

复苏仍存诸多挑战 债牛基础并未撼动

内容提要:

- ◆ 2023 年国债期货整体走势偏强，上半年债市意外走牛，下半年整体呈现出震荡态势，主线围绕经济基本面波动，受到政策面、资金面等因素的扰动。
- ◆ 2023 年全球经济增长动能持续回落，中国经济复苏充满波折，前三季度，中国 GDP 累计增长 5.2%，增速较上年同期回升 2.2 个百分点。一系列稳增长政策出台带动复苏，但内需不足、房地产下行周期继续和地方政府化债压力仍存，仍需持续的政策助力稳增长。
- ◆ 2024 年，我国经济复苏仍面临诸多挑战，仍存内生性压力，修复仍将是渐进式的。不过也存在着一些生机，外部环境将有所改善，稳增长政策效果也会继续显现，国内需求有望得到修复，房地产投资降幅或小幅收窄，经济将向潜在增速水平回归。短期通胀动能偏弱的格局难以改变，而低通胀环境有助于宽松的货币政策的发挥，对债市而言或存在一定利好。
- ◆ 2023 年，央行所释放“控风险”的强调要明显多于“稳增长”，降准降息逐步落地。展望 2024，欧美加息周期已经基本结束，汇率压力将逐步缓解，对货币政策的掣肘也将减弱，2024 年仍有逆周期调节的需要，预计总量货币政策仍有宽松空间，但宽松幅度可能小于 2023 年。另外，2024 年货币政策将配合财政进行发力，预计 PSL 等工具将重启，用于配合支持“三大工程”建设。
- ◆ 2023 年财政相对克制，地方专项债发行节奏快于地方一般债，且一季度节奏较快。明年地方政府债务或依然严保存量、控增量，后续关注可能出现基本面压力之下增量政策的适度调整。
- ◆ 随着美联储加息周期的结束，美债收益率见顶，中美利差有望逐步收敛，我国货币政策的外部压力也将有所缓解，空间随之打开。
- ◆ 债市交易主线仍是围绕经济与货币宽松预期展开，债牛基础并未撼动，期债仍存上行可能。

宏观经济/国债

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

资金面影响回归后债市转向货币预期

2023-10-31

政策利好刺激经济动能期债上行受到阻碍

2023-09-28

政策逐步落地债市再承压

2023-09-01

关注政策落地有效性期债操作需谨慎

2023-07-28

第一部分 2023 国债行情回顾

2023 年国债期货整体走势偏强，上半年债市意外走牛，下半年整体呈现出震荡态势，主线围绕经济基本面波动，受到政策面、资金面等因素的扰动。具体来看，2023 年期债走势可分为四个阶段：

阶段一：2023 年初基本面出现了稳步改善的趋势，春节前经济修复预期增加，市场风险偏好回升，今年 1-2 月债市走势整体偏弱。

阶段二：在基本面偏弱、降准落地，海外银行风险事件影响，金融市场情绪依然不稳，避险情绪攀升的背景下，3 月份以后国债期货迎来了一波修复性行情。3 月央行降准 25bp，缓解了市场资金压力，进一步压低市场利率。4 月股市降温，“股债跷跷板”效应显著。30 年国债合约新上市，债市资金流入有所增加。5 月末，风险事件推升避险情绪，同时权益市场连续调整，6 月随着降息预期落地，市场对于政策支持预期升温，债市冲高回落，进入观望状态。7 月，政治局会议重要会议落地，政策力度略强于预期，债市出现小幅调整。8 月期债初，稳增长政策依然处于待落地层面，“降息”意外落地后，助推债市上行，续创新高。

阶段三：8 月下旬开始，金融与实体端均加码以稳定市场预期，伴随着稳增长政策密集落地，资金收紧，止盈和需求有所增加，债市连续调整。9 月，央行意外降准携手增量 MLF 落地，同日公布超预期走强的经济数据亦施压，连续利多出尽迎利空，期债继续走弱。10 月整体流动性偏紧，资金面受到再融资债券发行量及进度超预期扰动，1 万亿国债增发释放财政发力信号，但债市情绪快速消化，盘面影响有限。另外 10 月股债之间的联动性有所减弱，股市债市走势均不强，“股债跷跷板”效应有所减弱。

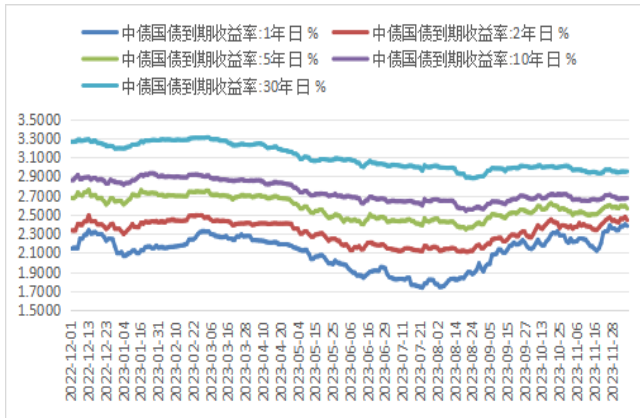
图 1. “债牛”延续



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

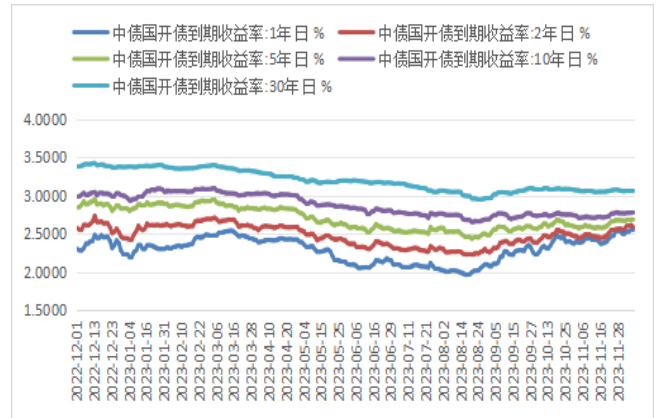
阶段四：11 月底至 12 月初资金面缓解，股市情绪偏弱，“股债跷跷板”效应再现，叠加降准预期升温，国债期货涨势再起，中长期品种涨幅较大，短端相对平稳。

