



年度报告

2023 年 12 月 15 日

2024 宏观经济和大类市场展望：从结构看总量

分析概述

- **2023 年宏观经济呈现“波浪式、错位和分化”的特征：**2023 年仍是一个典型的宏观大年，影响宏观经济的很多因素较为尖锐，因此全年分季度我国经济增速也呈现典型的波浪式。同时中美经济周期错位，这对出口、汇率和使用外资产生很大影响，同时国内各板块的经济增速差异较大，在政策的支持下，基建、制造业投资相对较好；消费则因消费场景的限制取消而出现强修复；地产因为多重利空因素，出口因为外需弱势而明显承压。
- **2024 年宏观经济仍是整固年份：**展望 2024 年，中国经济有望呈现“消费为主、投资趋稳、出口恢复”的特征，逐渐从周期性恢复和政策“削峰填谷”式支持转变为内生增长动能，预计 2024 年全年经济增速在 4.8%-5% 左右，略低于 2023 年，但超过 2022-2023 年两年平均增速 4.1%（2023 年 GDP 增速约 5.2%）。预计政策上将加大宽松力度，加快开放和优化营商环境，努力改善国际关系和企业家信心。因此 2024 年宏观是重拾信心，摆脱“疤痕效应”的一年，预计全年经济较为稳定。
- **2024 年大宗商品市场展望：**2024 年，如果没有经济增长或通胀带来的这两大交叉复杂驱动因素之一，加上大宗商品整体并未显著低估，大宗商品的整体向上空间大概率较为有限。
- **风险提示：**地产修复力度不及预期，海外通胀韧性超预期，地缘风险超预期。

研究员

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

目 录

2023 年宏观经济回顾：波浪式、错位和分化.....	3
2024 年中国宏观经济展望：转向内生增长.....	4
宏观经济关键变量之一：地产走势及政策	7
房地产新模式：以人订房	8
“三大工程”对地产投资的影响测算	10
宏观经济关键变量之二：财政的结构和力度	12
我国财政的状况和面临的约束	12
2024 年财政赤字率：空间存在不确定	14
宏观经济关键变量之三：美联储降息幅度可能不及预期	17
美国经济和降息空间：没必要做过于乐观的估计.....	17
美债收益率下行空间有限	20
大宗商品市场展望	21
法律声明	23

2023年宏观经济回顾：波浪式、错位和分化

2023年仍是一个典型的宏观大年，影响宏观经济的很多因素较为尖锐，因此全年分季度我国经济增速也呈现典型的波浪式。同时中美经济周期错位，这对出口、汇率和使用外资产生很大影响，同时国内各板块的经济增速差异较大，基建、制造业投资相对较好，消费修复，地产和出口承压。

2023年宏观最大的压力来自两个方面，其一是以美国为代表的海外经济体处在“强加息、高利率”的高压态势之下，这对全球经济的增长和循环造成较大影响；其二是我国经济处在转型的关键时刻，产业链条极长的地产对国内经济的内生动能造成很大影响。这两个因素的影响贯穿在“三驾马车”的各个细分行业。

因此，我们从“三驾马车”的视角来看，2023年宏观经济的特征是：

消费动力较强，疤痕效应仍在：三季度度社零总额同比增长4.2%（前值10.7%），两年复合增速3.9%（前值2.8%）。剔除基数影响后，服务消费加快恢复，主要受各地促消费政策持续发力、暑期等节假日消费需求旺盛等因素影响。高端商品增长相对较快，汽车消费继续好转。但是地产消费依然低迷，7、8、9月商品房销售面积和销售额数据环比有所改善，但改善幅度偏弱且可持续性有待进一步观察；1-9月商品房销售面积和销售额累计同比分别下降7.5%和4.6%。

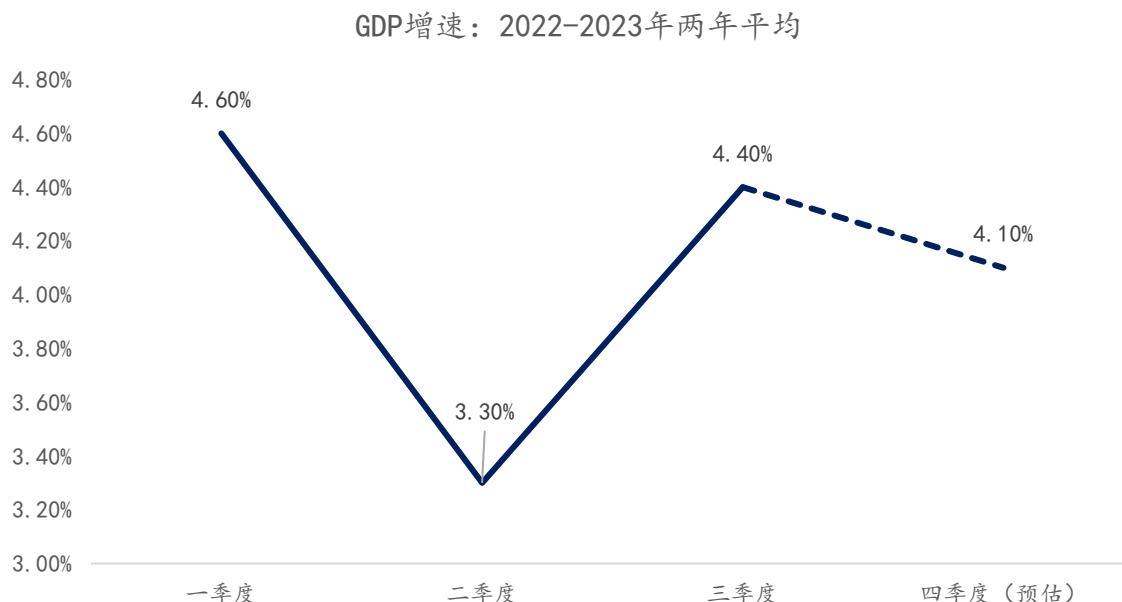
投资有所好转，但仍结构性承压：三季度以来投资增速持续回升，基建和制造业是重要抓手。财政稳增长力度加大，助力基建投资提速。制造业投资呈现韧性，主要得益于装备制造业的高景气，前8个月对制造业投资的贡献率高达92.6%。然而固定资产投资在结构上存在两大短板：第一是，民间投资承压，已连续5个月同比负增长，在总体固定资产投资中的占比降至2011年以来低点。结合金融数据看，企业现金流状况总体不佳，作为薄弱环节的民营企业或承受更大压力。第二是，房地产投资增速持续磨底。直至9月，商品房销售和新开工增速才有所提升，但房地产行业走向趋势性恢复仍存在较大阻力。结构上看，房地产销售以二手房为更强，房地产库存仍在积累，使销售对新开工的带动作用弱于以往。另外房地产开发资金来源虽有边际改善，但内生造血能力仍显不足，恢复基础并不牢固。

