



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获





# 宏观经济形势分析与展望

## ——补库在即，机会大于风险

成文日期：2024 年 6 月 27 日

### 摘要

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

徽商期货研究所

蒋贤辉 研究所所长  
从业资格号：F0311865  
投资咨询证：Z0011822

本文着眼于周期分析，首先站在全球经济长周期的视角，对世界经济长周期运行规律，以美国经济为研究对象的中周期、短周期运行规律以及他们之间的关系进行了研究，同时对比了我国与欧美库存周期的异同，再运用周期嵌套的原理，对当下周期做了定位，得出了我国在未来半年到一年时间里将处于主动补库阶段的结论。

补库的力度取决于内外两方面因素，外部因素以美国利率、汇率和金融风险作为主要因子进行分析，内部因素从驱动（抑制）因素包括库存、地产、汽车、基建、制造业和影响因素货币、利率、汇率、债务等方面进行分析，找出有利和不利因素。

最后，本文基于周期视角试着从未来 3-5 年的时间去看全球经济的走向。

**风险因素：**短期：外部：美国金融风险，美国失业率上升，由降息预期转变为实际加息，美元走强；内部：地产超预期下行，出口失速，人民币快速贬值，债务风险。

长期：外部：美国金融风险；内部：地产和债务风险。

## 一、周期定位

### （一）世界经济史上的五轮康波

自 18 世纪 80 年代至今，世界经济经历了 5 轮长波周期，每一轮长波由当时的技术所驱动。第一波长波周期由纺织工业和蒸汽机技术驱动，在 1782 年-1802 年达到繁荣，自 1815 年开始进入衰退，期间伴随长达 10 年之久的拿破仑战争，在 1825 年-1836 年进入长达 10 年的萧条期，此轮长波周期持续时间长达 63 年。第二波长波周期由钢铁和铁路技术所驱动，长达 47 年。第三波长波周期由电气和重化工业所驱动，在 1892-1913 年达到繁荣，随着第一次世界大战的开启，进入衰退期，此轮长波周期持续 59 年。第四波长波周期由汽车和电子计算机技术驱动，长达 43 年。第五波长波周期由信息技术所驱动，目前还处于该长波周期中。虽然各轮长波周期时间长短不一致，但世界经济呈现出了约 50-60 年左右的长波周期运行规律，每一波长波繁荣诞生于技术的成长，每一波长波萧条伴随着世界政治格局的错综复杂，甚至伴随着战争的出现，同时新技术也常在其中孕育。按照时间规律和一波经济周期各阶段呈现的特征规律推演，当前正处于由信息技术所驱动的长波周期的萧条阶段。

表 1：世界经济史上的五轮康波（1782 年-至今）

长波	繁荣	衰退	萧条	回升
第一波（纺织工业和蒸汽机技术）（63 年）	1782-1802 年 （20 年）	1815-1825 年（10 年） （战争 1802-1815 年）	1825-1836 年（11 年）	1836-1845 年 （9 年）
第二波（钢铁和铁路技术） （47 年）	1845-1866 年 （21 年）	1866-1873 年（7 年）	1873-1883 年（10 年）	1883-1892 年、 （9 年）
第三波（电气和重化工业） （59 年）	1892-1913 年 （21 年）	1920-1929 年（9 年） （战争 1913-1920 年）	1929-1937 年（8 年）	1937-1948 年 （11 年）
第四波（汽车和电子计算机）（43 年）	1948-1966 年 （18 年）	1966-1973 年（7 年）	1973-1982 年（9 年）	1982-1991 年 （9 年）
第五波（信息技术）	1991-2002 年或 2004 年 （11 年或 13 年）	2002 或 2004 年-？		

数据来源：1. 雅各布·范杜·因，创新随时间的波动，载外国经济学说研究会，现代外国经济学论文选（第 10 辑）[C]。

北京：商务印书馆，1986 年。

2. 陈漓高、齐俊妍，信息技术的外溢与第五轮经济长波的发展趋势[J]，世界经济研究，2007（7）；五轮世界经济长波

进入衰退期的趋势、原因和特点分析，2011 年。

## （二）美国中周期运行规律

以美国经济中周期为研究对象，自 20 世纪 70 年开始，美国中周期呈现出了较稳定的时间规律，中周期又称设备投资周期，其中伴随着资本投资效率的波动，繁荣期投资效率达到顶峰，萧条期投资效率达到低点，每一轮中周期伴随着 1-2 个投资效率高峰。如表 2 所示，虽然一轮中周期呈现出或长或短的时间周期，但过去约 50 年间，美国中周期呈现除了约 8.7 年左右的中周期运行规律。按照这个规律推演，上一波中周期起始于 2009 年底，结束于 2020 年三季度。美国从 2020 年 9 月开始了新一轮的中周期。

图 1：美国中周期

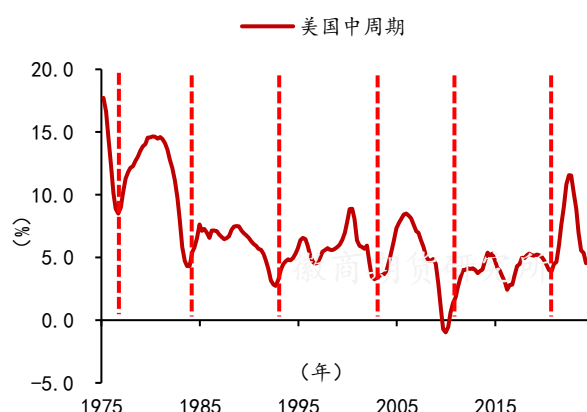


表 2：美国中周期运行规律

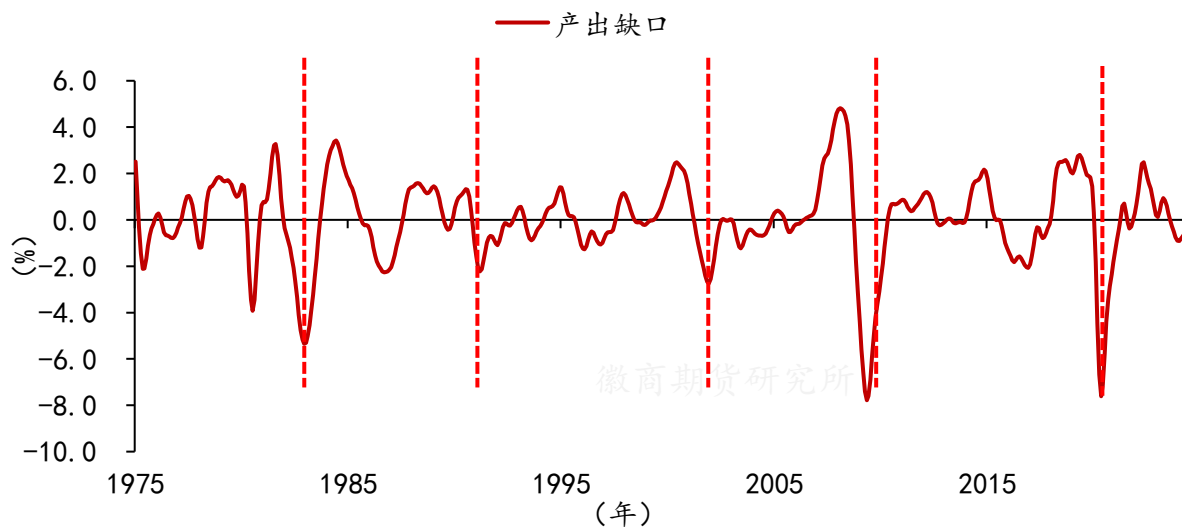
开始	结束	持续时间（年）
1976-09	1983-12	7.25
1983-12	1992-09	8.75
1992-09	2002-09	10
2002-09	2009-12	7.25
2009-12	2020-09	10.75
2020-09	?	
平均		8.7

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （三）美国库存周期运行规律

库存周期是以价格、库存为循环的短周期，价格上行带来企业利润的提升，需求的向好驱动企业开启补库，价格在补库、需求提振中开启上升。当库存到达顶峰，高过需求所需库存，价格将呈现出压力，价格的下跌使得企业利润下滑，需求的下滑进一步驱动企业开启去库，价格在企业去库中开启下跌。仍以美国短周期为研究对象，在过去 50 年间，美国库存周期呈现出较稳定的时间规律，如表 3 所示，每一轮库存周期持续时间约 35 个月。

图 2：美国短周期



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

表 3：美国库存周期运行规律

序号	开始	高点	结束	上行（月）	下行（月）	合计（月）
1	1975-05	1977-07	1978-02	26	6	32
2	1978-02	1978-12	1980-07	10	19	29
3	1980-07	1981-08	1982-12	13	16	29
4	1982-12	1984-06	1986-09	17	27	44
5	1986-09	1988-04	1989-09	19	17	36
6	1989-09	1990-07	1992-01	10	18	28
7	1992-01	1994-12	1996-02	35	13	48
8	1996-02	1997-12	1998-12	22	12	34
9	1998-12	2000-06	2001-11	17	17	34
10	2001-11	2003-01	2003-06	14	4	18
11	2003-06	2005-03	2005-10	21	7	28
12	2005-10	2008-02	2009-05	27	15	42
13	2009-05	2012-03	2012-10	34	7	41
14	2012-10	2014-11	2016-12	24	25	49
15	2016-12	2018-09	2020-05	20	20	40
平均				21	15	35

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

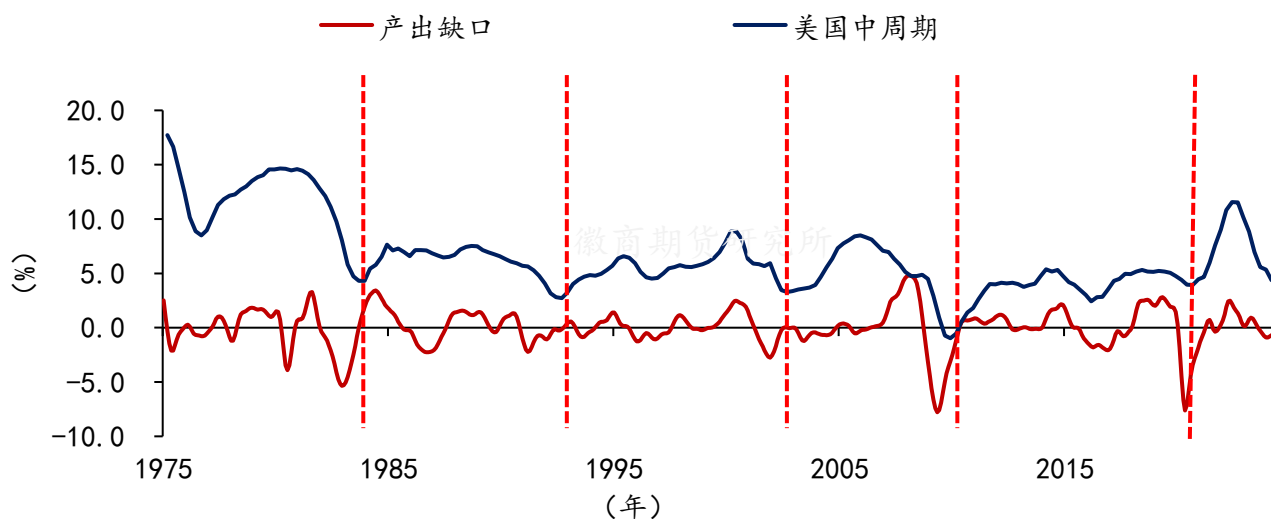
#### （四）周期嵌套

在以上的分析中发现，无论是长达 50-60 年的长波周期、10 年左右的中周期还是 3 年



左右的短周期均呈现出了较为稳定的规律。不仅如此，他们之间也存在较好的嵌套关系。即一波长周期包含 6 个中周期，一个中周期包含 3 个短周期，并且短周期具有领先性。这样的规律为我们定位当下找到了依据。按照短周期的规律，美国上一轮短周期开启于 2020 年 5 月，结束于 2023 年 12 月，新一轮短周期开启于 2024 年 1 月，当下处于库存周期上行初期，结合长周期和中周期的定位，当下为长波萧条期、中周期第二库存周期的上行初期。

图 3：美国中周期和短周期



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### （五）库存周期特征

进一步分析不同库存周期主要经济指标、大类资产的运行特点，将为我们预测未来经济、大类资产表现提供依据。以美国过去 50 年间 15 轮库存周期和当时的经济指标、大类资产表现为研究对象，通过统计分析得出如下运行规律：

第一库存周期特征：经济大多表现为增长，个别年份增长幅度较大，由于货币大幅增长，利率相对低位，消费、投资、工业生产表现相对旺盛，股指、大宗商品表现较好、债券收益率趋于下跌。

表 4：第一库存周期经济、大类资产波动(%)

中周期	第一库存周期时间	开始	结束	GDP	工业生产	投资	消费	CPI	M1	M2	联邦基准利率	十年期国债收益率	道琼斯工业指数	CRB 指数：综合	美元指数
1976—9—1983—12		1975-05	1978-02	2.54	-4.04		-0.49	2.10	3.60	-3.67	2.62	1.13	-30.49	21.90	-9.88
1983—12—1992—6		1982-12	1986-09	-5.46	-12.29		-4.77	-3.30	8.82	-4.67	-7.69	-6.57	71.31	-35.54	-50.30
1992—6—2002—9		1992-01	1996-02	-2.18	-5.04		-2.73	-1.00	-16.95	4.70	3.64	-2.51	67.67	27.78	-19.42
2002—9—2009—5		2001-11	2003-06	1.98	8.60	7.70	1.69	1.90	9.49	4.58	-0.90	-1.57	-33.12	17.93	-26.93
2009—5—2020—9		2009-05	2012-10	7.32	23.70	32.09	7.79	6.00	17.27	8.70	-0.18	-2.34	56.43	59.38	-16.65
2020—9—？		2020-05	2023-12	13.42	22.71	17.44	21.73	7.90	371.12	31.25	5.28	4.19	30.80	56.27	24.82
平均波动(%)				2.94	5.60	19.07	3.87	2.27	65.56	6.81	0.46	-1.28	27.10	24.62	-16.39

备注：涨跌以一个周期中最低点出现的前后界定，低点在前为上涨，低点在后为下跌。

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

第二库存周期特征：经济表现相对稳定，工业生产、消费、投资趋于稳定增长，货币流动性趋于紧缩，值得注意的是，过去 5 轮第二库存周期中利率都是上升的，第二库存周期中，股指表现较好，大宗商品表现波动相对稳定。

表 5：第二库存周期经济及各类资产波动(%)

中周期	第二库存周期 时间	开始	结束	GDP	工业生产	投资	消费	CPI	M1	M2	联邦基准利率	十年期国债收益率	道琼斯工业指数	CRB 指数：综合	美元指数
1976—9—1983—12		1978-02	1980-07	-7.44	-14.12		-3.04	8.40	-4.70	2.69	13.06	4.78	26.03	34.28	-16.34
1983—12—1992—6		1986-09	1989-09	1.77	-7.88		3.28	4.30	-18.13	-6.74	8.42	2.40	54.86	30.97	27.91
1992—6—2002—9		1996-02	1998-12	2.28	5.46	6.30	1.80	-4.70	7.66	4.29	3.00	2.48	67.37	-32.59	18.11
2002—9—2009—5		2003-06	2005-10	2.39	4.79	5.95	2.20	3.00	-8.03	-5.06	2.99	1.08	20.01	23.62	-19.81
2009—5—2020—9		2012-10	2016-12	2.48	-8.46	-5.48	-1.97	-2.40	-9.66	-2.83	0.25	1.55	46.82	-33.80	28.18
2020—9—？		2023-12	？												
平均波动(%)				0.30	-4.04	2.26	0.45	1.72	-6.57	-1.53	5.54	2.46	43.02	4.49	7.61

备注：涨跌以一个周期中最低点出现的前后界定，低点在前为上涨，低点在后为下跌。

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

第三库存周期特征：经济和大类资产表现波动增大。经济表现多数时间回落，工

业生产、消费、投资趋于负增长，货币流动性趋于宽松，利率趋于下跌，大类资产下跌为主。

表 6：第三库存周期经济及各类资产波动(%)