图 2. 国债现券收益率走出 V 型走势



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

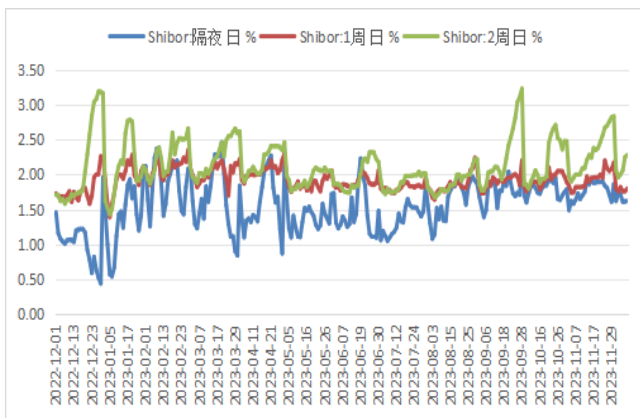
图 3. 国开债收益率先下后上



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

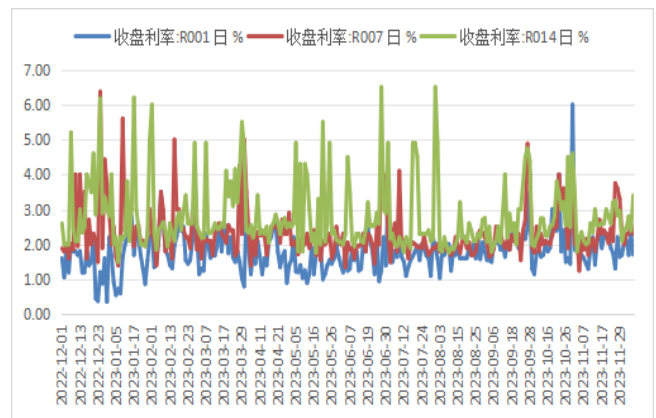
截至 12 月 07 日，1 年期国债收益率为 2.3816%，较 2022 年末上行 28.47BP；2 年期国债收益率为 2.4427%，较去年底上行 9.05BP；5 年期国债收益率为 2.5644%，较去年底下行 8.02BP；10 年期国债收益率为 2.6640%，较去年底下行 17.13BP；30 年期国债收益率为 2.9457%，较去年底下行 24.95BP。国开债收益率方面，1 年期国开债收益率为 2.5358%，较去年底上行 30.41BP；2 年期国开债收益率为 2.5874%，较去年底上行 14.49BP；5 年期国开债收益率为 2.6717%，较去年底下行 15.95BP；10 年期国开债收益率为 2.7733%，较去年底下行 21.74BP，30 年期国开债收益率为 3.0600%，较去年底下行 31.34BP。

图 4. 资金面下半年有所上行



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 5. 银行间质押式回购利率平稳



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

资金面方面，Shibor 隔夜、7 天和 14 天利率，截至 12 月 08 日报 1.63%、1.80%和 2.281%；去年末，分别报 1.96%、2.22%和 3.15%；去年同期，分别报 1.06%、1.71%和 1.64%。银行间质押式回购利率方面，DR001、DR007 和 DR014，截至 12 月 07 日，分别报 1.71%、2.30%和 3.40%；去年末，分别报 2.20%、2.90%和 2.81%；去年同期，分别报 2.00%、2.00%及 5.20%。

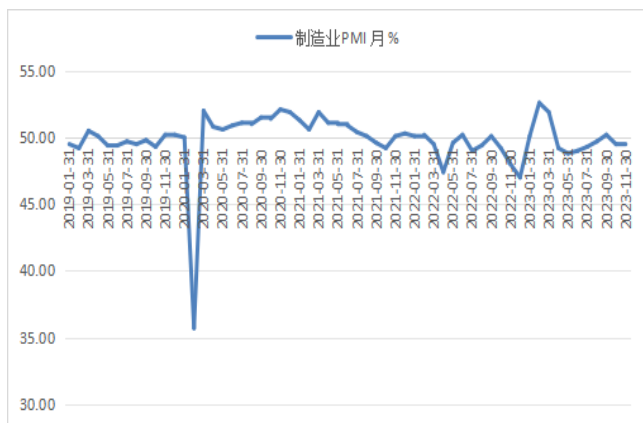
第二部分 2023 宏观经济及政策分析

一、经济修复动能仍待加强

2023 年全球经济增长动能持续回落，中国经济复苏充满波折，前三季度，中国 GDP 累计增长 5.2%，增速较上年同期回升 2.2 个百分点。一系列稳增长政策出台带动复苏，但内需不足、地产下行周期延续以及地方政府化债压力仍存，仍需持续的政策助力稳增长。2024 年，我国经济复苏仍面临诸多挑战，内生性压力依然存在，修复历程依然是渐进式的。不过也存在着一些生机，2024 年外部环境将有所改善，稳增长政策效果也会继续发力，内需有望得到修复，房地产投资降幅或小幅收窄，经济将向潜在增速水平回归。