出口在欧美加息以及库存周期影响下承压：欧美加息之后维持高利率，全球需求收缩下我国外需承压。全球制造业PMI指数已连续13个月位于荣枯线以下，主要国家经济增速预期下调，逆全球化等贸易保护主义抬头，外需面临较大压力。二季度出口达到压力最大，随后出现缓解，7、8、9月以美元计价的出口额分别变动-14.3%、-8.8%、-6.2%，降幅收窄，好于预期。同时出口结构也有所好转，前三季度对共建“一带一路”国家进出口增长占进出口总额的46.5%，对新兴市场进出口增速高于我国外贸整体增速。

分季度看，前三个季度GDP增速分别是4.6%、3.3%和4.4%，预计四季度GDP增速在5.3%左右，呈现典型的波浪式的特点。从三季度GDP的四年复合增速

看，仍低于一季度，且 GDP 平减指数仍然为负，显示经济仍待进一步修复，内生动能不强，比较依赖政策的支持。

图表 1：2022-2023 年平均 GDP 增速：季度



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

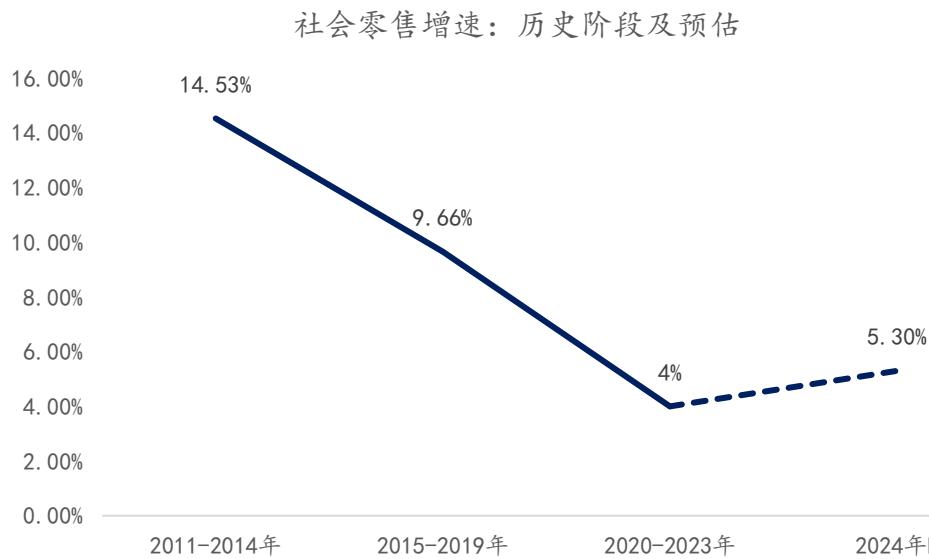
2024 年中国宏观经济展望：转向内生增长

展望 2024 年，中国经济有望呈现“消费为主、投资趋稳、出口恢复”的特征，逐渐从周期性恢复和政策“削峰填谷”转变为内生增长动能，预计 2024 年全年经济增速在 4.8%-5% 左右，略低于 2023 年，但超过 2022-2023 年均增速 4.1%（2023 年 GDP 增速约 5.2%）。预计政策上将加大宽松力度，加快开放和优化营商环境，努力改善国际关系和企业家信心。

预计社会消费渐进改善。社会零售额增速从 2023 年 7.6% 降至 2024 年 5.3%，但高于 2022-2023 年均增速 4.2%。交运、住宿、旅游、文体娱乐等服务消费延续复苏，药品、食品饮料、化妆品零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、家电和家具零售显著回升，但汽车、服装、体育娱乐用品和金银珠宝零售增速可能放缓。

消费在稳定经济增长方面的贡献提升。实证结果显示，当前中国消费驱动力已经高于投资驱动力，每 1 个百分点的消费增长可以驱动 0.569 个百分点的经济增长，而 1 个百分点的投资增长可以带动 0.14 个百分点的经济增长。然而，由于经济增速放缓，居民可支配收入平均实际增速从 2013-2019 年间的 7.5% 下降至 2020-2023 年平均值 4%。同时，疫情期间居民消费习惯改变，收入增速下滑，预计 2024 年社零增长中枢很难回到 2015-2019 年间 9.7% 左右的增速，或将下滑至 5.3% 左右。

图表 2：社会零售增速：历史阶段及预估



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

房地产方面，我们预估在“三大工程”的政策助力下呈现收缩趋缓的态势。2024年，在中国“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”下，销售趋势逐渐企稳但全年可能还有小幅降低，保交楼压力减弱或将显现，房地产投资压力仍在，投资规模恐将继续收缩。但是，以构建房地产发展新模式为突破点，政策多层面齐驱并进，更好地支持刚性、改善性需求以及保障性“三大工程”建设，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资”，将有助于进一步提振市场信心。预计商品房销售面积和开发投资降幅分别从2023年的8%和9%收窄至2024年5%和7%，城中村改造和保障房建设增量投资可能缩小开发投资降幅3个百分点。中期内新房需求可能进一步下行，不考虑拆迁、城乡区划调整等政策因素，住宅需求可能下降到8-9亿平的区间。

图表 3：房地产投资增速及预测



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

预计基建投资与制造业投资增速不及过去趋势性增长水平，但保持不断扩张且有望继续保持较为稳定的增速。一方面，新基建将成为基建投资的重要支撑点，包括 5G 网络建设、人工智能、绿色能源和数字化基础设施等。另一方面，新技术、新能源以及高端装备等高技术产业将继续发挥扩大有效投资的作用，技术创新、商业模式创新等将促进制造业转型升级，提高生产效率和创新能力，为未来经济增长奠定坚实基础。

基建方面存在约束，主要是因为卖地收入下降以及地方隐形债务的制约。地方政府基础设施投资下滑由于土地财政和隐性债务融资大幅萎缩。2023 年地方政府土地收入估计约为 5.2 万亿元人民币，比 2021 年的 8.7 万亿元下降 40%。地方融资平台高度依赖土地收入，土地收入暴跌和地方财政恶化引发政府隐性债务风险，城投债净融资额从 2021 年 1.9 万亿元人民币降至 2022 年 0.9 万亿元，2023 年前 11 个月只有 0.7 万亿元，其中 12 个高风险省市（天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）城投债净融资额在 2022 年和 2023 年连续为负。中央政府为化解地方政府隐性债务风险，允许高风险省市率先发行特殊再融资债券置换隐性债务，但严控这些省市新上项目和新增隐性债务。12 个省市基础设施投资占全国比例接近四分之一，每下降 10% 将拖累全国基础设施投资增速接近 2.5 个百分点。因此我们预估基建方面面临的压力依然存在。

预计固定资产投资增速回升，主要是因为地产投资下行收窄，以及三大工程方面政策予以支持的预期。

图表 4：固定资产投资增速及预测



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

我们预估：

固定资产投资增速从 2023 年 2.8% 升至 2024 年 4.2% 左右。

制造业投资增速从 6.2% 升至 6.5%。

消费改善，全年增速预计在 5.3% 左右。

基础设施投资增速从 8.2% 降至 7.8%，财政政策更具扩张性，政策积极化解隐性债务风险。

进出口贸易回暖。预计 2024 年美国需求放缓主要来自服务业，非美地区需求改善，商品去库存结束，工业价格止跌回升，中国货物出口和进口增速分别从 2023 年 -4.3% 和 -4.9% 升至 2024 年 3.6% 和 3.3%。

