

宏观 · 年度报告

周期轮回，否极泰来

2023年12月28日

国外：在美联储大幅度加息的背景下，2023年美国经济增长速仍维持在较高水平，超出市场预期。展望2024年，美国经济增长速或放缓，通胀中枢将继续回落，劳动力市场继续降温。与之对应的是，美联储有望在2024年开启新一轮的降息周期，这将大大改善全球市场的流动性。随着宽松周期轮回，资本市场有望否极泰来。值得关注的是，2024年全球多个国家或地区将举行选举，这可能带来地缘政治格局的改变。

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

从业资格号：F3014717

投资咨询号：Z0013223

国内：防疫政策全面放开后，2023年中国经济走势可谓跌宕起伏，一波三折，宏观数据和微观感受出现明显背离，结构性问题突出，困难和挑战增多。展望2024年，重提以经济建设为中心，宏观政策将保持积极取向，财政更注重“加力”，货币更注重“有效”，预计经济将继续温和复苏、结构趋于平衡，投资增速有望在稳基建和房地产投资政策的支持下逐步企稳回升，在内生动能与政策因素驱动下，消费复苏或将继续，房地产、地方债务等风险隐患将逐步得到化解。

大宗商品：受国内外经济和政策分化以及地缘政治等因素的影响，大宗商品整体震荡运行、不同板块走势分化。展望2024年，大宗商品或难有趋势性行情，整体走势上有顶、下有底，板块间延续分化格局。国内经济温和复苏支撑内需驱动类商品，海外经济增长放缓拖累外需驱动类商品，地缘政治因素则对能源价格有较强的干扰。不过，美联储开启新一轮宽松周期有利于金融属性强的品种。

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

2023 年国内外存在两个明显的预期差，一个是海外经济是否会衰退，另一个是中国经济疫后能否强复苏。从最终的结果来看，海外经济尤其是美国经济取得了令人瞩目的成绩，在高通胀、高利率的环境下经济仍能保持较强的韧性，相比之下，国内疫情政策调整后，经济复苏可谓是跌宕起伏、一波三折。那么，2024 年中美两大经济体经济周期、政策周期又将如何演绎？大宗商品何去何从？

一、海外：降息周期轮回

1. 美国经济

1.1. 美国经济韧性强于预期

美国经济韧性强于预期。在美联储大幅度加息的背景下，2023 年美国经济增速仍维持在较高水平。三季度环比增速加快到 4.9%（二季度为 2.1%），远超市场预期。从分项来看，个人消费支出是最大贡献项（商品和服务消费均表现强劲）；而在高利率环境下，投资有所走弱，尤其是设备投资增速转负。

图表 1：美国经济增速分解

	比重 (%)	环比增速			对GDP拉动作用		
		23Q3	23Q2	23Q1	23Q3	23Q2	23Q1
国内生产总值 (GDP)	100.0	4.9	2.1	2.2	4.9	2.1	2.2
个人消费支出	68.9	4.0	0.8	3.8	2.7	0.6	2.5
商品	24.1	4.8	0.5	5.1	1.1	0.1	1.1
耐用品	9.2	7.6	-0.3	14.0	0.6	0.0	1.1
非耐用品	14.9	3.3	0.9	0.5	0.5	0.1	0.1
服务	45.0	3.6	1.0	3.1	1.6	0.4	1.4
私人投资总额	18.2	8.4	5.2	-9.0	1.5	0.9	-1.7
固定资产投资	17.6	0.8	5.2	3.1	0.2	0.9	0.5
建筑	2.8	1.6	16.1	30.3	0.1	0.5	0.8
设备	5.5	-3.8	7.7	-4.1	-0.2	0.4	-0.2
知识产权	6.2	2.6	2.7	3.8	0.1	0.2	0.2
住宅	3.3	3.9	-2.2	-5.3	0.2	-0.1	-0.2
私人存货变化	0.4	NA	NA	NA	1.3	0.0	-2.2
商品和服务净出口	-4.2	6.2	-9.3	6.8	-0.1	0.0	0.6
政府消费支出&投资	2.9	4.6	3.3	4.8	0.8	0.6	0.8

数据来源：Wind

1.2. 经济增速将放缓，不排除温和衰退

2024 年美国经济增速将放缓，不排除出现温和衰退的风险。一是，从历史规律来说，加息周期通常导致衰退。实际上，回顾 1958 至 2021 年，美联储共执行了 12 次加息周期，其后美国经济共出现了 9 次“硬着陆”和 3 次“软着陆”；二是，由于核心通胀下行速度缓慢，美联储态度谨慎，倾向于 higher for longer；三是，高利率的负面影响开始显现，各部门的信贷增速已大幅放缓，其中，工商业贷款增速已转负，消费贷款增速也跌至 4% 左右，信贷条件的收紧将滞后反映在经济数据上；四是，利息支出的上升速度依然超过可支配收入，消耗疫后美国居民的超额储蓄，叠加劳动力市场和消费信贷的收紧，消费大概率出现回落。目前纽约联储预测未来 12 个月内美国经济出现衰退的概率仍有 50%。

图表 2：加息周期通常会致衰退（加息周期的划分，参考“优惠贷款利率”）

序号	加息周期	周期长度(月)	起点利率(%)	终点利率(%)	加息幅度(bps)	衰退起点	衰退终点
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	1960.05(Q3)	1961.02(Q1)
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	-	-
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	1970.01(Q1)	1970.11(Q1)
4	1972.04-1973.10	19	4.75	10.00	525	1973.12(74Q1)	1975(Q1)
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	1980.02(Q2)	1980.07(Q3)
6	1980.08-1980.12	5	11.00	21.50	1050	1981.08(Q4)	1982.11(Q4)
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	-	-
8	1988.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	1990.08(Q4)	1991.03(Q1)
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	-	-
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	2001.04(Q2)	2001.11(Q4)
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	2008.01(Q1)	2009.06(Q2)
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	2020.03(Q1)	2020.04(Q2)
13	2022.03-	20	3.25	8.50	525		

数据来源：CEIC、NBER、Wind

图表 3：预计 2024 年美国经济增长将回落



数据来源：Wind

图表 4：纽约联储预测接下来 12 个月衰退的概率



数据来源：CEIC、NBER、Wind

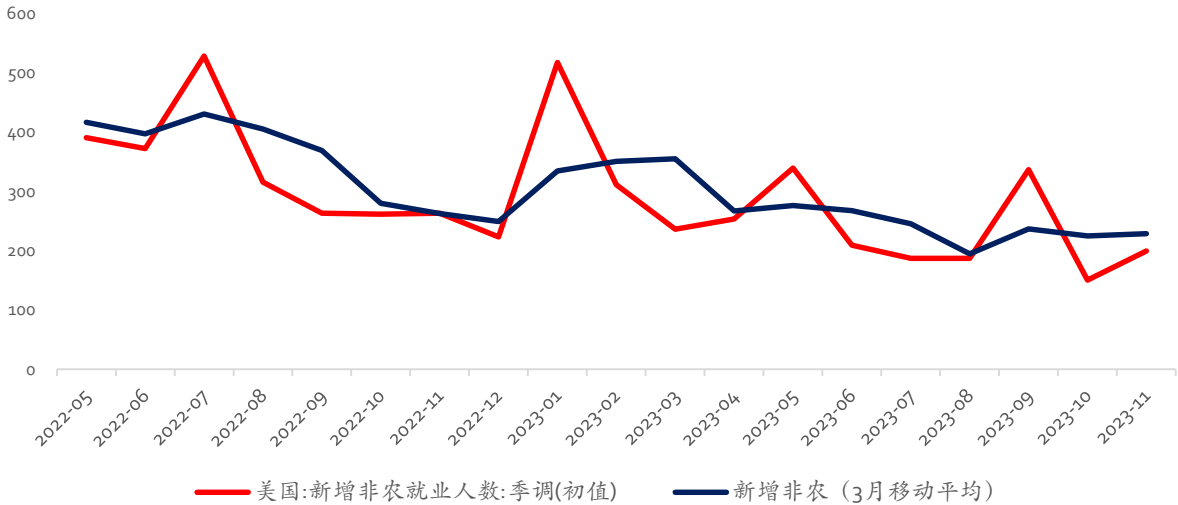
1.3. 劳动力市场逐渐降温

劳动力市场在波动中逐渐降温。今年以来美国劳动力市场表现出较强的韧性，月份之间波动比较大。不过，从 3 个月的移动平均值来看，劳动力市场降温的趋势还是比较明显的，但降温的斜率不高，这与美国国内经济强韧性是相互呼应的。从最新的数据来看，在 10 月份非农数据大幅弱于预期之后，11 月又重新好于预期（就业人数增加 19.9 万人、失业率下降至 3.7%），这可能与美国国内汽车罢工结束有关。

不过，我们依然可以找到一些劳动力放缓的线索：一是，劳动参与率回升至 62.8%，劳动参与率提升推动失业率下行，显示当前美国劳动力市场的参与积极性有所提升；二是，10 月职位空缺数为 873.3 万人，每个求职者对应约 1.4 个工作岗位（职位空缺与待业人数之比（V/U）），10 月美国总劳动力缺口下降至 222.7 万，当前美国劳动力市场的供需

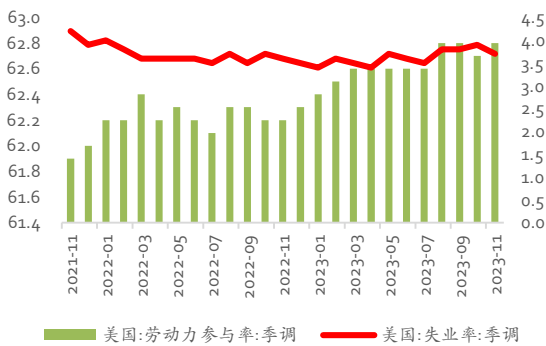
紧张程度有较大幅度缓解。三是，薪资增速持续放缓，11月非农平均时薪同比上升4.0%，环比上升0.4%。值得关注的是，现阶段失业率仍低、V/U高于疫情前1.2的水平、亚特兰大联储薪资增长指数和季度的雇佣成本指数依然偏高，意味着劳动力市场降温仍有较长的路要走。

