

当我们在谈论 2024 年时，我们在谈论什么：我们的十大预期

报告要点：

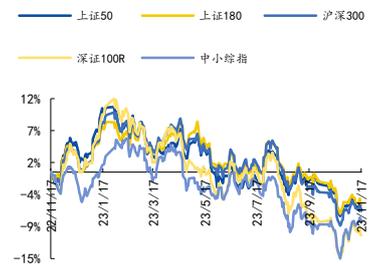
- 预测一：商品周期有限反转是 2024 年的核心线索。
- 预测二：地产在周期意义上已经出清，2024 年以稳为主。
- 预测三：周期上，宏观压力最大的阶段已经过去，2024 年宏观总体偏平，宏观层面不会对资产定价产生太多影响。
- 预测四：货币政策不太会继续宽松，利率债的下行空间被遏制。
- 预测五：财政政策的发力也许不会比今年和去年更猛。
- 预测六：美联储难以退出高利率，中美利差不会迅速弥合。
- 预测七：汇率不见得存在太大压力，但政策上的“特里芬难题”也许是一个高波动隐患。
- 预测八：股票指数应为全年震荡，跌穿 3000 点的概率不大。
- 预测九：监管是一个值得关注的线索。
- 预测十：政策对稳财政的诉求依然很强，自上而下看城投依然在安全状态之内。

风险提示：地缘政治风险超预期，国际宏观波动超预期，国内经济不及预期

主要数据：

上证综指：	3054.37
深圳成指：	9979.69
沪深 300：	3568.07
中小盘指：	3693.37
创业板指：	1986.53

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《宏观与大类资产周报：谈谈出口和中美》
2023.11.12
- 《宏观与大类资产周报：流动性预期差：美国没那么松，中国没这么紧》2023.11.05

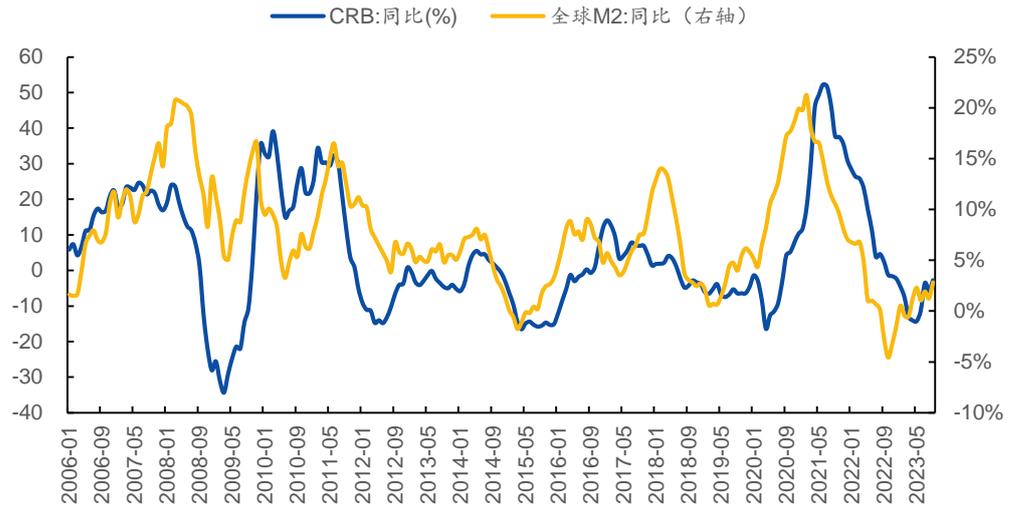
报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

1. 商品周期有限反转是 2024 年的核心线索

从供需平衡缺口来看，油价在 2024H1 有望反弹到 90 美元一线，而原油作为大宗商品之母，会带动商品周期有所反转，但是向上的弹性非常有限，建议更多关注具体品种的交易机会。此外，金融环境对商品的定价也至关重要，预计 2024 年全球金融环境整体平稳，不会大放大收，金融属性对商品的边际定价作用不大。