中周期	第三库 存周期 时间	开始	结束	GDP	工业生 产	投资	消费	CPI	M1	M2	联邦基 准利率	十年期 国债收 益率	道琼斯 工业指 数	CRB 指 数：综 合	美元指 数
1976—9—1983—12		1980—07	1982—12	-10.46	-17.98		-6.02	-10.60	8.89	-5.09	-13.47	-5.57	57.16	-32.44	52.10
1983—12—1992—6		1989—09	1992—01	4.86	7.60		-8.27	-3.70	13.95	-5.38	-6.15	-2.67	38.96	-17.43	-24.33
1992—6—2002—9		1998—12	2001—11	-5.08	-10.83	-38.44	-9.41	4.90	12.63	4.71	5.34	3.05	-51.44	-16.28	26.07
2002—9—2009—5		2005—10	2009—05	-6.68	-19.30	-24.10	-8.84	6.90	17.83	6.25	-5.27	2.90	83.07	64.37	-27.49
2009—5—2020—9		2016—12	2020—05	-10.86	-21.69	-13.85	-13.25	-2.80	342.06	26.95	-2.40	-2.60	43.67	-26.44	13.72
2020—9—?		?	?												
平均波动(%)				-5.64	-12.44	-25.46	-9.16	-1.06	79.07	5.49	-4.39	-0.98	34.28	-5.64	8.01

备注：涨跌以一个周期中最低点出现的前后界定，低点在前为上涨，低点在后为下跌。

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （六）第一、二、三库存周期特征总结

综合各库存周期经济指标、大类资产表现特征，对第一、二、三库存周期特征总结如下：

1. 在第二库存周期中，主要经济指标、大类资产的波动较为平稳，在第一、三库存周期中的波动较大。
2. 主要经济指标、大类资产在第一、二库存周期中上涨居多，第三库存周期中下跌居多。
3. 从货币供应量 M1、M2 同比增速变化来看，第一、三库存周期多为流动性释放，第二库存周期多为流动性紧缩。利率走势呈现同样特征，即第一、三库存周期利率下降，第二库存周期利率上升。
4. 从资产表现来看，第一库存周期中大类资产上涨为主。第二库存周期中，股指收益表现稳定，大宗商品上涨下跌皆有，整体波幅较为平均。第三库存周期大类资产以下跌为主。

## （八）中国库存周期运行规律

中国的库存周期与欧美库存周期存在相似的规律。但也存在如下不同：

请务必阅读免责声明内容

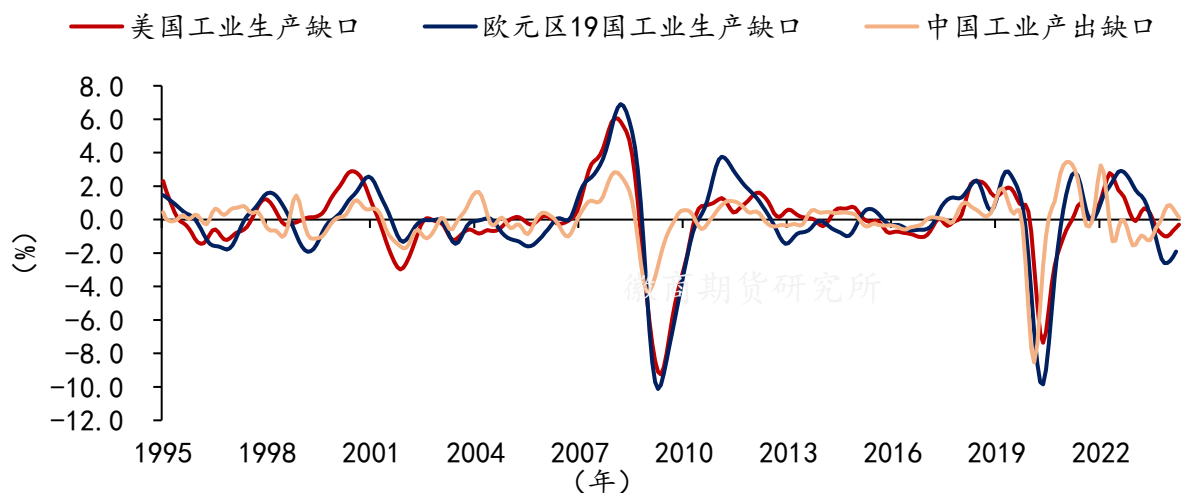
徽商研究 \* 明道取势 - 7 -



一个周期平均运行时间较欧美长，上行时间明显较长。以中国过去六轮库存周期为代  
表，对比来看，中国库存周期持续时间平均为 43 个月，美国库存周期持续时间平均为 35  
个月。

库存周期见底时间较欧美早，如：2009 年，我国的库存周期于 2009 年 1 月见底，较美  
国提早 4 个月。2020 年，我国库存周期于 2020 年 2 月见底，早于美国 4 个月。

图 4：中、美、欧库存周期



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

表 7：中国库存周期运行规律

序号	开始	高点	结束	上行（月）	下行（月）	合计
1	1998-06	2000-08	2001-12	26	16	42
2	2001-12	2004-02	2005-07	26	17	43
3	2005-07	2008-01	2009-01	30	12	42
4	2009-01	2011-06	2012-08	29	14	43
5	2012-08	2013-10	2016-05	14	31	45
6	2016-05	2019-02	2020-02	33	12	45
	平均			26	17	43

数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （九）定位当下

请务必阅读免责声明内容

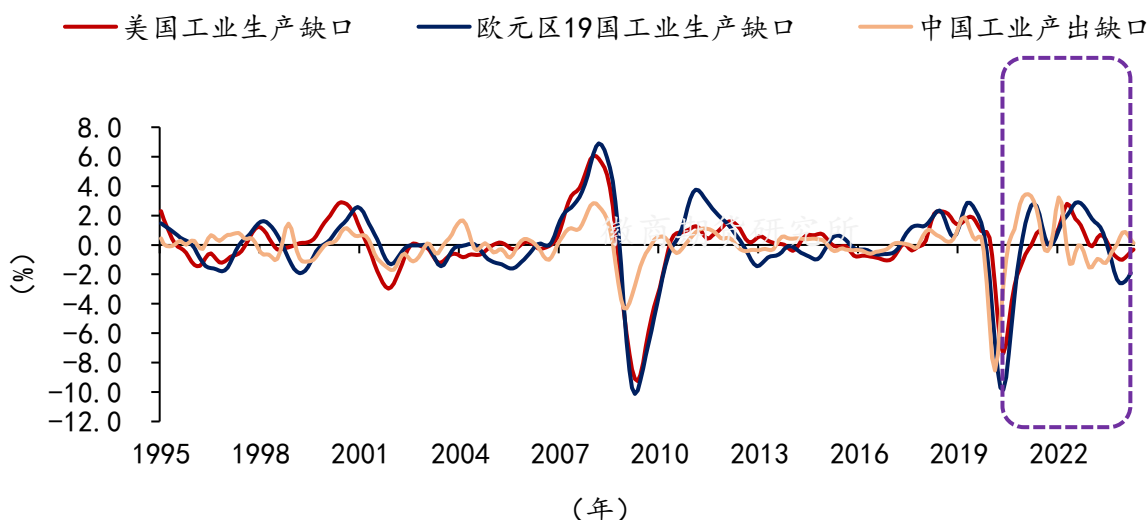
徽商研究 \* 明道取势 - 8 -

综合以上分析，以周期嵌套原理定位中国当下库存周期所处阶段，得出如下结论：

我国上一轮库存周期，以2020年2月见底起算，上行至2022年1月高点经历了23个月，下行至2023年6月低点经历了17个月，合计40个月。我国从2023年6月开始已进入新一轮库存周期上行期，同时于2023年10月开始进行了短暂主动补库，截至2024年4月，上行期已运行10个月。以上行期平均26月来计算，此轮库存周期预计将在2025年8月左右见顶，下行期按照17个月计算，将在2027年1月左右见底。随着欧美下半年进入主动补库期，今年下半年至明年上半年，全球将进入主动补库周期。

每一轮库存周期补库力度受制于或受益于全球经济大周期、中周期的表现，同时也受当时货币政策、美元表现及经济强弱影响，最主要的，从国内来看取决于下游主要经济领域的表现。接下来，将从外部利率、汇率等因素，内部驱动因素和影响因素几个方面分析影响中国此轮库存周期补库力度。

图 5：中、美、欧短周期



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## 二、外部影响因素分析

当前及未来一段时间，影响中国库存周期的补库力度从外部因素来看，主要取决于欧美经济和金融表现，美国对全球经济、金融的影响更甚，而美国的经济表现取决于其货币政策和金融风险因素。我们将重点从利率、汇率和金融风险三个方面进行分析。

尽管目前美国的经济表现相对非美国国家景气，这从美国依然维持着高利率可见。利率

是一把双刃剑，作为经济运行的滞后指标，一方面高利率反映经济的景气，同时高利率持续越长，对实体经济的伤害也越大，对大类资产价格的影响也越明显，而分析利率的走势还得观察美国的通胀和就业。

### （一）通胀仍有粘性，存在反弹风险

从 2023 年 6 月以来，美国通胀维持在 3%-4% 区间震荡，除了核心商品通胀回落速率较快之外，食品项、能源项和核心服务通胀项下行缓慢。从未来半年到一年时间来看，美国通胀仍具有粘性，存在反弹风险。原因主要在于以下两方面：

首先，从长期看，核心服务通胀下行缓慢，成为美国通胀维持高位的长期支撑项。作为房租的领先指标，美房价的上涨有可能在未来再次刺激租金价格上涨，而作为核心服务通胀的主要构成项，房租的再次上涨将引发核心服务通胀上涨。

其次，从短期来看，受地缘局势紧张，能源资本支出不足以及下游需求逐步恢复的影响，能源价格存在反弹风险，将引发通胀的短期上行。

图 6：美 CPI 及四大分项同比

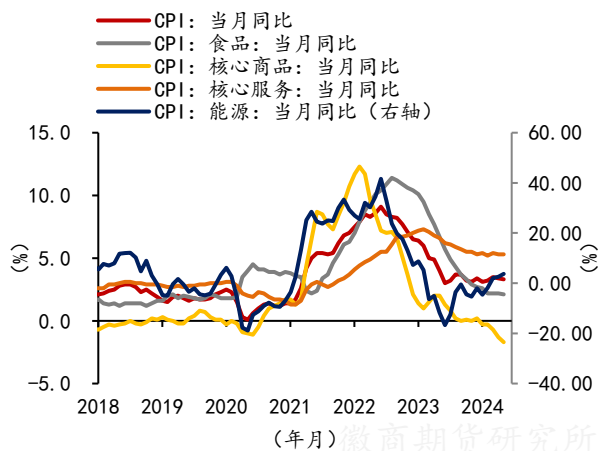
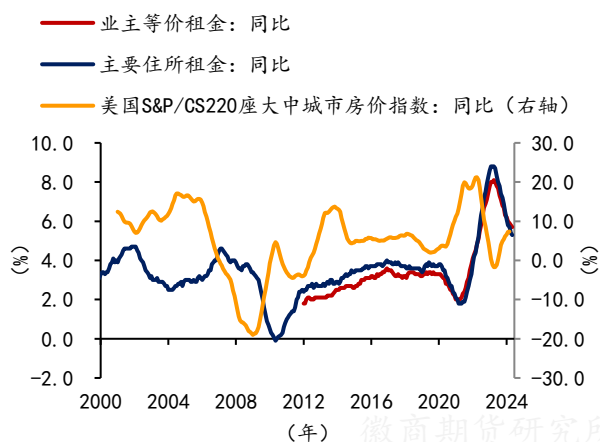


图 7：租金滞后与房价



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图 8：原油价格与能源通胀

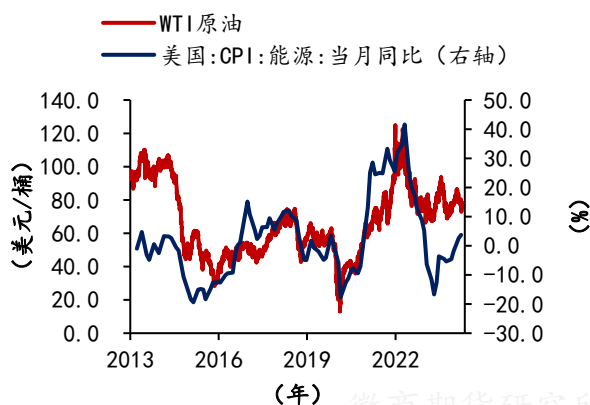
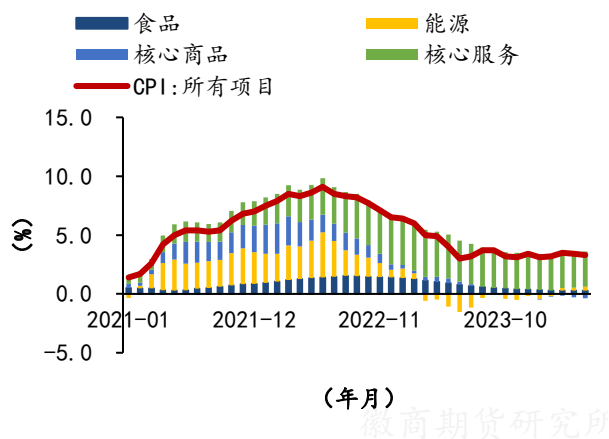


图 9：美国 CPI 各主要分项贡献



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （二）劳动力紧张程度缓解，但就业景气度依然强劲

美就业市场紧张程度有所缓解，表现在职位空缺率/数下滑。今年以来，职位空缺率回落至 4.8% 的水平，较此前高点 7.4% 下降 2.6 个百分点，每个失业者对应的职位空缺数从 2022 年 3 月高位 2.03 个下降到 1.24 个。

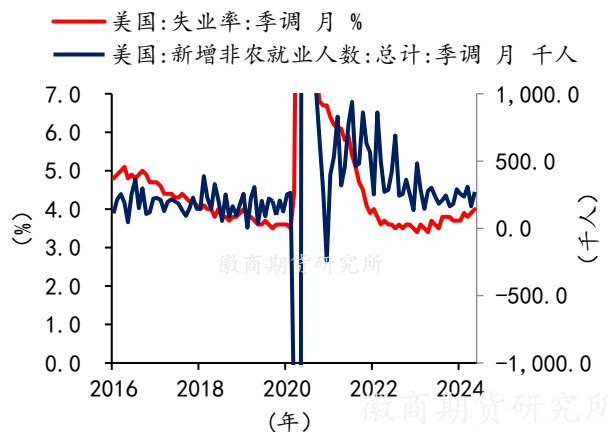
然而，就业景气度表现强劲。非农就业今年以来多次录得超预期的水平，5 月非农就业 27.2 万人，超出预期。失业率从低位抬升 0.6 个百分点，但较过去 12 个月的平均水平仅仅上升 0.28 个百分点。

美就业数据的强劲，给予以消费支出为主要贡献的美经济体重要支撑。但仍需警惕失业率抬升所反映的经济增长失速的风险。

图 10：美职位空缺率

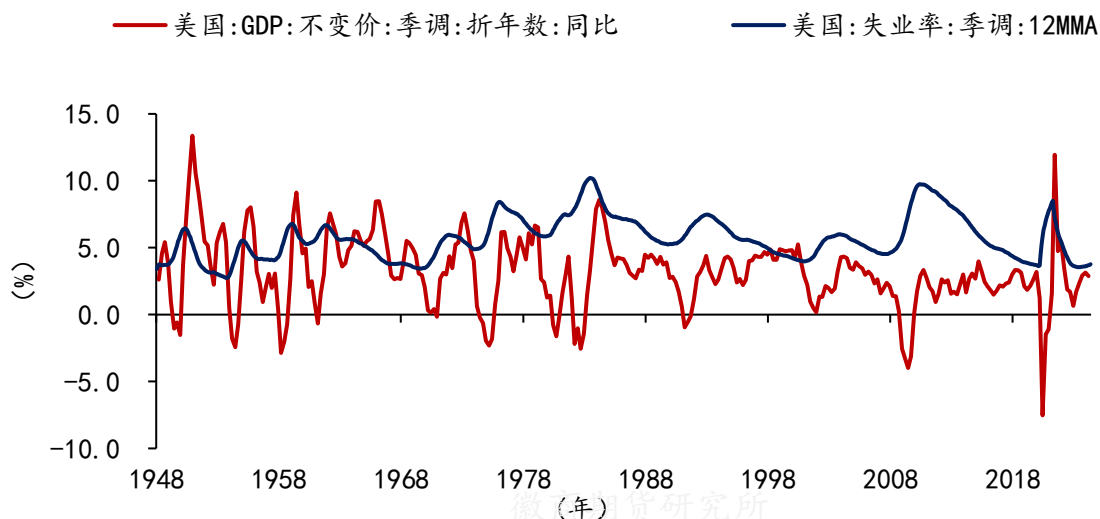


图 11：美非农就业与失业率



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

图 12：美失业率与 GDP 的关系



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### （三）降息预期的摇摆

今年以来，因就业市场强劲，通胀居高不下，美联储 1 月、3 月、5 月、6 月议息会议中，并没有落地降息，且 6 月点阵图只给出了一次降息的预期。从交易信息也反映出，今年的降息预期可能在 12 月这次利率决议中。根据前述分析，降息时点存在后延的预期。最有可能引发美联储降息的依据可能在于失业率的持续反弹，由此反映出的经济失速导致美联储防御性降息。通胀有韧性，同时从历史过往 5 次第二库存周期利率趋于上升的经验规律来看，不排除仍有加息可能。