11 月制造业 PMI 整体走弱，供需两端均放缓，内外需双弱。制造业 PMI 较 10 月小幅下降 0.1 个百分点至 49.4%，连续第 2 个月位于荣枯线之下。11 月制造业新订单指数和新出口订单指数同步下滑，显示在内需仍需继续恢复的同时，外需仍然在走弱。今年以来，服务业 PMI 首次跌破荣枯线至 49.3%，继续指向需求疲软。11 月建筑业景气度较 10 月有所回升，反映出，特别国债发行等利好因素对四季度建筑业景气度有所支撑，后续稳增长政策仍有发力必要。

图 6. PMI 总体回落



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 7. 工业生产弱修复



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

11 月经济数据分化，略好于市场预期。工业生产表现超预期，社零增速低于市场预期，固投基本符合市场预期，基建相对较弱。地产相关数据延续下滑，显示当前经济增长仍面临一定压力。仍需关注短期内的总需求不足和信心低迷问题，未来增量政策出台和落地是关键。

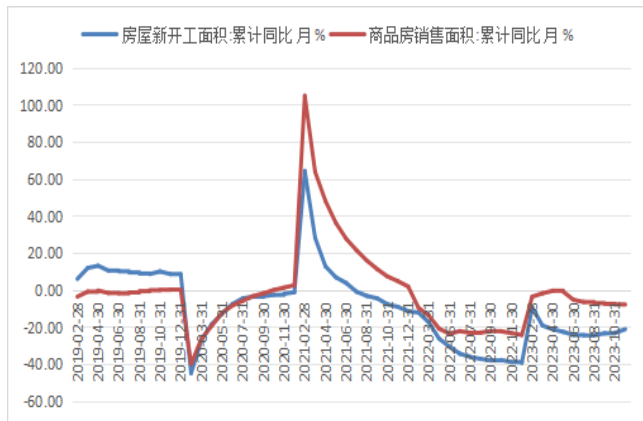
1. 工业生产恢复明显

11 月工业生产较 10 月进一步上行，制造业的支撑作用仍在继续。11 月规模以上工业增加值同比增长 6.6%，增速较上月提高 2.0 个百分点，四年平均增速为 4.9%，延续较高水平；环比增长 0.87%。从三大分项来看，采矿业增加值同比增长 3.9%，制造业增长 6.7%，制造业继续保持了稳定的中枢支撑作用。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.9%，相较上月迎来全面改善。服务业生产向好。11 月份，服务业生产指数同比增长 9.3%，比上月加快 1.6 个百分点，增速连续 3 个月回升，其四年平均增速为 4.5%。

2. 固定资产投资小幅改善

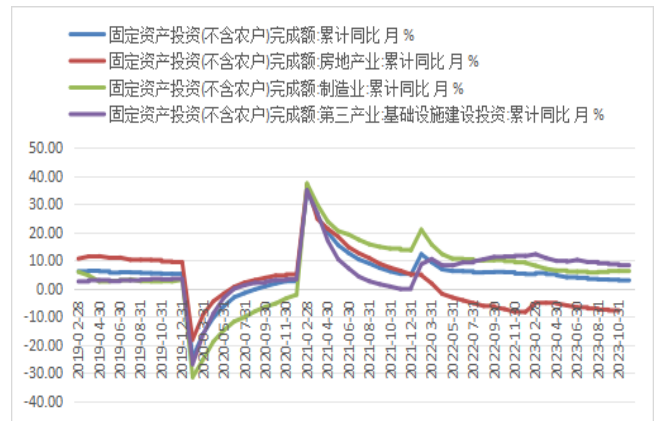
11 月固定资产投资同比小幅改善，制造业、房地产投资、基建及其他投资同比增速都出现不同程度的上行。1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）460814 亿元，同比增长 2.9%。从环比看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.26%。分类别来看，制造业投资同比增速稳中有升，房地产和基建投资增速有所回落。

图 8. 房屋新开工面积和销售面积同比下行



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 9. 投资修复放缓



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

房地产开发投资同比跌幅持续扩大。1-11 月份，全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%(按可比口径计算)，前 10 个月同比跌幅为 9.3%。11 月份，房地产开发投资当月同比增速为-18.1%，较 10 月份小幅扩大 1.4 个百分点。1-11 月房地产新开工面积累计同比下降 21.2%，施工面积同比下降 7.2%，竣工面积同比增长 17.9%。从面积的角度看，房地产投资后续有望延续下跌趋势，但降幅将逐步收窄。1-11 月商品房销售面积同比下降 8.0%，商品房销售额累计同比下降 5.2%。1-11 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 13.4%。后续来看，房地产市场在 2024 年仍将面临不小的压力，不过，在三大工程建设加快推进下，叠加房地产风险的积极稳妥化解，房地产市场有望迎来平稳健康发展。

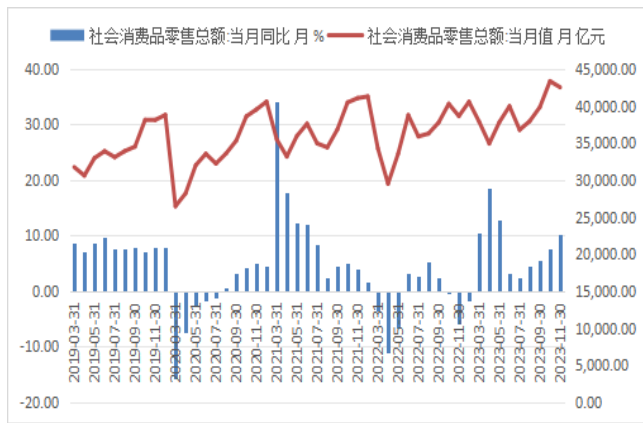
基建同比增速仍在回落，11 月基建累计投资增速 8.0%，相比 10 月回落了 0.3 个百分点，高于市场预期 0.2 个百分点；基建当月投资增速 5.3%，相比 10 月回落 0.3 个百分点。向后看，中央经济工作会议中提及财政政策要“适度加力，提质增效”，财政政策仍有发力空间，叠加上今年年内新增发行的 1 万亿特别国债，预计将对今年 12 月至明年的基建投资形成提振。