图表 5：美国新增非农就业人数震荡下行



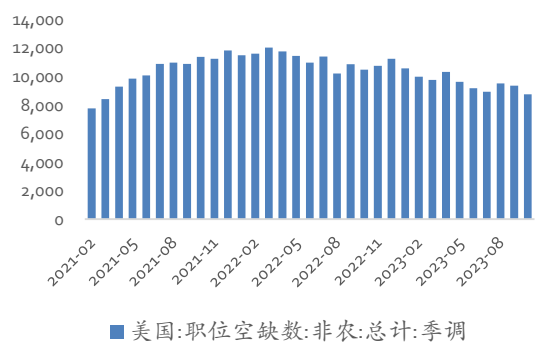
数据来源：Wind

图表 6：美国失业率和劳动参与率



数据来源：Wind

图表 7：美国职位空缺数



数据来源：Wind

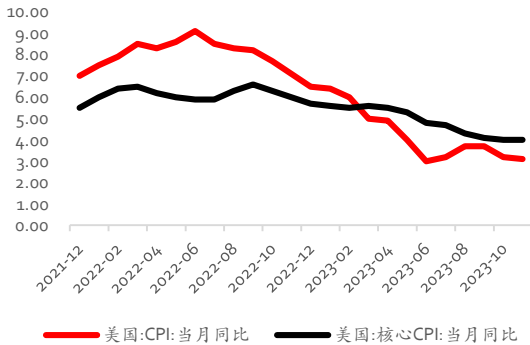
1.4. 通胀将继续回落

通胀将继续回落，但可能不会一帆风顺。今年以来，美国通胀水平持续回落，11月CPI回落至3.1%，核心CPI回落至4.0%，表现出方向明确，节奏偏慢的特点。

展望2024年，高利率的滞后影响将进一步显现出来，随着经济增速回落和劳动力市场持续降温，通胀大概率将继续

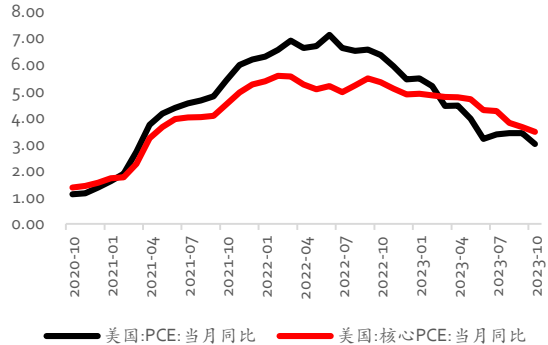
续回落，但过程不会一帆风顺，尤其是核心 CPI 可能面临以几个因素的制约：一是，劳动力成本下行偏缓慢，低失业率制约了薪资增速下行的速度；二是，房价拉动的租金价格上升，以往的数据显示住房类 CPI 通常滞后反映房价变化约 1 年，而今年房价一直处于上行路径，这将对住房类 CPI 带来影响；三是，近几个月出现的迹象表明，居民消费从服务转移回商品需求，而需求回升有可能会引起商品价格的回升，从而支撑核心商品 CPI。

图表 8：美国 CPI 震荡回落



数据来源：Wind

图表 9：美国 PCE 震荡回落



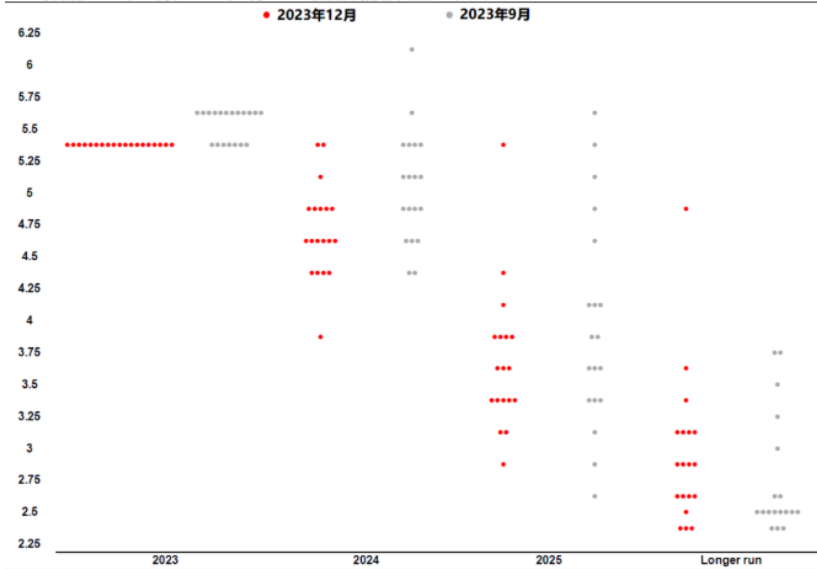
数据来源：Wind

2. 美联储或开启新一轮降息周期

美联储的政策底或已出现。由于 11 月以来美国经济数据有所转弱，就业增长放缓、通胀持续回落，美联储在 12 月议息会议上如期维持政策利率水平不变。与此同时，本次会议公布的点阵图明显下移，预期 2024 年将降息 3 次，鲍威尔更是首次承认美联储已开始讨论降息。尽管美联储表明尚未决定降息时点，但本次会议讨论了降息，整体释放鸽派信号。这意味着美联储的政策底或已出现。

新一轮降息周期或从 2024 年下半年开启。一是，近二十年来降息最早要在加息结束的 7 个月后才开始，考虑到本轮劳动力市场和通胀回落速度慢于以往的加息周期，新一轮降息周期的开启或也将晚于 7 个月；二是，货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，2024 年前两个季度美国经济数据的放缓（最差是衰退）将会提升美联储降息的决心。因此，基本判断是二季度开始为降息做沟通，三季度开始降息，实际仍要考虑劳动力和通胀的表现。

图表 10：美联储点阵图的变化



数据来源：Fed

3. 地缘政治因素

3.1. 大选之年

2024 年全球多个国家或地区将举行选举，外国政治家既可能因选举目的制造中国话题显示对华强硬，也可能出于经济或其他战略考虑在一些领域与中国合作，而更为重要的是，选举结果也影响着对应国家或地区后续的长期政策，所以选举或意味着大国博弈和国际选举周期背景下地缘大年开启。我们分三组汇总 2024 年全球部分选举信息：一是对我国影响可能相对较大的选举，比如美国、俄罗斯和中国台湾；二是欧洲议会和乌克兰；三是其他发展中国家人口大国如印度、印度尼西亚和墨西哥。

图表 11：部分国家和地区 2024 年选举安排

国家/地区	时间	选举安排
美国	2024年11月	2024年11月美国将迎来总统选举。目前美国前总统唐纳德·特朗普、佛罗里达州州长罗恩·德桑蒂斯、前南卡罗来纳州州长妮基·黑利等人正在角逐共和党总统候选人提名。民主党总统候选人提名大概率为现任总统乔·拜登。
俄罗斯	2024年3月	2024年3月俄罗斯将会举行总统大选，根据路透社消息，克里姆林宫认为，无论乌克兰的“特别军事行动”如何，俄罗斯的总统和议会选举都应该按计划举行。根据俄罗斯媒体报道，俄罗斯总统普京已经表示他将参加2024年总统大选。
中国台湾	2024年1月	中国台湾地区领导人选举将于2024年1月举行，民进党籍的中国台湾地区副领导人赖清德、代表民众党的前台北市长柯文哲及现任国民党籍新北市市长侯友宜将展开角逐。
欧洲	2024年6月	欧洲议会宣布2024年6月将举行下一届欧洲议会选举，选民将选出700多名议员，组成第十届欧洲议会，任期5年，这场选举将是英国“脱欧”后的首次欧洲议会选举。
乌克兰	未定	乌克兰：乌克兰议会选举原计划2023年10月举行，而总统选举应在2024年3月举行，但是乌克兰目前在战时状态，无法进行选举。根据路透社报道，此前在8月乌克兰总统泽连斯基称，如果合作伙伴分担成本、获得议会批准、所有选民都能前往投票，乌克兰将在2024年举行选举。
印度	2024年5月	印度将于2024年5月将举行大选，根据路透社报道，尽管印度选民对高通胀感到不满，但是印度总理莫迪在民调中还是领先于主要反对派领导人拉胡尔·甘地 (Rahul Gandhi)。
印度尼西亚	2024年2月	当地时间10月19日，印度尼西亚国家选举委员会开始对2024年大选总统和副总统候选人进行登记。总统和副总统候选人的登记截止日期为10月25日。2023年11月28日至2024年2月10日为竞选期。
墨西哥	2024年6月	墨西哥的总统选举定于2024年6月，墨西哥在野党联盟基本确定提名女参议员索奇特尔·加尔韦斯为总统候选人。执政党有望推举首都墨西哥城原女市长克劳迪娅·欣鲍姆参选，2024年6月总统选举很可能成为一场女性之间的对决。

