

大重构（总论篇）

华泰期货
HUATAI FUTURES

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2023 年留下的高利率环境叠加 2024 全年持续的政治事件，两大因素注定了即将到来的 2024 年对于全球宏观经济带来很强的不确定性，市场的高波动性将是必然。面对 2008 年金融危机和 2020 年大流行后积累的大量债务，宏观政策空间尽管被进一步压缩，为应对高不确定环境对经济的进一步压力，我们预计宏观层面仍将开启积极的财政政策以进行风险对冲。

核心观点

■ 市场分析

国家资产负债表再平衡。有效需求不足仍将是常态，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，在下次平衡到来之前，国家间的分配将增加。

债务周期阶段性将重启。长期来看，人口达峰带来的企业投资不振、居民消费萎靡以及政府债务问题已经显性化；短期来看，2023 年高利率带来去杠杆过程中的“再融资”风险上升。展望未来，应对风险的有形之手将启动，驱动全球投资活动的继续增长。

2024 债务两阶段：从化债走向增长。未来债务的重启伴随着中国地方政府债务和美国高利率下的再融资问题解决，前者对应财政体制改革，后者对应全球风险压力的释放。预计在名义价格上涨过程中，实现债务结构的转换以及新能源领域的再次扩张机会。

2024 经济再出发：从放缓走向繁荣。一方面应对债务压力的货币政策将从 2023 年的快速收紧走向阶段性放松，债务压力的改善对应着经济扩张预期的重建；另一方面全球政治大年在创造宏观波动的同时，缓和中美阶段性压力，政府信用或再迎扩张机会。

■ 策略

2024 年风险和机会并存。强势美元压力阶段性趋缓，但化债形成流动性结构性短缺对于利率仍形成向上的力量，整体宏观政策空间将收敛；结构分化之下，预计 2024 年 A 股整体盈利增速保持回升势头。在需求改善的“破立”之中，实体流动性压力需特别关注，巴拿马运河的干旱限制了供应链能力，碳排放开启了新的全球税收博弈，加速了债务分配中经济结构的转型——预计 2024 年结构性的对冲机会增加。

■ 风险

债务流动性风险，疫情风险

目录

核心观点	1
宏观：国家资产负债表再平衡.....	4
杠杆盛宴终结前：有望再次重启.....	5
1.1 全球杠杆周期阶段性改善	6
1.2 人口达峰增加了债务压力	8
1.3 技术的扩散需要基础设施	10
1.4 政府债务和基础设施投资	11
重启的两个阶段：从化债到增长.....	13
2.1 名义价格上涨和债务分配	13
2.2 名义价格上涨和产业分配	16
2.3 关注新能源领域扩张节奏	18
2024 年经济周期展望：迎接曙光.....	20
3.1 2023 年经济周期的回顾	20
3.2 重构对 2024 年周期影响	22

图表

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题	4
图 2：1980 年金融自由化下的全球化已经进入到“倒退”过程，关注 2024 年的“抵抗” 单位：%YOY，%GDP.....	5
图 3：全球债务结构和增速 单位：%.....	5
图 4：金融危机以来的持续去杠杆 单位：%.....	5
图 5：本轮全球杠杆率周期的差异 单位：%GDP.....	6
图 6：全球杠杆率变化 单位：%YOY，%GDP.....	6
图 7：主要经济体杠杆率水平 单位：%GDP.....	7
图 8：全球人口增速持续放缓 单位：%.....	9
图 9：全球人口抚养比正在不断攀升 单位：%.....	9
图 10：全球劳动力人口结构陆续“达峰” 单位：%.....	9
图 11：全球人口年龄逐渐老龄化 单位：%.....	9
图 12：中国人口年龄更快进入老龄化 单位：%.....	9
图 13：印度人口年龄结构保持“金字塔” 单位：%.....	9
图 14：生产力在二战至今呈现出不可逆的下降，还未扭转 单位：%.....	10
图 15：全球宏观政策不确定性依然很高，但始于 2008 年的美元指数上行过程需要阶段性调整 单位：指数点.....	12
图 16：宏观“笼中局”——冲突对中美带来差异性的影响.....	13
图 17：全球经济体政府债务占比 单位：%GDP.....	15
图 18：主要经济体政府债务占比 单位：%GDP.....	15
图 19：不同经济和部门债务规模差异 单位：%GDP.....	15
图 20：主要宏观部门债务结构 单位：%GDP.....	15

图 21: 中国政府支出驱动投资形成 单位: %	17
图 22: 全球政府支出并非对冲投资不足 单位: %	17
图 23: 美国政府支出并非对冲投资不足 单位: %	17
图 24: 日本政府支出并非对冲投资不足 单位: %	17
图 25: 美国日本投资储蓄结构的差异, 储蓄对投资的带动作用在日本表现得更为明显 单位: %	18
图 26: 分国别政府和非政府债务结构变化 (2019vs2023) 单位: %	18
图 27: 能源价格上涨提振新能源消费量 单位: %	19
图 28: 主要国家新能源消费占比 单位: %	19
图 29: 美元指数由弱转强, 资产定价内外分化 (权益: 外强内弱; 债券: 内强外弱; 商品: 内强外弱) 单位: %	20
图 30: 铜金比价和制造业 PMI 单位: 比值, %	21
图 31: 油金比价和美国 CPI 同比 单位: 比值, %	21
图 32: 利率和全球经济活动 单位: %, BP	22
图 33: 利率和经济的负相关性 单位: 100%	22
图 34: 美国宏观部门杠杆率变化 单位: %GDP	22
图 35: 中国宏观部门杠杆率变化 单位: %GDP	22
图 36: 中美实体经济的联系将创造 2024 年周期共振的机会 单位: %YOY	23
图 37: 全球主要经济体占比变化 单位: %	24
图 38: 中国预计 2023 < 2024 < 2022	24
图 39: 美国 2024 年逐步改善, 逆差扩大	24
图 40: 欧元区不再那么差, 但改善相对有限	24
表 1: 典型的去杠杆化过程中主要变量变化情况 单位: %	14

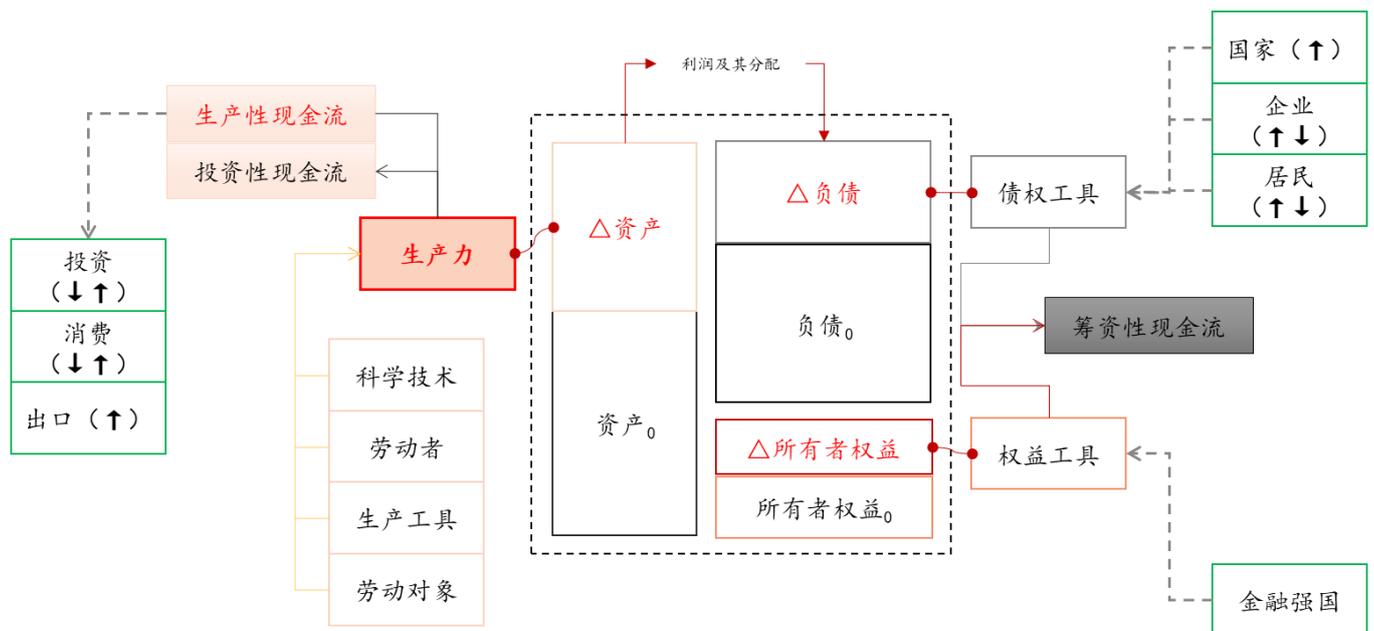
宏观：国家资产负债表再平衡

经济系统是从生产消费合一的自给自足经济系统演化而来。经过生产和消费分离、投资和储蓄的分离和结构化，通过技术和需求延伸和升级，形成“投资—生产—分配—消费—储蓄”的循环。观察经济的微观结构在于观察驱动经济运行的核心矛盾，拆解资产负债表是一个有益的尝试（见图1）。

