10月底）：稳增长政策密集出台+政府债加速发行引起资金面收紧，利率上行

阶段五（11月至今）：资金面压力有所缓解，利率下行

中枢下移、振幅减小

- 总体来看，2023年债市基本延续2019年以来的低波动特征，同时利率中枢下降。剔除2020年疫情的冲击影响，自2019年以来，长债收益率窄幅震荡且收益率中枢略有下行。截至2023年11月30日，2023年10Y国债利率中枢为2.73%，最大值为2.93%，最小值为2.54%。

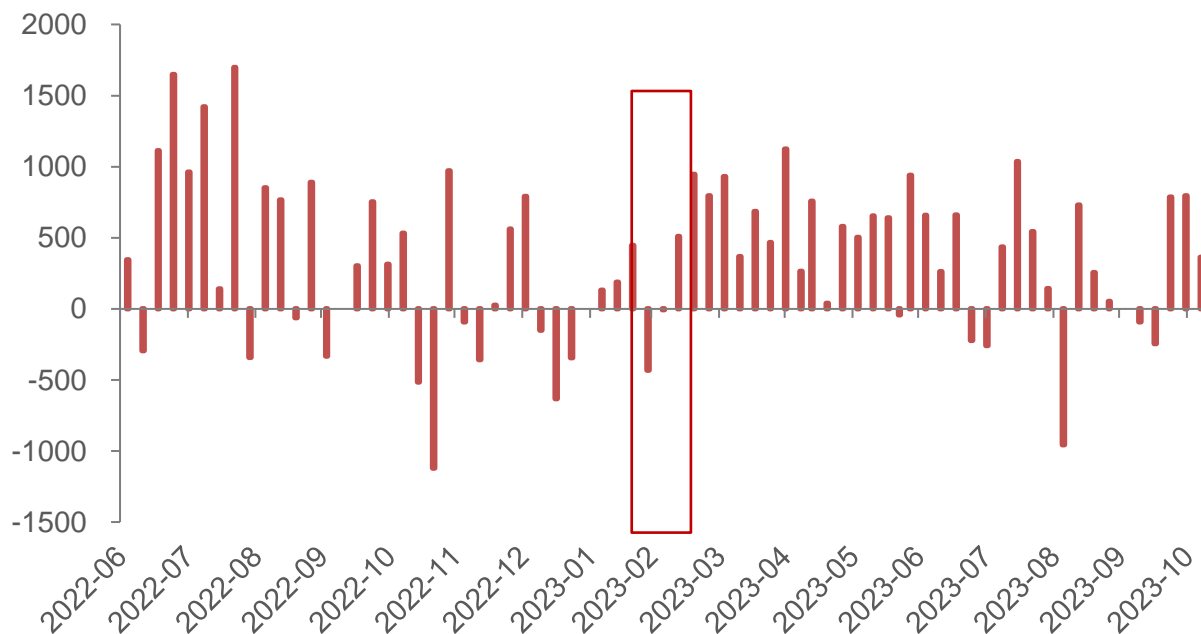
10Y国债利率中枢与波动范围 (%)



阶段一（年初-春节）：疫后复苏，回调延续，利率上行

- 2023年1月3日至1月20日，10Y国债收益率快速上行，由2.82%上升至2.93%，累计上行11bp；1Y国债收益率由2.11%上升至2.16%，累计上行5bp。
- 年初利率债走熊主要受到以下因素影响：第一，2022年底疫情防控政策放开、地产“三支箭”出台、赎回潮等因素引发债市回调，其影响延续到2023年初；第二，年初经济数据表现亮眼，2022年四季度经济数据好于预期，市场对于经济复苏的预期较为一致；第三，机构行为来看，基金“卖券过节”，交易盘净卖出。

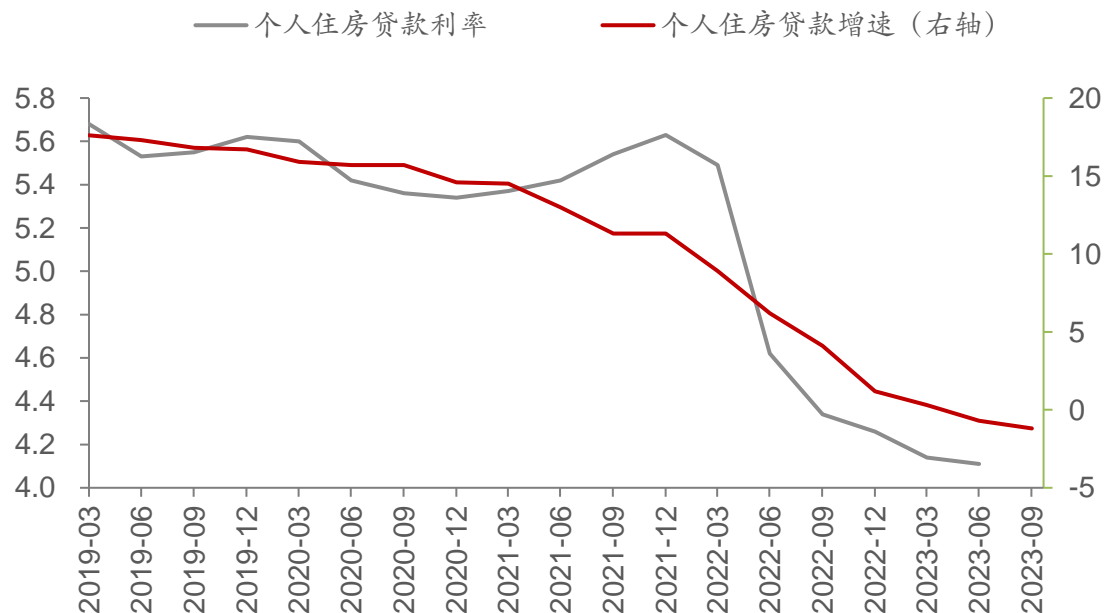
基金单周净买入利率债规模（亿元）



阶段二（春节-3月初）：基本面有待观察，预期分歧，长端利率震荡

- 2023年1月28日至3月4日，10Y国债收益率横盘震荡，收益率累计下行3bp；1Y国债收益率上行，由2.15%升至2.32%，累计上行17bp。
- 长端利率横盘震荡主要受到基本面驱动。
 - 一方面，预期层面出现多空分歧；1月份信贷实现“开门红”，2月PMI升高至52.6，经济复苏方向基本确定，但居民中长期贷款尤其是房贷增速持续低迷。
 - 另一方面，两会临近，市场担忧增量稳增长政策出台，限制了长端收益率下行空间。

房贷利率下调，房贷增速依然回落（%）



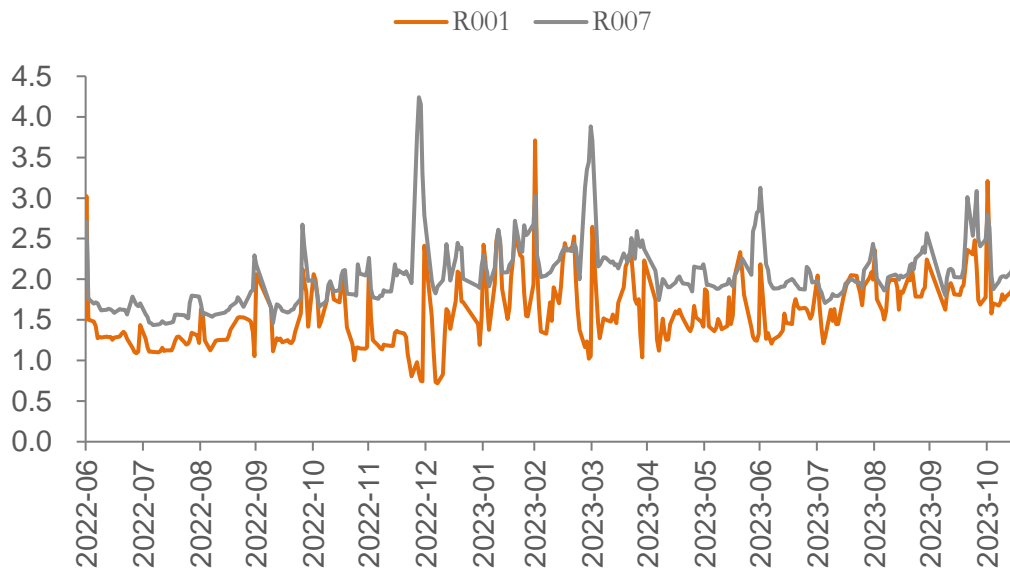
来源：WIND，中泰证券研究所

阶段二（春节-3月初）：基本面有待观察，预期分歧，长端利率震荡

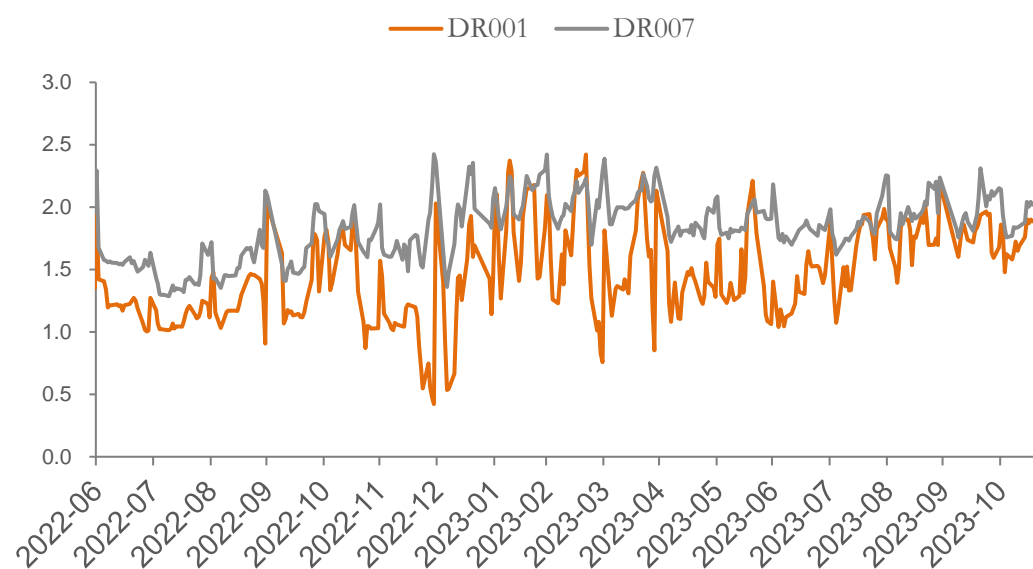
➤ 短端收益率上行主要受到资金面趋紧影响。

- 1-2月信贷大规模投放消耗超储，且央行“长钱”投放较少，资金价格不断抬升，R001、R007震荡上行，中枢较春节前上升60bp、21bp。

R001、R007 (%)



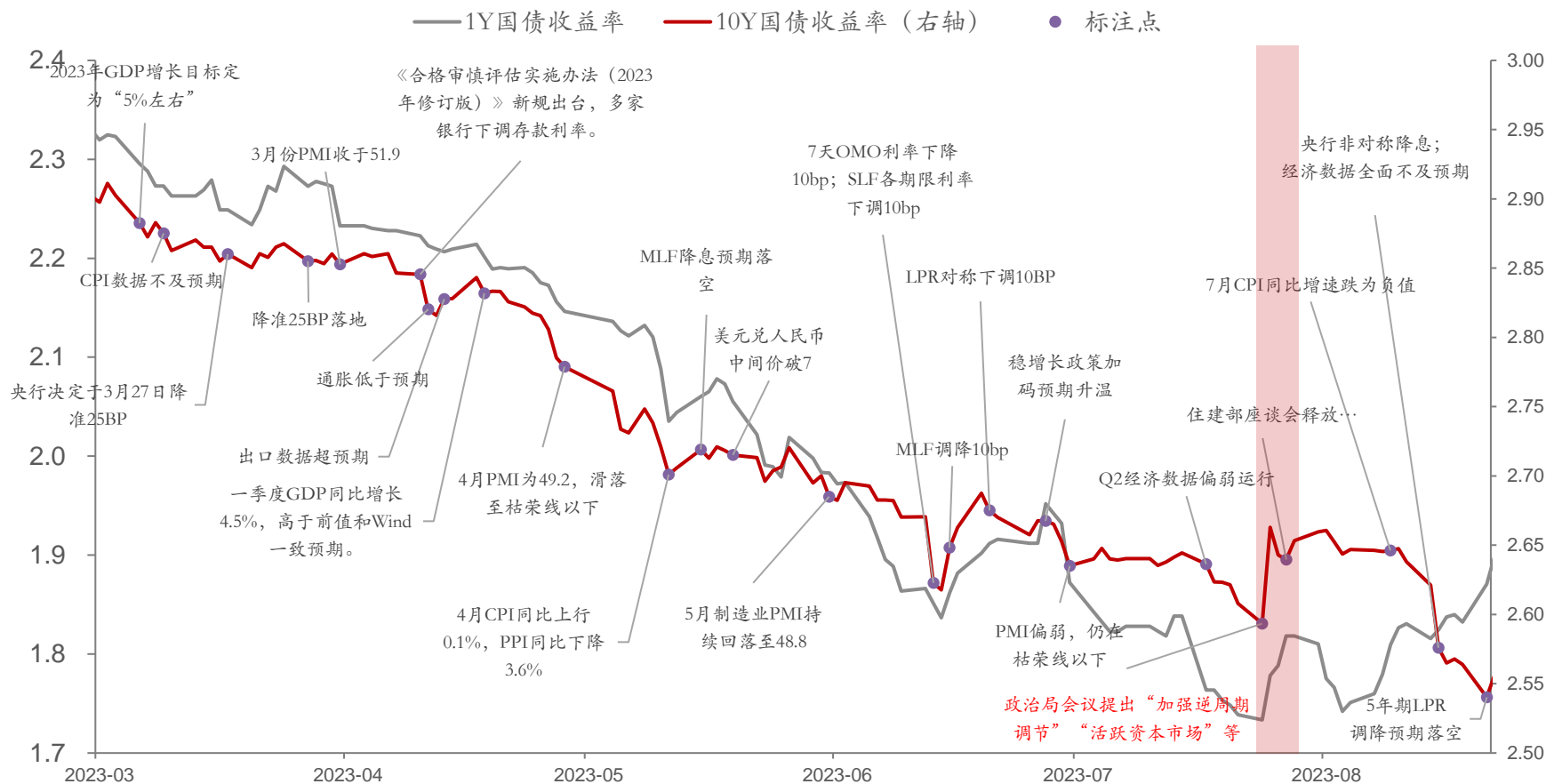
DR001、DR007 (%)



阶段三（3月初-8月21日）：增长预期下修，经济环比走弱，利率下行至年内低点

- 3月5日至6月12日，长短端收益率下行，10Y国债收益率由2.88%降至2.67%，累计下行21bp；1Y国债收益率由2.30%降至1.87%，累计下行43bp。

3月初-8月21日，国债收益率下行（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

阶段三（3月初-8月21日）：增长预期下修，经济环比走弱，利率下行至年内低点

- 3月6日至7月24日，长短端利率均下行，短端下行幅度更大。10Y国债收益率由2.88%降至2.66%，累计下行22bp；1Y国债收益率由2.30%降至1.73%，累计下行57bp。
- 长端，利率下行主要受到基本面走弱驱动；消息面，两会将2023年经济增长目标设定在市场预期下限；降准、银行存款利率下调、OMO利率下调等，同样驱动长端利率下行。
- 短端，资金压力缓解，1Y国债收益率转为下行。3月央行呵护流动性，通过超量续作MLF、降准25bp等方式引导资金价格回归政策利率，资金价格中枢回落。

银行业存款类金融机构的评估指标及标准，驱动存款利率下调

合格审慎评估实施办法（2022年）	合格审慎评估实施办法（2023年）	存款利率市场化定价情况具体要求
（一）财务约束（35分） 1.公司治理（5分） 2.资产利润率（10分） 3.净息差（10分） 4.成本收入比（10分） （二）定价能力（25分） 5.组织架构（5分） 6.机制建设（10分） 7.信息系统（5分） 8.决策执行（5分） （三）定价行为（40分） 9.竞争行为（20分） 10.各项存款付息率偏离度（20分） （四）定价影响（40分） 11.货币市场定价影响力（10分） 12.债券市场定价影响力（10分） 13.存单市场定价影响力（10分） 14.信贷市场定价影响力（10分）	（一）财务约束（35分） 1.公司治理（5分） 2.资产利润率（10分） 3.净息差（10分） 4.成本收入比（10分） （二）定价能力（25分） 5.组织架构（5分） 6.机制建设（10分） 7.信息系统（5分） 8.决策执行（5分） （三）定价行为（40分） 9.竞争行为（20分） 10.各项存款付息率偏离度（20分） 11.存款利率市场化定价情况（扣分项） （四）定价影响（40分） 12.货币市场定价影响力（10分） 13.债券市场定价影响力（10分） 14.存单市场定价影响力（10分） 15.信贷市场定价影响力（10分）	存款利率市场化定价情况，主要考察银行按照存款利率市场化调整机制要求，落实存款利率合意调整幅度的情况。 若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，在“定价行为”得分（总分100分基础上扣分。 评分标准为： 1年、2年、3年、5年期定期存款和大额存单加权平均利率降幅低于合意调整幅度的，每个期限扣5分。各期限加分累加计算，最多扣20分。

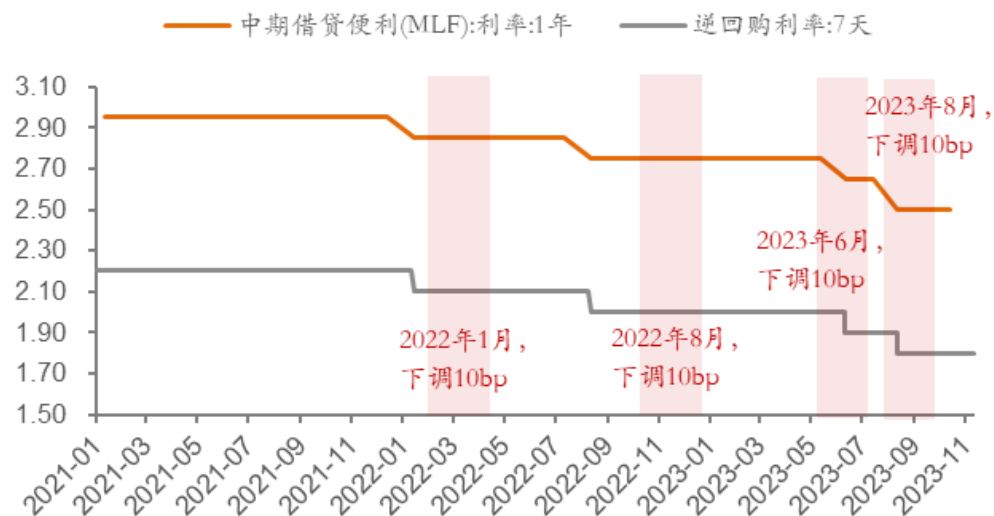
阶段三（3月初-8月21日）：增长预期下修，经济环比走弱，利率下行至年内低点

- 7月25日至7月31日，政治局会议后稳增长预期上升，叠加月末资金面趋紧，长短端利率迅速上行。10Y国债收益率由2.59%升至2.66%，累计上行7bp；1Y国债收益率由1.73%升至1.81%，累计上行8bp。
- 政治局会议传达稳增长政策倾向，提到“发挥消费拉动的基础性作用”“及时调整和优化房地产政策”以及“制定并实施一揽子化解债务方案”等扩大内需、提振信心以及防范化解风险一系列举措，引发市场对未来稳增长政策的积极预期。
 - 要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策。
 - 要积极扩大国内需求，**发挥消费拉动经济增长的基础性作用**，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。
 - 要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，**促进房地产市场平稳健康发展**。
 - 要更好发挥政府投资带动作用，**加快地方政府专项债券发行和使用**。
 - 要有效防范化解地方债务风险，**制定实施一揽子化债方案**。
 -
- 7月27日，住建部强调“稳住建筑业和房地产业两根支柱”，对于地产政策的定调超出市场预期，风险偏好抬升对债市形成一定压制。

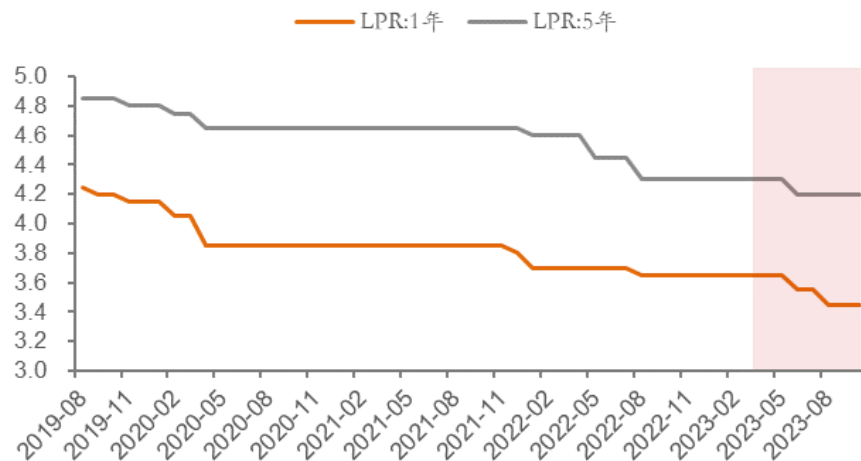
阶段三（3月初-8月21日）：增长预期下修，经济环比走弱，利率下行至年内低点

- 政治局会议引发的预期升温持续时间不长，未能改变长端利率下行趋势。8月1日至8月21日，长短端利率走势相反。10Y国债收益率由2.66%降至2.54%，累计下行12bp，降至目前为止的年内低点；1Y国债收益率由1.78%升至1.87%，累计上行9bp。
- 基本面预期走弱和央行非对称降息驱动长端利率下行。一是7月经济数据全面不及预期，消费、投资、出口同比增速均较6月放缓，且低于市场预期，尤其房地产投资累计同比降幅持续扩大。二是月中出现地产债逾期，压制风险偏好。三是央行超预期降息提振市场宽松预期，8月15日，央行调降1年期MLF操作利率15bp至2.50%，同日调降7天期OMO操作利率10bp至1.80%。四是宽信用预期降温，8月20日，1年期LPR调降10bp，但5年以上报价维持不变，银行息差压力限制LPR下调空间，调降存款利率的必要性再度上升。**以上因素综合作用下，10Y国债收益率降至2.54%，创2020年4月以来新低。**

2023年，OMO利率两次下调（%）



2023年8月15日LPR非对称下调（bp）



阶段四（8月22日-10月底）：稳增长政策+政府债加速发行，资金面收紧，利率上行

- 8月22日至10月31日，长短端收益率上行，10Y国债收益率由2.56%升至2.69%，累计上行13bp；1Y国债收益率由1.90%升至2.21%，累计上行31bp。
- 财政方面，加快地方政府专项债券发行和使用，新增专项债9月底前基本发行完毕；特殊再融资债重启，自9月底内蒙古公布用于化解存量债务的特殊再融资债以来，截至10月31日，25个省市公布特殊再融资债发行规模，合计11051亿元。10月24日，财政部宣布今年四季度增发1万亿特别国债，通过转移支付方式全部安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。

1万亿国债官方信息梳理

类别	具体内容
资金规模	总规模：1万亿元，于四季度增加发行，作为特别国债管理；将使中央财政赤字由3.16万亿增加到4.16万亿元，财政赤字率由3%提高到3.8%左右。
资金投向	支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设 ，主要用于八个方向：灾后恢复重建；骨干防洪治理工程；自然灾害应急能力提升工程；其他重点防洪工程；灌区建设改造和重点水土流失治理工程；城市排水防涝能力提升行动；重点自然灾害综合防治体系建设工程；高标准农田建设。 中央承担还本付息。 列为中央财政赤字，全部通过转移支付方式安排给地方使用 ，不增加地方偿还负担。
使用安排	今明两年安排使用：2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。 适当提高补助标准。为了减轻地方财政配套压力，将一次性适当提高相关领域中央财政补助标准或补助比例，加大对地方支持力度，确保项目能够顺利实施。 单设转移支付项目。单设“灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力补助资金”项目，与一般性转移支付、专项转移支付并列，集中反应增发国债安排的支出。
监管措施	纳入直达资金机制，全部导入直达资金监控系统，实施全流程跟踪监控，及时发现并妥善处置发现的可能影响资金使用效益的问题。 开展常态化资金监管，确保资金按规定用途使用，严查挤占挪用国债资金等违法违规行为，提高资金使用效益。 压实地方监管责任，推动形成上下联动、横向协同、齐抓共管的工作格局，层层传导压力，紧盯盯牢国债资金使用。 符合规划或实施方案，避免超标准建设、重复建设等问题。此次国债优先支持“十四五”规划，国务院以及国务院有关部门批复的重点专项规划和区域规划，以及地方重点规划中明确的项目，确保项目建设符合实际需求。
项目要求	满足投向领域要求，项目主要建设内容应符合此次国债资金支持范围，精准聚焦灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。优先支持建设需求迫切、投资效果明显的项目，坚决避免安排一般竞争性产业项目、楼堂馆所、形象工程和政绩工程等，把国债资金用在刀刃上。 对于新开工项目，要求前期研究论证比较充分、具备扎实的前期工作基础，能够尽快开工建设，特别是一些急需项目能够在明年汛期前建成投用。对于部分前期工作较为复杂的重大项目，原则上也不得晚于明年6月底开工建设。 资金需求与建设进度相匹配。项目的国债资金需求要根据国债资金支持标准，结合项目建设进度合理提出，确保资金拨付到位后能够尽快投入使用，保障项目顺利推进。

阶段四（8月22日-10月底）：稳增长政策+政府债加速发行，资金面收紧，利率上行

➤ 地产方面，

- 8月25日，住房和城乡建设部和央行联合将“认房不认贷”纳入“一城一策”政策工具箱，供城市自主选用，广州率先宣布执行，多城市跟进。
- 8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发文，允许商业银行降低符合条件的存量首套住房贷款利率。随后多家银行于2023年9月25日起批量下调存量首套住房贷款利率，并明确操作细则。
- 10月13日央行三季度金融统计数据发布会上表示，“落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房贷利率落地见效”。政策实施首周（9月27日-10月1日）已有98.5%符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计4973万笔、21.7万亿元。调整后的加权平均利率为4.27%，平均降幅0.73个百分点。

➤ 政府债加速发行、发行特殊再融资债、增发国债等因素收紧资金面，使得8月份降息、9月份降准后，资金价格依然易上难下。

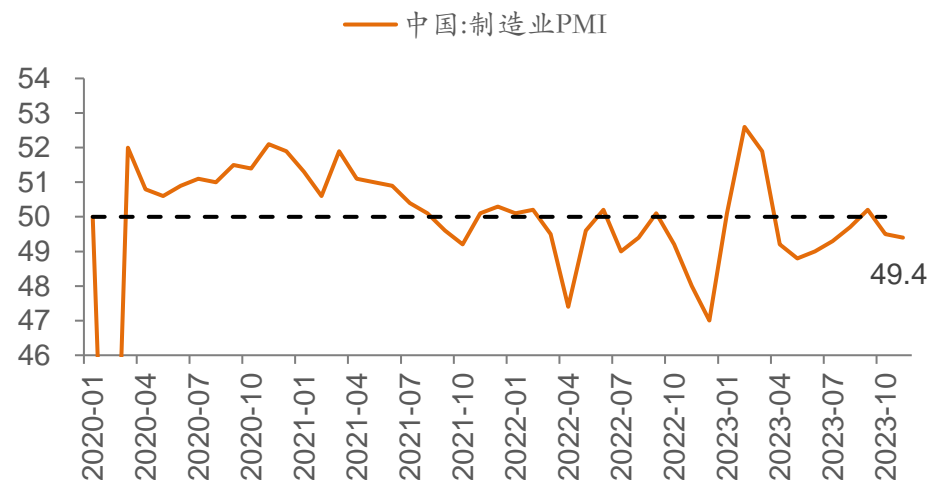
阶段五（11月至今）：基本面走弱+打击资金空转套利，利率先下后上

- 11月1日至11月17日，长端收益率下行，10Y国债收益率由2.69%降至2.66%，累计下行3bp；1Y国债收益率由2.25%降至2.12%，累计下行13bp。
- 驱动利率下行的原因：
 - 第一，基本面偏弱运行。**10月份PMI为49.5%，再度回落至荣枯线以下，11月回落至49.4%；进出口方面，10月份外需放缓背景下出口不及预期；通胀方面，10月CPI同比下降0.2%、环比下降0.1%，回落至负增长区间；金融数据方面，M1持续回落；经济数据方面，低基数下消费表现较好，但两年复合增速与疫情前仍有不小差距，固定资产投资增速放缓，地产依然对经济形成拖累。