数据来源：根据公开资料整理

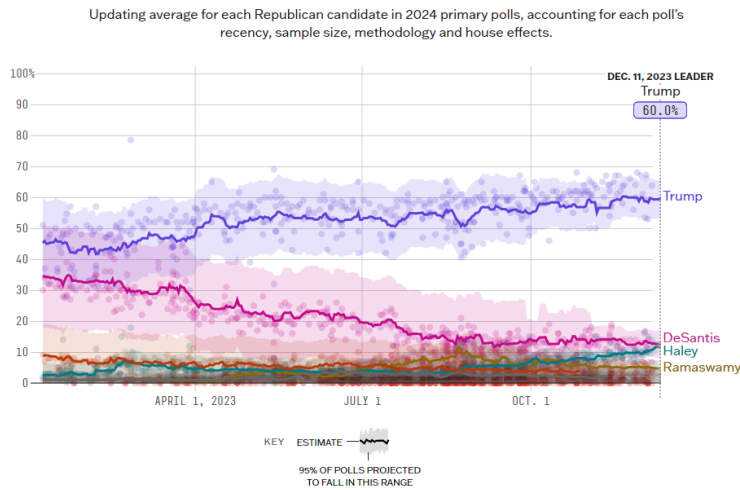
3.2. 谁将入主白宫？

下一任美国总统大概率在拜登和特朗普之间产生。从目前的民调来看，前总统特朗普在共和党党内受欢迎程度大幅领先，如无意外，特朗普将代表共和党，与现任总统、民主党代表人拜登角逐 2024 年总统大选。虽然特朗普目前得票略微领先拜登，但两人的差距并不大。目前谁能成功二次入主白宫仍不明确。

共性：不管谁当选下一任总统，美国将中国视为最主要竞争对手这一点并不会发生改变。

不同：所不同的是，双方在对抗的方式和方法上可能存在差异。拜登：更倾向于用一种有计划性、相对预见性较高的、合纵连横的方式来处理中美关系。特朗普：更重视美国的经济利益，以及用单边谈判的方式实现美国经济利益的最大化。由于特朗普的操作方式区别于一般政治家，其行动的可预见性比较低。他若当选可能会给中美关系、甚至全球金融市场带来更多的政治波动，但影响或少于他的上一个任期。

图表 12：特朗普在共和党党内民调领先



数据来源：Fivethirtyeight

二、国内：温和均衡复苏

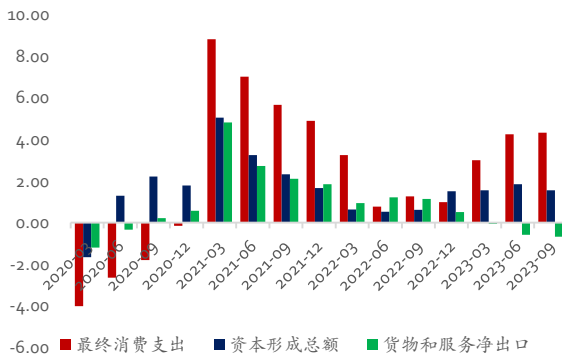
1. 国内经济现状与政策展望

1.1. 国内经济波浪式、曲折式复苏

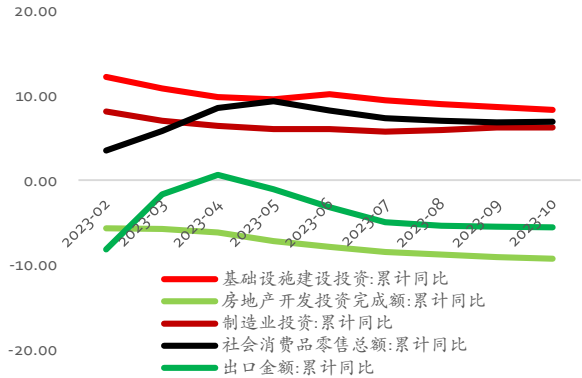
中国经济波浪式、曲折式复苏。随着 2022 年底中国疫情防控政策放开，经济在疫情反弹结束后，于一季度取得了强劲的反弹。不过，当被疫情抑制的总需求充分释放后，二季度经济动能明显转弱。好在政府及时调整宏观调控政策，从 6 月起刺激性政策持续推出，从促消费、稳基建、稳地产、降成本等多个角度出发稳增长，成效从 8 月经济数据开始显现，三季度 GDP 增速达到 4.9%，远超市场预期，国家统计局表示四季度经济只要增长 4.4% 以上即可实现全年 5% 的经济增长目标。不过，当前经济复苏的结构性矛盾依旧突出，其中，房地产是经济发展最大的拖累，出口的风险也比较大。

图表 13：各分项对累计 GDP 的拉动

图表 14：结构性矛盾突出



数据来源: Wind



数据来源: Wind

1.2. 政策基调

2023年12月11至12日中央经济工作会议召开,会议全面总结2023年经济工作,深刻分析当前经济形势,系统部署2024年经济工作。此次会议强调2024年的核心在于“稳中求进、以进促稳、先立后破”。对于政策倾向,强调“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策,在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取...要强化宏观政策逆周期和跨周期调节,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加强政策工具创新和协调配合。”

图表 15: 近两年中央经济工作会议措辞对比

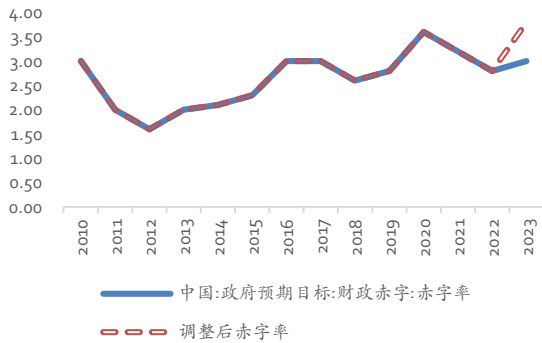
	2023年	2022年
经济形势	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战,主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多,国内大循环存在堵点,外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	当前我国经济恢复的基础尚不牢固,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大,外部环境动荡不安,给我国经济带来的影响加深。
政策基调	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。	坚持稳字当头、稳中求进。
宏观政策	要强化宏观政策逆周期和跨周期调节,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加强政策工具创新和协调配合。要增强宏观政策取向一致性。加强经济宣传和舆论引导,唱响中国经济光明论。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大宏观政策调控力度,加强各类政策协调配合,形成共促高质量发展合力。
财政政策	积极的财政政策要适度加力、提质增效。	积极的财政政策要加力提效。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	稳健的货币政策要精准有力。
产业政策	以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新,特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能,发展新质生产力。	产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式,狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大。推动“科技-产业-金融”良性循环。
内需政策	着力扩大国内需求。要激发有潜力的消费,扩大有效益的投资,形成消费和投资相互促进的良性循环。	着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。
对外开放	扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能,巩固外贸外资基本盘,拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。放宽电信、医疗等服务业市场准入,对标国际高标准经贸规则。	要更大力度推动外贸稳规模、优结构,更大力度促进外资稳存量、扩增量,培育国际经贸合作新增长点。

数据来源: 新华社、央视新闻、共产党员网

1.3. 财政政策

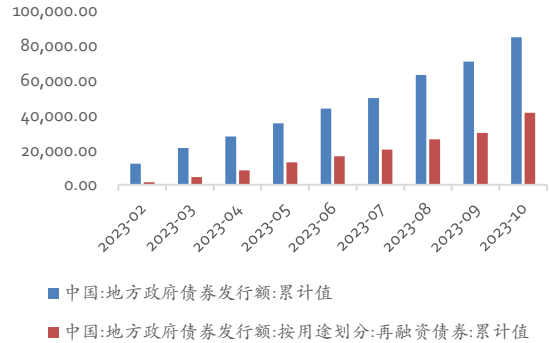
2023年中央经济工作会议强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。预计2024年财政政策的一个重要特征是“中央加杠杆、地方降风险”。一方面,“适度加力”或意味着2024年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模都会适度上调。这主要是为了保持基建投资增速继续处于较高水平,稳定宏观经济运行,对冲房地产行业低迷对地方财政收支带来的影响。另一方面,有效化解地方债务风险将是2024年财政政策的一个关键点,主要的手段包括扩大特殊再融资债券的发行规模、引导商业银行对现有平台经营性债务进行大规模重组。

图表 16: 政府财政赤字率



数据来源: Wind

图表 17: 地方政府债券发行

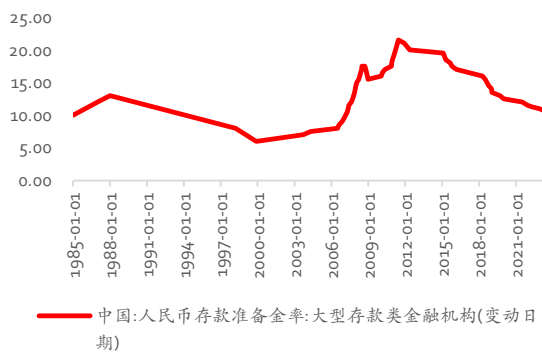


数据来源: Wind

1.4. 货币政策

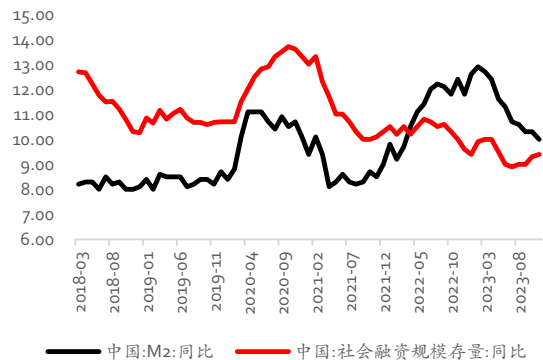
2023 年中央经济工作会议强调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。“灵活适度”或意味着在 2024 年物价水平仍将低位运行的前景下，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，央行降准降息存在较大的空间。尤其是，2024 年美欧央行有望转向降息，也为我国以我为主、灵活实施货币政策提供了更大的空间。综合考虑支持经济回升向好、盘活存量贷款、着力化解地方债务风险等各类因素，预计 2024 年新增信贷和社融规模会比 2023 年小幅增多。“精准有效”或意味着结构性货币政策工具将受到进一步的倚重，引导更多金融资源流向科技创新、先进制造、绿色发展、小微企业等重大战略、重点领域和薄弱环节。此外，着眼于为平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等三大工程提供长期低成本资金，2024 年 PSL 有可能重出江湖，或由央行创设新的定向支持工具。

