



建银国际证券 | 宏观研究

## 宏观视野：2024 宏观展望 – 复苏仍将持续

**预计 2024 年中国经济继续复苏。**2023 年疫后缓慢增长符合我们去年的谨慎预期。周期性指标显示最近几个月经济运行有所提升。对增长的不利因素有望在 2024 年进一步减弱。企业现金流改善、财政支持力度加大、经济活动进一步恢复以及全球制造业复苏等因素则对经济有所助力。预期 2024 年经济增速将达到 5% 左右。

**预期周期性政策维持稳定宽松以支撑经济。**宏观政策预计侧重通过创造就业和有针对性地放松流动性来支持复苏。财政支出较 2023 年前期将更加积极，但大规模刺激措施的可能性不大。流动性将继续保持宽松。

**结构性改革有利于释放增长潜能。**制造业升级、能源转型和全球供应链深化仍将是抵消房地产低迷的主要中期增长动力，预计相关政策持续以助力增长转型。地方政府化债进程持续，但近期政策举措显示政府将管理其进程，避免化债对经济带来过度紧缩。预计城投债务增量继续放缓，信用仍将保持分化。行业政策和改革则是促进服务业就业和收入增长，提升增长潜能的关键。

**随着美联储政策转向，全球流动性预计有所改善。**美国经济开始降温并有望实现软着陆，我们预计美联储按兵不动时间超出利率市场目前预期，在 2024 年下半年开始谨慎降息。联储维持鹰派加上政府融资需求下，预计长端利率明年虽下降但幅度不大，而利率波动性可能会维持高位。

**美元继续走弱，利好人民币，但预计震荡走势将持续。**随着美联储转向和美国经济的相对优势减弱，美元预计将进一步下行。然而，市场对美联储政策预期的调整和对经济衰退的担忧可能会周期性地推高美元。对外贸易顺差继续支撑人民币对一篮子货币汇率，人民币兑美元汇率预计在双边波动中小幅回升。

崔历

(852) 3911 8274  
cuiii@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241  
kevinxie@ccbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012  
yanhuiing@ccbintl.com

## 中国宏观经济：现金流改善、财政支持和外部需求改善支持 2024 年经济持续复苏

过去一年，经济的温和复苏总体符合我们在 2023 年初的谨慎预期。结构分化持续：虽然房地产市场低迷，制造业需求仍然保持强劲，产业升级和绿色转型成为工业增长的新动能。但服务业表现较为低迷，拖累了就业和收入增长。成本和支出削减、就业市场复苏疲软以及企业流动性改善缓慢，均体现经济周期下行时的特征。宏观政策聚焦管理下行风险和提供流动性支持，增量刺激有限。

尽管步调缓慢，但最近几个月周期性指标有所改善，消费和工业增长都随着 GDP 增长而上升。就业指标仍然疲软，但显示出企稳迹象(图 1-2)。

图 1：经济增长正在回升，但速度仍然较慢



资料来源：CEIC，建银国际证券

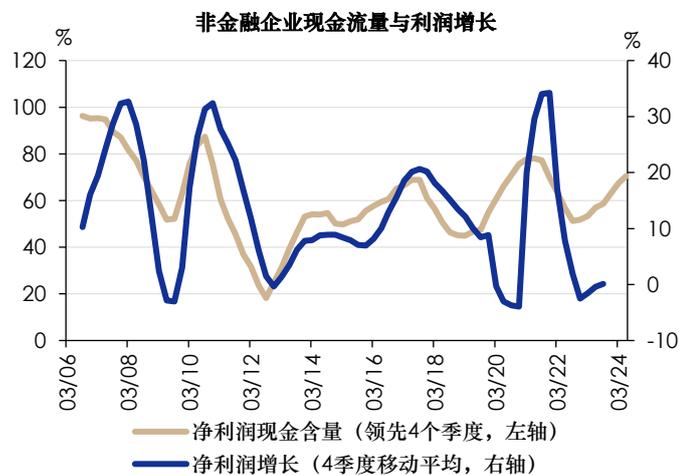
图 2：就业市场修复缓慢，近期略有企稳



资料来源：CEIC，建银国际证券

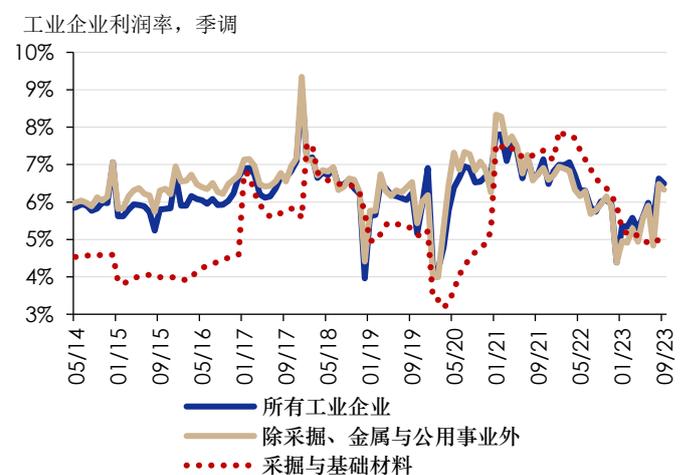
我们预计影响经济复苏的不利因素在 2024 年会继续消退。企业现金流近期已看到回升迹象，有利于企业支出的增加。此外，下游利润率的回升也表明需求有所改善(图 3-4)。今年面临的就业冲击部分来自疫情的延迟效应，未来随周期进展有望企稳，消费的进一步正常化(如旅游业)也会进一步支持复苏。在财政方面，我们估算前三季度财政支出放慢，拖累经济增长约 1 个百分点。而近期政府宣布增加财政赤字和增发国债，财政支出有望加强，为周期性增长提供更多支持(图 5)。此外，全球制造业前景改善将支持贸易进一步复苏(图 6)。与此同时，房地产行业的低迷预计延续到明年，推动行业进一步整合。由于地产行业已持续调整，加上近期政策的松绑，其对经济增长的负面影响将逐步减弱。

图 3：非金融上市企业现金流有所好转



资料来源：万得，建银国际证券

图 4：工业企业利润率回升



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 5: 财政政策在近月取态更加积极



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 6: 中国对外贸易受益于全球复苏



资料来源: CEIC, 建银国际证券

基本面的改善可能推动更多政策变革。最近的政策指引和中央金融工作会议显示财政金融领域的改革是明年的重点, 以支持可持续发展并防范化解债务风险。预计政策在支持周期性增长和降低债务风险之间取得平衡, 避免对经济的大幅刺激。

表 1 为我们对中国经济的预测。第 14 页开始全球经济。

表 1: 中国经济预测

	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
实际 GDP (% 同比)	4.5	6.3	4.9	5.4	4.3	6.2	4.9	4.7	3.0	5.3	5.0
工业增加值 (% 同比)	2.9	4.5	4.2	6.8	6.8	5.4	4.9	2.9	3.7	4.6	5.0
固定资产投资 (% 同比, 年初至今)	5.1	3.8	3.1	4.0	3.7	4.3	4.7	4.2	5.1	4.0	4.2
社会消费品零售总额 (% 同比)	5.8	10.7	4.2	12.9	4.2	7.0	8.1	5.0	(0.3)	8.4	6.0
出口 (美元, % 同比)	(1.7)	(4.6)	(9.6)	(3.0)	(8.9)	1.1	7.7	10.0	5.6	(4.9)	2.7
进口 (美元, % 同比)	(7.1)	(6.8)	(8.5)	0.2	0.9	3.0	7.9	0.4	0.7	(5.6)	3.0
消费价格指数 (% 同比)	1.3	0.1	(0.1)	0.0	1.3	1.2	1.7	2.2	2.0	0.3	1.6
生产价格指数 (% 同比)	(1.6)	(4.5)	(3.3)	(2.7)	(1.6)	0.5	1.9	3.7	4.2	(3.0)	1.1
社会融资规模 (% 同比)	10.3	9.3	9.3	9.5	8.5	8.9	8.9	9.0	9.6	9.5	9.0
美元/人民币 (期末值)	6.9	7.2	7.2	6.9	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.9	6.8
七天回购利率 (% 期末值)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	2.0	1.8	1.7
大型银行存款准备金率 (% 期末值)	10.8	10.8	10.5	10.5	10.3	10.0	10.0	10.0	11.0	10.5	10.0
中国十年期国债收益率 (% 期末值)	2.9	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.9
有效预算内赤字 (% 占 GDP 比重) <sup>1</sup>									(4.7)	(4.9)	(4.9)

<sup>1</sup> 包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移

资料来源: 国家统计局, CEIC, 彭博, 建银国际

## 结构转型持续：地产下行而制造业保持坚挺

近年来中国房地产进入下行周期，制造业则继续保持强劲势头。通过从土地和信贷密集型的房地产投资中释放经济资源，并抑制成本通胀（尤其是土地通胀），有助生产力增长。房地产行业下行带来行业的债务压力，但绿色投资、数字化和国内升级等新的增长动力则部分对冲其对增长的负面冲击（《[宏观视野：信贷收紧但工业周期持续](#)》），支持制造业的扩张（图 7）。基础设施投资也体现出产业升级，能源转型成为新的驱动力（图 8），传统的铁路、公路、机场等投资支出相对有限。产业升级推动出口中国内增加值比重上升（图 9），也有利经济增长。

工业部门整体资产负债表稳健，这得益于疫情前进行的重组，减轻了工业部门的债务负担（图 10），并提高其盈利能力。随着周期性指标的好转，预计制造业利润和盈利能力的增长继续改善。

