

2023 年 11 月 30 日

## 全球宏观

### 2024 年展望（上）：变革与机遇之“变”

流动性、技术之变正向我们涌来，资产配置的重大结构性变化也将随之而来，我们不能再以过去的视角审视各类资产。在大分化时代之下，我们需要打造新兴宏观对冲策略，结合自下而上进行布局。此篇报告为展望上篇，侧重自上而下，我们的展望下篇侧重自下而上的个股标的梳理。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com  
(852) 3766 1853

#### 长期趋势变化（新思路）：

- ⊕ **流动性之变**。短期，2024 年虽然不会立即降息，但也将不再加息，边际拐点已然来临。中期，在新宏观局势下，未来的利率中枢将出现系统性上移，需要适应流动性新常态。当流动性不再泛滥时，资本的选择性就会愈发明显，“好钢用在刀刃上”与之对应的将是“有限资本投资在核心优质资产上”，资产层面的分化将会加大。
- ⊕ **技术之变**。ChatGPT 为代表的 AI 技术横空出世，意味着全世界各行各业逐步进入全新的技术纪元。一方面，它势必将带来各国、各行业生产力的爆发性增长，另一方面，它所带来的技术外溢效应并不均衡，从微观、中观到宏观的大分化即将出现。

#### 操作策略变化（新方法）：

- ⊕ **资产之变**。在流动性、技术之变推动下，资产之变呼之欲出。策略端，考虑到大分化的来临，指数已非策略表达的最佳选择，结合自下而上的新型宏观对冲策略有助于投资人更好地应对未来高分化、高波动的市场环境。
- ⊕ 具体资产类别而言，股票之变，高分化市场环境下，跑赢指数的概率、幅度都会提升，需将逻辑下沉。债券之变，适应美债高波动的新常态，且需从风险预算的角度考虑美债波动率上行对其他资产的外溢效应，对利率下行判断需更为审慎。大宗商品之变，在于供应端冲击令大宗价格易涨难跌，新的结构性需求将逐步凸显。美元之变，美元的研判框架需要更新，分析过程中需逐步增加大宗特别是油价对美元的交互影响的相关分析。

#### 对应在 2024 年的资产观点：

**股票**：美股整体偏谨慎，美股的行业分化延续，对中国股市整体偏乐观，中国股市的行业分化即将显现。我们看好 2024 年大宗商品以及 AI 生态两大投资方向。**债券**：2024 年的美债利率中枢有望下移，但整体的下行幅度预计有限。交易上，可关注确定性较高的收益率倒挂反转策略。**大宗**：我们对于 2024 年的大宗商品整体看多，能源转型的大背景下关注传统能源与新能源材料的配置动态平衡。**美元**：整体美元或宽幅震荡。美国经济动能转弱，叠加套息交易出现逆转，增加美元下行压力，而油价偏强状态下对美元形成一定支撑作用。

## 目录

<b>2024 年宏观整体研判：全球放缓，仍有韧性</b> .....	<b>3</b>
全球经济：或有所放缓.....	3
中国经济：有望延续平稳修复.....	6
美国经济：动能或有所转弱，但是整体或仍有韧性.....	13
<b>流动性之变：偏紧的流动性新常态</b> .....	<b>20</b>
流动性之变（一），美联储从加息转向加息终止.....	20
流动性之变（二），此轮利率周期不对称性的逆转：从“易跌难涨”切换为“易涨难跌”.....	21
流动性之变（三），美债利率中枢相比过去 10 年或将系统性上移.....	24
<b>技术之变：硅基智慧生态的大爆发</b> .....	<b>26</b>
我们为什么比市场更乐观：超预期能力+超预期进化速度.....	26
<b>资产之变：用新思路去拥抱分化与波动</b> .....	<b>40</b>
策略之变：新宏观对冲崛起.....	41
股票之变：大分化降临.....	44
债券之变：波动性、相关性的范式变化，抬升全球资产波动率中枢，对风险资产构成挑战.....	48
大宗商品之变：供应端冲击令大宗价格易涨难跌，新的结构性需求将逐步凸显.....	53
美元之变：美元底层机理发生变化，对全球尤其是新兴市场资产产生涟漪效应.....	57
2024 年资产判断.....	59
<b>风险雷达：2024 年经济可能并非波动率的源泉</b> .....	<b>67</b>
2024 年美国经济是否会有“硬着陆”？---概率低.....	67
2024 全球政治大年——需留意波动.....	70

## 2024 年宏观整体研判：全球放缓，仍有韧性

**全球：**我们预计在高利率影响下，全球经济增长势头可能会有所减弱。中、美两大经济体的稳定预计将为全球经济提供一定程度的缓冲，并有望避免全面衰退的风险。

**中国：**在稳增长政策持续加码，以及前期累积的积极效应持续释放，我们预计经济内生动能将延续修复，而外生性动能有望维持一定韧性，预计 2024 年经济仍将延续平稳修复。

**美国：**随着紧缩效应的持续显现，预计美国经济动能将转弱，但鉴于美国财政支出仍能保持一定的强度，且居民和企业资产负债表仍有一定韧性，我们预计 2024 年美国整体经济仍有韧性，“硬着陆”概率不大。

### 全球经济：或有所放缓

2024 年全球经济面临的不确定性因素仍较多。我们预计在高利率影响下，全球经济增长势头可能会有所减弱。IMF 预测 2024 年全球 GDP 经济增速将由 2023 年的 3.0%，略微放缓至 2.9%。中国经济平稳恢复，以及美国经济韧性将成为全球经济运行的两大支柱。中、美两大经济体的稳定预计将为全球经济提供一定程度的缓冲。

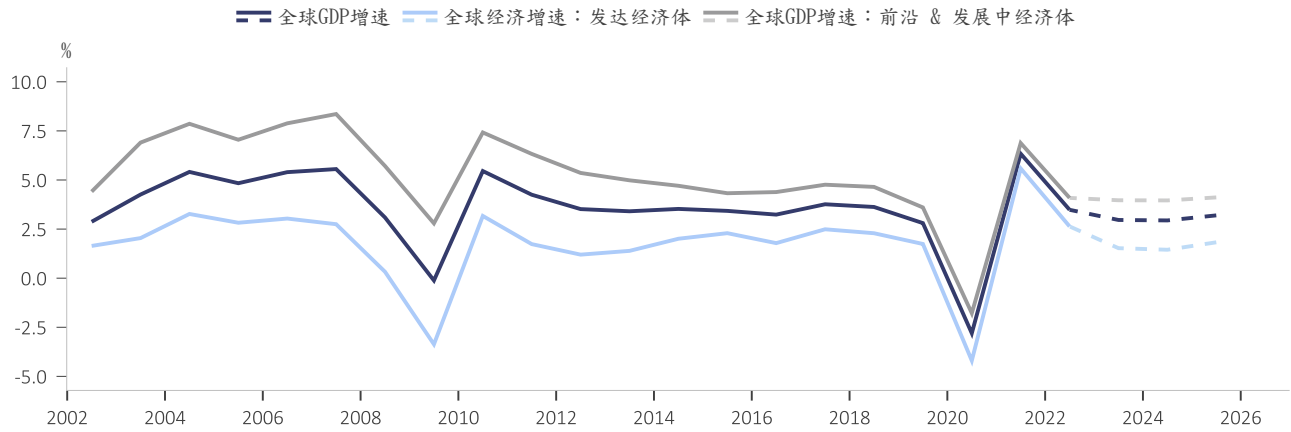
**中国经济预计将在 2024 年实现平稳恢复。**稳健的政策效应预计将持续释放，从而为经济增长提供动力。特别是在制造业领域，得益于政府的一系列政策措施发力显效，预计将看到积极改善。这种增长不仅将推动中国自身经济发展，也将对全球经济产生积极效应。

