

2023 年经济周期回顾与 2024 年展望

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡邵立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

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 2023 年, 全球经济周期持续调整, 市场对于不同经济体的预期存在极强的分化。

展望 2024 年, 我们预计全球将进入到经济周期的回升周期, 关注非美资产的相对溢价。

核心观点

■ 市场分析

周期定价: 全球宏观环境可能出现边际上的变化。2023 年大类资产之间的强分化状态有望得到改善, 美元指数经历了 3 年强势之后有望走弱。进入 2024 年, 商品资产或面临需求放缓的压力, 权益资产受限于盈利预期和货币条件的约束面临波动, 关注美元指数转弱对于中后期的商品资产和权益资产改善提供指引, 利率资产在上半年更值得期待。

经济周期: 关注这次“不一样”的库存周期回升。展望 2024 年, 在预期库存周期改善的假设下, 从经济角度出发美联储难有降息空间(基准假设联邦基金利率维持在当前水平)。预计美元指数同比波动维持在偏弱状态, 为改善的库存周期提供货币流动性。在此背景下, 我们进一步预计非美资产在 2024 年或将更具有吸引力。

■ 策略

上半年: 做多经济增长预期(债券>权益>商品)

下半年: 做多通货膨胀预期(商品>权益>债券)

■ 风险

经济改善不及预期, 流动性风险, 地缘政治风险

目录

核心观点	1
周期定价	3
大类资产	3
资产比价	4
经济周期	5
经济现实	5
预期状态	6

图表

图 1: 美元指数由弱转强, 资产定价内外分化 (权益: 外强内弱; 债券: 内强外弱; 商品: 内强外弱) 单位: %...	3
图 2: 铜金比价和制造业 PMI 单位: 比值, %	4
图 3: 油金比价和美国 CPI 同比 单位: 比值, %	4
图 4: 美联储利率和全球经济活动 单位: %	5
图 5: 利率和经济的负相关性达到最大 单位: %	5
图 6: 中美欧三大经济体 2023 年预期变化 单位: BP	6
图 7: 美国和全球经济预期差变动 单位: BP, %	6

周期定价

大类资产

回顾 2023 年，大类资产对于经济的周期定价出现分化（见图 1）。

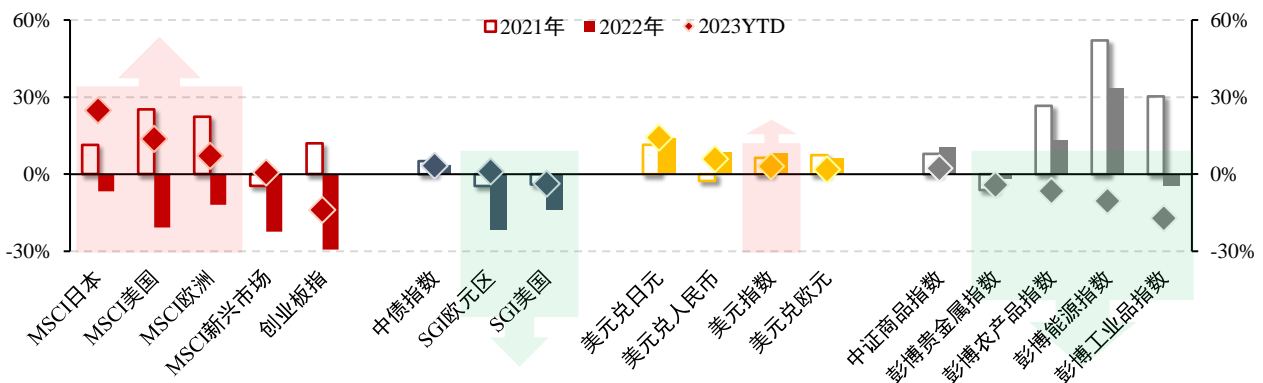
美元指数（黄色）：连续三年回升，主要货币兑美元调整，显示出全球流动性维持收紧。

利率资产（蓝色）：内外分化，但是相比较 2022 年开始收敛；国内债市继续上涨而海外还是调整，体现出内外经济和货币政策的差异——经济外强内弱，货币政策外紧内松。

权益资产（红色）：发达经济体强于新兴市场。在欧美经济体加息抗通胀的过程中，信贷增速持续回落降低商品消费，上游大宗商品价格承压，改善发达经济体高通胀预期，但是恶化新兴经济体出口预期。

商品资产（灰色）：整体承压，高利率（美联储基准利率抬升至 5% 以上，实际利率从负值持续回升至 2% 以上）削弱实体部门的信贷需求扩张，商品整体面临压力；同时，全球主要经济体宏观逆周期政策的错位为商品需求提供差异性预期。

图 1：美元指数由弱转强，资产定价内外分化（权益：外强内弱；债券：内强外弱；商品：内强外弱） | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

