

# 债务重构第二阶段，商品蓄势

## ——《大重构》更新

### 研究院

#### 研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

#### 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

回顾 2024 年上半年，市场波动低于我们年报预期。经济数据未有明显转差，美联储继续保持相对高利率状态；欧洲政治出现了“右转”，中美两大经济体继续保持着“稳健”。

展望 2024 年下半年，预计市场的高波动性将近。经济数据再次恶化风险上升，叠加美国大选、财政支出压力，不确定性风险相比较上半年更大。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**杠杆周期：**受到 2008 年次贷危机和 2022 年以来高利率的影响，居民加杠杆空间仍将被抑制，在超额储蓄消耗而高利率维持“更高”、非美经济体在货币政策难以有效开启背景下，中性假设居民消费大幅好转的概率较低，下半年企业补库存或仍低于预期。

**经济周期：**美国高利率和金融监管放松的组合驱动经济再修复，但对非美形成压力，国内经济增长或仍面临较大压力，需要关注欧洲和新兴的信用风险。随着基数效应褪去，美国通胀预计回升，对长端美债利率带来回升压力，限制了美联储货币政策的进一步宽松，也约束了国内宏观政策宽松的空间。

**流动性：**美国经济预期改善，货币政策存在转向“不再宽松”的可能，关注商品价格尤其是能源价格的运行，若供给侧收缩增强甚至不排除下半年美联储“加息”的可能，非美央行在上半年开启降息后，预计下半年面临更大的美元流动性压力。

**政策预期：**政府高债务模式的延续性需要一个转变的契机，关注美元流动性的收紧和波动率的提升是否提供这样一个切换的机会——破而后立，预计下半年的宏观市场先抑后扬，或先经历宏观政策谨慎下的收缩才回到再扩展的长期轨道中，宏观政策扩张或延后。

### ■ 策略

下半年国内货币条件的宽松条件仍需等待。随着美联储 6 月降低 QT 规模和放松银行监管，关注美元资产的“复苏交易”，商品结构上特别关注地缘等供给侧因素对于能源、有色的驱动。在宏观扩张开启前我们建议维持谨慎的判断，黄金继续维持中性多头配置。阶段性关注从“降息预期”转向“加息预期”交易，收益率曲线预计仍存进一步扁平空间。

### ■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

# 目录

核心观点 .....	1
再论国家资产负债表的再平衡.....	7
下半年继续逼近杠杆重启的条件 .....	9
1.1 杠杆周期：下半年关注去化 .....	10
1.2 人口周期：长期已进入拐点 .....	12
1.3 技术周期：扩散需基础设施 .....	13
1.4 债务周期：政府和基建投资 .....	14
债务重构的第一阶段将进入尾声 .....	17
2.1 宏观从收缩走向扩张 .....	18
2.2 为第二阶段上涨蓄势 .....	20
2.3 关注新能源领域变化 .....	23
美国下半年：美元实际利率回落风险 .....	25
杠杆周期：焦点围绕财政可持续性 .....	26
1.1 家庭部门：高利率和分配不均 .....	26
1.2 企业部门：头部化和等待契机 .....	27
1.3 政府部门：关注可持续性压力 .....	29
经济周期：库存周期力度较弱 .....	30
2.1 金融条件：边际趋紧 .....	30
2.2 经济周期：面临考验 .....	31
2.3 通胀周期：逐渐走高 .....	33
2.4 利率曲线：走向平坦 .....	33
流动性：QT 结束，但流动性中性 .....	35
3.1 加息重启，关注流动性压力 .....	35
3.2 走向繁荣，实际利率将回升 .....	35
政策预期：高利率或延续更久 .....	36
4.1 高债务政策延续 .....	36
4.2 政策的驱动增强 .....	37
中国下半年：化债尾声，防风险为主 .....	39
杠杆周期：或将迎来扩张前的深蹲 .....	40
1.1 收益降低，杠杆回升 .....	40
1.2 需求压力，政策对冲 .....	41
1.3 债务重启，关注空间 .....	42
经济周期：降低短期经济改善预期 .....	43
2.1 宏观政策：预计先抑后扬 .....	43
2.2 资产价格：重估空间后置 .....	44
2.3 地方化债：继续“等风来” .....	45
2.4 增长预期：下半年或放缓 .....	46
流动性：关注结构切换的压力条件 .....	48
3.1 等待外部流动性冲击 .....	49
3.2 内部流动性压力预期 .....	50

3.3 关注化债流动性压力 .....	51
政策预期：财政扩张重点在于节奏 .....	52
4.1 关注财政政策扩张的节奏 .....	52
4.2 关注货币与财政政策协同 .....	52
<b>欧元区下半年：从二次加息走向扩表 .....</b>	<b>54</b>
<b>杠杆周期：等待衰退的信号 .....</b>	<b>55</b>
1.1 家庭部门：去化中途并未企稳 .....	56
1.2 企业部门：关注法国企业风险 .....	57
1.3 政府部门：是加息而不是降息 .....	59
<b>经济周期：实质性衰退边缘 .....</b>	<b>60</b>
2.1 关注下半年油价回升风险 .....	60
2.2 关注下半年工业部门压力 .....	62
<b>流动性：关注强美元的风险 .....</b>	<b>63</b>
3.1 全球流动性：产业转移 .....	64
3.2 外部流动性：美元走强 .....	65
3.3 内部流动性：经济回落 .....	66
<b>政策预期：宽松或面临风险 .....</b>	<b>67</b>
4.1 财政政策：收缩预期 .....	68
4.2 货币政策：难以宽松 .....	68

## 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：全球化已经进入到“倒退”过程，2024 年上半年“抵抗”后关注再次回落风险   单位：%YOY, %GDP .....	9
图 3：全球债务结构和增速   单位：% .....	9
图 4：2023 年下半年杠杆结构再次扩张   单位：% .....	9
图 5：本轮全球杠杆率周期的差异   单位：%GDP .....	10
图 6：全球杠杆率变化   单位：%YOY, %GDP .....	10
图 7：主要经济体杠杆率，美国维持、欧洲去化、新兴增加   单位：%GDP .....	11
图 8：全球人口增速持续放缓   单位：% .....	12
图 9：主要经济体人口抚养比正在不断攀升   单位：% .....	12
图 10：劳动力人口结构继续回落   单位：% .....	13
图 11：全球人口年龄逐渐老龄化   单位：% .....	13
图 12：中国人口年龄更快进入老龄化   单位：% .....	13
图 13：印度人口年龄结构保持“金字塔”   单位：% .....	13
图 14：生产力斜率在 1970 年代出现根本性的放缓，至今未变   单位：%YOY .....	14
图 15：全球宏观政策不确定性伴随着上半年的降息而降低，但下半年降息能否延续依然充满未知   单位：指数点 .....	15
图 16：宏观“笼中局”——冲突对中美带来差异性的影响 .....	17
图 17：全球经济体政府债务占比   单位：%GDP .....	20

图 18: 主要经济体政府债务占比 | 单位: %GDP..... 20

图 19: 不同经济和部门债务规模差异 | 单位: %GDP..... 20

图 20: 主要宏观部门债务结构 | 单位: %GDP..... 20

图 21: 中国政府支出驱动投资形成 | 单位: %..... 21

图 22: 全球政府支出并非对冲投资不足 | 单位: %..... 21

图 23: 美国政府支出并非对冲投资不足 | 单位: %..... 22

图 24: 日本政府支出并非对冲投资不足 | 单位: %..... 22

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: %..... 23

图 26: 分国别政府和非政府债务结构变化 (2019vs2023) | 单位: %..... 23

图 27: 能源价格上涨提振新能源消费量 | 单位: %..... 24

图 28: 主要国家新能源消费占比 | 单位: %..... 24

图 29: 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 30: 美国债务的宏观部门分布 | 单位: %..... 27

图 31: 美国宏观部门的额债务/GDP | 单位: %GDP..... 27

图 32: 美国企业杠杆率、杠杆率差值和债务增速 | 单位: %YOY, %GDP..... 28

图 33: 政府杠杆和利率 | 单位: %GDP, %..... 29

图 34: 政府杠杆和利率 | 单位: %GDP, %..... 29

图 35: 利息支出在 2024 财年开始超过国防支出, 美联储降息的紧迫性上升 | 单位: %YOY, %GDP..... 30

图 36: 金融和实体的背离风险上 | 单位: 指数点..... 31

图 37: 加息暂停后分项指数显著改善 | 单位: 指数点..... 31

图 38: 美联储逆回购用量降低 | 单位: 千亿美元..... 31

图 39: 联邦基金利率期货空头持仓见顶 | 单位: 万手..... 31

图 40: 同步指标中枢上移 | 单位: %, 美元/盎司..... 32

图 41: 高频经济活动显示经济环比改善 | 单位: %..... 32

图 42: 美国储蓄状况前后对比 | 单位: 万亿美元..... 32

图 43: 模型显示超额储蓄已经耗尽 | 单位: 万亿美元..... 32

图 44: 美国消费和信贷走势 | 单位: %YOY..... 32

图 45: 支出结构中利息已占据 3% | 单位: %PCT..... 32

图 46: 美国产出缺口回落降低通胀压力 | 单位: %..... 33

图 47: 投资驱动产出, 核心通胀后期稳定 | 单位: %..... 33

图 53: M2 将回到原有趋势 | 单位: %, 万亿美元..... 35

图 54: 资产负债表与利率增速对比 | 单位: %YOY..... 35

图 55: 衍生品市场隐含加息概率回落 | 单位: %..... 36

图 56: 衍生品市场隐含利率降息预期 | 单位: %..... 36

图 57: 财政赤字和政府债务比重 | 单位: %, %GDP..... 37

图 58: 利息支出超过国防支出水平 | 单位: 十亿美元..... 37

图 59: 中国实体经济杠杆和经济增长 | 单位: %YOY..... 40

图 60: 中国实体杠杆增速和经济增长 | 单位: %YOY..... 40

图 61: 中国经济增长目标 | 单位: %YOY..... 41

图 62: 中国通货膨胀目标 | 单位: %YOY..... 41

图 63: 中美杠杆缺口对比   单位: %YOY.....	42
图 64: 人民币和中美杠杆缺口差   单位: %YOY.....	42
图 65: 信贷脉冲强度上半年较低   单位: %YOY.....	43
图 66: 财政脉冲等待进一步的发力   单位: %YOY.....	43
图 67: 上半年地方债净融资低位   单位: 亿元.....	44
图 68: 上半年国债净融资二季度略改善   单位: 亿元.....	44
图 69: 居民部门杠杆率等待信心改善   单位: %GDP.....	44
图 70: 企业实际利率改善和杠杆率增速   单位: %.....	44
图 71: 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.....	46
图 72: 库存周期面临下行压力   单位: %YOY.....	47
图 73: 下半年出口或有放缓压力   单位: %.....	47
图 74: 投资增速仍在继续放缓   单位: %YOY.....	47
图 75: 流动性结构短期快速收缩   单位: %YOY.....	47
图 76: 人民银行资产负债结构   单位: 万亿元.....	48
图 77: 人民币流动性三支柱展望   单位: 无.....	48
图 76: 中债收益率曲线   单位: %.....	49
图 77: 美债期限利差和产能   单位: BP, %.....	49
图 81: 中国宏观部门杠杆率   单位: %GDP.....	50
图 82: 中国实体部门偿债率压力较高   单位: %.....	50
图 88: 欧央行总资产和增速   单位: 万亿欧元, %YOY.....	54
图 97: 欧元区企业杠杆较高   单位: %GDP.....	58
图 98: 德国杠杆缺口开始进入到负值   单位: %GDP.....	58
图 99: 欧元区宏观部门占比结构   单位: %.....	59
图 100: 欧元区政府杠杆率暂时企稳   单位: %GDP.....	59
图 101: 政府偿债期限和规模   单位: %, 年.....	60
图 102: 欧元区财政赤字和支出占比   单位: %GDP.....	60
图 103: 欧元区不同部门成本压力   单位: %.....	61
图 104: 欧元区制造业和建筑业 PMI   单位: %MOM.....	61
图 105: 下游消费自 2022 年持续放缓   单位: %.....	61
图 106: 中游生产 2023 年开始负增长   单位: %YOY.....	61
图 107: 关注下半年油价动态   单位: 美元/桶.....	62
图 108: 贸易条件背后是衰退型顺差   单位: %YOY.....	62
图 109: 欧洲地区主要国家财政赤字率与经常项目差额与 GDP 比重   单位: %.....	62
图 110: 欧元区工业占比继续收缩   单位: %.....	63
图 111: 欧洲在高科技制造业领域发力   单位: 指数点.....	63
图 112: 景气度回落和实体去债务   单位: %.....	63
图 113: 企业信贷萎缩和政策对冲需求   单位: %GDP.....	63
图 114: 美德经济活动差异和外汇市场定价特征   单位: %.....	64
图 115: 英美对外账户/GDP 的演变   单位: %GDP.....	64
图 116: 德日对外账户/GDP 的演变   单位: %GDP.....	64

图 117: 金融压力指数与美元指数 | 单位: %, 指数点 ..... 66

图 118: 欧元区经常项顺差和油价 | 单位: %GDP ..... 66

图 119: 欧元区国际投资头寸从 2021 年开始转为正值 | 单位: 万亿欧元 ..... 66

图 120: 欧元区货币增速 | 单位: %YOY ..... 67

图 121: 欧元区流动性增速 | 单位: %YOY ..... 67

图 122: 欧元区主权债务压力 | 单位: 指数点 ..... 67

图 123: 欧元 TED 利差和汇率 | 单位: BP ..... 67

图 124: 法德利差显著上行反映政治风险 | 单位: BP ..... 68

图 125: 意德利差反弹后再次回落 | 单位: BP ..... 68

图 126: 关注油价上行对通胀的风险 | 单位: % ..... 69

图 127: 关注运价上行对通胀的风险 | 单位: % ..... 69

图 128: 欧元区政府信贷增速和欧央行货币增速 | 单位: %YOY ..... 69

表 1: 典型的去杠杆化过程中主要变量变化情况 | 单位: % ..... 19

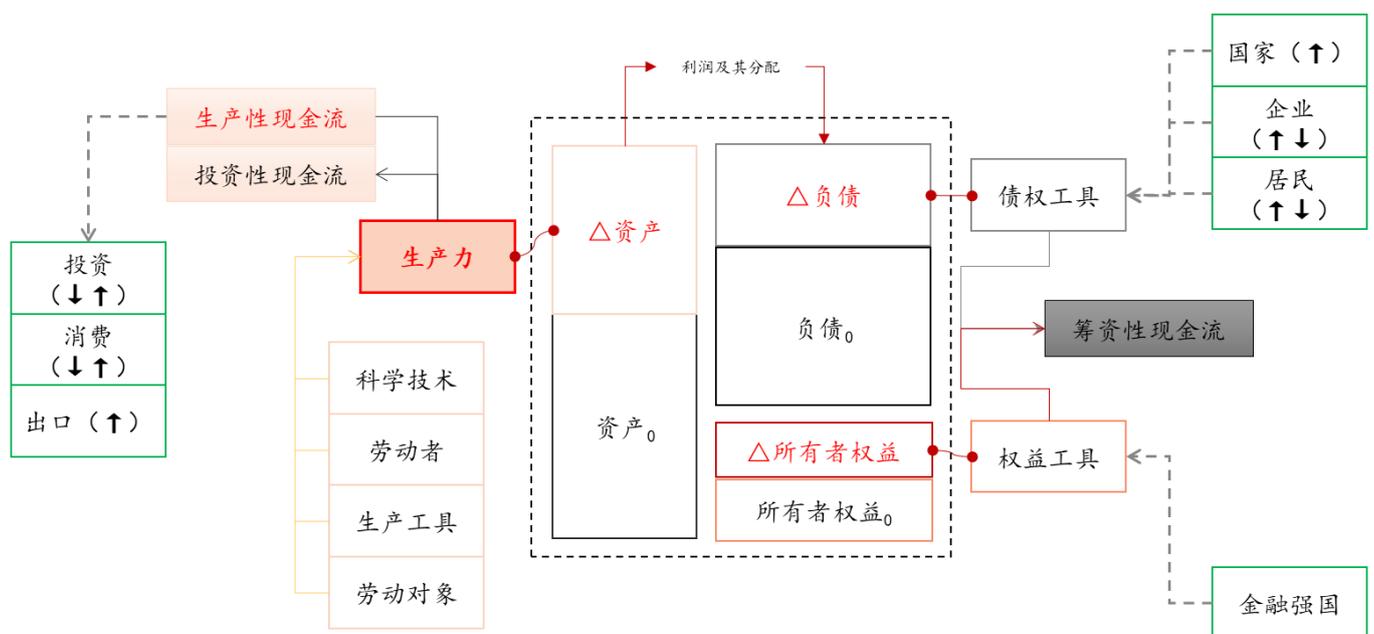
## 再论国家资产负债表的再平衡

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。当经济的发动机面临停滞风险背景下，通过拆解资产负债表来对经济微观结构中的矛盾是一个可行的办法（见图 1，宏观年报《大重构》2023 年 12 月）。

交易构成了经济活动的基本单元，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。而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。

具体来看，透过经济增长模型，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，人工智能发展的初期阶段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

回顾 2024 年上半年，市场波动低于我们年报预期，一方面在经济数据未有明显转差状态下，美联储继续保持相对高利率状态，甚至在前瞻指引中提升了对于未来的中性利率预期（见美国 2024），另一方面，尽管欧洲政治出现了“右转”，印度大选印人党低于预期，但是中美两大经济体继续保持着“稳健”。

展望 2024 年下半年，我们预计市场的高波动性将近。一方面经济数据的再次恶化风险在上升，另一方面 11 月美国大选的压力、10 月前美国财政支出的压力，不确定性风险相比较上半年更大。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，我们预计宏观政策的积极仍需要高波动作为驱动。

**杠杆周期：**长期视角来看美国等主要国家政府部门已经从逆周期的被动调节进入到顺周期的主动扩张状态。但是下半年，受到 2008 年次贷危机和 2022 年以来高利率的影响，居民部门的加杠杆空间仍将被抑制，美国居民部门在超额储蓄消耗而高利率维持“更高”的背景下、非美经济体在货币政策难以有效开启背景下，我们中性假设居民消费大幅好转的概率较低，因而企业部门主动加杠杆的概率仍比较低，企业补库存或仍将低于预期。

**经济周期：**美国高利率状态下金融监管的下半年放松，一方面驱动经济预期的再修复，另一方面对于非美经济构成压力，国内经济增长或仍面临较大压力，需要关注欧洲和新兴市场的信用风险。价格层面，随着基数效应的褪去，下半年美国通胀预计回升，叠加经济预期改善，美国市场通胀预期预计向上，对长端美债利率带来回升压力，限制了美联储货币政策的进一步宽松，也约束了国内宏观政策宽松的空间。

**流动性：**随着美国经济预期的逐渐改善，下半年货币政策存在转向“不再宽松”的可能，关注商品价格尤其是能源价格的运行，若供给侧收缩增强甚至不排除下半年美联储“加息”的可能，非美央行在上半年开启降息后，预计下半年面临更大的美元流动性压力。

**政策预期：**经历了近一年的高利率，政府高债务模式的延续需要一个转变的契机，关注美元流动性的收紧和波动率的提升是否提供这样一个切换的机会——破而后立，下半年的宏观市场或需要先经历一个收缩（宏观政策谨慎），才能顺利回到再扩展的长期轨道中，为国内的宏观政策提供扩张的窗口。

## ■ 策略

下半年国内货币条件的宽松条件仍需等待。随着美联储 6 月降低 QT 规模和放松银行监管，关注美元资产的“复苏交易”，加息预期下收益率曲线预计进一步趋平。

## ■ 风险

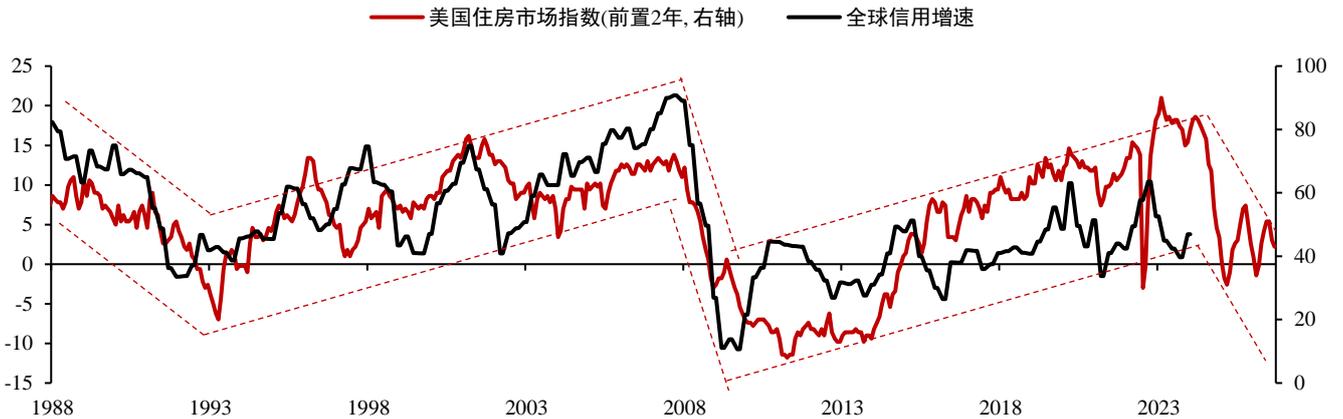
债务流动性风险，美联储意外降息风险

## 下半年继续逼近杠杆重启的条件

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%。2008 年危机后债务由非常规政策驱动，表现为金融市场强于实体经济的特征。

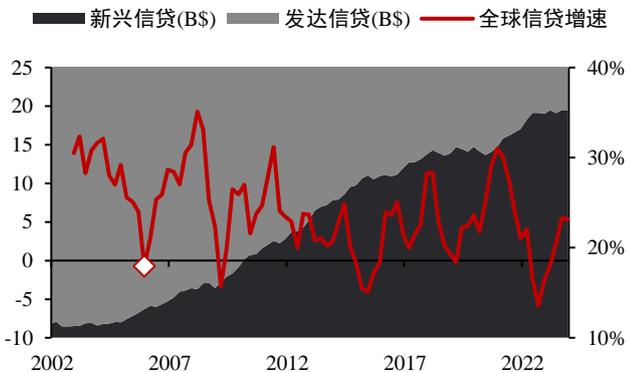
杠杆驱动的经济运行到现在，一方面是总量债务压力不断累积，在生产力引爆点迟迟未现的情况下“大国巨债”影响从繁荣转向了赤字；另一方面，这些债务在时间上、空间上的分布不均衡性，带来新兴市场的流动性压力和年轻一代的“躺平”，经济从 2008 年的被动落入“去杠杆”转向 2018 年后的主动去杠杆过程之中（图 4）。

