2023 年债券市场回顾与 2024 年展望

——2024 年宏观经济展望

2024 年宏观经济展望：山重水复，曲径通幽

目 录

2024 年宏观经济展望：山重水复，曲径通幽.....1

一、货币政策.....3

二、财政政策.....8

三、投资.....11

四、出口.....15

五、消费与 CPI.....18

六、对债市影响.....21

联系方式

地址 天津市和平区曲阜道 80 号
联合信用大厦 4 层
北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 19 层

电话 400-998-7208

邮箱 lhseer-support@lhcis.com

网址 www.lhseer.com

2024年宏观经济展望：山重水复，曲径通幽

2023年以来，低基数效应下经济发展实现既定目标，利率波浪式下降，全年延续债牛态势。

货币政策方面，投向实体经济人民币贷款增长乏力，经济活力偏弱，监管虽有资金空转的关切，但货币政策转向可能性较低，仍将延续偏宽松的政策取向。目前总量政策工具施展空间相对有限，未来结构性政策工具运用或将更加积极。

财政政策方面，税收收入由于低基数与留抵退税因素读数走强，但实际增长仍存压力。全年财政支出相对平稳且倾斜民生领域，并重点关注社会保障就业和教育，政府性基金收入受房地产市场萎靡影响，仍处于下行通道，下半年专项债发行明显提速，四季度增发万亿国债，财政政策空间极大提升，预计未来政府债务扩容是支持财政政策更加积极的主要抓手。

投资方面，2023年固定资产投资增速持续放缓，房地产投资仍为最大拖累项，基建投资资金来源有所增加，财政货币政策组合拳有望拉动基建投资增速回升；工业企业利润下滑和库存持续去化，制约投资增长，预计制造业投资增速仍将趋缓；房地产开发投资表现低迷，销售端回暖后劲不足，居民信心重建仍需时日，房地产行业复苏举步维艰。

出口方面，受量价双重因素压制，2023年出口整体走弱，对发达经济体出口均同比下滑。预计2024年价格因素对出口的拖累将有所改善，但受贸易脱钩影响，外需整体难以提振，数量因素仍将对出口形成拖累。

消费方面，疫情后消费需求经历一轮释放，但消费修复后劲不足，社零总额增速冲高回落、跌宕起伏。居民收入有所恢复，但失业率居高不下，居民未来收入增幅有限，而预防性储蓄意愿或持续强烈，去杠杆行为或将延续，消费行为仍将趋于保守。

对债市而言，趋势上货币政策宽松延续，财政政策有望推升政府债券发行规模，对资金面的阶段性扰动值得关注，而长端利率的走向仍然大概率继续向下。

2023 年，全年实现 GDP 在调减 2022 年 5,483 亿元及低基数效应下增长 5.2%，超过了全年 5%的目标。2024 年 GDP 如果以 5%左右作为目标，政策整体要更加发力。年初机构改革方案重点是金融监管框架重塑，组建中央金融委员会和国家金融监管总局，建立以中央金融管理部门派出机构为主的地方金融监管体制，旨在理顺金融监管体系，形成统一而全覆盖、全流程和全行为的金融监管，有效防范化解重大金融风险，更好发挥金融机构服务实体经济和维护金融稳定。下半年增发 1 万亿特别国债，财政赤字率由 3%升至 3.8%，以巩固经济回升态势，提高地方政府偿债能力，带动基建投资规模。综合来看，2024 年在经济复苏仍为第一要务的背景下，货币政策仍将保持适度宽松，逆周期调节进一步强化；积极的财政政策将增加扩张性，政策政策空间进一步提升，2024 年财政赤字率将不低于 2023 年。出口将继续受到贸易封锁影响，外需短期难以提振，仍是制约出口主要拖累项。而消费端受居民对收入增长预期谨慎态度影响，去杠杆行为或将持续，消费行为仍将趋于保守。

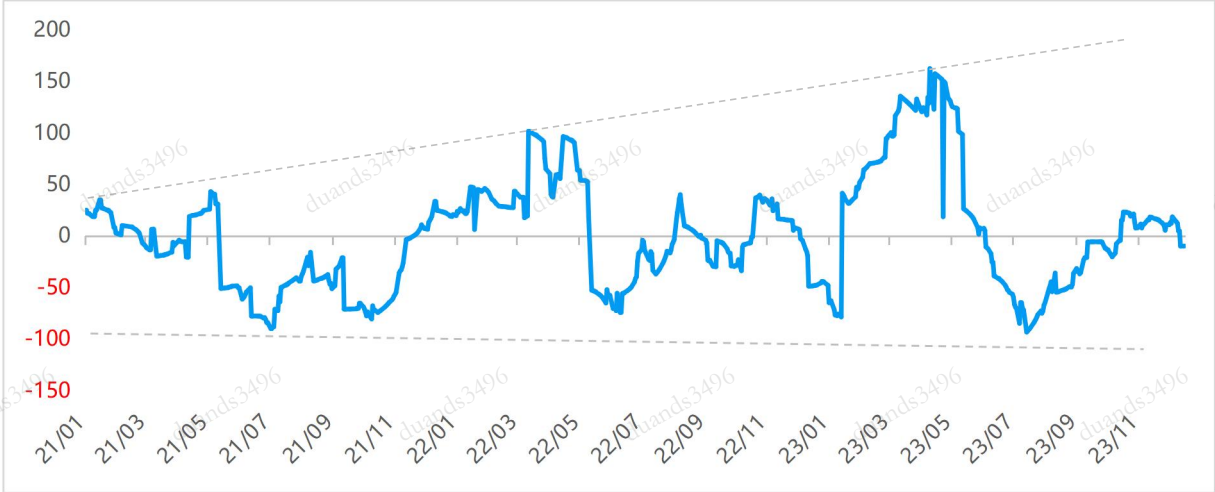

图 1　花旗中国经济意外指数

一、货币政策

2023 年下半年，社融先低后高，近期单月增量处于高位，但投向实体经济的人民币贷款增长乏力，社融结构仍待优化，经济活力偏弱，致使资金空转问题引起监管重视，但在经济复苏基础尚不牢固背景下，货币政策转向可能性较低，仍将延续偏宽松的政策取向。目前总量政策工具施展空间相对有限，结构性政策工具规模将会适度提升。近期人行新设信贷市场司，从货币政策司的“总量”中细分出信贷的“结构”职能，将对科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融的细分领域提供更强的信贷支持力度。

下半年，社融一度冲高回落，上半年地方债发行节奏偏低导致积累的额度在三季度有所放量，**叠加近期特殊再融资债发行积极性偏高，推动社融单月增量处于高位。然而投向实体经济的人民币贷款增长仍显乏力。**全年来看，多数月份的社融增量低于季节性，年末在政府债的带动下仍然偏低，主要由于信贷拖累整体增长。9 月信贷增量为下半年高点，存在月末冲量与前期需求释放的叠加因素，四季度信贷增长持续低迷。结构上看，2023 年拖累信贷的主要因素为房地产贷款和个人按揭类，自 8 月以来的房地产宽松与房贷降利率政策落地效果有所分化。下半年以来 M1 持续走低，M2 与 M1 增速差额保持稳定，12 月 M1 增速已低至 1.3%，**一方面企业经营对资金需求下降，另一方面企业资金流入居民部门后并未通过消费再回流至企业部门，反映的仍然是经济活力偏弱。**

