



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



高质量发展下的复苏之路

—— 2023/11/23

五矿期货 蒋文斌

■ jiangwb@wkqh.cn

■ 0755-23375128

■ 从业资格号：F3048844



CONTENTS



五矿期货
MINMETALS FUTURES



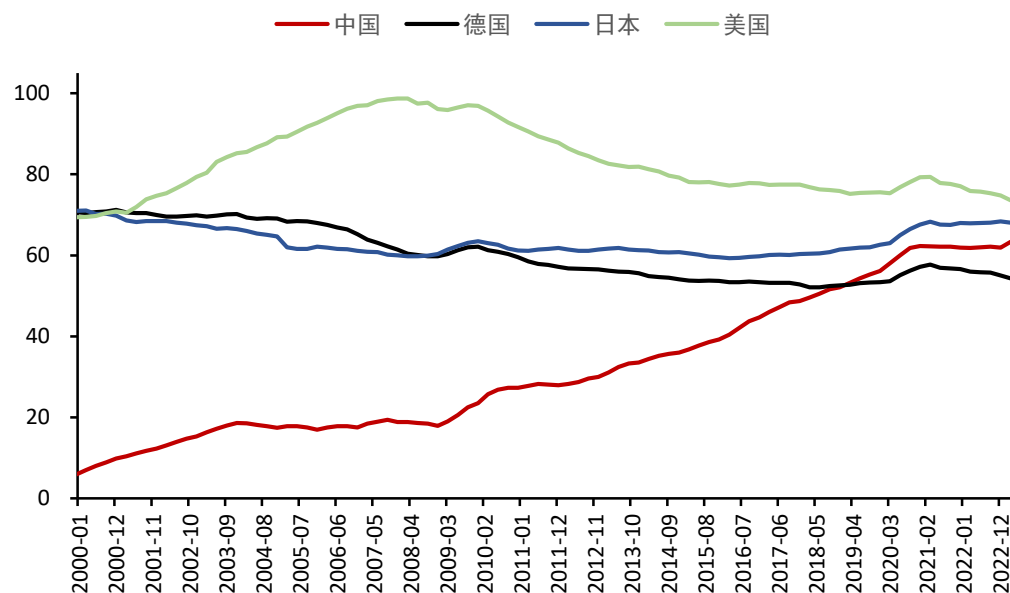
- 1 2024年中国复苏逻辑推演
- 2 美国：财政和流动性支撑美股及美国经济
- 3 2024年海外经济展望
- 4 2024年国内展望



1 2024年中国复苏逻辑推演

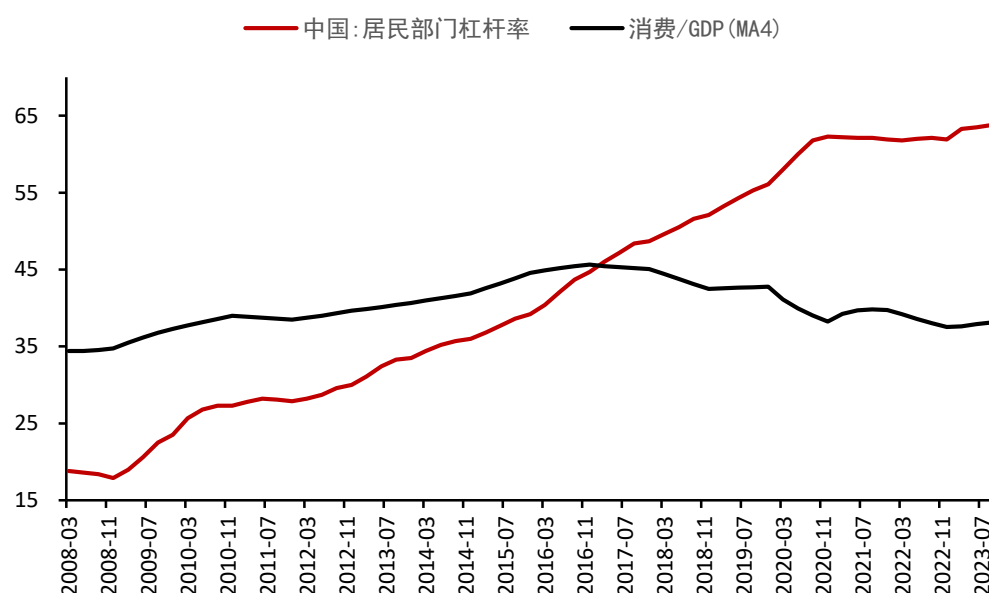
居民部门杠杆率偏高

图1：居民部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：居民部门杠杆率与居民消费（%）

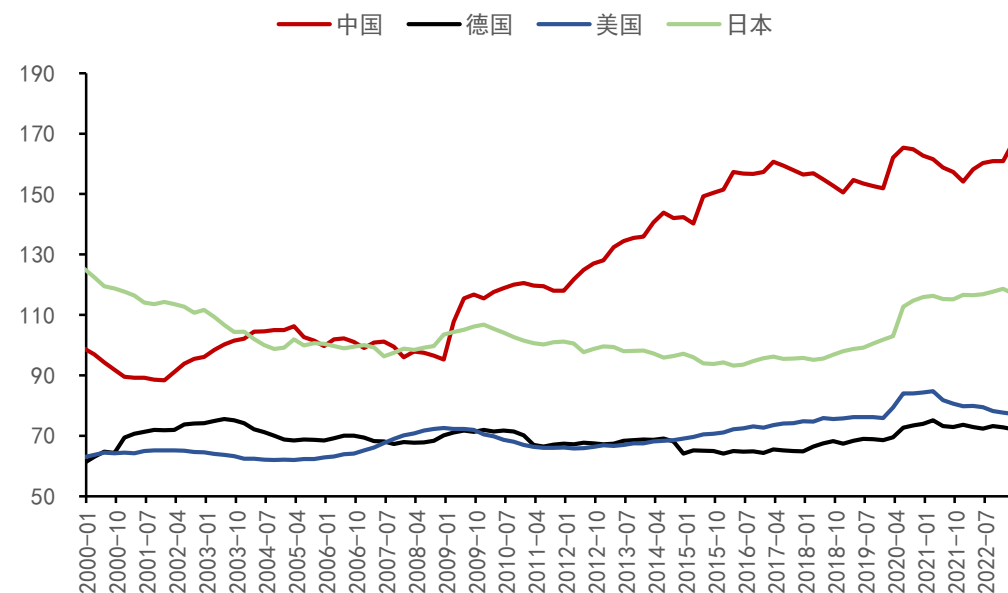


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 与主要国家相比，我国居民部门杠杆率处在高位。
2. 经历了2016-2021年居民部门的持续加杠杆后，居民消费和购房能力受到了明显的影响。

