瑞达期货
RUIDA FUTURES CO.,LTD.

金融投资专业理财

国债期货年报

2023 年 12 月 20 日

宽松未尽债牛延续 静待利率下行再启

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌　期货从业资格号 F3082507
王世霖　期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉　期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网　　址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务

扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

摘要

2023 年债市表现整体偏强，主要在于经济动能修复强度、政策力度、资金面波动以及市场情绪等主导因素。从全年来看，10 年期国债收益率波动区间大致在 2.60%-2.75%，整体中枢较去年小幅下行，曲线平坦化特征明显，整体呈现“M”行走势。

展望 2024 年，国内经济仍将延续复苏态势，出口、地产等拖累有望缓解，制造业和消费或将继续支撑经济回升。货币政策方面，结合中央会议来看，后续国内货币政策的宽松或将更重视价格和结构配合。当前实体信心修复偏慢以及实际利率位于高位制约资金活化程度，有必要下调政策利率和存款利率以刺激实体经济资金需求。考虑到海外经济体迎来降息潮，外部约束改善减轻人民币汇率压力，中美利差有望逐步收窄，汇率升值动能或将增强。同时，国内通胀低位运行，货币政策总量空间或将适度打开。明年财政政策对于经济基本面的重要性进一步提升，地方化债背景下，中央政府加杠杆同时地方政府移杠杆，货币政策与财政政策协同配合之下有望打开进一步的放松空间。

策略上，基本面和政策面对明年债市的支撑因素偏多。经济基本面复苏温和，实体融资需求偏弱恢复，叠加汇率制约减弱，货币政策进一步放松的必要性和空间仍存。在节奏上，货币政策或将配合财政政策前置发力，同时考虑到海外制约放缓的情况，明年一季度以及上半年或将迎来政策利率的调降。下半年或将回归经济环比修复情况的博弈，总体趋势或将与今年相似，利率先下后上。短期来看，宽货币预期较强叠加年末配置力量，债市利率年内可能继续下行，但防资金空转套利影响仍存，资金面大幅向下空间或较为有限。中长期来看，降准降息预期下，利率中枢或震荡下行，票息策略确定性较高。

正文目录

第一部分 2023 年国债期货行情回顾 4
2023 年国债期货呈现偏强震荡走势 4
第二部分 经济基本面展望 12
2.1 国内经济波折恢复，关注明年增长目标 12
2.2 投资仍待提振，消费韧性不改 16
第三部分 财政与货币政策展望 22
3.1 货币政策稳中偏松，财政有望积极发力 22
3.2 内外均松：汇率制约减弱，通胀低位运行 36
第四部分 2024 年国债期货展望与投资建议 42
免责声明 43

图表目录

图表 1：2023 年利率债走势复盘 6
图表 2：主要期限国债收益率 6
图表 3：近三年利率走势相似，且利率中枢下降 7
图表 4：主要期限国债期货价格 8
图表 5：国债期货主力合约价差 9
图表 6：2023 年主要期限合约持仓量 10
图表 7：2023 年主要期限合约成交量 10
图表 8：主要期限合约年度成交量 11
图表 9：主要期限合约年均持仓量明显增加 11
图表 10：国债市场日均振幅中枢下行 12
图表 11：经济增长呈偏缓态势 13
图表 12：经济下行压力最大阶段或已过去 14
图表 13：2023 年制造业 PMI 大部分落于荣枯线以下 15
图表 14：工业生产力缓慢复苏 15
图表 15：固投持续承压 17
图表 16：地产销售面积累计同比降幅走阔 17
图表 17：成交土地溢价率维持偏低 18
图表 18：社会消费品零售总额增速 19
图表 19：居民收入平稳增长 19
图表 20：今年以来外贸承压 20
图表 21：CRB 现货指数 20
图表 22：我国对主要经济体出口累计同比增速 21
图表 23：美国制造业周期出现触底回升 22
图表 24：8 月以来资金面显著趋紧 23
图表 25：央行超量续作 MLF 呵护流动性 23
图表 26：今年以来 OMO 投放更为积极 24
图表 27：中长期 LPR 继续下行 24
图表 28：10 年期国债利率与 MLF 利率运行相对位置 25
图表 29：2021 年以来中国人民银行宏观调控措施 25
图表 30：央行货币政策工具利率变动 26
图表 31：8 月以来资金利率运行显著高于政策利率 28
图表 32：市场和政策的实际利率持续回升 28
图表 33：社会融资规模存量增速 30
图表 34：新增人民币贷款当月值（亿元） 30
图表 35：企业端短中长贷款当月值（亿元） 31
图表 36：居民端短中长贷款当月值（亿元） 31

图表 37：M1 增速进一步走低 32
图表 38：实体投融资意愿疲弱 32
图表 39：2022 年以来地方政府财政压力较大 33
图表 40：10 月增发国债后，赤字率将提高至 3.8%突破我国传统约束 34
图表 41：国债净融资显著放量 35
图表 42：国债、地方债发行与 10 年期国债走势 35
图表 43：国债、地方债净融资与 10 年期国债走势 36
图表 44：美国货币政策对经济的影响往往滞后 37
图表 45：失业率与居民收入及消费水平走势 37
图表 46：核心 CPI 与居民收入及消费水平走势 38
图表 47：中美利差深度倒挂 39
图表 48：近期中美利差收窄支撑人民币汇率走强 40
图表 49：物价水平低位运行 41
图表 50：猪肉价格或将长期保持低位运行态势 41

请务必阅读原文之后的免责声明

第一部分 2023 年国债期货行情回顾

2023 年国债期货呈现偏强震荡走势

2023 年债市表现整体偏强，主要在于经济动能修复强度、政策力度、资金面波动以及市场情绪等主导因素。从全年来看，10 年期国债收益率波动区间大致在 2.60%-2.75%，整体中枢较去年小幅下行，曲线平坦化特征明显。以 10 年期国债收益率为主要观察指标划分 2023 年债市行情，整体呈现“M”行走势，基本可分为四个阶段：

第一阶段， 年初到春节前。市场对春节假期后经济加速复苏和宽信用进程推进的预期较为强烈，以及国内市场风险偏好提升，叠加资金流动性趋紧，债市明显承压，债市情绪保持谨慎， 10 年期国债收益率震荡上行至 2.93%左右的水平。

第二阶段， 春节前后到 8 月中下旬。债市利率整体先高位盘整后趋势下行。2 月高频数据改善有限、结构分化仍存、地产深度筑底市场等因素导致市场对经济修复预期分歧仍存，债市情绪回暖，利率波动减弱，维持震荡在 2.90%附近。3 月两会对全年经济目标的制定略不及市场预期、央行超预期降准并调降存款利率，叠加经济增长环比走弱，触发本轮利率下行。至 4 月上旬，10 年期国债利率在 2.85%-2.87%区间窄幅震荡。5 月至 6 月中旬，资金面转松开启短债行情，长端利率下行至 2.7%阻力位后，在没有新增利好的情况下，进一步下行阻力加大。银行密集下调存款利率后，市场博弈降息推动债市收益率一度跌破 2.65%的低位后回升。6 月中下旬，超预期降息带动债市利率快速下行，但 6 月 16 日国常会释放出稳增长政策将加码的信号，叠加资金面季节性收敛，利率快速回升并抹平降息带来的利率下行幅度。6 月下旬至 7 月中下旬，稳增长政策发力超预期、经济弱复苏预期不断修正叠加权益市场风险偏好 “V”型反转，10 年期国债收益率波动加大，利率在 2.64%附近维持窄幅震荡后率一度下破 2.60%阻力位，月末政治局会议定调积极，地产政策相关的表述超预期叠加市场信心提振带动股市大幅走强，债市止盈盘明显增多，长债利率回升至% 2.67%附近。8 月初到 8 月中下旬，存款降息预期升温、资金面宽松且股市边际走弱等因素共同提振债市情绪，债市小幅回暖，交易情绪较为缓和，收益率在 2.65%附

近维持震荡。8 月 15 日，央行三月内两度降息超市场预期，债券市场快速反应，点燃债市做多情绪，十年期国债收益率一举突破近两周的横盘 2.65%附近位置并跌破 2.60%关键位，最低一度跌至 2.554%，为 2020 年以来最低水平。8 月 21 日，1 年期 LPR 调降释放货币政策积极信号，同时股市大幅走弱进一步带动做多情绪，宽货币政策的再次发力打破了债市横盘震荡格局，十年期国债收益率向下空间再度打开，再次下探。至 2.53%的历史低位。

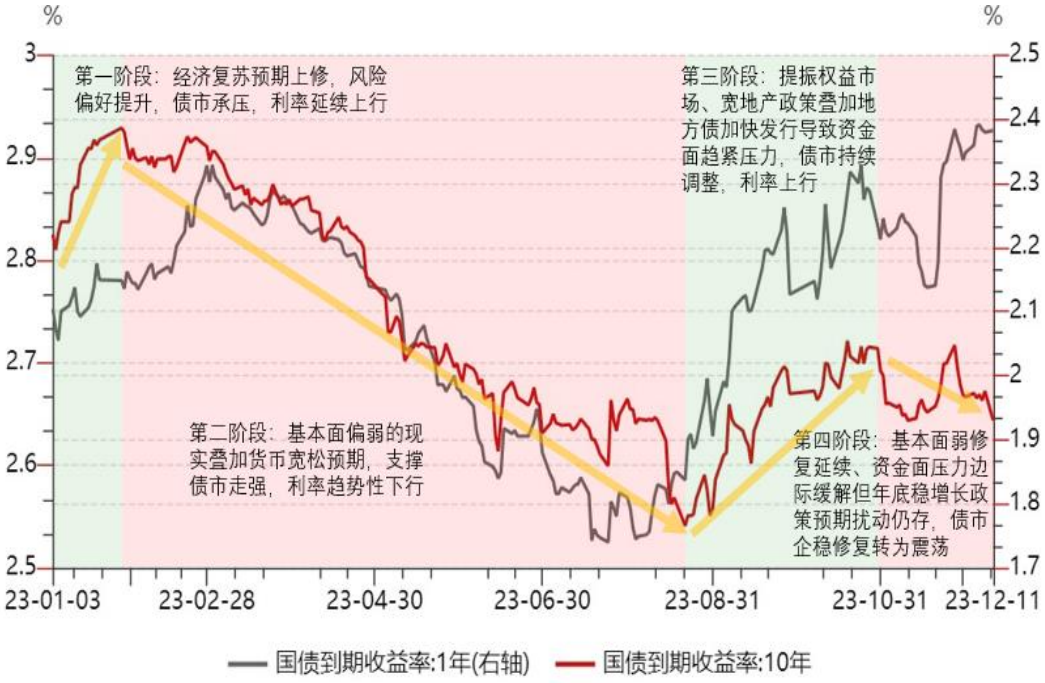
第三阶段， 8 月中下旬到 10 月底。8 月底以来，美国加息预期走高，人民币贬值压力加大，稳汇率约束凸显，同时国内在活跃资本市场政策“四箭齐发”以及“认房不认贷”等宽地产政策组合拳的推动下，风险偏好快速抬升，同时宽财政政策快速跟进，叠加资金面趋紧，债券市场持续调整 9 月底。10 年期国债收益率小幅上行至 2.67%后维持窄幅震荡后一度触及 2.70%的关键点位。10 月特殊再融资债发行高峰叠加超预期增发万亿国债，资金面维持紧势推动债市持续回调，且收益率曲线趋于平坦，10 年期国债收益率窄幅震荡在 2.70%附近。10 月中下旬以来，9 月经济数据超预期、资金面趋紧叠加政府债供给冲击等因素压制债市情绪，10 年期国债收益率小幅爬升至 2.72%。同时，央行呵护流动性意愿强烈，持续加大资金投放力度，随着缴税高峰及债券供给的短暂冲击过去，资金面紧势有所缓解，银行资金融出回升、资金利率下行，10 年期国债收益率小幅回落至 2.69%附近。

第四阶段，11 月初至 12 月上旬。11 月中上旬呈现持续反弹修复行情，市场主要交易经济数据不及预期以及博弈月中降准预期，长端表现较为强势，而后降准预期暂时落空叠加资金面趋紧导致短端明显承压，带动长债收益率先上后下。11 月下旬受宽地产发力预期和资金面偏紧压力压制，以及政策层再度提及“资金空转”背景下，债市整体显著调整，10 年期国债收益率延续上行态势，最高上行至 2.71%，短端利率表现更为弱势，债市收益率曲线仍呈现平坦化特征。当前债市仍处于偏强震荡阶段，12 月初在权益市场偏弱运行叠加美债利率大幅回落约束减轻提振下，10 年期国债收益率小幅回落至 2.68%附近并震荡运行。

