

目录

前言	4
1、2024 年长端利率走势复盘	4
2、长端利率运行逻辑已经发生变化	6
2.1 旧经济增长动能运行的逻辑	7
2.2 目前行情运行逻辑	13
3、当前经济面临的主要问题及可能的政策方向	15
3.1 实际利率偏高抑制有效需求	15
3.2 当前政策重点在于稳定居民资产负债表	17
3.2.1 稳定房价是 2025 年重要任务	18
3.2.2 政策更加关注“三保”及增加居民财产性收入	20
3.3 政策合力目的或为推动资金从债市流入股市	21
4、货币政策适度降息，财政政策担当主角	22
5、投资策略	25

图表目录

图 1: 2024 年 10 年期国债收益率走势	4
图 2: 历年地方债月度发行规模	6
图 3: 2023 及 2024 年新增专项债发行进度	6
图 4: 宏观经济波动与中国 10 年期国债收益率走势	7
图 5: 2007-2023 年中国资本回报率及总体税负情况	8
图 6: 房地产贷款余额占总贷款余额比重	9
图 7: 个人房贷占房地产贷款余额比重	9
图 8: 宏观经济波动与中国 10 年期国债收益率走势	9
图 9: 新建商品房走势当月同比	10
图 10: 一线城市二手房挂牌量和挂牌价指数	10
图 11: 城镇储户未来收入信心指数持续下行	11
图 12: 居民储蓄意愿维持高位	11
图 13: 商业银行净息差降至历史低位	11
图 14: 工行存款利率下行走势	11
图 15: 以居民部门为核心的旧增长动能循环逻辑图	12
图 16: 贷款加权利率与 1 年期国债收益率之差	13
图 17: 商业银行托管债券月增量	14
图 18: 券商托管债券月增量	14
图 19: 产出缺口与实际利率走势	15
图 20: CPI 近年来保持低位	16
图 21: PPI 连续 25 个月处于负增长区间	16
图 22: 2015 年央行连续大幅降息	17
图 23: 2021 年制造业 PMI 持续下行	17
图 24: 存款利率不断降低下, 储蓄存款规模持续攀升	18
图 25: 70 大中城市新房和二手房价格指数走势	19
图 26: 商品房待售面积处于高位	19
图 27: 今年货币政策框架调整的主要举措	23
图 28: 创设临时隔夜正逆回购后的利率走廊	23
图 29: 主要经济体政府部门债务杠杆率	24

前言

2024年债券市场整体呈现趋势性下行的债牛格局，从全年债市运行背后逻辑看，我们认为整体分为两个部分，以7月为界，之前为旧经济增长动能难以为继下的利率“补跌”阶段；之后为政策全面转向对冲国内有效需求不足阶段。从长期的战略意义上讲，2024年或可成为新旧动能转换的承上启下之年，这也是我们将年度策略命名为“破旧立新”的根本原因。新旧动能的转换，彰显了管理层对于中国经济发展的长期战略定力，同时短期内各项政策的快速出台也显示了稳增长的决心。展望2025年，新旧动能转换仍是全年主题，以房地产、基建等为代表的旧经济增长动能对经济的拖累作用亦将延续，这决定了稳增长和防风险还将是天平的两端。

1、2024 年长端利率走势复盘

2024年以来，在资产荒的大背景下，利率品种收益率快速下行，呈现出一定的“失锚”特征。而信用品种则表现出更大的弹性，阶段性呈现出“利率化”特征。具体来看，10年期国债收益率的运行基本分为“快速下行—区间震荡—震荡下行”三个阶段。

图 1：2024 年 10 年期国债收益率走势



资料来源： ，

➤ **开年至3月初收益率快速下行：**1月初开始，降准降息预期下机构抢跑引致债市收益率快速下行，1月24日，央行宣布将于2月5日下调金融

机构存款准备金率0.5个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%。央行同时宣布下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。定向降息有助于推动贷款市场报价利率（LPR）下行，降低综合融资成本，激发企业投资需求和居民消费意愿。至2月5日，长端利率下行至2.40%。随后2月中上旬长端利率呈现区间震荡态势，2月20日，LPR迎来2024年首度下调，5年期以上品种超预期大幅下降25个基点，1年期品种保持不变。这一动作导致10年期国债收益率进一步向下突破2.3%。

