



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



长风破浪会有时

——年度宏观展望及大类资产配置

成文日期：2023 年 12 月 12 日

摘要

1.海外：美国通胀温和放缓，但距离美联储 2%的目标水平仍需较长时间。就业市场降温，居民消费趋弱，制造业底部徘徊，服务业高位回落，地产维持强劲，美国经济增长动能或逐步减弱，继续软着陆。在通胀缓和，经济减速背景下，美联储由加息、维持高利率向降息过度，其降息时间节点和幅度取决于通胀的下行速率和经济的下行速率。美国降息先于欧洲步伐，日本货币政策正常化继续演进，新兴市场复苏，美元上行乏力。

2.国内：消费维持平稳增速，汽车消费依然是稳定消费的发力点。地产下行周期延续，且缓慢触底。弱复苏的经济背景下，基建托底，受制于地方债券高企，后期基建资金主力将可能由地方政府过渡到中央政府，赤字率将提高，地方债限额加大，新增地方债将部分用于防范化解旧的地方债。在海外企业债问题不爆发，不引发金融风险连锁反应情况下，海外经济软着陆，国内出口在政策支撑下可能仍有超预期表现，制造业将继续受益于超预期出口表现。债达峰、稳经济下，利率趋于下行，货币趋于宽松，人民币汇率温和贬值。工业企业库存到达低位，开启主动补库阶段。

大类资产配置：权益类资产：谨慎配置。债券类资产：利率下行，建议持有。大宗商品：偏多，但有所分化。

风险提示：海外金融风险、国内债务约束

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

蒋贤辉 研究所负责人
从业资格号：F0311865
投资咨询资格号：Z0011822

一、海外：转机&危机

——通胀温和下行，利率高位回落，警惕金融风险

（一）通胀：下行速率缓慢，回到 2% 仍需较长时间

核心服务通胀是美国通胀长期支撑项。其一，目前该项下行速率缓慢，而核心服务项在 CPI 构成中占比近 56%。其二，核心通胀项中房租在 CPI 构成中占比 32%，对通胀影响着举足轻重的作用，而房租滞后于房价大约 1-2 年，从 6 月开始美国房价指数上涨，租金后期存在再次上行可能，使得核心通胀仍有可能再度上行。

能源通胀是美国通胀短期干扰项。6 月以来能源价格的上行带动通胀上行至 3.7%，而后能源价格的快速回落使得通胀大幅下行至 3.1%。地缘政治局势紧张，能源价格反复，通胀将随能源价格波动存在反复可能。

图 1：美 CPI 各主要分项贡献

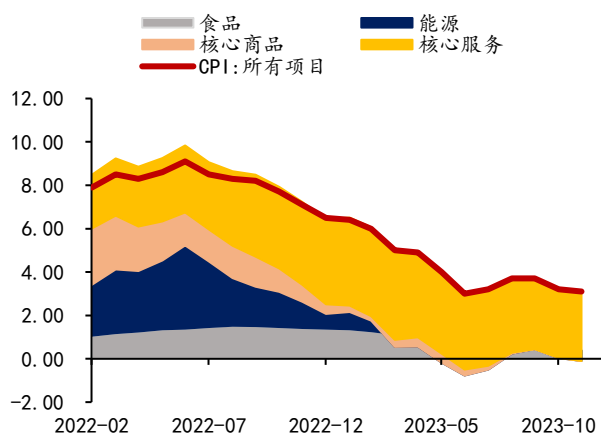
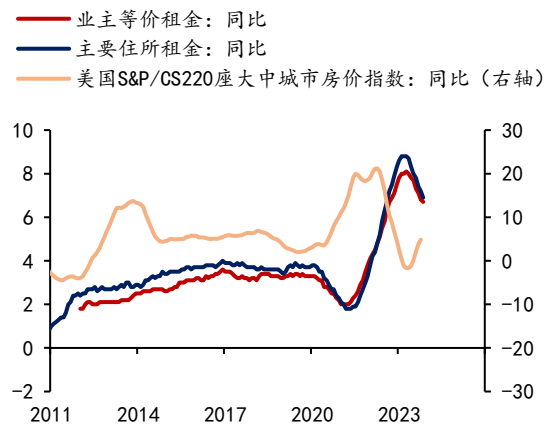


图 2：租金滞后于房价



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 3：美密歇根大学 1 年与 5 年通胀预期

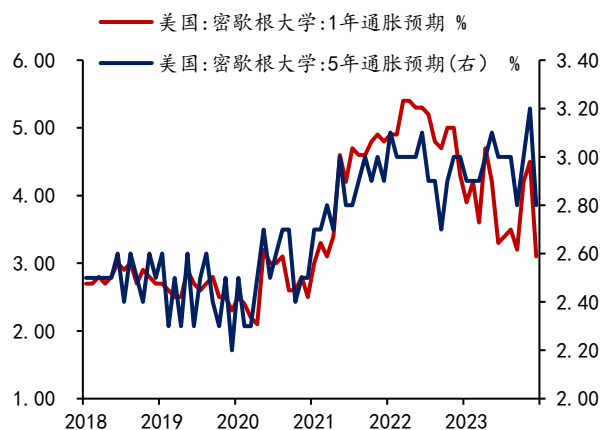
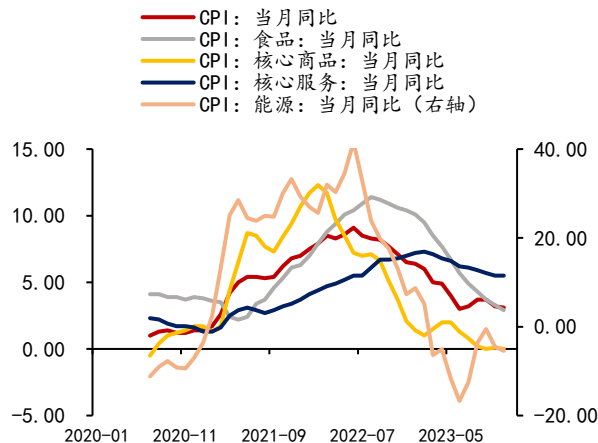


图 4：美 CPI 各主要分项当月同比



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

表 1：美 CPI 分项及其权重

序号	项目	权重 (%)
	CPI:所有项目	100
一、	食品	13.4
(一)	家庭食品	8.3
(二)	非家庭食品	5.1
二、	能源	9.2
(一)	能源商品	5.6
1、	燃料油和其他燃料	0.2
2、	发动机燃料	5.3
(二)	能源服务	3.6
1、	电力	2.6
2、	公用管道燃气服务	1
	所有项目(不含食品和能源)	77.4
三、	核心商品	21.1
(一)	家用家具和供给	3.93
(二)	服饰	2.46
(三)	运输产品(不含汽车燃料)	8.52
1、	新交通工具	4.03
2、	二手汽车和卡车	3.98
3、	机动车部件和设备	0.43
(四)	医疗用品	1.48
(五)	娱乐用品	1.88
(六)	教育和通信商品	0.77
(七)	酒精饮料	0.87
(八)	其他	1.34
四、	核心服务	56.3
(一)	住所	32.1
1、	房租	31.92
(1)	主要居所租金	7.2
(2)	业主等价租金	23.5
(二)	娱乐服务	6.82
(三)	教育和通信服务	5.86
(四)	医疗服务	3.13
(五)	运输服务	5.31
(六)	其他个人服务	1.36

数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（二）经济：软着陆

1.就业：劳动力紧张程度缓解，就业情况将温和放缓

非农就业人数下滑。2022 年 2 月份以来，美国新增非农就业人数不断减少。虽部分月份出现反弹，但整体趋势向下。服务部门及商品生产部门新增就业人数逐渐减少。

失业率仍然维持低位。虽然 10 月失业率反弹至 3.9%，11 月再次向下，录得 3.7%，仍在维持在自 2022 年 2 月以来连续 22 个月的 4% 以下。

职位空缺数下滑。10 月美国职位空缺数 873.3 万，每个失业者对应的空缺职位从 6 月的 1.54 个下降至 1.34 个。

整体来看，美国劳动力市场紧张程度有所缓和，2024 年将延续，就业情况将温和放缓。

图 5：一个失业者对应职位空缺数

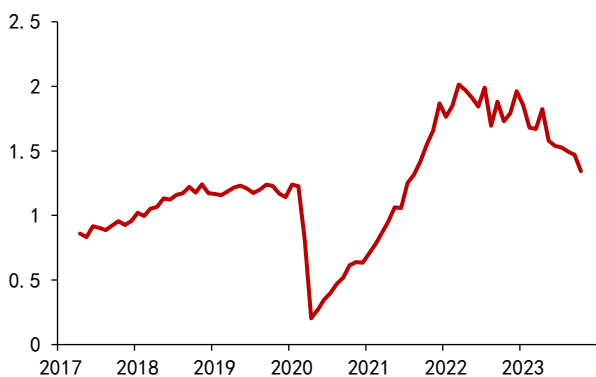
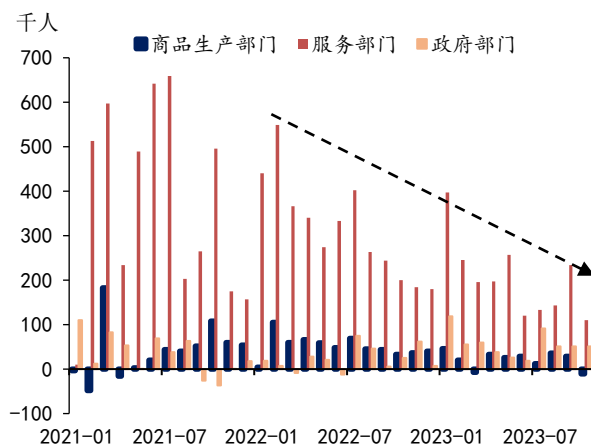
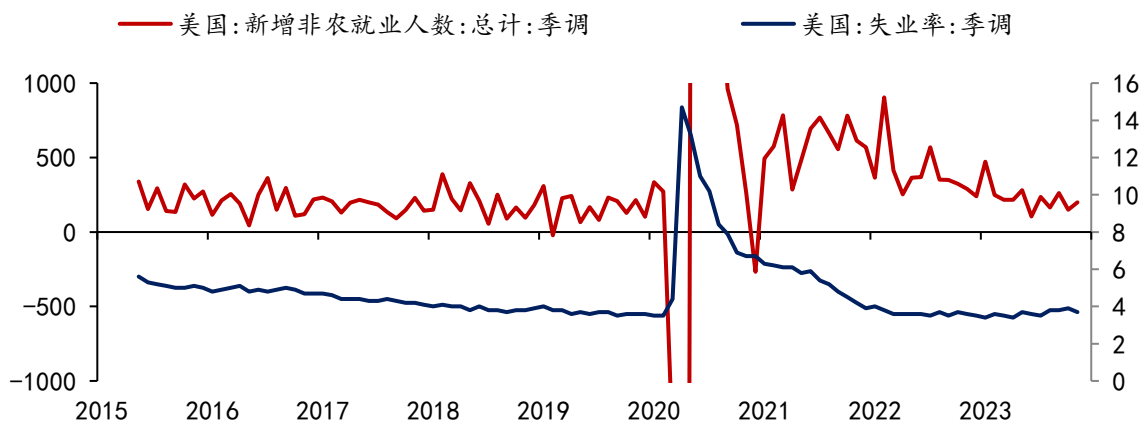