图 2：全球化已经进入“倒退”过程，2024 年上半年“抵抗”后关注再次回落风险 | 单位：%YOY, %GDP



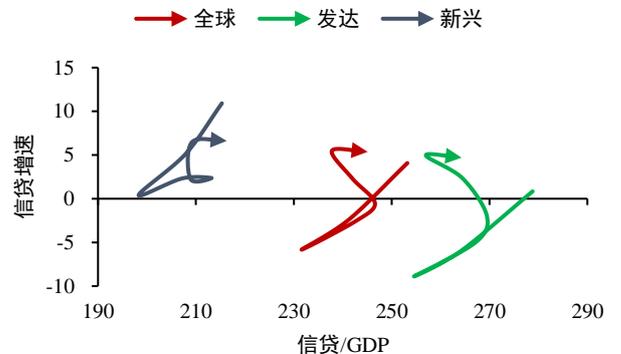
数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

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 4：2023 年下半年杠杆结构再次扩张 | 单位：%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

## 1.1 杠杆周期：下半年关注去化

全球流动性退潮前和实体经济需求的疲弱，创造了 2023 年黄金、新兴市场股市等全球资产不断创出新高<sup>1</sup>，但是并没有解决高利率之下债务的可持续性。2024 年年中高流动性资产中比特币等资产出现上涨裂痕<sup>2</sup>，关注高利率驱动全球二次去杠杆风险。

### · 准备面对周期改善前的压力

发达经济体杠杆率处在下沿。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，即使是 2008 年也没有阻碍这一进展（但是结构从发达经济体转向新兴经济体）。但是 2020 年的疫情冲击改变了这一趋势，截止 2023 年四季度，发达经济体杠杆率已经回落 264.3%，继续处在 2016 年以来的杠杆区间下沿，或面临去化压力（图 5）。

高利率是拆杠杆的过程。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），全球整体杠杆率增速反弹，但是并未改变杠杆不再上升的现实。

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> 截止 7 月 5 日 12 时，比特币已跌破 54000 美元。

· 美联储鹰派增加杠杆的压力

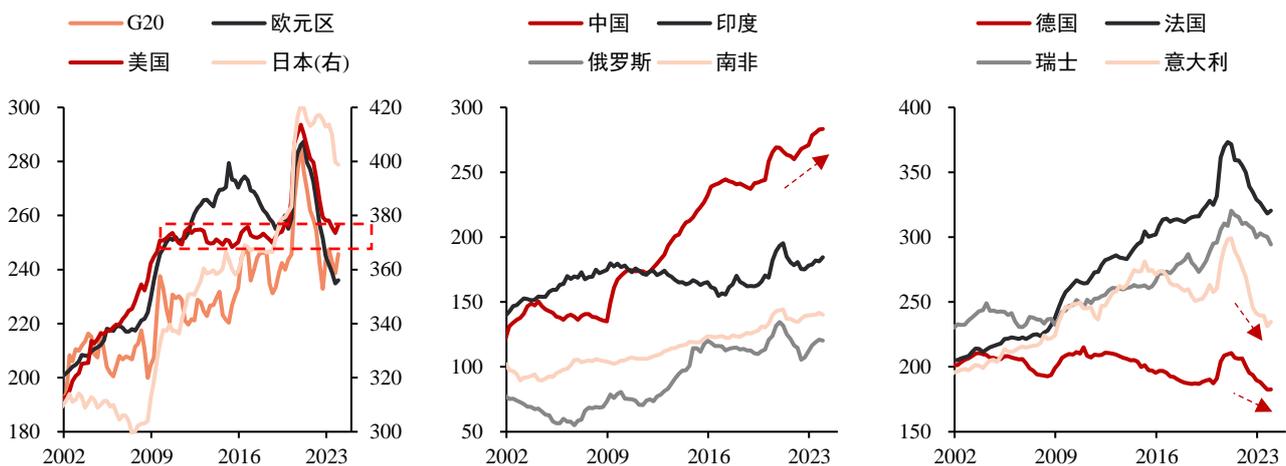
回顾 2000 年以来全球经历了四轮杠杆周期，2020 年更大力度非常规货币政策影响之下本轮去杠杆的压力似乎更大，也意味着上半年政策谨慎之后，未来伴随着杠杆去化进程对冲的空间或将更大。

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 年美国在页岩油/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，美国维持、欧洲去化、新兴增加 | 单位：%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

2020 年疫情大流行推动了第四轮杠杆周期。受疫情大流行引起实际经济活动停滞，美国等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甚至繁荣，将全球杠杆率推向了历史新高。经历了 2022 年开始的强加息，2023 年至今对于发达经济体的杠杆环境处在去化阶段（特别是图 7 中欧元区）。

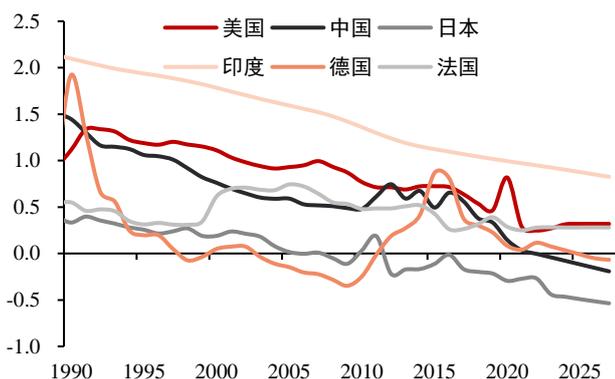
展望未来，新兴经济体在中国化债的影响下预计很难重演 2008 年的再杠杆过程；而发达经济体在高利率环境下缺乏主动加杠杆的条件。全球经济仍处在增速放缓、劳动生产率下降阶段，根据达里奥长期债务周期的观点<sup>3</sup>，大部分国家已逼近债务和央行的双重极限，这是一个全球性问题，日本最接近，欧洲次之，随后是美国，之后是中国。这其中，下半年欧洲和日本的债务问题值得持续关注。

## 1.2 人口周期：长期已进入拐点

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。

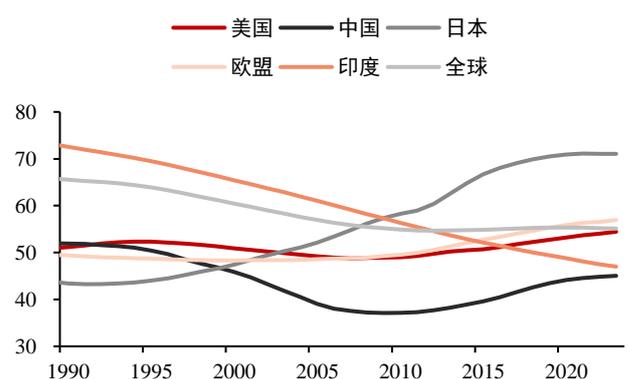
人口迎来负增长的“灰犀牛”。统计数据来看，2010 年劳动年龄人口占比达峰，2015 年劳动年龄人口总数达峰，2021 年总人口达峰，从 2022 年开始中国进入人口负增长时代。随着人口的陆续达峰，人口红利时代依靠高投资的经济增长模式已经难以为继，不同宏观部门的发展模式都将发生改变。

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：主要经济体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

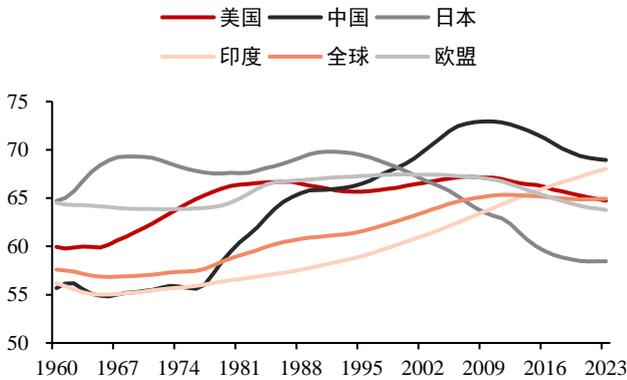
殷剑锋 (2023) 研究表明，“政府信用是币值稳定的保障，而建立在政府信用基础之上的

<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。

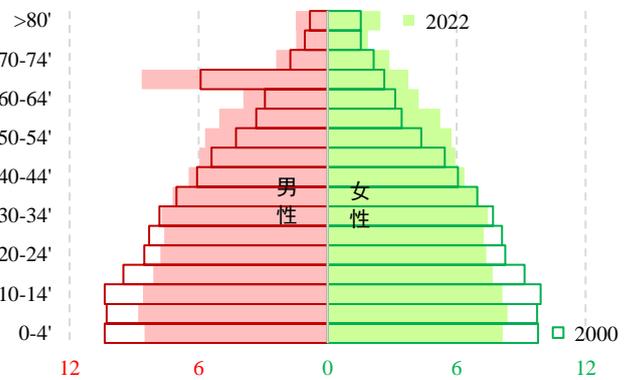
有效产权保护制度是私人部门愿意、能够扩张信用、积累资本的前提”。由政府信用支撑的金融逻辑链条都是解决问题的答案。

图 10：劳动力人口结构继续回落 | 单位：%



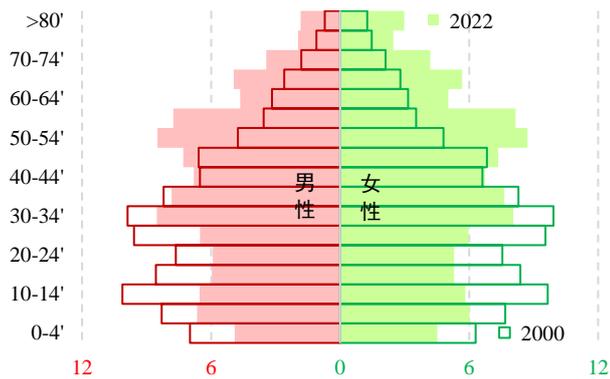
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 11：全球人口年龄逐渐老龄化 | 单位：%



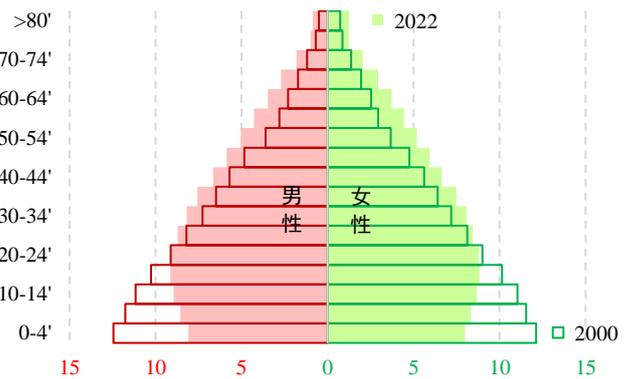
数据来源：FRED 华泰期货研究院

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

### 1.3 技术周期：扩散需基础设施

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”，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。

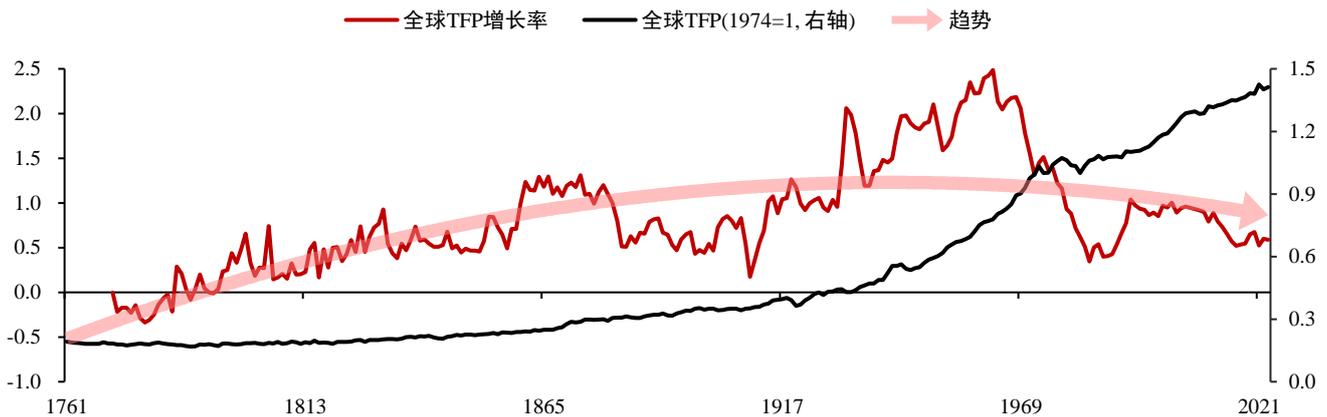
#### · 全球生产力再次回落至低点

当前 TFP 增长率趋于停滞，全球宏观继续处在“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，驱动债务周期提供的经济空间进一步压缩。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：生产力斜率在 1970 年代出现根本性的放缓，至今未变 | 单位：%YOY



数据来源：FRED 华泰期货研究院

### · 关注“算力”+“能源”的投资

从生产力的角度，人工智能处在初级阶段。2023 年引起市场热潮的人工智能或许是一个突破口，但其推动生产力形成变革的背后不仅需要新的生产关系，而且更主要的是基础设施投入，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。

技术不仅是提升能源使用效率的工具，也是全球能源产业、能源企业转型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，成为传统能源行业转型升级的重要驱动力。

## 1.4 债务周期：政府和基建投资

广义角度来看，人口周期和杠杆周期回落过程中，即带来存量博弈的冲突，也驱动来自于政府性投资扩张。冲突增加了对抗，对于原有的产业体系带来重塑的影响。同时，对抗也为技术的变革提供了理论和应用上的现实需求。17-18 世纪的科学革命是热兵器战

争下军备竞赛的产物，竞争需求促进科学发展的机制<sup>5</sup>。

· **冲突：为了找到博弈的底线**

自 2018 年以来，中美之间的博弈持续升级。从经济领域的贸易冲突，到生产力领域的科技战，再到金融领域的货币战和金融战，体现出存量环境下的“分蛋糕”特征。

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。

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。

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；2024 年巴以冲突进一步升级，地缘的热点在持续增加。

图 15：全球宏观政策不确定性伴随着上半年的降息而降低，但下半年降息能否延续依然充满未知 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

<sup>5</sup> 参考：文一，2021，科学革命的密码——枪炮、战争与西方崛起之谜，东方出版中心

### · 竞赛：为了新一轮技术革命

自 2022 年美联储加息后的中美博弈开始，我们便认为这是一个长期的过程。在不断试探着双方底线的过程中，进行的是寻找新一轮的扩张落脚点。

冲突是收缩性的，而科技竞赛则是扩张性的。从时间上来看，2024 年 7 月的三中全会将为未来中国经济转型、全球新一轮的竞争提供纲领性的经济体制改革方向；而 2024 年 11 月美国大选后政治不确定性也将趋于改善，进入到新一轮的科技扩张中去。而这两者均是扩张性的政策环境，需要宏观流动性从当前的紧张走向至少是结构性的扩张——驱动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。

展望下半年，在流动性环境的切换之前，依然需要关注的是下半年至 2025 年这一转变的窗口，对于美国：在美联储非常规政策呵护下，流动性冲击可能来源于外部，内部压力可能是非经济性的；对于欧洲：在地缘和能源博弈下，传统生产型经济体正面临持续的去杠杆压力，截止 2024 年一季度数据显示这一过程仍没有缓和；对于中国：从外循环下的生产为主向双循环下的消费倾斜，财税等分配体制的改革可能是亮点，同时分配改革的有效推进也将推动货币发行方式的正式转变，从 2024 年上半年的相对约束找到货币投放的抓手。

## 债务重构的第一阶段将进入尾声

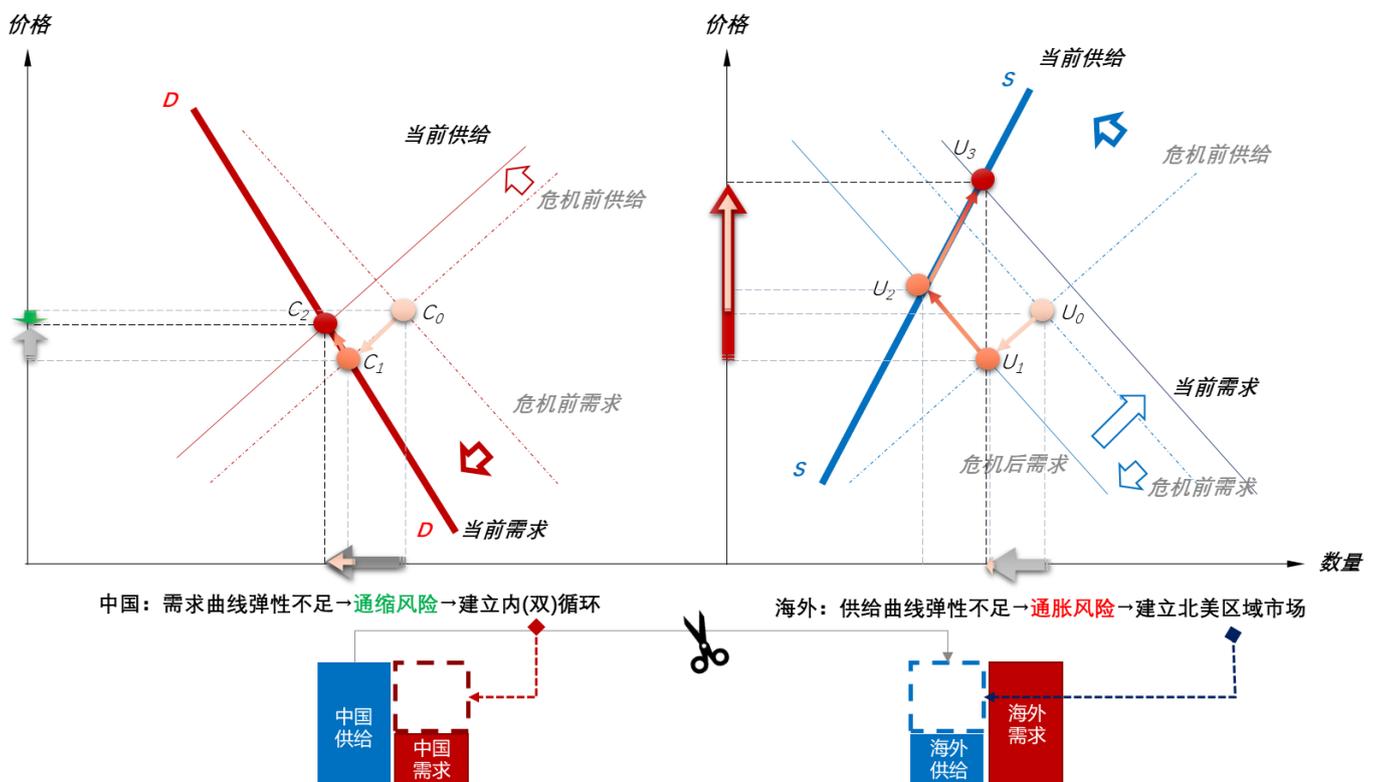
经历了四轮对抗之后，自 2022 年 11 月的巴厘岛会晤到 2023 年 11 月的旧金山会晤，中美双方逐渐进入到了战略相持阶段。

（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，2023 年财政利息支出已经高过国防支出。

展望下半年，预计债务重构的第一阶段将进入到尾声。从左侧的角度未来债务杠杆的重启将成为关注的重点。

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

## 2.1 宏观从收缩走向扩张

我们在 2024 年年报中认为，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。回顾上半年，我们注意到在海外，美联储并没有如市场在 2023 年末预期的那样进入到降息的过程；而在国内整体财政的释放依然较为谨慎，3 月政府工作报告中虽然宣布了未来将长期增发特别国债来为经济提供动能，但是显然相对于房地产部门两位数（20%）的放缓，每年 1 万亿国债增发相对于 120 万亿的年度 GDP 增量而言，在当前发挥的财政乘数效应有限，无论美国还是中国，上半年依然处在债务重构的第一阶段，表现为宏观的“收缩”效应。

### · 关注第一阶段的加速风险

我们在宏观年报中指出，债务周期的有效重启需要经历两个阶段——第一阶段的债务减记和第二阶段的债务扩张。

展望下半年，债务周期可能临近了第一阶段加速的时间点，三季度市场或进入到防风险模式。首先从政策信号来看，自我们发布年报《大重构》后，2023 年 11 月穆迪下调了美国信用评级展望，12 月又下调了中国信用评级展望；到 2024 年 4 月惠誉下调中国信用评级展望，评级机构已经向市场释放了当前的宏观政策需要转变的信号，5 月碳减排政策的出台和“产能过剩”问题的发酵增加了“去化”的压力。其次从经济信号来看，2024 年上半年在财政发力有限的情况下，中国监管部门加速金融整肃，金融防空转措施持续加强，使得二季度 M1 等金融指标发出了“负增长”的悲观信号，从防风险的角度来看债务杠杆的去化正在加速。最后从市场信号来看，一方面美国科技股的集中度（MAG7）在进一步强化，泡沫化正在加强；另一方面市场的不确定性也在逐渐上升，7 月初比特币等流动性敏感型资产出现破位下跌的初步迹象，或暗示美元流动性短期内存在进一步收紧的风险。

关注债务重构第一阶段加速形成的风险。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”比值产生负效应，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%	<b>9.20%</b>	<b>6.80%</b>	<b>3.50%</b>
GDP 平减指数	-8%	-0.50%	2.00%	0.60%	<b>2.00%</b>	<b>3.90%</b>	<b>1.40%</b>
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

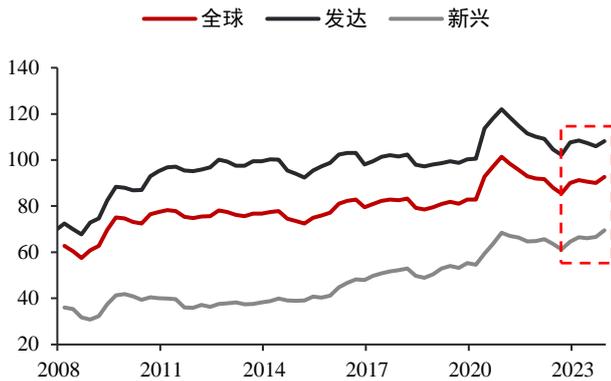
### 准备债务货币化的再重启

和第一阶段债务减记形成的“缩”相对应的，是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，央行一方面可以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。

如果我们的假设成立，随着 2024 年下半年“化债”进入到攻坚阶段，为了防止转向“债务通缩”的陷阱，财政加速扩张似乎成为必然——这将摆脱上半年相对谨慎的政策状况，事实上在 6 月份的陆家嘴论坛上，央行已经表达了相对明确的政策协调空间。虽然进入到 7 月份央行的国债买卖操作是以“卖出”方向开启的（为了应对收益率曲线的长端风险），但是可以预见的是在未来的财政支出的扩张加强过程中，央行的国债购买实施将是必然。