➤ **3月初至7月中旬收益率整体区间震荡：**3月初系列因素叠加引发债市回调，随后资产荒延续叠加流动性宽松，债市重回下行区间，至4月23日收益率最低下探至2.23%左右。4月23日晚央行再度提示长端利率风险，由于利率低位交易拥挤，收益率快速大幅反弹，随后较长市场处于消化阶段。进入6月，央行呵护跨季资金面，叠加权益市场表现偏弱，债市做多情绪继续演绎，收益率持续下行，6月28日收益率下探至2.20%左右。7月初，央行与几家主要金融机构签订了债券借入协议。央行表示，目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。这一消息对市场产生较大影响，收益率快速回升。

➤ **7月下旬至今收益率整体震荡下行：**7月22日央行将7天期逆回购操作利率从1.80%下调至1.70%，同时LPR亦同步调整，其中1年期LPR下调至3.35%，5年期以上LPR下调至3.85%，均较此前下调10BP。本次降息直接带动收益率大幅下行，至8月初长端利率下探至2.12%左右。进入8月后，市场扰动信息大幅增加，包括监管升温、大行卖债、央行继续提升长端利率风险等因素令收益率波动幅度显著加大。在长端利率反弹至8月中旬的2.25%左右后，后续由于监管扰动减弱以及基本面上行压力较大，长端利率继续呈现逐步回落态势。9月24日央行在国新办发布会上出台一些列超预期的货币政策，同时各类政策集体发力，股市在十一前迅速拉升，对投资者风险偏好产生了较大影响，在止盈压力下长端利率跟随大幅调整，10月债市整体处于消化利空阶段。进入11月以来，资金面整体的充裕以及偏弱的基本面运行态势共同导致长端利率持续下行，截至11月29日，10年期国债收益率收于2.02%。

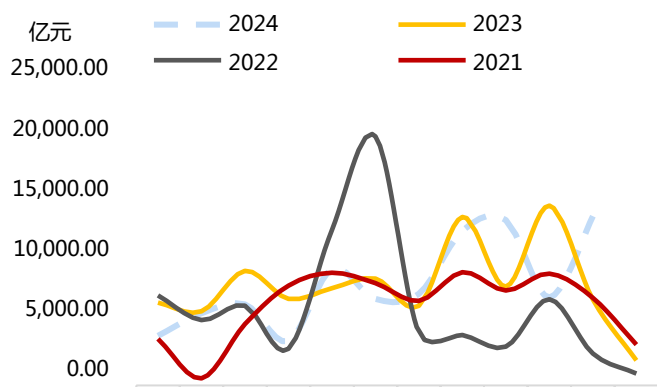
2、长端利率运行逻辑已经发生变化

虽然今年大规模政策出台是在“924”之后，但种种迹象表明，从7月份开始管理层已经在高度关注经济运行态势。

一是“730政治局会议”表述为“当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛……坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，而在“430政治局会议”中，关于经济增长的要求为“切实巩固和增强经济回升向好态势”，从措辞上来看任务紧迫程度明显增加。

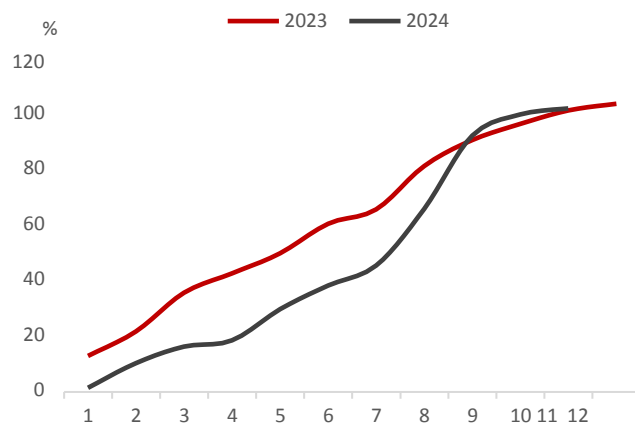
二是今年以来一直发行节奏较慢的新增专项债从8月开始发行进度骤然加快，7月发行进度仅为全年安排规模的45.5%，8月进度已经快速提升至65.9%，9月进一步加快，进度提升至92.3%，完成了“730政治局会议”提出的要加快专项债发行使用进度要求。

