

## 期货研究报告

## 金融研究

## 宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

## 如预期又不如预期

报告日期：

2024年11月10日

## 报告内容摘要：

◆**国内政策：**到2028年，地方需要置换的隐债从14.3万亿降至2.3万亿。其中6万亿是实打实的新增债务限额。连续五年每年5000亿专项债额度得看未来新增专项债规模，才能确定增量的成色。2万亿可以理解为延后偿债压力。化债的本质是将高利率隐性债转化为低利率显性债，债务本身并没有消除。另外，此次化债并没有将偿债主体从地方政府转移到中央政府。

◆**房地产跟踪：**一、二、三线城市成交面积（7DMA）全线回落，特别是三线城市，目前已接近2023年季节性最低水平。二手房一线城市挂盘价再次滑落，二、三线城市继续走低。我们之前说关注一线城市乐观情绪能否向下带动，目前来看，这种可能性在变低。地产相关提振政策仍然需要发力。

◆**国债：**人大常委会会议的方案意味着年内发债量将提升。仅根据现有增量政策判断，预计相比去年四季度多出1.4万亿。供给端存在一定扰动。11、12月MLF均到期1.45万亿，叠加年末资金需求，流动性可能面临一定压力。预期货币政策将呵护市场。近期市场我们依然整体以震荡看待，10年期震荡区间为2.05%-2.25%。

◆**美债：**基于美国经济整体下行的判断，美债仍存在做多空间。美国大选不影响年内降息预期，但影响偏长期（譬如明年年末）政策利率。近期走势不断上扬，市场定价特朗普减税政策对经济的促进作用。

◆**美联储议息会议：**结果基本无悬念，市场也并没有太多反应，跟我们预期一致。内容上看，新增量就是通胀与就业的天平变化。整体而言，美联储对通胀回到2%目标的信心弱化，对劳动力市场的信心强化。

◆**风险提示：**美国经济超预期走强 国内经济超预期修复

## 目录

一、 国内会议落地.....	3
(一) 重磅会议如预期又不如预期 .....	3
(二) 房地产政策效果跟踪——一线城市成交面积走低.....	4
(三) 国债——年内供给加大.....	5
二、 美国大选后的行情分析.....	6
(一) 美债存在做多性价比 .....	6
(二) 美国大选对美联储降息路径的影响。 .....	6
(三) 美联储议息会议：通胀话语权上升 .....	7

## 图目录

图 1: 地方政府债务限额变化 (亿元) .....	3
图 2: 常委会会议预期管理部分 .....	4
图 3: 一线城市成交面积高位回落 (7DMA) .....	4
图 4: 二线城市成交面积也呈现回落态势 (7DMA) .....	4
图 5: 三线城市成交面积回落至季节性低位 (7DMA) .....	5
图 6: 一线城市挂牌价指数再次回落 .....	5
图 7: 二线城市挂牌价指数仍在下跌.....	5
图 8: 三线城市挂牌价指数仍在下跌 .....	5
图 9: 专项债已基本发行完毕 .....	5
图 10: 10 年期活跃券利率先下后上, 基本持平 .....	5
图 11: 11、12 月 MLF 到期量很大 (亿元) .....	6
图 12: 国债利率在震荡区间内 .....	6
图 13: 短期内降息预期变化不大 .....	6
图 14: 明年年末联邦基金利率预期不断上升 .....	6