图 1：商品周期有限反转是 2024 年的核心线索

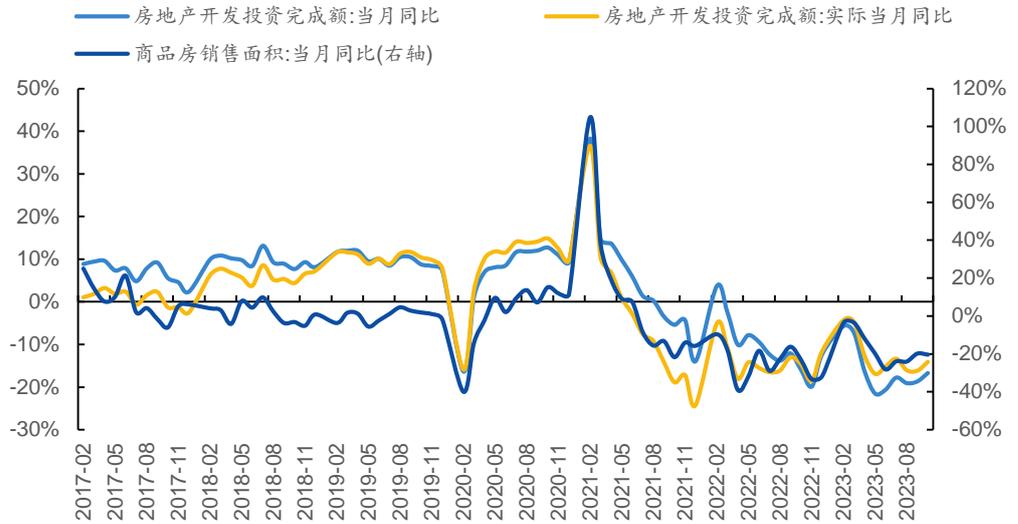


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 地产在周期意义上已经出清，2024 年以稳为主

虽然房地产行业最根本的信用问题仍未解决，但是在周期意义上，地产已经实现了基本出清。从销售端来看，地产已经度过了最差的阶段，商品房销售面积当月同比跌幅在不断收窄；投资端同样如此，无论是名义投资还是实际投资，当月同比降幅都在收窄。预计 2024 年地产行业会保持稳定，在边际上不会对宏观经济造成进一步的拖累。

图 2：地产在周期意义上已经出清

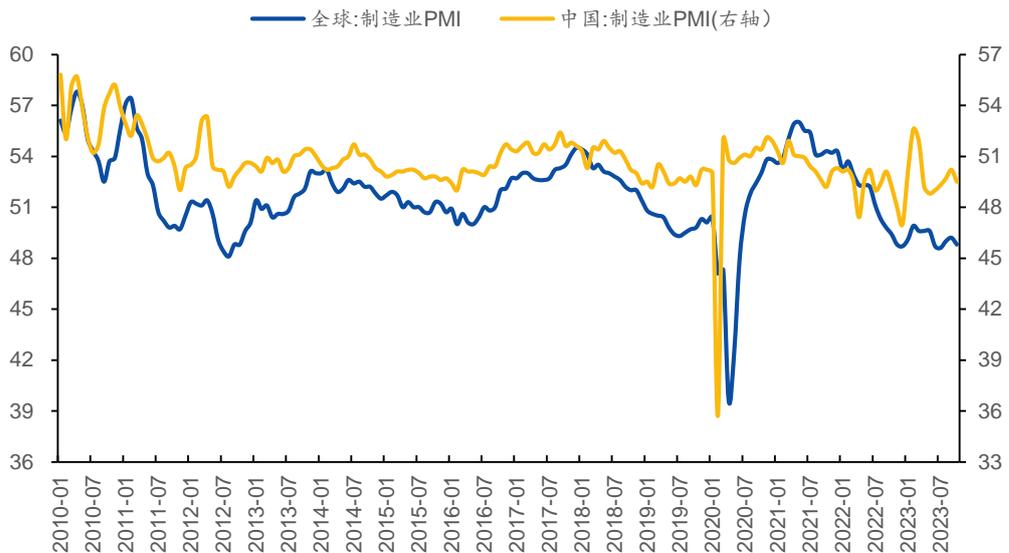


资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 周期上，宏观压力最大的阶段已经过去，2024 年宏观总体偏平，宏观层面不会对资产定价产生太多影响

