

# 从实际利率视角看金融形势

2023年11月23日

证券分析师：胡少华，执业证书编号：S0630516090002

证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002

联系人：高旗胜，联系方式：[gqs@longone.com.cn](mailto:gqs@longone.com.cn)



# 目录

## 第一部分 实际利率视角

## 第二部分 经济增速、财政空间与资金利率

## 第三部分 美国经济形势与货币政策

## 第四部分 结论

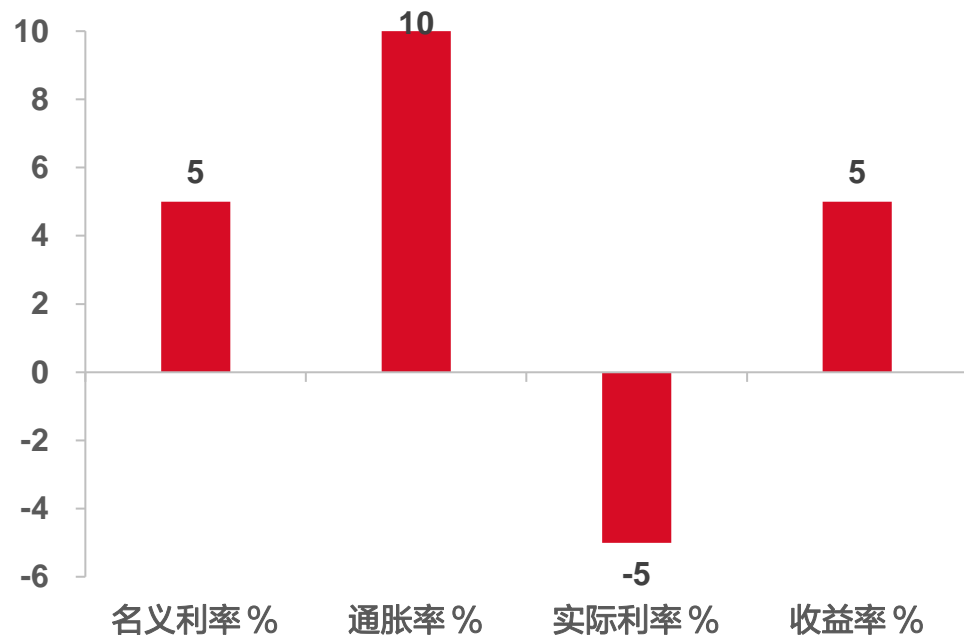


## 实际利率

费雪效应：实际利率=名义利率-通货膨胀率

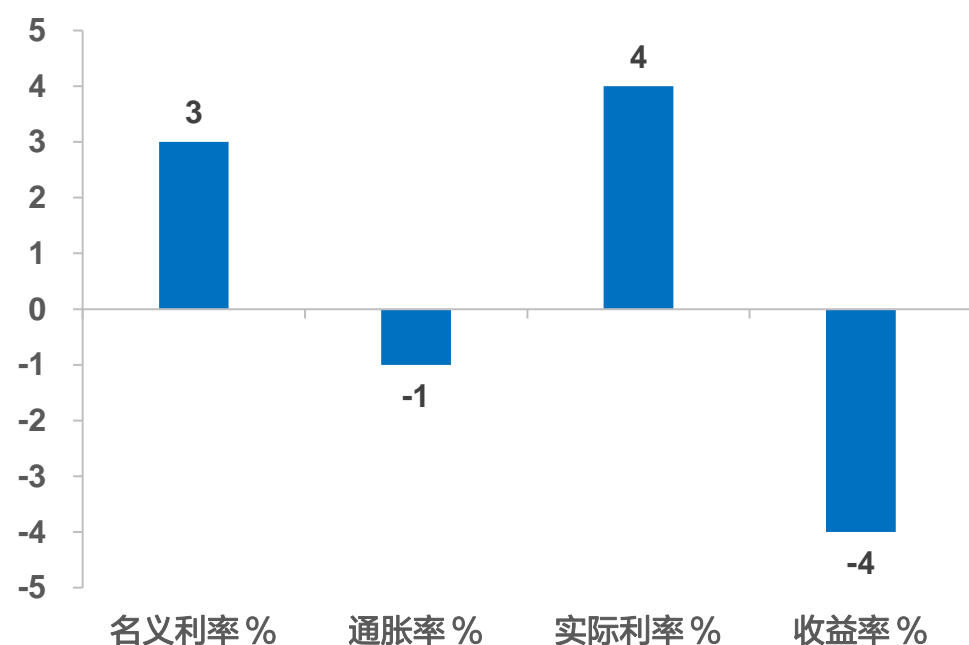
- 条件一：名义利率5%，通胀10%，实际利率为-5%，收益率为5%。
- 条件二：名义利率3%，通胀-1%，实际利率为4%，收益率为-4%。

条件一，名义利率高，实际利率低，收益好



资料来源：Wind，东海证券研究所

条件二，名义利率低，实际利率高，收益差

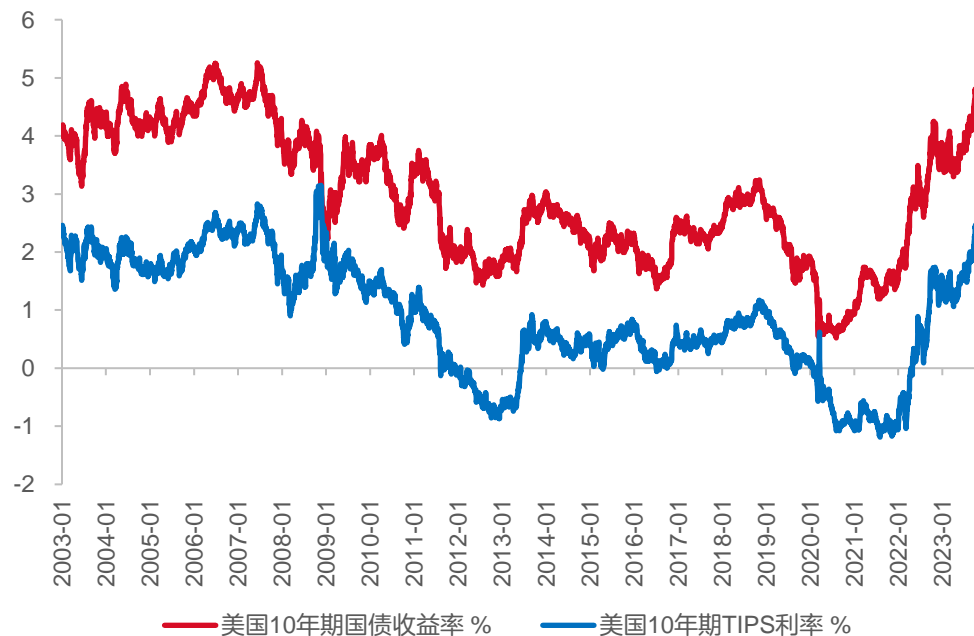


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 未来通胀难估计

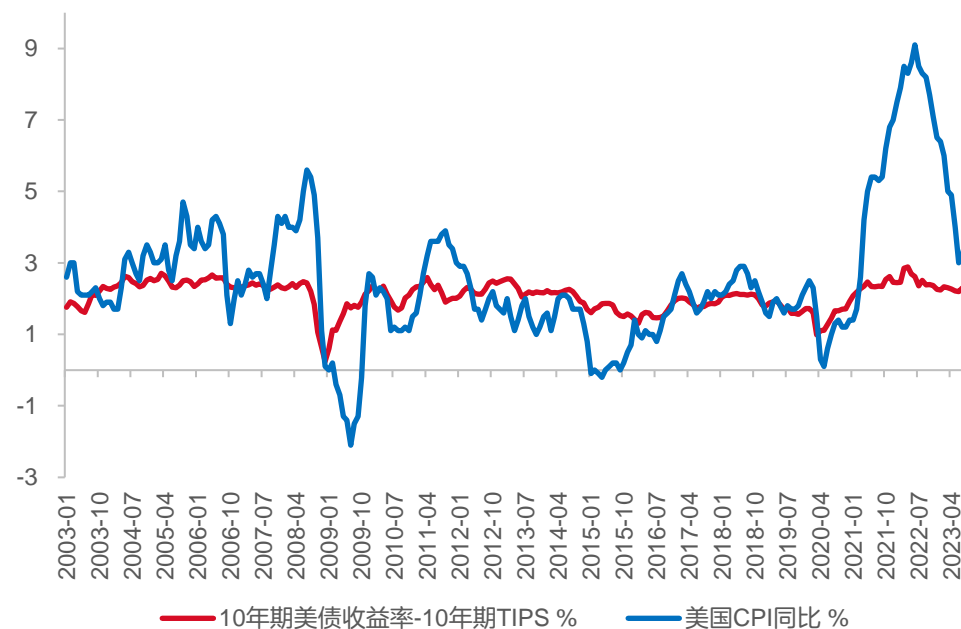
- 美国通胀保值债券TIPS不能反映实际利率。
- 10年期美债收益率减10年期TIPS利率，与美国CPI同比数值相差很大，难以反映价格变化幅度。