总结来看，放眼世界，外部环境风高浪急，全球经济正处于“缓慢增长、高度敏感、逆全球化”的非常时刻，对于中国而言，经济增长面临的压力依然不轻，因此需要有积极发力的财政政策和稳健精准的货币政策互相配合，有望夯实经济复苏基础蓄力爬坡过坎，在保证短期经济增速维持一定水平的情况下。中期以速度换空间，在增长保持稳定的过程中谋求发展动能的转换、增长质量的提升和人民福祉的改善。

因此，我们预计 2024 年我国 GDP 增速在 4.9%-5.1% 左右。整体趋于修复，只是过程仍是波折、斜率无法拔高。外需方面，关注的焦点在于美国通胀韧性、中美关系以及美国库存周期的变化；内需方面，地产和消费仍是重头戏，比较依赖政策的变化，核心在于中央加杠杆的力度。因此，可遇见的是，2024 年仍是宏观大年，不确定因素对经济走势影响较大，结构的重要性大于总量。

宏观经济关键变量之一：地产走势及政策

房地产新模式：以人订房

地产被称作“中国经济周期之母”，是国民经济中涉及到产业链最长的行业之一，房地产及相关产业很长时间内占GDP近1/4，房地产市场牵一发而动全身。地产除了对经济的直接影响之外，如果房地产市场进一步恶化，包括房价大幅度下降或者开发商违约进一步扩大，银行和家庭的资产负债表将会恶化，可能进一步抑制制造业投资和地方政府支出，打击消费者信心，从而拖累2024年的经济增速。

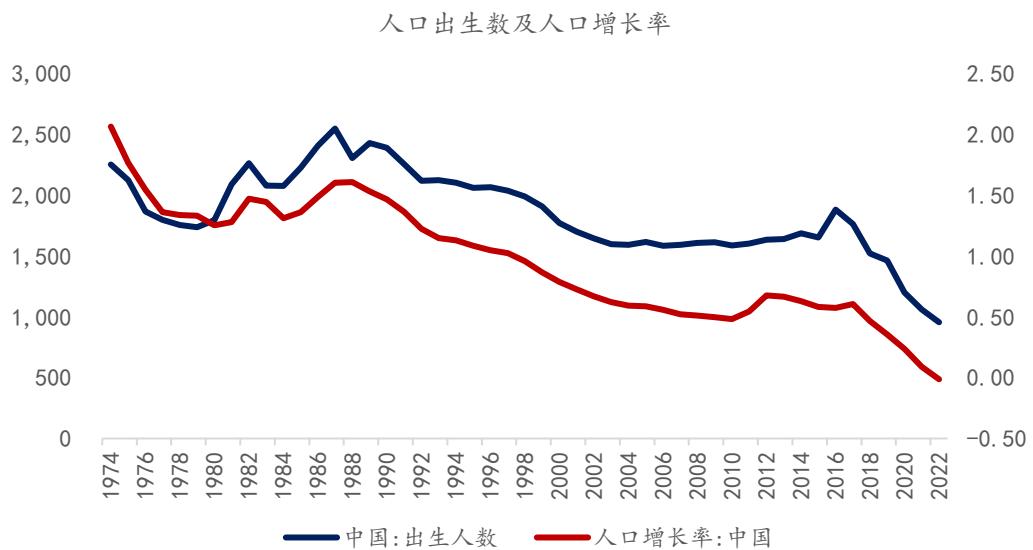
然而，中短期都存在压力的地产行业，其走势存在较大的不确定性。

随着我国人口结构的变化，以及人均居住面积的不断提升，当前的房地产与以往相比出现了很大的变化。

11月份，住建部部长倪虹接受央视采访，给地产的新模式进行定调。住建部表示，要建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制：以人定房，以房定地、以房定钱。这意思就是未来的房地产供应要根据城市和区域人口流入流出情况来确定供给，不能像以前那样为了卖地，不限量供地。

因此，从政策的角度看，构建房地产发展新模式，这是破解房地产发展难题、促进房地产市场平稳健康发展的治本之策。过去在解决“有没有”时期追求速度和数量的发展模式，已不适应现在解决“好不好”问题、高质量发展阶段的新要求，亟需构建新的发展模式。

图表5：人口出生及增长率



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

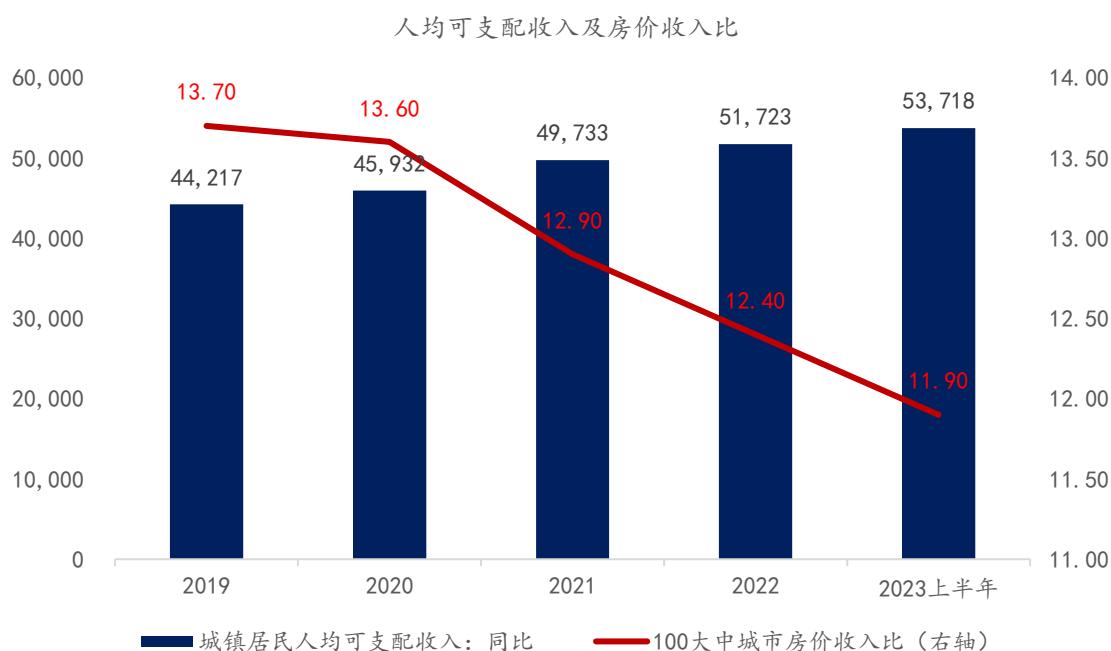
“以人定房”的意义有两层：第一层意义是对人口净增地区、人口大省加大相关政策支持、加快建设保障住房体系，第二层满足居民高品质住房需求，对存量房的老旧小区更新改造、城中村改造等项目或是后续政策支持重点。