12 月以来，短期、中长期国债到期收益率走势有所差异。其中 2 年期中债国债到期收

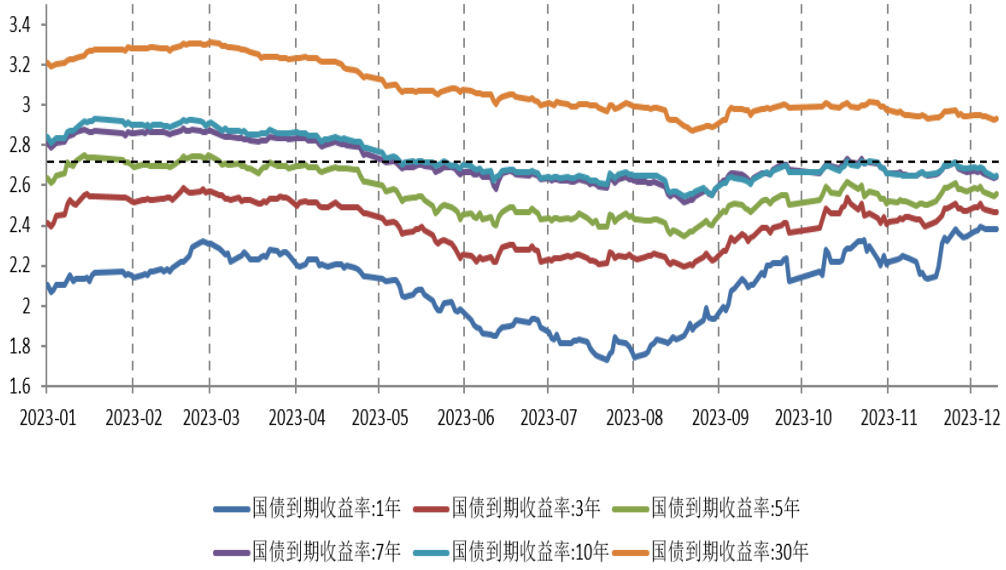
益率由 2.42%小幅攀升至 2.44%。而 5 年期、10 年期和 30 年期中债国债到期收益率均小幅下滑，走势一致。

图表 1：2023 年利率债走势复盘



资料来源：wind，瑞达期货研究院

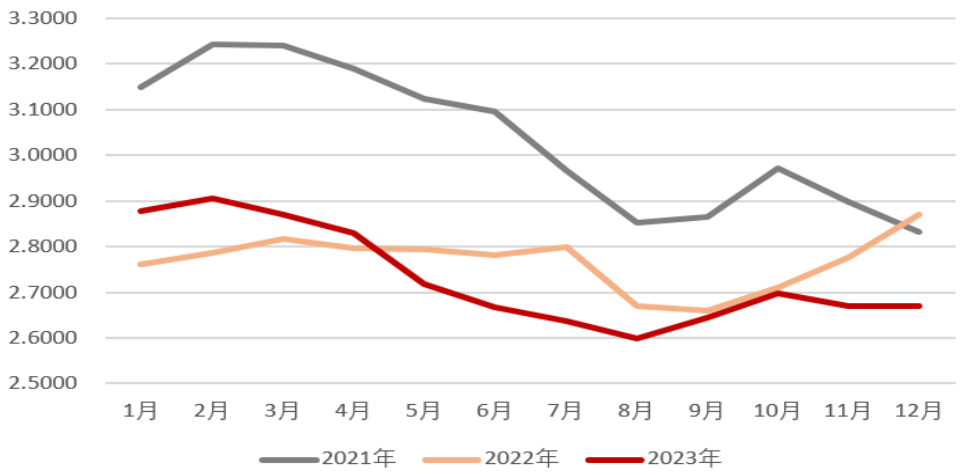
图表 2：主要期限国债收益率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

在疫情冲击后，市场博弈经济修复强预期与偏弱现实得加政策托底的大背景未改变的情况下，今年的利率走势与前两年表现较为相似：利率均呈现一季度受年初经济复苏的偏强的压制而震荡上行；二季度至三季度检验经济修复成色，经济延续弱势恢复以及宽货币预期升温，带动债市走牛，至 8 月底利率走出年内低点；9 月季末资金面收紧、止盈诉求抬升叠加年底稳增长政策担忧，情绪保持谨慎，债市显著调整，利率重新上行或维持震荡。

图表 3：近三年利率走势相似，且利率中枢下降

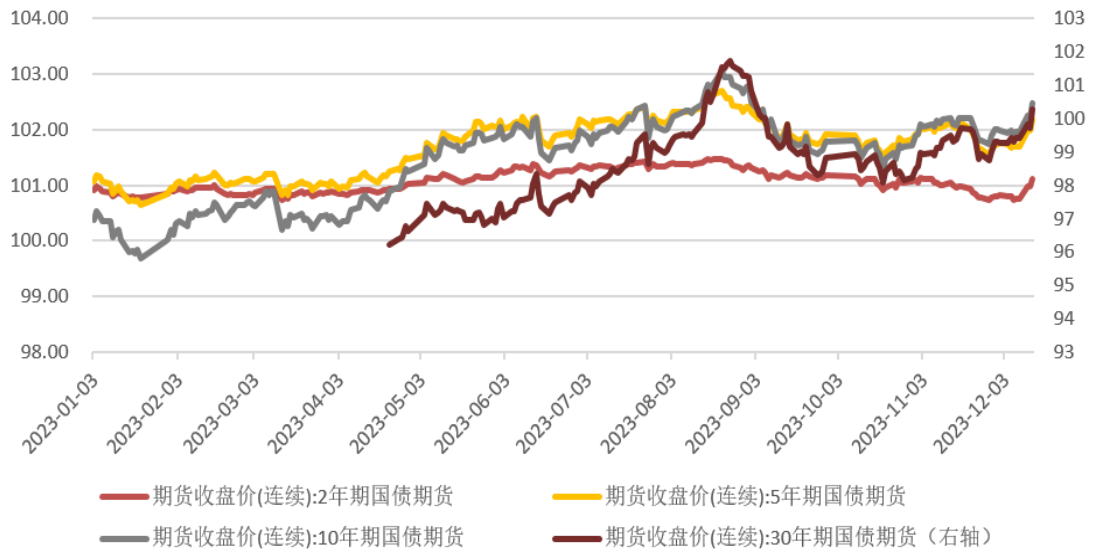


资料来源：wind，瑞达期货研究院

从价格上看，30 年期国债期货主力合约于 4 月 21 日推出，当日收盘价为 96.21，保持上行趋势至 8 月 24 日的年内最高点 101.36，而后回落至 98.45 维持震荡。10 月 25 日开始再次震荡走强，12 月 13 日强劲上涨至 100.26，反弹幅度达 2.08%，全年涨幅达 5.13%。10 年期国债期货价格从 2023 年第一个交易日收盘价 100.37 先延续调整至 2 月 22 日的 99.58，之后从低位反弹并持续走牛约 3.49%至 8 月 21 日的高点 103.06，后显著回调至 10 月 19 日的 101.25（跌幅达 1.76%），此后震荡走强至 12 月 13 日的 102.48，创下 3 个月以来高点，全年涨幅达 1.94%。5 年期和 2 年期国债期货主力合约价格走势较为一致，年初至 2 月 22

日分别下跌约 0.59%、0.31%至最低点 100.47、100.61，此后触底反弹并保持上行趋势至最高点 8 月 21 日的 102.69、101.48，后分别重新回落至 101.45、100.91 的低点，10 月 25 日 5 年期国债期货主力合约再次走强至 12 月 13 日收盘价 102.19，2 年期国债期货主力合约维持窄幅震荡在 100.96 附近，全年涨幅分别达 1.11%、0.14%。国债期货主力合约价格整体来看，30 年、10 年、5 年、2 年期国债期货主力合约均小幅走牛，在 8 月下旬创下年内最高值，其中 2 年期国债期货主力合约走势较为平稳。

图表 4：主要期限国债期货价格



资料来源：wind，瑞达期货研究院

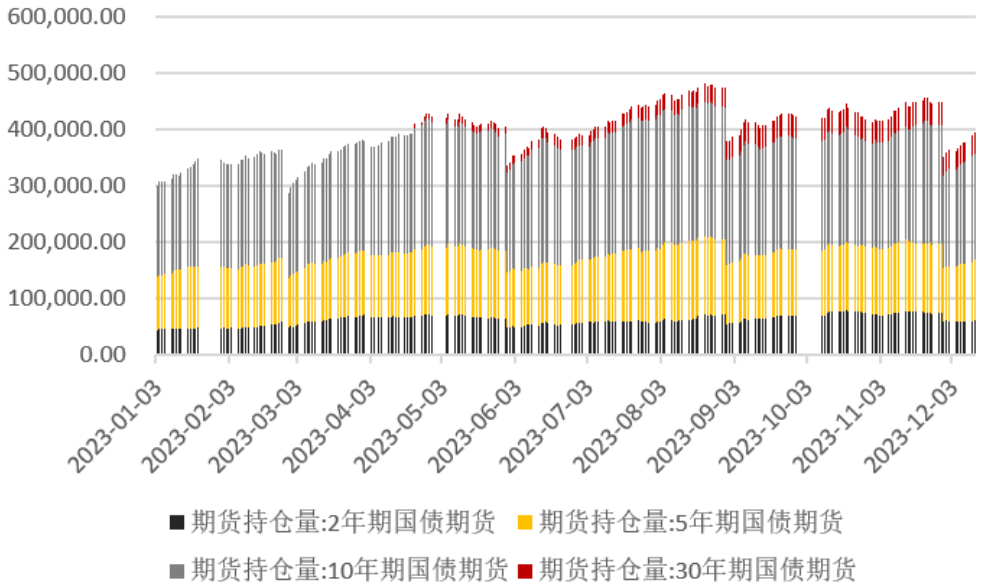
从价差上看，随国债期货震荡走强，合约间价差整体上波动下行。今年 3 月上旬，5 年期国债期货主力与 10 年期国债期货主力价差、2 年期国债期货主力与 10 年期国债期货主力一度分别扩大至 1.52 和 1.10 左右，随后不断走低，到 8 月中下旬至最低，分别走阔至-0.36 和-1.58 附近，而后小幅收敛。

图表 5：国债期货主力合约价差

资料来源：wind，瑞达期货研究院

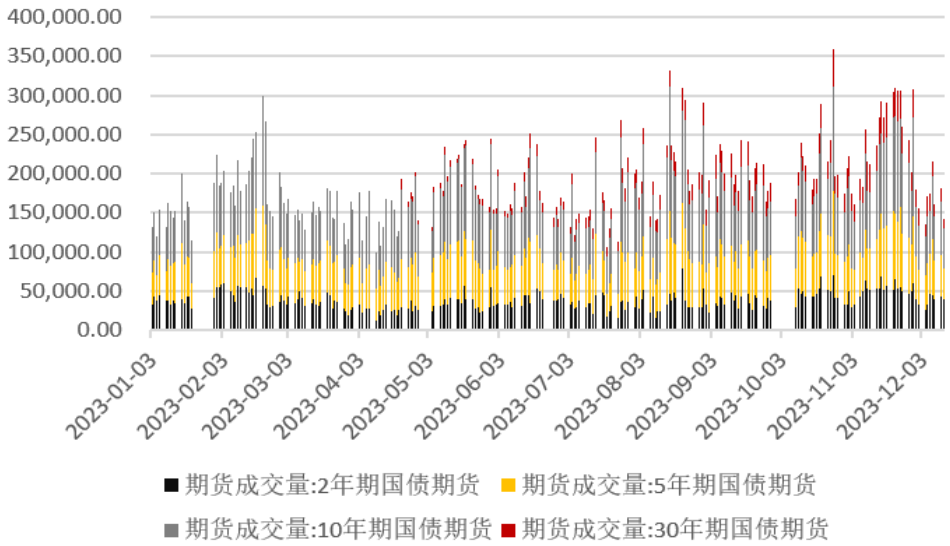
从成交量和持仓量上看，国债期货的交易积极性不断提高，因此成交量和持仓量均大幅增加，长期增加尤为显著。从年持仓量均值看，2 年期、5 年期和 10 年期国债期货持仓均有明显增加，较同期分别上涨 6.82%、1.00%、16.68%，达到 20.07 万手、11.49 万手、6.25 万手，显示有更多参与者进入到国债期货市场中来。此外，国债市场日均振幅中枢有所下行，或表明当现货市场遭遇剧烈波动冲击时，国债期货能够支持市场参与者通过期货对冲利率风险，分流现货市场的踩踏抛售，有助于熨平国债现货市场的波动。