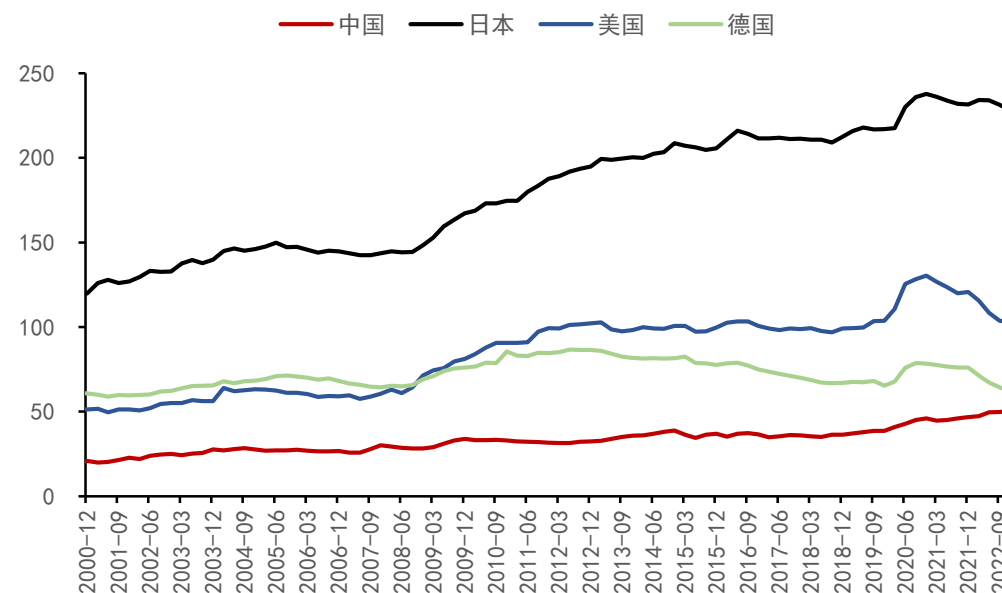
政府部门杠杆仍有空间

图3：非金融企业部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：政府部门杠杆率（%）

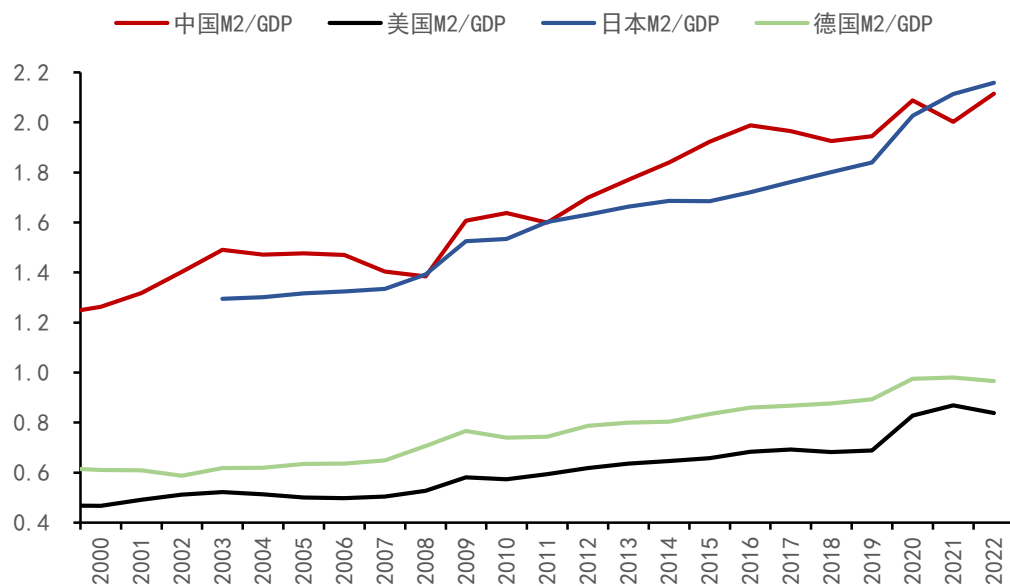


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

与主要发达国家相比，我国非金融企业部门杠杆率居于高位，但政府部门杠杆率仍相对较低。

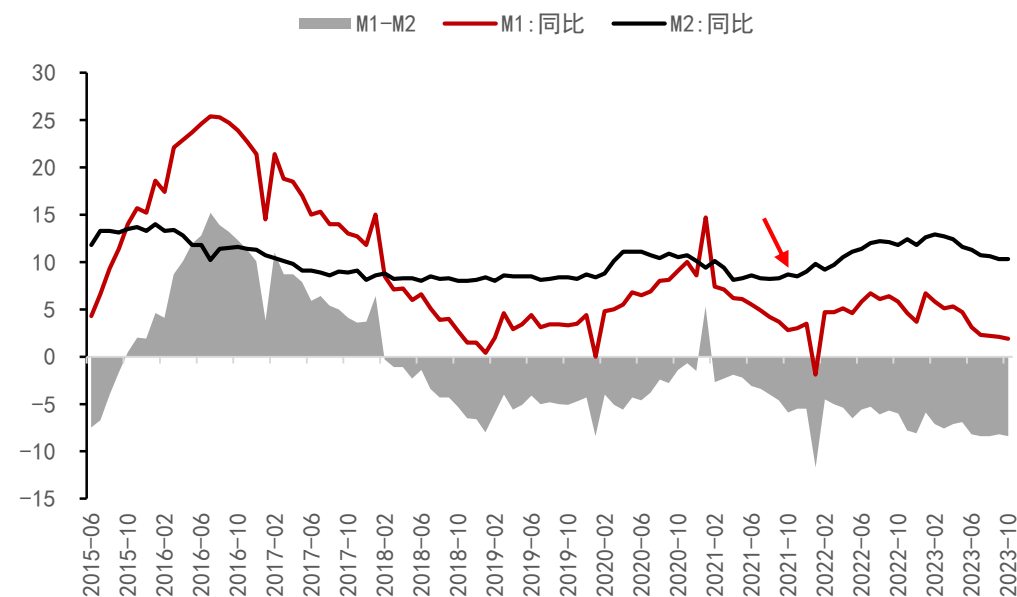
货币政策效果有限

图5: M2/GDP



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图6: M1及M2同比增速 (%)

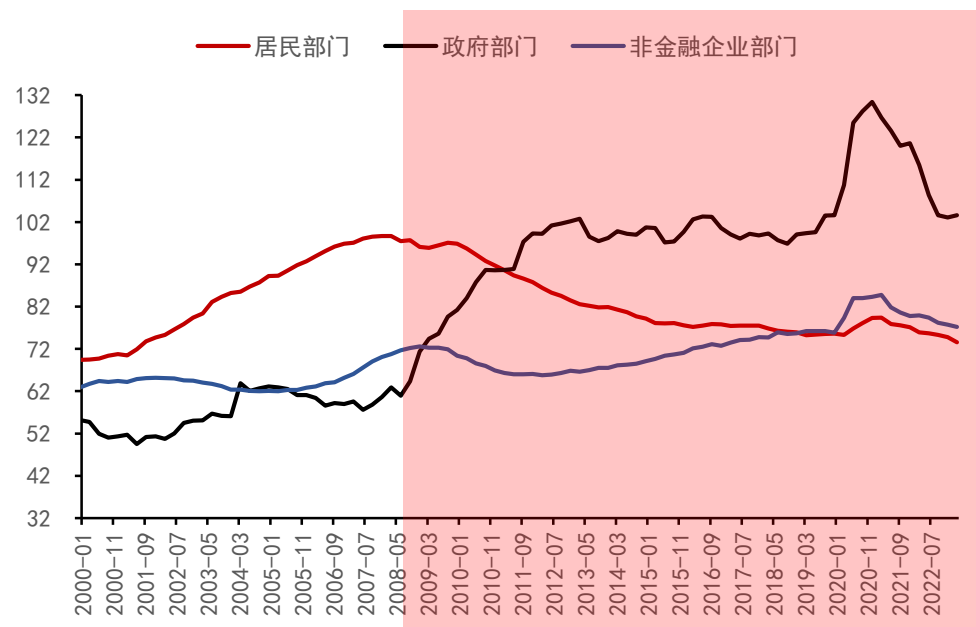


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

从M2/GDP的比值看,我国位置偏高。近两年M2-M1的剪刀差扩大,相对宽松的货币政策难以有效地传导至实体经济中。

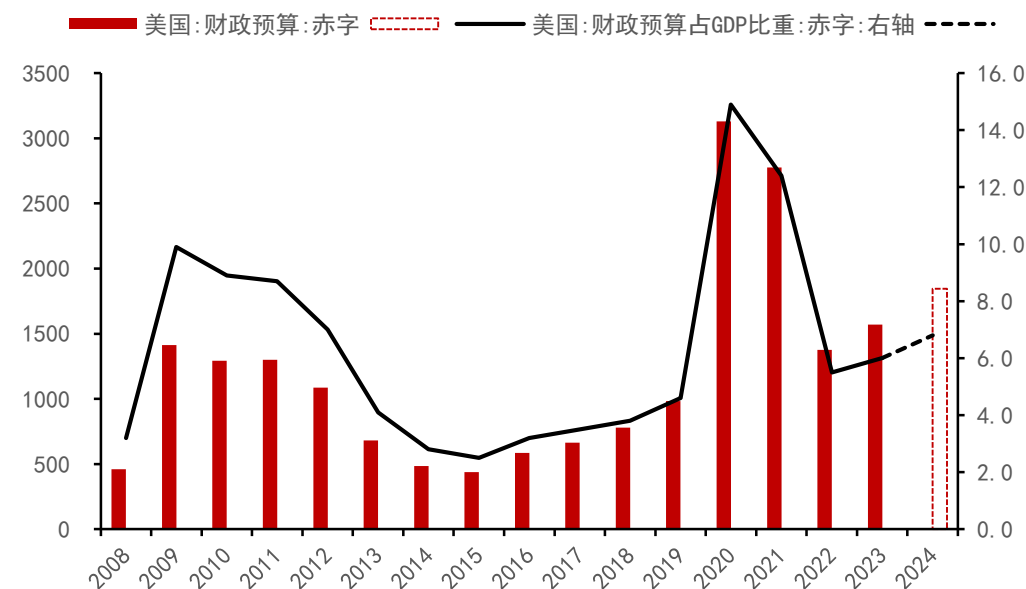
财政发力支撑美国经济增长

图7：美国政府、居民及非金融企业部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

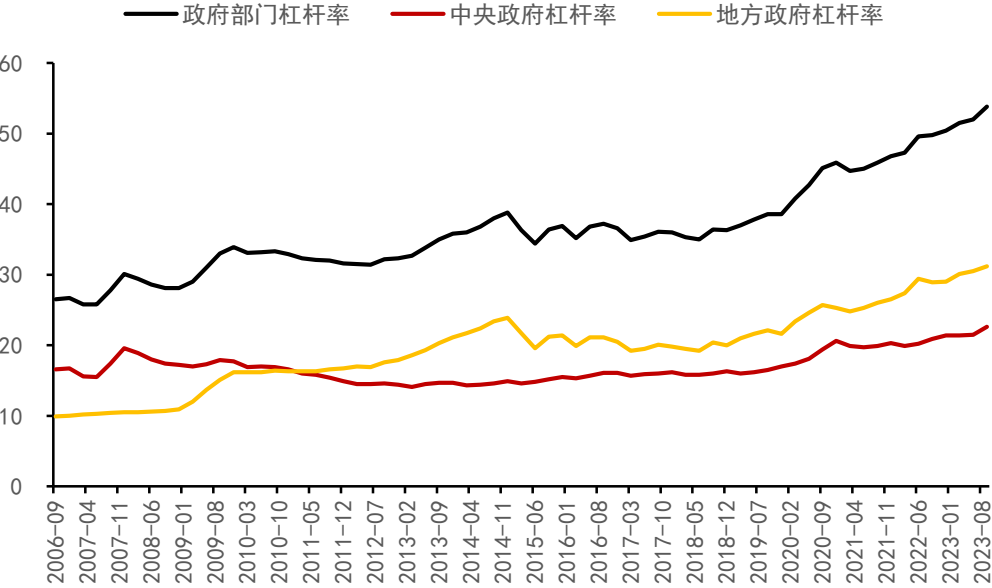
图8：美国财政赤字及其占GDP的比重（2024财年为预测值：十亿美元/%）



资料来源：白宫、WIND、五矿期货研究中心

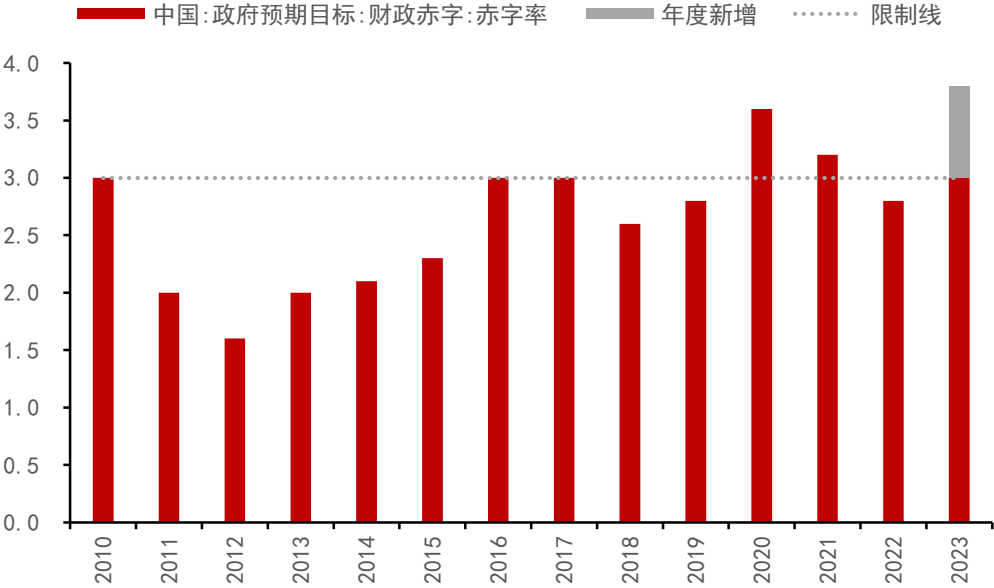
- 2008年金融危机后，美国政府部门加杠杆，居民及企业部门去杠杆。
- 疫情后，美国加大财政刺激力度，2020、2021年美国财政赤字占美国GDP的比例分别达到14.9%和12.4%。