图 2：历年地方债月度发行规模



资料来源： ，

图 3：2023 及 2024 年新增专项债发行进度



资料来源： ，

三是央行对于长端利率的控制逐步淡化，今年4月以来，央行对长债收益率问题保持关注，已多次公开提示长端利率风险，导致市场做多情绪受到一定抑制，长端利率一度出现明显调整，随后进入横盘震荡。同时，因在国债二级市场交易中涉嫌操纵市场价格、利益输送，交易商协会对4家农商行启动了自律调查。这些情况均显示央行对于长端利率过快下行是存在较大的担忧的。到“924”央行召开新闻发布会，潘行长对于这一情况的措辞修改为“国债收益率水平是市场化形成的结果，人民银行尊重市场作用”。这一态度的转变一定程度说明央行已经接受了当前利率水平。更进一步地，从7月22日央行开始降息，到后续出台一系列货

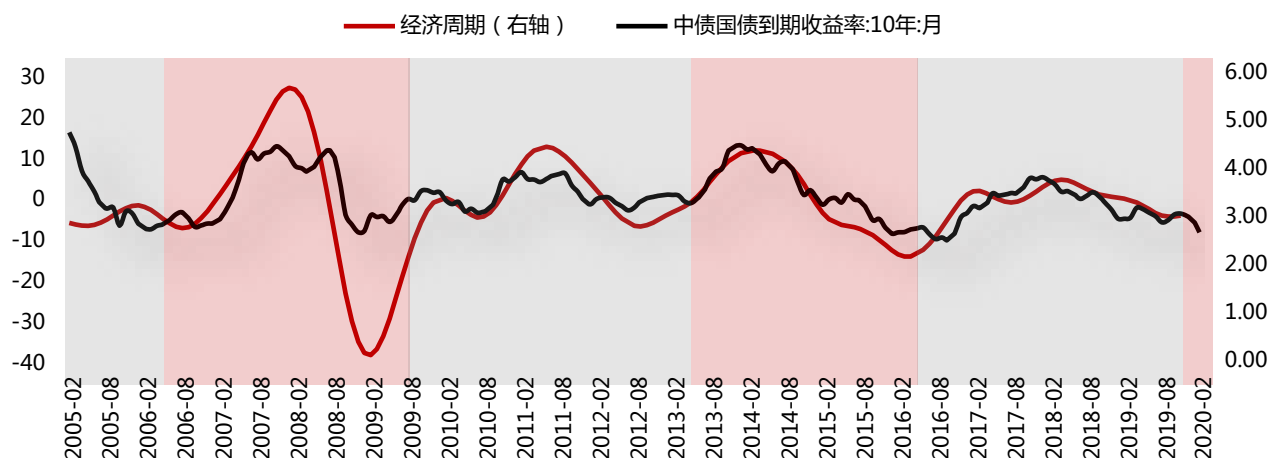
币支持政策，或可以说明央行已经短期内放弃此前一直沿用的黄金法则来指导利率，转而通过泰勒规则的一些措施来进行调控。黄金法则主要针对中长期利率进行调控，而泰勒规则则是解决短期利率如何针对通胀率和产出变化进行调整，这里的一个证据是，《三季度央行货币政策执行报告》央行提出要“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”。

以上种种迹象表明，7月是2024年全年乃至近年来政策变化较大的一个时期，虽然债券市场运行仍然是整体下行（各类扰动事件导致下行过程中存在反复），但长端利率运行的逻辑已然发生了重大变化。在此，有必要重新回顾旧经济增长动能运行下的债券投资逻辑。

2.1 旧经济增长动能运行的逻辑

在以往的债券市场分析框架中，主要以库存周期作为分析基本面的切入点。2020年以前，中国的长端利率波动与以库存周期为代表的经济周期高度同步。而2020年以后开启的中国新一轮库存周期已历时近5年却仍未结束。本轮库存周期转换形态与前六轮不同的根本原因在于产业新旧动能的转换。在旧动能产业主导时期，由于建筑地产相关产业链联动性较强，易形成各行业的同步共振，因此库存周期的转换会比较顺畅。