交易构成了经济活动的基本单元，实现从投资、生产、分配到消费和储蓄的经济活动。通过交易形成了资产负债表结构的置换。对于宏观资产负债表的左侧是价值创造过程，生产力决定着经济长期运行的方向。对于宏观资产负债表的右侧是价值分配过程，生产关系决定着经济运行的路径，全球经济杠杆率的持续上升过程是既是资产负债表中价值分配的持续不平衡问题的直接反应，也是将全球生产力扩张到极致后的结果。

经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在衰竭。工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。回到经典的AK生产函数，工业文明中的经济增长通过技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本。而在人口老龄化、全球收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，全球生产力增长开始停滞，私人部门的需求出现了从增长放缓到债务通缩塌陷的转变，呈现出日本化现象。展望未来，有效需求不足仍将是常态。如果不考虑阶段性的库存周期波动形成的经济波动，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，直到下一次平衡的到来。

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题

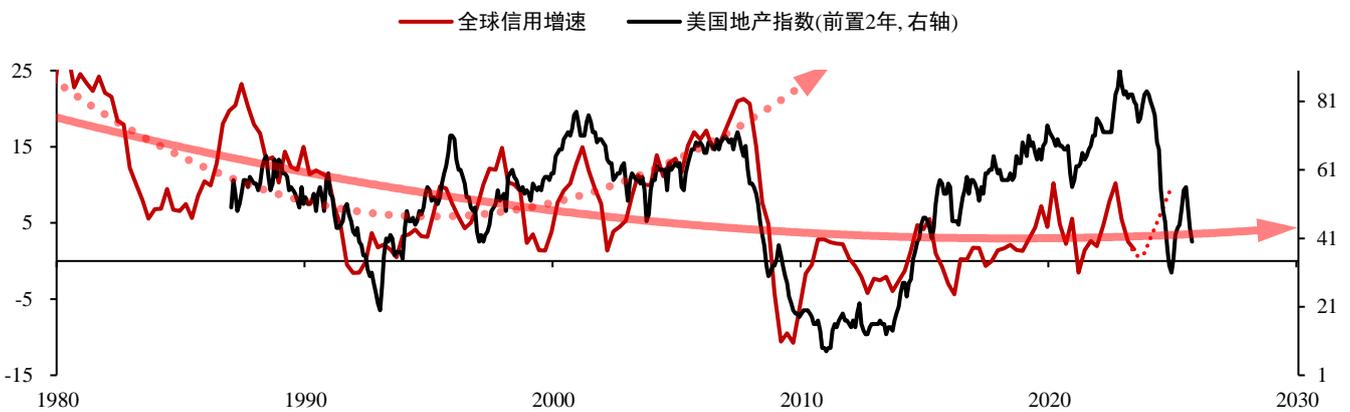


数据来源：华泰期货研究院

杠杆盛宴终结前：有望再次重启

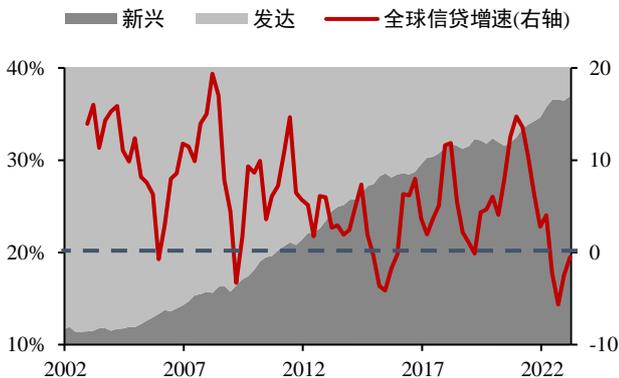
二十一世纪以来，伴随着生产力的进一步放缓而来的是全球债务型经济的扩张在进一步加速（图 3）。截止 2008 年金融危机之前，信贷的增速一度高涨至 20%，由杠杆驱动的经济运行到现在，一方面是总量债务压力不断累积，在生产力引爆点迟迟未现的情况下“大国巨债”影响从繁荣转向了赤字；另一方面，这些债务在时间上、空间上的分布不均衡性，带来新兴市场的流动性压力和年轻一代的“躺平”，经济从 2008 年的被动落入“去杠杆”转向 2018-2020 年的主动去杠杆过程之中（图 4）。

图 2：1980 年金融自由化下的全球化已经进入到“倒退”过程，关注 2024 年的“抵抗” | 单位：%YOY，%GDP



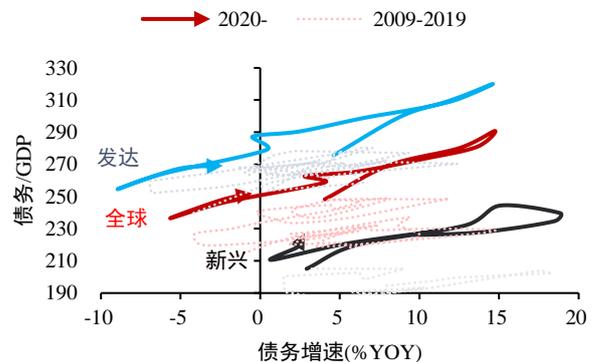
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 3：全球债务结构和增速 | 单位：%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 4：金融危机以来的持续去杠杆 | 单位：%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

1.1 全球杠杆周期阶段性改善

08 年次贷危机甚至向前追溯到 01 年科网泡沫破裂，全球经济体在泡沫破灭后对经济的整固不多，确是增加了新的更高的杠杆来掩盖泡沫破裂之后的狼藉。2023 年人工智能的兴起似乎扭转了市场对全球劳动生产率继续回落的担忧——黄金、新兴市场股市等全球资产不断创出新高¹，但是高利率之下债务的可持续性引起市场担忧²，关注高利率驱动全球去杠杆过程中的“再融资”风险。

总体杠杆率处在去化中途，阶段性有望改善

2000 年以来无论发达经济体还是新兴经济体，全球处于加杠杆阶段，并且发达经济体杠杆率高于新兴经济体。截止 2020 年四季度，发达经济体杠杆率上升至 320%，新兴经济体杠杆率上升至 244%（图 5）。

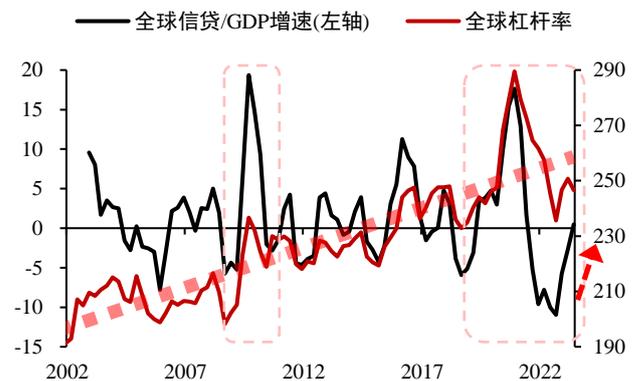
和 2008 年金融危机后宏观杠杆率回升（以杠杆置换经济的短期阵痛，表现为发达经济体以政府杠杆置换私人杠杆实现杠杆稳定；新兴经济体在外部需求放缓状态主动加杠杆稳定宏观需求）不同的是，2021 年后发达经济体的杠杆率进入到了实质性的去化状态，2022 年第三季度的杠杆率接近 2015 年一季度的水平（图 6），全球整体杠杆率在 2023 年初反弹之后二季度增速已经暂时转正。

图 5：本轮全球杠杆率周期的差异 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 6：全球杠杆率变化 | 单位：%YOY, %GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

¹ 11 月 20 日日经 225 指数创下历史新高；12 月 4 日黄金创下历史新高；12 月 5 日印度 Sensex 指数创下历史新高；12 月 6 日德国 DAX 指数创下历史新高。

² 11 月 10 日穆迪下调美国主权评级展望至“负面”；12 月 5 日穆迪下调中国主权评级展望至负面。

2023 货币政策边际转变，提供 2024 杠杆空间

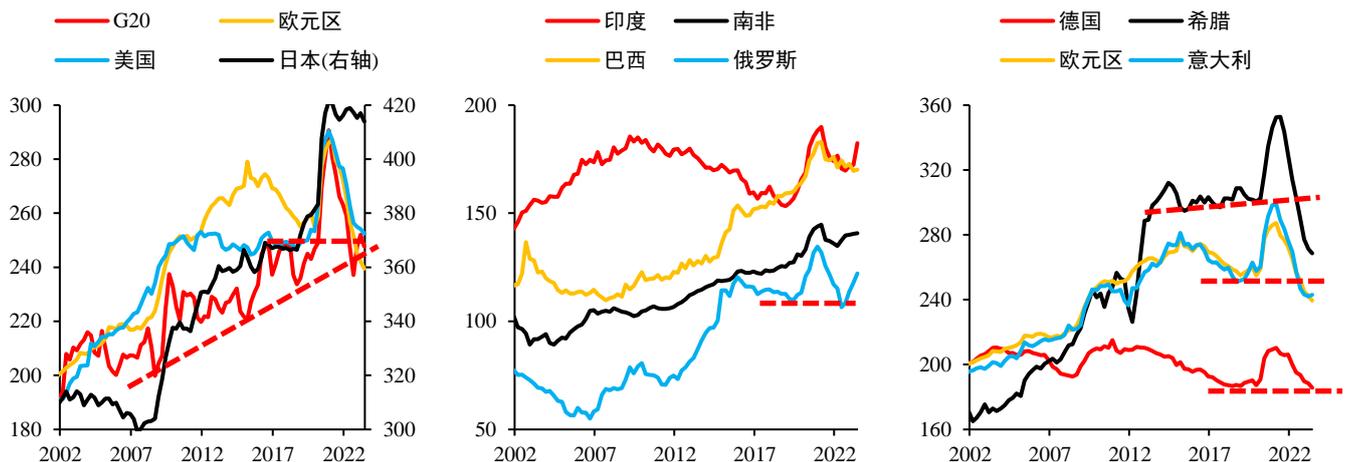
回顾 2000 年以来全球经历了四轮杠杆周期，本轮去杠杆的压力似乎更大，也意味着政策对冲的必要性也更大。随着 2023 年末全球主要央行货币政策边际上不再收紧，为 2024 年杠杆的阶段性回温提供了政策空间。