**美国经济将继续表现出一定的韧性。**尽管面临美联储高利率的挑战，但在政府财政支出支持、企业资产负债表稳健，以及偏强就业市场和剩余超额储蓄支撑下，美国居民消费支出仍将保持一定的韧性，而边际放缓的紧缩步伐，也有助于为经济提供进一步的支撑。

**欧元区方面，经济前景则相对复杂。**高利率环境下，制造业为主导的欧洲经济体可能面临更加明显的拖累，不排除德国等制造业大国可能陷入“浅衰退”的风险。欧央行在抗通胀和增长之间的平衡抉择将成为 2024 年欧元区经济走向的关键。

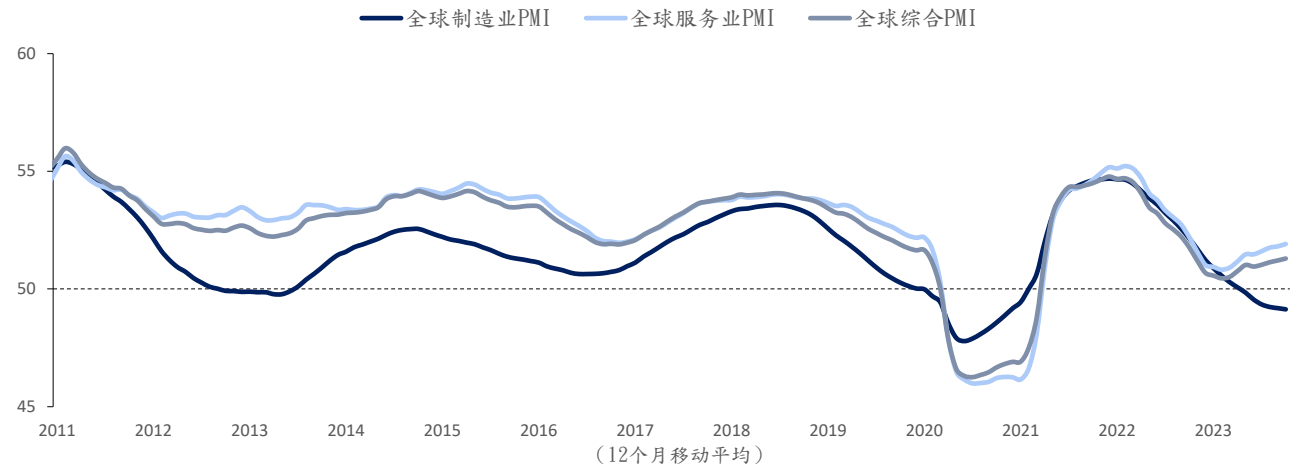
**对于其他新兴市场而言，2024 年挑战仍存。**一方面，新兴市场经济体出口需求由于全球经济放缓而进一步走弱；另一方面，全球流动性整体偏紧，这可能限制了部分新兴市场经济体通过国际资本市场融资的能力。部分债务水平高企的新兴市场经济体仍需要应对潜在债务危机和资本外流风险挑战。

图表 1: IMF 预测全球经济在 2024 年将由 2023 年的 3.0% 小幅放缓至 2.9%，而发达经济体放缓幅度更多



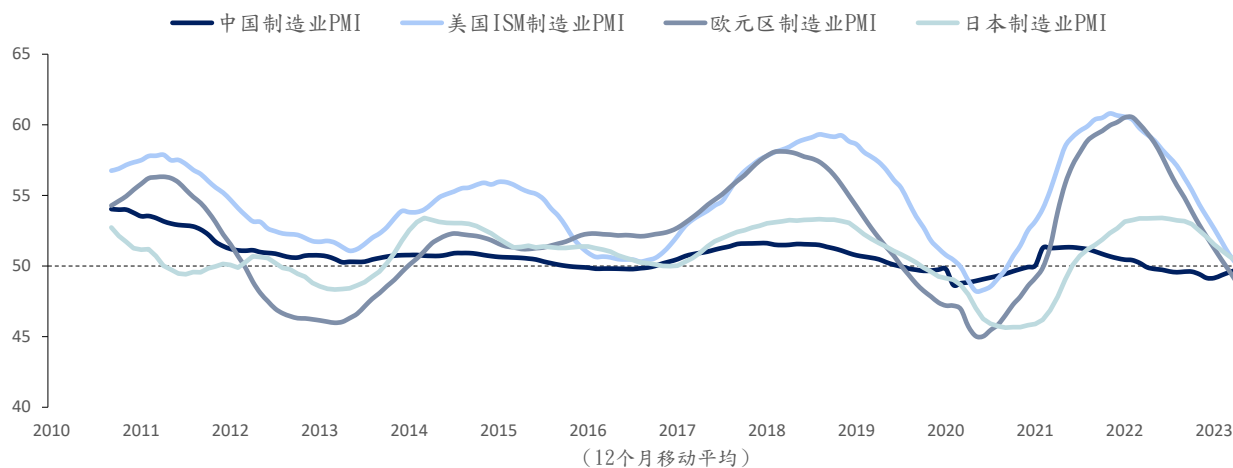
资料来源: IMF, Macrobond, 交银国际\*虚线部分为 IMF 预测

