



华泰期货  
HUATAI FUTURES

期货研究报告|宏观资产 2023-12-08

# 债务重构，商品新“局”

## 研究院

### 研究员

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 蔡邵立

☎ 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，市场面临高波动。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。行业结构上，运输设备、电气机械、通用设备、专用设备、水利；其次是汽车、橡胶和塑料、燃气等顺周期行业值得关注；半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等政策扶持行业也有望持续受益。板块结构强弱上，工业品金属 > 贵金属 > 化工 > 原油=农产品。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**宏观：**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。

**中观：**需求端关注运输设备、电气机械、通用设备、专用设备、水利；其次是汽车、橡胶和塑料、燃气等顺周期行业值得关注；半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等政策扶持行业也有望持续受益。供给端有色、黑色、农产品供给端仍明显受限，能源、化工供给端偏增长。

### ■ 策略

商品：工业品金属 > 贵金属 > 化工 > 原油=农产品

### ■ 风险

高利率带来的流动性风险：关注贵金属。美国大选：执政党连任利好风险资产，更迭带来一定风险；共和党利好周期，民主党利好科技。厄尔尼诺：饲料（豆菜粕、玉米）供给仍偏紧；关注 2024 年上半年东南亚干旱的可能——棕榈油、天然橡胶减产；猪周期带来的减产：生猪。

## 目录

核心观点 .....	1
宏观：国家资产负债表再平衡.....	7
杠杆盛宴终结前：有望再次重启 .....	8
1.1 全球杠杆周期阶段性改善 .....	9
1.2 人口达峰增加了债务压力 .....	11
1.3 技术的扩散需要基础设施 .....	13
1.4 政府债务和基础设施投资 .....	14
重启的两个阶段：从化债到增长 .....	15
2.1 名义价格上涨和债务分配 .....	16
2.2 名义价格上涨和产业分配 .....	18
2.3 关注新能源领域扩张节奏 .....	19
2024 年经济周期展望：迎接曙光 .....	20
3.1 2023 年经济周期的回顾 .....	21
3.2 重构对 2024 年周期影响 .....	22
美国：经济“不着陆”，实际利率回升 .....	25
4.1 杠杆周期：焦点还在政府性扩张 .....	25
4.2 经济周期：从被动转向主动补库 .....	27
4.3 流动性：QT 结束，但流动性中性 .....	31
4.4 政策预期：高利率或将延续更久 .....	33
中国：预期下的博弈，名义预期改善 .....	34
5.1 杠杆周期：展望杠杆的扩张 .....	35
5.2 经济周期：价格预期的改善 .....	36
5.3 流动性：关注结构性的压力 .....	40
5.4 政策预期：财政的空间逐渐打开 .....	45
中观：全球产业链重构的机遇 .....	48
总量视角 .....	48
国内总量：投入产出表 .....	48
全球视角：FDI 和绿地投资 .....	50
全球视角：贸易结构变迁 .....	51
宏观再平衡下的产业链 .....	53
逆周期：补短板 .....	53
顺周期：中美共振补库 .....	54
商品：2024 年供需推演 .....	56
供给 .....	56
各国商品供给端风险 .....	56
资本开支情况 .....	57
需求 .....	59
行业研判对商品需求的意义 .....	59
大宗商品市场展望 .....	60
美联储货币政策转折 .....	60

美国大选.....	62
厄尔尼诺.....	63

## 图表

图 1: 从国家资产负债表看当前全球经济的问题 .....	7
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.....	8
图 3: 全球债务结构和增速   单位: %.....	8
图 4: 金融危机以来的持续去杠杆   单位: %.....	8
图 5: 本轮全球杠杆率周期的差异   单位: %GDP.....	9
图 6: 全球杠杆率变化   单位: %YOY, %GDP .....	9
图 7: 主要经济体杠杆率水平   单位: %GDP .....	10
图 8: 全球人口增速持续放缓   单位: %.....	12
图 9: 全球人口抚养比正在不断攀升   单位: %.....	12
图 10: 全球劳动力人口结构陆续“达峰”   单位: % .....	12
图 11: 全球人口年龄逐渐老龄化   单位: %.....	12
图 12: 中国人口年龄更快进入老龄化   单位: %.....	12
图 13: 印度人口年龄结构保持“金字塔”   单位: % .....	12
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: % .....	13
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 .....	14
图 16: 宏观“笼中局”——冲突对中美带来差异性的影响.....	15
图 17: 全球经济体政府债务占比   单位: %GDP .....	17
图 18: 主要经济体政府债务占比   单位: %GDP .....	17
图 18: 不同经济和部门债务规模差异   单位: %GDP .....	17
图 19: 主要宏观部门债务结构   单位: %GDP .....	17
图 21: 中国政府支出驱动投资形成   单位: % .....	18
图 22: 全球政府支出并非对冲投资不足   单位: %.....	18
图 23: 美国政府支出并非对冲投资不足   单位: % .....	19
图 24: 日本政府支出并非对冲投资不足   单位: %.....	19
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明显   单位: %.....	19
图 26: 分国别政府和非政府债务结构变化 (2019vs2023)   单位: %.....	20
图 27: 能源价格上涨提振新能源消费量   单位: % .....	20
图 28: 主要国家新能源消费占比   单位: %.....	20
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: % 21	
图 30: 铜金比价和制造业 PMI   单位: 比值, %.....	22
图 31: 油金比价和美国 CPI 同比   单位: 比值, %.....	22
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 .....	23

图 35: 中国宏观部门杠杆率变化 单位: %GDP .....	23
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.....	24
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 .....	25
图 40: 欧元区不再那么差, 但改善相对有限 .....	25
图 41: 尽管美国家庭净财富出现了显著的改善, 也不能带动杠杆率走出回落状态   单位: %GDP .....	26
图 42: 美国债务的宏观部门分布   单位: %.....	26
图 43: 美国宏观部门的额债务/GDP   单位: %GDP.....	26
图 44: 金融状况维持在中性区间   单位: 指数点 .....	28
图 45: 加息暂停后分项指数显著改善   单位: 指数点 .....	28
图 46: 美联储逆回购用量降低   单位: 千亿美元 .....	28
图 47: 联邦基金利率期货空头持仓见顶   单位: 万手 .....	28
图 48: 同步指标中枢上移   单位: %, 美元/盎司.....	29
图 49: 高频经济活动显示经济环比改善   单位: %.....	29
图 50: 美国产出缺口回落降低通胀压力   单位: %.....	29
图 51: 投资驱动产出, 核心通胀后期稳定   单位: %.....	29
图 52: 高利率下消费支出回归中性   单位: %.....	30
图 53: 通胀预期回落改善消费环境   单位: BP, %.....	30
图 59: M2 将回到原有趋势   单位: %, 万亿美元 .....	32
图 60: 资产负债表与利率增速对比   单位: %YOY .....	32
图 61: 衍生品市场隐含加息概率回落   单位: %.....	32
图 62: 衍生品市场隐含利率降息预期   单位: %.....	32
图 63: 美国财政赤字率和政府债务比重   单位: %_左, %GDP_右 .....	33
图 64: 美国政府未来季度到期债务规模   单位: 十亿美元 .....	33
图 65: 中国实体杠杆率和经济增长   单位: %YOY .....	35
图 66: 中国实体杠杆增速和经济增长   单位: %YOY .....	35
图 67: 中美杠杆缺口对比   单位: %YOY .....	36
图 68: 人民币和中美杠杆缺口差   单位: %YOY .....	36
图 69: 信贷驱动国内宏观弱复苏   单位: %YOY .....	37
图 70: 财政驱动国内宏观弱复苏   单位: %YOY .....	37
图 71: 居民部门杠杆率等待信心改善   单位: %GDP .....	38
图 72: 企业实际利率改善和杠杆率增速   单位: %.....	38
图 73: 2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产   单位: %_左, 指数点_右 .....	39
图 74: 库存周期 2024 年将进入主动补库阶段   单位: %YOY .....	40
图 75: 出口在 2024 年有望进入正增长   单位: %.....	40
图 76: 赤字率托底基建但增速预计继续放缓, 出口带动制造业继续改善   单位: %YOY.....	40
图 77: 消费流动性结构改善, 继续带来杠杆增速的放缓   单位: %.....	40
图 78: 中美名义利率曲线和差值——中美名义利差水平倒挂环境缓和   单位: %YOY.....	41
图 80: 人民银行资产负债结构  单位: 万亿元, %.....	43

图 81: 人民币流动性三支柱   单位: 无 .....	43
图 82: 中国宏观部门杠杆率   单位: %GDP .....	44
图 83: 中国实体部门偿债率压力最高   单位: % .....	44
图 89: 投入产出表示例   单位: % .....	48
图 90: 2017-2020 年行业总产值和增加值增长率   单位: % .....	49
图 91: 2020 年各行业影响力系数   单位: % .....	49
图 92: 各行业绿地投资金额   单位: 亿美元 .....	50
图 93: FDI 流入金额变化 (2023Q1-2022Q4)   单位: 亿美元 .....	51
图 94: FDI 投出金额变化 (2023Q1-2022Q4)   单位: 亿美元 .....	51
图 95: 中国出口主要国家份额情况   单位: % .....	51
图 96: 中国出口主要国家份额情况   单位: % .....	51
图 97: 美国自主要地区进口份额变化   单位: % .....	52
图 98: 美国自加墨以及中国进口份额   单位: % .....	52
图 99: 美国自其他国家进口份额   单位: % .....	52
图 100: 美国自加墨以及中国进口份额   单位: % .....	53
图 101: 美国自其他国家进口份额   单位: % .....	53
图 102: 国内工业企业产成品库存累计同比   单位: % .....	54
图 103: 美国制造业库存同比   单位: % .....	54
图 104: 工业企业库存周期月数&利润&营收   单位: 月&%&亿 .....	55
图 105: 美国制造商各行业所处的库存周期位置&生产指数同比变化   单位: 月&% .....	55
图 106: 主要国家和地区大宗商品本土供应与终端需求错配情况   单位: % .....	56
图 107: 中国主要大宗商品进口依存度   单位: % .....	57
图 108: 中国主要大宗商品出口依存度   单位: % .....	57
图 109: 石油行业资本支出和油价   单位: 百亿美元_左, 美元/桶_右 .....	57
图 110: 中国主要大宗商品出口依存度   单位: % .....	57
图 111: 黑色金属行业资本支出   单位: 百万美元 .....	58
图 112: 铁矿资本开支和产量同比增速   单位: % .....	58
图 113: 基本金属行业资本支出   单位: 百万美元 .....	58
图 114: 铜资本开支和产量同比增速   单位: % .....	58
图 115: 化工行业资本支出   单位: 百万美元 .....	59
图 116: 建材行业资本支出   单位: 百万美元 .....	59
图 117: 商品行业用量拆分及行业增速预测   单位: % .....	59
图 118: 近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现   单位: % .....	60
图 119: 近四轮历史美联储降息期间的上证表现 (指数化)   单位: % .....	61
图 120: 近四轮历史美联储降息期间的黄金表现 (指数化)   单位: % .....	61
图 121: 近四轮历史美联储降息期间的纳指表现 (指数化)   单位: % .....	61
图 122: 近四轮历史美联储降息期间的 CRB 工业原料表现 (指数化)   单位: % .....	61
图 123: 近四轮历史美联储降息期间的原油表现 (指数化)   单位: % .....	61
图 124: 近四轮历史美联储降息期间的有色表现 (指数化)   单位: % .....	61
图 125: 总统未连任的 6 个样本资产表现   单位: % .....	62

图 126: 总统连任的 13 个样本资产表现   单位: %.....	62
图 127: 执政党未连任的 10 个样本资产表现   单位: %.....	63
图 128: 执政党连任的 9 个样本资产表现   单位: %.....	63
图 129: 共和党执政的 10 个样本资产表现   单位: %.....	63
图 130: 民主党执政的 9 个样本资产表现   单位: %.....	63
图 131: 传统厄尔尼诺下的全球气候变化 .....	64
图 132: 主要农作物的产地和生长周期跟踪 .....	65
表 1: 典型的去杠杆化过程中主要变量变化情况   单位: %.....	16
表 2: 2022 年 8 月以来主要房地产政策 .....	42
表 3: 部分国内产业政策汇总 .....	53

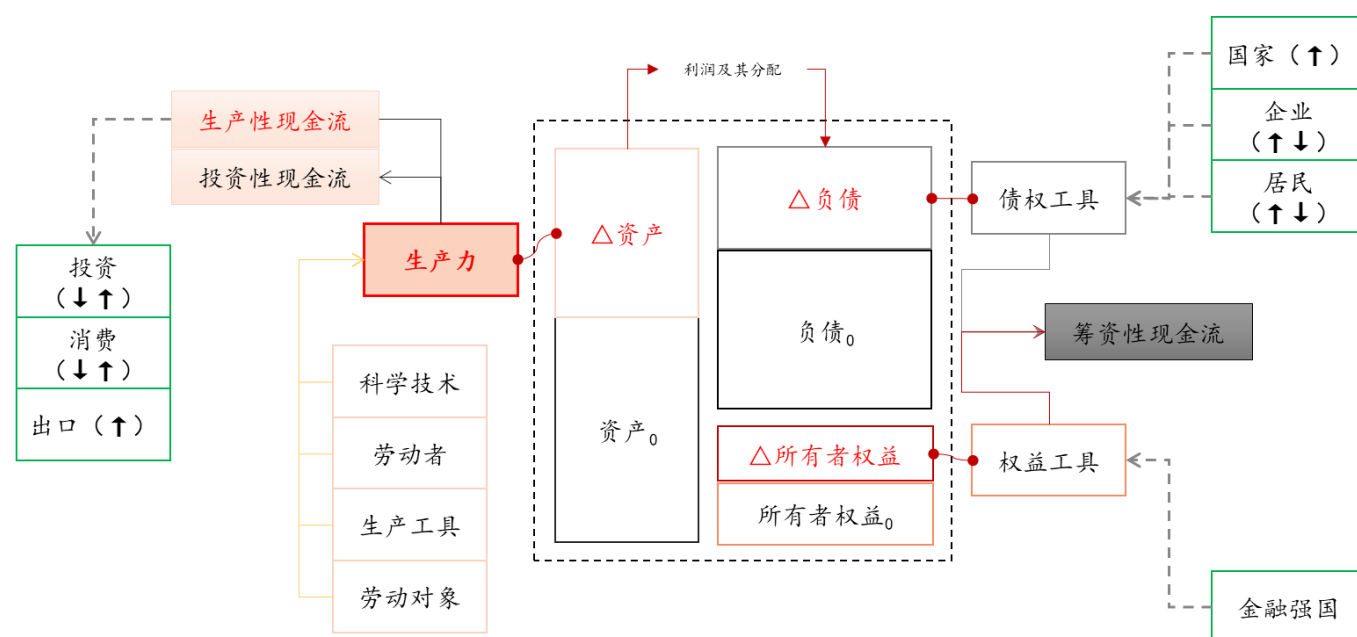


经济系统是从生产消费合一的自给自足经济系统演化而来。经过生产和消费分离、投资和储蓄的分离和结构化,通过技术和需求延伸和升级,形成“投资—生产—分配—消费—储蓄”的循环。观察经济的微观结构在于观察驱动经济运行的核心矛盾,拆解资产负债表是一个有益的尝试(见图1)。

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

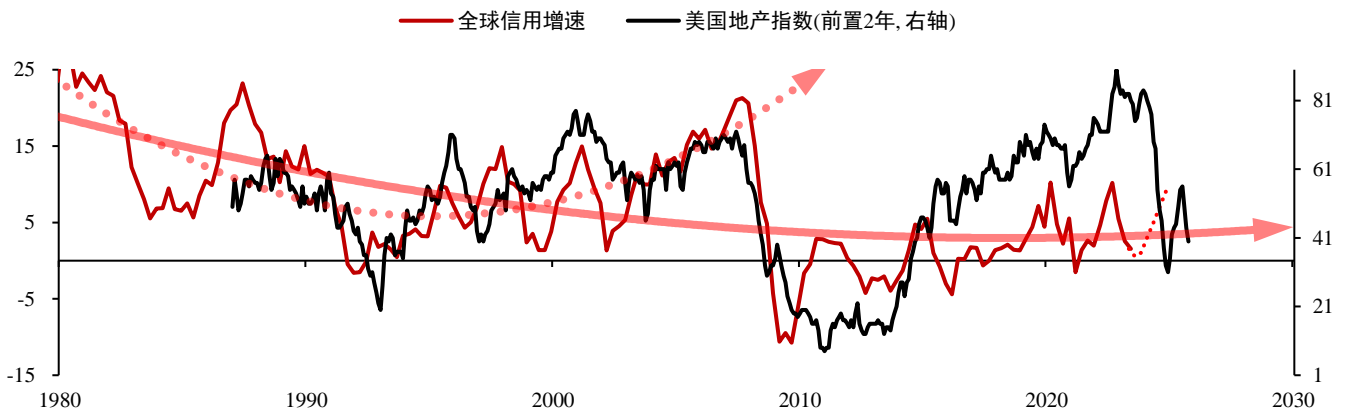


数据来源：华泰期货研究院

## 杠杆盛宴终结前：有望再次重启

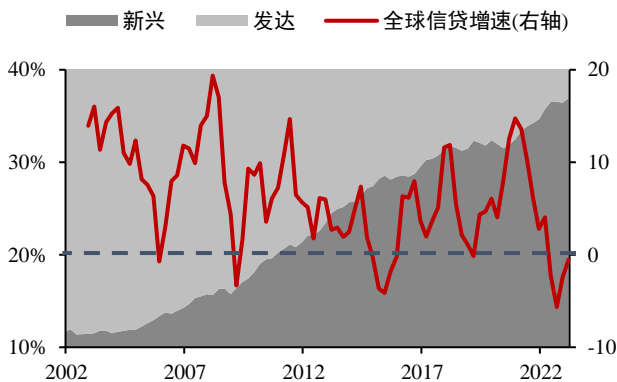
二十一世纪以来，伴随着生产力的进一步放缓而来的是全球债务型经济的扩张在进一步加速（图 3）。截止 2008 年金融危机之前，信贷的增速一度高涨至 20%，由杠杆驱动的经济运行到现在，一方面是总量债务压力不断累积，在生产引爆点迟迟未现的情况下“大国巨债”影响从繁荣转向了赤字；另一方面，这些债务在时间上、空间上的分布不均衡性，带来新兴市场的流动性压力和年轻一代的“躺平”，经济从 2008 年的被动落入“去杠杆”转向 2018-2020 年的主动去杠杆过程之中（图 4）。

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



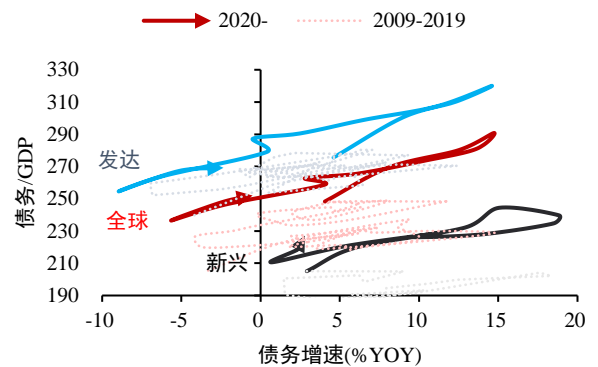
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

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



## 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<sup>1</sup>，但是高利率之下债务的可持续性引起市场担忧<sup>2</sup>，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）。

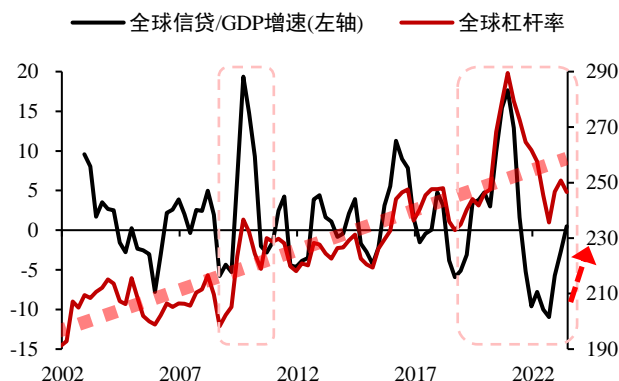
和 2008 年金融危机后宏观杠杆率回升（以杠杆置换经济的短期阵痛，表现为发达经济体以政府杠杆置换私人杠杆实现杠杆稳定；新兴经济体在外部需求放缓状态主动加杠杆稳定宏观需求）不同的是，2021 年后发达经济体的杠杆率进入到了实质性的去化状态，2022 年第三季度的杠杆率接近 2015 年一季度的水平（图 6），全球整体杠杆率在 2023 年初反弹之后二季度增速已经暂时转正。

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

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

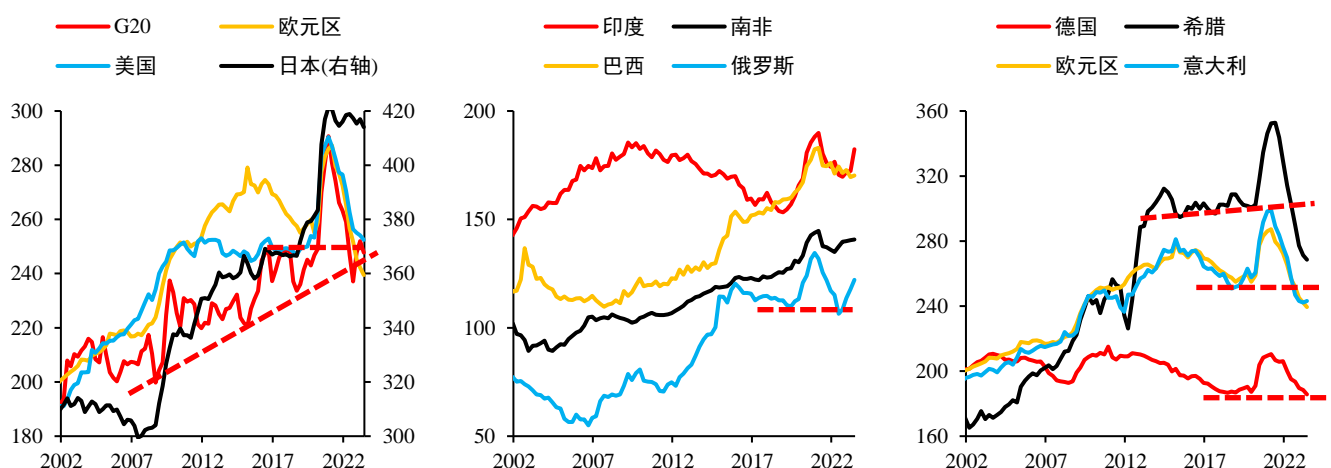
回顾 2000 年以来全球经历了四轮杠杆周期，本轮去杠杆的压力似乎更大，也意味着政策对冲的必要性也更大。随着 2023 年末全球主要央行货币政策边际上不再收紧，为 2024 年杠杆的阶段性回温提供了政策空间。

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的去杠杆。

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<sup>3</sup>，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。

### 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<sup>4</sup>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<sup>5</sup>——

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。

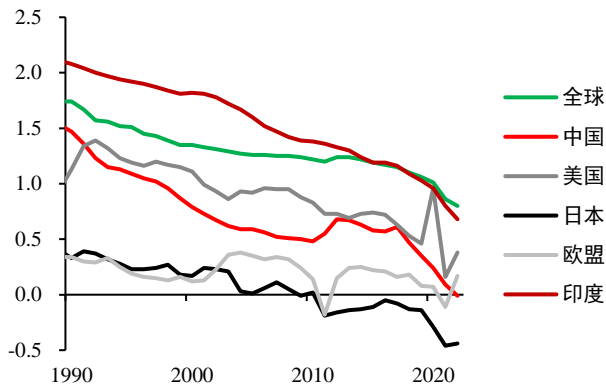
---

<sup>3</sup> 参见：瑞·达利欧，2019，债务危机，中信出版社。

<sup>4</sup> 参见：哈瑞·丹特，2014，人口峭壁，中信出版社。

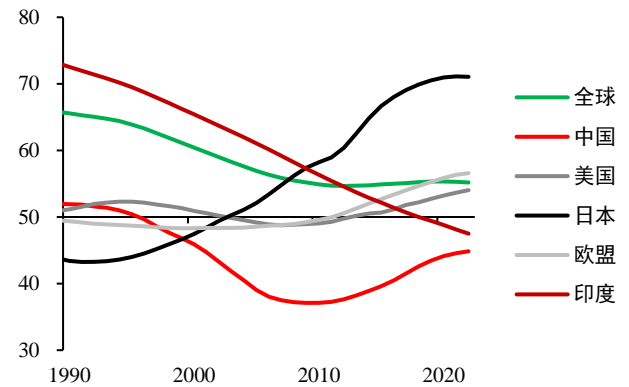
<sup>5</sup> 参见：殷剑锋，2023，成事在人：人口、金融与资本通论，社会科学文献出版社

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

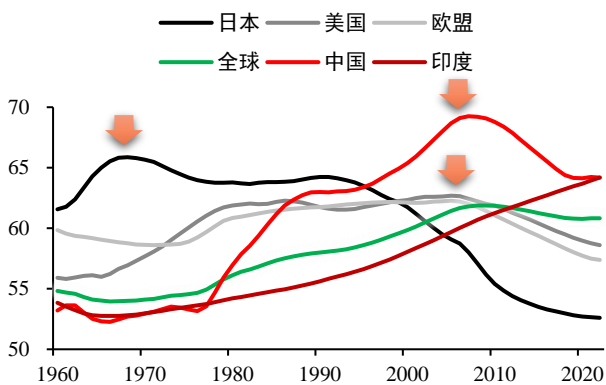
图 9：全球人口抚养比正在不断攀升 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