## 一、国内会议落地

### (一) 重磅会议如预期又不如预期

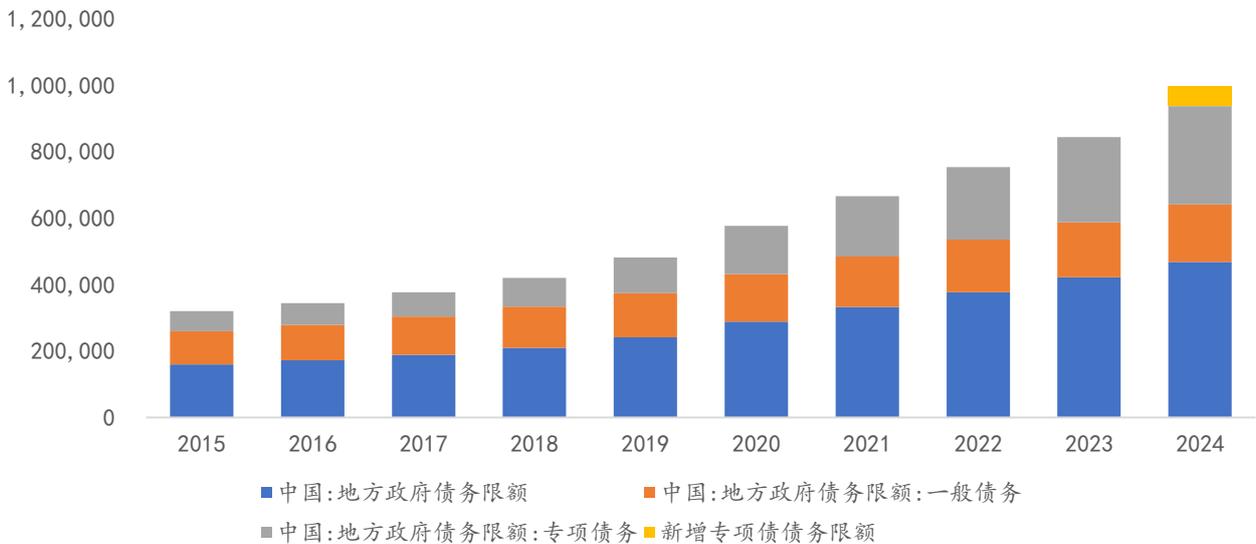
人大常委会会议如期落幕，总体来看，有预期中的部分，也有不及预期的部分。

如预期的是化债。新增地方政府债务限额 6 万亿，分三年安排，2024—2026 年每年 2 万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。同时，从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。此外，明确 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。通过以上措施，原先 14.3 万亿隐性债务大幅降至 2.3 万亿。

从隐性债务的降幅来看，化债额度似乎高达 12 万亿，比之前传的规模要大一些，但其中 6 万亿是实打实的，通过直接提高地方政府可发行专项债债务限额。4 万亿从地方政府专项债额度中提取，这里主要看之后专项债券新增量怎样安排，如果增速跟以前差不多，并没有因为化债而明显提高，那么这部分的量只是强制规定地方政府把专项债的份额一部分切割给化债，不属于新增量的范畴。另外 2 万亿可以理解为延后偿债压力。如此一来，为完成 2028 年隐债“清零”目标，地方政府原本需要消化 14.3 万亿，每年从 2.86 万亿元，现在减为总额 2.3 万亿，每年 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

也就是说，在悲观预期下，可能实打实的化债只有 6 万亿新增债务限额。同时，我们需要强调的是化债的本质是将高利率隐性债转化为低利率显性债，债务本身并没有消除。另外，此次化债并没有将偿债主体从地方政府转移到中央政府。

图 1: 地方政府债务限额变化 (亿元)



资料来源: Wind 信达期货研究所

不及预期的地方是此次发布会并没有房地产、消费等方面具体的举措。但是蓝部长做了非常多的预期管理(如下图)，表明这次没有，不代表以后都没有。受预期影响，我们看到 A50 期货尽管一开始直线下挫，但跌幅整体也不算很大，预期对周一的股市影响也不会太大。

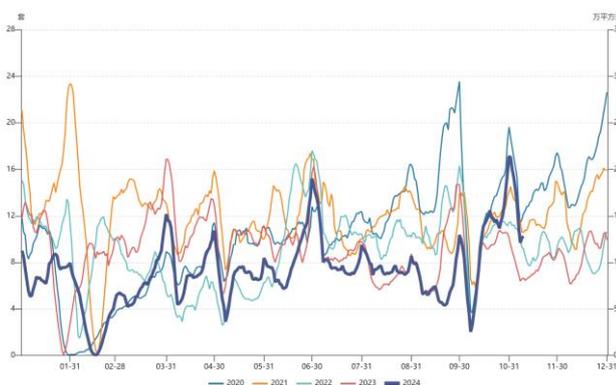
**图 2: 常委会会议预期管理部分**

举债空间很大	抓好增量政策落地见效	明年更加给力的财政政策
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我国政府负债率仅67.5%，跟其他国家相比相对较低</li> <li>• 地方政府债务拥有大量有效资产，之前主要用于资本性支出，很多资产正在产生持续性收益</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出</li> <li>• 隐性债务置换工作，马上启动</li> <li>• 发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中</li> <li>• 专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，正在研究制定政策细则</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 积极利用可提升的赤字空间</li> <li>• 扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例</li> <li>• 继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设</li> <li>• 加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模</li> <li>• 加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度</li> </ul>