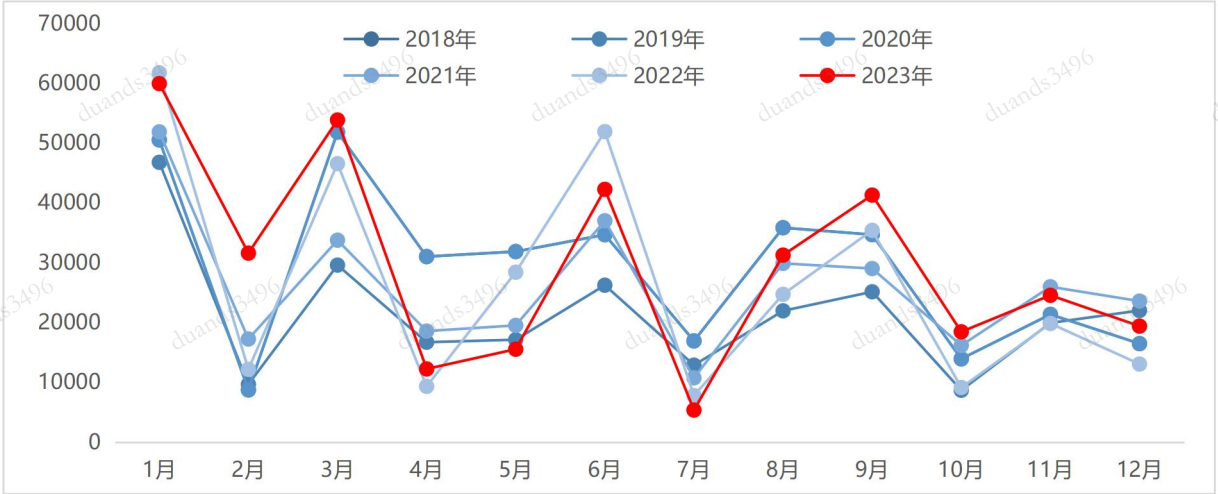

图 2　社融单月增量规模（单位：亿元）

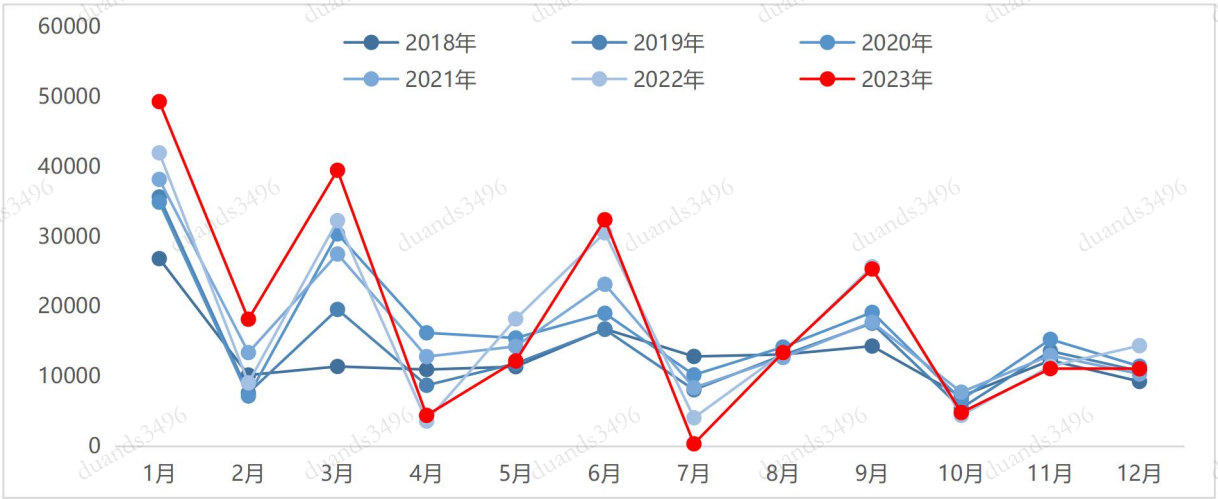

图 3　投向实体人民币贷款单月增量规模（单位：亿元）

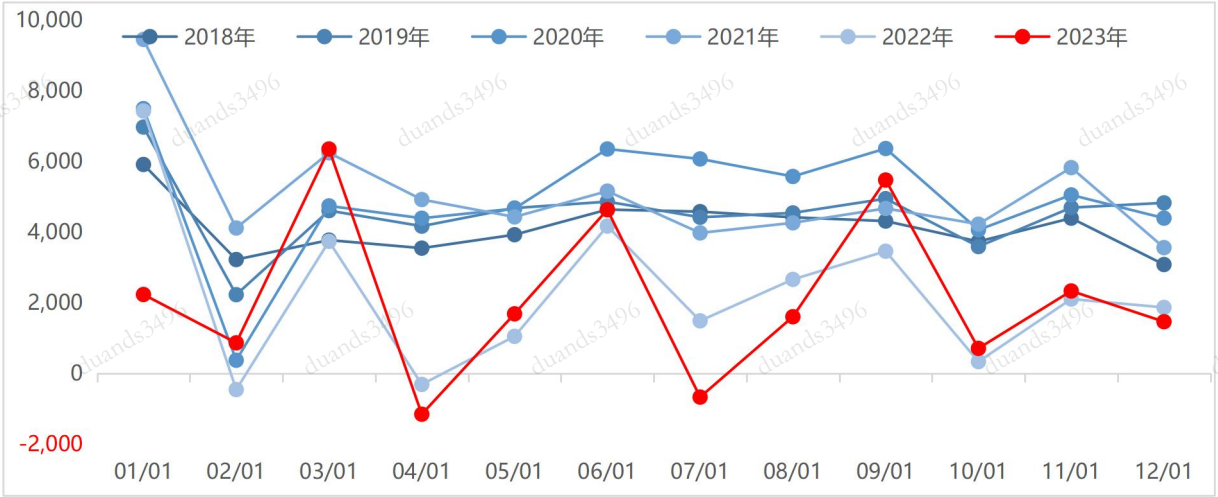

图 4　个人中长期贷款单月增量规模（单位：亿元）

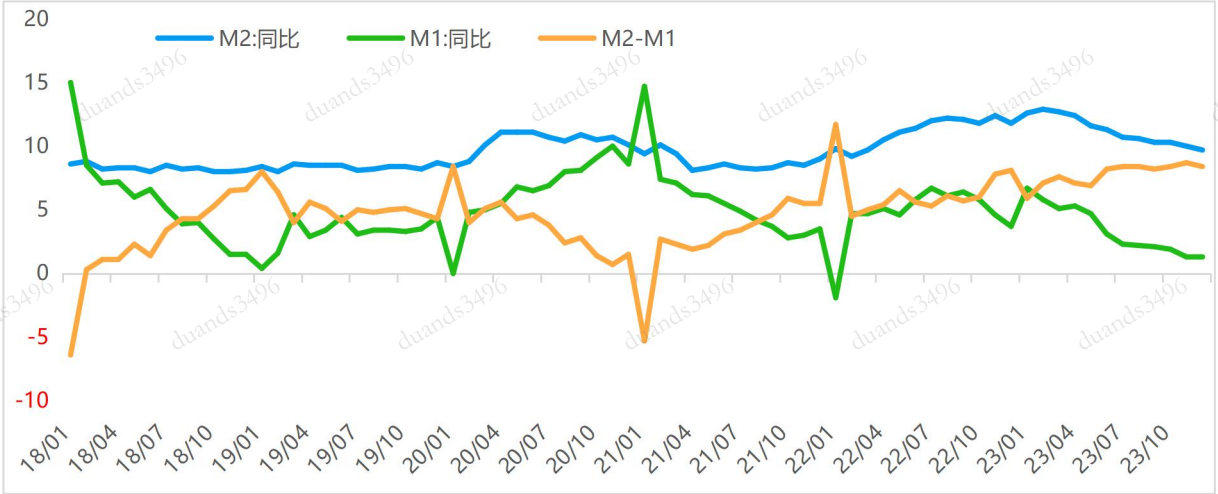

图 5 M2、M1 增长及增速差情况（单位：%）

2023 年两度降准使得加权平均存款准备金率下降 40BP，但仍低于 2022 年下降的 60BP。2024 年宽松政策继续升温，24 日央行宣布 2 月 5 日存款准备金率下调 0.5 个百分点，将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。高盛在《2024 中国宏观经济展望》中提到，明年中国货币政策将从价和量方面支持财政发力，预计 2024 年将有 3 次降准、1 次降息。结构性政策工具方面，2023 年支农支小再贷款规模增势相对平稳；1 月 25 日分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点；2023 年 12 月，央行已开展新一轮 PSL 的投放，用于对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等方面的支持。此外，近期监管重提资金空转问题，资金空转的主要表征在于资金未投入实体经济，淤积在金融机构体系内。**从贷款视角来看，如果金融机构和社融口径下的人民币贷款差额规模过大则可能陷入空转。2023** 年以来 4 月、7 月与 10 月的差额均超出 2,500 亿，即单月贷款增量中有 2,500 亿以上的资金未进入实体经济，1~10 月总差额 4,801 亿元，明显高于此前各年度。2023 年，中国经济呈现出社会融资规模和货币供应量高速（9.7%）、商品零售总额中速（7.2%）、物价低速（0.2%）共存的局面，表明 **2023 年资金“空转”现象或较为明显。**

展望 2024 年，由于年末特别国债发行带来流动性的占用，我们预计超额准备金在年底会有一定程度下降。**目前监管关注资金空转问题，这种现象的存在短期仍然不会改变央行偏宽松的取向，**毕竟此时如果实施紧缩政策对经济复苏的掣肘更加明显。央行降息意图在于宽信用，

需要银行 LPR 配合调整才能真正触达实体经济。**然而当下银行净息差已明显低于合意水平，未来继续下调空间有限，**这就使得央行在使用总量型工具时可能会权衡利弊，而**结构性工具使用的概率更高。**人行此前发布的《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》提出要“发挥结构性货币政策工具作用，增加支农支小再贷款额度支持抗灾减灾，加大力度支持科技型企业融资，继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等工具”，预计未来结构性工具仍将聚焦经济转型，围绕“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”开展精准滴灌，整体增量仍保持平稳。相较于 2022 年对结构性货币政策做“加法”的表述，2023 年一直延续“合理适度”和“有进有退”的措辞，预计 2024 年结构性工具投放规模仍然不会很大。