图 6：新增非农就业部门分布



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 7：非农就业与失业率



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

2.制造业与服务业：由分化倾向于一致，制造业景气度低位攀升，服务业支撑力度减弱

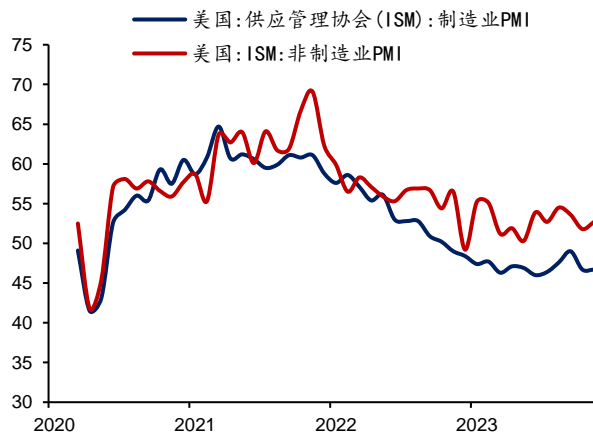
美国 11 月 Markit 制造业 PMI 较 10 月有所回落，占经济比重更大的服务业 PMI 则较 10 月回升 0.2 个百分点至 50.8，较今年二季度数值回落较多；美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数上升至 46.7，仍处于萎缩区间，表明制造业仍表现疲软。

2024 年，全球补库周期开启，制造业景气度将由低位攀升。美国就业紧张程度放缓，服务业支出力度将减弱，服务业对经济支撑力度料将减弱。

图 8：Markit 制造业/服务业 PMI



图 9：ISM 制造业/非制造业 PMI



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

3.消费：在高利率政策下，消费对经济增长的支撑逐渐减弱

2020 年以来美国政府的“全民疫情补贴”一度导致美国个人储蓄存款总额超过 5.7 万亿美元，但 2023 年 8 月已大幅减少至 0.8 万亿美元，甚至已经低于疫情前水平，说明此前的补贴已经被消耗殆尽。高利率环境下美国信用卡贷款拖欠率也于 2023 年 9 月末达到 2.98%，创 2013 年以来新高。此外，就业市场降温虽有助于通胀降温，但薪资增速放缓亦不利于消费支出。美国个人消费支出从 2021 年 4 月 29.65% 的高增速下滑到目前增速 5.4%，降至疫情前水平。2024 年，在以上因素影响下，美国居民支付能力将持续减弱，美国消费增速延续下滑。

图 10:美国个人储蓄存款总额（十亿美元）

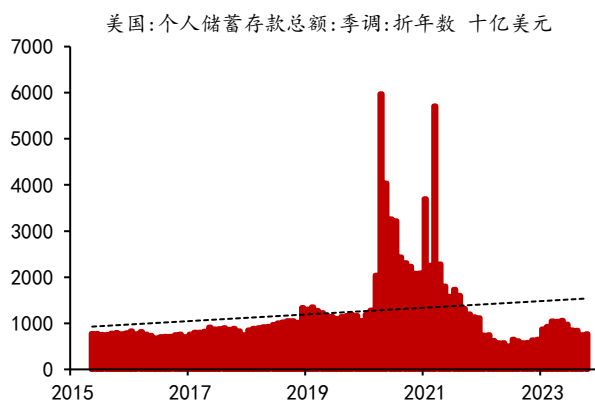
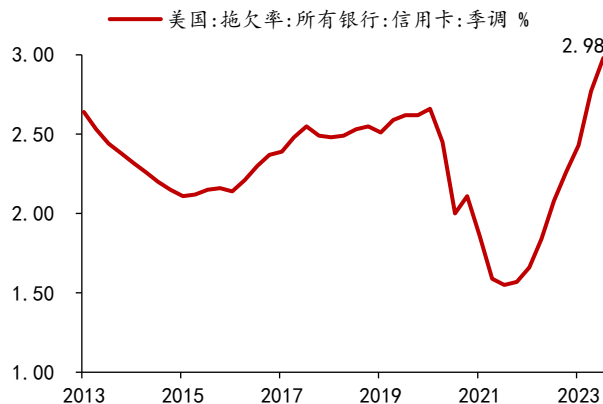
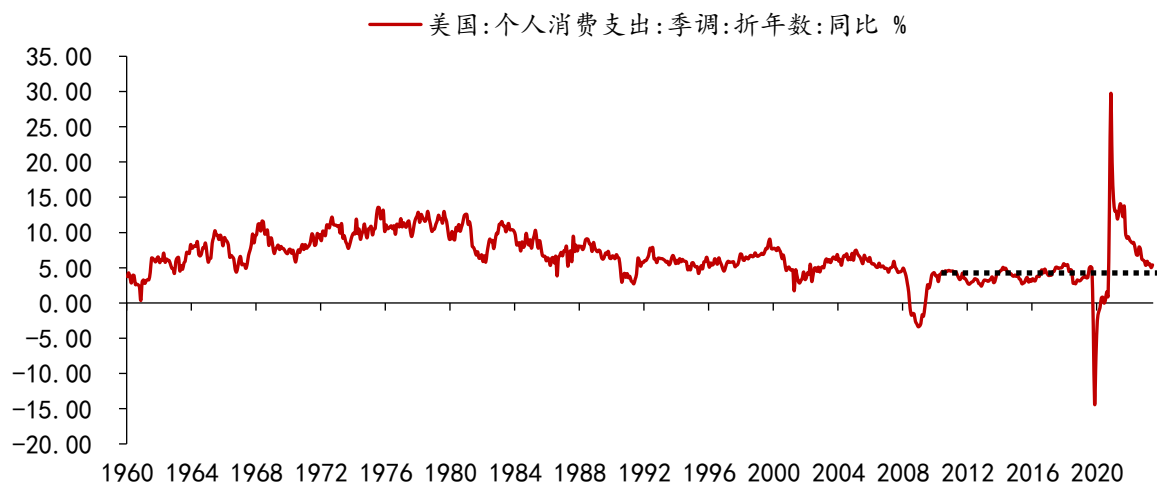


图 11: 美国个人消费支出



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 12: 美国信用卡拖欠率



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

4. 地产：延续强劲

本轮加息周期以来，美国地产市场韧性较强，高利率环境下供需两侧依旧改善。已获得批准的新建私人住宅底部攀升，目前达到 149.8 万套，较年初低位上升 144 万套，反弹 10.6%。已开工的新建私人住宅维持在 130 万套左右水平。建造支出增速年初大幅下滑，跌入 -14.4% 的负增速，而后快速反弹，目前回到 0.91% 的同比正增速。成屋销售负增长，但从底部攀升，新建房屋销售维持 17% 以上的增长。20 大中城市房屋价格同比增速目前达到 3.92%。虽然高利率对美房屋价格、销售、投资建设产生了阶段性影响，但除成屋销售目前

还呈现负增长外，地产前中后端各项指标都迈入正增长区域，反映美地产的韧性。2024 年，在高利率向降息的过渡中，美国地产投资将出现更大幅度的复苏，对美经济构成支撑。

图 13：美已开工/获得批准的新建私人住宅

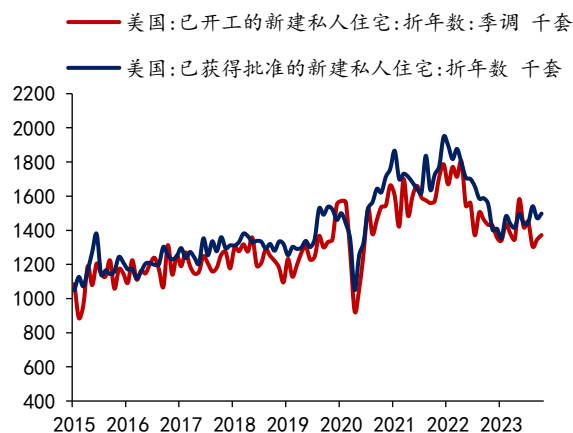


图 14：美住宅建造支出



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 15：美成屋与新建住房销售

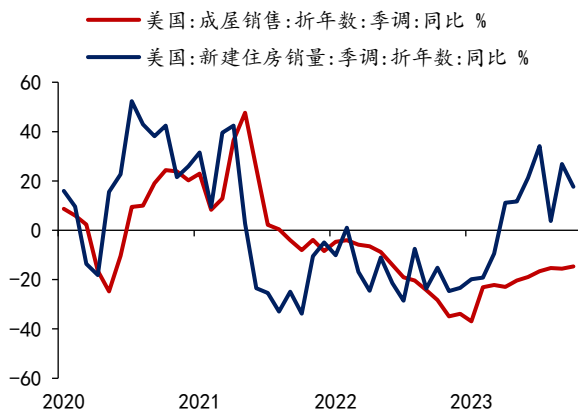
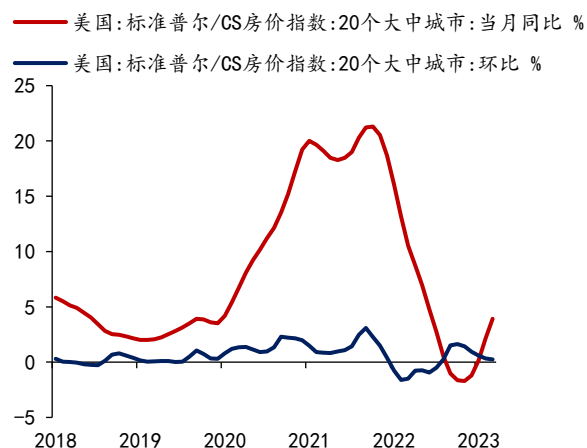
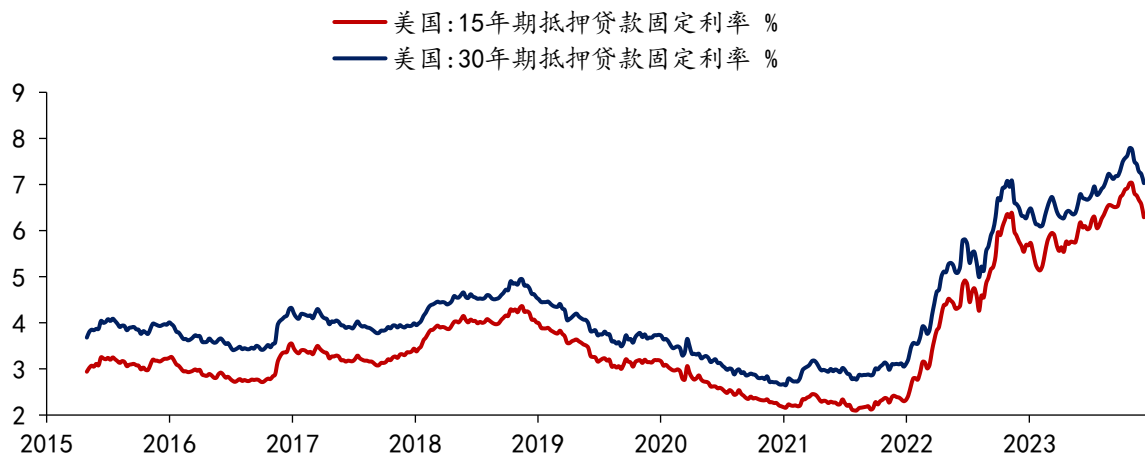