地产周期和库存周期都已经迈过周期的最低点，进入到了平稳阶段；而且随着全球经济的止跌转平，我国出口端的压力也在减弱。虽然整体经济缺乏弹性，但是宏观压力最大的阶段已经过去，2024 年经济基本面延续偏平的态势，宏观线索对资产的定价权偏弱。

图 3：2024 年宏观总体偏平

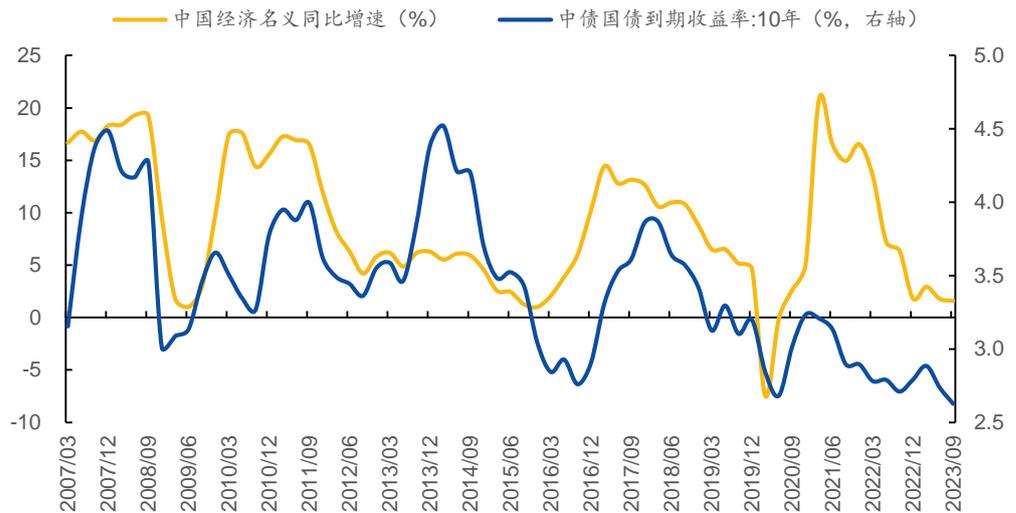


资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 货币政策不太会继续宽松，利率债的下行空间被遏制

在宏观经济和价格水平都整体走平的背景下，经济的名义增长率就是平的，货币政策不具备继续宽松的理由，当然我们不排除可能会再次降准或者降息，但是多出的流动性央行也会通过 OMO 等渠道再收回来。我们认为 2024 年 10Y 国债收益率在 2.6%~2.75% 窄幅波动，投资者要做好资本利得空间收窄的准备，如果在情绪推动下跌破 2.6%，建议以避险来应对。