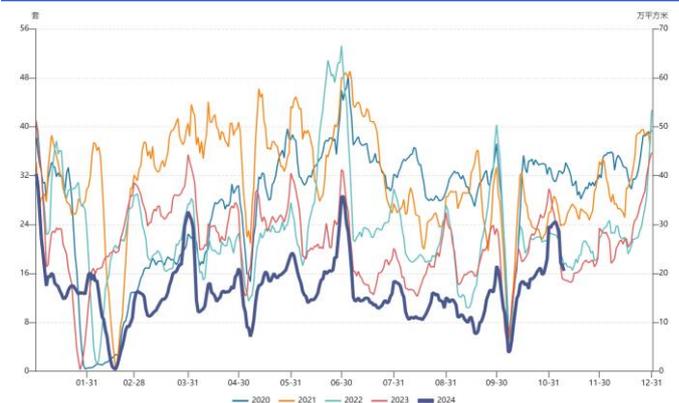
资料来源: Wind 信达期货研究所

## (二) 房地产政策效果跟踪——一线城市成交面积走低

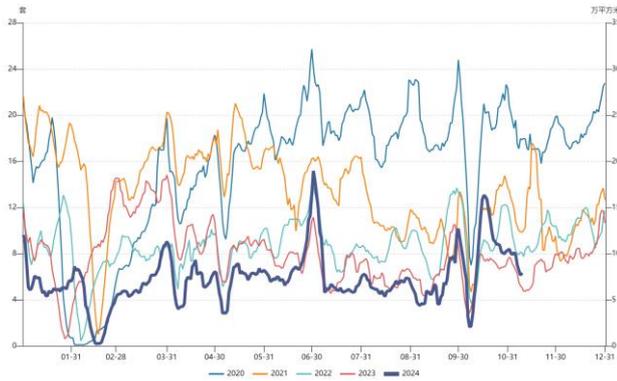
高频数据方面，我们继续重点观察房地产。上周我们说过一线城市呈现量升价缓跌的状态，然而本周数据有所弱化，一、二、三线城市成交面积（7DMA）全线回落，特别是三线城市，目前已接近 2023 年季节性最低水平。二手房来看，一线城市挂盘价再次滑落，二、三线城市继续走低。我们之前说关注一线城市乐观情绪能否向下带动，目前来看，这种可能性在变低。地产相关提振政策仍然需要发力。

**图 3: 一线城市成交面积高位回落（7DMA）**


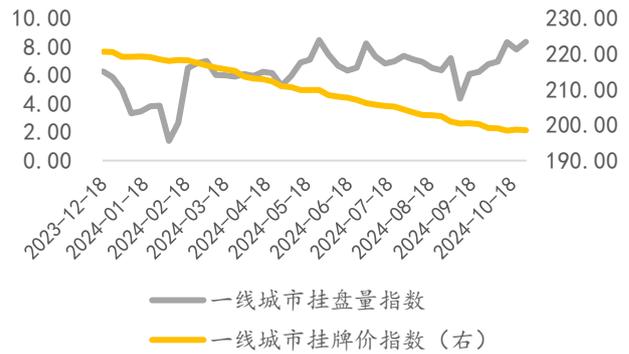
资料来源: Wind 信达期货研究所

**图 4: 二线城市成交面积也呈现回落态势（7DMA）**


资料来源: Wind 信达期货研究所

**图 5：三线城市成交面积回落至季节性低位（7DMA）**


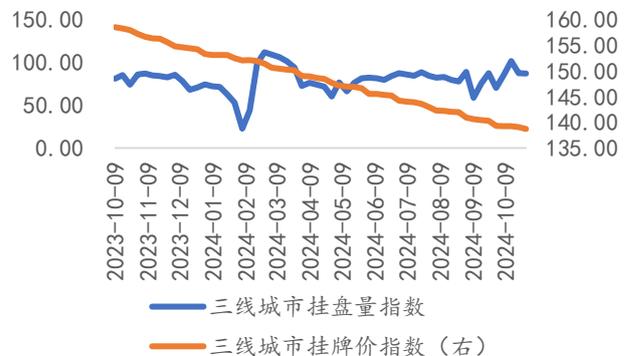
资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 6：一线城市挂牌价指数再次回落**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 7：二线城市挂牌价指数仍在下跌**


资料来源：Wind 信达期货研究所

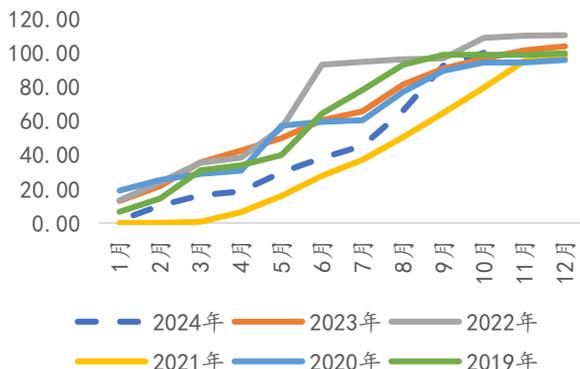
**图 8：三线城市挂牌价指数仍在下跌**


资料来源：Wind 信达期货研究所

### （三）国债——年内供给加大

人大常委会会议的方案意味着年内发债量将提升。目前年内专项债已基本发行完毕。年内主要的增量来自于 4000 亿元债务限额和 11 月 8 日提出的 2 万亿用于化债的新增专项债债务限额，相比去年四季度的 1 万亿特别国债多出了 1.4 万亿。如果不考虑未来可能的新增量，今年四季度由于现有政策增量发债额度又上升 1.4 万亿。供给端存在一定扰动。