第一次杠杆周期。2000 年的互联网泡沫破灭将使得全球杠杆大幅收缩，而迫使主要经济体货币当局不得不通过降息来为经济提供信用，带动 2000 年以来第一轮加杠杆。随着 04 年经济出现“过热”迹象，货币当局渐次开始收缩货币流动性，导致了第一轮的阶段性去杠杆。

第二轮杠杆周期。货币收紧后期的杠杆出现急速增加，坏账率的堆积以及次贷问题最终引起 08 年金融风暴，经济体再次被迫去杠杆，但总体依然处于高位。为了回避经济下行带来的阵痛，全球继续进行造杠杆的运动，并使得杠杆率达到了新的高度——发达经济体上升至 272%。虽然 2011 年的欧债危机短期打压了杠杆，但波动之后依然是增杠杆的行为，尤其是新兴经济体。

第三轮杠杆周期。始于 2014 年美国在页岩油/气革命后能源供需格局转变驱动的宏观账户改善，叠加美联储进入到加息周期，驱动能源价格大幅回落恶化了新兴经济体经常账户——新兴经济体杠杆率被动提升，且斜率更陡峭。

图 7：主要经济体杠杆率水平 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

第四轮杠杆周期。2020 年的疫情大流行引起实际经济活动停滞，主要经济体短期内快速将信贷杠杆的责任转移至政府部门，通过转移支付的形式创造了需求的短期稳定，也

带来了全球杠杆率达到了历史性的高度。2023 年对于发达经济体的杠杆环境处在加杠杆后的去化阶段（见图 7 中欧元区杠杆率走势），而新兴经济体在中国化债的影响下预计很难重演 2008 年的再杠杆过程。

全球经济增速放缓、劳动生产率显著下降，根据达里奥长期债务周期的观点³，大部分国家已逼近债务和央行的双重极限，这是一个全球性问题，日本最接近，欧洲次之，随后是美国，之后是中国。

1.2 人口达峰增加了债务压力

全球人口悬崖已经来临。根据哈瑞·丹特⁴的研究，日本在 1942 年和 1949 年经历了最后两次“婴儿潮”一代的出生高峰；美国在 1957-1961 年达到出生高峰，加拿大在 1960 年达到出生高峰。德国是在 2013 年之后首个落下人口悬崖的国家，同时还有英国、瑞士及奥地利。中国的劳动力增长也在 2015-2025 年攀至峰值平台。根据 2021 年发布的“第七次人口普查”数据，我国人口总量维持在 14 亿以上，同 2010 年第六次全国人口普查数据相比增长 5.38%，年平均增长率为 0.53%，人口增速继续放缓。随着我国经济发展特别是工业化、城镇化发展到一定阶段，育龄妇女特别是生育旺盛期妇女数量的持续下降、生育时间的推迟，以及生育养育成本的提高，导致出生人口规模继续收紧。

人口负增长的“灰犀牛”已经到来。统计数据来看，2010 年劳动年龄人口占比达峰，2015 年劳动年龄人口总数达峰，2021 年总人口达峰，从 2022 年开始中国进入人口负增长时代。随着人口的陆续达峰，人口红利时代依靠高投资的经济增长模式已经难以为继，不同宏观部门的发展模式都将发生改变⁵——

企业部门投资不振，资本边际报酬快速下滑到发达国家平均水平之下；增加投资在微观上没有投资回报，在宏观上带不动 GDP。

居民部门消费萎靡，中国居民消费率长期、大幅度低于收入水平相近的中高收入国家和全球平均水平。

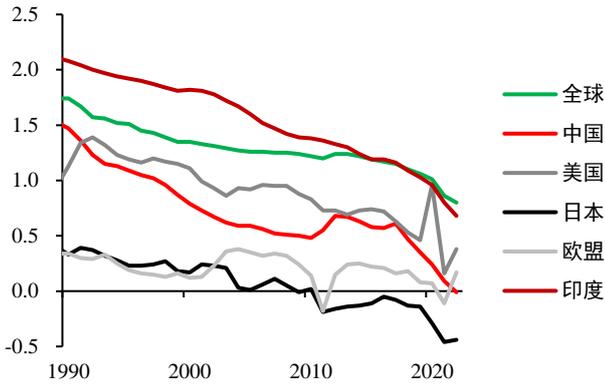
地方政府债务压力，随着人达峰后房地产市场进入长期向下的拐点，作为地方政府真正可动用的财力，土地出让金在大多数省市都是负增长。

³ 参见：瑞·达利欧，2019，债务危机，中信出版社。

⁴ 参见：哈瑞·丹特，2014，人口峭壁，中信出版社。

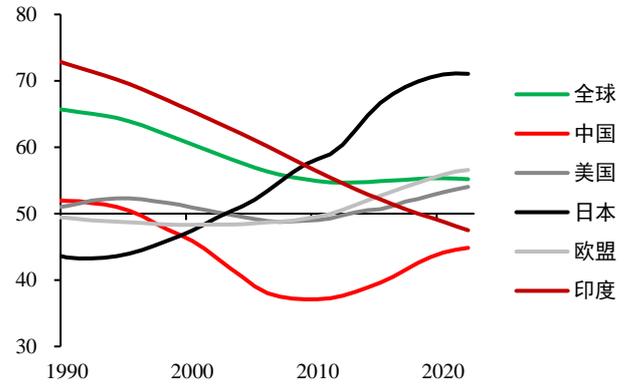
⁵ 参见：殷剑锋，2023，成事在人：人口、金融与资本通论，社会科学文献出版社

图 8：全球人口增速持续放缓 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

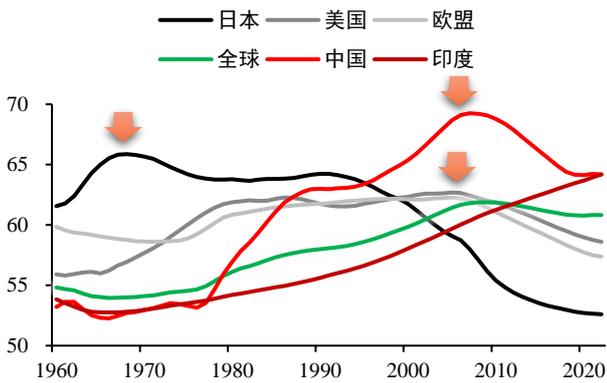
图 9：全球人口抚养比正在不断攀升 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

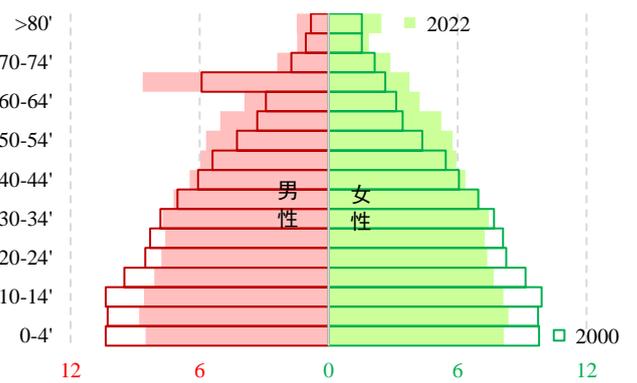
殷剑锋⁵研究表明，“政府信用是币值稳定的保障，而建立在政府信用基础之上的有效产权保护制度是私人部门愿意、能够扩张信用、积累资本的前提”。由政府信用支撑的金融逻辑链条都是解决问题的答案。

图 10：全球劳动力人口结构陆续“达峰” | 单位：%



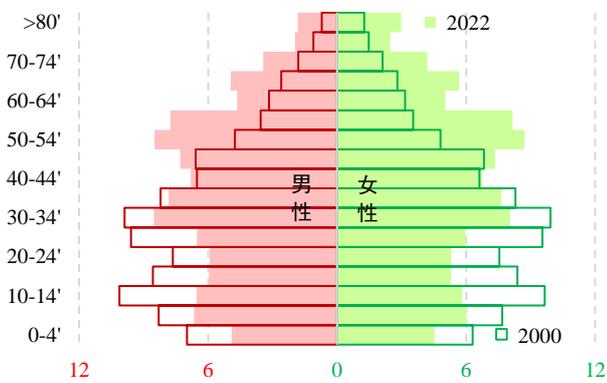
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 11：全球人口年龄逐渐老龄化 | 单位：%



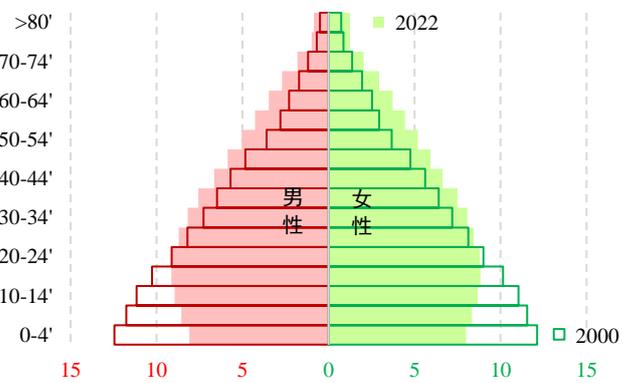
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 12：中国人口年龄更快进入老龄化 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 13：印度人口年龄结构保持“金字塔” | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