图 4：利率债的下行空间受经济名义增速的制约

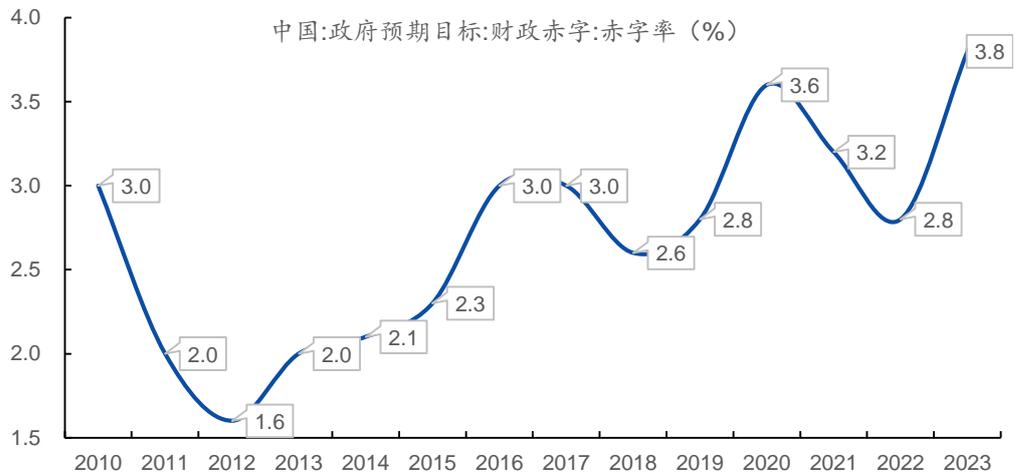


资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 财政政策的发力也许不会比今年和去年更猛

虽然今年四季度增发了国债，彰显出财政政策的积极发力，但往后来看财政的发力未必会跨年。在增发的一万亿国债中，有五千亿延迟到 2024 年使用，此中的可能考虑就是今年一次性释放完高企的赤字率，毕竟在《马斯特里赫特条约》中所设定的 3% 的赤字率安全性是政府债务扩张的一个具体约束。

图 5：财政政策的发力也许不会更猛

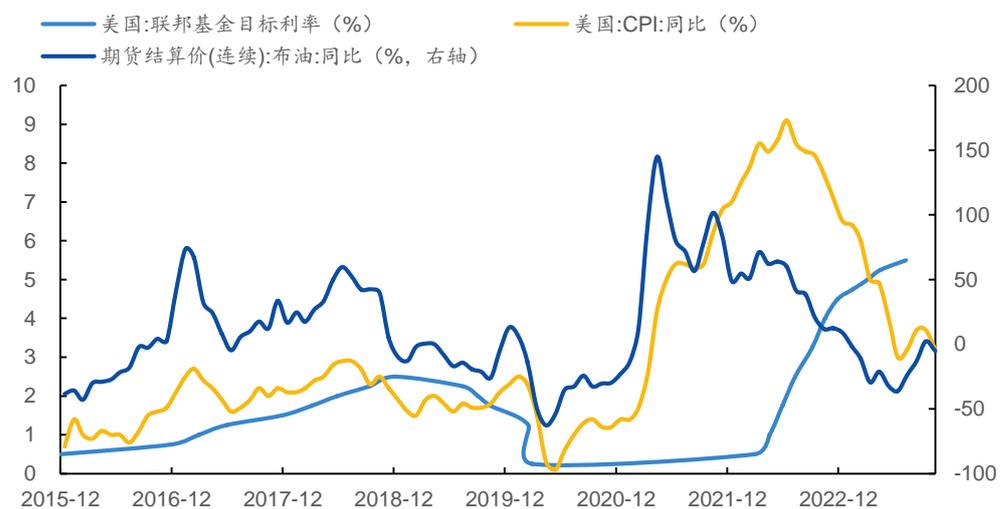


资料来源：Wind，国元证券研究所

6. 美联储难以退出高利率，中美利差不会迅速弥合

美国经济在 2024Q1 短暂下滑后企稳，实现“软着陆”，CPI 则在油价的带动下会有所反复。在就业市场尚可且通胀距离合意位置仍有明显距离时，美联储难以退出高利率。中美利差仍会在一个比较宽的水位上，这可能会继续给中国的资金流动和资本市场带来压力。