图表 18: 大型存款类金融机构存款准备金率



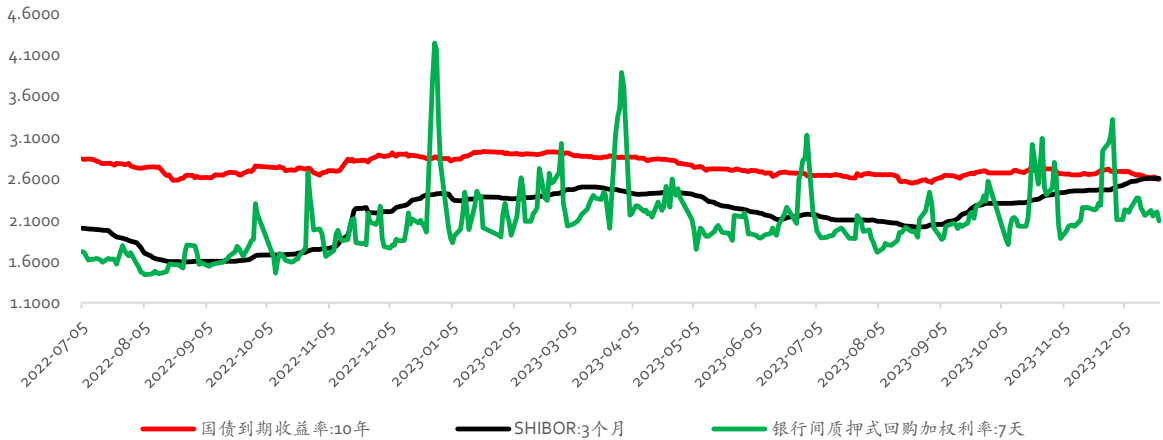
数据来源: Wind

图表 19: 中国 M2、社融存量增速



数据来源: Wind

图表 20: 主要市场利率走势



数据来源: Wind

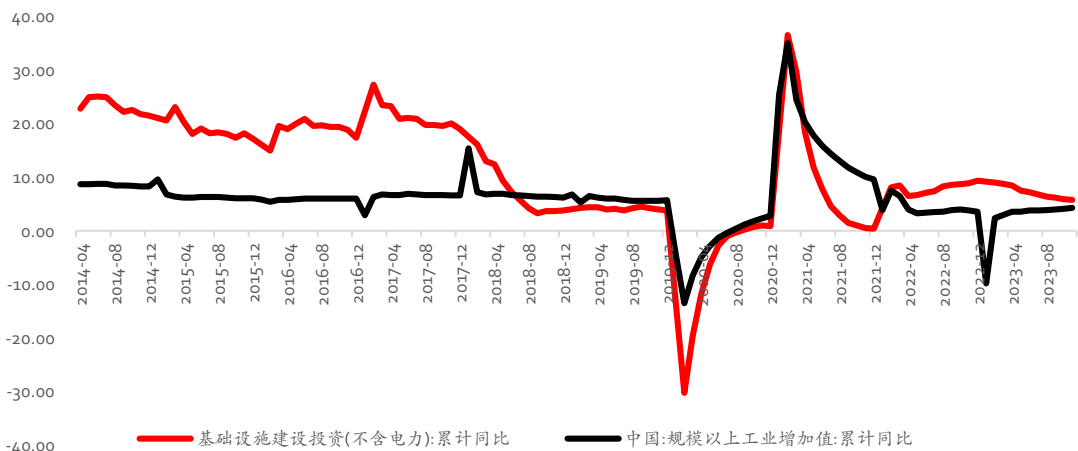
2. 国内经济复苏的路径

2.1. 稳增长的重要抓手

(1) 基建

基建投资增速有望保持较高水平。作为逆周期调节的重要抓手,下半年以来国内政策对基建投资的支持力度持续加强,一是,10月23日宣布增发1万亿国债用于防汛救灾类基建工作,不过,增发国债的发行仍相对靠后,形成实物工作量预计要等到2024年一季度;二是,地方专项债券额度有望进一步提升,预计2024年地方政府专项债额度有望从3.8万亿提升到4.0万亿。然而,两大传统融资渠道的局限性仍将限制基建投资的扩张:一是,作为基金投资资金的重要来源,在房地产行业企稳之前,土地出让金收入增速或难转正;二是,在地方政府去杠杆以及地方政府融资平台市场化转型的过程中,城投债的审批工作或趋严,发行量或显著下降,城投债发行量的减少或部分抵消增发国债对基建投资的支持作用。

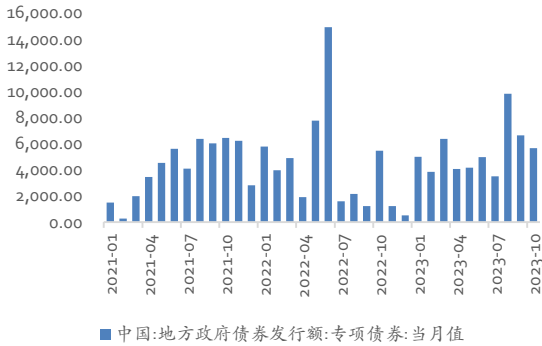
图表 21: 基建投资是逆周期调节的重要抓手



数据来源: Wind

宏观金融

图表 22: 地方专项债券发行



数据来源: Wind

图表 23: 国有土地使用权出让收入增速

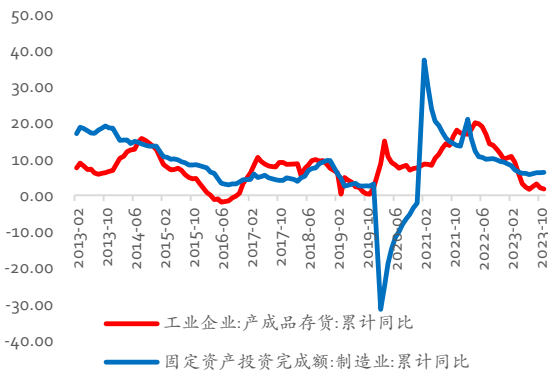


数据来源: Wind

(2) 制造业

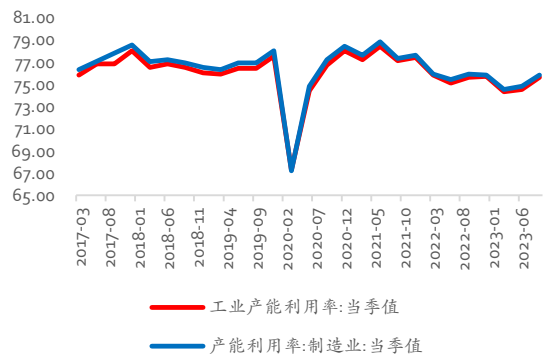
2023 年政策面加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度,这有效缓解了 PPI 通缩、制造业利润下滑等带来的影响,带动制造业投资增速保持较高水平。展望 2024, 年制造业投资有望延续 2023 年四季度以来的稳中有升势头,一方面,工业企业库存增速在今年 7 月触底后反弹,意味着此轮工业去库存周期或已结束,有望逐步开启新一轮的补库周期;另一方面,伴随着持续的政策支持、PPI 和工业企业利润的回升、出口的略微改善,特别是受企业贷款利率持续下行带动,当前工业企业资产利润率持续高于贷款利率,制造业内生投资动能也在增强。

图表 24: 工业去库存周期或已结束



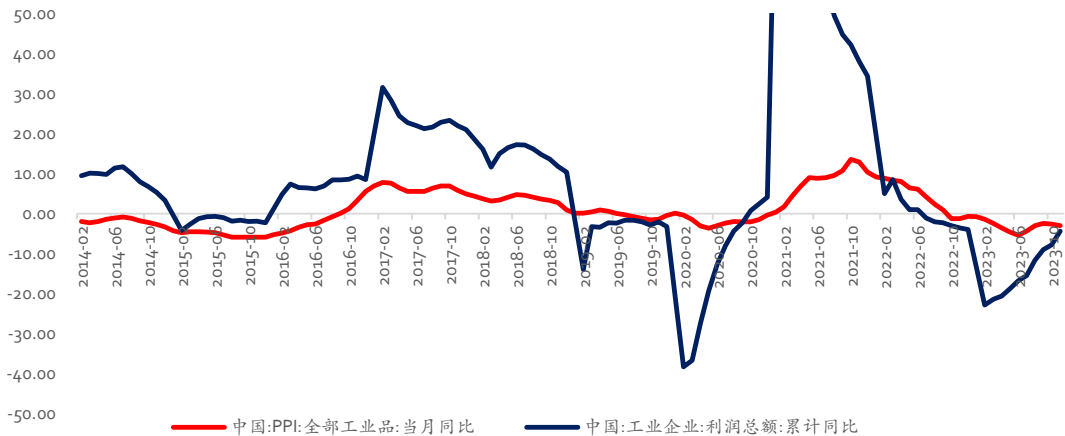
数据来源: Wind

图表 25: 工业产能利用率有所回升



数据来源: Wind

图表 26: PPI 和工业企业利润触底改善



数据来源: Wind

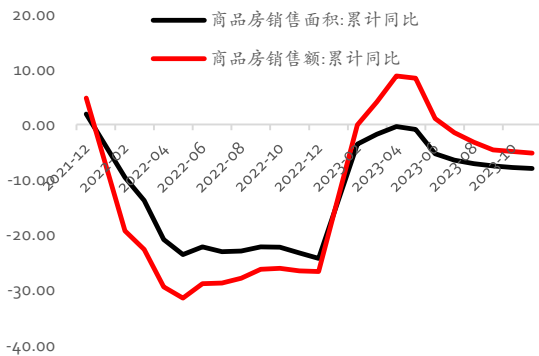
2.2. 经济复苏的关键因素——房地产

(1) 房地产仍在探底

11月统计局公布的房地产数据依旧差强人意。1-11月累计房地产销售面积10.05亿平,累计同比-8.0%,房地产销售金额10.53万亿元,累计同比-5.2%;新开工面积8.75亿平,累计同比-21.2%;竣工面积6.52亿平,累计同比+17.9%;开发投资额10.40万亿元,累计同比-9.4%;到位资金11.70万亿元,累计同比-13.4%。