图 7：尽管地产持续低迷，制造业投资仍继续增长



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 8：基建投资转向能源等新领域



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 9：产业升级提升出口增加值占比



资料来源：OECD，建银国际证券

图 10：工业企业债务率处于良好水平



资料来源：CEIC，建银国际证券

## 绿色转型仍是经济增长的亮点

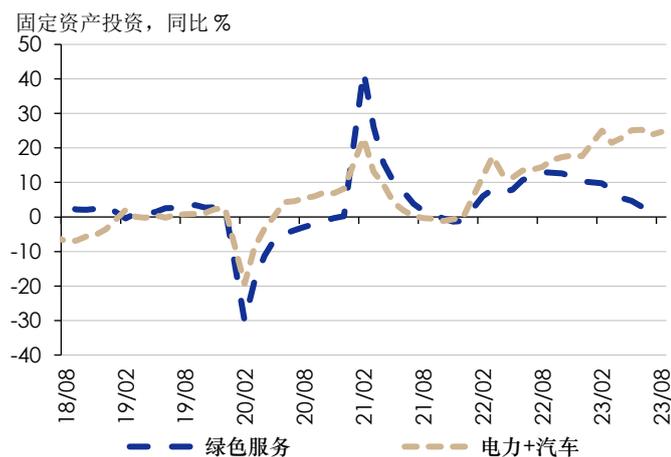
绿色资本支出仍将是推动中国产业升级和经济转型的关键投资主题（《宏观视野：绿色转型对中国经济的影响》）。2021-2023 年，电力行业和电动汽车投资平均按年增长 20%左右（图 11）。我们预测，全球和国内电动汽车的快速扩张将推动电动汽车销量和产量增长 15-20%。此外，上游行业固定资产投资加速而产能扩张有限，显示投资支出主要用于产业升级，包括实现符合工业排放目标的投入（图 12）。

政策调整有利支持提升绿色资本支出。2023 年 7 月，国家宣布将减碳的重点从“能耗双控机制”转向新的“碳排放双控机制”，有助减少制造业的供给限制，鼓励可再生能源的使用并支持绿色投资。

2022 年，绿色相关投资预计占中国固定投资总额的 20%以上，与房地产行业类似。因此，绿色相关投资有潜力抵消房地产行业的低迷。但与房地产业不同，新的绿色投资的直接溢出效应主要集中在制造业，对服务业的溢出效应往往很小（图 13）。因此，若想绿色转型在推动经济发展方面发挥更广泛的作用，需要绿色服务业更强劲的增长。环境保护等绿色服务发展受地方财政和行业规章的制约，需要进一步改革来释放潜力。

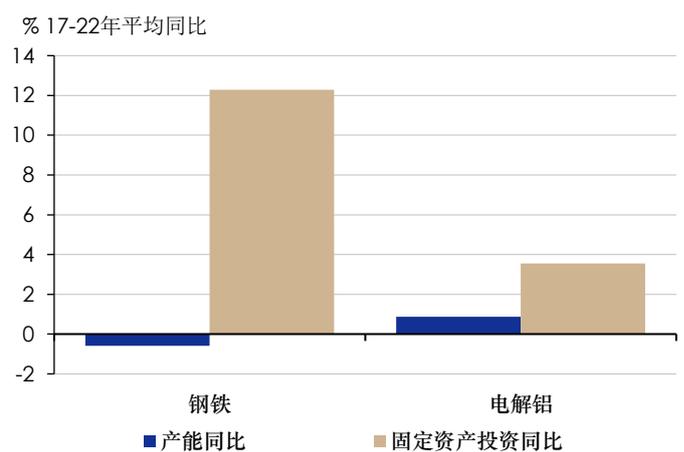
中国在一些绿色相关产品的全球份额不断上升（图 14），可能将面临更多的全球保护主义的冲击。预期绿色投资将加快，以降低贸易保护可能增加的成本。中国的对外投资也有可能增加，以避免关税对中国产业附加值的影响。

图 11：绿色制造业扩张快于绿色服务业



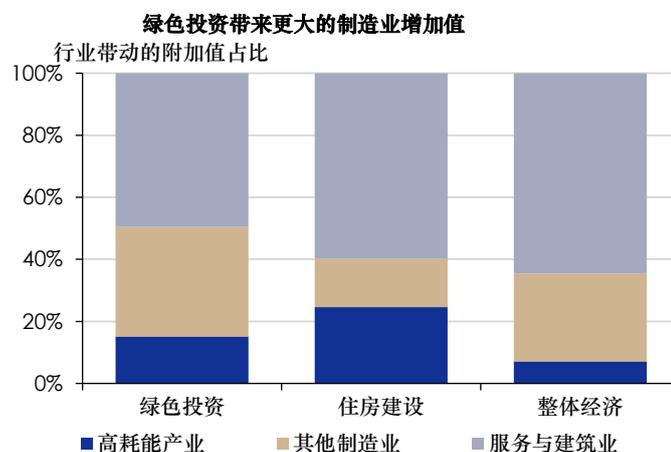
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 12：传统产业转型升级投资强劲



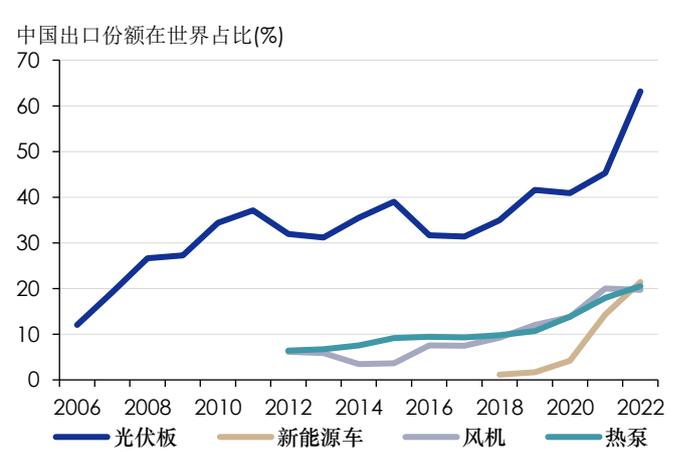
资料来源：OECD，CEIC，建银国际证券

图 13：绿色投资对制造业溢出效应更大



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 14：中国在全球绿色供应链中的地位上升



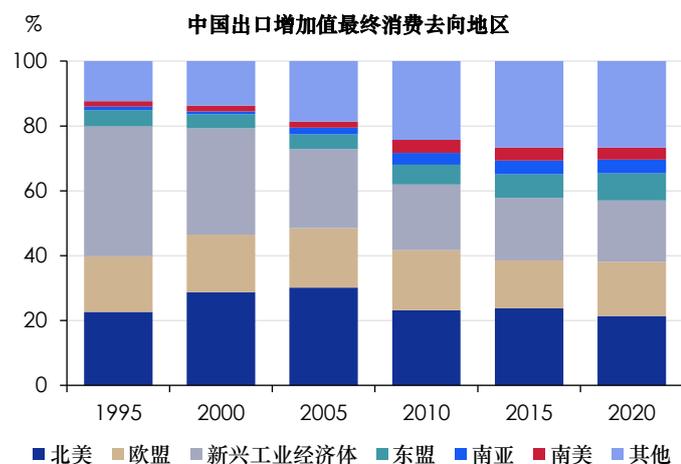
资料来源：OECD，CEIC，建银国际证券

## 产业链重组而贸易优势仍在

疫情以来，贸易始终是中国制造业活动的主要支撑，直至 2023 年开始有所回落。但最近的数据显示，中国贸易额增长开始回升。未来，全球制造业周期有望回暖，领先指标已经有所上升。

结构性改革则为增强中国贸易竞争力和提高附加值比重提供持续支持。中国产业经历了持续的供应链重组，包括升级、多元化和国产替代。劳动力和资源密集型行业向东盟转移，而技术和资本密集型行业则加速进口替代（如汽车和高科技零部件）和供应链区域化的趋势（《宏观视野：区域供应链将如何塑造中国贸易的未来？》2022 年 3 月）。中国出口中附加值有所攀升（图 9），且出口目的地（以附加值衡量）也变得更加多样化（图 15）。此外，半导体等关键零部件技术成熟度的提高，减少了中国对先进技术进口的依赖（图 16），支持中国贸易顺差。

图 15：中国海外销售在终端需求方面更加多样化



资料来源：OECD，建银国际证券

图 16：高端制造对海外零部件依赖度回落



资料来源：CEIC，建银国际证券

## 人民币汇率：继续受益于贸易基本面

自疫情以来，持续的出口竞争力、贸易多样化和进口替代带动中国贸易顺差走强，支持我们对人民币的积极观点（图 17），受基本面推动，自疫情以来，人民币名义一篮子汇率升值 5%（图 20）。虽然证券投资在 2023 年转为负值，但与 2015 年相比，净资本流出规模仍然较小且低于贸易顺差（图 18）。由于居民外汇错配有限，因补头寸造成的资金外流压力不大。而在全球利率飙升和国内经济复苏弱于市场预期的背景下，外资流出。不过，外资持有中国债券的比例仍与 2019 年底相近（图 19），但当时中国名义利率远高于全球利率，显示多元化配置的需求仍持续吸引外资。

虽然今年以来人民币对强势美元有一定贬值压力，但随着美元走软，预计人民币对美元汇率明年小幅走强。由于美元走势预计仍较为波动，监管当局可能会允许人民币汇率保持更大的灵活性。预计人民币对美元明年可能在 6.6-7.3 区间波动。

图 17：贸易顺差支撑人民币汇率



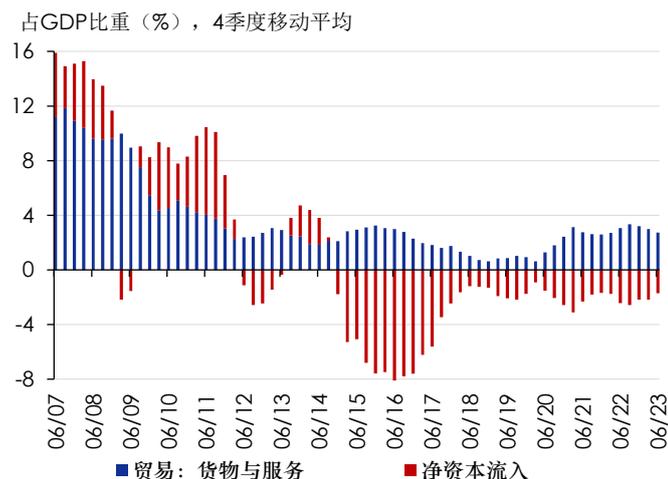
资料来源：国际结算银行，CEIC，建银国际证券

图 18：外资对中国投资减少，但回落有限



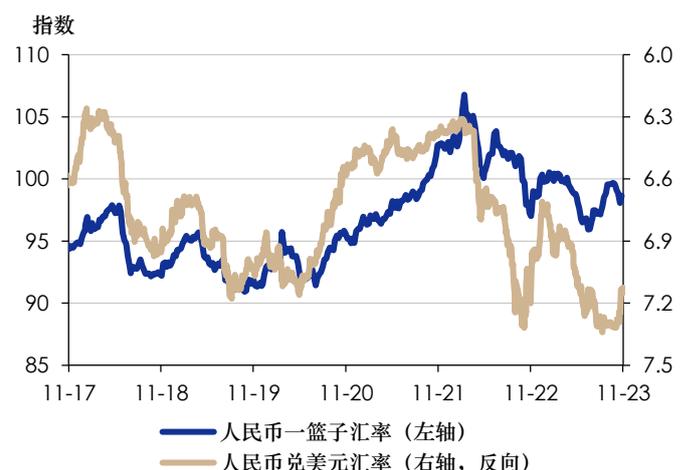
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 19：中国贸易顺差规模大于资本外流规模