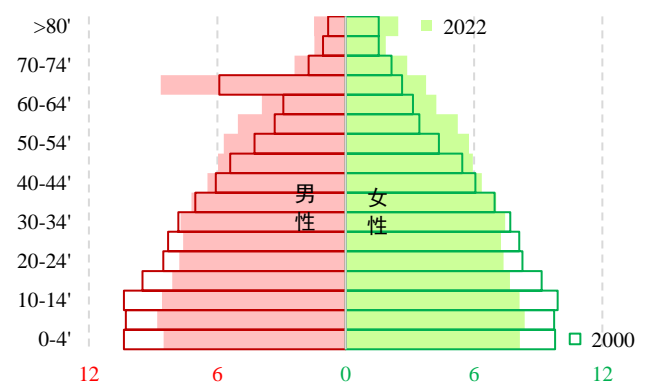
殷剑锋<sup>5</sup>研究表明，“政府信用是币值稳定的保障，而建立在政府信用基础之上的有效产权保护制度是私人部门愿意、能够扩张信用、积累资本的前提”。由政府信用支撑的金融逻辑链条都是解决问题的答案。

图 10：全球劳动力人口结构陆续“达峰” | 单位：%



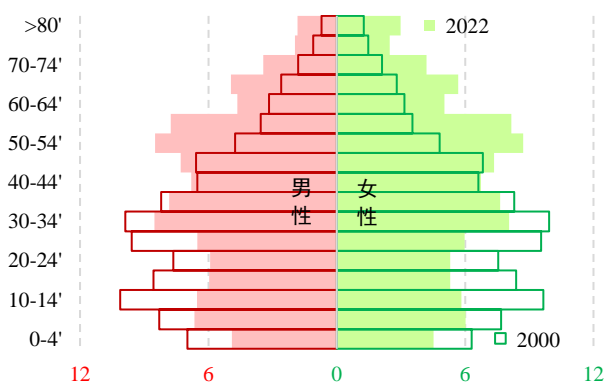
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 11：全球人口年龄逐渐老龄化 | 单位：%



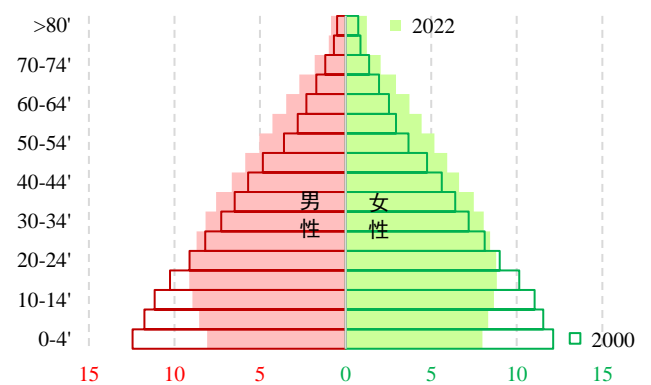
数据来源：FRED 华泰期货研究院

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：%



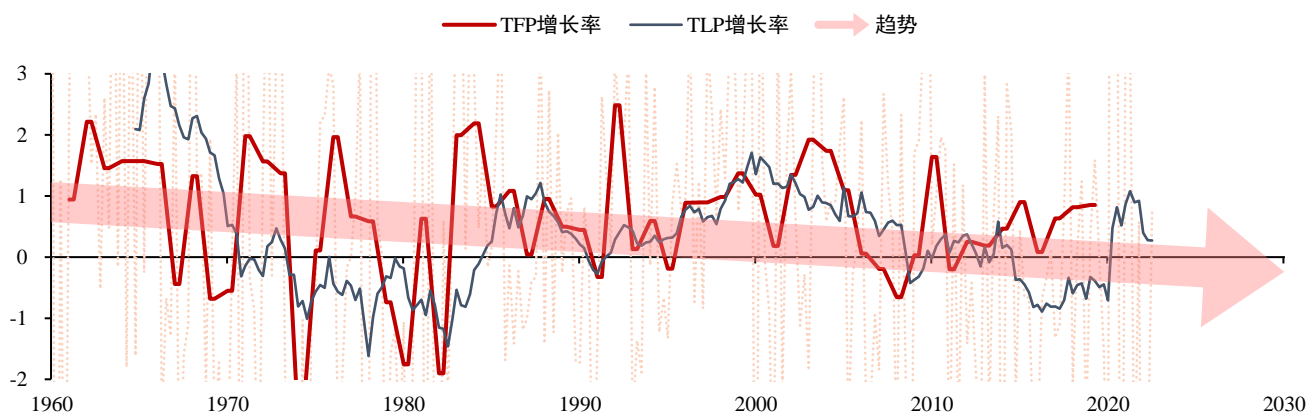
数据来源：FRED 华泰期货研究院

## 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

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<sup>6</sup>，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。

<sup>6</sup> 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。

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。

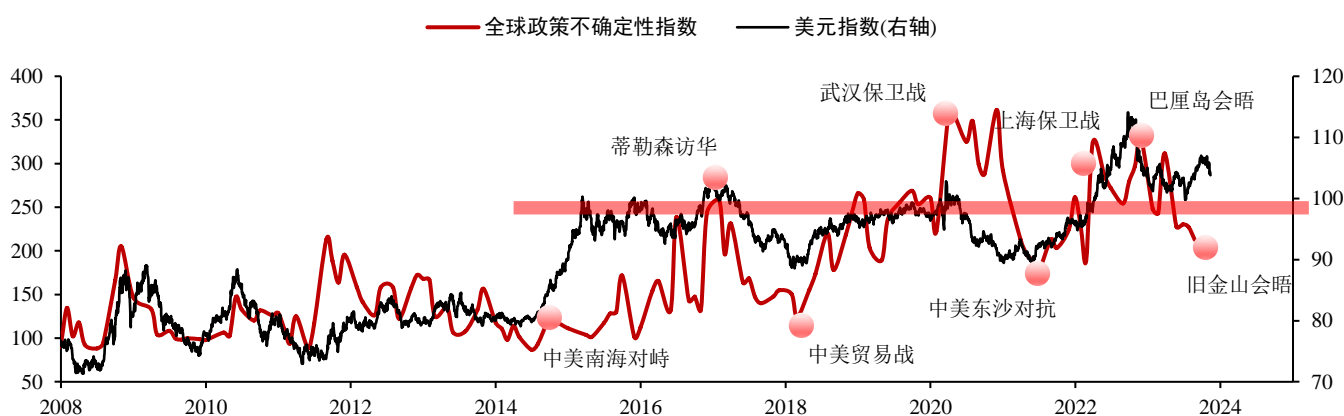
## 政府债务和基础设施投资

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。

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



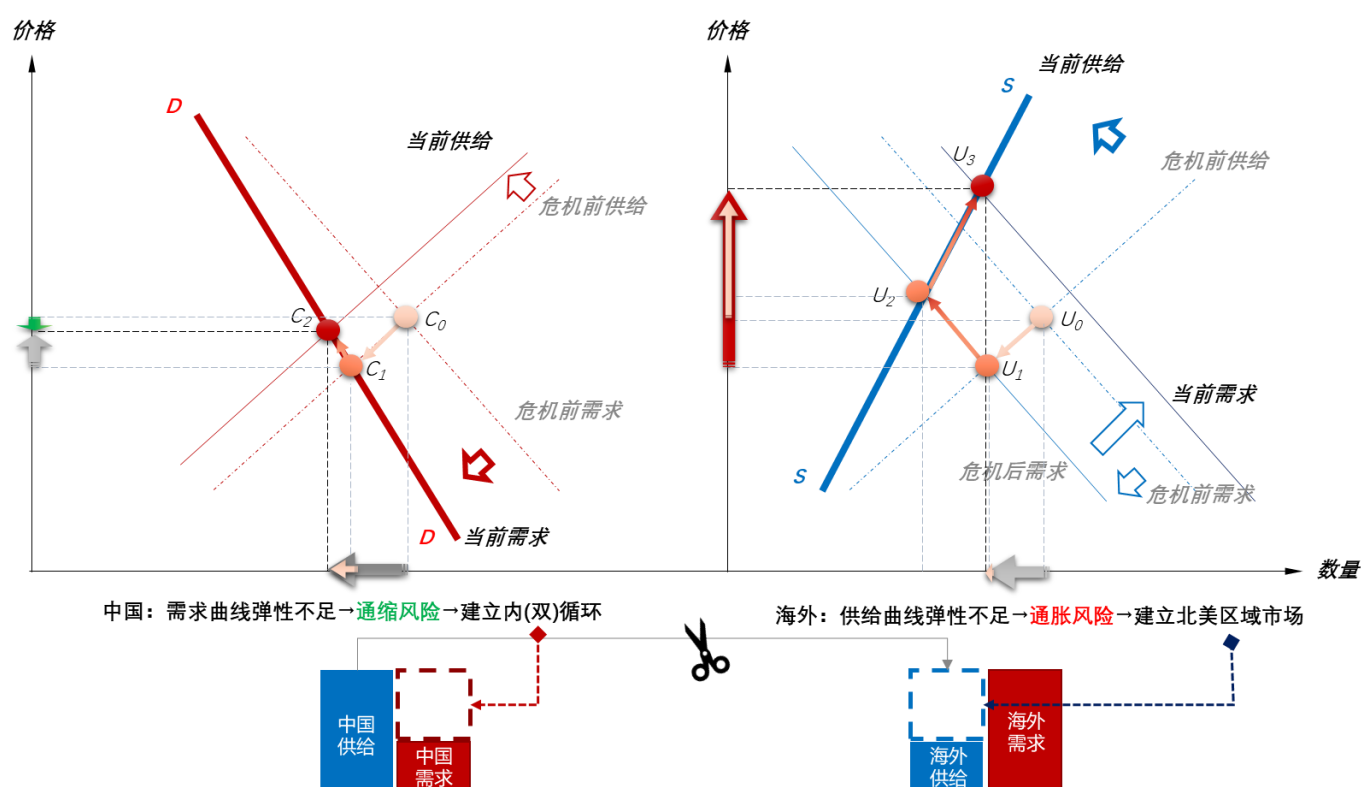
率上升，无论从增强实体部门信用的角度还是从推动技术进步的角度，将更大比例的转向相关新型基础设施的投入上。

## 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



## 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。

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：%

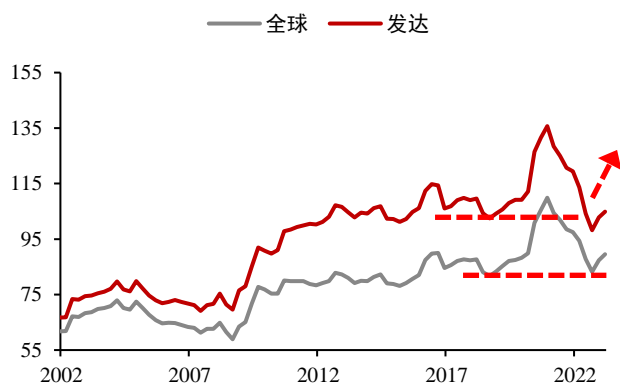
	债务减记				债务货币化		
	美国 1930-1932	日本 1990-2019	美国 '08.09-QE 前	西班牙 2008-2019	美国 1933-1937	英国 1947-1969	美国 QE 后-2019
名义 GDP 增速-政府债券收益率	-20.40%	-2.00%	-8.70%	-5.50%	6.30%	1.60%	0.30%
名义 GDP 增速	-17.00%	0.60%	-5.40%	-0.50%	9.20%	6.80%	3.50%
GDP 平减指数	-8%	-0.50%	2.00%	0.60%	2.00%	3.90%	1.40%
实际 GDP 增速	-9.00%	1.10%	-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

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

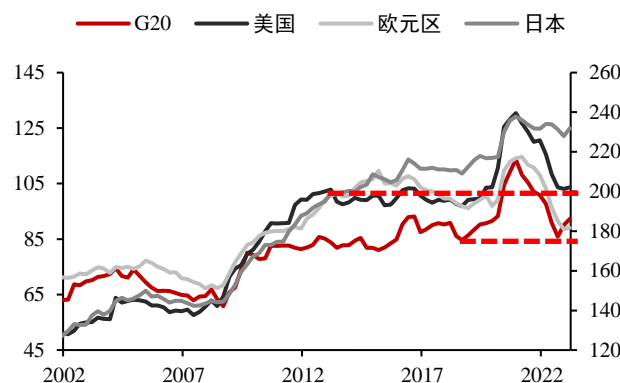
的抵押期限)，另一方面买入（货币化）更低质量和更长久期的债务。2023 年随着“化债”进入到攻坚阶段，为了防止转向“债务通缩”的陷阱，关注未来央行抵押品政策的调整和结构性货币政策工具的创设。2015 年 1 月 1 日新预算法实施，新增一般债券原则上允许地方政府按到期本金规模发行再融资债券，发行规模应小于到期债券本金规模；2018 年地方政府开始发行再融资债券。

图 17：全球经济体政府债务占比 | 单位：%GDP



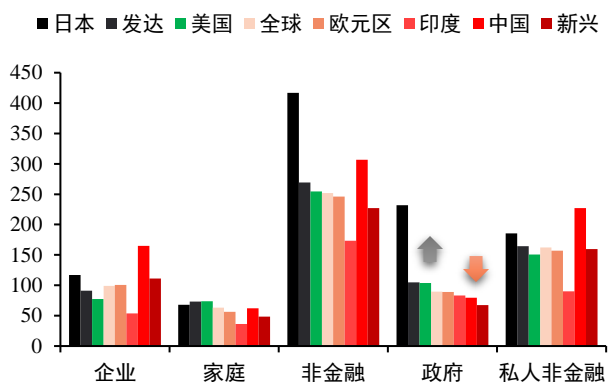
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 18：主要经济体政府债务占比 | 单位：%GDP



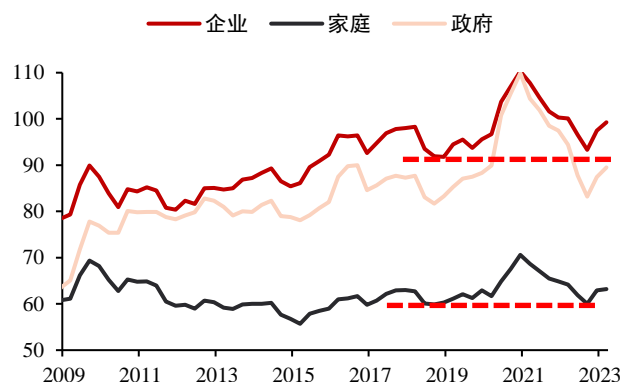
数据来源：BIS 华泰期货研究院

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。

## 名义价格上涨和产业分配

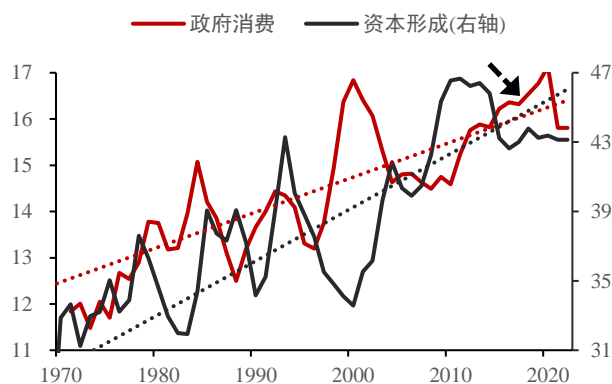
在很长一段时间内，通过政府支出的扩张支持经济增长的“中国模式”为经济赢得了扩张的空间（图 21）。但是随着中国人口达峰（2010 年），以及为弥补全球需求放缓对于国内总需求的冲击（2009 年），国内杠杆率虽然迅速上升，但是对于资本增量的带动随着时间的推移却快速回落。政府投入对于资本形成的带动力在逐渐减弱。

全球整体进入到了政府扩张的顺周期。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；

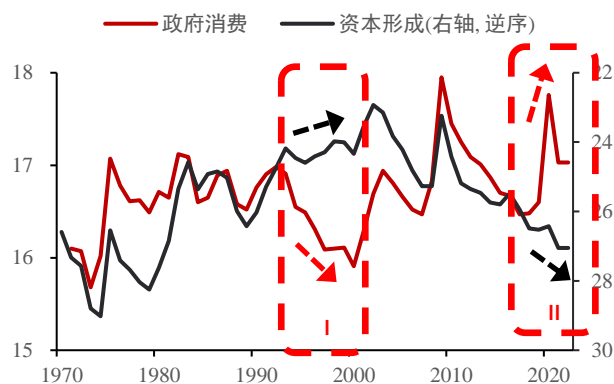
以及之于当下（II），在宏观经济资本形成继续扩张的状态下，政府消费却表现出强劲的扩张势头，表现出了和经济趋势一致的“顺周期”特征。这和上述我们的分析一致，即当全球经济主体进入到去杠杆的过程中，政府将承担经济扩张的主要角色。

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

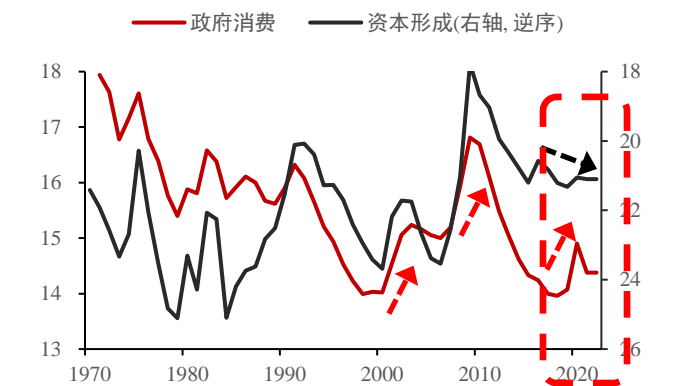
图 22：全球政府支出并非对冲投资不足 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

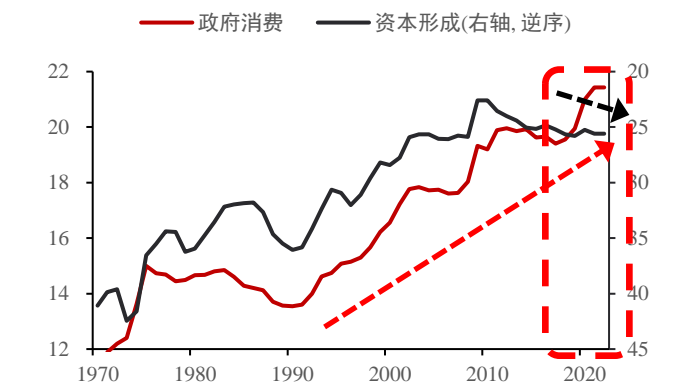
特别地，我们从主要经济体美国和日本 GDP 数据中也看到了这一行为特征（见图 23 和 24）。政府支出的扩张从教科书定义的“逆周期”转向了“顺周期”或叫做“跨周期”。货币政策司长邹澜 11 月表示：既满足经济发展需要，也坚决不能让老百姓的票子变“毛”。我们预计，未来货币政策将继续在总量适度的情况下发力新特点下的结构，即政策的关注点依然在于结构，在私人部门扩张乏力的状态下，宏观政策工具需要更好地发挥好应有的金融支持作用。

图 23：美国政府支出并非对冲投资不足 | 单位：%



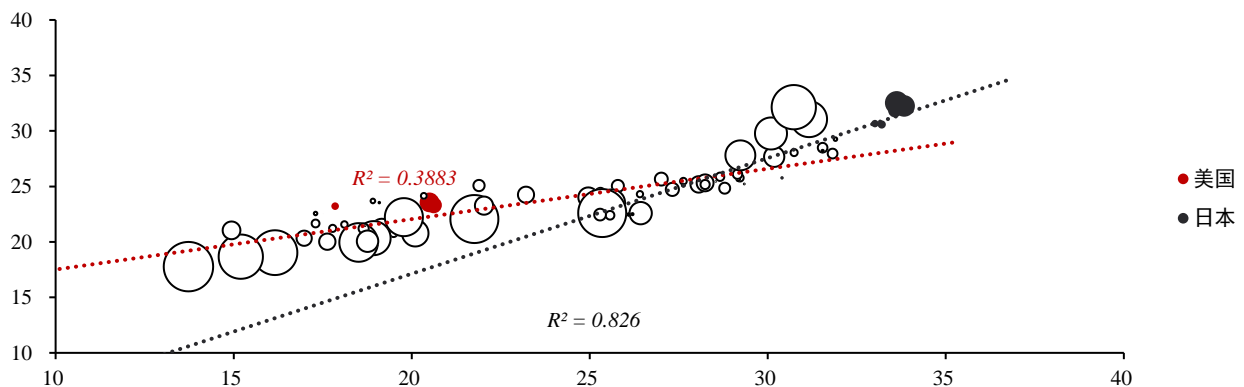
数据来源：iFind 华泰期货研究院

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

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：%

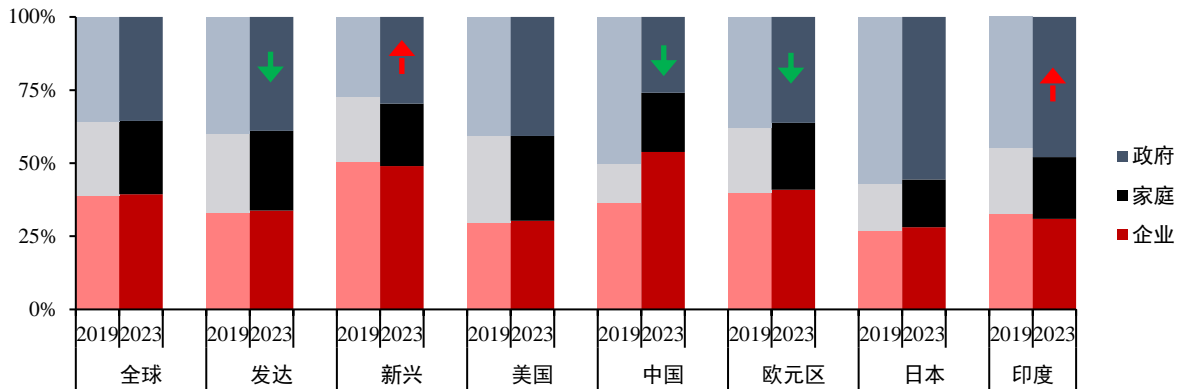


数据来源：iFind 华泰期货研究院

### 关注新能源领域扩张节奏

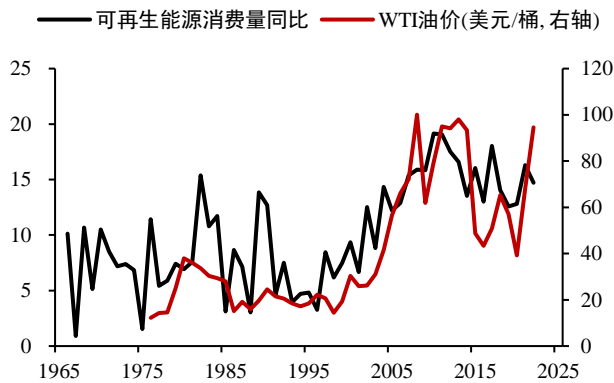
扩张的新兴市场债务结构中，以印度为代表的经济体政府债务扩张最为显著，但是以中国为代表的经济体在经历冲击风险之后，其中尤以企业部门的杠杆率扩张最为显著，而政府部门的扩张依然比较谨慎。在化债之后，关注政府资产负债表扩张和对新能源等相关政府扶持行业的机会。

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



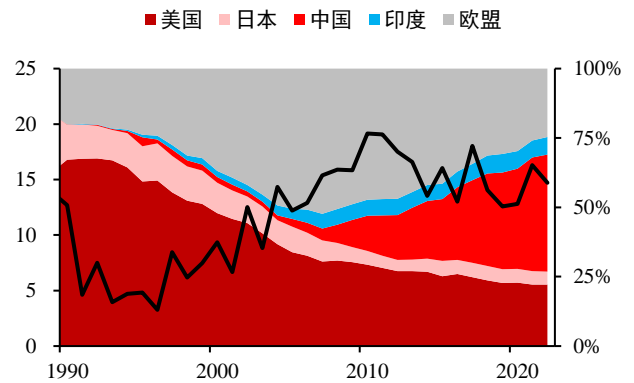
数据来源：BIS 华泰期货研究院

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。

回顾 2023 年，大类资产对于经济的周期定价出现分化（见图 29）。

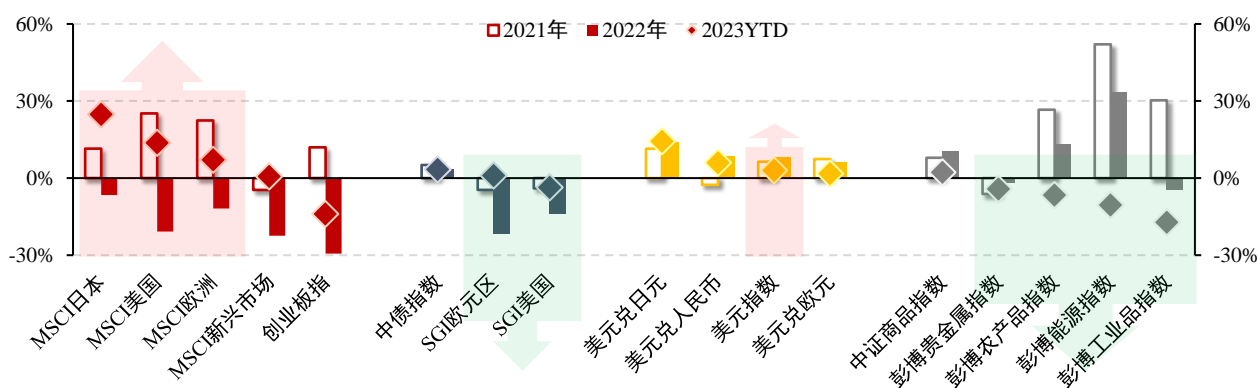
美元指数（黄色）：连续三年回升，主要货币兑美元调整，显示出全球流动性维持收紧。

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。

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。

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

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<sup>7</sup>，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）。