海外经济体中，德国、新加坡等国是典型的“以人定房”发展模式，两国均

具备完善的保障性住房体系和商业化住宅市场。德国住房市场以租赁为主，其人均住房拥有率较低，多数德国居民通过租赁住房解决居住需求。根据德国联邦统计局数据，2018年德国平均住宅拥有率仅为46.5%，柏林、汉堡等主要城市的住宅拥有率分别为17.4%和23.9%。德国联邦政府通过重点发展房屋租赁市场、制定政策调节供需和抑制需求来规范房地产行业的发展。综观德国住房保障体系建设历程，1950年后，德国聚焦解决弱势群体的住房保障问题、承担保障性住房建设责任，后续逐渐放开保障性住房的供给渠道、回归市场，运用市场机制积极引导社会力量建设、运营和管理社会住房，而政府则侧重加强监管、适时调控。

因此，以人定房，就是对需求进行摸底的基础上找到需求在哪里，需求的特征是什么。以房定地，就是在把握了需求特征以后，就可以去寻找土地供应渠道，包括新增供地、存量盘活，城市更新城中村改造和新增供地。以房定钱，就是需求和供地的渠道都已明确了，需要什么样的融资渠道来解决房子供应。目前保障性住房和城中村改造中有关住房需求、土地、资金都是按照新模式来推动的，这样供给是匹配需求的。

图表6：我国城镇人均可支配收入和房价收入比



数据来源：诸葛找房，中金财富期货研究所

我们预计2024年房地产收缩趋缓。主要有两个原因，其一是政策放开带来的需求回升；其二是“三大工程”带来的增量，对冲地产投资下行。

首先我们中性预计地产的需求情况。预计2024年商品房销售面积、房屋新开工面积和房地产开发投资的降幅分别从7.8%、23.2%和9%收窄至2024年的5%、10%和7%。一方面，房地产政策将延续宽松，核心城市可能进一步放松或取消限购政策，进一步下调二套房按揭贷款首付比例和贷款利率，央行可能进一步下调5年期LPR并引导银行加大房地产信贷供应，政策宽松的提振效应将更加明显；另一方面，经济温和复苏将支撑家庭就业和收入预期

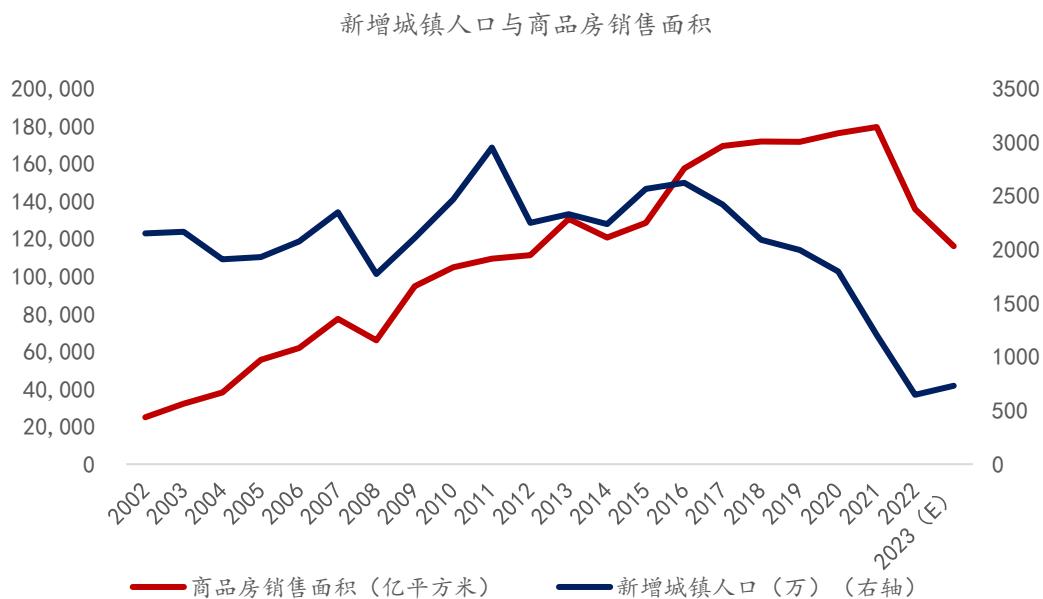
改善，房地产供应收缩超过需求有利于稳定房价，政府强力保障保交楼有助于降低潜在购房人对期房烂尾担忧，潜在购房人的入市意愿可能改善。

在基准情景下，假设城镇人口占比从 2023 年 65.9% 年均提升 0.53 个百分点至 2030 年的 69.2%，那么城镇新增人口将从 2024 年的 850 万人降至 2030 年的 500 万人，住房需求面积将从 2023 年的 10.3 亿平米年均下降 6.3% 至 2030 年的 7 亿平米。

那么 2024 年房地产新增住房需求有多大？主要是两个方面，其一是新增城镇人口，根据 1983-2005 年出生人口简单推算，2030 年 25-40 岁人口相比 2023 年下降 12% 左右。其次，城镇化速度明显放缓。城镇化在过去三年大幅放缓，城镇新增人口从 2019 年 2000 万人骤降至 2022 年 650 万人，2023-2024 年可能周期性恢复至 850 万人左右，但 2025 年后将逐步下行。另外一个方面是改善需求，2020 年住建部统计城镇人均住房建筑面积为 38.6 平米，已满足基本居住需求，总体的改善需求仍可忽略不计。

因此，我们预估 2024 年新增城镇人口约 750 万左右，这对住房的需求有一定的提振。当然，地产销售与居民收入、房价趋势关系更大。

图表 7：新增城镇人口与商品房销售面积



数据来源：Wind 资讯，中金财富期货研究所

“三大工程”对地产投资的影响测算

下面，我们对“三大工程”方面对地产的拉动进行预测。当然，“三大工程”需要财政主导的资金方面的支持，这个前提务必需要兑现。

城中村改造：2024 年城中村改造带来的增量投资额约 0.4 万亿元，增量新开工面积约 0.8 亿平。根据测算，19 个超大特大城市城中村面积约为 12.9 亿平，考虑到城中村建筑密度高但楼层较低，故假设平均容积率 1.5，则对应

总建筑面积 19.4 亿平。根据规则，按照拆除面积 20%，拆建比 2 测算，拆除面积为 38744 万方、整治面积为 154978 万方、新建面积为 77489 万方。假设建筑拆除、土地平整、房屋新建、综合整治的单方成本分别为 500、1000、2500、1000 元，拆除房屋（面积）对应的原容积率为 1.5，则城中村改造对应的总投资约为 3.9 万亿元。假设在未来 10 年内完成所有城中村的改造工作，则每年可以带来投资增量金额约 3939.0 亿元。