制造业投资增速显著提振。11 月制造业投资累计增速 6.3%（前值 6.2%），两年平均增速 7.8%（前值 7.9%）。民间投资累计同比-0.5%（前值-0.5%）。分行业看，消费品类制造业投资增速分化，农副食品加工业投资累计增速较上月回落 0.2 个百分点，食品制造业投资累计增速较上月加快 1.2 个百分点，纺织业投资累计增速降幅较上月收窄 0.3 个百分点。化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性，累计增速 13.3%（前值 13.4%）。有色金属冶炼及压延加工业投资累计增速 10.9%（前值 9.8%）。多数装备制造业投资增速较上月回落，通用设备制造业、电气机械及器材制造业投资增速分别较上月回落 1.8 个百分点、2.0 个百分点。考虑到制造业表现出的韧性与积极信号，未来有望延续较高增速。

3. 社会消费改善幅度有限

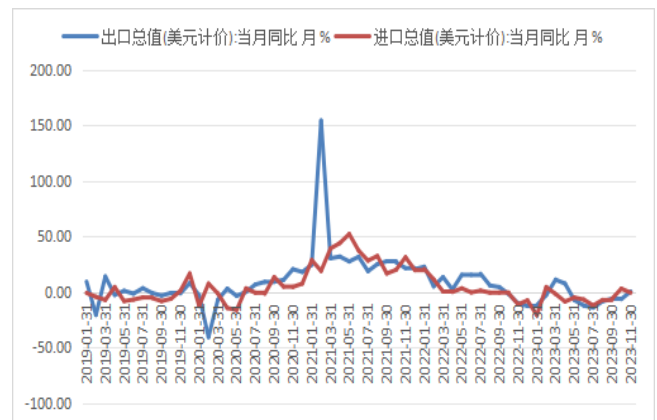
消费环比走弱，但存在结构性亮点。11月社会消费品零售总额同比增长10.1%（前值为7.6%），比上月回升2.5个百分点，假期效应消退，带动与居民出行和消费密切相关的服务行业出现回落，11月非制造业商务活动指数下行0.4个百分点至50.2%，相比季节性，仅高于2022年同期水平，商品零售环比明显走弱。商品零售非季调环比-4.2%，餐饮收入非季调环比16.3%，商品零售非季调环比仅高于去年同期水平，表明商品零售同比数据有基数效应支撑；而餐饮收入非季调环比刷新近10年同期新高，表现超季节性，对社零形成主要支撑。后续来看，年底消费动能可能有所回暖，双节将至，节日效应有望接续拉动，但居民收入和信心可能仍然对消费形成制约，2024年基数效应支撑消失，消费可能逐渐承压。

图 10. 消费恢复尚可



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 11. 出口超预期、进口不及预期



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

4. 出口超预期回升

11月出口增速基本符合预期，进口增速则明显低于预期。按美元计，11月我国出口2919.3亿美元，同比0.5%，前值-6.4%，（预期0.7%），进口2235.4亿美元，同比-0.6%，前值3.0%，（预期3.5%）；按人民币计，11月我国出口2.1万亿元，同比1.7%，前值-3.1%，进口1.6万亿元，同比0.6%，前值6.4%。反映出当前海外需求有一定韧性，国内需求则有待进一步修复。

出口方面，11月同比0.5%，基本符合市场预期。去年基数走低以及节日效应提振是导致出口增速转正的主要原因。基数方面，去年11月出口绝对值为2906亿美元（上月2936亿美元），较前月环比回落约1个百分点，对出口增速有一定助力。而海外需求方面，11月海外主要经济体PMI出现了不同程度的回升，反映出海外需求维持了一定的韧性。国别方面，对东盟、日韩等国出口降幅收窄，对美国、印度等出口增速转正，对欧盟出口降幅扩大；产品方面，手机表现最为亮眼，汽车增速有所回落，自动数据处理设备降幅收窄、集成电路由负转正。

进口方面，11月同比-0.6%，低于市场预期的3.5%。原油以及天然气等国际大宗商品下跌是主要因素。基数方面，去年11月进口2248亿元，环比增加约6个百分点；环比方面，11月环比增速2.4%，低于近5年约8%的环比均值，反映出国内需求仍待进一步修复，两个因素叠加造成本月进口增速不及市场预期。国别方面，

我国对东盟进口转负、对美国进口降幅扩大、对日、韩进口降幅收窄；产品方面：成品油、铁矿砂、铜矿砂等上游原材料进口增速继续保持较高水平。

11月贸易顺差683.95亿美元，同比增长3.97%，预期580亿美元，前值656.3亿美元。其中贸易顺差最大的是汽车，为52亿美元，减少4.8亿美元；其次是汽车零配件，贸易顺差50亿美元，增加4.61亿美元。贸易逆差的商品较为集中。其中逆差最大的是原油，逆差276亿美元，减少48亿美元；其次是集成电路，逆差203亿美元，增加3.75亿美元；第三是农产品，逆差94亿美元，增加8.4亿美元。整体来看，11月贸易顺差大幅好于预期。主要由于出口大幅超预期以及进口不及预期所致。