图 16：美标准普尔/CS 房价指数



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 17：美 15 年期与 30 年期抵押贷款固定利率

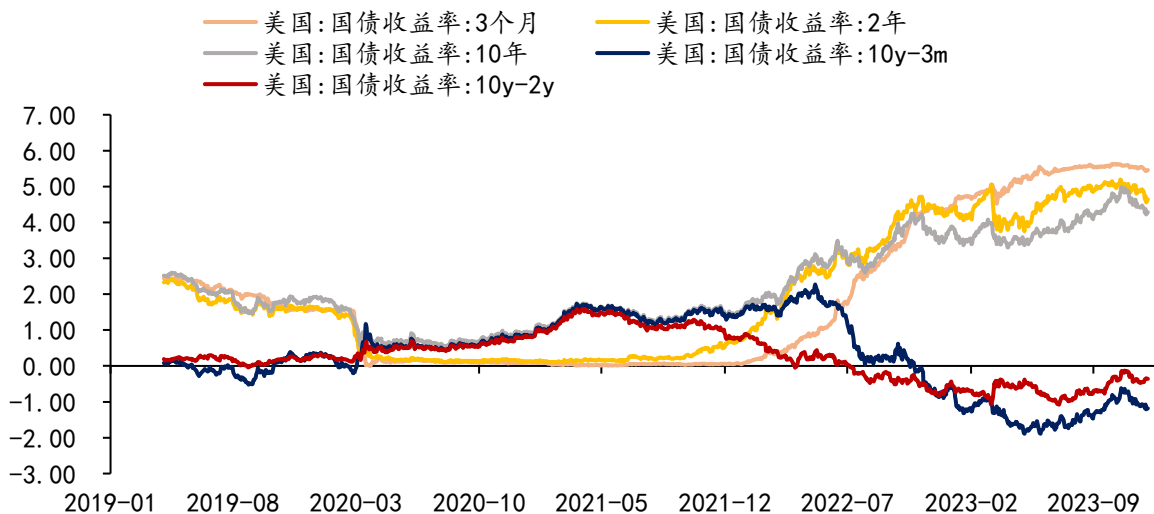


数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

5. 长短利率倒挂，警惕长期衰退风险

长短利差倒挂通常被用来表征经济衰退的领先指标。数据显示，美国十年期国债收益率和两年期国债收益率自 2022 年 7 月倒挂以来，已连续近 15 个月维持倒挂，目前倒挂程度达到 0.36%。美国十年期国债收益率和三月期国债收益率倒挂更为明显，表现在幅度更深，目前达到 1.18%。

图 18：不同期限美国国债收益率曲线

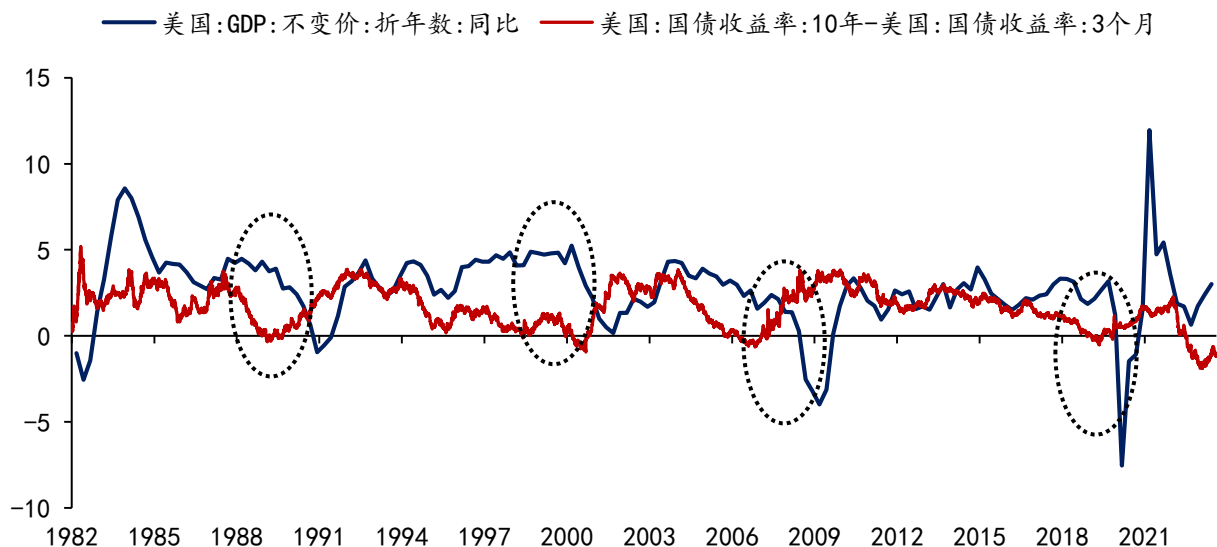


数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

从 1982 年以来，美国的 4 次经济衰退分别伴随了长短期收益率不同程度的倒挂，而每

次经济衰退都出现在长短期收益率倒挂后的 2 年左右时间。

图 19：美 GDP 与长短期国债收益率



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

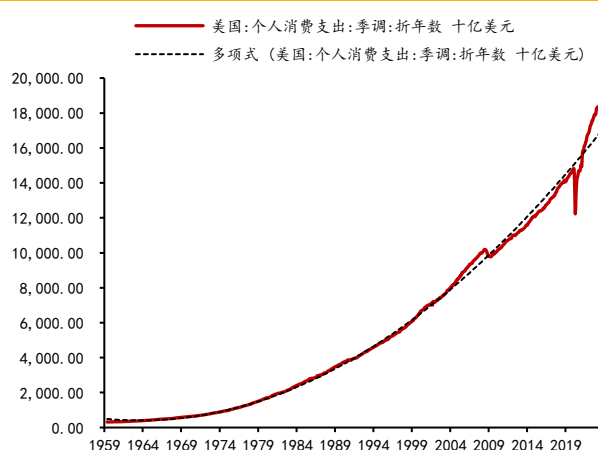
高通胀和高利率、劳动力市场持续紧张，美国实体经济长期承担着高成本，制约实体经济的增长。劳动力市场紧张情况在未来将得到缓解，失业率目前有抬升迹象，叠加货币紧缩，居民收入增长放缓，支出减弱，制约需求增长。短期，美经济呈现出一定韧性，长期看，需要警惕美国经济衰退风险。

图 20：美 GDP 与短期国债收益率



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 21：美个人消费支出



（三）金融：需警惕美国金融危机再次发生

1. 企业端债务高企，明年开始将集中到期

其一，美企业债集中到期，置换成本高。美国企业在前期低利率环境下大量发行企业债，随着企业债集中到期，在目前高利率环境下置换成本较高，企业负债压力增大。美国企业债年度到期额此前均低于 300 亿美元，2023 年激增至 1194 亿美元，并且增长至 2026 年的 10739 亿美元。

其二，需警惕股票资产的下跌引发的企业资产负债平衡被打破。此前多数企业在低利率环境下大量发行企业债，这些债对应的资产是公司回购的股票。警惕高利率导致高估值不可持续下，股价下跌导致资产负债表平衡被打破，可能会引发金融市场的连锁反应。

图 22：美企业债券发行额

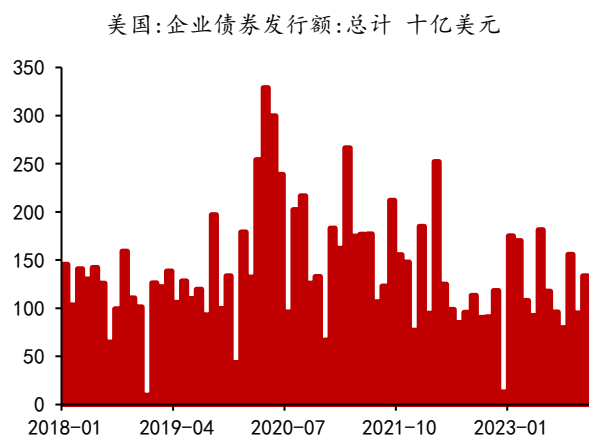
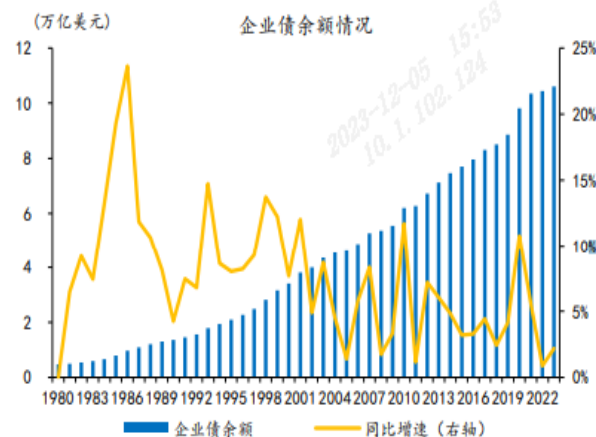


图 23：美企业债余额情况



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 24：美企业债到期规模

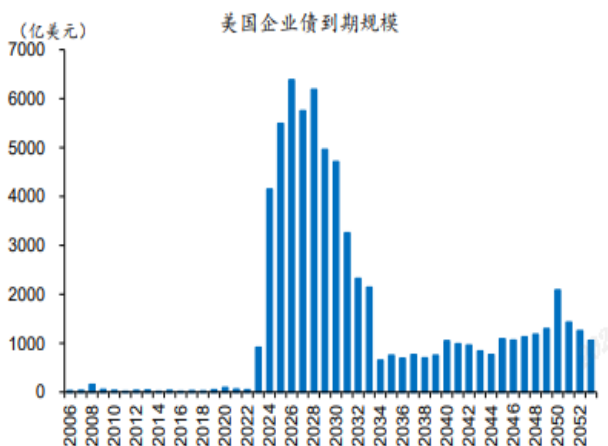


图 25：美企业债收益率



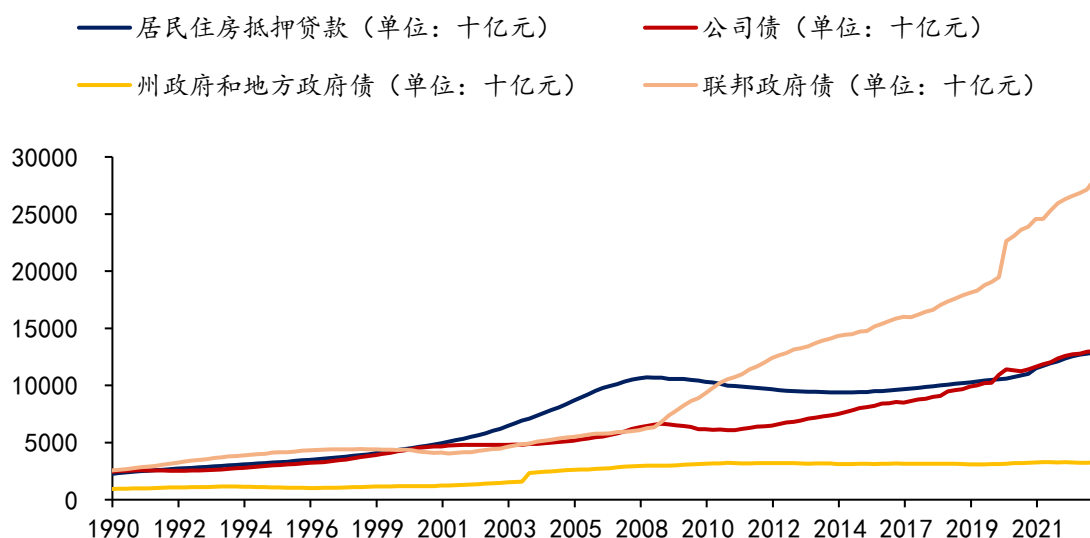
数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

2. 企业端债务或成为金融危机导火索，政府债务利息将限制财政支出力度

2008 年的次贷危机源于住房抵押贷款以及由此衍生出的 MBS、CDO 金融衍生产品，在住房价格下跌下，居民资产负债表坍塌，引发次贷危机。在疫情期间美国宽松货币财政环境下，目前企业债务超过居民住房抵押贷款，其目的在于回购股票，股市被助推上涨。需警惕美股下跌导致的企业资产负债平衡破坏引发的连锁反应。