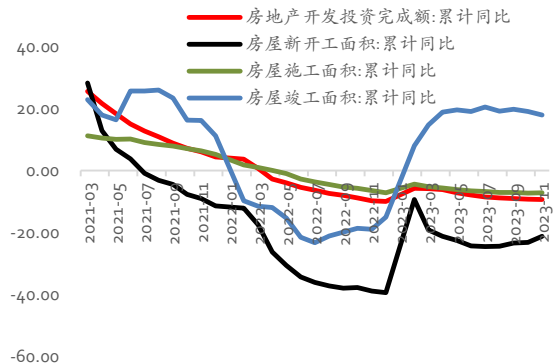
其中,商品房销售面积单月同比降幅在9月份有所收窄后,10月-11月连续扩大(9月:-19.76%;10月:-20.34%;11月:-21.26%),在核心二线城市和一线城市非核心区放开限购政策的引领下,一二线城市房产销售恢复好于三四线城市。与此同时,70大中城市新增商品住宅价格环比仍未止跌,11月70城新房房价环比-0.37%,其中一线城市环比-0.30%,二线城市环比-0.30%,三线城市环比-0.40%。

图表 27: 商品房销售降幅较大



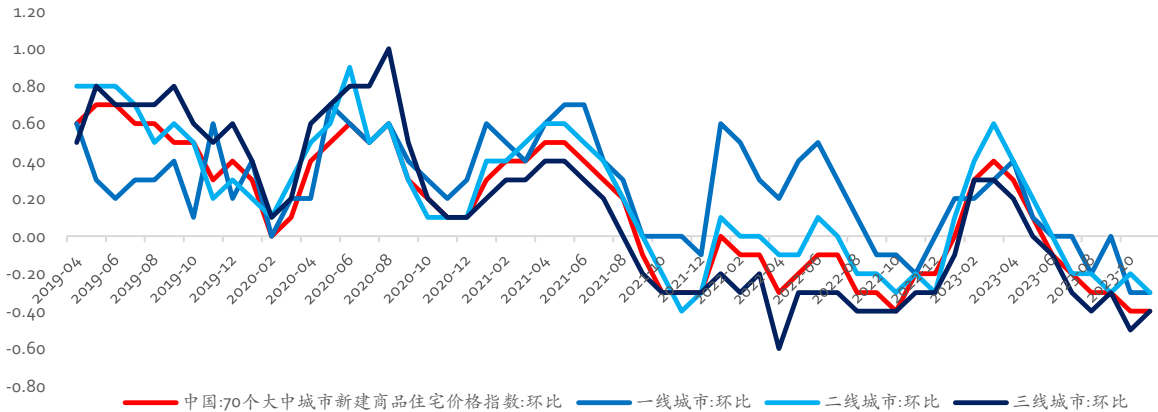
数据来源: Wind

图表 28: 房地产投资持续负增



数据来源: Wind

图表 29：70 个大中城市新建商品房价格指数环比降幅仍大



数据来源：Wind

(2) 房地产政策持续加码

7月24日中央政治局会议做出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”的表述后，需求端房地产调控政策迎来集中爆发期。按照因城施策工具箱的不同，大体可以分为四类：一是认房不认贷，8月25日住建部发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》；二是，降低首付比例；三是，下调房贷利率下限。8月31日，央行接连宣布降低二套房房贷利率和首/二套房首付比例，并公布存量房贷利率下调细节。9月26日起存量房贷利率全面下调，中国人民银行货币政策司司长邹澜10月13日表示降低存量首套房房贷利率工作已基本接近尾声，存量首套房房贷利率平均降幅0.73个百分点，调整后的加权平均利率为4.27%；四是，全面取消限购。

图表 30：各个城市加大因城施策的力度

调控政策	城市数量	地区名称（截至12月1日）
认房不认贷	1线：4；2线：33	北京、上海、广州、深圳、安徽、成都、大连、东莞、鄂州、佛山、福州、哈尔滨、杭州、合肥、惠州、济南、江门、兰州、南京、南宁、宁波、宁德、青岛、清远、三亚、厦门、沈阳、苏州、天津、无锡、武汉、西安、长沙、郑州、中山、重庆、珠海
降低首付比例	1线：2；2线：6	深圳、广州、厦门、青岛、郑州、大连、南京、沈阳
下调房贷利率下限	1线：2；2线：4	深圳、广州、青岛、大连、南京、重庆
全面取消限购	2线：16	宁波、长沙、厦门、成都（144平以上）、武汉、青岛、无锡、合肥、福州、郑州、济南、苏州（120平以上）、兰州、大连、南京、沈阳

数据来源：根据公开资料汇总整理

(3) 房地产何时企稳

历史上政策对地产销售影响较大。一是若政策放松，则地产销售明显好转：如2008年出台“国十三条”放松地产，后续商品房销售增速明显转好；2012年4-5月国常会连续提出“扩内需”，同时央行连续降准降息，地产调控放松下销售明显回升；2014年棚改货币化和地产去库存，地产销售大幅上升。二是若地产调控政策加码，则地产销售明显回落：

如 2013 年 2 月，“新国五条”出台，进一步加大地产调控，销售明显回落；2016 年 9 月，“房住不炒”政策出台，商品房销售持续大幅回落。

图表 31：政策对房地产市场的影响比较显著



数据来源：Wind

此轮周期或需耗费更长时间改善需求。首先，此轮房地产行业调控政策相较此前更为严格，从供给端和需求端均有明显收紧对购房者的信心影响可能也更大。其次，居民对房产的认识出现了变化，房价并非稳涨不跌。因此，预计房产销售或要等到明年年中才能实现同比增速转正，2024 年全年销售增速或仍将为负。而房地产投资要实现企稳可能至少要等到明年年底。不过我们相信周期正在逐渐筑底的过程中，明年全年房产销售和投资跌幅将显著小于今年，对经济的拖累作用减弱。

(4) 城中村改造的影响

城中村改造或为今后几年固定资产投资领域重点工作。继 2023 年 4 月和 7 月的政治局会议以及 7 月 21 日国常会提及推进城中村改造后，21 个超大特大城市中已有 10 城就城中村改造制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划。其中，进度最快力度最强的应该是广州市，广州市早在一月就明确今年改造目标。全面推动 127 个项目，完成 2000 亿元城市更新固定资产投资的目标亦是公布目标的城市里体量最大的。

据国内一些专业机构的估计，城中村改造的建设成本在不同的条件下可能达到 4.5 万亿-8.5 万亿元。因此，在房地产行业从低迷中恢复的过程中，改造对房地产投资的促进作用是显著的。

图表 32：多地出台城中村改造的政策

时间	城市	城中村改造的相关政策
1月28日	广州	推进中心城区城中村改造，坚持“拆、治、兴”并举，2023年推进127个城中村改造项目，力争完成2000亿元城市更新固定资产投资目标。
2月7日	昆明	2023年拟启动44个城中村改造
3月2日	深圳	计划于2023-2025年将167个城中村(约2000万平)改造。2023年计划推进4.9万套(间)城中村规模化品质化改造提升项目。
3月4日	青岛	2023年计划推进城中村改造项目85个，计划完成投资175亿元。其中，新启动项目19个，计划年度完成投资31亿元，惠及居民1.46万户；续建项目66个，计划年度完成投资144亿元。
5月17日	厦门	发布厦门市城中村治理三年行动方案(2023-2025)，利用三年时间实现108个行政村治理全覆盖
5月20日	郑州	在2023年中国城市更新论坛上透露今年郑州计划入库60个城市更新项目，新开工20个，年度力争完成1000亿元投资额。
5月26日	杭州	2023年，组建全面推进城市更新行动领导小组，出台指导性文件和行动方案，编制城市更新专项规划，制定城市更新技术标准，基本形成具有杭州特色的城市更新工作体系。
6月	武汉	2023年武汉市坚持“留改拆建控”并举的原则，全面推进41处基础设施落后、城市治理重点点点位的征收腾退和城中村改造，企年完成城市更新1421.02万平方米。
6月27日	东莞	主城区的南城、东城、万江、莞城是这轮城中村改造的重点区域，其中12条城中村作为首批试点改造项目要率先动起来。另外，其他28个镇也要各自确定2条城中村同步铺开。
7月11日	上海	已批准改造项目共62个，计划在2023-2025年启动30个项目，10个在2023年。计划在2032年底全面完成改造700个城中村改造项目，涉及11万户。

数据来源：政府部门网站

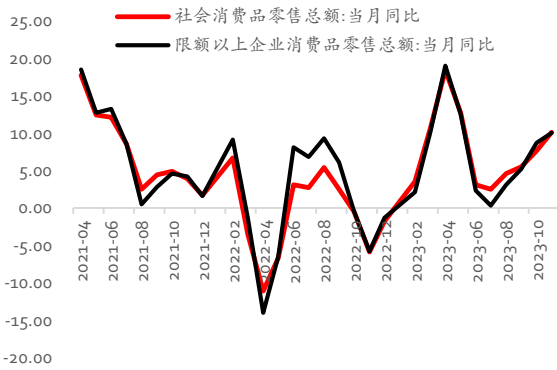
2.3. 经济复苏的关键因素——消费

(1) 消费趋于复苏，但斜率偏缓

年初以来，居民消费趋于复苏、斜率偏缓。防疫平稳放开后，居民消费总体趋于复苏，11月社会消费品零售总额同比增长10.1%，1-11月社会消费品零售总额累计同比增长7.2%；另一方面，消费复苏的斜率偏缓，扣除基数效应，两年的复合增速中枢在3%附近波动，较疫情前2019年的8%左右的增速中枢有一定差距，同时也稍低于疫情期间2021年的两年同比4.0%。