图9：我国政府部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

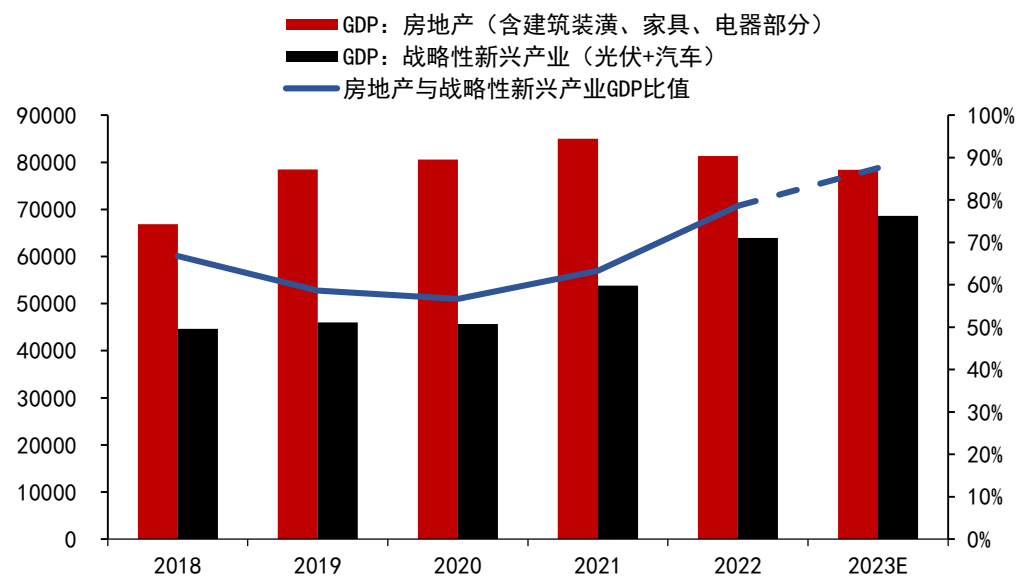
图10：中国财政赤字率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

我国中央政府财政杠杆率仍较低，随着土地财政收入的下降，四季度“万亿特别国债”的发行为未来财政发力打开了想象空间。重点是对基础设施建设（包括平急两用、保障房、城中村改造等）、科技创新、绿色发展、区域协调发展等领域的投入，推动经济高质量发展。

图11：房地产和战略新兴产业（汽车及光伏）产值（亿）比较



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

房地产行业产值回落，以汽车和光伏产业为代表的战略新兴产业占比提升。

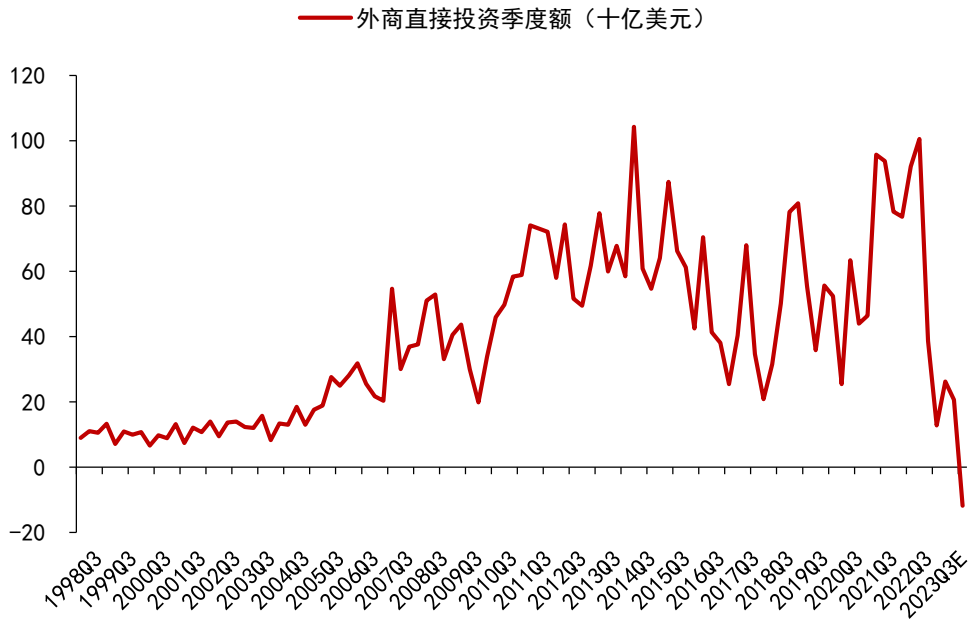
图12：地产新开工面积及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

中美关系改善带动资本流入、出口企稳

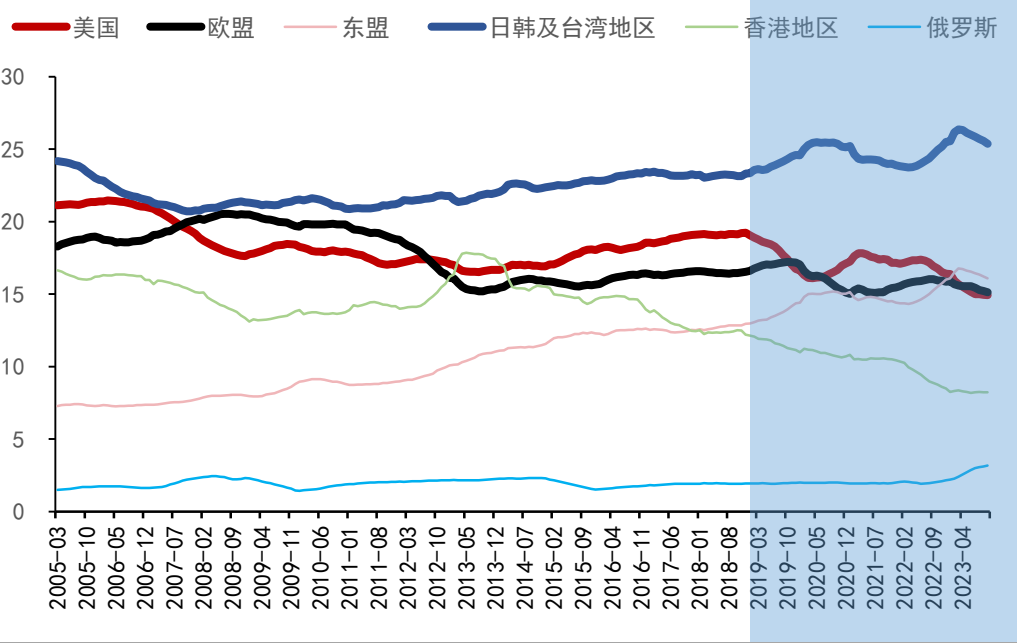
图13：外商直接投资季度额（十亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

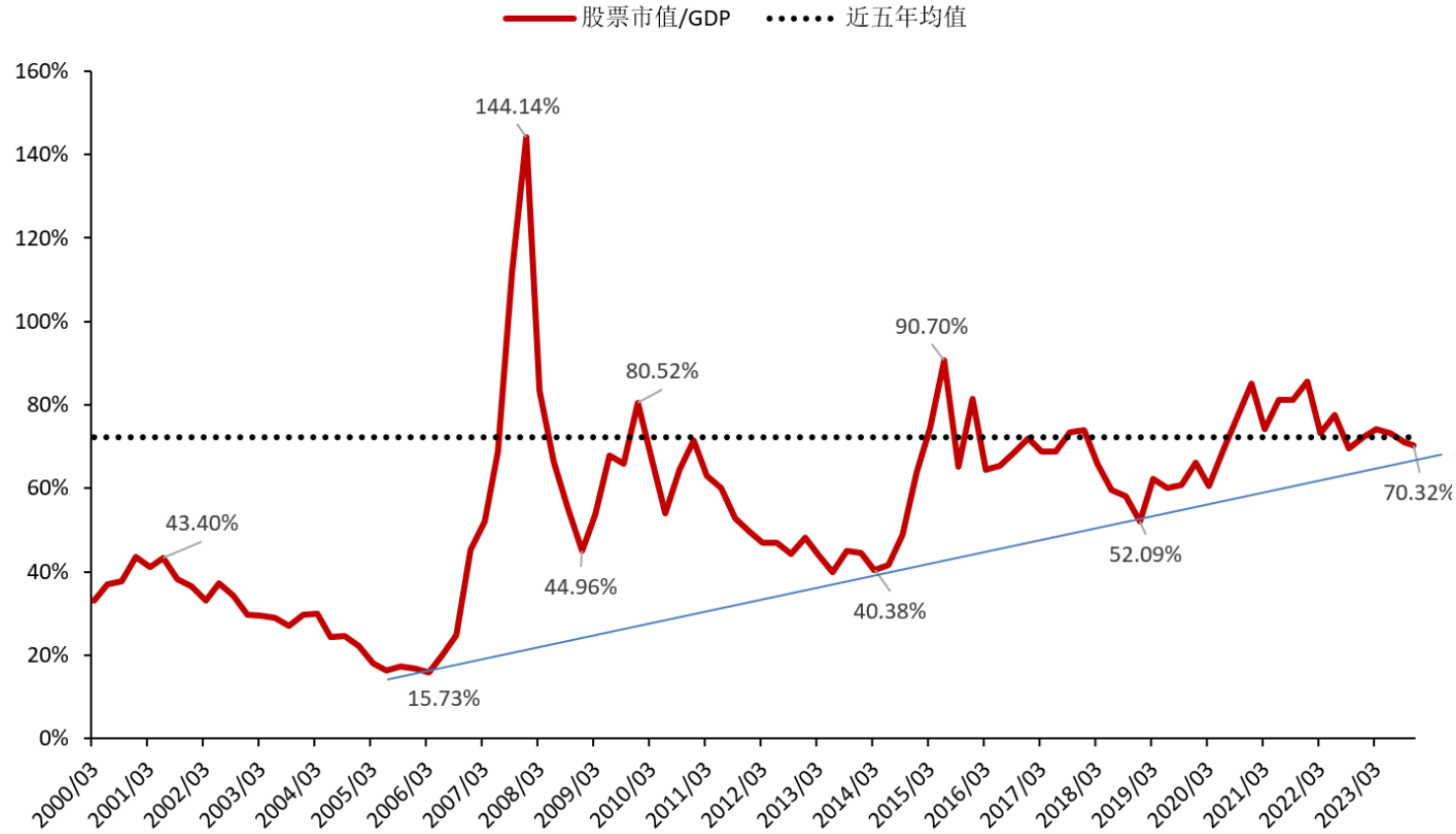
中美关系的改善有助于外商投资及出口企稳。

图14：主要贸易伙伴出口份额占比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：股票总市值/GDP（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