未来随着欧美经济可能承压，出口或仍将面临一定的压力，但是对一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑。而进口由于基建投资有望加快，商品需求有望逐步恢复；且随着去年进口价格高基数效应逐步下降以及国内政策刺激进一步加码，需求预期提升，预计进口增速有望继续回升。

5. M1 下行趋势不改

2023年11月金融统计数据显示：社会融资规模增量2.45万亿元，同比多增4556亿元；人民币贷款增加2.53万亿元，同比少增4273亿元；人民币存款增加2.53万亿元，同比少增4273亿元；M2同比增长10.0%，M1同比增长1.3%，M2-M1剪刀差为8.7%，较10月再次走阔。

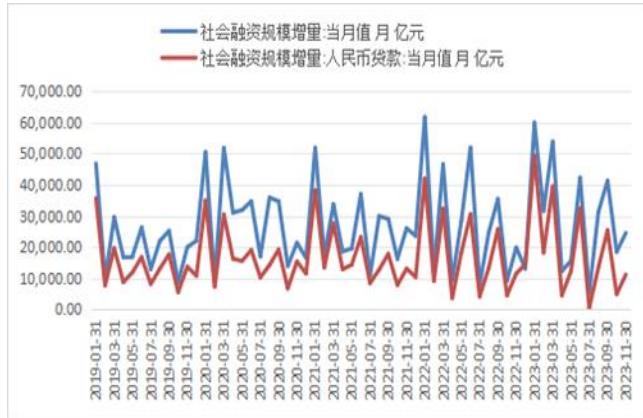
信贷总量和结构双弱：11月新增人民币贷款整体偏弱，同比少增1368亿元，考11月17日金融机构座谈会强调“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”，意在督促银行适度加大年底信贷投放的力度。在此情况下，新增贷款依然偏少，反映了当前信贷需求偏弱。11月新增信贷同比拖累主要来自企业中长期贷款，当月新增4460亿元，同比少增2907亿元，主要是去年同期政策发力下推升了基数；正向贡献则主要来自票据融资和企业短贷，二者11月分别新增2092亿元和1705亿元，同比多增543亿元和1946亿元，近几个月票据冲量的情况有所抬头。

政府债券融资继续支持社融同比回升，政策对于稳增长和防风险目标的发力支撑仍在延续。11月新增社融表现不错，处于近5年以来的第二强水准（仅次于2021年同期），同比增速亦小幅回升0.1个百分点至9.4%。此前地产、信托风险事件的影响正逐步淡化，信托贷款融资情况边际好转，但非标融资规模绝对值仍相对较低。11月企业债到期压力较10月减轻，同时新发规模小幅增加，带动了11月企业债券融资边际好转。10月政府债券融资仍为新增社融的最主要支撑，或与万亿国债增发与剩余部分专项债的发行有关，预计12月政府债净融资规模将继续维持在万亿元左右，拉动社融同比增速回升。

M2-M1增速差继续走阔，M1、M2双双回落。11月，M1回落0.6个百分点至1.3%，其中，M0回升0.2个百分点、与一定基数因素有关，单位活期存款增速掉至-0.3%、企业活化动力仍待进一步增强。M2同比回落0.3个百分点至10%，M2-M1增速差进一步扩大，反映企业盈利水平不高，对未来经营保持谨慎，资金运转效率有待提高。

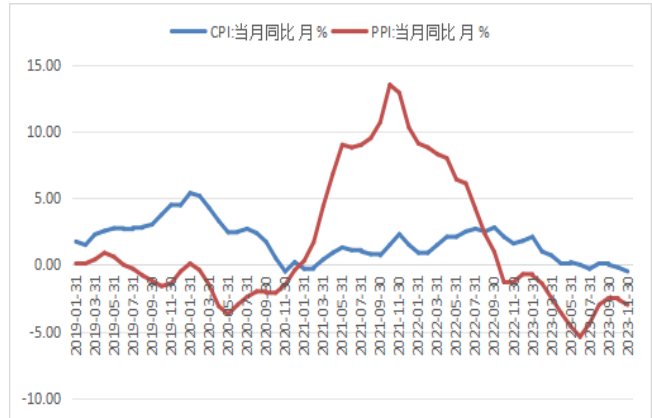
11月金融数据弱于市场预期，主要是地方化债背景下贷款偿还规模增加以及基本面修复节奏整体偏缓导致人民币贷款数据总量和结构均表现不佳。虽然社融同比增速回升0.1个百分点，但主要还是依靠政府债融资，当前我国经济虽在修复，但动能有待进一步加强。央行有望在今年底明年初采取更多货币宽松操作以提振经济，降息、降准均存在落地的可能性。

图 12. 社融增量符合预期



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 13. 通胀持续走弱



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

二、通货膨胀：物价短期或偏弱运行

2023年CPI持续低位运行，3月份CPI降至1%以内，7月、10月录得负值，其中猪肉价格持续磨底是主要拖累项。PPI方面，PPI上半年持续走低，下半年得益于基数走低、能源价格走升和汇率变化，PPI同比触底反弹。11月数据来看，CPI同比0.5%，预期-0.1%，前值-0.2%，环比-0.5%；PPI同比-3.0%，预期-2.8%，前值-2.6%，环比-0.3%。PPI-CPI剪刀差为-2.5%，前值-2.4%。

CPI方面，能源价格下跌与食品价格超季节性回落构成主要拖累。从具体分项指标来看：食品环比降0.9%，其中鲜菜、鸡蛋、猪肉和水产品价格下降较多，天气偏暖农产品供应充足，食品价格降幅超季节性水平；非食品价格环比由平转降0.4%，其中能源价格同比由涨转降，服务涨幅回落；核心通胀方面，环比降幅达到-0.3%，处于历史较低水平，商品和服务价格多数下行，内需仍有待提振。