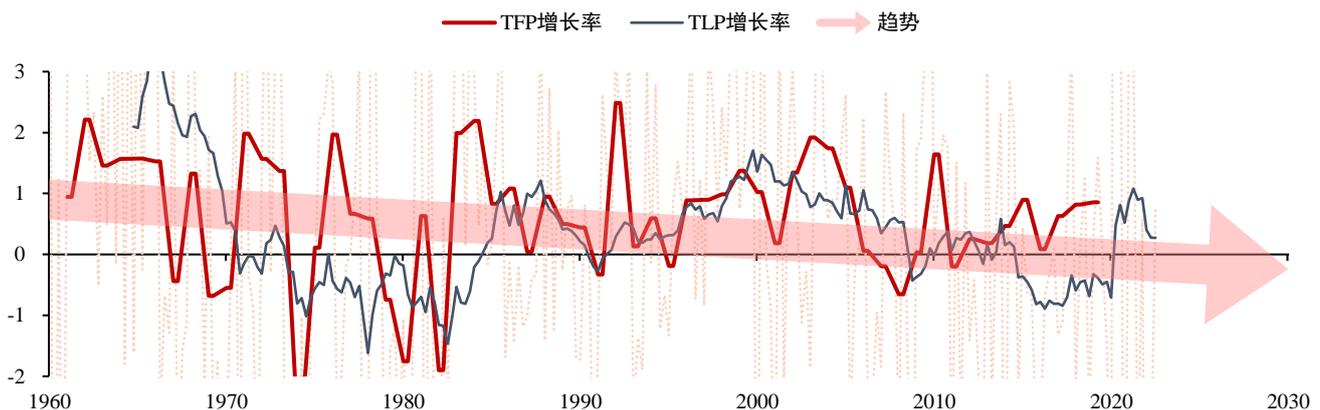
1.3 技术的扩散需要基础设施

回到图 1，驱动当前全球经济走出“至暗”状态的根本动力依然来自于资产负债表左侧的“生产力”，或者讲由技术进步驱动的生产力进入到新的改善周期（人口达峰下，继续通过右侧的债务杠杆扩张虽然可以阶段性缓和增长的压力，但其边际效用的降低使得“杠杆”将面临更大的压力）。

全球生产力再次回落至低点

以全要素生产率（TFP）来衡量实体经济增长的过程，通过观察英国 1760 年以来的 TFP 增长率和二十世纪以来美国的 TFP 增长率变动（图 14），可以发现在每个世纪初 TFP 增长率均下降至停滞状态，1820 年、1910 年以及 2010 年 TFP 增速均回落至低点，显示出实体经济增长的停滞。TFP 增长率趋于停滞的阶段，借用当下流行的说法便是经济进入到“存量博弈”的环境，即经济周期处在相对“黑暗”的阶段，这种黑暗或形成非经济领域的对抗，驱动债务周期带来的空间越发收窄。2000 年以来的经济历程除了是中国进一步融入全球产业分工的过程，同时也是全球生产率延续回落的过程（缺乏战争对于科技的刺激，中国的加入并没有改变“生产力”的这一过程）。截止 2023 年全球存量博弈的特征依然没有改变，这种特征叠加美国宽松周期 2022 年以来的结束，使得全球对于存量再分配的争夺仍是一个回避不了的问题。

图 14：生产力在二战至今呈现出不可逆的下降，还未扭转 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

关注“算力”+“能源”的投资增加

2023 年快速发展的人工智能是一个突破口，其背后需要基础设施投入⁶，即新能源革命。算法、数据、算力作为人工智能领域的三要素，决定了人工智能对于经济增长的带动程度，也意味着驱动宏观资产负债表左侧能够进入到新周期的核心。算力是集信息计算力、网络运载力、数据存储力于一体的新型生产力，主要通过算力基础设施向社会提供服务。

技术不仅是提升能源使用效率的工具，也是我国能源产业、能源企业转型战略和提升未来效益增长的基石，随着“算力+能源”基础设施的搭建，将驱动未来人工智能、大数据、云计算、物联网等技术的快速迭代，也成为我国传统能源行业转型升级的重要驱动力。

1.4 政府债务和基础设施投资

冲突增加了对抗，对于原有的产业体系带来重塑的影响。同时，对抗也为技术的变革提供了理论和应用上的现实需求。17-18 世纪的科学革命是热兵器战争下军备竞赛的产物，竞争需求促进科学发展的机制⁷。

18 年以来中美正面冲突回顾

北京时间 2018 年 3 月 23 日，特朗普签署总统备忘录，宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税，中美贸易战正式开始。2018 年中美贸易战，一方面加速了 2015 年底开始的美联储紧缩进程，但另一方面最终又反过来逆转了美联储的上一轮缩表。

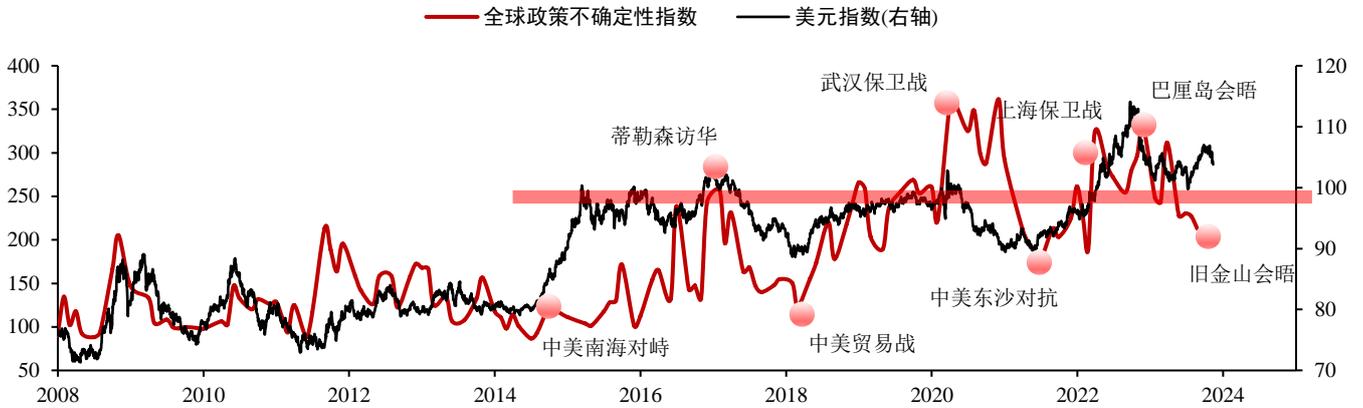
北京时间 2019 年 5 月 16 日，特朗普签署行政命令，要求美国进入紧急状态，在此状态下美国企业不得使用对国家安全构成风险的企业所生产的电信设备，此后美国商务部将华为及其 70 家子公司加入“实体清单”，中美科技战正式开始。

北京时间 2019 年 8 月 5 日，美国财政部宣布中国为汇率操纵国，这是自 1994 年克林顿任内被认定为汇率操纵后的再次被定义为汇率操纵国。中国人民银行 8 月 6 日在官网指出：美方此举是“任性的单边主义和保护主义行为，严重破坏国际规则，将对全球经济金融产生重大影响”，中美金融战正式开始。2022 年爆发的俄乌战争，加速了美联储本轮的加息进程，但在年初的中东世纪大和解后，2023 年 10 月开始的巴以冲突，也阶段性地转变了这一节奏。

⁶ 工信部等 6 部门 10 月 9 日联合印发《算力基础设施高质量发展行动计划》，提出“算力+能源”，加快建设能源算力应用中心，支撑能源智能生产调度体系，实现源网荷互动、多能协同互补及用能需求智能调控。

⁷ 参考：文一，2021，科学革命的密码——枪炮、战争与西方崛起之谜，东方出版中心

图 15：全球宏观政策不确定性依然很高，但始于 2008 年的美元指数上行过程需要阶段性调整 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

重返巴厘岛，才能通往旧金山

截止到 2023 年，中美之间的博弈仍没有结束——12 月惠誉再次下调了中国主权信用评级展望。但是我们认为，随着 2022 年和 2023 年两次中美元首会晤的进行，双方博弈阶段性趋向于缓和，预计 2024 年 11 月美国大选前中美关系边际上存在缓和窗口，美元指数有望回到 100 以下（见图 15）。