图表 33：社会消费趋于复苏

图表 34：餐饮收入恢复速度较快

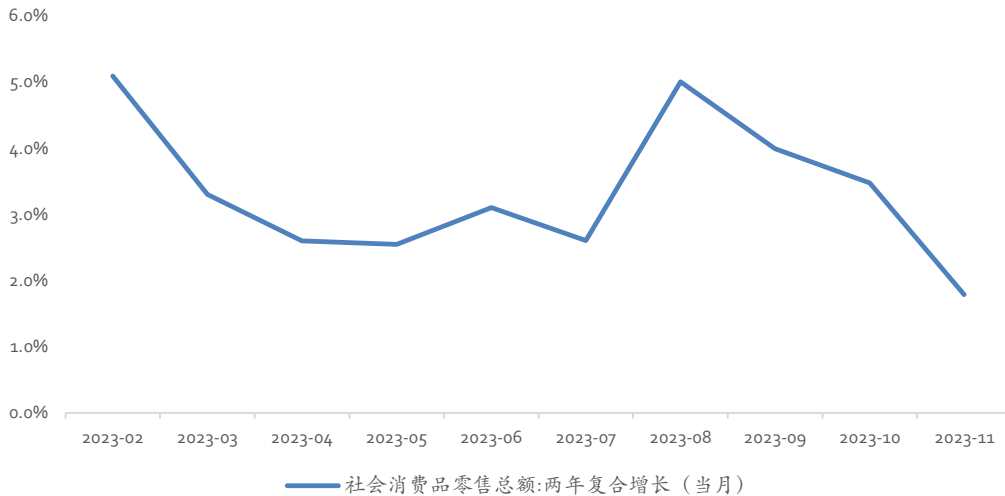


数据来源: Wind



数据来源: Wind

图表 35: 社会消费品零售总额两年复合增速



数据来源: Wind

(2) 消费复苏斜率偏缓的原因

消费趋于复苏但斜率偏缓的成因: 收入放缓+消费倾向+供给因素。

1) 居民可支配收入的增长疫情前放缓。今年前三季度, 全国居民人均可支配收入累计增速从 2022 年全年的 5.0% 回升至 6.3%, 低于 2019 年的 8.9%, 可见今年上半年增长仍然偏缓。

2) 消费倾向下降体现为每单位收入形成的支出减少。从居民收支增速看, 疫情之前, 居民可支配收入与消费支出增速比较接近; 疫情以来, 消费支出增速开始明显低于收入增速。用居民“消费性支出/可支配收入”衡量消费倾向, 可见防疫平稳转段以来, 居民消费倾向已经有所恢复, 但仍低于疫情之前和 2021 年。

3) 除了需求侧因素之外, 今年供给侧因素对名义消费增速的影响也不容忽视。高库存环境下, 部分行业以“降价去

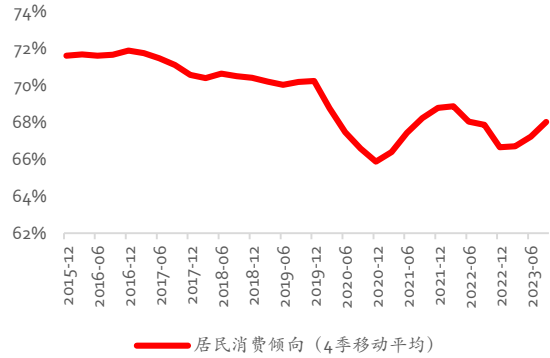
库存”等方式，在拉动了消费的“量”的同时，也抑制了消费的“价”，最终反映为核心商品 CPI 持续低迷、名义消费增速恢复偏缓。

图表 36：居民可支配收入增速较疫情前放缓



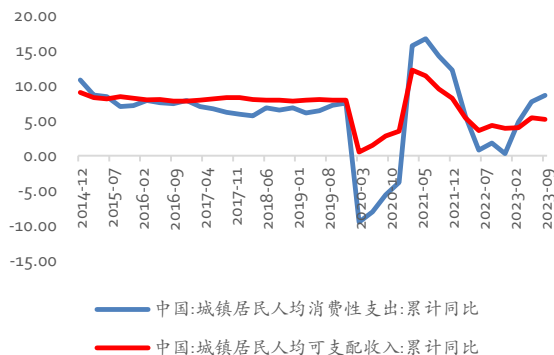
数据来源：Wind

图表 37：居民消费倾向下降



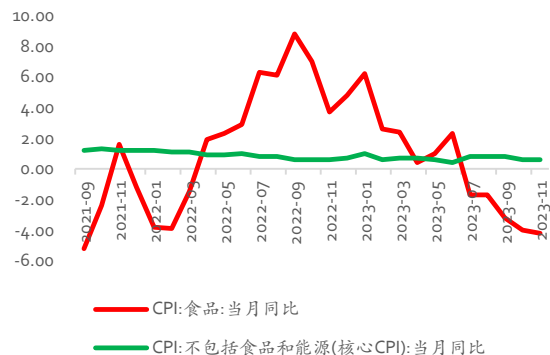
数据来源：Wind

图表 38：居民可支配收入增速与消费支出增速



数据来源：Wind

图表 39：价格因素影响较大



数据来源：Wind

(3) 促销费的政策举措

为提振居民的消费，各级政府促销费政策持续发力，政策端对居民消费的促进主要是通过两个方面：

1) 促销费政策频出。

政府 6 月起开始推促汽车消费政策，7 月中起政府密集发布促家居、汽车和电子产品消费的政策支持。政策成效在 8 月起开始在数据中体现，社会消费品零售数据连续三个月超市场预期。

图表 40：部分促销费政策措施

日期	标题	发布部门	要点
2023年6月21日	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	财政部、税务局等	对购置日期在2024年1月1日至2025年12月31日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元。
2023年7月18日	关于促进家居消费若干措施的通知	商务部等十三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
2023年7月20日	关于促进电子产品消费的若干措施	发改委、工信部、财政部等七部门	1.鼓励科研院所和市场主体积极应用国产人工智能（AI）技术提升电子产品智能化水平；2.推广家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴、空气净化等应用场景；3.持续推动家电下乡，有序推进农村地区清洁取暖。
2023年7月20日	关于促进汽车消费的若干措施	发改委等十三部门	1.鼓励限购地区尽早下达全年购车指标；2.加强新能源汽车配套设施建设，加快充电基础设施建设；3.加大汽车消费信贷支持。
2023年7月31日	关于恢复和扩大消费的措施	发改委	1.各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施。2.鼓励错峰休假、弹性作息，积极举办文化和旅游消费促进活动。3.逐步降低农村物流配送成本。4.加大综合金融支持力度。
2023年8月31日	提高个人所得税的三条专项扣除标准	财政部	1.3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元。2.子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月1000元提高到2000元。3.赡养老人专项附加扣除标准，由每月2000元提高到3000元。

数据来源：Wind

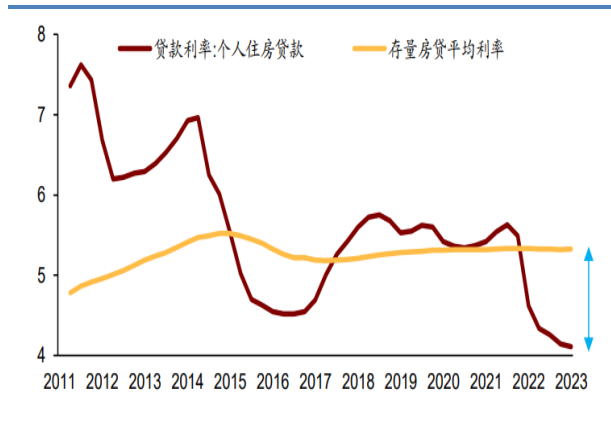
2) 政策提振居民收入的梳理。

①下调存量房贷利率。今年9月25日起，国有大行等商业银行主动下调存量房贷利率。中国人民银行货币政策司11月6日发文表示，降低存量房贷利率工作已基本完成，每年减少借款人利息支出1600亿元至1700亿元。

②提高个税专项附加扣除标准。假设一对夫妻需要赡养双方老人，且育有2个小孩，那么在新行扣除标准下，夫妻双方可分别多增加2000的扣除额，在不同的税率下，每个月家庭层面能减少400-1200元的税收支出。根据专家测算，减少个税支出大致估算约800亿元。

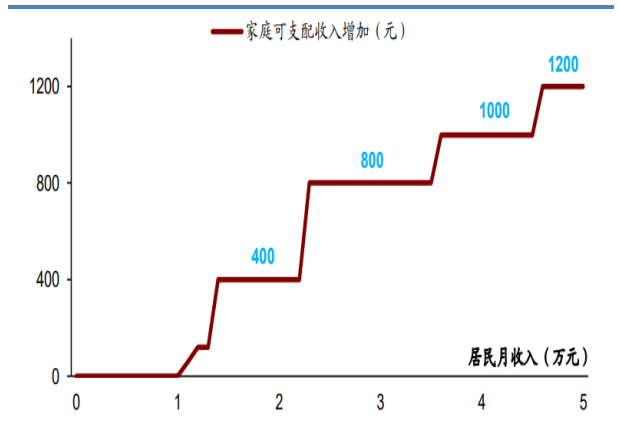
③活跃资本市场，提振投资者信心。活跃资本市场将通过财富效应与预期效应修复居民信心。一方面，股市上涨能直接带来财富效应，提升居民消费能力；另一方面，当资本市场表现较好，居民对各方面的预期和风险偏好也会提升。自7月24日政治局会议定调“活跃资本市场，提振投资者信心”以来，多部门等已经密集出台多项相关政策。