图4：宏观经济波动与中国10年期国债收益率走势

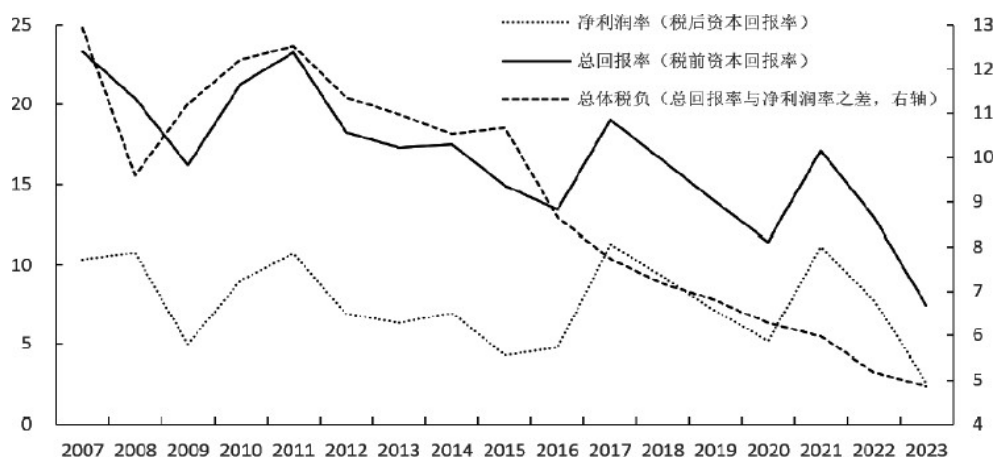


资料来源： ，

从更深层次讲，利率和资本回报率是紧密相关的，只有当资本回报率高于利率时，企业才会有借贷的动力。根据央行研究院李宏瑾的研究，

2012 年以来我国资本回报率明显下降，以净利润率（税后资本回报率）来看，2007-2022 年基本始终维持在 5% 上方，但 2023 年净利润率（税后资本回报率）出现了大幅下滑，以今年经济运行情况看，净利润率（税后资本回报率）继续下行应该是大概率事件。

图 5：2007-2023 年中国资本回报率及总体税负情况



资料来源：李宏瑾，《中国资本回报率变化趋势及主要行业比较研究》

我们认为，2022 年以前较为稳定的净利润率（税后资本回报率）是构成旧经济增长动能循环模式稳定的主要原因，这既是企业部门和居民部门加杠杆的前提，也是加杠杆的结果。从朴素的逻辑上看，只有企业具有稳定的从其资产中获得的税后收入，才能进一步促进企业投资，居民也将获得稳定的收入用以投资及消费。

我们可以尝试以此构建旧经济增长动能下的逻辑框架：

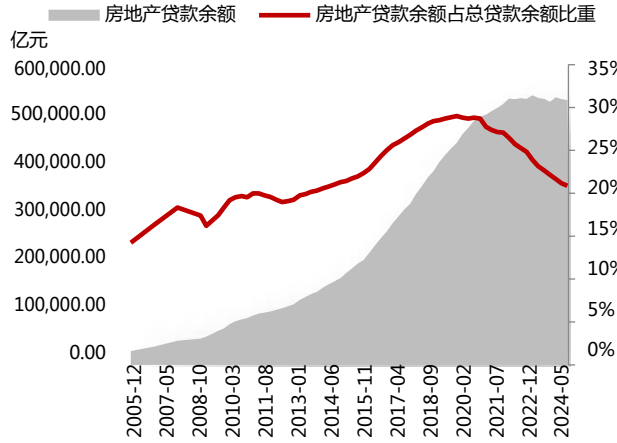
首先，由于我国资本回报率稳定且高于贷款利率，这使得贷款对于实体经济而言具有稀缺性，商业银行倾向于上浮贷款利率以及把贷款提供给经营稳定的国企，民企及小微企业天然在贷款可得性方面存在劣势，这从一定程度上阻碍了技术进步的速度。

从贷款投向上看，房地产历来都是商业银行最主要的投向领域。比如，在房地产贷款余额占总贷款比重最高的 2018 年，这一比例接近 30%，而在当年六大行合计新增的 51305.59 亿元贷款中，个人住房贷款增加了 25338.96 亿元，占全部新增贷款的 49.39%。又如，工行在 2005 年对制造业贷款是个人住房贷款的近两倍，但 2017 年对个人住房贷款是制造业贷款的近三倍。由于房地产政策从 2016 年四季度开始对房企融资渠道逐步收紧，而重点支持居民自住购房融资需求，此时个人房贷占

