

利率：波动收敛、低位震荡

——24年六大总量话题1

相关研究

《近期背离的分析：权益终将胜出——23Q4 大类资产配置展望》2023.10.11

《政策有为，未来可期——7月中央政治局会议解读及对股债的影响》2023.07.25

《中高端制造强于低端：科创的力量——中国经济的几个背离思考 4》2023.07.23

投资要点：

- **核心结论：**①利率现状：周期更长、“牛长熊短”、高/低点下移、波动放缓。当前利率已处于历史低水平，与海外比，我国名义利率也在低位，但实际利率相对偏高。②经济视角：经济是利率中枢中长期的锚，近几年我国利率中枢水平大约是复合经济增速的 0.4 倍，拉长长时间看经济增长放缓指向未来利率中枢趋降，引申到政府债务率角度亦是如此。③财政视角：我们认为，明年财政政策或将更加积极发力，而参考历史上的宽财政周期，预计本轮中稳健宽松货币也将积极配合。在此背景下，预计明年债市或低位震荡，利率高点或可参考 2021 年以来 MLF 利率加点规律、低点或有望突破今年。
- **风险提示：**基本面超预期变化，政策不及预期，假设和测算误差风险，海外不确定因素发酵，历史不代表未来。

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:应稼娴

Tel:(021)23185645

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:贺媛

Tel:(021)23185639

Email:hy15210@haitong.com

目录

1. 当前利率位置：低水位、低波动	4
2. 经济视角看利率：长期下行，短期震荡	5
3. 财政周期看利率：稳健宽松货币继续配合	9

图目录

图 1	2014 年以来，利率周期逐渐拉长，呈现“牛长熊短”的格局（%）	4
图 2	10Y 国债利率振幅趋降，今年振幅仅 40BP（BP）	5
图 3	今年利率波动率环比小升，但仍是偏低水平（%）	5
图 4	我国十年期国债利率处于全球经济体中 16%分位数（%）	5
图 5	我国实际利率在全球经济体处于 80%分位数（%）	5
图 6	10Y 国债利率和名义经济增速的走势趋同（%）	6
图 7	中国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速抬升至 0.4 左右	7
图 8	美国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速下行至 0.3 左右	7
图 9	近两年韩国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速在 0.6 左右	7
图 10	英国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速下行至 0.25 左右	7
图 11	利率中枢与政府杠杆率负相关（%）	7
图 12	各国利率中枢/政府杠杆率的比值均在下行	8
图 13	2020 年之前我国经济目标的设定基本不会持续下调（%）	8
图 14	从实际狭义赤字率看过去几轮财政扩张（%）	9
图 15	过去五轮宽财政周期的背景和政策发力情况	10
图 16	政府债多发时期，通常伴随着货币宽松的操作（%）	10
图 17	2020 年 6 月宽货币逐步退出、资金面加速收紧（%）	11

表目录

表 1	不同国家不同时期利率中枢/名义 GDP 复合增速的对比	6
-----	-----------------------------	---

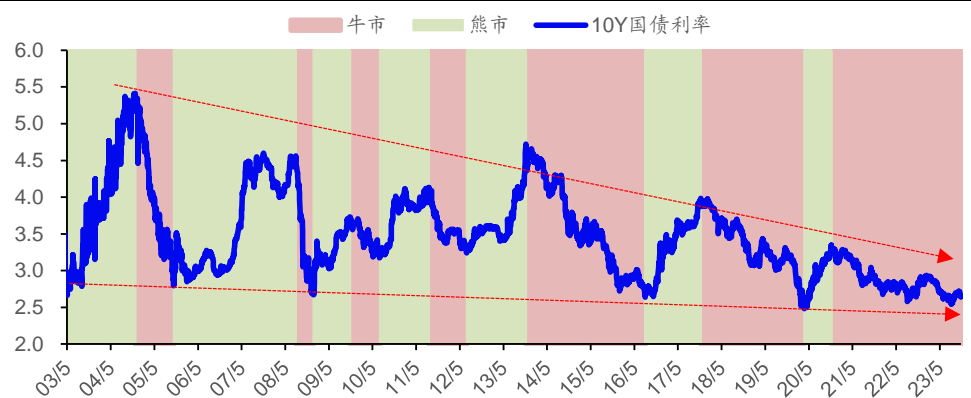
2023年是预期与现实交织、在波折中前进的一年，全年5%的经济目标有望顺利实现，今年的帷幕正徐徐落下，来年的新篇章即将谱写，继往开来，谋而后动。由此，围绕着2024年值得重点关注的六大总量话题（利率、财政、地产、消费、科技、美债），我们分别开展了深度研究。