图表 2: 全球制造业 PMI 位于荣枯线下方，而服务业及综合 PMI 已有企稳反弹趋势



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 全球主要经济体中，制造业景气度有所分化



资料来源: Macrobond, 交银国际

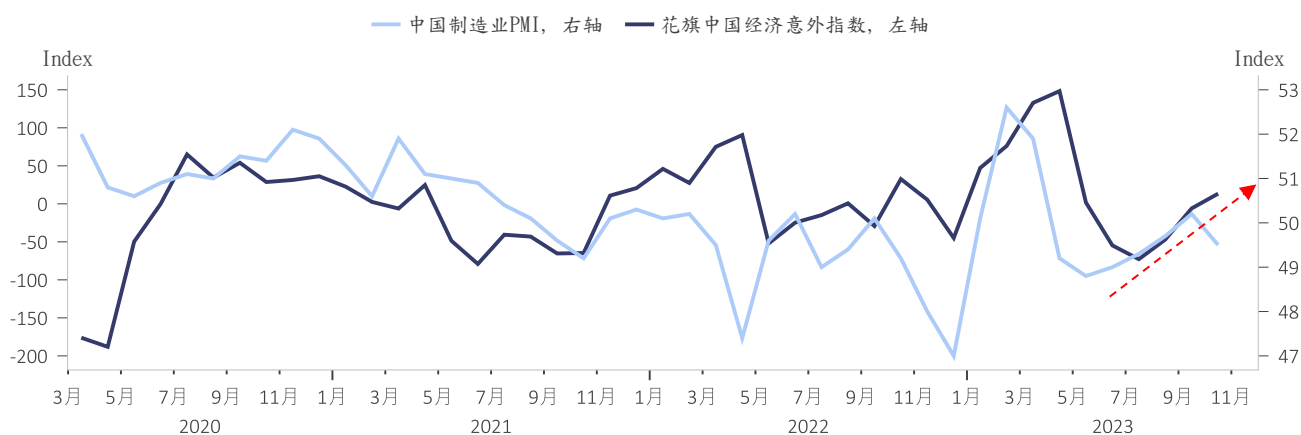
## 中国经济：有望延续平稳修复

### ① 预计政策合力将继续巩固经济复苏势头

2023 年下半年以来，政策支持力度明显加大。继 7 月政治局会议召开后，“稳增长”措施的力度和密度均大幅提升，并围绕扩内需（消费、基建）、提信心（促进民营经济、活跃资本市场）以及防风险（地方债、地产等）三大主线，打出一系列宏观政策组合拳。

随着稳增长效能持续释放，宏观指标在 9 月亦出现明显向好。同时，由于政策具有一定的时滞性。2023 年 3 季度密集出台的一系列稳增长措施效果尚未完全显现，预计前期累积的积极效应有望在 2023 年 4 季度和 2024 年进一步释放。

**图表 4: 稳增长措施支持，前期积极效应持续释放，中国经济景气度有望持续回暖**



资料来源: Macrobond, 交银国际

### ⊖ 财政政策预计将持续发力，万亿特别国债的引擎效应将在 2024 年进一步显现

2023 年 4 季度发放万亿国债的信号意义非凡，2024 年有望迎来一个“更灵活”也“更积极”的财政扩张周期。

#### “更灵活”：中央政府加杠杆、突破赤字率目标限制

- \* **中央政府主动加杠杆。**此次特别国债发行的一个非同寻常的信号，在于中央政府选择主动加杠杆提供资金，并通过转移支付安排给地方。基建项目通常由地方政府发债提供资金，我们认为此举即是考虑到地方财政加杠杆空间受限，也是向市场传递出一个新信号，即未来中央政府在财政扩张周期中将扮演更重要的角色。
- \* **突破赤字率目标限制。**万亿特别国债的发行将 2023 财年的财政预算赤字率提高到 3.8%，并高于政府此前设定的 3% 上限，且同样高于特殊年份 2020 年的 3.6%。此番万亿特别国债选择在 2023 财年末发行并纳入赤字预算，也释放出了两个信号。1) 赤字预算纳入上一财年年尾，意味着 2024 财年的财政预算将更具弹性，操作上也会更加灵活。2) 突破赤字率目标意味着未来财政支出或不再受限于财政赤字目标，可能会有更多超预期逆周期调节的财政措施推出。

#### “更积极”：非特殊年份发行特别国债、财政发力更加靠前

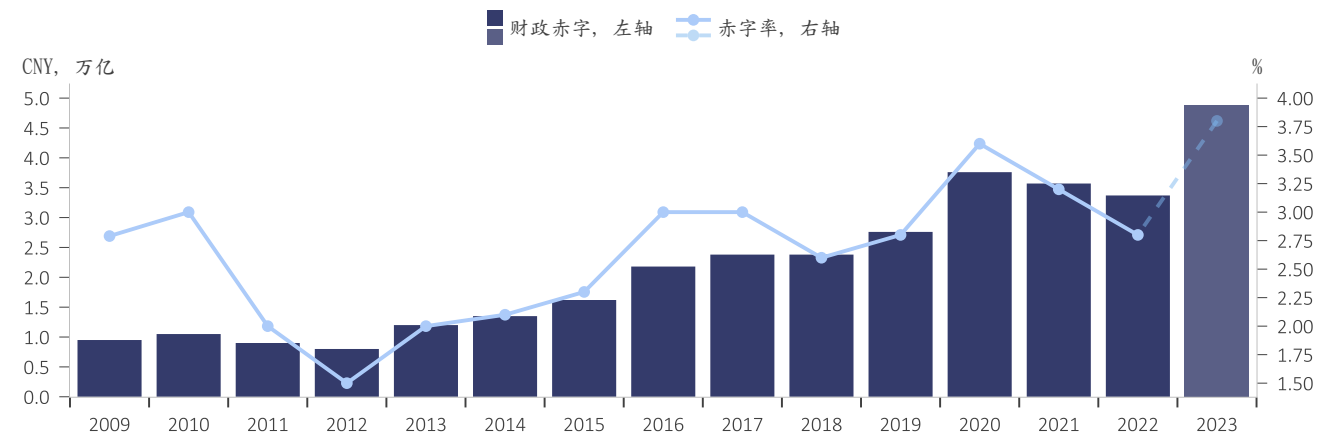
- \* **非特殊年份发行特别国债。**发行特别国债并提高赤字率此前仅出现在 1998-2000 年这段特殊年份。而此次在非特殊年份发行特别国债并提高赤字率，凸显了政府在稳增长方面的决心。
- \* **财政发力更加靠前。**中国 2023 年 3 季度 GDP 同比超预期增 4.9%，意味着 4 季度 GDP 同比增速达 4.4% 以上即可完成全年 GDP 增长 5% 左右的目标，难度不大。选择在 4 季度发行特别国债更是为了 2024 年提前蓄力。

#### 万亿特别国债有望拉动 2024 年 GDP 增长 0.5 到 0.6 个百分点

预计万亿特别国债的实物工作量应首先形成于 2024 年。我们基于 2.5 的财政乘数估算。1 万亿元特别国债有望拉动名义 GDP 增长近 2.5 万亿元。假设基建项目在 3 年左右完成，预计每年带动名义 GDP 增长约 0.8 万亿元，相当于拉动 2024 年名义 GDP 增长 0.5 至 0.6 个百分点。



图表 5: 中国万亿特别国债纳入预算，财政支出加强



资料来源: Macrobond, 交银国际; \*虚线为特别国债发行后的最新值

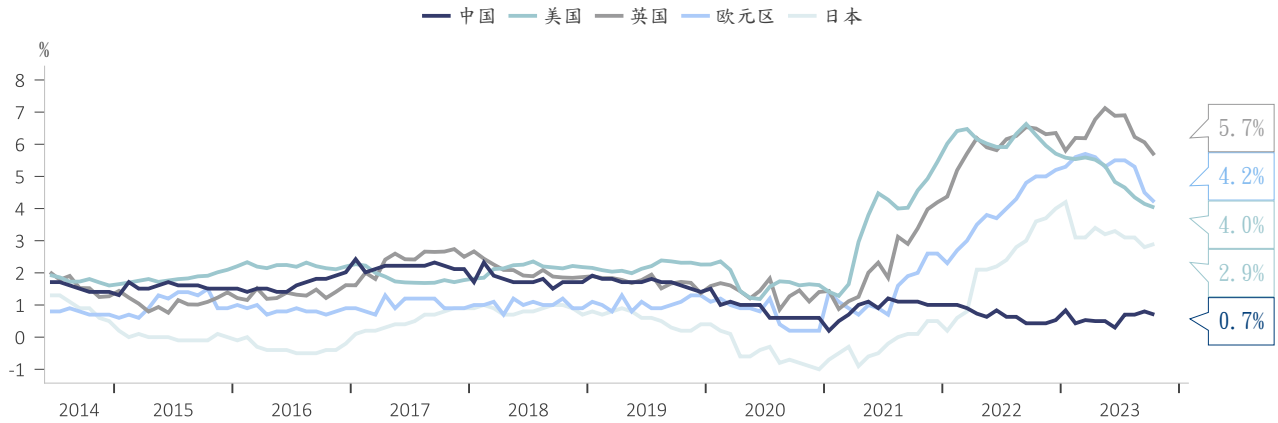
### ⊙ 通胀低位、海外央行政策货币转向提供了更大的货币政策操作空间

除中央政府积极灵活的财政扩张意愿外，当前我国通胀处于较低水平，而实际利率高于海外主要经济体，叠加海外主要央行加息潮渐止，均为我国货币政策提供更大的操作空间和灵活性。