保障性住房：分为两个方面。

2024 年产权型保障房可带来的增量销售面积约 0.1 亿平，增量销售金额约 0.1 万亿元。根据克而瑞的数据，剔除数据缺失的城市后，2023 年 1-10 月 25 城产权型保障房成交均价为 9972 元/每平方米，成交面积约为 938.6 万方，约占总成交面积的 6.2%，预计 2023 年全年成交面积可达到 1126.3 万方。随着保障性住房建设的大力开展，预计 2024 年全年产权型保障房成交面积可翻倍达到 2252.6 万方，可带来的增量销售面积达到 1126.3 万方，按照 9972 元/平方米的均价计算，可带来的成交金额增量约 1123.1 亿元。

2024 年保障性租赁住房可带来的新开工增量面积约 0.4 亿平。住建部表示，“十四五”期间 40 个重点城市计划新增保障性租赁住房 650 万套。假设保障性租赁住房的建设周期为 2 年，则 2024 年 40 个重点城市全部完成 650 万套保障性租赁住房的筹建工作。根据已披露筹建数据，预计 2024 年 40 个重点城市新增筹建保障性租赁住房 233.1 万套，则相比于 2022 年增量约为 57.3 套数。假设保障性租赁住房的面积为 70 平方米/套，则 2024 年保障性租赁住房带来的新开工增量面积约为 4012.4 万方。

综合产权型保障房和保障性租赁住房：预计对销售面积形成约 0.1 亿平，对投资形成约 0.3 万亿元的增量。

图表 8：新增城镇人口与商品房销售面积



数据来源：Wind 资讯，中金财富期货研究所

宏观经济关键变量之二：财政的结构和力度

我国财政的状况和面临的约束

财政政策是复苏经济的利器，这一点在疫情期间的美国表现的特别突出。

从数据来看，正常情况下，美国财政支出占其 GDP 的比重大多在 20% 左右，财政收入占其 GDP 的比重也在 15% 以上。而在 2020-2021 年疫情期间，美国超宽松货币政策下，财政政策也明显发力，其占 GDP 的比重分别达到了 30.7% 和 28.9%，直接导致了美国经济的腾飞。

图表 9：美国财政支出对经济的贡献



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

因此，总结来看，财政政策具备以下两个特点：其一是财政政策对经济影响较大，财政收支占 GDP 的整体比重较高且对经济的拉动作用较强，是重要的逆周期调节工具；第二是与货币政策不同，财政政策具备较强的引导性，能够引导刺激核心行业的发展。换言之，财政政策拉动经济的效果，是立竿见影的。

财政政策最大的约束是需要考虑财政风险。

我国政府负债率处在合理区间。财政部 10 月底表示，“增发国债后我国政府负债率仍处于合理区间”。具体看，衡量财政风险或政府债务风险的常用指标是全国政府负债率和地方政府债务率。前者是全国政府债务余额（国债余额+地方政府债务余额）和全国名义 GDP 的比值，也叫政府部门杠杆率。后者专门衡量地方财政风险，是地方政府债务余额（一般债余额+专项债余额）和地方政府综合财力（地方税收收入+非税收入+土地财政收入+中央对地方转移支付）的比值。测算的截至 2022 年末全国政府负债率和地方政府债务率的数值分别为 50% 和 125%。前者仍在警戒线内，后者略高于国际通行标

准。

图表 10：地方政府显性债务率



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

我国目前地方政府的债务率已经接近警戒线，因此上方空间有限。地方政策的债务水平自 2018 年以来快速提升，年均增长 12%，2022 年达到 125%，已突破 120% 的警戒线。地方政府债务率=地方政府债务余额/地方政府综合财力，此处地方政府综合财力采用一般公共预算收入、一般公共预算转移支付和政府性基金收入加总计算，经验证，该方法所得债务率与官方公布数据较为一致。2018 年以来，我国地方政府债务率持续上升。2022 年地方政府债务余额为 35.1 亿元，一般公共预算收入为 10.9 万元，一般公共预算转移支付为 9.7 万亿元，政府性基金收入财力为 7.4 亿元，2022 年地方政府综合财力为 28 亿元，因此 2022 年的地方政府债务率为 125.4%，已经突破 120% 的国际警戒线。2018-2022 年，政府债务率从 76.6% 上升至 125.4%，年均上升 12.2%，政府债务率呈现快速上升态势。

地方债务将对我国财政支出造成较大影响。

2023 年，假设地方一般公共预算收入增速为预算增速 7.6%，地方政府性基金收入增速与上半年相同（为-17.2%），而 2024 年及以后几年假定名义 GDP 增速为 6%，一般预算收入与此一致。而考虑到中央将加大对地方的支持，因而转移支付增速略高于一般预算，假定未来 5 年平均增速为 7%。但考虑到地产市场的调整，未来几年政府性基金收入增速或将放缓，假定年均增长 3%。这样我们得到的地方财力在 2022-2027 年年均增速为 4.8%。

以此估算，未来几年地方政府显性债务压力将快速攀升，债务率将从 2022 年 125% 的水平快速攀升，到 2026 年可能上升至 200% 以上。

图表 11：按照 2022 年增速的地方政府债务率：预测值

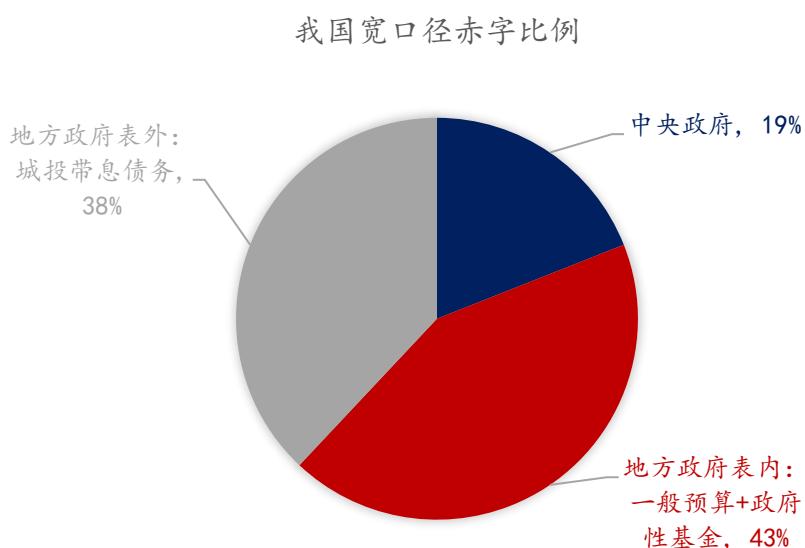
	地方政府债务余额	地方综合财力	债务率
2023E	41.3	28.2	146.30%
2024E	48.5	29.2	162.80%
2025E	57.1	31.5	181.80%
2026E	67.2	33.3	201.40%
2027E	79	35.3	224.10%

数据来源：Wind，中金财富期货研究所

我们估算结果显示，未来五年政府负债率年均上升幅度在 5 个百分点，政府负债率可能在 2025 年左右超过 60%。

因此，处理好地方债务问题，是我国债务的约束机制之一。在过去多年财政赤字扩张的过程中，中国的地方政府发挥了主要的作用。2022 年宽口径财政赤字中，中央政府贡献约 19%，地方政府的表内（即一般预算+政府性基金）贡献约 43%，地方政府的表外（即城投带息债务）贡献约 38%。