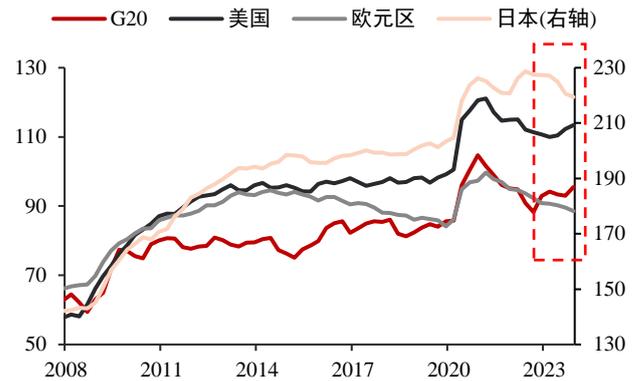
从财政角度来看，政策空间也是开放的。2015年1月1日新预算法实施，新增一般债券原则上允许地方政府按到期本金规模发行再融资债券，发行规模应小于到期债券本金规模；2018年地方政府开始发行再融资债券。

图 17：全球经济体政府债务占比 | 单位：%GDP



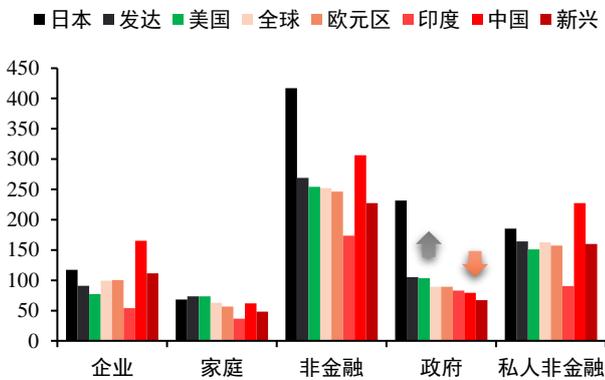
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 18：主要经济体政府债务占比 | 单位：%GDP



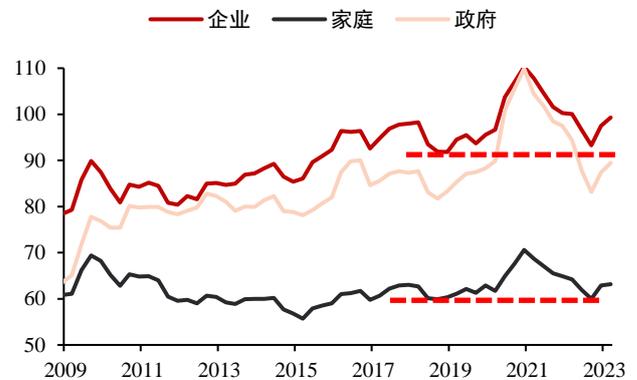
数据来源：BIS 华泰期货研究院

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

## 2.2 为第二阶段上涨蓄势

如果我们假设成立，那么第一阶段的债务结构调整压力的释放将为第二阶段的债务重启提供动力空间。在结构转换过程中，债务结构的转换一定程度上将增加总需求的阶段性压力，转折阶段的宏观预期将会打上“避险”标签，而商品或将处在“蓄势”阶段。

全球或重启大政府模式，增加“安全性”投资。在很长一段时间内，通过政府支出的扩张

(地方锦标赛)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),政府投入对于资本形成的带动力在逐渐减弱。关注第一阶段结构加速为第二阶段提供的杠杆空间。

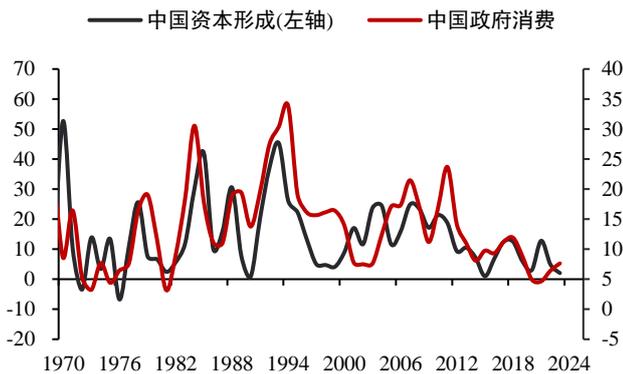
· 全球等待政府的再次扩张

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;

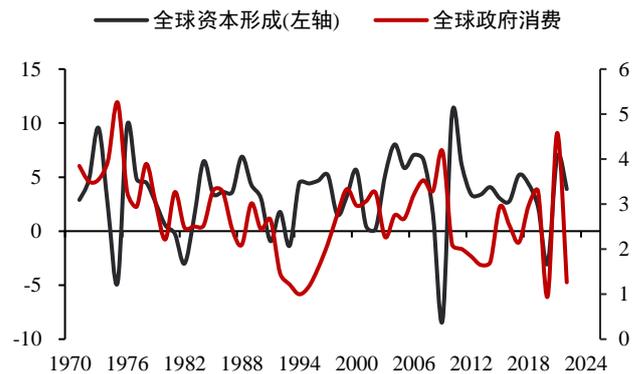
以及之于当下(II),在宏观经济资本形成继续扩张的状态下,政府消费却表现出强劲的扩张势头,表现出了和经济趋势一致的“顺周期”特征。这和上述我们的分析一致,即当全球经济主体进入到去杠杆的过程中,政府将承担经济扩张的主要角色。

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

如果说疫情下转向 MMT 的宏观政策为经济提供了阶段性的动力,那么未来进入到债务重构的第二阶段,对于扩张性宏观政策的可持续性将上升。因而通过第一阶段债务结构切换创造一个相对“低利率”的空间似乎有其必要性——无论是对于美国新高的财政

利息支出，还是对于中国经济结构的转变——传统的投资结构需要向政府“新能源”和“新经济”结构的投资提供空间。

### · 货币政策从结构转向总量

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”。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）。

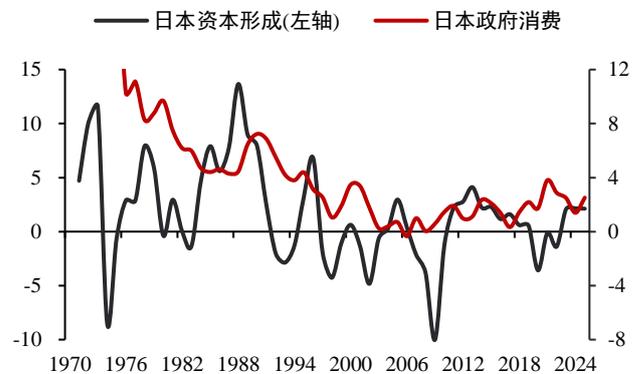
关注下半年人民银行货币政策操作思路的转变可能。人民银行在二季度货币政策例会<sup>6</sup>上表示，要加大已出台货币政策实施力度，以及关注长期收益率的变化。我们认为，未来货币政策调整的钥匙依然在财政，关注 7 月三中全会对于改革的表述。展望短期内随着债务重构第一阶段的可能加速，货币政策将继续在总量适度的情况下发力新特点下的结构，即政策的关注点依然在于结构，在私人部门扩张乏力的状态下，宏观政策工具需要更好地发挥好应有的金融支持作用。

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

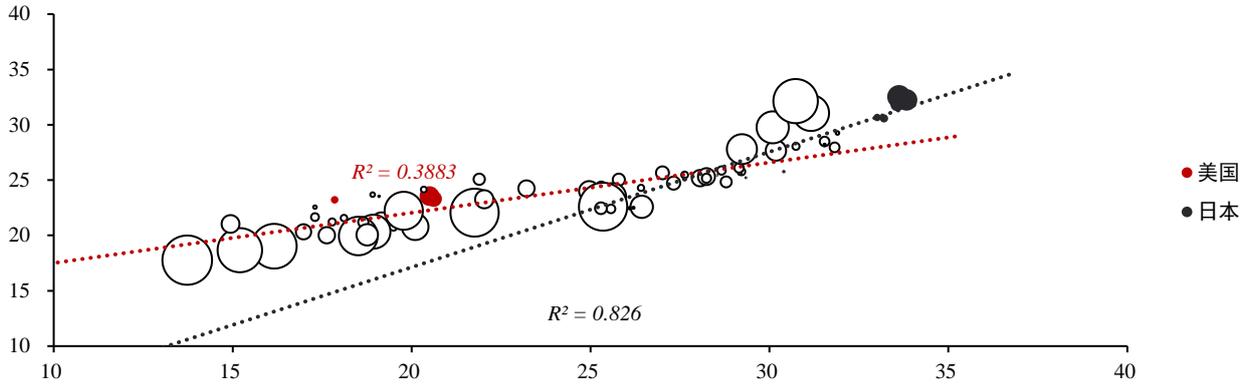
图 24：日本政府支出并非对冲投资不足 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

<sup>6</sup> 参见：人民银行官网《中国人民银行货币政策委员会召开 2024 年第二季度例会》，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5386241/index.html>

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：%



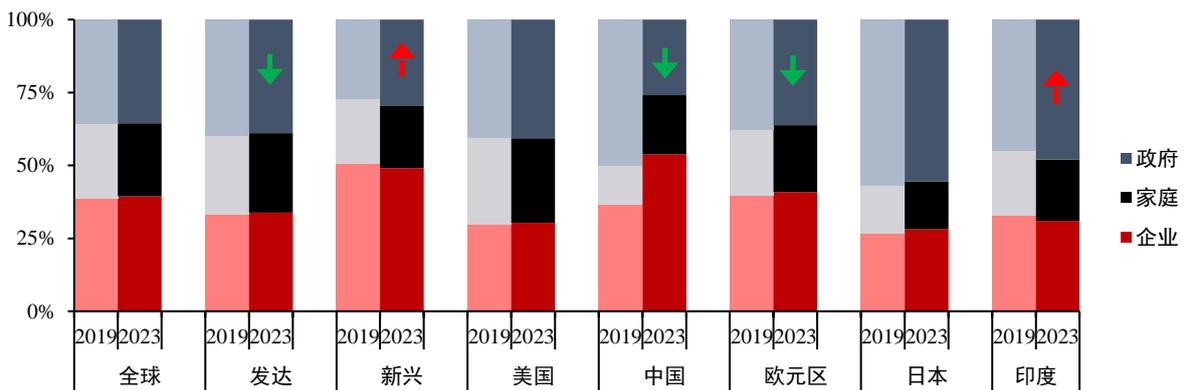
数据来源：iFind 华泰期货研究院

### 2.3 关注新能源领域变化

扩张的新兴市场债务结构中，近两年以印度为代表的经济体政府债务扩张最为显著，而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。

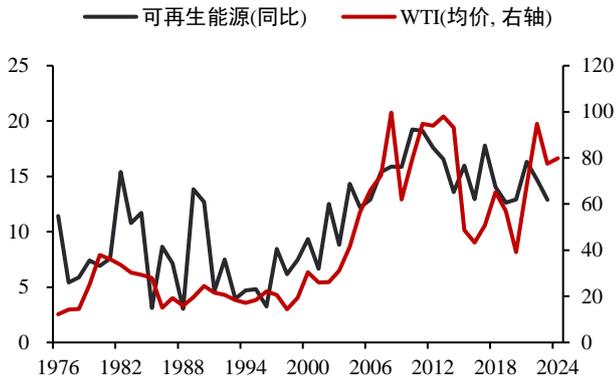
在化债之后，关注政府资产负债表扩张和对新能源等相关政府扶持行业的机会。

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



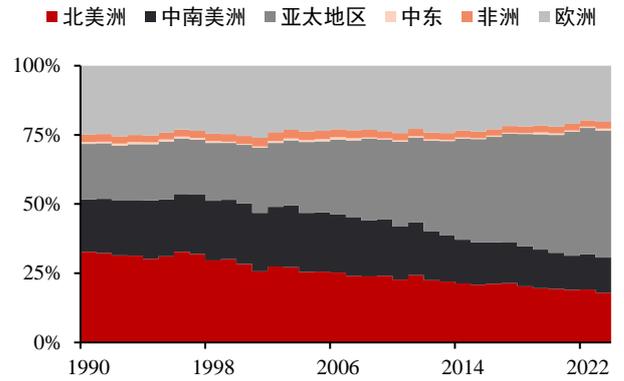
数据来源：BIS 华泰期货研究院

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

## 美国下半年：美元实际利率回落风险

经历了 2022 年以来的利率快速上行，上半年美联储继续将基准利率水平保持在自 2023 年 10 月开始的 5.25-5.50% 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，实际利率水平已经上升到了“2%”的相对高位区间。

展望下半年，我们预计美国经济的“韧性”在放缓。虽然短期内劳动力市场的韧性和工资分配的结构扩张有利于保持消费不至于“失速”，但是随着家庭部门超额储蓄的耗尽，高利率对于家庭部门的杠杆扩张形成制约。在下半年在消费预期继续放缓的背景下，企业部门的生产和投资活动能否延续高景气值得商榷，但成本的上游或将继续支撑通胀水平维持在 3-3.5% 之上。关注 11 月美国大选的特殊政治环境，宏观不确定性或将加大对实体企业进行投资扩张的约束，但金融市场在宽松政策的预期下或继续优于实体表现。

预计美国下半年经济周期仍处在价格回升驱动的被动补库阶段性。我们一方面维持年报对于劳动力市场的韧性和工资分配的结构扩张的判断，另一方面我们下修了对于下半年消费增速的预期；虽然下半年金融环境或将继续保持宽松，但是消费预期的回落或对企业部门投资活动的约束有所增强。预计下半年通胀将高于上半年，维持在 3-3.5% 以上。

**杠杆周期：**美国政府部门已经从逆周期的调节进入到顺周期的主动扩张；下半年“高利率”假设延续的背景下，预计家庭部门甚至企业部门的杠杆扩张空间仍将受到抑制；市场将处在等待美联储政策放松的过程中，在此之前，我们预计企业部门整体杠杆维持稳定。

**经济周期：**预计下半年实体和金融的分化加强，量化宽松政策未退出的前提下美联储对银行监管实施放松政策，金融条件维持相对宽松，为金融市场提供支撑。随着居民超额储蓄的耗尽和通胀可能回升的更高利率预期中，消费者信心或将承压，经济周期仍处在被动补库阶段。关注美国海外风险的可能增加，预计美债收益率曲线扁平化概率增强。

**流动性：**下半年美联储利率继续维持高位，新财年来临前的财政再融资需求或增加对美元流动性需求，可能转变上半年美元宏观流动性总体偏宽松的状态，随着下半年美国通胀预期的逐步回升，货币政策存在继续转向“不再宽松”，甚至定价“加息预期”的可能。

**政策预期：**随着大选在 11 月落地，政府主动扩张的环境需要改变当前“高利率”模式，转向更可持续模式，我们预计在实际利率最终回到美联储向上的中性利率轨道前，亟需一次风险的释放，关注避险需求对于利率预期的转变，下半年重点关注实际利率运行的节奏，预计先升后降的概率较大，短期关注实际利率回升带来的流动性风险。

### ■ 策略

随着美联储二季度结束 QT 改善货币斜率，货币政策调整开启了第一阶段；关注实体经

济对于货币条件调整的反馈——需求的减弱，以推动下一阶段宏观政策扩张的空间。

## ■ 风险

债务流动性风险

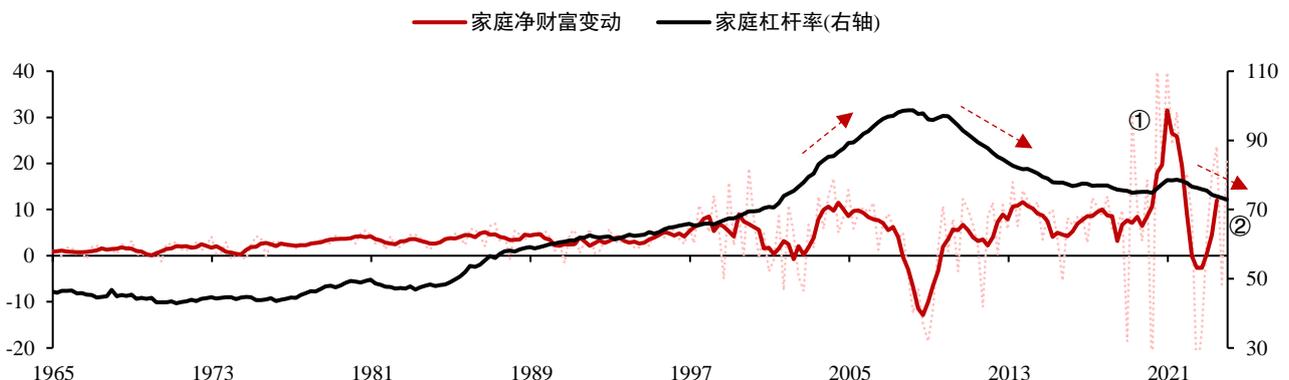
## 杠杆周期：焦点围绕财政可持续性

当前主要的乐观声音在于，随着 2008 年金融危机后美国家庭和企业的去杠杆，当前美国私人部门杠杆率处在较低水平，存在加杠杆的空间，因而不必对经济过度悲观。

### 1.1 家庭部门：高利率和分配不均

2008 年的金融危机可能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 2004 年开始对美国房价的担忧逐渐加强，美联储逐渐加息抬高利率，从 1.0% 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，只是加杠杆的斜率发生变平——高利率抑制了实体扩张的脚步，但是并不能阻碍金融市场的疯狂。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 29）。

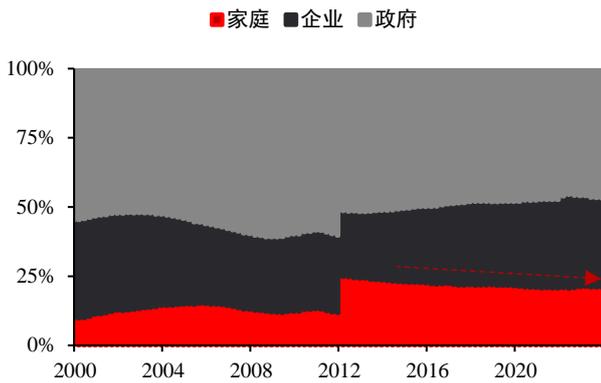
图 29：尽管美国家庭净财富出现了显著的改善，也不能带动杠杆率走出回落状态 | 单位：%GDP



数据来源：FRED 华泰期货研究院

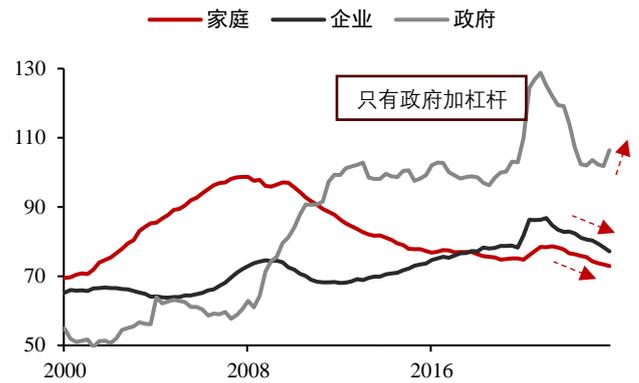
从财富效应的角度来看，随着此前迭创新高的美国股市，家庭部门的净财富也在持续抬升，家庭部门不仅收获了财政的转移支付，同时也获得了美股上张的红利。但即便如此，家庭部门的杠杆依然在持续“去化”——财富分配的不均衡带来宏观陷入高利率下的杠杆抑制，AI 等技术创新带来的就业问题等生产关系变革压力也将上升。

图 30：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 31：美国宏观部门的额债务/GDP | 单位：%GDP



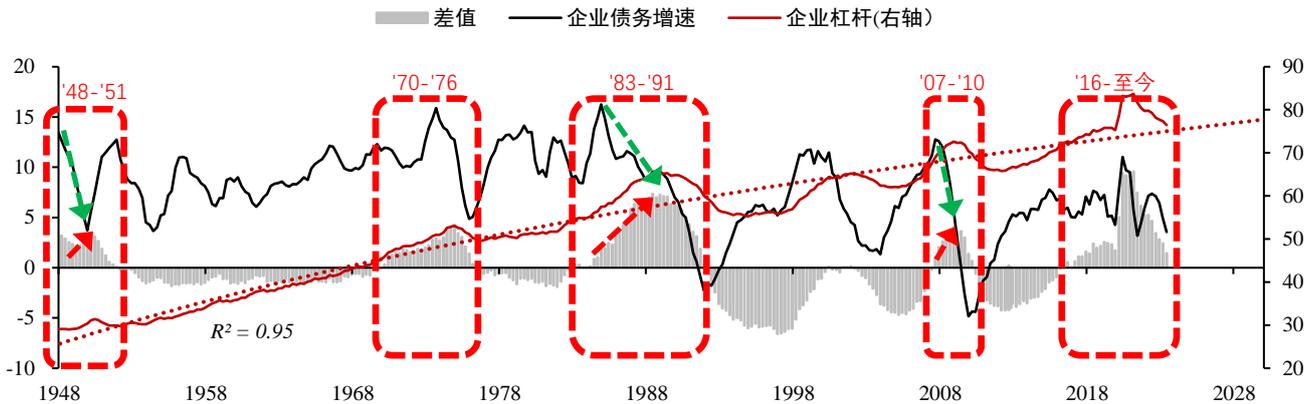
数据来源：BIS 华泰期货研究院

## 1.2 企业部门：头部化和等待契机

美国企业部门的杠杆经历了多轮扩张，整体结构保持稳定，等待加杠杆的契机（图 32）。对企业杠杆全样本数据做对数趋势拟合（ $R^2=0.95$ ），以实际值超过拟合值作为企业杠杆扩张的样本区间，可以发现自 1948 年以来，美国企业部门经历了五轮主要加杠杆过程——1948 年至 1951 年、1970 年至 1976 年、1983 年至 1991 年、2007 年至 2010 年，以及 2016 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。事实上，美联储已经在考虑为未来债务扩张提供更合意的政策空间：

6 月美联储向监管机构递交了一份“减轻对大型交易银行的资本金要求，从而减少银行的负担”的提案，若实施将意味着宏观环境转向高利率下的监管放松，有利于头部实体部门的进一步扩张和行业集中度的进一步提升。

图 32：美国企业杠杆率、杠杆率差值和债务增速 | 单位：%YOY，%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

### · 1950年-1980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 39%。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。

### · 1980年-2010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。

### · 2010年-至今

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（差值达到 9.6%）。截止目前，美国企业杠杆率差值自回落至 1.5%。