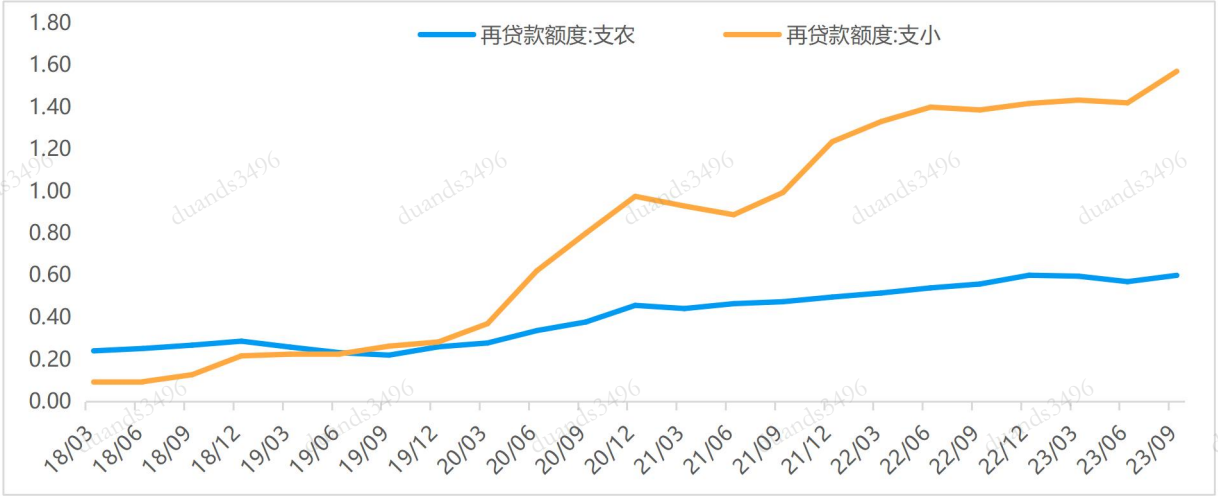

图 6　再贷款分类型余额（单位：万亿元）

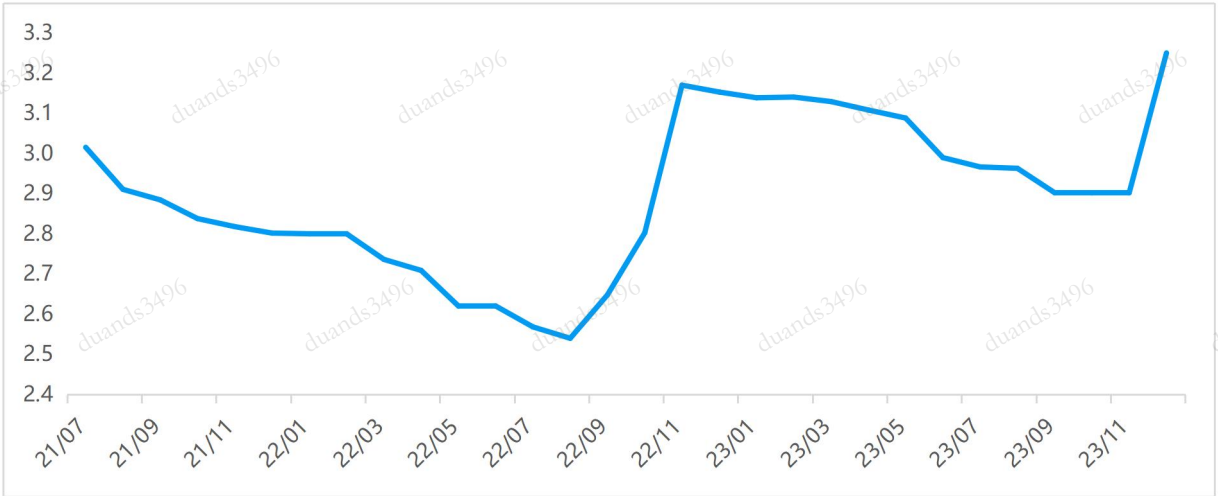

图 7　抵押补充贷款期末余额（单位：万亿元）

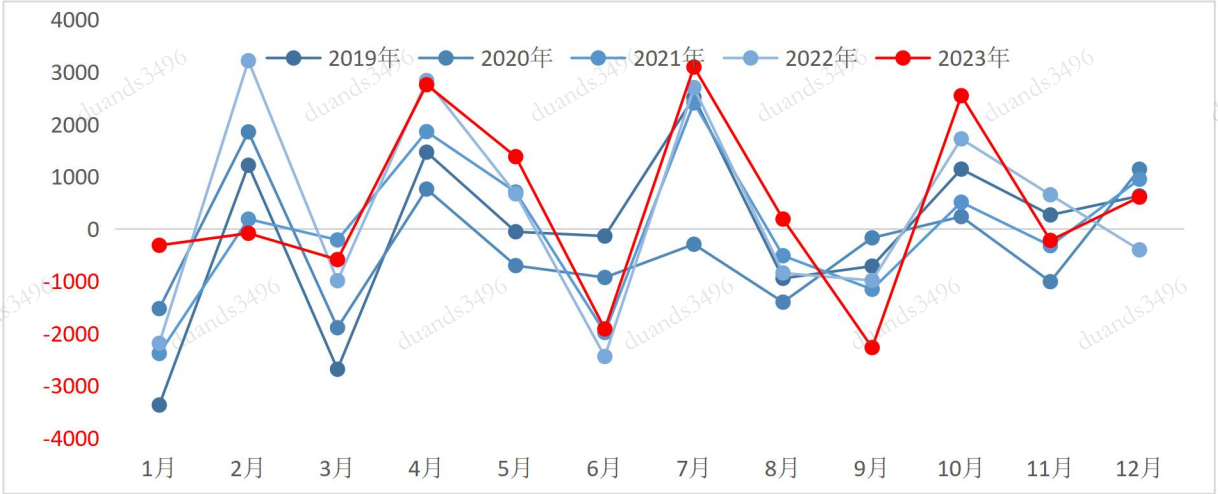

图 8 历年人民币贷款单月增量差额：全部贷款-投向实体经济贷款（单位：亿元）

二、财政政策

2023 年，财政预算收入呈现冲高回落态势，税收收入由于低基数与留抵退税因素读数走强，但实际增长仍存压力。全年财政支出相对平稳，8 月份以来财政支出力度温和加强，支出倾斜民生领域，并重点关注社会保障就业和教育；政府性基金收入受房地产市场萎靡影响，仍处于下行通道；下半年专项债发行明显提速，四季度增发万亿特别国债，财政政策空间极大提升，在目前需求不足的大背景下，预计未来政府债务扩容是支持财政政策更加积极的主要抓手。

2023 年年初，低基数效应叠加经济复苏带动财政收入扭转下降趋势，增速持续走高后回落，1~11 月份财政预算收入累计值达 20.01 万亿元，同比增长 7.9%。收入结构方面，**税收收入由于低基数效应走强，但考虑留抵退税因素后，目前的税收收入仍然呈现出一定增长压力，非税收入增势回落并于下半年进入下降区间**。2023 年 1~11 月财政预算支出同比增速先小幅下降、后企稳回升，大致保持相对平稳，8 月份以来增幅边际上升，财政支出力度温和加强。财政支出倾斜民生领域，并重点关注社会保障就业和教育，基建支出增长偏弱，但同比降幅逐步收窄。受房地产市场萎靡影响，1~11 月土地出让收入同比下降 17.9%，拖累政府性基金收入同比下降 13.8%；同期，政府性基金支出持续处于下行通道。此前国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，提出要尽快补齐保障性住房建设短板，提高保障性住房在住房总供给中的比例。同时，对保障房实施严格的封闭管理，让“市场的归市场，保障的归保障”。