图表 6：2023 年主要期限合约持仓量



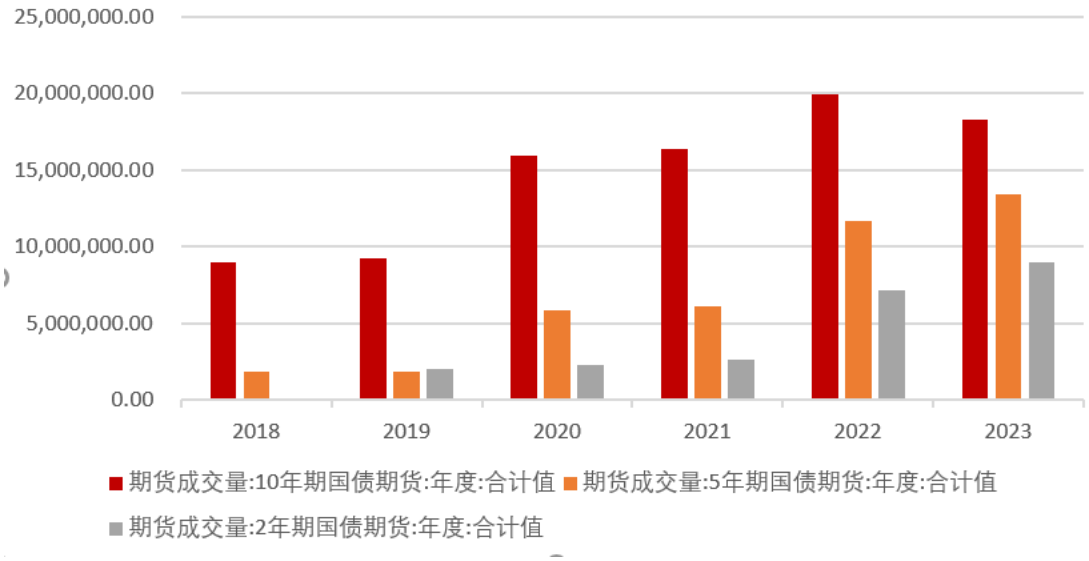
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 7：2023 年主要期限合约成交量



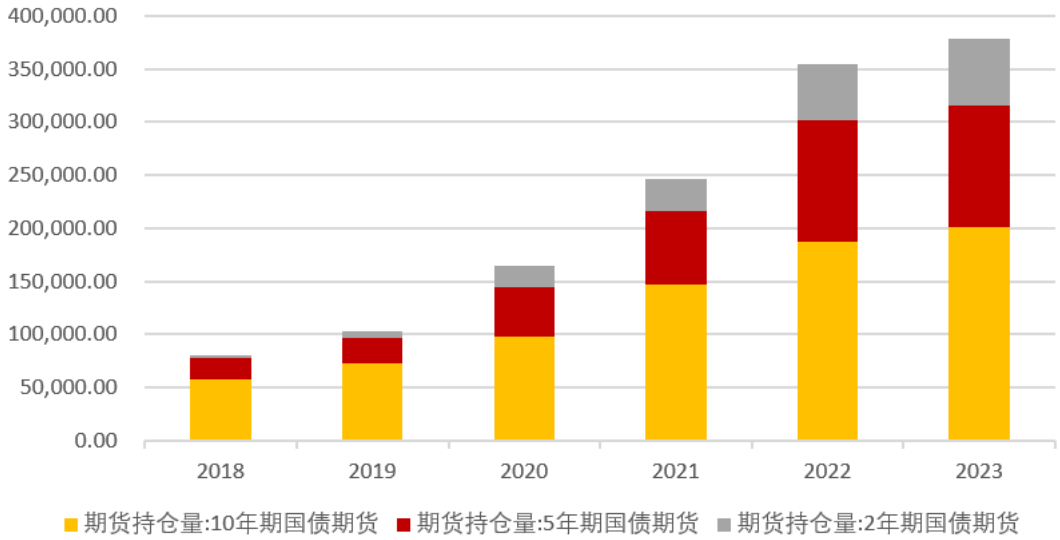
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 8：主要期限合约年度成交量



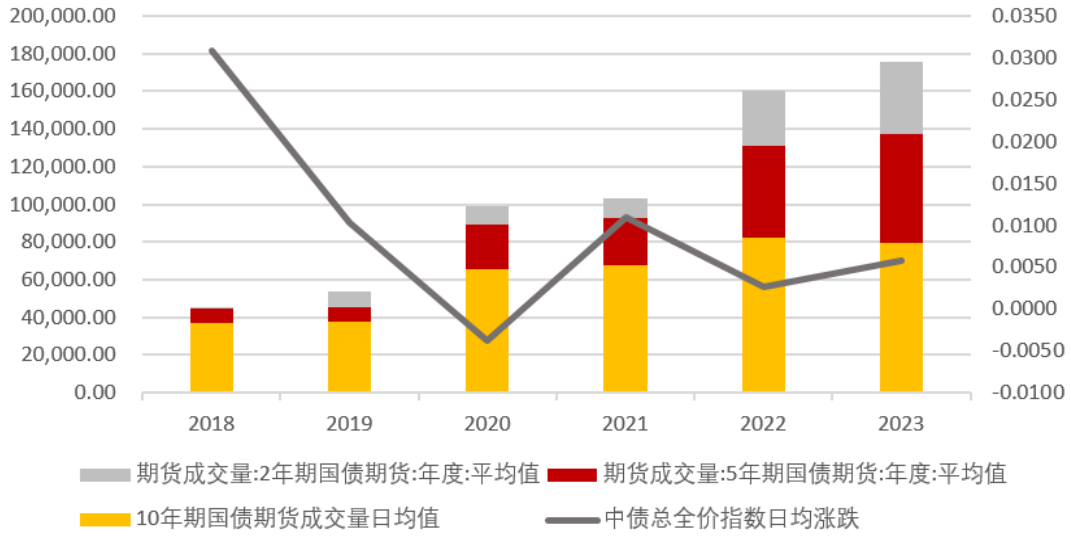
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 9：主要期限合约年均持仓量明显增加



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 10：国债市场日均振幅中枢下行



资料来源：wind，瑞达期货研究院

第二部分 经济基本面展望

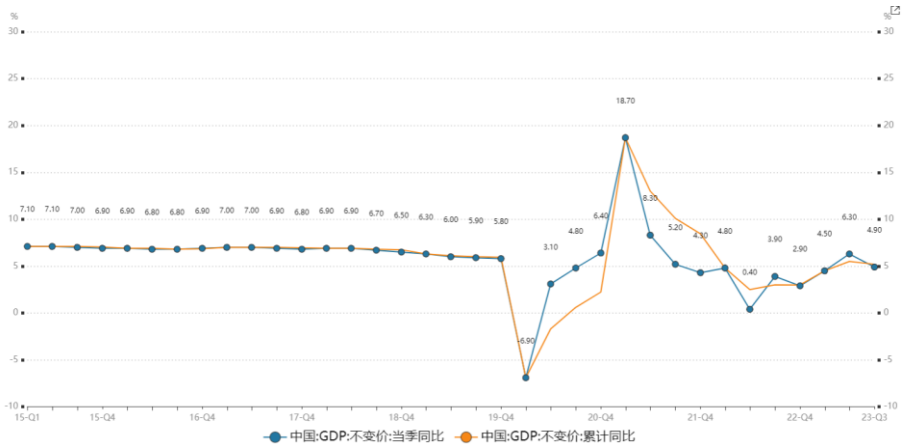
2.1 国内经济波折恢复，关注明年增长目标

2023 年国内经济持续复苏但总体呈现波浪式修复趋势。经济于今年一季度实现 4.5%的良好开局，二季度 GDP 增长同比达到 6.3%，全年复合预计基本完成年初目标。目前我国经济复苏道路上仍存在外部不确定性和尚待解决的内部矛盾。其中包括“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”。2023 年库存周期转变和房地产景气度不足，拖累经济上行增速。但随着我国逐步向“高质量”转型，增速放缓是必然。

短期来看，经济修复进程仍有波动，内生循环修复尚不完全，经济弱复苏模式不变，需要关注后续政策，尤其是房企相关政策的托底效果。财政对基建的支撑作用较强，有望保持为经济的重要支柱。消费维持韧性，但在基数效应下同比可能回落。

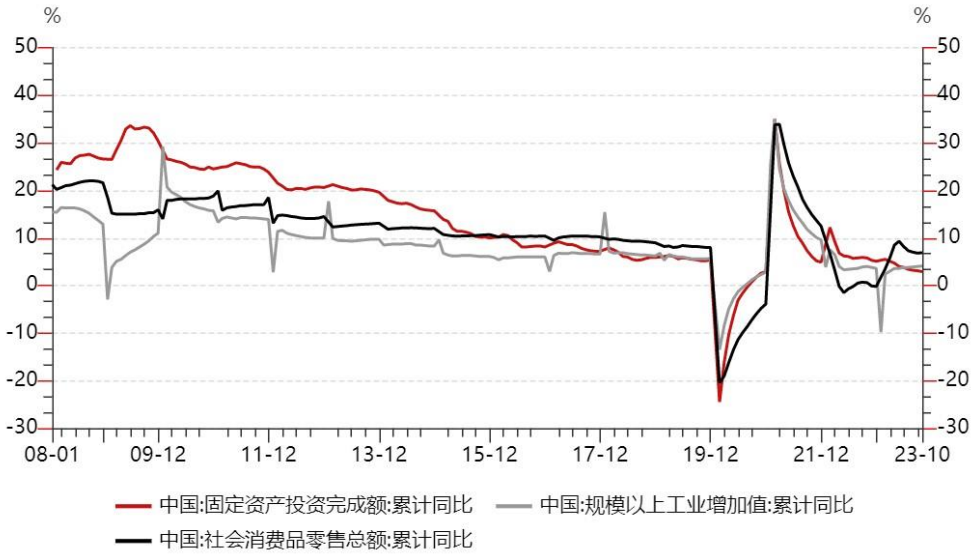
展望 2024 年，国内大循环仍存在堵点，外部环境存在不确定性，考虑到当前结构转型仍处于进程中，叠加房地产下行周期尚未出现拐点，政策对于地产风险的防范存在必要性。2024 年低基数影响减弱，实现 5%增长的难度相对今年加大，2024 年的经济增长目标预计在 4.5%-5%区间。

图表 11：经济增长呈偏缓态势



资料来源：wind，瑞达期货研究院

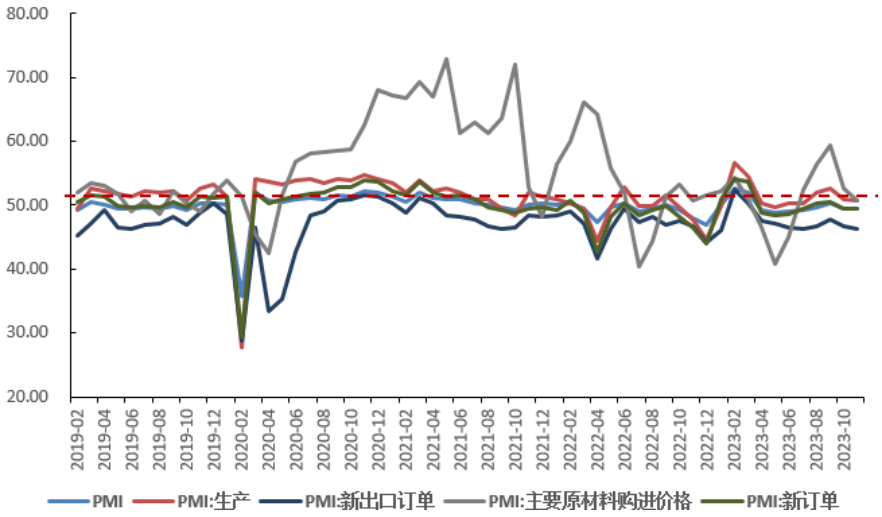
图表 12：经济下行压力最大阶段或已过去



资料来源：wind，瑞达期货研究院

作为经济复苏的重要内生动力，制造业今年表现总体偏弱。目前来看，企业正处于主动去库存转向被动去库存的拐点上。受到经济复苏斜率放缓以及内外需偏弱因素的制约，供给侧改善幅度偏弱，但释放了积极信号，供需两端已有企稳趋势，企业去库存周期或逐步进入尾声。工业生产力持续复苏，规模以上工业增加值同比增长小幅加快；工业企业利润持续修复，在营收、利润率两方面均有所改善，累计跌幅连续第八个月收窄。此外，目前共有七个月官方制造业 PMI 落于荣枯线以下，于二月份录得年内最高值 52.6，主因春节结束返工提振。除此之外总体表现不及预期且弱于历史平均水平。