### 美国10年期国债收益率与TIPS利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 美国名义利率减TIPS与CPI对比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

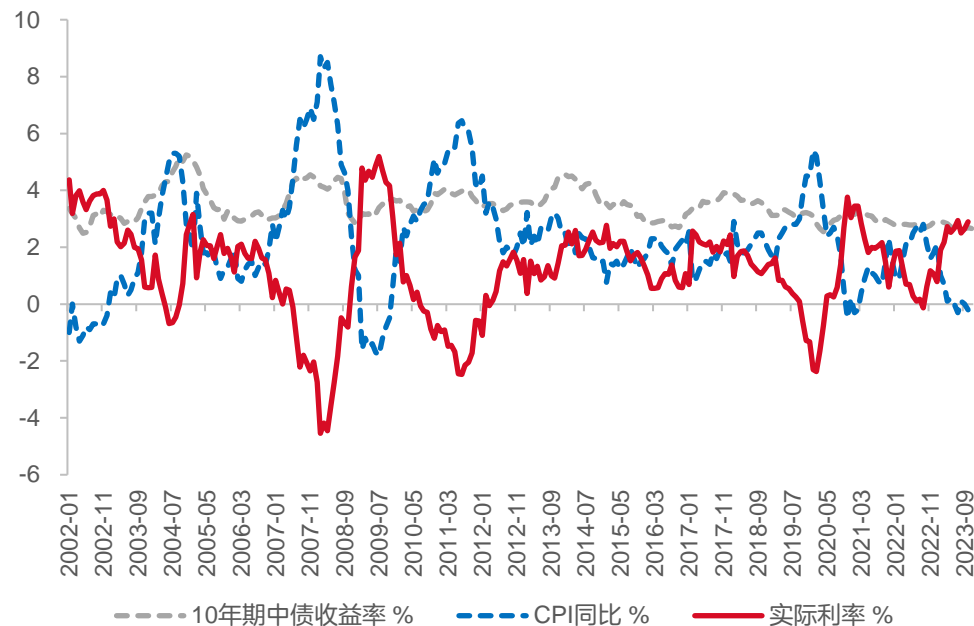
## 中美实际利率

● 2022年以来，中国实际利率从最低-0.1%升至2023年10月的2.9%；

美国实际利率从最低-6.4%升至2023年10月的1.6%。

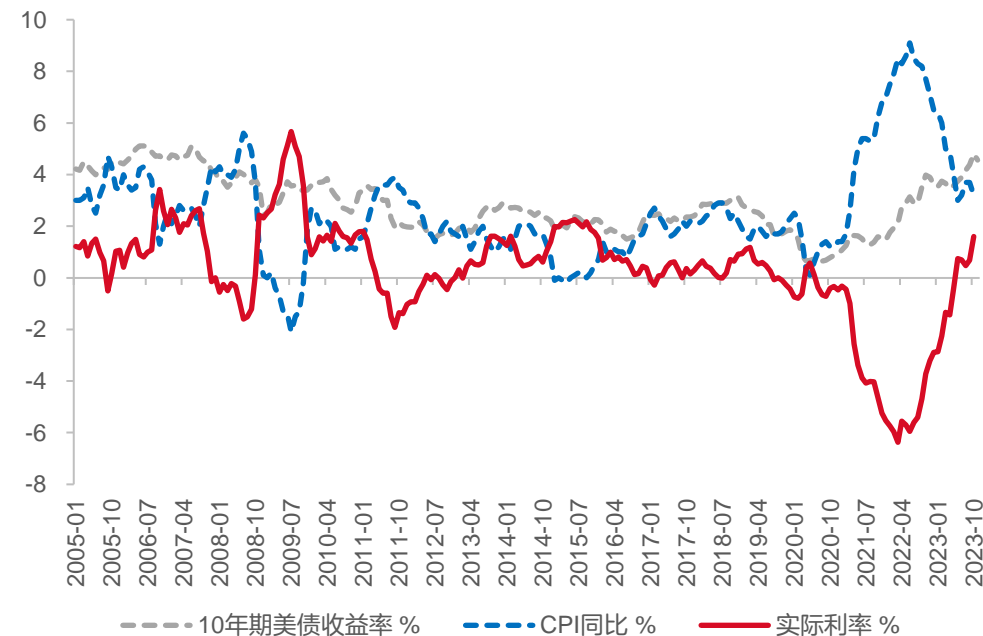
当前中国实际利率比美国高出1.3个百分点。

中国实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国实际利率，%

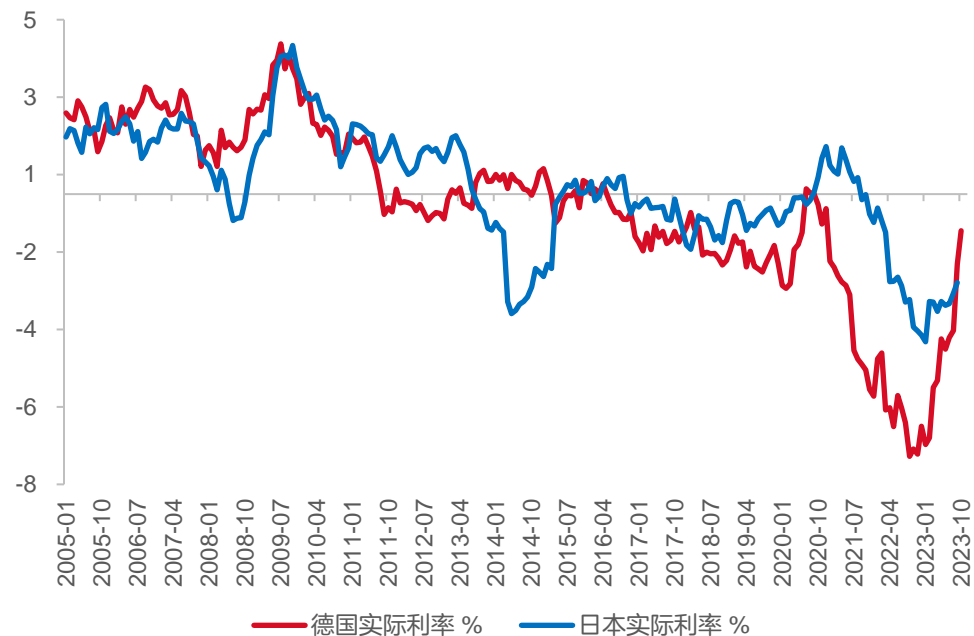


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 德、日、越南、菲律宾实际利率

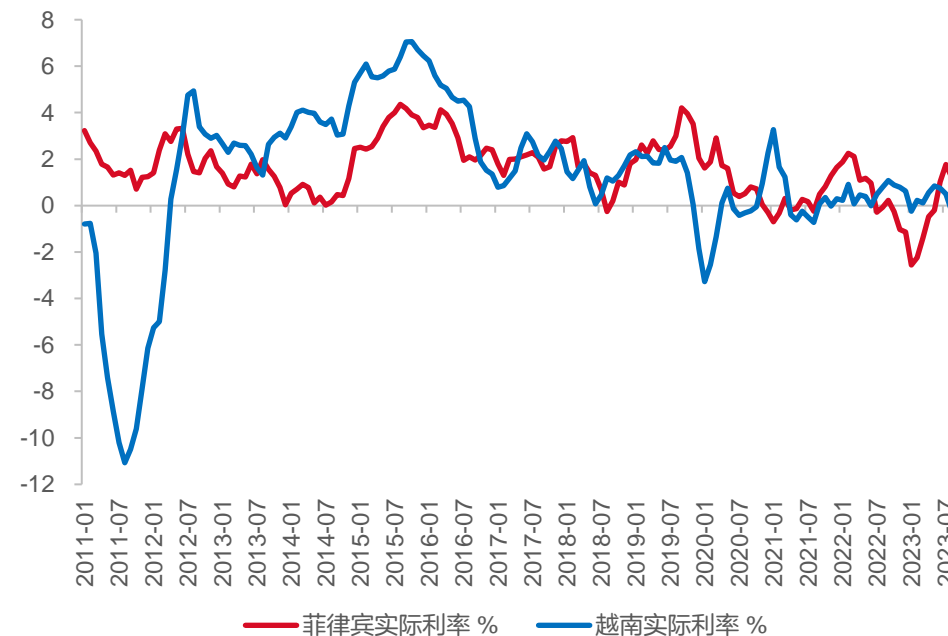
- 截至2023年10月，发达国家中，德国、日本实际利率分别为-0.95%、-2.3%。
- 发展中国家中，越南实际利率为负（-0.6%），菲律宾实际利率为0.5%。