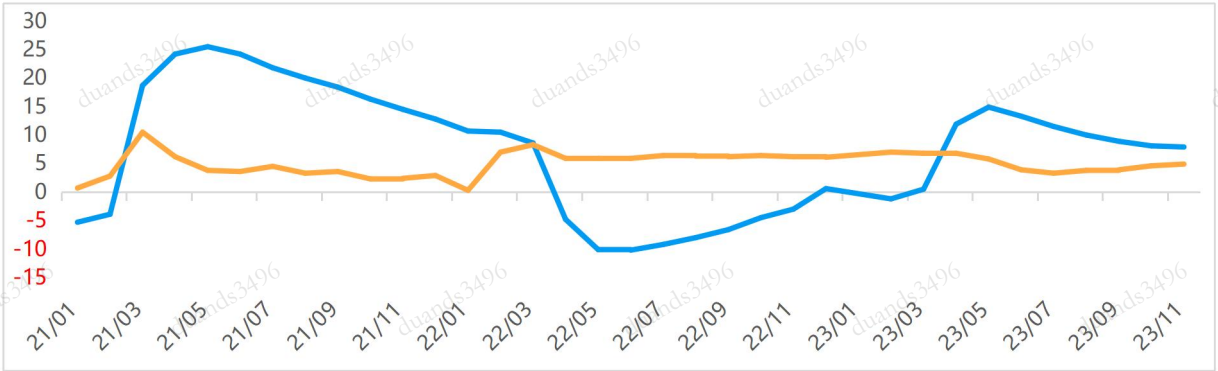

图 9　财政预算收入与支出同比增长（单位：%）

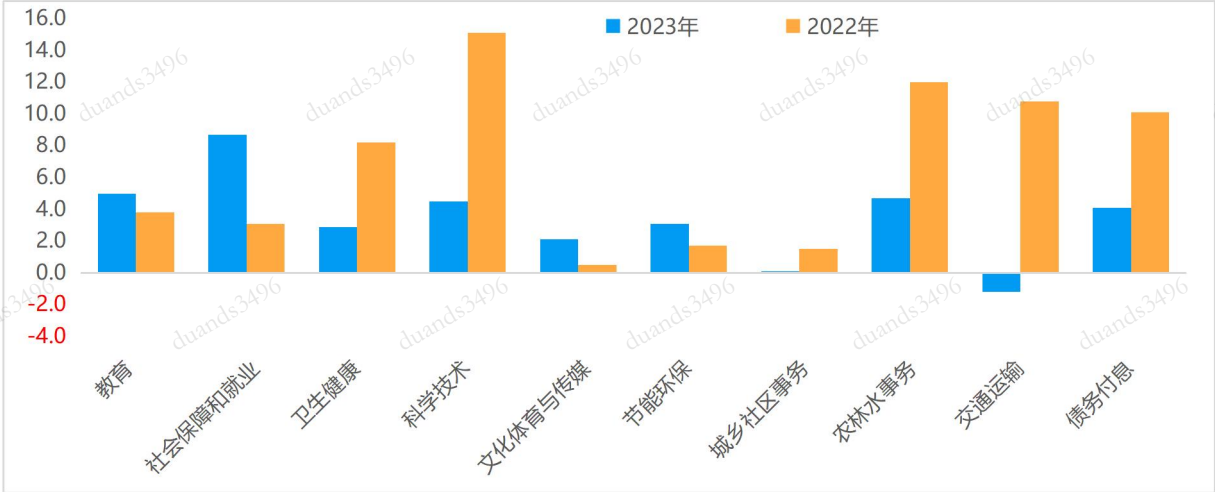

图 10　1~11 月财政支出科目同比增长（单位：%）

展望 2024 年，由于财政收入增速改善一定程度受上年度低基数影响，考虑到疫情“疤痕效应”，叠加外部环境严峻复杂，经济下行压力仍存，预计 2024 年财政预算收入增长将趋缓。而房地产市场持续调整，利空政府性基金收入，而保障房由于价格和盈利因素限制，提高保障房供给对土地出让收入提振作用较小，预算内支出能力有限，未来财政政策加码或将更多借助专项债和国债资金支持。此前增发的万亿国债使财政赤字率突破常规年份 3%的约束，财政政策空间极大提升，由中央政府加杠杆，鉴于目前地方政府债务负担整体偏重而中央政府杠杆率尚且不高，本次增发或释放一定中央地方债务结构优化的信号。财政部称，四季度增发 1 万亿元国债，赤字率从 3%提高到 3.8%左右，但政府负债率仍处于合理区间，整体风险可控。预计 2024 年财政赤字率将不低于 2023 年，总体风险仍然在可控范围。在目前需求不足的大背景下，仍需政策加码巩固经济复苏基础，预计中央政府杠杆水平或将继续提升，财政政策将更加积极，财政支出增速或将明显提高，收支紧平衡状态或将进一步加剧，对地方债务风险化解方式选择产生一定影响。2023 年地方财政收支平衡压力加大，推升债务风险，但提升赤字率、增发专项债和国债使得债务性收入规模扩大，有助于巩固经济回升态势，提高地方政府偿债能力。城投化债举措方面，本轮特殊再融资债券发行规模大、节奏紧凑、期限偏长，以时间换空间化解隐债和置换高成本有息债务，缓解弱质区域债务付息兑付压力，城投信仰得到一定充值，缓和投资者规避情绪，但在广义债务扩张较快和财政收支矛盾突出背景下，单纯依赖地方政府力量化债难度仍较大，金融机构将成为化债的重要参与者。

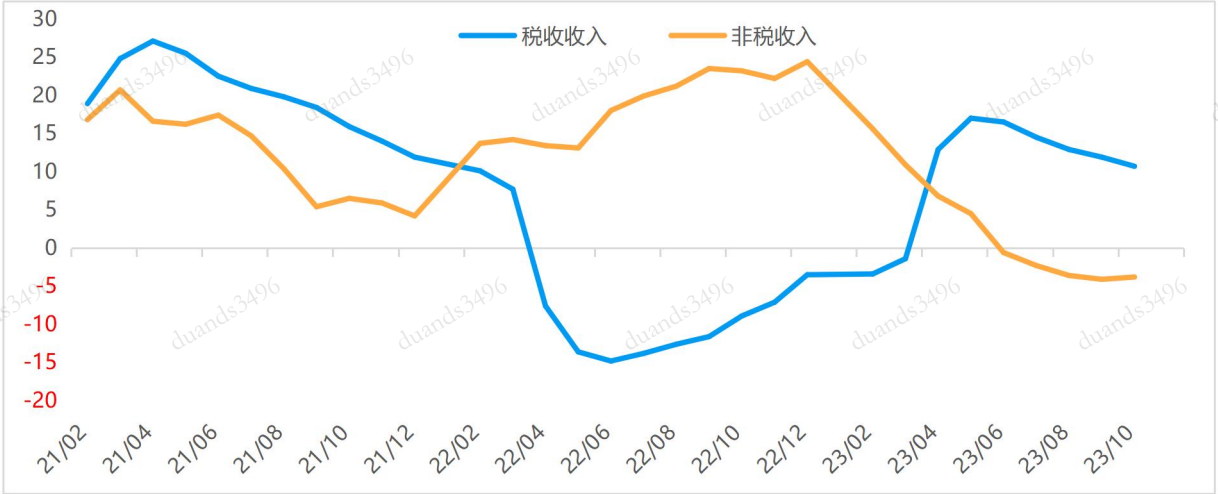

图 11　税收及非税收收入同比增长（单位：%）

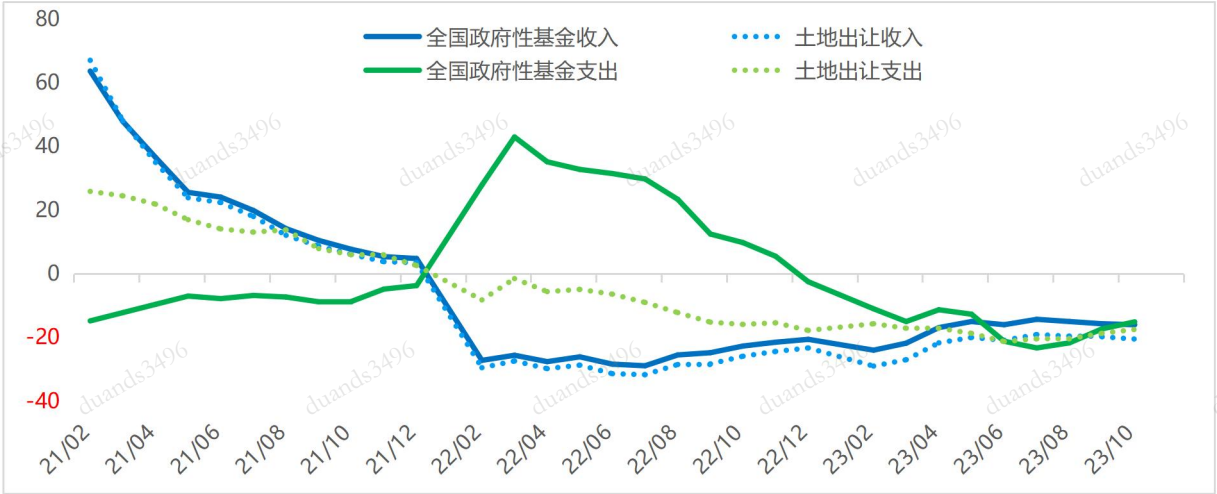

图 12 全国政府性基金与土地出让收支同比增长（单位：%）

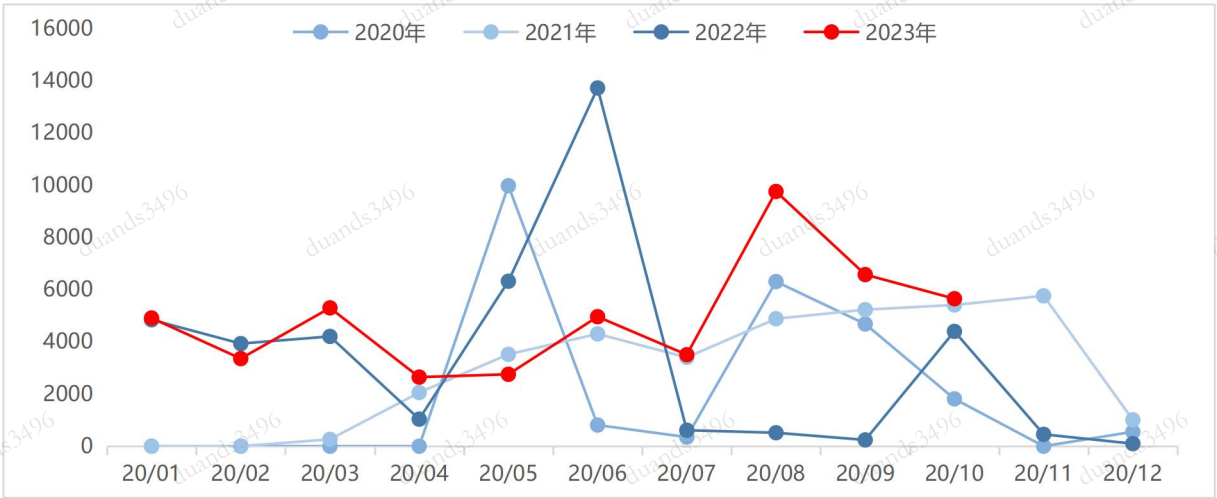

图 13　新增政府专项债各月发行规模（单位：亿元）

三、投资

2023 年固定资产投资增速持续放缓，房地产投资仍为最大拖累项，制造业和基建投资支撑作用有所减弱；基建投资资金来源有所增加，财政货币政策组合拳有望拉动基建投资增速回升；制造业投资动力不足，工业企业利润下滑和库存持续去化，制约投资增长，预计制造业投资增速仍将趋缓；房地产开发投资表现低迷，销售端回暖后劲不足，居民信心重建仍需时日，房地产行业复苏举步维艰。

2023 年全年固定资产投资累计增速 3%，增速年底虽有小幅回升，但全年基本呈现持续走低态势，其中房地产投资仍是最大的拖累项，制造业投资和基建投资支撑作用有所减弱，目前制造业和基建投资累计增速均低于上年同期。

基建投资方面，增速自年初达到高位后持续下行，全年累计增速 5.9%。2023 年特殊再融资国债部分缓解了地方政府债务周转压力，且四季度增发的万亿国债中有 5,000 亿元留作 2024 年使用，实物工作量预计将在 2024 年体现。**展望 2024 年**，财政赤字率的提升也拓展了财政政策空间，基建投资资金来源有所增加，但考虑城投化债背景下，对于债务负担相对较重的地区，如果化债期间严控新增政府投资，现金流较差或不确定性较高的基建项目可能会有所缓建，基建投资增速提升或较有限。此外，2024 年有望形成财政政策和货币政策的组合拳，基建投资增长或较 2023 年有一定提升。