PPI方面，受国际油价回落与部分工业品市场偏弱影响，PPI环比同比走低。分行业看，环比涨价的行业主要分布于重大项目建设和冬季采暖两大主线，水泥、钢铁、煤炭、天然气涨幅较大，石油相关行业价格降幅较大。PPI-CPI同比增速剪刀差延续收窄，工业企业经营改善趋势放缓。

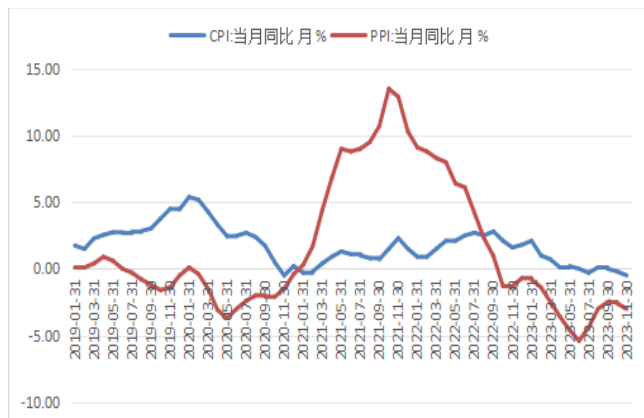
往后看，但伴随“猪周期”逐步走出底部，居民消费进一步修复，2024年CPI同比中枢有望从今年0.4%的低位逐步回升。内需的修复情况仍是影响国内物价表现的关键，继续关注近期政策的落地效果以及新一年的稳增长发力。短期通胀动能偏弱的格局难以改变，而低通胀环境有助于宽松给货币政策的发挥，对债市而言或存在一定利好。

三、货币政策仍有发力空间

2023 年，货币政策总体保持宽松，央行所释放“控风险”的强调要明显多于“稳增长”，降准降息逐步落地。进入下半年后，OMO 月到期规模增加，资金利率波动增加，8 月后，资金面受固有季节性影响，波动高于往年，政策放大资金面的波动，背后映射政策目标的调整。

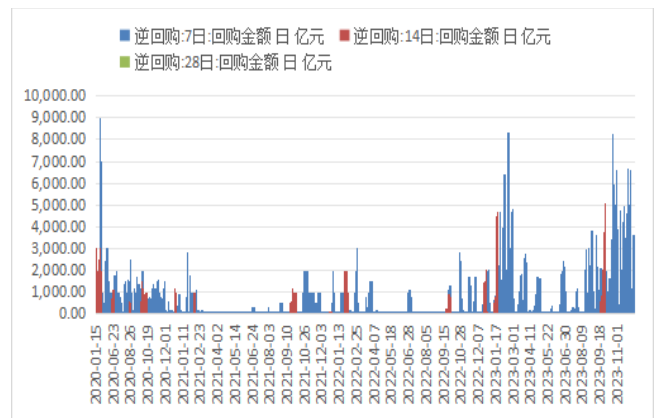
2023 年货币政策受到汇率波动的影响加大，美联储加息，人民币汇率逐渐承压，人民币在 2 月和 5 月大幅贬值。面对汇率波动，央行在第三季度例会上强调了防范单边行为，坚决纠偏单边和顺周期行为，防范汇率超调风险，以保持人民币汇率的基本稳定。

图 14. 物价低位运行



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 15. 逆回购精准投放



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

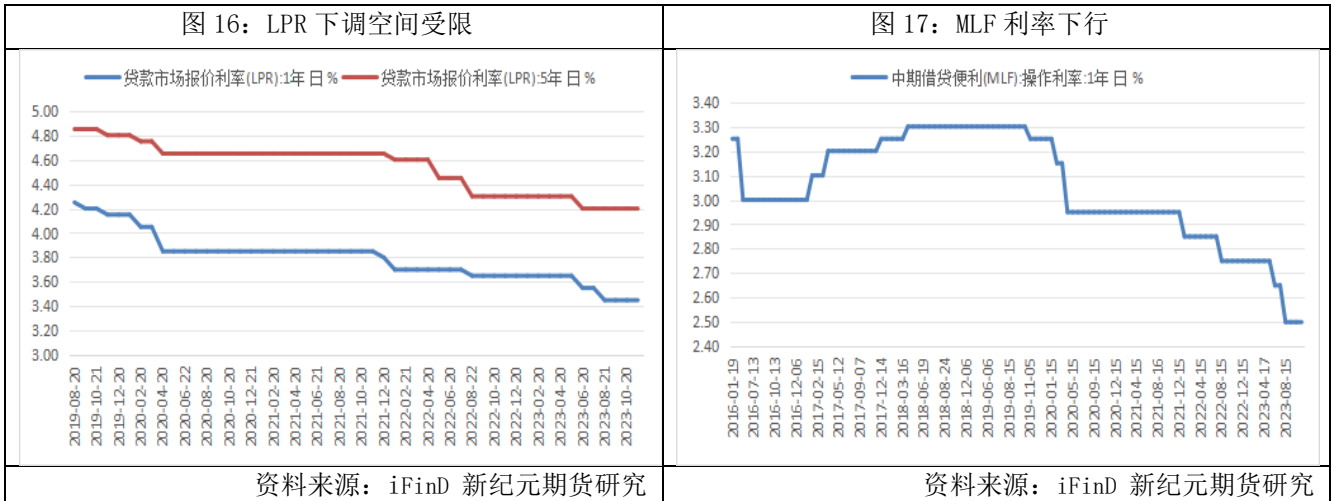
全年看，央行于 3 月和 9 月两次降准法定存款准备金率，释放长期流动性。另外在 6 月和 8 月调整政策利率，降低资金成本。于 6 月和 8 月下调 LPR 利率，其中：6 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 均下调 10bp、8 月份 1 年期 LPR 下调 10BP，5 年期维持不变。另外，下半年 MLF、逆回购大量到期，央行呵护市场流动性态度明显。通过公开市场和 MLF 操作补充市场流动性，12 月 MLF 当月操作规模达到 14500 亿元，实现了 8000 亿元的历史最高单月净投放。