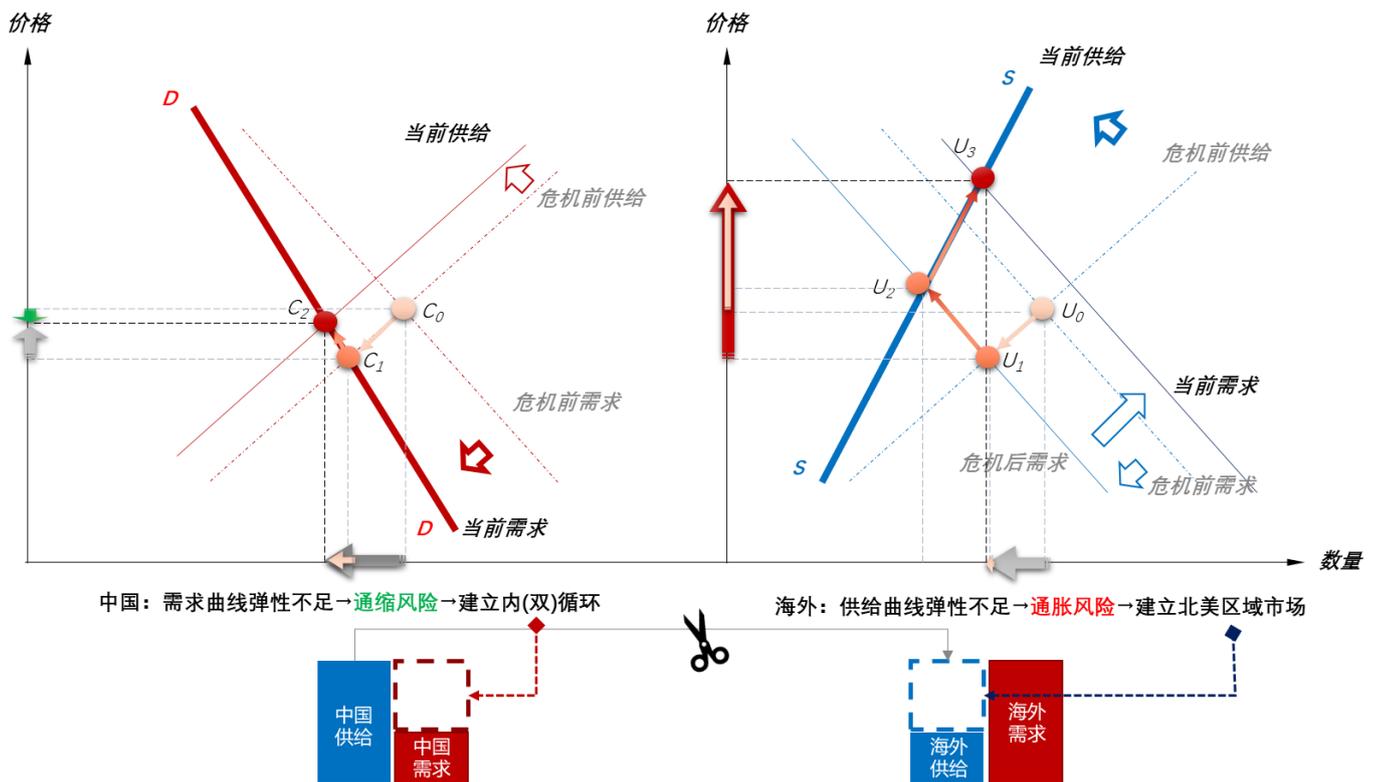
美元流动性的缓和，也将为 2024 年宏观政策的扩张提供窗口，而此时的宏观政策扩张驱动力的政府部门杠杆率上升，无论从增强实体部门信用的角度还是从推动技术进步的角度，将更大比例的转向相关新型基础设施的投入上。

重启的两个阶段：从化债到增长

经历了三轮对抗之后，自 2022 年 11 月的巴厘岛会晤到 2023 年 11 月的旧金山会晤，中美双方逐渐进入到了战略相持阶段。（一）对于中国，2022 年人口负增长之后的房地产发展模式转型时间前移，相应的地方政府债务问题（化债）和财政体制改革也进入到了快车道。（二）对于美国，经历了两年高利率环境下的“加息”，再融资对于未来政府债务扩张的影响也开始增强。

展望未来债务杠杆的重启，我们认为将经历两个阶段。首先需要恢复政府的融资造血功能，其次在融资能力恢复的前提下进行资产负债表的扩张。

图 16：宏观“笼中局”——冲突对中美带来差异性的影响



数据来源：华泰期货研究院

2.1 名义价格上涨和债务分配

预计 2024 年宏观部门进行去杠杆的方式依然是债务重组和债务货币化的结合。

关注债务减记对经济结构性的影响

一方面通过债务减记、违约或重组的方式实现去杠杆，整肃债务纪律。此时，由于债权债务关系的灭失，私人部门的信用增速将趋于下滑，而融资市场上的流动性紧缩也会对商品、服务和金融资产的需求造成进一步下降的冲击。

从收入的角度来看，由于（1）实际收入的变化以及（2）通货膨胀的变化（实际 GDP 下降对负债/GDP 比产生正效应，通胀率上升则产生负效应）两个原因，私人部门在债务减记过程中收入产生负面影响。

从债务票面价值的角度来看，由于（1）债务违约、（2）因支付利息而新增的债务以及（3）其他借款的增减，对名义的债务价值带来负面影响。

在债务减记、违约或重组状态下，去杠杆对负债/GDP 比产生负效应，支付利息（而新增的债务）产生正效应，而其他新债务可能产生正或负效应（取决于是否新增还是偿还债务）。

表 1：典型的去杠杆化过程中主要变量变化情况 | 单位：%

	债务减记				债务货币化		
	美国 1930-1932	日本 1990-2019	美国 '08.09-QE 前	西班牙 2008-2019	美国 1933-1937	英国 1947-1969	美国 QE 后-2019
名义 GDP 增速-政府债券收益率	-20.40%	-2.00%	-8.70%	-5.50%	6.30%	1.60%	0.30%
名义 GDP 增速	-17.00%	0.60%	-5.40%	-0.50%	9.20%	6.80%	3.50%
GDP 平减指数	-8%	-0.50%	2.00%	0.60%	2.00%	3.90%	1.40%
实际 GDP 增速	-9.00%	1.10%	-7.20%	-1.10%	7.20%	2.90%	2.00%
政府债券平均收益率	3.40%	2.60%	3.40%	5.00%	2.90%	5.20%	3.20%
平均 M0/GDP%（年化）	0.40%	0.70%	3.10%	3.60%	1.70%	0.30%	3.30%
央行资产购买&出借（年化）	0.40%	0.10%	0.50%	2.00%	0.30%	0.00%	3.10%
汇率 v. 黄金（年化）	0.00%	-3.50%	-3.20%	-20.00%	-10.00%	-1.40%	-18.90%
汇率 v. USD（年化）	4.60%	2.90%	14.70%	-4.90%	-2.50%	-2.30%	-2.00%
总债务/GDP%：开始	155%	403%	342%	348%	252%	395%	368%
总债务/GDP%：结束	252%	498%	368%	389%	268%	146%	334%
总债务/GDP%变化率	96%	95%	27%	41%	-84%	-249%	-34%
总债务/GDP%变化率（年化）	32%	4%	40%	13%	-17%	-11%	-13%

资料来源：达利欧(2019) 华泰期货研究院

关注债务货币化对资产价格的影响

另一方面通过充足的印钞进行债务货币化来实现去杠杆，增强债务的可持续性。此时，央行一方面放宽私人部门贷款所需抵押品的范围（或者是更低的资产质量，或者是更长的抵押期限），另一方面买入（货币化）更低质量和更长久期的债务。

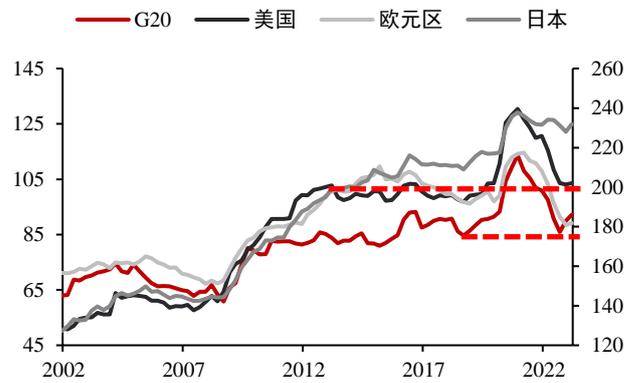
2023 年随着“化债”进入到攻坚阶段，为了防止转向“债务通缩”的陷阱，关注未来央行抵押品政策的调整和结构性货币政策工具的创设。2015 年 1 月 1 日新预算法实施，新增一般债券原则上允许地方政府按到期本金规模发行再融资债券，发行规模应小于到期债券本金规模；2018 年地方政府开始发行再融资债券。

图 17：全球经济体政府债务占比 | 单位：%GDP



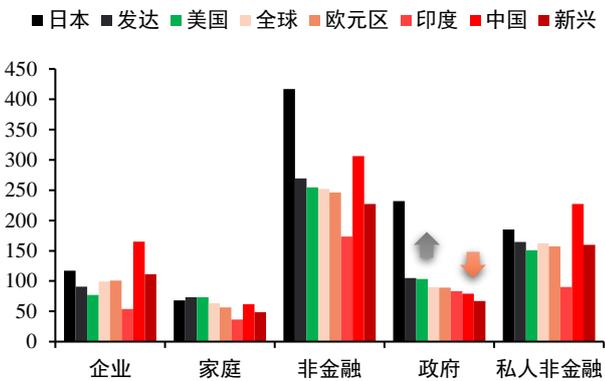
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 18：主要经济体政府债务占比 | 单位：%GDP