<sup>7</sup> 参见华泰期货报告《实际按兵不动，未来预期鹰派》



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。

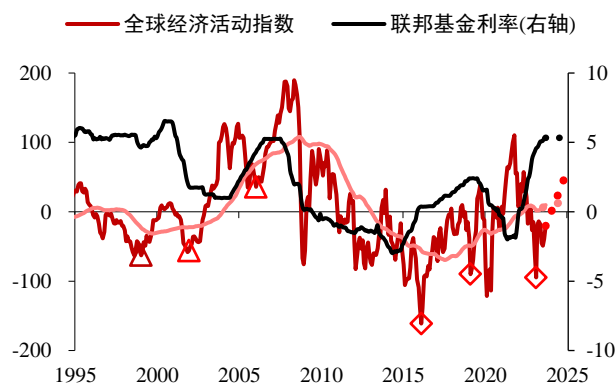
### 重构对 2024 年周期影响

展望 2024 年，关注全球宏观环境可能出现边际上的变化。

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）。

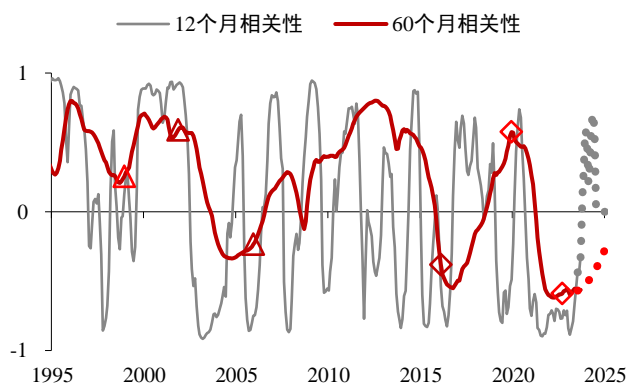
我们预计利率资产更值得期待，商品资产或面临需求放缓的压力，权益资产受限于盈利预期和货币条件的约束面临波动，关注美元指数三年牛市结束的可能性，对于明年中后期的商品资产和权益资产改善或提供指引。

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

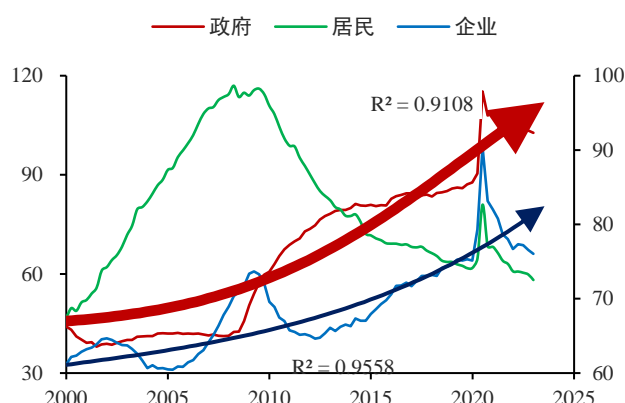
图 33：利率和经济的负相关性 | 单位：100%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

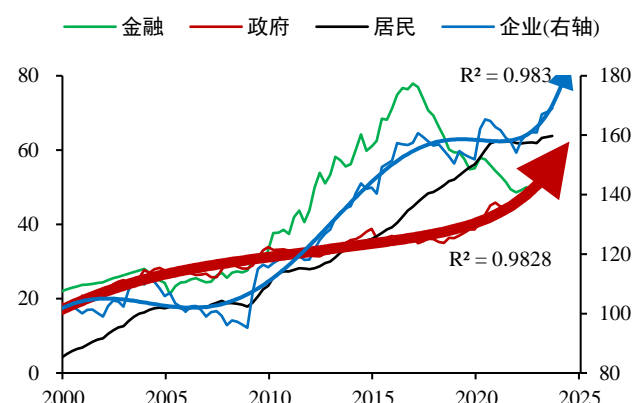


图 34：美国宏观部门杠杆率变化|单位：%GDP



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

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<sup>8</sup>。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%。

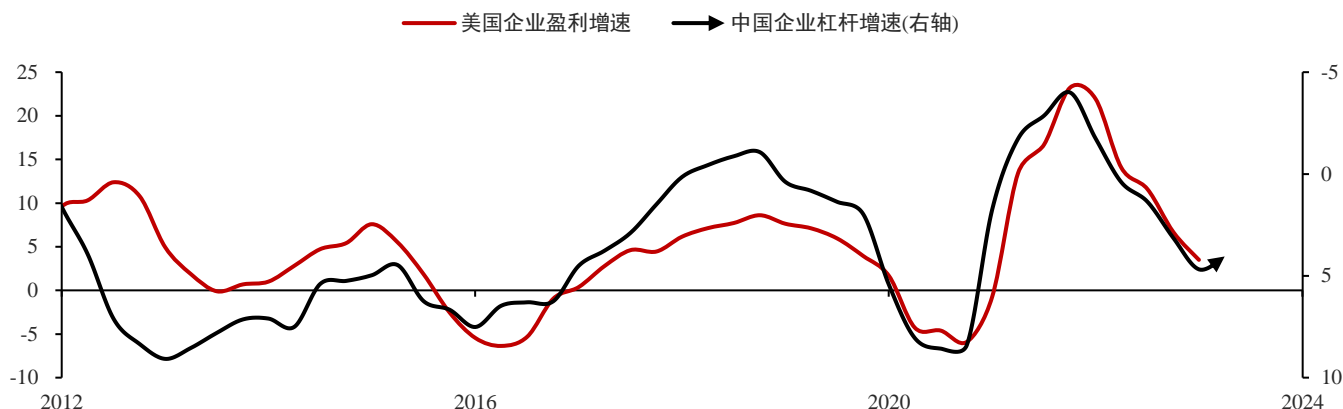
#### 2024 全球进入政治大年，缓和的风险驱动预期修复。

中美关系边际缓和。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。

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善将为地方政府债务提供一定的缓冲空间。

<sup>8</sup> 参见华泰期货报告《2023 年经济周期回顾与 2024 年展望》

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

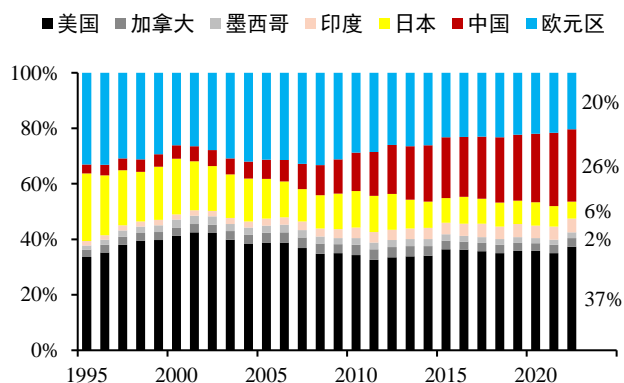


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

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）。

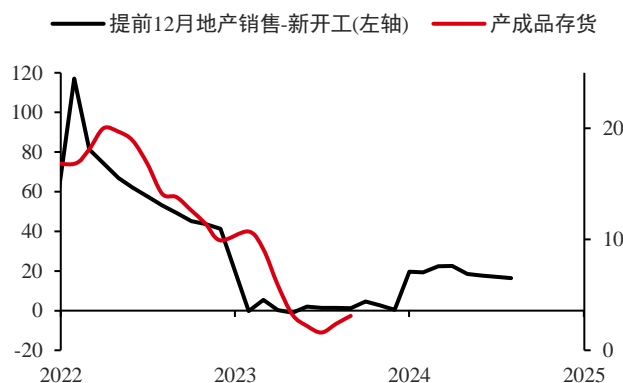
随着 2008 年以来的全球化退潮，资本扩张进一步放缓（见图 2，阶段 I 转向阶段 II）；全球产业链分工的压力产生“通胀”，信用扩张从私人部门转向财政部门。一方面，从美元信用的角度，2023 年美国债务上限再次解除（暂停），推动了美国财政扩张的枷锁撤下，提振美国政府消费扩张的空间。另一方面，从美元信用的背面——人民币的角度，2023 年中国财政预算赤字率从 3% 调升至 3.8%，在应对未来需求的回落压力的状态下，驱动预期也进入到修复阶段。

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

## 美国：经济“不着陆”，实际利率回升

经历了 2022 年以来的利率快速上行，截止 2023 年 11 月美联储的基准利率水平已经上升到了 5.25-5.50% 的高位“限制性”区间。在美国财政政策 2021 年以来驱动家庭部门消费扩张，2023 年以来驱动企业部门投资扩张的带动下，美国经济在 2023 年的“韧性”不断证伪着市场的“衰退”定价，整体表现出超预期的特征，实际利率水平已经上升到了“2%”的高位区间。

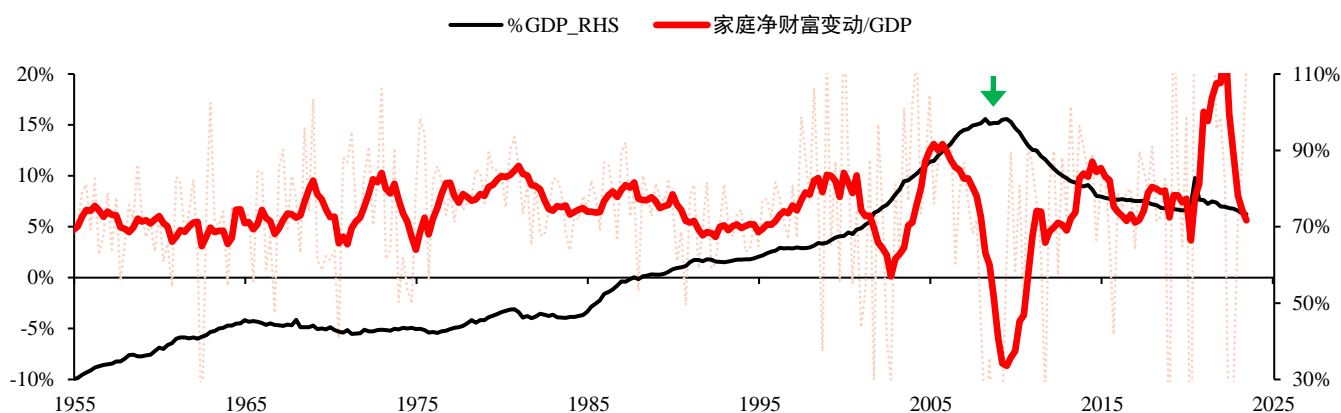
展望 2024 年，我们预计美国经济的“韧性”仍在。高利率环境下，尽管家庭部门的杠杆率仍将保持在低位，但是劳动力市场的韧性和工资分配的结构性扩张有利于保持消费增速的稳定。同时消费环境的改善和金融环境的相对宽松将支持 2024 年企业部门的生产和投资活动逐渐修复，美国景气指数将环比改善，支撑通胀水平维持在 3-3.5% 之上。随着周期的持续改善，经济周期将逐渐从上半年价格回落压力下的被动补库转向下半年的主动补库。尽管如此，在 2024 年美国大选的特殊政治环境下，金融市场的流动性环境依然是值得关注的风险点。

## 杠杆周期：焦点还在政府性扩张

2008 年的金融危机消耗了美国家庭部门的杠杆空间。2001 年至 2003 年美联储基准利率从 6.5% 的高位回落至 1%，也带动了美国信用的再扩张，主要受益经济部门在房地产。随着 04 年开始对美国房价的担忧逐渐加强，美联储开始加息，从 1% 持续加息至 2006 年的 5.25%。而这其中美国的总体杠杆率是没有下降的，只是加杠杆的斜率变平——高利率抑制了市场的脚步，但是并不能阻碍市场的疯狂。2008 年的次贷危机虽然从整体杠杆角度仅有小幅的回落——美联储通过提供创新融资工具、快速的降息以及非常规货币政策，再次将美国的杠杆增速拉回到了原有轨道上。但是从家庭的角度来看，我们认为

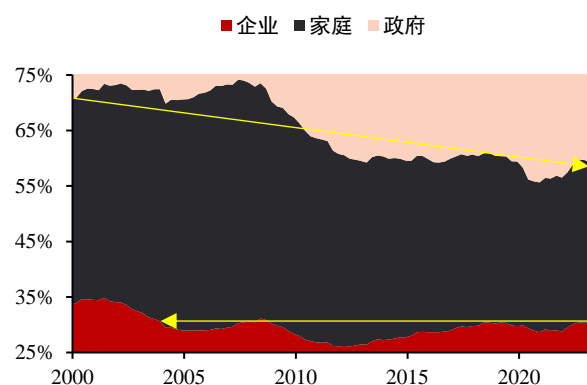
已经消耗了空间（图 41）。

图 41：尽管美国家庭净财富出现了显著的改善，也不能带动杠杆率走出回落状态 | 单位：%GDP



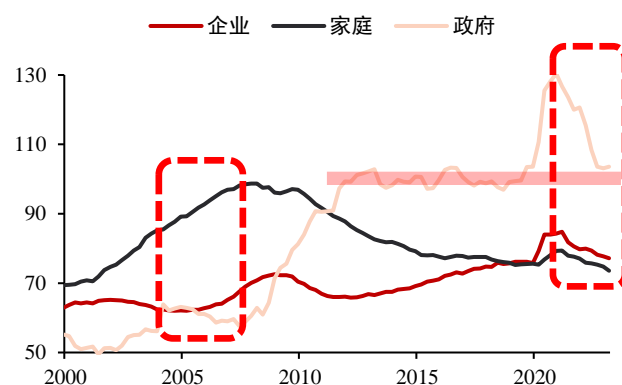
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 42：美国债务的宏观部门分布 | 单位：%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 43：美国宏观部门的额债务/GDP | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

企业部门的杠杆经历了三轮扩张，整体结构保持稳定，等待加杠杆的契机（图 42）。1950 年代以来，美国企业部门经历了三轮主要加杠杆过程——1982 年至 1987 年、2001 年至 2010 年，以及 2012 年至今。从货币政策的角度前两轮加杠杆都伴随着美联储的大幅降息——82 年美联储在逐步抑制住通胀（供给因素）的背景下开始放松货币政策，01 年美联储在互联网泡沫破灭（供给因素）后进行货币宽松——但是始于 2011 年的最新一轮杠杆扩张处在美联储货币政策收紧、监管加强的状态之下。

1) 1982 年。战后美国经济大幅增长，企业杠杆持续回升，截止 1963 年上升至 137%。但是其后的高赤字和通胀却引起市场担忧，黄金开始持续流出、美元和黄金的联系本位制受到质疑，企业杠杆出现大幅调整。随着 68 年黄金总库的崩溃和美元黄金的脱钩，缓解了黄金流出的压力。但是其后 70 年代的石油危机和货币危机抑制了企业的加杠杆

行为——直到 80 年代初沃克尔的强势政策重拾了美元信用，经济的复苏带来了企业重新加杠杆。

2) 2001 年。80 年代美国经济重拾升势，85 年广场协议的弱美元更是提振了市场信心，美股信心高涨，企业杠杆延续上升势头。但是这一切止步 80 年代后期的储贷危机，企业杠杆增长放缓，但是在美联储低利率刺激下并没有收缩。而当 01 年科网泡沫破裂后美联储更大幅宽松到来时，企业加杠杆的步伐终于再次开启。

3) 2011 年。08 年的次贷危机不仅刺破了房贷泡沫，而且令企业部门加杠杆过程因为经济的悲观预期而停止。这种转折发生在 15 年底或 16 年初一季度，企业部门杠杆率首次超过 08 年调整以来高点，并在 2021 年创下了新高。

观察美国经济的走势可以发现，企业库存投资收缩、企业盈利水平放缓的状态自 2016 年开始已明显改善——企业（尤其是金融企业）利润环比开始回升，同时伴随着前瞻指数的超预期好转，劳动力市场紧张状态下进一步吸引劳动力加入。未来若消费情况好转传递至企业补库存加速，则杠杆的再次回升依然可以预期（虽然整体不低）。

**政府部门已经从逆周期的调节进入到顺周期的主动扩张（图 23）。**作为逆周期调节的主力，自凯恩斯经济学流行以来，政府部门就充当经济下行的缓冲。根据 BIS 数据，1950 年以来，美国经历了两轮主要的政府加杠杆周期：80 年里根经济学政府扩大财政支出，带来经济的新繁荣；2001 年后为应对科网泡沫破裂财政继续发力，而 07 年的金融危机使得财政重新加码，而且从力度来看，为应对金融危机后私人部门的去杠杆，07 年的政府加杠杆程度空前——截止 2023 年政府杠杆达到 103.6%，较 07 年低点 57%、01 年低点 49%、81 年低点 32% 出现显著抬升；较 20 年高点 130.4% 虽有回落，但仍处在 2000 年以来的扩张轨道上（图 43）。

如此强劲的加杠杆，和居民部门杠杆（地产杠杆、消费谨慎等）的湮灭以及政府定位的转变不无关系。01 年科网泡沫破灭后美联储的低利率吹起了地产市场的再繁荣，我们注意到随着这种繁荣，居民部门的杠杆斜率呈现陡峭化，而 04 年美联储开始的加息也仅仅是小幅平缓了这种斜率，并没有改变这种趋势。真正将居民部门杠杆扭转至历史增速曲线是，08 年危机引发的泡沫破裂，可谓实现了降杠杆——将杠杆增速调整至了曲线之上。

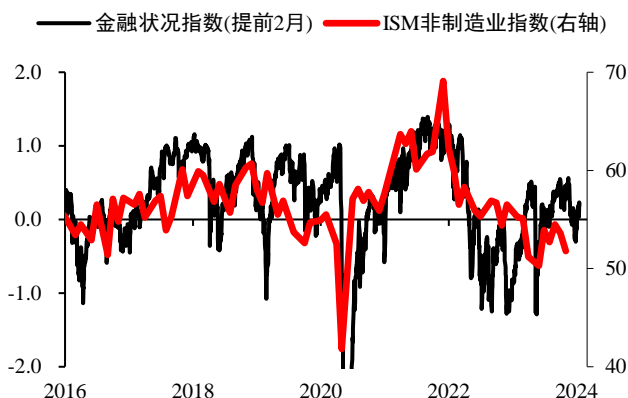
### 经济周期：从被动转向主动补库

**美国金融条件维持相对宽松。**尽管美联储将名义联邦基金利率维持在 5.25-5.50%、实际联邦基金利率维持在 2.0% 左右的高位，但是在资本市场相对充裕的流动性环境延续的情况下（图 46：目前财政 TGA 账户的补充接近中性水平，后期关注超额流动性的持续

消耗情况)，整体金融条件仍维持在相对宽松的状态中（图 45）。主要经济景气指数也保持在环比扩张的状态之中（图 44：11 月 ISM 非制造业指数虽有走低，但仍保持在 52.7 的强劲扩张状态之中）。

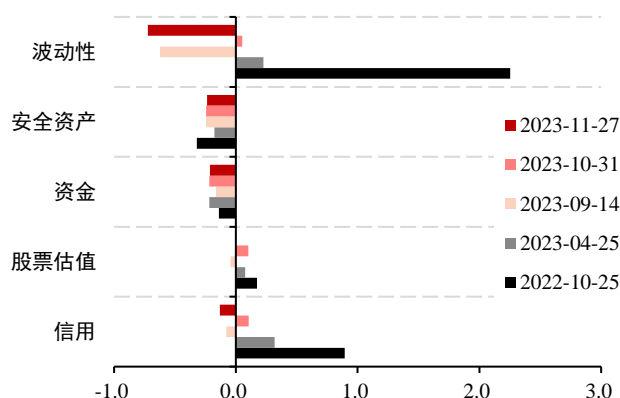
预计 2024 年随着高利率的货币状态延续，叠加市场超额流动性水平的回落，整体金融条件将保持中性略偏紧的状态。随着 2024 年的金融环境没有 2023 年如此充裕流动性背景，限制性利率对于实体经济活动的影响将逐渐增加，经济数据的波动将提升市场的敏感神经，令市场的波动性趋向于逐步回升。

图 44：金融状况维持在中性区间 | 单位：指数点



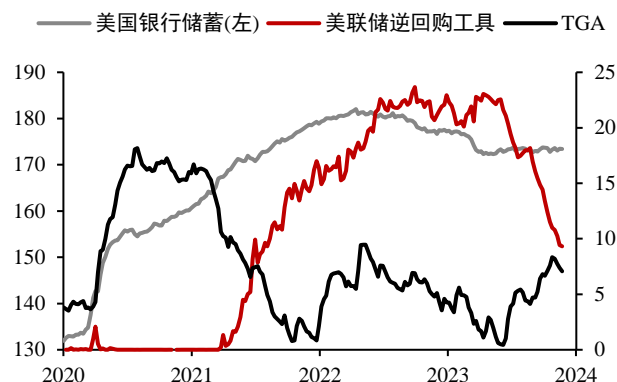
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 45：加息暂停后分项指数显著改善 | 单位：指数点



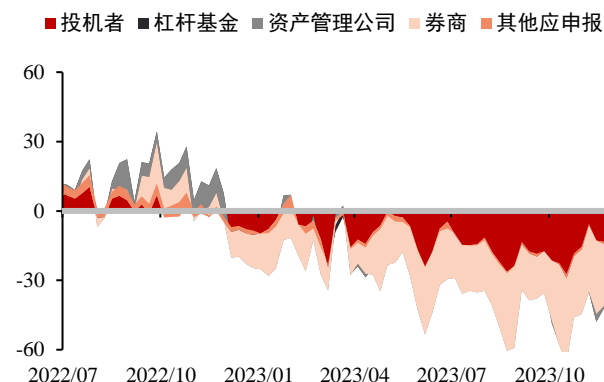
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 46：美联储逆回购用量降低 | 单位：千亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 47：联邦基金利率期货空头持仓见顶 | 单位：万手



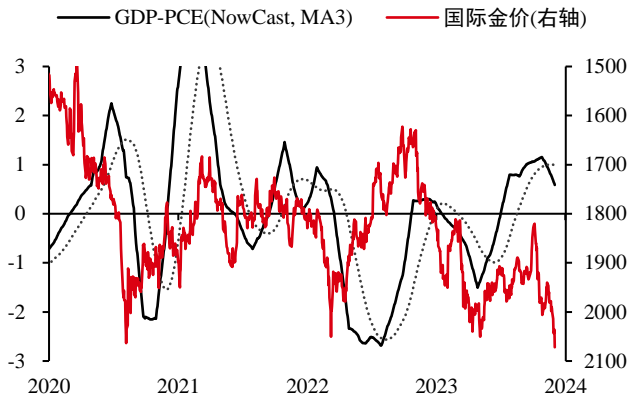
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

预计 2024 年在中性金融条件下美国经济环比维持“韧性”。美联储 NowCast 模型显示，GDP Nowcasting 和 PCE Nowcasting 拟合的“实际利率”指标自 2022 年三季度以来持续回升，2023 年四季度虽面临一定的调整压力，仍处在“正值”区间。这点从跟踪美国周度经



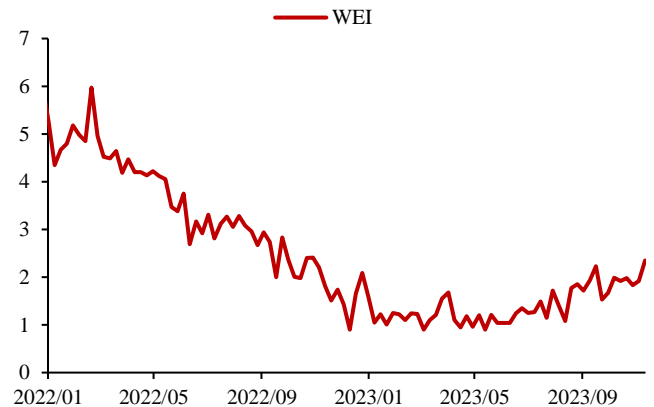
济活动的高频 WEI 指标也得到印证，自 2023 年年初以来虽然美联储基准利率维持在相对高位，导致经济活动动能受到限制，但是经济持续处在环比改善的状态之中。

图 48：同步指标中枢上移 | 单位：%，美元/盎司



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

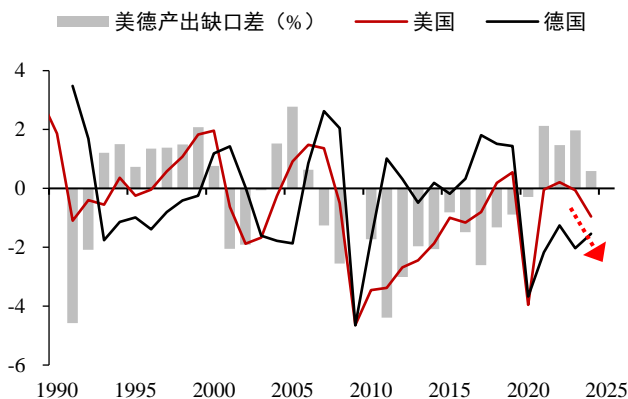
图 49：高频经济活动显示经济环比改善 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