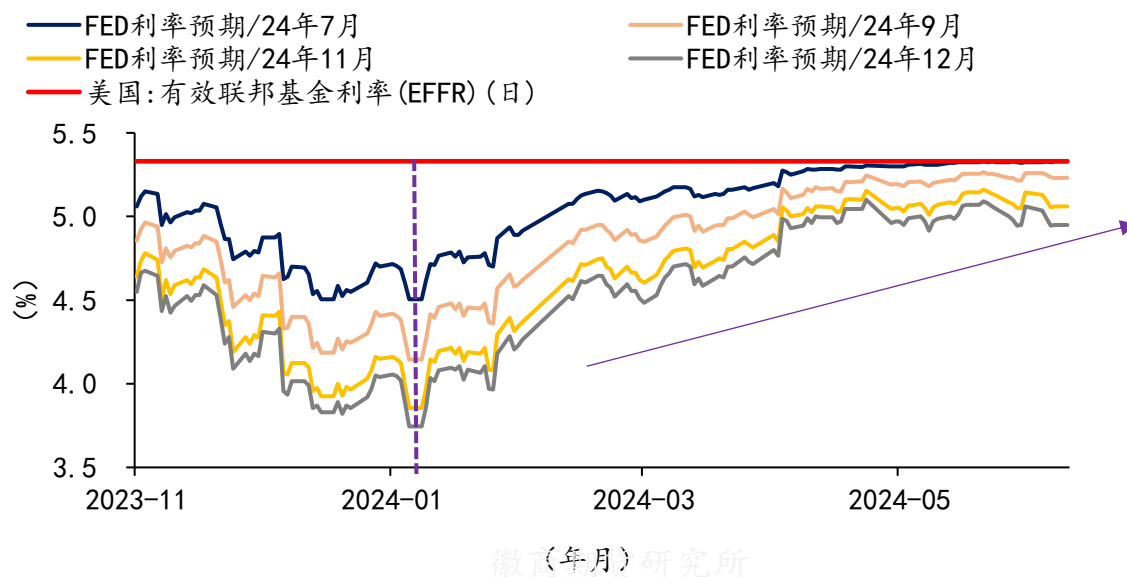
图 13：美联储点阵图近两次变化



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所



图 14：利率预期



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

#### （四）实际利率的下行构成对大宗商品的利多

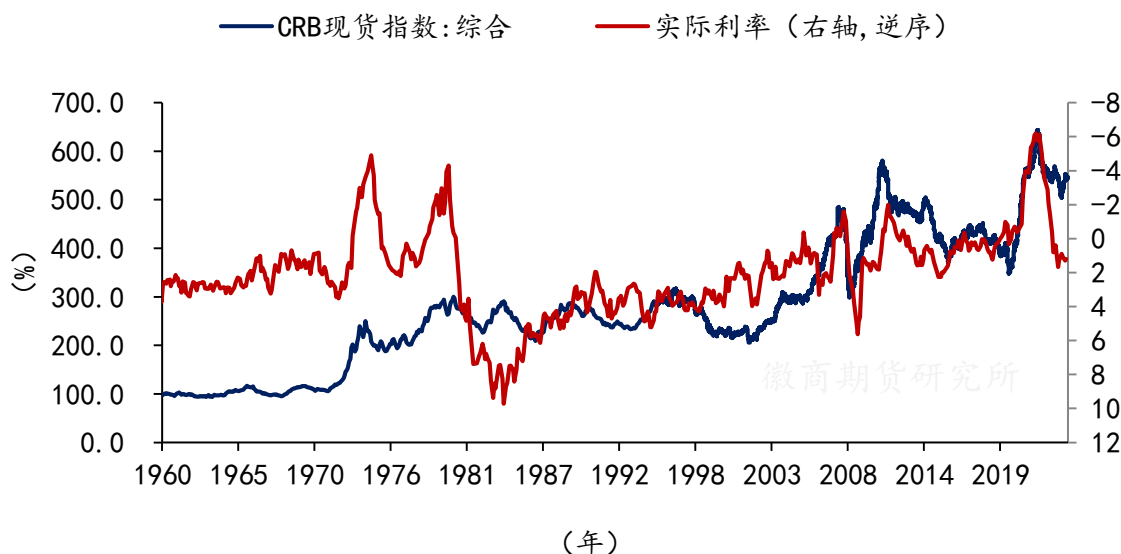
名义利率水平、通胀水平决定实际利率水平。而实际利率与大宗商品价格呈现较好的负相关关系。在通胀具有粘性、利率达峰甚至降息情形下，实际利率趋于下行，对大宗商品构成利多支撑。

一方面，由前述分析，今年以来通胀具有粘性，徘徊于 3%-4% 区间水平，下半年乃至更长时间来看，通胀回到美联储设定的 2% 目标水平仍需较长时间，且短期由于能源价格反弹通胀存在反弹可能。

另一方面，自 2023 年最后一次加息之后，市场逐渐在交易降息预期，从美联储几次议息会议给出的点阵图以及美联储官员的讲话给出的预期是观察通胀、就业数据后择机降息，也就是说，除非通胀由目前位置反转超出 3%-4% 区间以上的水平，美联储的操作应该都不会是加息。

但也要警惕未来由于通胀居高不下，降息反转为加息导致实际利率上行对价格压制的风险，警惕通胀下行而美联储高利率持续时间过长导致实际利率上行对经济和大类资产价格压制的风险。

图 15：实际利率与大宗商品价格



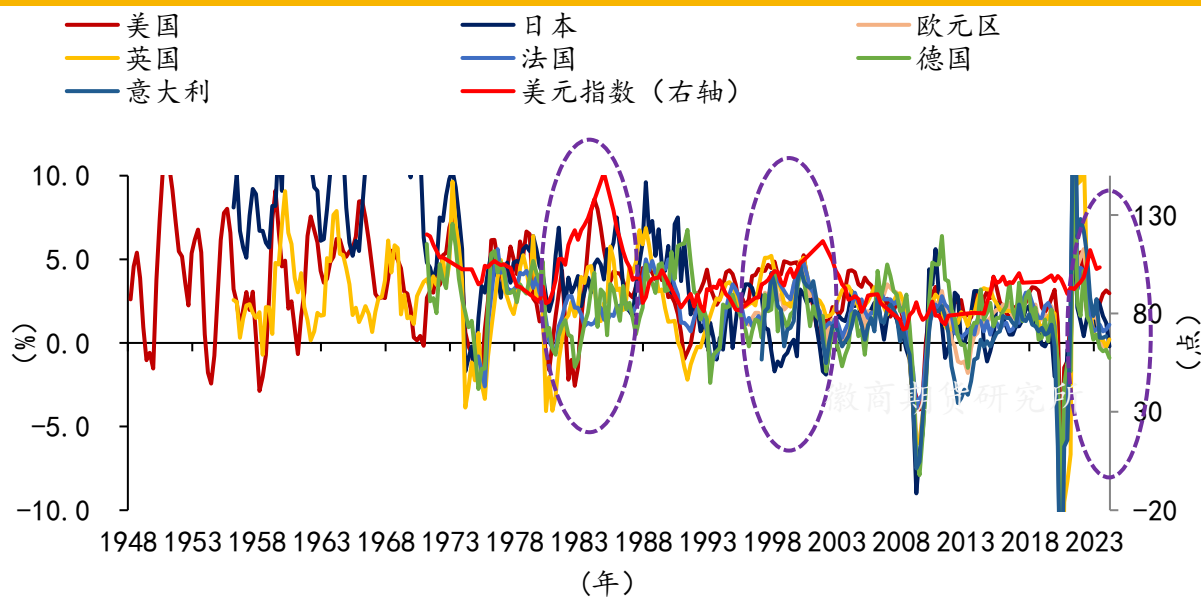
数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### （五）美元的强势对大宗商品价格构成压力

美元的强势与否，其根本取决于美国经济与其它非美经济的相对强弱。如：20 世纪 80 年代，经历 70 年代高通胀，沃尔克的紧缩抗通胀政策使得美国经济从 1982 年开始步入高光时刻，美元大幅提振。90 年代，进入信息技术时代，互联网的兴起使得美国经济好于其它国家，美元再度提振。如今，美国经济明显好于欧、日等发达国家，这为美元提振创造了条件。

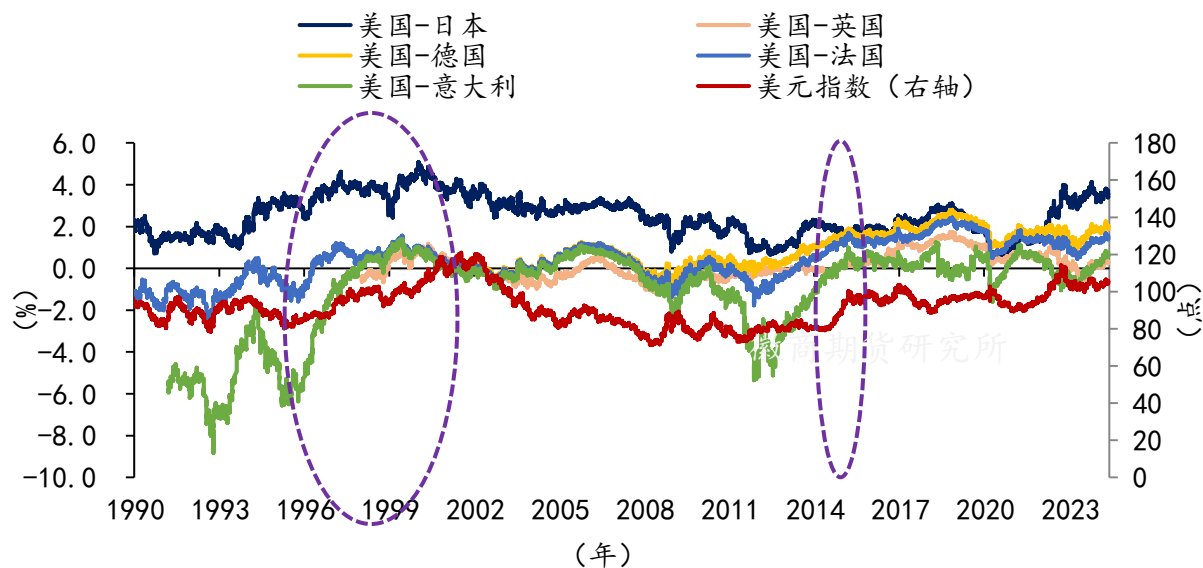
美元的强势与否，还取决于各国货币政策的相对松紧。货币政策的相对松紧可由国债利差反映。如：90 年代，为控制通胀上行，美联储在 1994 年 2 月到 1995 年 2 月连续进行了 7 次加息，将联邦基准目标利率从 3.0% 上升到 6.0%，加息 300bp，英国在此期间将利率提升 150bp，从 5.13% 提升至 6.63%，美国国债收益率上升明显强于其它国家，货币政策的相对紧缩提振了美元。2015 年-2018 年，美联储自次贷危机以来实施量化宽松货币政策，经济恢复，通胀有抬头迹象，货币政策回归正常化诉求下开启紧缩政策，在此期间连续 9 次升息，利率自 0.25% 提升至 2.5%，加息 225bp。欧元区在此期间为解决债务危机将基准利率长期维持零。美国国债收益率上升明显强于其它国家，货币政策的相对紧缩提振了美元。

图 16: 各主要发达国家 GDP 强弱对比与美元走势



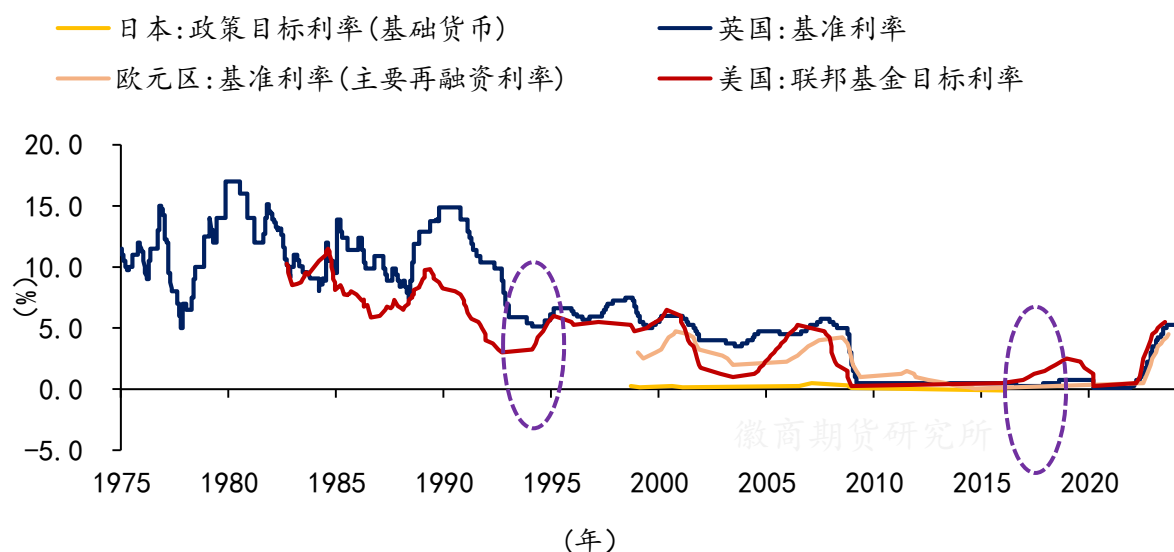
数据来源: wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

图 17: 10 年期国债收益率: 美国-其它国



数据来源: wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

图 18：欧美日主要国家货币政策利率



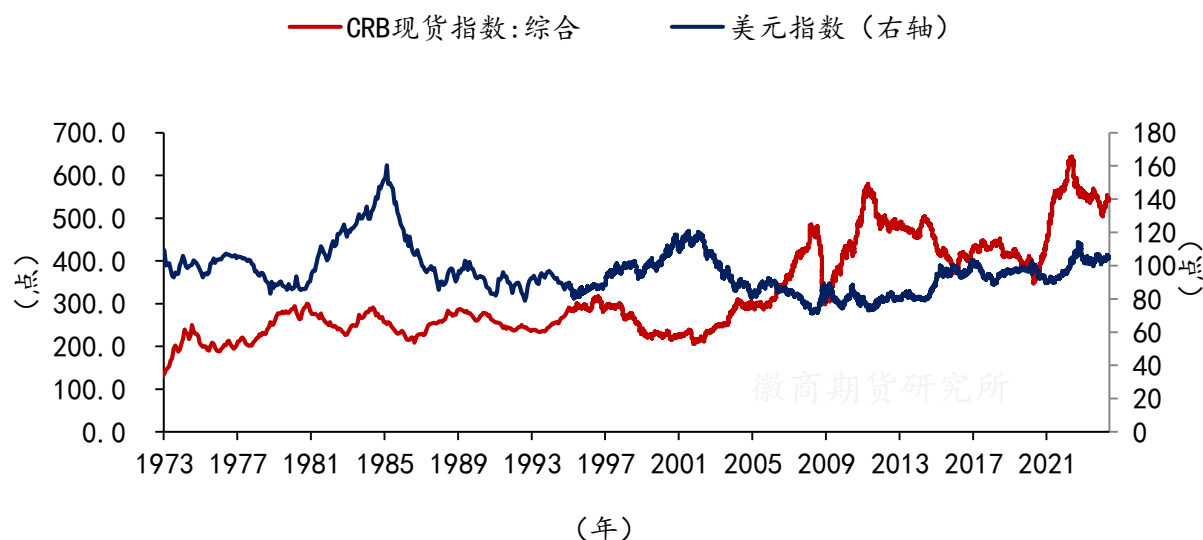
数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