资料来源：国家外汇管理局，建银国际证券

图 20：人民币对一篮子货币保持稳定



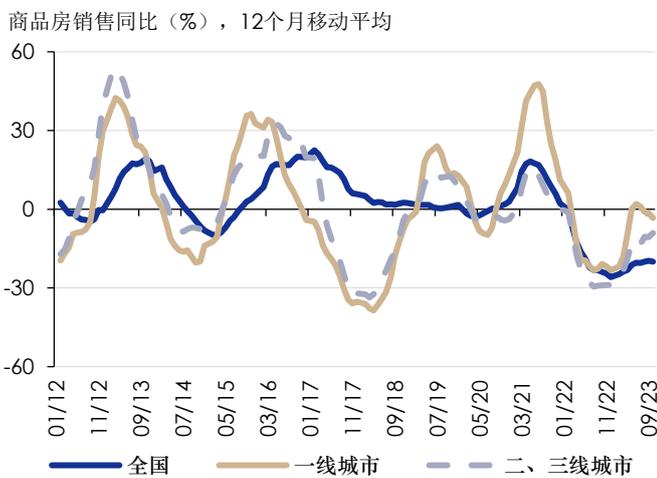
资料来源：CEIC，建银国际证券

## 资产负债表衰退的可能性较小

地产行业的调整已经持续三年。近期指标显示一线城市商品房需求有所改善，但全国范围内需求依然疲软（图 21）。随着地产销售持续下探，政策松绑力度加大，预计 2024 年降幅收窄。不同城市之间的分化将会持续，新增投资可能进一步萎缩，推动行业继续整合。

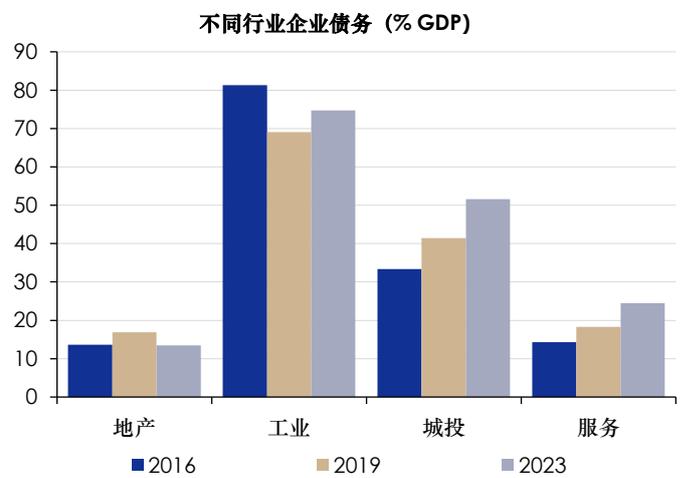
企业部门大规模去杠杆可能性较低。近年来，企业部门债务在行业间轮动，符合经济转型期的特征。2016-2018 年企业重组改善了重工业企业的资产负债表，同时政府和居民杠杆扩大，支持需求。虽然过去 3 年房地产行业开始去杠杆，高科技、材料、公用事业，绿色投资等行业仍在快速发展时期，工业部门负债有所上升。企业部门没有通过同步去杠杆带来对总量需求的压缩。同样，虽然地产保持下行，居民部门增加储蓄并降低负债的趋势并不明显。居民消费不振主要来自收入和收入预期。中国居民部门的资产负债表较其他主要经济体更为强劲（图 24），去杠杆的压力较小。除非就业市场和现金流继续疲软，否则中国发生资产负债表衰退的可能性较小。

**图 21：房地产需求仍然疲软**



资料来源：万得，建银国际证券

**图 22：企业部门债务：杠杆的行业轮动受经济转型带动**



资料来源：CEIC，万得，建银国际证券

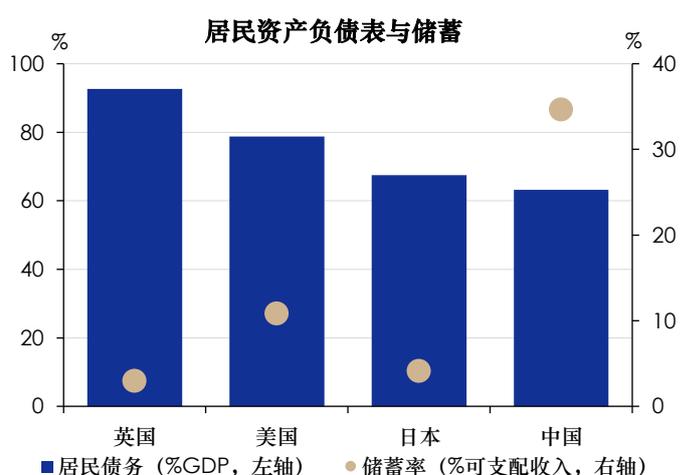
\*注：图中服务业债务为整体服务业债务减去城投平台债务后的规模

**图 23：居民部门并未大幅增加储蓄和去杠杆**



资料来源：CEIC，建银国际证券

**图 24：中国居民部门资产负债表相对强劲**

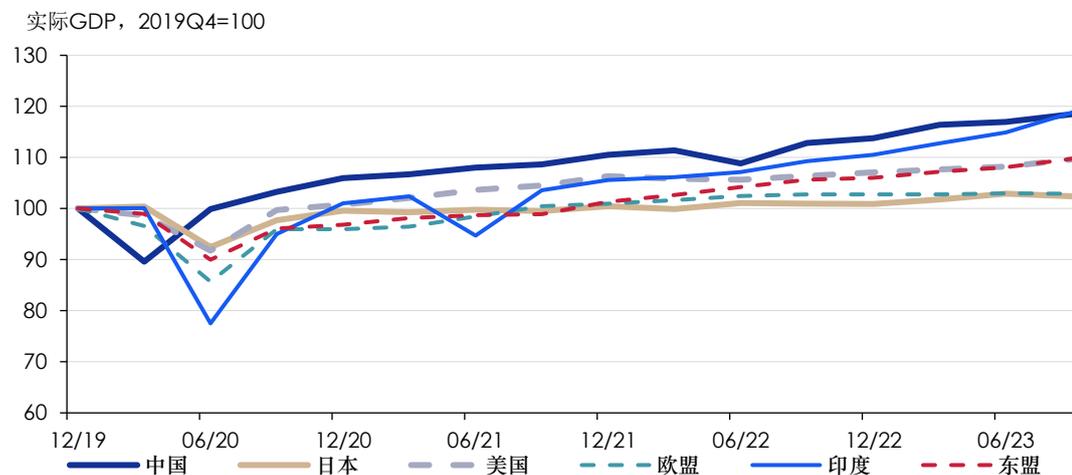


资料来源：CEIC，万得，建银国际证券

## 经济增长能否更上层楼？

以增长速度来看，疫情以来中国的经济增长仍高于其他国家。然而，与发达经济体和一些新兴市场国家相比，中国经济在疫情后的增速仍远低于疫情前趋势（图 25）。

图 25：中国经济增长在过往三年的平均水平仍高于多数国家



资料来源：国际货币基金组织，建银国际证券

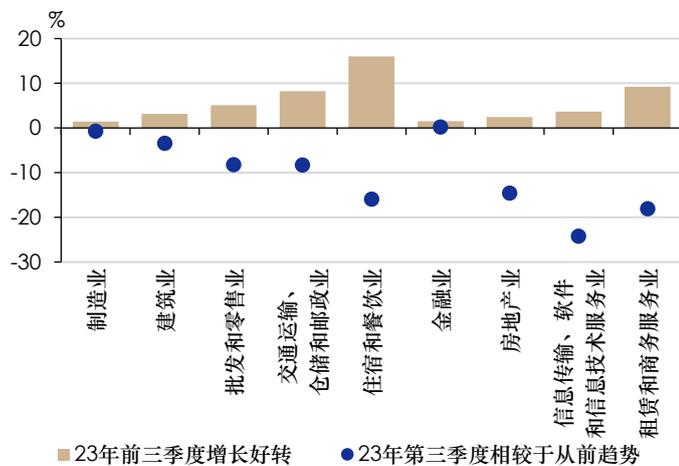
如前所述，随着周期性指标的改善，预计明年的经济增长将更加强劲。然而，劳动力市场状况和政府债务约束仍然限制了增长势头。明年有望出台更多宽松政策，但释放经济增长潜力需要更广泛的改革。

## 加强服务业增长，提振就业市场

以行业疫情以来的实际增长和疫情前趋势预测的水平来看，制造业在疫情下增长良好，目前已略高于疫情前预测的水平。而今年服务业增长有所回升，但服务业活动水平在第三季度仍然较疫情前趋势低 17%，显示服务业增长不振是经济趋势走弱的主要因素。分细项看，受疫情影响最大的线下服务行业，如零售、旅游和餐饮业，均在今年出现了反弹，表明经济活动正在恢复正常化，未来仍有进一步正常化的空间。而理论上受疫情影响较小的商业服务，如技术和通信服务，疫情以来的增长却明显放缓。也尚未回到疫情前的趋势增速（图 26），部分原因是监管加强减缓了行业的扩张。