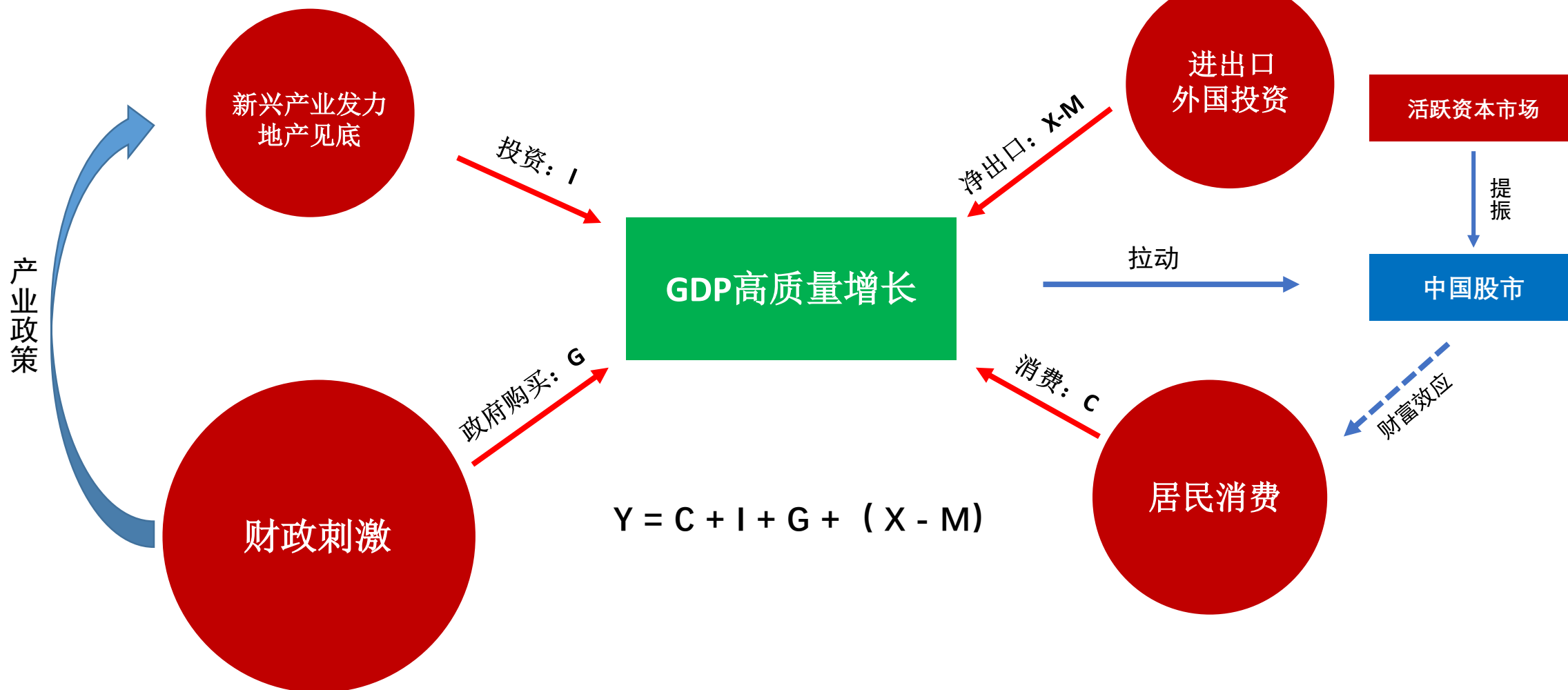
中国经济复苏逻辑



中国五矿

五矿期货
MINMETALS FUTURES

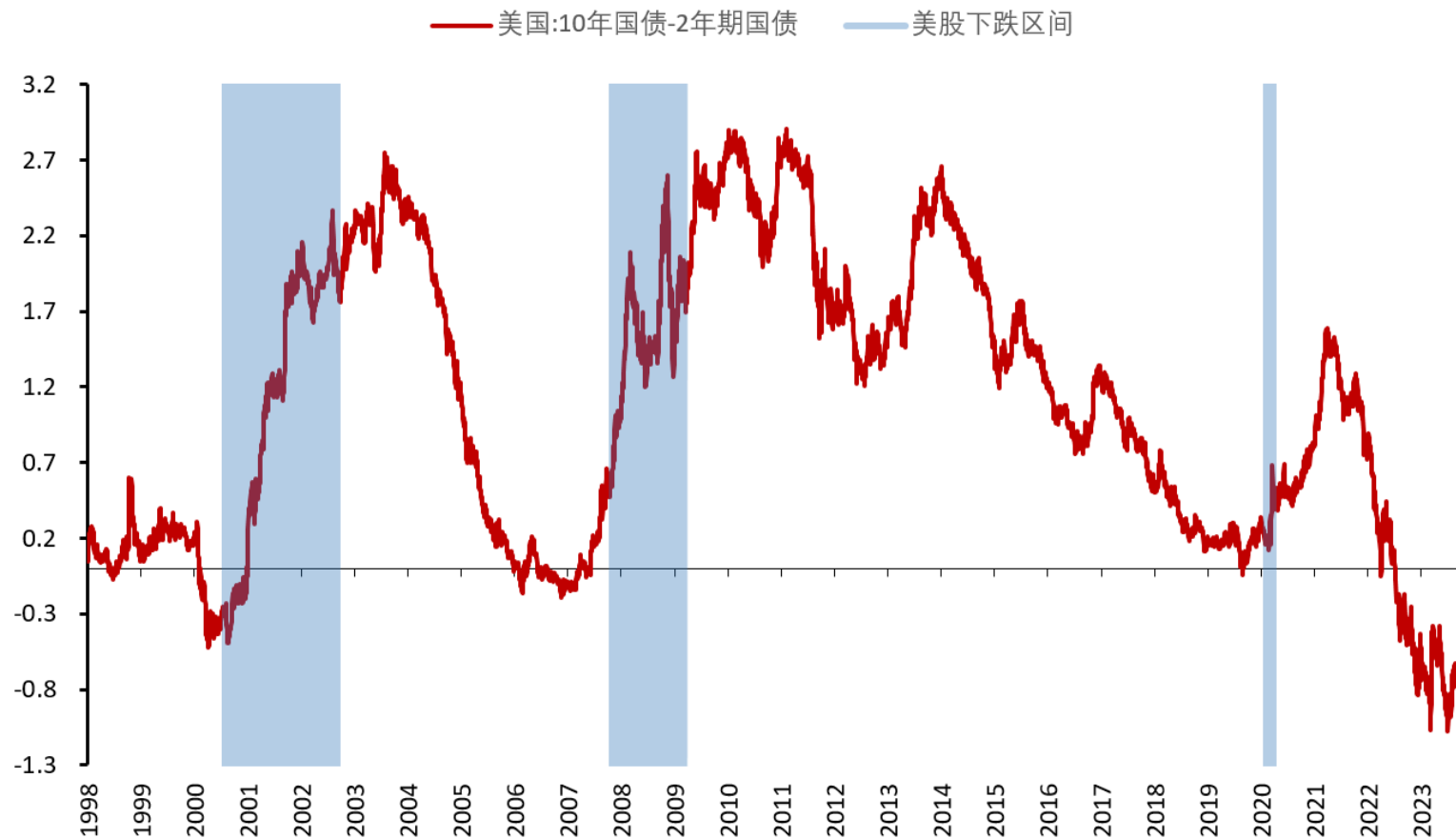
30th
1993-2023
五矿期货成立30周年
MINMETALS FUTURES



2 美国：财政和流动性支撑美股及美国经济

美债长短端利差

图16：美国国债长短端利差（%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

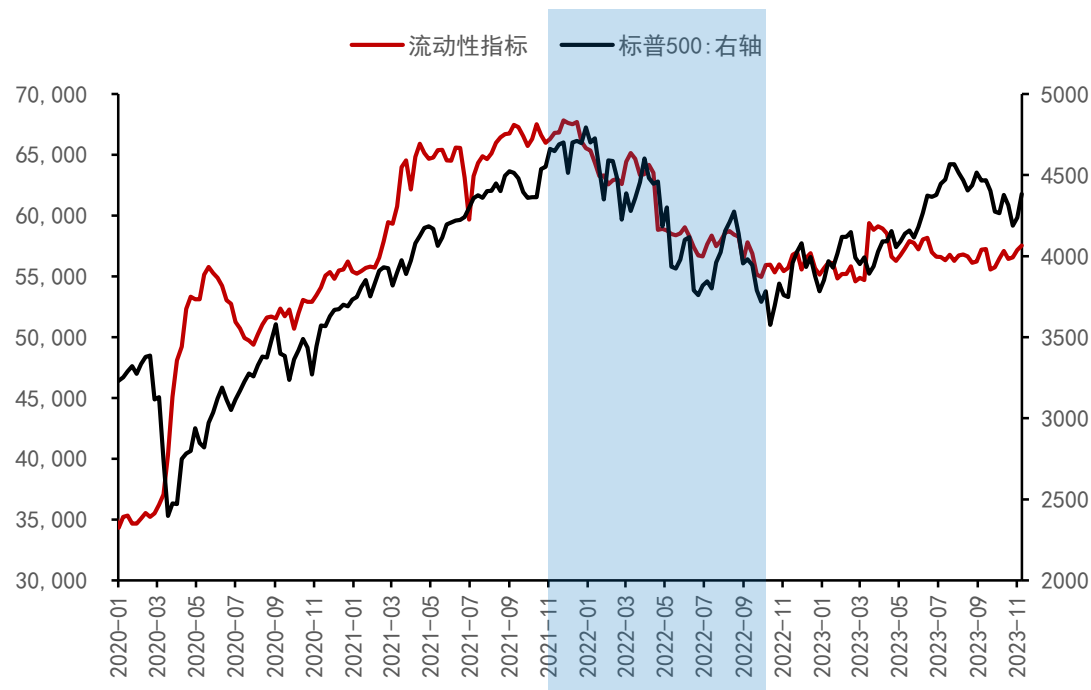
图17：流动性（美联储资产负债表规模-TGA-ONRRP:亿美元）及美国GDP同比值（右轴：%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