作为系列报告的第一篇，我们重点聚焦流动性和利率水平分析。从2020年11月以来，本轮下行周期已持续较长时间，当前我国名义利率水平也已偏低，对当前很多资产定价都有重要的影响。那么未来我国利率将何去何从？趋势会否反转？本篇中，我们重点从经济基本面和财政货币政策两大视角出发，对2024年以及中长期的利率走势进行研判。

1. 当前利率位置：低水位、低波动

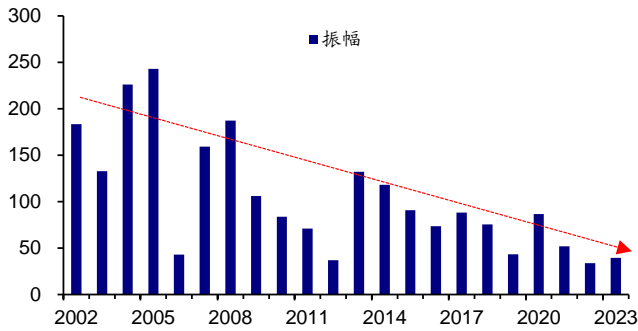
2014年以来我国利率周期平均持续约43个月，并呈现“牛长熊短”的特点。历史数据显示，2003年以来至今年11月10日，利率大周期平均每轮持续时间为35个月左右，2014年以前呈现“牛短熊长”的特征，但2014年以后发生了反转，运行周期被拉长，尤其是利率下行周期运行时间更长、平均持续约32个月，而上行周期11个月左右。

图1 2014年以来，利率周期逐渐拉长，呈现“牛长熊短”的格局（%）

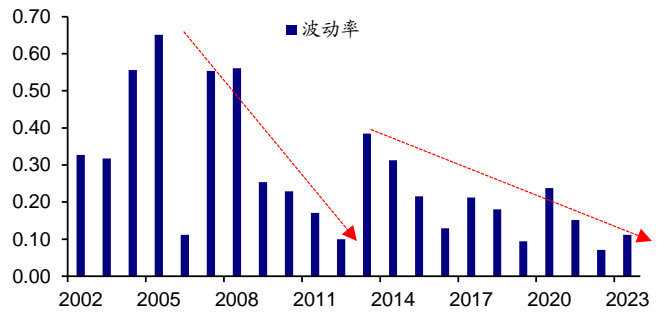


资料来源：WIND，海通证券研究所

每轮周期中利率高点和低点均呈现下移的规律，利率波动幅度也在明显缩小。如果纵向来看我国债市的历史振幅和波动率水平，可以发现从2022年开始进入了较低波动区间。我们用每年十年期国债利率的最大值减去最小值，及标准差来计算其振幅和波动率，截至12月1日，今年10年期国债利率年度振幅约为40BP，波动率为0.11，尽管较2022年有少许抬升，但仍然处于历史较低位。事实上，从振幅和波动率来看，2005年以来便整体呈现下降趋势，且周期波动峰值也在不断降低，背后的原因可能是经济基本面波动放缓、货币政策工具丰富且操作更加精准及时、以及市场利率大体围绕政策利率波动。

图2 10Y 国债利率振幅趋降，今年振幅仅 40BP (BP)


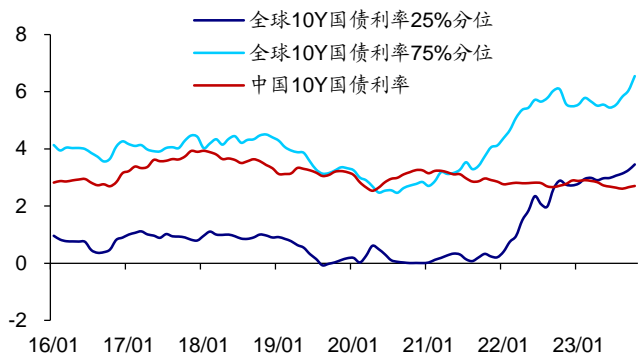
资料来源：Wind，海通证券研究所，年度振幅=最大值-最小值，数据截至 2023 年 12 月 1 日

图3 今年利率波动率环比小升，但仍是偏低水平 (%)