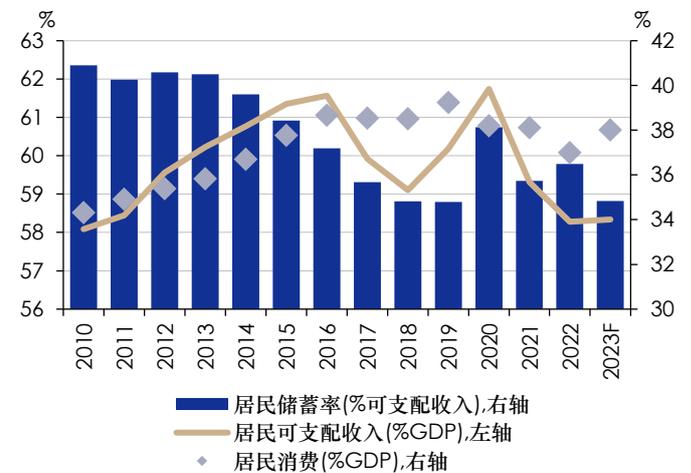
服务业复苏缓慢阻碍就业和收入的增长，相应抑制消费，而储蓄今年则有所回落（图 27）。结构看，中国服务业占整体经济的比重仍远低于处于同收入水平时期的发达经济体（图 28）。要提振就业和增加收入，并最终实现消费增长，通过结构性改革释放服务业潜力至关重要。

图 26：服务业复苏并不均衡



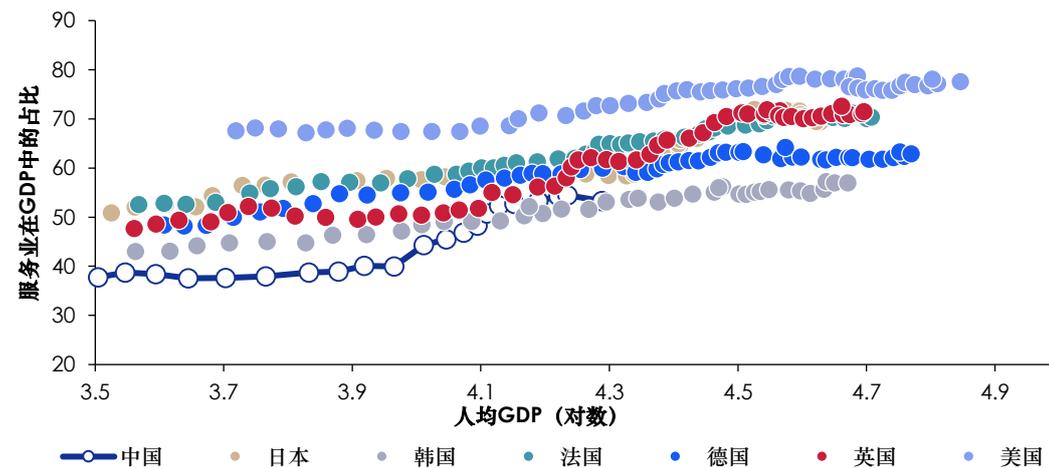
资料来源：万得，建银国际证券

图 27：由于收入较低，家庭消费仍低于疫情前水平



资料来源：万得，CEIC，建银国际证券

图 28：中国服务业在 GDP 中的占比低于其他国家在同水平收入时期的占比



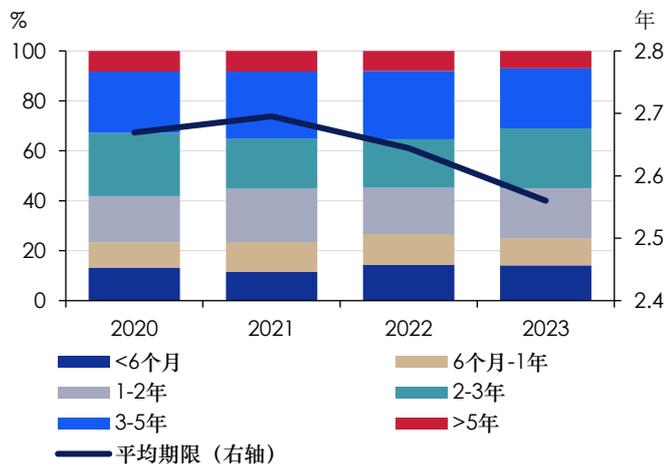
资料来源：Penn World Table, OECD, 建银国际证券

## 地方政府化债进程持续推进，同时平衡对经济的流动性冲击

地方政府债务是今年制约经济增长的第二大因素。由于收入放缓，特别是土地出让收入大幅下滑，迫使地方政府削减支出（《宏观视野：中国财政政策和城投债债务前景评估》）。平均债务期限的缩短加剧了城投平台所面临的流动性压力（图 29）。四季度以来，中央制定实施“一揽子化债方案”以缓解压力。10 月至今 29 个地方政府（含单列市）宣布计划发行总额超过 1.3 万亿元人民币的特殊再融资债券化解隐性债务，缓解流动性压力（图 30）。

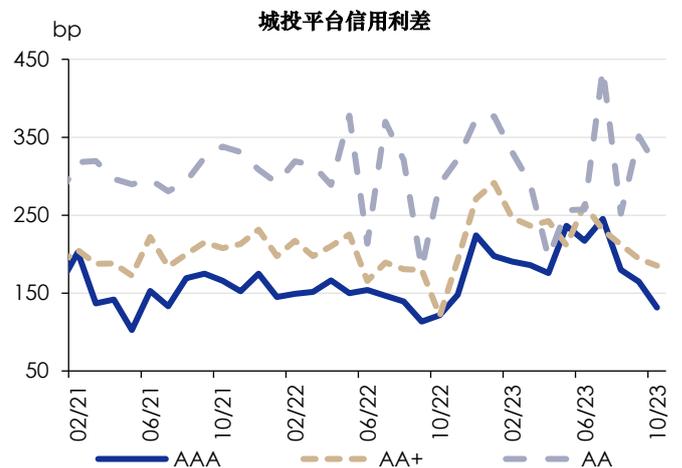
预计政府未来在控制隐性债务和满足地方财政支出需求之间更为平衡。中国承诺控制地方政府债务风险，目标是在 5-10 年内通过财政资源进行债务互换、债务重组、国有企业资产出售或必要时进行破产程序来消除隐债。近年来城投债务增速放缓，城投债务占地方债务的比例已不足 50%（图 31）。新增城投债务则由经济更发达、偿债能力更强的地区承担。我们预计这些政策将会继续推进，信用分化仍将是遏制债务增长策略的一部分。事实上，即使在最近宣布“一揽子化债方案”之后，地方间和地区内城投平台的信用利差仍然存在差异（图 32），反映市场对政府为城投债有限兜底的预期。未来化债进程还应考虑经济周期状况，并加快财务重组，避免顺周期紧缩对经济的负面影响。

图 29：“一揽子化债方案”缓解地方政府的流动性压力



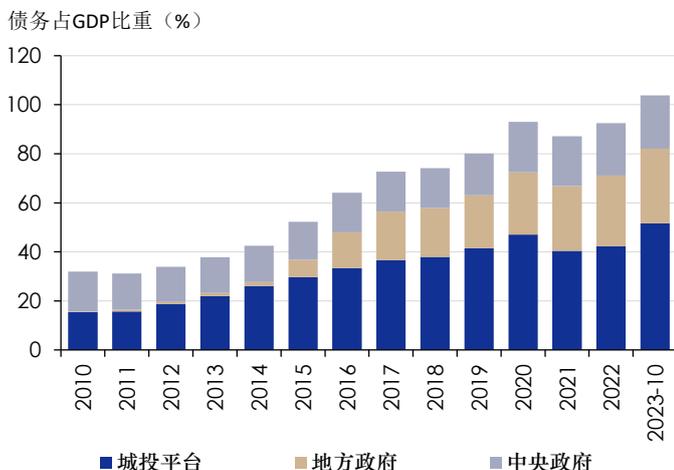
资料来源：同花顺，建银国际证券

图 30：自 8 月政府宣布“一揽子化债方案”以来，城投债平均信用利差有所收窄，信用分化仍存



资料来源：万得，建银国际证券

图 31：近年来城投债增速放缓



资料来源：同花顺，CEIC，建银国际证券

图 32：地区间与地区内的信用分化仍然存在



资料来源：万得，建银国际证券

## 2024 年宏观政策：保持稳定

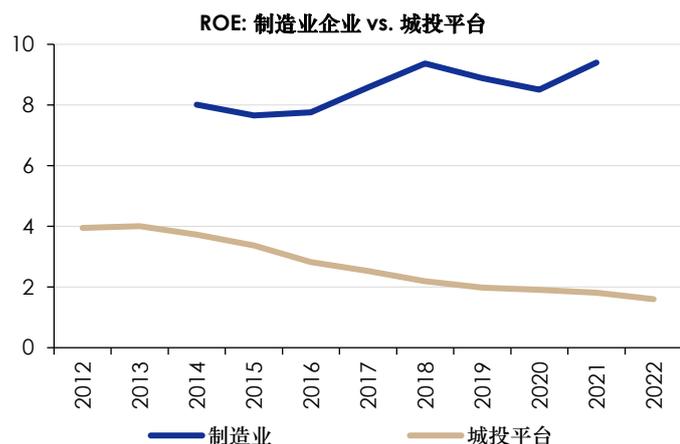
中国经济的弱复苏，引发了对宏观政策进一步宽松的预期。传统的降息或基建投资等政策工具可以用来缓冲下行风险，但在实现全面复苏方面的效果较差，因此我们认为大规模刺激的可能性较小。

财政政策方面，债务风险和基建投资回报的下降（图 33）预计会限制大规模刺激。此外，由于基建项目的账款周转周期较长（图 34），对缓解短期流动性的作用较小。我们预计财政政策将在预算空间内小幅增加支持力度。根据估算，2023 年前三季度净财政支出较去年同期下降约 16%，降低 GDP 约 1 个百分点。因此，最近增加赤字的政策转变释放了积极的信号。预计明年的财政赤字将基本保持稳定（图 35），但不排除略有上升。

在货币政策方面，虽然释放流动性有利于支持信贷，但大幅降息的经济效果好坏参半。对于居民部门来说，近年来的降息伴随着存款增长的加速和流动性资产比例的下降，表明较低的利率并没有促使居民部门增加消费（图 36）。居民为净储蓄部门，利息收入下降对消费有负面影响。不过，鉴于周期复苏仍弱，预计央行将维持一个宽松的流动性环境，明年可能会继续降准。