美国政府方面，今年 6 月美国联邦政府负债总额首次突破 30 万亿美元，并于 9 月突破 33 万亿美元。在美债收益率连创新高的情况下，2024 年美国联邦政府利息支出或将达到 1.3 万亿美元，占年初美国联邦政府公布的 2024 财年预算（6.9 万亿）的近 2 成，预计美国财政政策将显著受限。

图 26：美非金融部门信贷市场未偿债务



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（四）美联储利率情景分析

通胀、就业可预期，金融因素是风险。

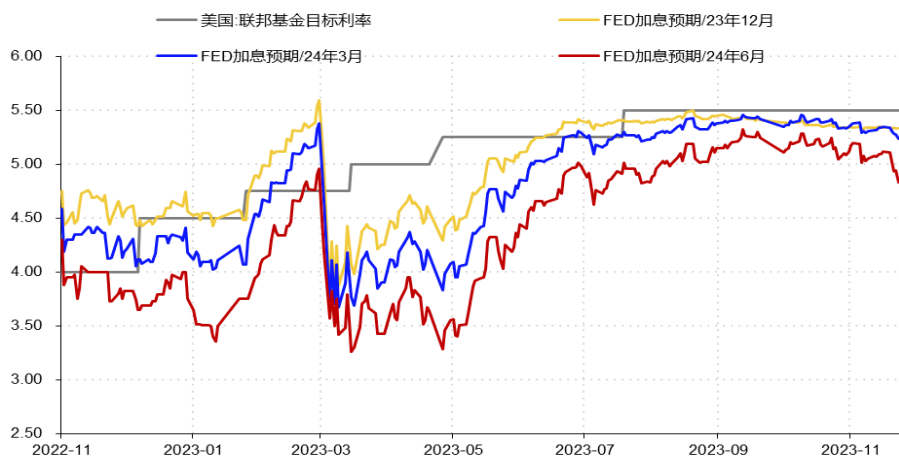
目前市场已定价美联储加息周期结束，而对于美联储明年降息时间节点及幅度存在一定分歧，市场预期是 2024 年二季度。美联储政策目标是通胀、就业和金融稳定，这三者决定了利率调整的节奏。

经过前述分析，通胀依然难以很快回到美联储的目标，就业市场由紧张趋于缓和，经济各项指标趋弱进一步缓和就业市场，通胀和就业的趋势变化指向美联储由加息、维持高

利率向降息的方向转变，在无突发事件的情况下，这个过程或可预期。

2024 年开始，海外最大的风险是由美企业债引发的金融危机，这在 2023 年年中已初见雏形，若出现此情况，金融危机将向经济危机传导，全球将被波及，经济由软着陆预期向硬着陆现实切换，风险资产价格将快速下跌，降息周期立即到来。

图 27:美联邦基金目标利率与 FED 加息预期



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

表 2:美联储利率决议

时间	加息幅度 (BP)	目标利率区间 (%)	备注
2020/3/3	-50	1-1.25	2020 年受新冠疫情冲击，美联储紧急降息+无限量 QE
2020/3/15	-100	0-0.25	
2022/3/16	25	0.25-0.5	2022 年 3 月进入本轮加息周期，并在 5 月之后连续 4 个月分别加息 75BP。（这一阶段抗击通胀是美联储的核心任务。2021 年 1 月份之后，CPI 同比增速持续攀升，并于 2022 年 6 月达到 9.1%，创历史新高）
2022/5/4	50	0.75-1	
2022/6/15	75	1.5-1.75	
2022/7/27	75	2.25-2.5	
2022/9/21	75	3-3.25	
2022/11/2	75	3.75-4	持续加息的作用有所显现，2022 年 6 月份之后，CPI 同比增速持续下滑，抗通胀效果显著，加息幅度放缓
2022/12/14	50	4.25-4.5	
2023/2/1	25	4.5-4.75	
2023/3/2	25	4.75-4.5	通胀超预期回落，叠加银行流动性风险事件冲击，6 月暂停加息
2023/5/3	25	5-5.25	
2023/6/14	0	5-5.25	
2023/7/26	25	5.25-5.5	
2023/9/21	0	5.25-5.5	
2023/11/1	0	5.25-5.5	/

数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（五）美元指数：上行乏力

2024 年美元指数或温和回落。首先，美国国内经济基本面及货币政策支撑将减弱。其

次，欧洲经济持续降温，随着能源危机消退，各国政府于 2023 年四季度逐渐退出财政支持措施，财政压力略有改善的同时，经济也将进一步承压。欧央行跟随美联储，加息进程走向尾声，但如果欧元区经济持续恶化，不排除提前降息的可能。再次，日央行货币政策紧缩节奏加快。随着联储加息结束和降息预期上升，日本货币政策正常化继续演进，下一步，预计日本央行将继续推进货币政策正常化，2024 年可能采取的政策措施：一是调整 2% 的通胀目标表述；二是短端政策利率放弃 -0.1% 的负利率目标。同时，日元有望高位企稳并逐渐回升。

图 28：美元指数与花旗美国经济意外指数

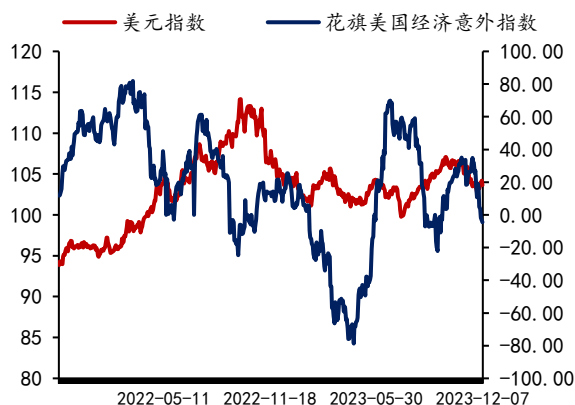
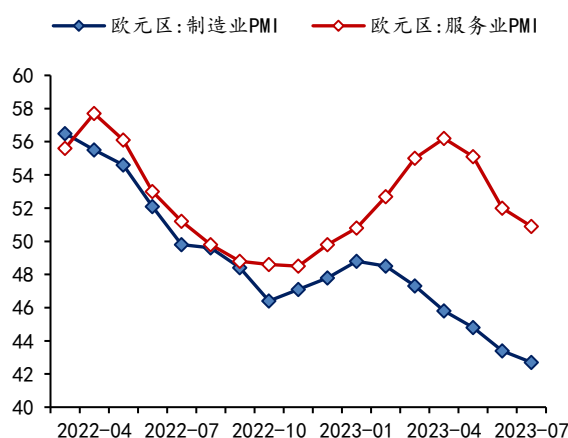
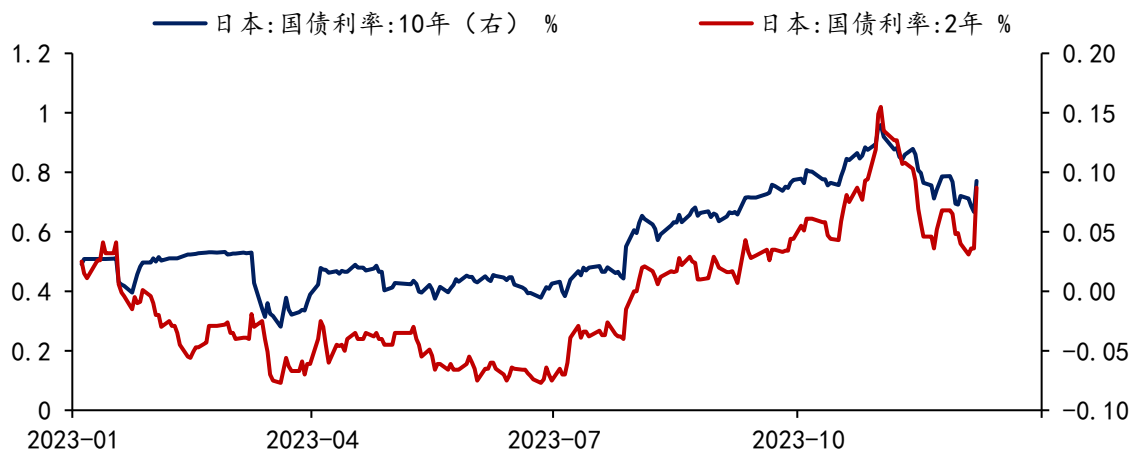


图 29：欧元区制造业与服务业 PMI



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 30：日本 2 年期与 10 年期国债利率



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（六）小结：国际宏观 2024 年展望

1. 美国通胀温和放缓，但距离美联储 2% 的目标水平仍需较长时间。
2. 就业市场降温，居民消费趋弱，制造业底部徘徊，服务业高位回落，地产维持强劲，美国经济增长动能或逐步减弱，呈现软着陆特征。
3. 在通胀缓和，经济减速背景下，美联储由加息、维持高利率向降息过度，其降息时间节点和幅度取决于通胀的下行速率和经济的下行速率。
4. 美国降息先于欧洲步伐，日本货币政策正常化继续演进，新兴市场复苏，美元上行乏力。
5. 潜在风险点（极端情况）：今年以来，美股持续走高，给美国资产性收入及消费带来强支撑，但与此同时，美股高估值也带来潜在隐患。明年往后，企业债将迎来集中到期，置换成本趋高，同时若美股走弱则可能导致企业资产缩水，资产负债平衡被打破，进而带来大规模违约风险，引发金融市场连锁反应。在这种极端情况下，美联储将被动快速降息。

二、国内：复苏&约束

——债务约束下，经济复苏结构分化

（一）消费：增速平稳

今年消费总体保持平稳，餐饮等聚集性场景消费加快复苏，各地汽车促销政策带动消费增长。1-11 月份社会消费品零售总额 42.79 万亿元，同比增长 7.2%。其中：餐饮收入累计同比增长 19.4%，商品零售累计同比增长 5.9%，汽车及汽车以外消费品累计同比分别增长 6.2% 和 7.3%。消费从 5 月开始有增长乏力迹象，餐饮收入、汽车以外消费品累计增速连续 4 个月呈现回落。10 月份受双节假期带动汽车、商品零售等领域有改善表现，11 月继续改善。

2024 年，预计消费增速维持平稳。

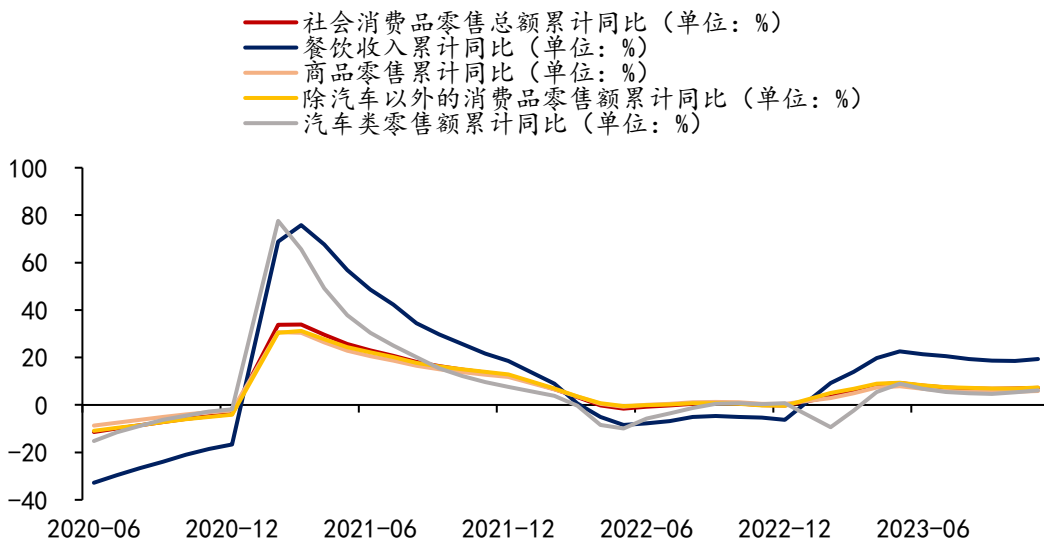
首先，城镇居民可支配收入增速低位徘徊（疫情前 8% 附近）。今年 2 季度可支配收入从一季度的 4% 提升至 5.4%，但 3 季度可支配收入增速缩窄至 5.2%。经济弱复苏背景下，居民可支配收入增速不显著。