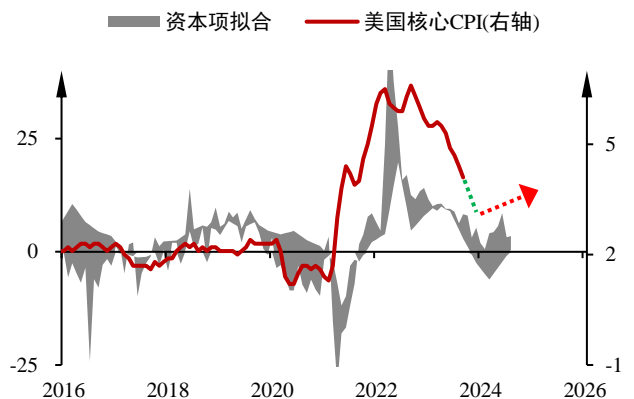
预计 2024 年美国通胀表现出“前低后高”特征。一方面，随着 2023 年上半年财政驱动的投资快速扩张，带来美国经济表现超预期的同时，也改善了 2024 年开始的美国潜在产出缺口（由正转负，价格压力降低）。另一方面，随着 2018 年以来政府主导的投资驱动型经济增长模式对经济的拉动，预计将有利于提升美国的潜在经济增速，投资驱动型的经济模型下美国核心通胀预计保持相当韧性，2024 年或将保持在 3% 以上。

图 50：美国产出缺口回落降低通胀压力 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 51：投资驱动产出，核心通胀后期稳定 | 单位：%

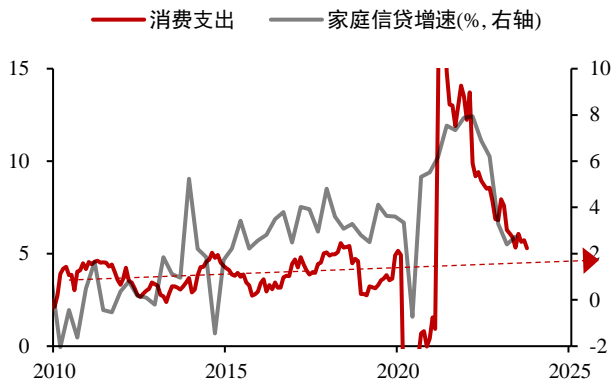


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

预计 2024 年美国消费者信心继续改善，消费支出增速回到 4.5% 的正常状态。虽然核心通胀中枢相比较过去十年有所回升，但是随着名义高通胀压力的逐渐缓和，市场的通胀预期趋于改善（十月通胀超预期指数已经转入负值）。通胀预期的改善，叠加劳动力市场保持相对“韧性”状态，我们预计高利率之下 2024 年美国整体消费仍将维持韧性，去除掉基数效应影响之后将回到 2020 年之前的增长状态。

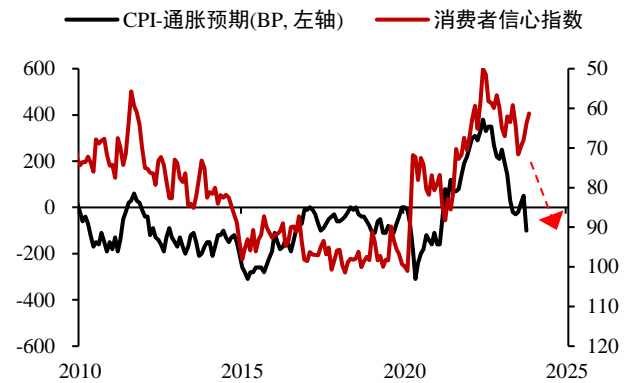


图 52：高利率下消费支出回归中性 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 53：通胀预期回落改善消费环境 | 单位：BP，%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

收益率曲线倒挂增加市场“衰退”定价。从 2021 年开始，随着美联储货币政策逐渐趋向于正常化（加息+QT），美债收益率曲线的扁平化逐渐成为市场关注的热点。“控通胀”的政治要求下，美联储持续的收紧货币政策驱动短端收益率的抬升；以及由于高收益率增加了市场金融条件的收紧、经济扩张压力的担忧，长端收益率持续回落推动收益率曲线扁平化。

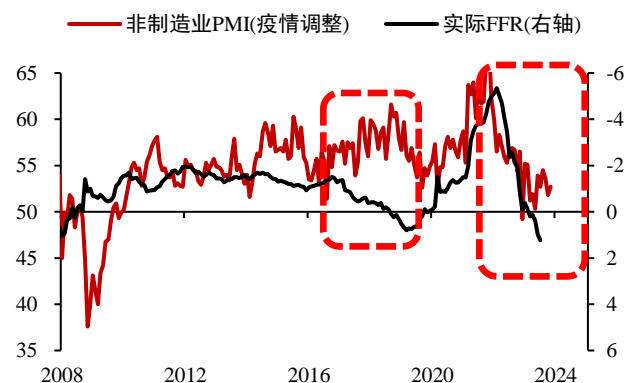
2023 年需求持续放缓但未衰退，关注临界点前政策的对冲。“金融是经济的核心”，定价曲线的倒挂反馈的是经济实体对于长期经济扩张信心的缺乏——相对短端高流动性溢价，市场无法给出长端更高的风险溢价。2024 年需要关注的是带动收益率曲线预期改善的政策力量，是否有类似于 2023 年一季度一样的触发点增加政策的扩张力度。

图 54：黄金价格显示周期逐渐改善 | 单位：%



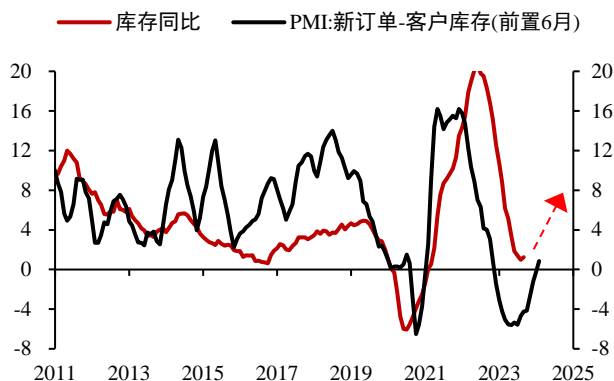
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 55：实际利率走强下经济韧性 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 56：景气指数预示美国临近补库周期 | 单位：%



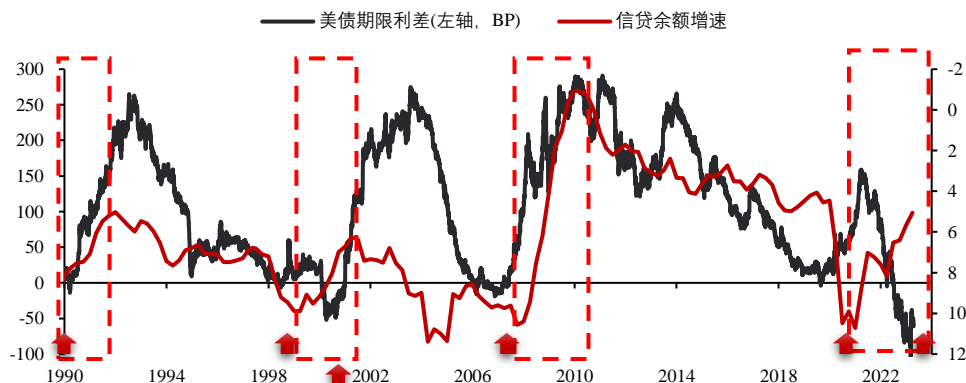
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 57：政策空间将决定补库存的强度 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 58：美债收益率曲线倒挂和信贷增速的回落 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 流动性：QT 结束，但流动性中性

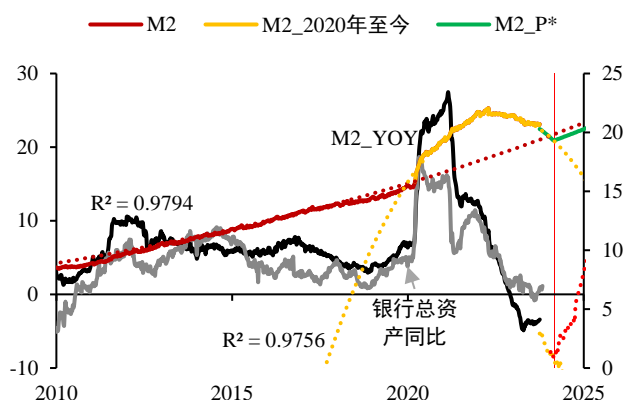
美联储加息“暂停”和货币不再紧缩。美联储 2023 年下半年以来加息节奏的持续放缓，即使美国不断上修经济增长的表现（三季度 GDP 环比折年率增速从 4.9%提高到 5.2%），也阻止不了市场继续不断提前的“降息”交易——美股接近新高、黄金接近新高，其背后是经济的金融条件继续表现出宽松的特征。

展望 2024 年，我们预计美联储货币政策上半年将从今年的“收紧”转向“不再收紧”，随着下半年经济预期的可能改善，存在继续转向“不再宽松”的可能。2024 年上半年美国 M2 的回落节奏预计将放缓，资产负债表政策结束当前的 QT 紧缩政策而进入到观望状态。鲍威尔在 12 月初的演讲稿中明确指出，当前美联储的紧缩行动已经让政策利率“深入”

(well into) 限制性区域。未来的宏观交易将在经济数据和金融市场的波动中持续测试美联储政策的行动预期。在政策预期切换的过程中，关注市场波动的增加，宏观交易的机会预计将在“不再收紧”到“不再宽松”之间产生。

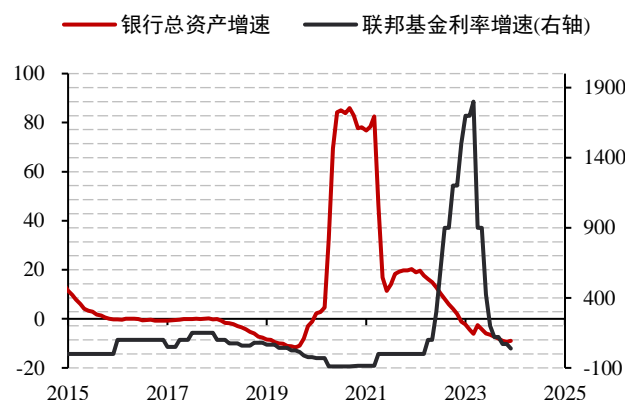
在美国价格条件 2024 年上半年继续放缓（从高通胀回到中性通胀）的状态下，预计市场在上半年将增加对美国经济衰退的交易。随着年中价格的企稳，以及温和的金融条件将改善市场的预期，预计 2024 年年中美国货币增速将逐渐修复（结束疫情期间快速扩表和缩表，回到疫情前的指数增长过程）。一方面，对于美国而言，正如美联储在 10 月的金融稳定报告中指出的，3 月份美国爆发银行业危机过后，虽然部分银行继续面临资金压力，美国银行业的存款流量已趋于稳定。另一方面，当前新兴市场也表现出韧性，IMF 在其 2023 年的全球金融稳定性评估报告中指出三个原因：一是因为基础资源成为了疫情和战争的受益者，二是部分国家发生的债务危机在 2023 年已经得到了较好的解决，相当于风险已经释放，三是资本从中国市场撤出，给新兴市场带来了资本机会。

图 59：M2 将回到原有趋势 | 单位：%，万亿美元



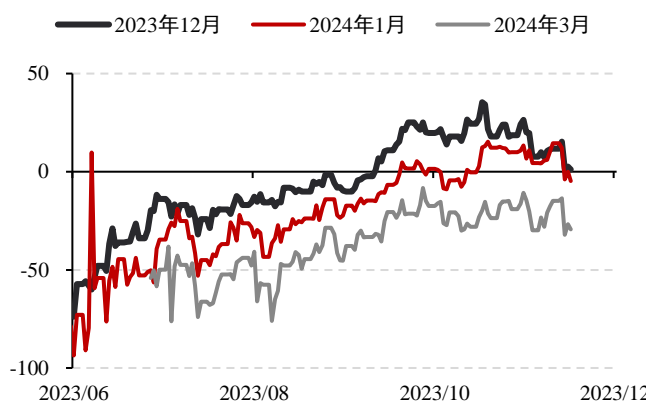
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 60：资产负债表与利率增速对比 | 单位：%YOY



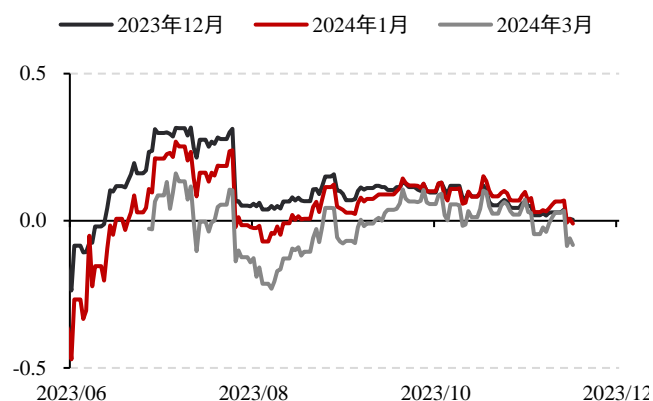
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 61：衍生品市场隐含加息概率回落 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 62：衍生品市场隐含利率降息预期 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 政策预期：高利率或将延续更久

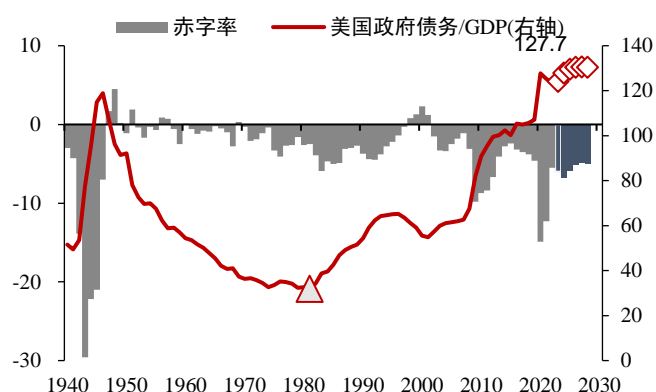
从美国的角度来看，美元周期的背后是美国的财政因素。在 2020 年疫情大流行的影响下，美国政府通过大幅加杠杆的方式（政府加杠杆抵消实体去杠杆的影响）稳定经济总需求，政府债务率迅速超过 1940 年代的水平，达到 128%（图 63）。当前美国政府债务规模已经达到 31.4 万亿美元，根据白宫管理和预算办公室（OMB）的预估，未来债务仍将保持在高位。

展望 2024 年，我们预计不管政治博弈如何，美国政府都很难退出高债务政策。一方面，从平衡资产负债表的角度而言，在美国私人部门缺乏加杠杆意愿（图 41）的背景下，作为逆周期的宏观政策需要持续发力。

另一方面，从驱动技术生产力的角度而言，美国杠杆周期自 2016 年已经发生转变（图 23）——从私人部门加杠杆转向官方部门加杠杆——意味着宏观政策不仅仅承担着为平衡宏观总需求的逆周期职能，更转向了跨周期的顺周期政策。我们预计短期内技术还未达到大范围的扩散条件，未来美国财政将继续保持着净增量的扩张，美债的再融资需求或将持续保持在相对高位。

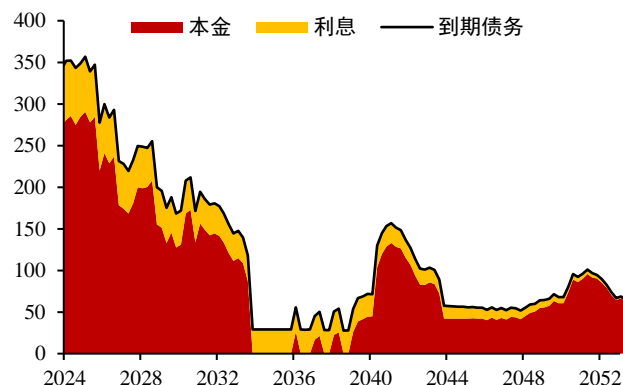
财政政策的扩张对于美联储紧缩性的货币政策带来挑战，我们预计 2024 年在美国宏观周期从被动补库存转向主动加库存的过程中，价格条件的继续回落虽然会增加上半年市场的“降息交易”空间，但下半年随着核心通胀的趋稳，以及库存周期的逐渐趋向回升，实际利率阶段性调整之后或将重拾上行动能。

图 63：美国财政赤字率和政府债务比重 | 单位：%\_左，%GDP\_右



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 64：美国政府未来季度到期债务规模 | 单位：十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

长期来看，美国宏观政策的转变（一大战略+三大法案）将驱动行业的结构性扩张，关注脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造等领域的投资扩张。

（一）一大战略。2022 年 10 月 7 日白宫发布《先进制造业国家战略》，对美国先进制造的愿景与目标进行新的顶层规划，提出美国仍是先进技术的领导者，但在一些高科技制造领域的生产能力以及就业吸纳能力急剧下降，突出强调为美国制造业注入新活力的重要性及构建制造业供应链弹性的紧迫性。《战略》明确了开发和实施先进制造技术、壮大先进制造业劳动力队伍、提升制造业供应链弹性的三大战略目标，把先进制造技术的研发和应用作为首要任务，重点发展脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造五大先进制造业领域。

（二）三大法案。2022 年 8 月 16 日拜登签署了总价值 7400 亿美元的《通胀削减法案》，该法案提出将 3690 亿美元投资于气候变化和新能源项目，旨在通过引导美国在未来十年内向能源安全和气候变化领域投资，发展在岸绿色工业生产和刺激绿色消费，支持和保护本土制造业，扶持新能源汽车等新兴产业。2022 年 8 月 9 日拜登签署授权资金总额高达约 2800 亿美元的《芯片与科学法案》，旨在向美国本土芯片产业提供巨额补贴和减税优惠，同时向尖端科研领域提供资金支持。法案分为 2022 年芯片法案、研发与创新法案、美国最高法院安全资金法案，A、B、C 三部分。其中，A 部分总拨款为 542 亿美元，其中 527 亿美元用于支持半导体（芯片）建设；B 部分总拨款为 1699 亿美元，与制造业相关拨款近 1000 亿美元。2021 年 11 月拜登签署《基础设施投资和就业法案》，将重振本土制造业视为重要任务。法案要求在联邦资助的基础设施项目中使用美国制造的材料和产品。2022 年 11 月白宫发布法案实施一年成果清单，称已投入超过 1850 亿美元资金，启动 6900 多个具体项目，覆盖全部 50 个州、特区和地区的 4000 多个社区。

相应的，美国货币政策自 2020 年开始也发生了框架转变——转向平均通胀，背后是财政作为顺周期政策进行的财政货币化，预计美联储 QE 将呈现出常态化特征，在 2024 年结束 QT 之后关注 2025-2026 年库存周期回升末端再次重启的可能。

## 中国：预期下的博弈，名义预期改善

回顾 2023 年的中国经济，4 月份的政治局会议对经济给出了较好的概述：开局良好但动力不足<sup>9</sup>。尽管整体上的宏观政策仍将保持相对偏积极，但是在“新的阻力”下结构性宏观政策仍将阶段性强于总量性货币政策。从外部环境来看，“新的阻力”转变需要美联储给出信号，这个信号在下半年美联储“加息暂停”后得到了信号的确认——从而迎来了 10 月

---

<sup>9</sup> 参见华泰期货报告《总量中性，结构亮点》

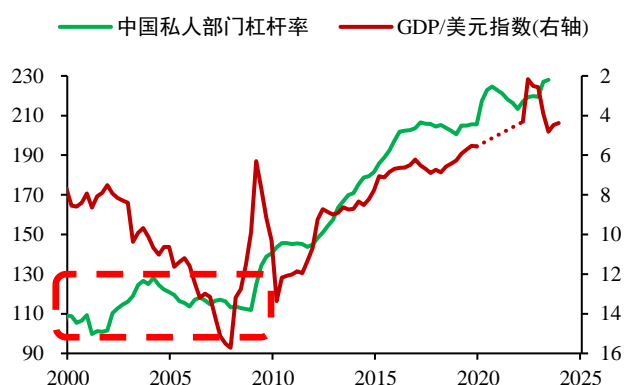
份在非常规的议事日历上，中国调高了财政预算赤字率（从 3.0% 提高到了 3.8%）。政策的发动机开始旋转<sup>10</sup>，在外部流动性收缩节奏呈现阶段性缓和的状态<sup>11</sup>，也为国内政策对冲提供了空间。

展望 2024 年，国内经济周期预计逐渐走出“底部”的悲观，但是向上的弹性依然会取决于财政政策的发力空间。随着地方化债进入到实质性进程，也意味着 2024 年与其博弈向上的增量，不如降低向下的减量，宏观交易仍处在预期修复的状态之中。从量上来看，建议关注 3 月两会上财政政策的增量规模；从结构上来看，关注财政体制改革的向前推进，而后者对于 2024 年稳定经济的扩张预期可能更重要。

### 杠杆周期：展望杠杆的扩张

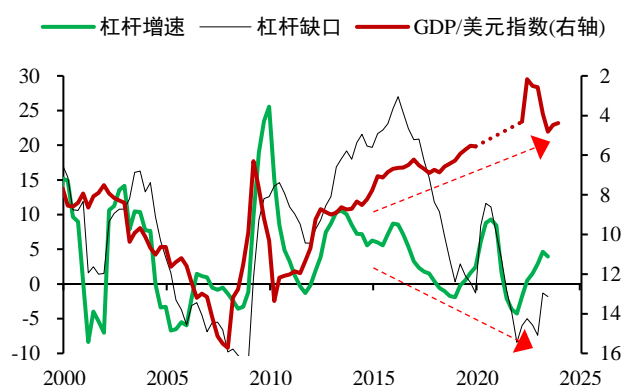
经济从高速增长转向高质量增长，宏观杠杆率持续回升。二十一世纪中国杠杆周期可分为两个阶段——从 2000 年至 2008 年，整体杠杆率保持稳定，宏观杠杆率在 110% 附近波动。但是 2008 年以后，国内宏观杠杆率进入到了快速扩张的过程。从资产端来看，是国内实际收益率的持续回落，以扣除美元流动性的实际 GDP 增速来衡量（图 65），自 2010 年的高点 13.37 持续向南回落至 2022 年第三季度的 2.51。从负债端来看，是 2009 年以后大规模的投资重启，在稳定宏观总需求的同时，总体杠杆水平在人民币资产收益率持续回落过程中出现抬升，从 2008 年的不到 112%，逐步增长至 2023 年的 228%，杠杆率水平翻倍。

图 65：中国实体杠杆率和经济增长 | 单位：%YOY



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

图 66：中国实体杠杆增速和经济增长 | 单位：%YOY



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

<sup>10</sup> 参见华泰期货报告《资产端扩张的信号开启》

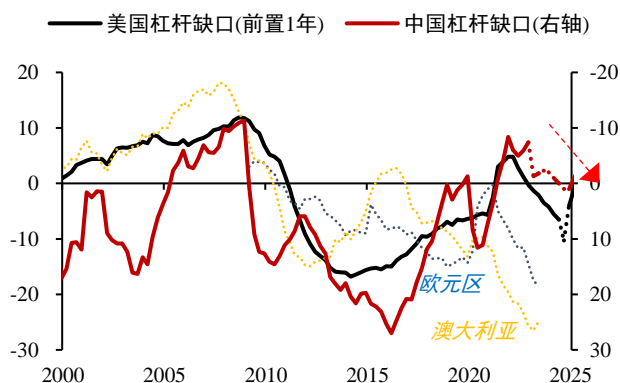
<sup>11</sup> 参见华泰期货报告《预计 11 月按兵不动，“买入波动率”》



杠杆高位但增速放缓，控杠杆带来的需求压力，关注 2024 年宏观政策的对冲。对于宏观杠杆率增速与经济增长预期脱钩，宏观预期预计逐渐改善。对于中国宏观杠杆率，令人担忧的不是杠杆的绝对规模，而是杠杆的增加速度。在经济增速放缓的背景下，这种陡峭化的增速容易增加社会的忧虑，在 2016 年供给侧改革之前这种风险表现地比较突出。随着供给侧结构性改革的持续推动，从最开始的“三去一降一补”进入到了“要素市场改革”的供给侧推动上来，在国内人口达峰、国际需求放缓共同驱动的经济放缓过程中，中国经济的宏观杠杆增速逐渐趋于回落（图 66）。展望 2024 年，随着“化解存量，严控增量”的一揽子化债政策实施，在拉长存量久期的同时，整体债务增速将继续放缓。

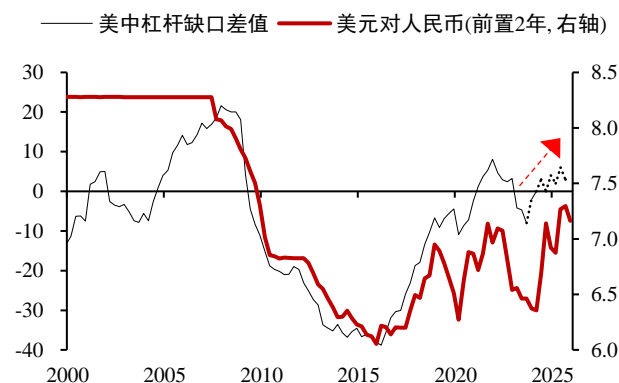
从外部视角来看，美国需求在 2023 年的持续放缓增加国内 2024 年杠杆填补的需求。根据 BIS 最新发布的信贷/GDP 缺口指标来看，截止 2023 年二季度国内的缺口已经持续九个季度转负，除了 2008 年受到金融危机冲击外，负缺口并不常见。在中美博弈进入到战略相持阶段，中美之间的经济相关性预计将有所改善，这两年美国加息降杠杆创造的需求回落空间将增加国内需求的对冲必要性，而另一方面人民币贬值提供的货币条件改善也将有利于相关性回升带来的出口改善（图 68）。