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。

### 1.3 政府部门：关注可持续性压力

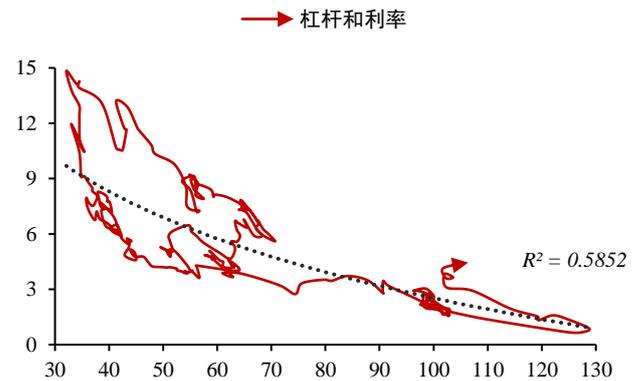
美国政府部门已经从逆周期的调节进入到顺周期的主动扩张（见上篇）。作为逆周期调节的主力，自凯恩斯经济学流行以来，政府部门就充当经济下行的缓冲。根据 BIS 数据，1950 年以来，美国经历了两轮主要的政府加杠杆周期：1980 年里根经济学政府扩大财政支出，带来经济的新繁荣；2001 年后为应对科网泡沫破裂财政继续发力，而 2007 年的金融危机使得财政重新加码，而且从力度来看，为应对金融危机后私人部门的去杠杆，2007 年的政府加杠杆程度空前——截止 2021 年政府杠杆达到 128.8%，较 2007 年低点 57%、2001 年低点 49%、1981 年低点 32% 出现显著抬升；截止 2024 年一季度政府杠杆正准备升势，仍处在 2000 年以来的扩张轨道上（图 33）。

图 33：政府杠杆和利率 | 单位：%GDP，%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 34：政府杠杆和利率 | 单位：%GDP，%

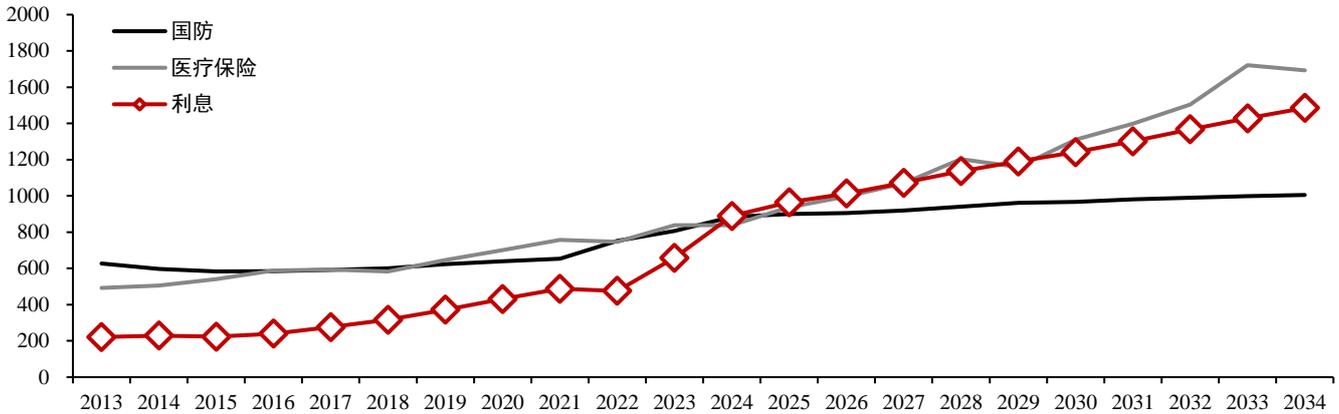


数据来源：BIS 华泰期货研究院

政府如此强劲的去杠杆，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。2001 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 2004 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，2008 年危机引发的泡沫破裂，可谓实现了降杠杆——并将杠杆增速调整至了曲线之上。

现在的问题是美国财政的可持续问题，尤其是在高利率环境下的再融资。根据美国财政部声明显示，2024 财年的第一个月美国财政部为其发行的债券支付了 889 亿美元的利息，而美国国防部在军事项目上的支出是 834 亿美元。

图 35：利息支出在 2024 财年开始超过国防支出，美联储降息的紧迫性上升 | 单位：%YOY，%GDP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 经济周期：库存周期力度较弱

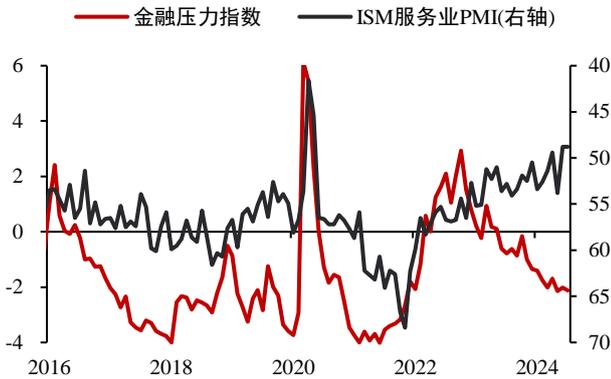
从我们跟踪的美国库存情况来看，尽管当前已经位于底部区域，但是库存向上的动能依然不足。

### 2.1 金融条件：边际趋紧

金融市场宽松，实体条件约束。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，但是由于目前财政 TGA 账户的补充接近中性水平，美联储资产负债表政策仍未退出，因而在资本市场相对充裕的流动性环境延续的情况下（图 38），整体金融条件仍维持在相对宽松的状态中（图 37）。随着高利率状态的延续，主要经济景气指数中 6 月 ISM 非制造业指数已经跌落 50 荣枯线，体现出实体的从紧和金融市场的向宽背离仍在延续（图 36）。

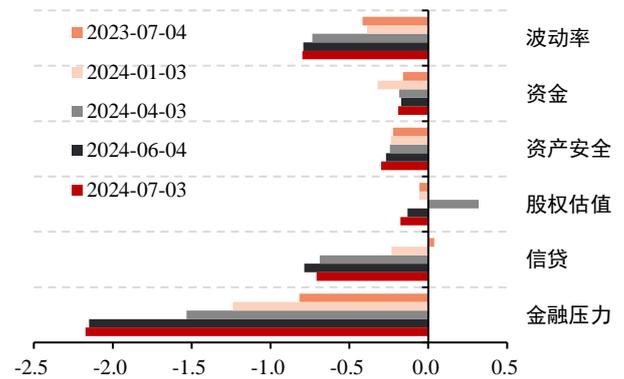
下半年预计高利率的货币状态延续，叠加市场超额流动性水平的回落，整体金融条件相比较上半年将呈现略偏紧的状态。随着金融环境没有 2023 年如此充裕流动性背景，限制性利率对于实体经济活动的影响将逐渐增加，经济数据的波动将提升市场的敏感神经，令市场的波动性趋向于逐步回升。

图 36: 金融和实体的背离风险上 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 37: 加息暂停后分项指数显著改善 | 单位: 指数点



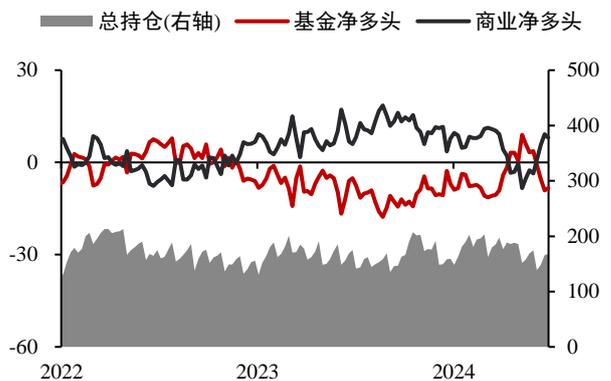
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 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 39: 联邦基金利率期货空头持仓见顶 | 单位: 万手



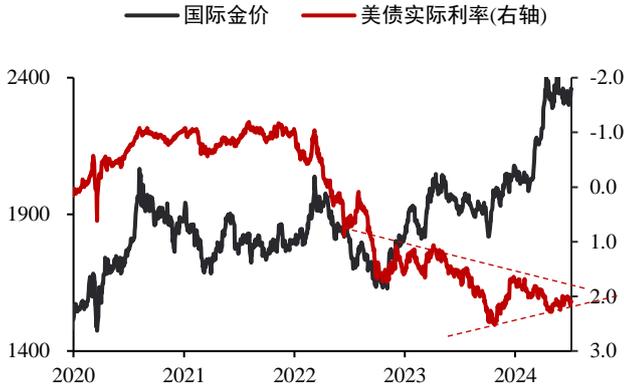
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 2.2 经济周期: 面临考验

经济活动面临限制的影响预计增加。从跟踪美国周度经济活动的高频 WEI 指标来看, 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 2024 年上半年经济仍持续处在环比改善的状态之中。

需要关注的是推动经济回升的动能。根据美联储模型, 美国家庭的超额储蓄已经在今年上半年消耗殆尽。那么继续推升美国消费扩张的动能将来源于信贷的增长, 但是在相对高利率背景下, 融资市场能够提供的扩张空间我们认为是相对有限的, 下半年在没有额外变量进来的情况下, 我们预计美国经济面临的动能将成为最大的考验。

图 40: 同步指标中枢上移 | 单位: %, 美元/盎司



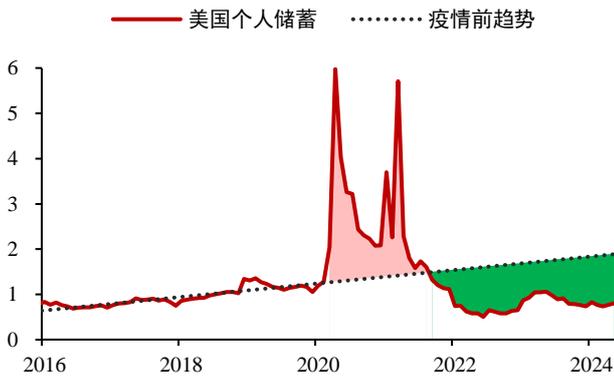
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 41: 高频经济活动显示经济环比改善 | 单位: %



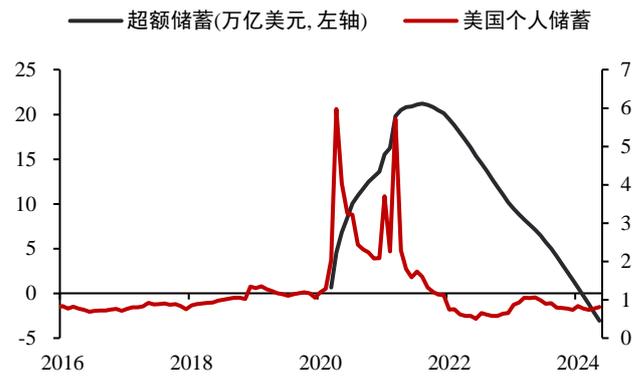
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 42: 美国储蓄状况前后对比 | 单位: 万亿美元



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 43: 模型显示超额储蓄已经耗尽 | 单位: 万亿美元



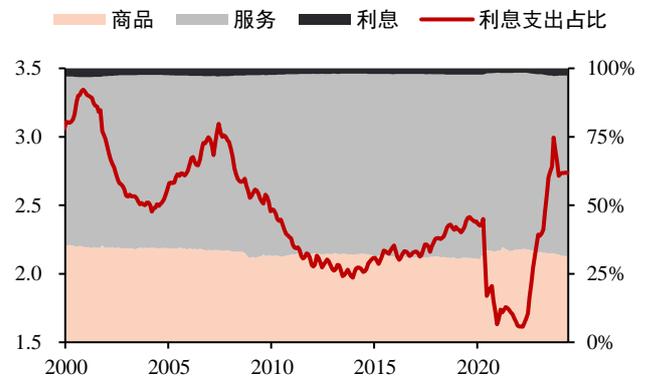
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 44: 美国消费和信贷走势 | 单位: %YOY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 45: 支出结构中利息已占据 3% | 单位: %pct



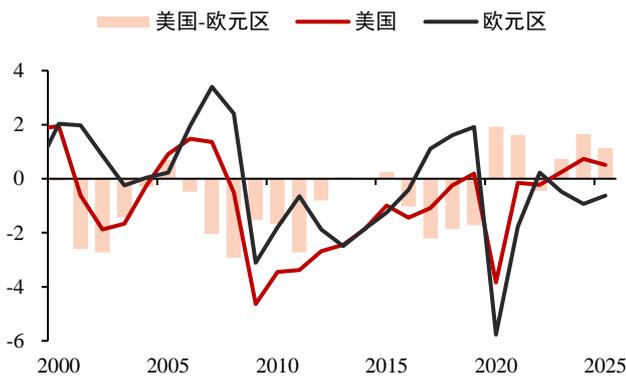
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

### 2.3 通胀周期：逐渐走高

我们继续保持年报中对于通胀全年“前低后高”的判断，下半年有望走高。2023 年上半年在美国“中小银行危机”带来的宏观政策阶段性扩张影响下，财政驱动的投资周期呈现快速扩张状态，带来美国经济表现超预期的同时，也一定程度上改善 2024 年开始的美国潜在产出缺口——正缺口的降低，推动价格压力在 2024 年有所降低。

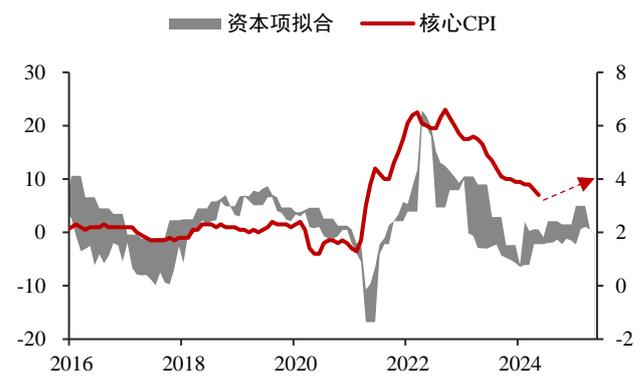
同样的，由于 2016 年以来政府主导的投资驱动型经济增长模式对经济活动的持续拉动，可能正在提升美国经济的潜在产出水平，我们预计美国“投资-消费”经济结构的改变将有利于提升美国的潜在经济增速。而在投资驱动型的经济模型下，美国核心通胀或仍将保持相当的韧性，2024 年或将保持在 3%以上。

图 46：美国产出缺口回落降低通胀压力 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 47：投资驱动产出，核心通胀后期稳定 | 单位：%



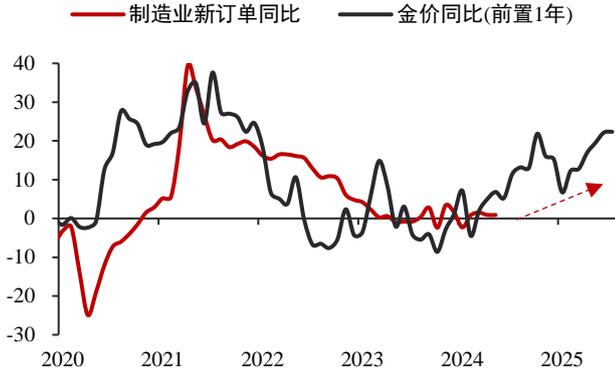
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

### 2.4 利率曲线：走向平坦

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。下半年“控通胀”重回政策议题背景下，美联储“二次加息”概率下短端收益率抬升；而长端受到消费空间的压缩而面临压力，或推动收益率曲线再次扁平化。

在债务重构走向第二阶段之前，我们认为曲线的平坦化仍存在空间。对于第二阶段的曲线交易，需要关注的是带动收益率曲线预期改善的政策力量，特别地，是否有类似于 2023 年一季度一样的触发点以增加政策的扩张力度。

图 48: 黄金价格显示周期逐渐改善 | 单位: %



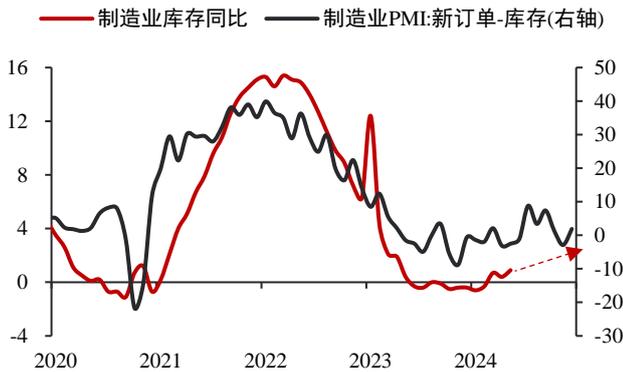
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 49: 实际利率维持高位, 经济压力渐增 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 50: 景气指数预示美国延续补库周期 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 51: 政策空间将决定补库存的强度 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 52: 美债收益率曲线倒挂和证券类信贷增速的回落, 美债需求或承压 | 单位: %YOY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

## 流动性：QT 结束，但流动性中性

### 3.1 加息重启，关注流动性压力

回顾上半年，市场行为正如我们所预期，美联储货币政策预期上半年从 2023 年底的“宽松”转向“不再收紧”，修正市场对于降息的预期。2024 年上半年美国 M2 的回落节奏斜率放缓，资产负债表政策在 6 月份进行了一定程度上的放松，但是缩表仍在延续。

展望下半年，我们维持此前判断，即随着下半年美国经济的可能改善，货币政策存在继续转向甚至“加息”的可能。美联储在上半年的 3 月和 6 月两次上调了对于未来中性利率的展望预期，增加了美元收紧流动性的预期。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“加息”到“不再宽松”之间产生。

### 3.2 走向繁荣，实际利率将回升

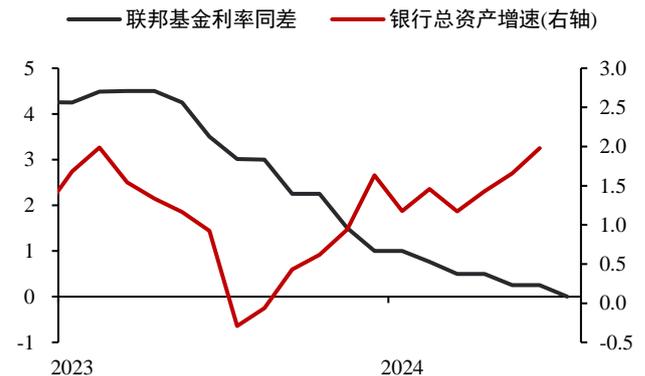
预计下半年价格将继续企稳，叠加温和的金融条件对市场预期的改善，市场对于美联储货币政策的预期差中缺少“加息”的选项，或将成为下半年政策预期差的波动来源。在此背景下，全球货币政策的分化或增加海外美元流动性的压力，关注美元继续走强的风险。

图 53：M2 将回到原有趋势 | 单位：%，万亿美元



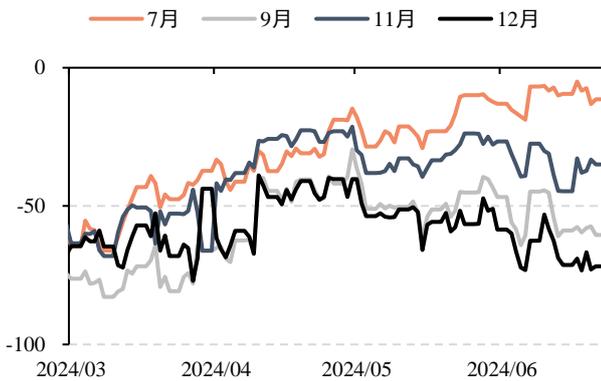
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 54：资产负债表与利率增速对比 | 单位：%YOY



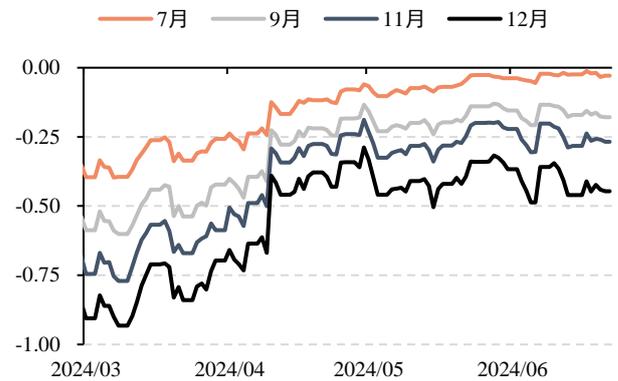
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 55：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 56：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%。美国总统拜登公布了总额约为 7.26 万亿美元的 2025 年预算计划，其中预算增加 4.7%，国防支出增加 1%、非国防支出增加 2.4%。

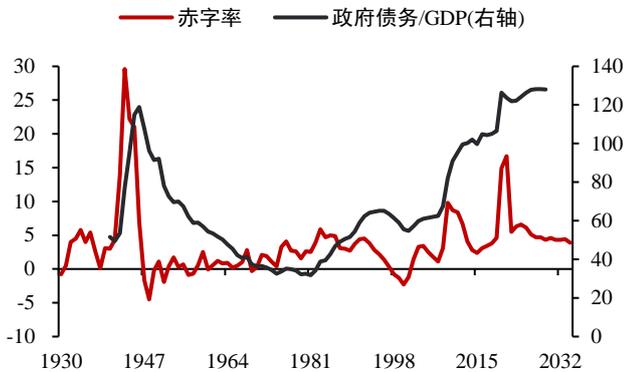
### 4.1 高债务政策延续

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——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。

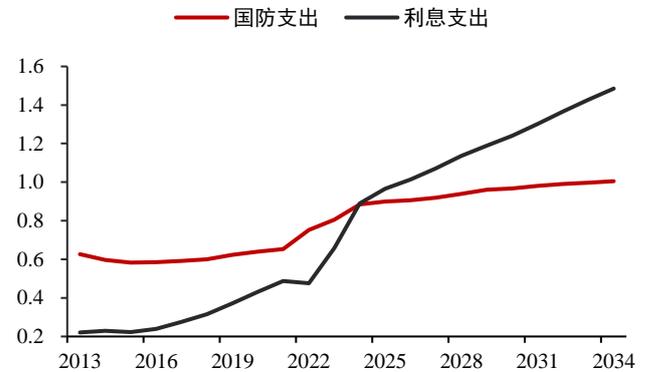
财政政策的扩张对于美联储紧缩性的货币政策带来挑战，我们预计 2024 年在美国宏观周期从被动补库存转向主动加库存的过程中，价格条件的继续回落虽然会增加上半年市场的“降息交易”空间，但下半年随着核心通胀的趋稳，以及库存周期的逐渐趋向回升，实际利率阶段性调整之后或将重拾上行动能。

图 57: 财政赤字和政府债务比重 | 单位: %, %GDP



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 58: 利息支出超过国防支出水平 | 单位: 十亿美元



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

## 4.2 政策的驱动增强

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。

## 中国下半年：化债尾声，防风险为主

回顾上半年的中国经济，经济周期继续走出底部的悲观（PPI 负增长改善，CPI 转正），但是金融周期的不确定性增加了底部的风险。房地产政策在 5 月已经“应出尽出”，但是在实体经济的化债和金融体系的挤水分背景下，依然创造了金融数据的负增长状态。

展望下半年，国内经济周期“底部”的改善，依然需要等待宏观政策的实质性转松。需要 2023 年开启的地方化债过程得到实质性推进，在债务重构第一阶段下半年加速的背景下，宏观交易仍处在预期修复的状态之中。在走向第二阶段的准备过程中，建议重点关注 7 月财政体制改革的向前推进，对于稳定经济的扩张预期可能更重要。