图 6：美联储难以退出高利率

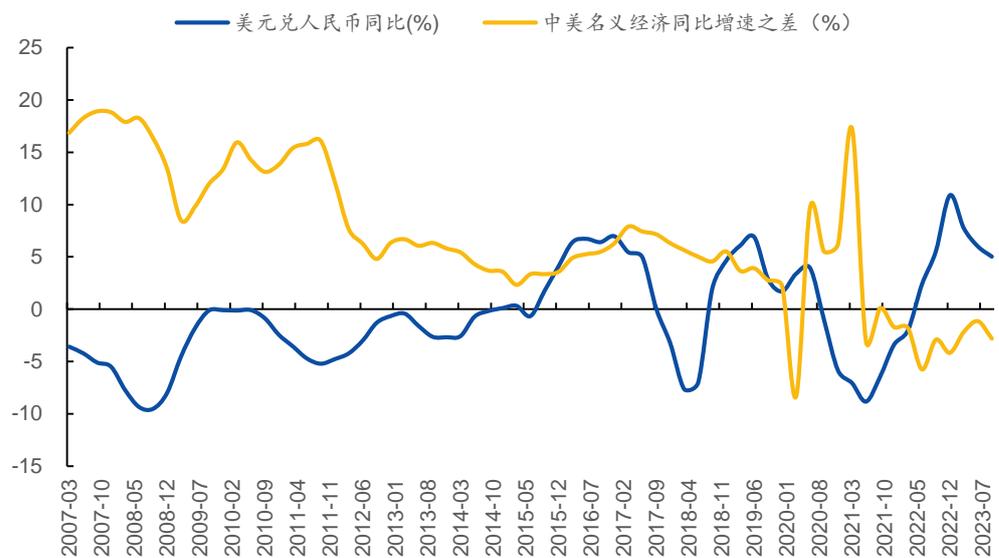


资料来源：Wind，国元证券研究所

7. 汇率不见得存在太大压力，但政策上的“特里芬难题”也许是一个高波动隐患

在中美经济基本面都走平的背景下，人民币汇率不见得会存在太大的压力。但是如果明年美国的通胀再起，汇率只能通过政策干预去稳定下来，如果汇率持续高估，则会引入输入性通缩。如何协调汇率和通胀的问题是明年在政策上的主要矛盾点，这个矛盾可能贯穿明年始终，也是中国的“特里芬难题”，可能会推动波动重新加大。

图7：政策上的“特里芬难题”也许是一个高波动隐患

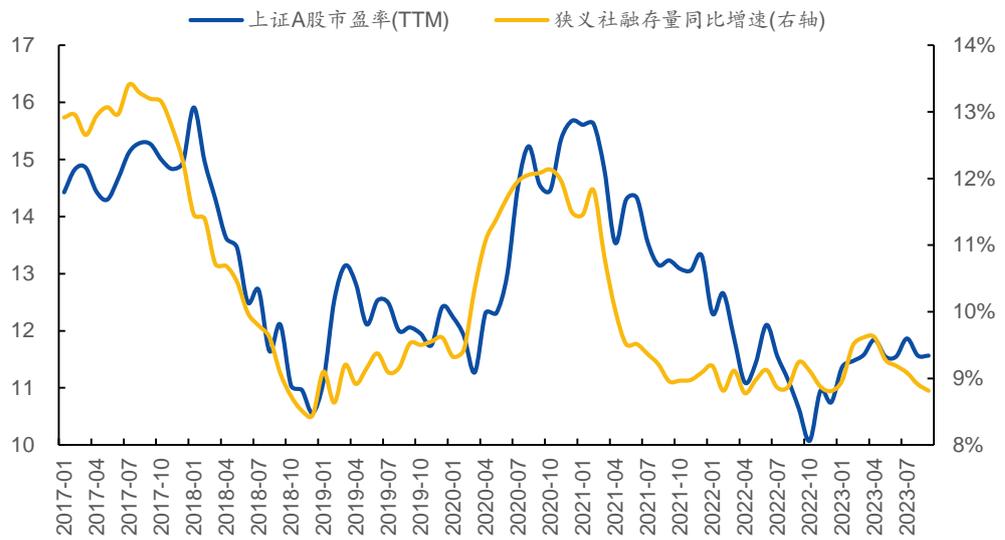


资料来源：Wind，国元证券研究所

8. 股票指数应为全年震荡，跌穿 3000 点的概率不大

在经济周期和社融周期都缺乏弹性的环境下，股市自然也是缺乏弹性的，2024 年整体 A 股大概率延续当前不温不火的状态，上证指数在 3000~3300 点窄幅震荡。资金角度同样支持这一判断，当前股市点位距离上一次基金发行高峰对应的点位尚远，这意味着当前发行新基金是很困难的，股市增量资金有限。对于 3000 点这个整数关口，我们认为实质性跌破的概率不大。风格上依旧推荐小盘，更多关注产业主题机会。