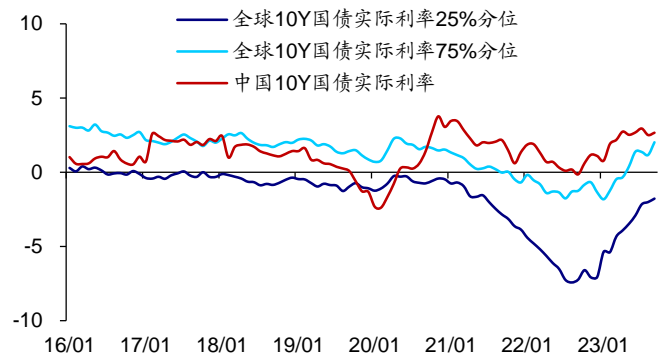
资料来源：Wind，海通证券研究所，波动率为 10 年国债利率标准差，数据截至 2023 年 12 月 1 日

当前处于 2020 年 11 月以来下行周期，目前利率水平已偏低。截至 12 月 1 日 10Y 国债利率为有数据以来的 4%分位数水平，利率中枢（年度均值）也为 2002 年有数据以来新低。

与海外相比，在 44 个全球主要经济体中，当前我国债市名义利率水平也处于低位，而实际利率水平相对偏高。我们测算了近年来中国 10 年期国债利率在全球 44 个经济体当中的位置，同时也通过 10 年期国债利率减去通货膨胀率（各国 CPI 同比增速），粗略估算了中国 10 年期国债实际利率的位置。可以看到名义利率和实际利率在全球经济体当中的水平出现了一定程度的背离，2023 年以来我国的 10 年期名义利率已略低于全球 44 个经济体 25%分位水平，而实际利率则保持在全球 75%分位水平以上，这与新冠疫情和俄乌冲突以来全球范围内的高通胀以及货币政策收紧密切相关。

图4 我国十年期国债利率处于全球经济体中 16%分位数 (%)


资料来源：Wind，Bloomberg，海通证券研究所测算

图5 我国实际利率在全球经济体处于 80%分位数 (%)


资料来源：Wind，Bloomberg，海通证券研究所测算

无论对比历史还是对比海外，当前我国名义利率水平已偏低，本轮利率下行周期也已持续较长时间，那么利率未来走势将何去何从？核心影响因素是什么？

2. 经济视角看利率：长期下行，短期震荡

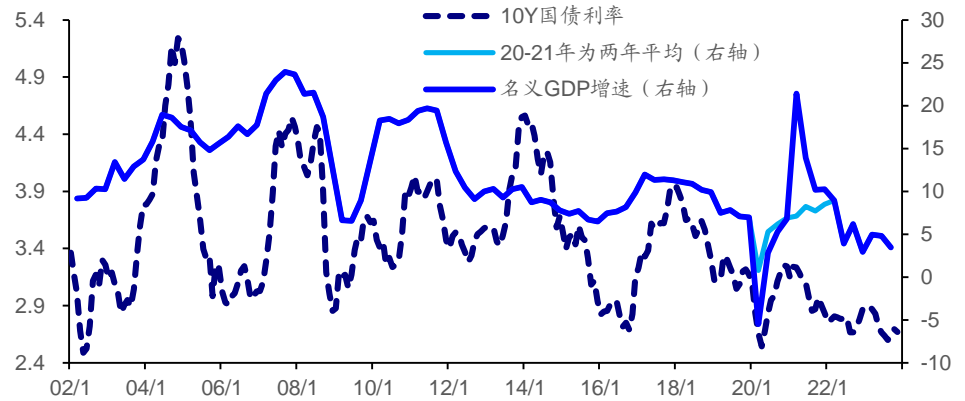
2021 年《中国的利率体系与利率市场化改革》¹中表示“实践中一般采用“黄金法则（GoldenRule）”来衡量合理的利率水平，即经济处于人均消费量最大化的稳态增长轨道时，经通胀调整后的真实利率 r 应与实际经济增长率 g 相等...总体上 r 略低于 g 是较为合理的，从经验数据看，我国大部分时间真实利率都是低于实际经济增速的...”，简言之，实际经济增速是实际利率的锚，同理，名义经济增速是利率中枢的锚。

历史数据来看，名义 GDP 增速是实际经济增长和通胀水平综合体现，其与 10Y 国

¹ <http://camlmac.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4351958/index.html>

债利率相关性较高、走势也基本一致。人民银行调查统计司课题组《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》²中预测“我国 2022 年-2025 年潜在产出增速将从 5.5% 放缓至 5.1%”，随着我国经济增速的放缓，将带动利率中枢继续下移。

图6 10Y 国债利率和名义经济增速的走势趋同 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，2020-2021 年经济增速为两年平均