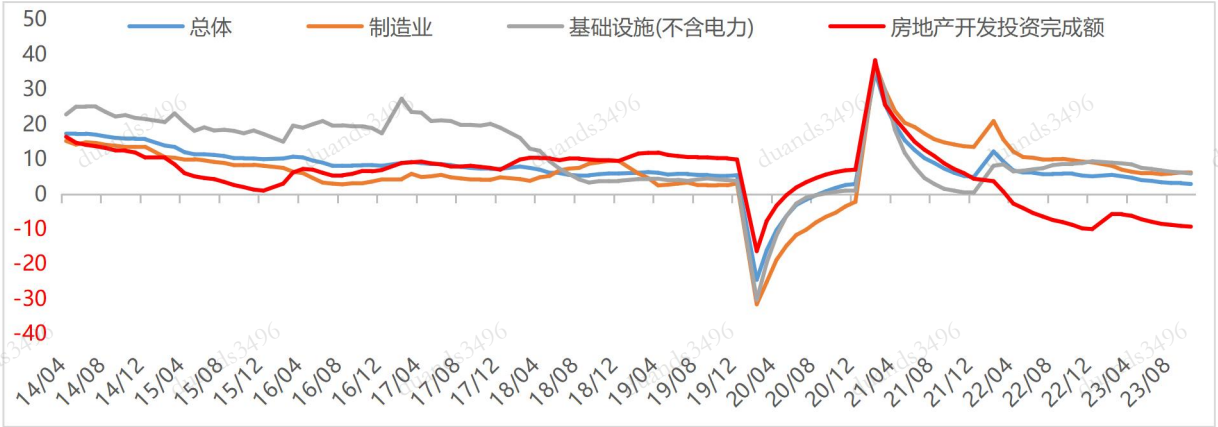

图 14　各月固定资产投资完成额：累计同比（单位：%）

制造业投资增速整体下行，9 月以来有小幅回升，全年累计增速 6.5%。2023 年以来，工业企业利润总额先是经历了上半年的断崖式下跌，下半年跌幅收敛，1~11 月累计同比下降 4.4%，较上年同期降幅有所扩大，利润下滑削弱企业投资意愿和能力。2023 年前三季度产能利用率为 75.8%，环比有所回升，但生产仍整体偏弱，投资需求不充分。进一步来看，第二产业投资增速高达 9%，远超过第三产业的 0.4%和第一产业的-0.1%，这表明大量的工业投资项目尚未形成有效生产力，工业投资扩张模式支撑经济增长的空间正逐步缩小。总之，投资效益不佳，出口受阻，企业产能过剩，工业对经济的贡献度有所下降。**展望 2024 年，**中高端制造业投资相对旺盛，传统制造业投资则相对偏弱，投资增速处于前列的行业，例如电气机械，主要受益于光伏设备、锂电池等新能源产业的带动，**预计在产业升级政策的支持下，制造业投资增速分化态势仍将持续。**从 PMI 方面来看，2023 年新订单指数持续在荣枯线徘徊，PMI 生产基本回归扩张区间，PMI 产成品库存则经历了下行后触底回升的走势，但仍处于收缩区间，反映企业库存去化仍在持续，**考虑到利润降幅仍较显著，去化力度虽减弱，但企业生产复苏基础不牢固，预计 2024 年上半年制造业投资增速仍将趋缓。**

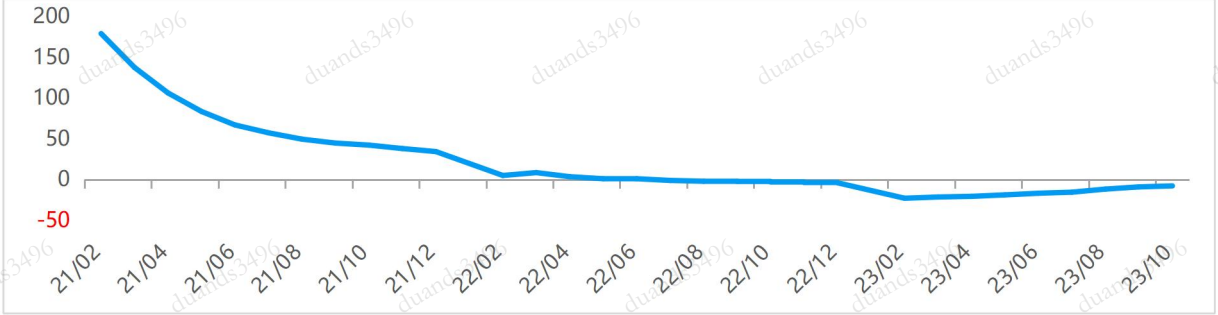

图 15　各月工业企业利润总额：累计同比　（单位：%）

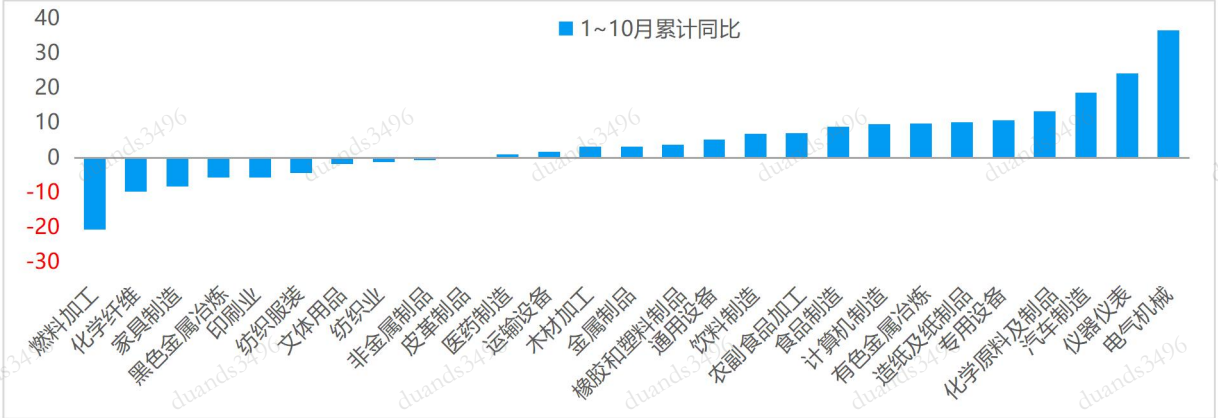

图 16　2023 年 1~10 月各类制造业固定资产投资完成额累计同比（单位：%）

房地产开发投资仍为固定资产投资的主要拖累项，2023 年 1 季度降幅有所收敛，之后自 4 月起持续下探，全年投资额同比下降 9.6%，降幅较上年小幅收敛。上半年房地产销售在此前低基数下走出一波小阳春行情，商品房销售面积同比下滑收窄，销售额同比增长回正，但下半年均明显回落，重回下降区间。2023 年 8 月份以来，房地产相关刺激政策密集出台，中央层面《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，调降存量贷款利率；地方层面，包括北上广深等多市宣布“认房不认贷”，部分地区放开“限购”政策。2024 年开年，广州成为首个推出房票的一线城市，房票在 2015 年在棚改货币化浪潮期间风靡一时，2022 年以来随着房地产持续下行，多个城市重新启用房票安置政策，但广州之前一线城市尚未推出过房票。本次广州房票安置制度的推行，可直接将拆迁户的住房需求直接引导至现有住房，助力去库存，而对政府而言，不同拆迁人的兑付时间不同，还可缓解地方政府短期集中的支付压力。但从全国层面来看，大规模棚改时代已落幕，房地产市场总体供求关系发生了深刻变化，市场预期也已经由强转弱，总体上房票政策对未来楼市提振作用相当有限。**政策接连落地后，市场情绪有所好转，但尚未产生全局性刺激效果，仅一二线城市市场活跃度有所提升，而三线城市反应相对平淡，需求端未见整体性改善。展望 2024 年，在目前经济下行压力背景下，居民收入预期不确定性增强，制约加杠杆意愿，预计需求表现仍将较为低迷，房地产行业复苏举步维艰，房地产投资仍将掣肘整体固定资产投资增速。**