图 67：中美杠杆缺口对比 | 单位：%YOY



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 68：人民币和中美杠杆缺口差 | 单位：%YOY



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

### 经济周期：价格预期的改善

拉长周期看，中国经济处在由高速增长向中高速增长转型的过程之中。随着 2010 年中国劳动力占比见顶，2022 年人口增速拐点（出生人口跌破一千万，总人口净减少），总需求放缓带来的潜在经济增速进入到寻找新中枢的过程之中。

短期来看，中国经济同时面临的是周期性回落过程中的总供需平衡问题。经历了三年疫情对实体经济部门资产负债表的影响，以及经济结构调整过程中房地产经济放缓、海外

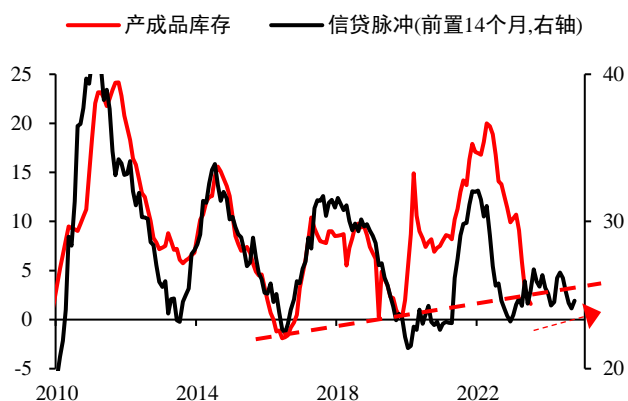


快速加息带来的出口需求减弱带来的经济周期性向下压力，中国经济运行一方面需要的是上述逆风因素的缓和（2022 年 11 月优化防疫政策，2023 年持续出台稳定房地产的优化政策），另一方面需要在私人部门动力不足的情况下，政府部门充当顺风因素的提供者（承担经济最后支出者的角色）。

10 月财政预算赤字率的调升打开了中国的宏观赤字空间，实体情绪将逐渐修复。10 月底中央金融工作会议打开了金融战备的大门，从化解债务问题和防风险角度开启了金融强国之路。一方面，货币政策保持稳健；另一方面，财政政策的重要性上升。在非常规的议事日历上，中国政府 10 月调高了财政预算赤字率——从 3.0%提高到了 3.8%。这一方面反映了实体经济信心不足对于经济下行的压力到了不得不出手扭转的阶段，另一方面随着外部流动性收缩节奏的阶段性缓和，也为国内政策对冲提供了空间。

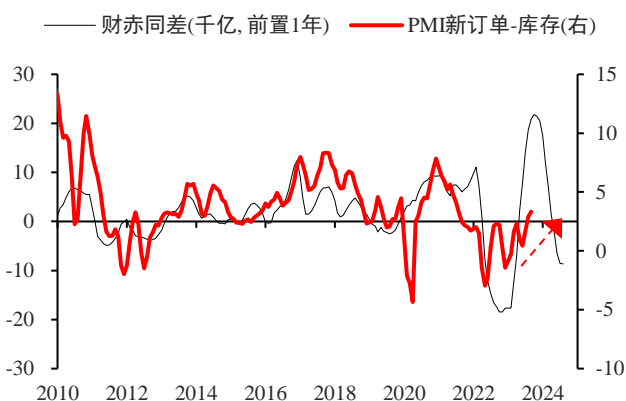
预计 2024 年人民币资产将迎来重估的空间。在经历了近两年的调整之后，当前无论从价格层面<sup>12</sup>（二、三季度 GDP 平减指数转负，但 PPI 跌幅继续收窄，非食品 CPI 涨幅逐渐扩大）还是数量层面<sup>13</sup>（盈利增速改善，库存增速回升）都显示流动性周期进入到了将要转折的窗口。另一方面，从微观市场结构来看，假定潜在经济增长中枢短期平稳的状况下，名义价格的回升释放了名义经济增长扩张的信号，驱动市场信心的回升。从驱动信号来看，宏观政策从降低收缩预期到主动扩张，宏观周期预计将进入右侧的转折点。

图 69：信贷驱动国内宏观弱复苏 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 70：财政驱动国内宏观弱复苏 | 单位：%YOY

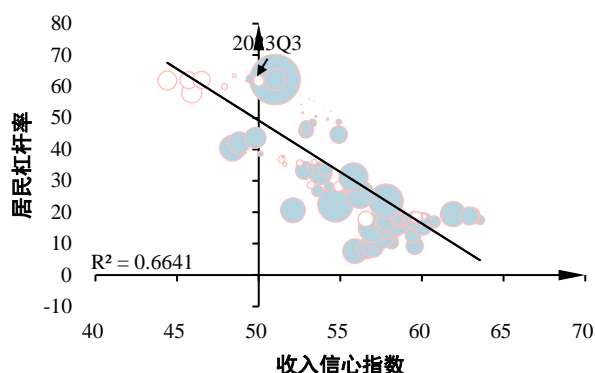


数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>12</sup> 三季度平减指数为-0.84%，略高于二季度的-0.92%；其中，9 月 PPI 同比下跌 2.5%，较 8 月上升 0.5 个百分点，环比上涨 0.4%，较 8 月上升 0.2 个百分点。

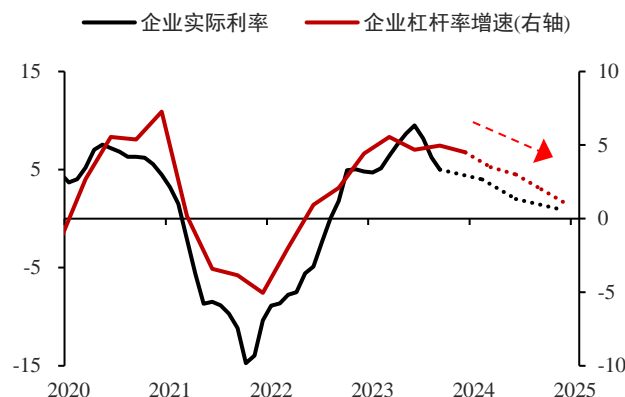
<sup>13</sup> 三季度 GDP 同比 5.2%，高于市场预期的 4.5%；其中，10 月工业利润累计同比跌幅继续收窄至-7.8%，10 月当月同比增速放缓至 2.7%。从上市公司角度来看，三季度实现净利润 4.39 万亿元，同比下降 1.69%，与半年度净利润同比增速情况（-3.28%）相比，三季度净利润同比降幅减缓。

图 71：居民部门杠杆率等待信心改善 | 单位：%GDP



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 72：企业实际利率改善和杠杆率增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

政府扩张约束的改善预计将推动 2024 年名义资产价格的改善。中国现有的财政体系下，地方政府收入占比约为 50%，但支出占比高达 85%。过去通过土地市场缓解了这个缺口，但随着长周期人口压力的增加，土地市场的不可持续性越发明显，短期房地产市场在“因城施策”、“房住不炒”的状态之下问题进一步突出（前三季度全国土地出让金收入下降了 20%），地方政府在债务压力下支出动力不足，财政体制仍需进一步改革。一方面，通过拉长久期、降低利率，金融部门服务于化债压力。7 月政治局会议指出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案；10 月份化债进程逐步开启。另一方面，通过事权的短期重新分配，增强了地方政府支出的空间，在私人部门支出意愿较低的状况下，支撑宏观总需求的稳定（图 71 和 72）。

地方政府面临化债的压力，支出意愿的提升需要新路。从总量角度来看，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。但是从结构的角度来看，新增需求影响预计有限：1) 一方面，财政改革过程中面临预算约束。化债过程中，对于债务负担相对较高、现金流较弱的地区可能缓建部分基建投资项目。2) 另一方面，7 月政治局会议已经明确要求解决政府拖欠企业账款问题，9 月 20 日国常会审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，要求省级政府抓紧解决政府拖欠企业账款问题，特殊再融资债应该也有不少是用于置换拖欠企业款项等未被计入社融的债务。综合来看我们预计对应的新增实物工作量相对有限，关注对于名义价格预期的向上推动。

图 73：2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产 | 单位：%\_左，指数点\_右



数据来源：Wind 华泰期货研究院

地产资金面预计将缓慢改善，“三大工程”建设提速。8 月末的国常会通过了《关于规划建设保障性住房的指导意见》<sup>14</sup>，指出推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。近期根据观察者网的报道<sup>15</sup>，该意见文件近期已传达到各城市人民政府、各部委直属机构。“14 号文”明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”，这意味着保障性住房供给的增加（量）；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展，这意味着商品住房价格的稳定（价），地产抵押品预期的稳定有利于国内金融条件的改善。

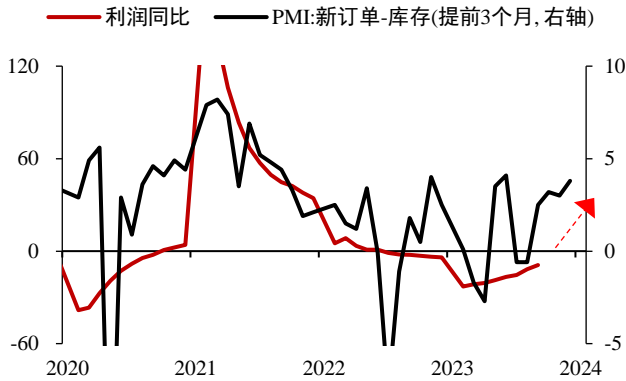
2024 年房地产金融支持政策待推出。央行行长潘功胜表示，将积极配合行业主管部门和地方政府，做好金融支持房地产市场平稳健康发展工作，为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式。11 月 17 日，金融监管部门主持召开金融机构座谈会，1) 提出银行房地产贷款的“三个不低于”，拟放宽对房企贷款限制；2) 据新京报报道称，监管部门正在起草一份中资房企白名单，或有 50 家国有和民营地产商被纳入，白名单房企有望获得包括信贷、债权和股权融资等多方面的支持。座谈会上金融监管部门还要求各金融机构“一视同仁”满

<sup>14</sup> 参见：[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202308/content\\_6900133.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202308/content_6900133.htm)

<sup>15</sup> 参见：<https://www.eeo.com.cn/2023/1026/610866.shtml>

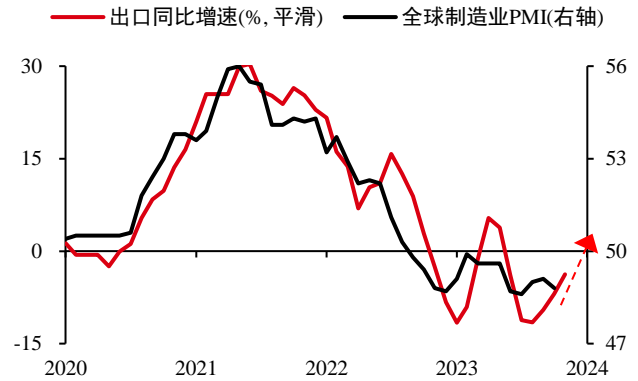
足不同所有制房地产企业合理融资需求,对政策经营的房地产企业“不惜贷、抽贷、断贷”;继续用好“第二支箭”支持民营房企发债融资;支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。

图 74: 库存周期 2024 年将进入主动补库阶段 | 单位: %YOY



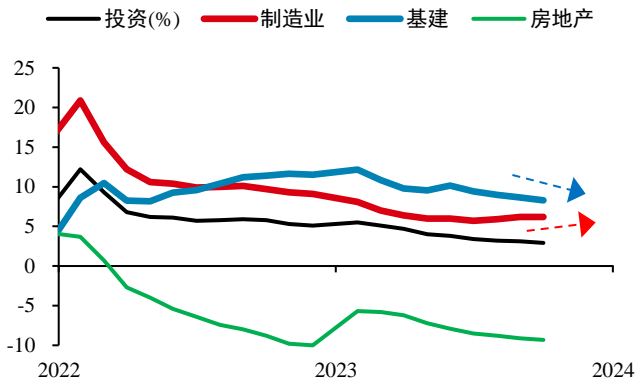
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 75: 出口在 2024 年有望进入正增长 | 单位: %



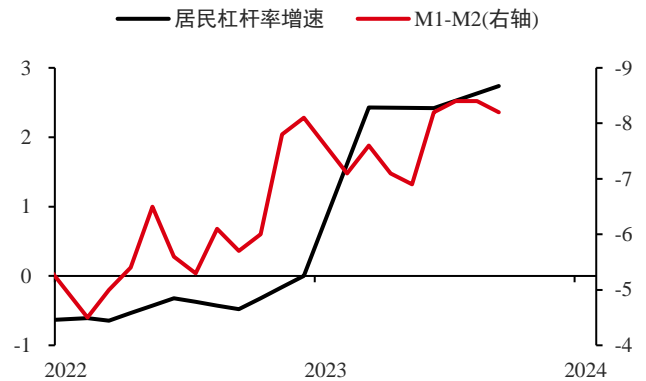
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 76: 赤字率托底基建但增速预计继续放缓, 出口带动制造业继续改善 | 单位: %YOY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 77: 消费流动性结构改善, 继续带来杠杆增速的放缓 | 单位: %

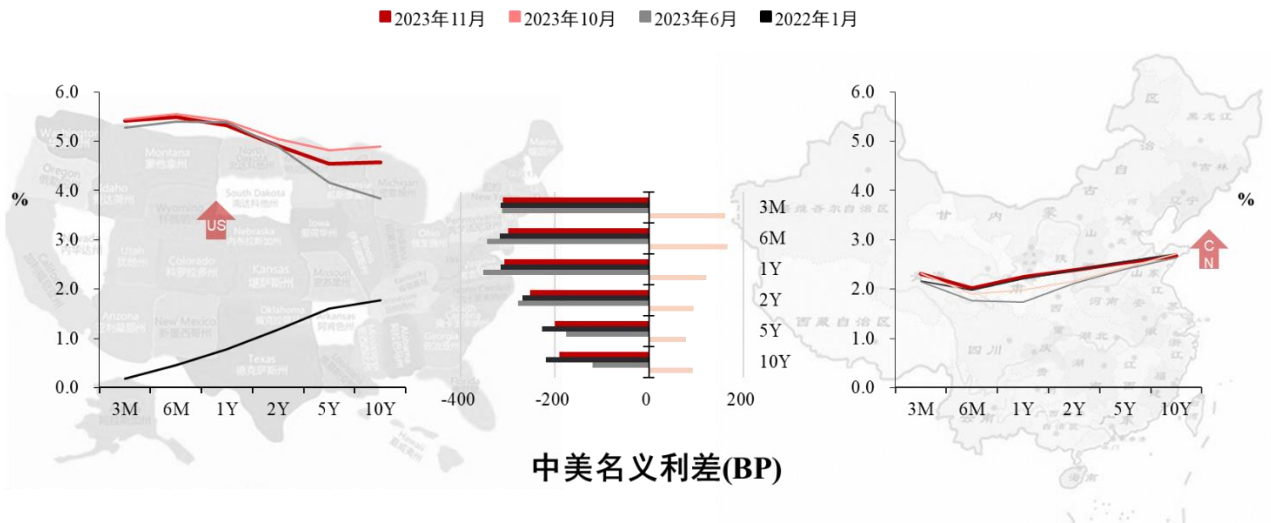


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 流动性：关注结构性的压力

预计 2024 年外部流动性阶段性走出最差的阶段。11 月 2 日美联储将利率的目标区间维持在 5.25%-5.50%，是去年 3 月至今的本轮紧缩周期内首度连续两次会议并未加息，从美联储的角度来看，连续两次会议均未加息，并开始强调金融环境收紧可能影响经济，美联储货币政策进入到阶段性的“顶部区间”，为国内的货币政策支持实体经济提供了适宜的利差环境（图 78）。

图 78：中美名义利率曲线和差值——中美名义利差水平倒挂环境缓和 | 单位：%YOY

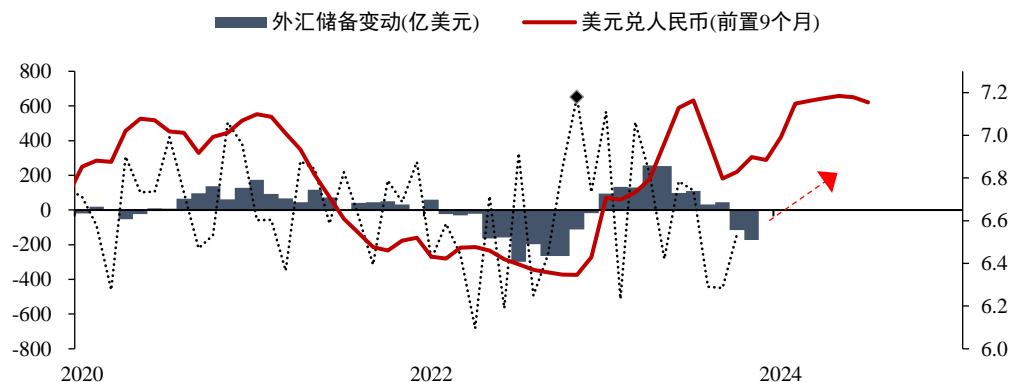


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

外汇储备提升、出口预期改善（图 75），外汇储备有望继续改善，改善国内的基础货币流动性。受主要经济体宏观经济数据、货币政策预期等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨。截至 2023 年 11 月末，我国外汇储备规模为 31718 亿美元，较 10 月末上升 706 亿美元，升幅为 2.28%。

从 2014 年开始，人民币的流动性结构便开始进入到转换的阶段，伴随着结构的转变，一方面货币政策维持在稳健中性的状态，另一方面针对人民币资产的流动性工具创设活动也开始增加，一直到最近房地产政策正在继续朝向市场改善的方向<sup>16</sup>。

图 79:对外出口预期的可能改善将改善国内市场流动性环境 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>16</sup> 根据中指监测，今年 1-11 月，全国有 200 余省市（县）出台房地产调控政策超 600 次，多数城市限制性政策基本放开。



**表 2：2022 年 8 月以来主要房地产政策**

	时间	机构	政策
1	2022/8/20	人民银行	分别下调 1 年期/5 年期 LPR 5/15bps
2	2022/8/29	人民银行	国开行、进出口银行提供 2000 亿元“保交楼”专项借款
3	2022/9/28	人民银行	要求六大行年内完成房地产贷款投放 6000 亿元
4	2022/9/29	人民银行、银保监会	符合条件的地方政府可下调新发放首套住房贷款利率下限
5	2022/9/30	人民银行	下调首套个人住房公积金贷款利率 15bps
6	2022/9/30	财政部	对 1 年内住房先卖后买家庭给予个人所得税退税优惠
7	2022/11/8	交易商协会	继续推进并扩大民营企业(含房地产企业)债券融资支持工具(“第二支箭”), 预计支持 2500 亿元
8	2022/11/8	建设银行	设立 300 亿元住房租赁基金
9	2022/11/11	人民银行	要求股份行年内完成房地产贷款投放 4000 亿元
10	2022/11/14	银保监会、住建部、人民银行	向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金
11	2022/11/21	人民银行	发布 2000 亿元免息再贷款的贷款支持计划, 支持商业银行提供配套资金用于“保交楼”
12	2022/11/23	人民银行、银保监会	从保持房地产融资平稳有序, 积极做好保交楼金融服务, 配合做好受困房企风险处置, 加大住房租赁金融支持等方面, 明确了 16 条支持政策
13	2022/11/28	证监会	调整优化房地产企业股权融资五项措施
14	2023/1/5	人民银行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制, 新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市, 可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
15	2023/1/10	人民银行、银保监会	实施改善优质房企资产负债表计划, 开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”预期提升四项行动, 综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流
16	2023/7/10	人民银行、国家金融监督管理总局	房地产 16 条支持政策延期
17	2023/7/14	国务院	充分发挥市场机制作用, 加强标准引导和政策支持, 充分调动民间投资积极性, 鼓励和吸引更多民间资本参与“平急两用”设施的建设改造和运营维护
18	2023/7/21	国务院	针对超大城市、特大城市, 支持城中村改造, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 更好发挥政府作用, 加大对城中村改造的政策支持, 积极创新改造模式, 鼓励和支持民间资本参与, 努力发展各种新业态, 实现可持续运营
19	2023/8/31	人民银行、国家金融监督管理总局	调整优化差别化住房信贷政策, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%, 首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行, 二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点
20	2023/8/31	人民银行、国家金融监督管理总局	降低存量首套住房贷款利率, 由金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款, 新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定, 但在贷款市场报价利率(LPR)上的加点幅度, 不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限因城施策用好政策工具箱, 更好支持刚性和改善性住房需求
21	2023/10/31	中央金融工作会议	因城施策用好政策工具箱, 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
22	2023/11/17	人民银行、国家金融监督管理总局、证监会	视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求, 对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷, 继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资

资料来源：华泰期货研究院



图 80： 人民银行资产负债结构 |单位：万亿元，%

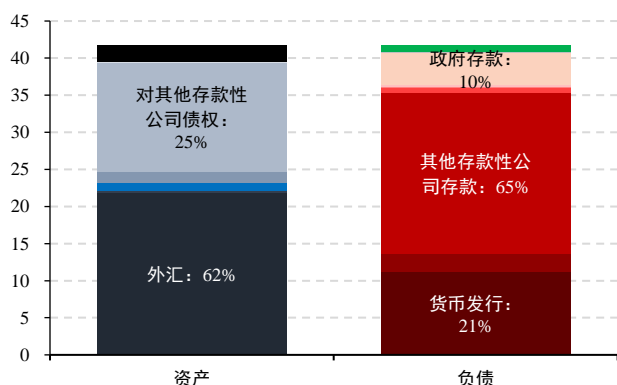
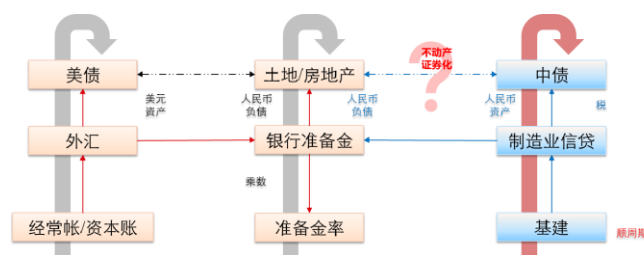


图 81：人民币流动性三支柱 | 单位：无



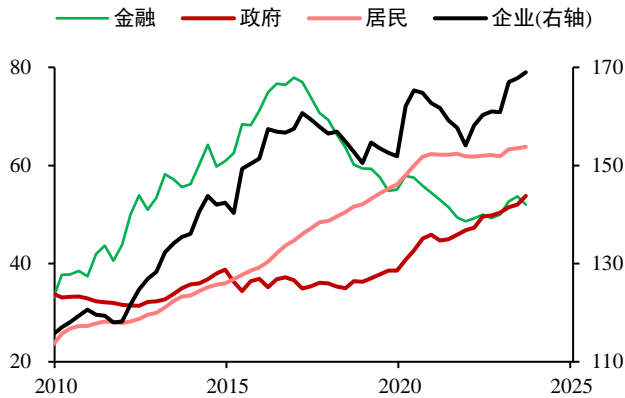
数据来源：华泰期货研究院

宏观资产端：10 月信贷超季节回落，政府债券带动扩张。居民在 10 月再次表现为净还贷特征，短期贷款降低 1053 亿元；企业在票据融资扩张带动下 10 月整体信贷同比表现为略有多增。政府信贷层面，随着提前批的下达、特殊再融资债券的发行，10 月新增 1.56 万亿。随着多地化债工作的推进，预计政府信贷将继续支撑资产端保持扩张，对冲企业

<sup>17</sup> 今年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 37.96 万亿元，同比基本持平。其中，出口 21.6 万亿元，增长 0.3%；进口 16.36 万亿元，下降 0.5%。

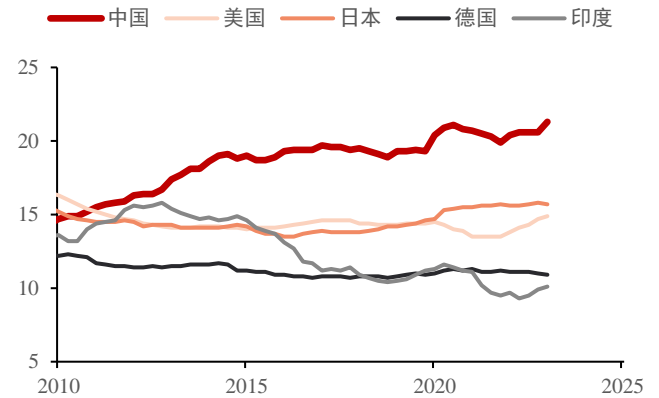
和居民部门扩张的谨慎。

图 82：中国宏观部门杠杆率 | 单位：%GDP



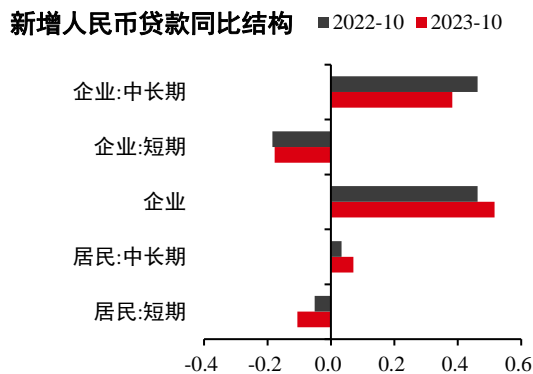
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 83：中国实体部门偿债率压力最高 | 单位：%