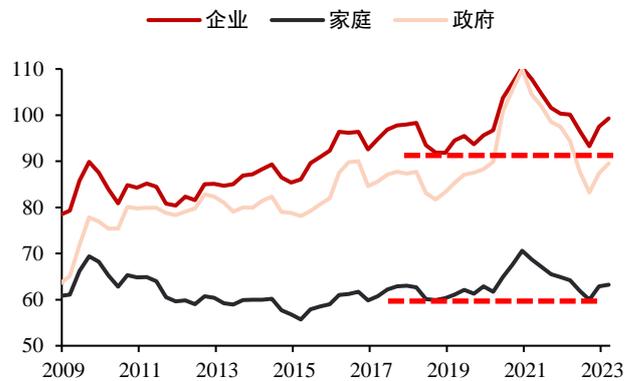
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 19：不同经济和部门债务规模差异 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 20：主要宏观部门债务结构 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向。10月底召开的中央金融工作会议从总量和结构两方面做出了指引：

一方面从总量上保持流动性的合理充裕，通过综合运用多种货币政策工具，引导金融机构增强信贷增长的稳定性和可持续性，满足实体经济有效融资需求，促进经济稳定增长。积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。目前，我国银行体系贷款余额超过 200 万亿元，社会融资规模余额超过 300 万亿元；近年来，我国每年贷款新增 20 万亿元左右，社会融资规模新增 30 多万亿元。

另一方面从结构上更加倾向于驱动“生产力”的方向——持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，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。

2.2 名义价格上涨和产业分配

在很长一段时间内，通过政府支出的扩张支持经济增长的“中国模式”为经济赢得了扩张的空间（图 21）。但是随着中国人口达峰（2010 年），以及为弥补全球需求放缓对于国内总需求的冲击（2009 年），国内杠杆率虽然迅速上升，但是对于资本增量的带动随着时间的推移却快速回落。政府投入对于资本形成的带动力在逐渐减弱。

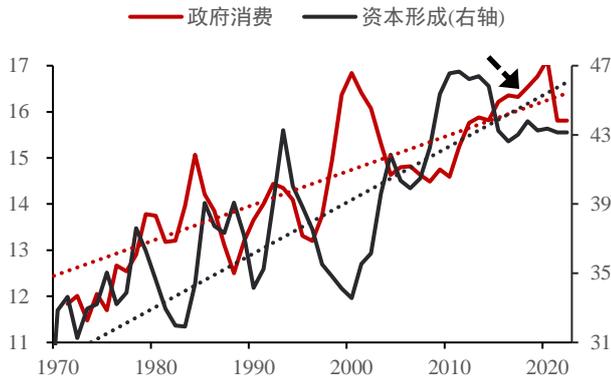
全球进入到政府扩张的顺周期阶段

对于发达经济体和全球主要经济而言，始于 2016 年的政府持续加杠杆表现的有些异乎寻常——似乎转向了“中国模式”（图 22）。1971 年以来的美元信用货币体系中，数据显示政府完美的执行了“逆周期”调节的职能——在私人投资为代表的经济活动放缓状态下主动承担支出责任，以熨平经济周期的波动。但是这点在两个时间段里出现了背离——

上世纪 90 年代（I），由于冷战的结束，在宏观经济资本形成回落的状态下政府消费却发生了更快的放缓，形成了宏观意义上的“双杀”，因而在预期的自我实现过程中，创造了 90 年代从拉美到东亚的金融危机冲击；

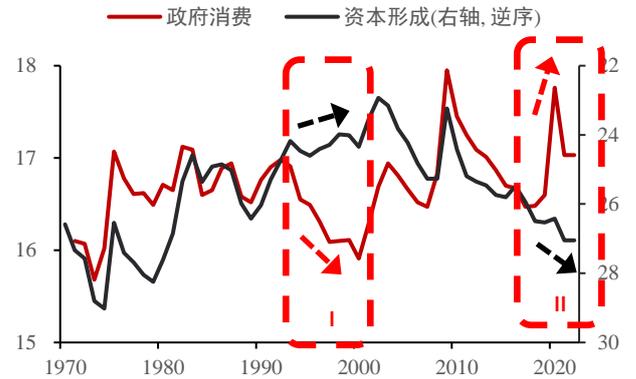
以及之于当下（II），在宏观经济资本形成继续扩张的状态下，政府消费却表现出强劲的扩张势头，表现出了和经济趋势一致的“顺周期”特征。这和上述我们的分析一致，即当全球经济主体进入到去杠杆的过程中，政府将承担经济扩张的主要角色。

图 21：中国政府支出驱动投资形成 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 22：全球政府支出并非对冲投资不足 | 单位：%



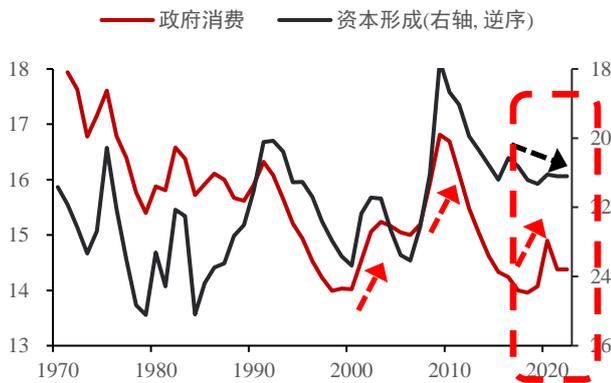
数据来源：iFind 华泰期货研究院

中国央行货币政策重点依然在结构

特别地，我们从主要经济体美国和日本的 GDP 数据中也看到了这一行为特征（见图 23 和 24）。政府支出的扩张从教科书定义的“逆周期”转向了“顺周期”或叫做“跨周期”。

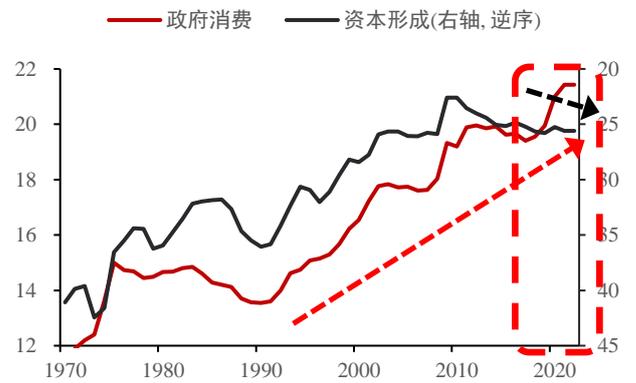
人民银行货币政策司司长邹澜在 11 月表示：既满足经济发展需要，也坚决不能让老百姓的票子变“毛”⁸。我们预计，未来货币政策将继续在总量适度的情况下发力新特点下的结构，即政策的关注点依然在于结构，在私人部门扩张乏力的状态下，宏观政策工具需要更好地发挥好应有的金融支持作用。

图 23：美国政府支出并非对冲投资不足 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

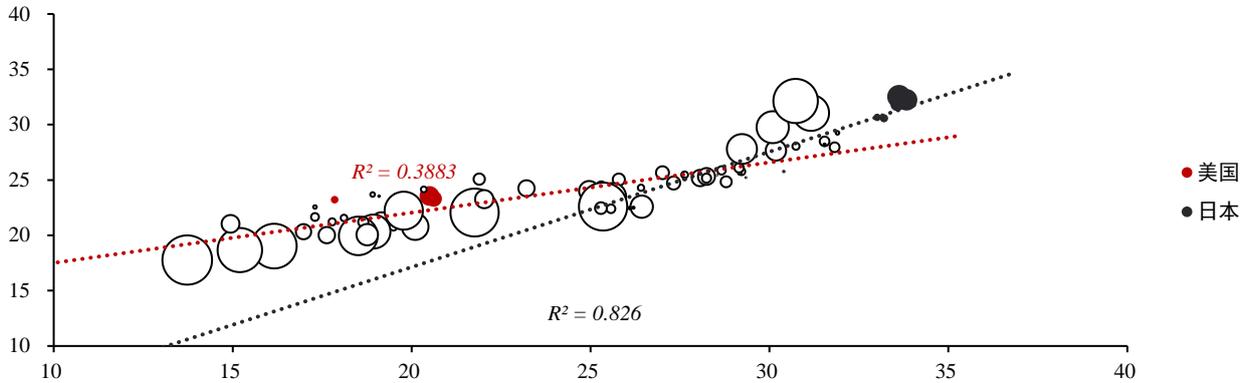
图 24：日本政府支出并非对冲投资不足 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

⁸ 参见：新华网《中国人民银行：保持货币政策稳健性 营造良好货币金融环境》，<http://www.xinhuanet.com/money/20231101/dc755b777d8942bca9ee1d6eeb067174/c.html>

图 25：美国日本投资储蓄结构的差异，储蓄对投资的带动作用在日本表现得更为明显 | 单位：%



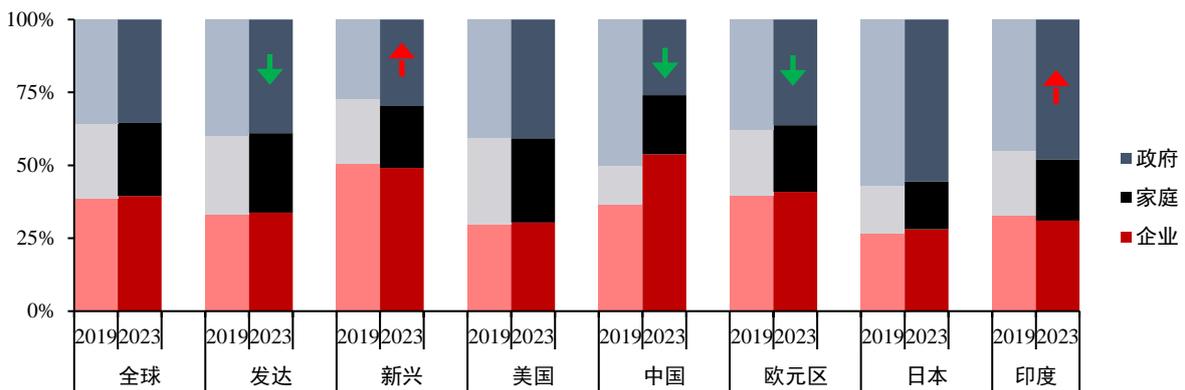
数据来源：iFind 华泰期货研究院

2.3 关注新能源领域扩张节奏

扩张的新兴市场债务结构中，以印度为代表的经济体政府债务扩张最为显著，但是以中国为代表的经济体在经历冲击风险之后，其中尤以企业部门的杠杆率扩张最为显著，而政府部门的扩张依然比较谨慎。