房地产贷款余额比重开始快速上升，至2021年末接近74%的高点。

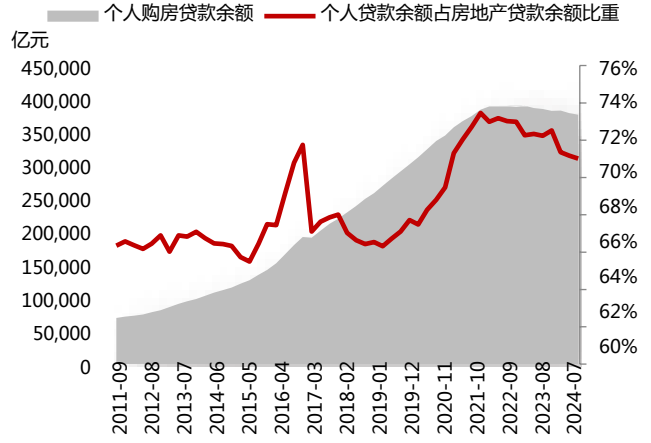
从居民部门杠杆率来看，2011-2021年，正是其攀升最快的十年。在这一过程中，个人房贷形成了商业银行最优质的资产，从而为商业银行提供了稳定的净息差。

图 6：房地产贷款余额占总贷款余额比重



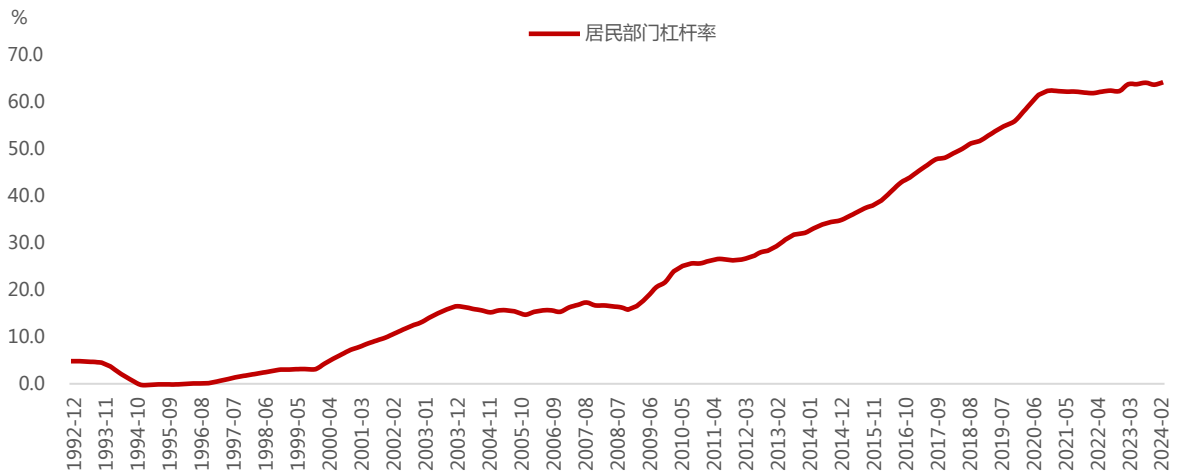
资料来源：，

图 7：个人房贷占房地产贷款余额比重



资料来源：，

图 8：宏观经济波动与中国 10 年期国债收益率走势



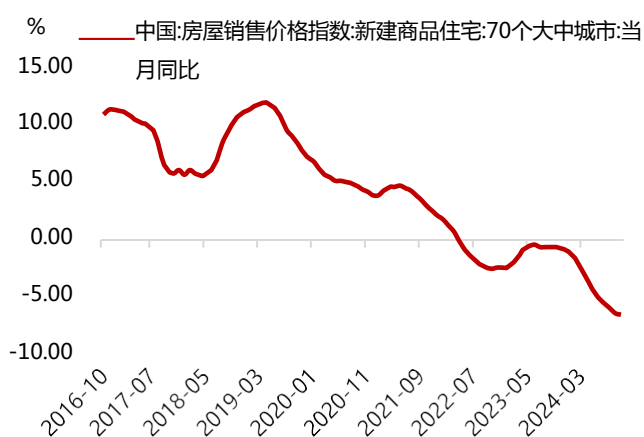
资料来源：NIFD，

由此，以居民加杠杆空间为基础，形成了一条稳定的逻辑链条。同时，在政策层面，始自2005年的商业银行改革及利率市场化也起到了巩固这一逻辑链条的作用。商业银行改革的主要目的在于化解不良资产，这需要根本上保证商业银行存在稳定且较为充足的净息差。且从2015年利率市场化放开存款利率管制后，商业银行开始争相提高存款利率