大宗商品价格与美元大多数时候呈现负相关关系。原因一是在于美元作为国际大宗商品的定价货币，二是美元的强势容易引发新兴市场的不太平，而新兴市场的经济下滑将带来大宗商品需求的下滑。

总结前述分析可知，美国目前的经济表现好于欧洲、日本等非美国国家，货币政策因通胀居高不下，降息预期后移，再次紧缩可能性存在，而欧洲、加拿大等国已从 6 月开始降息，美国货币政策相对较紧。以此推测，美元大概率还要走强。

但从影响来看，各国普遍实行浮动汇率制下，发生类似于 70 年代拉美债务危机、90 年代东南亚货币危机此类的危机的可能性近乎不存在，也即美元对新兴市场的影响趋弱。这在一定程度减轻了美元通过影响新兴市场经济从而对大宗商品价格的影响。

图 19：美元与大宗商品



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

#### （六）金融：需警惕美国金融危机再次发生

企业端债务高企，需警惕资产价格下跌引发的连锁反应。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。美国企业债到期额 2023 年度之前均低于 300 亿美元，2023 年激增至 1194 亿美元，2026 年增长至 10739 亿美元。与美国企业债对应的资产是公司回购的股票。需警惕股价下跌导致资产负债表平衡被打破可能引发金融市场的连锁反应的风险。



图 20：美国企业债券发行额



图 21：美国企业债余额

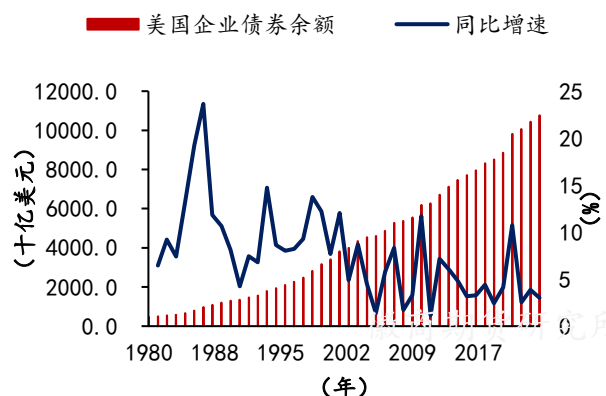


图 22：美国企业债到期规模

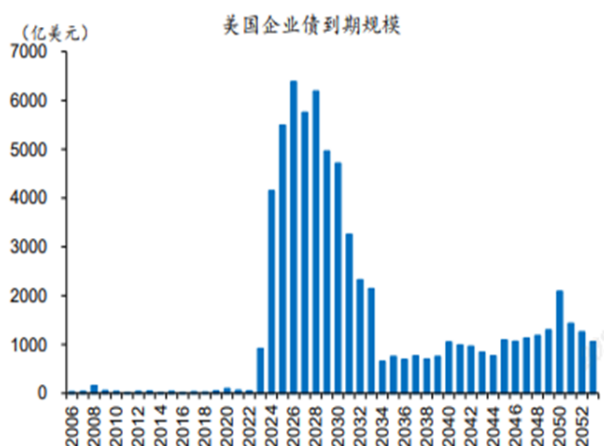


图 23：美国企业债收益率

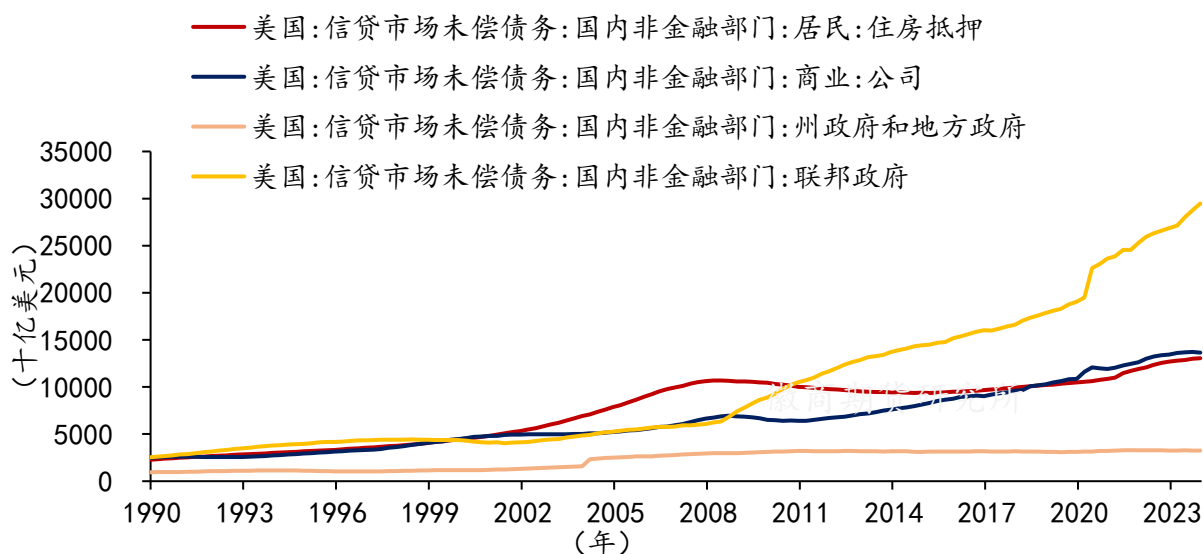


数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

企业端债务或成为金融危机导火索。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。目前企业债务由于在疫情期间美国宽松货币财政环境下大量发行现已超过居民住房抵押贷款，而企业债用于回购股票推动股市上涨，企业债资产端对应着股票，因此，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。

政府债务利息将限制财政支出力度。2023 年 12 月，美国联邦政府债务接近 30 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，预计美国财政政策后期将显著受限。

图 24：美国各部门债务



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### 三、内部驱动和影响因素分析

#### （一）库存低位徘徊，下游需求向好

目前，工业企业库存低位徘徊，原材料购进价格及 PPI 价格指数回升，呈现价升量跌（稳）库存周期上行初期特征。随着下游需求进一步向好，企业利润的提升，我国有望在下半年迎来主动补库，量价齐升的阶段。下游需求向好反映在 PMI 新订单、采购和生产的底部持续抬升上，也反映在生产指数/库存指标比值上。企业生产端积极，但库存仍处于低位，反映下游需求向好。若以原材料库存领先产成品库存 1-2 个季度来计算预测我国库存周期将在下半年进入主动补库阶段。

图 25：产库比



图 26：PMI 新订单、采购、生产

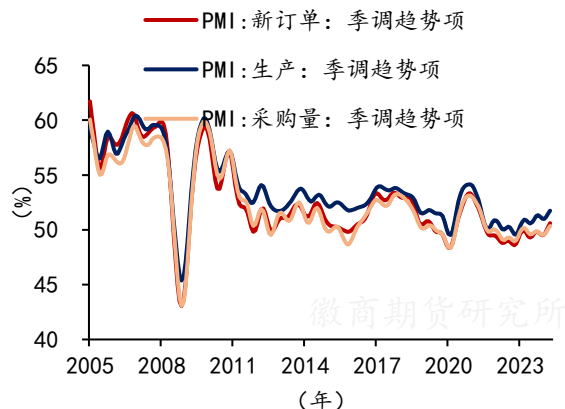


图 27：主要原材料购进价格、产成品存货、PPI

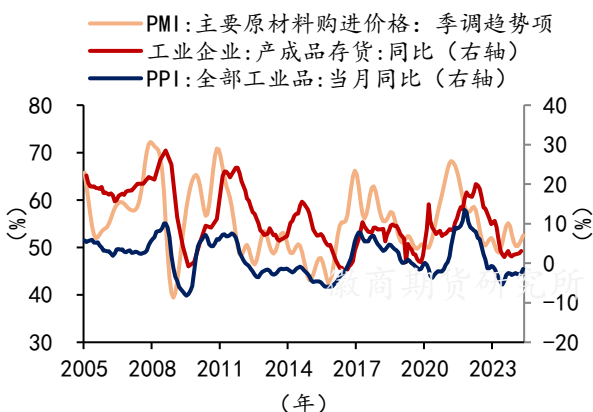


图 28：PMI 产成品库存、原材料库存季调趋势项



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （二）地产政策维稳，长期下行趋势难改

### 1. 价格端下行压力较大，政策端需稳价格。

5 月份，70 大中城市新建商品房住宅价格指数同比跌幅进一步扩大至-4.3%，70 大中城市二手住宅价格指数同比跌幅扩大至同比-7.5%。其中，一线城市新房价格同比下跌 3.2%，较上月跌幅扩大 0.7 个百分点；二线城市新房价格同比下跌 3.7%，较上月跌幅扩大 0.8 个百分点；三线城市新房价格同比下跌 4.7%，较上月跌幅扩大 0.7 个百分点。

70 大中城市 5 月新房价格上涨城市个数进一步下滑至 3 个，而下跌城市个数进一步上涨至 67 个，新房价格上涨城市个数和下跌城市个数此消彼长之势更甚。

价格作为先行指标，房地产要稳定发展，政策端首先要稳房价。

图 29：住宅价格指数当月同比

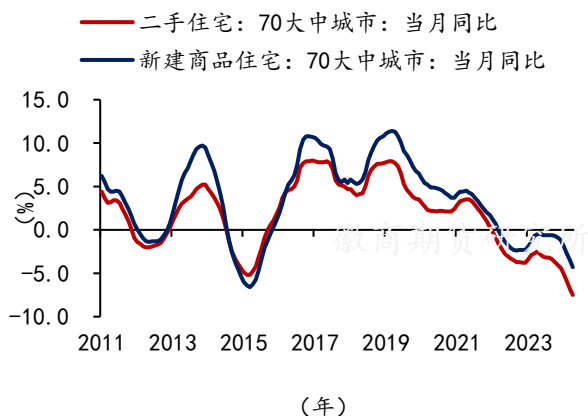


图 30：一二三线城市房价

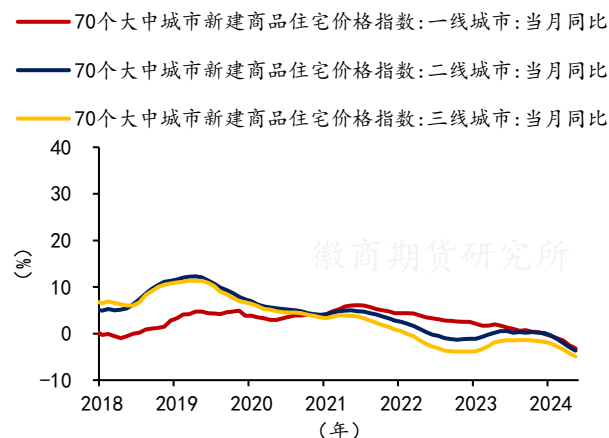
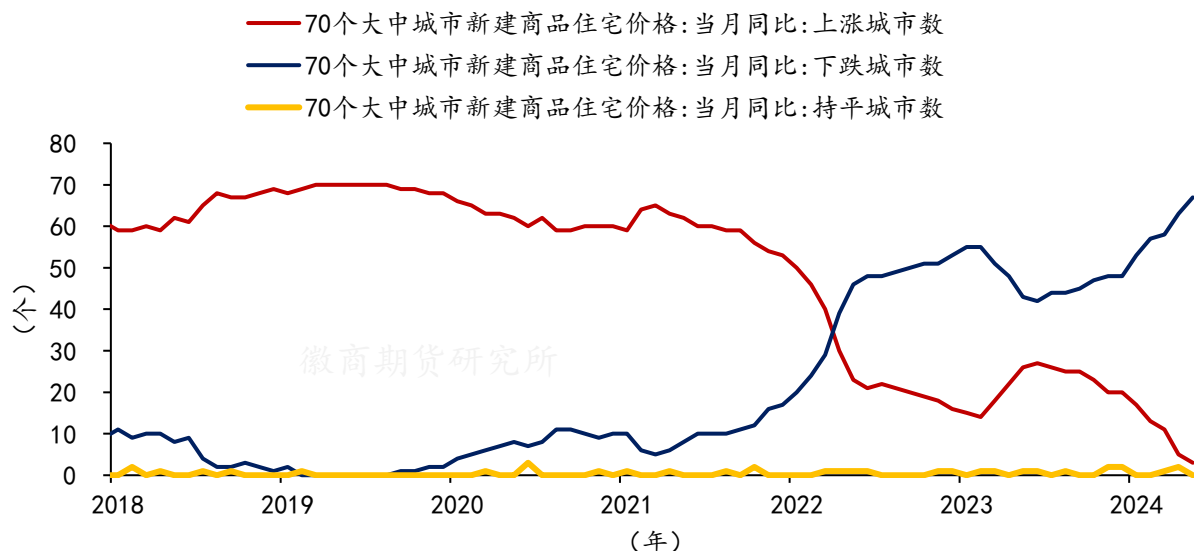


图 31：70 大中城市商品房价格变化情况



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## 2. 受价格下跌影响，销售数据进一步恶化，政策端需稳销售。

2024 年 1-5 月，商品房销售额累计同比快速下滑至-27.9%，销售面积下滑至同比-20.3%，商品房待售面积上升至 74256 万平方米，超出 2016 年 2 月 73931 万平方米。

从高频数据来看，30 大中城市成交面积季节性水平位于近 5 年同期之下，5 月总成交面积 820 万平方米，远低于 2023 年同期 1326 万平方米的水平，7 日成交面积平均值 6 月有所上升，但大幅低于去年同期，处于近五年低位。一、二、三线城市成交面积呈现相似走势。

销售作为地产投资先行指标，房地产要稳定发展，政策端要稳销售。

图 32: 房屋销售

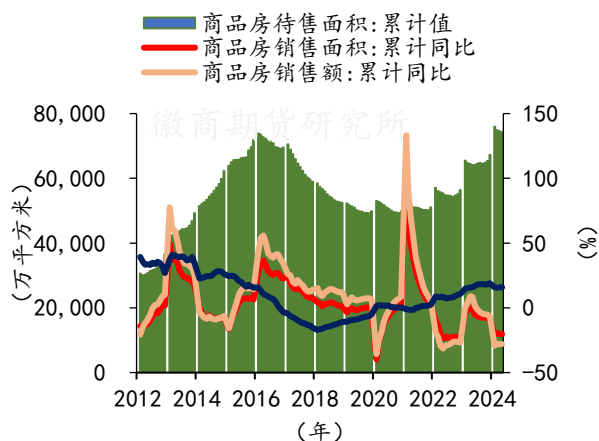


图 33: 房地产销售与投资

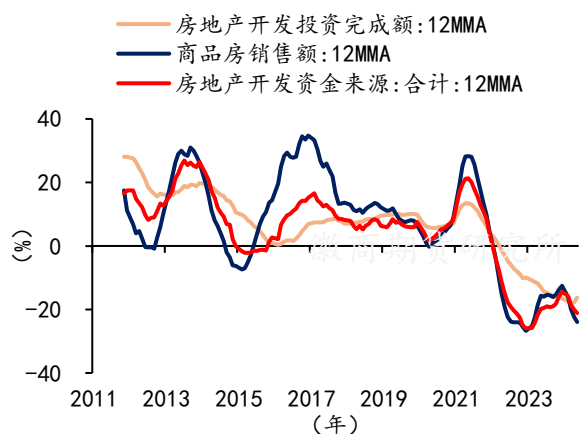
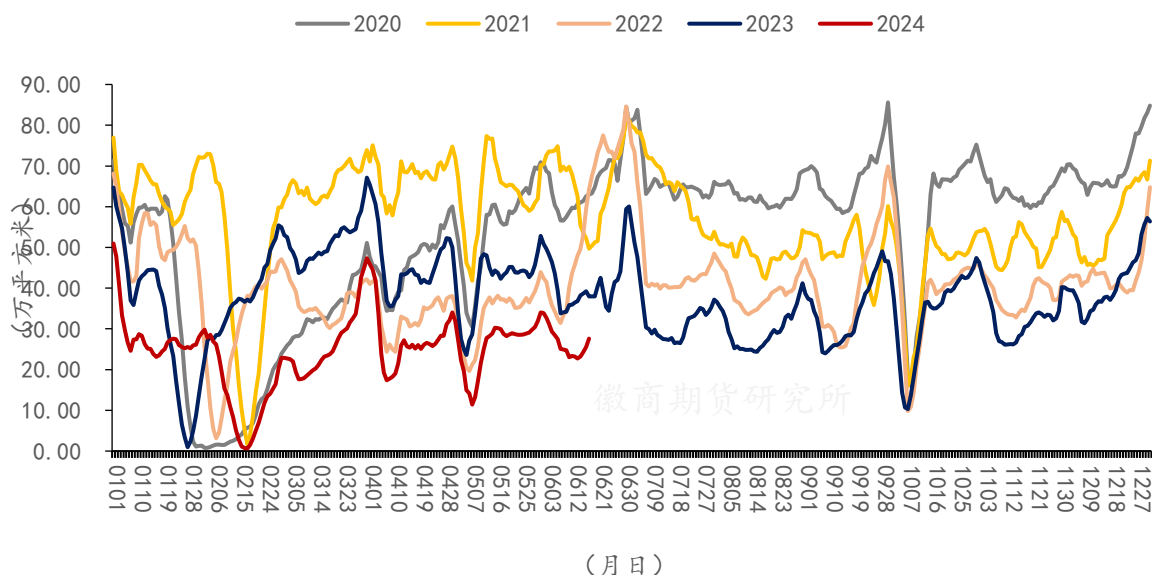