图表 41：存量房贷利率下调的影响



数据来源：Wind

图表 42：提高个税专项附加扣除标准的影响



数据来源：Wind

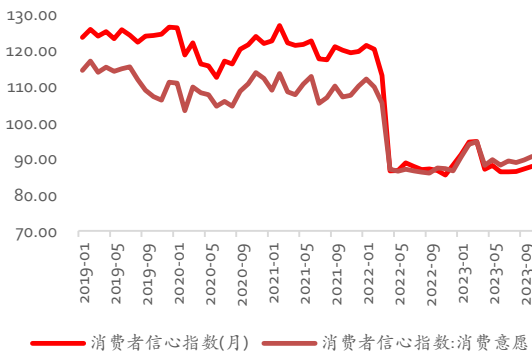
(4) 内生动能增强

2024年消费复苏的前景展望：除了一系列促销费的政策之外，消费复苏更多地还是要靠内生动力的增强。

1) 消费信心的增强: 随着居民生活回归正常, 叠加经济的持续恢复, 疤痕效应减弱, 消费者信心指数在今年二季度回落之后三季度又开始缓慢回升, 并有望继续上升。

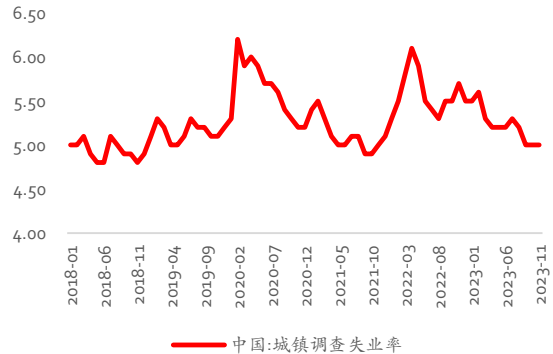
2) 劳动力市场和收入的持续改善: 在今年的经济复苏路径中, 在疫情期间受影响较大的服务业恢复更为显著。而相较于制造业, 服务业能吸纳更多的就业, 尤其是中低收入群体, 因此失业率已逐步下滑到 5%。劳动力市场的改善有助于收入增加, 居民收入增长今年二季度以来亦好于经济增速, 从而促进消费。

图表 43: 消费者信心指数企稳回升



数据来源: Wind

图表 44: 城镇调查失业率持续下降



数据来源: Wind

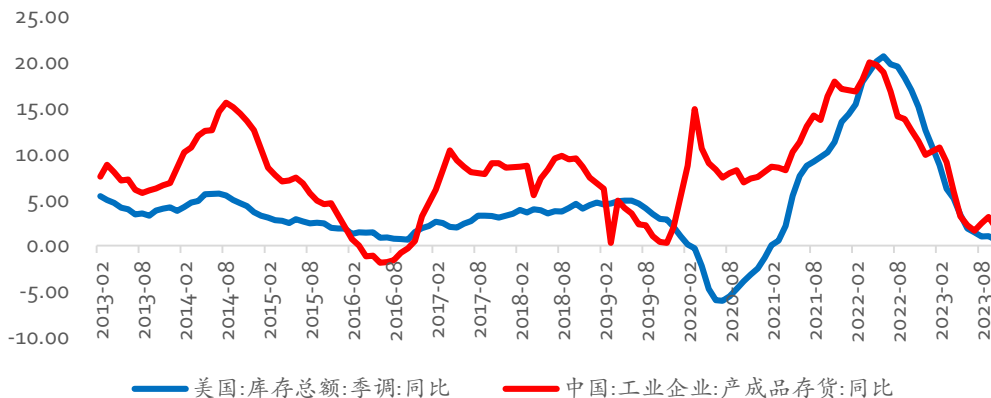
3. 大宗商品行情展望

3.1. 供给端面临低库存和产能瓶颈

(1) 低库存

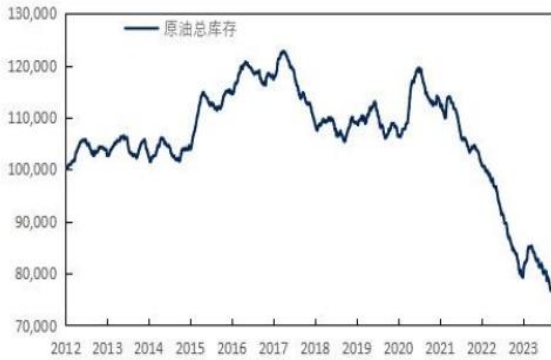
从去年 5 月份开始, 中美两国出现了新一轮的共振去库, 其中, 美国需求受政策利率持续走高的压制, 中国需求则受房地产、出口超预期下行的拖累。在总需求下降过程中, 价格出现一定幅度的调整, 大宗商品库存去化明显。现阶段多数大宗商品库存处于历史低位, 导致了价格对供需两端的变化更加敏感。

图表 45: 中美共振去库



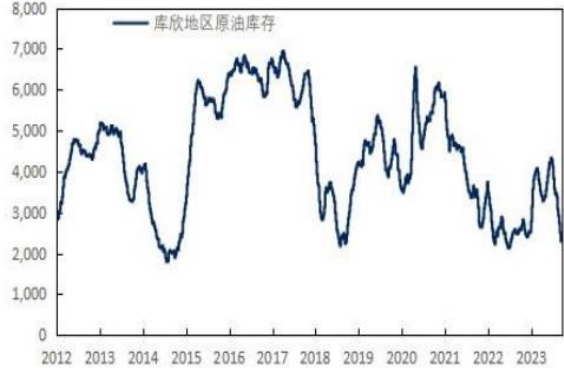
数据来源: Wind

图表 46: 美国原油总库存



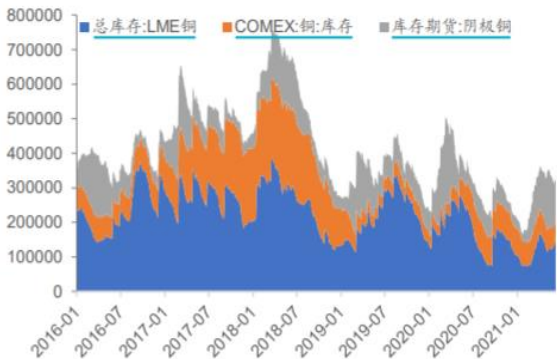
数据来源: Wind

图表 47: 美国库欣地区库存



数据来源: Wind

图表 48: 铜库存



数据来源: Wind

图表 49: 钢材库存



数据来源: Wind

(2) 产能瓶颈

1) 由于全球优质铜矿资源趋于匮乏, 叠加历经上一轮较长下行周期后铜矿企业新增投资较为谨慎, 根据 Bloomberg 预测, 全球铜矿企业资本开支预计于 2023 年达到 840 亿美元的本轮高点, 并于 2024-2026 年再次下行。据此估计, 本轮资本开支高点仅为 2012 年资本开支高点的 65.7%。考虑到持续下行的铜矿品位和显著上行的原材料成本, 预计本轮矿山资本开支对应产能增量有限, 2025 年后铜矿产能增长乏力。

2) 据 IMF 统计, 2021 年全球油气投资占 GDP 比重约为 0.38%, 远低于 2014 年的 0.88%, 即使疫情后频繁的供需错配和 2022 年的俄乌局势使得传统能源价格大幅抬升, 上游企业的资本开支仍维持相对谨慎, 这既有企业对于股东分红

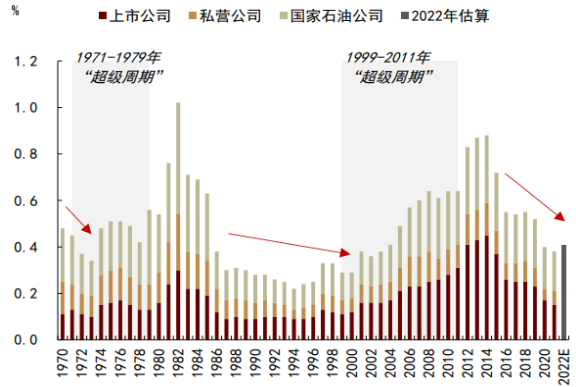
和优化资本结构的需要，也有绿色转型的宏观大势下能源体系投资流向的系统性变迁。

图表 50：全球铜矿企业固定资本开支



数据来源：ICSG, Bloomberg, Wind

图表 51：全球油气上游投资占 GDP 比重

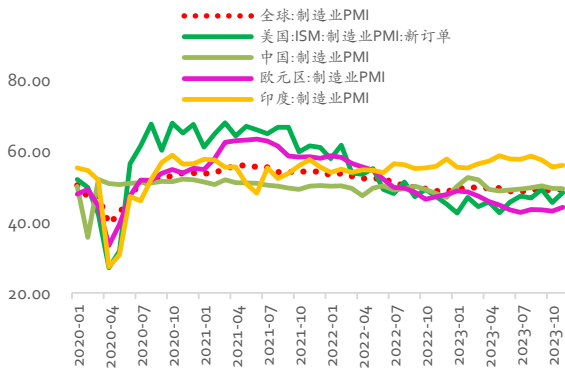


数据来源：USUG, IEA, OPEC, 中金公司研究部

3.2. 总需求增速回落，内外需分化

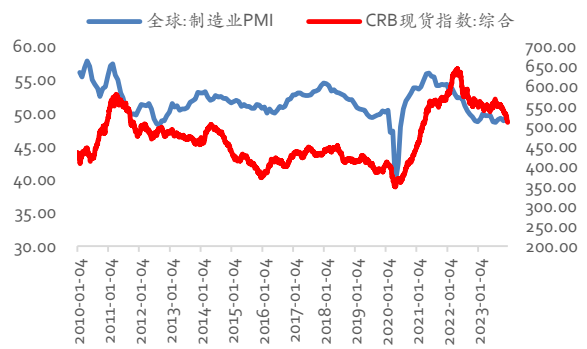
大宗商品需求增长仍面临降速压力。全球需求是影响大宗商品价格走势的关键变量，今年以来全球主要经济体制造业 PMI 长期处于荣枯线下方，国际机构对于 2024 年全球经济放缓已达成共识，IMF 在 10 月 10 月《世界经济展望报告》中预计，全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0% 和 2024 年的 2.9%，低于 3.8% 的历史（2000-2019 年）平均水平；11 月 29 日，经合组织（OECD）预计全球经济 2023 年增速为 2.9%，2024 年放缓至 2.7%。2024 年欧美经济增速料将继续回落，大宗商品价格料将继续承受需求增速下滑的压力。