### 德国、日本实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 越南、菲律宾实际利率，%

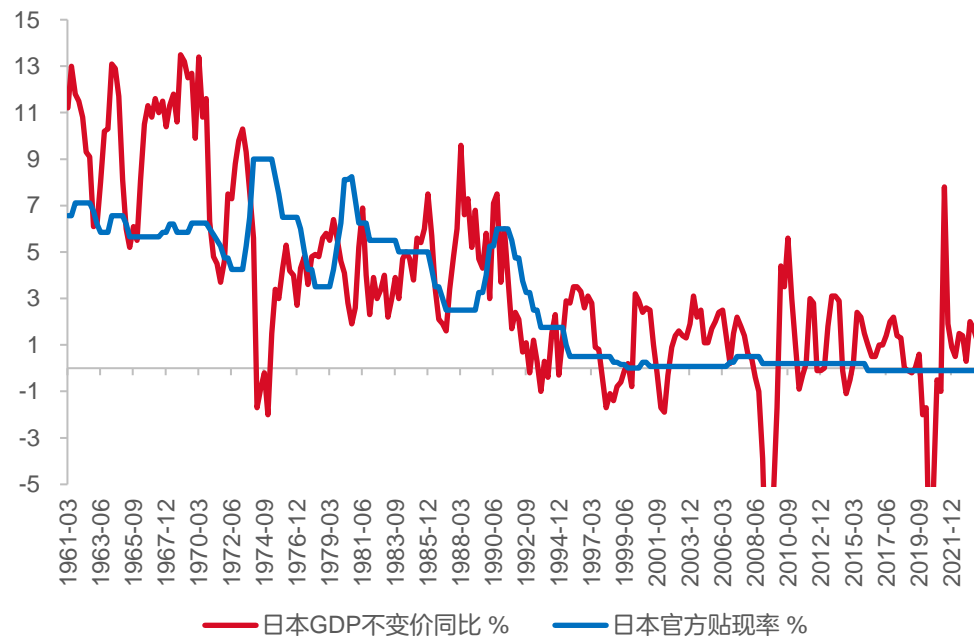


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 经济增速、投资回报与利率

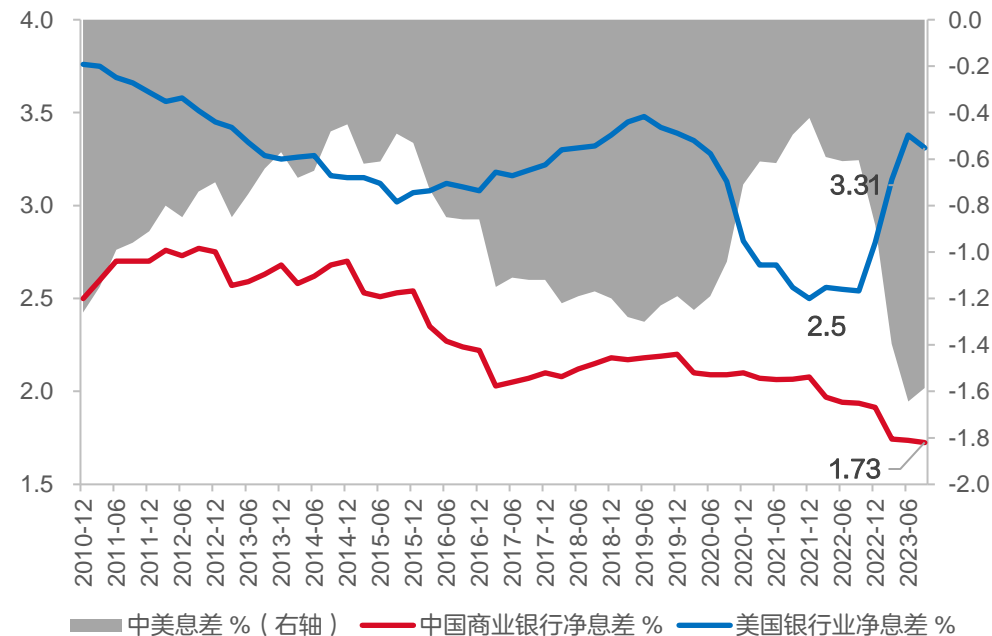
- 中长期看，经济增速下行，投资回报率下降，利率也需要降低。
- 我国近年来金融支持实体经济，金融市场收益率较贷款利率下行幅度更小，对消费、投资吸引力略显不足。

日本GDP增速与基准利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

中美息差倒挂，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

# 目录

第一部分 实际利率视角

第二部分 经济增速、财政空间与资金利率

第三部分 美国经济形势与货币政策

第四部分 结论

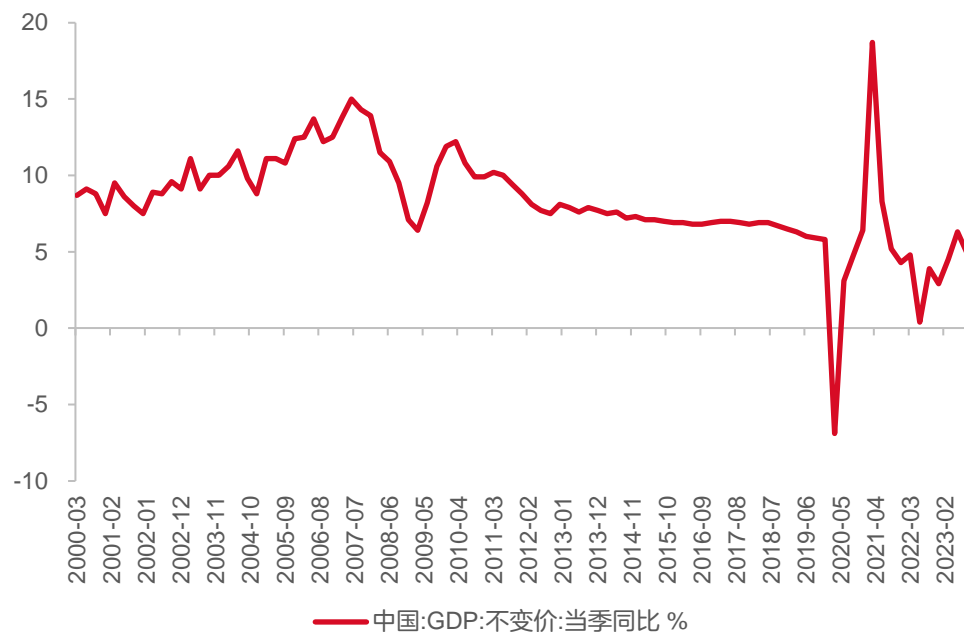




## 中国经济增速预期

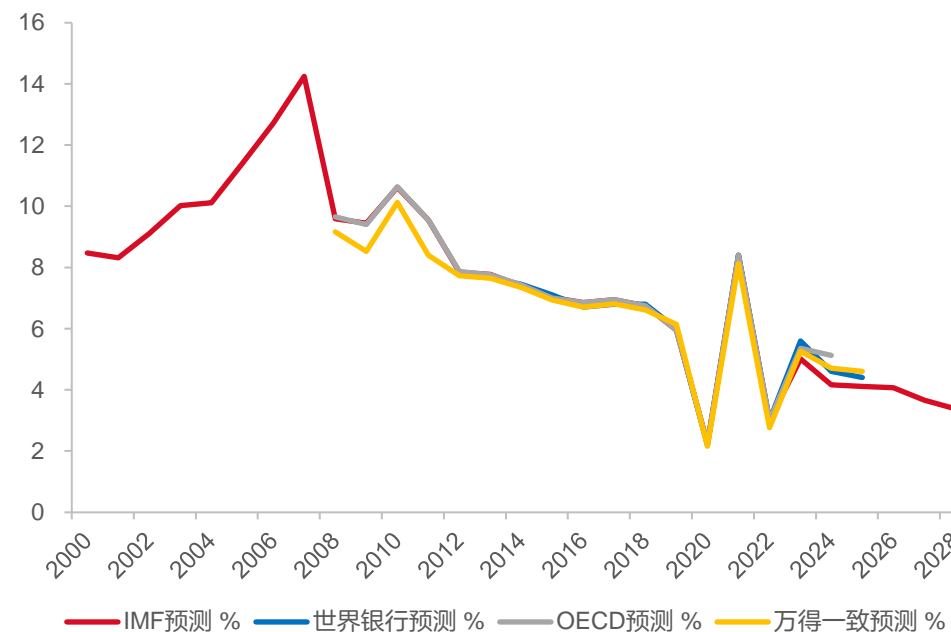
- 2023年三季度，中国实际GDP当季同比4.9%，累计同比5.2%，实现“全年5%左右的预期目标”难度不大。
- 2024年，基数上升，实际GDP增速实现5%有一定难度，IMF预测4.2%、世界银行预测4.6%。