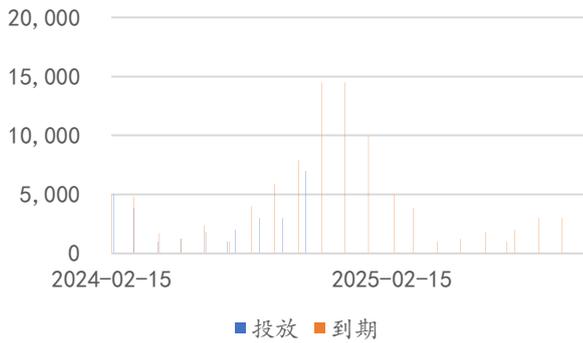
11、12 月 MLF 均到期 1.45 万亿，叠加年末资金需求，流动性可能面临一定压力。预期货币政策将呵护市场。近期市场我们依然整体以震荡看待，10 年期震荡区间为 2.05%-2.25%。

**图 9：专项债已基本发行完毕**


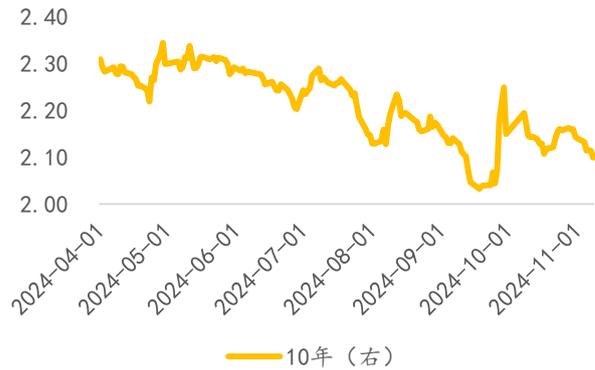
资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 10：10 年期活跃券利率先下后上，基本持平**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 11: 11、12月 MLF 到期量很大 (亿元)**


资料来源: Wind 信达期货研究所

**图 12: 国债利率在震荡区间内**


资料来源: Wind 信达期货研究所

## 二、美国大选后的行情分析

### (一)美债存在做多性价比

美国大选尘埃落定, 特朗普普票和选举人票都领先, 重返白宫, 同时国会大概率也被拿下(目前参议院已明确共和党获胜, 众议院选举结果虽未确定, 但共和党票数领先)。特朗普大权在握, 此时市场关心的是其上台后到底会有哪些政策? 对市场影响几何。

对于特朗普的政策以及未来的走势影响, 其实我们在前期的报告中已经做了多次阐述。整体来看, 还是符合预期的。目前美元和美债利率都到了相对高位, 结合美国经济趋势来看, 未来大趋势下行的概率较大, 特别是美债存在一定的做多性价比。

### (二)美国大选对美联储降息路径的影响。

短期上看, 由于特朗普正式履职也得到明年 1 月 20 日, 短期内并没有什么影响。尽管有人会揣测 11 月是否可能不降息, 但美联储并未如其所愿, 而是如期降息 25BP。从年内联邦基金利率期货来看, 12 月降息幅度似乎也没有多少变化, 处于震荡态势。放长线看, 譬如我们观察明年年末政策利率预期, 可以看到近期走势不断上扬, 市场定价特朗普减税政策对经济的促进作用。

**图 13: 短期内降息预期变化不大**


资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

**图 14: 明年年末联邦基金利率预期不断上升**


资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

### (三)美联储议息会议：通胀话语权上升

本次议息会议结果基本无悬念，市场也并没有太多反应，跟我们预期一致。内容上看，新增量就是通胀与就业的天平变化。

- 1) 对通胀回到 2% 目标的信心弱化。对于通胀描述，通胀朝着 2% 的目标取得了进一步进展，此处删除“further”（进一步），也删除了“对通胀回到 2% 的目标更有信心”的语句。
- 2) 对劳动力市场的信心强化，表述从“slowed”（放缓）变成“eased”（宽松）。

## 免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】

### ■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



### 公司分支机构分布

11家分公司 6家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司  
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司  
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司  
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部  
 石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App