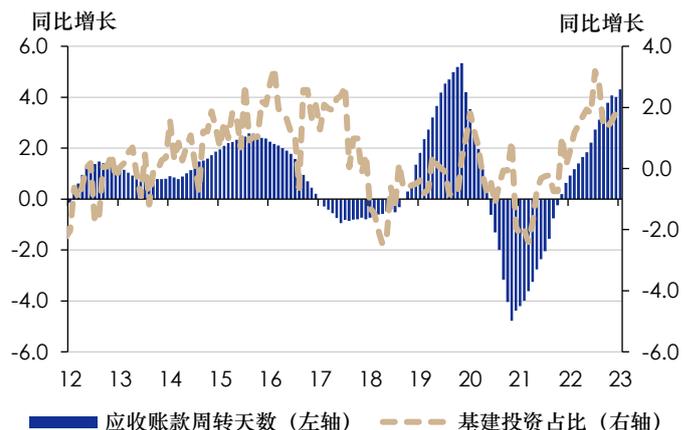
2024 年，预计通胀将温和回暖。今年食品和核心商品拉低整体通胀水平，而服务通胀基本保持不变，表明低通胀由主要由制造业价格回落而非需求疲软导致（图 38），在一定程度上缓解对通货紧缩的担忧。展望未来，猪肉供应下降、国内需求持续复苏以及全球大宗商品供应持续紧张，CPI 和 PPI 有望出现回升。随着经济前景好转，国内利率预计将温和上升（图 38）。

图 33：城投平台 ROE 下滑限制大规模投资刺激



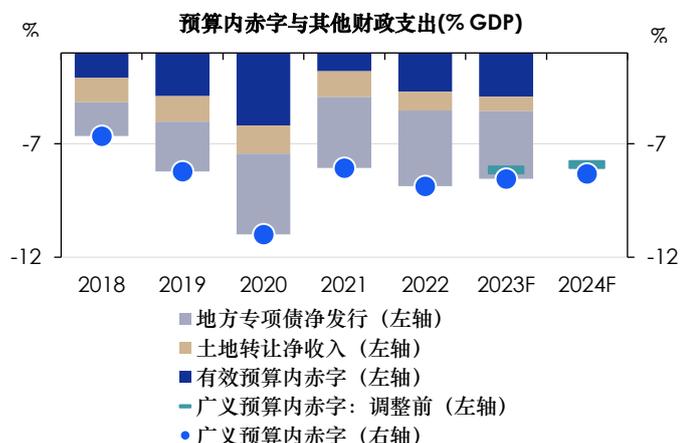
资料来源：万得，建银国际证券

图 34：基建投资上升可能增加应收账款



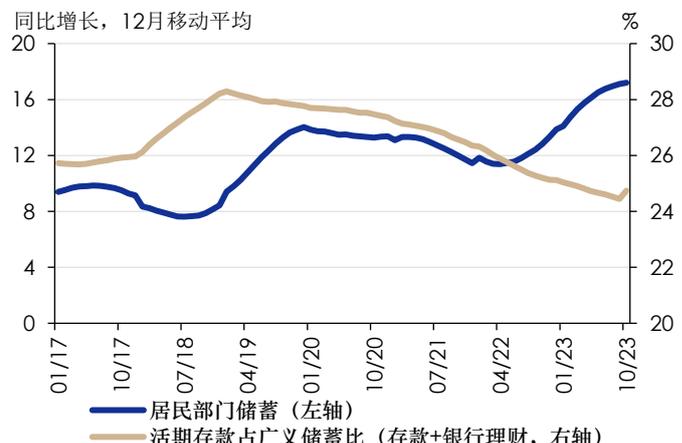
资料来源：CEIC，万得，建银国际证券

图 35：最新的政策表明财政取态更加积极



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 36：居民部门的流动性资产随利率走低下降，表明低利率对消费刺激的作用有限



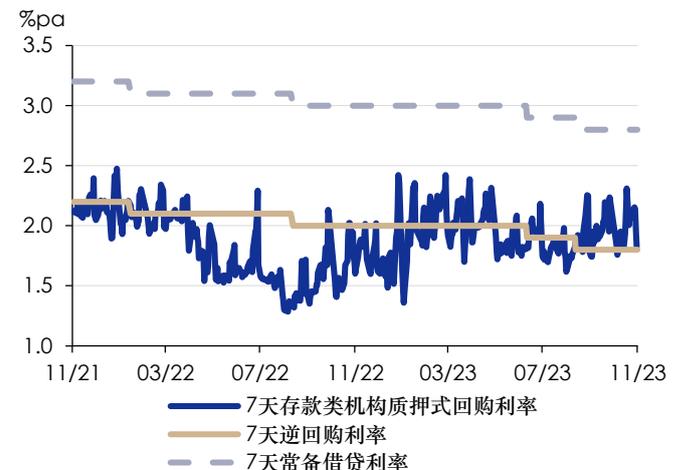
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 37: CPI 下跌主要受到商品价格下行影响, 而非服务价格导致



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 38: 货币政策保持宽松, 利率在经济温和复苏的背景下小幅上升



资料来源: 万得, 建银国际证券

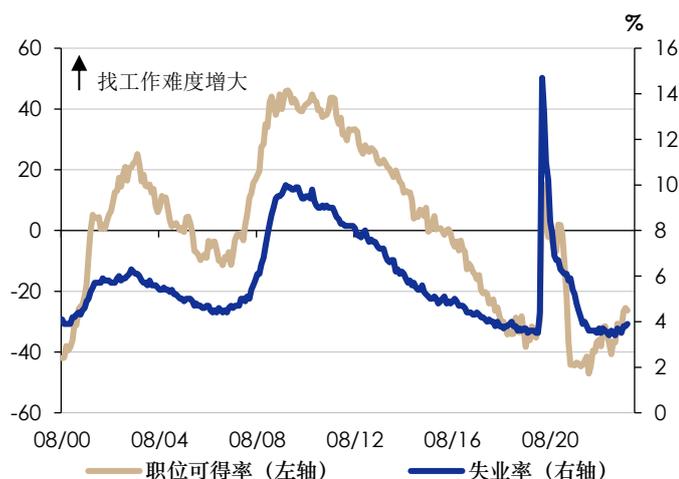
## 全球经济：一个“高利率持续更久”的世界

在“高利率持续更久”的背景下，预计发达国家经济在明年将进一步降温。随着通胀压力的缓解，预计美国货币政策利率将在 2024 年上半年保持不变，随后进入温和宽松周期。美债利率预计小幅下降，而美国政府巨大的融资需求可能加剧利率波动性。目前来看，市场对联储政策宽松力度的预期似乎过高。

**美国经济软着陆仍然是我们的基线预测。**尽管 2023 年经历了有史以来以来最快的货币紧缩周期，但美国经济表现强劲，顶住了衰退担忧。目前，非农业就业增长已放缓至疫情前水平。同时，劳动力供应的增加和劳动参与率也恢复到疫情前的水平，带动失业率从历史低点回升，导致工资增长放缓。此外，金融条件的紧缩提高居民的贷款利率。拖欠率上升，尤其是汽车贷款和信用卡，将限制消费者的借贷能力。在就业市场降温、金融条件收紧、学生贷款恢复偿还以及超额储蓄减少的背景下，消费支出的放缓将在 2024 年推动美国经济增长放缓（图 39）。与此同时，核心通胀也在放缓。供应链正常化、耐用品库存增加以及消费需求放缓，将可能令核心消费品价格承压。高利率和劳动力市场的放缓也将有助于服务业通胀降温。但地缘政治和绿色转型仍是支撑通胀压力的结构性因素。

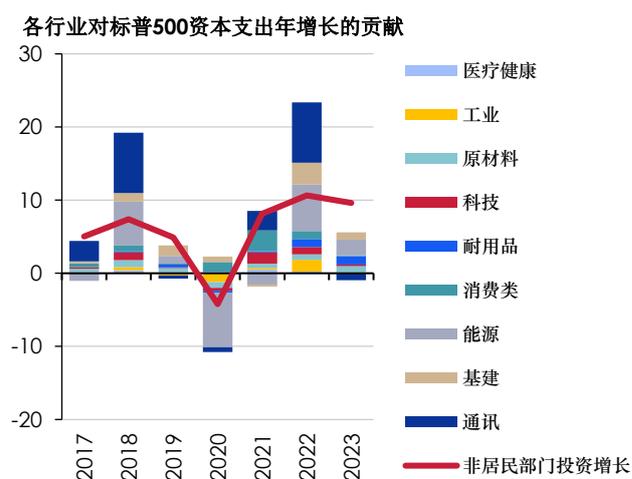
**财政扩张对周期经济仍有支持。**商业投资增长有所放缓，但与过往衰退期相比仍然保持良好，与住宅投资的大幅下滑形成了鲜明对比。在美国立法支持基础设施、绿色转型和先进制造业之后，长期产业规划激励商业投资上升。这些结构性政策去年支持了能源、工业和其他相关部门的投资，预计这些支持未来将会持续（图 40）。资产负债表基本面应该有助于私营部门对冲高度限制性利率的影响（图 41），但一些高收益公司除外（图 52 和第 19 页）。

图 39：美国劳动力市场正在降温，但仍然偏紧



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 40：能源和基础设施行业的强劲投资可能会持续



资料来源：彭博，建银国际证券

**不断上升的财政赤字增加国债供应。**根据美国国会预算办公室的预测，今年美国联邦预算赤字占 GDP 的比例将从 2022 年的 4.2% 上升至 5.9%，并在未来几年稳定在 5.5% 至 6.2% 之间。但根据我们的估算，到 2031 年，上述产业政策立法将使预算赤字再增加 1 万亿美元（每年约相当于美国年 GDP 的 0.3-0.5%）。联邦资金需求的迅速攀升将增加国债供应。