图表 12：我国宽口径赤字占比



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

因此，虽然地方债务收缩、中央债务扩张，只能说明财政赤字的结构正在发生变化，但结构的调整，并不能直接指向整体财政赤字将进一步扩张。

2024 年财政赤字率：空间存在不确定

既然地方债务不是赤字的硬约束，那么赤字率的约束是什么？

制约财政赤字扩张空间的并非当期通胀压力或 3% 的赤字率经验红线，而是政府负债的可持续性，而负债可持续性则取决于国家信用。

我们先明白中国财政赤字率的算法。中国实际的赤字率并不是一般公共预算账户收支差额占国内生产总值的比重，而是综合考虑了使用预算稳定调节基金、从政府性基金预算和国有资本经营预算调入资金、动用结转结余资金等因素。

实际的财政赤字计算公式为：

财政预算赤字 = (全国一般公共预算收入 + 调入预算稳定调节基金和其他预算资金 + 动用结转结余资金) - (全国一般公共预算支出 + 补充预算稳定调节基金 + 结转下年支出的资金)。

债务只是一个中性的工具，合理的债务也由国家的信用所决定，国家信用的背后，是一个国家的综合国力。综合国力由软实力和硬实力组成：软实力是由技术、劳动力、资本等决定的潜在经济增速；硬实力则由政治、外交、军事等决定。当一个国家的综合国力越强，其财政赤字空间就相应越大，在赤字上限之下通过发债来促进经济增长，非但不会影响其债务的持续性，反而会进一步加强综合国力来提升赤字空间，表现在数据上就是国际收支平衡、汇率稳定甚至走强。2008 年以后的美国就是典型的案例。

图表 13：赤字率(全国财政收支差额口径)：逆序



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

因此，一个国家财政赤字的上限并非一个固定的数值，而是在综合国力、债务规模发展、国际竞争博弈中形成的动态均衡。当财政赤字超过综合国力可支撑的债务上限以后，财政加杠杆将不再具备可持续性。国际资本开始对国家信用产生担忧，国际收支开始失衡，汇率贬值，滋生金融、经济风险，财政被动紧缩。当财政赤字被削减至过低水平以后，财政收缩开始拖累综合国

力、抑制总需求，导致实际增长低于潜在增长，则财政重新加杠杆将有利于经济增速回归潜在增速，从而稳定国际收支和汇率。

回到我国财政空间这个问题上，中央加杠杆，地方控杠杆的趋势是确定的。房地产周期长期下行、土地财政退坡，意味着地方政府表内外举债空间可能已经逼近了上限，未来需要由中央接替地方成为加杠杆的主体，万亿国债增发开启了中央地方债务结构优化的进程，中央财政的赤字空间或许就此打开。

整体财政赤字空间是否进一步打开，表面上取决于中央财政扩张和地方财政收缩的相对幅度，但本质上取决于未来的内外部压力和综合国力，是动态博弈下的结果。在债务可持续发展的角度下，如果科技、外交、军事等持续突破，则我国整体财政赤字空间或将进一步打开。

以 2022 年为例，官方赤字率按 2.8% 安排，但实际赤字率为 4.7%。如果 2024 年的预算赤字率定在 3.5%，考虑资金调用之后，实际赤字率可能超过 5%。

债务风险取决于分子和分母的增速。

综合上述因素，我们预计 2024 年中性赤字率约 3.8%，保守赤字率约 3.5%，激进一些的赤字率可能高达 3.9%甚至 4%。

取中值，绝对数值上看，预计 2024 年公共财政赤字可能为 4.88 万亿元人民币（约占 2024 年 GDP 的 3.6%），与 2023 年临时追加 1 万亿元人民币后赤字持平，2023 年临时追加额度一半将用于 2024 年（约占 2024 年 GDP 的 0.4%）；地方政府新增专项债额度可能从 2023 年 3.8 万亿元人民币（约占 2023 年 GDP 的 3%）增加至 2024 年 4.4 万亿元人民币（约占 2024 年 GDP 的 3.3%）

2024 年预计至少有三个方面需要积极财政支持，一是“三大工程”，二是基建投资，三是居民减税。

从历史来看，将赤字率控制在 3% 以内，一般要满足两个条件，一是上年赤字率偏低，为提高赤字率预留充裕空间。二是赤字之外的工具充足。但是目前看，两者均存在难度。

首先是赤字率居高不下，2018-2022 年的五年平均赤字率已经达到 3%，意味着预算内的财政若要更积极，必然会突破 3%。我国预算赤字率反映的是财政跨年度平衡，从历史来看，赤字大规模扩张之后要经历休养生息。2009 年赤字率接近 3% 后，经过了财政蓄力，连续 6 年赤字率回落至 2.5% 以下：2016 年触及 3% 后亦有所回落，财政蓄力补充中央预算稳定调节基金，基金余额从 2678 亿增长至 5272 亿，都是为以后年份预留政策空间。但是 2020 年以来，除了 2021 年短暂休养生息外，其余年份都要求财政政策更积极，在调整赤字之前，2020、2021、2022、2023 年赤字率分别为 3.6%、3.2%、2.8%、3.0%，赤字率易升难降。

其次赤字之外的政策工具箱可选余地减少，只能作为辅助而无法成为财政扩张的主力。2022 年央行等特定机构一次性上缴往年结存利润 1.81 万亿，并使用限额以下专项债超 5000 亿，这类政策工具均是短期难以重复使用的。特别国债用于专项事务，也无法常规化发行。经过此前三年的资金腾挪后，赤字之外的工具箱可选余地已经明显减少：当然，赤字之外的政策工具大多具有一次性的特点也意味着在当前需要财政持续扩张的年份，这类工具只能作为辅助而无法成为主力。

图表 14：土地出让金大幅回落



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

因此，目前存在的问题是，财政赤字率突破 3% 并成为一种新常态几乎是确定的，但是财政赤字的约束又非常明显，因此财政赤字的规模事实上存在一定不确定性。

宏观经济关键变量之三：美联储降息幅度可能不及预期

美国经济和降息空间：没必要做过于乐观的估计

为了应对 40 年来最大幅度的通胀，美联储在近两年大幅加息超 400 个基点。美国金融体系更是经受住了今年 3 月的银行业流动性危机以及 6 月起抽走大量流动性的补充一般账户现金余额行动的挑战，金融条件逐渐稳定。