进行揽储，商业银行之所以敢于如此揽储，一方面存款流失下需要争取存款来扩大资产端规模，另一方面本质上还是因为净息差足够应付存款利率的上浮。

进入2020年后，突如其来的疫情打乱了经济运行态势，随后在经济恢复基本稳定后，房地产市场迎来了一波修复行情，在2020年5月至2021年7月这一年多的时间里，新建商品住房价格同比降幅呈现大幅趋缓态势，而在一线城市的二手房市场，则呈现出挂牌价明显上升和挂牌量明显下降的态势，这种量跌价升的情况反应了二手房市场再度出现惜售情况，而这一时期也恰恰对应着居民部门杠杆率最后的明显抬升。

图 9：新建商品房走势当月同比



资料来源： ，

图 10：一线城市二手房挂牌量和挂牌价指数



资料来源： ，

在随后2022和2023年，居民部门杠杆率基本维持稳定，换句话说居民部门已经失去了主动加杠杆的能力和意愿。于是，我们前文所提的那条稳定的逻辑链条就失去了根本驱动力。随着断供、提前还款等情况的发生，房贷曾几何时作为商业银行最优质资产这一情况开始松动。按照黄奇帆在2023年末第六届虹桥国际经济论坛消费分论坛上引用的数据，中国城市居民的房地产债务占家庭收入的比重高达137.9%，远高于美国的90%和欧洲的130%。同时，城市居民家庭平均每年用于还本付息的部分相当于收入的15%，而美国仅为7.8%，欧洲一般在8%-9%。

此前由于房地产有上涨预期以及居民存在加杠杆空间，整体上房地产债务占家庭收入如此之高尚能支撑。当2022年房价开始出现下降预期后，首先意味着居民的存量财富将受到冲击，在这种情况下，居民消