**杠杆周期：**宏观杠杆率等待再次扩张。将国内宏观杠杆率拆解成美元杠杆和自身人民币杠杆两部分，前者在下半年仍面临强美元带来的流动性紧缩压力，后者关注“化解存量，严控增量”的一揽子化债政策实施，在前者下半年整体债务增速预计继续放缓。关注债务重启仍需要时间的等待。

**经济周期：**在居民杠杆率处在高位状态下，上半年房地产金融支持政策的落地降低了总需求的下行风险；但短期内中国经济仍处在化债对于总需求的抑制状态，关注 7 月政策——政府扩张约束的改善将提振总需求的对冲空间，继而带来名义资产价格的改善和人民币资产的重估空间。

**流动性：**随着中美金融工作组的持续推进，我们认为三季度存在流动性收紧的风险。一方面，海外流动性仍面临美元走强驱动的收紧压力；另一方面，随着改革窗口的临近，结构转换预计也将形成流动性收缩的现实。我们维持下半年整体流动性中性的假设，在结构性流动性短缺环境下，或驱动央行资产负债表结构的进一步转型。

**政策预期：**伴随着 7 月可能落地的财政体制改革和化债的进行，预计宏观政策将逐渐从收紧转向扩张；短期内预计货币政策提供的增量流动性有限，关注 7 月后的政策协同。

### ■ 策略

伴随着化债的进行，预计下半年宏观流动性仍处在结构性短缺的环境中，对于利率影响整体偏中性，三季度反弹压力在增加。人民币资产重估的开启，仍需关注财政体制改革的落地对于市场预期改善的提振，关注年末流动性改善对于权益资产的带动。

### ■ 风险

债务流动性风险

## 杠杆周期：或将迎来扩张前的深蹲

二十一世纪中国杠杆周期大致可分为两个阶段——1) 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；2) 自 2008 年以后，随着海外需求的回落，国内主动加杠杆状态下的宏观杠杆率进入到了快速扩张的过程。

展望下半年，结合 7 月经济体制改革号角的吹响，宏观杠杆率或将开启结构转换的过程，从私人部门转向主权部门，预计结构转换增加短期内的总需求压力。

### 1.1 收益降低，杠杆回升

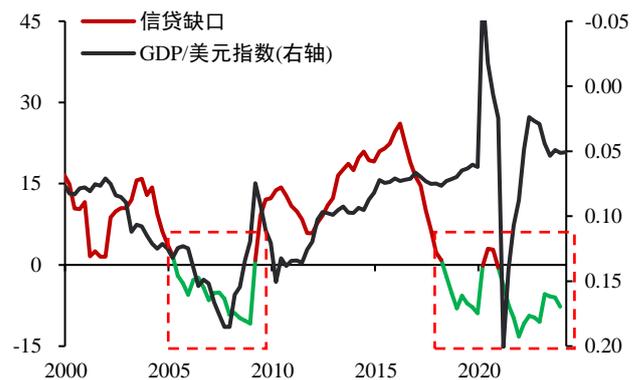
从资产端来看，是国内实际收益率的持续回落。2008 年以来，一方面是国内实体经济宏观杠杆率的持续上升，从 2008 年底的 141%回升至今年一季度的 294.8%；另一方面是经济从高速增长向高质量发展转变过程中的增速放缓，我们以扣除美元流动性（美元指数）的实际 GDP 来衡量国内实际增速（图 59），该指数自 2007 年至今持续调整，期间经历了 2008 年全球金融危机和 2020 年全球疫情危机的影响大幅波动（图中虚线）。结合今年 3 月政府工作报告中对于经济增长和通胀的目标表述（图 61 和图 62），我们预计随着 2023 年四季度宏观经济波动的逐渐趋向稳定，2024 年的内生性经济增长（扣除美元因素）预计趋向于稳定。

图 59：中国实体经济杠杆和经济增长 | 单位：%YOY



数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

图 60：中国实体杠杆增速和经济增长 | 单位：%YOY

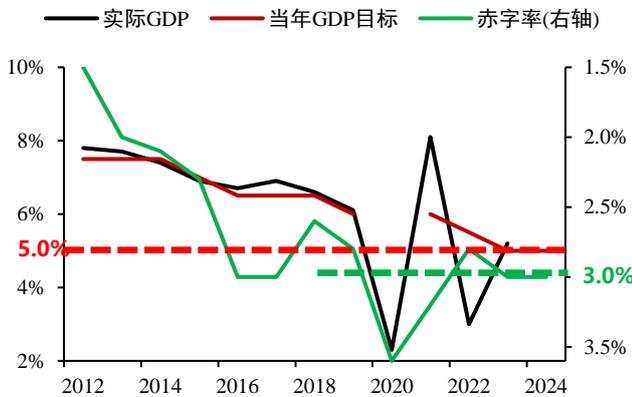


数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

从负债端来看，国内宏观杠杆也经历了两次去化，表现为杠杆缺口的回落（图 60）。第一次去化始于 2004 年的杠杆缺口回落，在加入全球贸易分工后利用国内的生产要素优势经济短期过热，04 年后宏观政策主动收紧，持续至 2008 年全球金融危机下的总需求

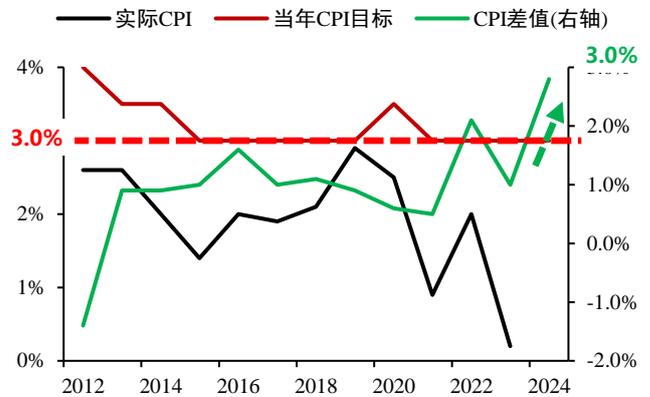
对冲——2009 年以后大规模的投资重启，在稳定宏观总需求的同时，总体杠杆水平在人民币资产收益率持续回落过程中出现抬升，从 2008 年的不到 112%，逐步增长至 2023 年的 228%。这次杠杆缺口维持了三年的负值水平。第二次去化始于 2016 年的杠杆缺口回落，伴随着美国结束去杠杆政策的外需回升，国内主动开启了供给侧结构性改革，期间伴随着阶段性的房地产货币化下的宏观总需求稳定。自 2018 年中美贸易冲突的升级，杠杆缺口进入到了负值水平，并延续至今，即使面对 2020 年开始的疫情扰动，负缺口状态也没有转变。截止到 2023 年四季度，本次负缺口状态已经维持了五年。

图 61：中国经济增长目标 | 单位：%YOY



数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

图 62：中国通货膨胀目标 | 单位：%YOY



数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

## 1.2 需求压力，政策对冲

杠杆高位但增速放缓，控杠杆带来的需求面临压力，继续关注 2024 年宏观政策对冲的开启——在金融增速进入到负增长的状态下，宏观杠杆率增速与经济增长预期逐渐脱钩，2024 年上半年央行多次向市场强调要弱化信贷总量对于经济的影响，关注下半年宏观政策的转变可能，从债务结构调整的第一阶段（收缩）转向第二阶段（扩张）。

短期内降低对宏观向上超预期的预期。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。

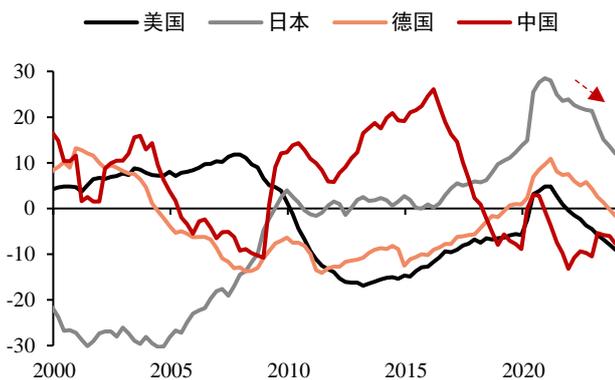
展望下半年，我们预计“化解存量，严控增量”的一揽子化债政策实施进入到攻坚阶段。

一方面，1 万亿特别国债的发行部分稳定了宏观总需求；另一方面，新增国债的发行同时也伴随着“化债”的进行，结构上继续拉长存量久期，整体债务增速将继续放缓。

### 1.3 债务重启，关注空间

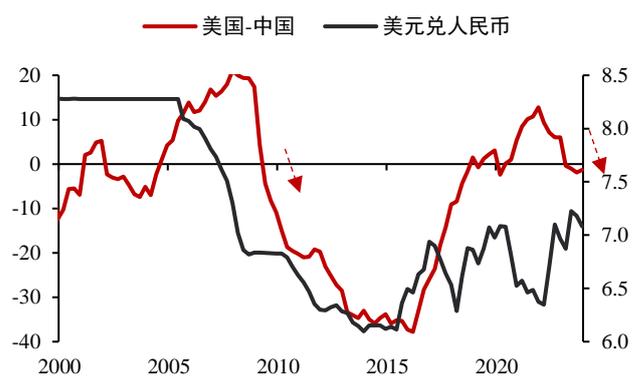
从外部视角来看，美国需求在 2023 年的持续放缓增加国内 2024 年杠杆填补的需求。根据 BIS 最新发布的信贷/GDP 缺口指标来看，截止 2023 年四季度国内的缺口已经持续十一个季度转负，除了 2008 年受到金融危机冲击外，负缺口并不常见。关注下半年中美博弈进入到战略相持阶段的可能（债务从第一阶段转向第二阶段），中美之间的经济相关性预计将有所改善。一方面，短期内三季度美元的走强、美国加息降杠杆创造的需求回落空间将增加国内需求的对冲必要性，人民币仍面临贬值压力；而另一方面随着人民币贬值，未来国内货币条件存在改善空间，或有利于第二阶段人民币的升值（图 64）。

图 63：中美杠杆缺口对比 | 单位：%YOY



数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

图 64：人民币和中美杠杆缺口差 | 单位：%YOY



数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

我们预计 2024 年政策的发动机将在下半年开始旋转<sup>7</sup>。“破而后立”，在三季度开启的外部流动性收缩压力逐渐释放后，未来美元流动性预计将再次转向阶段性缓和的状态<sup>8</sup>，也为国内政策对冲提供了空间。

<sup>7</sup> 参见华泰期货报告《资产端扩张的信号开启》

<sup>8</sup> 参见华泰期货报告《预计 11 月按兵不动，“买入波动率”》

## 经济周期：降低短期经济改善预期

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。

展望 2024 年下半年，中国经济在结构性因素之外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 年以来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）。

### 2.1 宏观政策：预计先抑后扬

2024 年宏观预算赤字的维持“3%”暗示短期政策谨慎。去年 10 月底中央金融工作会议打开了金融战备的大门，第一阶段主要表现为化解债务问题和金融防风险。一方面，货币政策在协调财政政策的过程中将保持稳健；另一方面，财政政策的重要性上升，上半年在实体“化债”和金融“防空转”背景下，财政政策维持相对的审慎。数据显示，截止上半年，地方债持续低位几年来的平均水平，甚至在 4 月和 6 月位于区间的下沿；而作为对冲，随着特别国债的发行，5 月-6 月的国债净融资回升，部分抵补了地方债的缺口，稳定了总体金融数据，但是短期内政策基调并非扩张性。

图 65：信贷脉冲强度上半年较低 | 单位：%YOY



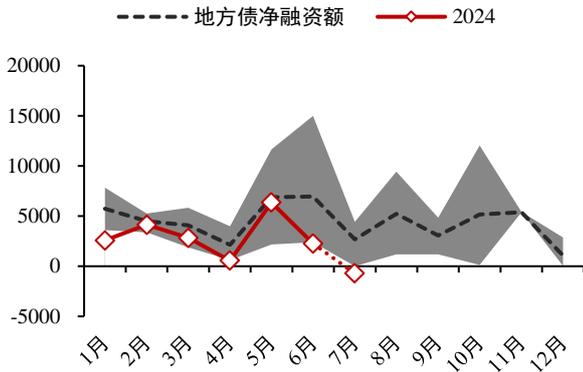
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 66：财政脉冲等待进一步的发力 | 单位：%YOY



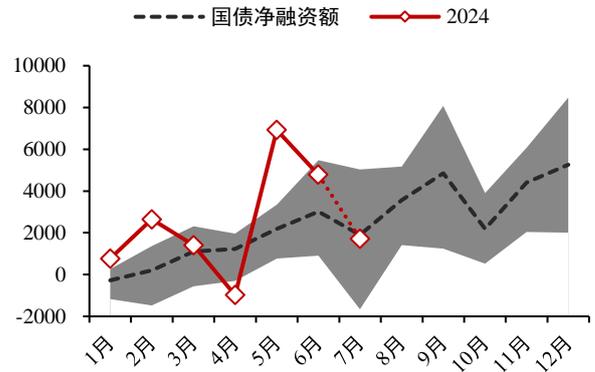
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 67：上半年地方债净融资低位 | 单位：亿元



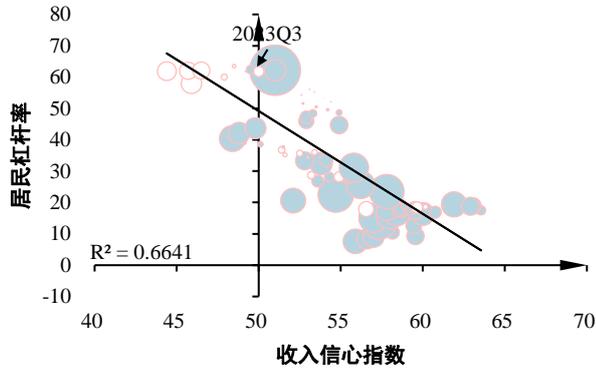
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 68：上半年国债净融资二季度略改善 | 单位：亿元



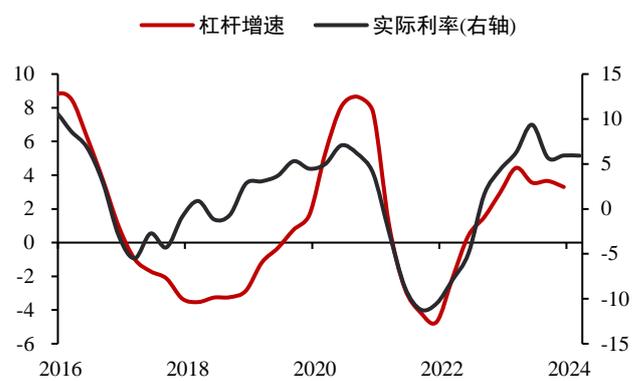
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 69：居民部门杠杆率等待信心改善 | 单位：%GDP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 70：企业实际利率改善和杠杆率增速 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 2.2 资产价格：重估空间后置

我们维持年报中对于 2024 年人民币资产将迎来重估空间的判断，阶段性地从当前中美互动进度来看，我们预计时间上仍需等待下半年中美政治不确定性降低——7 月的三中全会和 11 月的美国大选。

宏观数据延续阶段性改善，但同比较弱。在经历了近两年的调整之后，当前无论从价格层面<sup>9</sup>（GDP 平减指数截止 2024 年一季度仍保持在-1.27%的负值状态，但 PPI 跌幅继续

<sup>9</sup> 见《上游价格改善，整体价格回升需要时间》，一季度 GDP 平减指数为-1.27%；5 月 PPI 同比增速回升至-1.4%，环比增速转为上涨+0.2%；5 月 CPI 同比上涨 0.3%，非食品价格上涨 0.8%。

收窄，非食品 CPI 涨幅逐渐扩大）还是数量层面<sup>10</sup>（盈利增速持续转正，库存增速略有回升）都显示流动性周期正在驶入转折的窗口。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，需要关注宏观政策从上半年的降低收缩预期到未来的主动扩张开启，预计 2024 年后期宏观周期进入右侧转折点将逐渐明朗化。

关注财税体制改革的进程，随着未来政府扩张约束的改善，预计将推动下半年名义资产价格实现从收缩向扩张的转变。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，地方政府在债务压力下支出动力不足，财政体制需进一步改革。

一方面，通过拉长久期、降低利率，金融部门服务于化债压力。2023 年 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；化债进程于去年 10 月逐步开启。

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。关注 2024 年 7 月三中全会的改革安排。

## 2.3 地方化债：继续“等风来”

密切关注 7 月央地财政安排的进行。从总量角度来看，去年以来的新增特别国债虽然可以填补支出的收缩，但是从规模上来看依然趋于谨慎——2023 年作为特别国债管理的 1 万亿，和 2024 年开始每年发行 1 万亿的特别国债，相比较 12 万亿的 GDP 而言在财政乘数回落的状态下财政支出相对而言略显谨慎。我们认为这其中对于央地关系的理顺是大国未来支出实现扩张的前提，密切关注 7 月税制改革的推进：

- 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，从去年 7 月政治局会议要求解决政府拖欠企业账款问题，到今年上半年的处理金融防空转问题，综合来看我们预计短期对应的新增实物工作量相对有限。

---

<sup>10</sup> 见《中国盈利系列二》，1-5 月企业利润延续年初以来转正态势，有利于宏观周期的回升和市场悲观预期的修复。

图 71：2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产 | 单位：%\_左，指数点\_右



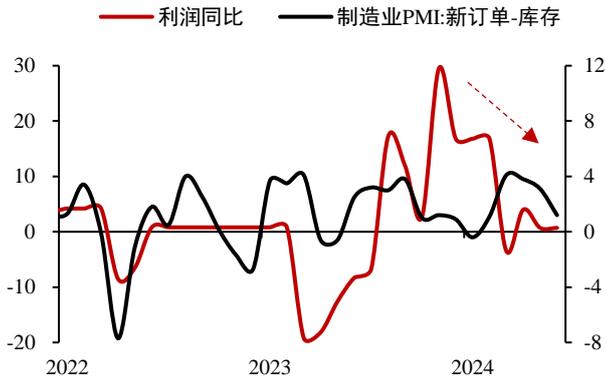
数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 2.4 增长预期：下半年或放缓

外部环境来看，外需的放缓压力增加。从政策逻辑来看，自瑞士央行在 3 月开启了本轮全球主要央行的降息周期，背后虽然有通胀从基数效应来看回落的因素，但主要是全球面临的总需求回落压力开始上升。数据显示，截止 6 月欧元区和德国的制造业 PMI 已经连续两年位于 50 的荣枯线下，而美国的制造业 PMI 指数也有接近两年的时间表现为收缩，显示出在应对“高通胀”环境下经济持续收缩的压力。

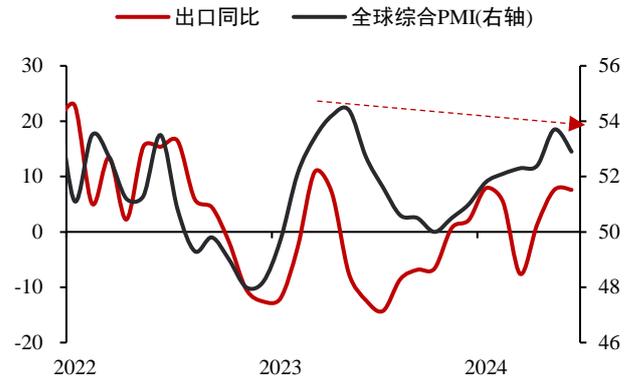
内部动能来看，等待内外扩张条件的共振。2008 年全球金融危机以来，全球博弈的加剧带来流动性环境持续处在相对偏紧的环境中。以人民银行资产负债表为切入点，自 2008 年之后外汇占款带来的国内流动性投放开始收缩（出口条件的约束增强），2014 年开始以结构性货币政策工具为主虽然可以填补流动性的短缺，但缺乏总量型货币政策工具条件下，国内货币环境持续处在“结构性短缺”的宏观环境中。2024 年在“化债”的背景下，上半年金融数据出现了快速的收缩，也意味着下半年国内经济动能面临相应放缓的可能。而从 6 月陆家嘴论坛上央行行长释放的新货币调控体系信号来看，其背后也是国内进入到财政货币协调的转型下人民币流动性投放方式的转变，关注 7 月大会的召开。

图 72: 库存周期面临下行压力 | 单位: %YOY



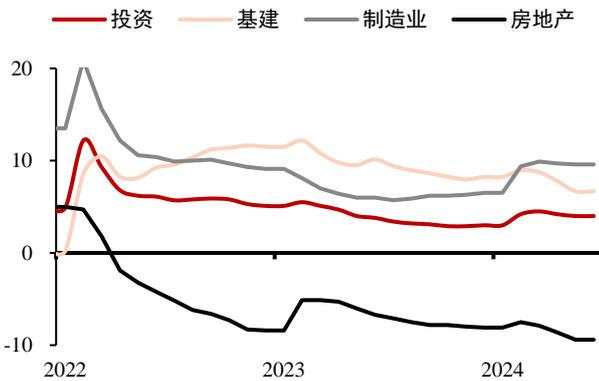
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 73: 下半年出口或有放缓压力 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 74: 投资增速仍在继续放缓 | 单位: %YOY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 75: 流动性结构短期快速收缩 | 单位: %YOY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

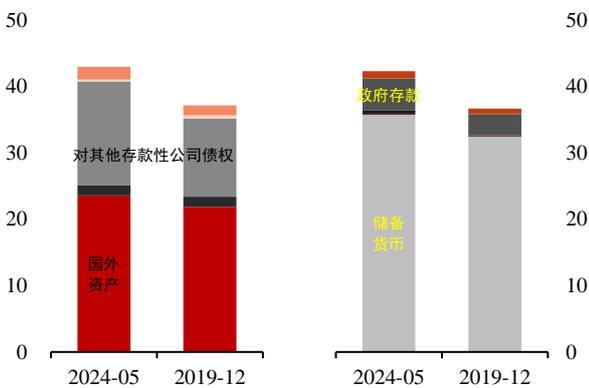
## 流动性：关注结构切换的压力条件

接 2.4 节，外汇占款和央行对银行再贷款是目前基础流动性投放的主要两大渠道。展望下半年，我们认为最大的预期差可能在于人民币流动性投放机制的转变上。

从外循环的角度，通过外汇占款构筑起“美元-人民币”的流动性。从“乒乓外交”开始，这一循环机制推动了中国加入全球分工体系。展望 2024 年下半年，一方面我们先不说海外降息能否延续，但是其二季度开启的试探性降息已经表现外需的回落压力在上升。另一方面，我们注意到在超额储蓄耗尽之后，美国经常帐逆差下半年保持继续扩大的可能性也比较低，下半年国内出口形势在短期欧美加征关税带来的“赶出口”效应之后或将面临回落的压力。预计带来的外储边际上也将面临继续放缓的考验。