10月主要经济指标变化 (%)

同比 (%)	2023-10	2023-09	2023-08	2022-10	2022-09	2022-08
GDP	-	4.9	-	-	3.9	-
规上工业增加值	4.6	4.5	4.5	5.0	6.3	4.2
固定资产投资	1.4	2.5	2.0	5.0	6.5	6.4
固投: 房地产	-16.7	-18.7	-19.1	-16.0	-12.1	-13.8
固投: 制造业	6.2	7.9	7.1	6.9	10.7	10.6
固投: 基建	5.6	6.8	6.2	12.8	16.3	15.4
社会消费品零售总额	7.6	5.5	4.6	-0.5	2.5	5.4
社零: 商品零售	6.5	4.6	3.7	0.5	3.0	5.1
社零: 餐饮	17.1	13.8	12.4	-8.1	-1.7	8.4
出口总额 (美元计价)	-6.4	-6.2	-8.7	-1.7	4.6	6.4
进口总额 (美元计价)	3.0	-6.3	-7.3	-1.3	-0.4	-0.5

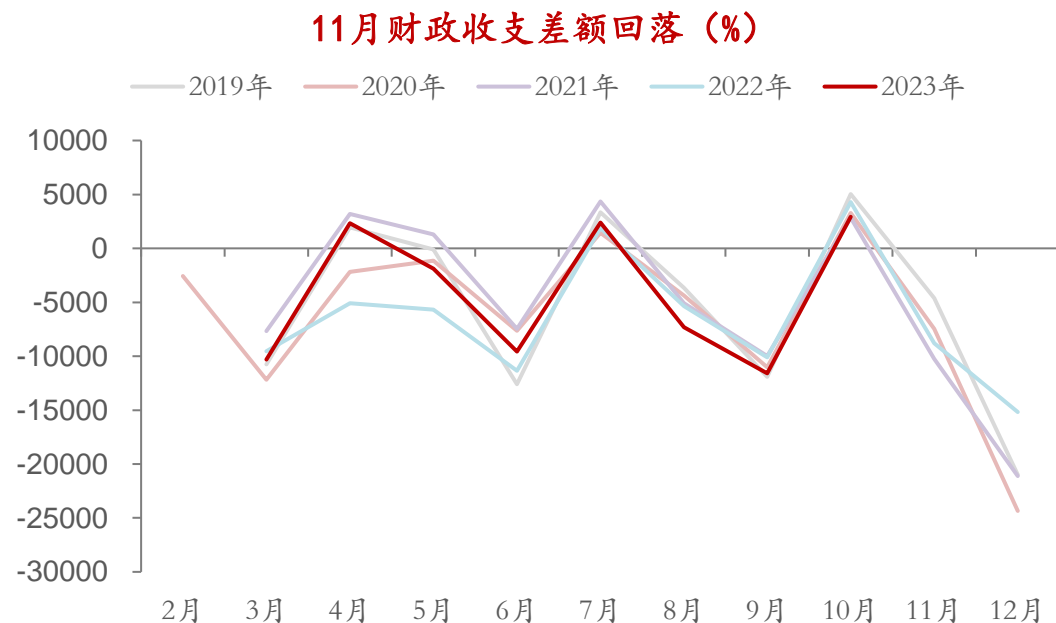
11月制造业PMI回落至49.4 (%)



阶段五（11月至今）：基本面走弱+打击资金空转套利，利率先下后上

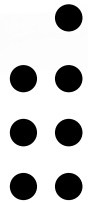
➤ 第二，资金面压力有所缓解。

- 一方面，央行超额续做MLF缓解资金面压力。11月15日，央行开展4950亿元公开市场逆回购操作和14500亿元MLF操作均为平价续作，MLF超额续作6000亿元有利于补充中长期流动性，提前对冲1万亿特别国债发行可能带来的资金面扰动。
- 另一方面，11月资金缺口相比10月份季节性回落。从季节性规律来看，10月份是缴税大月，税期附近流动性消耗较大，11月财政收支差额则环比回落，对流动性消耗有限。



阶段五（11月至今）：基本面走弱+打击资金空转套利，利率先下后上

- 11月17日至11月30日，国债收益率曲线熊平，10Y国债收益率最高升至2.71%，短端上行幅度较大，由2.12%最高升至2.39%。
- 中央金融工作会议后，防止资金空转套利问题再次得到强调。央行的实际行动也在一定程度上体现这一政策意图，11月份有8500亿元MLF到期，央行并未使用降准置换MLF。
- 8月4日，国家发展改革委、财政部、中国人民银行、税务总局四部门提出，要科学合理把握利率水平。既根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，**防止资金套利和空转**，增强银行经营稳健性。
- 10月30日至31日，中央金融工作会议提出，优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。
- 11月22日，全国人大对金融工作情况报告的意见和建议中提出，近期，我国M2增幅高，M1增幅低，两者不相匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。建议出台措施，强化银行与实体性企业特别是中小企业的实际联通，推动金融业特别是国有商业银行更加有效地服务实体经济。
- 11月27日，央行2023Q3货币政策执行报告提出，着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率，更多关注存量贷款的持续效用，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要。



二

利率走势成因拆解

领先指标

基本面：中美周期错位

- 从全球宏观环境来看，中美国债收益率自**2021年9月**以来出现背离。10年期美债收益率持续呈上升趋势，中国10年期国债收益率整体向下。

2021年9月以来，中美国债走势明显背离（%）

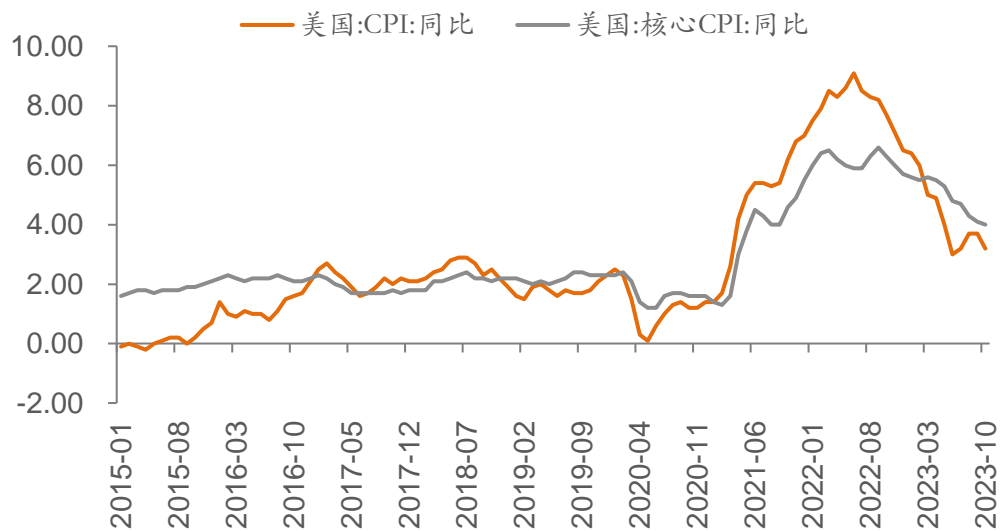


来源：WIND，中泰证券研究所

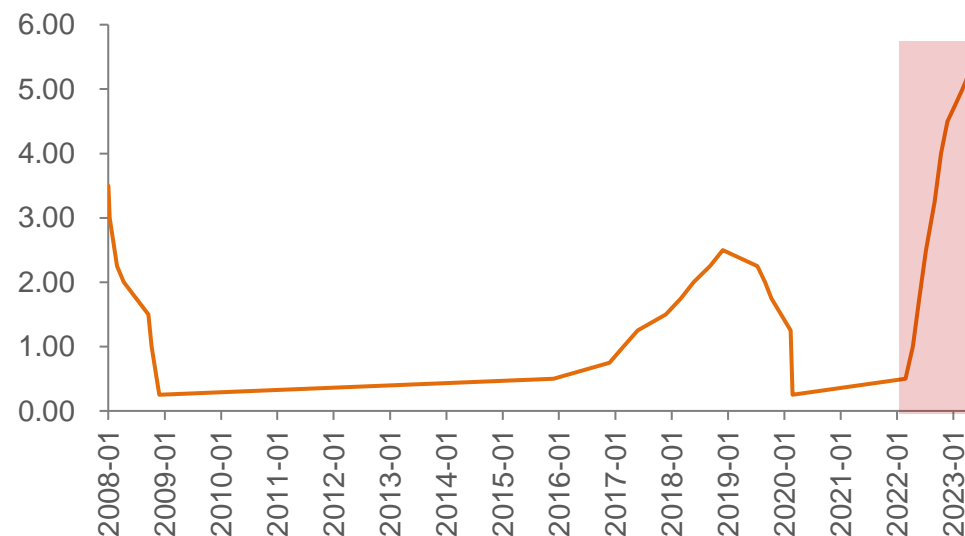
基本面：中美周期错位

- 中美经济周期错位→货币政策周期错位：
 - 美国：高通胀，联储抗通胀态度较为坚决。
 - 中国：低通胀，保持流动性合理充裕。

2021年以来，美国高通胀（%）



美国联邦基金目标利率（%）
















来源：WIND，中泰证券研究所

国内基本面：M型复苏

- 2023年，疫情等外生扰动因素逐渐消退，国内经济基本面的预期与现实是驱动国债收益率变动的主要因素。
- 今年国内经济呈现“强——弱——修复——回落”走势，与长端国债收益率走势相对应。
- 2023年上半年，1-3月经济数据向好，市场对于经济增长的预期较强，推动长债收益率上行。4月份以来，经济数据环比走弱，显示经济修复节奏放缓；8-9月，经济走势出现反转；10月份再度回落。

3月份以来，经济数据偏弱（%）

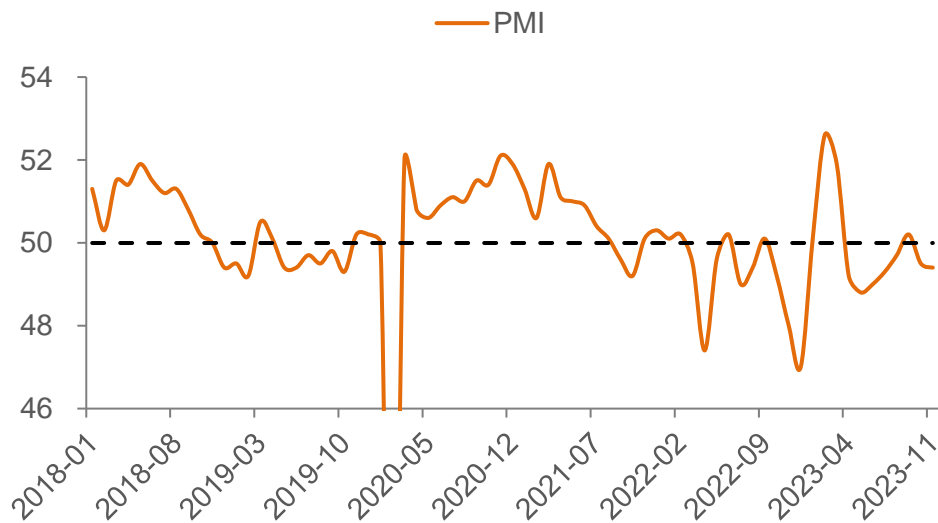
指标		2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	趋势
PMI	当月值	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	
PMI: 新订单	当月值	50.9	54.1	53.6	48.8	48.3	48.6	49.5	50.2	50.5	49.5	
GDP不变价	当季同比	-	-	4.5	-	-	6.3	-	-	4.9	-	
规上工业增加值	当月同比	-9.8	18.8	3.9	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	
固定资产投资	当月同比	-	5.5	4.8	3.9	2.2	3.3	1.2	2.0	2.5	1.4	
固投: 房地产	当月同比	-	-5.7	-7.2	-16.2	-21.5	-20.6	-17.8	-19.1	-18.7	-16.7	
固投: 制造业	当月同比	-	8.1	6.2	5.3	5.1	6.0	4.3	7.1	7.9	6.2	
固投: 基建	当月同比	-	12.2	9.9	7.9	8.8	11.7	5.3	6.2	6.8	5.6	
社会消费品零售总额	两年复合	-	-	5.2	8.8	6.2	1.5	1.2	2.3	2.7	3.7	
社零: 商品零售	两年复合	-	-	4.5	7.7	5.1	0.9	0.5	1.8	2.3	3.2	
社零: 餐饮	两年复合	-	-	12.4	19.9	16.2	7.7	7.6	6.0	6.7	8.2	
出口总额 (美元计价)	当月同比	-11.9	-3.0	11.2	7.1	-7.4	-12.3	-14.3	-8.7	-6.2	-6.4	
进口总额 (美元计价)	当月同比	-20.9	4.5	-1.8	-8.6	-4.9	-6.8	-12.2	-7.3	-6.3	3.0	

来源：WIND，中泰证券研究所

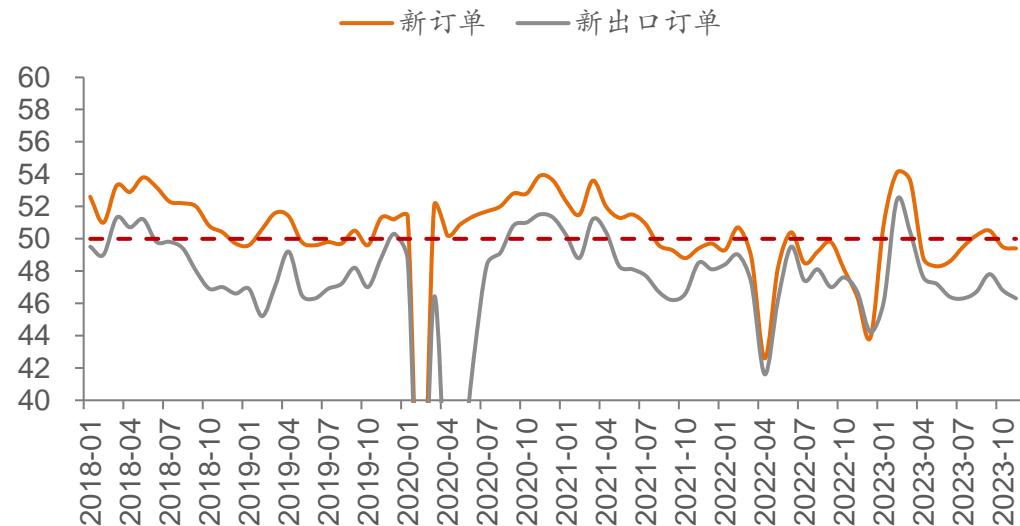
国内基本面：PMI再度回落至枯荣线之下

- 1-3月，制造业PMI处在枯荣线以上；4月份以来，制造业PMI回落至枯荣线以下；7-9月PMI环比回升，9月份回升至50.2；10-11月份PMI再度回落至枯荣线以下（49.5、49.4）。

10、11月份，PMI回落至枯荣线以下



内需、外需均存在一定压力

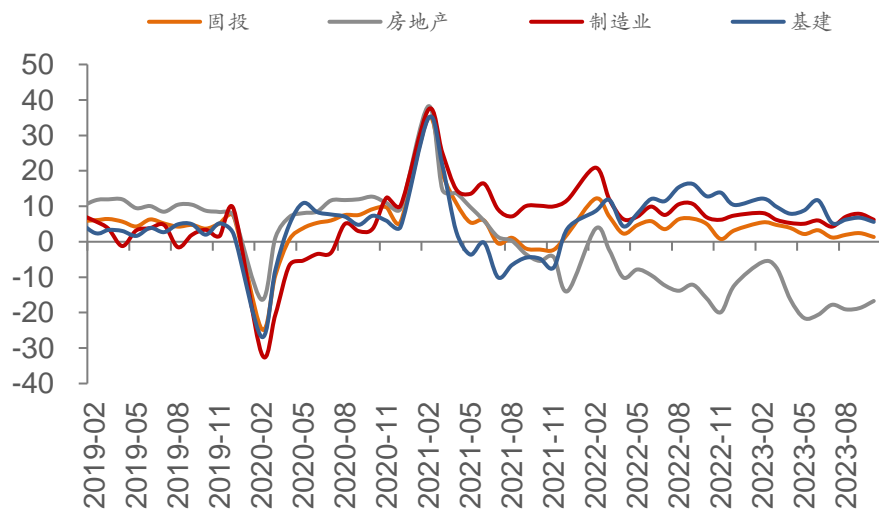


来源：WIND，中泰证券研究所

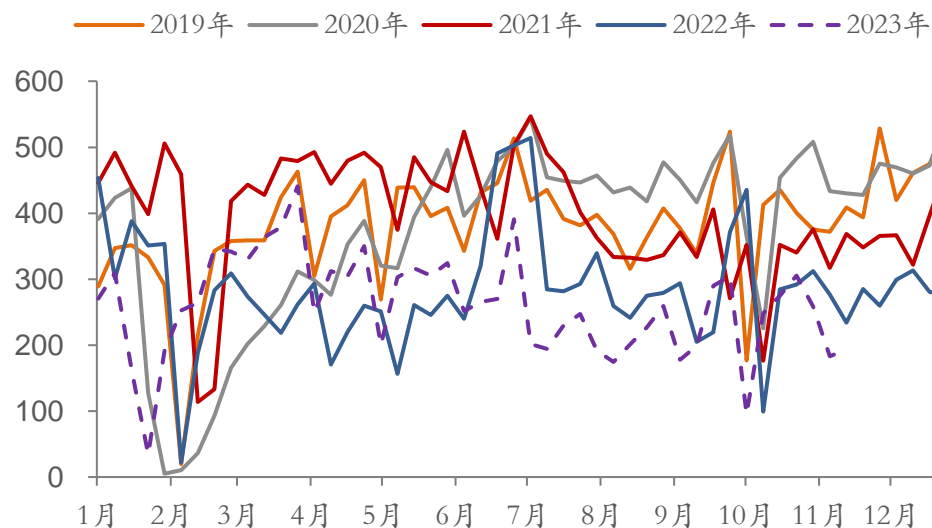
国内基本面：地产仍是主要拖累

- 地产投资持续处于负增长区间。前10个月，房地产开发投资累计同比下降9.3%，从单月来看，10月地产投资增速当月同比为-16.7%。
- 商品房销售面积低于往年同期。从高频数据来看，6月份以来，30大中城市商品房成交面积持续低于往年同期水平。前10个月商品房销售面积累计同比增速为-7.8%。房地产开发资金来源累计同比增速有所回落，由-13.5%降至-13.8%，降幅自5月份以来连续扩大。显示销售端降温背景下，房企资金回笼进度也有所放缓，资金压力进一步上升。

固定资产投资当月同比增速 (%)



30大中城市商品房成交面积 (万平方米)

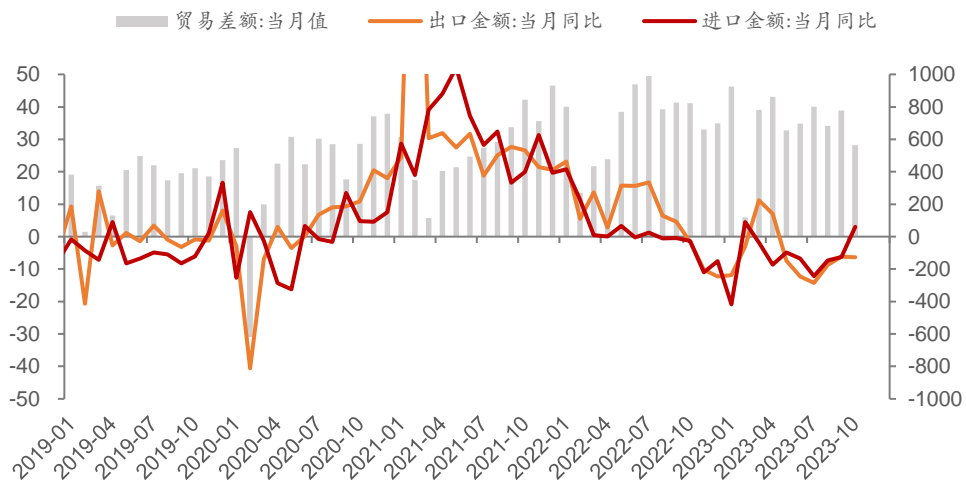


来源：WIND，中泰证券研究所

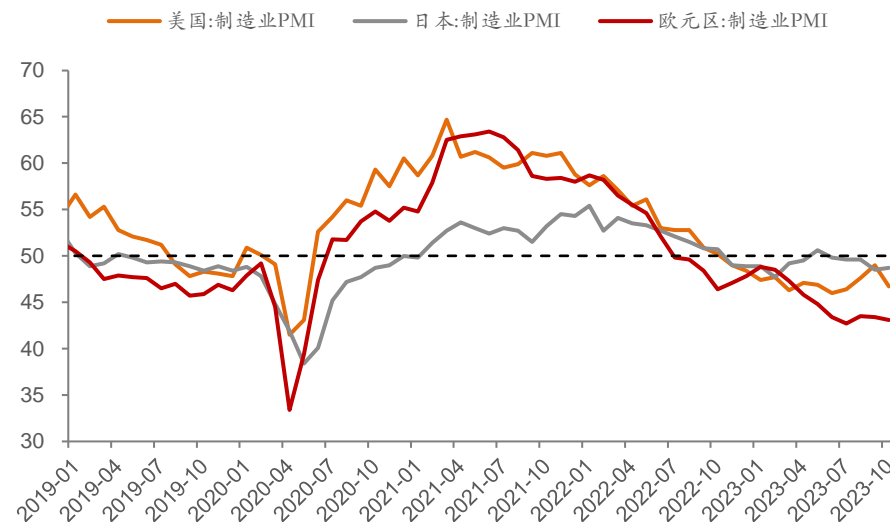
国内基本面：海外需求不足，外需拖累明显

- 10月份进口数据超预期改善，显示内需呈边际修复态势；出口数据不及预期，主因美、日、欧等发达国家需求再度放缓。
- 当前海外主要发达国家的制造业PMI仍在枯荣线之下，在加息周期尚未正式宣告结束、外需未能完全修复的背景下，我国出口的改善可能还需等待。

进出口金额、贸易差额（美元计价，亿美元，%）



主要出口国需求尚未修复（%）

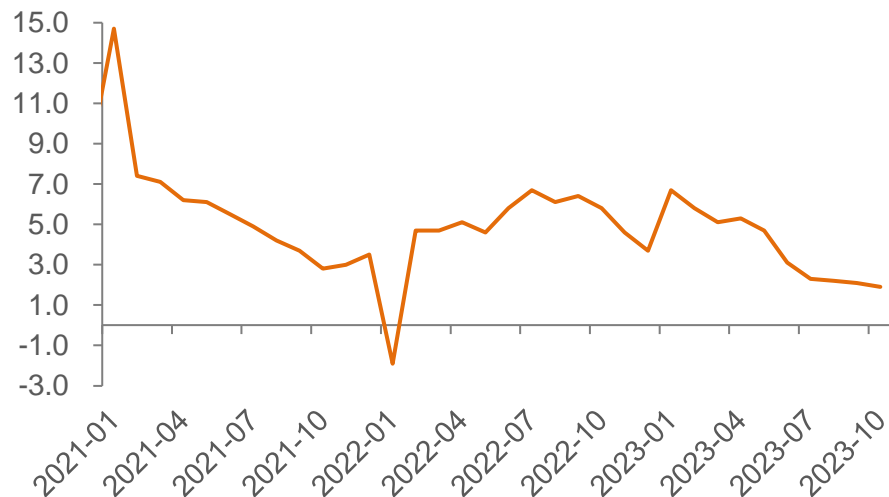


来源：WIND，中泰证券研究所

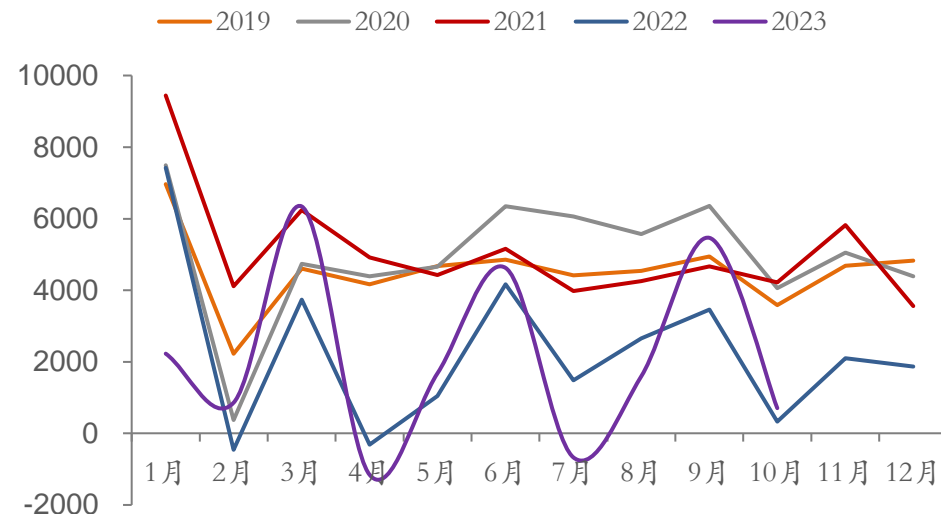
国内基本面：M1持续回落，内生需求不足

- **M1增速进一步走低。**M1作为狭义货币供应量，反映居民和企业资金需求变化，通常作为经济周期的领先指标，其增速过低反映企业经营活力不足、居民消费意愿不强等问题。
- **信贷“企业强、居民弱”。**居民中长期贷款在去年同期低基数下部分月份同比多增，但相比往年仍然偏低。总体来看，中长期信贷显示内生需求不足，“宽信用”仍需发力。
- **需求不足是当前核心矛盾，基本面对债市仍有支撑。**

M1增速持续走低 (%)



居民中长期贷款偏弱 (亿元)



来源：WIND，中泰证券研究所

政策面：7、8月后稳增长政策密集发力

• 7、8月为稳增长政策密集发力期。

2023年重要政策一览

政策类型	日期	文件/会议	内容
财政政策	1月5日	人民银行、银保监会简历首套住房贷款利率政策动态调整机制	对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。地方政府按照因城施策原则，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
	1月13日	2022年金融统计数据发布会	最近我们在研究推出另外几项结构性工具，主要重点支持房地产市场平稳运行，包括保交楼贷款支持计划、住房租赁贷款支持计划、民企债券融资支持工具等
	1月28日	国常会	要针对需求不足的突出矛盾，乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力
	2月15日	央行召开2023年金融市场工作会议	动态监测分析房地产市场边际变化，因城施策实施好差别化住房信贷政策，落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的16条政策措施，积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
	3月5日	第十四届全国人民代表大会	今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步。
	6月27日	李强在第十四届夏季达沃斯论坛开幕式上的致辞	从今年来看，中国经济回升向好的态势明显，一季度同比增长4.5%，预计二季度增速将快于一季度，全年有望实现5%左右的预期增长目标
	6月29日	《关于促进家居消费的若干措施》	家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
	7月24日	中共中央政治局会议	要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
货币政策	3月17日	-	央行宣布决定于2022年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。
	6月13日	-	央行下调7天期逆回购利率和SLF（常备借贷便利）利率10bp
	6月15日	-	央行下调1年期MLF（中期借贷便利）利率10bp
	6月20日	-	一年期、五年期以上LPR对称下调10bp
	8月15日	-	1年期MLF利率下调15bp，OMO利率下调10bp
	9月1日	-	国有行、股份行年内第二次下调定期存款挂牌利率
	9月14日	-	央行宣布降准0.25个百分点
	11月15日	-	央行开展14500亿元1年期MLF操作，超额续作6000亿元，中标利率不变
监管政策	4月10日	《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》	若银行各关键期限定期存款和大量存单利率季度均值较上年第二季度均值调整幅度低于合意调整幅度的，在“定价行为”得分（总分100分）基础上扣分。
	11月1日	《商业银行资本管理办法》（资本新规正式稿）	相比旧规，银行投资3个月以上期限的同业存单的风险资本占用将增加；提高次级债风险权重；对回购交易业务新增质押债券的风险权重要求等
地产政策	7月27日	-	稳住建筑业和房地产业两根支柱
	8月25日	关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
	9月4日	关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知	自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。
	10月30至31日	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