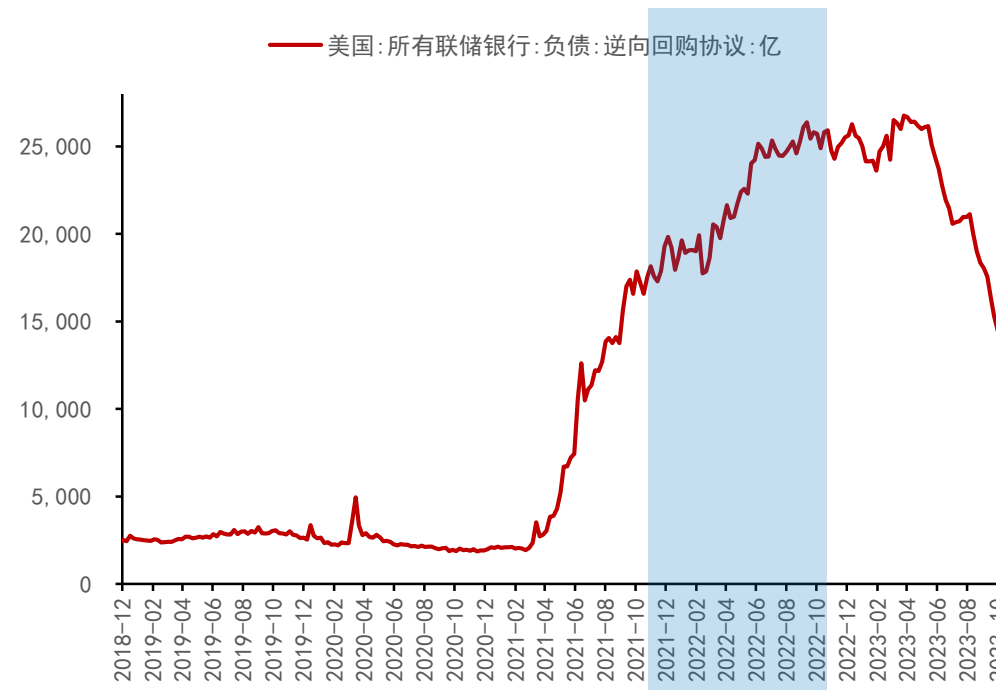
隔夜逆回购与流动性

图18：流动性（联储资产负债表-TGA-ONRRP：亿美元）与标普500指数（右）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：美联储隔夜逆回购余额（亿美元）

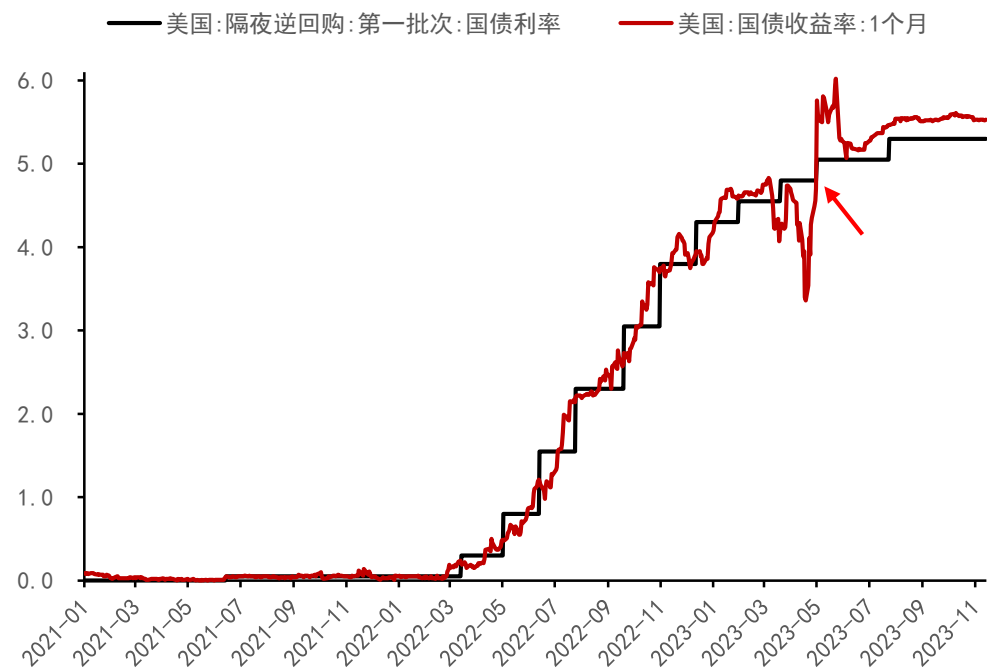


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美联储负债端的隔夜逆回购余额是美股流动性变化的重要影响因素。

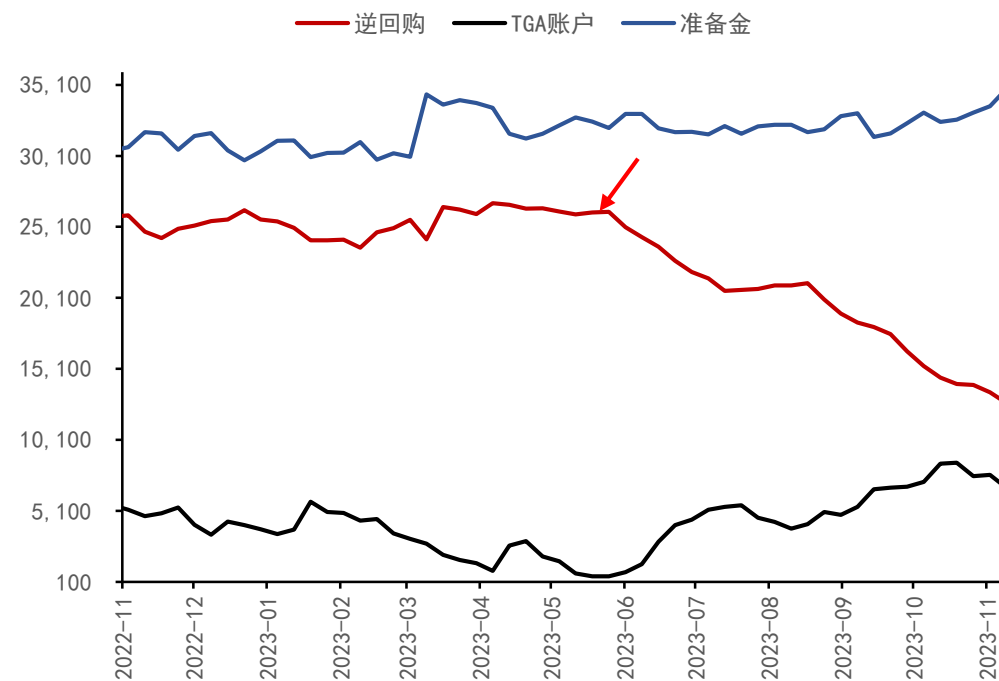
隔夜逆回购

图20：隔夜逆回购利率与1月期美债收益率（%）



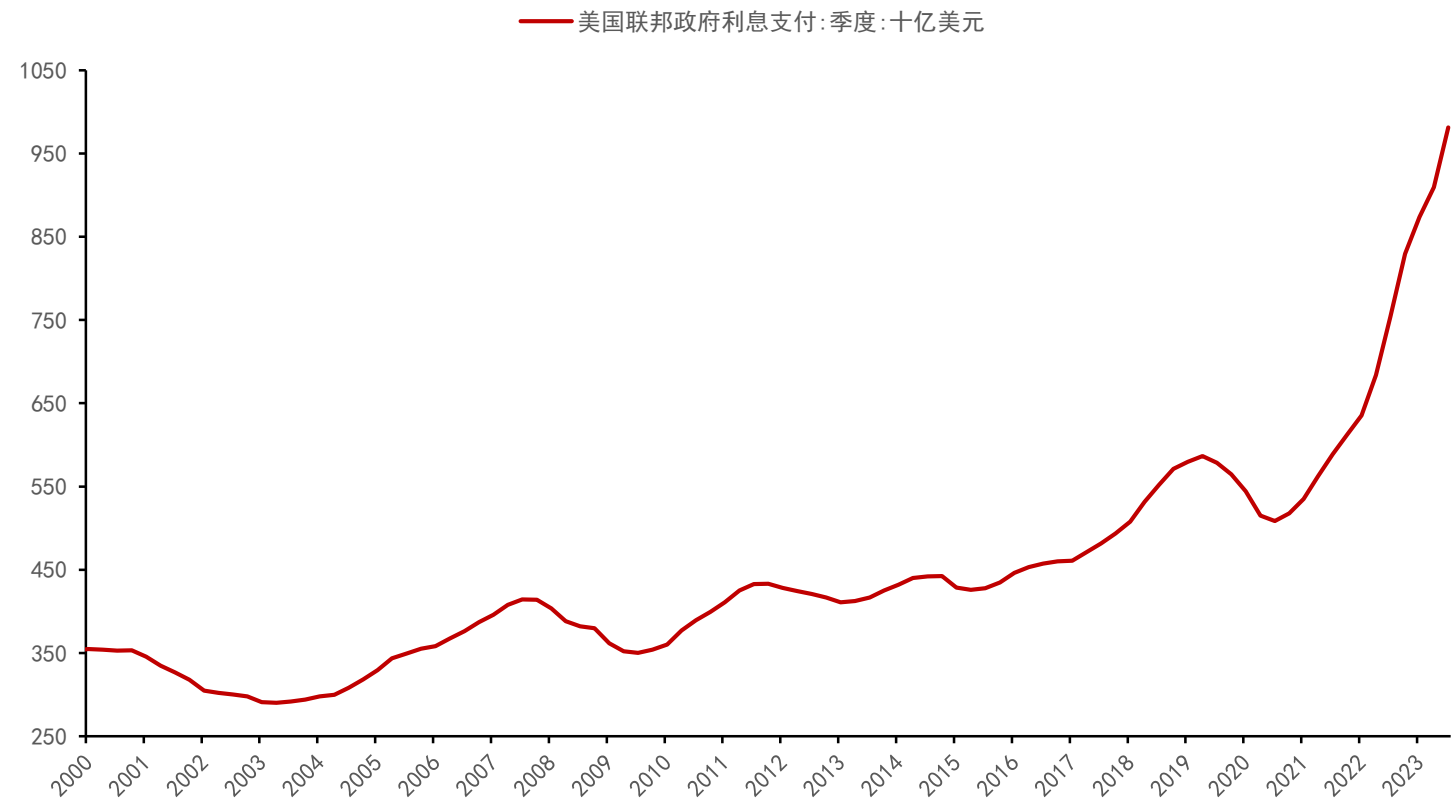
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：隔夜逆回购、财政部一般账户余额（TGA）及存款准备金（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图22：美债利息支出（十亿美元）