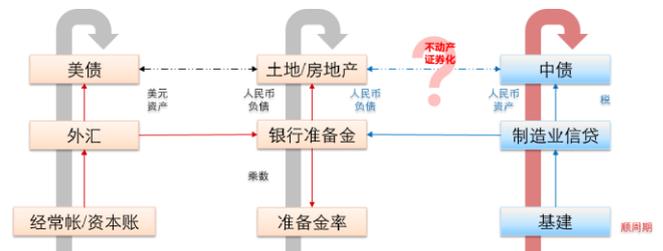
从内循环的角度，2014 年开始通过各种结构性货币政策工具，央行减轻了外储回落下资产负债表的收缩压力——表现为央行资产负债表中的对其他存款性公司债权的扩大，通过再贷款等形式为银行提供流动性供给。但是这部分资产的抵押品更多表现为商业银行的信用，主要是私人部门信用，进行的人民币流动性扩张存在信用风险，只能作为对冲资产负债表收缩的权宜之计。从 2018 年开始，我们便注意到财政和央行在国债购买上的交锋持续上升，终于在 2024 年的陆家嘴论坛上央行给出了相对明确的国债现券买卖操作工具的重启，在这一过程中对于人民币流动性影响，边际上的关注焦点在于政府债权是否进入到扩张过程——背后隐含的既是央地财税关系的再确立，也是“化债”过程进入到阶段性的尾声（运用货币化手段降低债务压力），人民币资产进入到扩张阶段的政策信号。

图 76：人民银行资产负债结构 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 77：人民币流动性三支柱展望 | 单位：无

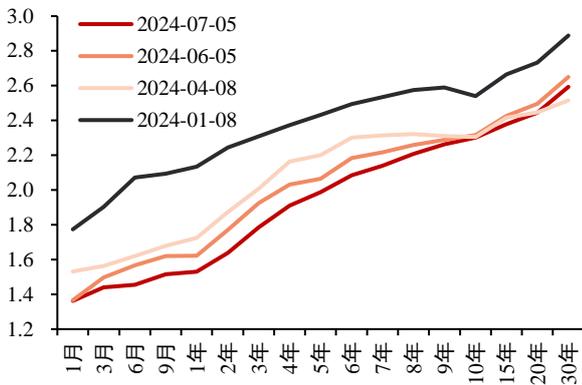


数据来源：华泰期货研究院

### 3.1 等待外部流动性冲击

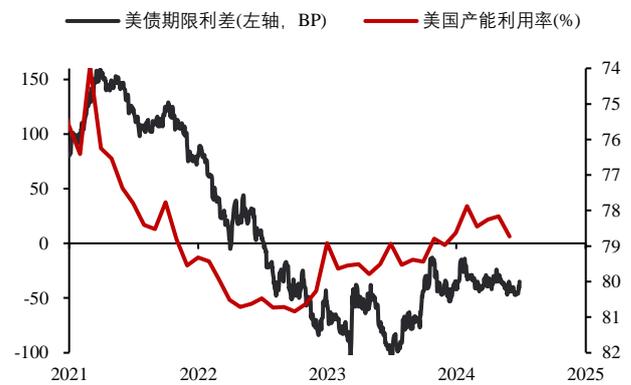
6月美联储利率政策继续按兵不动，继续执行减债政策。美联储释放了短期“不急于放松”政策空间的信号，叠加美联储的减债政策延续，且在经济展望中继3月份上修了中性利率预期后，进一步调高了利率路径（2024年+50BP，2025年+20BP，长期+20BP），美元流动性的潜在压力在上升，关注人民币流动性的压力。

图 78：中债收益率曲线 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

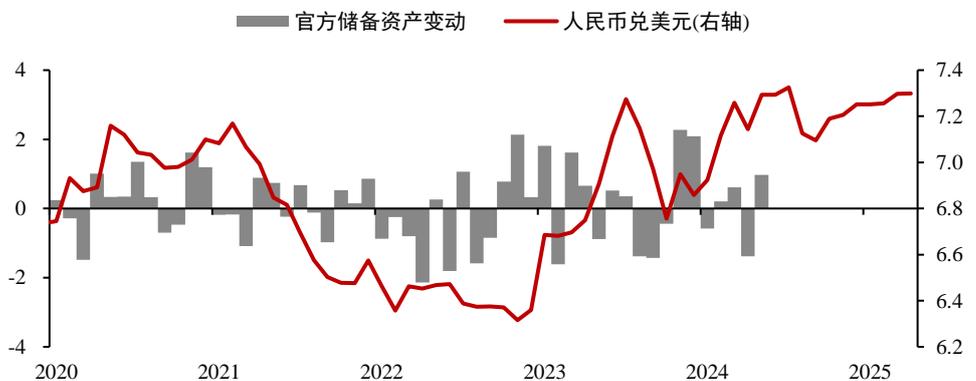
图 79：美债期限利差和产能 | 单位：BP，%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

降低外汇储备改善预期，关注国内的货币流动性压力。根据环球银行金融电信协会（SWIFT）数据显示，5月人民币国际支付份额由4月的4.52%降至4.47%；美元占到了大约47.89%的份额，几乎占据了市场的一半，同4月份的47.31%相比，美元在全球支付领域的占比上升了0.58个百分点。随着上半年非美央行的降低对于美元指数向上的带动，预计全球美元流动性相对紧张的格局会加剧。

图 80：对外出口改善的降低增加了国内市场流动性压力 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

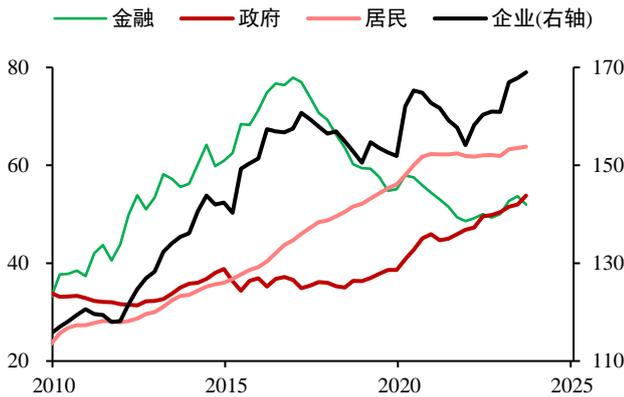
### 3.2 内部流动性压力预期

在宏观负债端：M1 负增长程度加深。

5 月份的 M1 负增长进一步扩大，虽然积极性因素有所修复，但是实体需求的继续谨慎和金融去杠杆的技术性因素叠加带来金融增速的进一步滑落；监管部门加大对资金空转套利、银行手工补息等行为的规范，挤出部分虚增的存贷款水分。

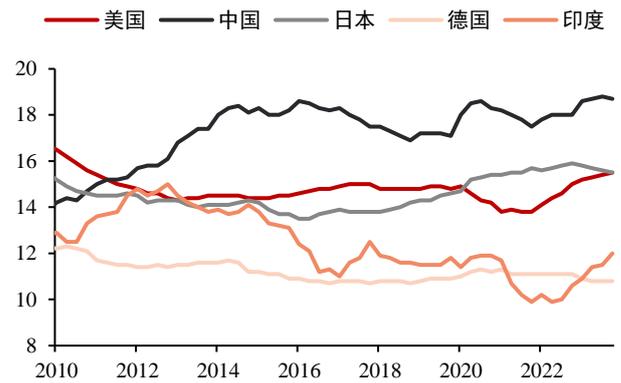
5 月 M2-M1 剪刀差在 M1 负增长加深的影响继续扩大至 11.2%，其中 M1 同比从-1.4%回落至-4.2%，降低 2.8 个百分点；M2 同比从+7.2%回落至+7.0%，降低 0.2 个百分点。在前 4 个月政府支出相对谨慎之后，5 月份政府债券融资虽然提升至了 1.23 万亿元，但是从负债端增速来看带来的净效益仍有待加强。

图 81：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 82：中国实体部门偿债率压力较高 | 单位：%



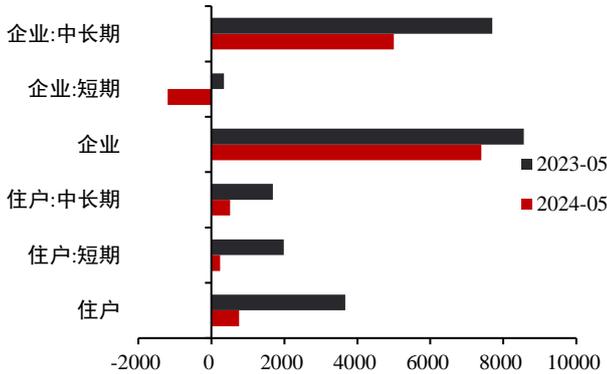
数据来源：BIS 华泰期货研究院

在宏观资产端：预计财政发力依然在路上，等待社融拐点到来。

5 月社融增量摆脱了 4 月份创造的负值状态（增加 2.06 万亿元），主要受政府债券融资提速影响。尽管如此，由于政府融资扩张带来的净效益未显现，预计未来仍将继续发力。

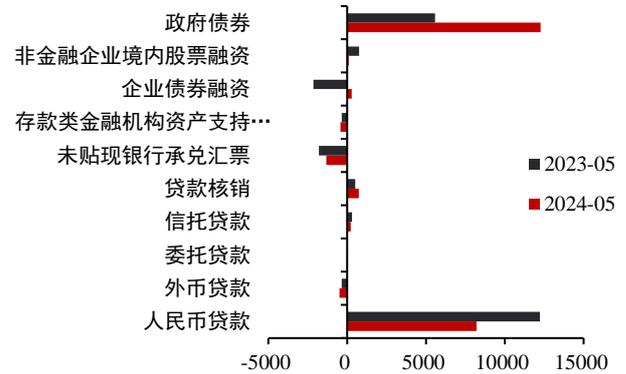
5 月尽管地方政府债券净融资恢复到 6348 亿元，接近均值水平，但是在超长期特别国债开始发行的影响下，国债净融资大幅增长为 6922 亿元。随着 4 月政治局会议提出要“靠前发力”和避免“前紧后松”，以及 5 月国债净融资的扩容，我们预计社融拐点已经到来。

图 83：企业信贷同比呈现放缓 | 单位：万亿元



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 84：政府债券和表外驱动社融回升 | 单位：万亿元



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

### 3.3 关注化债流动性压力

在央地博弈过程中，本轮化债与 2015 年的地方债置换相比，更注重压实地方责任，化解长期风险。参考去年中央金融工作会议、以及央行行长潘功胜 11 月 8 日在金融街论坛的讲话，本轮化债主要有以下措施：

- 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。

化债带来的流动性压力改善，税制改革是重要的突破口。重点关注 7 月对央地财权事权改革的推动。当前无论是地方主体税种的确定、优化央地财政关系、地方债务的化解、地方治理模式的完善、缓解地方财力缺口等，源头都在税制改革——先确定有哪些税收，进而确定央地间如何分配，才能优化现有的财税体制。

关注消费税改革。当前我国的税收制度是税种科学、结构优化、法律健全、规范公平、征管高效的现代税收体系已经基本建成。其中，消费税的改革能够在很大的程度上缓解地方财力。根据公开信息，2023 年消费税的收入达到了 1.61 万亿，占到了我们国家税收收入总额的 8.9%。消费税在生产环境征收受到地域的影响比较大，当转为地方税、转向在消费环境征收，有利于地方税收的改善。

## 政策预期：财政扩张重点在于节奏

### 4.1 关注财政政策扩张的节奏

伴随着央地关系 7 月份进一步理顺，我们认为积极的财政政策的积极空间将打开。随着 2021 年下半年以来伴经济压力的增加，对冲政策的应对（负债端）已经开启，而随着 2023 年特别国债的设立，资产端的对冲政策也打开了一条口子。未来的政策关注点将逐渐从是否“积极”转向如何“积极”上来，有效性的检验在于下半年外部压力条件下内部“信心”的建立，即通过人民币资产的有效创造（资产端）带动人民币资产扩张预期的形成，缓和上半年留下的“缩”的压力。

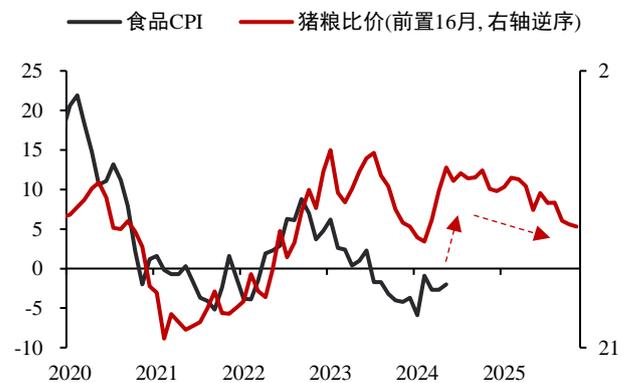
关注财政扩张的节奏。一方面，上半年的化债开启了宏观债务重构的第一阶段，短期内压力预计仍将延续，关注三季度总需求面临的压力。另一方面，从去年万亿国债的增量落地到 5 月地产政策拐点的到来，在财政进入到债务重构第二阶段进行扩张之前，通过宏观政策托底稳定市场情绪。关注化债压力的释放对于 2024 年财政体制改革的推动，预计在美国大选带来的全球宏观预期稳定之前，市场预期的改善依然是相对温和的。

图 85: 消费者信心改善稳定价格预期 | 单位: 指数点, %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 86: 关注 2024 年猪周期的改善 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

### 4.2 关注货币与财政政策协同

预计在财政政策“积极”落地之前，货币政策对于宏观流动性的调节依然是边际上的。潘功胜在 6 月陆家嘴论坛上表示，近年来，随着我国金融市场快速发展，债券市场的规模和深度逐步提升，央行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件逐渐成熟。人民银

行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实。在协同进入到实施阶段之前，货币政策依然体现在它的“精准有效”——

总量上，人民银行将努力保持银行体系流动性处于合理水平，保持货币信贷与实际需求匹配，同时又坚持不搞‘大水漫灌’；

价格上，引导商业银行向实体经济让利，同时也要实现自身稳健经营，支持银行补充资本金、引导银行负债端成本下降，增强银行服务实体经济的可持续性。

图 87：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

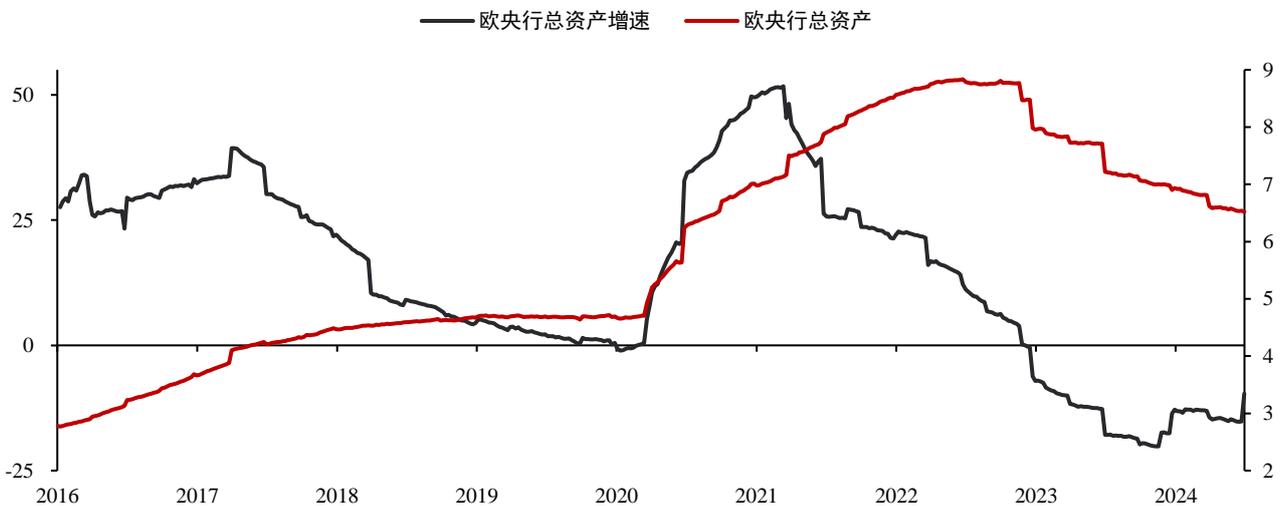
## 欧元区下半年：从二次加息走向扩表

2023 年高能源价格的回落缓解了欧元区悲观的宏观账户压力，上半年欧洲经济处在这一变量的正面影响之下。但我们依然需要提示欧洲经济已经进入“衰退型顺差”的现实。

**回顾历史：**在 2022 年以来加息应对高通胀的过程中，欧元区的实体部门面临很大的压力——欧洲家庭部门信贷增速回落至-7%，企业部门信贷增速回落至-2%，政府部门信贷增速回落至-3%。

**展望下半年：**历史是否会重演值得关注。一方面，欧洲的内部不稳定性随着 6 月议会选举欧洲“右转”正在加强，宏观政策尤其是分裂的财政政策能否改善区内的稳定性；另一方面，随着全球博弈的进一步深化，欧亚板块的地缘压力对于欧洲的价格影响不容忽视，2024 年年中开始的油价回升和持续的运价上涨，对于欧洲通胀预期的回落形成掣肘。欧央行在 6 月开启降息的大门之后，政策逆转的风险也正在上升，从影响上来看，经济的承压和通胀的回升若在下半年加剧，则增强了欧洲“右转”的正确性，欧洲金融市场的波动性正在上升。

图 88：欧央行总资产和增速 | 单位：万亿欧元，%YOY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀回升背景下，我们预计欧元区宏观政策在下半年存在结束上半年的“扩张”而进入到二次收缩状态的可能。关注欧元区需求重回萎缩和供给二次冲击的可能，欧元区可能正在走向宏观最差的阶段，下半年继续降低欧洲需求和欧元定价。

**杠杆周期：**我们维持年初的判断，即在下半年欧洲二次加息的可能下，欧洲家庭和企业

部门将再次面临资本的约束，而随着时间的推移和欧洲政治上的右转，政府部门重新进入到扩张的路径存在较大不确定性。在政治因素影响加强的约束下，难以上升的杠杆和实体预期的悲观或增加下半年的去杠杆压力。

**经济周期：**预计欧元区未来经济将面临下行压力的判断不变。传统工业生产活动在需求无法提振和而供给受到再次冲击风险的叠加下，或继续面临产能去化的压力。2024 年美联储货币政策或缺少实质性的转向，对于下半年全球流动性环境而言仍保持相对紧张状态，带动欧洲企业部门存在-20%的信贷降幅。关注欧元区最差阶段的到来，降低对于欧洲需求和欧元定价。

**流动性：**下半年欧央行宽松的货币政策或面临“二次通胀”的制约，或重回限制性货币政策，对国内信用的负面影响在增大，这对于欧元的影响将是负面的。我们维持年报的判断，预计 2024 年三季度全球流动性压力处在上升的风险，使得欧洲的压力将显性化。关注美欧宏观政策之间预期差，当前分化的政策预计需要经济的一次落地来得以扭转。

**政策预期：**欧洲需求压力的缓和仍需要宏观政策的转变改善实际需求。欧元走强并没有改善欧洲国际投资头寸结构，下年继续关注欧元区内部需求压力的增强对当前紧缩型宏观政策预期的修正。

### ■ 策略

关注下半年欧洲重回紧缩型政策的可能。一方面三季度市场对美国经济预期处在继续修正的空间，另一方面对于欧洲的风险定价却叠加了政治风险的上升，在宏观政策再次紧缩的假设下欧洲经济压力或进一步上升，维持下半年欧元调整的判断。

### ■ 风险

欧央行加息风险

## 杠杆周期：等待衰退的信号

展望下半年，欧央行 6 月降息的开启试图降低“高利率”对于欧洲家庭和企业部门形成的资本约束。但是下半年欧洲宏观经济的稳定仍依赖于政府部门进入到扩张路径的有效性。

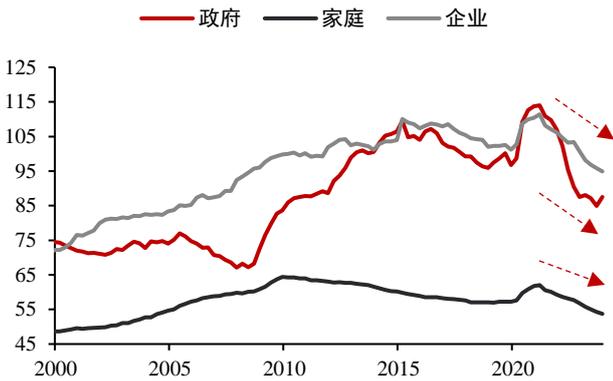
从现实路径来看，欧洲大陆同时进行的两场战争已经为欧洲宏观政策的转变提供了注脚——地缘变量的直接结果除了需求冲击外，对于通胀压力的抬升或将进一步明显。6 月欧央行降息是否意味着政策的转变仍缺乏有力的推动；而欧洲外部美联储加息虽然暂停，但是下半年对于美国央行的交易存在从“降息交易”转向“加息交易”的可能，限制了欧央行更广义层面上货币宽松的开启。

## 1.1 家庭部门：去化中途并未企稳

欧洲的去杠杆并未结束。从总量层面来看，欧元区家庭部门的杠杆率在三大宏观部门中处于最低位置（图 89），截止 2023 年四季度欧元区家庭部门杠杆率为 53.7%，从疫后的高点 62% 进一步回落，也远低于政府部门的 87.5% 以及企业部门的 94.9%。

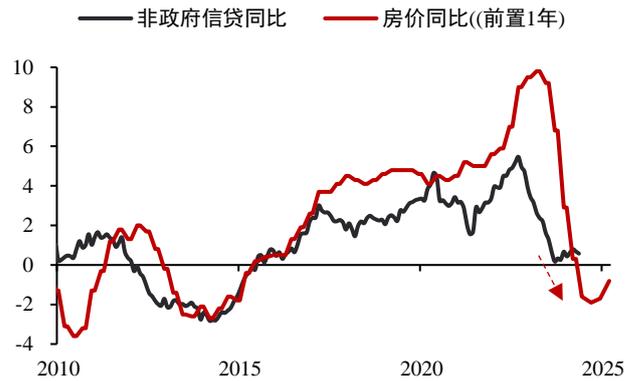
欧洲的扩张意愿仍较低。从还本付息压力来看，目前欧元区几个主要经济体的居民部门的家庭债务偿还率均低于 10%，意大利家庭债务仅为 4.4%，居民端偿债压力相对较小。同时，和其他经济体不同（图 92）的是，在本轮主要经济体的货币政策收紧周期中，欧元区居民偿债率并没有出现显著的回升（图 91），背后反馈出的“躺平”状态可能并不是积极的信号。