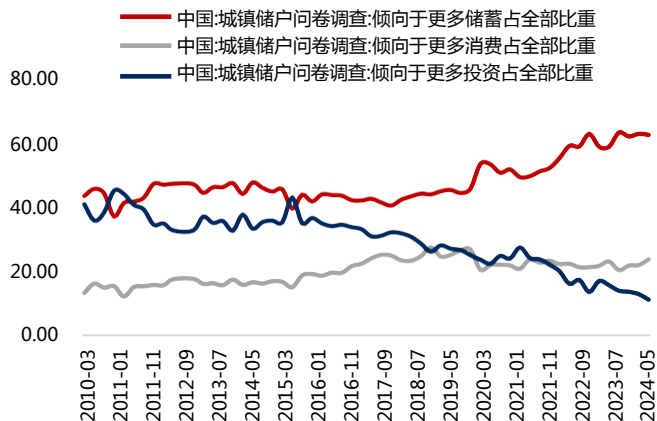
费信心不足，储蓄意愿大幅上升，从而表现为预防性储蓄。

图 11：城镇储户未来收入信心指数持续下行



资料来源： ，

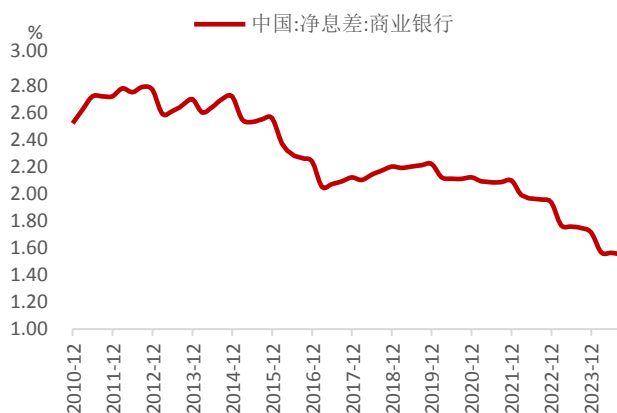
图 12：居民储蓄意愿维持高位



资料来源： ，

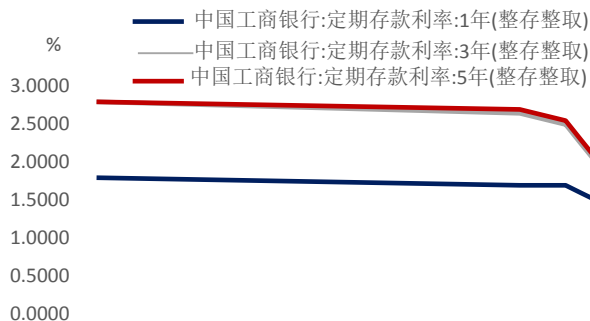
由于居民消费以及投资需求的大幅下降，导致信贷需求同样大幅下降，在贷款利率受到信贷需求低迷以及资本回报率下降的双重制约下，商业银行净息差收缩压力骤然加大，当资产端收益率无法满足商业银行要求时，这时就开启了利率市场化形式上的尾声——倒逼商业银行存款利率下调。从2022年开始，目前已经进行了6轮存款利率下调，其中2023年进行了3次，2024年2次，以工行为例，3年期定存利率从2022年的2.6%下调至2024年10月的1.5%。10月末以来，越来越多的中小银行加速跟进调降存款利率，个别农商银行调整后的五年期执行利率水平已突破国有大行挂牌利率的最低水平。

图 13：商业银行净息差降至历史低位



资料来源： ，

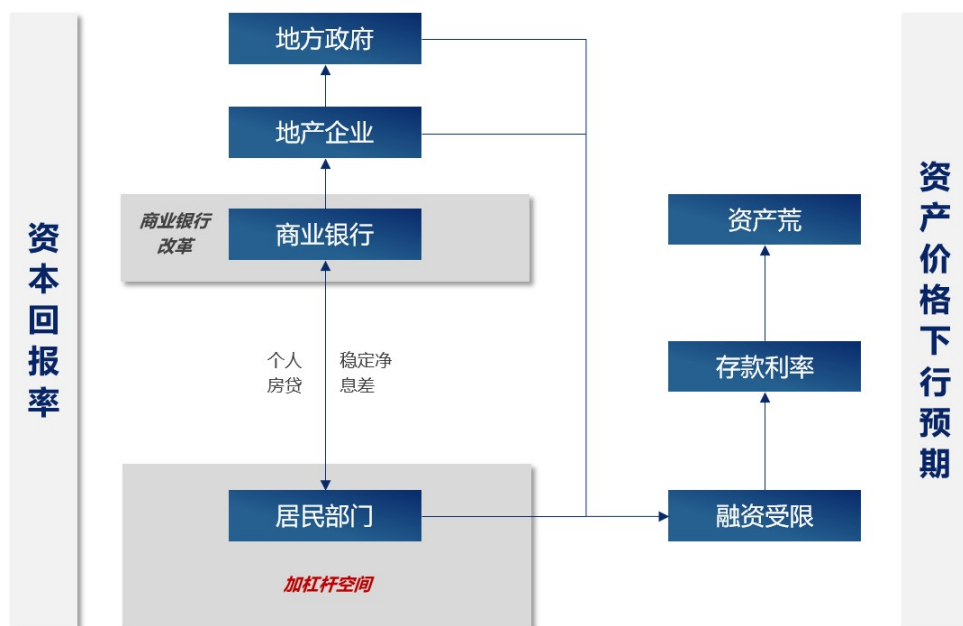
图 14：工行存款利率下行走势



资料来源： ，

总结上述观点，我们形成了简单的以居民部门为核心的旧增长动能循环逻辑链条：

图 15：以居民部门为核心的旧增长动能循环逻辑图



资料来源：

上图循环的底层基础在于居民部门加杠杆空间，之所以我们在前言中将今年上半年这种旧经济增长动能难以为继下的利率下跌定义为“补跌”，主要基于两方面考虑：

一是在2015年存款利率放开上限后，商业银行受到存款流出带来的考核压力影响加大了揽储的竞争力度，在负债端商业银行成本增加后，其有动力从资产端进行弥补。在过去的十几年中，中国的房贷利率并不低，但这并没有阻止居民买房和借贷购房。对于银行而言一方面可以通过高息个人房贷获得可观收益，另一方面，一些房地产开发商也愿意通过昂贵的房地产开发贷款和其他非标融资来推动房地产销售。这使得整个中国资本市场充斥着以居民杠杆空间为支撑的高息资产，这些高息资产收益率已经偏离了经济发展可以承受的范围，因此国家才会过去的十年中屡屡采用强监管的形式来遏制金融机构的各种不合理加杠杆行为。

二是自2005年商业银行改革以来，商业银行在政策端受益，能够天然维持较高的净息差。贷款利率构成主要包括三个部分，即无风险利率、风险溢价和银行自身利润目标等，在商业银行改革的初始几年中，我

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/897065044035010011>