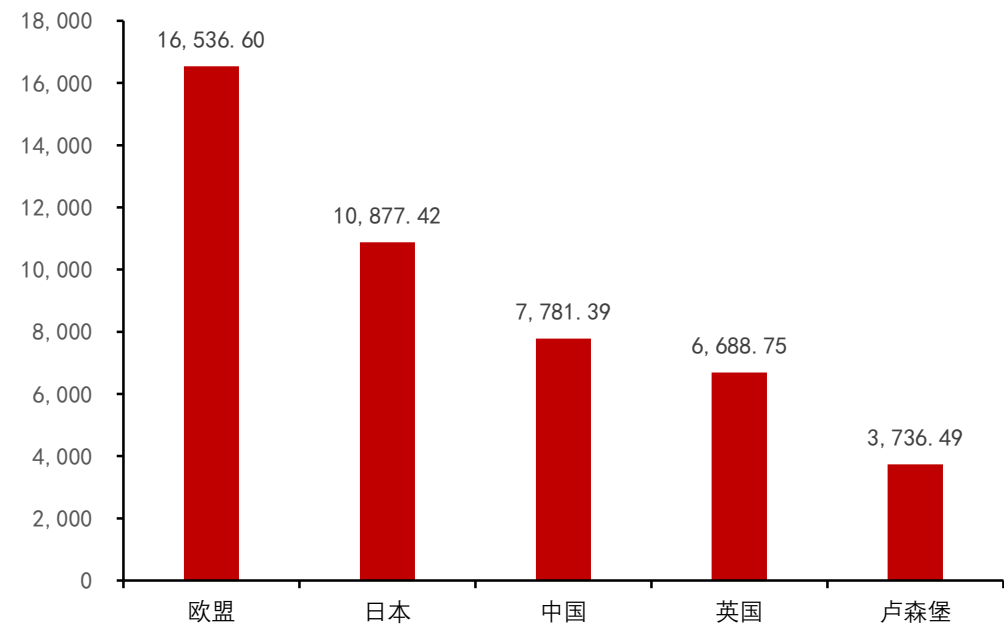


资料来源： FRED、五矿期货研究中心

美国为推行财政刺激令美债总规模上升，叠加美联储紧缩货币政策提高利率，美债利息支付金额大幅增加。

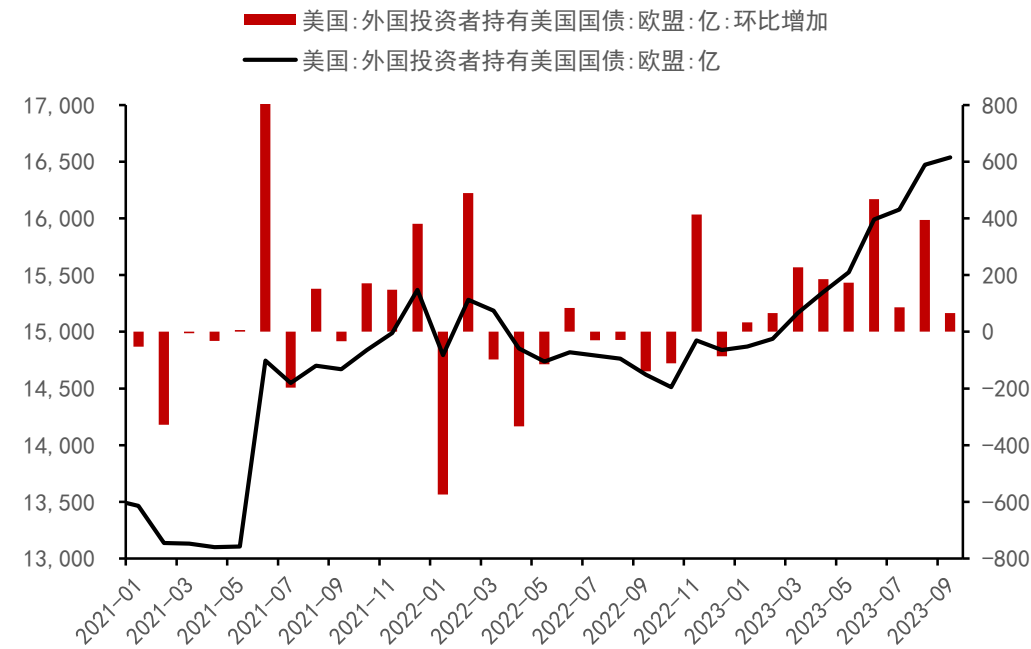
欧盟国家增持美债

图23：海外主体持有美债规模（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

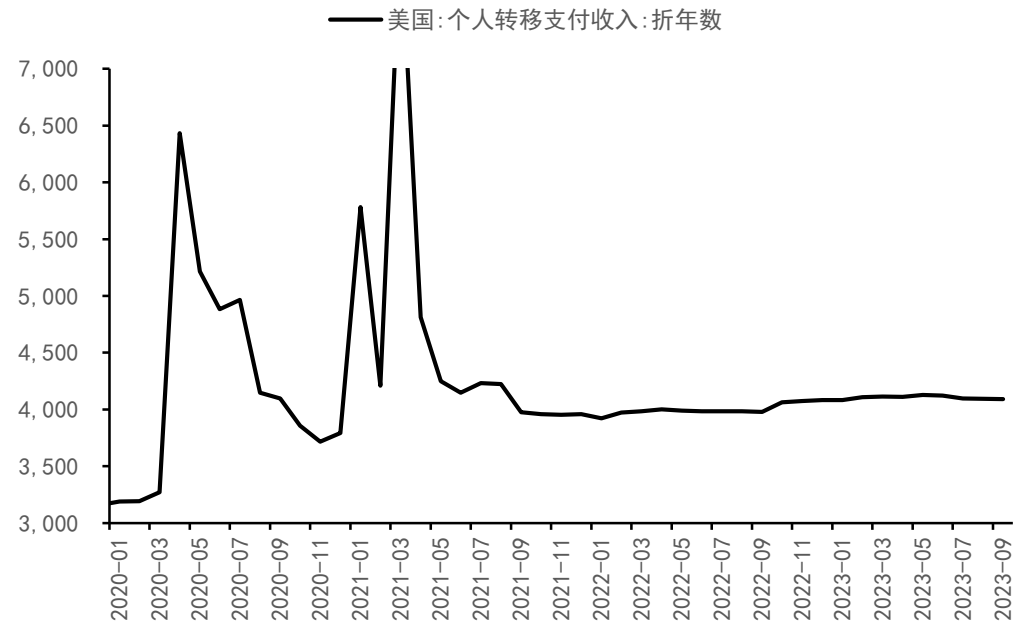
图24：欧盟国家持有美国国债及环比变化值（右轴：亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

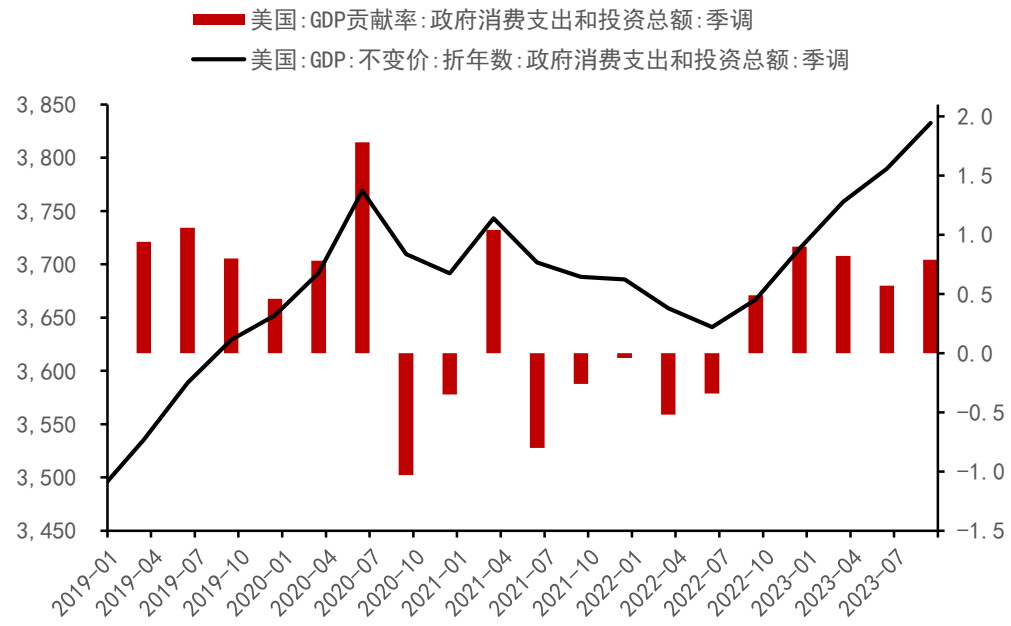
财政刺激为居民和企业提供流动性

图25：美国个人转移支付收入折年数：十亿美元



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图26：美国政府消费支出和投资总额（十亿美元）及其GDP贡献率（右轴：%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

新冠疫情后，美国政府对居民进行了大量的转移支付，《新冠纾困法案》、《美国救助计划法案》、《关怀法案》向居民转移支付总量为2.21万亿美元，占到2021年美国GDP的9.5%。对居民的转移支付在2021年下半年有所放缓，但对企业部门的转移支付随之开始，其中包括《基础设施投资及就业法案》、《芯片及科学法案》以及《降通胀法案》。