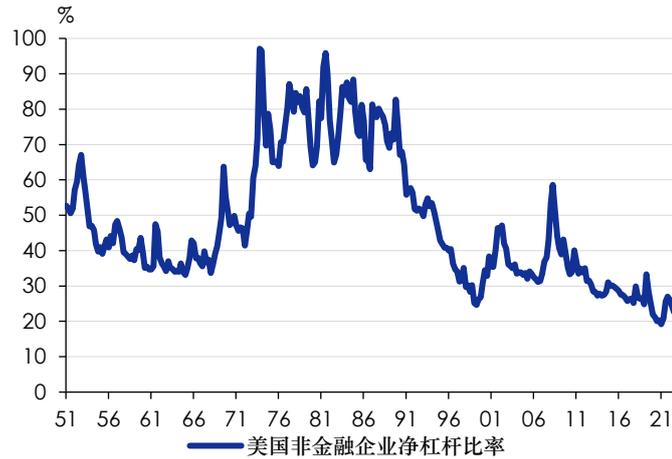
**能源通胀的不确定性。**能源价格在 2023 年有所好转。但由于地缘政治的不确定性和能源转型带来的供应限制，未来一年能源价格可能会继续高企。在类似当前的高通胀状态下，石油供应冲击的影响更为严重，持续时间也 longer。我们估算油价每上涨 10 美元，将使美国通胀上升 0.4 个百分点，并可能长期推高非能源消费价格和工资成本。中国经济的复苏也可能给能源价格带来上行压力。

**美联储按兵不动的时间可能比市场预计更久，之后才温和降息。**市场对降息的预期似乎过高。美国经济的韧性表明，即将到来的经济下行可能是温和的。我们预计，一旦通胀和经济都显示出实质性的放缓迹象，美联储将在 2024 年上半年转为中性政策立场。当失业率上升趋势确立，并且核心通胀年化增长在 2.0-2.5% 左右，美联储预计将在 2024 年第三季度首次降息。在经济放缓期间，政策制定者可能会采取流动性措施，而不是降息来应对可能出现的信用危机。市场在 2023 年对未来降息幅度的预测持

续高于联储的预期。我们认为市场对 2024 年底前累计降息约为 125 个基点的预期仍然过高（图 42）。出于对通胀可能再次加速的担忧，美联储将可能在启动降息周期时表现出更为持久的耐心。

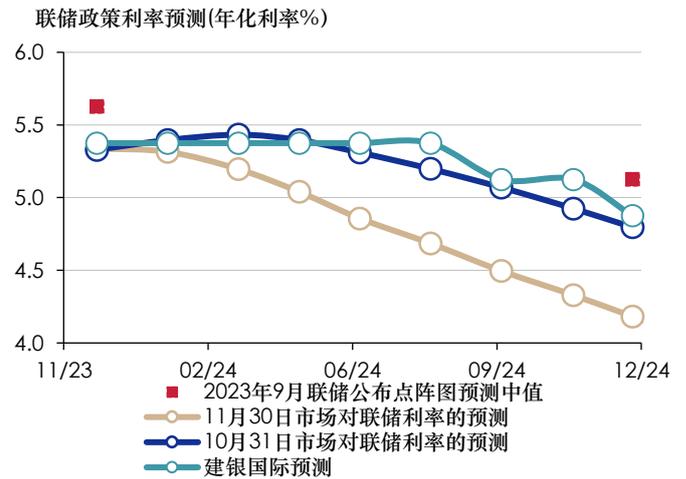
市场预期的变化可能导致利率波动居高不下。另外，美联储预计将继续以每月 950 亿美元的速度缩减资产负债表。除非市场出现剧烈动荡，这一进程可能会持续至 2025 年。总的来说，这意味着 2024 年美国国债净供应量将继续攀升，从 2023 年 GDP 的 7.0% 上升到 2024 年的 7.7%，表明即使美联储开始下调联邦基金利率，流动性仍将偏紧。

图 41：私营部门资产负债表仍然稳健



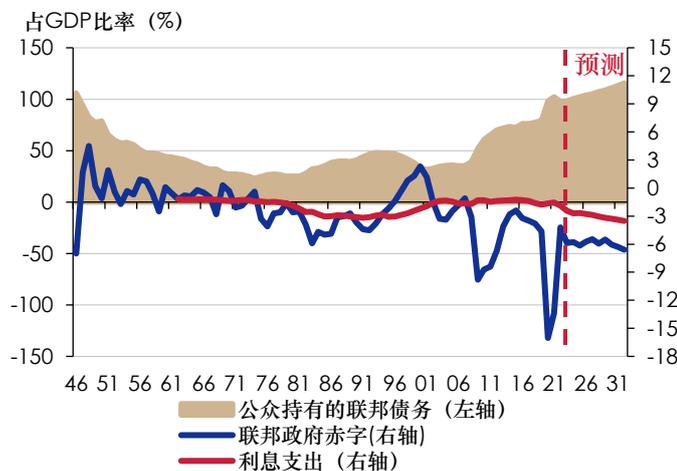
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 42：市场对减息的预期似乎过于乐观



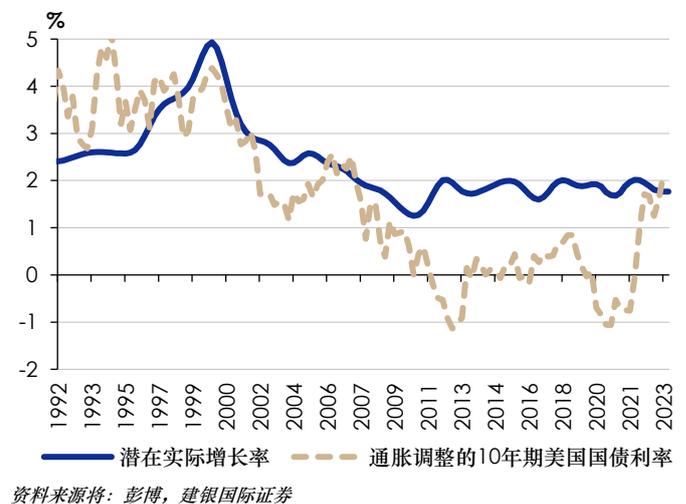
资料来源：彭博，建银国际证券

图 43：长期财政压力：利息支出和政府赤字增加



资料来源：芝加哥商品交易所，建银国际证券

图 44：实际利率徘徊于趋势增长附近是新常态



资料来源：彭博，建银国际证券

**美国利率明年预计将温和下行。**经济放缓和美联储的宽松政策转向将降低债券收益率曲线的前端利率。但不断增加的美国国债供应和财政实力的减弱可能会促使投资者要求更高的期限溢价（图 43），尤其是在美联储等对价格不敏感的买家袖手旁观的情况下。美国政府在疫情期间采取扩张性政策后，实际利率已恢复至趋势增长（图 44），中性利率上升这一潜在因素也降低了美联储未来减息的空间。与疫情之前相比，长期国债利率预计将保持高位（图 45）。下表 2 是我们对美国经济和利率的预测。

图 45: 美国通胀和利率预测



资料来源: CEIC, 建银国际证券

表 2: 美国经济和利率预测

	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
美国 GDP (%同比)	2.9	2.7	2.2	1.7	0.7	0.8	1.2
美国核心 PCE 通胀(%同比)	3.9	3.5	3.0	2.7	2.7	2.5	2.3
美国联邦基金目标区间(EOP %)	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.00-5.25	4.75-5.00	4.50-4.75
美国 2 年期国债收益率(EOP %)	5.1	5.0	4.5	4.4	4.2	4.1	3.9
美国 10 年期国债收益率(EOP %)	4.6	4.6	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1

资料来源: 彭博, CEIC, 银国际证券

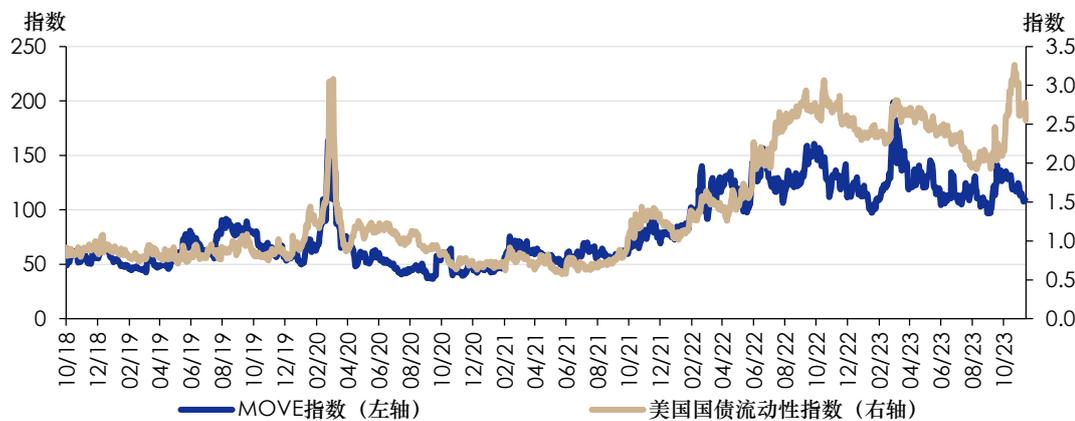
## 利率波动性维持在高位

2023 年，在美国经济表现出超预期韧性、鹰派美联储和国债供应增加的背景下，全球金融市场出现了大幅利率波动。正如彭博美国国债流动性指数所示（图 46），利率剧烈波动导致美国国债市场流动性出现明显恶化。

高波动性预计将会持续。基差交易涉及高杠杆头寸，同时利用美国国债市场期货价格和现货价格之间的价格偏差来获利。目前基差交易杠杆账户的净空头头寸（见[此处](#)与[此处](#)）已飙升至历史新高，超过了 2019 年 9 月和 2020 年 3 月美国金融市场动荡期间的水平（图 47）。两次事件都出现由于保证金要求上调引发的大规模杠杆头寸无序平仓。加剧了回购市场的压力，以及对其他金融市场的溢出效应。