图表 52：全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind

图表 53：商品走势与经济周期高度相关

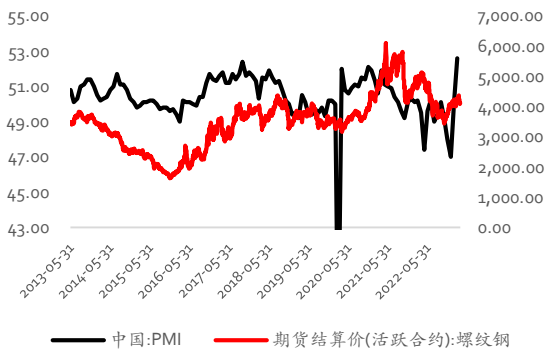


数据来源：Wind

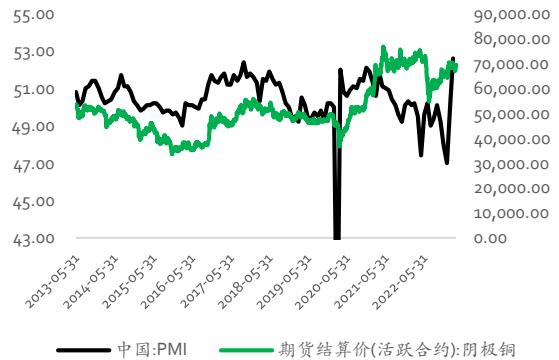
内需驱动类商品存在支撑。与海外国家经济增速可能进一步下滑相比，2024 年国内经济有望延续温和复苏，其中对大宗商品比较有利的因素是制造业和基建投资有望保持中高增速，而压力端则仍来自房地产领域。

图表 54：中国 PMI 与钢材走势相关度高

图表 55：中国 PMI 与铜价走势相关度高



数据来源: Wind

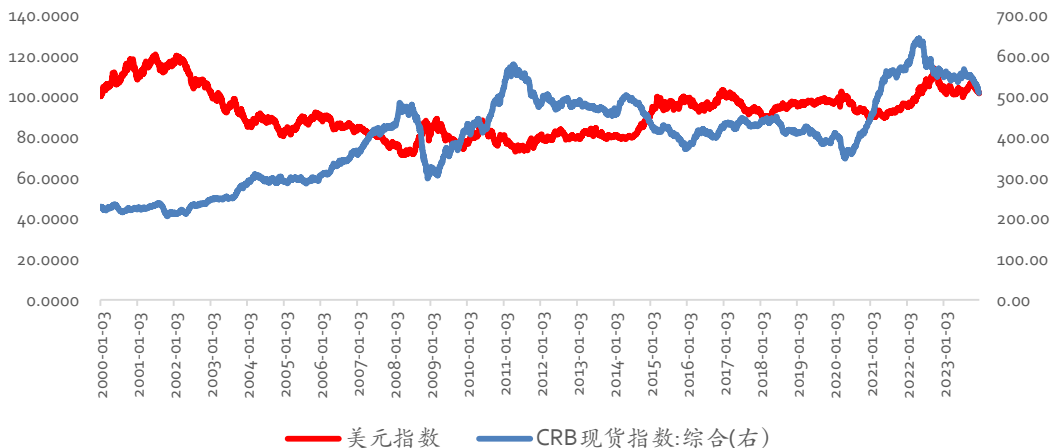


数据来源: Wind

3.3. 美联储货币宽松

从金融层面看, 美联储货币周期切换有望带动美元指数中枢下移。根据我们前面的分析, 美联储有望在 2024 年开启新一轮的降息周期, 带动全球流动性改善, 美元指数中枢有望下移, 将给商品价格带来一定的支撑。特别是一些金融属性较高的品种可能存在较大的驱动。

图表 56: 美元指数与大宗商品走势负相关



数据来源: Wind

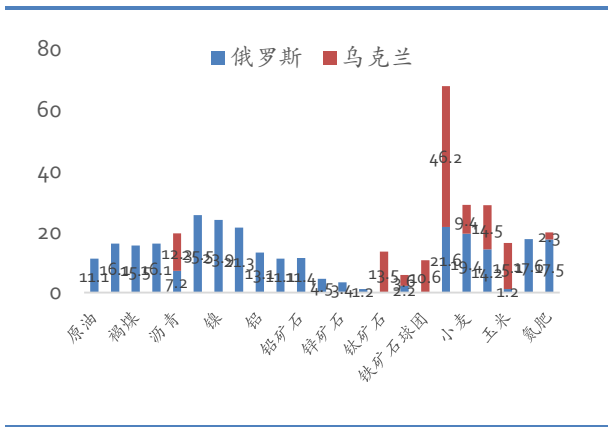
3.4. 地缘政治因素的扰动

地缘政治因素对大宗商品的影响巨大, 加剧了供给端的脆弱性。尤其在能源领域, 地缘政治博弈会使得能源生产国受到冲突影响造成能源产量下降, 或者出口受限, 比如说生产设施破坏或者遭受禁运等。这些冲突在中长期也会抑制能源的开发投资, 进而造成当期以及未来预期的能源供应下降, 导致国际能源价格的快速上升。

巴以冲突大规模爆发引发各方关注。目前影响不大, 冲突演变成“第六次”中东战争的可能性不大。但打乱了沙特阿拉伯与以色列之间的和解计划, 同时, 对大宗商品海上运输(红海、苏伊士运河、霍尔木兹海峡等运输通道可能遭遇

武装袭击)存在较强的扰动。

图表 57: 俄乌主要商品占全球出口份额 (%)



数据来源: Wind

图表 58: 巴以冲突所在地的地区局势复杂



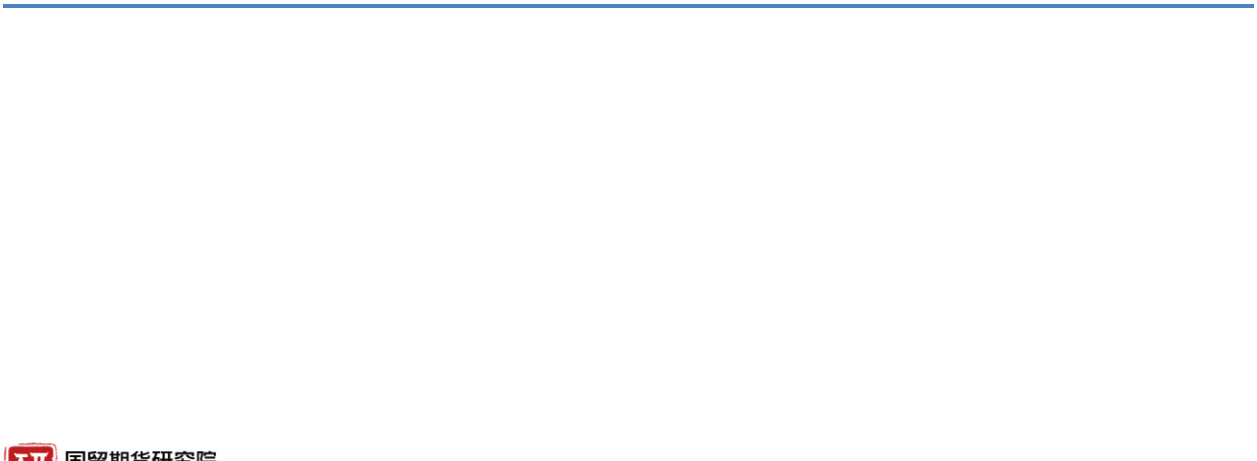
数据来源: 网络公开资料

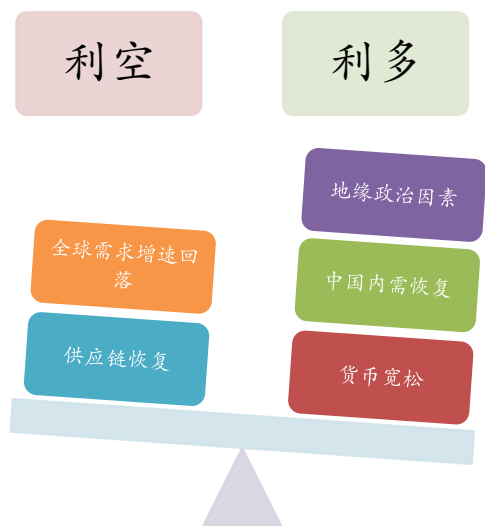
3.5. 大宗商品下有底, 上有顶

展望 2024 年, 大宗商品或难有趋势性行情, 整体走势上有顶、下有底, 根据内外需的差异、地缘政治因素、金融环境等不同, 板块间延续分化格局。

- 1) 国内经济温和复苏支撑内需驱动类商品。稳增长政策持续发力, 基建投资和制造业投资有望保持高增长, 将对钢材、金属等需求带来支撑。
- 2) 海外经济增速放缓拖累外需驱动类商品。高利率环境下, 欧美经济增速料将更显著地下滑, 将拖累原油等商品的需求。
- 3) 地缘政治因素则对大宗商品走势有较强的干扰。俄乌冲突一波未平, 巴以局势一波再起, 对全球供应链造成冲击, 将阶段性影响大宗商品价格走势。
- 4) 美联储开启新一轮宽松周期有利于金融属性强的品种。预计以美联储为首的全球央行将开启新一轮的货币宽松周期, 这将对黄金等金融属性较强的品种带来直接性的利多。

图表 59: 大宗商品多空因素





数据来源：国贸期货整理

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料, 国贸期货力求准确可靠, 但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议, 也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要, 投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 据此投资, 责任自负。

本报告未经国贸期货授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权, 我司将视情况追究法律责任。