### 中国实际GDP增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 中国实际GDP增速预测情况，%

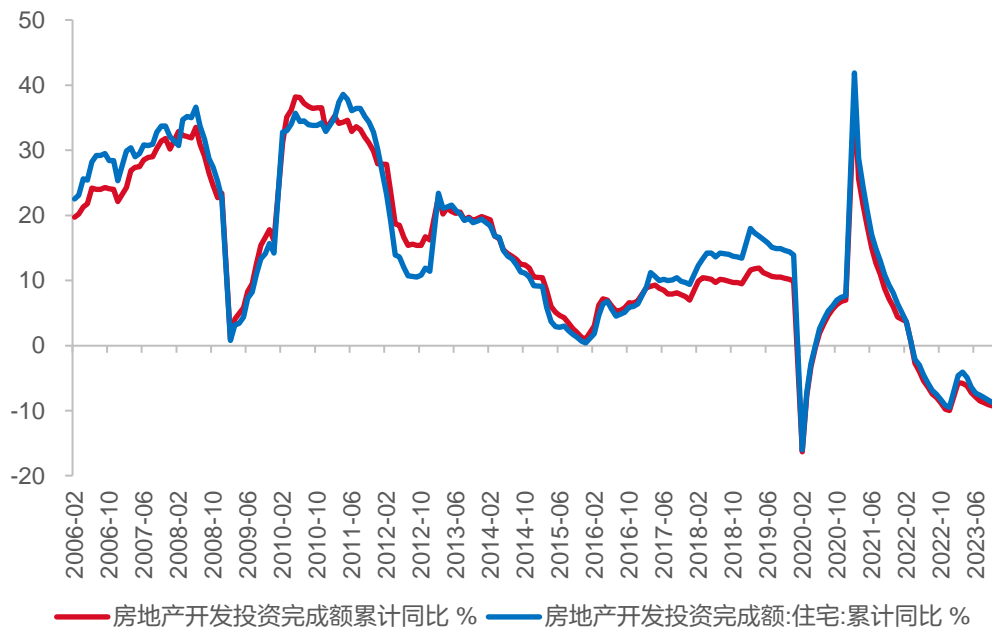


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 房地产投资可能会有改善，但估计仍是拖累项

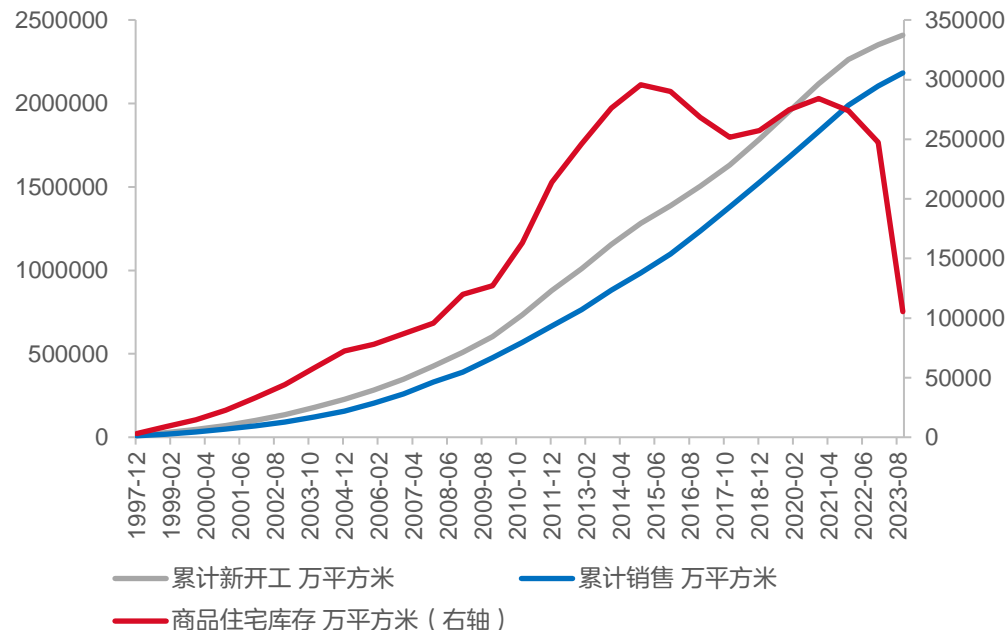
- 1-10月，商品房累计销售9.3亿平方米，住宅销售7.9亿平方米，预计全年住宅销售面积接近10亿平方米。未来城镇化仍有空间，改善性需求进一步释放，2024年住宅销售面积有可能与今年接近。10月当月，全国商品房销售0.77亿平方米，其中住宅销售0.66亿平方米。
- 截至10月，统计局公布的商品住宅累计待售面积为3.1亿平方米；据测算，当前全国商品住宅含在建广义库存10.5亿平方米，房地产投资增速累计同比-9.3%，其中住宅投资增速-8.8%。政策支持下，2024年房地产投资降幅有望收窄，房地产对经济的拖累作用可能减弱。

### 房地产与住宅投资增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 商品住宅库存情况，万平方米

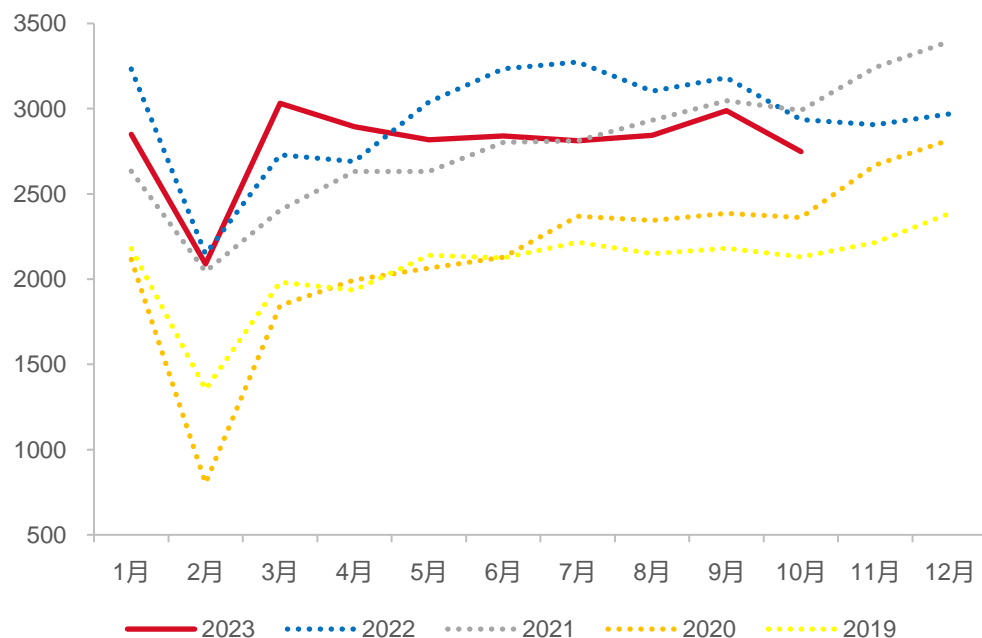


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 基建、制造业平稳，出口可能承压

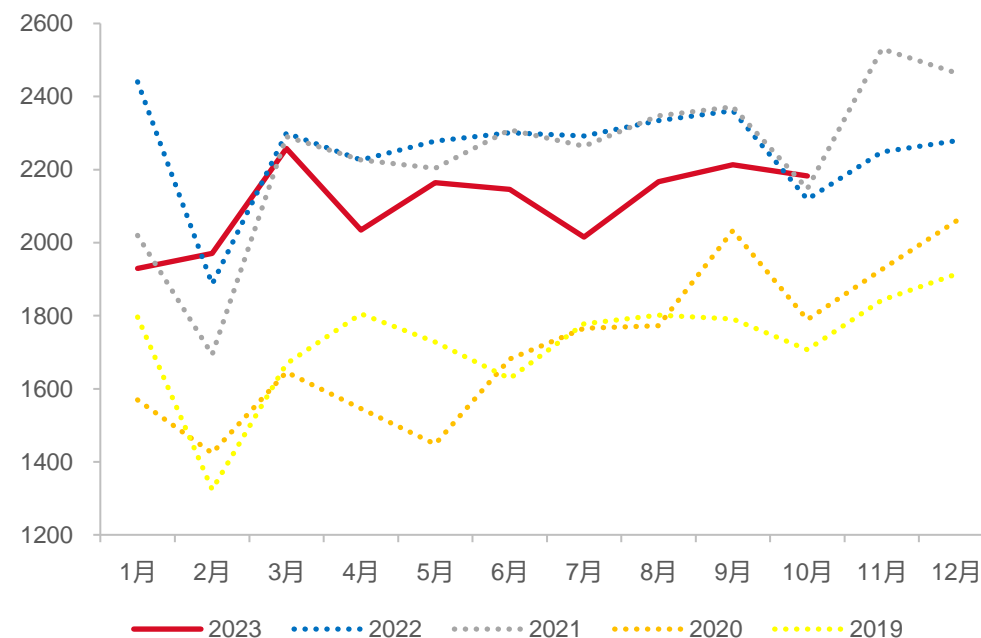
- 低基数支撑10月社零超预期（7.6%），年末基数走低或将推动社零读数冲高，2024年消费估计会恢复。
- 基建投资估计保持平稳，但高基数下增速可能会略有下降。制造业投资平稳较快增长，民间投资意愿改善。
- 海外经济减速可能导致中国出口承压，10月出口同比-6.4%，外需景气度仍然偏低，。