图表 13：2023 年制造业 PMI 大部分落于荣枯线以下



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 14：工业生产力缓慢复苏

资料来源：wind，瑞达期货研究院

2.2 投资仍待提振，消费韧性不改

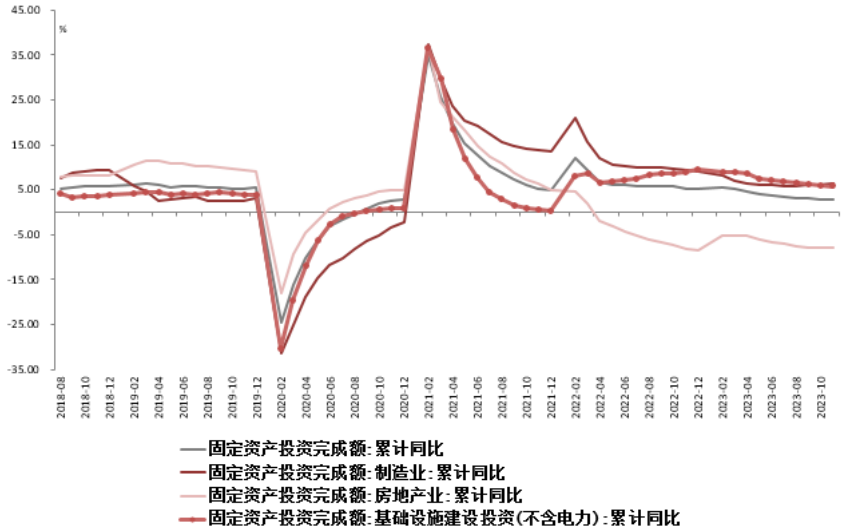
投资方面，疫后我国固投表现偏弱，供需不匹配格局持续延续，需求持续恢复但无法迅速复苏，多因素影响下企业端信心恢复尚不完全，疫情期间导致的盈利减少使得企业大量投入再生产的决心降低，投资端表现远不及疫前水平，但即便如此，仍对我国经济发展支撑作用显著，是经济复苏的关键因素。前 11 个月我国固定资产投资同比增长 2.9%，较上月回落 0.2 个百分点，同时从单月看也回落 1.2 个百分点。分领域看，基础设施投资同比增长 5.8%，制造业投资增长 6.3%，房地产开发投资下降 9.4%。本月三项分类同比均转弱，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下超预期下滑。房地产开发投资、销售额、销售面积同比降幅继续扩大，新开工、施工面积累计同比仍处于历史低位运行，居民购房需求显不足、地产需求仍待企稳。地产景气度问题依旧较冷，通过地产支撑经济复苏的可能性较低。

今年以来，稳地产政策频出，“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地。但可以看到，房地产景气度仍处于较冷状态，未有明显好转。“三条红线”、房住不炒的基调下地产行业仍需静待政策效果显现。截至今日，大中商品房成交面积及套数仍表现较弱，居民信心不足，以至于需求未发生明显改善。地产消费是全国居民消费重要一环，“扩内需”、“稳增长”、“稳通胀”均不可或缺，“疤痕效应”使得政策显效无法一蹴而就，按历史情况来看，“政策底”出现后将会伴随着“市场底”，政策效果终将传到至居民端，2024

请务必阅读原文之后的免责声明

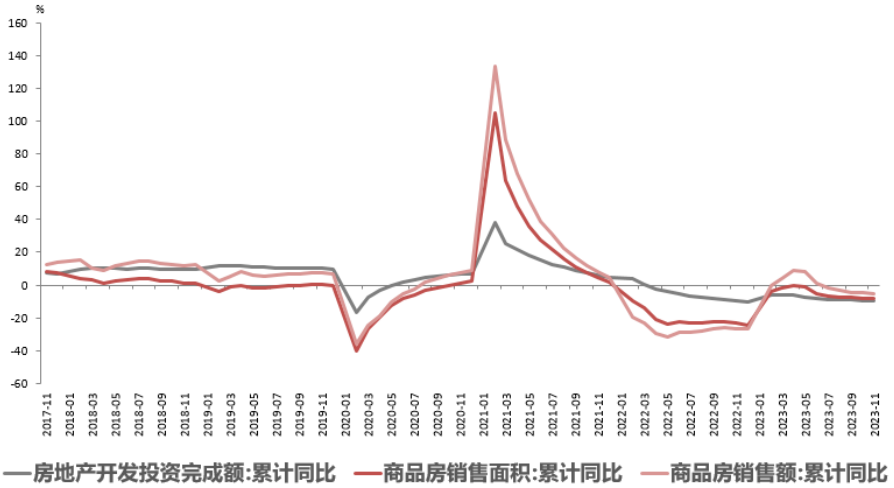
年在政策作用下，地产景气度大概率将回升，而同比增速在低基数效应下也将好转。

图表 15：固投持续承压



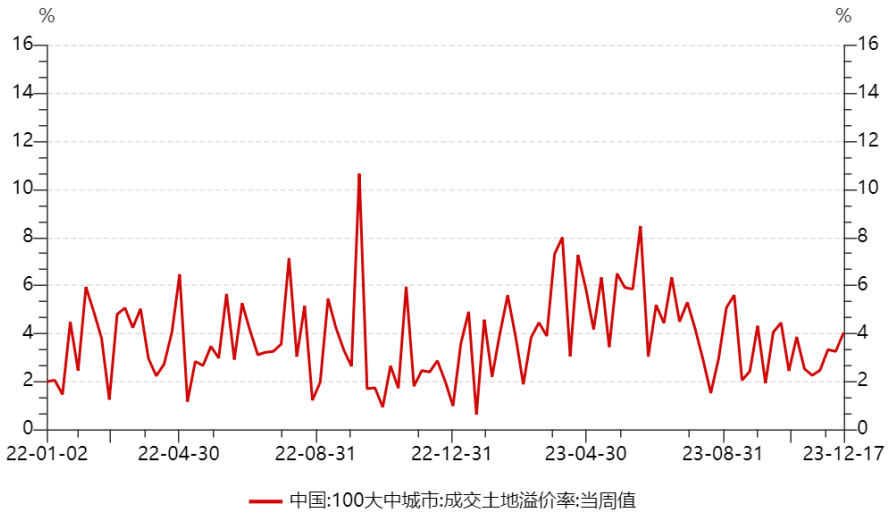
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 16：地产销售面积累计同比降幅走阔



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 17：成交土地溢价率维持偏低



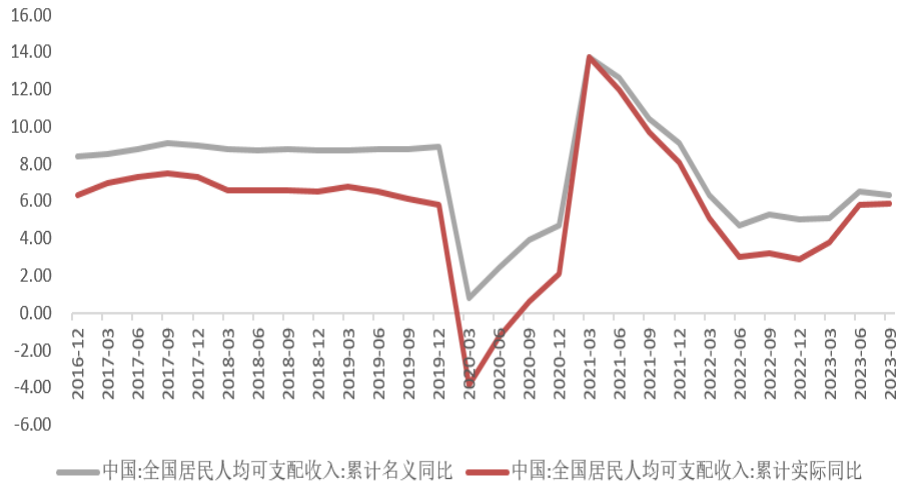
资料来源：wind，瑞达期货研究院

消费方面，今年我国消费场景放开，居民消费初呈“报复性”消费特征，后随着经济持续复苏，“稳经济”、“扩内需”政策不断颁布落实，消费同比增速稳步好转。但值得注意的是，疫后消费复苏呈结构性分化，以餐饮、旅游等为代表的接触型、文旅型消费凸显韧性，而部分耐用消费品如汽车等出现降价促销。疫后紧急恢复对居民的消费习惯与消费倾向带来转变，从而导致各项商品消费额不同。展望 2024 年，后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计 2024 年消费延续恢复势头。当前宏观经济仍持续复苏，居民人均可支配收入增速基本与经济增速相匹配，2024 年预计随着居民财产性收入边际好转，叠加目前我国消费者信心指数偏低，明年仍有较大提升空间，从而提振消费改善。

图表 18：社会消费品零售总额增速

资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 19：居民收入平稳增长



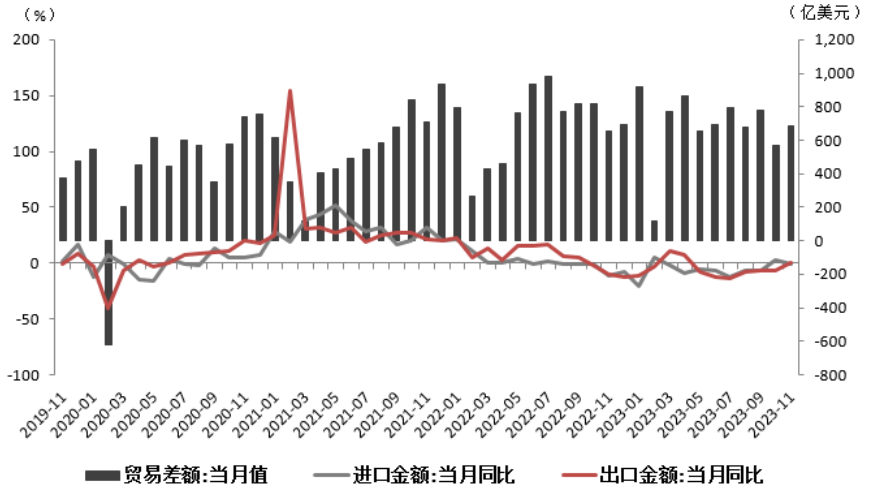
资料来源：wind，瑞达期货研究院

外贸方面，今年以来，我国出口增速仅有两个月落于正向区间，外贸压力始终较大。在我们看来，主要原因可能有三个方面：一是内需仍在缓慢恢复。社

请务必阅读原文之后的免责声明

零同比好转，但扣除基数效应后仍有上升空间，仍未达到市场预期，多项“稳经济”、“扩内需”政策还未完全显效。二是欧美需求持续不振。海外主要经济体衰退预期并未降温，需求端表现弱，居民购买力仍待改善，随着美联储进入收尾阶段，货币政策紧缩周期结束后将逐步向宽松周期转变，后续对经济的负面影响或持续体现。三是价格端持续影响。今年以来，CRB 商品指数始终呈现下行趋势，目前已回落至 21 年 4 月份水平，对出口增速缺乏支撑效果，复苏进度慢，“量价齐跌”对出口端产生的影响依旧存在。

图表 20：今年以来外贸承压



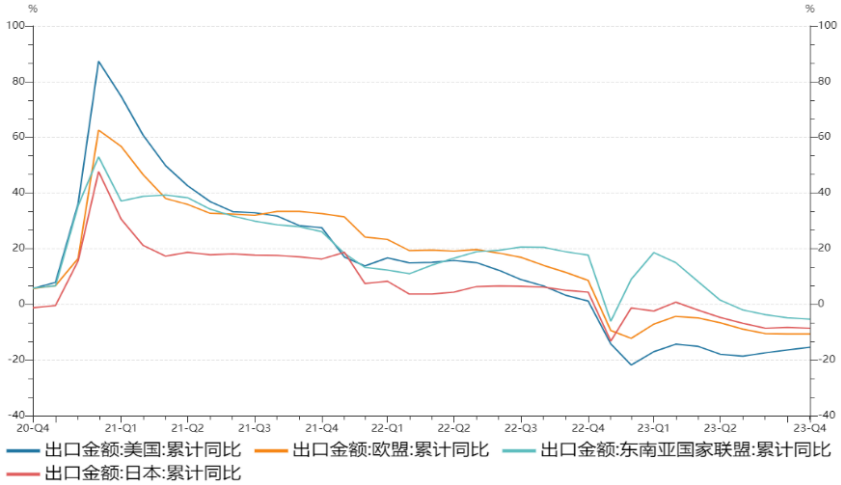
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 21：CRB 现货指数