近几年我国利率中枢/名义 GDP 复合增速的比值在 0.4 左右，并有缓慢上行的趋势。美国、英国和韩国 10Y 期国债利率与其名义 GDP 增速的比值整体比我国的高，美国 1971 年-2022 年利率中枢/GDP 复合增速的均值为 0.96，2010 年-2019 年为 0.59。而我国 10Y 国债利率与名义 GDP 增速的比值相对偏低，基本保持在 0.5 及以下，2010 年-2019 年为 0.32，2020-2022 年抬升至 0.41。整体而言我国利率中枢较经济增速水平明显偏低，但该比值趋势往上走，这意味着我国利率中枢与 GDP 增速的差距在加速缩小。结合 IMF 对我国实际增速的预测，再假设我国 10Y 国债利率与名义 GDP 增速的比值在五年后（2028 年，下同）为 0.5 左右、GDP 平减指数按 2%，则对应的利率中枢或为 2.69% 左右。

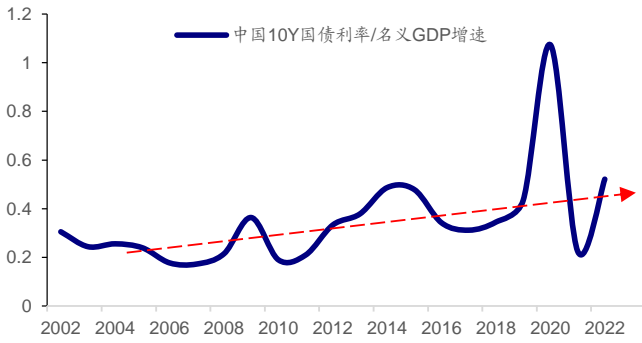
表 1 不同国家不同时期利率中枢/名义 GDP 复合增速的对比

对比	中国			美国		
	复合经济增速	10Y 国债利率均值	国债利率 / GDP 增速	复合经济增速	10Y 国债利率均值	国债利率 / GDP 增速
1971 年-2022 年	12.8%	-	-	6.3%	6.0%	0.96
2000 年-2009 年	14.4%	3.6%	0.25	4.2%	4.5%	1.07
2010 年-2019 年	11.0%	3.5%	0.32	4.0%	2.4%	0.59
2020 年-2022 年	7.0%	2.9%	0.41	6.2%	1.8%	0.29
对比	韩国			英国		
	复合经济增速	10Y 国债利率均值	国债利率 / GDP 增速	复合经济增速	10Y 国债利率均值	国债利率 / GDP 增速
1971 年-2022 年	13.6%	-	-	7.6%	-	-
2000 年-2009 年	7.4%	5.7%	0.77	4.0%	0.05	1.16
2010 年-2019 年	4.8%	2.9%	0.61	3.7%	2.0%	0.55
2020 年-2022 年	4.0%	2.3%	0.58	3.91%	1.2%	0.31

资料来源：WIND，海通证券研究所，利率中枢为 10Y 国债利率均值，我国国债利率数据为 2002 年以来

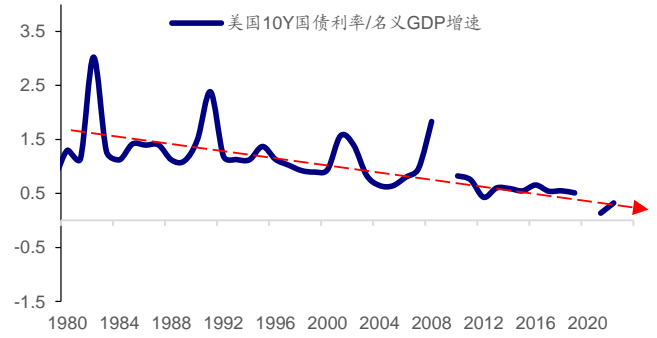
² <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/4122386/4122692/4214189/4214314/index.html>

图7 中国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速抬升至 0.4 左右



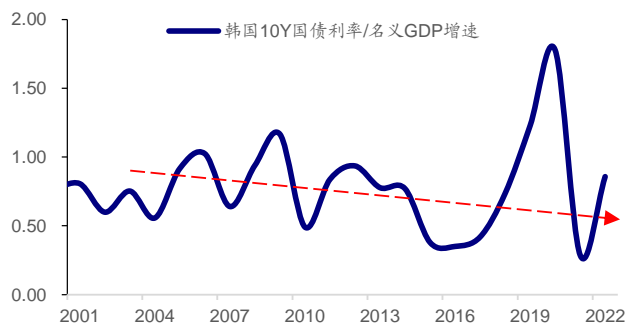
资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 美国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速下行至 0.3 左右