展望 2024 年，关注全球宏观环境可能出现边际上的变化（事不过三）。

一方面，持续两年的高利率对于短久期的债务增量带来压力将开始显现，经济需求侧或出现比较显著的放缓（对应商品需求）；另一方面，利率压力的边际缓和将逐渐驱动紧张的债务约束进入到新的周期，压力之后的转变更值得关注（对应货币条件）。

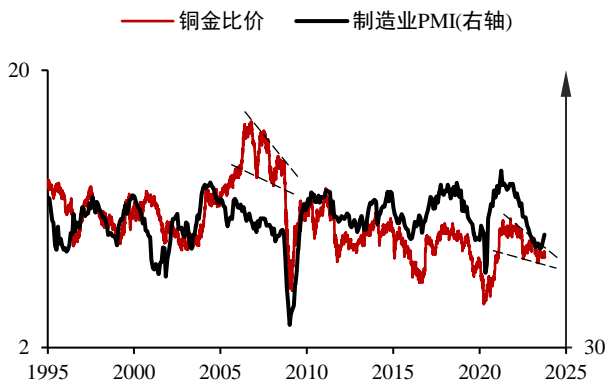
我们预计利率资产更值得期待，商品资产或面临需求放缓的压力，权益资产受限于盈利预期和货币条件的约束面临波动，关注美元指数三年牛市结束的可能性，对于明年中后期的商品资产和权益资产改善或提供指引。

资产比价

经济增长定价仍处在放缓区间。尽管四季度以来主要经济体的增长数据出现了环比意义上的改善，美联储也提高了对于未来经济展望的乐观程度¹，但是商品市场对于经济增长的定价仍处在调整的状态，截止 10 月 12 日，铜金比价为 4.23 盎司/吨，未偏离 2021 年 10 月以来的调整区间（见图 2）。

通货膨胀定价仍处在震荡区间。尽管全球疫情大流行、中美产业博弈和产油国减产挺价将这两年的资源价格从 2020 年初的极端低位（原油负价格）抬升，对于主要消费型经济体的物价水平形成较大的向上推动，但是商品市场对于通胀预期的定价并没有脱离上一轮库存周期形成的运行区间，截止 10 月 12 日，油金比价为 4.58 盎司/100 桶，并未突破 2022 年 2 月俄乌冲突创造的高点（见图 3）。

图 2：铜金比价和制造业 PMI | 单位：比值，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：油金比价和美国 CPI 同比 | 单位：比值，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

以大宗商品的视角，我们并没有发现高利率环境下市场的观点出现明显改变。虽然从资产收益率来看宏观周期存在预期上的转变需求，但是从资产比价的角度，大宗商品市场对于这种周期向上的转变仍缺乏“信心”——市场似乎在等待着高利率“longer”之下的宏观需求路径走向确定性。

¹ 参见华泰期货报告《实际按兵不动，未来预期鹰派》

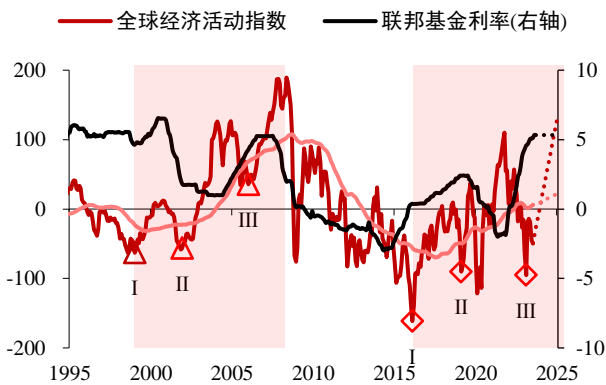
经济周期

经济现实

利率是经济的镜像，只是存在领先（预期管理）和滞后（数据依赖）的差异。从货币的角度，本轮经济周期的扩张起始于 2015 年底，以美联储加息为标志，确立了经济周期的改善，非常规货币政策逐渐进入到正常化阶段。期间经历了 2019 年美联储货币政策正常化形成的流动性冲击以及 2020 年疫情大流行形成的经济停滞冲击（见图 4，虚线为预测值），两次冲击带来经济活动短期的较大波动，货币政策也阶段性终止了“正常化”路径。