图 34: 30 大中城市商品房成交面积季节性 (7DMA)



数据来源: wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

### 3.居民贷款的增加是销售企稳的信号，政策端需稳居民贷款。

2022年6月，居民住房贷款余额达到38.9万亿元，创下历史新高，而后贷款余额持续下降，截至2024年3月，居民住房贷款余额相比高点下滑7100亿元。2023年全年新增居民住房贷款减少6300亿元，此前两年新增38000亿元、5000亿元。

今年1-5月，居民中长期贷款累计8598亿元，相较于去年同期减少1372亿元，居民住房贷款是居民中长期贷款的主要构成，居民中长期贷款的减少反映今年居民住房贷款的减少。

居民贷款的减少是地产销售下滑、投资下滑的主要原因，其根本的原因在于宏观预期



转差，居民杠杆高企，叠加房地产下行周期，居民信心不足。政策端从贷款端发力，需稳居民信心。

图 35：居民贷款与商品房销售

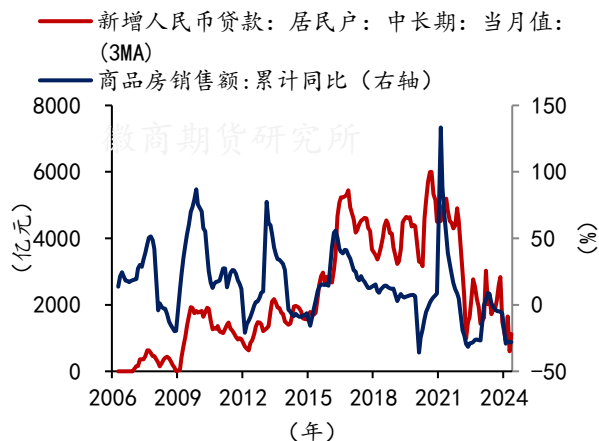


图 36：居民中长期贷款累计值贷款季节性

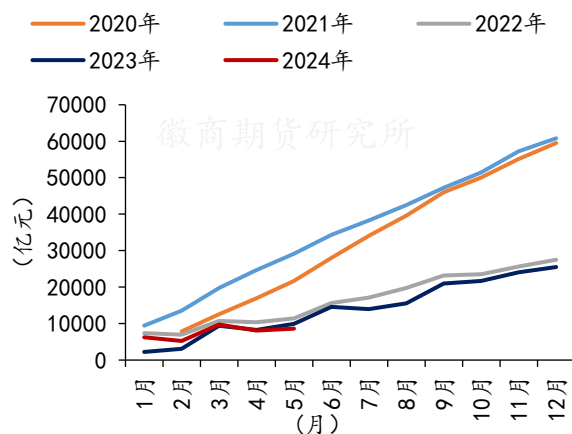
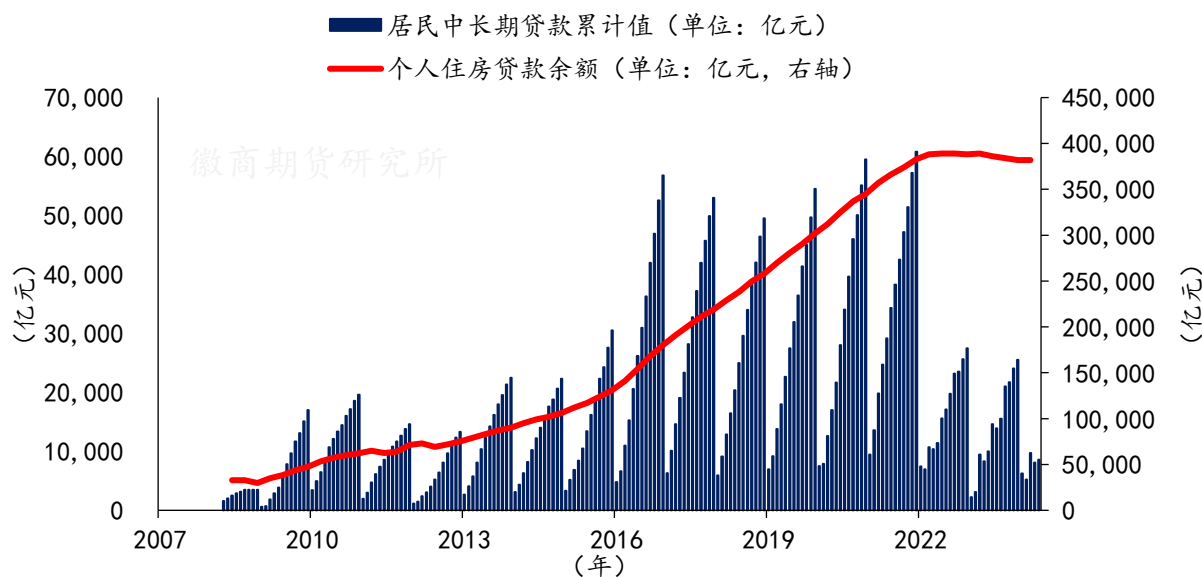


图 37：居民新增贷款与余额



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

表 8：今年以来国家重要房地产政策

4 月 30 日	中央政治局会议	要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
1 月 5 日	住房和城乡建设部、国家金融监督管理总局	发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》： 建立城市房地产融资协调机制，筛选确定支持对象，满足合理融资需求，做好融资保障工作。
5 月 17 日	中国人民银行 国家金融监督管理总局	发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》： 对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。 在此基础上，中国人民银行各省级分行、国家金融监督管理总局各派出机构根据城市政府调控要求，按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。
5 月 17 日	中国人民银行	发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》： 一、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。 三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
5 月 17 日	中国人民银行	发布《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》： 自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。
5 月 17 日	中国人民银行	中国人民银行副行长陶玲在主题为“切实做好保交房工作配套政策有关情况”的国务院政策例行吹风会介绍，央行拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，利率 1.75%，期限 1 年，预计可带动银行贷款 5000 亿元。

数据来源：政府官网，徽商期货研究所

#### 4.政策解读

今年以来房地产政策主要从融资端和销售端发力，与 2022-2023 年金融十六条、地产“三支箭”主要从融资端发力不同。

2022-2023 年，随着地产下行周期的加速，地产企业信用违约事件频发，造成了居民信任危机，从而加速了地产下行周期。为此，2022-2023 年，主要政策为支持地产企业解决融

资问题，促进保交楼工作。

今年以来的政策同时在融资端和销售端发力，通过建立白名单机制，对于正常项目求“快”，对于遇到困难的项目求“稳”，在销售端，是在当前库存创下历史最高背景下，通过降低首付、公积金贷款利率、取消利率下限促进贷款和销售，促进地产去库存。

与 2015 年左右出台的房地产去库存政策相比，地产形势、举措、影响均有不同：

## （1）形势不同

2014 年 3 月，国务院出台了《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》。2015 年，城镇化推进。2016 年，国务院发布《关于深入推进新型城镇化的若干意见》，旨在通过推动户籍、土地、财政、住房等相关政策和改革举措形成合力，促进新型城镇化健康有序发展，扩大有效需求。2015 年，城市化率 55.5%，城镇化有很大提升空间，来自农民、新市民的置业需求为真实有效需求。2024 年，4 月 30 日中央政治局会议强调“要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。”对比而言，2015 年左右房地产形式以“进”为主，而目前以“防守”为主。

## （2）举措不同

2015 年 6 月底，国务院颁布《进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，以“棚改货币化”推进，具体为发行 PSL 支持。2023 至今，主要举措为金融十六条、地产“三支箭”到今年的取消房贷利率下限、降低首付、公积金贷款利率和设立 3000 亿元保障性住房专项再贷款。

## （3）影响不同

2015 年左右，城镇化推进，地产作为扩大有效需求手段大力发展，同时配以资金支持，2015 年中到 2016 年全年，共发行 1.67 万亿元 PSL，加上地产企业融资渠道畅通，价格、需求和供应形成了一轮正反馈。目前，在房地产不作为短期刺激经济的手段大背景下，在消化存量房产和优化增量住房的政策举措下，更多措施在于保交楼、稳房企，防范发生系统性风险。

图 38: PSL 新增和余额

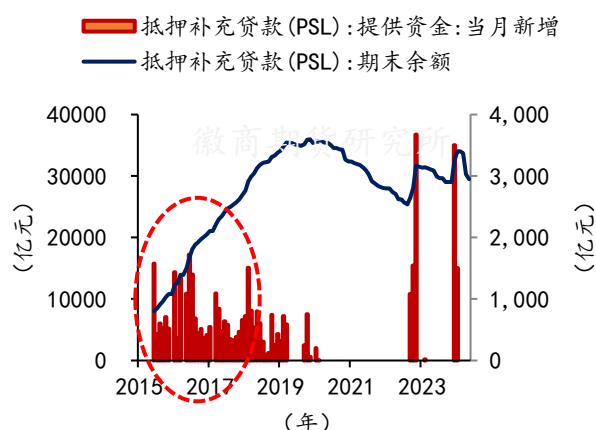
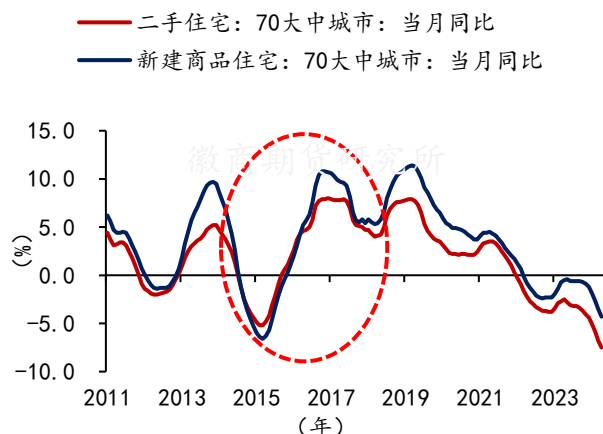


图 39: 住宅价格指数当月同比



数据来源: wind, 同花顺 iFind, 徽商期货研究所

## 5. 房地产长期趋势

受制于老龄化、少子化、城镇化率上升空间有限、经济转型影响，地产景气高峰已过，房地产未来长期下行趋势难改。

### (1) 老龄化、少子化

按照国际标准，社会人群中 60 岁以上人口占总人口的比例达到 10%，或 65 岁以上人口占比达到 7%，即为老龄化社会；65 岁以上人口比例达到 14%，为深度老龄化社会，达到 20% 为超级老龄化社会。2023 年，我国 60 岁以上人口占比 21.1%，65 岁以上人口占比 15.4%，已迈入深度老龄化社会。

我国人口出生率、自然增长率从 2018 年开始快速下行，2022 年人口自然增长率 -0.6%，2023 年 -1.48%，人口趋于负增长。

同时，0-15 岁人口和 15-59 岁人口趋于下降。2023 年，0-15 岁人口占比 17.6%，较前两年下降 1 个百分点、0.5 个百分点，15-59 岁人口占比 62.57%，较前两年下降 1.3 个百分点，0.7 个百分点。

图 40：人口结构、自然增长率和出生率

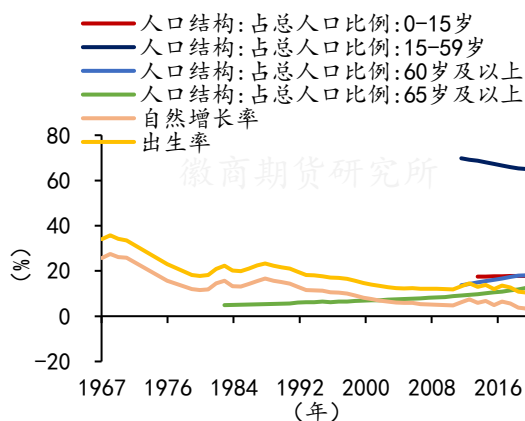
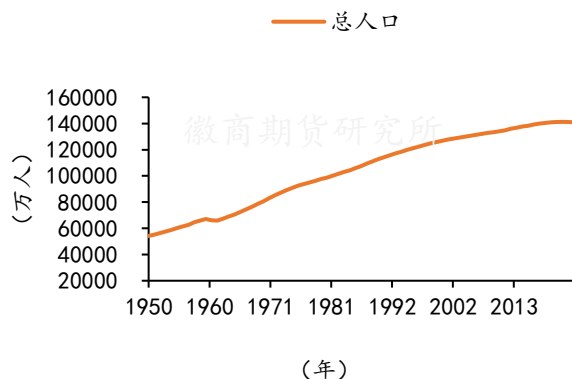


图 41：总人口



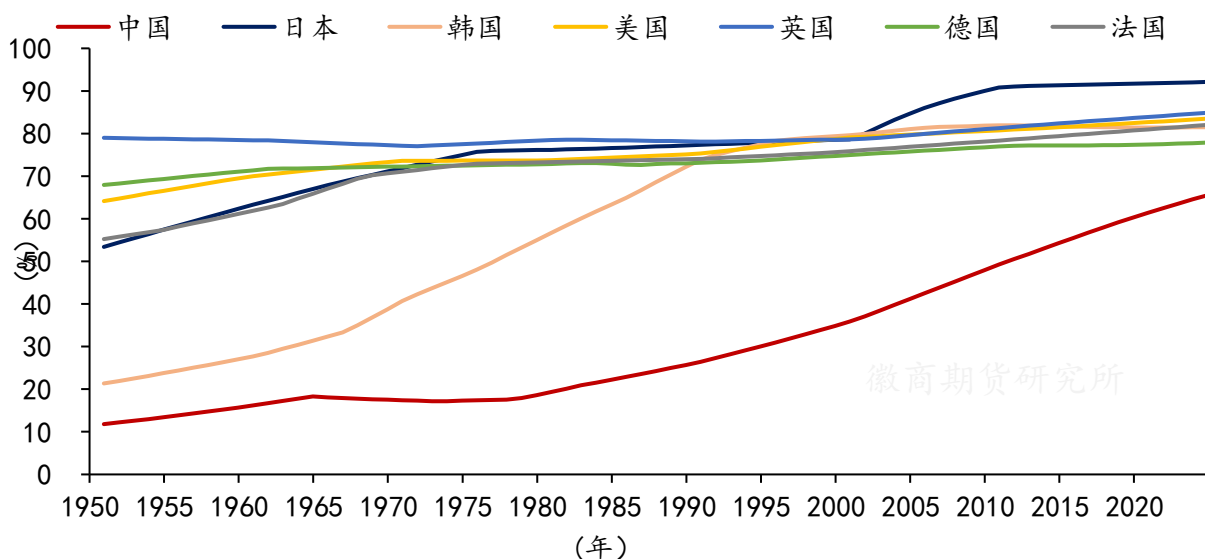
数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （2）城镇化率进一步提升空间有限，上升斜率将趋缓