2019-2023年出口金额季节性，亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

2019-2023年进口金额季节性，亿美元

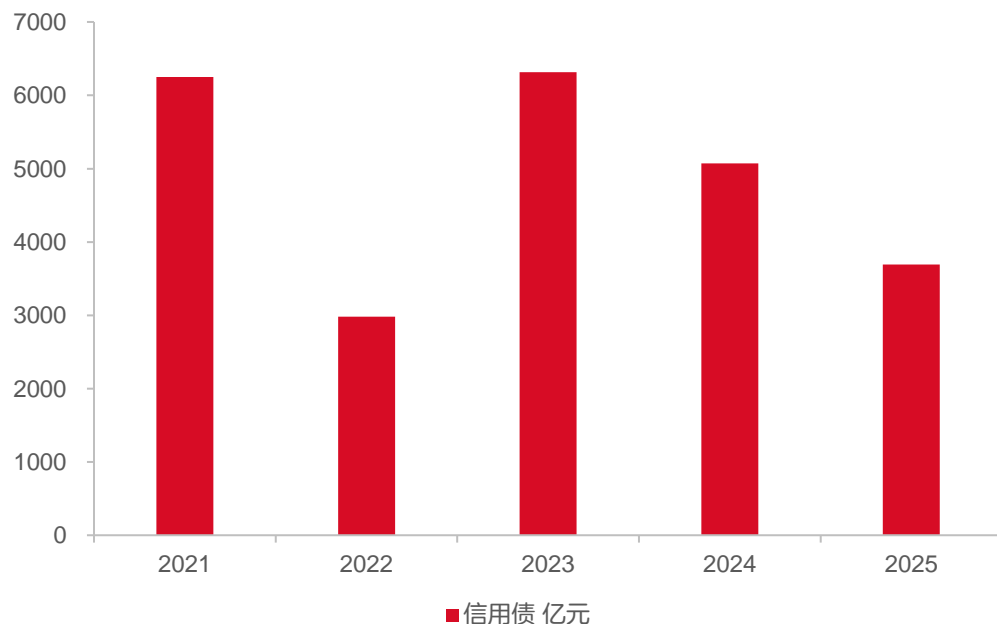


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 风险化解力度可能会较大

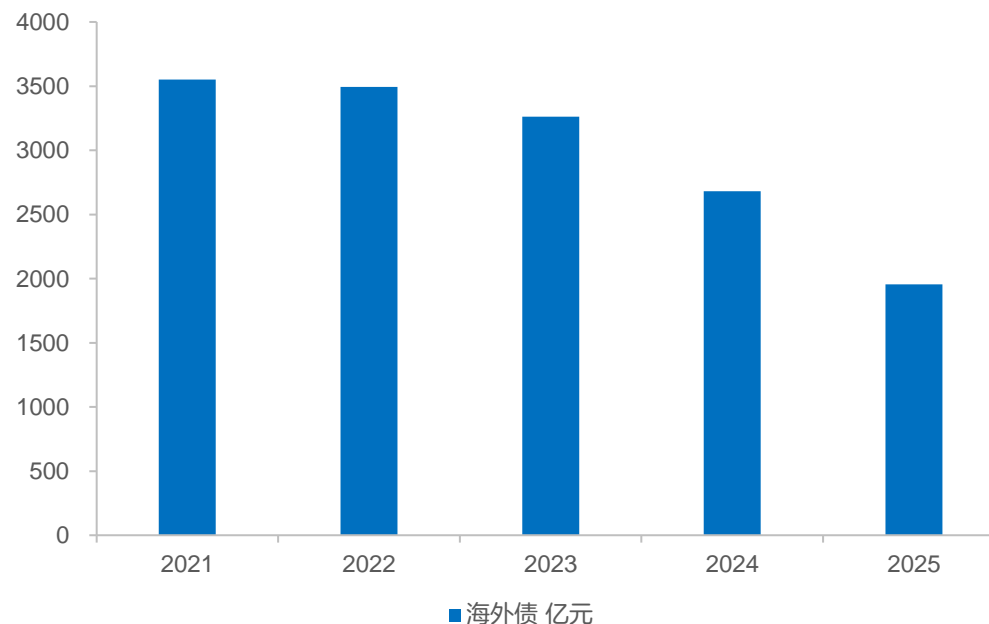
- 地方债务风险：特殊再融资债超1.2万亿；央行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。
- 房地产风险：2024年开始房企信用债和海外债到期规模逐步下降，2025年到期规模不足2023年的6成。但房地产风险尚需继续排除，截至2023年上半年，内地和香港上市的254家房企中，剔除预收款后资产负债率超70%的有94家，均值为84.4%；净负债率超100%的有70家，均值为333.6%。