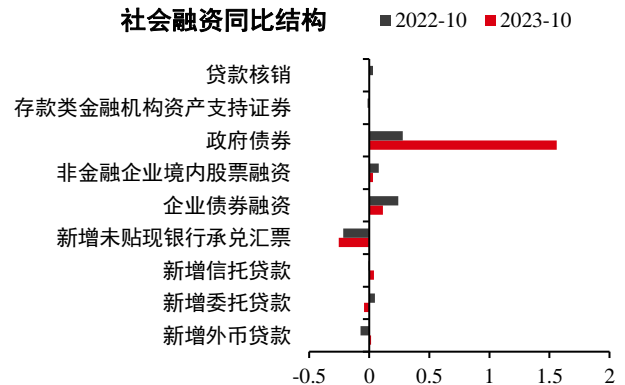
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 84：企业信贷同比呈现放缓 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 85：政府债券和表外驱动社融回升 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

化债的流动性影响预计中性，关注阶段性政策对冲。与 2015 年的地方债置换相比，本轮化债更注重压实地方责任，化解长期风险。结合中央金融工作会议、以及央行行长潘功胜 11 月 8 日在金融街论坛的讲话，新一轮化债可能主要有以下措施：

- 1) 发行特殊再融资债进行置换；
- 2) 地方政府和融资平台通过盘活或出售资产等方式削减债务；
- 3) 对债务负担较重的地区，严控新增政府投资；

- 4) 金融机构与融资平台协商展期、借新还旧、置换等方式；
- 5) 地方政府通过并购重组、注入资产等方式，推动城投平台转型。

重点关注央地财权事权改革。2023 年 11 月 8 日，人民银行行长潘功胜在 2023 金融街论坛年会发表讲话，谈及了有关经济增长、货币政策、汇率、金融机构风险、地方债务风险等市场关心的重点问题。其中针对地方政府债务风险问题，潘功胜行长表示，我国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平，中央政府债务负担较轻。今年以来金融部门已会同有关部门采取多项措施，积极支持地方政府稳妥化解债务风险。

一揽子化债方案确实在有条不紊地推动中，城投债融资成本下降。一方面，在化债的过程中，银行的大量资金被锁定在城投化债上，降低了银行的流动性空间，相比较降准和降息，我们认为更需要关注的是财政体制的改革。另一方面，从化债空间看，截至 2023 年 9 月末，我国商业银行资本充足率为 14.77%，假设由于化债资本充足率降至监管对于系统重要性银行要求的 11.5%，可释放约 7 万亿元的流动性。央行此前已公开表示必要时将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。关注央行应急流动性金融工具（SPV）的设立以及银行资本金补充的可能，给地方城投提供流动性支持。

## 政策预期：财政的空间逐渐打开

### 关注财政政策进一步扩张的空间

2021 年下半年以来伴随着经济压力的增加，对冲政策的应对（负债端）已经开启，随着 2023 年特别国债的设立，未来政策有效性的检验在于外部压力条件阶段性缓和下内部“信心”的建立，即人民币资产的创造（资产端）或人民币资产扩张预期的形成缓和“缩”的压力。在三年防疫带来的“疤痕效应”影响和房地产行业快速回落的状态下，整体经济信心表现为缺乏状态，家庭部门面临着债务收缩的压力，在周期性和结构性因素叠加的背景下，增加了短期内政府部门资产负债表扩张的必要性，关注 2024 年中央政府的支出扩张对于宏观总需求扩张的拉动，预计 2024 年赤字率将在 3%的基础上进一步上调至 3.8-4.0%。

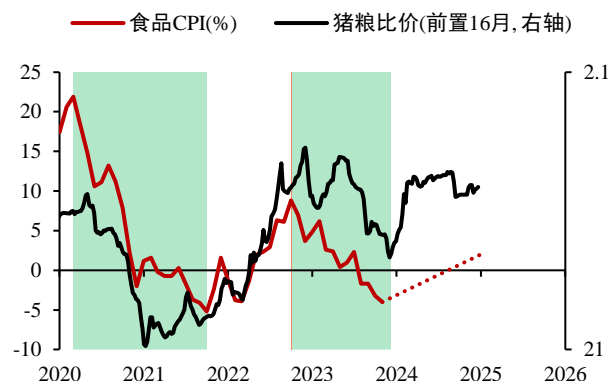
随着年内财政赤字率的上调、万亿国债的增量落地以及房地产“14 号文”的下发，宏观政策托底驱动市场情绪改善。但是周期底部的有效改善程度仍需对资产端扩张形成更明朗的预期，化债可能推动 2024 年财政体制改革，市场主体的稳定预期建立将改善家庭部门的收入预期，继而推动消费端的进一步改善。

图 86: 消费者信心的改善有赖于稳定价格预期 | 单位: 指数点, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 87: 关注 2024 年猪周期的改善 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

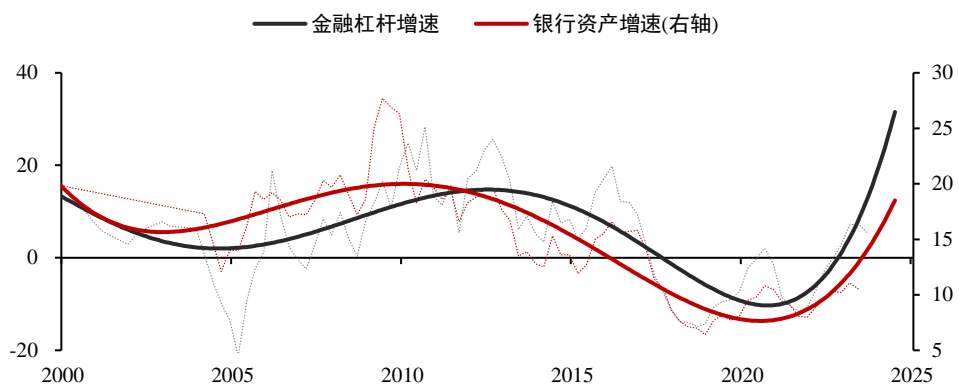
### 货币政策提供的增量流动性预计有限，关注与财政政策的协同

人民银行 11 月 27 日发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，指出“把握货币信贷供需规律和新特点”，总量性货币政策关注其同财政政策扩张的配合，基调趋向稳健，预计 2024 年总量货币维持中性特征。2024 年结构性政策工具仍是货币政策的关注重点，中央金融工作会议后货币结构性方向更为明确，一方面围绕“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，另一方面继续对“三大工程”的金融支持——城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设。

### 未来银行补充资本金空间

商业银行资本新规要求于 2024 年 1 月 1 日起正式实施。新规相比较征求意见稿在部分资产信用风险资产权重、过渡期安排的明确以及资管产品信用风险权重方面有所调整。一方面，针对不同体量、不同业务风格的银行，采用不同的监管要求，其中二级资本补充范围扩大；另一方面，资本新规降低了银行投向按揭、优质企业、中小企业、地方政府一般债券、信用卡等资产的资本成本、增加银行投向开发贷、同业债权、次级债的资本成本等，将对 2024 年银行的资产配置产生新的变量。关注化债背景下银行资本补充的空间。

图 88:银行部门等待进一步杠杆改善 | 单位: %/GDP



数据来源: CNBS 华泰期货研究院

## 中观：全球产业链重构的机遇

供需平衡表是商品分析的重点之一，在明确 2024 年宏观趋势的前提下，我们再来探寻，财政以及债务的扩张对商品需求端的影响。

### 总量视角

#### 国内总量：投入产出表

投入产出表由经济学家列昂惕夫创立，用于研究国民经济中各部门的相互依存关系，分析行业活动中投入与产出的内在联系。不仅可以测算行业间的生产和消耗间的数量关系，也是定量分析宏观总量和中观行业的桥梁，我们能够透过投入产出表清晰的观察商品生产和消费在各个行业的转移过程，以及随之产生的增加值流转。

投入产出表的更新频率极低。1987 年国务院办公厅发出《关于进行全国投入产出调查的通知》，规定我国每五年（逢二、逢七年份）进行一次投入产出调查和统计，且在之后的第三年编制一次延长表（逢五、逢零年份）。

图 89：投入产出表示例 | 单位：%

投入 \ 产出		中间使用					最终使用										总产出
		行业1	行业2	…	…	中间使用合计	农村居民 消费支出	城镇居民 消费支出	居民消费支出	政府消 费支出	消费支出合计	固定资本 形成总额	存货变动	资本形成总额	净出口	最终使用合计	
中间投入	行业1	第一象限					第二象限										
	行业2																
	…																
	…																
	…																
	…																
	…																
	中间投入合计																
增加值	劳动者报酬	第三象限															
	生产税净额																
	固定资产折旧																
	营业盈余																
	增加值合计																
总投入																	

数据来源：国家统计局 华泰期货研究院

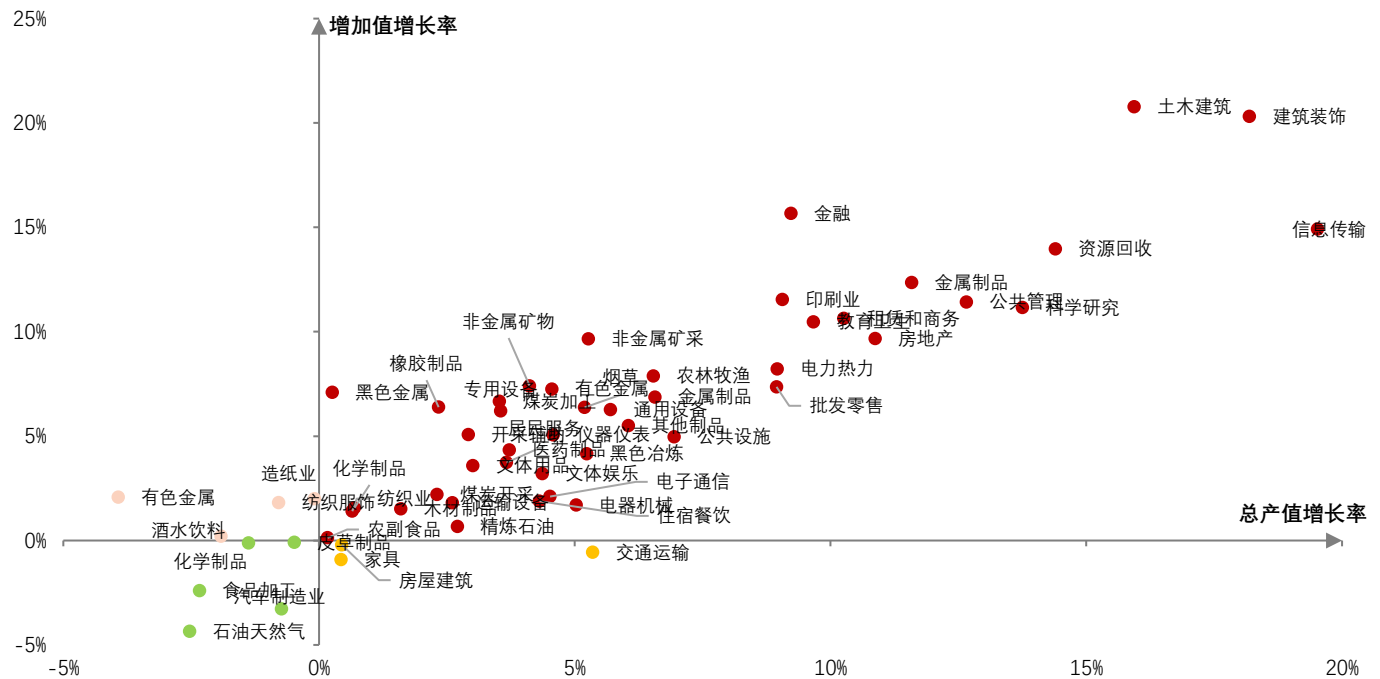
**行业总量。**最新 2020 年版共包含 149 个行业，但考虑到行业划分适配商品板块分析，以及对应其他中观数据，我们将其做进一步合并至 56 个行业。2017-2020 年，大多数行业总产值和增加值呈现同步正增长（第一象限），其中增长显著的是土木建筑、建筑装饰、信息传输行业，基建对经济的带动效应明显；石油天然气、食品加工行业双降。

基于投入产出表，计算列昂惕夫逆矩阵，可以得到影响力系数、感应度系数来量化各行业之间的投入与产出协调关系；影响力系数：衡量某一行业对国民经济和其他行业的影



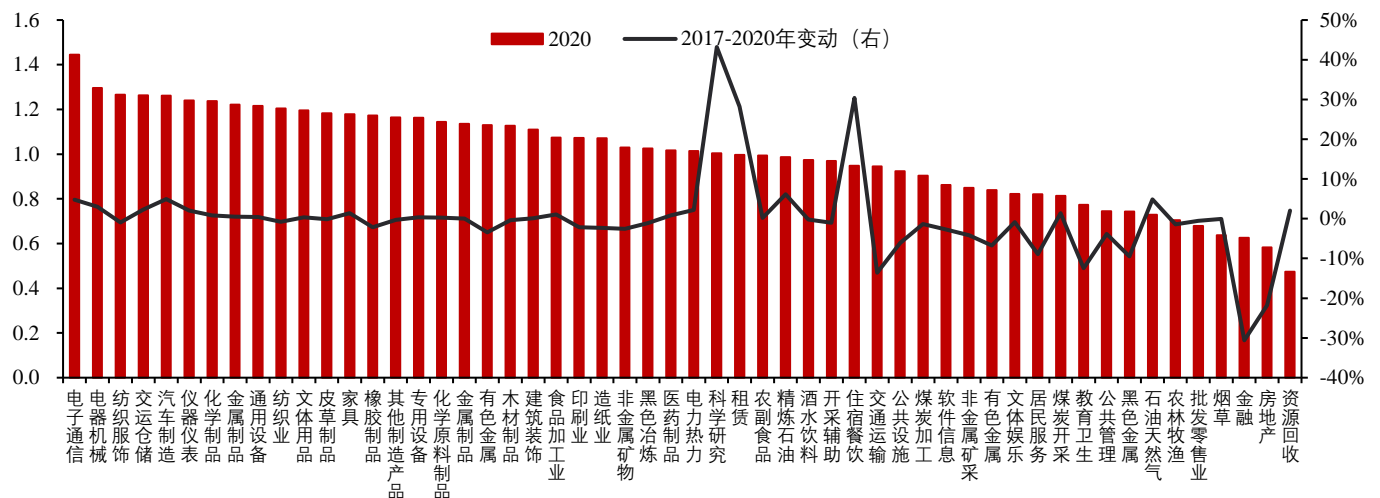
响力，当影响力系数大于1时，表明该行业的影响力超过整体平均水平，系数越大表明对经济有重要的牵引作用：**总量上**，2020年电子通信、电器机械、纺织服饰的影响力系数最大，表明电子通信为“龙头产业”；**边际上**，2017-2020年间，科学研究、住宿餐饮、租赁和商务行业对其他行业的“带动力”加深，金融、房地产行业影响力下降。

图 90：2017-2020 年行业总产值和增加值增长率 | 单位：%



数据来源：国家统计局 华泰期货研究院

图 91：2020 年各行业影响力系数 | 单位：%



数据来源：国家统计局 华泰期货研究院

## 全球视角：FDI 和绿地投资

**全球产业链转移的观察。**国际直接投资（FDI）是现代的资本国际化的主要形式之一，主要分为跨境并购和绿地投资。跨境并购是指外国直接投资者收购东道国（接收投资的国家）现有企业的股权；绿地投资既包括外国投资者在东道国新建项目，也包括对现有直接投资企业的新资本注入或产能扩张。因此，观察各国对外直接投资的投向区域、行业，是观察产业链转移的重要线索。

**分行业来看。**电子和电气设备、基本金属及金属制品、医药行业的海外绿地投资近 5 年增长最快，意味着这三个行业内进行的海外产业投资较多。

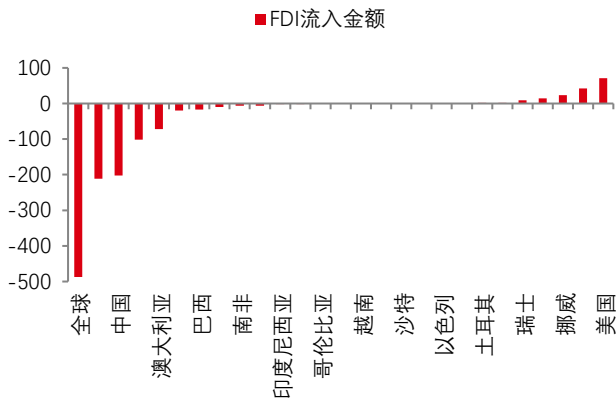
**分国别来看。**中、俄、印尼、越南等新兴经济体正在主动“走出去”，扩大海外布局。从 FDI 投出金额来看，相比于去年四季度，2023 一季度，中国、俄罗斯、印尼、越南对外直接投资金额分别增长了 5.8%、217%、4.6%、3%至 396、91、19、7 亿美元(四季度移动平均)。

图 92：各行业绿地投资金额 | 单位：亿美元

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
制造业	3798	3443	2922	4045	3491	5090	3732	4415	4361	2871	3254	3331	3323	3012	3488	5075	4117	2389	3196	4367
食品、饮料和烟草	127	133	88	120	133	220	245	163	209	189	221	228	234	213	286	298	236	175	192	192
纺织品，服装和皮革	88	117	86	113	128	159	202	203	190	140	269	302	252	242	257	240	222	113	28	127
木制品	33	22	31	11	30	32	17	23	9	4	11	12	19	20	17	17	20	14	19	36
纸和纸制品	133	112	93	77	109	58	31	71	28	37	36	47	45	37	95	96	138	64	42	39
印刷	11	12	6	7	11	15		3	0		2			5	2	4				
焦炭和精炼石油	849	544	361	954	448	887	720	788	590	157	215	254	376	212	163	899	870	297	61	155
化学品	545	477	286	494	290	614	438	512	717	504	503	440	395	450	649	964	506	349	230	259
医药	121	109	77	112	132	105	144	110	110	73	106	134	138	128	155	175	155	156	210	219
橡胶和塑料制品	81	103	93	88	103	117	128	163	195	102	151	89	99	95	121	127	114	54	58	108
其他非金属矿产品	88	6	139	190	193	341	10	111	159	73	128	99	27	86	112	137	132	44	114	89
基本金属及金属制品	259	303	424	309	472	652	214	407	416	270	372	223	269	224	179	317	177	83	125	435
电子和电气设备	598	668	507	720	502	558	502	659	513	310	370	371	464	463	533	668	569	477	1379	1809
机械设备	67	69	104	92	128	198	171	177	219	128	121	135	126	96	120	131	137	72	81	122
汽车	731	603	560	658	698	873	646	882	781	734	560	832	626	558	613	794	660	351	386	589
家具	16	20	22	28	46	50	40	30	30	47	48	53	40	44	67	78	66	51	63	49
其他制造业	50	45	44	74	70	11	23	113	95	2	141	113	114	140	19	130	113	86	8	137

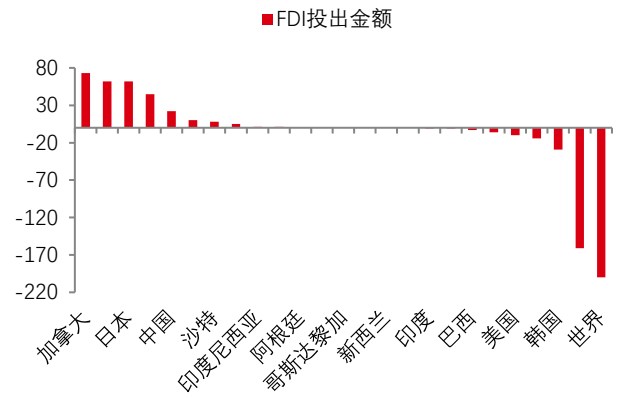
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 93：FDI 流入金额变化（2023Q1-2022Q4）| 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 94：FDI 投出金额变化（2023Q1-2022Q4）| 单位：亿美元

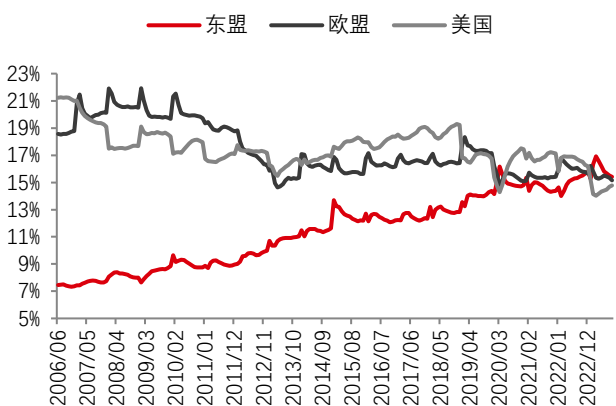


数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 全球视角：贸易结构变迁

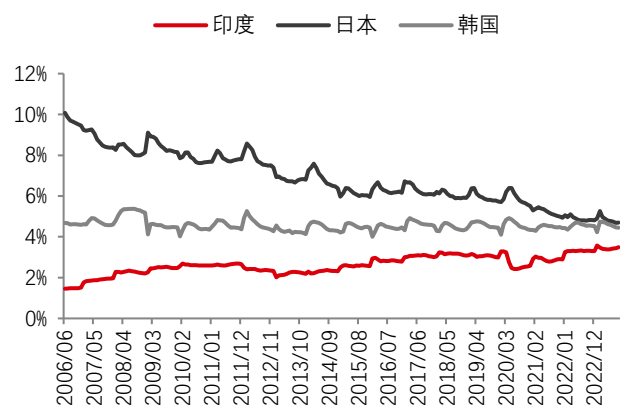
我国的出口呈现“东升西落”演变。新兴市场国家继续支撑中国外需，东盟继续位居我国第一大出口贸易伙伴。以出口份额为例，新兴市场国家和地区在我国的外贸结构中占有越来越重要的位置；主要发达国家和地区在中国的外贸结构份额不断弱化，出口日本的份额由 2005 年的 11% 下行至 9 月份的 4.7%；出口美国的份额由 2005 年的约 22% 下行至 9 月份的 14.77%；出口欧盟份额也由 2005 年左右的约 20% 下行至 9 月份的 15.16%。

图 95：中国出口主要国家份额情况 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 96：中国出口主要国家份额情况 | 单位：%

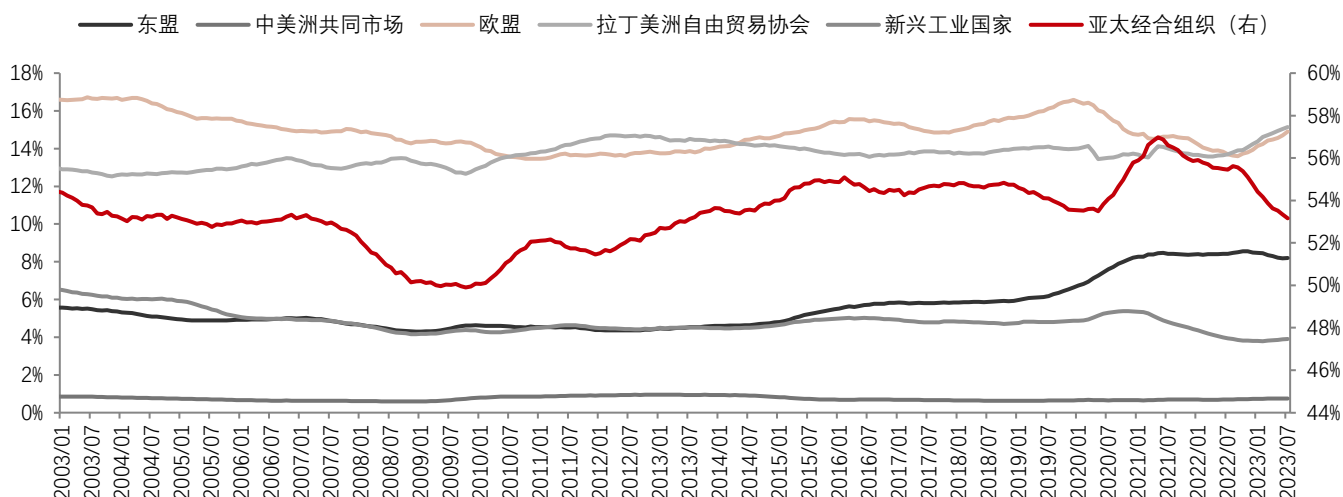


数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国的“友岸化”和“近岸化”。2021 年后，美国进口各地区的份额有所分化，自拉丁美洲以及欧盟的进口份额逐步回升；自东盟地区的进口份额波动较小，但未能延续 2014 年以来持续上升的趋势；自亚太经合组织进口的份额下降明显，由 2021 年的最高的接近