资金面：央行呵护流动性

- 从资金量来看，央行通过大幅逆回购操作、超量续作MLF等方式呵护流动性。
 - 1) 逆回购：今年以来，央行逆回购操作相比往年更加频繁，临近跨月、跨季逆回购存量高于往年同期，跨月、跨季资金量相对充裕。
 - 2) MLF、国库定存：今年1-11月MLF连续超额续作，国库定存净回笼300亿元。

2023年1-11月MLF、国库定存发行到期情况（亿元）

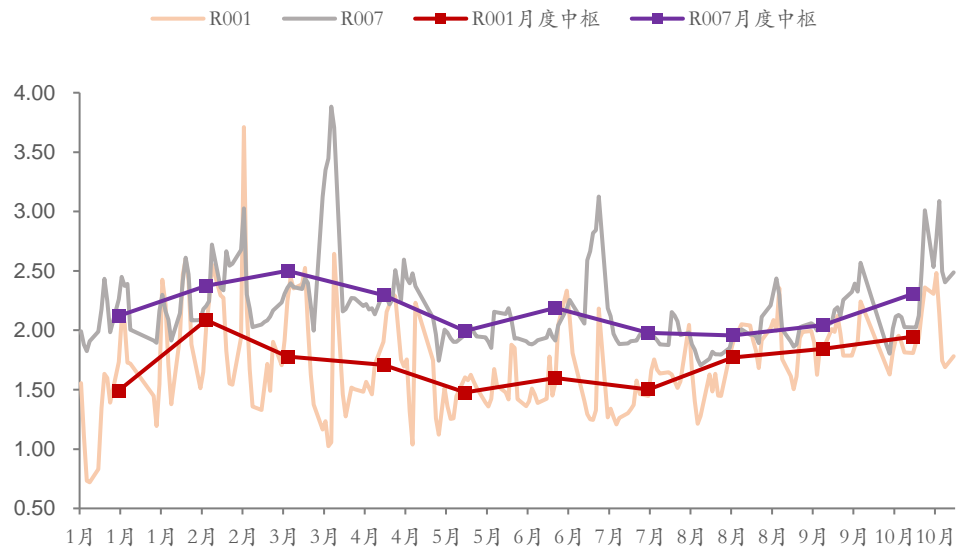
月份	MLF到期量	MLF投放量	是否超额续作	国库定存到期量	国库定存投放量	是否超额续作
2023年1月	7,000	7,790	是	0	0	否
2023年2月	3,000	4,990	是	0	500	是
2023年3月	2,000	4,810	是	500	900	是
2023年4月	1,500	1,700	是	900	500	否
2023年5月	1,000	1,250	是	500	500	否
2023年6月	2,000	2,370	是	500	0	否
2023年7月	1,000	1,030	是	600	0	否
2023年8月	4,000	4,010	是	600	500	否
2023年9月	4,000	5,910	是	500	500	否
2023年10月	5,000	7,890	是	500	500	否
2023年11月	8,500	14,500	是	500	900	是

来源：WIND，中泰证券研究所

资金面：8月份后资金面持续收紧

- 节后至2月底，由于信贷放量消耗超储且央行“长钱”投放较少，资金价格不断抬升；3月央行呵护流动性，通过超量续作MLF、降准25bp等方式引导资金价格回归政策利率，资金价格中枢回落；4月中下旬税期+跨季，资金价格波动加大，但价格中枢有所回落，税期平稳度过；5月资金价格明显回落；6月跨季资金面趋紧，资金价格中枢、波动率均有所上升，但依然处在可控范围；7月份资金价格再度回落。**8月份以来，资金价格再度上行，主因政府债加速发行消耗流动性。**

8月以来资金价格中枢上行 (%)



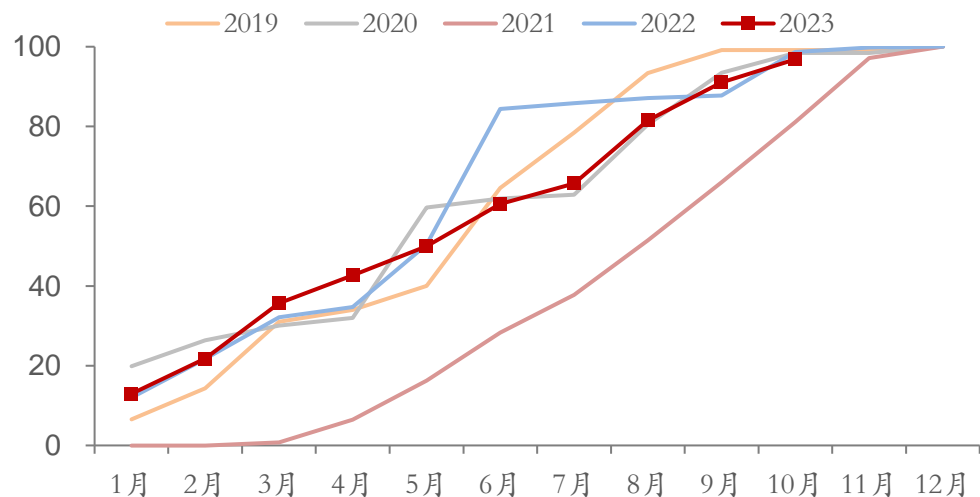
8月以来银行间总体杠杆率回落 (%)



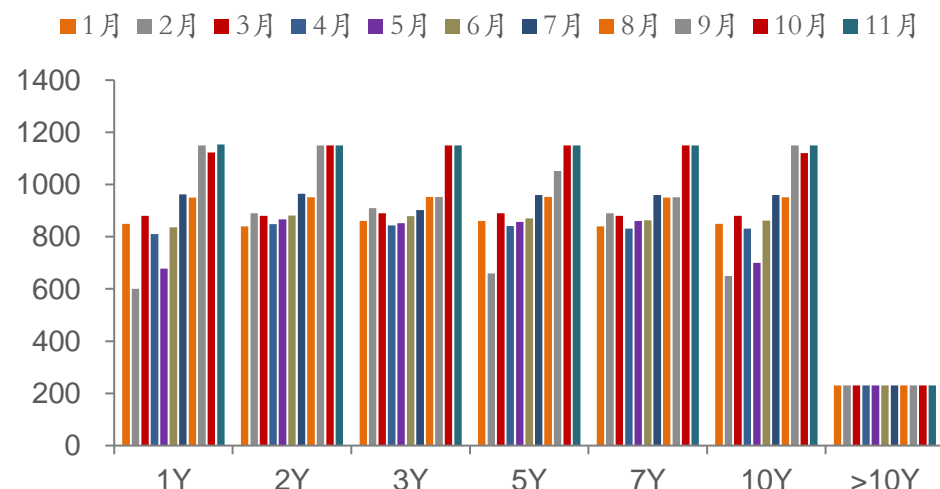
资金面：8月份后资金面持续收紧

- 政府债加速发行、发行特殊再融资债、新增国债等因素收紧资金面，使得8月份降息、9月份降准后，资金价格依然易上难下。
- 8月28日，财政部部长刘昆表示，今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。政府债加速发行叠加信贷脉冲效应下，8月份R001中枢上行27bp，R007中枢小幅下行2bp；DR001中枢上行28bp，DR007中枢上行6bp。
- 9月份以来，国债、地方专项债发行均有所加速。国债方面，9月财政部宣布在计划外新发一期5年期付息国债，同时9月以来付息国债（10年及以下）单只发行额明显上升。专项债方面，今年5-7月新增专项债发行进度相比往年较为落后，但8月份以来新增专项债加速发行，至10月末已基本发行完毕。

8月份以来，地方专项债加速发行（%）



9月份以来，付息国债单只平均发行额上升（亿元）



资金面：8月份后资金面持续收紧

- 10月份，资金面收紧的成因更加复杂，特殊再融资债的发行是主要的超季节性因素，此外还有人民币汇率面临贬值压力、缴税大月税期扰动等因素相叠加。
- 1) 特殊再融资债重启：9月28日，内蒙古自治区财政厅披露了再融资一般债（九期、十期、十一期）发行细节，其资金“用于偿还政府认定负有责任的拖欠企业账款”，标志着新一轮特殊再融资债的发行。截至10月31日，已有25个省市公布特殊再融资债发行规模，合计11051亿元。

10月份特殊再融资债发行情况 (%)



10月份资金缺口约1.5万亿 (亿元, %)

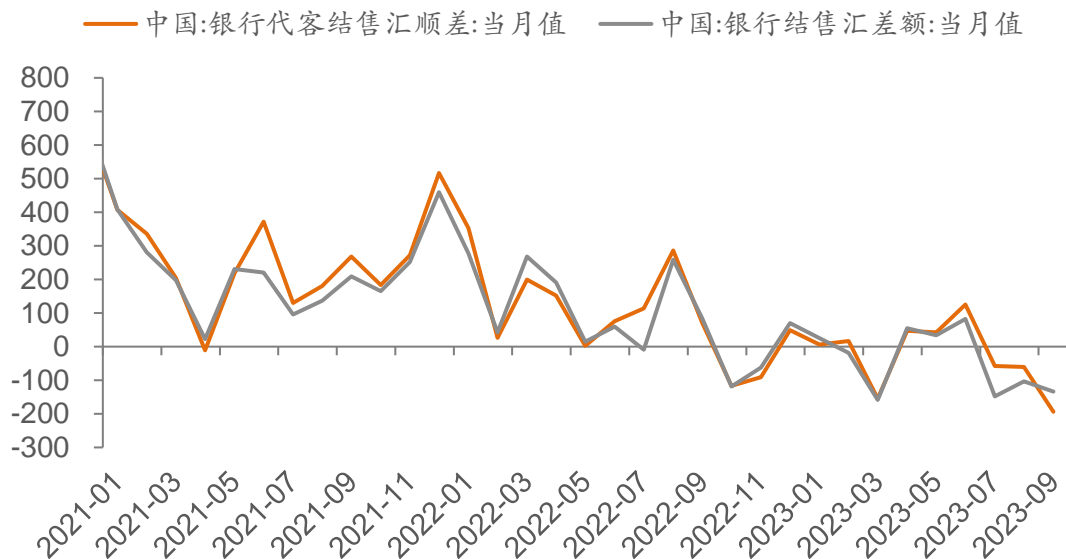
年份	财政存款	M0	缴准	外汇占款	资金缺口	R001中枢	R007中枢
2018年	6909.6	(1148.0)	(220.1)	(915.8)	6457.2	2.34	2.65
2019年	5130.9	(734.0)	(714.2)	(6.0)	3688.7	2.52	2.80
2020年	10120.0	(1334.0)	(654.5)	(47.9)	8179.5	2.16	2.57
2021年	11092.9	(781.0)	(427.6)	109.2	9775.1	1.98	2.26
2022年	9771.5	(255.0)	(321.1)	10.5	9184.9	1.46	1.80
2023年E	16581.1	(688.0)	103.4	907.0	15089.4	1.94	2.31

来源：WIND，中泰证券研究所

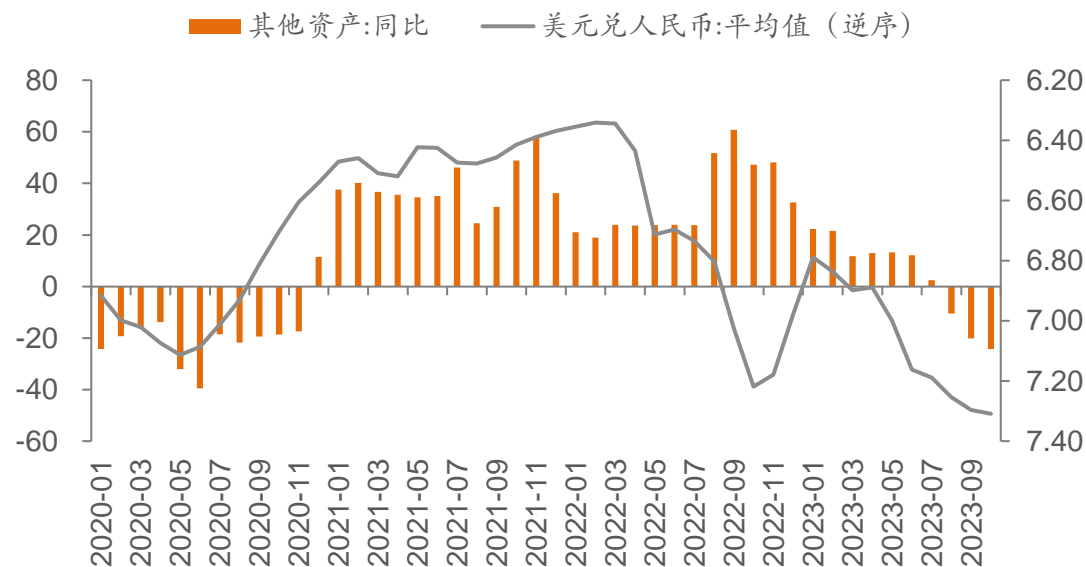
资金面：8月份后资金面持续收紧

- 2) 人民币汇率面临贬值压力。今年以来人民币汇率承压，市场主体结汇意愿较弱，外汇占款超季节性下行。9月份外汇占款环比减少**324亿元**，低于**2019年**以来的均值（-20亿元）。
- ✓ 央行采取措施平抑汇率波动风险，对资金面造成一定扰动。美元兑人民币汇率与“其他资产”同比增速呈现负相关关系，即人民币贬值背景下“其他资产”同步下滑。可能原因是，基于稳汇率目标，央行与大行开展了货币掉期操作，反映为8月份央行资产负债表“其他资产”规模同比下降10.5%。央行资产负债表“其他资产”科目同比下降直接导致在岸人民币资金减少，从而对流动性水位造成一定的消耗。

银行结售汇出现逆差（亿元）



美元兑人民币汇率与“其他资产”同比增速负相关（%）



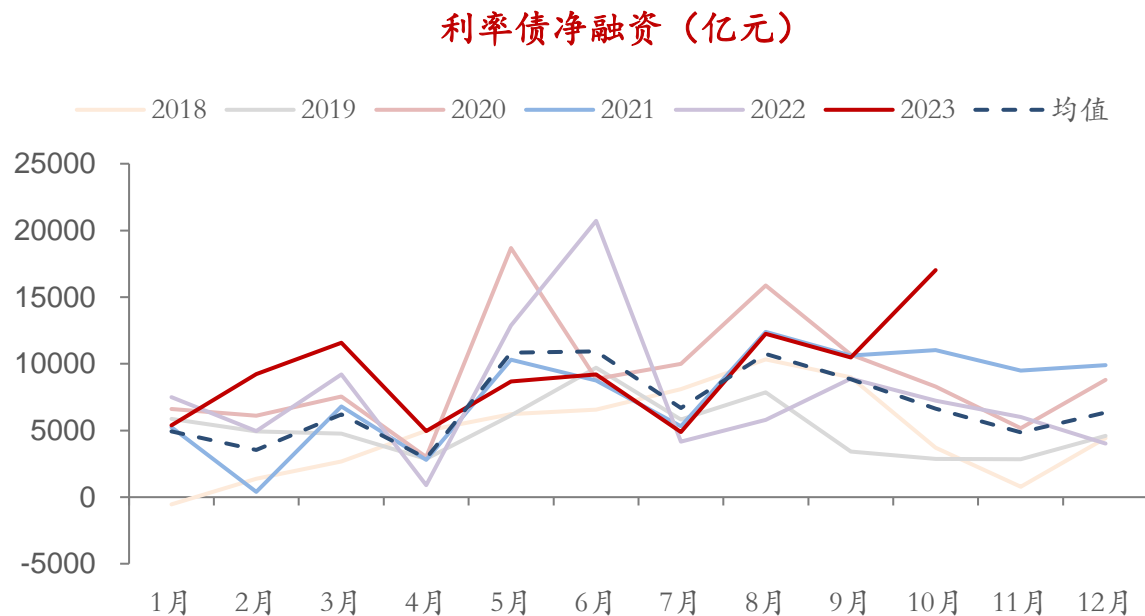
来源：WIND，中泰证券研究所

资金面：8月份后资金面持续收紧

- 3) 10月是传统缴税大月，政府收支差额季节性上升，抽水效应可能对资金面造成一定扰动。4、7、10月通常是缴税大月，财政收大于支，对流动性产生一定的消耗。
- 从央行的角度，即便有降准、加大OMO操作力度、超额续作MLF等手段予以对冲，但对资金面紧张的缓解作用有限。
- 一方面是因为，总量上看，央行投放相对克制。9月14日晚间，央行宣布于次日降准0.25个百分点，此次降准延续去年以来的幅度，央行仍在保持一定的货币政策空间。本次降准预计向银行业释放中长期资金约5000亿元；从公开市场操作来看，10月份MLF净投放2890亿元，OMO净投放2460亿元，11月MLF超量续作，并未通过降准方式置换MLF。
- 央行行为相对克制的原因可能是打击防范资金空转套利。自8月份四部门会议提及“防止资金套利和空转”后，10月底中央金融工作会议再次提到资金使用效率问题，并在之后的全国人大对金融工作情况报告的意见和建议、央行三季度货币政策执行报告中进行讨论，重要性有所上升。
- 另一方面，央行呵护流动性行为未能起到预期效果，也可能与央行操作的节奏与资金面收紧的节奏未能完全对应有关。
- 第一，9月份降准释放约5000亿元流动性，对10月份的资金面作用有限；
- 第二，逆回购作为短期流动性管理工具，对于成因较为复杂的局面作用可能有限。9月底逆回购操作幅度加大，逆回购存量迅速上升至2.4万亿的高位，节后第一日（10月7日）逆回购集中到期，并在之后的十余日持续回收流动性，与特殊再融资债发行、汇率承压等因素共同推升资金价格。10月19日起才加大逆回购操作幅度，向银行间继续净投放流动性以度过税期。

供需：4-7月利率债供给相对不足

- 从供给端来看，利率债供给并未明显放量。上半年，1-3月利率债净融资相对充足，3月份以后利率债供给压力下降，5月份以来净融资量低于2018年以来的均值。8月份以来，随着政府债加速发行，利率债供给再度回升，并明显高于2018-2022年同期均值水平。

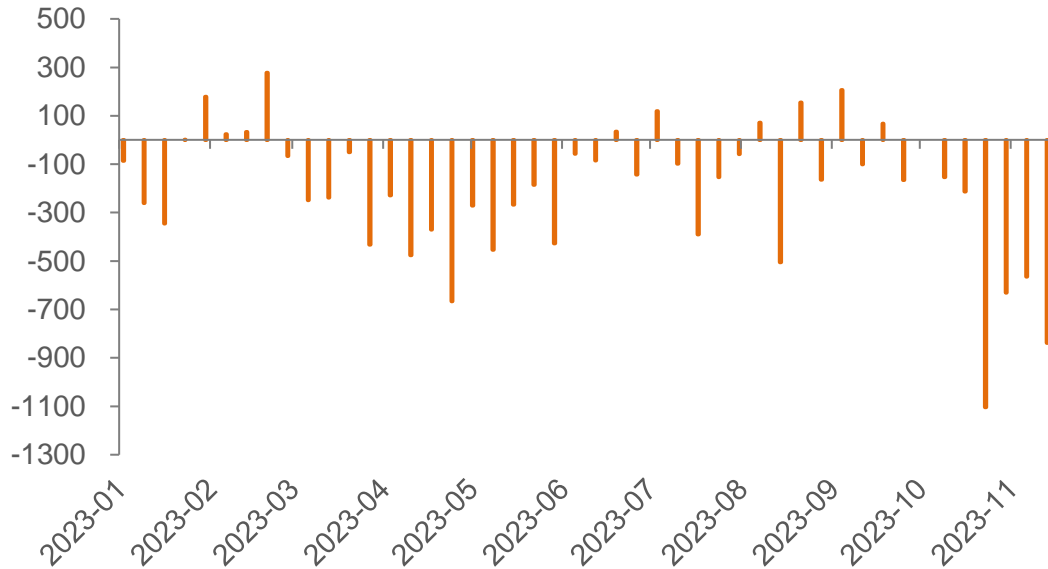


来源：WIND，中泰证券研究所

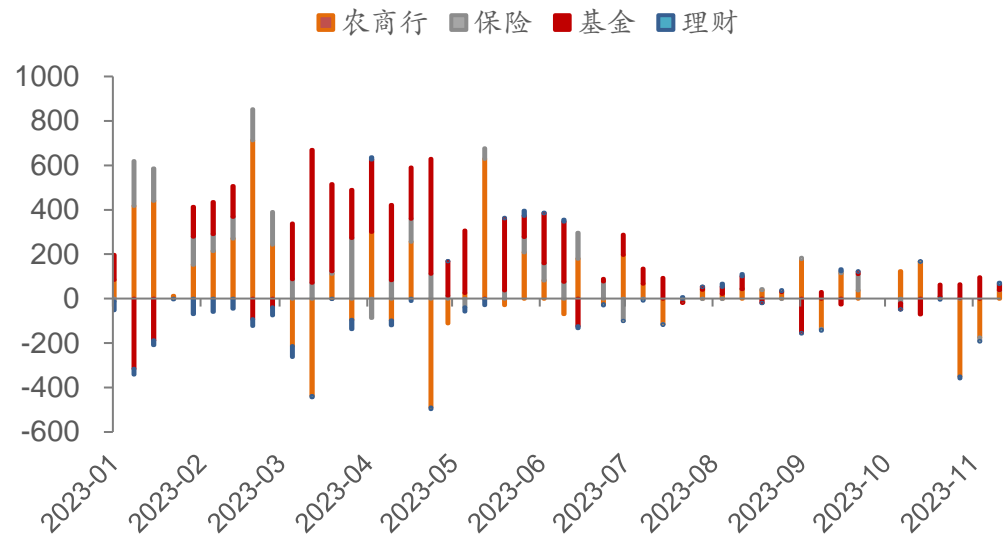
供需：8月以来，长端国债需求降温

- 从需求端来看，年初市场预期较悲观，农商行、保险等配置盘参与为主，3月之后基金开始“补仓”，理财赎回情况改善带来增量资金。
- 8月份以来，农商行、保险、基金、理财等二级市场主要净买入现券机构对7-10Y国债需求有所降温。

各类型机构二级市场单周净买入利率债现券金额（亿元）



主要机构单周净买入7-10Y国债金额（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

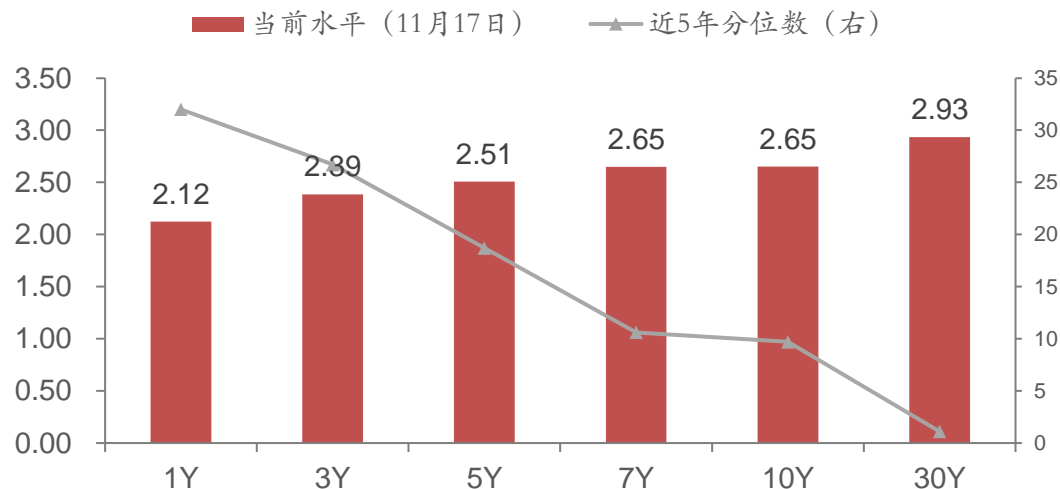
供需：超长债行情火热

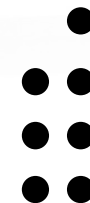
- **超长债品种行情火热。**以30Y国债为例，今年4月以来，30年期国债收益率持续下行，6月30日收益率收于3.01%，向下突破了2016年3.11%的低点。
- 30年期国债期货于2023年4月21日上午9时30分在中国金融期货交易所上市交易。30Y国债期货供给有限、需求量大，直接增加30Y国债需求。

30Y国债收益率创2016年以来新低 (%)



30Y国债收益率处于近5年2.9%分位数水平 (%)





三

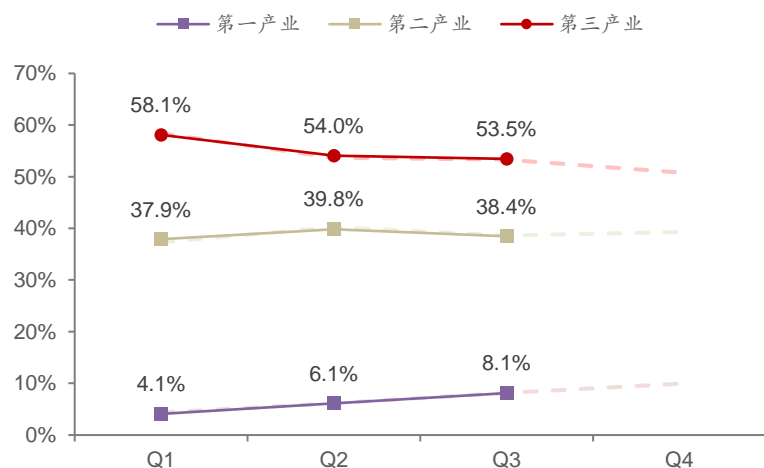
宏观经济展望

领先指标

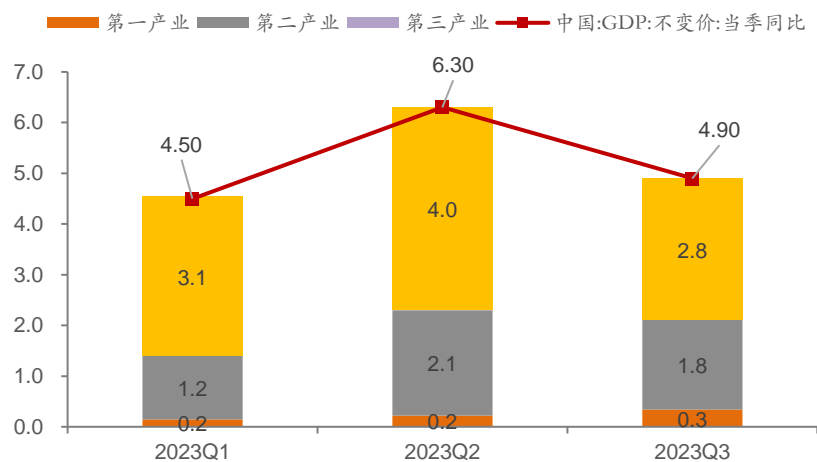
今年5%如何实现？——生产法

- 2023年前三季度，我国实际GDP累计同比增速5.2%，全年“5%”目标实现难度不大。
- 从生产法角度，我国GDP主要由第二、三产业拉动。
 - 前三季度，第二产业对GDP的贡献率分别为37.9%、39.8%、38.4%；第三产业对GDP的贡献率分别为58.1%、54.0%、53.5%，符合季节性规律。
- 2023年，规模以上工业增加值同比增速保持稳健，服务业在低基数影响下增速较快，带动经济增速回升。

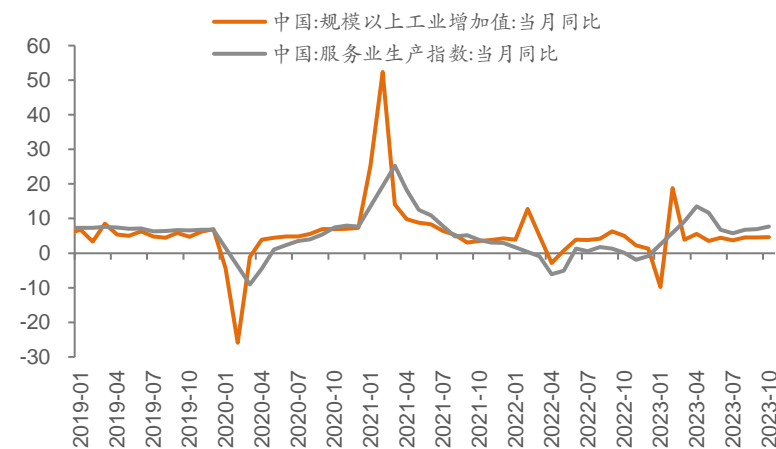
各季度GDP贡献率 (%)



2023年三大产业GDP拉动率 (%，百分点)



2023年，服务业增速高于工业 (%)