其次，储蓄高增长。1-9 月居民新增人民币存款高达 14.42 万亿元，累计同比增长 70%。

第三，居民部门杠杆高企。目前居民部门债务相对于名义 GDP 的比例为 63.5%，较去年同期提升 1.5%。

受以上三方面因素影响，居民的内生消费动力减弱，2024 年消费增速来源于政策支持。作为消费的领先指标，汽车消费占比较大，同时也是领先指标，2024 年消费发力点依然在汽车消费。

图 31：社会消费品零售额累计同比



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 32：居民部门杠杆率

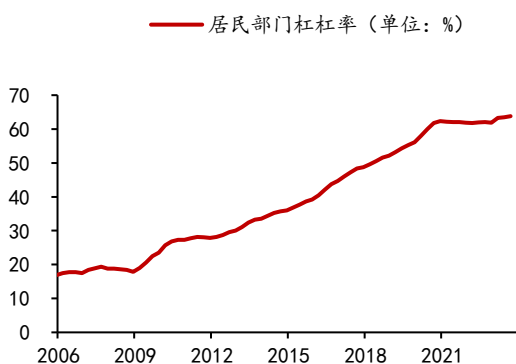
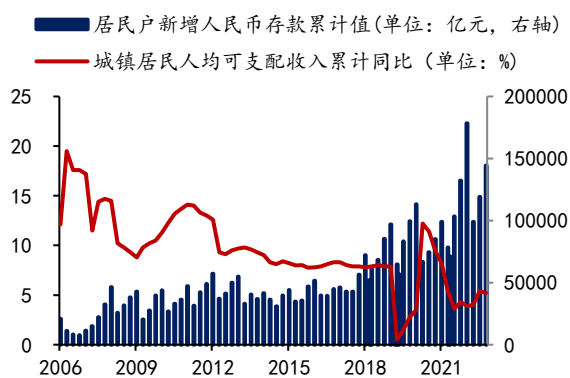


图 33：新增人民币存款/城镇居民人均可支配收入



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（二）地产：下行周期延续，缓慢触底

1. 价格仍存下行压力

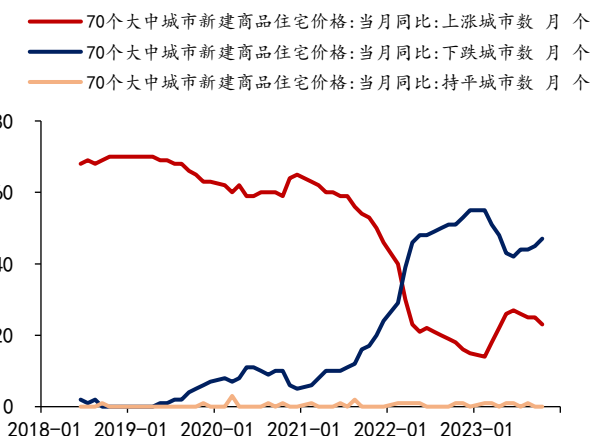
70 大中城市新建商品房住宅价格指数环比跌幅仍在扩大，最新数据显示环比跌幅扩大至-0.4%。上涨城市个数下滑，下跌城市个数上升。二、三线城市房价增速下行后短暂企稳，一线城市增速回落未止。国房景气指数一路下行，跌至 2015 年 5 月左右水平。

这些数据显示，房地产价格下行压力依然较大，特别是一线城市房地产价格，具有领先效应，当前二三线城市房价企稳同时，一线城市价格下跌，反映地产后市价格下行压力加大。

图 34：70 个大中城市新建商品房住宅价格指数



图 35：70 大中城市商品房价格变化情况



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 36：一二三线城市房价

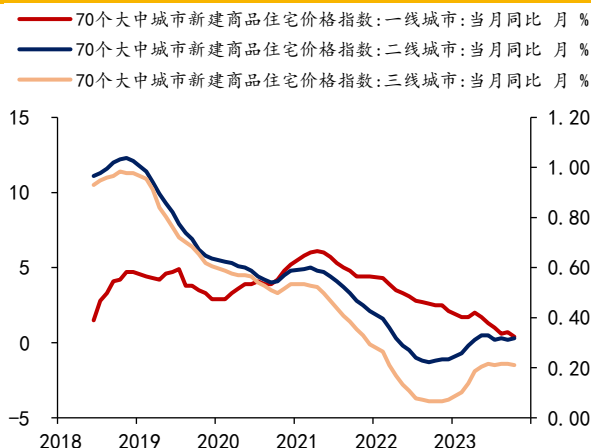


图 37：国房景气指数



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

2. 销售改善不明显

尽管 2023 年出台了降低存量房利率、降低 LPR 等措施，但商品房销售改善仍然不明

显。商品房销售今年一二季度短暂反弹后，三季度以来趋于下行。最新数据显示，1-11月，商品房销售面积累计同比-8%，销售额累计同比-5.2%，销售降幅有进一步扩大之势，而商品房待售面积累计同比增速扩大至18%，商品房库存增速扩大。30大中城市商品房成交面积长期位于近五年水平之下。

未来除非有更大利好的政策，否则地产销售将保持疲软。而从趋势指标来看，商品房销售领先地产投资1-2个季度。目前商品房销售仍呈现负增长，意味着地产投资仍然趋弱。

图 38：房地产销售与投资

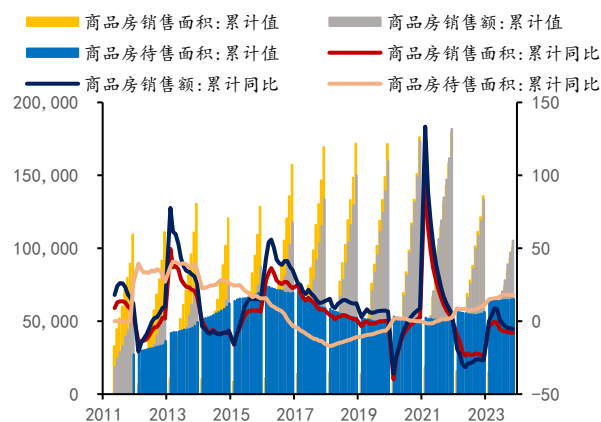
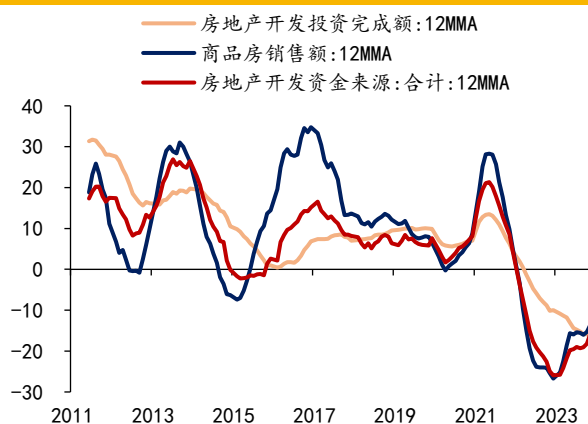
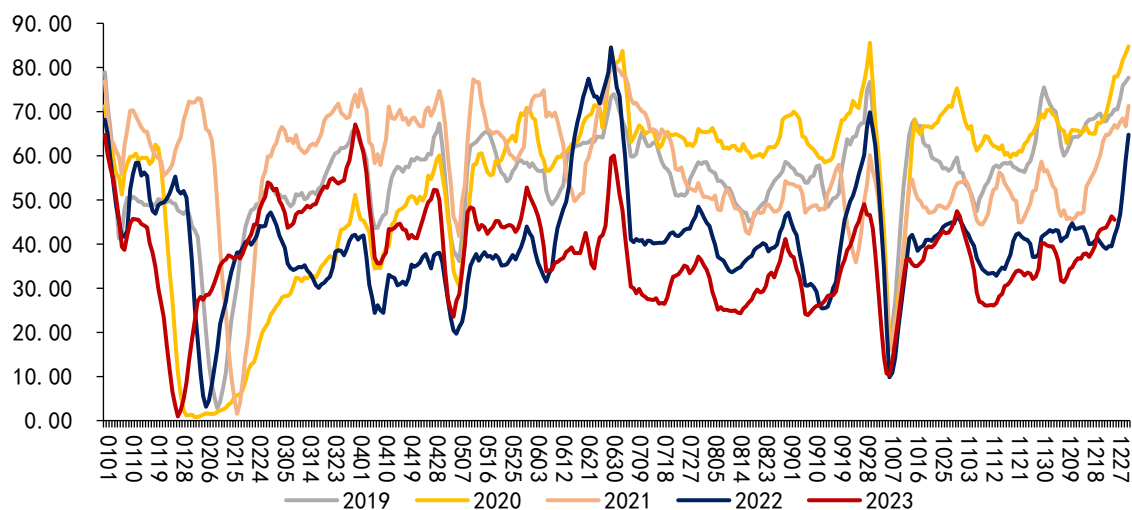


图 39：房屋销售



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 40：30 大中城市商品房成交面积季节性（单位：万平方米）（7DMA）



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

3. 销售回款不足，融资端存压力

房地产开发资金来源于国内贷款、自筹资金、销售回款、利用外资。根据 2021 年的数据统计，这四项占比分别为 17.09%、32.29%、50.59%、0.03%，其中，利用外资所占比重非常小，几乎可以忽略。前三项均面临压力。销售回款包括定金及预付款和个人按揭贷款，分别占比 33.42%，17.17%，占比较大，这两项面临较大压力。

图 41：房地产开发资金来源占比（2021 年）

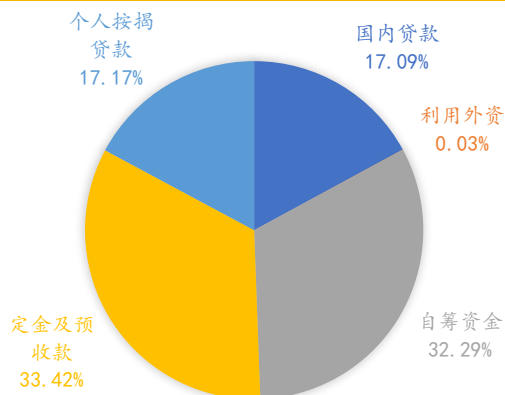
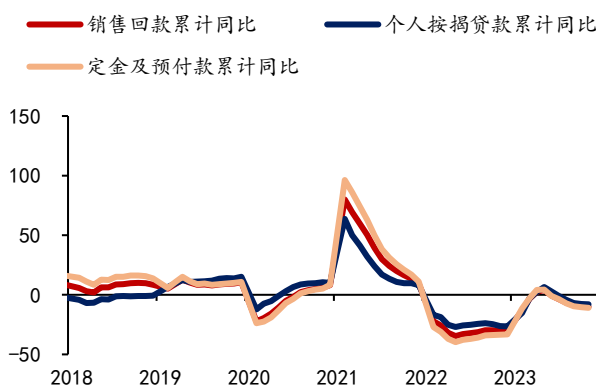