- \* 中国货币政策在降息和降准上均有放松的空间。中国核心通胀水平相较于其他主要发达经济体较低。中国实际利率（名义利率减去通胀）仍高于美国，且远高于欧洲或日本（当前实际利率仍为负）。中国大型银行的准备金率约为 10.5%，高于欧美发达经济体 0 至 1% 的水平。
- \* 海外“加息潮”渐止增强了中国货币政策操作的灵活性。当前海外主要央行的加息周期已渐入尾声，并预计在 2024 年存在一定的降息空间，因而增强了中国货币政策操作的灵活性。

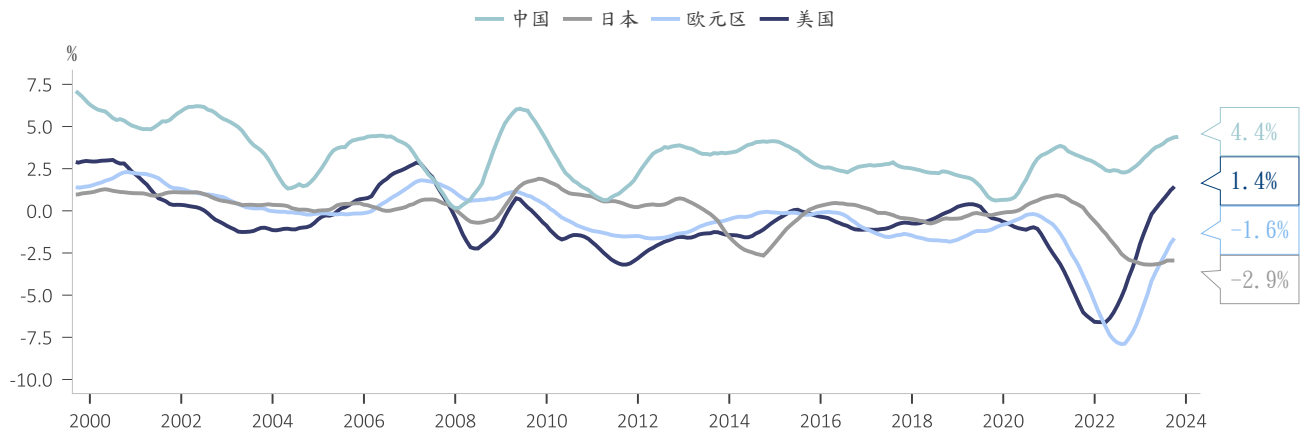


图表 6: 相较于其他主要发达经济体，中国当前核心通胀水平仍低



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 实际利率 (政策利率减去 CPI) 方面，中国高于主要发达经济体，货币政策操作空间大



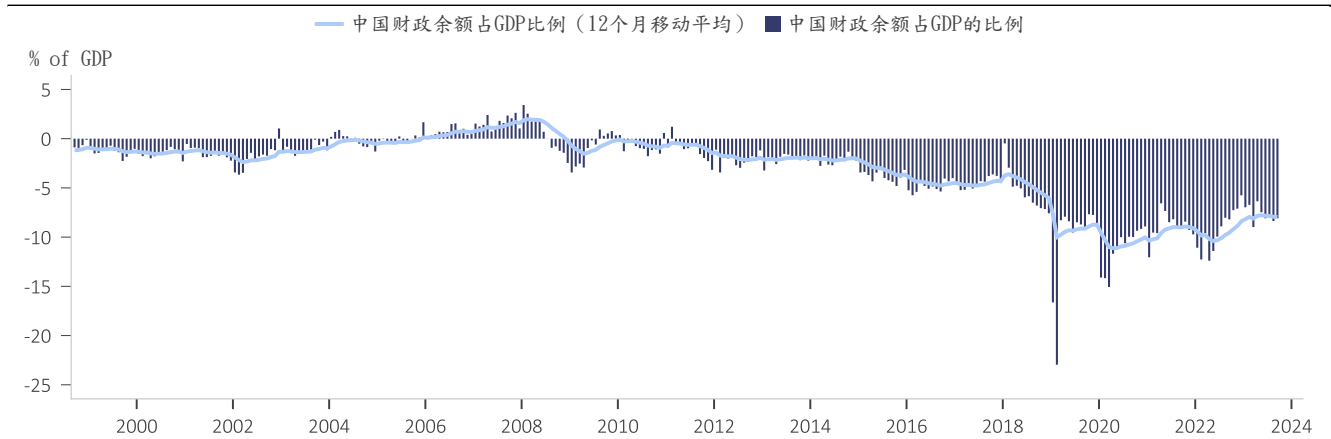
资料来源: Macrobond, 交银国际

### ⊕ 财政政策将更注重“调结构”

随着中国经济从高速增长向高质量发展阶段过渡，需要通过提升产业链水平和创新能力来实现经济的持续增长，财政支出的重点也逐渐发生了转变，开始更多地倾向于支持制造业升级、技术创新、以及新能源可持续发展等领域。这一转变是为了从以往的“制造大国”转向“制造强国”，并全面提高产业链的全球竞争力。