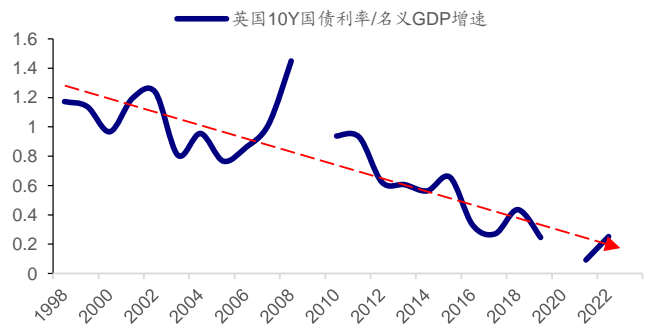
资料来源：WIND，海通证券研究所，负值按空值处理

图9 近两年韩国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速在 0.6 左右



资料来源：WIND，海通证券研究所

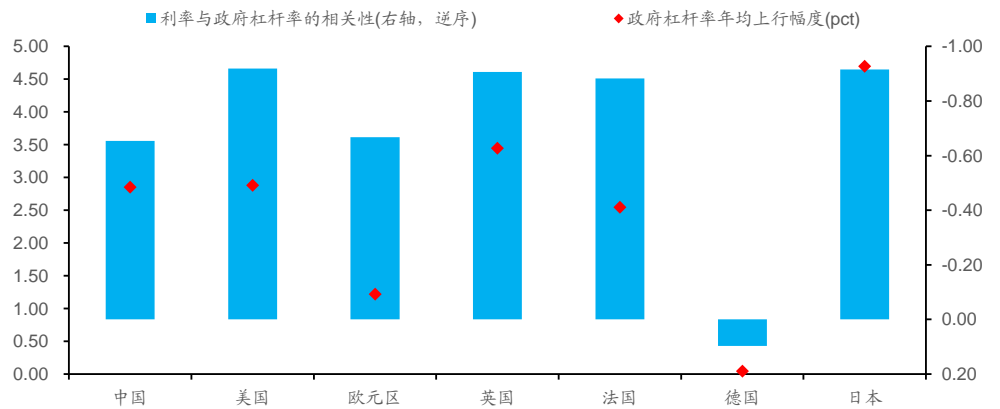
图10 英国 10Y 国债利率/名义 GDP 增速下行至 0.25 左右



资料来源：WIND，海通证券研究所，负值按空值处理

以及，在经济增长下滑或者经济衰退时，需要政府加杠杆来对冲，而高政府债务滋养低利率。无论美、日、欧，还是我国的政府杠杆率在经济发展过程中均被不断推高（为了方便对比分析，我们这里使用 BIS 口径下的各国政府杠杆率）。当政府债务过高导致每年利息支出负担较重，为了降低政府利息支出，政府会有意维持低利率的环境。现实中央行难以完全独立，过高的政府债务会制约货币政策，以及为了应对经济下行压力，政策组合往往是宽松货币政策+积极财政政策，央行“间接”购买财政部发行的国债，最终使得利率趋于下行。从降低社会融资成本角度来说，亦是如此。

图11 利率中枢与政府杠杆率负相关（%）

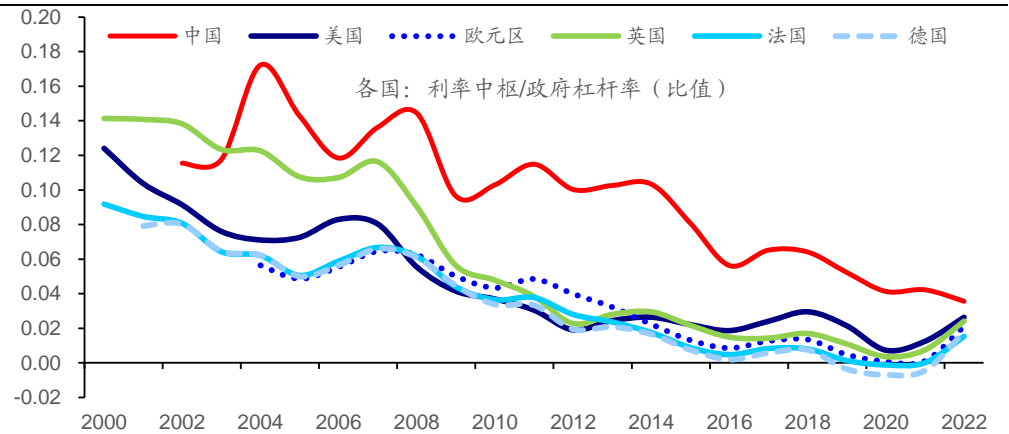


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据区间为 2004 年至 2022 年

回顾历史，我国和美、日、欧的 10Y 国债（公债）利率/政府杠杆率的走势是大体趋同的，整体持续下移。2010 年以来我国 10Y 国债利率/政府杠杆率（剔除个别异常值，下同）平均每年下移 0.001，政府杠杆率平均抬升 3pct。考虑到债务管控和金融稳定，