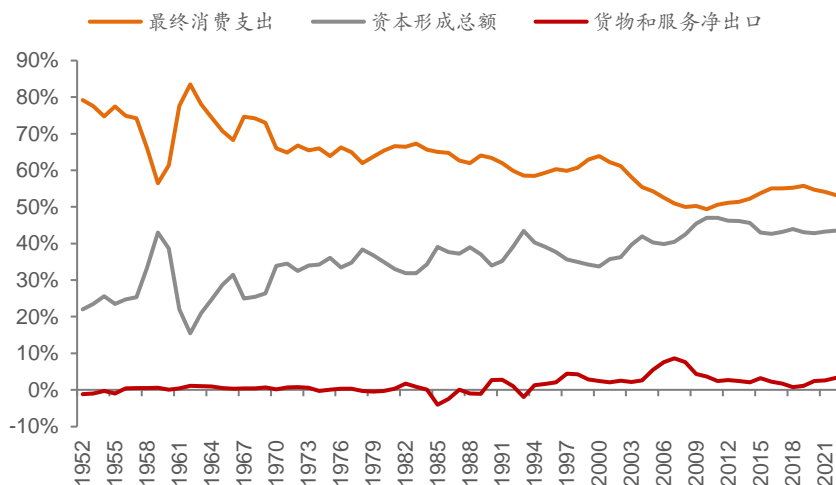


来源: WIND, 中泰证券研究所

今年5%如何实现？——支出法

- 从支出法角度，我国GDP主要由消费和投资拉动。
 - 2022年，消费、资本形成、净出口对GDP的贡献率分别为53%、43%、3%。
- 2023年，外需放缓背景下出口金额负增长；社零、固投对GDP有正向拉动作用。
 - 消费分项中，餐饮增速高于商品零售，原因是2022年餐饮受疫情影响较大，今年在低基数下有所回暖；
 - 固投分项中，地产投资负增长拖累经济，制造业在减税降费、部分领域重点扶持下增速相对稳健，基建投资在财政资金支持下保持较高增速。

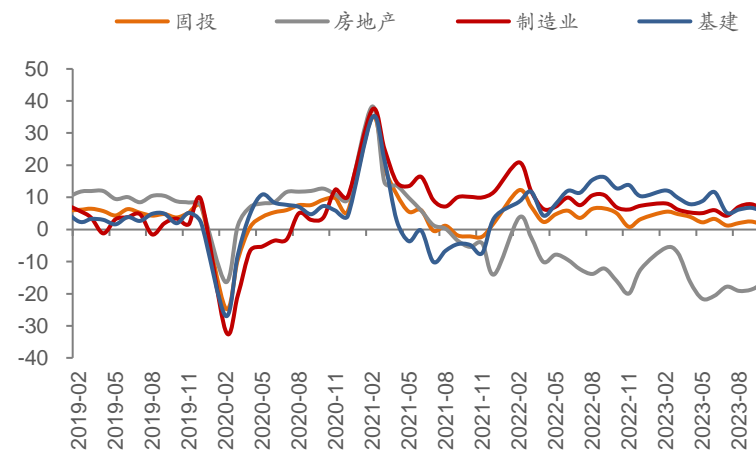
“三驾马车” GDP贡献率 (%)



社零分项中，餐饮增速较快 (%)



地产对固定资产投资形成拖累 (%)

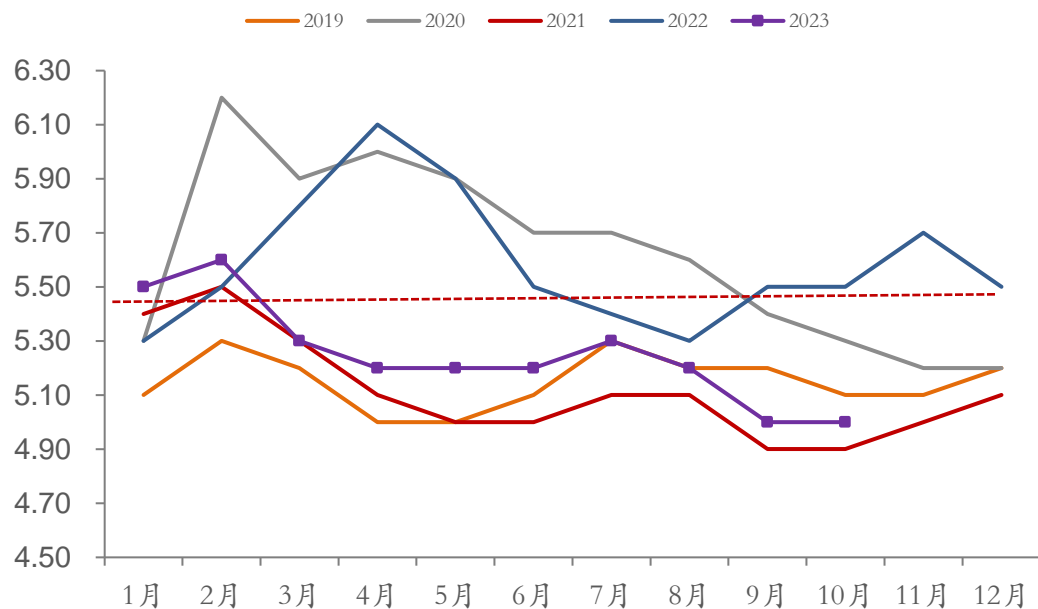


来源: WIND, 中泰证券研究所

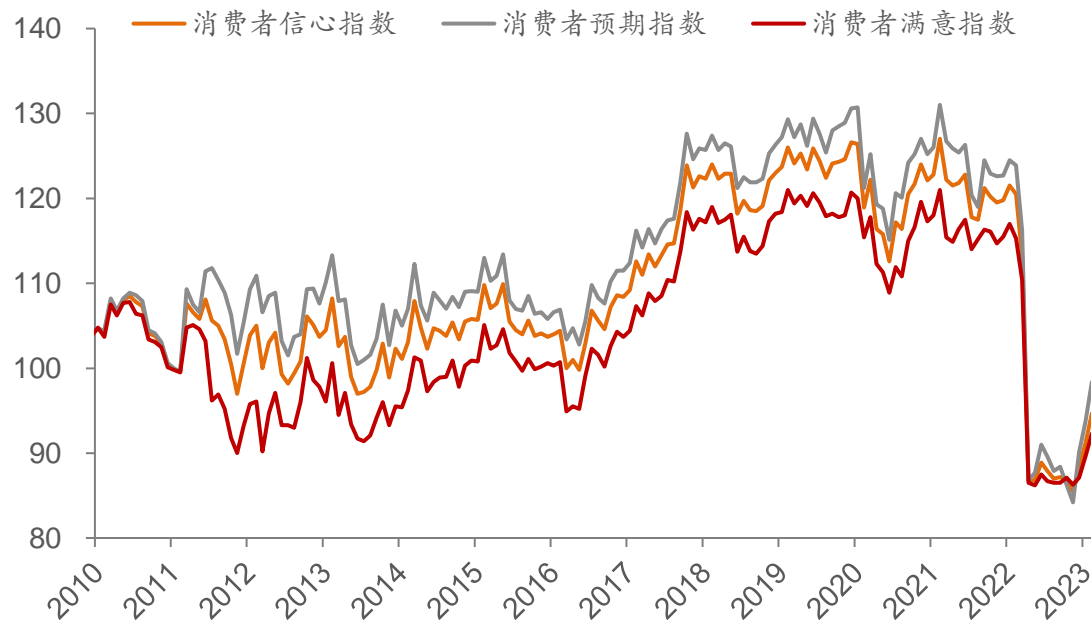
消费：信心触底回升，但力度不宜高估

- 我国消费复苏趋势较好。消费信心于2022年触底后，2023年已有明显回升。消费能力上，当前总体失业率可控，为消费能力的修复奠定基础。
- 但不宜高估消费反弹幅度。影响居民消费意愿和消费能力的消费信心指数、收入感受等主观心理感受尚未完全修复，仍在底部徘徊。

总体失业率企稳



消费信心触底回升

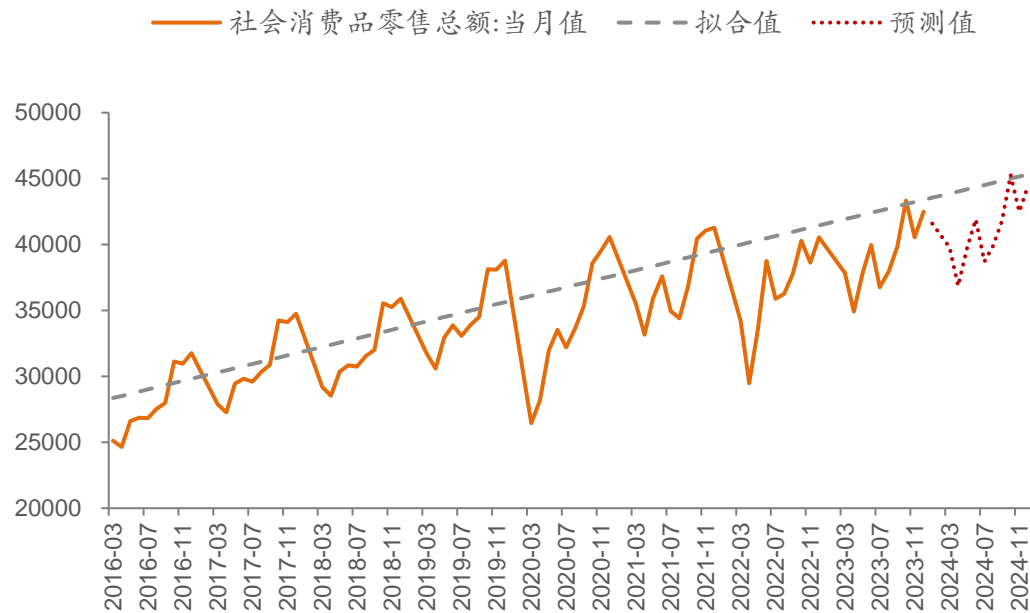


来源：WIND，中泰证券研究所

消费：2024增速预计为5.0%

- 核心假设：1) 社零缺口为2016-2019年社零拟合值减实际值；2) 2024年消费缺口不变，增速延续2016-2019年潜在增速。
- 结论：2023年社零基数较高，故在消费持续回暖背景下，**2024年社零增速预计为5.0%**，相比2023年有所回落。

2024社零增速约5.0% (亿元)

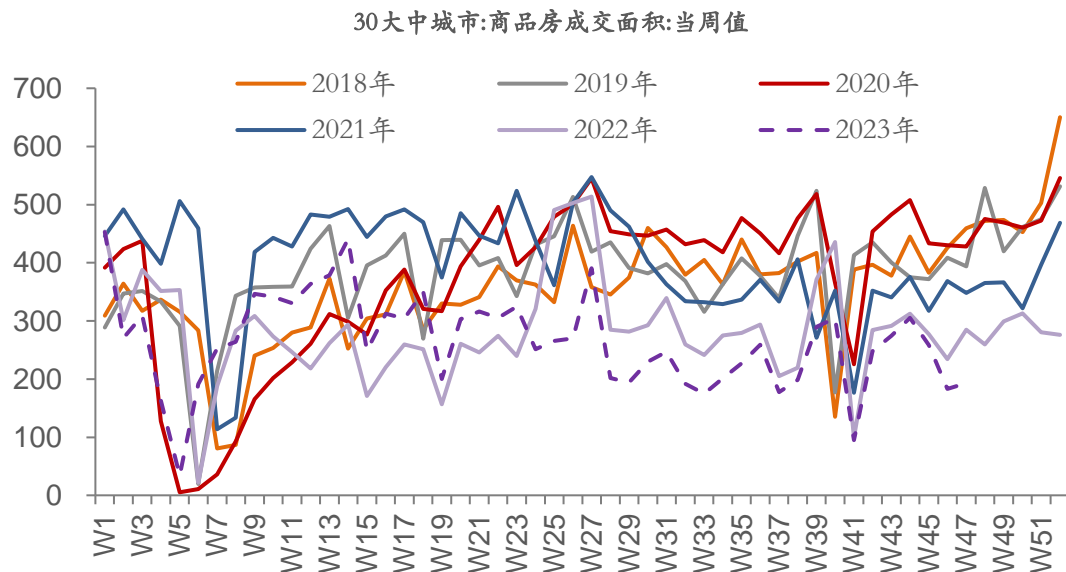


来源：WIND，中泰证券研究所

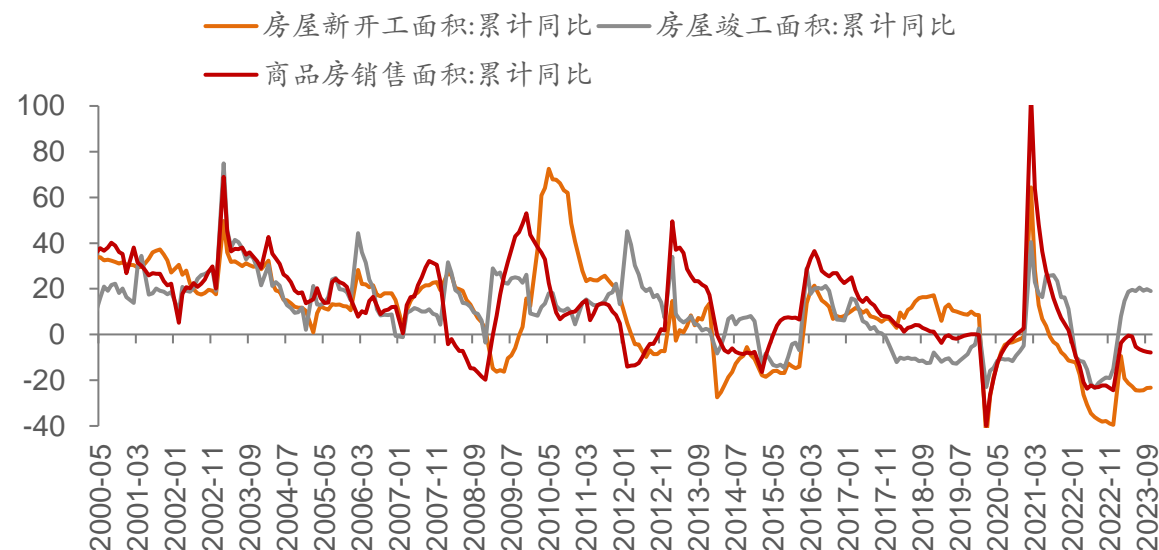
地产：居民购房意愿有望边际回暖

- 在“销售—拿地—投资”链条中，前者是后者的领先指标，销售回款充实了房地产开发资金并用于拿地，开发资金和拿地改善领先于投资完成。从历史规律看，销售领先投资的时长大约在一年左右。尽管销售、拿地、投资等指标于疫情后同步下滑，但领先关系有望回归。
- 从需求端来看，居民购买商品意愿不强，今年6月份以30大中城市商品房成交面积不及往年同期，销售面积降幅扩大。
- 8-9月，在“认房不认贷”“降低存量房贷利率”等刺激政策下，购房意愿边际升温，但根据销售-投资传导链条，传导至投资端仍需要一段时间。

商品房成交面积（万平方米）



根据销售-投资传导链条，销售领先于新开工（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

地产：房企融资有望改善

- 10月底中央金融工作会议提出，“促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。”
- 我们可从中挖掘出两个要点：
 - 第一，基于防风险、“保交楼”等政策目标，房企合理融资需求有望得到满足。出于审慎考虑，房企拿地情况改善可能较小，但新开工、在建以及竣工面积有望同比增加，建安投资增速回升。
 - 从推进情况来看，11月21日市场消息显示，监管机构拟定50家房企白名单，进一步改善对房地产行业的融资支持。这份名单根据资产规模、且仍处于正常经营的房企拟定，共有50家国有和民营房企被列入。
 - 第二，供给端，城中村改造、保障性住房等有望成为地产投资新的增长点。
 - “三大工程”建设是指规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。2024年，“三大工程”有望加速落地，主要带动建安投资增速。

地产：城中村改造有望加速

- 根据11月22日发布的《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》，广州市主要通过**拆除新建、整治提升和拆整结合**三种改造方式推进城中村改造。这是全国首个专门针对城中村改造的地方性法规条例，预计落地后全国城中村改造将进一步提速。
- 根据我们的测算，若为拆除新建模式，单位面积的建安投资设为3500元，保留提升模式单位面积的建安投资设为1000元，则建安投资总额为2.4亿元，建设周期12年，平均每年拉动建安投资2000亿元。2022年房地产开发投资完成总额为13.3万亿，2000亿元新增建安投资预计拉动房地产投资1.5个百分点。

2023年以来关于城中村改造的部分表述

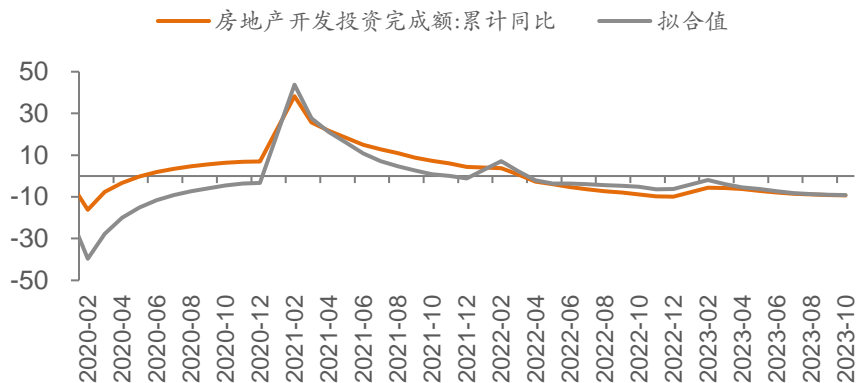
日期	会议/文件	具体内容
2023年4月28日	政治局会议	在 超大特大城市积极稳步推进城中村改造 和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023年7月21日	国常会审议通过《关于 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造 的指导意见》	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实； 把城中村改造与保障性住房建设结合好 ；鼓励和支持民间资本参与。
2023年7月24日	政治局会议	要加大保障性住房建设和供给， 积极推动城中村改造 和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年7月28日	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造 工作部署电视电话会议	要从实际出发，采取 拆除新建、整治提升、拆整结合 等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。
2023年9月4日	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议	规划建设保障性住房是党中央站在促进实现共同富裕和中国式现代化战略全局高度作出的重大工作部署，有利于缓解大城市住房矛盾、有力有序有效推进房地产转型和高质量发展、更好拉动投资消费、促进宏观经济持续向好。从当前形势看，建设保障性住房面临的困难较多，要坚持问题导向和目标导向，运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题，确保善做善成、实现可持续发展，更好满足人民群众“住有所居”的愿望。
2023年10月底	中央金融工作会议	加快保障性住房等“ 三大工程 ”建设，构建房地产发展新模式

来源：政府官方网站，中泰证券研究所

地产：预计2024年降幅收窄至4.5%

- 房地产开发投资可拆分为建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用四个部分，通常把前两者统称为建安投资。建安投资、设备工器具购置和其他费用的占比分别为64%、1%和35%，其他投资中土地购置占85%以上，因此我们基于建安投资和土地购置这两方面估算明年地产投资增速。
- 截至2023年10月，房地产开发投资累计同比增速为-9.3%，建安投资和土地购置累计同比增速分别为2.2%、-4.8%。基于我们的估算，建安投资在“保交楼”、“三大工程”带动下增速将得到明显改善，“土地购置”回升程度较小。假设建安投资回升至5%，土地购置增速在低基数下回升至0%，则**地产投资增速预计为-4.5%**。

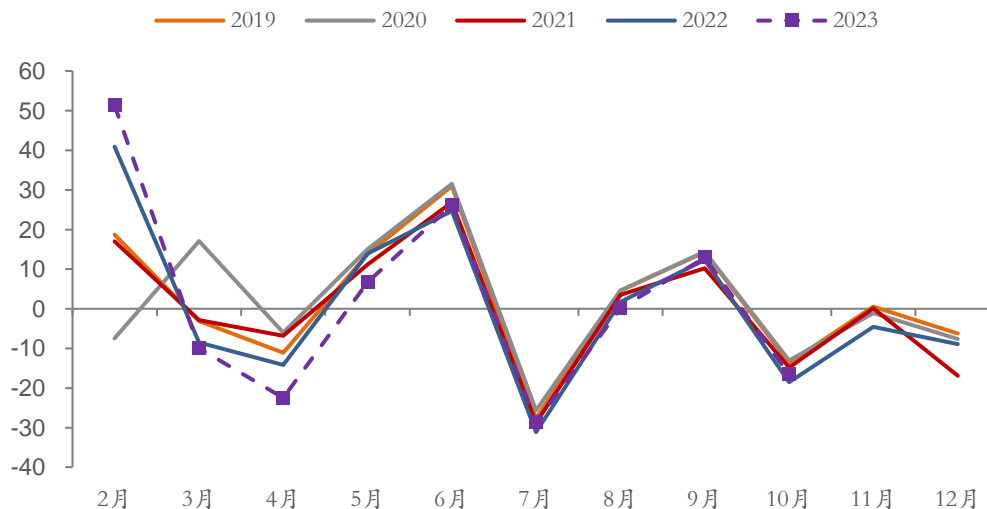
房地产投资拟合值 (%)



	系数	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
截距	-9.73901	1.105866	-8.80668	1.47E-09	-12.0043	-7.47374
建筑安装工程:累计同比	1.043199	0.095847	10.884	1.44E-11	0.846865	1.239533
土地购置费:累计同比	0.343628	0.126377	2.719065	0.011113	0.084756	0.6025

来源：WIND，中泰证券研究所

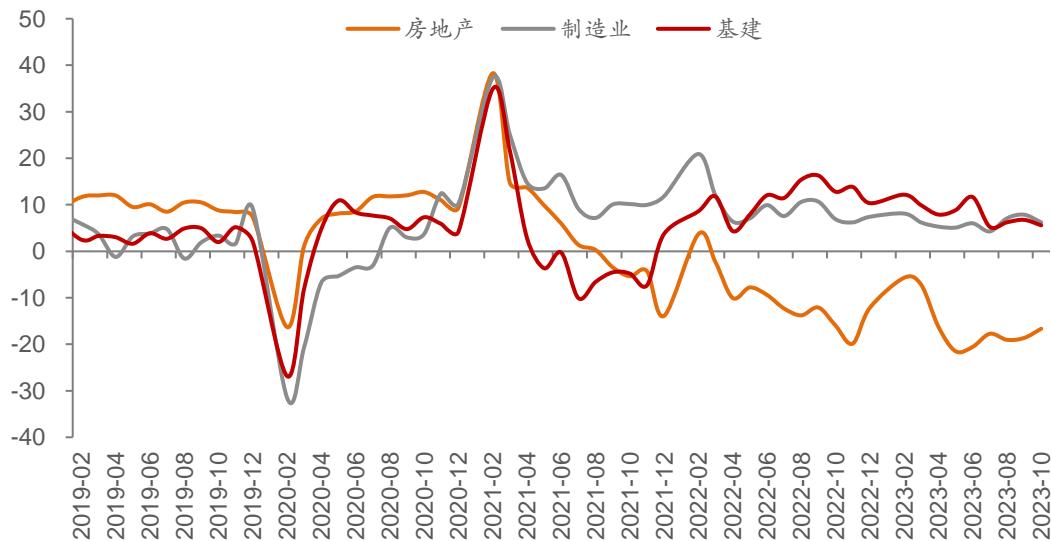
房地产投资环比增速 (%)



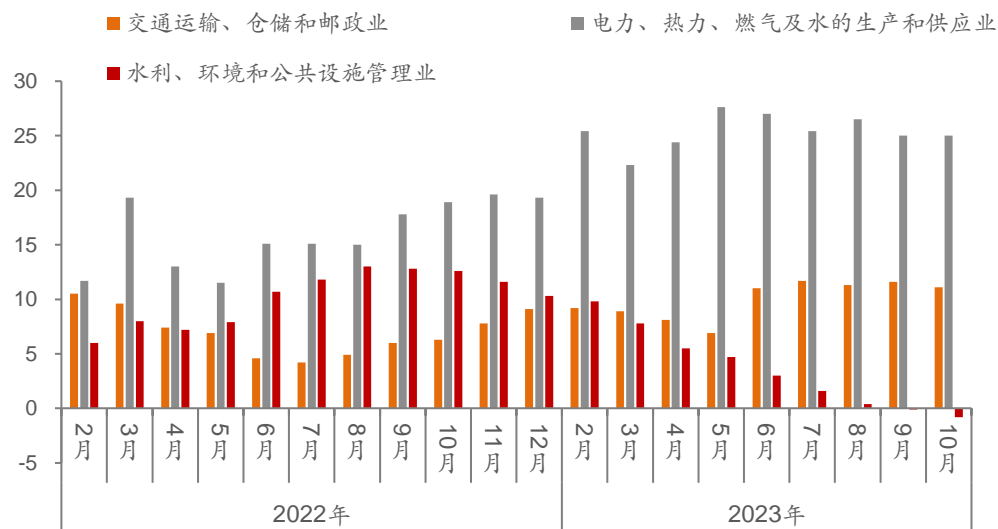
基建：托底经济必要性仍在

- 基建已经成为托底投资增长的重要抓手。固投三大分项中，基建投资增速相对稳健，在内需放缓的背景下发挥了重要的逆周期调节作用。
- 2024年基建预计维持8%的较高增速。第一，新增1万亿国债预计大部分落地在明年使用，用于灾后恢复重建等八个方向；第二，“三大工程”可能带来新的投资发力点；第三，政策性金融工具仍有发力空间。

基建投资增速相对稳健 (%)



基建三大分项增速 (%)

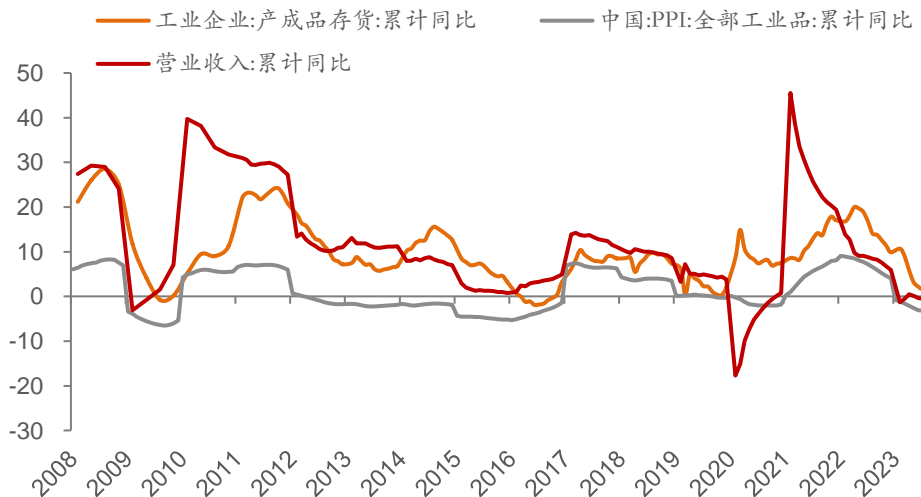


来源：WIND，中泰证券研究所

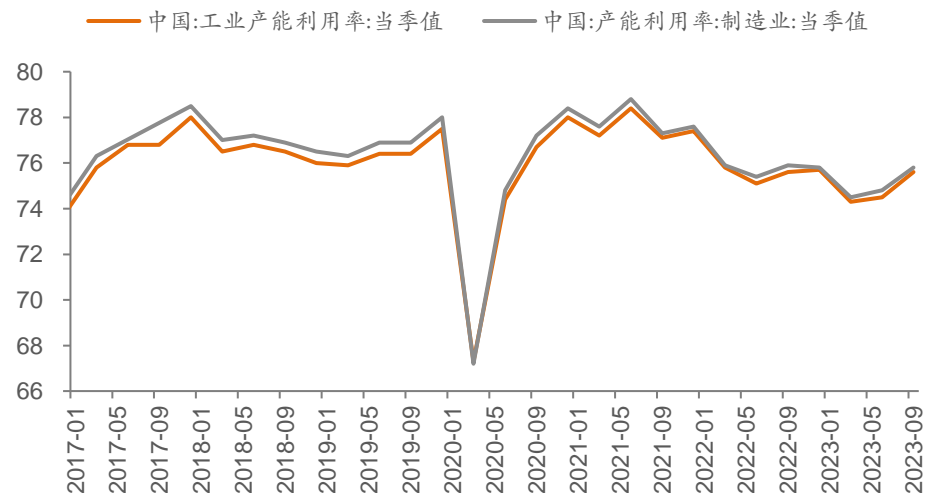
制造业：一季度有望迎来新一轮补库需求

- 制造业投资内生性较强，受内外需影响较大。内需方面，可能的超预期来自补库需求和高技术领域投资；外需企稳有利于出口和制造业投资。
- 结合库存周期来看，当前处于去库存尾声，产成品存货、营收、PPI均位于周期性底部，产能利用率处于低位。明年一季度有望迎来补库需求，补库需求可能拉动投资。
- 内外因素叠加，2024年制造业投资有望企稳。