对比欧、美、日、韩国家，城市化率达到 70% 以上水平后上升速率趋于缓慢。如日本：城市化率从 60% 提升到 70% 用了 12 年时间，但从 70% 提升到 80% 用了 34 年时间。韩国：城市化率从 60% 提升到 70% 用了 7 年时间，但从 70% 提升到 80% 用了 14 年时间。

2023 年，我国城市化率水平 64%，据联合国数据预计，我国城市化率在 2030 年将达到 70%，到 2050 年将达到 80%，即将用 7 年的时间提升 6pct，20 年时间提升 10pct。而过去 20 年，我国城市化率提升了约 25pct。

图 42：各主要国家城市化率



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所



(3) 我国住宅投资占比过高，经济对地产的依赖过大，按照发达国家经验，经济转型过程中逐渐去地产化

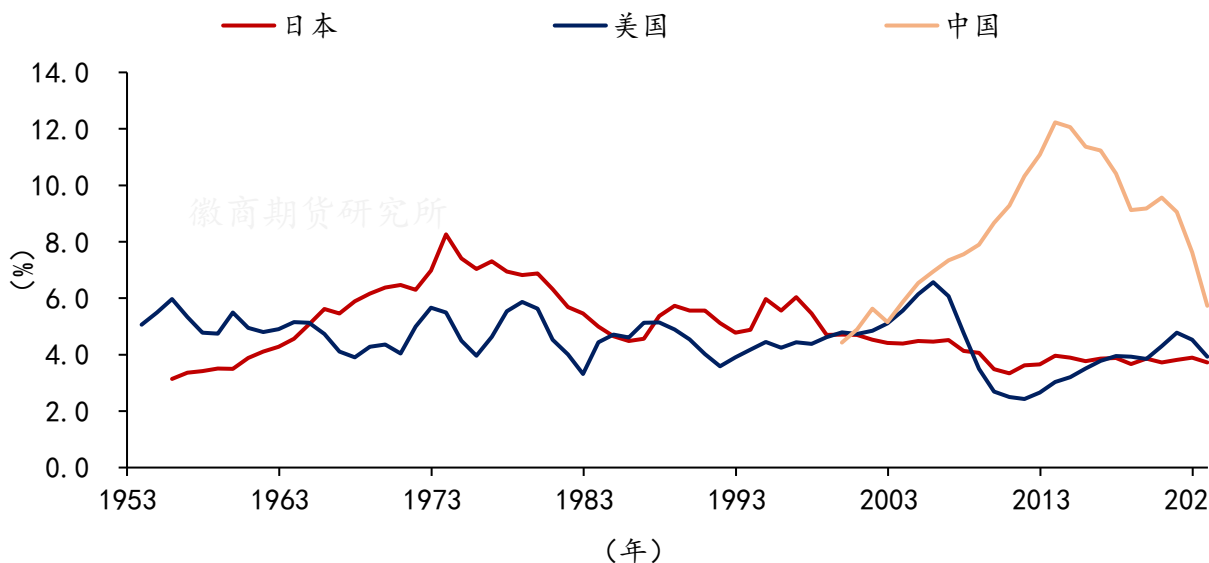
日本在 70-80 年代经历了地产的高光时刻，住宅投资占 GDP 比重一度达到 1973 年 8.26% 的水平，后在 80 年代维持在 6% 左右的水平。广场协议后，日元升值，日本央行政策极度宽松，货币流入股市和地产，90 年代催生了泡沫，地产跌入谷底。自此，日本经济开始转型，去地产化，进入 2010 年后，住宅投资占比长期维持在 3% 左右的水平。

美国进入 2000 年后，宽松的货币政策催生了地产泡沫，其住宅投资占比曾在 2004 年达到 6.54% 的历史高位，后在次贷危机下崩盘，目前住宅投资占比维持在 4% 左右的水平。

我国地产经历了 2000-2016 年的辉煌，住宅投资占比一度达到 12% 的高位后一路下行至目前 6% 左右水平，与日本 1973 年、美国 2004 年的水平相当。

发达国家转型中都经历了地产的辉煌时刻，而后经历泡沫，最终去地产化，住宅投资占比保持 3% 左右水平。我国在经济高质量发展要求下，必然也要经历去地产化阶段，在防范系统性风险下，实现地产软着陆。

图 43：中、美、日住宅投资占比



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### (三) 汽车消费仍然是消费维稳发力点

#### 1. 我国汽车产销维持较高景气

据中汽协和乘用车市场信息联合会数据，2024 年 1-5 月，我国汽车销量 1149.6 万辆，

产量 1138.4 万辆，累计同比分别增长 8.3%、6.5%；1-4 月，新能源乘用车销量 245.12 万辆，产量 276.56 万辆，累计同比分别增长 33%、29%。新能源车销售渗透率 44.1%。汽车销量增速快于汽车产量增速，新能源乘用车维持高速增长，汽车行业维持高景气度。

图 44：汽车销量累计值

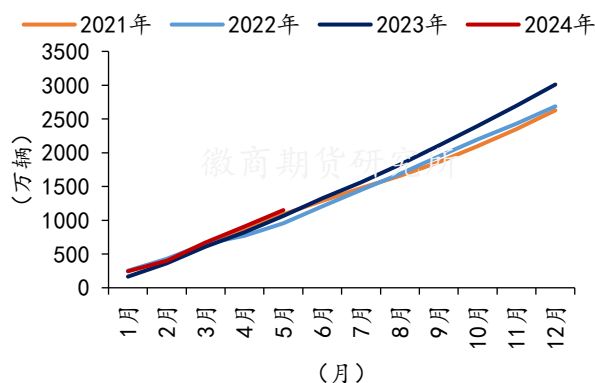


图 45：汽车产量累计值

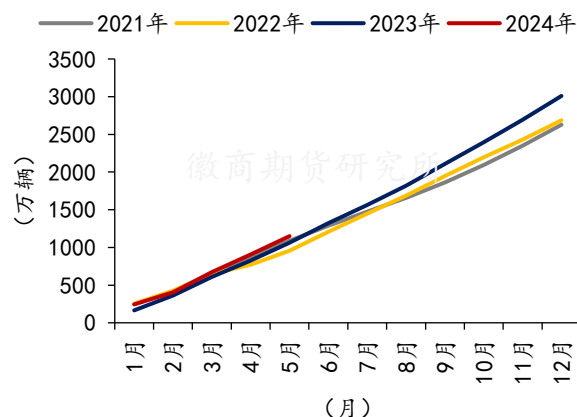


图 46：新能源乘用车零售量累计值

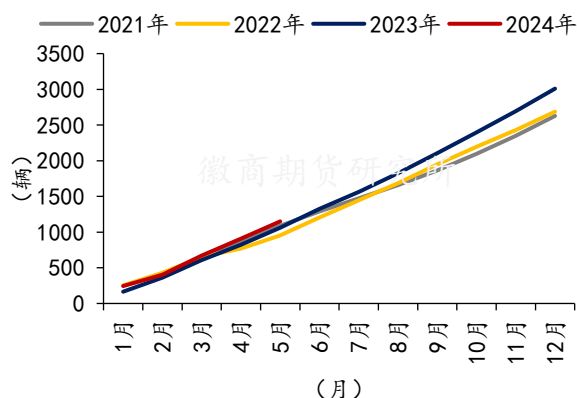
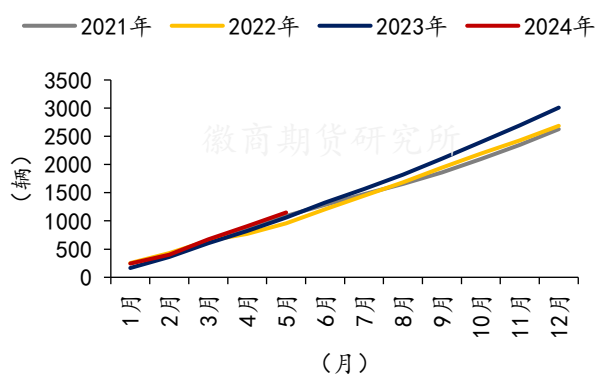


图 47：新能源乘用车产量累计值



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

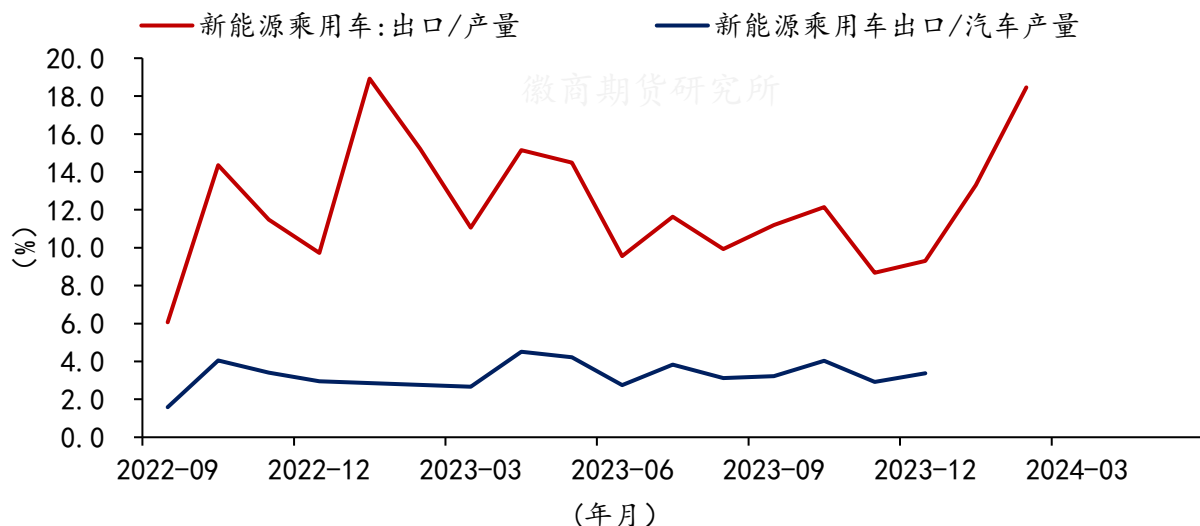
## 2. 欧洲对我国电动汽车加征临时关税对汽车行业影响不大

6 月 12 日欧盟委员会发表声明，拟从 7 月 4 日起对从中国进口的电动汽车征收临时反补贴税，被抽样的比亚迪、吉利、上汽集团将分别征收 17.4%、20%、38.1%的反补贴税，对参与调查但未被抽样的电动汽车制造商平均加征 21%的反补贴税，包括爱驰、江淮、华晨宝马、奇瑞、一汽、长安、东风、长城、零跑、蔚来，未配合调查的电动汽车制造商将被加征 38.1%的反补贴税。

电动汽车出口以新能源乘用车为主，近年来，新能源乘用车出口占其产量比重维持在

12%左右水平，出口到欧洲部分国家的比例相比更少，而新能源乘用车出口占汽车总产量比重在 3%左右，因此，欧洲对我国电动汽车加征临时关税对我国汽车行业影响不大。

图 48：新能源乘用车出口占比



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

#### （四）基建托底

基建作为政策发力待选项同时受制于地方政府债务高企和土地收入下滑维持平稳发展。

今年，政府公共财政支出力度有所增加。两会给出的今年全国公共财政收入预算 223950 亿元，全国公共财政支出预算 285490 亿元，即赤字预算 61540 亿元。前 4 月实现的公共财政收入 80926 亿元，公共财政支出 89483 亿元，实际赤字 8557 亿元，分别完成预算进度的 36.14%、31.14%和 13.9%。在赤字的完成进度上快于去年同期 8.29 个百分点。

但债券发行进度偏慢，且用于偿还旧债的再融资券发行量占比近一半，反映地方政府偿债压力大，新增债务空间受限，限制基建的进一步扩张。

两会给出的今年新增地方政府债务限额 46200 亿元，其中新增一般债限额 7200 亿元，新增专项债限额 39000 亿元。截至 4 月，新增债券 9708 亿元，其中新增一般债 2484 亿元，新增专项债 7224 亿元，发行进度分别为 21%、34.5%、18.5%，除 2021 年外，比过去 4 年水平较低。

截至 4 月，今年新发地方政府债 19178 亿元，用于新增债券 9708 亿元，用于偿还旧债的再融资债券 9470 亿元，再融资债券在地方政府债券发行额中占比 49.38%，再融资债券

与新增债券比例上升至 97.55%，在地方政府债券发行额中占比提升至 49.38%。

图 49：实际赤字完成进度

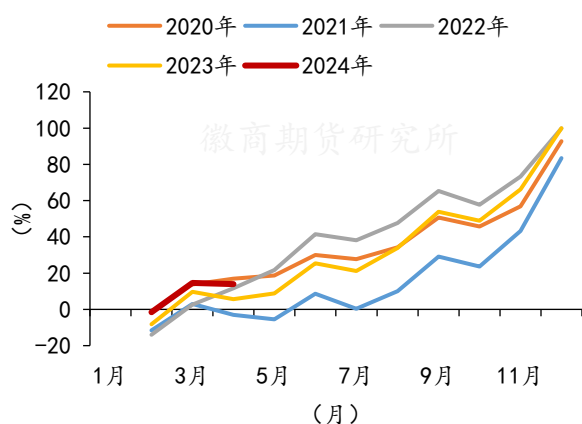


图 50：政府一般债和专项债累计

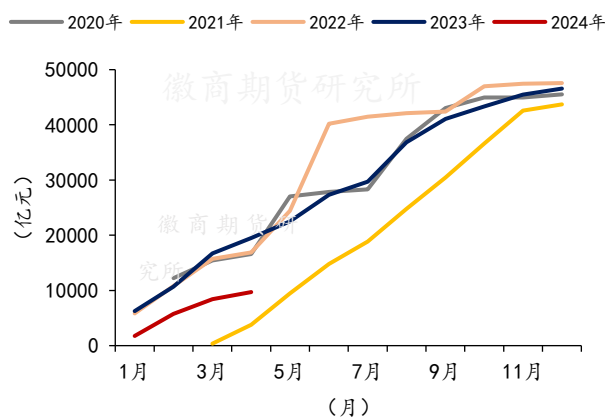


图 51：再融资债券占比



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （五）制造业表现亮眼

在固定资产投资三大项中，制造业投资亮眼，成为拉动投资的支撑力量。1-5 月，制造业投资累计同比增 9.6%，高于固定资产投资整体增速 5.6 个百分点，较去年全年增速扩大 3.1 个百分点，较 2023 年同期增速扩大 3.6 个百分点。

制造业将继续受益于出口拉动、海外制造业扩张、国内下游的补库。

我国作为出口外向型经济体，制造业与海外需求息息相关。海外经济目前仍有超预期

表现，海外制造业扩张，利多国内出口，从而拉动国内制造业投资。

目前，工业企业库存同比增速位于低位水平，而工业企业利润和营收趋于改善，1-4月工业企业利润累计同比反弹至4.3%，工业企业营业收入累计同比反弹至2.6%，当月营收同比更是反弹至10.76%。工业企业利润和营收的向好有利于企业补库。

图 52：固定资产投资及分项变化

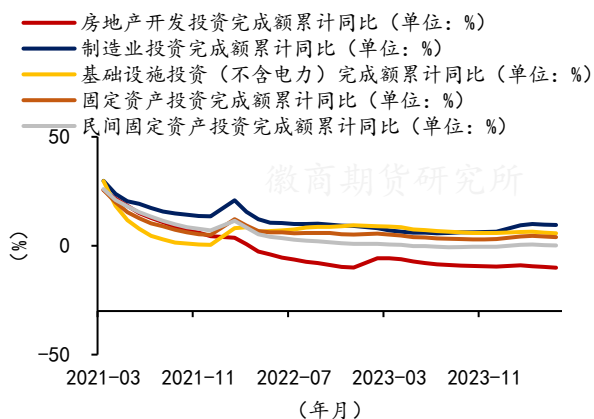


图 53：出口当月同比



图 54：中国制造业投资与全球制造业 PMI



图 55：营收与库存



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （六）货币结构化政策支持重点领域，流动性保持合理充裕

从今年两会政府工作报告中“稳健的货币政策要灵活适度，精准有效。”中国人民银行货币政策委员会 2024 年第一季度例会对货币政策取向“精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节。”中国人民银行第一季度货币政策执行报告“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。”的表述中可以看出，今年货币政策的取向相较去年的“精准有