以及财政在逆周期发力的同时，也着眼于持续性、稳定性和长久性，假设政府杠杆率平均每年抬升 2.5 个百分点，预计五年后利率中枢或在 2.62% 左右。若政府杠杆率提升的更快，那利率中枢水平或将更低。

图12 各国利率中枢/政府杠杆率的比值均在下行



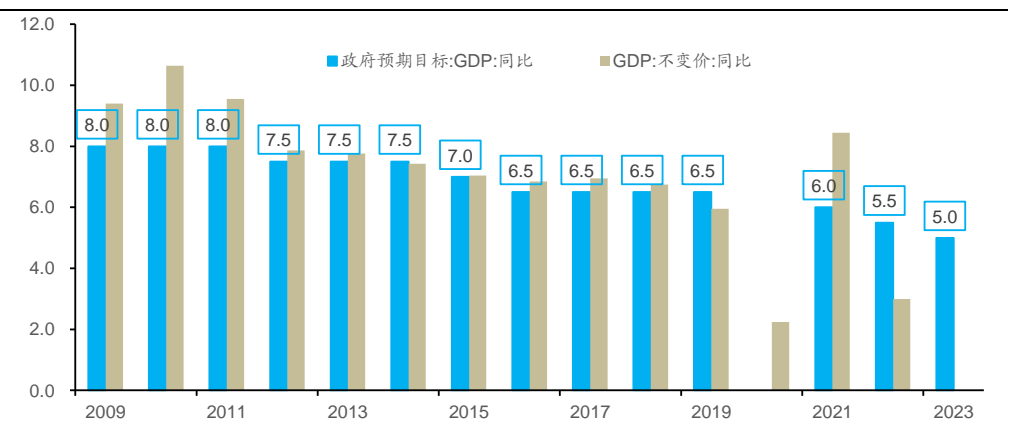
资料来源：Wind，海通证券研究所

总的来说：在中长期视角下，无论是对比海外，还是从经济及其引申角度政府债务率出发，我国利率中枢趋于下行。

短期来看，明年经济的大方向是恢复向好，但过程可能不乏曲折，预计利率中枢较今年或小幅抬升压力。我国今年全年经济增速 5% 的预期目标有望顺利实现，假设今年经济增速为 5.4%（参考 IMF 对我国经济增速的最新预测）³，那么两年平均增速为 4.2%，考虑到防疫政策优化落地近一年以来，我国经济积极因素在积累，预计明年经济有望在 22-23 年两年平均增速的基础上继续上探，与之对应的利率中枢较今年或有一定的上行压力。

关注经济目标、稳增长政策和货币政策。经济增速上行的高度很大程度上决定了利率中枢上行的幅度，对于明年我国经济增速能达到多高，还需看明年经济增长目标的设定，货币政策和稳增长政策发力情况对经济也是至关重要的，对利率波动的影响更是立竿见影。

图13 2020 年之前我国经济目标的设定基本不会持续下调（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

³ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202311/content_6914069.htm

3. 财政周期看利率：稳健宽松货币继续配合

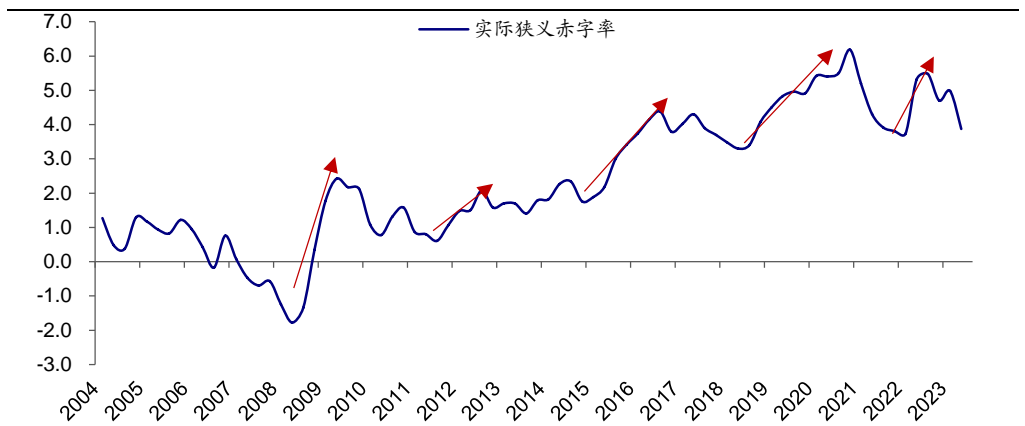
除了从经济增速的角度分析外，我们认为，在明年财政周期对利率的影响也可能变得不容忽视。