目前处于主动去库尾声 (%)



产能利用率位于较低水平 (%)

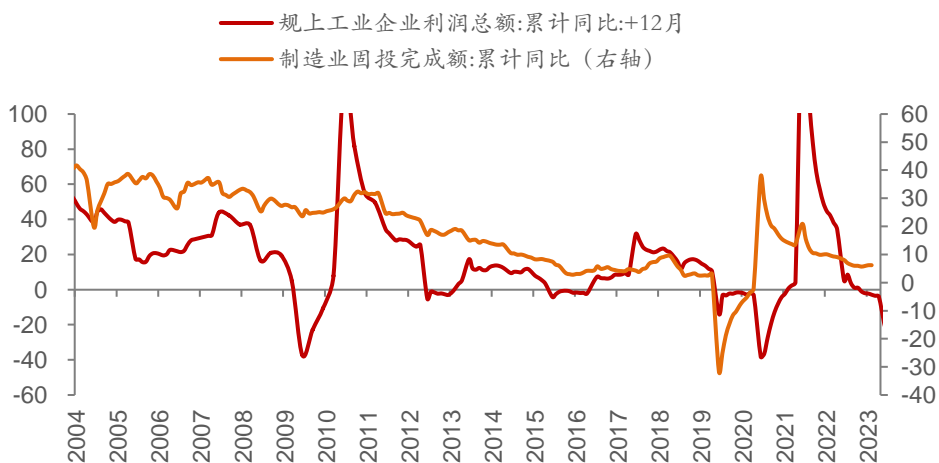


来源: WIND, 中泰证券研究所

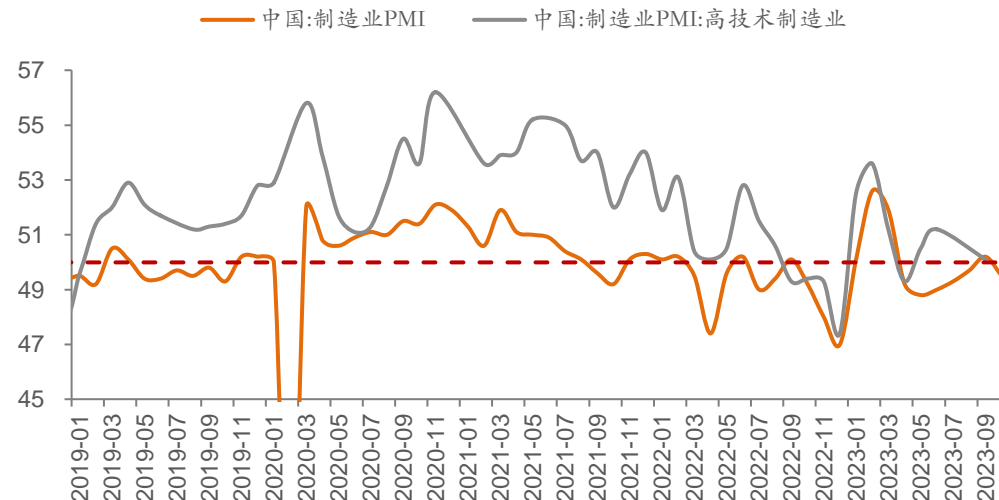
制造业：预计2024年增速7.0%

- **核心假设：**制造业固投完成额是利润的滞后变量，领先12个月的规模以上工业企业利润总额同比增速与制造业固投同比增速接近同步，以二者线性关系预测制造业投资同比增速。
- **结论：**预计制造业投资2024年增速约为7.0%，固投同比增速4.6%。
- **高技术制造业可能是制造业投资发力新的增长点：**
- 高技术制造业是制造业投资的新动能，在去年高基数影响下，今年投资增速小幅回落，但仍保持在较高水平，1-10月累计同比增速为11.3%。明年高技术制造业可能会在产业政策驱动下继续发挥逆周期调节作用。
- 9月20日，国常会研究加快推进新型工业化有关工作，“要坚持推动传统产业改造升级和培育壮大战略性新兴产业两手抓，加快发展先进制造业，协同推进数字产业化和产业数字化。”

制造业固投完成额是利润的滞后变量(%)



高技术制造业表现好于整体制造业 (%)

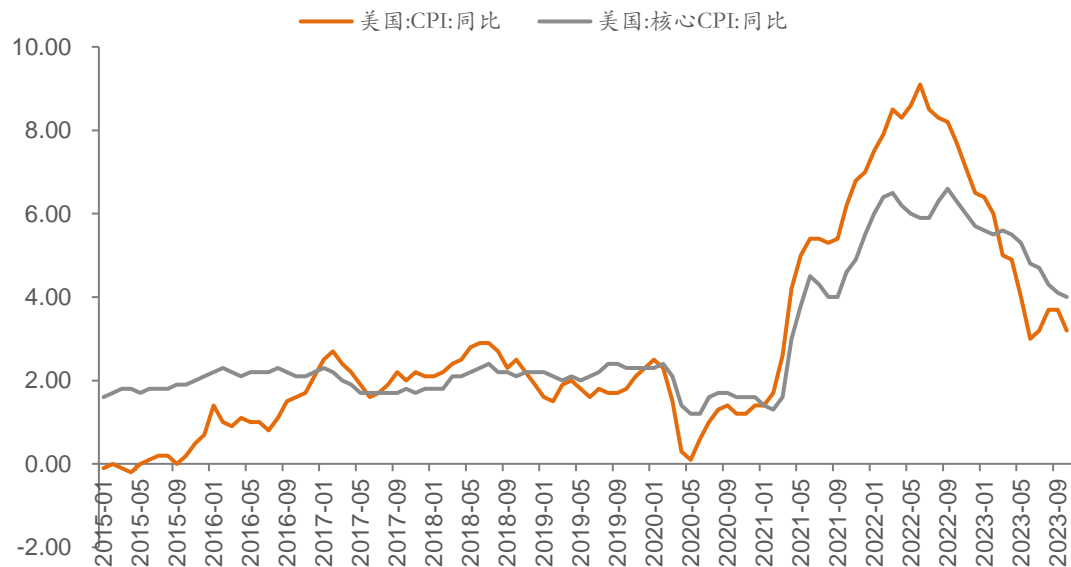


来源：WIND，中泰证券研究所

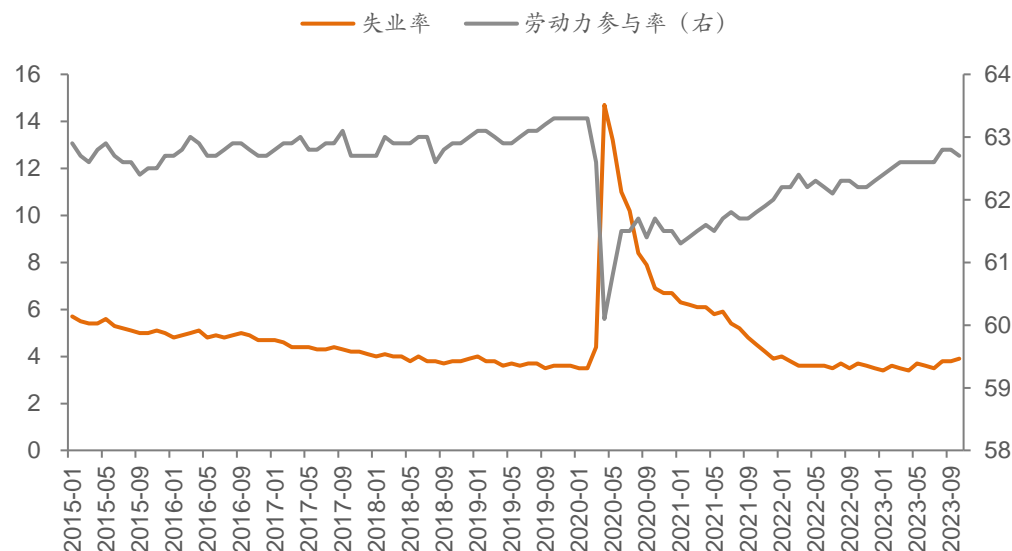
出口：外需有望回暖

- 2023年，除3、4月份，我国出口金额（美元计价）同比增速持续处在负增长区间，10月份出口增速再度下滑，由-6.1%回落至-6.4%。
- 美国不仅是我国重要贸易对手方，还能引领全球货币、经济周期。
- 控制通胀和维持就业市场稳定是美联储的重要目标，当前美国通胀明显回落、就业市场逐渐企稳，第七轮加息周期有望结束，外需有望回暖。

美国CPI逐渐回落（%）



美国劳动力市场逐渐企稳（%）



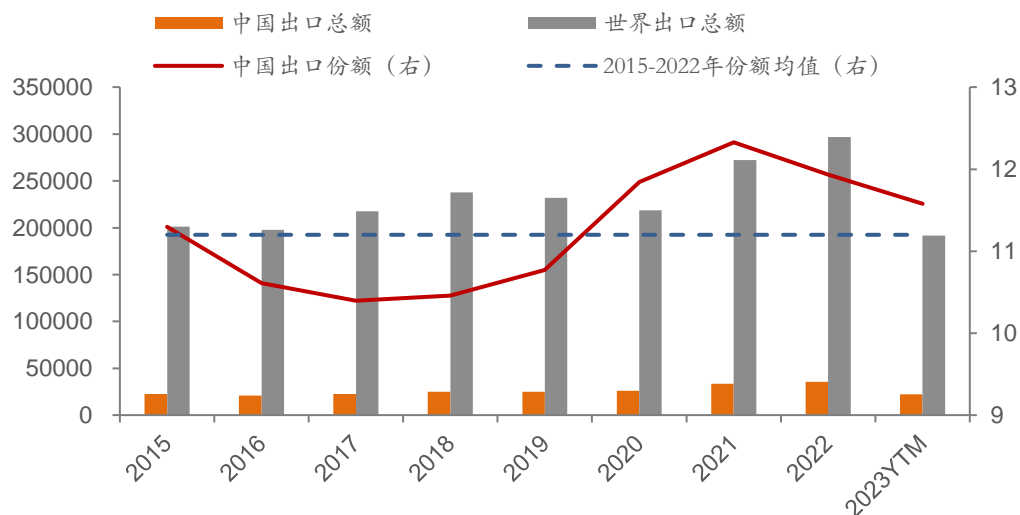
来源：WIND，中泰证券研究所

出口：2024年增速预计为4.6%

➤ 预计2024年出口同比增速4.6%。

- 关键假设包括：1) 2024年外需回暖，根据WTO十月份最新预测，2023年全球货物贸易总量同比增速为0.8%，2024年升至3.3%；2) 疫情后，我国出口份额明显抬升，随着全球供应链修复，中国出口份额逐渐回落至2015-2022年平均水平（11.2%）。由此推断，中国2024年出口金额同比增速回升至4.6%左右。

2024年，出口份额预计回落至均值水平11.2%（亿美元，%）



中国2024年增出口速约为4.6%（%，亿美元）

指标名称	2022	2023E	2024E
全球出口总额 (亿美元)	297037	299413	309294
全球出口总额同比 (%)	9.1	0.8	3.3
中国出口金额 (亿美元)	35444	33105	34641
中国出口份额 (%)	11.9	11.6	11.2
中国出口金额同比 (%)	5.6	-5.6	4.6

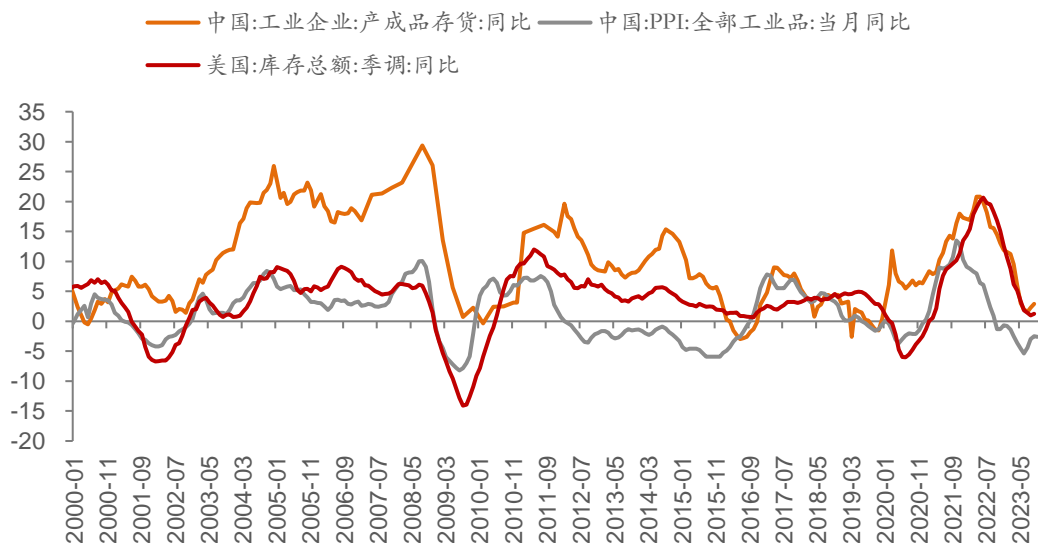
注：2022年中国出口份额、出口金额同比增速根据前10个月数据估算。

来源：WTO, WIND, 中泰证券研究所

通胀：2024年CPI中枢预计为1.5%

- 2023年，CPI低位运行，呈现“弱通胀”特征，10月份CPI同比增速为-0.2%。
- 2024年，随着居民收入逐渐改善、边际消费倾向回升，消费意愿和能力预计有所加强，带动CPI回暖；海内外补库周期趋于同步，带动大宗商品价格上行。
- **CPI增速有望温和回升，预计2024年CPI中枢为1.5%。**

中美同时进入补库周期 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

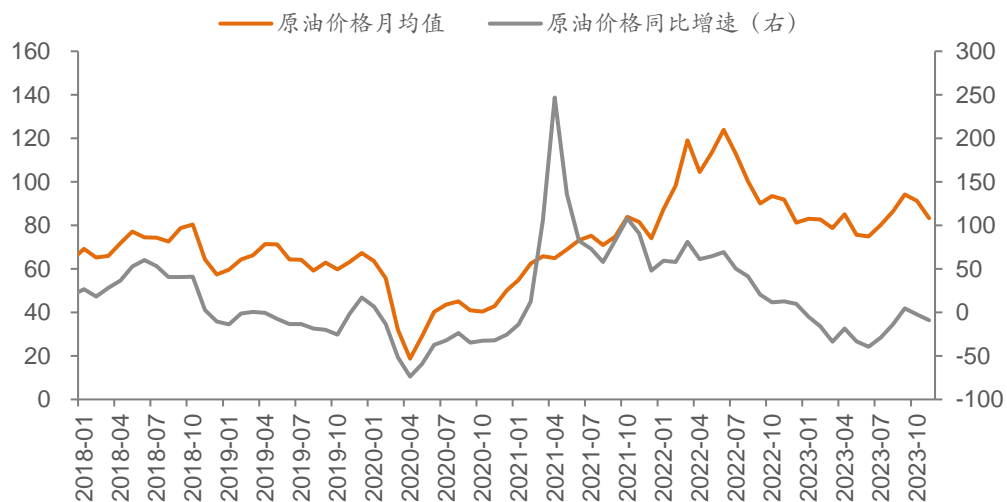
2024年CPI预测 (%)



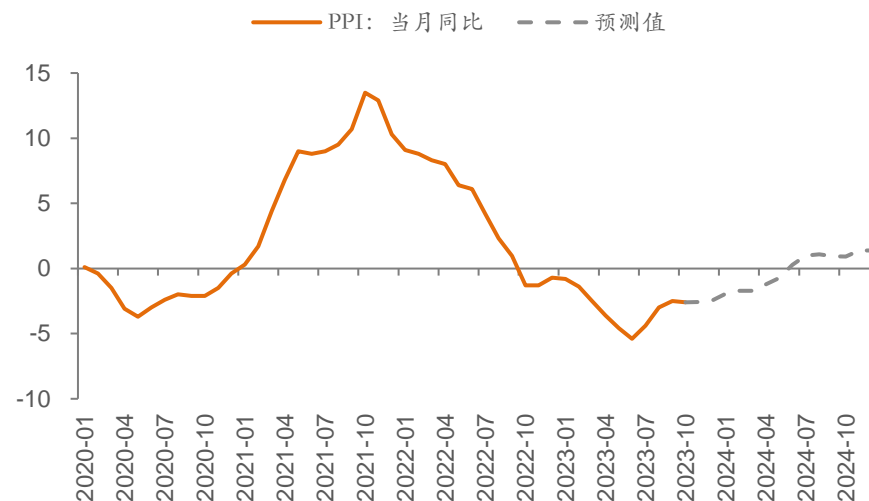
通胀：2024年PPI中枢预计为1.0%

- 2022年10月份以来，我国PPI持续位于负增长区间，但今年6月份以来，PPI有触底回升趋势，同比增速由6月份的-5.4%收窄至10月份的-2.6%。
- 大宗商品价格、国内基本面及基数效应为影响明年PPI的主要因素。
 - 中性假设下，基本面温和复苏，但地缘政治冲突以及明年全球经济回暖推动原油价格上升，相关工业品价格上升。
 - **PPI增速有望回正，2024年PPI中枢预计为1%，二季度起PPI有望回正。**

原油价格及增速（美元/桶，%）



PPI增速预测 (%)



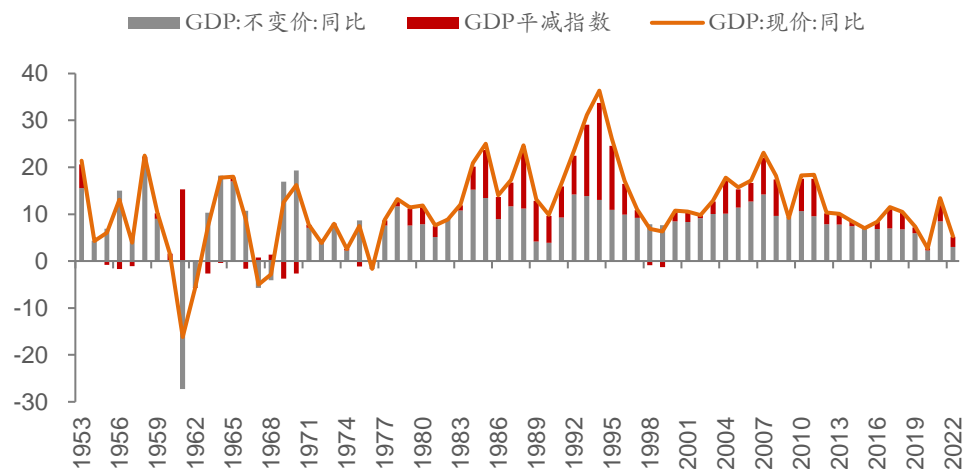
来源：WIND，中泰证券研究所

GDP：实际增速回落，名义增速提高

- 2023年，GDP增速预计为5.3%，全年实际GDP两年复合增速约为4.2%。名义来看，由于PPI为负、CPI较低，预计2023年名义GDP与实际GDP相差不大。
- 2024年，经济大概率呈现复苏趋势，实际GDP增速虽然可能不及2023年，但名义增速有望提高。
 - 随着疫后“疤痕效应”逐渐消退，内生经济动能逐渐修复，消费与制造业投资有望回暖；中央政府部门加杠杆托底经济；外需回暖有利于出口……我国经济复苏的趋势基本确定。
 - 但随着我国潜在经济增速回落、房地产投资拖累作用仍存、私人部门以及地方政府加杠杆空间有限等因素，我国经济增长仍受到一定的制约。
 - 名义GDP≈实际GDP+GDP平减指数。根据CPI和PPI全年增速预测GDP平减指数，2024年GDP平减指数约为2.3%。
- **预计2024年实际GDP增速为4.8%，名义GDP增速为7.1%。**

名义GDP≈实际GDP+GDP平减指数 (%)

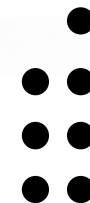
2024年GDP增速预测 (%)



	社零	固投	制造业	基建	地产	出口	实际GDP
2023年1-10月	6.9	2.9	6.2	8.3	(9.3)	(5.6)	5.1
2024年	5.0	4.6	7.0	8.0	(4.5)	4.6	4.8

注：2023年1-10月实际GDP增速为预测值；2024年所有增速均为预测值。

来源：WIND，中泰证券研究所



四

宽财政 or 宽货币?

领先指标

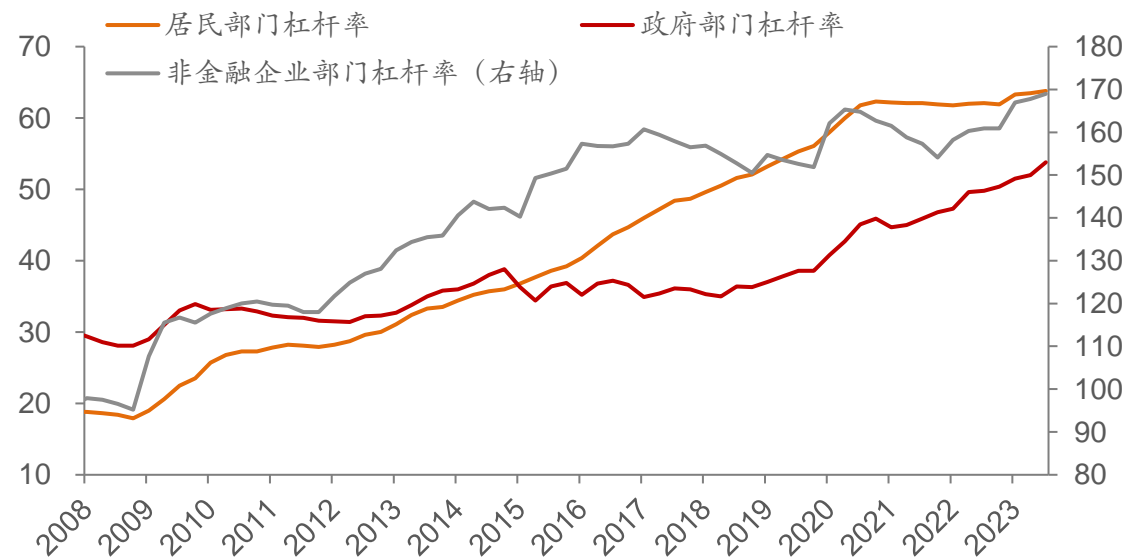
资产负债表衰退了吗？

- 2023年以来，我国前三季度实体部门宏观杠杆率收于286.6%，累计上行1.9个百分点。其中，非金融企业部门杠杆率169%，上升8.1个百分点；政府部门杠杆率53.8%，上升3.4个百分点；居民部门杠杆率63.8%，上升1.9个百分点。因此总体而言我国资产负债表仍处于稳定扩张状态，还谈不上“衰退”。

宏观杠杆率定义

指标	定义
非金融企业部门杠杆率	非金融企业部门杠杆率=非金融企业部门债务/名义GDP。非金融企业部门债务包括企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外债务，其中包括部分地方政府融资平台的债务。
居民部门杠杆率	居民部门杠杆率=居民部门债务/名义GDP。居民部门的债务为居民贷款，包括消费贷款和经营贷款。
政府部门杠杆率	政府部门杠杆率=政府部门债务/名义GDP。政府部门债务分成中央政府债务和地方政府债务。

实体部门宏观杠杆率 (%)

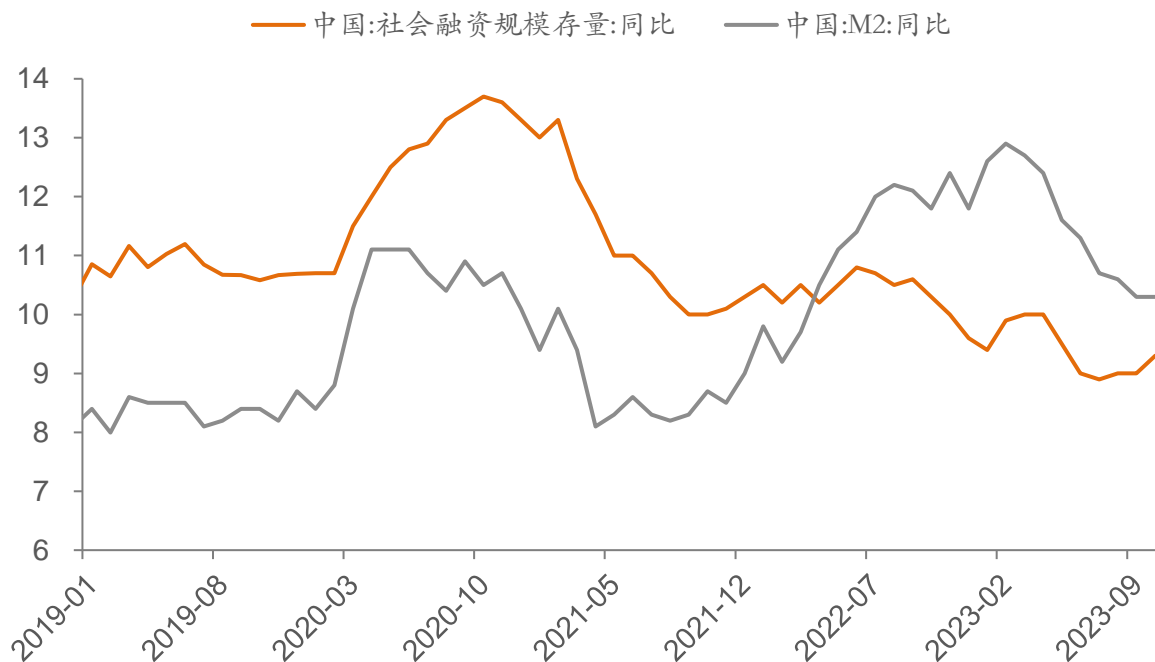


来源：WIND，国家资产负债表研究中心 (CNBS)，中泰证券研究所

债务增速明显放缓

- 确切的说，当前存在的问题可能是债务增速明显放缓。社融是实体经济的负债，M2是金融部门的资产，二者一体两面，都经历了同比增速下滑。
- 从结构上看，由于疫情产生的“疤痕效应”仍未消退，企业经营者特别是民营资本信心尚未真正恢复，居民消费和投资信心不足，地方政府受制于高企的城投债务压力，被迫从资产负债表“扩张”转向“修复”，债务增速放缓带来的“负反馈”加剧了实体经济面临的“需求不足”困境。

实体部门债务增速下降 (%)