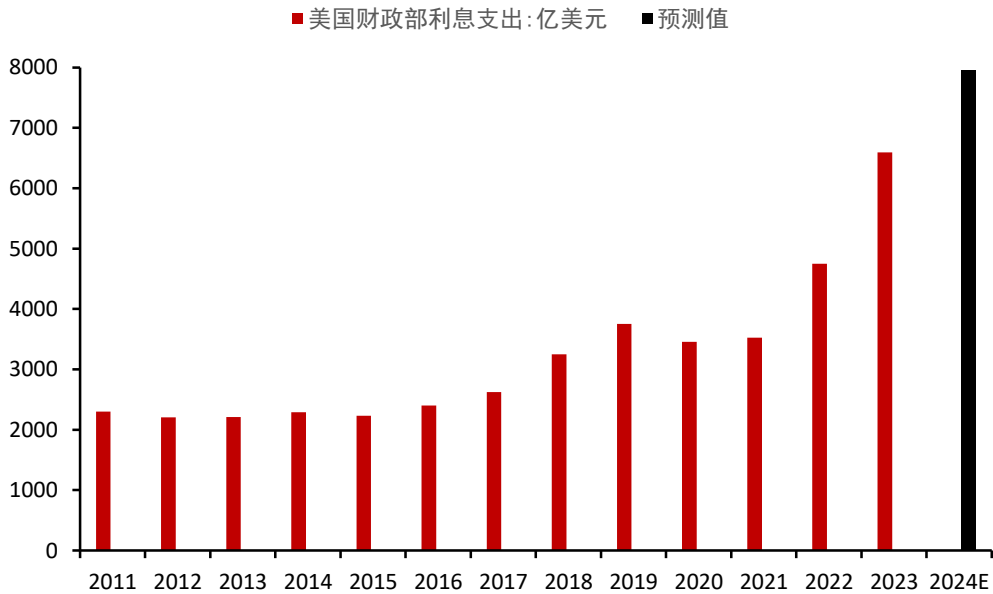
3 2024年海外经济展望

图27：美国财政支出预算（十亿美元）

十亿美元	2022	2023	2024
支出：			
可选支出：			
国防	752	800	880
非国防	912	936	992
可选支出加总	1664	1736	1872
必须支出			
社会保障	1212	1346	1459
医疗	747	821	842
医疗补助	592	608	556
其他必须支出	1581	1200	1060
必须支出加总	4133	3975	3916
净利息支出	476	665	796
总支出	6273	6376	6584

资料来源：白宫、五矿期货研究中心

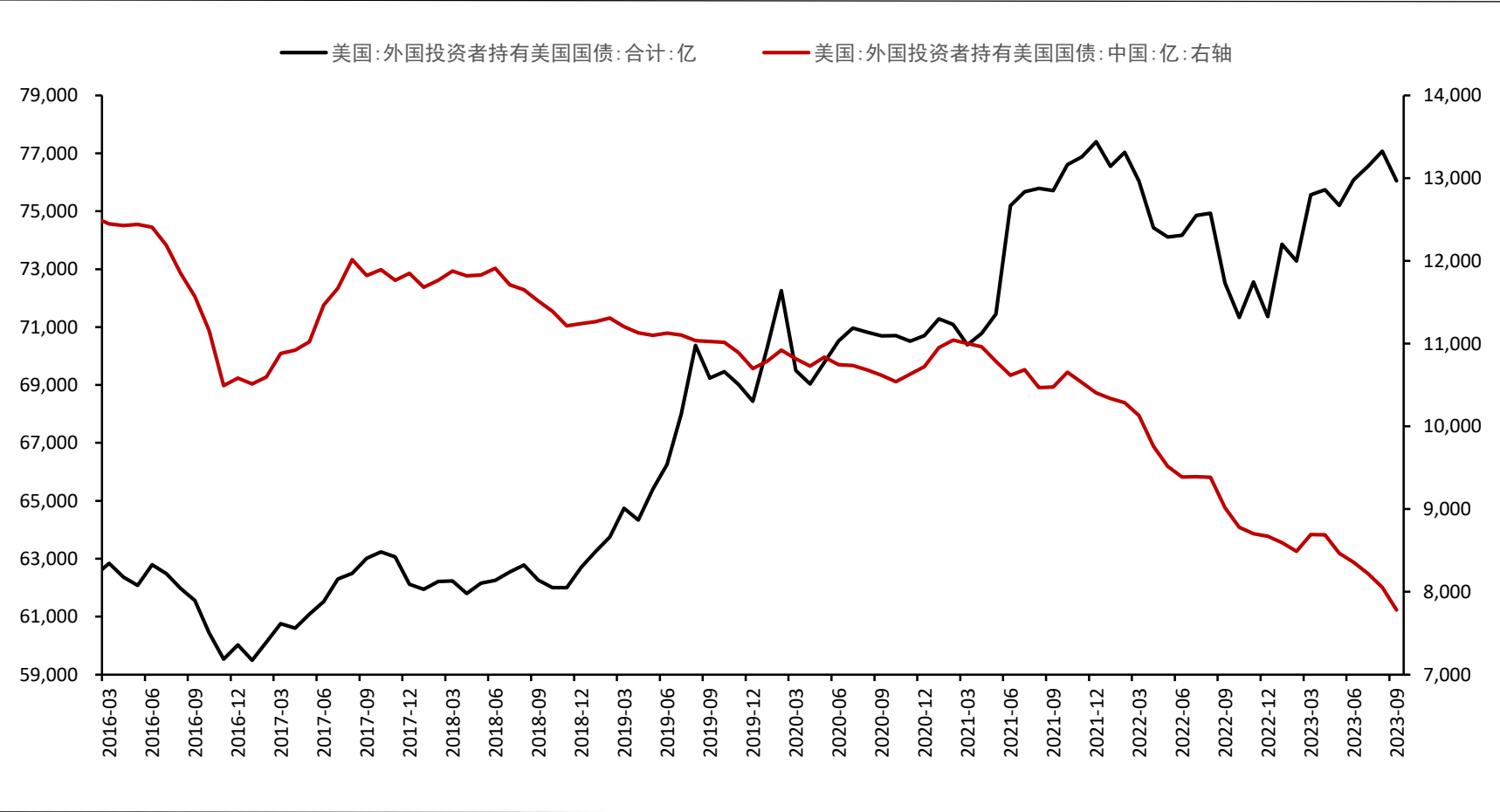
图28：美国财政部利息支出（亿美元）



资料来源：白宫、FRED、五矿期货研究中心

根据美国白宫发布的2024年财政预算展望，2024年美国财政部的利息支出将由2023年的6650亿美元上升至7960亿美元。

图29：国际投资者及中国持有美债金额（亿美元）

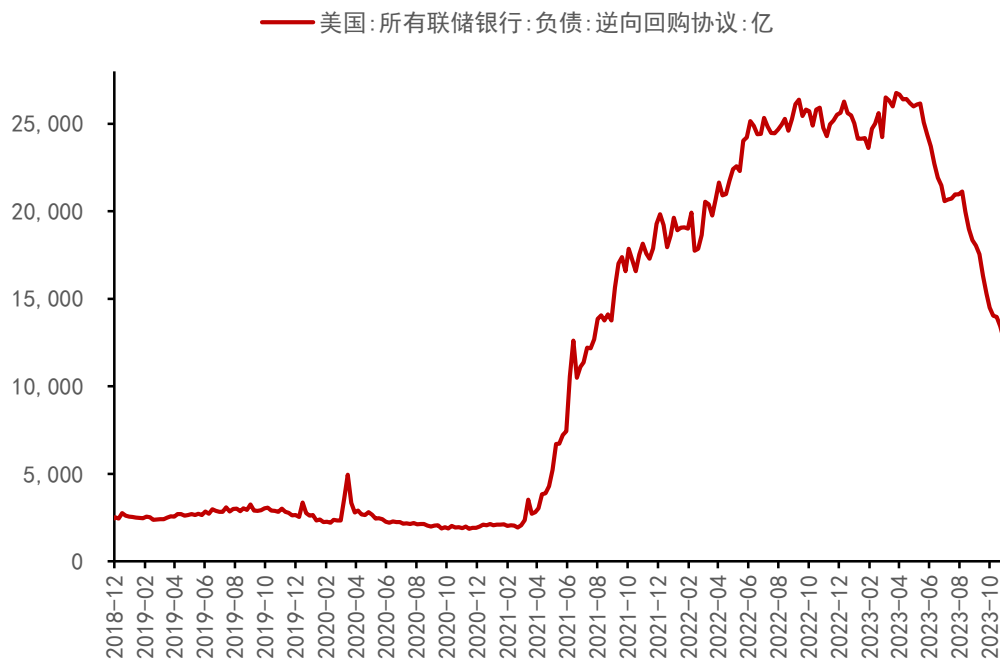


资料来源： WIND、五矿期货研究中心

近年来，中国持有的美国国债金额下降，其由2021年2月的1.1万亿美元下降至2023年9月的7781.39亿美元，当前占到美国国债海外持有总额的10.23%。

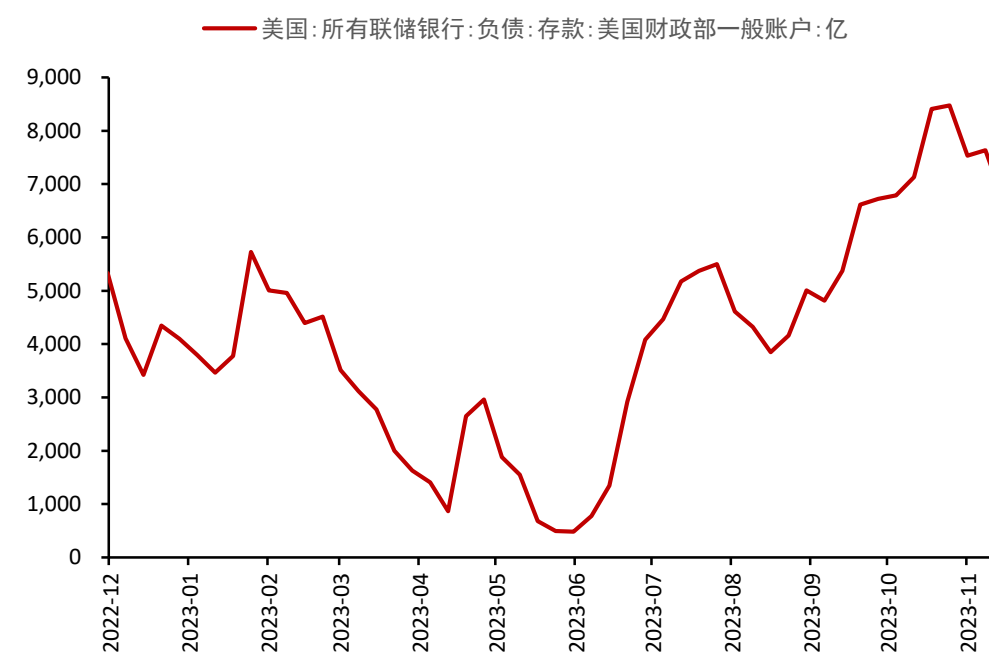
美联储隔夜逆回购与TGA

图30：美联储隔夜逆回购余额（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图31：美国财政部一般账户余额（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 美联储负债端的隔夜逆回购余额当前为1.27万亿美元，仍远超疫情前的规模水平。
2. 截止至2023年11月15日，财政部一般账户余额为6699.76亿美元。