资料来源：wind，瑞达期货研究院

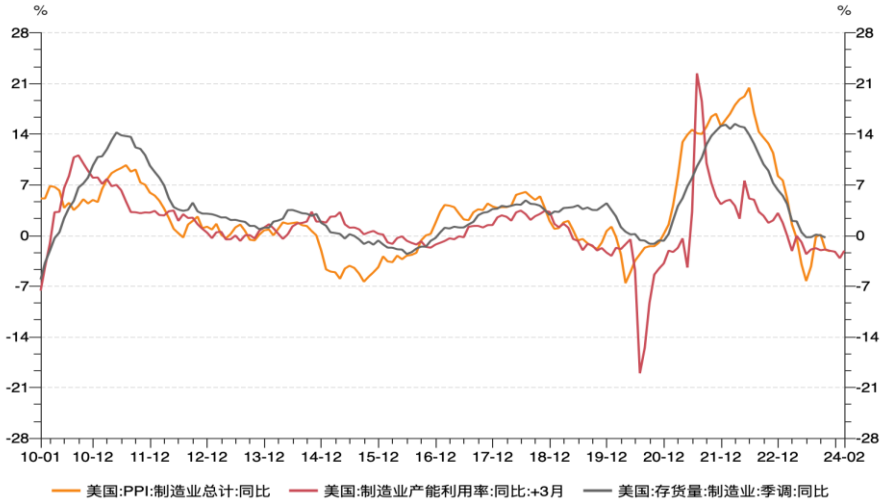
展望 2024 年，海外经济体除美国显现韧性外均表现较弱，但随着欧美加息周期逐步进入尾声，高利率将继续拖累经济复苏，外贸料低位运行。但在今年较低基数的基础上，明年出口同比下行空间有限。此外，美国 PPI 和制造业存货同比出现回升，同时美国制造业的先行指标产能利用率同比出现筑底修复的企稳态势，明年美国制造业有望触底回升，对我国的出口形成一定支撑。

图表 22：我国对主要经济体出口累计同比增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 23：美国制造业周期出现触底回升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

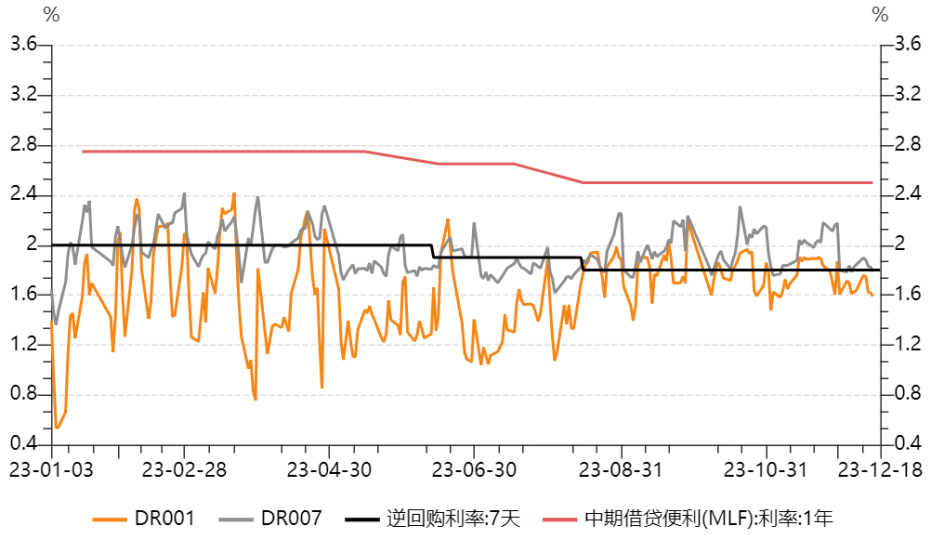
第三部分 财政与货币政策展望

3.1 货币政策稳中偏松，财政有望积极发力

今年以来，中国货币政策加大逆周期调节，3 月、9 月两次下调存款准备金率，释放中长期资金约 1.1 万亿元；6 月、8 月两次降低政策利率，带动贷款市场报价利率等市场利率持续下行。此外，政府债在下半年发行放量，带动社会融资规模同比增速小幅回升。在经济尚未明显企稳前，2024 年货币政策宽松取向将不会轻易退出，政策利率或仍有下行空间，降准降息的可能性仍存，但在资金防空转影响下，宽松力度或低于今年，流动性也将不会过度宽松。

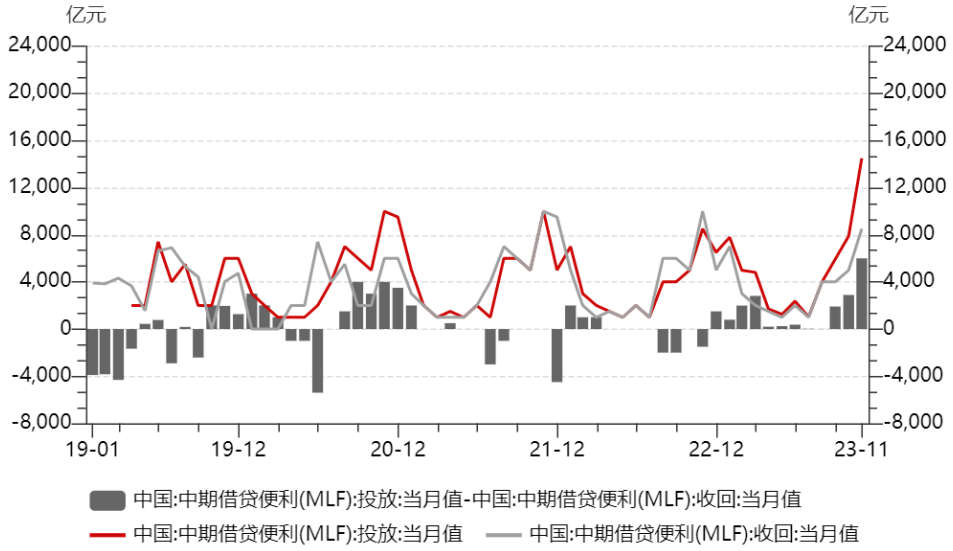
资金面上，春节后至 2 月底，信贷放量消耗超储且央行中长期资金量投放规模较小，资金利率不断走高；3 月至 5 月通过超额续作 MLF、降准 25bp 等方式引导资金利率回归政策利率，资金面大幅回落；6 月跨季资金面趋紧，资金利率中枢、波动率均有所上升，7 月份资金利率再度回落。8 月份以来，政府债加速发行、特殊再融资债券以及增发万亿国债等因素消耗导致资金利率持续上行，即使 8 月末降息以及 9 月份降准仍未缓解市场对资金面偏紧的预期，中期来看，跨年及春节因素扰动下，流动性易紧难松。

图表 24：8 月以来资金面显著趋紧



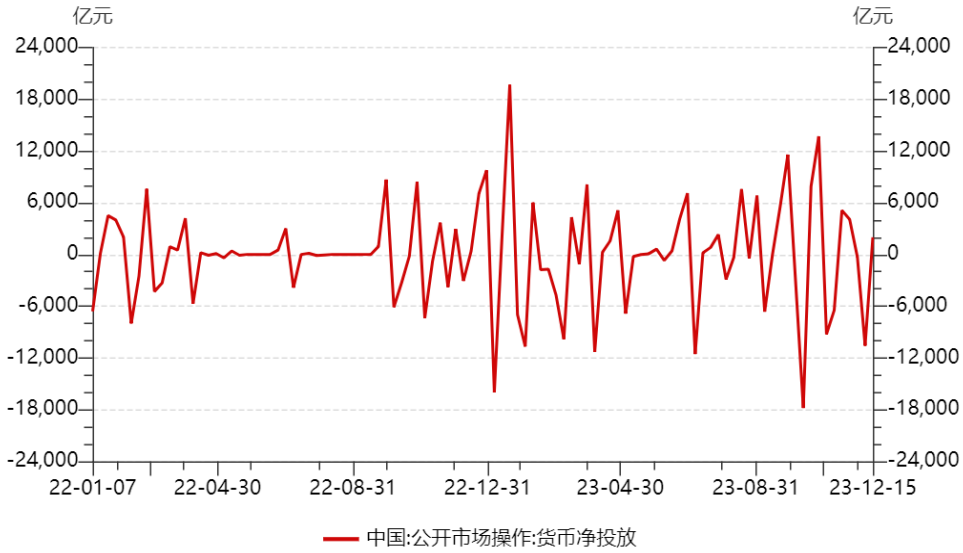
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 25：央行超量续作 MLF 呵护流动性



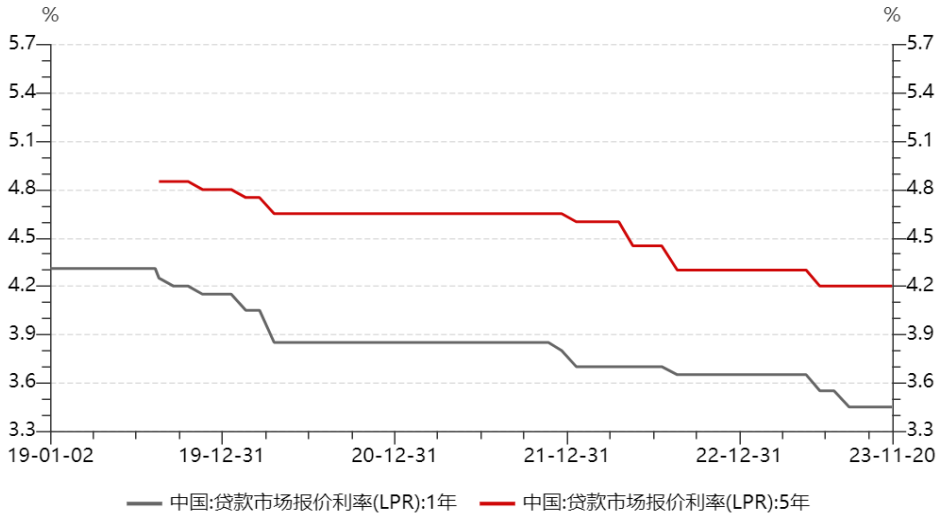
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 26：今年以来 OMO 投放更为积极



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 27：中长期 LPR 继续下行



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 28：10 年期国债利率与 MLF 利率运行相对位置

资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 29：2021 年以来中国人民银行宏观调控措施

政策	调整内容
存款准备金率	2021 年 7 月 15 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；

	2021 年 12 月 15 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点； 2022 年 4 月 25 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，且对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5%的农商行，再额外多降 0.25 个百分点； 2022 年 4 月 25 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点； 2023 年 3 月 27 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点； 2023 年 9 月 15 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。
SLF 利率	2022 年 1 月 17 日，隔夜利率借贷便利利率下调 10 个基点至 2.95％、7 天期利率下调 10 个基点至 3.1％、1 个月期利率下调 10 个基点至 3.45％； 2022 年 8 月 15 日，隔夜利率借贷便利利率下调 10 个基点至 2.85％、7 天期利率下调 10 个基点至 3.0％、1 个月期利率下调 10 个基点至 3.35％； 2023 年 6 月 13 日，隔夜利率借贷便利利率下调 10 个基点至 2.75％、7 天期利率下调 10 个基点至 2.9％、1 个月期利率下调 10 个基点至 3.25％； 2023 年 8 月 15 日，隔夜常备借贷便利利率下调 10 个基点至 2.65%，7 天期利率下调 10 个基点至 2.80%，1 个月期下调 10 个基点至 3.15%。
LPR 利率	2021 年 12 月 20 日，1 年期下降 5 个基点至 3.80% ，5 年期保持不变为 4.65%； 2022 年 1 月 20 日， 1 年期下降 10 个基点至 3.70%；5 年期下降 5 个基点至 4.60%； 2022 年 5 月 20 日， 1 年期保持不变为 3.70%；5 年期下降 15 个基点至 4.45%； 2022 年 8 月 22 日，1 年期下降 5 个基点至 3.65%；5 年期下降 15 个基点至 4.30%； 2023 年 6 月 20 日，1 年期下降 10 个基点至 3.55%；5 年期下降 10 个基点至 4.20%； 2023 年 8 月 21 日，1 年期下降 10 个基点至 3.45%；5 年期保持不变为 4.20%。
MLF 利率	2022 年 1 月 17 日，中标利率下降 10 个基点至 2.85%； 2022 年 8 月 15 日，中标利率下降 10 个基点至 2.75%； 2023 年 6 月 13 日，中标利率下降 10 个基点至 2.65%； 2023 年 8 月 15 日，中标利率下降 15 个基点至 2.50%。
逆回购利率	2022 年 1 月 17 日，7 天期中标利率下降 10 个基点至 2.10%； 2022 年 1 月 24 日，14 天期中标利率下降 10 个基点至 2.25%； 2022 年 8 月 15 日，7 天期中标利率下降 10 个基点至 2.00%； 2022 年 9 月 19 日，14 天期中标利率下降 10 个基点至 2.15%； 2023 年 6 月 13 日，7 天期中标利率下降 10 个基点至 1.90%； 2023 年 8 月 15 日，7 天期中标利率下降 10 个基点至 1.80%； 2023 年 9 月 15 日，14 天期中标利率下降 20 个基点至 1.95%