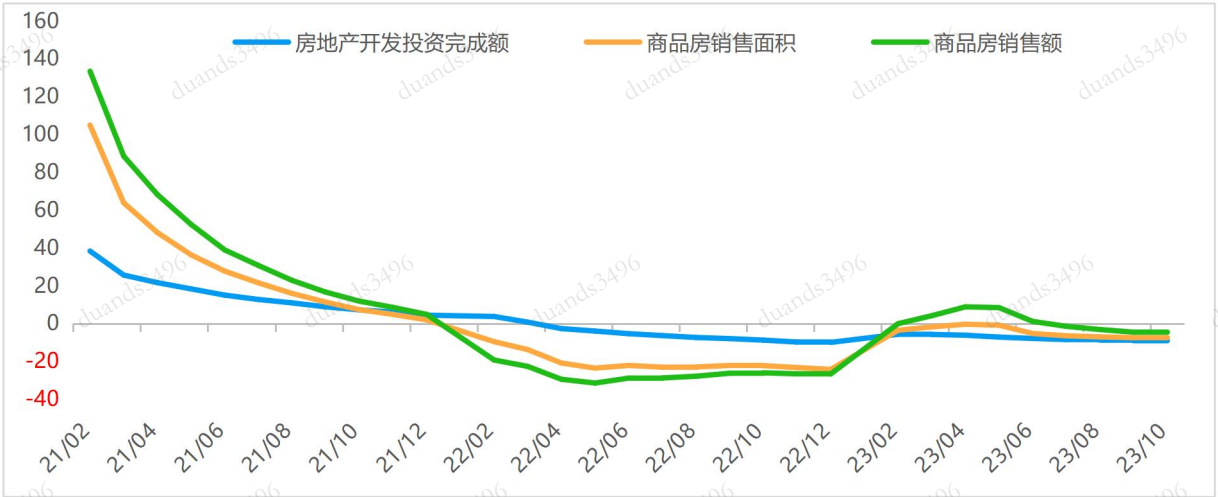

图 17　房地产投资及销售累计同比（单位：%）

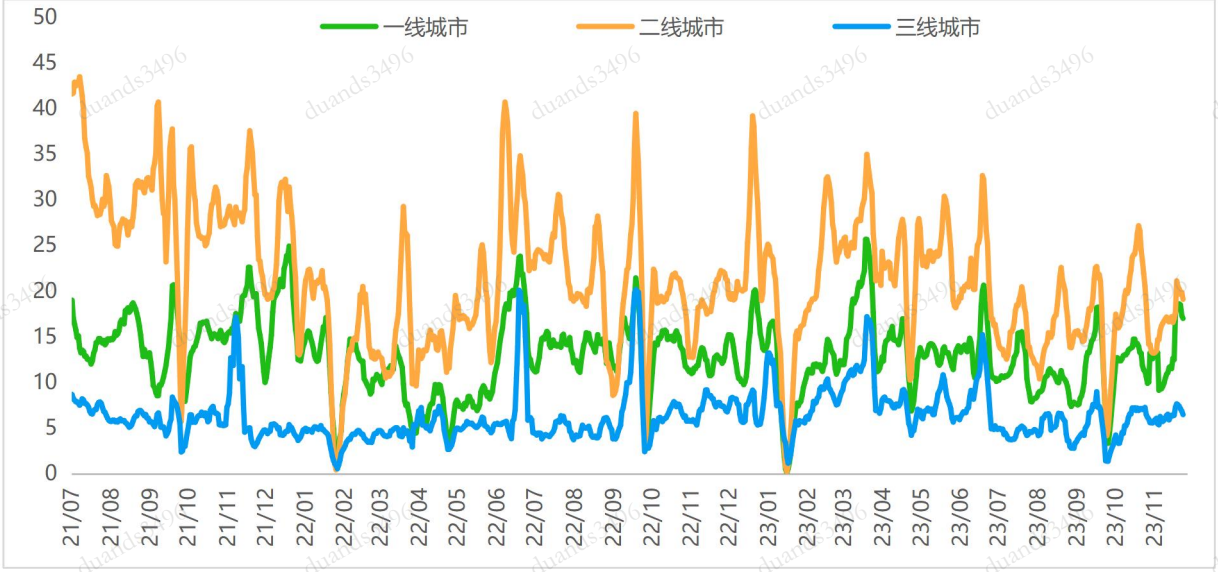

图 18　30 大中城市商品房成交面积单日高频数据（7 天移动平均值）（单位：万平方米）

四、出口

受量价双重因素压制，2023 年出口整体走弱，对发达经济体出口均同比下滑。预计 2024 年价格因素对出口的拖累将有所改善，但受发达经济体贸易封锁与脱钩压力影响，外需整体难以提振，数量因素仍将对出口形成拖累。

2023 年，出口整体走弱，以美元计价除去 3 月、4 月、11 月和 12 月外，其余单月同比均为负增长，全年累计增长 2.3%。环比来看（以人民币计价），3 月份低基数效应带来的大幅增长后，环比走势整体疲软，全年出口环比增长较往年偏弱。

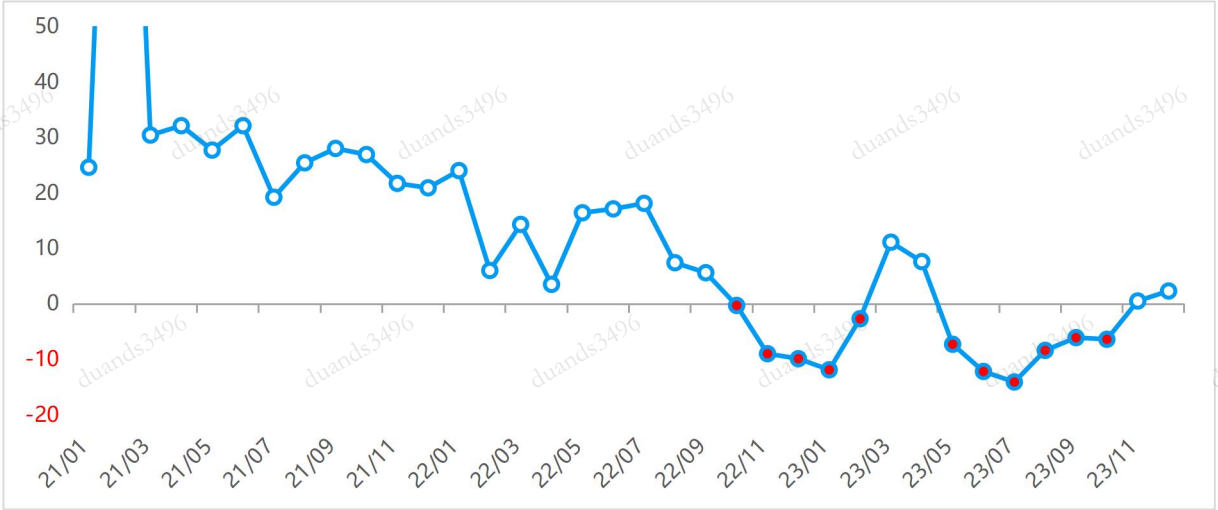

图 19　美元计价的出口金额当月同比（单位：%）

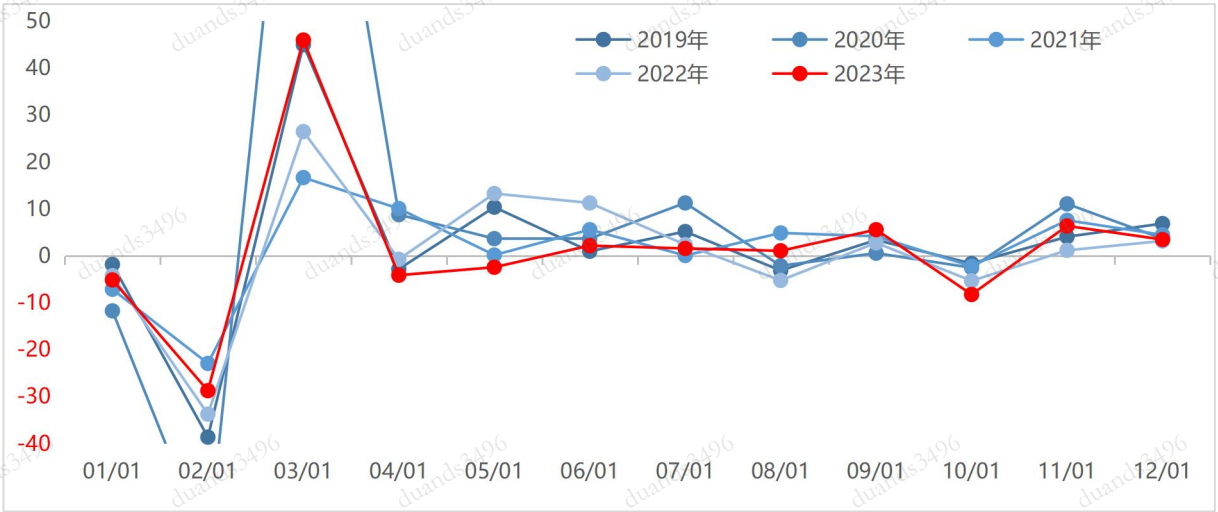

图 20　人民币计价的历年出口金额环比（单位：%）

按照量价分解角度来看，年初受益于低基数效应，出口数量大幅增长，但随后 5~7 月量价齐跌，出口同比转为下滑，其中受价格因素拖累较大。2023 年以来 PPI 一路下探，下半年降幅收敛，全年 PPI 同比下降 2.7%。出口数量方面，新出口订单 PMI 仅在年初短暂处于扩张区间，后持续低于荣枯线，出口数量持续萎靡。2023 年，中国对主要发达经济体（欧盟、美国、香港、日本）的出口均同比下降，其中对美国出口同比降幅达 14%，在主要贸易伙伴（即东盟、欧盟、美国、香港、拉美、非洲、日本）中的比例由上年同期的 16.41%降至 14.80%；东盟出口下半年走弱，全年累计同比转为下滑；非洲出口保持良好增势，出口结构略向非洲和拉美地区转移。根据美国商务部数据显示，2023 年美国对华进口同比减少近 20%，美国对华进口货物总额在美国进口总额中的比重下降到了 13.9%，自 2004 年中国失去美国“最大供应商”地位，2017 年高峰时美国进口的 21%来自中国。

展望 2024 年，**PPI 呈现一定回暖迹象，叠加当前出口商品价格指数已经处于历史低位，预计 2024 年出口商品价格指数将出现一定回升，价格因素对出口的拖累将有所改善**。外需与海外库存周期关联性较强，美国本轮库存周期始于 2020 年年中，目前处于去化阶段，预计需求短期内难以回升。此外，**美国对华贸易封锁与脱钩，欧洲债务杠杆明显下行，拉美与非洲等新兴市场整体份额不高，难以抵消欧美对我国出口的负面影响，预计 2024 年出口仍将承压。**