财政和流动性支撑美国经济及美股

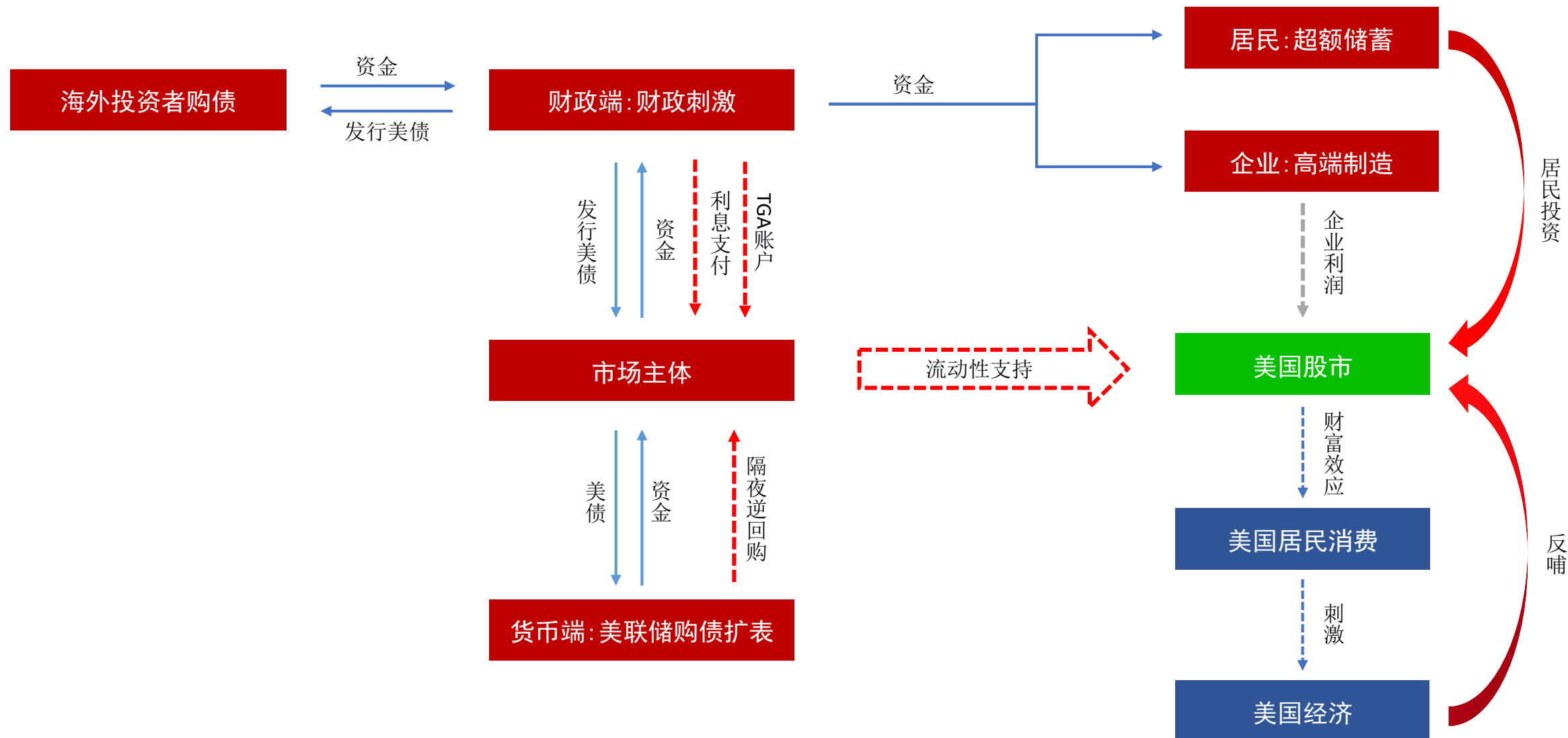
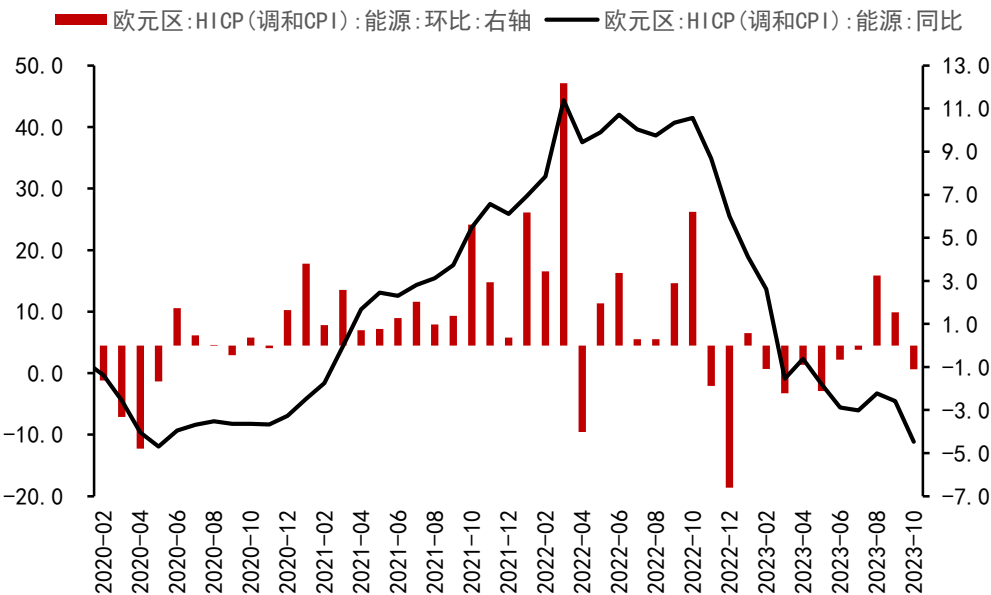


图32：欧元区经济景气指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图33：欧元区能源通胀（%）

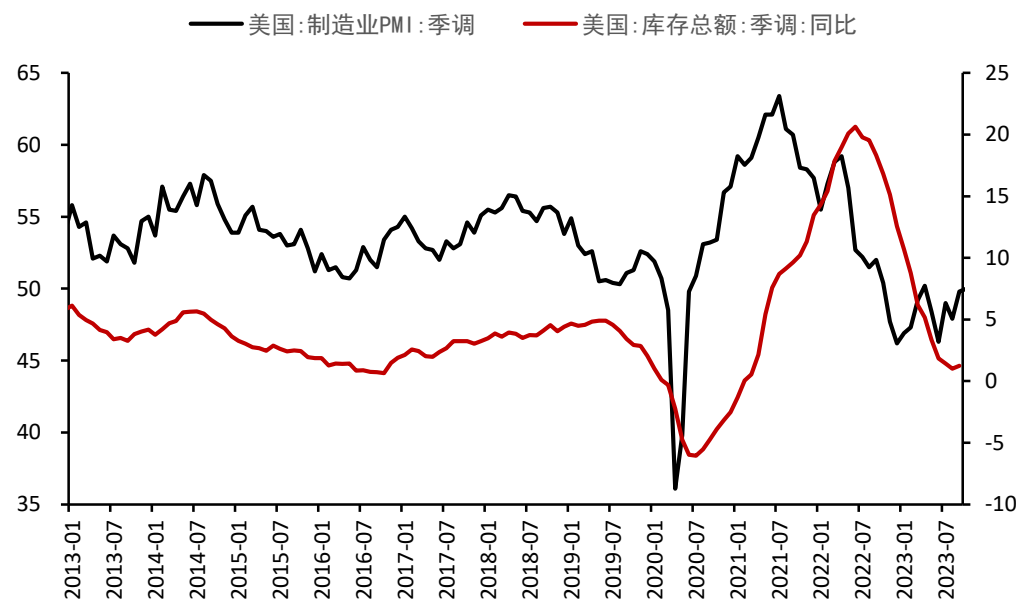


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

4 2024年国内展望

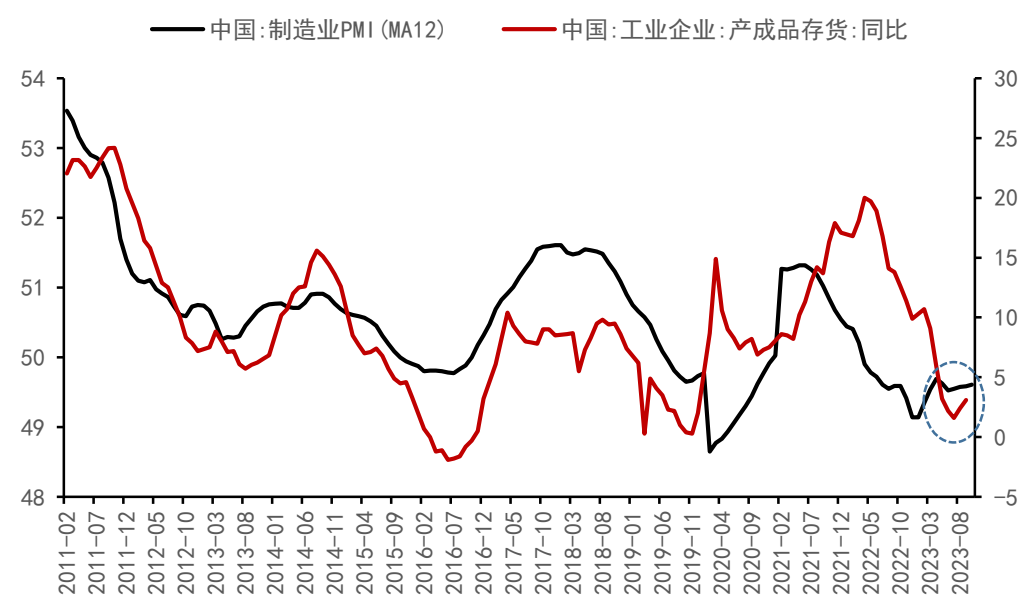
库存周期有望见底

图34：美国制造业PMI及库存总额同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图35：中国制造业PMI及产成品库存同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图36：南华工业品指数走势及气候合作



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、2020年9月22日，中国政府在第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”；2、美国总统气候问题特使约翰·克里于2021年4月14日至17日访问上海；3、美国总统气候问题特使约翰·克里于2021年8月31日至9月3日访问天津；4、美国总统气候问题特使约翰·克里于2023年7月16日至19日访问北京。

图37：沪铝收盘价（活跃合约）与气候合作



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

免责声明



五矿期货
MINMETALS FUTURES



五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司联系方式



五矿期货
MINMETALS FUTURES



产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: www.wkqh.cn

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博