力”增加了“灵活适度”，删除了“跨周期调节”，强调“逆周期调节”，货币政策总体呈现中性偏宽松的方向。

货币政策总体较为灵活，阶段松紧因外界环境、价格因素和融资环境的变化而变化，除了把握政策基调以外，在阶段性判断中更要从观察人民银行的操作来判断下一阶段的货币政策取向，货币政策的松紧和流动性宽裕与否也将成为影响经济走势和资产价格的重要因素。

从中国人民银行的操作来看，更多以结构性的工具支持重点领域，在公开市场操作上以回笼流动性为主，继续保持不大水漫灌的风格，并没有向整个市场投放过多流动性。

2024 年以来，央行实行了一次降准，针对大中小型存款类金融机构分别下调了 50bp 的存准率，目前大型银行的存准率为 10.0%，中小型银行的存准率为 7.0%，分别为 2007 年、2003 年以来的新低。央行在 2023 年 12 月和 2024 年 1 月发放了 3500 亿元、1500 亿元的 PSL，是 2022 年 12 月中止投放以来再度连续两次利用 PSL 向市场投放流动性。贷款市场在 2 月 20 日出现了不对称降息，当时降低 5 年期 LPR25bp，1 年期维持不变。但 2024 年以来通过逆回购、MLF 和国库现金定存方式总共收回 25830 亿元流动性。

图 56：存准率

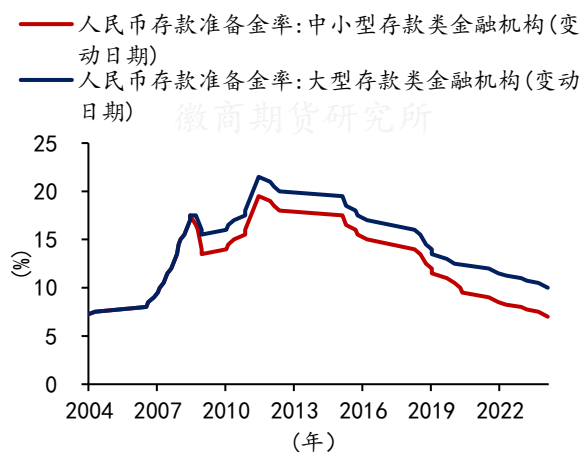
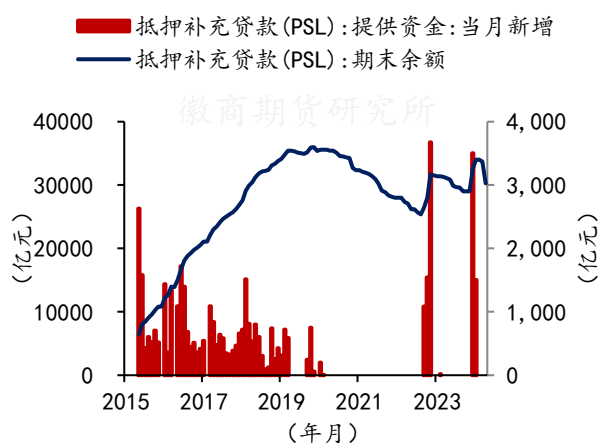


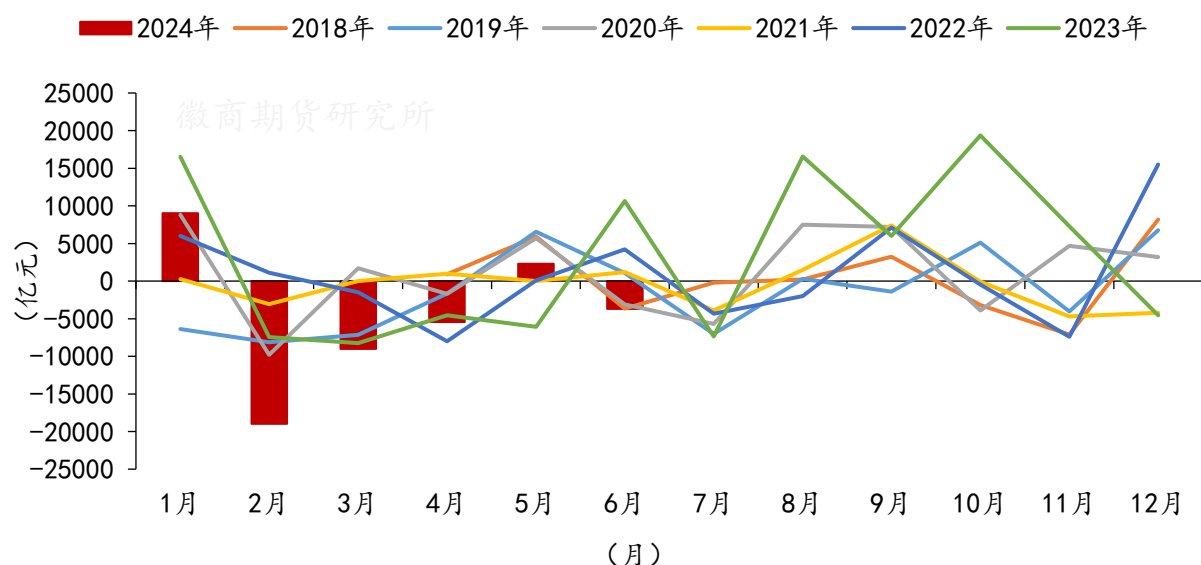
图 57：PSL 新增和余额



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所



图 58：公开市场操作（OMO+MLF+国库现金定存）月度净投放量



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

央行之所以采取如此操作态度，是既在防范化解风险、支持重点领域，又在视市场流动性情况相机抉择的表现。前者采取结构化的工具，后者则要视以下两个指标：

一是市场流动性情况。今年以来，DR007 的走势围绕 1.88% 的均值上下浮动，这也是过去 5 年的平均水平，反映目前市场流动性并没有出现大起大落的情况，流动性保持合理充裕的状态。

二是市场宽信用水平。信用的传导水平可以从 M1 和 M2 同差水平、社融与 M2 同差水平反映。今年以来 M1、M2 同比差值水平持续收窄，反映企业经营的谨慎，企业资金活跃度下降。从 2023 年 2 月以来，M2 同比增速被社融增速带动下行，反映企业融资信心不足，货币供应增速被动下行。2024 年 1-5 月，M2 同比增速已下滑至 7.0%，低于社融余额同比增速 1.4 个百分点。目前 M2 同比增速水平较低，在央行的政策基调“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”下，预期下半年货币供应增速可能至少提升至略高于社融同比增速水平。

图 59: DR007(7DMA) 季节性

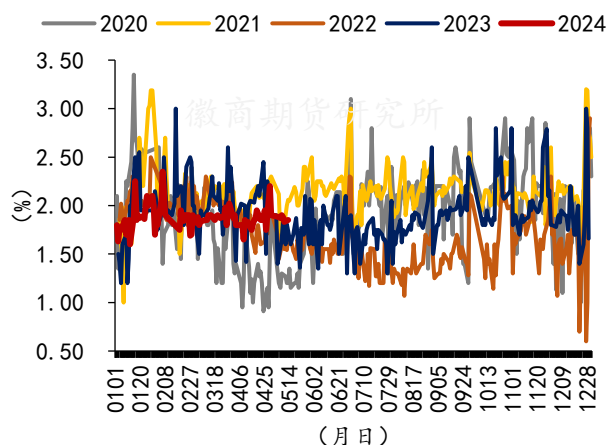


图 60: M1、M2 同比差值

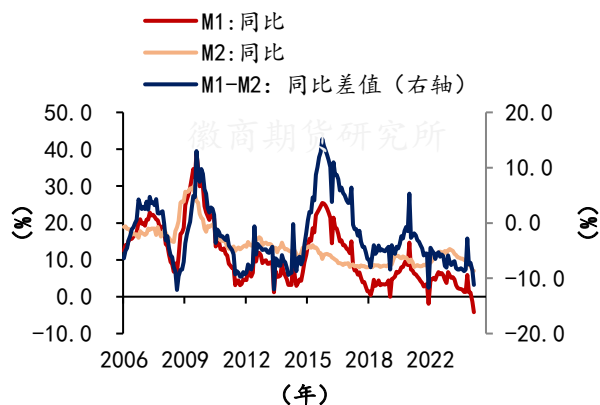
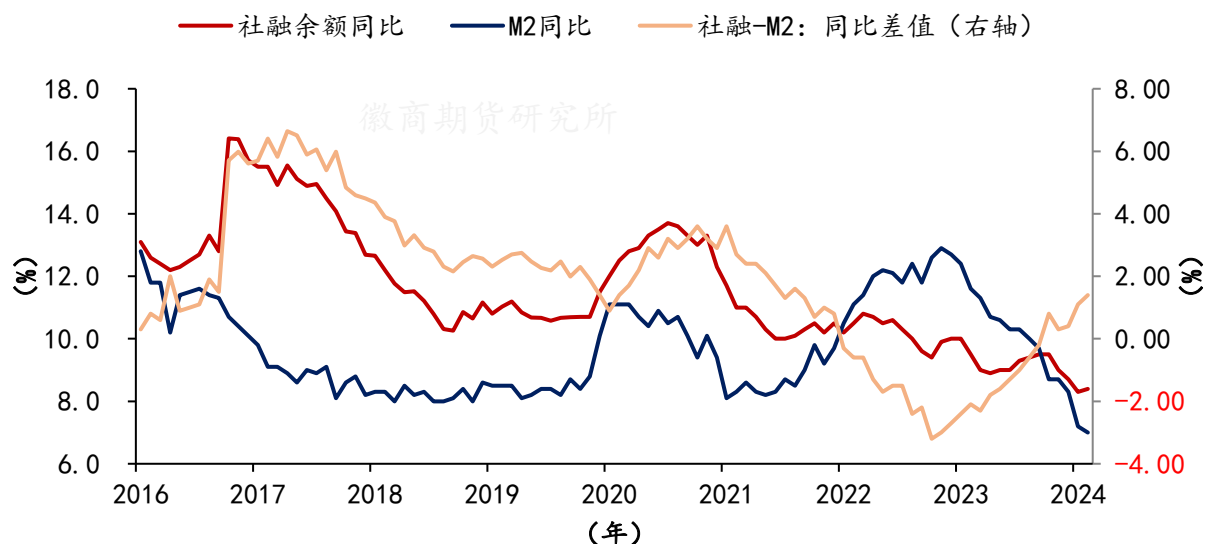


图 61: M2 与社融



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### （七）利率低位难升

2023 年在政策跨周期调节，同时政府债务高企情形下，利率开启了单边下行，债市出现了单边牛市，2024 年年初以来，利率的下行趋势仍未明显缓解，中证指数公司统计的十年期国债收益率已下行至 2.3% 水平，已连续创下该口径下有数据以来的最低水平。

下半年以及更长周期来看，预期利率仍低位难升。原因在于以下两方面：

一方面，地方政府债务高企，化债周期下，利率仍将保持低位。在政府高企的债务水平下，政府公共支出用于债务付息的支出同比增速仍然居高不下。1-4 月用于政府债务付息

支出 3623 亿元，高于用于科学技术、节能环保事务支出，累计同比增速 6.8%，高于用于教育、文化旅游体育与传媒、社会保障和就业等民生保障相关支出增速。

图 62： 债务付息

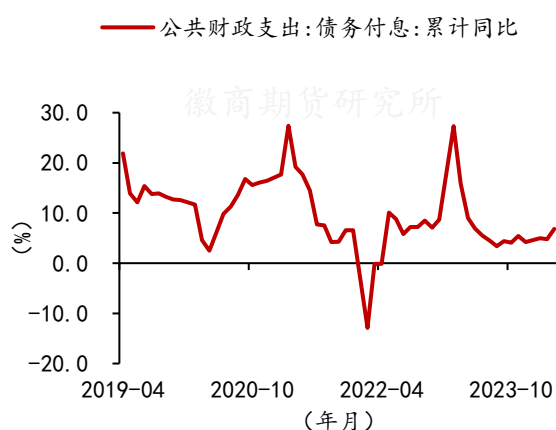


图 63： 公共财政支出领域累计同比



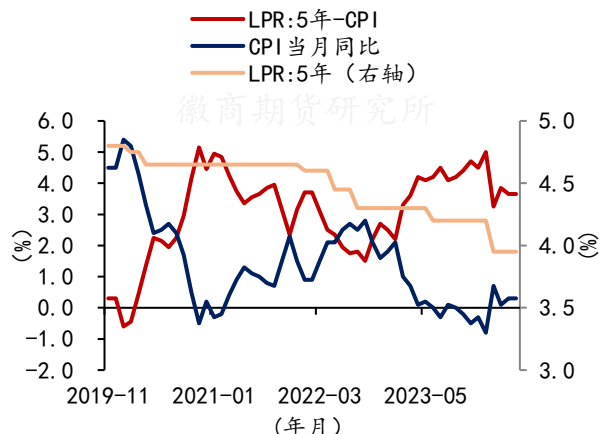
数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

另一方面，实际利率高企，除非物价明显提升，否则名义利率仍有下行空间。虽然去年以来利率加速下行，但物价指数同样也快速下行，这导致实际利率创下多年新高。十年期国债收益率减去 CPI 差值表征的实际利率在 2024 年 1 月达到 3.23%，高于 2020 年 12 月创下的 3.14% 水平。5 年期 LPR 减去 CPI 差值表征的实际利率也在 2024 年 1 月达到 5.0%，接近 2020 年 11 月创下的 5.15% 的水平。实际利率是实体经济承担的实际融资成本，实际利率高位将侵袭实体企业的利润，破坏实体的资产负债表，极端情况下，有引发债务通缩风险的可能。因此，在价格指数不明显回升的情况下，只有通过利率进一步下调将实际利率维持在低水平，从而减轻实体的成本。

图 64：实际利率（10 年期国债收益率-CPI）



图 65：实际利率（LPR-CPI）



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （八）人民币仍有贬值压力

2022 年 3 月以来人民币贬值的主要因素在于中美利差，其背后逻辑在于中美经济周期的错配和货币政策的背离，由此导致的国际收支基础账户呈现资金外流趋势，经常账户顺差缩窄，资本与金融账户维持逆差。

预计下半年以及从更长时间维度来看，人民币汇率仍有贬值压力。

根据前述利率分析，导致国内利率下行的内在逻辑仍在，国内利率低位难升。此外美元利率虽然在降息预期下有趋于下行的可能，但海外通胀反复，降息后延，海外利率高企。中美利差仍将维持低位。

图 66：中美利差与人民币汇率

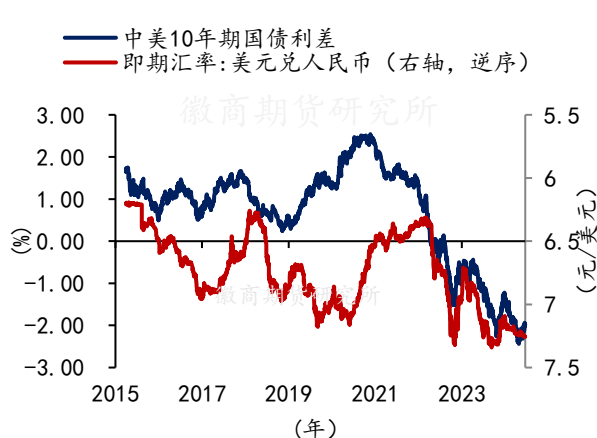
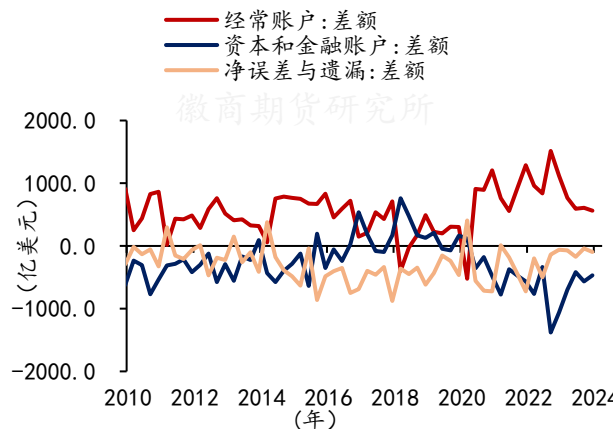