在降息周期确定的情况下，宏观上我们主要关注三个因素：

1. 美国经济会衰退吗？
2. 美联储会降息多少个基点？什么时候开始？
3. 美国大选的结果及影响？

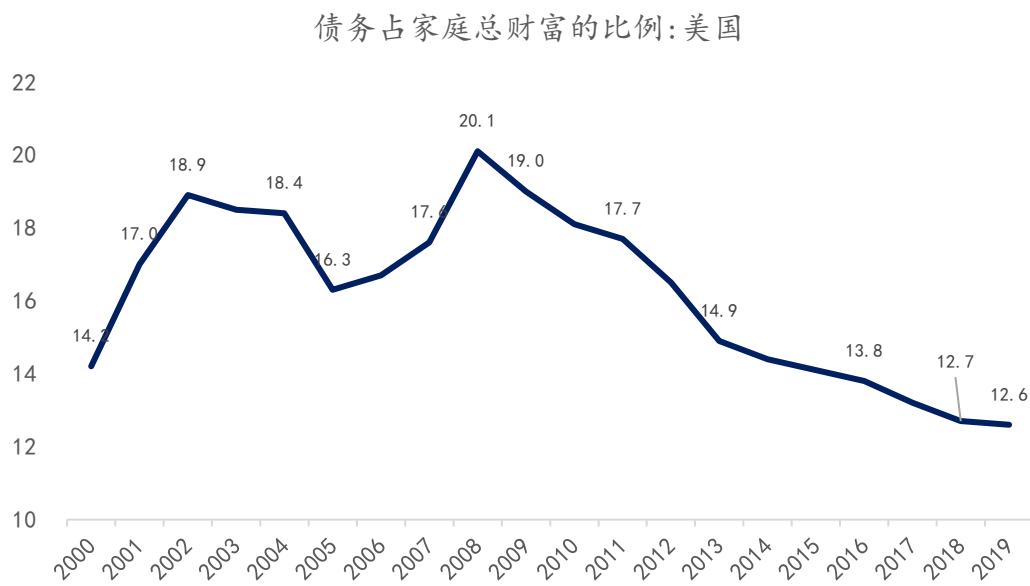
首先关注，美国经济会衰退吗？

我们认为，美国经济 2024 年衰退的概率不大，即使出现衰退，也只是轻度的衰退。

从目前经济数据看，未见美国经济明显衰退信号，但是从经济学的规律看，适度的衰退是让通胀率最终回归目标水平的必要条件，美联储的政策也正是着力于这一点。

预计明年二季度预计美国经济将进入温和衰退，可能二三季度连续两个季度经济环比增速转负，四季度再次转正。全年实际GDP增速预计从今年的2.5%减半到明年的1.3%。从支出法来看，投资已受高利率环境抑制且影响将进一步扩大。明年消费或随着美国居民超额储蓄的消耗以及劳动力市场和消费信贷的收紧而回落。伴随着商品需求的回升以及美国高比例的商品进口，进出口对GDP的拖累作用或逐渐明朗化。

图表 15：美国居民资产负债表修复到健康水平



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

但是需要注意的是，美国消费这一“稳经济”的重要抓手仍旧存在一定的韧性，另外财政刺激尚有余温，加上核心通胀回落的速度比市场预期更为缓慢；2024年的美国经济很难陷入深度的衰退。

这里我们重点谈一下消费，美国经济是以私人消费为绝对支柱的消费型经济。美国消费无非是受到两个因素的驱动：一是居民收入，二是债务负担。从居民收入来看，劳动力市场如何演绎是左右收入的核心。因为居民的收入增长主要取决于就业和薪资。从历史来看，只有就业增长大幅放缓，且薪资不再回升时，经济增长的消费引擎才会熄火。

图表 16：美国个人收入及增速



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

其次，美联储什么时候开始降息？降息幅度多大？

我们认为，对降息过于激进的判断实无必要。

按照当前美国经济的态势，核心通胀温和下行，CPI 重回 2% 的目标水平或要等到 2025 年。

虽然经济降温有助于压低通胀率，但是下行较慢的劳动力成本以及来自租金和商品价格的潜在上行风险仍不可小觑。预计核心通胀的下滑可能仍会缓慢。美联储更为看重的核心 PCE 下降幅度，明年可能仅下降 1.4 个百分点到 2.8%，高于美联储目前预测的 2.6%。

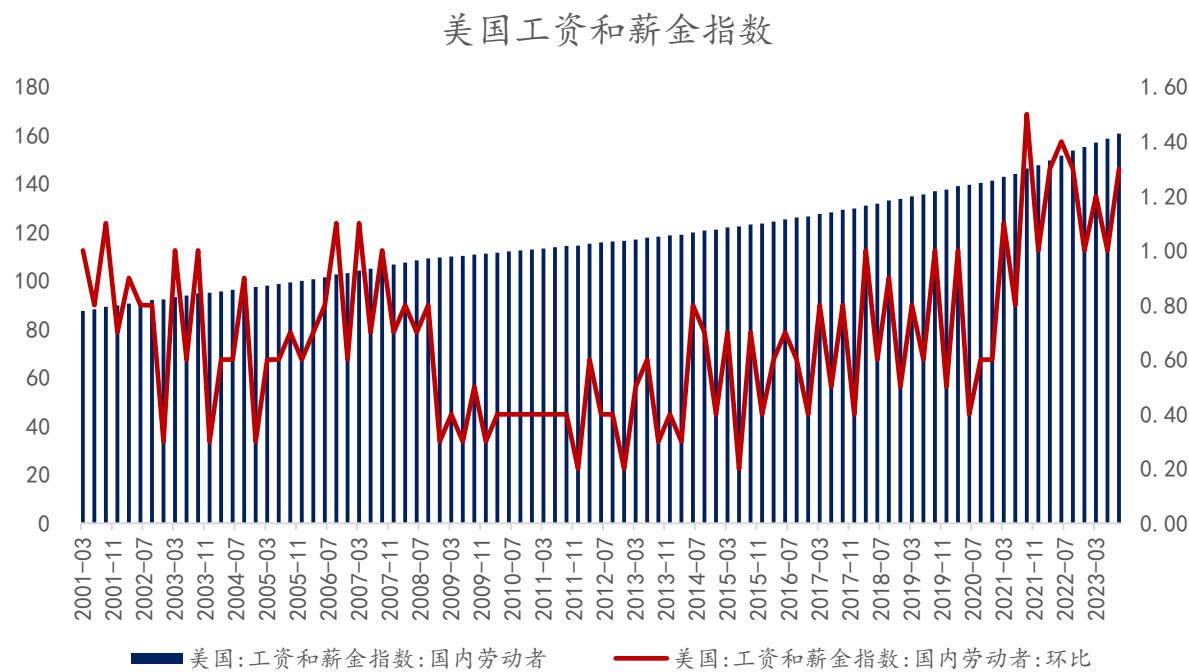
预计美联储预计 7 月开始降息，明年一共降息 100 个基点。货币政策方面，加息周期大概率已经结束。但美联储在 2023 年不会松口承认加息结束，鉴于这次通胀下行和劳动力市场收缩速度慢于此前的加息周期，以及货币政策操作一般会滞后于经济数据表现（预计二季度开始衰退），我们的基本假设是明年 7 月开始降息。在 7 月起的 4 次美联储会议中或每次降低 25 个基点。然而如果通胀下行速度比预期的更为缓慢、或衰退时间点被进一步延后，不排除降息的时间点会被延后到 9 月甚至 11 月。

财政政策方面，即便有温和衰退发生，我们认为在大选之年两党或难以达成共识推出新的财政刺激。然而利息支出可能会因为利率水平将在较高水平上维持较长时间而继续居高不下，经济增速放缓可能也会影响税收收入。因此，我们预计美国财政赤字率仍将从 2023 年的 6.2% 小幅上升至 2024 年的 6.4%。