过去，在利率的影响因素分析中，我们讨论比较多的是货币周期对利率的影响，而对于财政周期影响的讨论相对偏少。一方面，财政周期的划分通常没有货币周期那么清晰，基于官方定调进行判断也并不准确。另一方面，相比于财政政策，以往货币政策、地产政策等对利率的影响会更加直接。

但我们认为，近年来，情况已经发生了重要转变，在地产周期波动减弱后，财政周期的重要性或趋于提升。10月24日，财政部公告称中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿，这意味着财政进入新一轮发力阶段。因而在当前时点，我们有必要对历史上的宽财政周期进行回顾，以判断接下来的财政扩张对利率的可能影响。

为了更准确地划分宽财政周期，我们主要选用实际赤字率进行衡量。首先，由于财政收入存在显著的顺周期性，财政支出变化并不一定能完全反映政策的意图和积极程度；其次，相比于预算赤字率，实际赤字率，即一般公共预算支出和收入的差额与当年GDP的比值，更能体现当年实际的财政力度。

图14 从实际狭义赤字率看过去几轮财政扩张 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

结果显示，从2000年开始，我们大概经历了五轮财政明显发力的周期。从背景来看，作为逆周期调节的重要手段，财政政策积极发力基本上都是为了应对经济稳增长压力比较大的情况。

但这些年来，具体的财政政策工具经历了比较明显的转变，广义财政重要性提升。比如在2012年到2014年，资管行业进入高速扩张期，城投债务+非标成为财政扩张的主要借力点，为基建提供了重要的资金来源。2015年以来，包括PPP、专项建设基金、PSL、政策性开发性金融工具等也不断被投入使用。

图15 过去五轮宽财政周期的背景和政策发力情况

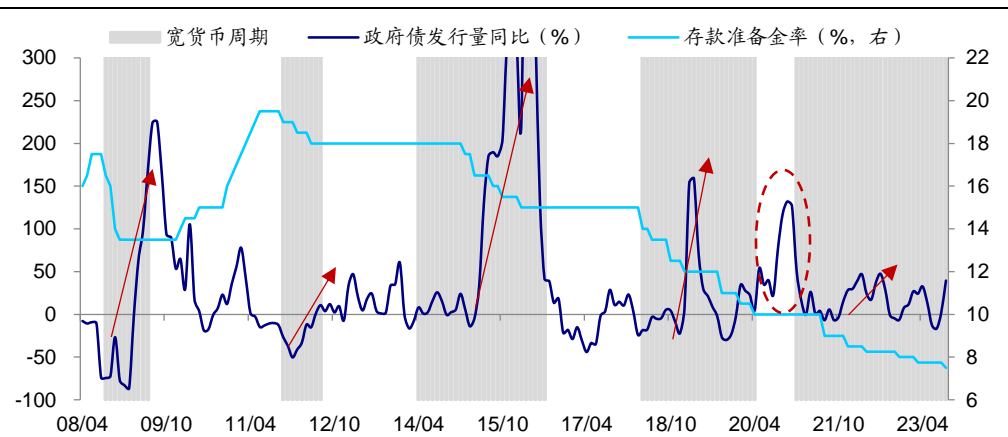
项目	2008-2009年	2012-2014年	2015-2017年	2019-2021年	2022年
经济背景	2008年，全球金融危机爆发，国内经济增速明显放缓	2011年开始，欧债危机爆发，国内地产调控下投资走弱	2014年经济增速换挡；地方政府融资举债收紧	2018年中美贸易摩擦、金融去杠杆；2020年新冠疫情延长宽财政周期	2021年下半年地产、基建均走弱，且疫情影响反复
财政政策发力点	2008年11月国常会推出4万亿刺激计划，基建项目快速启动	结构性减税政策；政府加大投资。	2015年6月提出三年棚改计划；基建继续发力；开启地方债务置换	大规模减税降费“保主体”；同时主要抓手仍是基建	主要通过基建投资发力；同时帮助减税降费及房企纾困
具体财政工具	提高财政赤字；鼓励地方城投平台融资	城投债和非标融资扩张	扩大财政赤字；万亿地方债务置换计划；PPP、专项建设基金、PSL等	扩大赤字规模；国企利润上缴；发行1万亿特别国债；地方专项债扩容	央行上缴利润；动用专项债结存限额；政策性开发性金融工具；重启PSL