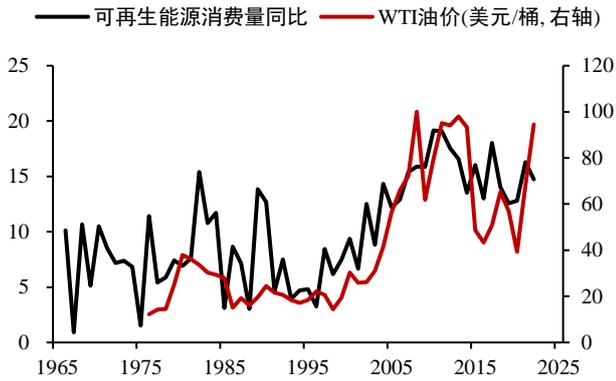
在化债之后，关注政府资产负债表扩张和对新能源等相关政府扶持行业的机会。

图 26：分国别政府和非政府债务结构变化（2019vs2023） | 单位：%



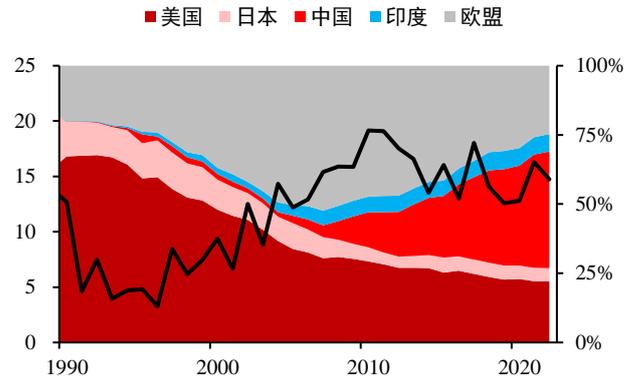
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 27: 能源价格上涨提振新能源消费量 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 主要国家新能源消费占比 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2024 年经济周期展望：迎接曙光

全球宏观环境可能出现边际上的变化。2023 年大类资产之间的强分化状态有望得到改善，美元指数经历了 3 年强势之后有望走弱。进入 2024 年，商品资产或面临需求放缓的压力，权益资产受限于盈利预期和货币条件的约束面临波动，关注美元指数转弱对于中后期的商品资产和权益资产改善提供指引，利率资产在上半年更值得期待。

关注这次“不一样”的库存周期回升。展望 2024 年，在预期库存周期改善的假设下，从经济角度出发美联储难有降息空间（基准假设联邦基金利率维持在当前水平）。预计美元指数同比波动维持在偏弱状态，为改善的库存周期提供货币流动性。在此背景下，我们进一步预计非美资产在 2024 年或将更具有吸引力。

3.1 2023 年经济周期的回顾

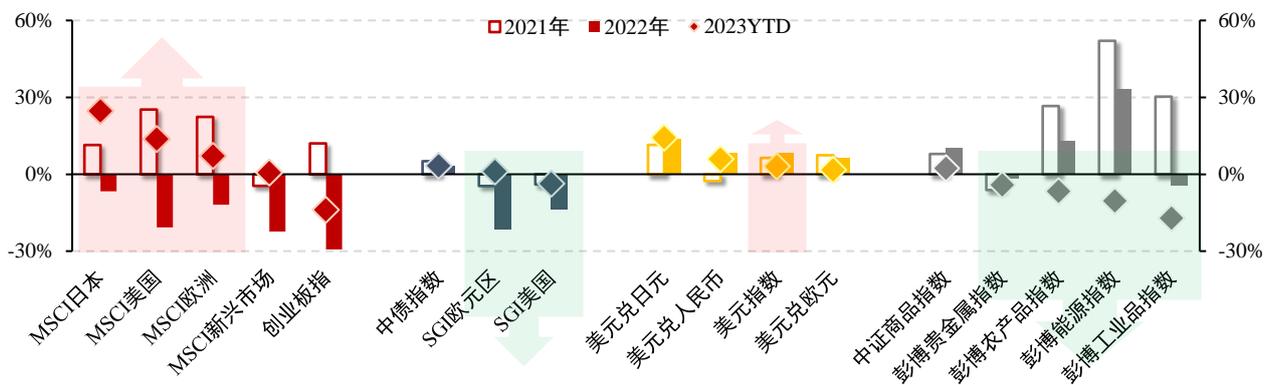
回顾 2023 年，大类资产对于经济的周期定价出现分化（见图 29）。

美元升，大宗落

美元指数（黄色）：连续三年回升，主要货币兑美元调整，显示出全球流动性维持收紧。

利率资产（蓝色）：内外分化，但是相比较 2022 年开始收敛；国内债市继续上涨而海外还是调整，体现出内外经济和货币政策的差异——经济外强内弱，货币政策外紧内松。

图 29：美元指数由弱转强，资产定价内外分化（权益：外强内弱；债券：内强外弱；商品：内强外弱） | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

权益资产（红色）：发达经济体强于新兴市场。在欧美经济体加息抗通胀的过程中，信贷增速持续回落降低商品消费，上游大宗商品价格承压，改善发达经济体高通胀预期。

商品资产（灰色）：整体承压，高利率（美联储基准利率抬升至 5% 以上，实际利率从负值持续回升至 2% 以上）削弱实体部门的信贷需求扩张，商品整体面临压力；同时，全球主要经济体宏观逆周期政策的错位为商品需求提供差异性预期。

经济增长定价仍处在放缓区间

尽管四季度以来主要经济体的增长数据出现了环比意义上的改善，美联储也提高了对于未来经济展望的乐观程度⁹，但是商品市场对于经济增长的定价仍处在调整的状态，铜金比价 4.23 盎司/吨，未偏离调整区间（见图 30）。

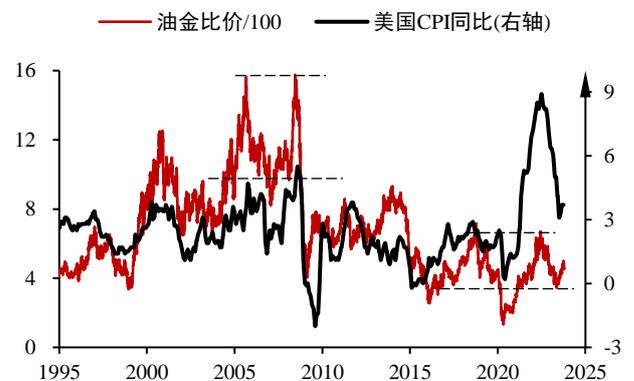
通货膨胀定价仍处在震荡区间。尽管全球疫情大流行、中美产业博弈和产油国减产挺价将这两年的资源价格从 2020 年初的极端低位（原油负价格）抬升，对于主要消费型经济体的物价水平形成较大的向上推动，但是商品市场对于通胀预期的定价并没有脱离上一轮库存周期形成的运行区间，截止 11 月油金比价为 4.58 盎司/100 桶，并未突破 2022 年 2 月俄乌冲突创造的高点（见图 31）。

图 30：铜金比价和制造业 PMI | 单位：比值，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 31：油金比价和美国 CPI 同比 | 单位：比值，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

以大宗商品的视角，我们并没有发现高利率环境下市场的观点出现明显改变。虽然从资产收益率来看宏观周期存在预期上的转变需求，但是从资产比价的角度，大宗商品市场对于这种周期向上的转变仍缺乏“信心”——市场似乎在等待着高利率“longer”之下的宏观需求路径走向确定性。

⁹ 参见华泰期货报告《实际按兵不动，未来预期鹰派》

3.2 重构对 2024 年周期影响

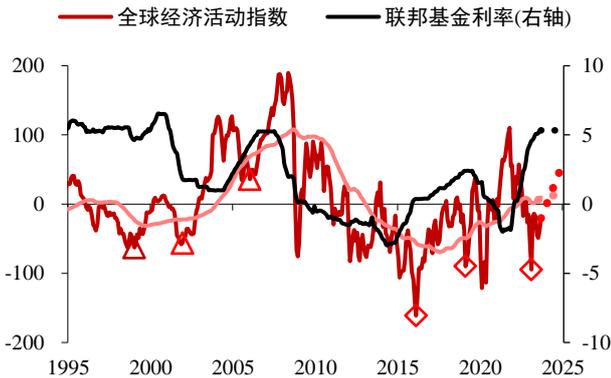
展望 2024 年，关注全球宏观环境可能出现边际上的变化。

应对债务压力，货币新周期

一方面，持续两年的高利率对于短久期的债务增量带来压力将开始显现，经济需求侧或出现比较显著的放缓（对应商品需求）；另一方面，利率压力的边际缓和将逐渐驱动紧张的债务约束进入到新的周期，压力之后的转变更值得关注（对应货币条件）。