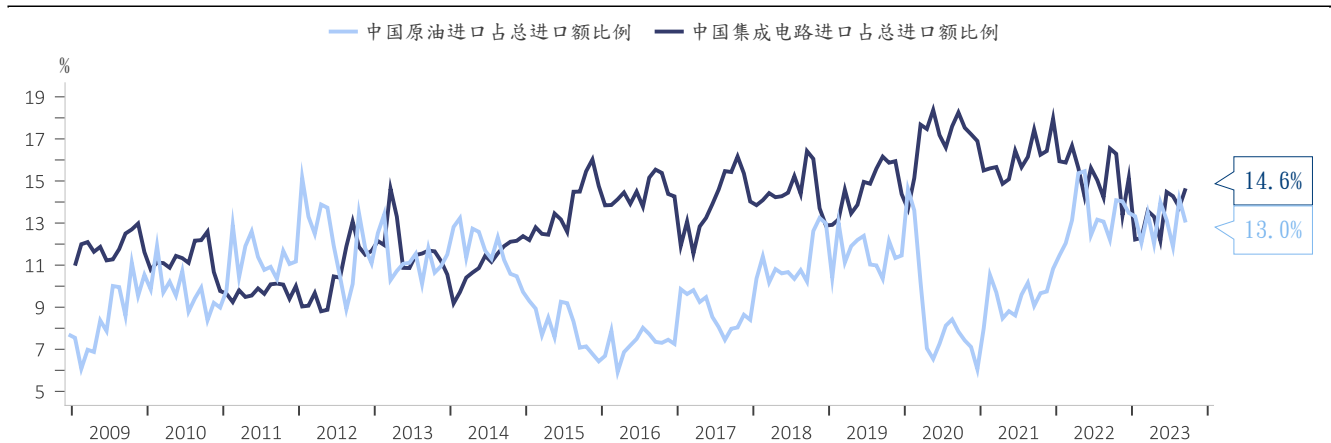
此外，全球政治经济环境的变化，特别是贸易和供应链等议题，也促使中国加强对关键领域和核心技术的自主控制能力。近年来，随着全球半导体行业加速发展以及能源结构转型的需要，政府大幅增加了对于半导体产业和新能源领域的投资，以减少对外部供应链的依赖。

图表 8: 2018 年后，中国财政余额占 GDP 的比例开始显著增加



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 中国原油进口与集成电路的进口占总进口额的比例相当，对外依存度较高



资料来源: Macrobond, 交银国际

中国财政政策将更加注重完善供应链、加强技术生态系统的建设，并致力于提高经济的自主性。在这一背景下，除了基建投资外，中国或将进一步加大对数字经济和新能源领域的投资，以应对全球经济和技术的变化，确保国家长期安全和可持续发展的目标。具体来看：

- ⊕ **随着全球经济的数字化转型，中国高度重视数字经济的发展，并预计将加大在相关领域的政策支持。**其中，半导体产业是数字经济发展的关键基础设施单元。作为现代数字经济的核心，半导体已成为全球科技行业发展的“基石”。AI、大数据等领域方兴未艾，正呈现强劲发展势头，这些技术的应用不仅正推动传统产业的升级，也有助于打造新型商业模式和产业形态。因此，持续投入和政策倾斜以提高本土半导体产业的研发和制造能力，将成为推动产业升级和提高产业链竞争力的关键。
- ⊕ **新能源不仅是未来可持续发展的需要，也承载着能源安全重任。**随着全球能源市场的变革，能源安全面临着更加复杂的挑战。中国正致力于逐步减低对传统能源的需求，这促使国家正加快新能源的发展，并实现能源链条的安全。因此，新能源的大规模、高比例、高质量的可持续发展成为了必然趋势。中国已在大力发展太阳能、风能、水能等可再生能源，并探索新型能源的应用。当前，中国已建立起全球规模最大的清洁发电体系，非化石能源发电装机容量占比超过50%。此外，大规模储能技术的发展是推动新能源更广泛应用的关键，中国正在积极研发和探索相关技术，以提高能源的使用效率和稳定性。

**图表 10: 中国近年来推动数字经济发展的政策措施一览**

发布时间	政策	内容
2019年10月20日	《国家数字经济创新发展试验区实施方案》	坚持新发展理念，坚持推动高质量发展，坚持以深化供给侧结构性改革为主线，结合各自优势和结构转型特点，在数字经济要素流通机制、新型生产关系、要素资源配置、产业集聚发展模式等方面开展大胆探索，充分释放新动能。
2020年3月6日	《关于推动工业互联网加快发展的通知》	加强工业互联网在装备、机械、汽车、能源、电子、冶金、石化、矿业等国民经济重点行业的融合创新，突出差异化发展，形成各有侧重、各具特色的发展模式。引导各地总结实践经验，制定垂直细分领域的行业应用指南。
2021年11月15日	《“十四五”大数据产业发展规划》	建立数据价值体系，提升要素配置作用，加快数据要素化，培育数据驱动的产融合作、协同创新等新模式，推动要素数据化，促进数据驱动的传统生产要素合理配置。
2021年12月12日	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强，数字技术与实体经济融合取得显著成效，数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。
2022年12月2日	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	加快构建数据基础制度，充分发挥我国海量数据规模和丰富应用场景优势，激活数据要素潜能，做强做优做大数字经济，增强经济发展新动能，构筑国家竞争新优势。
2023年2月27日	《数字中国建设整体布局规划》	数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。

资料来源: 政府网站、交银国际

### ⊕ 预计内需依然是发力的重点方向

预计在 2024 年，随着海外主要经济体加息周期已进入尾声，海外制造商库存或已见底，有望开启从被动去库到主动补库的切换，使得外需维持一定的韧性。但由于海外主要经济体高利率仍将维持较长一段时间，对海外需求的压制仍在。与此同时，考虑到 2024 年为全球地缘政治周期大年，对于外需仍需谨慎。

因此，基于外需主要受海外经济周期、央行政策以及地缘关系等复杂因素的影响，可控空间有限，因而内需仍将是我国政策的主要发力点。在 2024 年，持续的稳增长政策支持仍然可期，特别是在基建、制造业、地产、消费等方面的宏观政策仍有推出的窗口期。

总体而言，在稳增长政策持续加码，以及前期累积的积极效应持续释放，我们预计经济内生动能将延续修复，而外生性动能有望维持一定韧性，预计 2024 年中国经济仍将延续平稳修复。

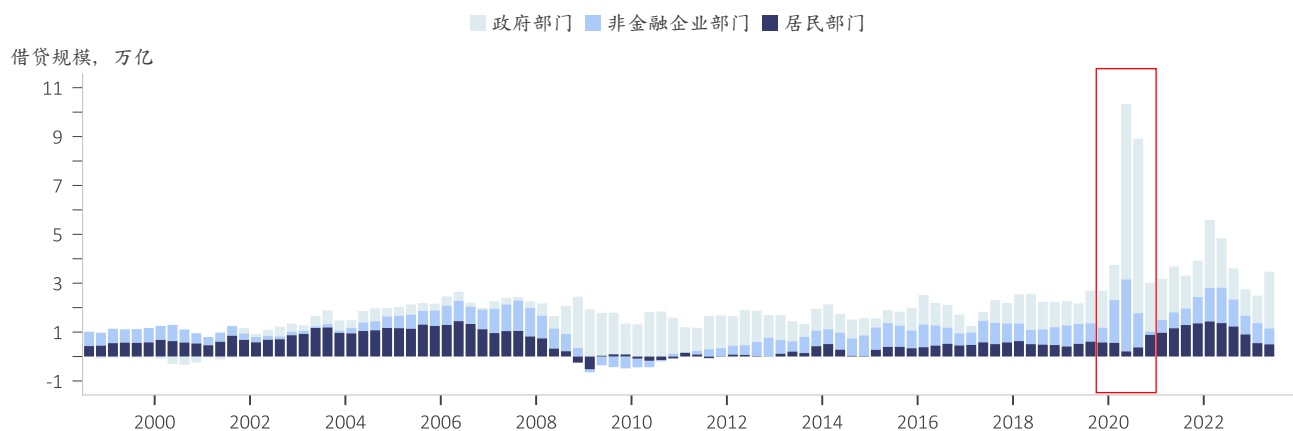
## 美国经济：动能或有所转弱，但是整体或仍有韧性

### ⊖ 韧性来自哪里？宽财政+宽货币期间投放的巨量流动性

美国经济之所以表现出强韧性，根本原因在于宽财政和宽货币政策所注入的巨量流动性。大规模的政府支出不仅稳定了经济，还降低了私人部门的债务压力，促使私人部门去杠杆，从而增强了整体经济体系对冲经济周期波动的能力。