表 1. 2023 年主要货币政策

日期	政策
2023/3/27	下调存款准备金率 0.25 个百分点
2023/6/13	下调 7 天逆回购利率和隔夜、7 天期和 1 月期 SLF 利率 10bp
2023/6/15	下调 1 年期 MLF 利率 10bp
2023/6/20	1 年期和 5 年期以上 LPR 下调 10bp
2023/8/15	下调 MLF 利率 15bp，下调 7 天逆回购利率 10bp，下调隔夜、7 天期和 1 月期 SLF 利率 10bp
2023/8/21	1 年期 LPR 下调 10BP，5 年期维持不变
2023/9/15	下调存款准备金率 0.25 个百分点

资料来源：iFinD 新纪元期货研究

全年看，央行于 3 月和 9 月两次调降法定存款准备金率，释放长期流动性。另外在 6 月和 8 月调整政策利率，降低资金成本。于 6 月和 8 月下调 LPR 利率，其中：6 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 均下调 10bp、8 月份 1 年期 LPR 下调 10BP，5 年期维持不变。另外，下半年 MLF、逆回购大量到期，央行呵护市场流动性态度明显。通过公开市场和 MLF 操作补充市场流动性，12 月 MLF 当月操作规模达到 14500 亿元，实现了 8000 亿元的历史最高单月净投放。



1. 政治局会议重提“灵活适度”

12 月 8 日政治局会议的整体基调定为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。会议定调积极，强调加大调控力度、增强取向一致性、加强宣传和引导。宏观方面更为重视财政、货币政策的协调配合，针对需求不足的现状，本次会议将消费和投资二者结合进行整体部署以实现总需求的复苏。货币政策方面，会议强调，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。其中“灵活适度”的表述曾出现在 2021 年底的政治局会议以及中央经济工作会议上，政治局会议重提“灵活适度”，体现出较为积极的信号，或预示着接下来进一步宽松的可能。对于债市而言，货币政策或仍有发力空间，后续降息、降准均存在可能性，债市仍有预期支撑。

图 18. 流动性保持合理充裕

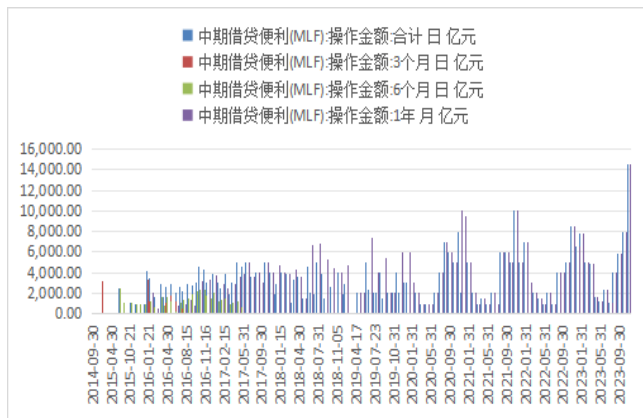
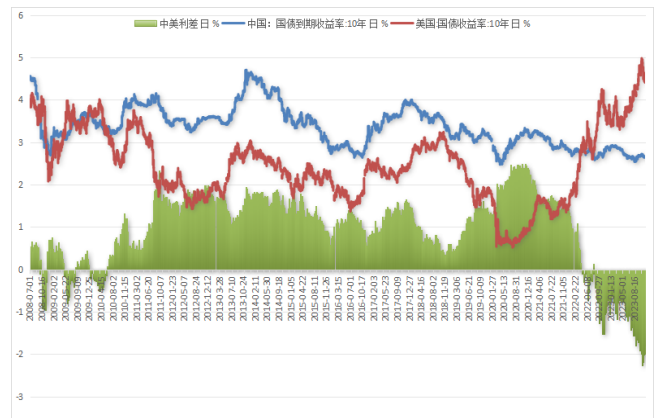


图 19. 中美利差倒挂缓解



2. 货币政策外部压力缓解

美联储 12 月 FOMC 会议维持利率不变，保持了联邦基金利率在 5.25%-5.5% 的目标区间，符合市场 11 月后的主流预期。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月，12 月预计缩减约 749 亿美元。美联储点阵图显示 2024 年可能出现 75 个基点的降息。鲍威尔表态放鸽，暗示着可能会考虑降息，并指出通胀回落，但仍高于目标水平。预计美联储或将在 2024 年第二季度讨论甚至实施降息，但若经济持续韧性，美联储可能继续维持较高利率环境。