因此，基于增长和政策预测，我们相信 10 年期美国国债收益率将继续下行，但是暴跌的概率不高，2024 年底或仍在 3.8% 以上。由于经济比较优势和预计晚于其他发达经济体的降息决策，美元指数在加息周期结束后的跌幅或明

显小于国债收益率。

图表 17：美国工资和薪金增速



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

美债收益率下行空间有限

基于上述分析，结合美国地产情况，我们总结起来就是：

劳动力成本下行较慢，劳动力市场有韧性；

房价上行，上涨的房价影响住房类 CPI；

商品需求的回升，消费很难大幅回落。

因此，作为相对激进的假设，美联储明年 7 月开始降息。在 7 月起的 4 次美联储会议中或每次降低 25 个基点，累计降幅为 100 个基点。这个偏激进的预测也比当前市场的预期下调 135 个基点要少得多。中性预计，美联储 2024 年降息 75 个基点的概率最大。

图表 18：美国降息路径预测



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

大宗商品市场展望

我们认为，2024 年全球经济相对于 2023 年不会有太大的变化，根据 IMF 预测，今年全球实际 GDP 增长 2.8%，预料明年全球经济增长 2.9%，并有继续下调的风险。

全球经济无显著的增长，海外高利率的惯性抑制消费，国内地产周期拖累下，内生动能仍需恢复，动态循环系统不畅，呈现一定的通缩特征。在这种背景下，以供需关系决定的大宗商品，很难有整体大的行情。

海外方面，高强度的财政支出是美国经济保持韧性的一个主要原因，而高强度财政支出往往需要宽松货币政策进行配合。但是从去年三月份开始，货币政策和财政政策开始出现分化。在美联储持续收紧货币政策、收缩流动性的同时，美国财政扩张力度不减、财政赤字一直居高不下。美国政府高强度的财政支出，带来了财政的高赤字率，推升了政府部门的债务规模。一方面美国国债供给居高不下，另一方面传统上国债两个主要的利率不敏感买家美联储和外国政府都在降低国债持有规模，国债供求关系失衡，产生的结果是美债期限溢价推升了美国债券收益率水平，进一步导致财政融资成本高企，使得美国高财政赤字难以持续。高赤字、高通胀、高利率的脆弱平衡终将被打破。展望 2024 年，在货币政策持续收紧的背景下，扩张性财政政策也不大可能长期持续，一旦美国财政收缩，经济环比将会走弱，因此美国经济增速水平将会回落。

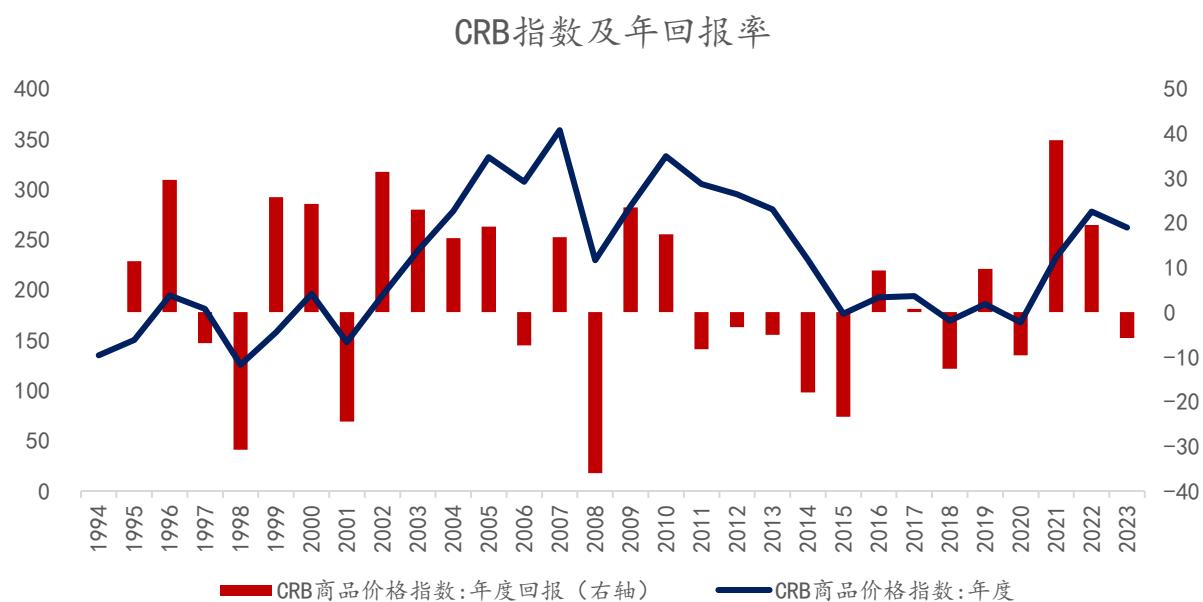
国内方面，2023 年是防疫政策放开第一个年度，因疫情被抑制的需求经过短暂的释放之后，经济逐渐显示出增长持续性不够、内生动能不强的状态。全年数据看，超额储蓄仍处在一个历史极高位置；而居民消费信心指数也处在

一个历史极低位置；而房地产市场依然疲软。经济是一个动态循环系统，在居民、房地产、地方政府的链条之间缺乏正反馈动能，通胀低迷非常明显的描述了这种经济现象。

居民部门、房地产、地方政府之间加杠杆的意愿和能力不足，很难依靠自身力量去打破。必须通过中央财政加杠杆、为经济提供助力，是防止通缩效应进一步恶化的有效举措。这意味着政策对经济的影响很大，未来中央政府在财政扩张周期中将扮演更重要的角色。虽然有万亿国债的发行，但是财政的约束依然存在，财政力度存在很大不确定性。因此需要关注包括经济工作会议，两会等对于明年的财政赤字目标、GDP增长目标给出明确的指引，GDP增长目标高度决定了政策刺激力度。

对于大宗商品市场，从近两年的表现看，全球经济复苏和新冠肺炎刺激措施推动了2021年大宗商品市场27%的回报。2022年，正是俄罗斯入侵乌克兰和通胀飙升推动大宗商品回报率上涨了14%。随着全球扩张走向成熟(但尚未进入最后阶段)，以及通胀下滑，没有单一的宏观叙事来推动2023年大宗商品的广泛回报。

图表 19：CRB 指数及年化回报率



数据来源：Wind, 中金财富期货研究所

从经济条件看，2024年全球经济难以出现全面的亮点，这决定需求端很难有明显的改观。金融条件方面，全球核心通胀率从2022年的5.9%降至2023年的4.1%，核心通胀率应在2024年进一步降至2.9%，明年将出现更多的通缩。尽管商品和劳动力市场的正常化目前进展良好，但其全面的反通胀效应仍在发挥作用。2024年，如果没有经济增长或通胀带来的这两大交叉复杂驱动因素之一，大宗商品的整体向上空间，非常有限。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwtf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900