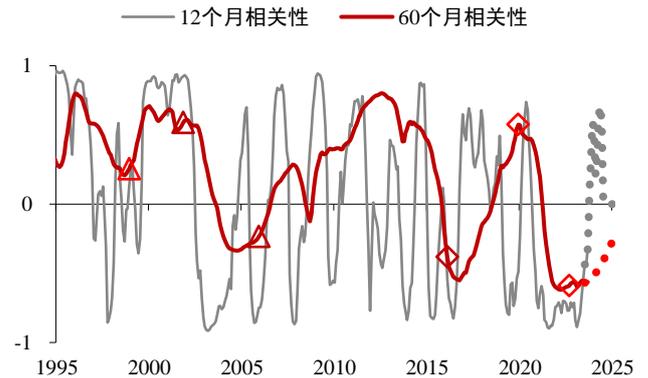
我们预计利率资产更值得期待，商品资产或面临需求放缓的压力，权益资产受限于盈利预期和货币条件的约束面临波动，关注美元指数三年牛市结束的可能性，对于明年中后期的商品资产和权益资产改善或提供指引。

图 32：利率和全球经济活动 | 单位：%，BP



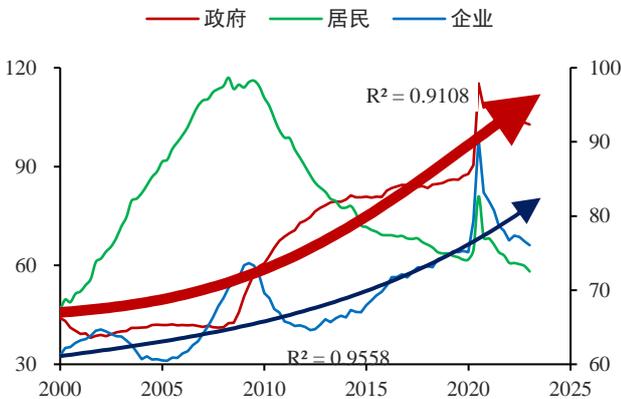
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 33：利率和经济的负相关性 | 单位：100%



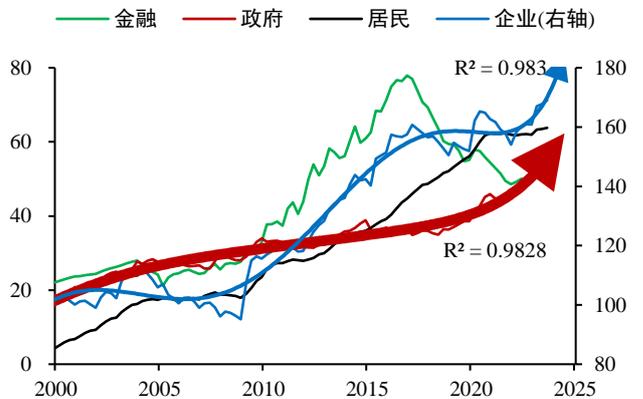
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 34：美国宏观部门杠杆率变化 | 单位：%GDP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 35：中国宏观部门杠杆率变化 | 单位：%GDP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

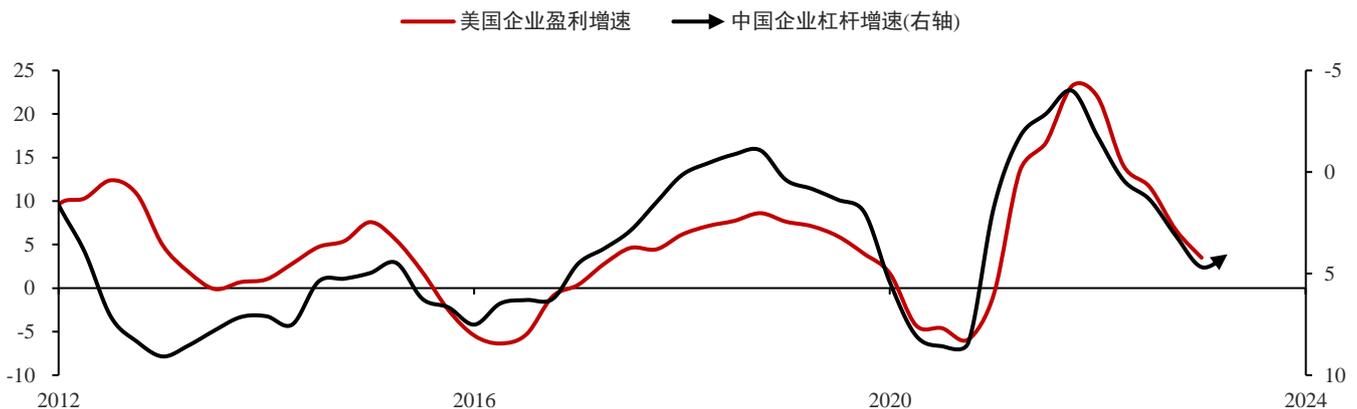
回归相关性，经济底部改善

若美联储货币政策外溢性和全球经济之间的相关性模式延续(见图 31 和 32)，预计 2024 年全球经济活动逐渐从“底部”开启扩张¹⁰。根据世界银行的统计，截止 2022 年全球 GDP 增速为 3.8%。根据国际货币基金组织的预计，2023 年全球 GDP 增速放缓至 3.0%，2024 年进一步放缓至 2.9%。从相关性的角度，我们预计 2023 年是经济增长的阶段性底部，2024 年经济增速回升至 3.5-4%。

政治风险边际改善中美关系

2024 全球进入政治大年，缓和的风险驱动预期修复。中美之间的博弈是一个长期的问题（局部性、结构性的冲突将持续），但是短期来看随着 2023 年下半年以来中美之间互动的增加，边际缓和的态势越发明显，即在短期内博弈主体对“中美经济你中有我、我中有你，彼此都从对方的发展当中受益”的需求在增加。

图 36：中美实体经济的联系将创造 2024 年周期共振的机会 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

乐观假设下，随着冲突缓和以及叠加已有的经济联系，或将驱动周期再次走向“改善”的共振。我们认为长期而言中美之间博弈的增加，全球向右转的转向都增加了全球化逆潮，但是短期内旧有的全球分工格局仍在，随着周期的改善，跨国企业的盈利增速将趋于回升。在“逆潮”之下劳动力和资本的博弈被动提高了企业盈利回升过程中劳动力收入的增长预期，也将改善高利率对信贷抑制造成的消费预期。中美之间通过“消费-进口-生产”的路径改善 2024 年国内的出口需求，对于中国出口型制造业和贸易企业的收入预期提供改善空间，或将有利于降低企业杠杆率，带来杠杆增速的回落。沿海区域的经济预期改

¹⁰ 参见华泰期货报告《2023 年经济周期回顾与 2024 年展望》

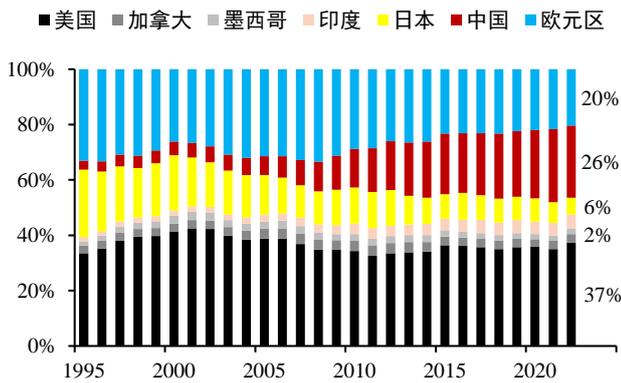
善将为地方政府债务提供一定的缓冲空间。

2024 政府信用或将再次扩张

我们预计 2024 年宏观市场对于美国经济将继续在“硬着陆”、“软着陆”和甚至“不着陆”之间摇摆，政治经济缓和假设下预计信用维持在扩张状态（for Longer）。

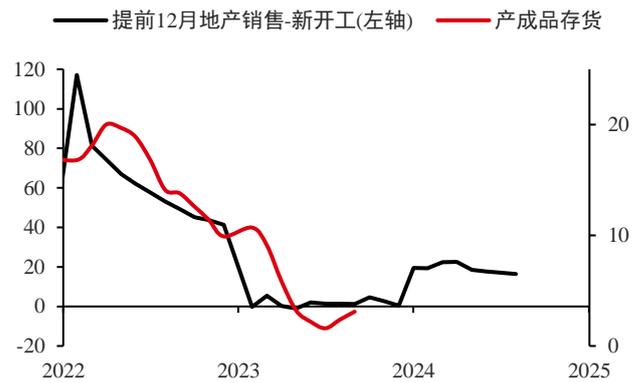
随着 2008 年以来的全球化退潮，资本扩张进一步放缓（见图 2，阶段I转向阶段II）；全球产业链分工的压力产生“通胀”，信用扩张从私人部门转向财政部门。一方面，从美元信用的角度，2023 年美国债务上限再次解除（暂停），推动了美国财政扩张的枷锁撤下，提振美国政府消费扩张的空间。另一方面，从美元信用的背面——人民币的角度，2023 年中国财政预算赤字率从 3%调升至 3.8%，在应对未来需求的回落压力的状态下，驱动预期也进入到修复阶段。

图 37：全球主要经济体占比变化 |单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 38：中国预计 2023 < 2024 < 2022



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 39：美国 2024 年逐步改善，逆差扩大



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 40：欧元区不再那么差，但改善相对有限



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com