图 42：房地产开发资金来源：其他资金(单位:亿元,%)



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

4. 投资端仍将缓慢触底

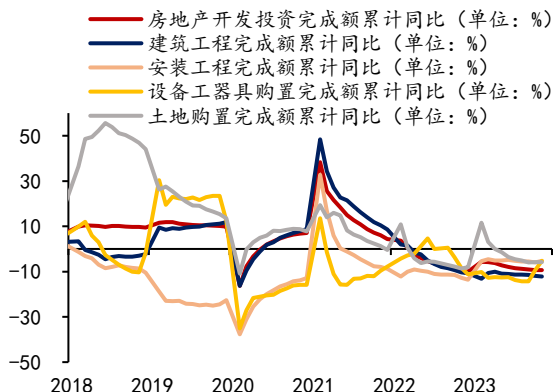
地产投资由建筑、安装、土地购置费、设备工器具所构成，建筑工程和土地购置费为主要占比。而土地购置影响未来地产投资。

受地产政策支撑，地产竣工大幅提升，施工跌速减缓，新开工下跌有所企稳，安装工程投资量回升，建筑工程量企稳。土地购置费用支出下跌有所减缓，未来地产投资缓慢触底。

图 43：房屋新开工、施工、竣工面积累计同比



图 44：房地产开发投资完成额累计同比



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

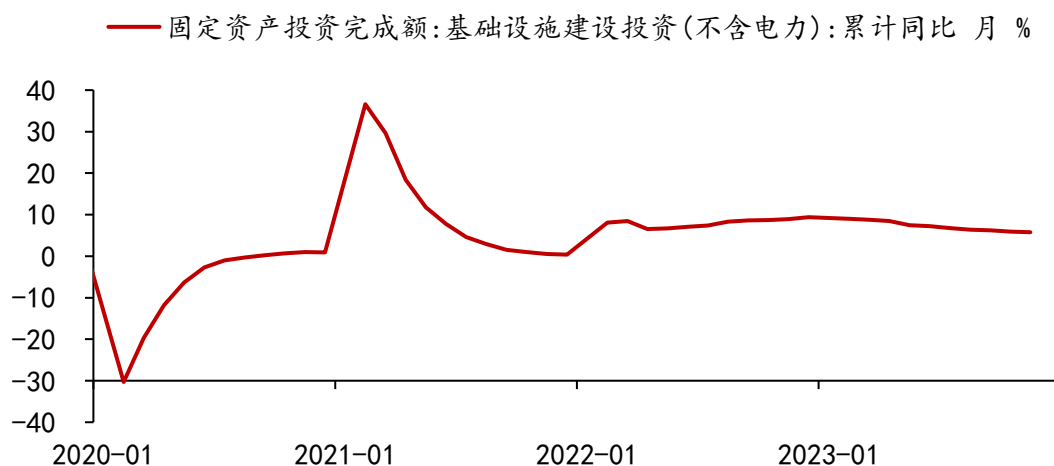
（三）基建：托底

稳增长诉求下基建投资保持了一定的较高增速，1-11 月份基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速为 5.8%，但从增速变化趋势来看，今年以来，基础设施建设投资增速呈现逐月下滑的态势。

预计在经济其它项保持平稳情况下，2024 年基建投资增速放缓。

基建投资资金主要来源于公共财政支出和政府性基金支出以及政府债券融资。这三项相较于去年都有所回落。另外，地方政府债务高企，债务新增更多用于借新还旧，这将抑制基建投资增速。

图 45：基础设施建设投资



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

第一，相对公共财政收入的公共财政支出（实际赤字）在减弱。实际赤字在 8 月、9 月、10 月和 11 月分别为 19586 亿元、31184 亿元、28240 亿元、38331 亿元，而去年同期分别为 27134 亿元、37238 亿元、32937 亿元和 41737 亿元，相比分别减少 7548 亿元、6054 亿元、4697 亿元和 3406 亿元。

第二，相对政府性基金收入的政府性基金支出（政府性基金实际赤字）在减少。政府性基金实际赤字在 8 月、9 月、10 月和 11 月分别为 23244 亿元、27685 亿元、29104 亿

元、31297 亿元，而去年同期分别为 33061 亿元、34396 亿元、33679 亿元和 35800 亿元。

第三，政府债券融资（包含一般债券和专项债券）在减少。政府债券融资在 8 月、9 月、10 月和 11 月分别为 36849 亿元、41089 亿元、43356 亿元、69628 亿元，而去年同期分别为 42100 亿元、42422 亿元、46977 亿元、77537 亿元。

图 46：实际赤字（单位：亿元）

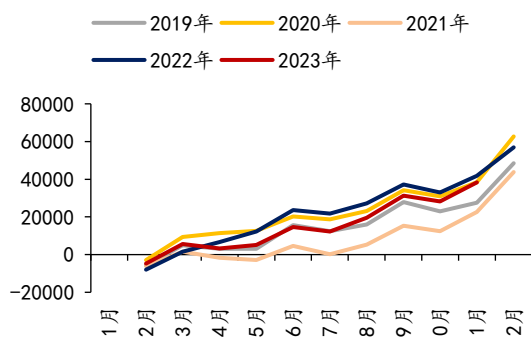
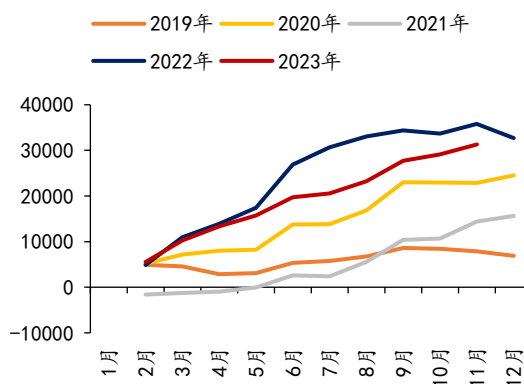
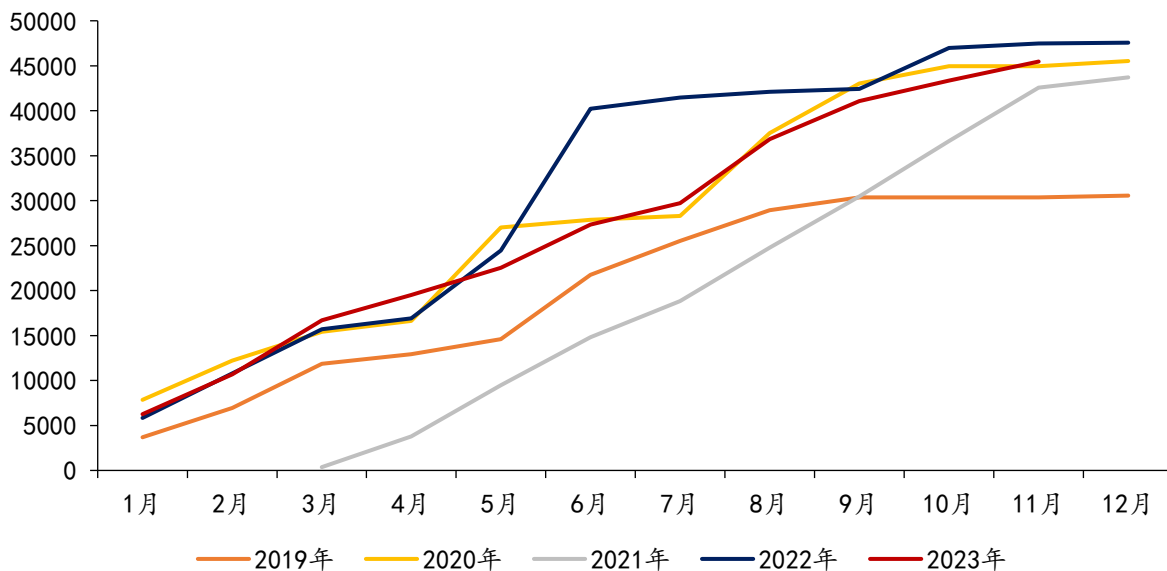


图 47：政府性基金实际赤字（单位：亿元）



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 48：一般债和专项债合计发行量（单位：亿元）



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

事实上，今年的公共财政收入是增长的，1-11 月累计同比增 7.9%，而公共财政支出增

速累计同比增 4.9%，收入增速明显快于支出增速。这说明政府有意在克制公共支出力度，减轻在基建投资中的投入。同时，国有土地出让收入长期负增长，这也将抑制地方政府基金收入增长，进一步对基建投资投入形成压制。

由此可见，基建投资虽然作为政府托底经济的手段，力度在正常年份将逐渐趋弱。但，基建作为托底经济重要项目，若 2024 年经济其它项下行压力较大，基建支出、投资仍有可能保持高增速，其资金来源将由地方政府转移至中央政府主导。

图 49：中国公共财政支出和收入累计同比

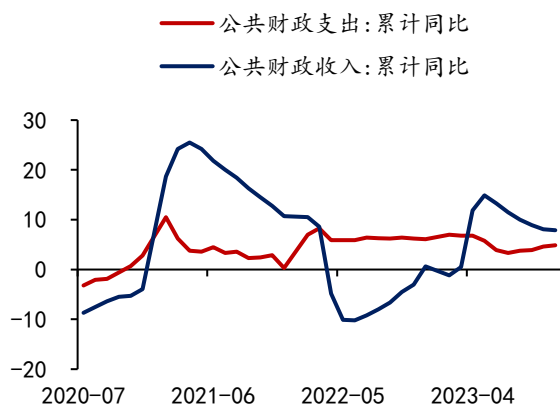


图 50：国有土地使用权出让收入：累计同比



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（四）出口：依赖于明年海外经济是否符合预期

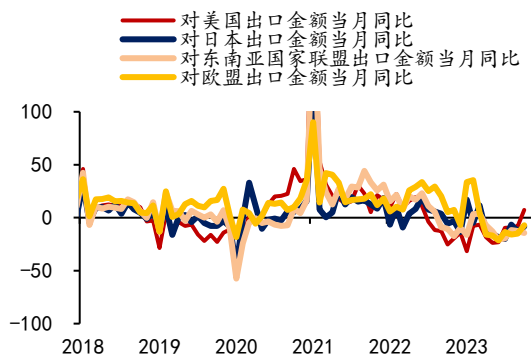
2023 年下半年以来出口超预期反弹。东盟、欧盟、美国、日本是我国前四大外贸地区/国家。出口的超预期反弹主要得益于对美出口的超预期增长和对欧的出口超预期反弹。最新数据显示，我国对美的出口当月同比以美元计价增长 7.35%，我国对欧盟地区的出口当月同比以美元计价降幅缩窄至-7.07%。

欧美经济增长对我国出口产生直接影响，以工业生产缺口表征的欧美工业生产运行情况与我国出口走势具有很好的趋同性。若美国企业债风险不发生，欧美经济将呈现软着陆特征，符合预期的海外经济表现将对我国出口构成支撑。

图 51: 进出口同比(美元计价)