资料来源：公开资料，瑞达期货研究院整理

图表 30：央行货币政策工具利率变动

货币政策工具利率	2023 年初	2023 年末	调整幅度

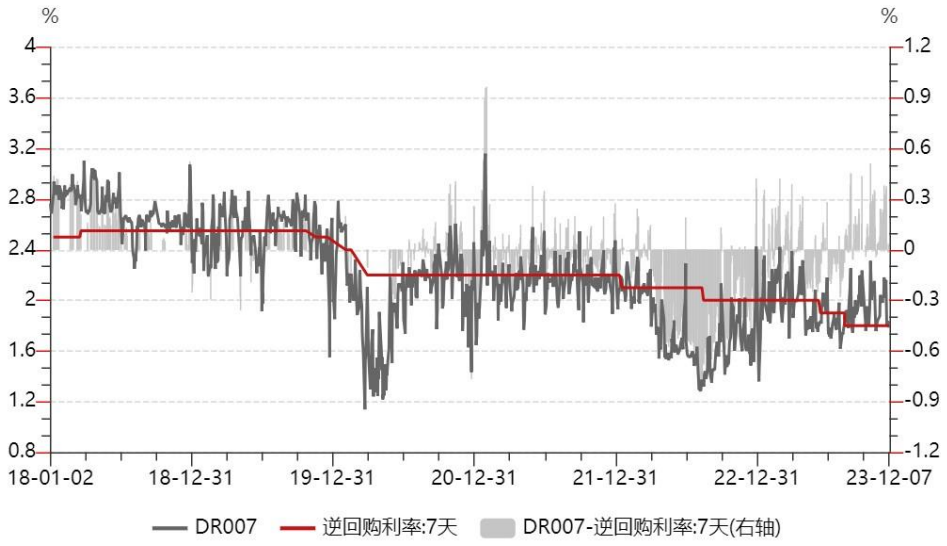
逆回购操作			
7 天期	2.00%	1.80%	-20bp
14 天期	2.15%	1.95%	-20bp
中期借款便利（MLF）			
1 年	2.75%	2.50%	-25bp
贷款市场报价利率（LPR）			
1 年	3.65%	3.45%	-20bp
5 年	4.30%	4.20%	-10bp

资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

值得关注的是，近期央行的政策表态频出，高层更加重视“防资金空转套利”。8 月 4 日，四部委联合召开的新闻发布会上，央行货币政策司司长提到了“防止资金套利和空转”。同样地，在三季度货币政策执行报告中，对于下阶段的货币政策思路中，不再提及“资金利率围绕政策利率波动”，而是更加重视“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”，或意味着接下来不追求信贷的过度扩张，无需营造过度宽松的环境，这是 8 月降息后资金面显著收紧且央行在公开市场持续保持谨慎的核心原因。央行行长潘功胜也指出，“必须平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系，始终保持稳健性，管好货币总闸门，守护好老百姓的钱袋子。”短期美国仍将维持高利率环境同时国内稳增长需求迫切性下降，货币政策的边际调整意图或较为明显。

请务必阅读原文之后的免责声明

图表 31：8 月以来资金利率运行显著高于政策利率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

在 2022 年以来的降息周期中，我国名义利率已显著下行至低位，但居民和企业加杠杆的意愿仍偏弱修复。事实上，实际利率上行制约了实体经济融资需求回升。三季度经济下行压力最大时期 MLF 利率仅下调 15bp，同时在通胀下行趋势下，中国的实际利率反而是上行至历史高位。往后看，在扩内需、稳增长诉求下，MLF 降息在中长期的维度上仍有必要性。

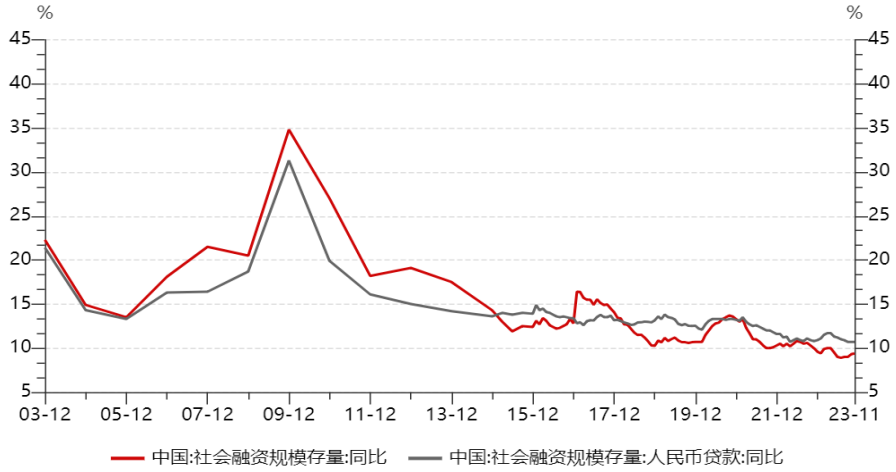
图表 32：市场和政策的实际利率持续回升

资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从资金需求端来看，今年实体融资需求仍偏弱，资金流向实体经济进程受阻，“资金空转”现象较为明显，信贷结构总体呈现“企业强、居民弱”的特征。地产市场的延续低迷或是今年拖累信贷需求的主要因素，短期内居民消费预期偏弱等因素对实体经济融资需求仍存在干扰，后续在政策持续落地和效果显现情况下，预计后续房地产市场将逐步回暖，居民端加杠杆意愿将增强。展望明年，“宽货币、宽信用”仍将是未来几个月内宽松货币政策的选择。央行三季度货币执行报告均强调“加强信贷均衡投放”以及 2023 年中央金融工作会议提出了“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”的明确要求，或意味着政策面引导市场弱化对于信贷规模增速的关注，更多关注信贷结构，而不是单纯强调规模新增。在当前经济修复仍呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价

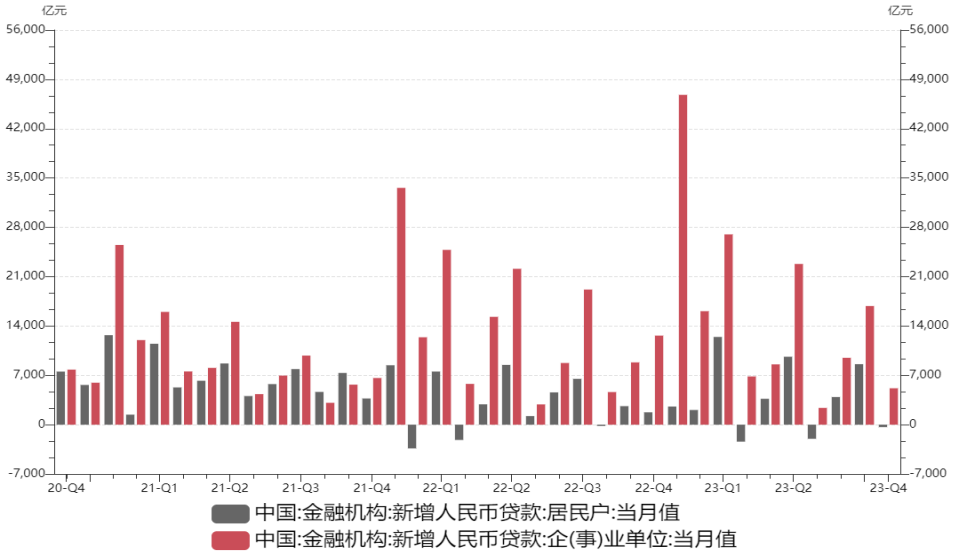
低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。实体需求依然偏弱对债市的基本面支撑因素仍存。

图表 33：社会融资规模存量增速



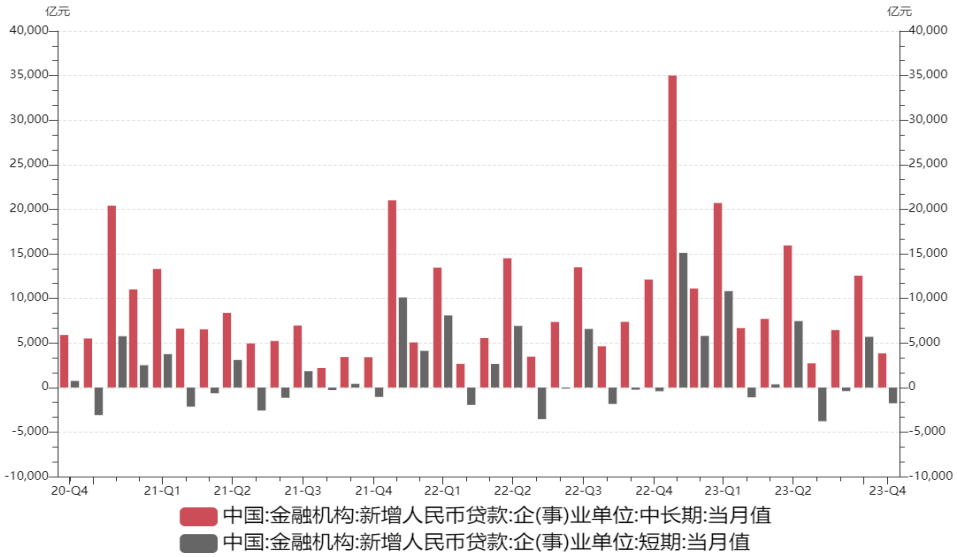
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 34：新增人民币贷款当月值（亿元）



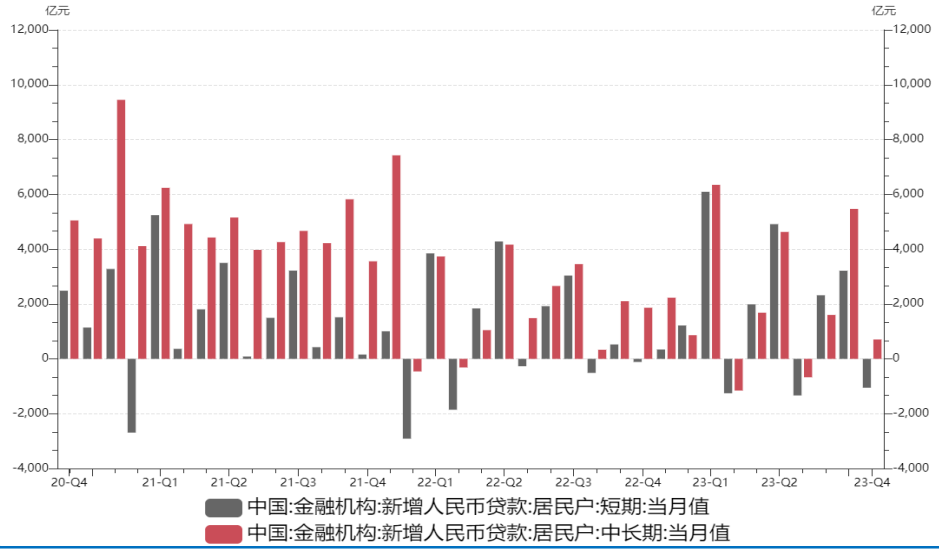
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 35：企业端短中长贷款当月值（亿元）



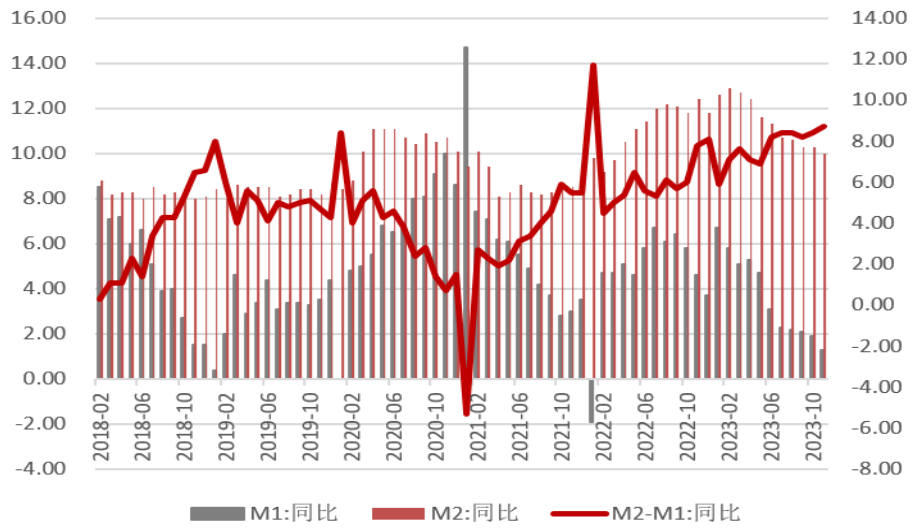
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 36：居民端短中长贷款当月值（亿元）