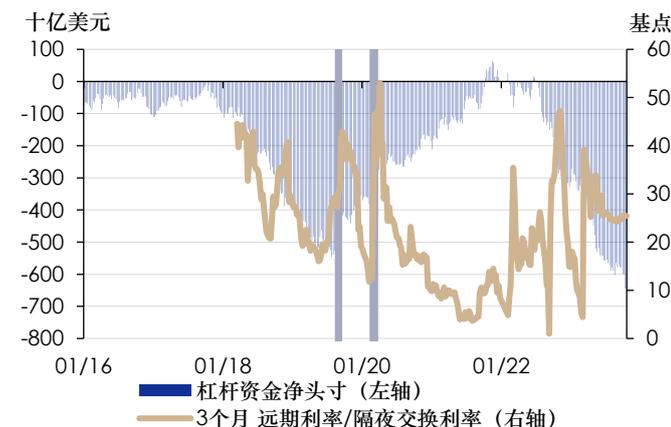
流动性和波动性指标急剧波动是市场承压的信号。随着量化紧缩政策的继续，美联储持有的国债份额将进一步下降（图 48），这可能加剧市场的紧张情绪。潜在的触发因素，如大量杠杆账户的无序平仓，有可能导致金融市场大幅波动。在这种情况下，美联储可能需要像之前一样迅速介入，采取大规模的流动性措施以恢复市场功能。

图 46：美国国债市场流动性压力上升



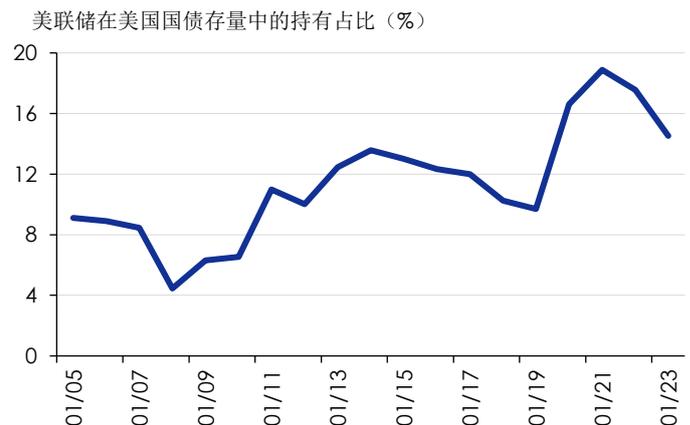
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 47：国债期货空头仓位积累



资料来源：彭博，建银国际证券

图 48：量化收紧下美联储正减少美国国债持仓



资料来源：CEIC，建银国际证券

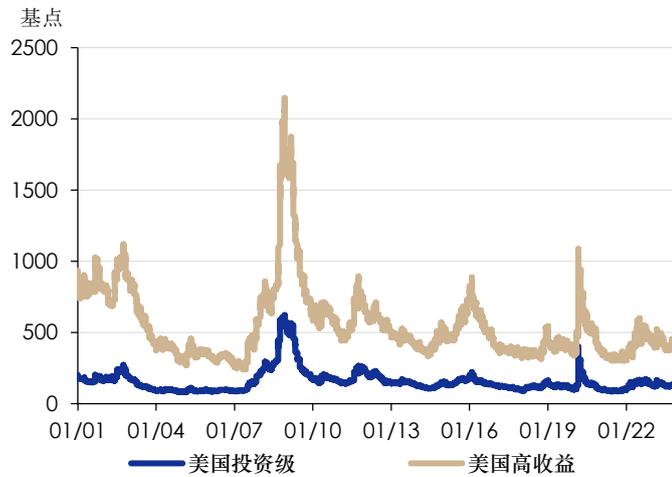
1. 根据彭博的解释，该指数衡量美国国债市场当前的流动性状况。它显示了所有剩余期限为一年或一年以上的美国国债的平均收益率误差，这一误差基于彭博相对价值曲线筛选。当流动性条件有利时，平均收益率误差很小，因为任何与公允价值的偏差都在短时间内归一化。在流动性紧张的情况下，曲线筛选器显示的公允价值偏差可能持续存在，导致较大的平均收益率误差。

## 美国企业信用市场预计走弱，但与过往衰退相比较为温和

过去两年，稳健的企业资产负债表帮助企业经受了利率上升的考验，债券利息差持续在低位（图 49）。然而，随着借贷成本上升和信贷条件收紧，企业偿债负担有所上升（图 50）。另外，2 年内到期的公司债券在 2024 年约占公司债券总量的 20%，再融资压力未来数年将继续增加。美国企业债券利差预计将从目前的低位上升。

由于未来到期高收益债券增长加快、融资成本高企以及贷款标准的收紧，高收益债券发行将面临更大的挑战（图 51）。企业资产负债表的韧性将缓冲违约率上升的影响，因此未来违约率的上升可能比过往经济下行周期更为缓和（图 52）。但已经出现负现金流和更依赖消费者支出的企业在 2024 年将承受更大的再融资压力。

图 49：美国企业信用利差仍较低，未来预计走阔



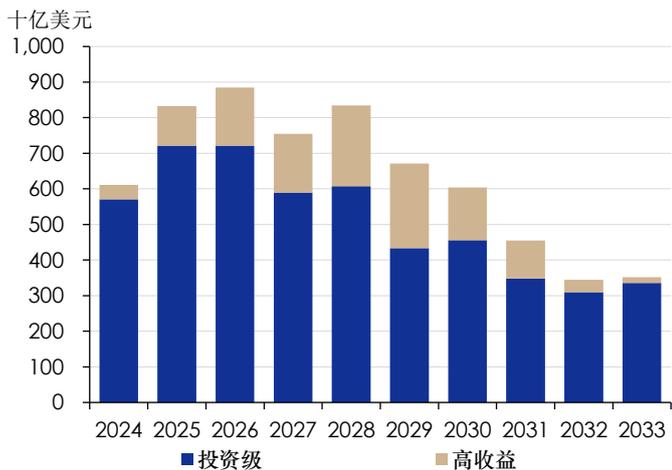
资料来源：彭博，建银国际证券

图 50：企业负债和偿债压力上升



资料来源：美联储，建银国际证券

图 51：2024 年 20% 的公司债需要再融资，且这一比例将在未来几年上升



资料来源：彭博，建银国际证券

图 52：企业违约率上升，但总体水平仍较低



资料来源：标准普尔，建银国际证券

## 美元将震荡下行

对经济温和放缓和持续降通胀的预期表明美元将在 2024 年走低。虽然年初至今，美元指数变化不大，但出现大幅波动。在经历了 2023 年初的宽松政策后，受益于美国经济强劲表现以及与其他主要经济体利差的扩大，美元指数在 2023 年第三季度大幅上涨(图 53)。但低于预期的 10 月通胀数据，以及对加息周期结束的预期上升，引发了债券的强劲反弹和美元的下跌。2024 年，在温和宽松周期开启和软着陆的基本情景下，我们预计美元将继续下滑。在过去的加息周期中，美元通常在美联储加息结束时见顶(图 54)。美国经济降温，以及来自其它央行的紧缩压力，也将收窄美国在利差和经济增长方面的优势。

考虑到核心通胀的压力，欧洲央行短期立场可能偏鹰派：2023 年欧洲经济由于政策收紧和能源价格而放缓。到 2024 年，能源价格下降和通胀降温应该有助于提高居民家庭购买力。鉴于核心通胀仍处于高位，欧洲央行在近期重申了其鹰派立场。然而，与美联储类似，随着通胀压力减弱，预计欧洲央行将在 2024 年年中左右降息。在经历了几个季度的低迷之后，金融条件的放松和稳定的能源成本应该会推动经济逐步复苏，特别是制造业产出。

日本央行在 2023 年对其利率控制政策进行了调整，扩大国债收益率的交易区间，同时维持负利率不变。在经历了数十年通货紧缩之后，工资增长是对于实现日本央行 2% 的通胀目标是必要的，明年春季的工资上涨可能会使劳动力成本与通胀更趋于一致。日本央行行长也可能会在实际工资增长转正之前收紧货币政策。因此，日本央行未来可能调整利率控制政策，并在“高利率维持更久”的环境中退出负利率政策。但预计政策调整将逐步进行。虽然陡峭的收益率曲线可能会提振银行的盈利能力，但利率上升将导致日本国债持有者的估值损失，并引发对金融稳定性的担忧。

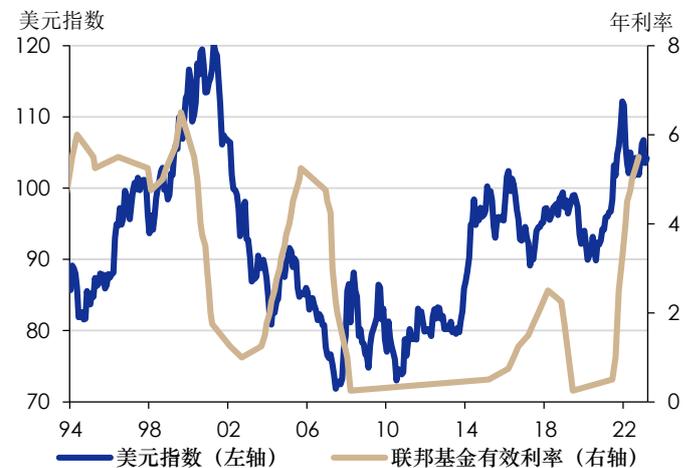
虽然美元预计下行，但其过程仍将是曲折的。市场对美联储鸽派立场的调整可能会提振美元指数，对经济衰退的担忧也可能导致美元反弹。

图 53：随着利率优势缩小，预计美元将下跌



资料来源：万得，建银国际证券

图 54：美元指数一般在联储结束加息周期前后开始下滑



资料来源：CEIC，建银国际证券

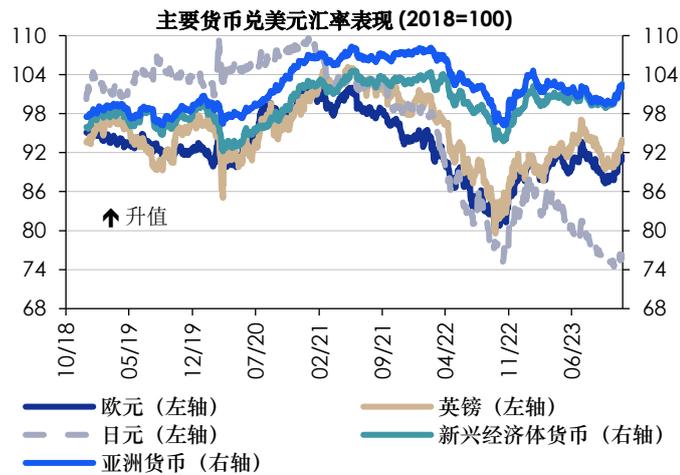
## 亚洲新兴市场将受益于周期性和结构性的利好因素

与 2022 年相比，2023 年流入中国以外新兴市场经济体的资金略有改善。同非美发达经济体货币相比，新兴市场货币相对于美元的汇率更为坚挺（图 55 和图 56）。近年来，虽然一些新兴市场经济体存在脆弱性，但政策审慎增强、汇率灵活性和更强的经常账户增加了新兴市场的整体韧性。