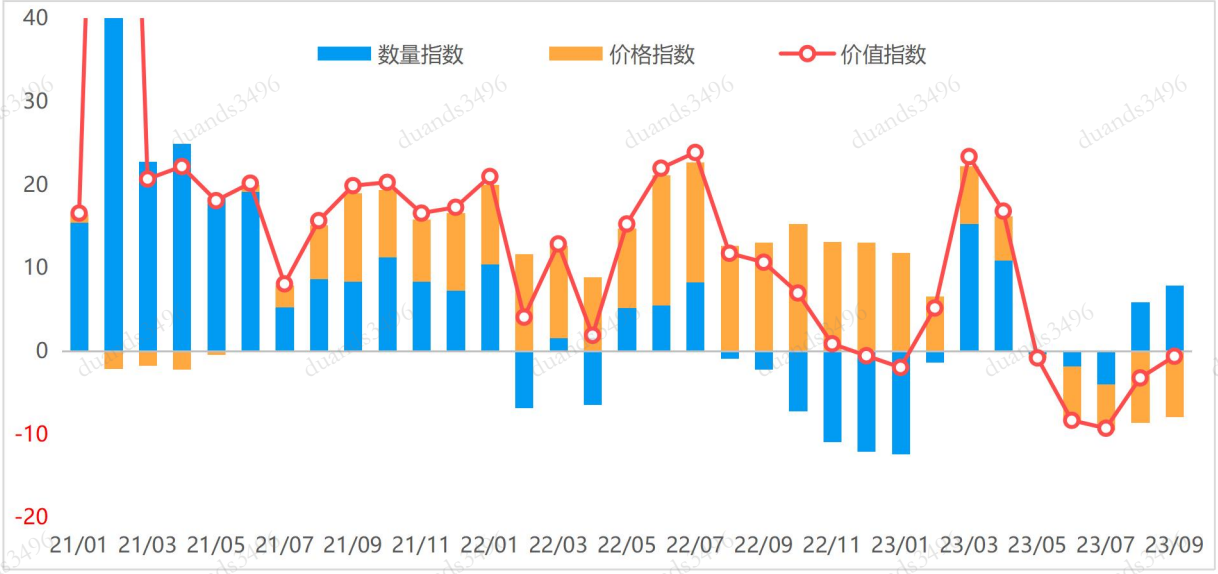

图 21　数量指数、价格指数（单位：%）

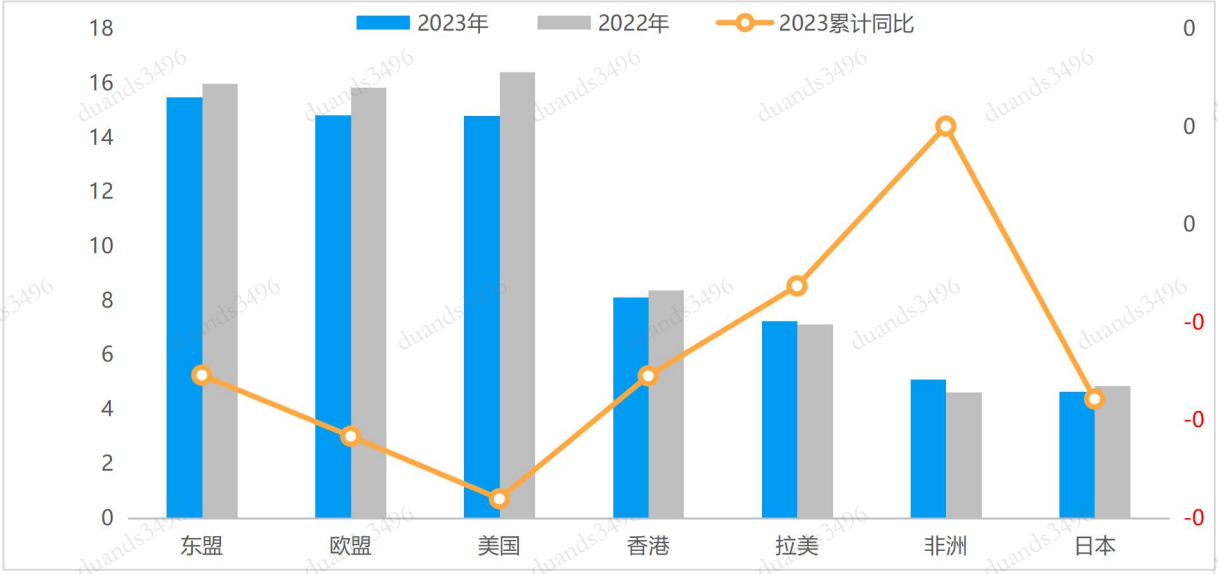

图 22 美元计价的 2023 年各出口国/地区份额及累计同比 （单位：%）

五、消费与 CPI

疫情后消费需求经历一轮释放，但消费修复后劲不足，社零总额增速冲高回落。居民收入有所恢复，但疫情负面影响仍未完全消除，居民未来收入增势预期将持谨慎态度，而预防性储蓄意愿或持续强烈，去杠杆行为或将延续，消费行为仍将趋于保守。

2023 年，CPI 月度同比呈现震荡下挫态势，全年居民消费价格同比小幅增长 0.2%，远离年初政府工作报告 CPI 涨幅 3%左右的目标，价格中枢偏低一定程度拉低同期经济名义增长率，对未来消费和投资倾向有一定抑制作用，同时表明微观主体有效需求偏弱。具体来看，CPI 中教育文化娱乐、医疗保健和衣着价格上涨幅度居前，食品烟酒价格整体增长 0.3%，其中猪肉价格明显下降；扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 **0.7%**，反映食品和能源对整体 CPI 涨幅有明显拖累。2023 年，猪价下跌并持续底部震荡，上市生猪养殖企业前 3 季度均亏损，能繁母猪产能缓慢去化，生猪出栏体重回升但略低于近年同期，小猪、中猪和大猪存栏量均较高，短期生猪供给难以大幅去化。能源价格方面，2020 年以来油价持续波动，需求弹性多数时期超过供给弹性，本轮油价波动以需求弹性为主导，9 月份以来布油价格持续下滑对 CPI 形成一定拖累。但从另一方面来看，虽然 CPI 连续走低，但社会商品零售总额却呈现与 CPI 相背而行的局面，中国 CPI 构成中食品特别是猪肉价格权重过大，“猪周期”很大程度上导致 CPI 波动，12 月份，猪肉价格同比下降 26.1%，影响 CPI 下降约 0.43 个百分点。如果猪肉价格保持稳定，当月 CPI 转为正数。因此，有必要适应新型消费模式，修正 CPI 等旧的经济统计模型。

展望 2024 年，修复需求仍是关键，猪油趋势对 CPI 形成主要影响。当前行业能繁母猪存栏量仍较高，预计猪价中短期将延续低迷态势，而 2023 年年底的消费旺季需求不及往年，春节后周期性淡季猪价或将加速回落，预计 2024 年上半年整体猪价仍不容乐观。目前全球经济预期增长放缓，石油需求受到一定影响，尽管 OPEC+进行自愿减产，但美国、巴西、墨西哥等国仍有望带动石油供应上升，预计 2024 年布伦特油价仍存一定下行压力。在上述因素影响

下，预计 2024 年食品和能源价格总体表现仍将萎靡，经济仍有一定通缩压力，打破通缩风险有赖于政策对消费的进一步提振，形成需求拉动型通胀。

消费方面，2023 年上半年消费需求经历了一轮释放后有所收敛，消费修复后劲不足，社零总额增速由 4 月高点的 18.4%回落至 12 月份的 7.4%，全年社零录得 7.2%的同比增速。GDP 结构的变化可能印证消费结构正在发生变化，2023 年第三产业增加值占 GDP 总量由 2022 年的 53.35%上升到 54.59%，三产占比增加了 1.24 个百分点，第三产业对应的服务型消费或是拉动产业结构变化的边际因素。结构上看，1~12 月金银珠宝、服装/鞋帽/针纺织品类和体育娱乐用品类销售等可选消费增速领先，必选消费中烟酒类和中西药品类增幅靠前，而地产后周期消费对应的建筑及装潢材料类出现明显下滑，主要受房地产市场表现低迷影响。