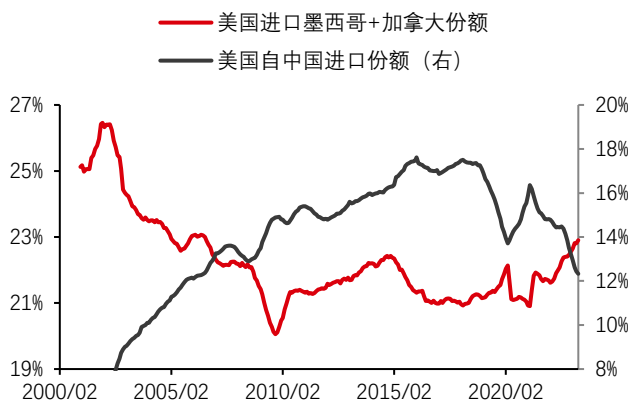
57%下行至最新月份的 53.1%；自新兴工业国家的进口份额由 2021 年的最高约 5.4%下行至目前的约 3.9%。美加墨贸易联系加强：美加墨贸易关系愈加紧密。美国自中国进口份额从 2018 年的高点 17%下行至目前的 12%左右，美国自加墨进口份额从 2021 年的低点 20.9%上升至目前的 23%左右。其他非主要国家：自德国进口份额抬升明显，自越南以及瑞士份额下行明显。

图 97：美国自主要地区进口份额变化 | 单位：%



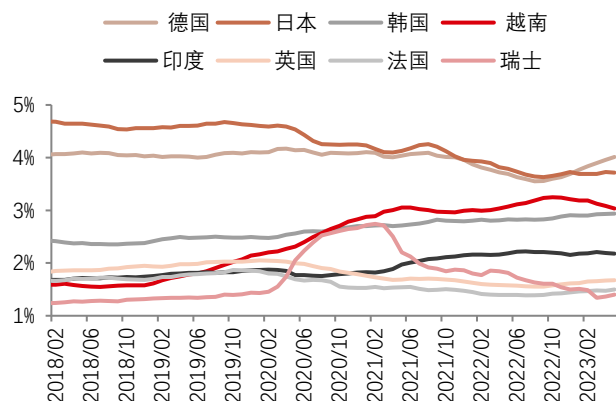
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 98：美国自加墨以及中国进口份额 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 99：美国自其他国家进口份额 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

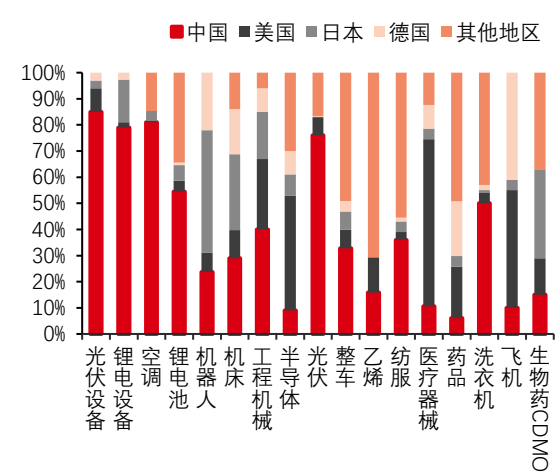
宏观再平衡下的产业链

逆周期：补短板

从我国产业结构来看。半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等行业对进口依赖度较高，在构建我国双循环体系的背景下，进口依赖度高的行业是政策着重倾斜发展的行业，光伏、家电、纺服等行业的则具备明显出口优势。

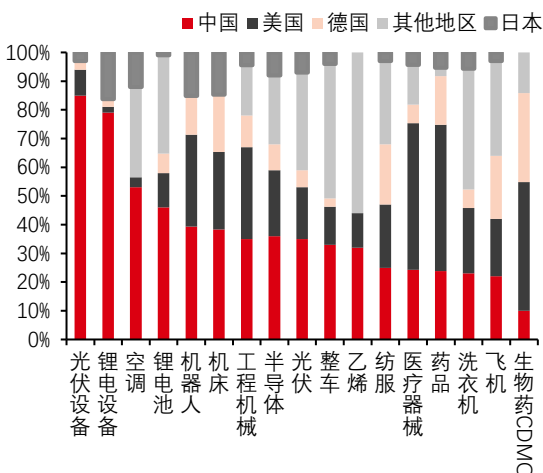
从产业政策来看。美国方面：《先进制造业国家战略》，重点发展脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造五大先进制造业领域。国内方面，近期重要会提及的稳增长下的城中村改造、平急两用、保障房三大工程，扩大消费所对应的汽车、消费电子、家居等行业均值得关注。

图 100：美国自加墨以及中国进口份额 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 101：美国自其他国家进口份额 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 3：部分国内产业政策汇总

行业	时间	政策
汽车	2023/8/25	工业和信息化部等七部门关于印发汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年），2023 年力争实现全年汽车销量 2700 万辆左右，其中新能源汽车销量 900 万辆左右，汽车制造业增加值同比增长 5%左右的目标。部署支持扩大新能源汽车消费，稳定燃油车消费，推动汽车出口提质增效，促进老旧汽车报废、更新和二手车消费等七条工作举措。2023/6/21 财政部、税务总局、工信部联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》：1) 2024-2025 年新能源汽车免征购置税，单乘用车免税额度不超过 3 万元；2) 2026-2027 年新能源汽车减半征收购置税，单乘用车减税额不超过 1.5 万元；3) 换电模式出售的新能源车，依据不含动力电池的新能源车售价作为车辆购置税计税基础。
地产、基建	--	三大工程：城中村改造、平急两用、保障房。2023/4/28，政治局会议：在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设；2023/8/25，《关于规划建设保障性住房的指导意见》（“14 号文”），要求住建部会同发改委、财政部、自然资源部、中国人民银行、金融监管总局等多部门配合协调。“14 号文”提出保障性住房建设和筹集、保障对象和标准、配售和管理、支持政策等方面的基本原则，具体执行办法由各地城市政府制定。
家电	2023/7/24	政治局会议：积极扩大国内需求，通过增加居民收入扩大消费，发挥消费拉动作用，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费。

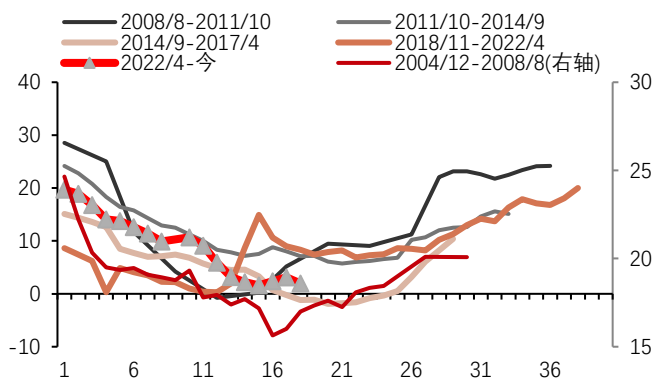
行业	时间	政策
电子通信	2023/10/8	工信部等六部门印发《算力基础设施高质量发展行动计划》，提出了针对计算力、运载力、存储力、应用赋能等方面的主要目标及任务，引导算力基础设施高质量发展。提升算力高效运载能力方面，提出五项工作部署：1) 优化算力高效运载质量，2) 强化算力接入网络能力，3) 提升枢纽网络传输效率，4) 探索算力协同调度机制，5) 开展算网融合发展行动。
电气机械	--	工业和信息化部等七部门《智能检测装备产业发展行动计划(2023-2025 年)》，突破空间三维激光测量装置、零部件精度尺寸在线测量系统、装配载荷测量调整装置、装配调试多维检验装置、重载平衡性测量装置、外观缺陷智能检修装置、热加工工艺和零件性能检测装置、机床空间误差补偿测量系统、加工质量同步测量系统等。

资料来源：华泰期货研究院

### 顺周期：中美共振补库

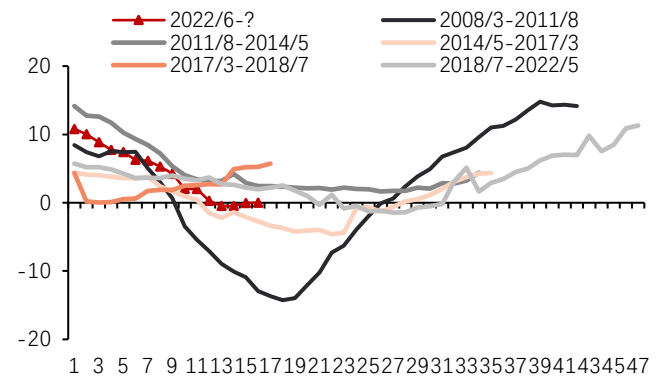
中美已经共同开启补库周期。2023 年 8 月是本轮中美补库的起点，过去三轮平均补库时长均为 15.6 个月，预计到 2024 年底迎来库存拐点，但结合利润和上游产能去化情况来看，本轮库存时长预计将明显短于平均值，且美国目前相对优于中国。

图 102：国内工业企业产成品库存累计同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 103：美国制造业库存同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

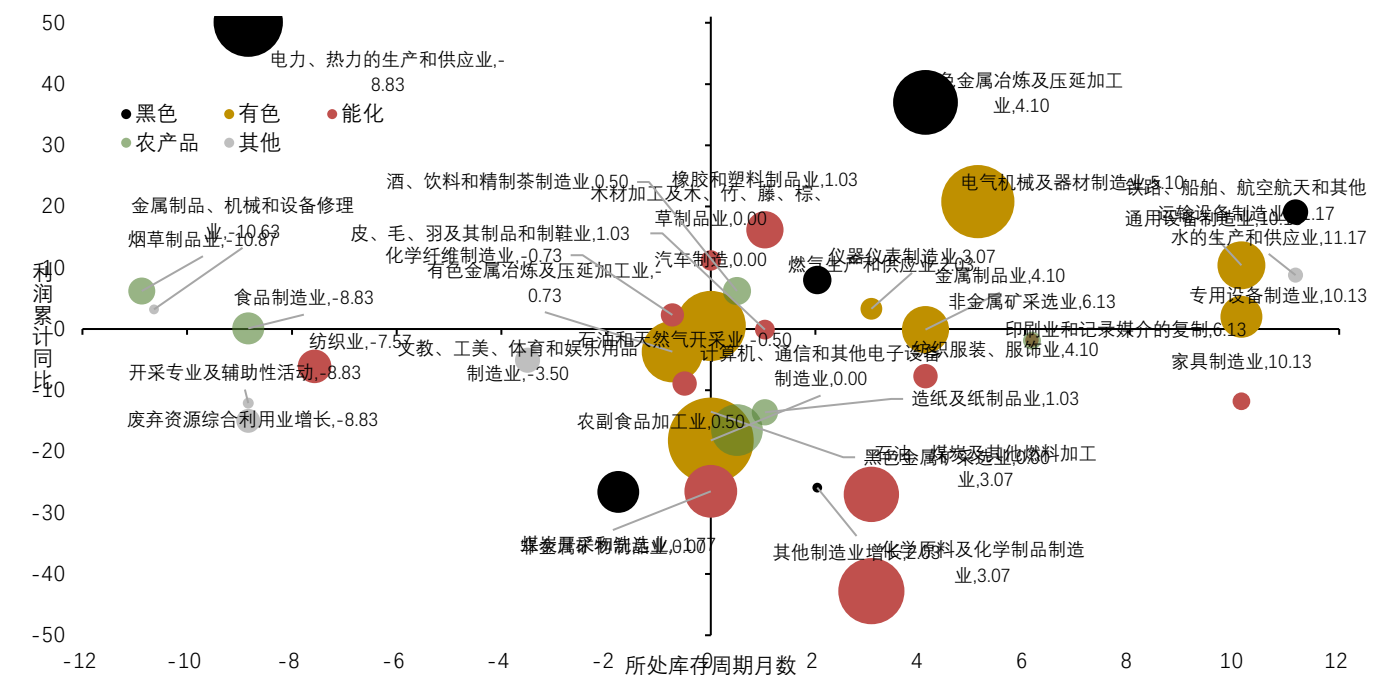
**库存周期的判断方法。**我们选取各国分行业所处的库存数据，按照 3 年的传统库存周期时长去定位各个行业的库存顶和底，在库存底部在顶部之后的结构下(从去库转入补库)，我们以各个行业的库存底部为起点向后计数开启补库的月份，向前倒数即将进入补库的月份，也即是以下两图各个行业右侧所显示的数值。除了库存涨跌之外，不同的供需结构所带来的主动和被动也是我们希望去区分的，我们采用的是利润的同比变化，以及产量的同比变化来区分主动和被动。

**国内方面。**补库趋势更强的行业—**利润和库存双增：运输设备、电气机械、通用设备、专用设备、水利；**其次是**汽车、橡胶和塑料、燃气**；其次是在补库但利润偏低的**黑色金属冶炼和压延、电子设备制造、金属制品**；转入补库相对难的行业—**利润和库存双减；有色冶炼和压延、煤炭开采和洗选。**



美国方面。产量回升+库存回升（主动补）下，行业补库趋势最强：汽车、运输设备、电子产品、化工产品；产量下降+库存回升的行业占比较大。下游补库明显，原材料仍去库是中美本轮库存周期的共同特征，但主动补的趋势还待增强。

图 104：工业企业库存周期月数&利润&营收 | 单位：月&%&亿



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 105：美国制造商各行业所处的库存周期位置&生产指数同比变化 | 单位：月&%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

商品：2024 年供需推演

供给

各国商品供给端风险

尽管近期中美关系有所缓和，但在地缘局势仍复杂的背景下，商品供给端风险仍是我们的关注重点。

从对外依存来看。中国、欧洲地区大宗商品本土供应与终端需求错配情况压力较大。统计的主要商品中，中国供需比小于 0.5 的品种有 6 个，欧洲地区供需比小于 0.5 的有 8 个，中国和欧洲均面临大宗商品供应端约束；俄罗斯、中东的能源资源丰富；俄罗斯、澳洲的矿产资源丰富；中南美也存在一部分矿产资源供应。

我国的对外依存度。统计中国主要大宗商品进口依存度，统计的 31 个品种中，进口依存度超过 50%的品种为 14 个，占比相对较高，面临供应端约束；进口依赖度高的品种：原油、天然气、大豆、铁矿、铜、锰、铬、锌、镍、铂、天然橡胶等；进口依赖度高且进口来源单一的品种：铁矿石、铬、镍、铂。

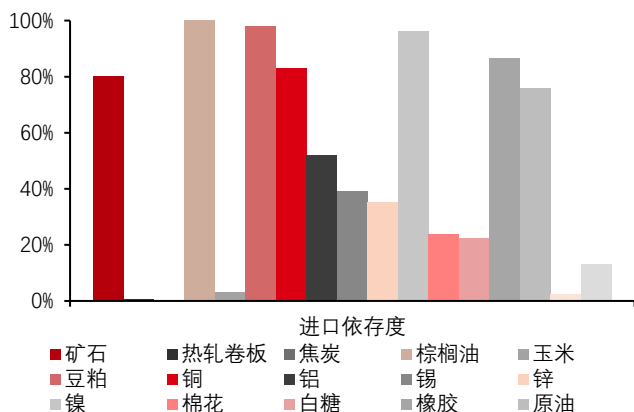
图 106：主要国家和地区大宗商品本土供应与终端需求错配情况<sup>18</sup> | 单位：%

	石油	天然气	煤炭	铁矿石	炼焦煤	铜	铝	锂	铂	钴	镍
中国	0.3	0.6	1	0.3	0.9	0.1	2	0.6	0	0.1	0.1
欧洲	0.2	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3		0		0.1	
北美	1.1	1.1	1.1	0.8	3.6	1		0.1	0.2		
俄罗斯	3	1.3	2.9	2.4	1.4	2.4	5.5				7.3
澳洲	0.6	3.5	7.3	136.4		70.1	563.9				140
中东	3.3	1.2	0.1			0.5	2.7				
中南美	1.1	0.9	1.3	10.5		23.2	29.5				
其他地区	0.5	1	0.9	1.1	0.7	1.4	17	0.8	2.9	3.3	2.9

数据来源：IEA BP USGS 公司公告 中汽协 EV Sales 华泰期货研究院

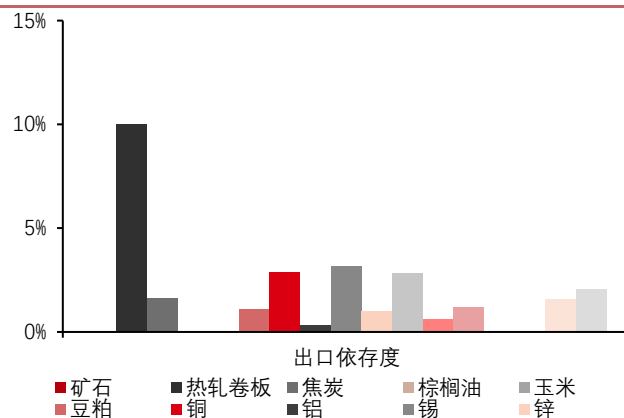
<sup>18</sup> 图中数据为本土供给比本土终端需求，越红代表本土供给缺口越大，越绿出口越多。

图 107：中国主要大宗商品进口依存度 | 单位：%



数据来源：Wind IEA 华泰期货研究院

图 108：中国主要大宗商品出口依存度 | 单位：%



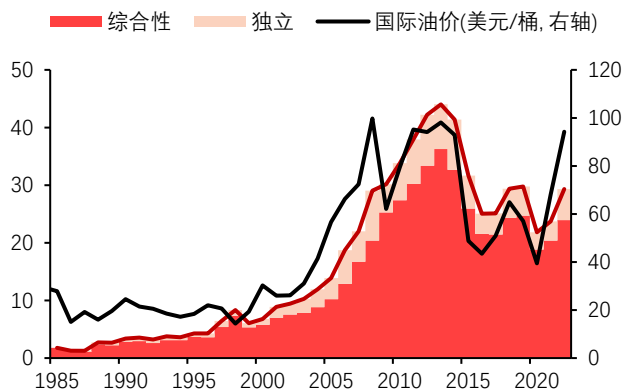
数据来源：Wind IEA 华泰期货研究院

## 资本开支情况

资本开支是指在企业的经营活动中，供长期使用的、其经济寿命将经历许多会计期间的资产如：固定资产、无形资产、递延资产等都要作为资本开支。该数据主要来自上市公司公开财报，以及主要生产商的产能或者开矿计划。综合来看，黑色和有色的资本开支放缓，化工、能源的资本开支增长，农产品的单产和种植面积都面临瓶颈。

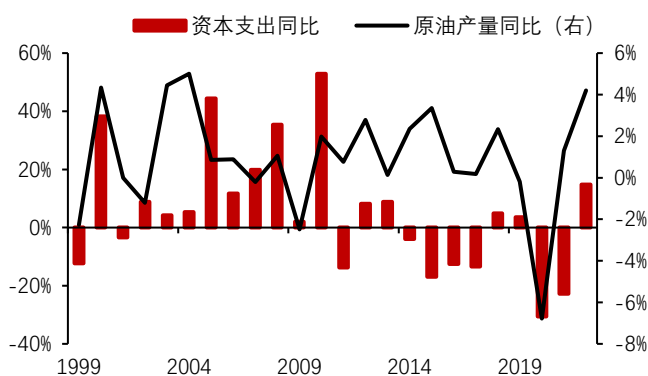
分板块来看，原油的资本开支有所增长，但受减产协议影响。俄乌冲突以来，海外多家石油和天然气巨头大幅提高了 2023 年资本支出。以沙特阿美为例，公司预计 2023 年资本支出为 450 亿美元至 550 亿美元，较 2022 年 376 亿美元的支出规模有大幅提升。结合微观数据验证来看，原油资本开支对产量的影响基本同步。

图 109：石油行业资本支出和油价 | 单位：百亿美元\_左，美元/桶\_右



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

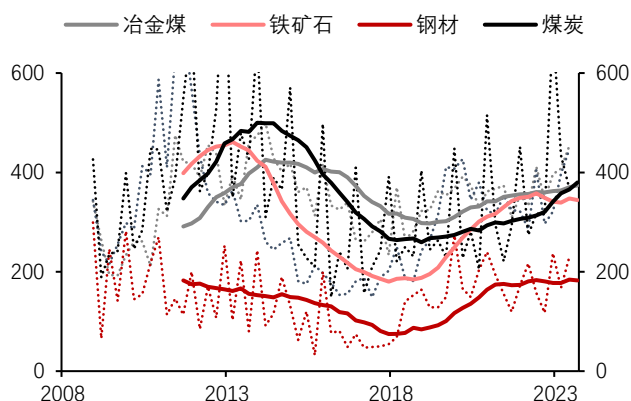
图 110：中国主要大宗商品出口依存度 | 单位：%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

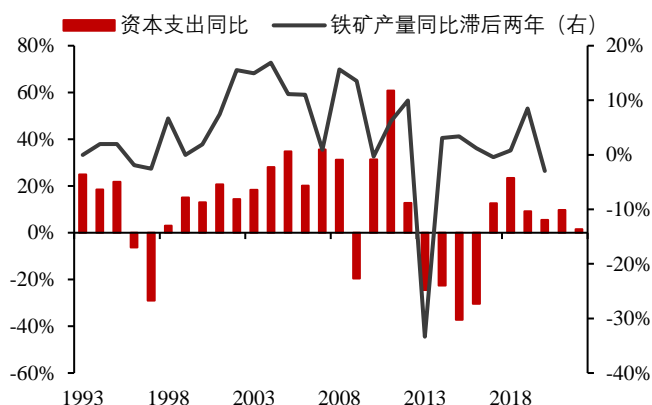
上游商品开支自 2011 年全球金融监管加强开始，工业金属资本开支收缩；2017 年开始逐步回升，但斜率远低于此前。黑色：铁矿石资本开支一度强于煤炭，但是自 2022 年开始强度减弱；有色：2020 年以来，铜、铝、锌的资本开支扩张斜率快于镍、铝、铅。从微观数据验证来看，铜矿资本开支对产量的影响领先五年，铁矿资本开支对产量的影响领先 2 年，也符合各自矿产的投产规律。化工板块整体的资本开支持续扩张，主要是亚太地区开支增长的驱动。

图 111：黑色金属行业资本支出 | 单位：百万美元



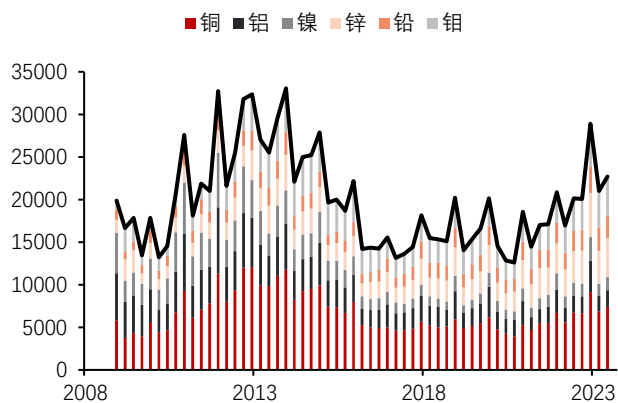
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 112：铁矿资本开支和产量同比增速 | 单位：%



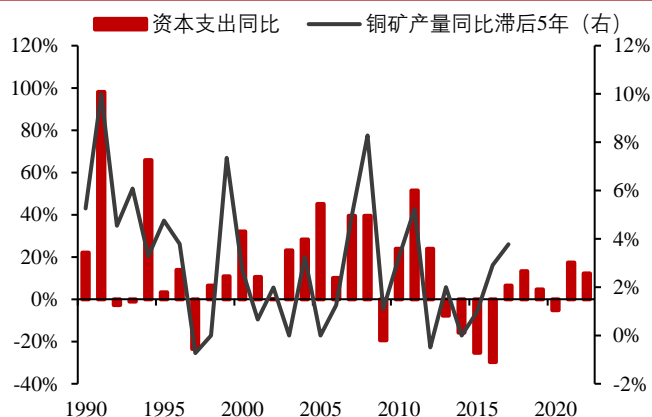
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 113：基本金属行业资本支出 | 单位：百万美元



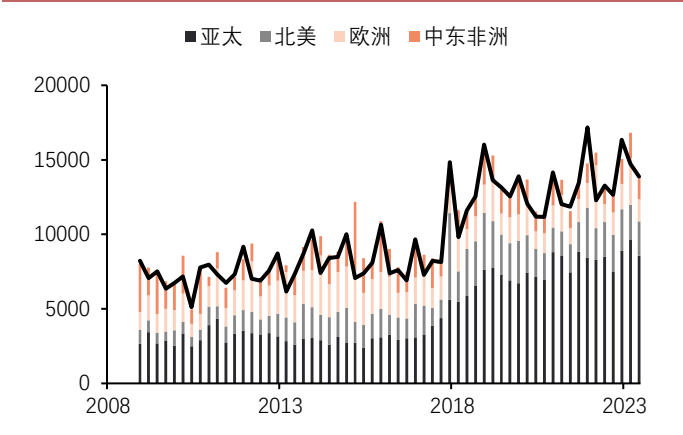
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 114：铜资本开支和产量同比增速 | 单位：%



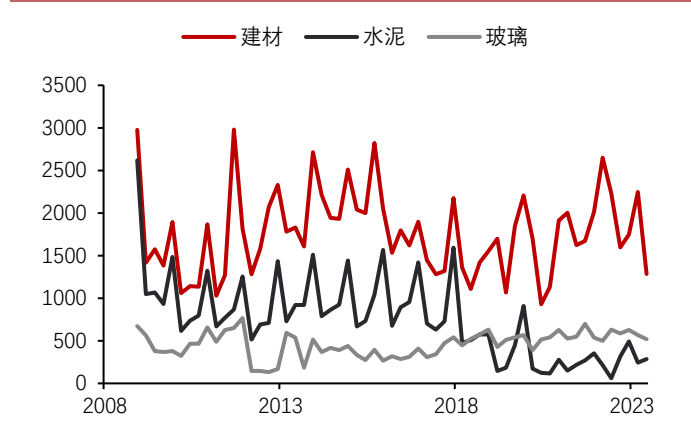
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 115：化工行业资本支出 | 单位：百万美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 116：建材行业资本支出 | 单位：百万美元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