在内需不断扩大和区域内贸易不断增长的支持下，亚洲新兴市场继续成为一个亮点（图 57）。全球消费电子产品和半导体需求的触底，意味着该区域明年的出口前景将有所改善。

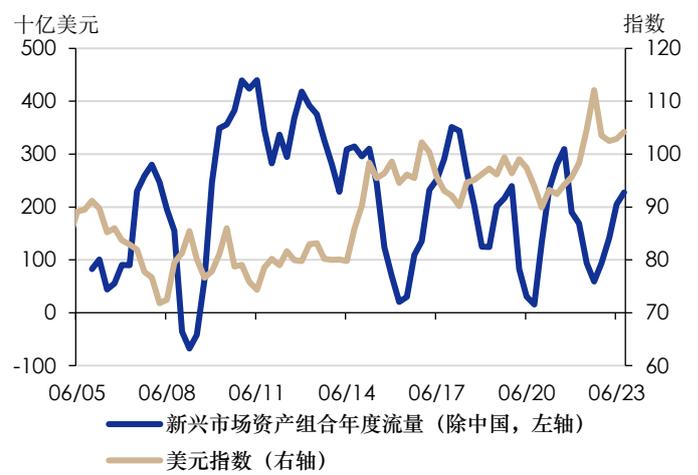
中国经济持续复苏，加上美元走低以及美联储在 2024 年结束紧缩，均对亚洲新兴市场资产和货币有利。

图 55：新兴市场汇率表现好于发达国家



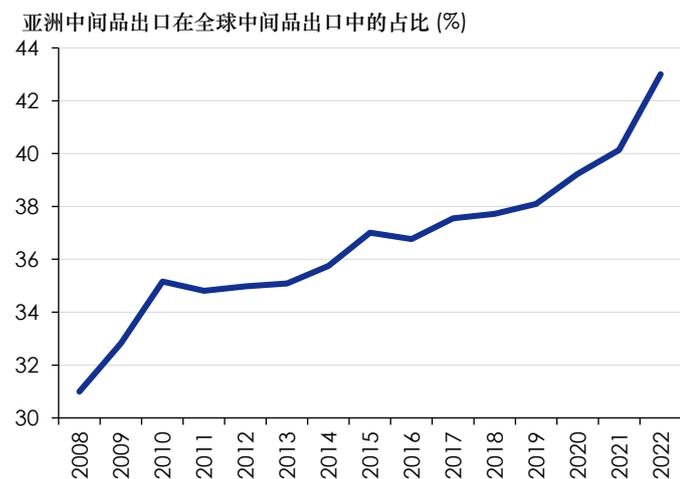
资料来源: datastream, 建银国际证券

图 56：2023 年新兴市场资本流入略好于 2022 年



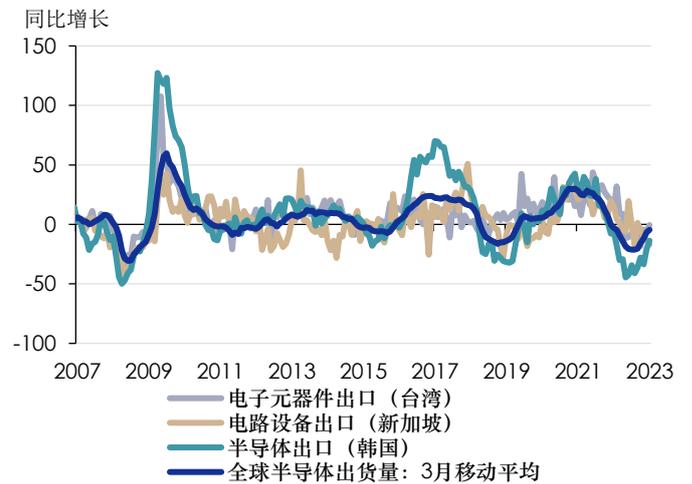
资料来源: IMF, 建银国际证券

图 57：亚洲贸易区域联系更加紧密



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 58：电子和半导体制造业出口明年有望反弹，利好亚洲经济



资料来源: CEIC, 建银国际证券

## 中资离岸债券：最差情况可能已经过去

2023 年，中资美元债券利差收窄，特别是高收益债券（图 59）。7 月的政治局会议和随后的几轮政策宽松中，支持增长的立场提振了市场情绪，降低了房地产行业风险的蔓延。2023 年全球信用利差持续低位波动，也有利中资离岸债市。

美联储政策转向和全球经济不确定性等全球宏观因素，可能会是中资离岸债券在 2024 年表现的主要驱动力。国内经济前景的改善和政策的放松，预计带动仍然高企的高收益债券利差在明年继续收窄。中国房地产开发商发行的美元债券则可能仍将面临压力。但针对性的政策支持持续出台，将稳定房地产行业，支撑中资离岸债券。

在一级市场上，虽然房地产开发商的到期美元债券未来两年内将会放缓，风险偏好的疲软和仍然高企的美元借贷成本可能仍会限制开发商在 2024 年展期美元债券的能力，导致 2024 年美元债券净发行量下降，但速度可能会有所放缓（图 60 和 61）。

在全球债券发行量进一步下滑的背景下（图 62），点心债券发行在 2023 年又录得强劲表现。与 2022 年相比，强劲的点心债供给的驱动力来自中国政府、金融部门和企业。较美元更低的点心债融资成本以及南向通等因素预计继续支持明年点心债强劲的发行。

图 59：中资美元高收益债利差大幅收窄

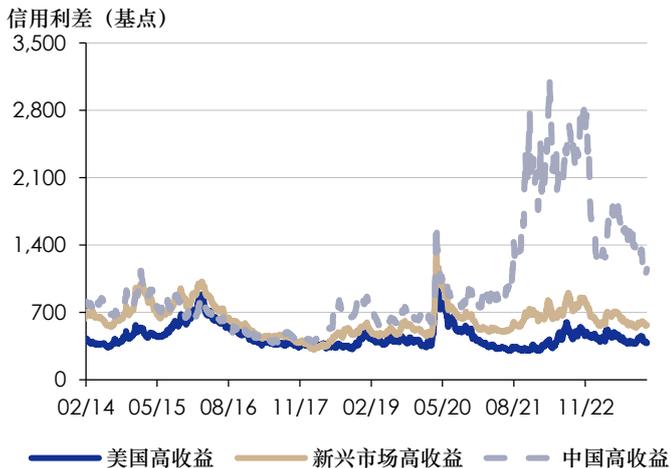


图 60：中资美元债券净发行量下降

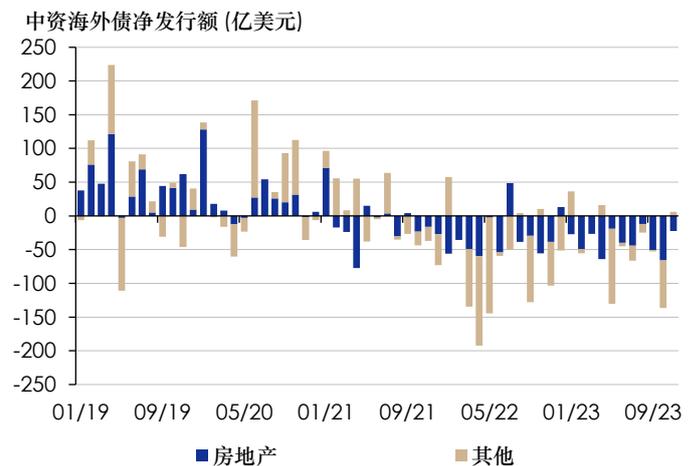


图 61：未来 2 年，中国房地产开发商美元债券的到期量将放缓

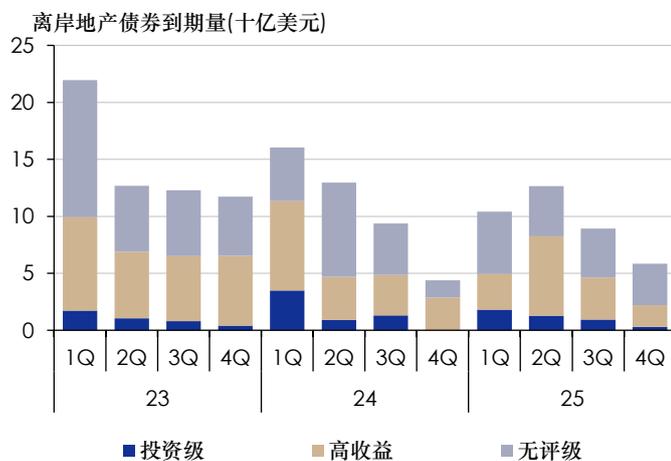
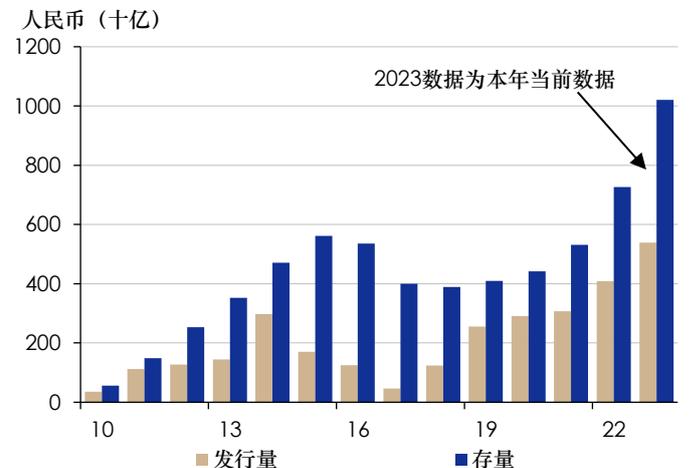


图 62：点心债券发行量上升



**分析师证明:**

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**免责声明:**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确, 而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件人亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士, 建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径, 如电子邮件分发, 那该途径并非保证安全或无误, 因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、

迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2023。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**  
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097