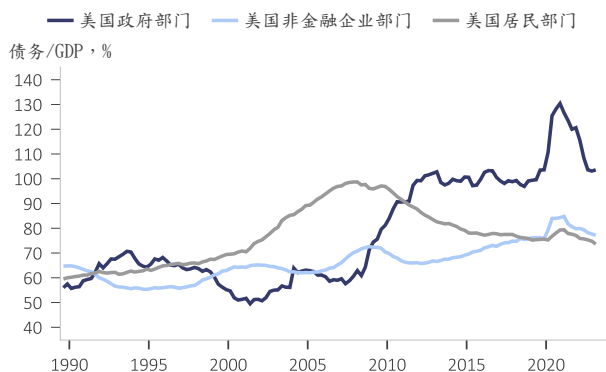
随着美联储启动加息以对抗通胀，政府部门前期加杠杆的压力显现，利息支出大幅增加，而私人部门仍有足够的缓冲来吸收这种压力。主要体现在私人部门，特别是非金融企业部门，期间通过利用宽松流动性置换债务，不仅降低了债务水平，增强了资产负债表的韧性，并增加了大量的现金储备，使其在加息至今，净利息支出不升反降。这也是本轮加息周期不同于以往加息周期的特别之处，也是美国经济韧性至今的根源之一。

图表 11: 美国政府大量举债加杠杆以实现财政支出



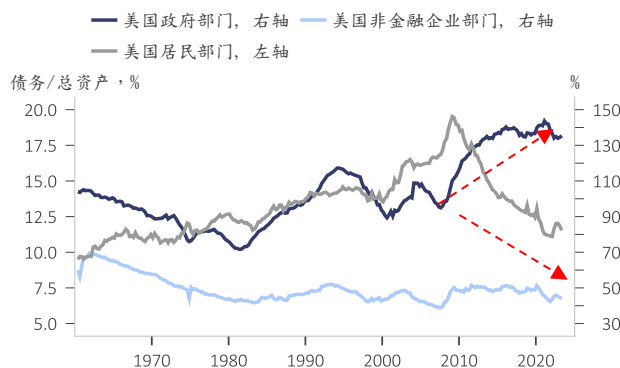
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 12: 美国政府部门债务占 GDP 比重疫情期间大幅抬升



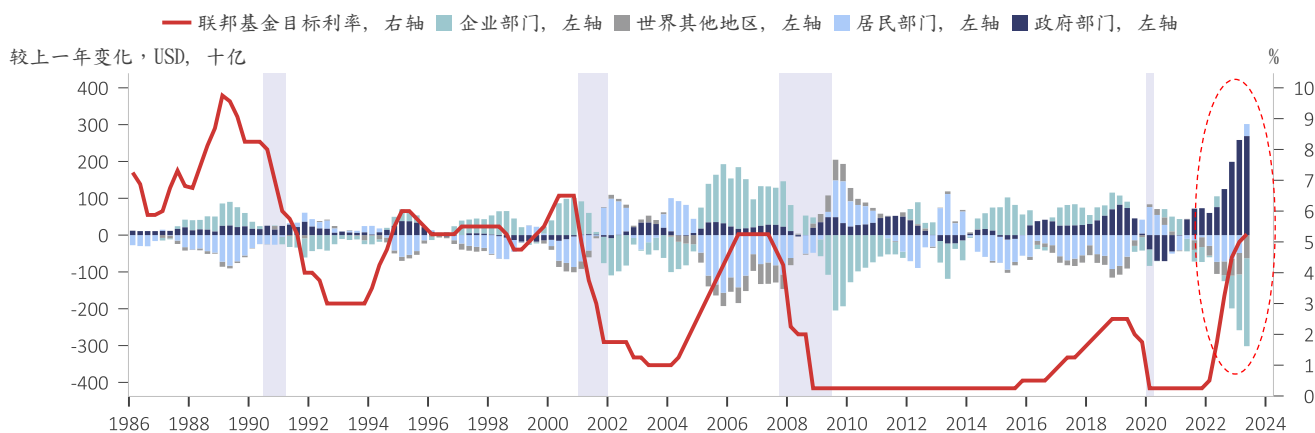
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 13: 通过宽财政+宽货币, 美国政府主动加杠杆, 而私人部门实现去杠杆



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 14: 本轮加息周期中, 美国政府部门净利息支出大幅上升, 而企业部门净利息不升反降



资料来源: Macrobond、交银国际

### ⊕ 美国经济韧性还能持续多久?

为了分析美国经济韧性还能持续多久, 我们分别从流动性、居民需求以及企业债务视角进行定量分析。根据我们的测算, 无论是市场流动性, 还是居民和企业资产负债表均有望在 2024 维持一定韧性, 美国经济“硬着陆”概率不大。

图表 15: 美国经济韧性持续时点的定量测算

测算视角	预估韧性持续的时点
1. 流动性视角	美联储自 2022 年年中启动缩表以来，市场总体流动性收紧有限，仍维持在 6 万亿美元左右的水平。2022 年中至 2023 年年中，TGA 账户余额的释放一定程度上对冲了缩表带来的流动性紧缩影响。预计 TGA+逆回购仍可以继续对冲缩表带来的紧缩冲击，当前逆回购规模仍有 1 万亿美元， <b>如果以 TGA 账户补充余额的消耗斜率计算，其仍能维持至 2024 年年中附近的时点。</b>
2. 居民需求——超额储蓄视角	美国政府在疫情期间通过转移支付补贴居民部门，使得居民累积了超过 2 万亿美元的超额储蓄。根据我们的测算，美国居民超额储蓄当前已消耗过半， <b>预计剩余超额储蓄在 2024 年 4 季度消耗完毕</b> ，届时消费需求或将边际转弱。
3. 居民需求——就业市场视角	美国劳动力市场再平衡进程持续，移民人数回升一定程度上改善了供给端的紧张状况，以及企业用工需求已高位回落，职位空缺数正在收缩， <b>按照当前的斜率进行外推，预计职位空缺数将在 2024 年 4 季度回到疫情前</b> ，即 2019 年 700 万左右的水平。
4. 企业债务视角	美国非金融企业在疫情期间积累了大量的现金储备，且当前现金存量仍在增加。高利率环境下，尽管利息支出有所增加，以当前的消耗量进行线性外推， <b>预计美国非金融企业的现金存量仍能支撑至 2024 年以后。</b>