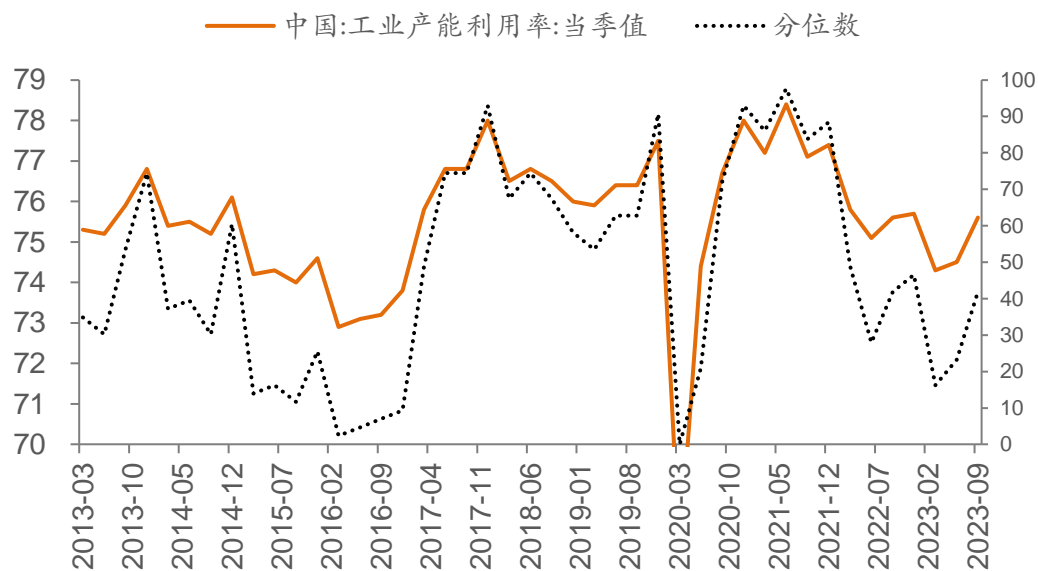


来源: WIND, 中泰证券研究所

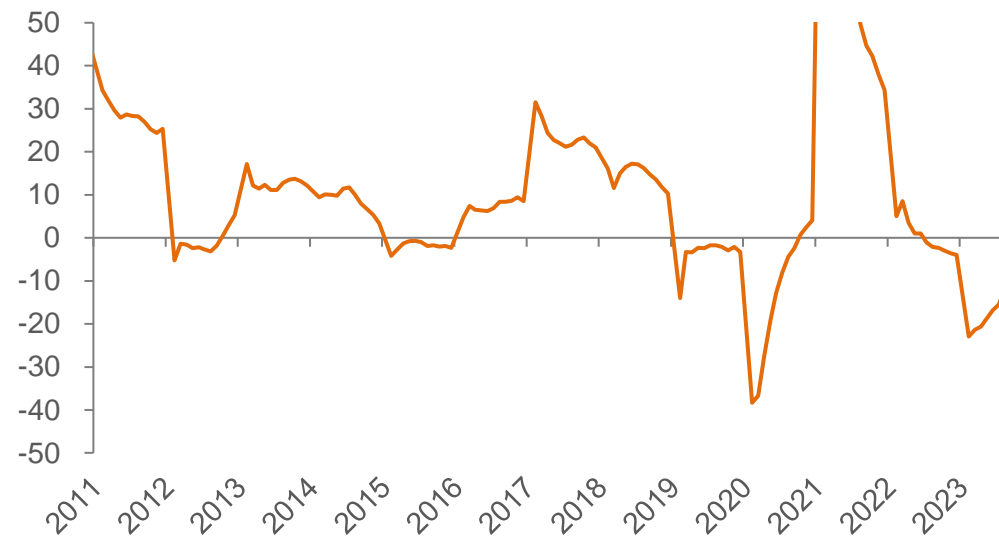
企业：绝对水平较高，企业经营者预期下降，加杠杆能力有限

- 分主体看，杠杆率或者说债务增长主要来自四个部门：企业、居民、地方政府和中央政府。具体而言：
 - 我国非金融企业部门杠杆率高于大多数国家，尽管2016年后在去杠杆政策驱动下有所回落，但疫情之后大幅上升至历史新高，本身加杠杆的空间就有限。同时，从企业资本开支的动机来看，盈利预期和产能利用率是两大核心影响因素。今年1-9月份，规模以上工业企业利润累计下降9.0%，三季度末产能利用率处于75.6%自2022年以来持续处于50%分位数以下。企业经营者预期下降，投资意愿和能力不足。

2022年以来，产能利用率处于50%分位数以下（%）



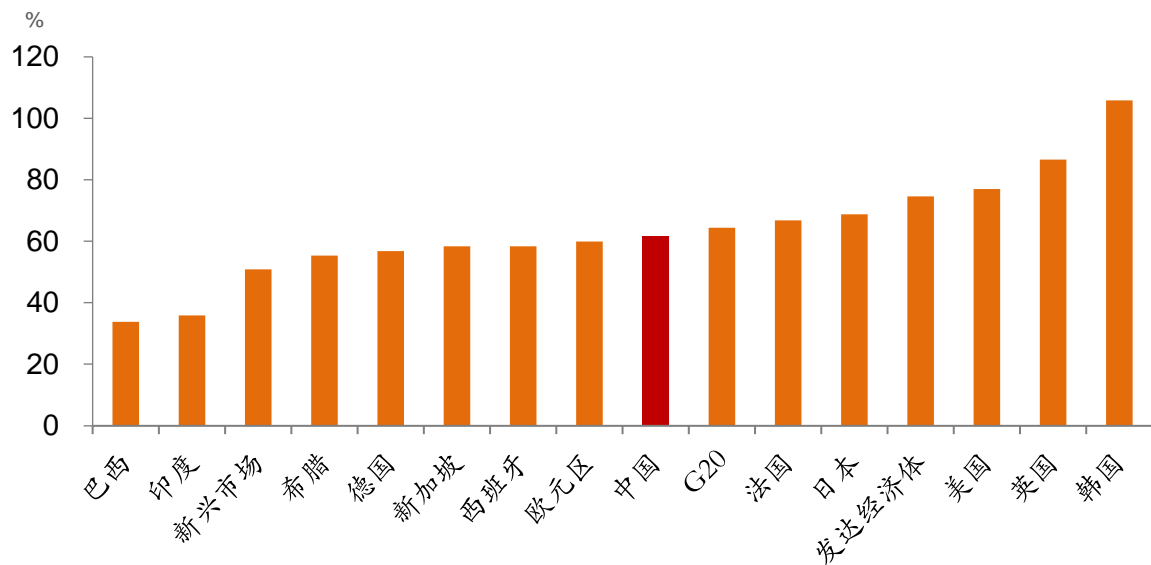
前三季度，规模以上工业企业利润累计下降9.0%



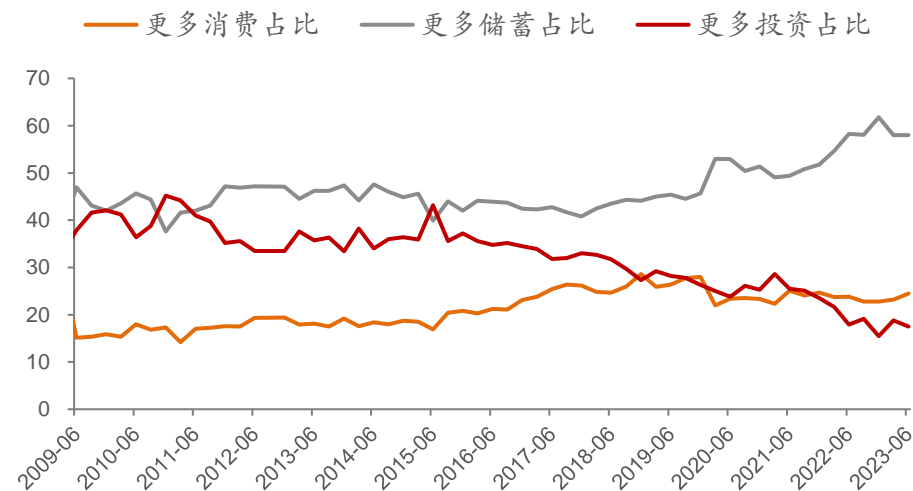
居民：绝对水平不低，信心不足制约加杠杆空间

- 我国居民杠杆率已经超过**60%**，基本与发达国家接近。在房价下跌、收入增长放缓的背景下，根据央行最新问卷调查，居民对于消费和投资的预期均降至低位。一方面消费复苏不及预期，1-10月社零销售统计中的商品消费增速仅**5.6%**，另一方面居民提前还贷现象明显增加，前三季度个人购房贷款余额同比下降**1.2%**。

我国居民杠杆率与发达国家接近 (%)



央行储户问卷调查 (%)

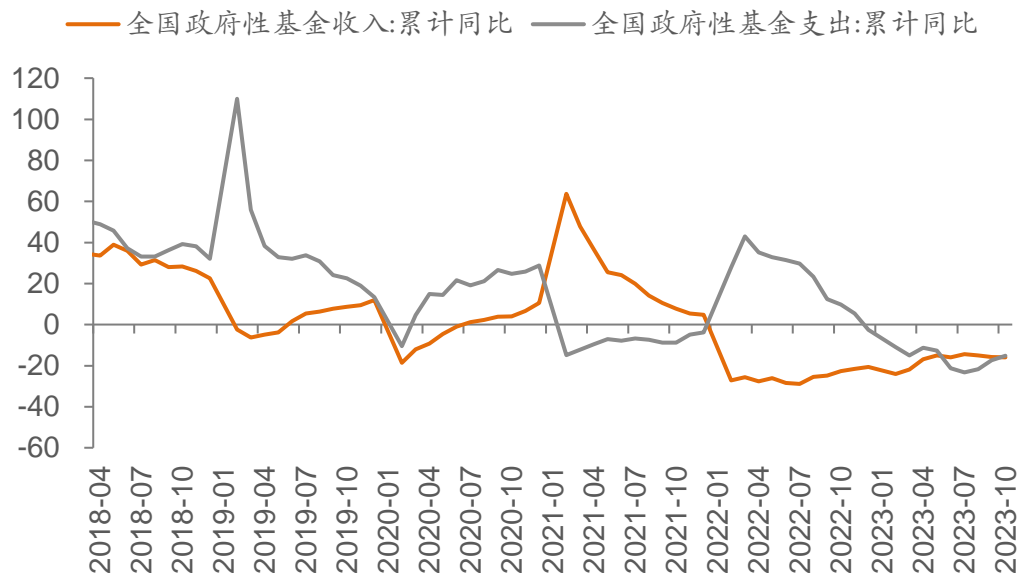


来源：WIND，国际清算银行，中泰证券研究所

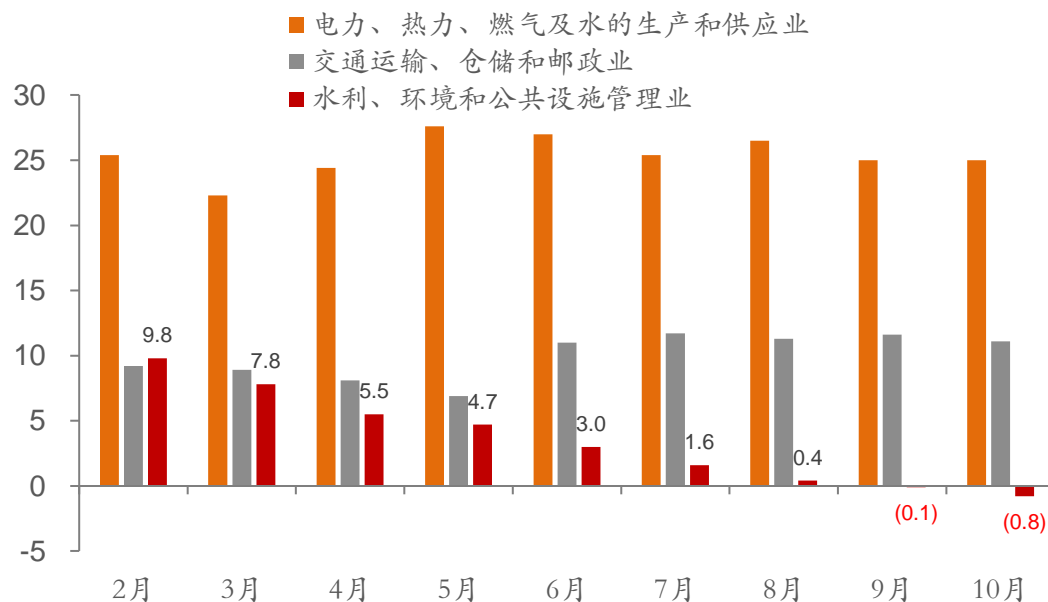
地方政府：财力下滑，债务压力大

- ▶ 三季度，我国政府部门宏观杠杆率**53.8%**。其中，中央政府杠杆率**22.6%**，地方政府杠杆率**31.2%**。
- 一方面，地方政府卖地收入减少，反映为政府性基金收入同比下滑较为明显。截至10月份，全国政府性基金收入和支出累计同比增速分别为**-16.0%**和**-15.1%**。
- 另一方面，地方政府支出压力较大。从基建投资三个分项来看，水利、环境和公共设施管理业9、10月份出现负增长。
- 财政紧平衡背景下收支矛盾不断加大，土地市场下行导致城投平台扩张背后的“土地财政”依赖大幅弱化。尽管地方政府部门杠杆率目前只有**31.2%**，显性债务压力并不大，但如果考虑到隐性债务负担，如果不及时化解可能会引发系统性财政金融风险。

政府性基金收支增速 (%)



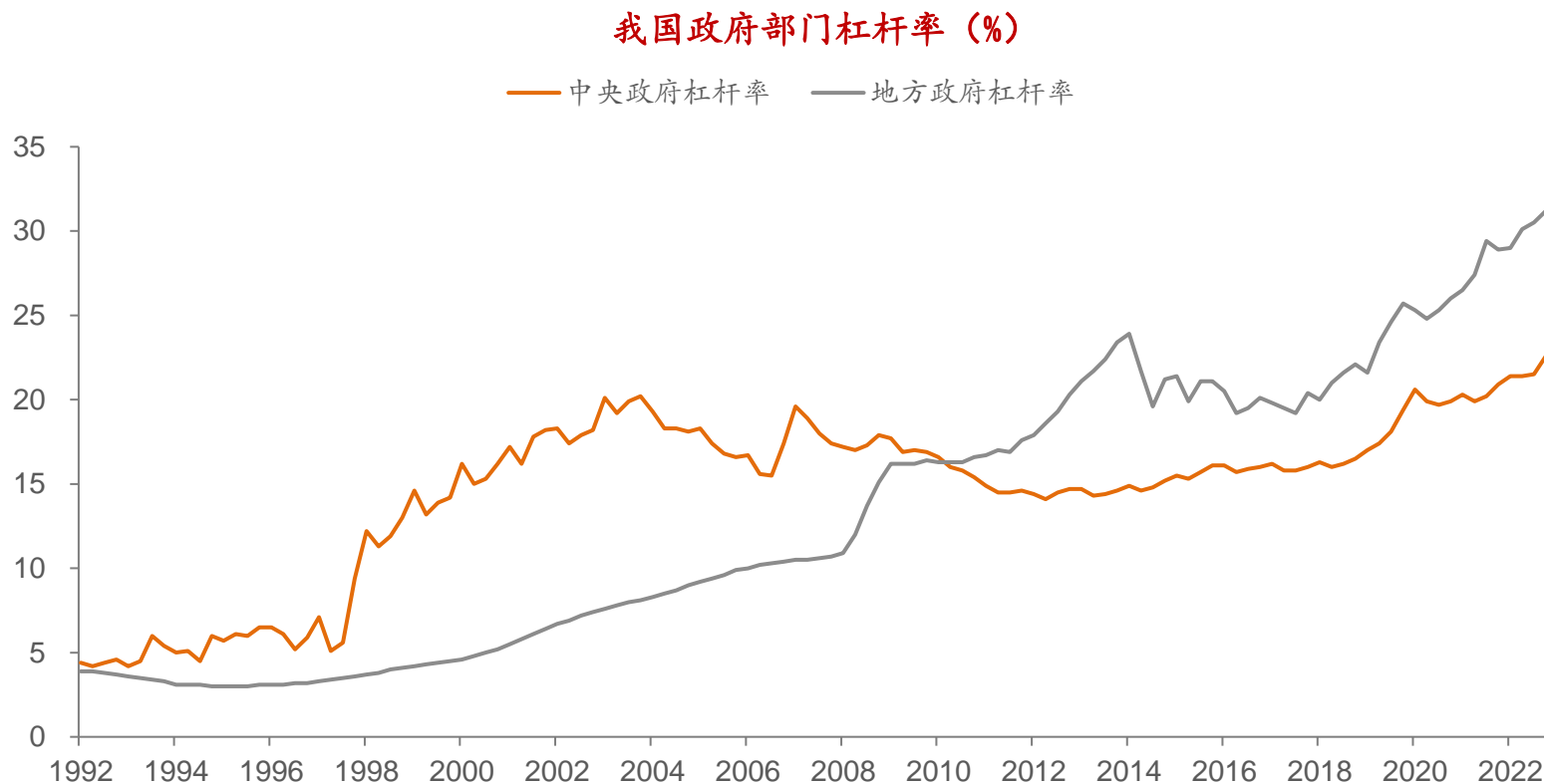
基建三大分项累计同比增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

中央政府：仍有加杠杆空间

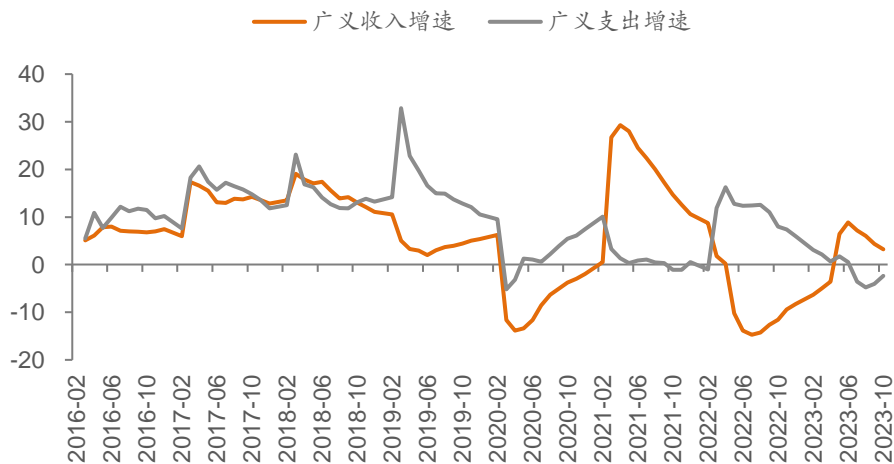
- 相比之下，我国中央政府部门杠杆率仅为**21.4%**，距离**60%**的警戒线尚有较大提升空间。在其他主体“扩表”意愿不足的情况下，逆周期政策适时加码的必要性上升，这也是7月份政治局会议直面困难，强调“加强逆周期调节和政策储备”的题中之义。



今年以来财政发力不及预期

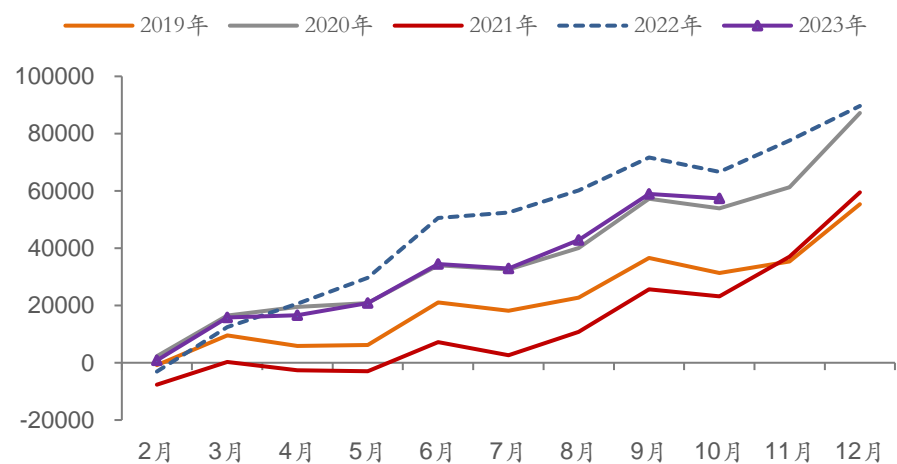
- 1-10月广义预算支出同比下降1.2%，低于年初预算目标（3.1%）；
- 从动态赤字规模看，财政平衡压力较大。

广义预算支出持续负增长（%）



注：广义预算为一般公共预算和政府性基金预算之和

从动态赤字看财政平衡难度上升（亿元）

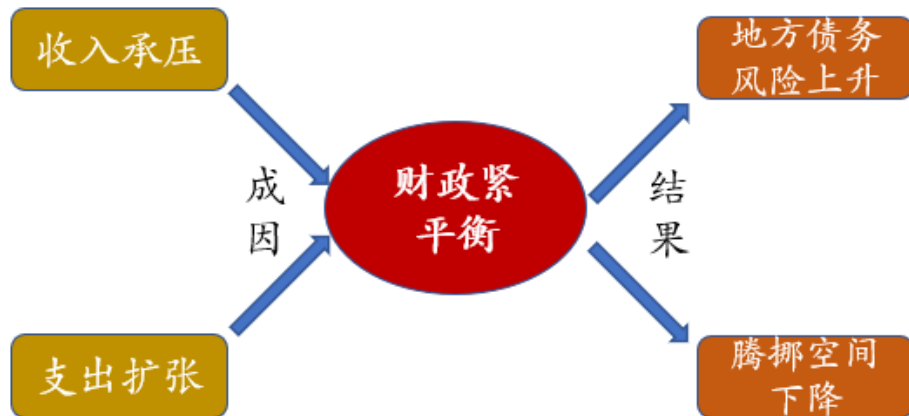


来源：财政部，中泰证券研究所

财政“紧平衡”制约发力空间

- 理论上财政平衡是一个动态概念，但是2015年经济“新常态”之后预算平衡成为持续性挑战。
- 从形成原因看，财政“紧平衡”一方面因为收入增长承压，另一方面由于支出不断扩张；从影响结果看，“紧平衡”导致地方债务风险上升，财政腾挪空间不断下降。

财政“紧平衡”的四个维度



化债背景下，中央加杠杆可期？

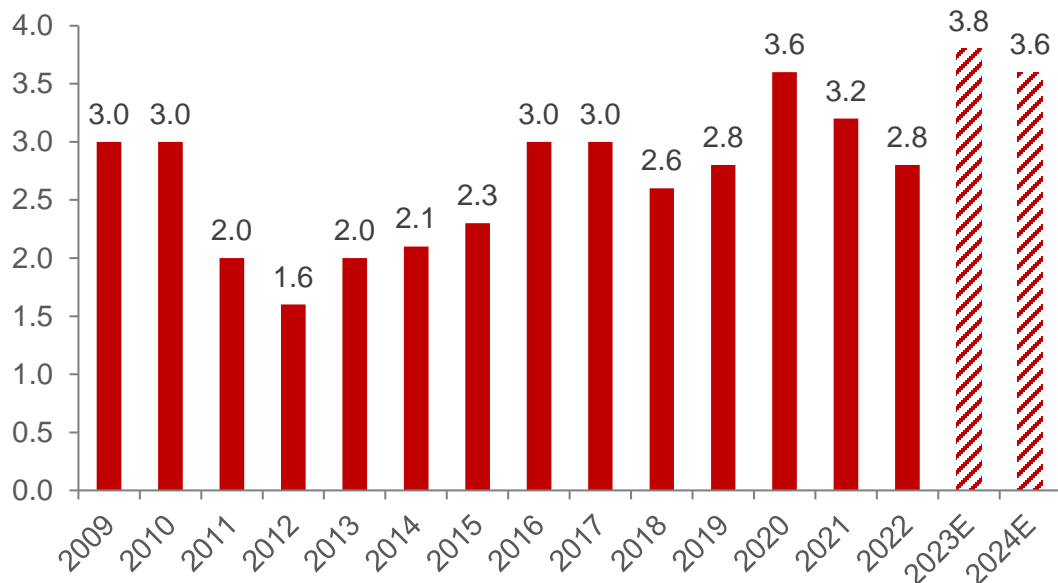
- **年中调高赤字率释放中央加杠杆信号。**“3%”赤字率一直被欧盟等经济体视为衡量一国财政风险的警戒线之一，这个规则源自马斯特里赫特条约。虽然不是必须执行的强制性标准，但还是受到各国普遍重视。我国一直坚持合理、审慎确定赤字率水平，过去五年总体赤字率控制在3%以内。但是，在今年调整赤字率突破3%后，未来中央加杠杆的政策信号较为明确。
 - 一方面，随着近期特殊再融资债发行启动，化解地方债务风险的举措进一步推进，包括融资平台在内的广义地方财政“缩表”的压力可能加大。另一方面，地方专项债等工具稳增长的作用逐渐弱化。因此，未来通过中央加杠杆的方式加大逆周期调节力度，既有助于稳定市场信心和投资需求，也能减少地方政府债务还本付息压力，成为“稳财政”的重要手段。
- **中央加杠杆的效果需要客观看待。**明年可能继续按照高于3%的目标安排预算赤字，但是我们认为中央财政发力并不代表财政强刺激，而是为了“稳财政”、托底经济。
 - 首先，从政策延续性看，本次1万亿特别国债明确提及跨周期调节的政策安排，而且项目投资额形成预计主要体现在24年，因此考虑到政策延续性，明年预算赤字率可能不会进一步上升，低于3.8%的可能性较大。
 - 其次，预算赤字率提高更多体现预期引导的影响，和实际财政支出力度不完全对应。预算赤字不是一般公共预算收入与一般公共预算支出简单相减得出的结果，还要考虑使用预算稳定调节基金、从政府性基金预算和国有资本经营预算调入资金、动用结转结余资金等因素。因此，在衡量财政力度时实际赤字率指标更有效。假设明年预算赤字率较正常年份提高1个百分点，考虑到地方卖地减少和债务压力上升，实际调入资金可能减少，导致最终实际赤字率不一定能提高1个百分点。再考虑到新增专项债额度可能涨幅较小，城投债务融资受限等因素，广义赤字率体现的财政支出力度甚至可能下降。
 - 最后，虽然中央加杠杆能够提振基建投资，但是在缺少地方配套资金和债务扩张的情况下，增发的国债无法发挥杠杆作用，导致1万亿国债资金对应的项目投资额可能仅略高于1万亿。从这个角度看，中央加杠杆更多是为了对冲地方债务缩表对于基建项目支出的拖累，可能无法带动基建投资增速明显提高。

国债：净融资3.1万亿，进度前置

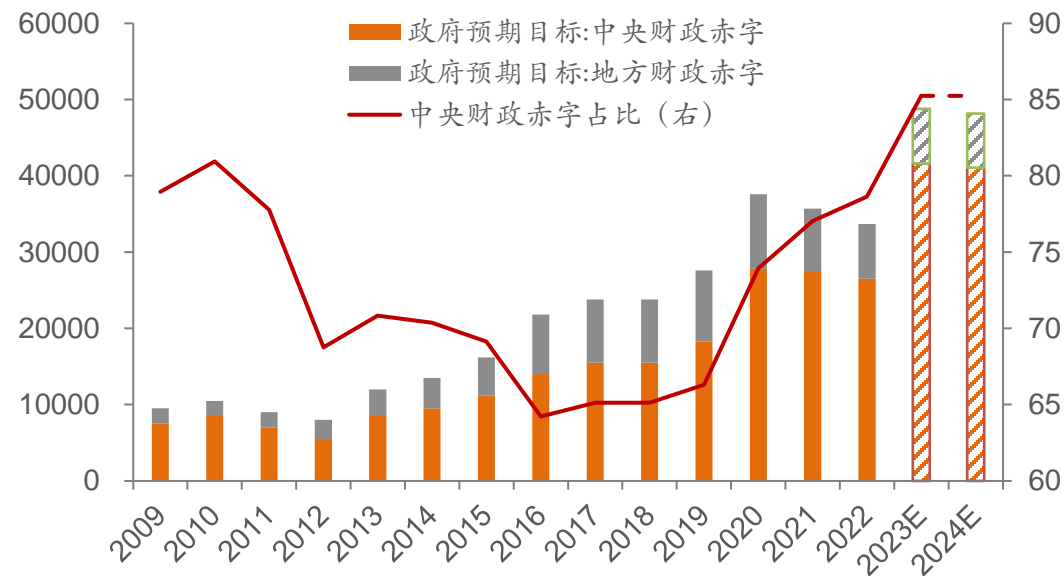
➤ 核心假设：

- 1) 假设财政“加力提效”基调不变，2024年赤字率为3.6%；
- 2) 财政部在年初安排预算赤字时通常遵照一定的经验规律，首先制定预算赤字率，然后估计当年GDP基数，即： $\text{上年名义GDP} \times (1 + \text{当年预期GDP实际增速})$ ，最后得到当年预算赤字安排（当年GDP基数 \times 预算赤字率）。假设2023年名义GDP增速5.3%、2024年GDP增速目标5.0%，对应财政赤字约为48170亿元；
- 3) 2016年以来，中央财政赤字占比呈逐年上升趋势，假设2024年中央财政赤字占比与2023年持平（约85%），则对应中央财政赤字41100亿元、地方财政赤字7100亿元；