图 89：欧元区宏观杠杆率没有止跌 | 单位：%GDP



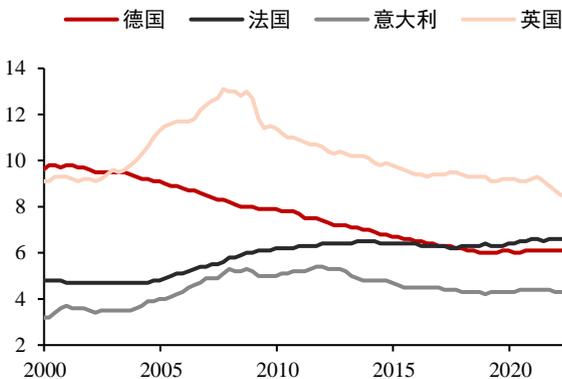
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 90：欧元区房价和信贷增速比较 | 单位：%YOY



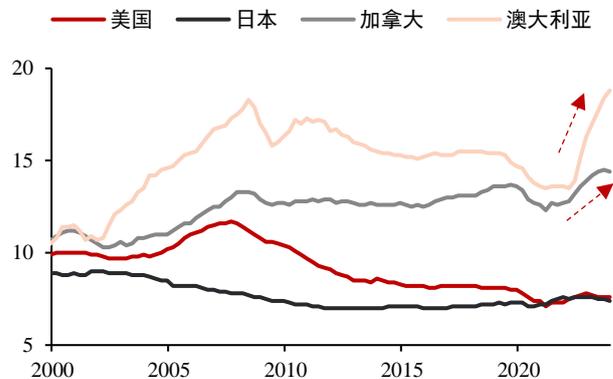
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 91：主要欧洲经济体居民偿债率 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 92：其它国家居民偿债率 | 单位：%



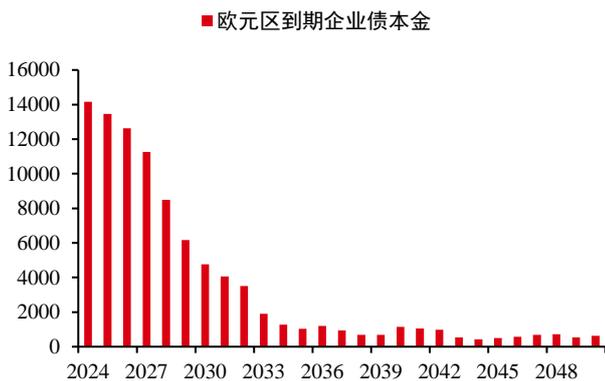
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 1.2 企业部门：关注法国企业风险

继续关注欧元区企业偿债压力。欧洲地区企业部门债务余额 1989 年至今不断增加，2020 年开始因疫情原因非金融企业部门未偿债券余额小幅跳升，由 2019 年 12 月份的 14 万亿欧元大幅增加至目前的 16.73 万亿欧元。

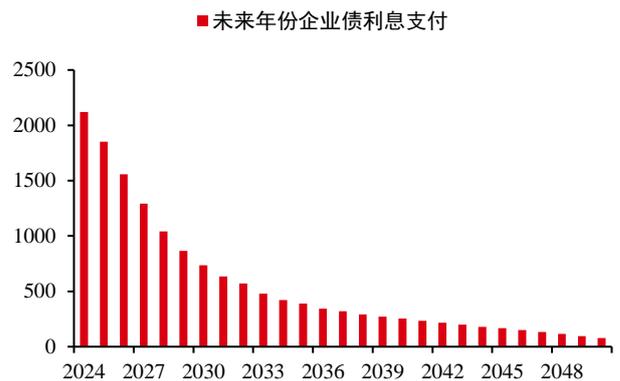
6 月欧央行降低若释放了不可持续信号，将加大企业偿债压力。考察欧元区企业部门在政策利率抬升背景下的偿债压力，偿债比率是指当年还本付息额占当年收入的比重，2020 年疫情使得欧元区企业部门债务大幅跃升，欧元区主要国家偿债比率也增加较多，回溯历史，欧元区 2003 年-2008 年的加息周期以及 2009 年至 2011 年的加息背景下，欧元区主要国家的偿债比率均有阶段性抬升。截止 2023 年底法国企业部门的偿债比率依然维持在近 60% 的高位，随着法国大选不确定性的增强，关注欧洲债务风险的扩大。

图 93：欧元区未来到期企业债本金 | 单位：亿欧元



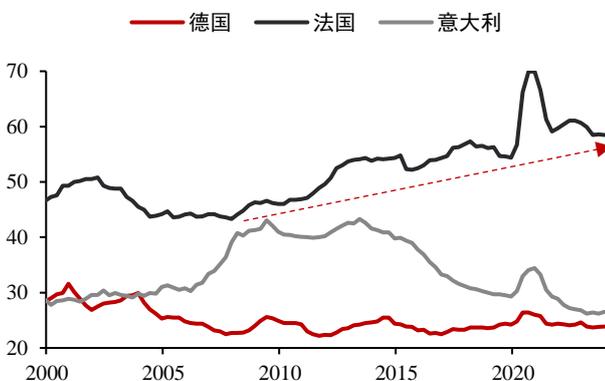
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 94：欧元区未来到期企业债应付利息 | 单位：亿欧元



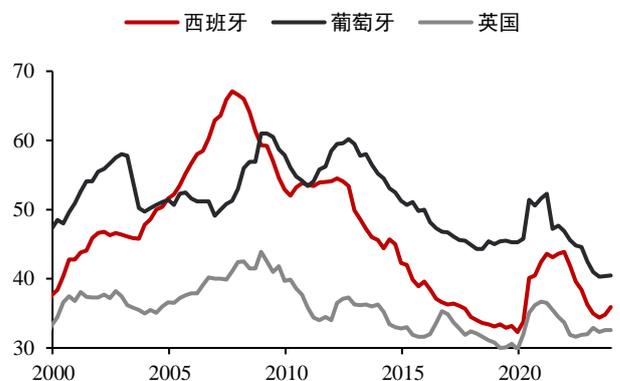
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 95：欧元区企业偿债率 1 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

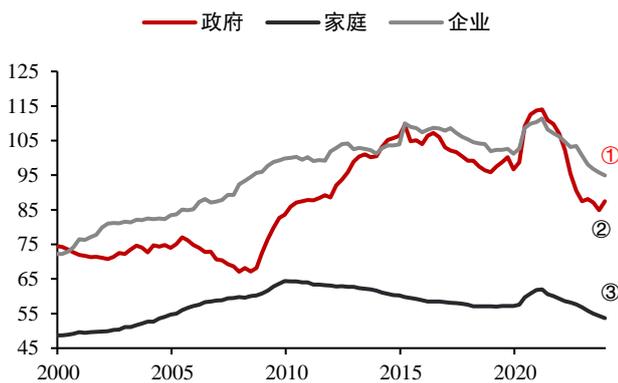
图 96：欧元区企业偿债率 2 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

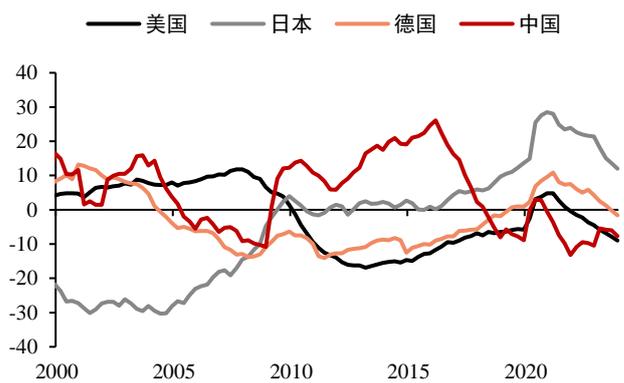
**历史回顾：**欧元区在经历了 2008 年、2011 年两次金融风波，以及 2020 年疫情影响后，实体部门杠杆率从 1999 年的 193% 跃升至 2015 年一季度的 280%，在 2020 年疫情的冲击之下，杠杆率在达到 290% 之后快速回落至 246%（2009 年的水平，见图 11）。现代信用货币体系下，危机并不能消灭杠杆，而只是将杠杆转移和累加。而这背后很重要的推手就是货币官方的态度，对于欧元区这样的经济体更为明显。新千年的两次主要冲击下，将欧洲债务问题暴露在聚光灯下，而《马约》和《稳约》的存在使得欧元区政府难以动用财政手段为经济输血，事实上，在 IMF 等国际组织的要求下，欧元区危机国多年来受到财政纾困的影响，经济增长大幅放缓。可动用的手段摆在了货币政策面前——2008 年 11 月至 2009 年 5 月，迅速将利率从 4.25% 降至 1%；2011 年 11 月至 2015 年 1 月又将利率从 1.5% 降至 -0.1%。而随着欧央行在 2022 年开启的并不比美联储宽松的快速加息和缩表进程，杠杆率开始显著回落。

图 97：欧元区企业杠杆较高 | 单位：%GDP



数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

图 98：德国杠杆缺口开始进入到负值 | 单位：%GDP



数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

**现实压力：**危机驱动欧洲加杠杆。如果说 07 年金融危机之前欧元区的政府债务还能满足条约的要求，那么危机后的欧洲已经远远超过这一限制。财政纾困并不能解决整个大区的风险，通过欧洲稳定机制等方案大国救济边缘国成为这轮加杠杆的特点。关注德法的风险，1) 对于德国而言整体私人部门的杠杆缺口在 2023 年四季度再次进入到负值区间，而在此之前，德国经历了 04-19 年长达 16 年的信用约束；2) 对于法国，截止 2023 年的企业偿债比率已经上升至 60%，在经济景气度短期改善可能性较低的情况下，对于经济的债务可持续性带来更大的挑战。

### 1.3 政府部门：是加息而不是降息

其实纵观 1999 年欧元区正式统一货币之后，欧洲政府部门杠杆变化分为三个阶段：

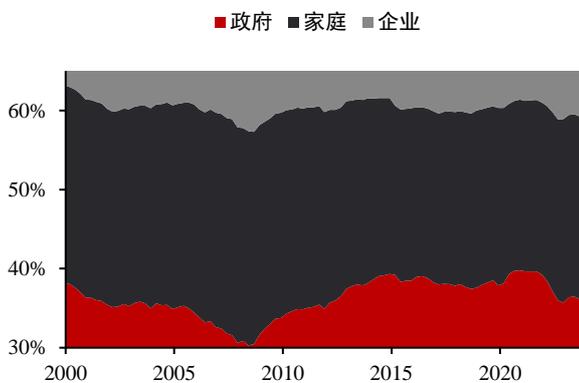
**第一阶段：2000-2008 年。**表现为政府部门减杠杆，居民依然加杠杆（时间持续至 2010 年，从 45% 上升至 64%），整体实体部门杠杆率缓慢的降至 66.7%（2007 年四季度）。

**第二阶段：2009-2018 年。**随着 2008 年全球金融风暴的袭击，尤其是 2011 年后欧洲危机的干扰直接影响了居民部门的加杠杆进程，政府部门的杠杆率呈现陡峭化趋向（2015 年一季度达到 109.6% 的高位）。

**第三阶段：2019-2023 年。**一方面由于受到全球贸易竞争和税收竞争逐渐加剧的影响，实体部门的悲观预期扭转了政府部门去杠杆进程，另一方面在 2020 年大流行冲击下，政府部门在前期转向杠杆扩张之后，进一步提升了杠杆的空间。最终在 2022 年持续且显著的高通胀压力下，进入到了去杠杆状态。

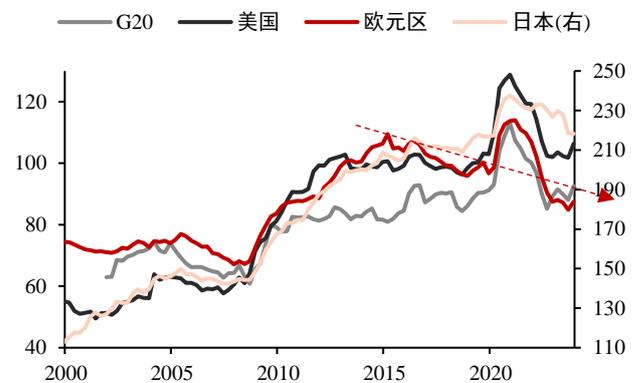
总量加杠杆并不改变欧洲杠杆缺口再次恶化的现实。同中国和美国不同的是，2008 年金融危机以及随后的 2011 年欧债危机中，尽管欧元区的总体杠杆率水平提升了，但是欧洲的杠杆缺口却始终没有得到真正意义上的修复，即使是在 2020 年疫情带来的财政货币化阶段，欧元区依然存在 -0.3% 的杠杆缺口（图 98）。随着 2022 年以来的加息对抗通胀和资本外流的影响，欧元区的杠杆缺口结束了 2019 年的修复，重回 2008 年危机以来恶化路径。

图 99：欧元区宏观部门占比结构 | 单位：%



数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

图 100：欧元区政府杠杆率暂时企稳 | 单位：%GDP

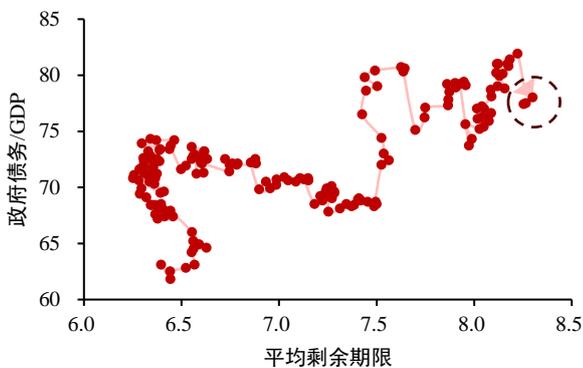


数据来源：BIS iFinD 华泰期货研究院

继续关注欧洲政府偿债压力。2020年3月，为了应对新冠疫情，欧盟地区财政纪律有所放松，在居民部门杠杆率由2019年12月份的57.4%回落至2023年3月份的56.5%；企业部门杠杆率由2019年12月份的104.3%回落至2023年3月份的100.6%的背景下，欧元区政府部门杠杆率再度大幅攀升，政府部门杠杆率由2019年12月份的83.9%攀升至2023年3月份的89.1%。

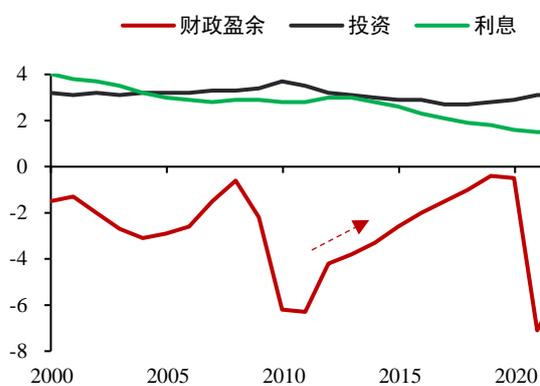
高利率背景下，政府部门整体端负债端压力预计继续增加。宽松的财政政策导致欧元区债务总额大幅抬升，2022年下半年之前由于政策利率较低，整体偿债的利息压力相对较小，但是目前低利率时代已经不复存在，政府支付的平均利率正在回升。

图 101：政府偿债期限和规模 | 单位：%，年



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 102：欧元区财政赤字和支出占比 | 单位：%GDP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 经济周期：实质性衰退边缘

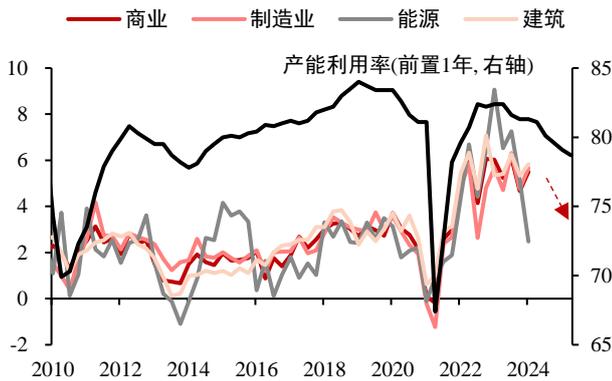
展望下半年，我们预计等待欧元区前方的是经济更明显的下行压力。在前期能源冲击下，欧洲的实体经济面临相对严重的影响。尤其是传统工业生产活动，需求的萎缩和供给的冲击叠加，面临产能去化的压力（图 103）。随着高利率下融资活动从暂停到萎缩的转变，欧元区经济活动的放缓将进一步体现；若下半年能源等基础价格再次回升，将再次增加欧元区面临的压力，关注压力对于欧洲需求和欧元定价的影响。

### 2.1 关注下半年油价回升风险

尽管经历了高价补库存和供应链的修复，国际能源价格已经回落至2019年之前的中枢水平，但是当前回顾其带来的影响依然是有意义的。2020-2022年由于全球供应链的断裂、极端天气的扰动、大流行推动全球持续的宽松政策，在叠加2022年俄乌冲突导致

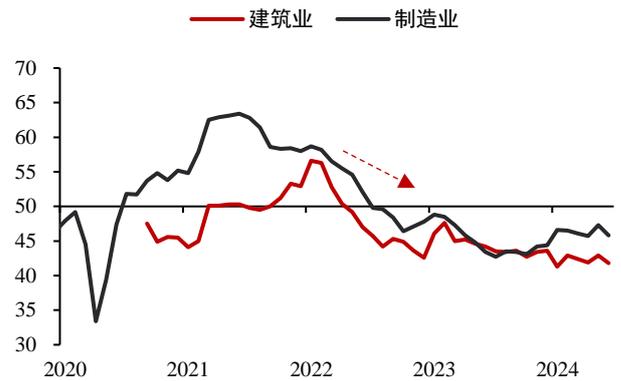
市场担忧能源危机的爆发，驱动能源价格持续走高，2022年再次创下历史新高（尤以欧洲工业强依赖的天然气价格涨幅最显著）。关注下半年能源价格再次回升的风险，或再次强化欧洲地区能源供给面临的硬约束，使得能源依赖型的欧洲进口金额大幅增长，欧洲地区国际收支持续恶化——欧洲经常项目下的商品进口金额大幅增加；疫后出口疲软，进口大幅增加导致欧元区经常项目逆差刷新历史记录。

图 103：欧元区不同部门成本压力 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

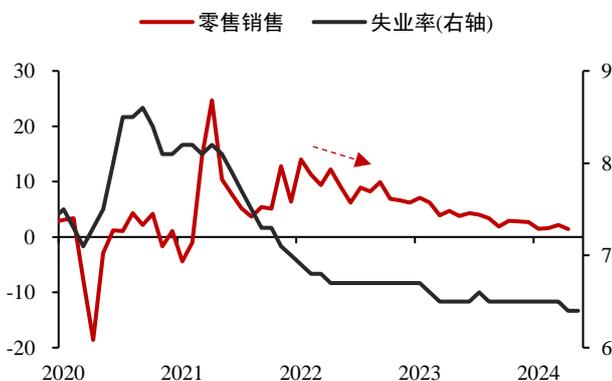
图 104：欧元区制造业和建筑业 PMI | 单位：%MOM



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

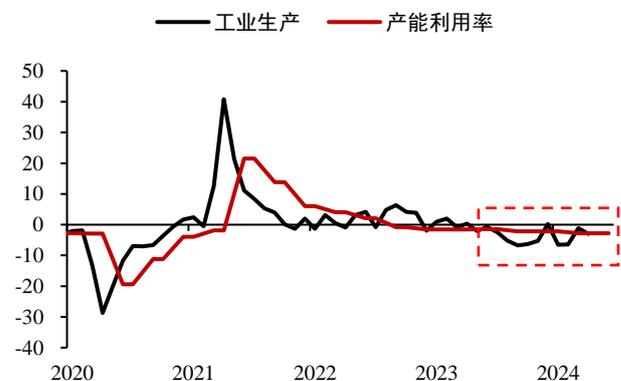
2023年尽管能源价格回落，但欧洲实体部门已无力加杠杆。在较大的经常账户逆差、通胀压力以及美联储快速的加息背景下，欧洲央行自2022年开始主动收紧金融条件，欧洲再次进入到了“去杠杆”过程，欧元区政府部门杠杆、居民部门杠杆以及企业部门杠杆2021年至今持续下行——三大宏观部门的去杠杆进程没有停止。

图 105：下游消费自 2022 年持续放缓 | 单位：%



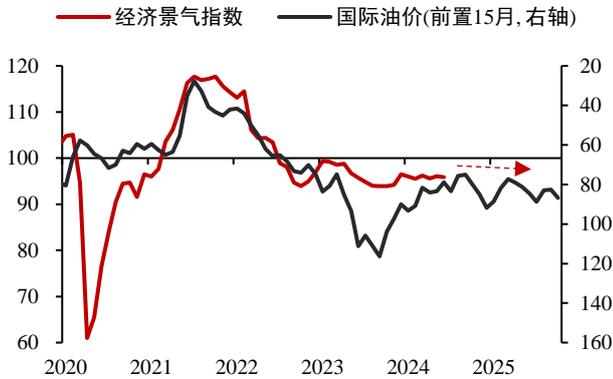
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 106：中游生产 2023 年开始负增长 | 单位：%YOY



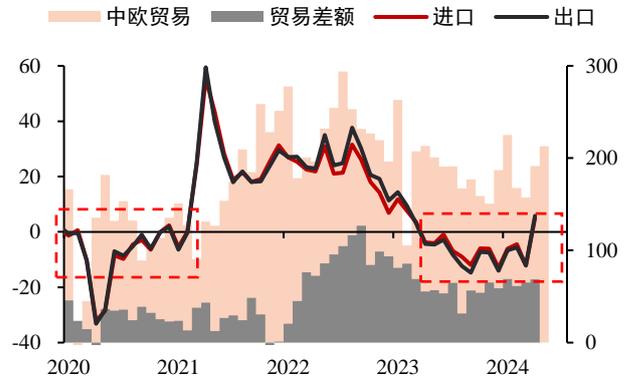
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 107: 关注下半年油价动态 | 单位: 美元/桶



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 108: 贸易条件背后是衰退型顺差 | 单位: %YOY