### 房企信用债到期分布，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 房企海外债到期分布，亿元

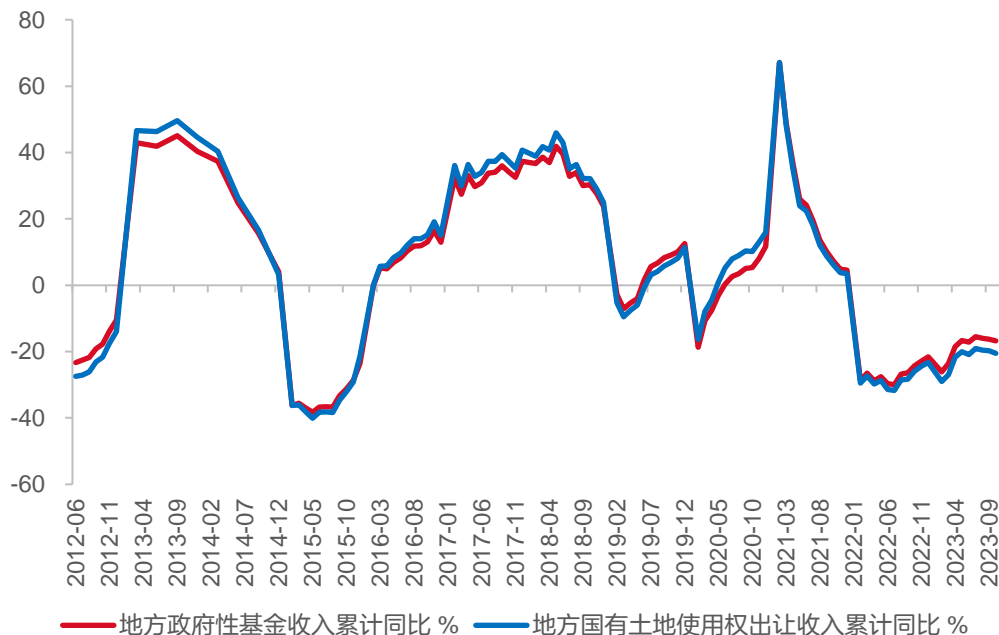


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 财政空间

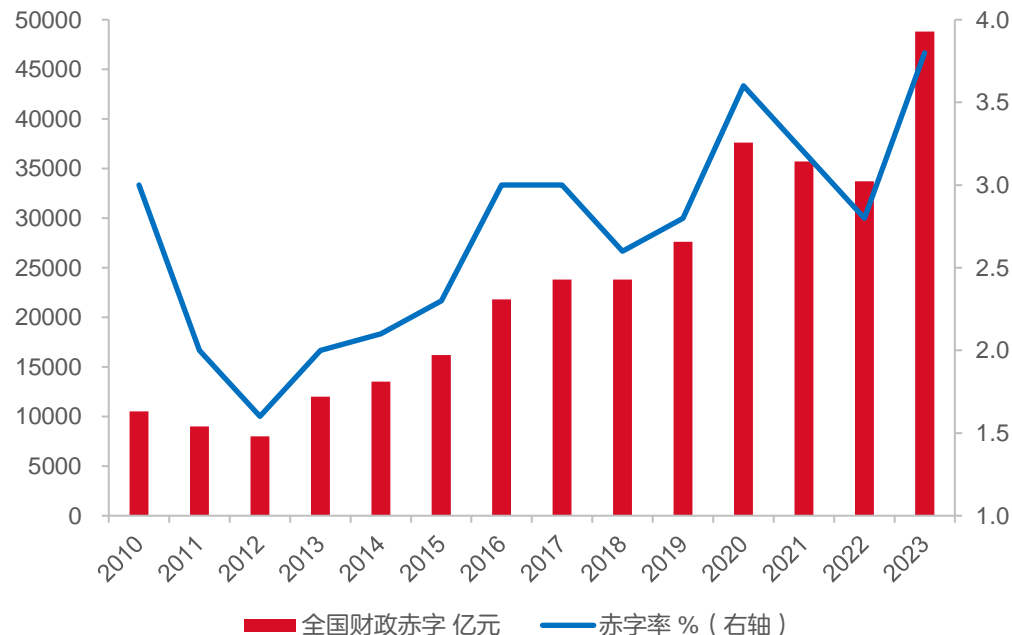
- 财政估计更积极。2023年财政预算支出27.5万亿元，赤字率3%，财政赤字3.88万亿元。其中，政府性基金预算支出11.8万亿元，政府性基金预算收入7.82万亿元。四季度增发国债1万亿元，财政赤字增至4.88万亿元，赤字率提高到3.8%左右。
- 地方财力有限。10月，地方国有土地出让收入累计3.5万亿元，同比降0.9万亿元，估计全年同比降1.4万亿元。10月，全国政府性基金收入累计4.38万亿元，同比降0.84万亿元。在严格控制新增债务的情况下，地方政府财力或将受到一定限制。

地方政府性基金收入增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

全国财政赤字与赤字率，亿元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 目录

第一部分 实际利率视角

第二部分 经济增速、财政空间与资金利率

**第三部分 美国经济形势与货币政策**

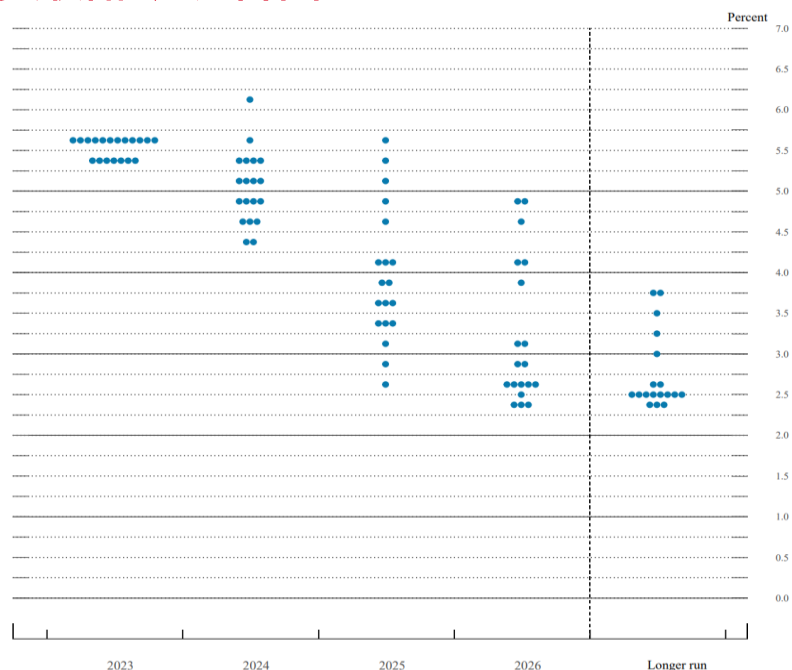
第四部分 结论



## 美联储货币政策预期

- 11月美联储暂停加息，联邦基金目标利率保持在5.25%-5.5%。美联储9月点阵图显示，年内可能尚有1次加息。
- CME数据显示，至2024年2月，FOMC会议不加息的概率为94.8%。

美联储9月点阵图



资料来源：美联储，东海证券研究所

CME FedWatch Tool

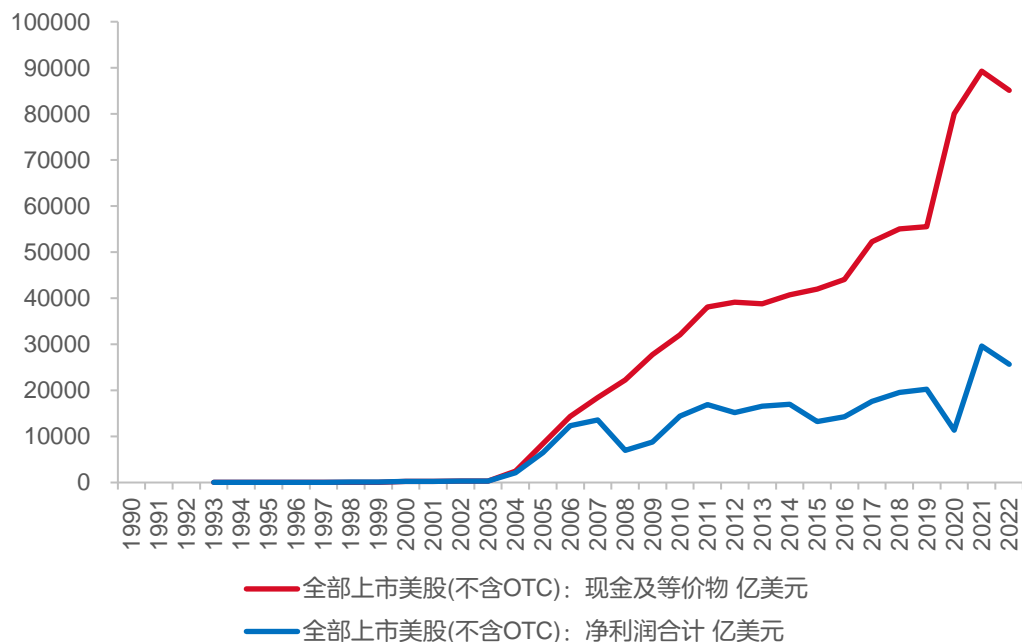
FOMC会议日期	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023-12-13		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.8%	5.2%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.8%	5.2%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	67.9%	3.6%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	47.8%	39.5%	0.0%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	32.0%	43.4%	17.6%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.9%	0.0%
2024-09-18	0.0%	2.4%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%	0.0%
2024-11-07	1.3%	8.8%	23.6%	32.1%	23.8%	9.0%	1.4%	0.0%
2024-12-18	6.5%	19.0%	29.6%	26.3%	14.5%	3.8%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

## 美国企业：现金收益

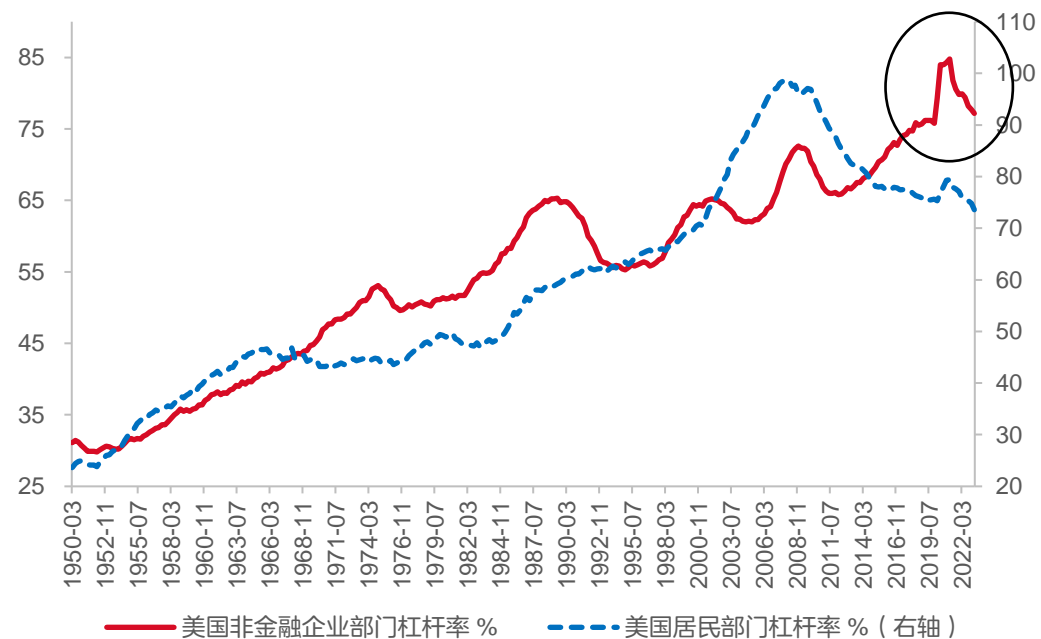
- 2020年3月至2022年3月，美国处于低利率环境，企业发债成本极低，美联储大幅加息后企业或在高利率环境下获利，贡献了部分净利润。
- 未来低成本资金到期、新融资成本抬升，可能会影响企业收益，影响企业投资。