资料来源: 交银国际



### 1. 流动性视角测算：预计 TGA+逆回购仍能继续对冲缩表带来的紧缩冲击

尽管美国货币政策已转向限制性，但紧缩对市场流动性冲击较为有限，这也是美国经济之所以韧性远超市场预期的因素之一。

- \* 美联储自 2022 年年中启动缩表以来，市场总体流动性收紧有限，仍维持在 6 万亿美元左右的水平。2022 年中至 2023 年年中，TGA 账户余额的释放一定程度上对冲了缩表带来的流动性紧缩影响。
- \* 尽管随着 2023 年年中美国债务上限协议达成，美国 TGA 账户余额重新增加，美债发行放量，但这些因素带来的市场流动性紧缩被市场剩余流动性（以隔夜逆回购操作规模形式体现）所对冲。当前市场隔夜逆回购规模虽较峰值的 2 万亿美元已消耗近一半，但 TGA 账户余额已补充完毕，预计后续对市场剩余流动性的消耗有限。
- \* 当前美国市场上剩余逆回购仍有近 1 万亿美元的规模。如果以 TGA 账户在 2023 年年中补充余额的消耗斜率计算，其仍能维持至 2024 年年中附近的时点。

图表 16: 美国市场净流动性规模变动不大，维持在 6 万亿美元左右的水平



资料来源: Macrobond、交银国际

**图表 17: 当前逆回购规模仍有 1 万亿美元，如果以 TGA 账户在 2023 年年中补充余额的消耗斜率计算，其仍能维持至 2024 年年中附近的时点**

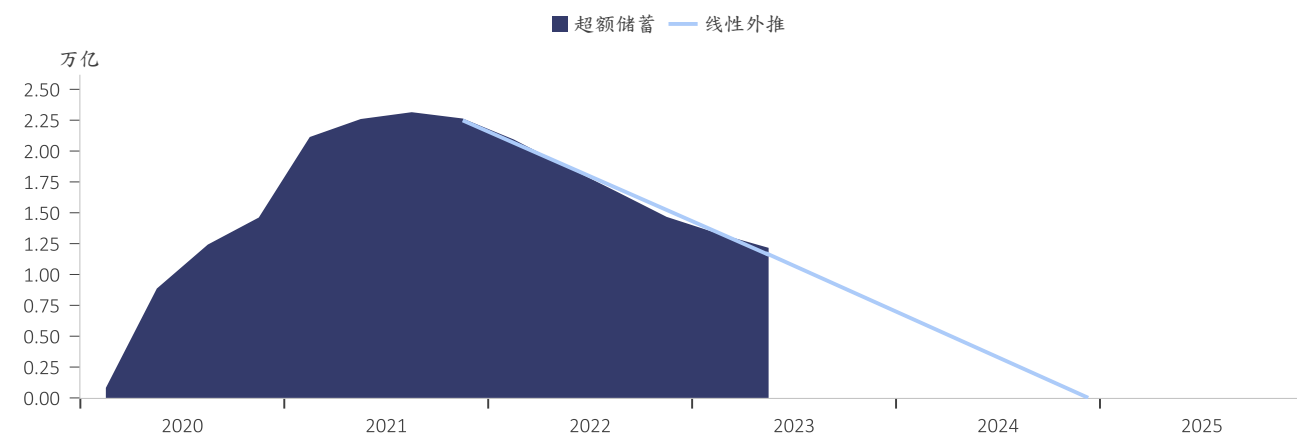


资料来源: 彭博, 交银国际

## 2. 居民需求视角测算：超额储蓄预计将在 2024 年 4 季度耗尽

美国居民超额储蓄对消费支出的持续支撑，也是美国经济持续韧性的重要支撑力量。疫情期间，美国政府通过转移支付，使得居民累积了超过 2 万亿美元的超额储蓄，并持续释放至今。美国居民超额储蓄当前已消耗过半，但仍有近万亿美元的规模。根据我们的测算，预计剩余超额储蓄在 2024 年 4 季度消耗完毕，届时消费需求或将边际转弱。

**图表 18: 美国居民超额储蓄预计在 2024 年下半年消耗完毕**

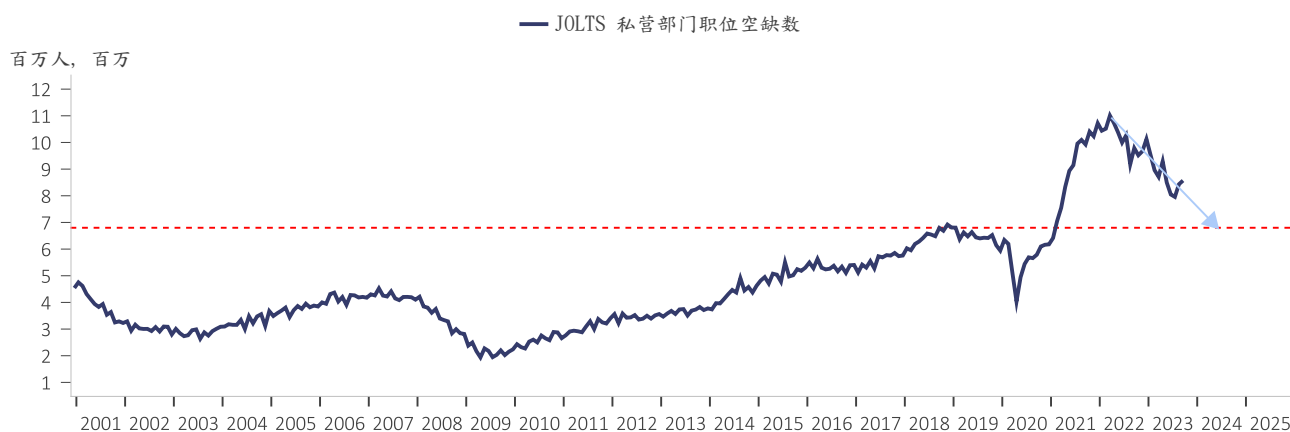


资料来源: 彭博, 交银国际

### 3. 居民需求视角测算：职位空缺数预计在 2024 年 4 季度回到疫情前水平

美国劳动力市场再平衡进程持续。供给端，移民人数回升一定程度上改善了就业市场的紧张状况。需求端，企业用工需求已高位回落，职位空缺数正在收缩。我们按照当前职位空缺数回落的斜率进行线性外推，预计职位空缺数将在 2024 年 4 季度回到疫情前，即 2019 年接近 700 万的水平。预计劳动力市场再平衡的进程仍将持续，届时工资增速放缓一定程度上可能令强劲的消费支出放缓。