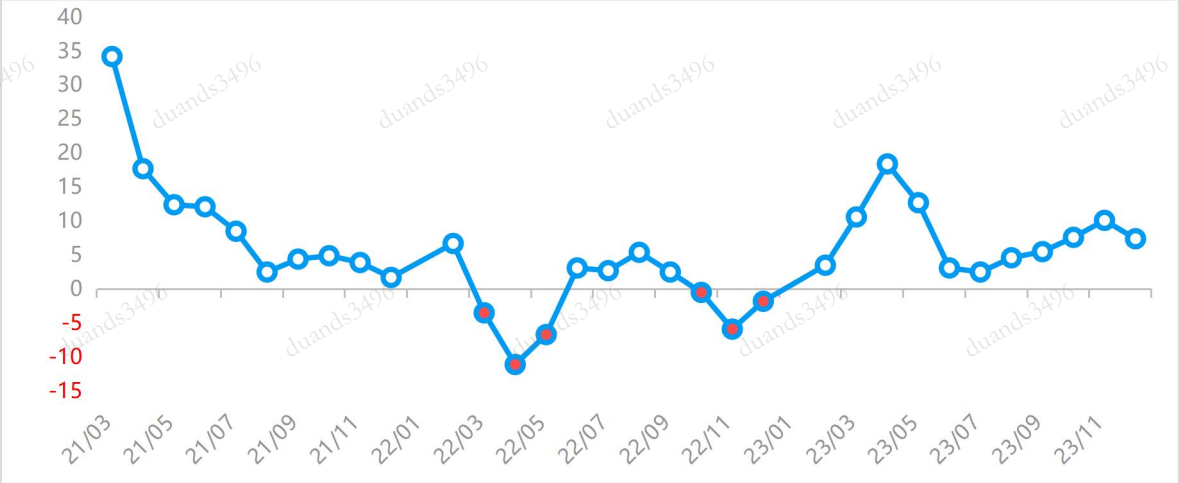

图 23　社会消费品零售总额当月同比情况（单位：%）

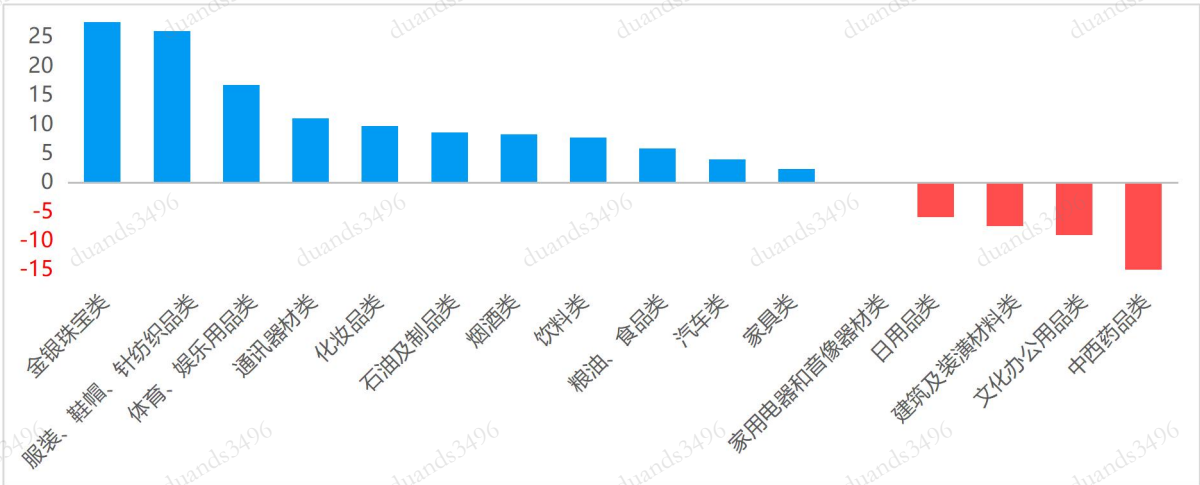

图 24　11 月社会消费品零售总额分类同比（单位：%）

从边际消费倾向指标（MPC=居民消费支出/可支配收入）来看，MPC 整体呈现季节性周期变化。2023 年前三季度 MPC 持续回升至 66.43%，但仍低于疫情前季度水平，小幅回升可能源于收入增长偏低，刚性支出比例上升导致，居民消费倾向整体仍偏低。2023 年居民可支配收入增速高于上年，但仍低于疫情前水平。另一方面，居民储蓄存款同比增速自 2022 年一路走高，在 2023 年年初达到历史峰值后虽有所回落，但仍处于高位水平，居民储蓄意愿较强烈。展望 2024 年，**居民部门中长期贷款月度新增规模持续处于历史相对低位，受未来收入预期偏弱，叠加房地产低迷致使财富效应减弱，居民部门加杠杆整体不足**。2023 年住户贷款增加 4.33 万亿元，略高于 2022 年 3.83 万亿元，仅为 2021 年 7.92 万亿元的一半多，显示 2023 年商品房消费仍未恢复到 2021 年的水平。综合来看，居民未来收入增势预期将持谨慎态度，而预防性储蓄意愿或持续强烈，去杠杆行为或将延续，消费行为仍将趋于保守。

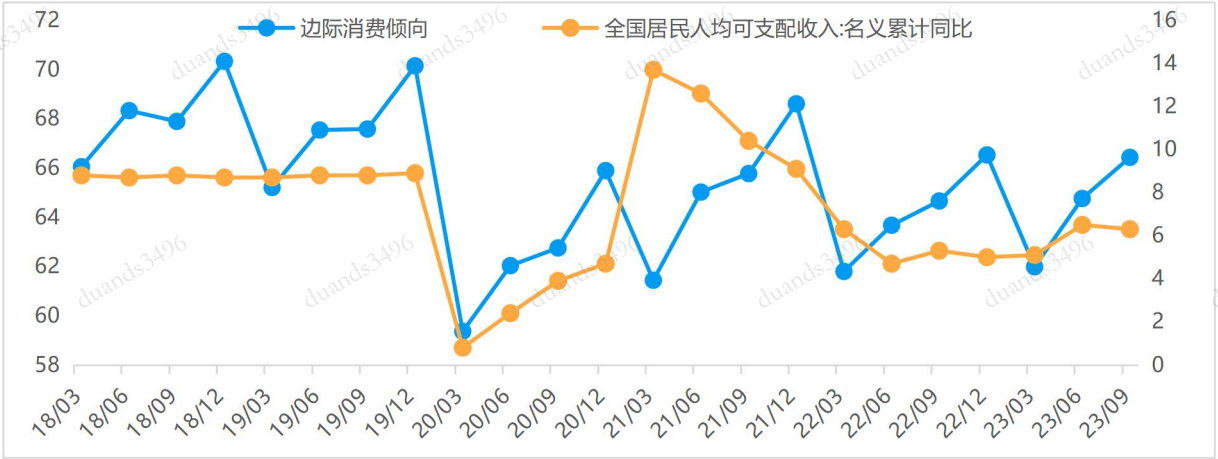

图 25　边际消费倾向及可支配收入增长情况（单位：%）

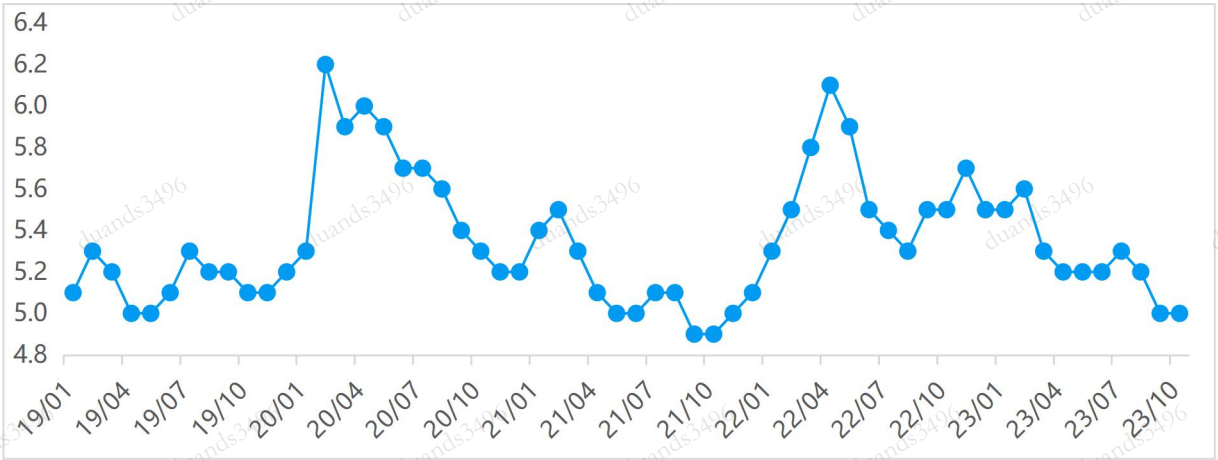

图 26　全国城镇调查失业率（单位：%）

六、对债市影响

总体看，基于三驾马车的预期之下，我们认为经济复苏压力仍然较大，需要财政与货币政策形成组合拳，方能有所作为。对债市而言，趋势上货币政策宽松延续，无论是宽信用亦或宽货币，短期内仍然是有助于利率继续下行。总量工具并非毫无空间，至少配合社融增长需要适时开展降准操作，而降息需要继续观望信用需求的修复程度，以及汇率贬值的压力。财政政策有望推升政府债券发行规模，对资金面的阶段性扰动值得关注，而长端利率的走向仍然更多的受到信贷量和质的影响。信贷增长属于相对顺周期行为，在投资与消费偏弱的预期下，难有较大改善，长端利率大概率仍然延续下行态势。

报告声明

1. 本报告仅供联合信用投资咨询有限公司（本公司）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
2. 本报告信息均获取自本公司认为准确、可靠的来源，但本公司不对该等信息的完整性和准确性附带任何形式的保证。本报告所载的观点仅是报告发布当日的观点，根据相关主体和债项的内、外部环境变化，有关信息在债项存续期内可能发生变化，本公司不承担更新推送信息或另行通知的义务。在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告。
3. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出，不是对母公司旗下评级机构评级观点的评论，亦未从后者获取任何背景资料和人员支持。本公司及作者在自身知情的范围内，亦不存在与本报告所指的证券或投资标的有法律禁止的利害关系。
4. 本公司力求报告内容客观、公正，但在任何情况下，本报告所载内容均不构成投资建议，任何投资者不应将本报告所载内容作为投资决策的唯一依据。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。
5. 本报告版权归本公司所有，任何机构和个人未经本公司书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或引用等。
6. 本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91120104600873972N。
7. 如需了解本报告详细信息可登陆本公司固定收益投资分析系统“联合见智”（www.lhseer.com）。

等级释义

本报告所提供发行主体信用风险程度的排序，是在发行主体风险量化评级的基础上，结合对其动态监控而综合评定的结果。

风险程度排序：已违约＞红色预警＞橙色预警＞蓝色预警＞F3 关注＞F2 关注＞F1 关注。

风险程度调整：由低等级调至高等级，为风险程度“**调升**”；由高等级调至低等级，为风险程度“**调降**”。

相关符号含义如下：

◆ 预警等级

红色预警：发行主体偿债能力非常弱，信用风险程度非常高，正在逼近违约。

橙色预警：发行主体偿债能力很弱，信用风险程很高，违约迹象明显。

蓝色预警：发行主体偿债能力较弱，信用风险程度较高，开始出现违约苗头。

已 违 约：债券发生实质性违约且违约债券尚未处置完毕，或多种迹象表明发行主体实际已无偿债能力，标记为“已违约”，同时取消其预警等级。

◆ 关注等级

F3 关注：发行主体自身或外部环境发生特大事项，偿债能力显著弱化。

F2 关注：发行主体自身或外部环境发生重大事项，偿债能力有所下降。

F1 关注：发行主体自身或外部环境发生一般事项，未来可能影响其偿债能力和偿债意愿。