需求

行业研判对商品需求的意义

行业结构上，结合前文来看，需求端关注运输设备、电气机械、通用设备、专用设备、水利；其次是汽车、橡胶和塑料、燃气等顺周期行业值得关注；半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等政策扶持行业也有望持续受益。

落实到商品板块上，整体工业金属的需求端都有支撑，其中有色的需求更具韧性；而黑色的需求对政策更为敏感，相对更具弹性；化工需求略偏弱；农产品需求稳定。

图 117：商品行业用量拆分及行业增速预测 | 单位：%

需求占比 行业		黑色建材			有色金属			化工			行业增速		
		螺纹	热卷	玻璃	铜	铝	锌	塑料		其他	2023年	2024年 (E)	
房地产投资		螺纹50%	热卷5%	玻璃75%	铜10%	铝25%	锌25%	PVC60%	PP5%		沥青15%	-10%	-8%
基建投资	不含电力	螺纹35%	热卷15%				锌35%	PVC10%	PE10%		沥青85%	6.5%	6%
	光伏全球装机											66%	35%
	合计				铜45%	铝20%						10%	10%
制造业销量	汽车		热卷25%	玻璃15%	铜10%	铝20%	锌15%		PP8%		橡胶75%	7%	5%
	新能源车全球产量											39%	27%
	家电		热卷10%		铜15%	铝5%			PP12%	EB40%		9%	5%
	机械		热卷15%			铝7%	锌5%					6%	5%
消费	日用消费品					铝5%		PVC30%	pp/pe 70-80% 用于日常消费		PTA 25%	3.9%	2%
	纺服										PTA75% MEG 90%	12.8%	8%
	粮油食品	农产品										5.2%	4%
	饲料											3%	3%

数据来源：华泰期货研究院

## 大宗商品市场展望

### 美联储货币政策转折

考虑到未来极大概率步入加息向降息转换的过渡期，我们回溯了美联储货币政策平台期（从加息转为降息期间）的资产表现，选取历史上美联储最后一次加息结束到第一次降息期间的历史数据，研究发现：1、风险资产先涨后跌：期间美债利率持续回落，美元指数低位徘徊后上涨，股指、商品先涨后跌，A股表现亮眼，上证4个样本均录得上涨，并且平均涨跌幅领先。2、商品分板块：有色、原油、黄金平均涨跌幅、上涨概率领先，化工、油脂油料、煤焦钢矿（1个样本）、农副产品（1个样本）领跌。

图 118：近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 | 单位：%

		10Y美债利率(绝对值变化,%)	美元兑人民币	美元指数	上证综指	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	纳指	道指	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油
后一月	平均涨跌幅	-0.24	-0.56%	-2.16%	4.25%	-0.68%	-0.70%	-0.28%	1.17%	1.48%	3.13%	2.06%	2.01%	-0.91%	2.46%	-0.55%	2.95%	-1.85%	0.72%	-2.09%	-0.09%	3.08%	6.89%
	样本上涨概率	0%	0%	0%	75%	0%	50%	50%	100%	100%	75%	50%	67%	50%	0%	0%	67%	33%	100%	33%	0%	100%	75%
后两月	平均涨跌幅	-0.34	-0.58%	-2.39%	9.39%	10.60%	2.77%	3.69%	3.67%	3.09%	-2.91%	9.60%	1.97%	-2.78%	-3.71%	-0.52%	3.42%	-5.71%	-0.51%	-1.20%	8.01%	3.25%	6.37%
	样本上涨概率	0%	25%	25%	75%	100%	50%	50%	50%	50%	50%	75%	67%	50%	33%	0%	67%	33%	0%	33%	0%	75%	75%
后三月	平均涨跌幅	-0.54	-1.12%	-2.02%	12.09%	32.06%	9.50%	11.66%	15.89%	16.67%	9.26%	8.11%	3.21%	-0.91%	5.49%	-3.07%	6.39%	-6.75%	-2.95%	0.37%	-9.89%	1.36%	9.44%
	样本上涨概率	0%	25%	0%	100%	100%	50%	50%	100%	100%	100%	100%	33%	50%	33%	0%	100%	67%	0%	33%	0%	75%	75%
后半年	平均涨跌幅	-1.67	-0.59%	1.12%	27.01%	18.89%	35.84%	29.25%	14.32%	12.56%	4.21%	8.05%	-0.90%	5.02%	1.40%	3.88%	-1.07%	-10.83%	6.85%	8.00%	-13.37%	1.98%	7.76%
	样本上涨概率	0%	33%	67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	67%	67%	67%	0%	67%	100%	33%	0%	100%	100%	0%	67%	67%
备注	样本个数	4	4	4	4	1	2	2	2	2	4	4	3	2	3	1	3	3	1	3	1	4	4

数据来源：Wind 华泰期货研究院

**美联储降息周期影响分析**，我们选取近四轮美联储第一次降息到最后一次降息的时段。背景：1、2019年和2007年分别受疫情和次贷危机冲击，降息期间经济持续承压；2、2001年和1995年经济更有韧性；资产：1、从整个降息周期看，股指、商品会面临不同程度压力，政策应对方式造成节奏上的区别，贵金属持续受益但系统性风险除外（2008年）。商品分板块：2、需求因素主导整体商品震荡调整，板块间不存在统一的强弱逻辑；3、供给因素能够带来板块上逆周期的机会，如2007年的原油；4、贵金属建议继续买入套保。

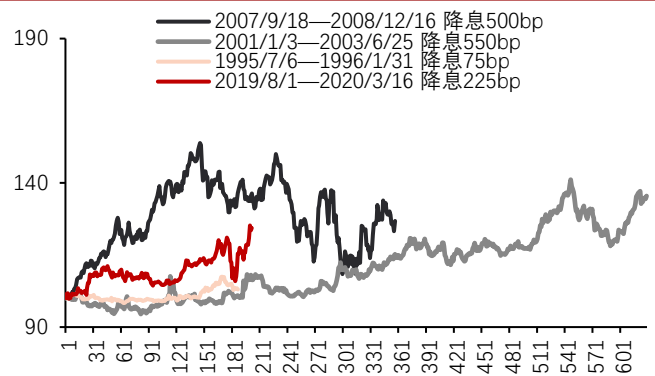


图 119：近四轮历史美联储降息期间的上证表现（指数化） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 120：近四轮历史美联储降息期间的黄金表现（指数化） | 单位：%



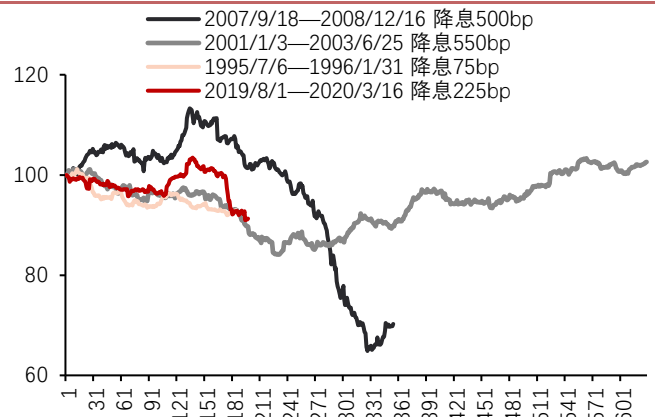
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 121：近四轮历史美联储降息期间的纳指表现（指数化） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 122：近四轮历史美联储降息期间的 CRB 工业原料表现（指数化） | 单位：%



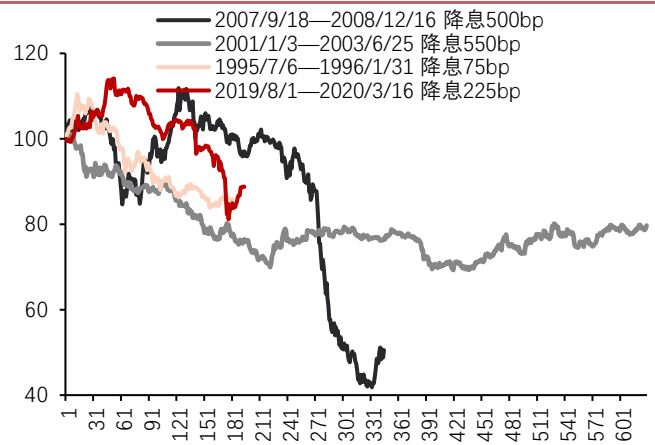
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 123：近四轮历史美联储降息期间的原油表现（指数化） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 124：近四轮历史美联储降息期间的有色表现（指数化） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 美国大选

2024 年 11 月 5 日将迎来美国大选，整体将经历“党内预算（2-6 月）—确定党内候选人（7-8 月）—候选人竞选（9-11 月）—全民选举（11/5）—就职”五个阶段，从往年经验来看，在确定党内候选人阶段市场基本就开始进行计价。后续我们将围绕总统是否连任、执政党是否更迭、民主党和共和党执政，共三个维度来分析大选对资产价格的影响。

统计样本上，我们回溯 1948 年以来的 19 次美国大选，一共 19 次美国大选，其中道指的样本能够追溯到 1900 年以来共 31 个大选样本，其中我们重点关注上涨概率<30%和>70%的资产。

总统是否连任的规律并不明显。总统未连任的样本中，美股表现更好，商品（工业原料、金属）先跌后涨，黄金大选后 3 个月录得下跌；总统连任的样本中：A 股先跌后涨，美元指数表现强势（或许和对外政策有关），商品整体规律不明显，原油、黄金先跌后涨。总统连任与否的规律不明显我们认为存在总统任满未能连任的样本影响，因此我们进一步分析执政党是否连任的样本。

图 125：总统未连任的 6 个样本资产表现 | 单位：%

	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:农产品	CRB:油脂	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油		
前三月	平均涨跌幅	-0.69%	5.31%	5.01%	3.23%	-0.16	-0.58%	-2.58%	-1.34%	-2.32%	1.33%	0.64%	1.14%	1.26%	10.04%
	上涨概率	60%	75%	100%	83%	50%	83%	83%	50%	17%	50%	67%	67%	40%	75%
前一月	平均涨跌幅	-0.82%	1.87%	0.06%	1.24%	-0.20	-1.77%	-2.30%	-3.52%	-4.04%	-2.38%	-1.54%	0.29%	-0.64%	0.24%
	上涨概率	40%	75%	40%	83%	17%	17%	0%	50%	17%	83%	17%	50%	60%	25%
后一月	平均涨跌幅	0.01%	3.90%	2.89%	1.40%	-0.05	1.82%	0.40%	0.99%	3.39%	3.35%	2.48%	2.04%	0.31%	-0.14%
	上涨概率	60%	67%	80%	67%	83%	83%	50%	83%	100%	100%	67%	40%	50%	
后三月	平均涨跌幅	1.65%	4.60%	6.19%	1.79%	0.05	1.38%	-1.15%	-1.98%	2.64%	3.77%	2.97%	3.15%	-3.30%	-0.76%
	上涨概率	40%	75%	80%	83%	83%	67%	83%	50%	67%	83%	67%	83%	20%	50%
样本个数		5	12	5	3	6	6	6	6	6	6	6	5	4	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 126：总统连任的 13 个样本资产表现 | 单位：%

美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:农产品	CRB:油脂	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
3.93%	1.01%	-2.05%	-9.99%	0.15	-1.97%	-3.54%	-4.47%	-3.88%	-0.94%	-1.19%	-0.97%	-3.83%	-6.51%
75%	53%	50%	25%	55%	38%	38%	38%	38%	54%	54%	69%	22%	38%
2.43%	-1.04%	-2.89%	-4.64%	0.13	-1.55%	-2.13%	-1.73%	-2.36%	-3.03%	-1.47%	0.06%	-2.56%	-6.39%
88%	47%	25%	75%	64%	46%	46%	54%	38%	46%	46%	69%	22%	13%
0.54%	0.84%	-1.90%	6.08%	-0.02	0.40%	-0.06%	0.34%	-0.30%	0.94%	0.78%	1.03%	0.22%	3.26%
63%	63%	63%	100%	64%	62%	54%	69%	69%	46%	62%	62%	56%	75%
0.88%	3.28%	3.80%	7.77%	0.00	0.94%	0.40%	-0.35%	1.60%	2.50%	1.35%	1.07%	0.41%	6.95%
50%	58%	75%	100%	64%	54%	62%	54%	62%	54%	38%	54%	83%	63%
8	19	8	4	11	13	13	13	13	13	13	13	9	8

数据来源：Wind 华泰期货研究院

**执政党连任利好风险资产，更迭带来一定风险。**执政党未连任的样本中：大选前美股、A 股录得不同程度调整，美元指数明显上涨，大选后 A 股明显反弹；商品规律不明显，其中黄金和原油大选前录得下跌。执政党连任的样本中：美股受益最显著，大选前后均录得上涨，美债利率先跌后涨；A 股、美元规律不明显；商品大选后录得上涨，关注工业原料、金属；黄金录得下跌。

图 127：执政党未连任的 10 个样本资产表现 | 单位：%

		美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
前三月	平均涨跌幅	5.02%	-0.82%	-2.15%	-9.99%	0.22	-2.50%	-3.11%	-4.26%	-3.41%	-4.88%	-2.26%	-0.62%	-3.62%	-4.74%
	上涨概率	86%	31%	57%	25%	67%	40%	40%	40%	40%	50%	70%	25%	43%	
前一月	平均涨跌幅	3.35%	-2.81%	-3.11%	-4.64%	0.19	-2.14%	-2.17%	-1.95%	-2.18%	-5.06%	-2.39%	-0.27%	-3.42%	-6.57%
	上涨概率	100%	31%	29%	75%	78%	40%	50%	60%	50%	30%	40%	70%	13%	14%
后一月	平均涨跌幅	1.11%	-0.23%	-1.76%	6.08%	-0.08	0.46%	0.58%	0.21%	-0.25%	0.84%	0.64%	0.91%	-0.07%	2.25%
	上涨概率	71%	62%	71%	100%	56%	60%	70%	70%	80%	50%	60%	60%	50%	71%
后三月	平均涨跌幅	0.66%	0.82%	3.71%	7.77%	-0.04	1.68%	1.84%	1.57%	3.27%	3.31%	1.56%	0.60%	1.02%	4.39%
	上涨概率	43%	46%	71%	100%	56%	60%	70%	60%	60%	40%	40%	38%	57%	
样本个数		7	13	7	4	9	10	10	10	10	10	10	8	7	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 128：执政党连任的 9 个样本资产表现 | 单位：%

美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
-1.20%	5.20%	3.94%	3.23%	-0.17	-0.45%	-3.38%	-2.62%	-3.36%	4.95%	1.22%	0.06%	0.12%	4.26%
50%	83%	83%	33%	38%	33%	33%	44%	22%	67%	67%	33%	60%	
-1.36%	2.18%	-0.18%	1.24%	-0.18	-1.04%	-2.20%	-2.68%	-3.68%	-0.34%	-0.50%	0.57%	0.19%	-0.83%
33%	78%	33%	33%	13%	33%	11%	44%	11%	56%	33%	56%	67%	20%
-0.56%	3.65%	1.93%	1.40%	0.02	1.29%	-0.45%	0.92%	2.10%	2.66%	2.07%	1.84%	0.67%	1.94%
50%	67%	67%	67%	50%	78%	33%	44%	67%	78%	89%	67%	50%	60%
1.78%	5.94%	5.89%	1.79%	0.09	0.41%	-2.23%	-3.57%	0.44%	2.45%	2.20%	2.98%	-3.50%	4.37%
50%	78%	83%	33%	88%	56%	33%	44%	67%	78%	56%	89%	17%	60%
6	18	6	3	8	9	9	9	9	9	9	9	6	5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

共和党利好周期，民主党利好科技。共和党执政的样本中：周期板块受益明显，道指更强，商品中的工业原料、金属普遍受益，A 股大选后一个月利好，但后三个月回吐涨幅。民主党执政的样本中：科技板块受益，纳指更强，A 股也受益且更持续，商品规律不明显。

图 129：共和党执政的 10 个样本资产表现 | 单位：%

		美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
前三月	平均涨跌幅	5.02%	-0.82%	-2.15%	-9.99%	0.22	-2.50%	-3.11%	-4.26%	-3.41%	-4.88%	-2.26%	-0.62%	-3.62%	-4.74%
	上涨概率	86%	31%	57%	25%	67%	40%	40%	40%	40%	50%	70%	25%	43%	
前一月	平均涨跌幅	3.35%	-2.81%	-3.11%	-4.64%	0.19	-2.14%	-2.17%	-1.95%	-2.18%	-5.06%	-2.39%	-0.27%	-3.42%	-6.57%
	上涨概率	100%	31%	29%	75%	78%	40%	50%	60%	50%	30%	40%	70%	13%	14%
后一月	平均涨跌幅	1.11%	-0.23%	-1.76%	6.08%	-0.08	0.46%	0.58%	0.21%	-0.25%	0.84%	0.64%	0.91%	-0.07%	2.25%
	上涨概率	71%	62%	71%	100%	56%	60%	70%	70%	80%	50%	60%	60%	50%	71%
后三月	平均涨跌幅	0.66%	0.82%	3.71%	7.77%	-0.04	1.68%	1.84%	1.57%	3.27%	3.31%	1.56%	0.60%	1.02%	4.39%
	上涨概率	43%	46%	71%	100%	56%	60%	70%	60%	60%	40%	40%	38%	57%	
样本个数		7	13	7	4	9	10	10	10	10	10	10	8	7	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 130：民主党执政的 9 个样本资产表现 | 单位：%

美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
-1.20%	5.20%	3.94%	3.23%	-0.17	-0.45%	-3.38%	-2.62%	-3.36%	4.95%	1.22%	0.06%	0.12%	4.26%
50%	83%	83%	33%	38%	33%	33%	44%	22%	67%	67%	33%	60%	
-1.36%	2.18%	-0.18%	1.24%	-0.18	-1.04%	-2.20%	-2.68%	-3.68%	-0.34%	-0.50%	0.57%	0.19%	-0.83%
33%	78%	33%	33%	13%	33%	11%	44%	11%	56%	33%	56%	67%	20%
-0.56%	3.65%	1.93%	1.40%	0.02	1.29%	-0.45%	0.92%	2.10%	2.66%	2.07%	1.84%	0.67%	1.94%
50%	67%	67%	67%	50%	78%	33%	44%	67%	78%	89%	67%	50%	60%
1.78%	5.94%	5.89%	1.79%	0.09	0.41%	-2.23%	-3.57%	0.44%	2.45%	2.20%	2.98%	-3.50%	4.37%
50%	78%	83%	33%	88%	56%	33%	44%	67%	78%	56%	89%	17%	60%
6	18	6	3	8	9	9	9	9	9	9	9	6	5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

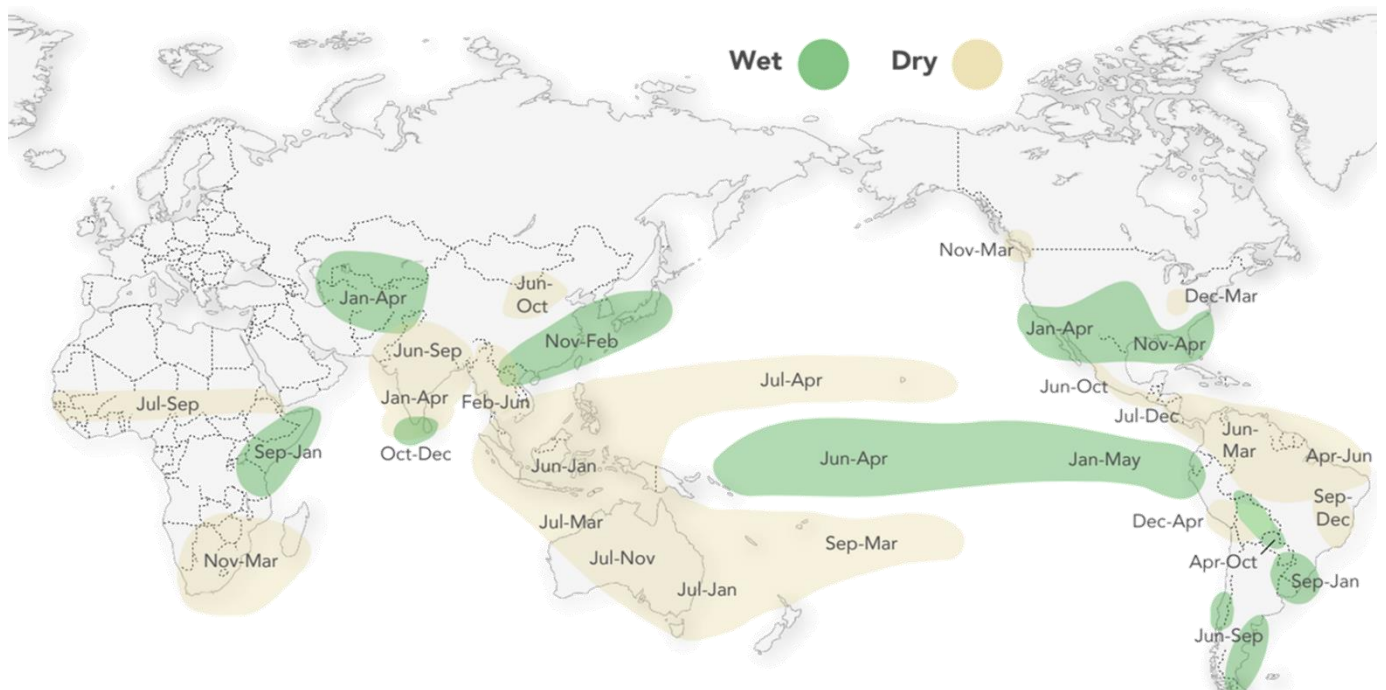
## 厄尔尼诺

本轮厄尔尼诺预计将持续至 2024 年 5 月。厄尔尼诺现象是指东南信风减弱，赤道太平洋中部、东部表面海水变得异常温暖，表层暖水向东回流，以致赤道太平洋东部和中部海域海水出现异常的增温现象。厄尔尼诺事件下的全球气候预计偏暖。以环赤道太平洋地区预计将呈现“东涝西旱”现象。最新的 Nino3.4 区域温度异常已经超过 0.5°C，目前 Nino3.4 区域温度异常已经超过 0.5°C，世界气象组织（WMO）已宣布进入厄尔尼诺，

其中根据多模型最新监测，2 月以后厄尔尼诺概率会逐渐降至 90%以下，本轮厄尔尼诺持续时间预计到 2024 年 5 月左右。

从降雨预测来看，厄尔尼诺会造成东南亚、澳大利亚、印度干旱、巴西(北部少雨,中南部降雨过多)、美国（北部少雨、南部降雨过多）、中国(北方少雨、南部多雨)；时间上，2023 年底到 2024 年一季度，关注美国南部降雨，巴西、阿根廷降雨，东南亚、印度干旱，我国东南沿海降雨的进展。

图 131：传统厄尔尼诺下的全球气候变化



数据来源：NOAA CFSv2 IRI 华泰期货研究院

目前重点关注饲料（豆菜粕）、橡胶、棕榈油明年的影响。大豆以及饲料方面，巴西、阿根廷大豆生长期在 1-3 月,但目前预计巴西降雨处于往年偏低水平,减产将支撑价格。棕榈油方面，在厄尔尼诺气象条件下马来和印尼降水量往往偏少，降雨不足或导致棕油的减产。考虑到棕油生长的季节性特征，关注棕榈油的减产风险。天然橡胶方面，东南亚地区迎来持续性的高温及干旱天气可能导致天然橡胶亩产的下降，天然橡胶来源于三叶橡胶树，而橡胶树的胶乳 60~70%是水，降雨减少同样将影响产量。

图 132：主要农作物的产地和生长周期跟踪

品种	产区	2015-2022年平均产量信息				物候信息																								温度监测周期			
		面积(1000 HA)	单产(MT/HA)	产量(1000 MT)	全球产量	产量占比	1月		2月		3月		4月		5月		6月		7月		8月		9月		10月		11月		12月				
							上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬	下旬	上旬		下旬	上旬	下旬
棕榈油	印度尼西亚	11077.63	3.51	38900.00	68829.63	56.52%																								01~12			
棕榈油	马来西亚	5136.13	3.72	19022.63		27.64%																									01~12		
大豆	美国	33846.43	3.36	113903.43	348500.71	32.68%																								06~11			
大豆	巴西	36592.86	3.32	121714.29		34.93%																									11~03		
大豆	阿根廷一季(75%)	16950.71	2.91	49400.00		14.18%																									11~03		
大豆	阿根廷二季(25%)																																12~04
1000 480 lb. Bales																																	
棉花	印度	12498.25	475.50	27237.50		23.87%																								06~09			
棉花	美国	3946.38	947.50	17213.88		15.09%																									03~06		
棉花	巴西MatoG(72%)	1290.00	1641.25	9832.50		8.62%																								02~06			
棉花	巴西Bahia(20%)																																
玉米	美国	33570.00	10.85	364260.00	1109990.38	32.82%																								05~09			
玉米	巴西二季(73%)	17956.25	5.14	92312.50		8.32%																									02~06		
玉米	巴西一季(23%)	5418.75	7.80	41968.75		3.78%																								12~02			
玉米	阿根廷																																11~04
油菜籽	加拿大	8680.29	2.20	19043.86	72016.43	22.44%																								05~09			
油菜籽	印度	6524.00	1.18	7720.00		10.72%																									12~04		
油菜籽	澳大利亚	2565.86	1.48	3888.86		5.40%																									05~10		

播种 生长 收获 低产 高产 峰值

数据来源：USDA 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](http://www.htfc.com)