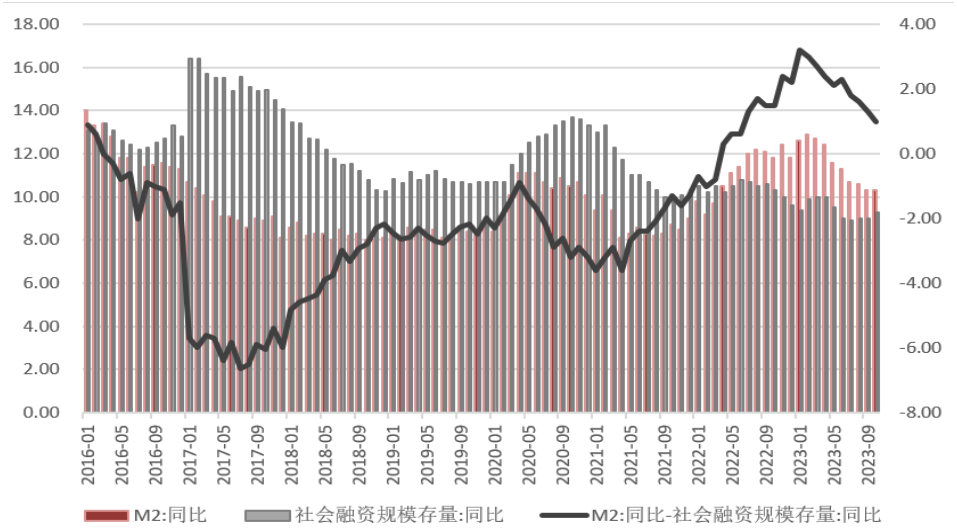
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 37：M1 增速进一步走低



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 38：实体投融资意愿疲弱



资料来源：wind，瑞达期货研究院

财政政策方面，2022 年以来，受国内疫情冲击、留抵退税等减税降费政策、房地产市场持续调整等因素影响，财政收入显著承压，地方收支矛盾加大。特别是房地产市场低迷持续拖累地方政府相关收入。

10 月 24 日万亿国债增发后，为稳增长为方向的积极财政政策打开了一轮周期。2023 年全国财政赤字由 3.88 亿元提高至 4.88 亿元，中央财政赤字由 3.16 亿元增加到 4.16 亿元。后续主要依靠中央政府加杠杆，我们预计在地方财政压力缓解之前，中央赤字占比后续可能维持在较高水平。在投放的具体领域上，参考今年中央政治局会议及金融工作会议政策方向，预计 2024 年专项债资金可能更多投向城中村改造、保障性住房等民生领域，在提升地方财政资金使用灵活性的同时，也有助于更好发挥专项债对投资的拉动作用。

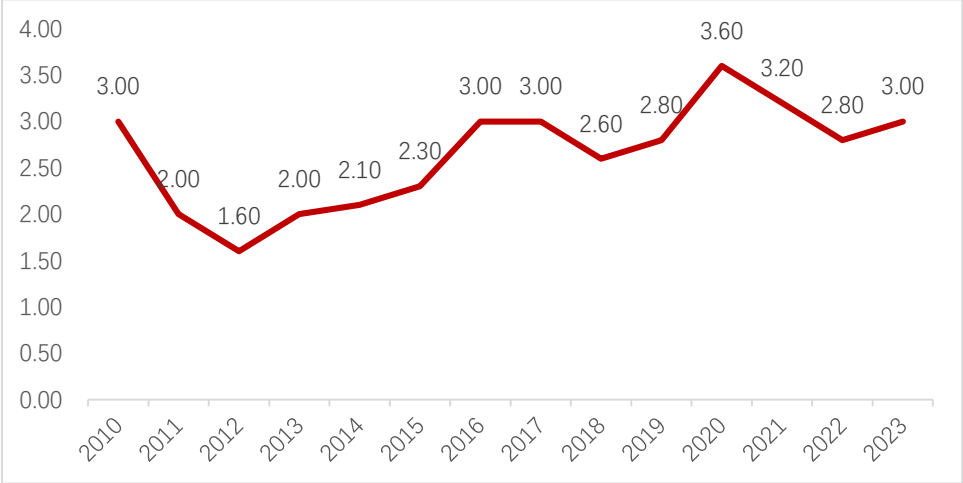
本次中央经济工作会议对于 2024 年财政政策的定调是，要“适度加力、提质增效”，重点涉及“用好财政政策空间”、“优化财政支出结构”、“合理扩大政府专项债券用作资本金范围”、“增强财政可持续性”等内容。首先，地产下行周期下，考虑到经济复苏动能仍然偏弱，2024 年财政定调仍较积极，预计赤字率目标落在 3.6%-4%之间。2024 年财政赤字将维持在相对较高水平，对应狭义赤字率或在 3.8%增减 0.2 个百分点的区间，专项债发行规模可能在 3.8-4 万亿。其次，“提质增效”旨在财政支出结构面临优化的需要。

图表 39：2022 年以来地方政府财政压力较大

请务必阅读原文之后的免责声明

资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 40：10 月增发国债后，赤字率将提高至 3.8%突破我国传统约束

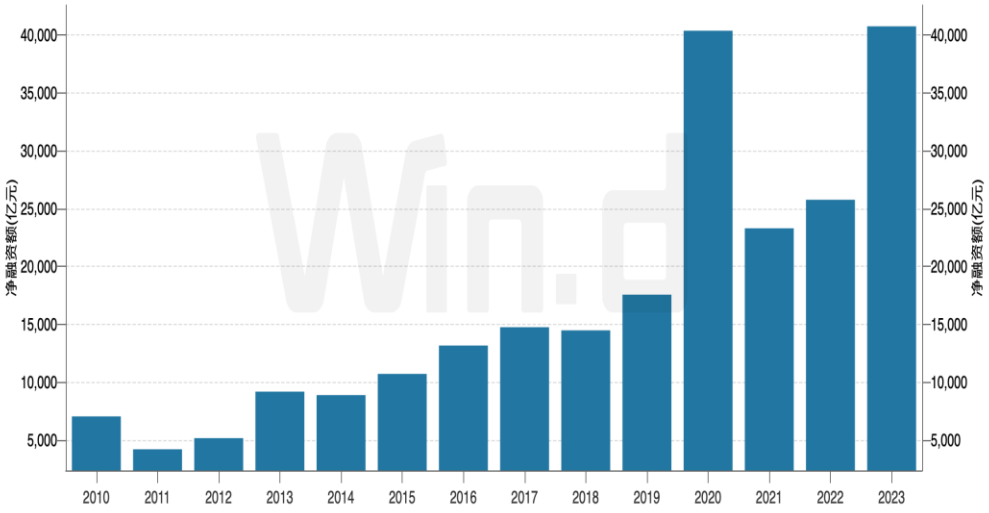


资料来源：wind，瑞达期货研究院

从以往国债和地方债供给对债市的影响来看，截至 12 月 13 日，2023 年全年国债净融资约 37536 亿元。2020 年以来，国债供给经常出现阶段性放量，并

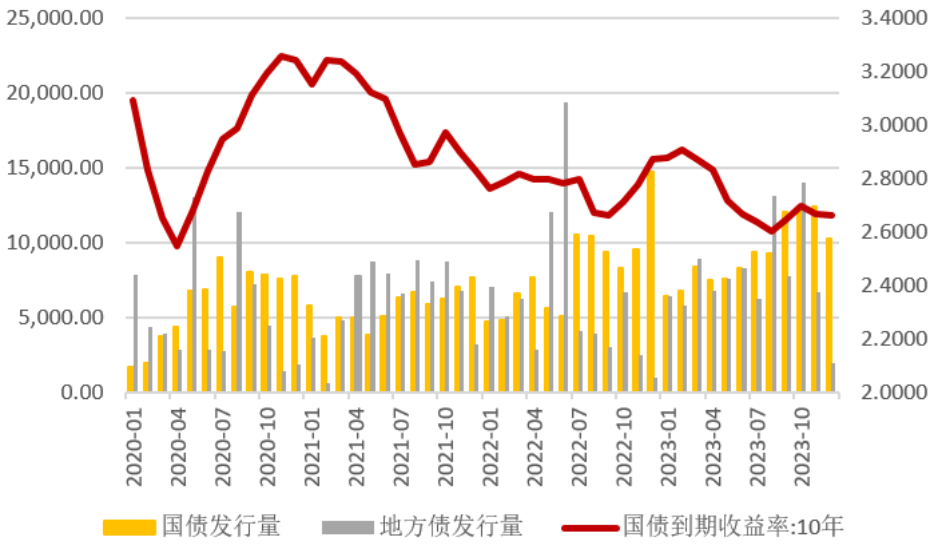
导致债市产生明显调整，地方债放量现象较少但也对债市有一定影响。当前国债供给再度放量，后续需关注供给冲击给债市的带来的扰动。

图表 41：国债净融资显著放量



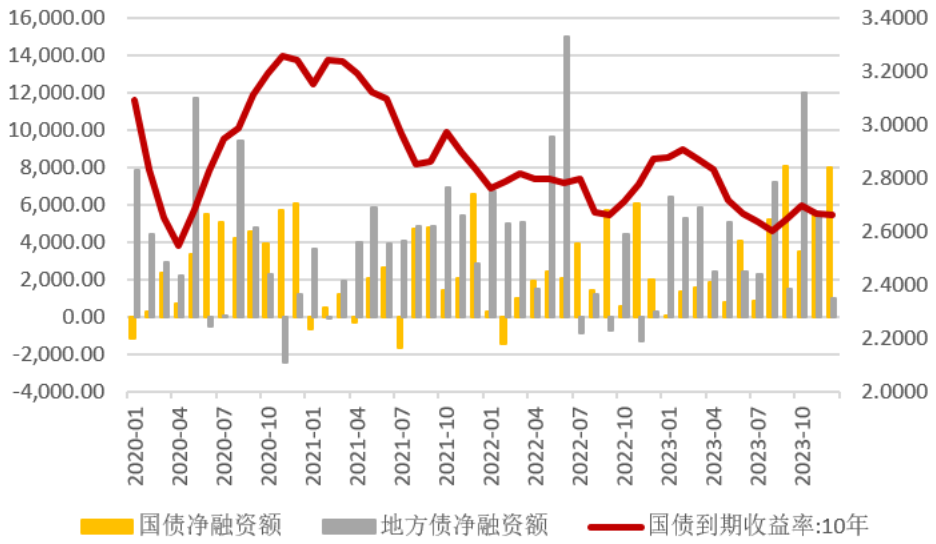
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 42：国债、地方债发行与 10 年期国债走势



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 43：国债、地方债净融资与 10 年期国债走势



资料来源：wind，瑞达期货研究院

3.2 内外均松：汇率制约减弱，通胀低位运行

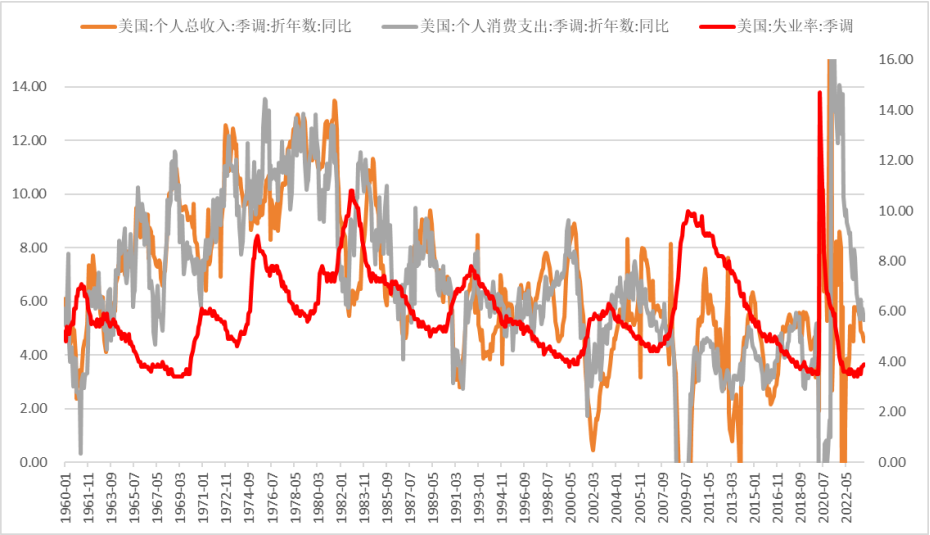
今年以来，美联储从加息潮走向持续暂停加息，联邦基金利率保持在 22 年来最高点。自美联储 2022 年 3 月启动加息周期以来，累计加息幅度已达 525 个基点，期间历经单次加息由 25 个基点逐步提高至 75 基点，并在 75 基点的水平上连续加息 4 次，达到近 40 年来最快加息速度。今年 2 月，美联储首次放缓加息幅度至 25 个基点，并在 6 月暂停加息，随后 7 月加息 25 个基点，9 月、11 月暂停加息。