美股上市公司现金及等价物与净利润，亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国非金融企业部门杠杆率，%



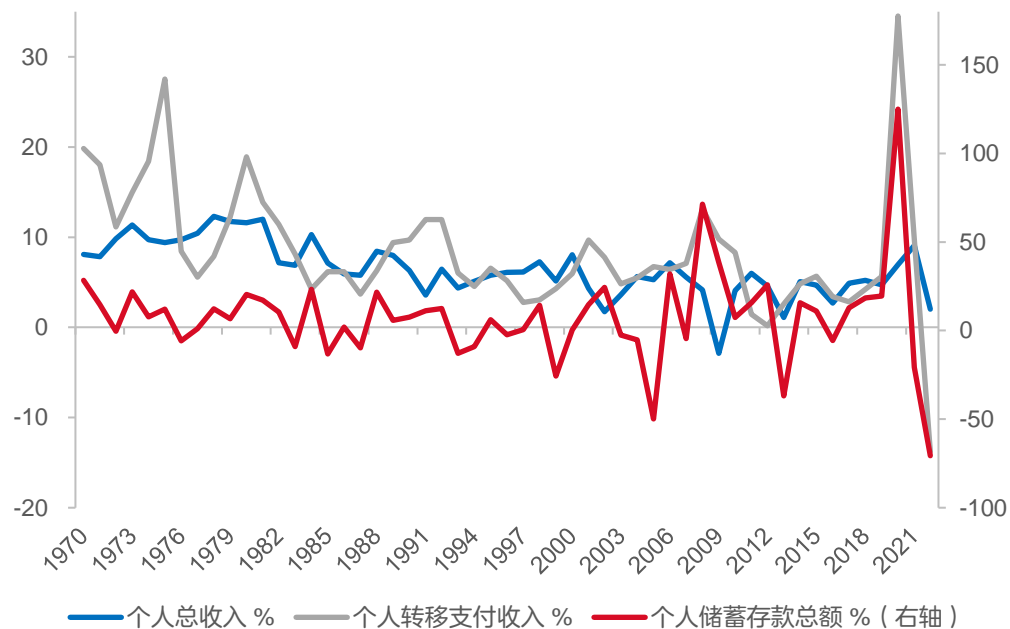
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 美国居民：超额储蓄消耗

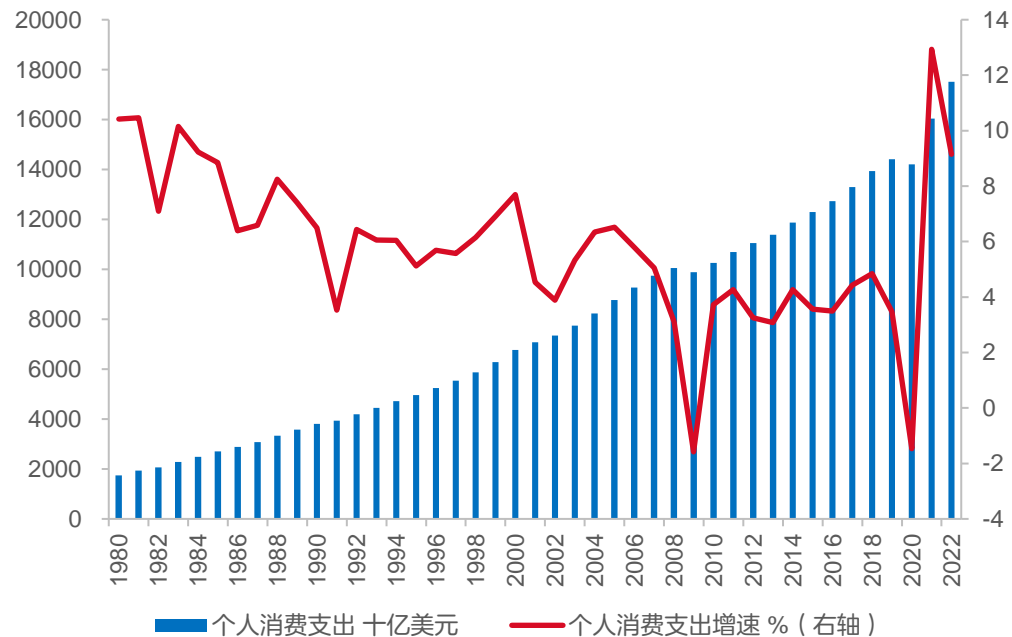
- 2020年开始，美国推出规模空前的财政刺激政策以应对疫情。2010-2019年，美国财政赤字均值为8300亿美元。2020、2021年财政赤字分别为3.1万亿、2.8万亿美元，远超过去10年平均水平。
- 2020年，美国个人转移支付收入增速高达34.5%，个人储蓄存款总额同比增长1.25倍。2021年，美国个人消费支出同比增长12.9%，为1946年以来最高。在财政大规模扩张推动下，居民储蓄大幅上升，但2022年以来超额储蓄被快速消耗。

### 美国个人收入和储蓄增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 美国个人消费支出及增速，十亿美元，%

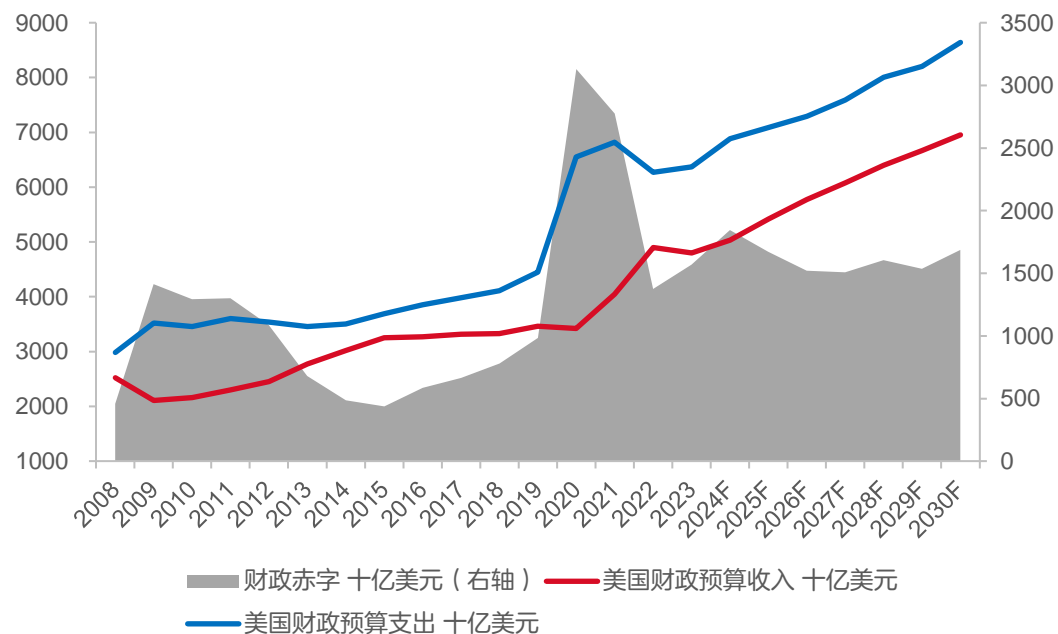


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 美国财政刺激限制增加

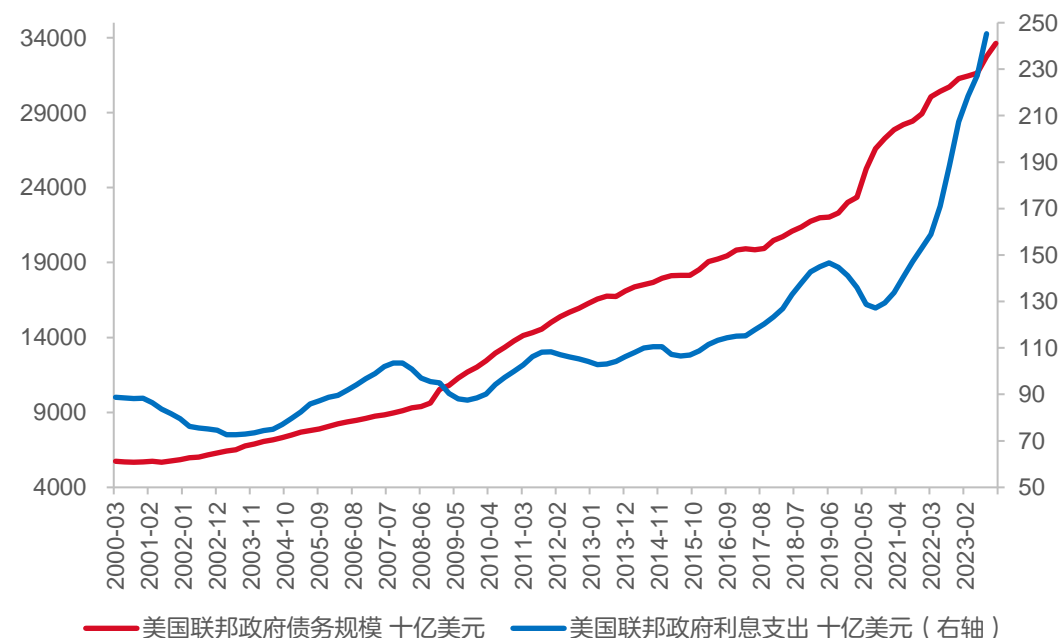
- 2023财年，美国联邦政府财政收入4.4万亿美元，支出6.1万亿美元，财政赤字近1.7万亿美元，比上一财年的1.38万亿美元增加23%。
- 截至11月17日，美国联邦政府债务规模超33.7万亿美元，相当于2022年美国GDP的131%。2023财年净利息支出占全年财政支出比重超10%。