2024年赤字率预计为3.6（%）



中央、地方赤字比例预计与2023年持平（亿元，%）

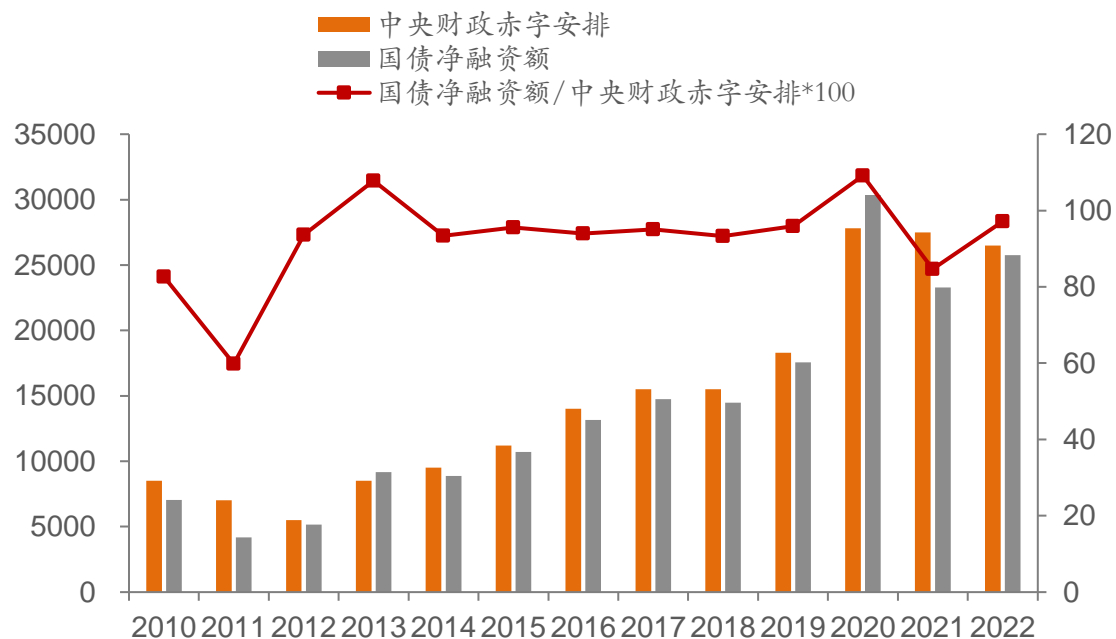


来源：WIND，中泰证券研究所 注：2023年增发1万亿国债后，财政赤字增至48800亿元（中央41600+地方7200），中央财政赤字占比约85%。假设2023年GDP增速5.3%，则2023年赤字率约为3.8%。

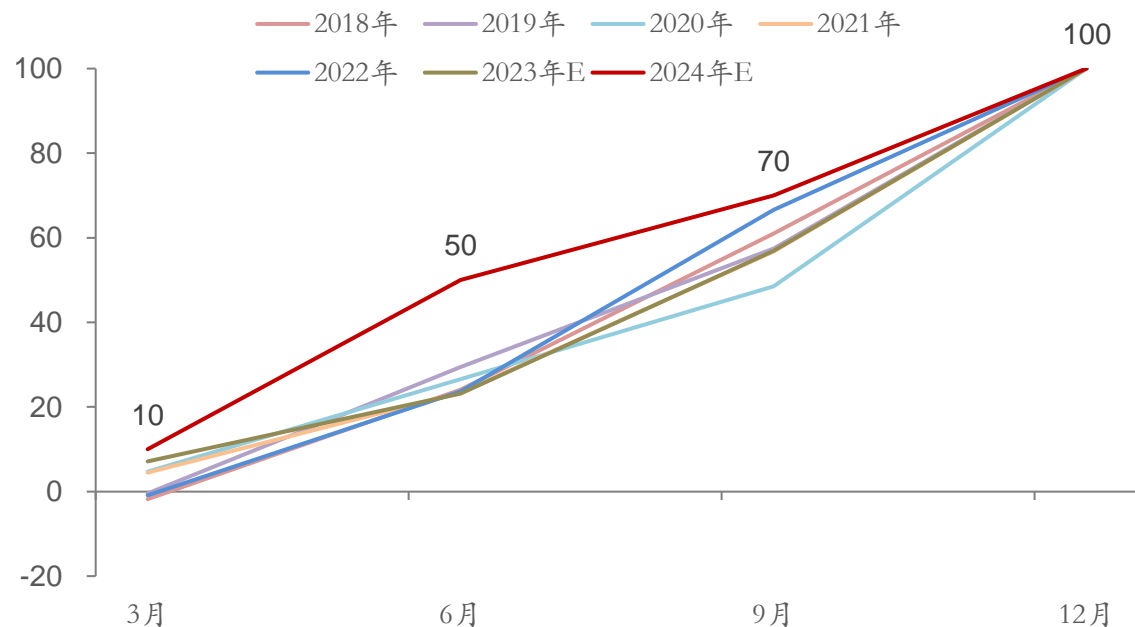
国债：净融资3.9万亿，进度前置

- 4) 国债净融资约为中央财政赤字的96%，则全年国债净融资约为39420亿元；
 - 5) 受增发1万亿国债影响，2024年国债净融资进度预计前置，Q1至Q4净融资进度分别为10%、50%、70%、100%。
- 2024年国债净融资3.9万亿元，Q1-Q4净融资量分别为0.4、1.6、0.8、1.2万亿元。

国债净融资占中央财政赤字比例约96%（亿元，%）



2024年国债净融资预计前置 (%)



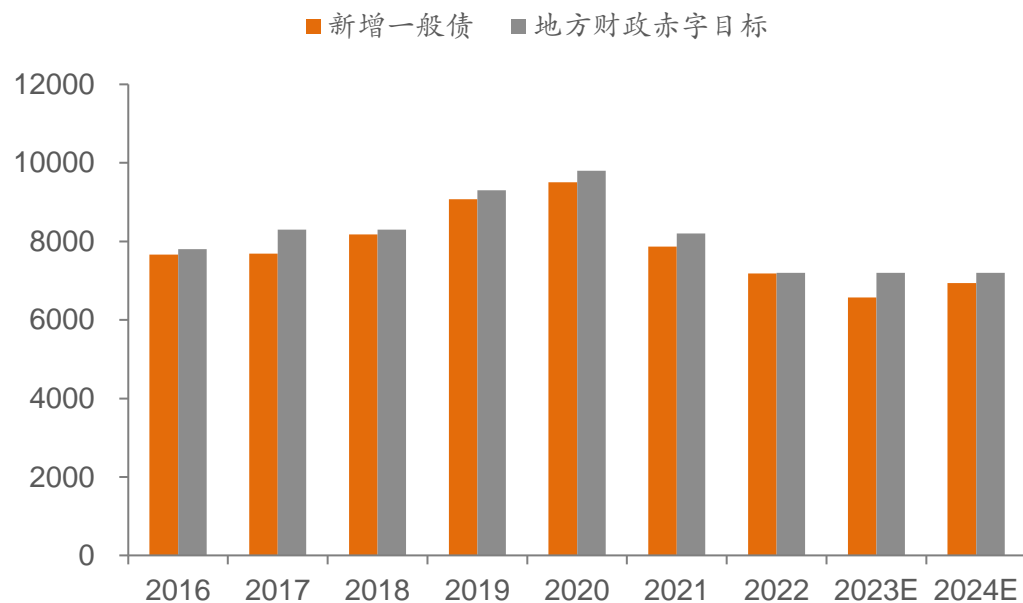
来源：WIND，中泰证券研究所

地方债：净供给规模4.5万亿元

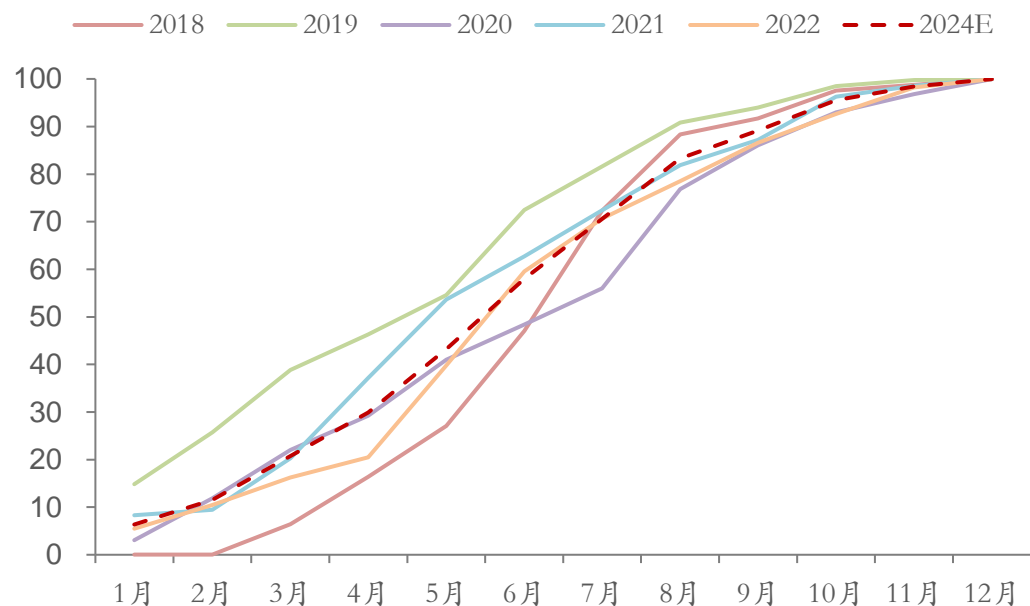
➤ 2024年新增一般债约6938亿元，Q1至Q4净融资分别为1440、2586、2157、755亿元。

- 核心假设：
- 1) 新增一般债约占地方财政赤字目标96%；
- 2) 2024年新增一般债融资进度预计符合季节性。

新增一般债约占地方财政赤字目标96% (亿元)



2024年新增一般债融资进度预计符合季节性 (%)

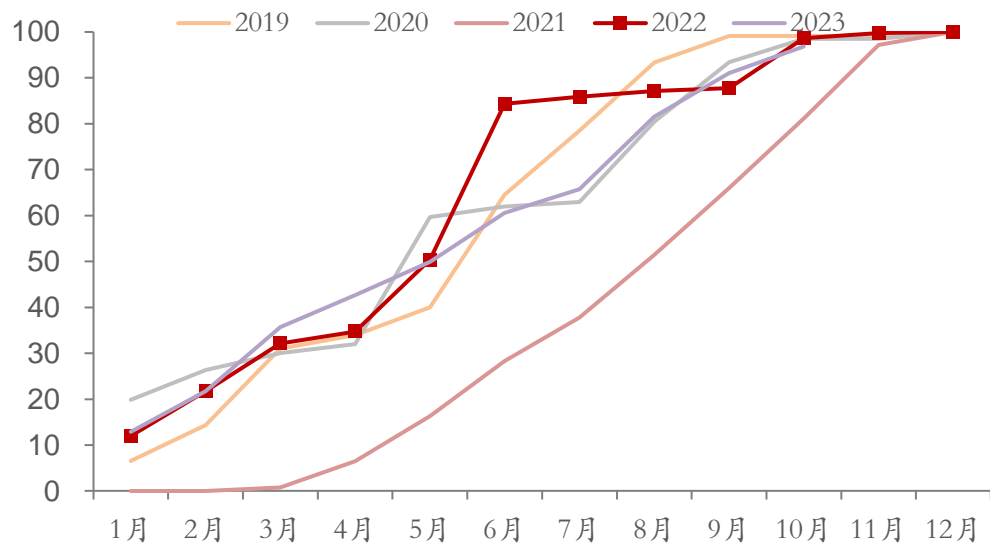


来源：WIND，中泰证券研究所

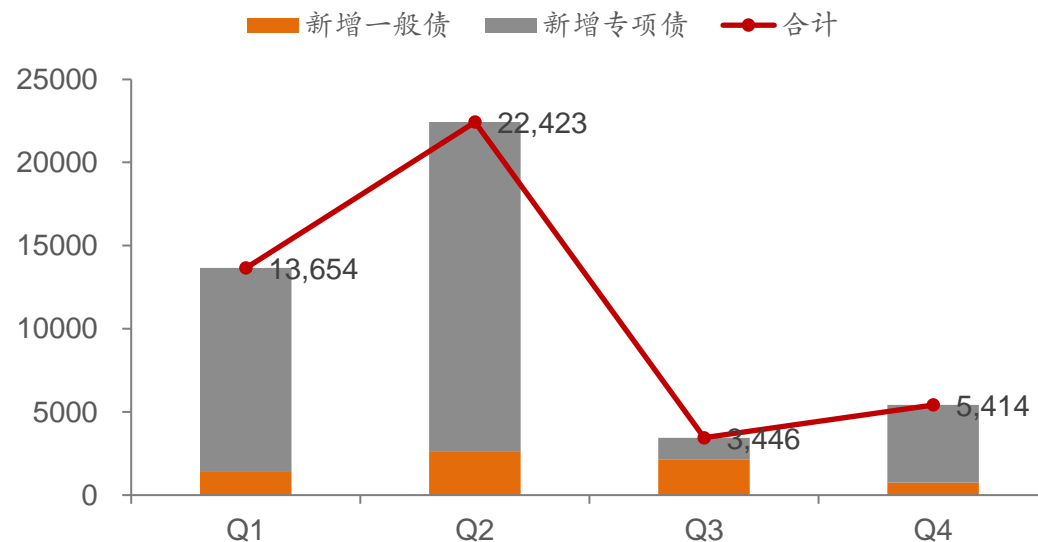
地方债：净供给规模4.5万亿元

- 2024年新增专项债约3.8万亿元，Q1至Q4净融资分别为12214、19837、1289、4660亿元。
 - 核心假设：
 - 1) 2024年，为保持基建投资力度不减，预计新增专项债规模与今年类似，约3.8万亿元；
 - 2) 2024年新增专项债融资进度前置，参考2022年。
- 2024年，地方政府债净供给规模为4.5万亿元，Q1至Q4分别为1.4万亿、2.2万亿、0.3万亿、0.5万亿，供给压力集中在一、二季度。

假设2024年新增专项债发行进度与2022年类似 (%)



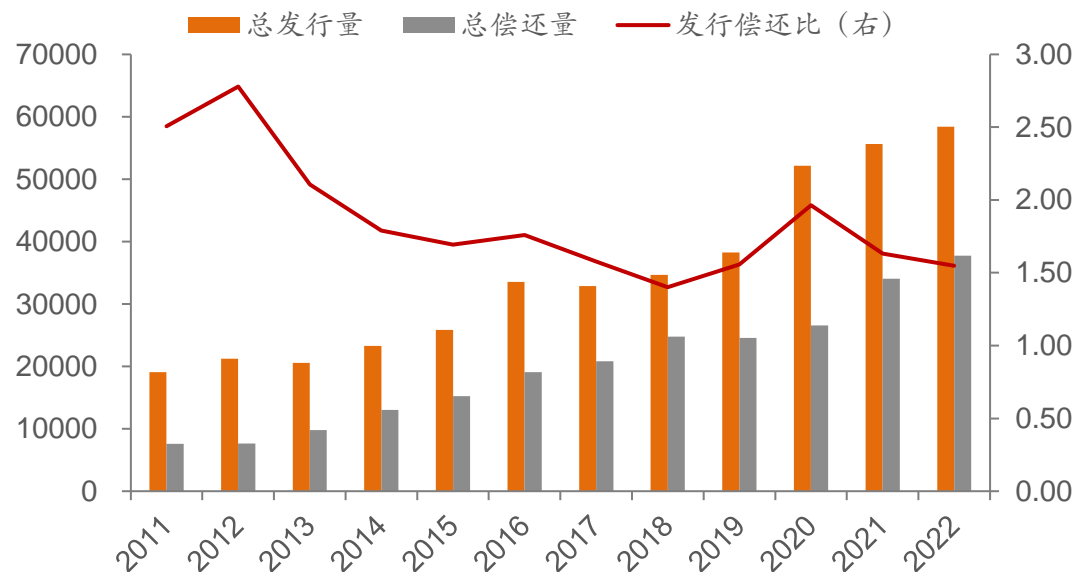
2024年新增一般债融资进度预计符合季节性 (亿元)



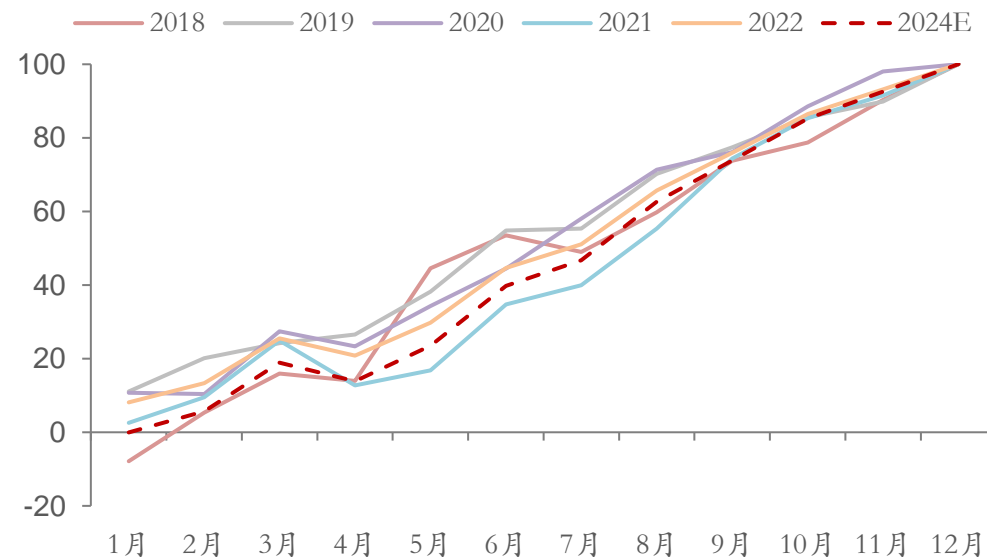
政金债：净供给规模2.3万亿元

- 核心假设：
- 1) 2016年以来，政金债发行偿还比平均为1.6；
- 2) 2024年政金债融资进度预计符合季节性，取2018-2022年均值。
- 2024年，政金债到期量约为3.9万亿，故政金债净供给规模为2.3万亿元，Q1至Q4分别为0.4万亿、0.5万亿、0.8万亿、0.6万亿，供给压力集中在三季度。

政金债发行偿还比约为1.6（亿元）



2024年政金债融资进度预计符合季节性 (%)

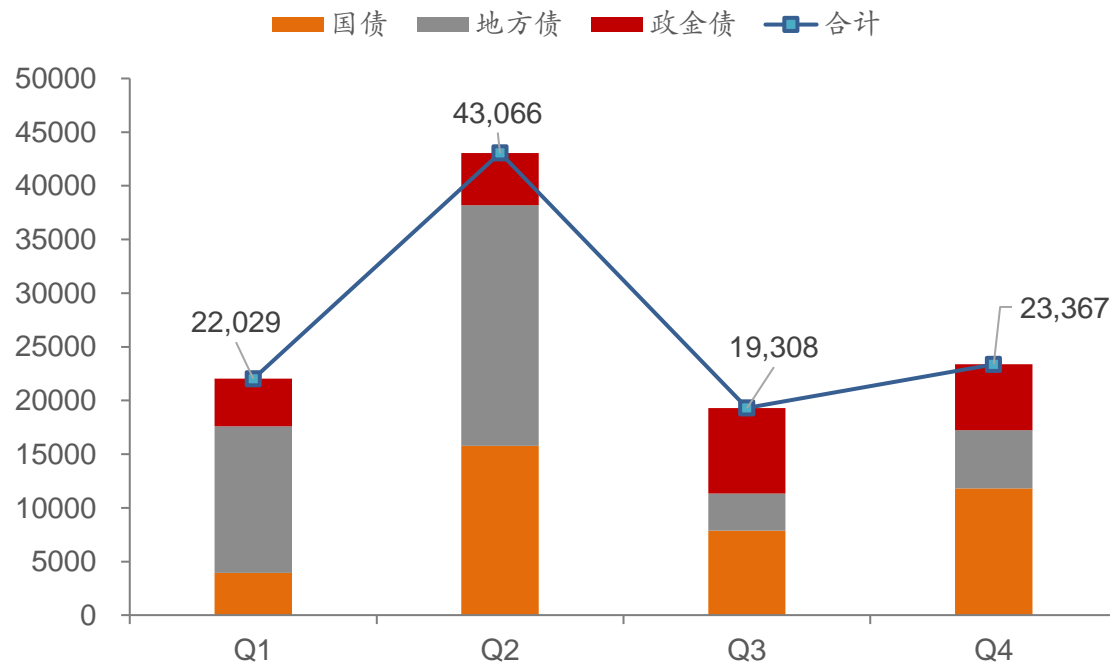


来源：WIND，中泰证券研究所

利率债：净供给规模预计为10.8万亿元

- 将国债、地方债、政金债加总，2024年利率债净供给规模预计为10.8万亿，Q1至Q4分别为2.2万亿、4.3万亿、1.9万亿、2.3万亿，供给压力主要集中在二季度。

2024年利率债供给压力集中在Q2（亿元）

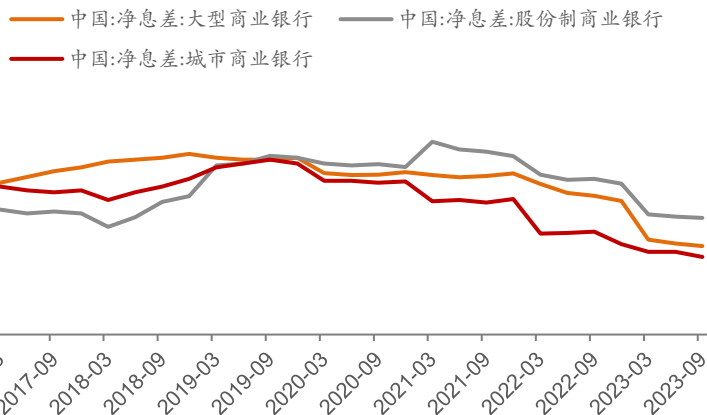


来源：WIND，中泰证券研究所

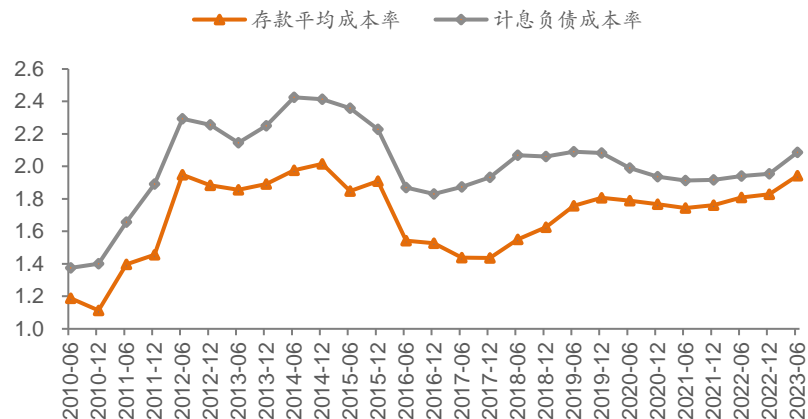
宽货币基调不变

- Q3货政报告提出：**稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节。**经济回稳向上的基础还不牢固，货币政策难言“退坡转向”。
 - 一方面，对于商业银行而言，城投一揽子化债叠加存量房贷利率下调因素将对银行资产质量产生较大影响，随着近年来银行净息差不断收窄，政策有必要继续引导银行降低负债成本。
 - 另一方面，由于融资平台债务增速受限，中央加杠杆→基建发力的效果和空间预计受到明显约束，财政发力以托底为主，经济基本面预计延续偏弱态势。

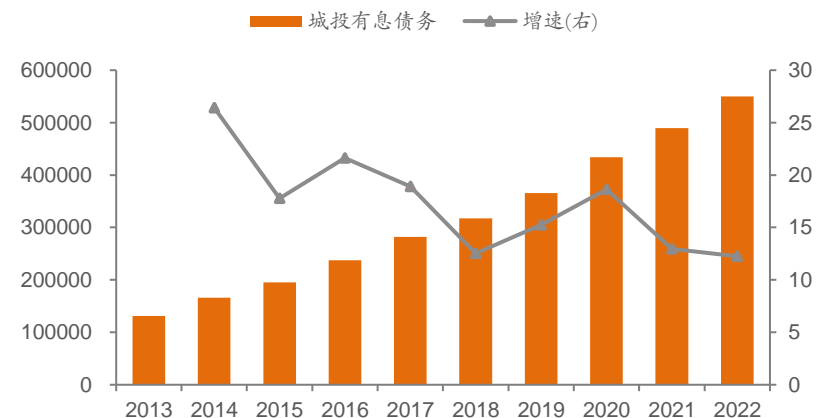
分类型银行净息差变化 (%)



上市银行存款成本和负债成本不降反升 (%)



历年发债城投有息债务规模变化 (亿元、%)



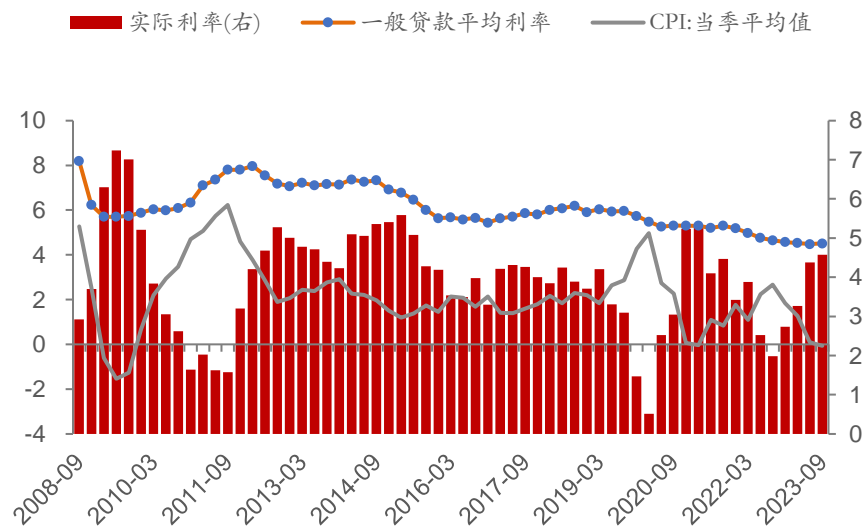
来源: WIND, 中泰证券研究所

降息仍有空间

➤ **Q3货政报告强调：以我为主，兼顾内外均衡。**

- 从内部看，Q3一般贷款平均利率小幅上升3bp，同时实际贷款利率维持较高水平，“降低实际贷款利率”的政策导向有待落实，后续政策利率调降的必要性仍然较大。
- 从外部看，美联储加息周期接近尾声，汇率等外部因素制约作用减弱，货币政策操作空间有望逐步加大。

当前实际利率处于历史较高水平 (%)



注：实际利率=一般贷款平均利率-CPI:当季平均值

来源：WIND，中泰证券研究所

美债利率回落，人民币汇率压力缓和 (%)



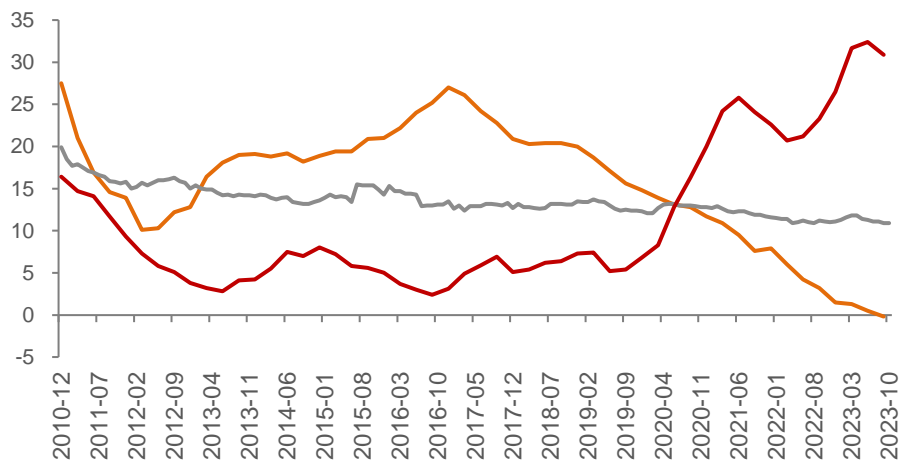
关注信贷供需新变化

➤ Q3货政报告专栏二介绍“盘活存量资金，提高资金使用效率”。

- 经济金融“去地产化”+地方政府“化债”背景下，信贷中‘增’的一面和‘减’的一面在时间上可能不同步，整体增速大概率下降。
- 金融高质量发展意味着信贷结构和效率的不断优化：一方面，盘活存量贷款，释放被低效占用的金融资源；另一方面，更多使用结构性政策提高资金使用效率，防止资金套利和空转。
- “结构性流动性短缺”框架下，央行对于资金数量和价格的主导权上升，“社融-M2”剪刀差可能收敛，狭义流动性难以明显宽松。