图 52: 前四大贸易地区出口金额当月同比



数据来源: wind, 同花顺, 徽商期货研究所

图 53: 前四大贸易地区外贸占比

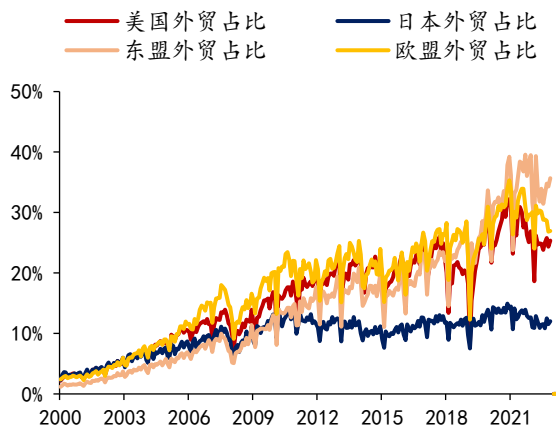
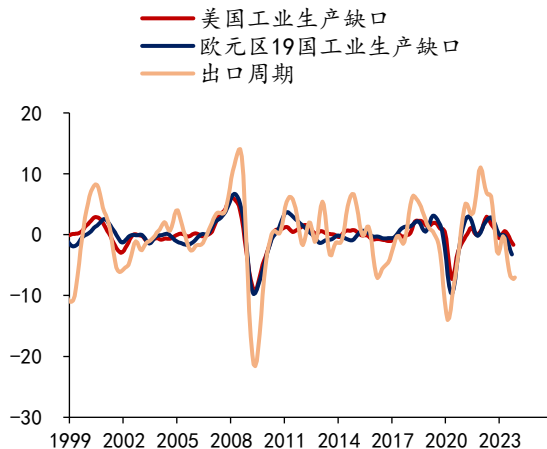


图 54: 中国出口与欧美工业生产



数据来源: wind, 同花顺, 徽商期货研究所

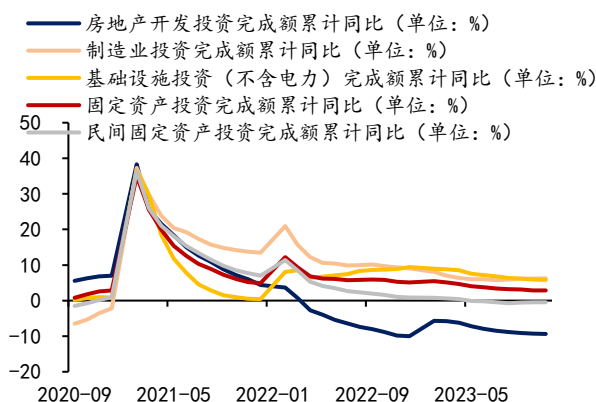
（五）制造业：高度依赖于出口从而依赖于海外经济

我国作为出口外向型经济，制造业与海外需求息息相关。今年出口表现超预期使得制造业增速稳定，最新数据 1-11 月 6.2% 的累计同比增速高于其它类固定资产投资增速表现。若海外不出现预期外风险，明年出口增速不超预期下滑，制造业增速将有望支撑投资增速。

图 55：国内制造业和全球制造业



图 56：固定资产投资及分项变化



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（六）债务约束

1. 地方政府债务

截止今年10月，地方政府显性债务余额高达40万亿元，按照平均利率3.3%计算，每年付息额高达1.32万亿元。来自中泰证券相关研究统计，地方政府隐性债务高达55万亿元，这部分由城投公司发行的债务承担的利率更高。包含隐性债务的地方政府债务总额高达95万亿元，使得杠杆率远远高于已获得的统计值。地方政府债务高企，作为偿还旧债的再融资券发行量今年前10月高达41390亿元，占今年新发地方债84746亿元的48.84%，即近一半新发债券用于偿还旧债。地方政府债达峰，未来将进入化债周期。

图 57：地方政府债务余额

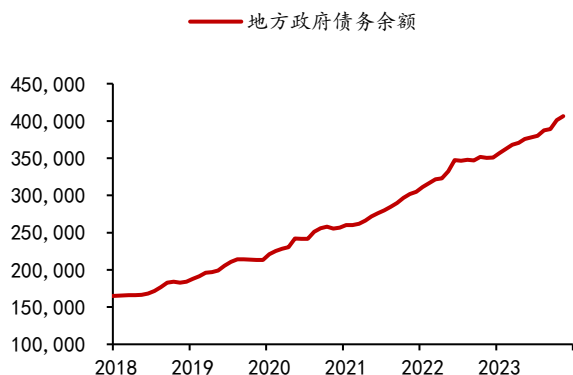
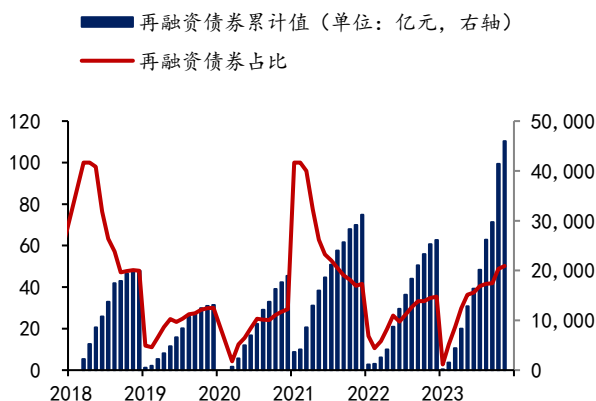


图 58：再融资债券占比



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 59: 地方政府债券到期偿还本金 (单位: 亿元)

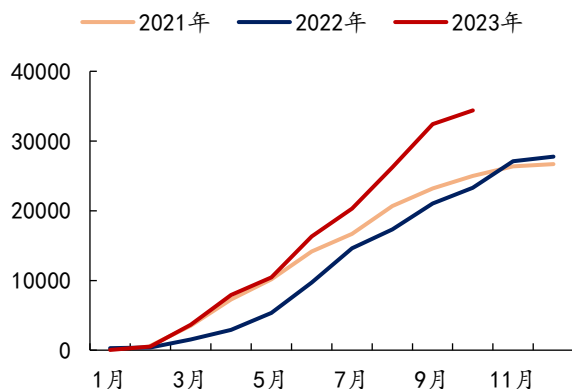
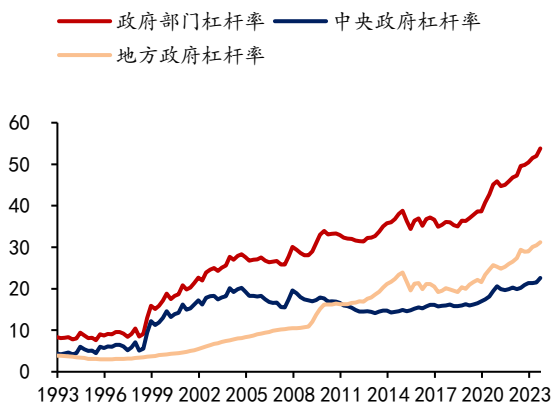


图 60: 政府部门/中央政府/地方政府杠杆率



数据来源: wind, 同花顺, 徽商期货研究所

2. 居民债务

2023 年年初以来, 居民部门的杠杆率进一步提升至 63% 以上, 最新数据显示为 63.8%。居民部门杠杆率超过德国, 接近日本, 低于美国 and 韩国。

居民贷款主要构成是中长期贷款, 近 5 年占比平均超过 50%, 而中长期贷款主要构成是房贷。最新数据显示, 个人贷款余额高达 38.4 万亿元, 按照五年期 LRP 的利率 4.2% 来计算, 年利息高达 1.62 万亿元。今年, 居民中长期贷款增长乏力, 近两年新增中长期贷款已降至高峰期的一半水平之下。居民债务达峰将对地产销售和居民消费构成压力。

图 61: 居民中长期贷款及个人住房贷款余额

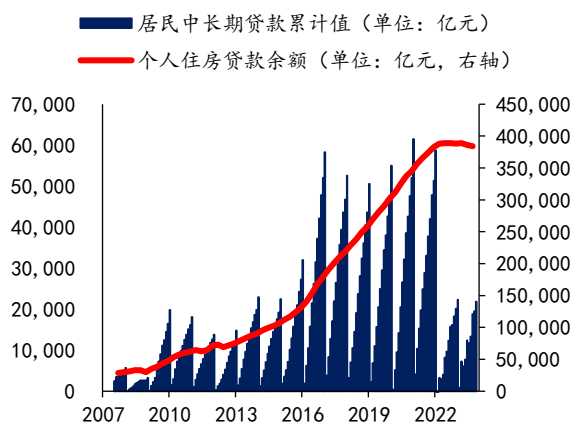


图 62: 居民部门杠杆率



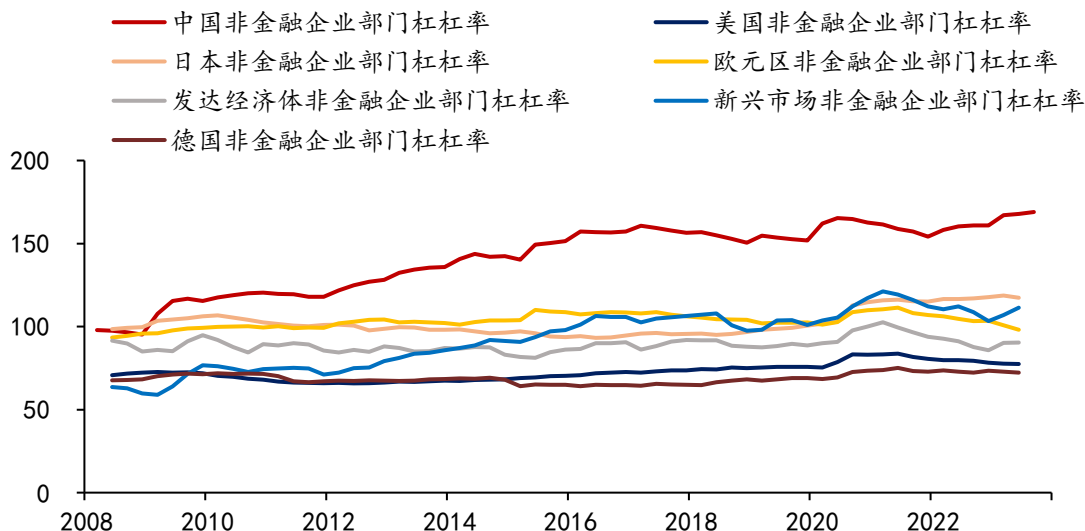
数据来源: wind, 同花顺, 徽商期货研究所

3. 企业债务

实体经济杠杆率高企, 最新数据显示中国实体经济部门杠杆率达到 286.6%, 非金融

企业杠杆率高达 169%，这一水平超过美国、日本、欧元区、发达国家和新兴市场国家。企业杠杆率达峰将限制投资进一步扩张。

图 63：中国同其他国家非金融企业部门杠杆率



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（七）货币和利率

1. 利率：继续下行

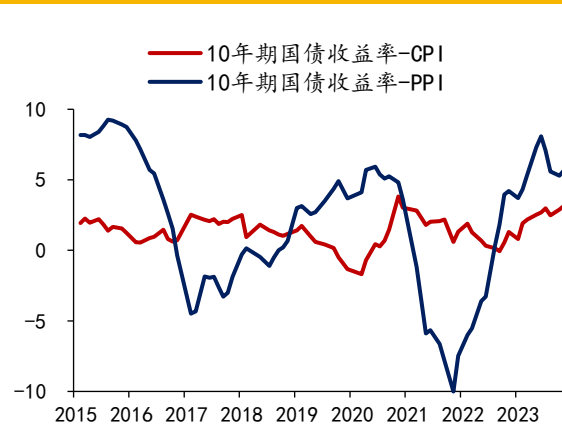
今年 6 月和 8 月央行分别调降 MLF 利率 10bp、15bp，LPR 挂钩 MLF，跟随调降，1 年期 LPR 两次分别调降 10bp，5 年期 LPR 6 月调降 10bp，8 月未调降。国债收益率跟随下跌，8 月跌至 2.59%。价格指数表现疲软，CPI 当月同比跌幅扩大，PPI 长期不能回正。