### 美国财政预算收支与财政赤字，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 美国联邦政府债务规模与利息支出，十亿美元

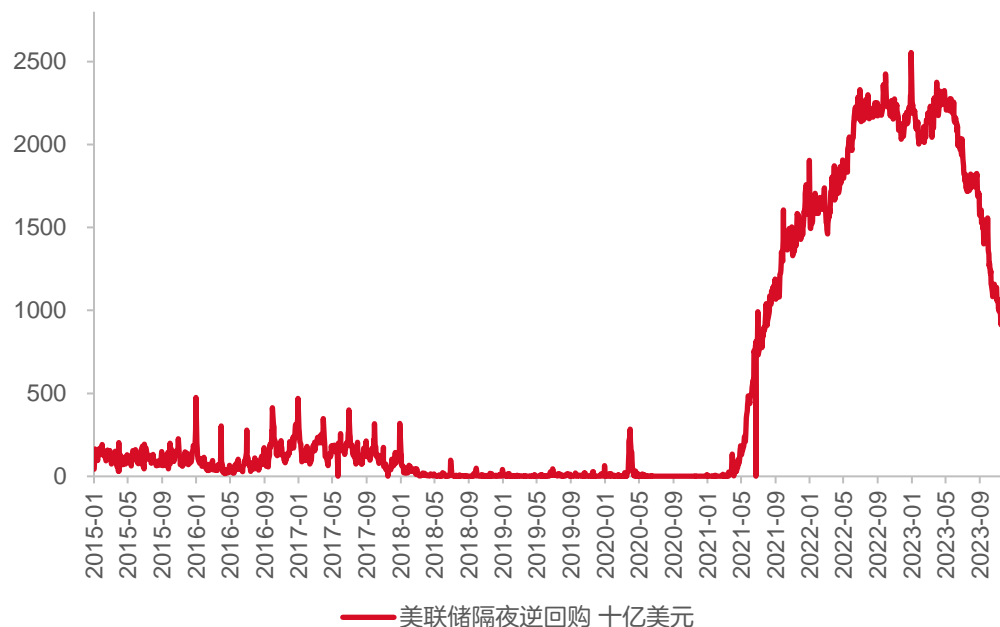


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 美联储降息时机和力度

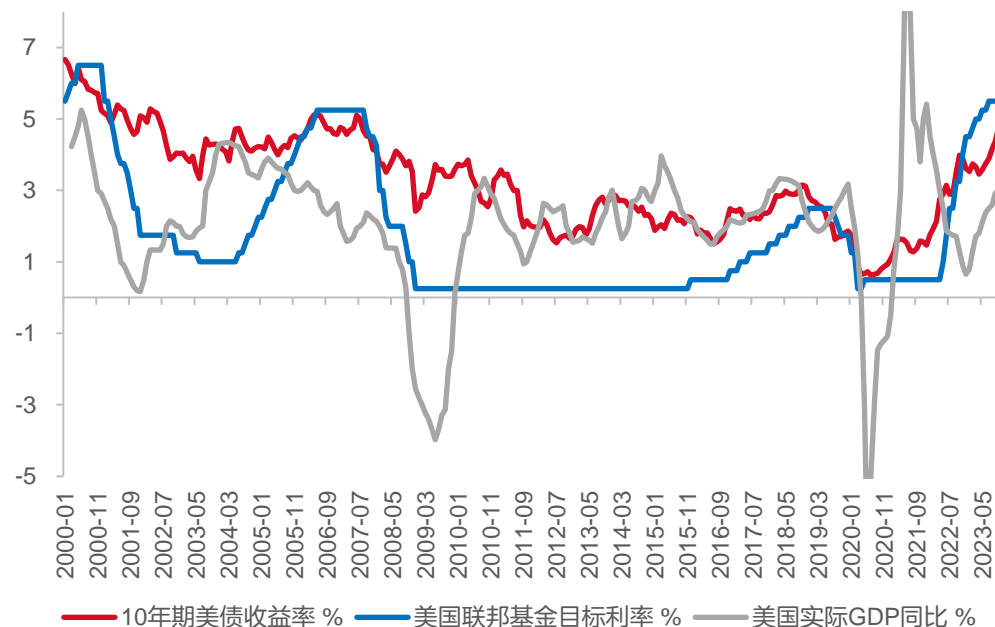
- 10月美国CPI超预期放缓（3.2%），核心通胀走低，但距2%仍有差距。
- 流动性“蓄水池”在变小。美联储隔夜逆回购规模大幅回落，未来财政部继续举债，流动性或将逐步收紧。2022年4月，美联储总资产达到峰值8.97万亿美元。截至11月15日，美联储总资产相较峰值已减少1.15万亿美元。

美联储隔夜逆回购规模大幅回落，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国十债收益率、联邦基金目标利率与GDP，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 目录

第一部分 实际利率视角

第二部分 经济增速、财政空间与资金利率

第三部分 美国经济形势与货币政策

第四部分 结论



## 美国实际利率预期

- 美联储对2023年PCE、核心PCE的预测分别为3.3%、3.7%，2024年分别为2.5%、2.6%。
- IMF对2023、2024年美国CPI同比的预测分别为4.1%、2.76%。
- 亚特兰大联储GDPNow工具显示，四季度美国GDP增速为2%，较第三季度的4.9%大幅放缓。10月美国制造业、非制造业PMI环比分别较前值下降2.3个、1.8个百分点至46.7%、51.8%。
- 2023年6月，美国实际利率已转正，10月进一步扩大至1.6%。短期内美国仍将保持高利率环境，明年下半年降息概率较大。
- 在通胀小幅下行的情况下，实际利率估计将进一步上升，对经济具有一定抑制作用。而疫情后，美国实际利率处于高度负值，对经济有较强刺激作用。2024年美国经济增长动能或弱于今年，可能将经历从加息到降息周期的转折。

## 中国实际利率预期

- 截至11月21日，10年期中债收益率为2.6684%，10月CPI同比-0.2%，实际利率约为2.86%，2002-2019年中国实际利率均值为1.14%。
- 横向对比我国与美、欧、日等世界主要经济体，我国实际利率处于较高水平。
- 假设2024年CPI同比上升1%，以此推算实际利率约为1.86%左右。如果回到2019年前的中值，需降息72个基点；考虑到经济增速下行后利率也应下降，可能需要降息100个基点左右。
- 考虑到价格涨幅的不确定性，我国实施稳健的货币政策，综合来看未来降息50个基点左右的可能性较大。

## 中国金融政策预期

- **货币政策总量与结构并重：**中央金融工作会议指出，始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节。要完善金融宏观调控，准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。保持流动性合理充裕、融资成本持续下降。
- **结构上，突出科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，重点做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。**
- **防范化解金融风险是重中之重：**
  - 1) **防范化解地方债务风险。**会议强调，建立防范化解地方债务风险长效机制，优化中央和地方政府债务结构。今年，各地相继发行特殊再融资债券来置换隐形债务以缓释风险，四季度人大又批准了增发1万亿国债，通过多途径协作，地方政府债的风险估计会基本得到控制。
  - 2) **房地产业风险估计会逐步下降，房地产发展新模式逐步形成。**会议强调，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。未来对房企特别是民营房企的融资支持力度可能会进一步提高，促进房地产发展的政策可能会更积极。
  - 3) **消除监管空白和盲区，维护金融市场稳健运行，金融反腐可能会更加深入。**

## 风险提示

- **国际地缘政治风险：** 俄乌冲突、巴以冲突存在不确定性，可能出现超预期扰动风险，或对地缘政治形势产生影响；
- **海外金融事件风险：** 可能导致全球出现系统性金融危机；
- **国内政策落地不及预期：** 政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200215

#### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

T H A N K  
务实 创新  
Y O U  
规范 协同



东海证券



东海研究