图 67：国际收支账户分项差额



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

中美利差的持续倒挂加剧国内资金流出，海外直接投资的减少、国内企业对海外投资的增加将使得直接投资处于逆差水平。数据显示，中美利差倒挂从2022年4月开始扩大至240bp。与此同时，外商直接投资当月同比从2022年2月下滑，自11月进入负增长，当月同比幅度扩大至至今-35.69%，外商直接投资累计同比从2022年2月下滑，自2023年6月负增长，降幅扩大至今-27.9%。

在中美利差维持倒挂的情况下，直接投资逆差趋势难改，唯有进一步扩大贸易顺差、繁荣股市抵消直接投资的流出才能维持人民币汇率的稳定。

图 68：金融账户：直接投资

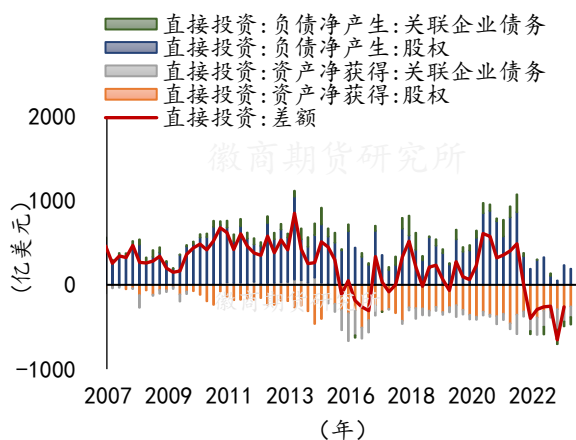


图 69：外商直接投资



图 70：贸易顺差

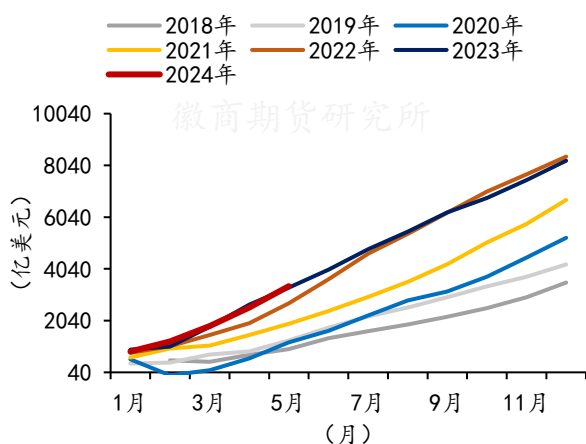
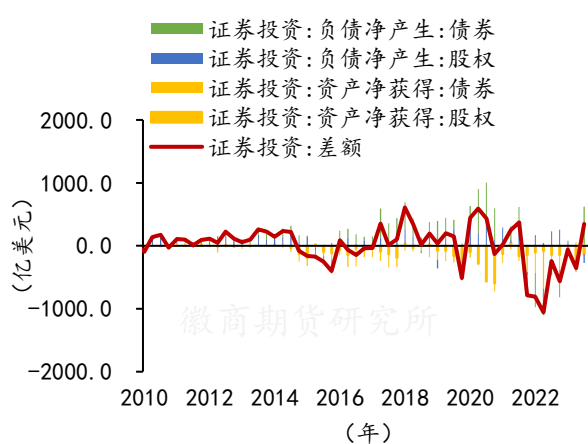


图 71：证券投资



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## （九）债务约束

### 1. 地方政府债务进入去化周期

截止 2024 年 3 月，地方政府显性债务余额高达 41.75 万亿元，按照平均利率 3.3% 计算，每年付息额高达 1.38 万亿元。来自中泰证券的相关研究数据统计，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接近 100 万亿元，使得杠杆率或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 2023 年全年高达 46803 亿元，占全年新发地方债 93374 亿元的 50.12%，即一半新发债券用于偿还旧债。

图 72：地方政府债务

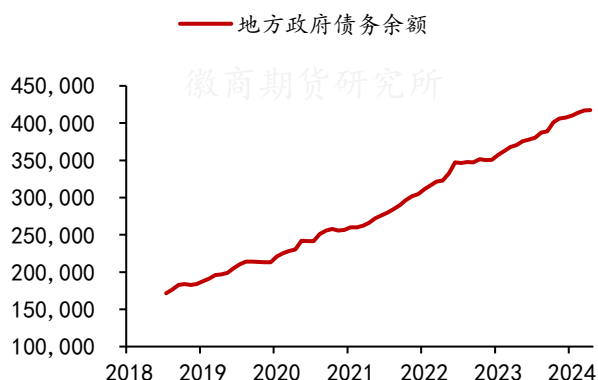


图 73：再融资融资券

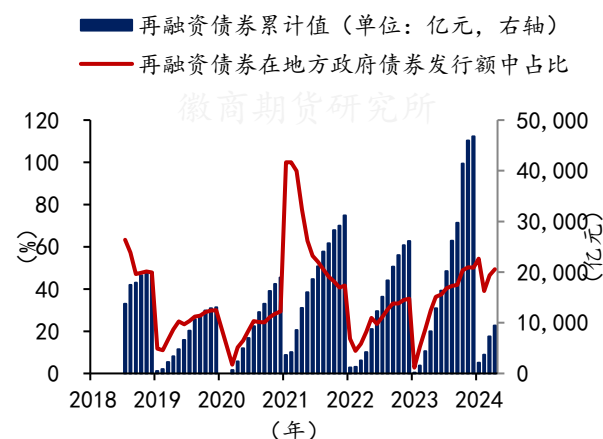
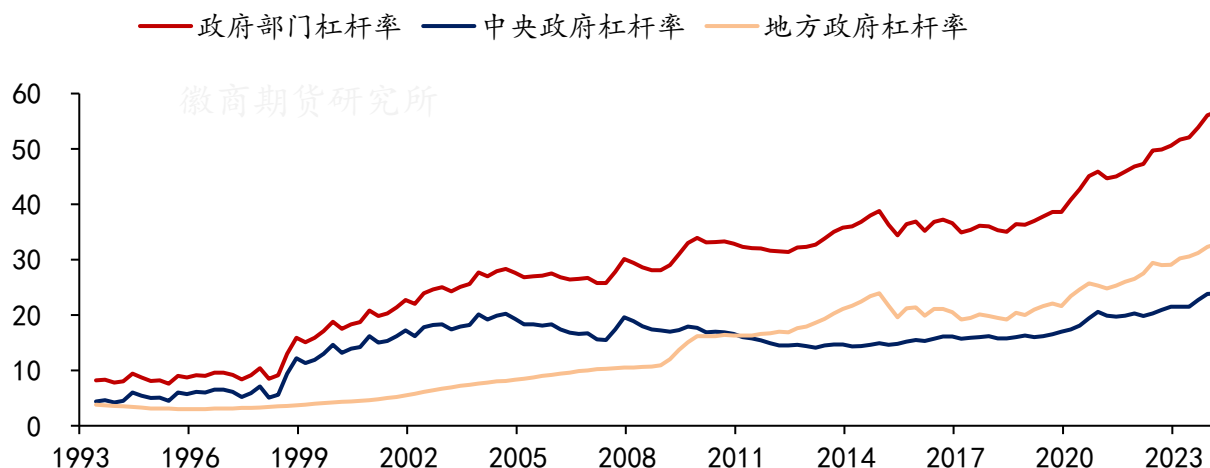


图 74：政府部门杠杆率



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## 2. 居民债务高企，制约地产销售、居民消费

截至 2024 年 3 月，居民部门的杠杆率进一步提升至 64%。居民部门杠杆率超过德国，



接近日本，低于美国、韩国。

居民贷款主要构成是中长期贷款，近5年平均超过50%，而中长期贷款主要构成是房贷。个人贷款余额高达38万亿元，自2022年以来增长乏力，近两年新增中长期贷款已降至高峰期的一半水平之下。

图 75：居民新增贷款与余额

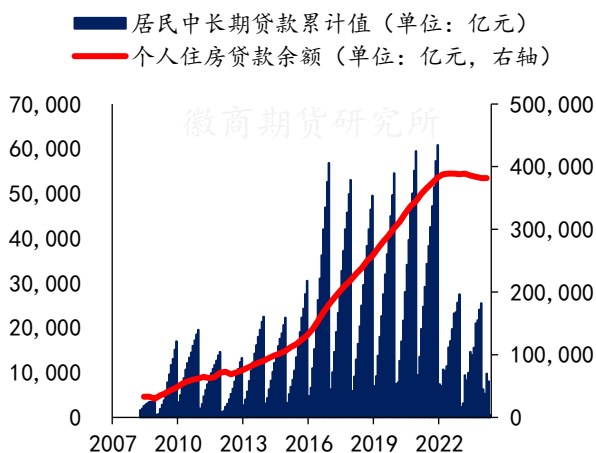
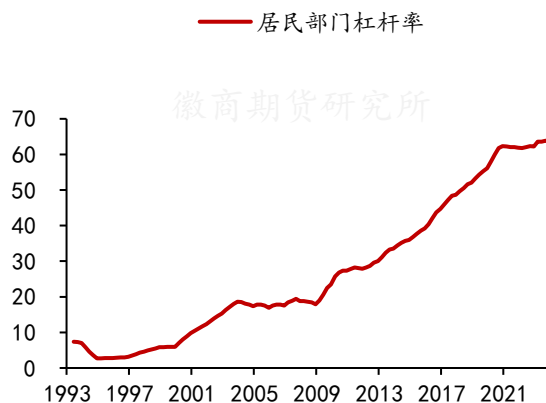


图 76：居民部门杠杆率



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

### 3.企业杠杆率高企，限制投资扩张力度

最新数据显示中国实体经济部门杠杆率达到 294.8%，非金融企业杠杆率高达 174.1%，这一水平超过美国、日本、欧元区等发达体和新兴市场整体。

图 77：我国实体经济与企业杠杆率

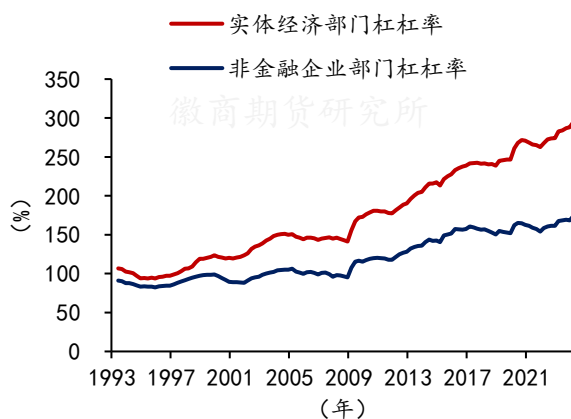
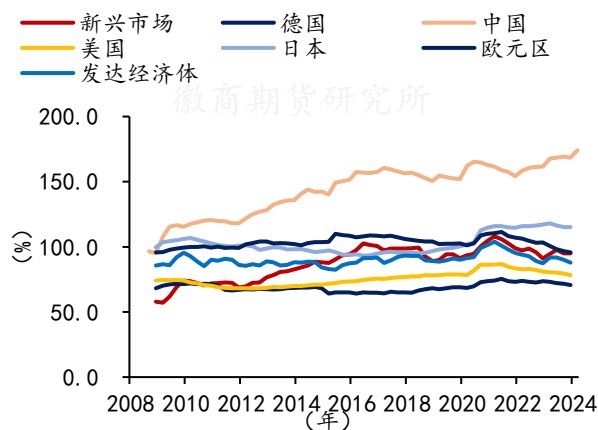


图 78：各主要经济体非金融企业杠杆率



数据来源：wind，同花顺 iFind，徽商期货研究所

## 四、总结与展望

### （一）展望未来一年左右时间

全球将进入中周期第二库存周期的上行期，我国从 2023 年 6 月开始进入库存周期上行期，截至 2024 年 4 月，已上行 10 月，于 2023 年 10 月开始进行了短暂主动补库。以上行期平均 26 月来计算，此轮库存周期预计将在 2025 年 8 月左右见顶，下行期按照 17 个月计算，将在 2027 年 1 月左右见底。随着欧美下半年进入主动补库期，今年下半年至明年上半年，全球将进入主动补库周期。

我国此轮库存周期补库力度取决于内外两方面：

1.从外部因素来看，有利的因素在于，欧美库存周期处于上行初期，美联储利率有自高位向下的预期，实际利率将趋于向下，不利因素在于，根据中周期第二库存周期利率走势特征结合目前美国通胀居高不下，加息可能性仍存，且短期失业率上升，金融风险长期存在。

2.从内部来看，有利因素：

企业库存低位，生产/库存比上升，下游需求向好，企业营收、利润提升，价格趋于上升。

地产政策从融资端、销售端发力，地产下行斜率趋缓，存在反弹可能。

汽车销售快于生产，景气度保持，且维稳消费依然要靠汽车消费发力，汽车景气度保持。

制造业表现继续亮眼，出口在海外经济韧性、制造业扩张、人民币温和贬值下保持上升态势，对制造业形成提振。

基建在经历了过去两年因维稳经济必要性下的较高增速以后将平稳增长，作为政策发力待选项而存在，托底经济。

货币结构性宽松，利率低位难升，对于企业补库从成本端形成支撑。

3.从内部来看，不利或者风险因素：

地产形式不同于 2015 年，维稳是主基调，受制于人口负增长、老龄化和少子化、城镇化率提升空间有限、经济转型去地产化趋势而长期难改下行趋势。

新能源车销售渗透率已超 40%，进一步提升斜率趋缓，汽车的高速增长已过，未来将

趋于平稳增长。

出口仍然面临海外经济失速、金融风险的潜在影响，从而施压于国内制造业。

美元升值，人民币贬值，资金外流导致国内投资趋弱。

融资需求长期不振，利率低位，资金存在空转风险。

债务达峰，约束投资和消费。

总得来说，机会大于风险，来自中周期第二库存周期的补库将领先于中周期的繁荣达到高点。

## （二）展望更长时间

站在过去看当下，从长波周期来看，此轮中周期处于长波萧条阶段。根据历史经验规律，第二库存周期各项经济指标趋于稳定，大类资产表现较为平稳。第三库存周期各项经济指标变得不稳定，大类资产表现波动加剧。在经历第二库存周期的顶点后，或在 2025 年第三季度进入第二库存周期下行期，2027 年进入第三库存周期，最终在长波萧条、中周期繁荣过后迎来三期共振下行。到那时，是风险，也将是机会！

## 【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。

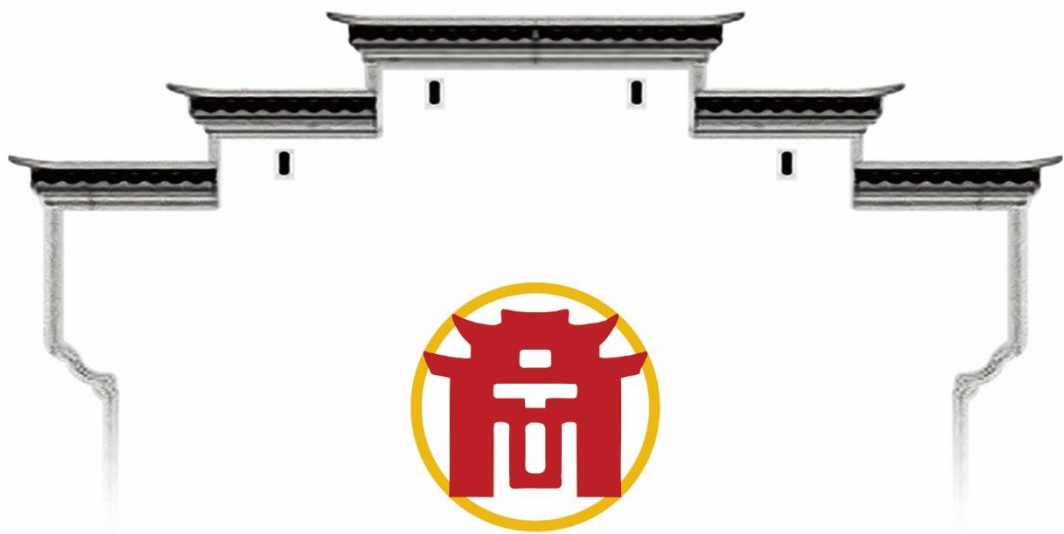
## 【团队介绍】

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