目前中美利差有所收窄，中美利差是中国与美国的利率之差，实际操作中，一般以我国 10 年期国债收益率与美国 10 年期国债收益率的差值来代表中美利差。中美利差倒挂，意味着我国 10 年期国债收益率比美国 10 年期国债收益率低。根据历史经验来看，2010 年是中美利差变化趋势的分水岭。2010 年之前，中美利率走势相对独立，但是整体上中美利差较小。2010 年以后，中美利差趋于稳定，且长期维持正值，2018 年末至 2019 年初出现了短暂的倒挂。2022 年 4 月，中美利差出现了自 2010 年以来的首次长期倒挂。主要是因为美国 10 年期国债收益率处于上行周期，而我国的 10 年期国债收益率处于下行周期。引发美国 10 年期国债收益率上行的主要动因是美联储的加息，2022 年 3 月，美联储开启了加息模式，随着联邦基金利率的水涨船高，美国 10 年期国债收益率也应声上涨。与美国的紧货币政策不同，为应对经济下行的压力，我国的货币政策整体偏向宽松，我国 10 年期国债收益率也在不断下行。中美经济、政策周期发生错位，是本轮中美利差倒挂的根本原因。随着美联储加息周期的结束，美债收益率见顶，中美利差有望逐步收敛，我国货币政策的外部压力也将有所缓解，空间随之打开。

展望 2024 年，欧美加息周期已经基本结束，汇率压力将逐步缓解，对货币政策的掣肘也将减弱，2024 年仍有逆周期调节的需要，预计总量货币政策仍有宽松空间，但宽松幅度可能小于 2023 年。另外，2024 年货币政策将配合财政进行发力，预计 PSL 等工具将重启，用于配合支持“三大工程”建设。

四、债券供给压力

1. 地方债发行

2023 年财政相对克制，地方专项债发行节奏快于地方一般债，且一季度节奏较快。截至 12 月 8 日，2023 年新增一般债发行 6997 亿、新增专项债发行 39289 亿元，一般债发行略低于赤字要求（新增 7200 亿），专项债发行已经达到预算要求（新增 38000 亿元）。我国地方政府新增专项债总体发行使用情况良好，发行规模有所上升，发行速度加快。地方通过专项债筹集更多的债券资金用于重大项目建设，从而加速了资金流转，加强了投资对经济的拉动作用。

12 月 8 日政治局会议提到：“积极的财政政策要适度加力、提质增效”、“先立后破”、“以进促稳”，提法相较 7 月和 4 月政治局会议更加积极。随后举行的中央经济工作会议释放了重要的政策信号，在政府债券发行使用方面，会议提出“合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”。根据专项债项目储备情况，2024 年专项债作资本金领域可能新增供气、供热两个领域至 15 个，相关项目区县一级也有储备，更好发挥专项债撬动投资的作用，明年财政力度有望加大，仍有稳增长诉求，2024 年地方专项债额度大概率不会低于今年。

从地方债续作角度考虑，明年一季度再融资债发行大概率继续放量。2024 年一季度地方债到期延续提升，总共约 6172 亿元，考虑到 2024 年地方债到期 2.98 万亿元，一季度到期量占比已经较大，预计明年一季度再融资发行主要续作同期到期地方债。从置换存量债务的角度考虑，特殊再融资债发行节奏可能靠后。与 2023 年类似，开门红诉求下，新增地方债发行靠前用作稳增长，以置换存量债务为目的的再融资债大概率不会在一季度放量。

2. 化债方案不断推进

地方政府债务风险加剧，今年年初以来，多个尾部区域风险有所暴露。2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议首次提出“一揽子化债方案”，地方政府债务化解被提升到前所未有的高度。2023 年 10 月以来，特殊再融资债重新启动随后密集发行，本轮新增规模已超万亿。存量债务化解工作不断推进。今年一揽子化债产生了显著的效果，有效的降低了地方政府债务风险。化债延续保存量、控增量的思路，城投债务增量得到更强的管控。

明年地方政府债务或依然严保存量、控增量，后续关注可能出现基本面压力之下增量政策的适度调整。在银行净息差持续收窄，各地普遍开展化债工作的背景下，对于银行资源的争取，仍需进一步观察。

3. 增发国债释放积极信号

10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。其中，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。

本次增发国债不仅是对灾后重建等重点民生相关问题的针对性措施，更是宏观政策持续发力稳经济的体现。本次增发国债后，2023 年全国财政赤字 38800 亿元提高至 48800 亿元，财政赤字率预计由 3% 提高到 3.8% 左右，本轮年中赤字预算调增为 2001 年以来首次。本次国债增发预示着 2024 年财政政策将更为积极，2024 年政策总体基调将是“宽财政+稳货币”。

第三部分 2024 国债期货市场展望

2024 年，我国经济复苏仍面临诸多挑战，仍面临一定内生性压力，修复仍将是渐进式的。不过也存在着一些生机，外部环境将有所改善，稳增长政策效果也会继续显现，内需求有望得到修复，房地产投资降幅或小幅收窄，经济将向潜在增速水平回归。总体上看，宏观经济“供强需弱”特征明显，经济修复的基础仍需巩固，货币政策仍将保持宽松呵护经济。另外，通胀动能偏弱的格局难以改变，而低通胀环境有助于宽松货币政策的发挥，对债市而言或存在一定利好。

欧美加息周期已经基本结束，汇率压力将逐步缓解，对货币政策的掣肘也将减弱，2024 年仍有逆周期调节的需要，预计总量货币政策仍有宽松空间，但宽松幅度可能小于 2023 年，2024 年货币政策将配合财政进行发力。财政力度有望加大，仍有稳增长诉求，2024 年地方专项债额度大概率不会低于今年。近期货币政策重提“灵活适度”，后续降息、降准仍有可能，债市仍有预期支撑。随着美联储加息周期的结束，美债收益率见顶，中美利差有望逐步收敛，我国货币政策的外部压力也将有所缓解，空间随之打开。长期来看，债市交易主线仍是围绕经济与货币宽松预期展开，债牛基础并未撼动，期债仍存上行可能。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8