资料来源：新华社、发改委、国家税务总局、中国人民银行、中国政府网，海通证券研究所

而且，宽财政初期通常会伴随宽货币的发力，尤其是在广义财政发挥越来越重要作用的背景下。广义财政支出多数用于项目资本，比如地方专项债、政策性开发性金融工具、专项建设基金等，这就对项目收益提出了一定的要求，而且通常会需要银行贷款和社会资本的共同支持。因此以广义财政为主导的扩张也会更加需要宽松货币政策的配合，这五轮宽财政周期都是类似。

对利率的影响上，如果财政发力阶段，同时有宽松货币政策呵护资金面，实际上利率或更趋低位震荡。理论上，债券集中发行阶段对利率的冲击主要有两个方面，一是会直接带来供给压力；另一个是吸收市场流动性，扰动资金面。但回溯历史情况，债券多发阶段并不一定意味着资金面的持续收紧。如果当时的经济基本面仍需要宽松货币的支持，央行也会通过降准或加大公开市场投放等操作来呵护资金面；由此利率受供给冲击的扰动也相对减弱。

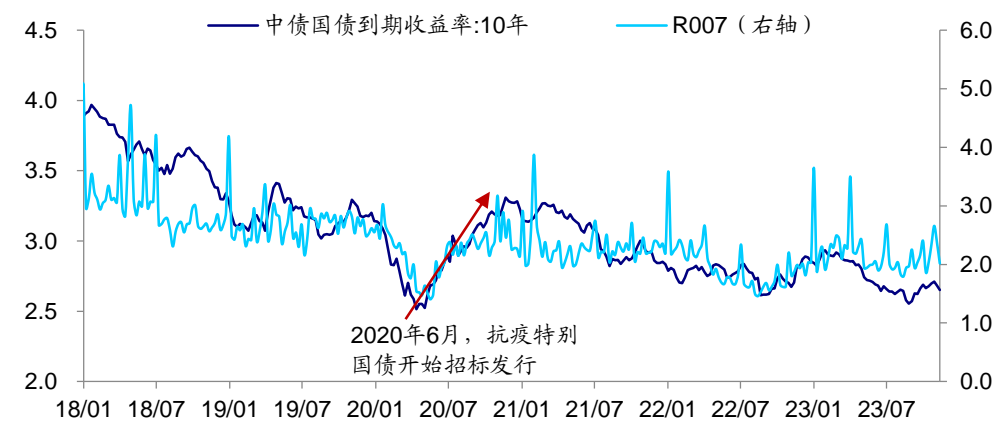
图16 政府债多发时期，通常伴随着货币宽松的操作（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

不过也有特殊情况，基本面情况的不同决定了货币政策并不会总是保持宽松。典型的比如2020年年中抗疫特别国债发行阶段。在6月、7月特别国债发行冲量的同时，由于前期系列的抗疫政策已见效，经济逐步企稳、资产价格走高，宽货币政策反而还在逐步退出，引起资金面的加速收紧，长端利率同步持续上行。

图17 2020年6月宽货币逐步退出、资金面加速收紧(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

回到本轮,今年四季度增发国债、上调赤字的动作,我们认为,新一轮财政扩张周期的正式启动;往后看,我们认为财政政策,尤其是中央财政或将更加积极,明年的赤字率可能仍会保持较高水平。

那么结合历史情况,我们认为,明年稳健宽松货币政策或继续积极配合。一方面,与2020年年中面临的基本面情况明显不同,当前包括金融物价数据、PMI指数等均显示经济基本面恢复仍偏弱,实体融资需求尚需要进一步提振;另一方面,尽管名义融资利率稳中有降,但若剔除通胀,实体部门的实际贷款利率还依然偏高,也有必要进一步降低融资成本。我们预计,展望明年,存款准备金率、政策利率等的调整可能都存在空间。

参考历史表现,接下来在“宽财政+宽货币”组合下,资金利率和长债利率持续上行的动力或也不足。结合前面从经济角度得到的判断,展望明年,利率中枢或较今年有小幅抬升压力,不过整体预计保持低位震荡。我们认为,2024年10Y国债利率高点或可参考2021年以来MLF利率加点的规律,考虑到货币稳健宽松,明年十年国债利率低点有望突破今年。

风险提示: 基本面超预期变化,政策不及预期,假设和测算误差风险,海外不确定因素发酵,历史不代表未来。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
 应稼娴 宏观经济研究团队
 孙丽萍 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后 6 个月内的 公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。