从当前美国经济数据逐步下滑以及信用环境持续收紧的状态来看，当前利率水平或已接近限制性水平，比起再次加息，美联储或只需维持当前利率水平并耐心等待经济数据变化。即便市场正确判断利率水平已达到峰值，后继经济数据往往将逐步调整市场对降息节点的预期，因此短期内各期限国债以及美元指数价格在利率平台期所出现的波动往往来自于市场预期的修正，后继降息时间节点逐渐得到确认后市场关注重点或更多聚焦于全年降息幅度。

图表 44：美国货币政策对经济的影响往往滞后

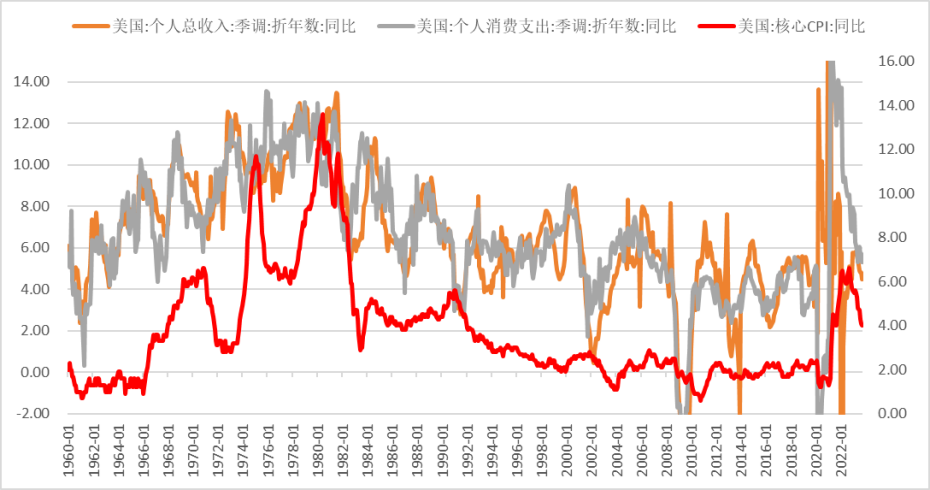
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图表 45：失业率与居民收入及消费水平走势



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图表 46：核心 CPI 与居民收入及消费水平走势

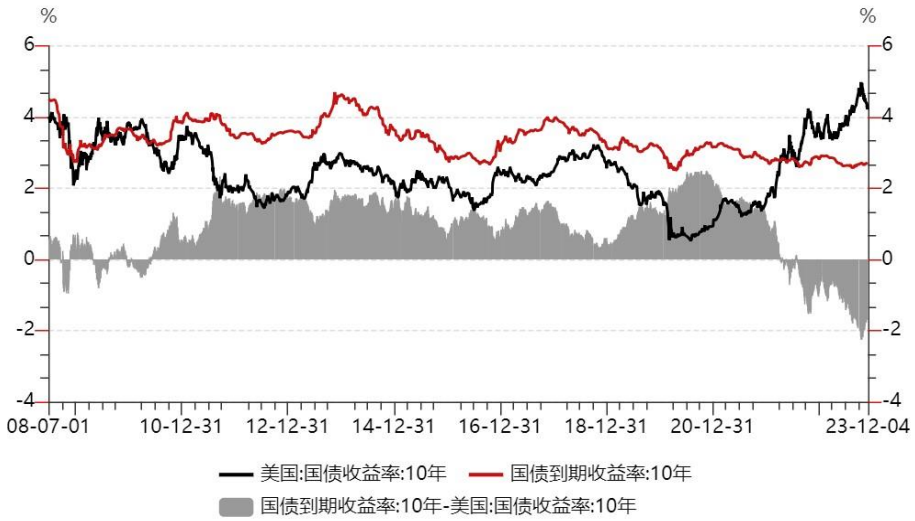


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

人民币汇率方面，主要受外部的美元指数、中美利差和内部的经济复苏状态影响，其背后反映的主要是中美经济的相对强弱和货币政策的同步程度。美国经济以及通胀或将温和下行，明年有望开启降息周期。同时，国内经济延续

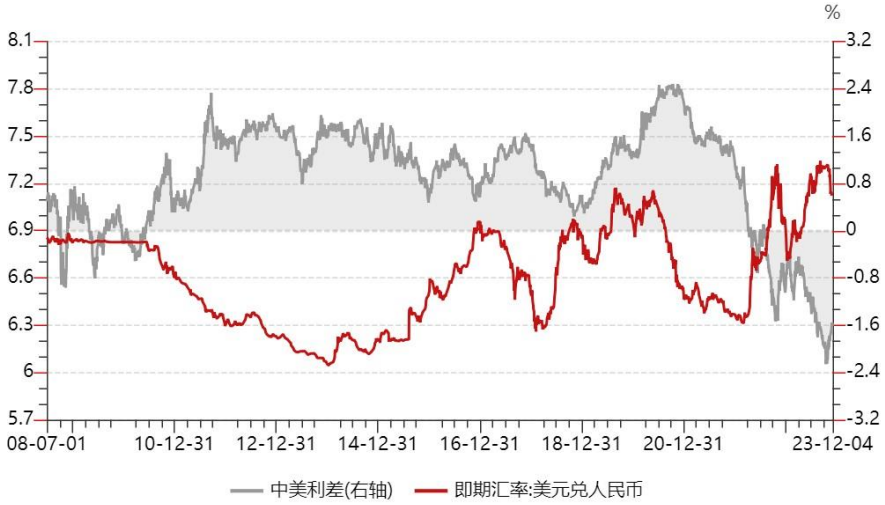
复苏态势，但需要警惕地产弱势反弹给经济复苏带来的不确定性。后续国内宽松的货币政策或逐渐向信用端传导，汇率贬值的压力也将减弱，人民币汇率升值动能或将增强。11 月份以来，美元指数和美债利率随美联储后续加息的必要性和概率高位回落，人民币汇率显著走强。中美利差目前仍处于较高水平，但趋势已经开始发生变化，对汇率贬值构成的压力有所削弱。美元指数中枢的下降预期基本确定了人民币的升值方向，但全球流动性偏紧态势在美国降息时点来临之前难以有实质性改变，在温和回升过程中人民币汇率或仍有阶段性的上行压力。从节奏和空间来看，美联储在明年上半年的降息概率较小，美债利率大概率维持高位筑底格局，中美利差进一步走扩的可能性较小但改善空间也相应有限；下半年若降息开启，将驱动中美利差进一步收窄并有望逐步回归至正常区间，对人民币汇率也将起到积极的支撑作用。

图表 47：中美利差深度倒挂



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图表 48：近期中美利差收窄支撑人民币汇率走强

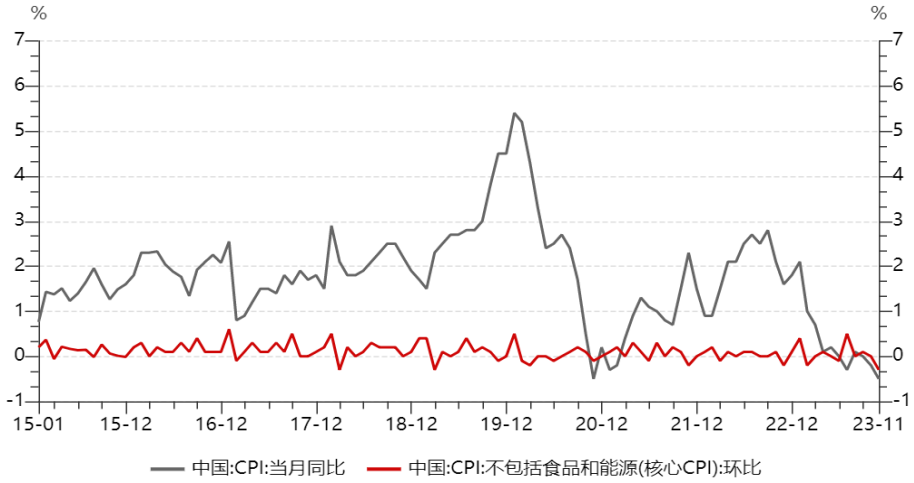


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

国内通胀方面，今年以来，国内物价总体呈低位运行态势， 11 月 CPI 同比下滑 0.5%，PPI 同比下滑 3.0%。考虑到猪肉价格或将长期保持低位运行态势，短期内 CPI 同比增速的回升或将较为温和。三季度中国货币政策执行报告指出，未来物价将回归常态水平。同样地，2023 年中央经济工作会议中，也提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，并且本次会议首次新增“价格水平预期目标”相关表述。在“社融规模和货币供应量与经济增速相匹配下”的目标下，如果经济增速走低，意味着货币供应的相对克制。但加入“价格水平预期目标”之后，或意味着当通胀低位运行时，货币政策总量空间或将适度打开。因此我们认为，在监管防资金空转并提高资金使用效率的背景下，

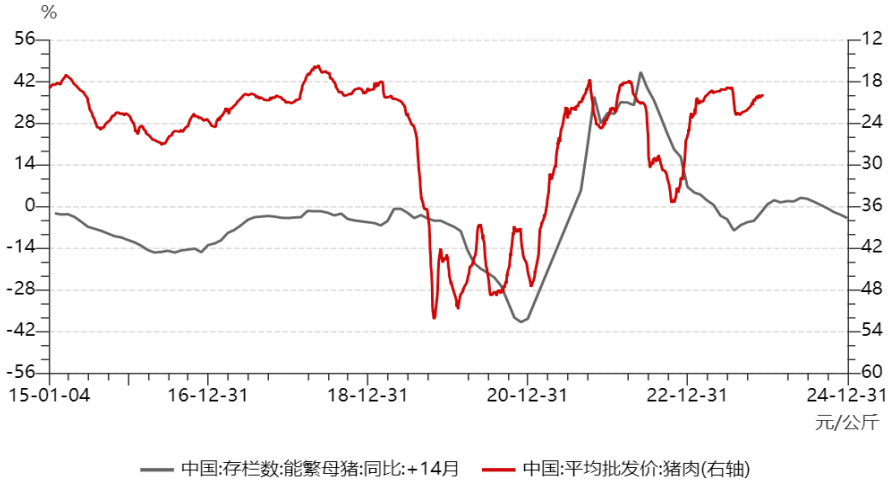
相比于总量型宽松的货币政策，接下来或将首先考虑进一步加大结构性工具来推进宽信用，促进通胀回升。

图表 49：物价水平低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图表 50：猪肉价格或将长期保持低位运行态势



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

第四部分 2024 年国债期货展望与投资建议

展望 2024 年，国内经济仍将延续复苏态势，出口、地产等拖累有望缓解，制造业和消费或将继续支撑经济回升。货币政策方面，结合最新货币政策表述及中央会议来看，监管防资金空转并提高资金使用效率背景下，后续国内货币政策的宽松或将更重视价格和结构配合。当前实体信心修复偏慢以及实际利率位于高位制约资金活化程度，有必要下调政策利率和存款利率来带动实际利率下降以刺激实体经济资金需求。考虑到内外均衡要求下，海外经济体迎来降息潮，外部约束改善减轻人民币汇率压力，中美利差有望逐步收窄，汇率升值动能或将增强，或将带给央行操作更大的弹性空间。同时，国内通胀低位运行，在新增“价格水平预期相匹配”的目标下，货币政策总量空间或将适度打开。明年财政政策对于经济基本面的重要性进一步提升，地方化债背景下，中央政府加杠杆同时地方政府移杠杆也意味着政府债券融资成本的下行，货币政策与财政政策协同配合之下有望打开进一步的放松空间。

策略上，基本面和政策面对明年债市的支撑因素偏多。经济基本面复苏较为温和，通胀或仍低位运行，实体融资需求偏弱恢复，实际利率处于高位叠加汇率制约减弱，货币政策进一步放松的必要性和空间仍存，政策利率调降或将推动债券市场收益率曲线整体下移。在节奏上，中央加杠杆稳财政情况下，货币政策或将配合财政政策前置发力，同时考虑到海外制约放缓的情况，明年一

请务必阅读原文之后的免责声明

季度以及上半年或将迎来政策利率的调降。同时关注明年一季度国债发行节奏和年初政府债发行对资金面的扰动。下半年或将回归经济环比修复情况的博弈，明年总体上债市利率或将与今年较为相似，利率先下后上或后维持震荡。短期来看，宽货币预期较强叠加年末配置力量，债市利率年内可能继续下行，10 年期国债关注 2.60%的关键点位，但防资金空转套利影响仍存，资金面大幅向下空间或较为有限，短端交易空间或较难明显打开。中长期来看，降准降息预期下，利率中枢或震荡下行，票息策略确定性较高。配置型资金或可在当前利率企稳后逢高介入逐步配置。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。