图 8：股票指数应为全年震荡

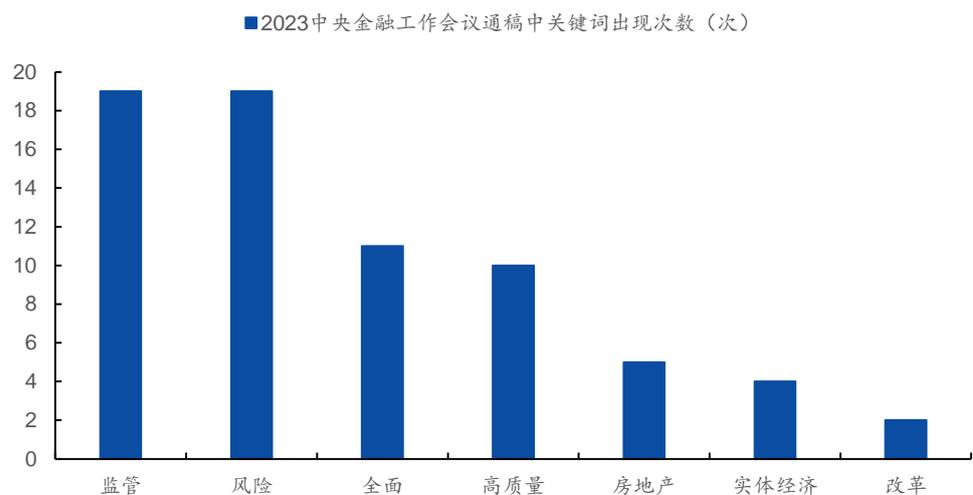


资料来源：Wind，国元证券研究所

9. 监管是一个值得关注的线索

监管在明年是一条值得关注的线索。在我国金融领域最高级别的中央金融工作会议上，强调要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。但监管可能并不是一个独立的线索，其只能影响市场斜率，而难以影响市场方向。

图 9：监管是一个值得关注的线索

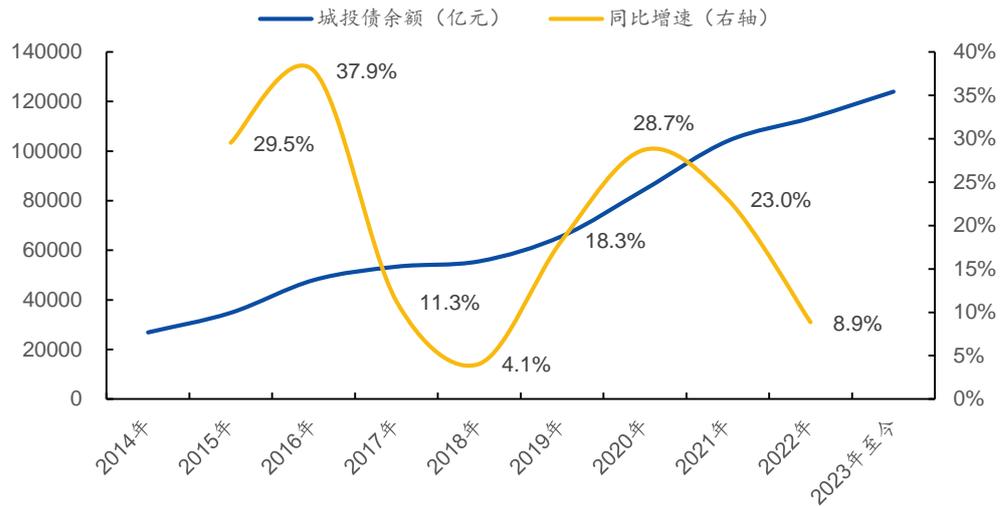


资料来源：Wind，国元证券研究所

10. 政策对稳财政的诉求依然很强，自上而下看城投依然在安全状态之内

防范化解地方债务风险在多次重要会议中被反复提及，可见政策对稳财政的诉求依旧强烈，预计化解地方债的这个目标是可持续的，尤其是在再融资债不占用流动性和财政赤字的情况下。自上而下来看，城投依然在安全状态之内，建议在可操作范围内尽可能下潜城投信用。

图 10：政策对稳财政的诉求依然很强



资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188