利率下行同时价格下行，导致实际利率上升。地方政府债、居民债、企业债高企，进入债务去化周期，企业盈利改善不明显，自然利率下行，政策利率将被动继续下行。

图 64: 价格和利率



图 65: 实际利率



数据来源: wind, 同花顺, 徽商期货研究所

2. 货币：结构化宽松

当前货币流动性较为充裕，而实体贷款投资意愿增长缓慢，货币向实体传导不畅。这可以从较高的 M2 增速和平缓的社融增速中体现，也可以从衡量在实体中的流动性 M1 同比增速长期低于 M2 增速中反映。

从长期看，M2 长期高于社融增速的现状即货币过于宽松的环境将改变，M2 增速将趋近社融增速的趋势。反过来说，如果融资增速在收缩，货币流动性增速也将收缩。但地方政府债务高企，实体经济杠杆高，货币将部分锚定于债务，在化债周期和逆周期调节下，货币将趋于结构性宽松。

图 66: 社融、M2 同比

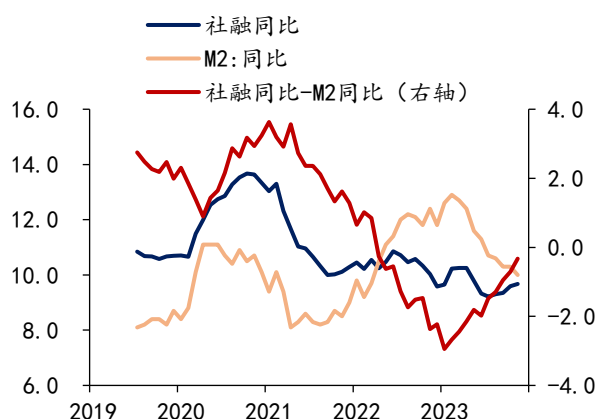
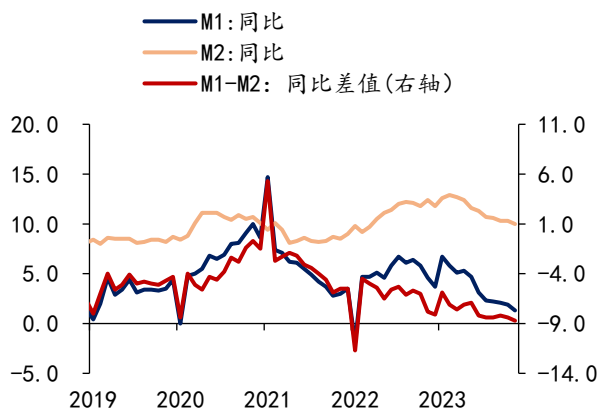


图 67: M1、M2 同比



数据来源: wind, 同花顺, 徽商期货研究所

（八）人民币汇率：温和贬值

2022 年 3 月以来，人民币汇率持续走弱。2023 年 9 月 8 日离岸人民币汇率破 7.36，逼近历史高点。此轮贬值主要源于美联储开始紧缩以来，海外利率上行，而国内在稳增长、防风险下利率下行导致的中美利差持续倒挂且幅度加深。

2024 年，人民币趋于温和贬值。其一，国内居民、企业、地方政府债务和杠杆率较高，尤其是地方政府债务达峰，化解债务下，利率趋于下行。其二，出于稳增长的需要。在地方债务高企下，地方政府新发债更多以置换旧债为主，中央政府杠杆率低，若明年仍要维持基建高增速，那么将更多以中央政府发债支撑基建托底，利率趋于下行。其三，海外逐渐由加息、维持高利率过度到降息。内外利差倒挂或将维持，但趋于缓和。其四，2024 年，仍然要维持出口的强势，人民币适当贬值有利于维持出口，稳定国内制造业投资。

图 68：中美利差



数据来源：wind, 同花顺等，徽商期货研究所

（九）库存周期：补库周期或开启

以工业增加值实际增速相对潜在增速的大小来表征短周期（库存周期），从 1999 年起算至 2020 年，中国经历了 6 轮库存周期。以 21 年时间算，1999 年到 2020 年，平均一轮库存周期从上行开始到下行结束持续时间约 42 个月，最短 31 个月，最长 48 个月。

从 2020 年 3 月开始的这轮库存周期到 2023 年 6 月已经历近 40 个月，从时长来看，2023 年 6 月的低点接近于去库周期的低点。从今年 9 月开始工业增加值产出缺口已从底部

攀升至正值以上，或意味着新一轮补库周期开始，但考虑价格 CPI 和 PPI 依然未能明显反弹，此轮补库的力度目前还较弱。

图 69：工业增加值产出缺口与价格指数



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

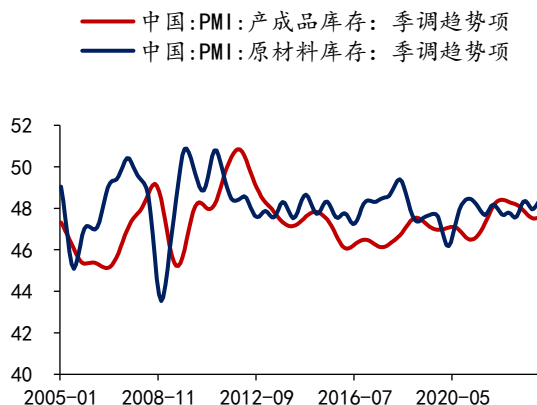
从制造业 PMI 分项趋势性指标也可以看出，目前库存周期呈现主动补库初期的特征。

产库比向上，反映需求向好。从趋势项来看，订单、采购、生产指数趋势向上，反映需求有所向好。从趋势项来看，产成品库存指数和原材料库存指数企稳向上，符合主动补库特征。PMI 采购价格指数领先工业企业库存指数 2-3 个季度计算，而工业企业库存依然在下降，但离底部不远。

图 70：产库比



图 71：中国 PMI 产成品/原材料库存季调趋势项



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

图 72：中国 PMI 新订单/生产/采购季调趋势项

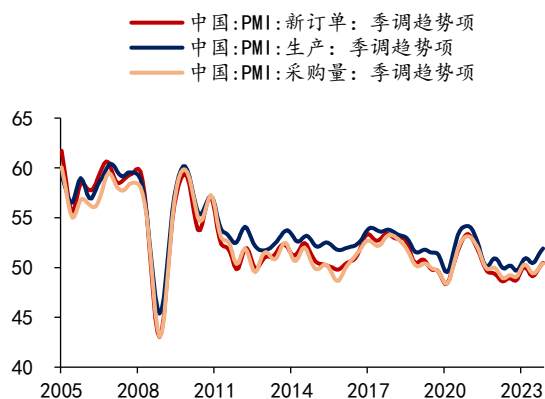
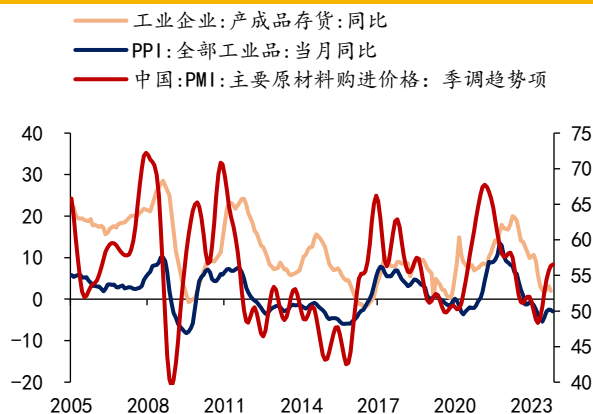


图 73：PMI 采购价格指数与工业企业库存指数



数据来源：wind，同花顺，徽商期货研究所

（十）小结：2024 年国内宏观展望

1. 消费维持平稳增速，汽车消费依然是稳定消费的发力点。
2. 地产下行周期延续，且缓慢触底。
3. 弱复苏的经济背景下，基建托底，受制于地方债券高企，后期基建若要维持高增速，其资金投入主力将可能由地方政府过渡到中央政府，赤字率将提高，地方债限额加大，新增地方债将部分用于防范化解旧的地方债。
4. 在海外企业债问题不爆发，不引发金融风险连锁反应情况下，海外经济软着陆，且在政策支撑下，国内出口可能仍有超预期表现，制造业将继续受益于超预期出口表现。
5. 在债达峰、稳经济下，利率趋于下行，货币趋于宽松，人民币汇率将温和贬值。
6. 工业企业库存到达低位，开启主动补库阶段。
7. 潜在风险点：当前实体经济杠杆较高，地方债和居民债务达峰，债务约束或挤出消费和投资，成为经济增长的阻碍，极端情况下，要防范由此导致的债务-通缩风险。

三、大类资产配置展望

（一）权益类资产：谨慎配置

国外权益类资产：估值较高，有回落风险，谨慎配置。

国内权益类资产：受利率下行估值有支撑，但驱动不足，因此难言“牛”市。更多表现为结构市场，利润仍然向上游集中，具有资源垄断性、政策支撑领域的股票可能存在机会。

（二）债券资产：持有

债券收益率仍有下行空间，价格仍有上行空间。

但仍可能受制于资金面阶段供给紧张及债券集中发行影响，收益率下行曲折。

（三）大宗商品：偏多，但强弱有所分化

在海外经济软着陆条件下，国内外利率趋于下行，国内外制造业补库周期开启，外需有支撑，2024 年宏观环境对大宗商品价格偏利多，同时受国际环境不确定影响，大宗商品波动率加大。但表现在具体商品上有所分化，从上中下游来看，利润可能难以从上游下移，因此资源性大宗商品价格支撑较强，下游商品受需求影响表现不一。

具体来看，就国内定价权重较大的商品来说，地产影响较大的商品仍受地产下行周期的压制，基建和制造业给予一定的支撑，出口权重较大的商品受支撑，商品价格整体受益于制造业库存周期补库阶段。

但仍需警惕海外金融风险下流动性缺失下各类风险资产的系统性下跌。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

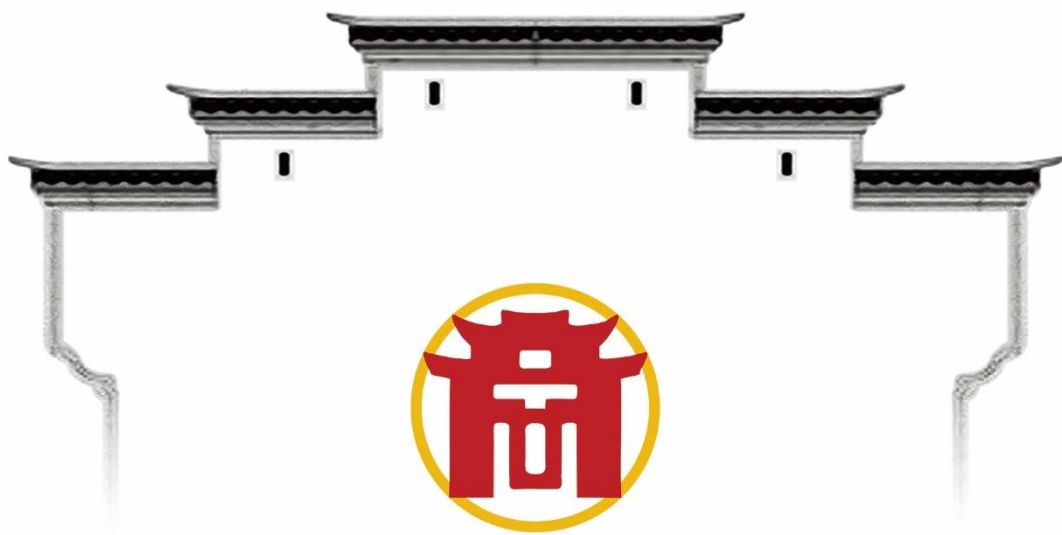
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培养中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系 and 投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信