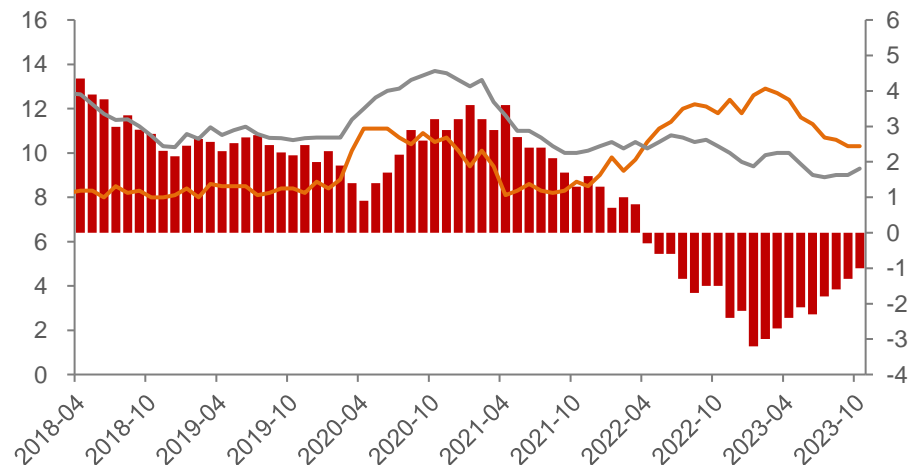
信贷结构“增”和“减”的分化 (%)

— 房地产贷款:同比 — 各项贷款余额:同比 — 工业中长期贷款:同比

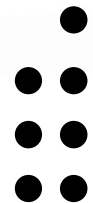


美债利率回落，人民币汇率压力缓和 (%)

■ “社融-M2”剪刀差(右) — M2:同比 — 社融:同比



来源: WIND, 中泰证券研究所



五

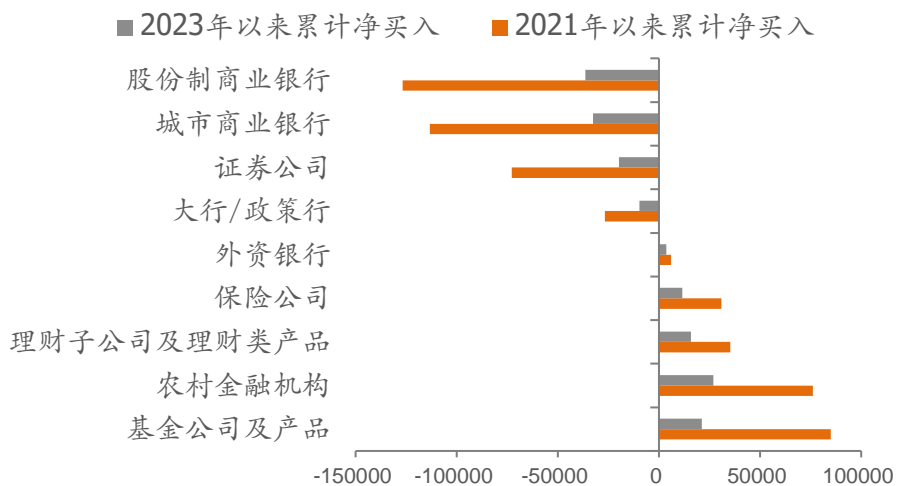
机构行为与利率观点

领先一步

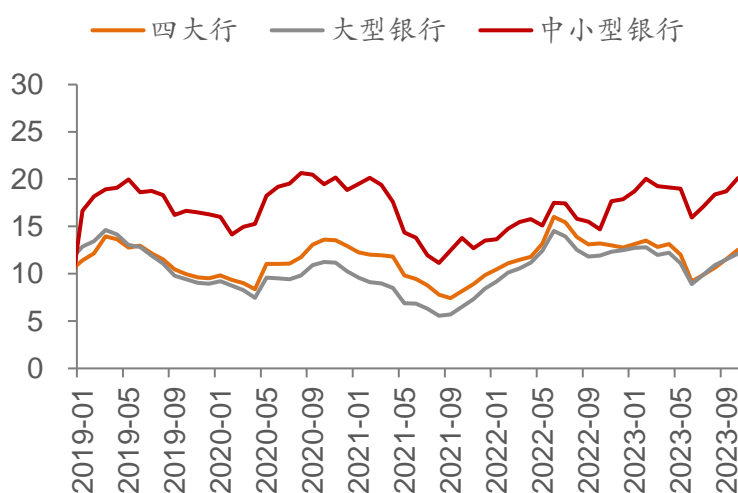
银行：大行放贷、小行买债

- 2021年以来，主要的现券净买入者为基金、农村金融机构、理财、保险；净卖出者为股份行、城商行、证券、大行/政策行。
- 中小行“缺资产”矛盾较为突出，2022年以来，中小行贷款增速降至大型银行之下，债券投资增速高于大行且呈上升趋势。
- 当前经济内生需求尚未完全修复，信贷需求不足，中小行难以在信贷投放上与大行竞争，不得不增加债券投资以维持收益，因此出现“大行放贷、小行买债”格局。
- 2024年，大行相比中小行在存款利率上可能不具备优势，负债端压力较大；化债背景下中小行资产端可能面临一定压力，“大行缺负债、小行缺资产”格局可能延续。

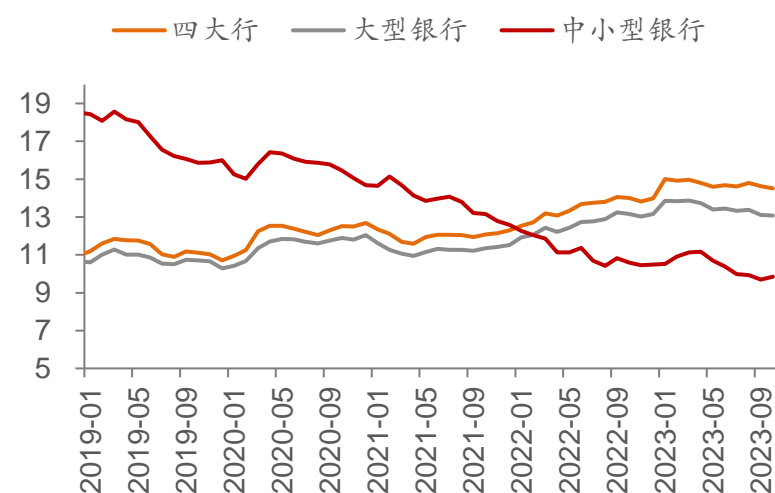
分机构，累计净买入现券（亿元）



大行债券投资增速不及中小行 (%)



中小行贷款增速不及大行 (%)

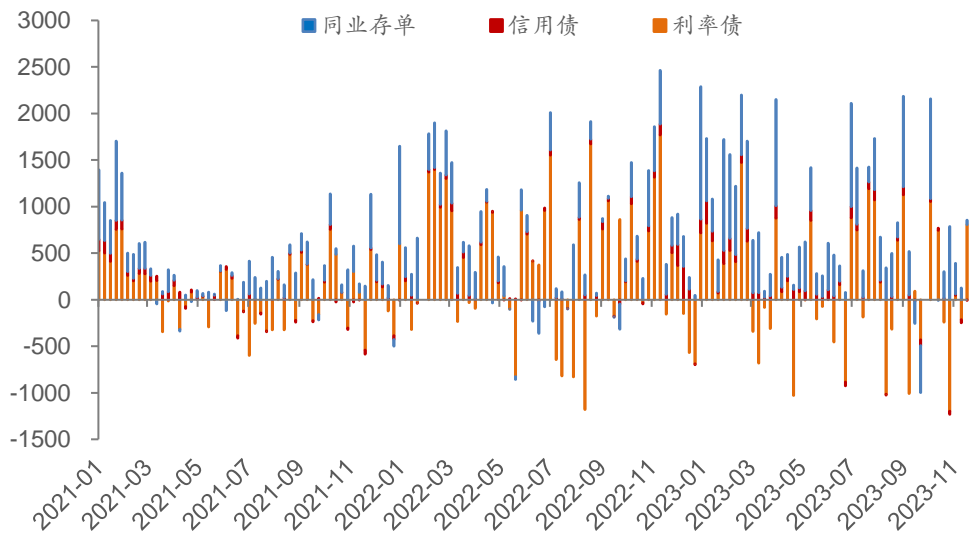


来源：CFETS, WIND, 中泰证券研究所

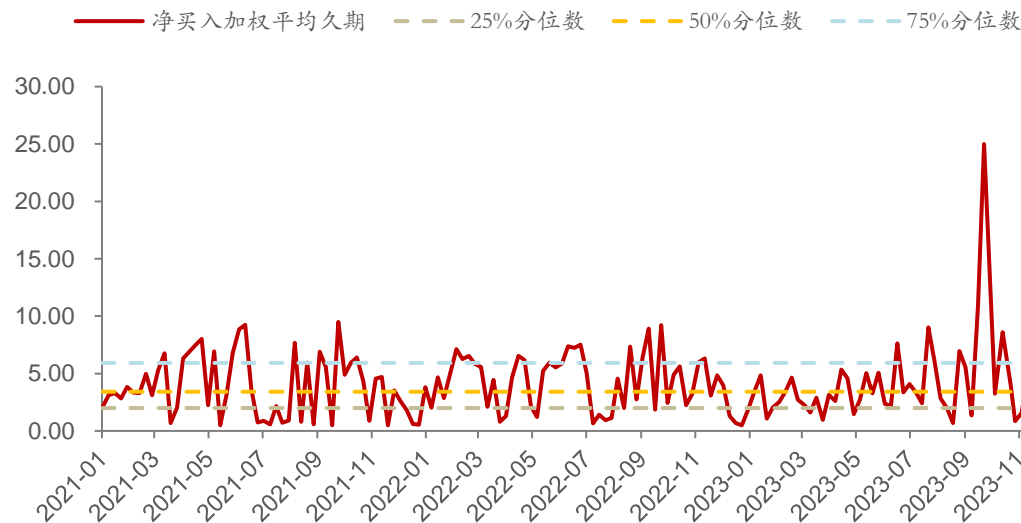
银行：农商行是债券的主要净买入方

- 农商行在2022年底债市负反馈阶段累计净买入曲线变陡，把握债市回调的机会加大配置；而在负反馈有所缓和阶段配置放缓，单周净买入规模明显下降。
- 从农商行对不同类型债券的偏好来看，农商行对于利率债的需求量较大，单周净买入规模在1000亿左右，但需求不稳定；对于信用债的需求量较小，通常不超过100亿，相对稳定；对于同业存单需求量大且基本稳定为净买入。
- 从农商行的期限偏好来看，1) 农商行对剩余期限在1年以下的债券需求量最大且需求相对稳定，较少出现单周净卖出的情况；对中债、长债的需求多为单周净买入，对超长债的需求相对不稳定。2) 2021年以来，农商行加权净买入久期为4.1年。

农商行净买入现券规模（亿元）



农商行加权净买入久期（年）

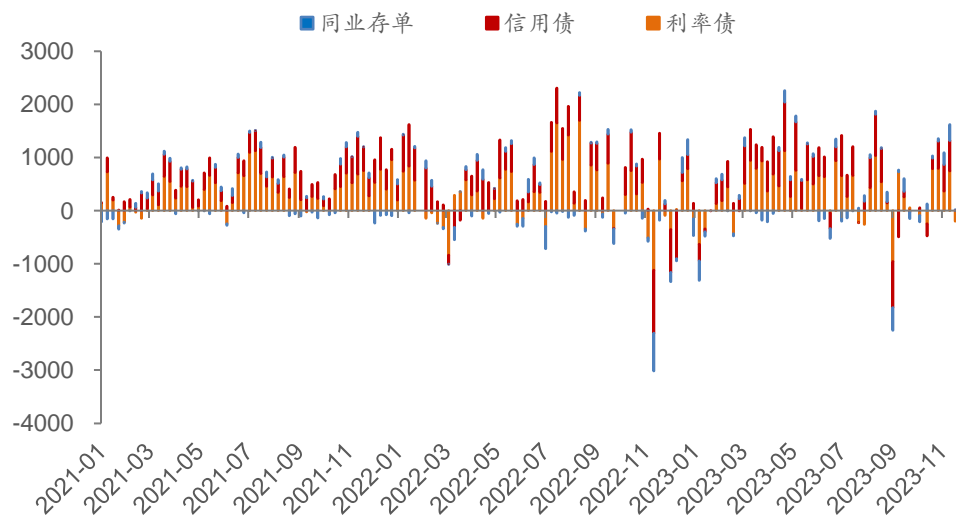


来源：CFETS, WIND, 中泰证券研究所

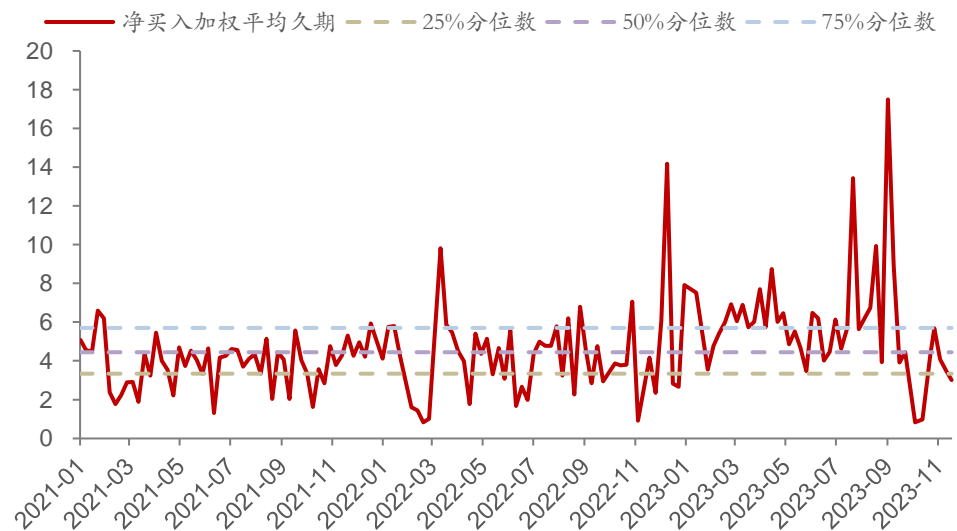
基金：久期和杠杆空间较大

- 基金是现券二级市场规模最大的买方，2021年以来，单周净买入量基本为正值，累计净买入持续增长。仅2022年底债市“负反馈”期间连续出现单周净卖出、累计净买入下降的情况，2023年以来，债市情绪好转，基金单周净买入回正。
- 从基金对不同类型债券的偏好来看，基金对于利率债的需求量略大于信用债，前者多在500-1000亿之间，后者在500亿上下，但对于信用债的需求量更加稳定，较少出现净卖出的情况；对于同业存单的需求波动较大。
- 从基金的期限偏好来看，1) 基金对于中债、长债、短债、超长债的需求量依次递减；2) 债市一旦出现震荡或调整，基金通常优先卖出超长债，其次是长债、短债，而配置债券时对于拉长久期则相对谨慎。3) 2021年以来，净买入加权久期平均为4.6年。2023Q4以来，基金加权净买入久期有所缩短，多数时间处于50%分位数以下。

基金净买入现券规模（亿元）



基金加权净买入久期（年）

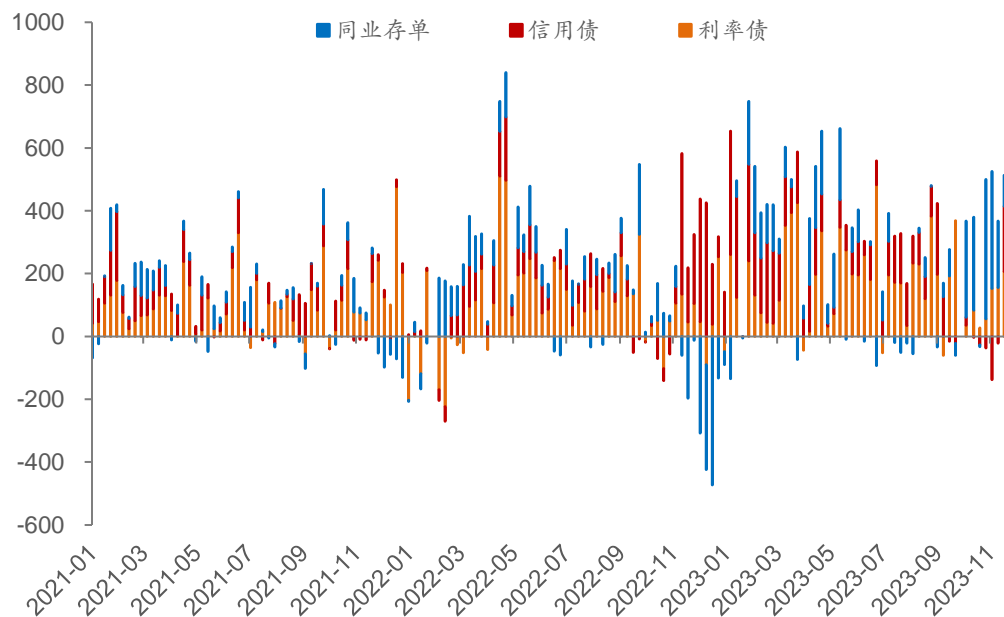


来源：CFETS, WIND, 中泰证券研究所

保险：超长债的主要配置盘

- 保险配置需求相对稳定，即使在债市负反馈阶段依旧维持净买入，但买入量有所减少。
- 从保险对不同类型债券的偏好来看，理财对利率债需求较大，单周净买入在200亿左右；对信用债的需求相对较小，单周净买入通常在100亿左右，债市负反馈阶段保险大量抄底信用债，单周净买入规模阶段性超过400亿；对同业存单的需求量较小，且方向不稳定。
- 从保险的期限偏好来看，1) 保险资金负债端久期较长（尤其是寿险），需要配置长期限债券与之匹配，因此成为超长债的主要买方。2) 2021年以来，保险加权净买入久期均值为13.3年。

保险净买入现券规模（亿元）



保险加权净买入久期（年）

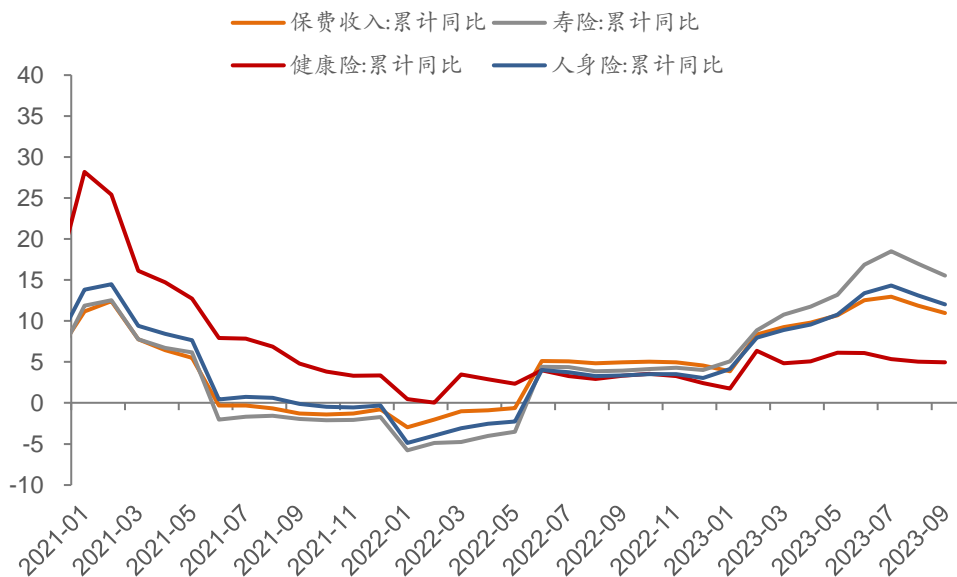


来源：CFETS, WIND, 中泰证券研究所

保险：寿险保费收入高速增长，利好超长债

- 2023年以来，保费收入增速缴款，其中寿险收入高速增长，并超越健康险、人身险等险种。
- 寿险资金负债端长久期增加保险公司对超长债的配置需求，是今年4月份以来超长债行情火热的原因之一。
- 展望2024年，居民风险偏好可能未能完全修复，并随着购买商业险意识的逐渐提高，保费收入仍有提升空间。保险作为配置型机构，对现券、尤其是长久期现券的需求量有望进一步提升。

2023年，寿险收入同比增速超越其他险种 (%)



今年4月份以来，超长债换手率持续处在高位 (%)

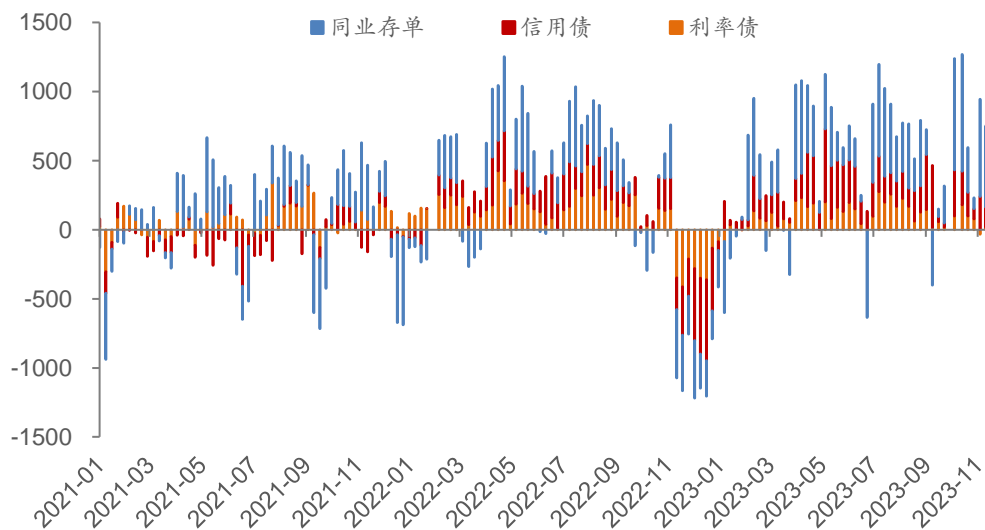


来源：CFETS, WIND, 中泰证券研究所

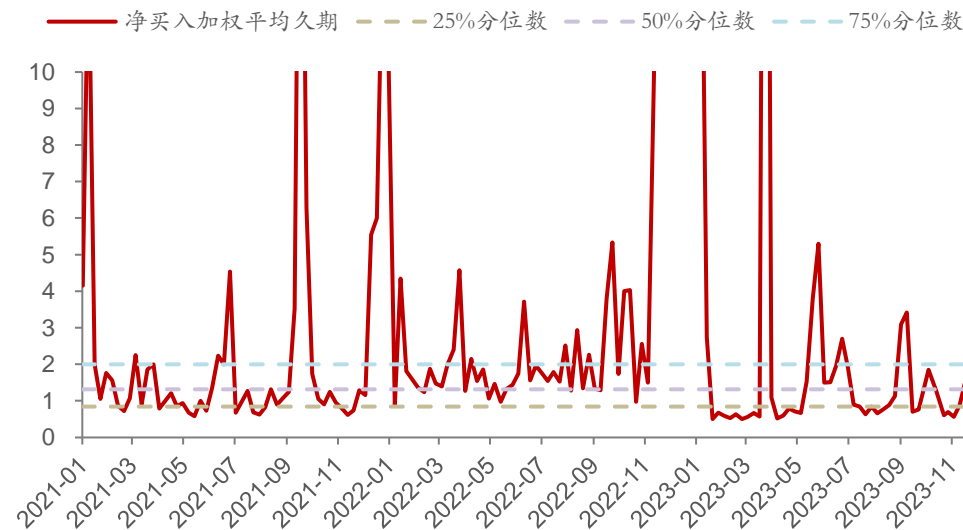
理财：负债端有望进一步稳定

- 从理财对不同类型债券的偏好来看，理财对利率债需求较大；对信用债的需求由2021年的净卖出转为2022年以来的净买入；对同业存单的需求周期性波动。
- 从理财的期限偏好来看，重点配置短债；2021年以来，净买入加权平均久期为2.5年。2022年10月末，理财净值回撤引发投资者恐慌，造成理财产品大规模赎回，赎回过程中，长久期、信用债抛售难度较大，引发“负反馈”浪潮。债市回调长尾效应发酵，理财投资者信心短时间难以恢复，投资风格更加趋于保守，理财产品相比以前更偏好短久期债券。
- 银行理财的投资者绝大多数为个人投资者，具有低风险偏好、抗风险能力较弱等特点，因此理财产品倾向于配置流动性强、风险小的短久期债券。**2024年，理财可能吸取2022年债市负反馈教训，在稳定负债端、加强投资者教育上继续努力，以应对市场波动和集中赎回需求。**

理财净买入现券规模（亿元）



理财加权净买入久期（年）



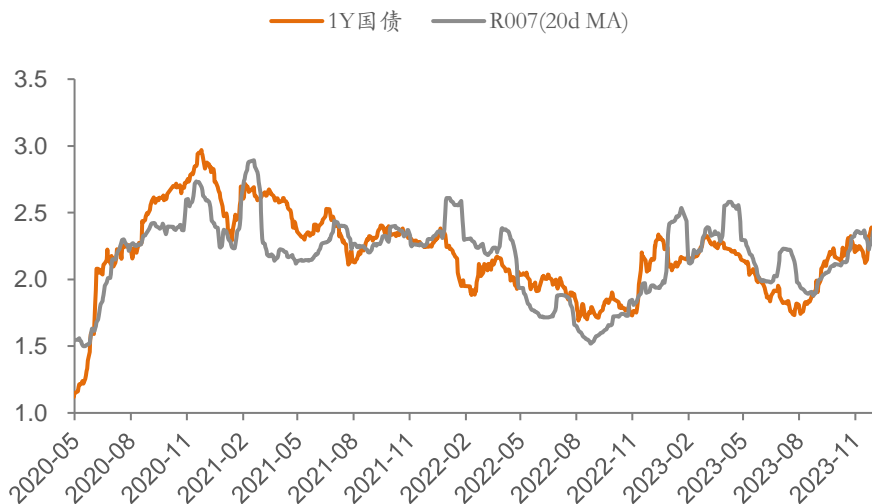
来源：CFETS, WIND, 中泰证券研究所

利率展望

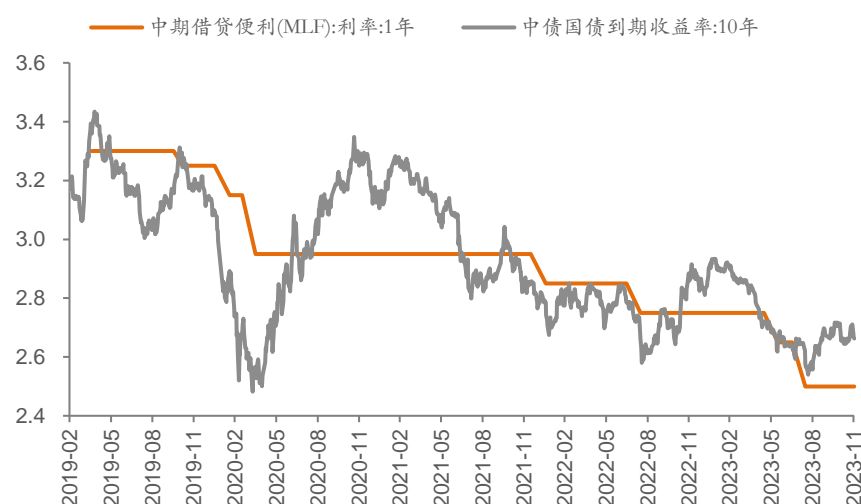
➤ 利率中枢有望下行，振动幅度有限。

- 回顾19年以来历次债市调整，10Y国债收益率高点依次下降。经济转型过程中货币政策“易松难紧”，利率上行压力较小。
- 中央加杠杆“稳财政”，基本面延续弱增长态势，叠加地方政府化债的客观需要，政策利率调降有望推动收益率曲线整体下移。
- 随着短端“利率锚”回归，期限利差和长债利率变动幅度有限，票息策略确定性可能更强。
- 久期操作难度加大，点位选择优于时点判断，逢高介入可能是较优策略，10Y国债-MLF利差仍是重要参考指标。

央行对于短端资金价格的控制力上升 (%)



10Y国债利率和MLF利率相对变化 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示

风险提示：

- 1) 模型假设条件与实际不符，导致基本面和利率走势预测结果出现偏差。
- 2) 经济内生修复动力超预期，导致货币政策提前转向，收益率上行压力加大。
- 3) 中央政府加杠杆幅度超预期，债市供需关系边际恶化。
- 4) 资金面波动加大，银行→非银的流动性传导链条脆弱性上升，底层资产波动可能引发负债端“负反馈”。
- 5) 美联储货币政策持续偏紧，汇率压力影响下央行货币政策宽松节奏不及预期。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。