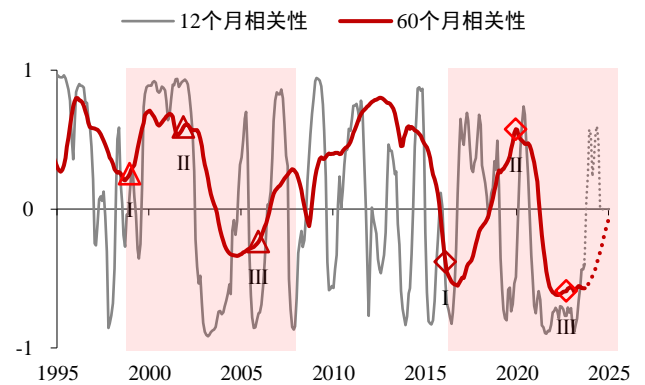
我们面临一次“不一样”的库存周期。相比较 1999 年-2008 年的经济上行周期（见图 4），2016 年开启的经济周期波动性更大，利率与经济之间的负相关性特征也更为显著（见图 5，虚线为预测值）。但是两个周期中不变的是，三次库存周期的开启时点相关性呈现倒“V”型特征，且期间都经历了一次货币政策大调整——2000 年降息带来的“伯南克繁荣”，以及 2020 年非常规货币政策带来的“大通胀”。

图 4：美联储利率²和全球经济活动 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：利率和经济的负相关性达到最大 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

展望 2024 年，在预期库存周期改善的假设下，我们预计从经济角度出发美联储难有降息空间（基准假设联邦基金利率维持在当前水平）。参考 2006 年开始的库存周期回升，经济和利率的相关性预计也将逐渐摆脱当前低位空间，这也符合大类资产角度对于美元逐渐走低的假设。

² 非常规货币政策期间利率值以 Wu-Xia 影子利率表示。

预期状态

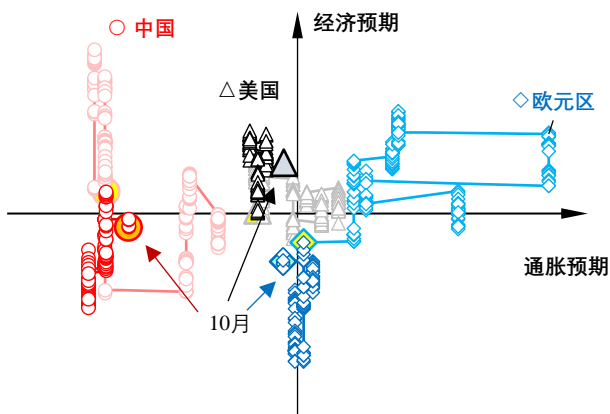
2023 年市场对主要经济体的预期定价分化。

对于中国，市场主要下修的是通胀预期的定价，从年初高位回落到单月“通缩”的 CPI，驱动通胀预期不断下修；经济预期尽管在防疫政策放松之后在上半年产生了比较大的波动，但是整体上而言在经济周期的底部区间，市场对中国经济预期并没有更多下修空间。

对于美国，市场的预期修正形成的是一个“金发姑娘”形态的定价——随着高利率下商品型通胀的回落，市场不断下修对于美国的通胀预期；而对于经济预期，和年初市场定价高利率下的经济衰退相反，尤其是上半年受到美国财政再次扩张影响，2023 年在经济数据层面市场不断提高对美国经济的预期定价。

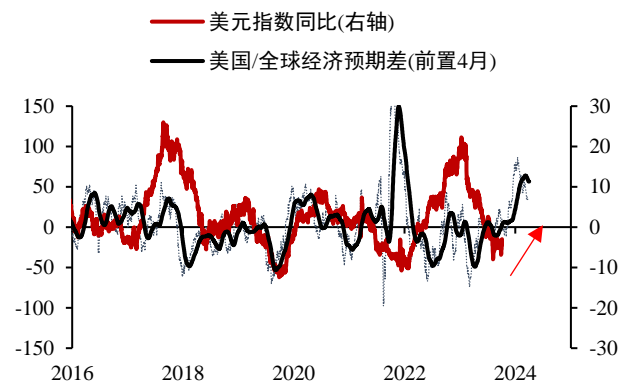
对于欧洲，预期定价的整体情况并不如中美。无论是在经济增长层面还是在通胀预期层面，市场都在不断下修着对于欧洲的定价——在油价波动同比基数放缓和欧洲 2022 年暖冬的影响，通胀预期持续回落（截止到 10 月通胀超预期转负）；同时经济增长层面，和中国经济预期波动大、但最终相对稳定，美国经济预期持续改善不同，欧洲在 2023 年的经济预期持续放缓，从正预期定价转向负预期定价。

图 6：中美欧三大经济体 2023 年预期变化³ | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：美国和全球经济预期差变动 | 单位：BP，%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

展望 2024 年，在库存周期改善的驱动假设下，我们预计美元指数同比波动维持在偏弱状态，以为改善的库存周期提供货币流动性。在此背景下，我们进一步预计非美资产在 2024 年将更具有吸引力。

³ 市场对中美欧三大经济体的经济和通胀超预期反馈图，指标选取花旗经济超预期指数和通胀超预期指数。其中，浅色为上半年的超预期程度走势，深色为第三季度的超预期程度走势。

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