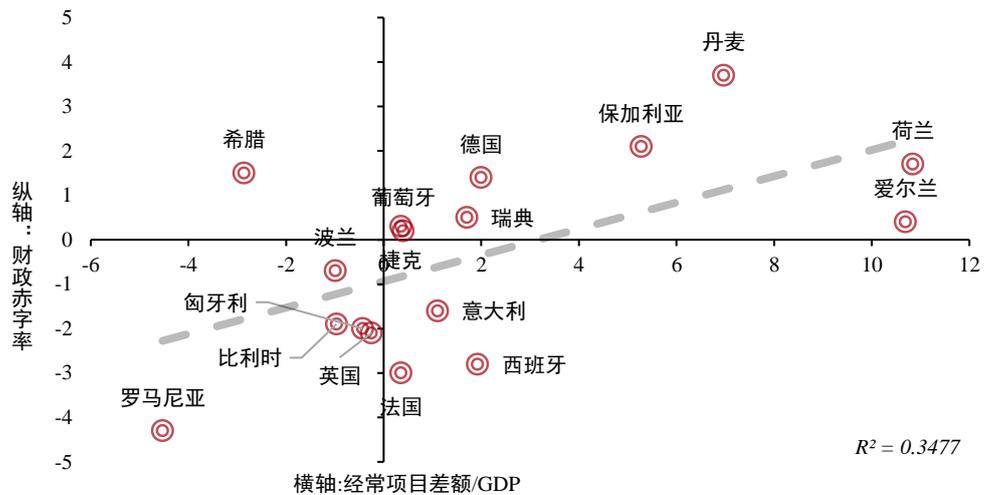


数据来源: iFinD 华泰期货研究院

## 2.2 关注下半年工业部门压力

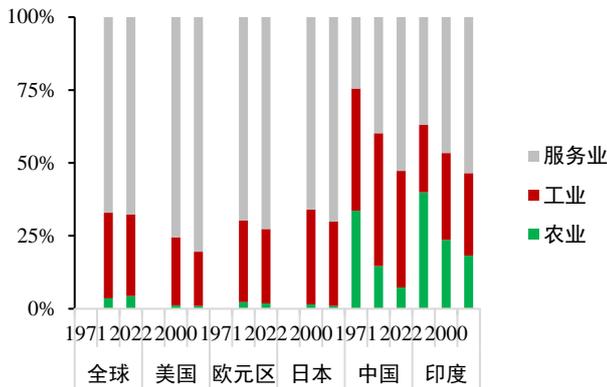
高额的能源成本冲击欧洲工业部门，高耗能部门冲击尤为严重，或加剧欧洲去工业化进程。高耗能的工业生产下滑最为明显，其中化学品、木材纸张生产、钢铁合金生产以及贵金属有色金属生产延续下行趋势，钢铁合金生产的下行趋势最为明显。冲击之下制造业增加值占欧洲 GDP 的比重进一步降低，2019 年以来的两次冲击可能加速该进程。

图 109: 欧洲地区主要国家财政赤字率与经常项目差额与 GDP 比重 | 单位: %



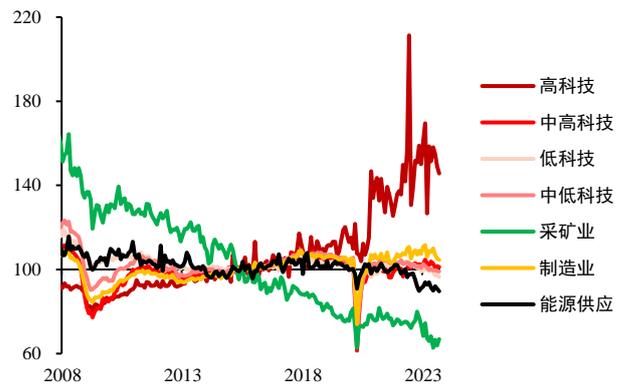
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 110：欧元区工业占比继续收缩 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

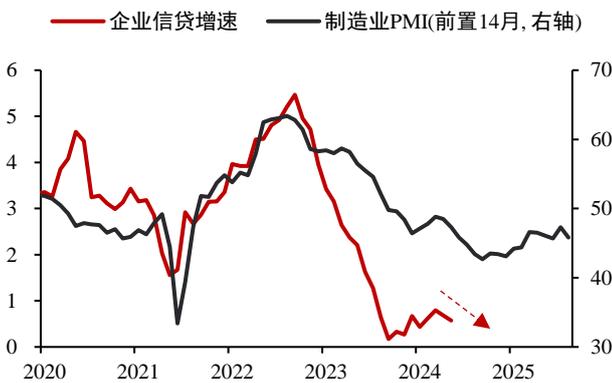
图 111：欧洲在高科技制造业领域发力 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

制造业景气度回落，从资产负债表的角度理解便是持续的“去杠杆”过程。衰退型顺差的获得是以内部去杠杆来实现的，在全球“高利率”推动的降需求过程中，对于生产型的欧洲而言，企业部门的去杠杆压力进一步凸显。截至 2024 年 5 月欧洲企业部门信贷增速再次放缓（图 112），增加了债务的去化压力。预计下半年美联储货币政策未有实质性转向假设下，全球流动性仍保持相对紧张状态，或加速欧洲企业部门的信贷降幅（图 113）。

图 112：景气度回落和实体去债务 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 113：企业信贷萎缩和政策对冲需求 | 单位：%GDP



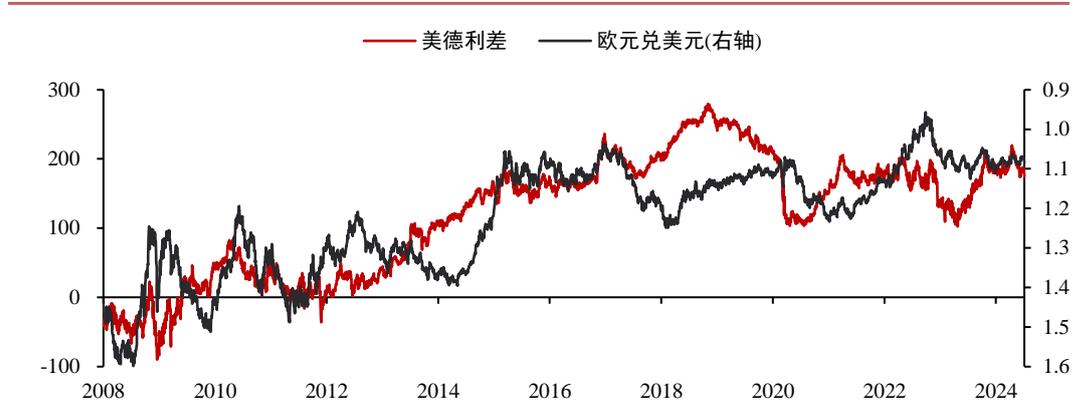
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 流动性：关注强美元的风险

展望下半年，若欧央行未能改善欧元区的高利率环境，欧洲信贷需求的回落将继续抑制区内实体经济部门对于流动性的需求，紧缩货币政策的效果得到显现——内部流动性需

求不足的影响预计在下半年加速体现。

图 114：美德经济活动差异和外汇市场定价特征 | 单位：%



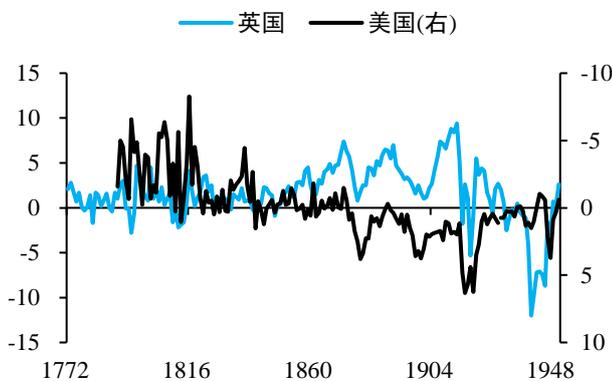
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

### 3.1 全球流动性：产业转移

19 世纪以来主要经济体对外账户呈现出此消彼长的状态。

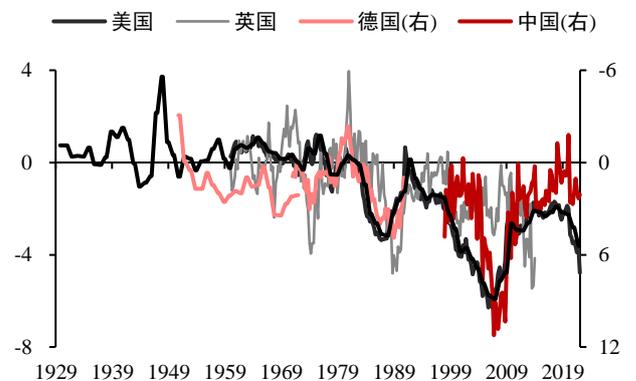
在工业革命以后，世界出口的主要来源于英国（图 115 蓝线：英国经常帐占 GDP 比重）。随着美国在世界经济份额的增加，19 世纪后期美国在全球的对外账户顺差逐渐增加，并在第一次世界大战期间取代英国，成为全球出口顺差的提供者（图 115 黑线：美国商品贸易差额占 GDP 比重）。

图 115：英美对外账户/GDP 的演变 | 单位：%GDP



数据来源：FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

图 116：德日对外账户/GDP 的演变 | 单位：%GDP



数据来源：FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

进入到 20 世纪，尤其是二战后，伴随着全球战后经济的重建，全球产业也再次转向德国和日本，成为主要的生产制造中心（图 116 粉线：德国贸易差额占 GDP 比重），并在 80 年代后，全球的制造业中心逐渐往亚洲转移，中国成为全球主要的贸易顺差提供者（图 116 红线：中国经常项目差额占 GDP 比重）。

2008 年金融危机以来，随着美国家庭部门的去杠杆，全球贸易环境再次呈现出收缩的状态，2017 年美国的贸易战叠加 2020 年疫情的冲击，中国正式提出了“双循环”战略。

我们维持对 2024 年下半年强美元预期对于全球经济分配的二次影响，截止 2024 年上半年虽然美国经常项目逆差比重继续回升，但是在平衡战略影响下，国内顺差扩张程度相对有限（图 51）。

从国别的宏观账户来看，二次分配中生产型经济体的需求萎缩仍将是市场关注的一个焦点。今年二季度以来随着美国金融条件的快速收紧，全球多数生产型经济体将面临逆差不得不继续扩大的压力，像 2023 年 5 月的德国，其对外贸易出现了 30 年以来的首次贸易逆差，虽然逆差额度只有 10 亿欧元，但是反馈出的经济现实，对于德国的国家账户来说，资产创造形成的能力正在面临收缩压力（市场对于欧元兑美元的汇率预期转向平价）。因而在欧元下跌风险三季度再次上升的可能性下，宏观层面仍需警惕欧洲风险。

### 3.2 外部流动性：美元走强

随着年中非美经济体陆续开启降息大门，美元呈现出被动性的走强。我们虽然认为在美国超额储蓄耗尽的情况下高利率对于美国经济的影响偏负面，但经济数字层面的“韧性”短期内延续，那么由于受到上游原料供给刚性和下游需求回落（2023 年底的紧缩货币政策带来的滞后效应）的双重压力，三季度美元流动性可能再次面临收缩的压力，对于中游财富的再分配效应或进一步凸显。事实上，自 2021 年四季度开始，欧元区的国际投资头寸已经转为负值，根据 IMF 研究<sup>11</sup>显示，拥有负净国际投资头寸（NIIP）的国家的投资产生估值收益，而对于拥有正净国际投资头寸（NIIP）的国家则往往会经历负面估值变化，这或意味着受到 2020 年疫情冲击，尽管 2022 年欧央行持续加息提高欧元的货币息差，但是欧元在全球货币体系中的分配地位可能已经发生了根本性的变化。

---

<sup>11</sup> 参见：IMF External Sector Report 2023

图 117: 金融压力指数与美元指数 | 单位: %, 指数点



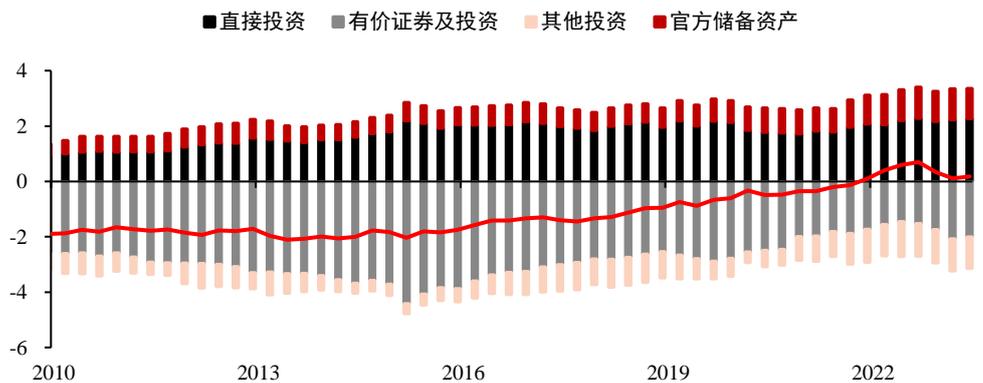
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 118: 欧元区经常项顺差和油价 | 单位: %GDP



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 119: 欧元区国际投资头寸从 2021 年开始转为正值 | 单位: 万亿欧元



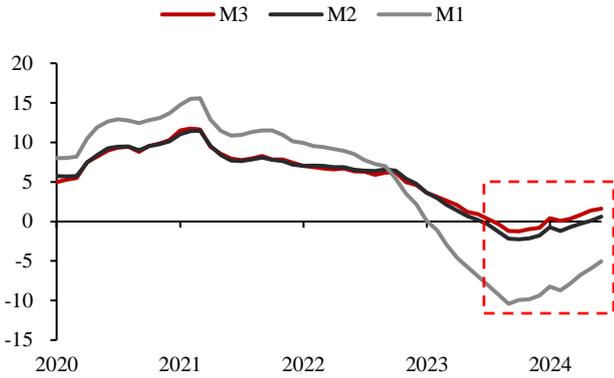
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 3.3 内部流动性: 经济回落

疫情后随着央行进入到高政策利率区间来缓和通胀的压力, 欧洲经济受到的压力也逐渐增加。从货币的角度而言, 截止 5 月欧元区 M2 同比增速小幅回升至 0.61%, 而 M1 同比增速仍维持在-5.03% (图 120)。

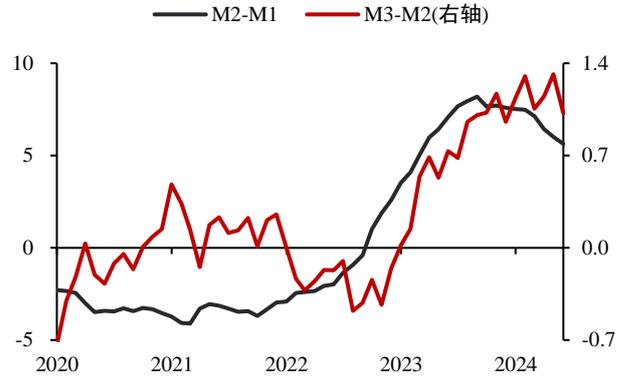
自去年 5 月以来欧元区的货币 M 值增速都已跌落至负增长, 显示出欧元货币“湮灭”的过程, 对于未来的实体经济活动而言, 负面影响是必然的, 继而将继续削弱欧元区的经济活动 (生产活动放缓, 库存被动增加)。

图 120: 欧元区货币增速 | 单位: %YOY



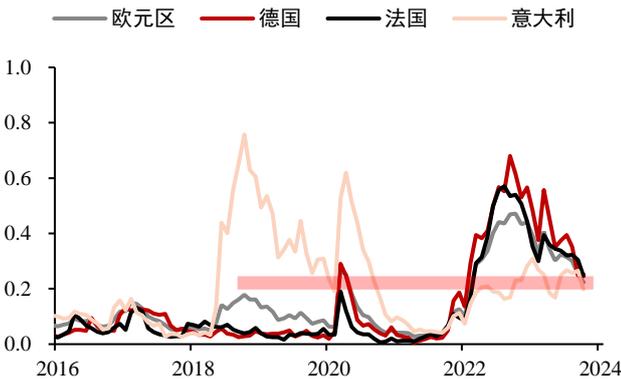
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 121: 欧元区流动性增速 | 单位: %YOY



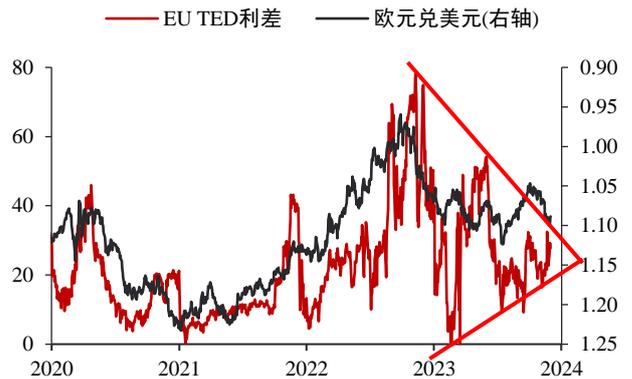
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 122: 欧元区主权债务压力 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 123: 欧元 TED 利差和汇率 | 单位: BP



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 政策预期: 宽松或面临风险

展望下半年, 我们认为欧洲需求压力的缓和仍需要宏观政策的宽松推动实际需求的改善, 但是年中开始的全球通胀再次回升或限制这一美好预期的落地。周边国家数据显示, 加拿大 5 月 CPI 同比增长 2.9%, 环比增长 0.6%; 澳大利亚 5 月 CPI 同比增长 4%, 创六个月最高增速, 显示出通胀经历了持续放缓之后或再迎来上升的可能。

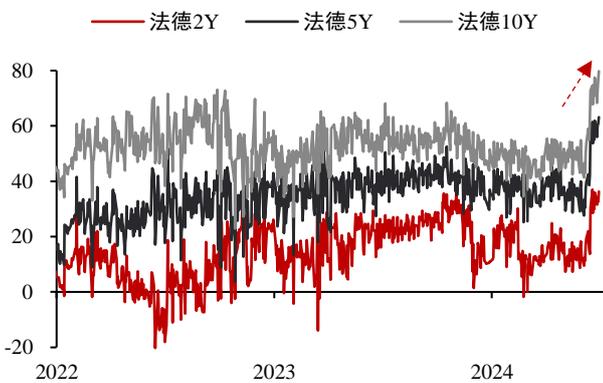
下半年欧洲政策或在摇摆中迎来转变。一方面, 无论是改变欧洲持续去杠杆的压力还是扭转德国再次负杠杆缺口的现实需要, 欧洲货币政策需要继续走向宽松; 另一方面, 若欧元区通胀在外部冲击下转为上涨, 对于货币政策的进一步宽松将构成挑战。

#### 4.1 财政政策：收缩预期

2022年开始的俄乌冲突所引发的能源危机、快速加息所带来的未来经济衰退的压力使得欧元区地区宽财政的动力较足，尤其偏向于能源补贴、减税等财政刺激方案。

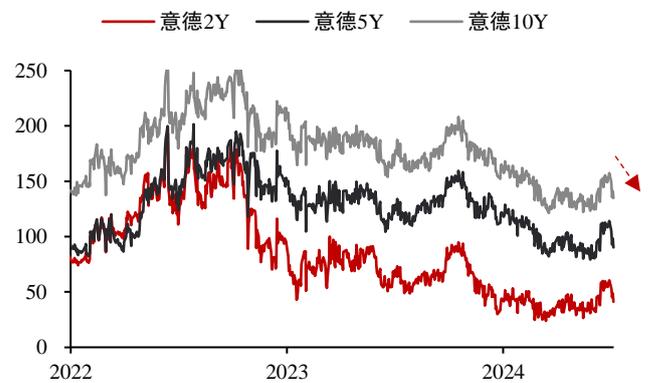
但2024年欧洲的右转或改变财政刺激的预期。随着欧洲右翼及极右翼势力上升，在难民、气候变化、绿色转型、深化欧洲一体化等民众关切的具体议题上的推进步伐可能放慢甚至停滞，欧盟进行财政分配等政策协调或将更加困难——转向财政紧缩、移民限制和贸易保护主义。

图 124：法德利差显著上行反映政治风险 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 125：意德利差反弹后再次回落 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

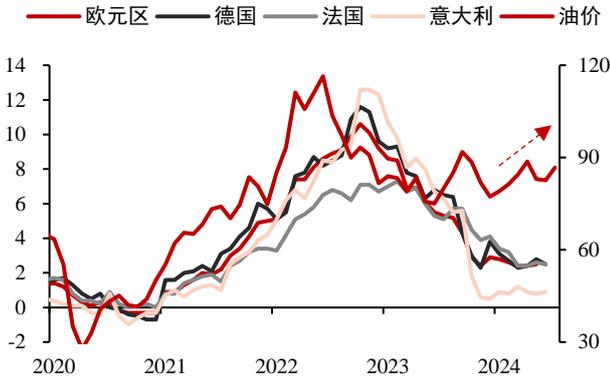
#### 4.2 货币政策：难以宽松

与财政政策相对的是，欧洲的货币政策也将随着财政扩张政策的难产而降低宽松的空间：

一方面，欧洲的内部不稳定性随着6月议会选举欧洲“右转”正在加强，宏观政策尤其是分裂的财政政策能否改善区内的稳定性。

另一方面，随着全球博弈的进一步深化，欧亚板块的地缘压力对于欧洲的价格影响不容忽视，2024年年中开始的油价回升和持续的运价上涨，对于欧洲通胀预期的回落形成掣肘。欧央行在6月开启降息的大门之后，政策逆转的风险也正在上升。

图 126: 关注油价上行对通胀的风险 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

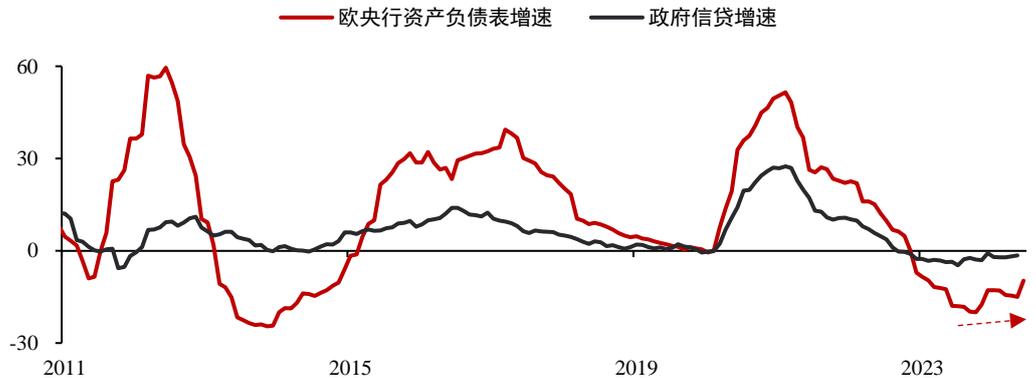
图 127: 关注运价上行对通胀的风险 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

等待总需求回落。下半年若面临能源二次冲击, 欧元区经济将再次面临压力。回顾历史, 2022 年开始美联储加息斜率快于欧洲, 欧美利差显著扩大, 欧元兑美元跌破平均平价位置, 创下 20 多年新低, 欧元区金融账户同样面临较大的流出压力, 欧元区金融账户近四季度均值不断下行, 英国金融账户差额长时间维持流出趋势。

图 128: 欧元区政府信贷增速和欧央行货币增速 | 单位: %YOY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

预计下半年欧洲财政政策难以扩张。虽然实体部门在压力进一步增强的背景下, 需要政府部门进行“逆周期”调节, 但是在政治和地缘因素影响之下, 这可以依然是美好的预期。关注欧央行货币政策的逆转可能, 我们下调下半年欧洲的总需求判断。

## 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)