**图表 19: 按照当前回落斜率外推，美国私营部门职位空缺数预计在 2024 年四季度附近回到疫情前，即 2019 年接近 700 万的水平**



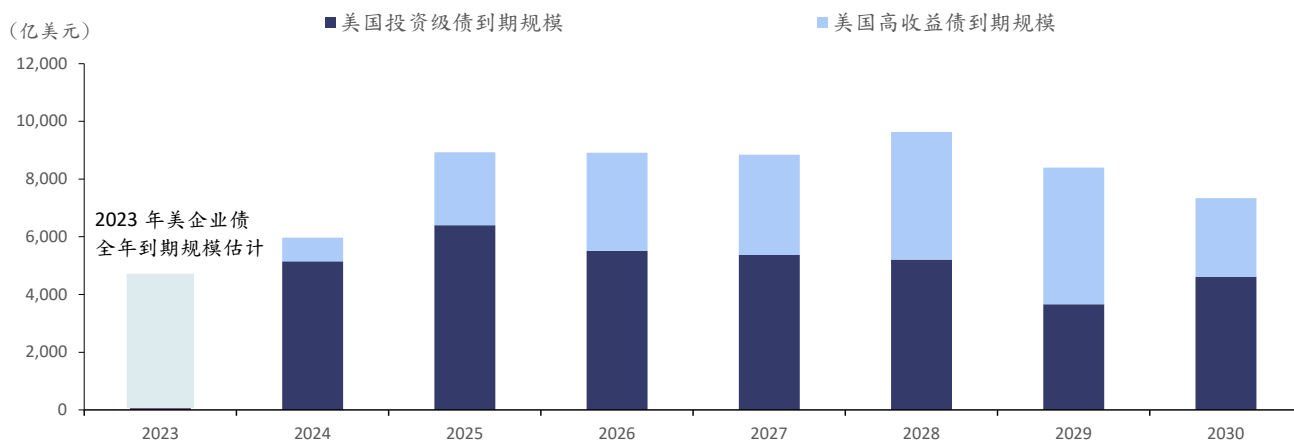
资料来源: 彭博, 交银国际

### 4. 企业债务视角测算：现金存量仍能支撑至 2024 年以后

从美国非金融企业债到期分布来看，2024 年及以后的到期规模将逐年上升，意味着 2024 年到期的债务，再融资仍将面临较高的利率水平。另一方面，银行贷款标准仍在持续收紧。工商业贷款的收紧程度仅次于大流行和次贷危机时的水平，企业后续将面临着严峻的再融资环境，但 2024 年整体到期的债务规模较 2023 年增长不大，再融资压力有限。

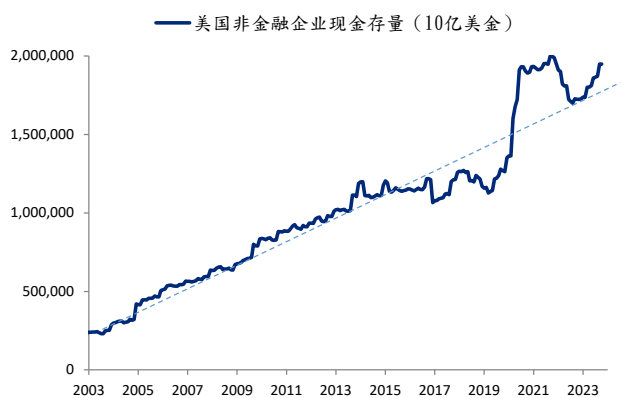
美国非金融企业在疫情期间积累了大量的现金储备，且当前现金存量仍在增加。高利率环境下，尽管利息支出有所增加，但以当前的消耗量斜率进行线性外推，预计美国非金融企业的现金存量仍能支撑至 2024 年以后。

图表 20: 美国企业债在 2024 年及以后到期规模逐渐上升



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 21: 美国非金融企业疫情期间积累了大量现金, 且当前现金存量正在上升



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 22: 尽管利息支出有所增加, 预计美国非金融企业的现金存量仍能支撑至 2024 年以后



资料来源: Macrobond、交银国际

## 流动性之变：偏紧的流动性新常态

欧美央行在近两次会议中，均双双按下“暂停键”，对于欧央行其加息周期已经终结；对于美联储而言，虽没有正式宣告，12月的FOMC会议加息概率仍有，但已非基准场景，2024年基本意味着本轮全球范围内的加息潮已行至尾声。

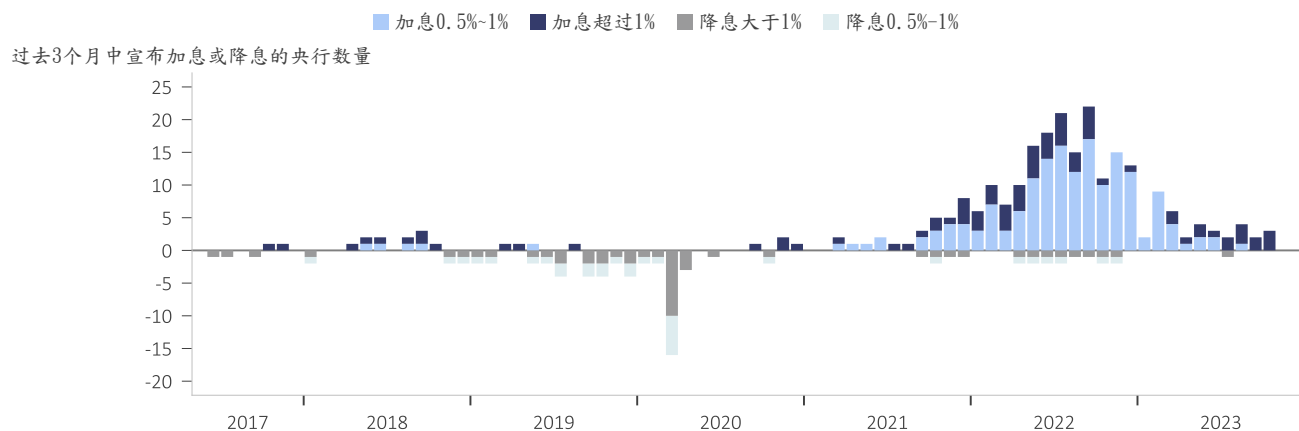
同时，由于美国经济短期仍有韧性，且结构性因素使得通胀粘性仍重，回落至2%的目标仍有距离，这就使得2024年降息的空间相对有限，且降息时点上具有较大的不确定性，2024年利率或预计仍将维持在较高的位置，且中期利率中枢的系统性上移，降使得偏紧流动性成为新常态流动性之变在于“三变”，整体来看市场需要适应偏紧的流动性新常态：

- 短期来看，2024年美联储从加息走向加息中止。
- 但此轮利率周期与以往不同，即加息与降息的对称性被打破，利率“易涨难跌”，我们对美联储的降息时点、幅度都较市场更为审慎。
- 长期来看，利率中枢相比过去10年很可能系统性上移，我们很难回到过去流动性极度充裕的时代。

### 流动性之变（一），美联储从加息转向加息终止

- \* 美联储开始于2022年3月的近一轮加息周期为近40年来最高、也是最陡峭的利率路径。目前政策利率已到达了限制性区间，紧缩不足与过度紧缩的双向风险正在放大，且当前紧缩的滞后性影响尚未完全显现，使得致力于实现软着陆的美联储在尾声阶段显得更加谨慎。
- \* 自2023年7月以来，市场对美国经济增长、美国政府支出以及美债发行的前景重新评估，推动10年期美债中性利率以及期限溢价上行，长债利率中枢明显上移，金融条件的自发性收紧也使得美联储进一步加息的必要性有所降低。
- \* 鉴于2023年3季度美国大罢工对经济的滞后影响、中东地缘政治风险等因素，以及货币政策滞后性影响，美国经济增长前景不确定性上升，同样增加了美联储评估加息的难度，使得美联储加息概率降低，即使进一步加息，加息的空间应该非常有限。

图表 23: 宣布继续加息的全球央行数量正在快速下降，反映本轮加息潮或已行至尾声



资料来源: Macrobond、交银国际

## 流动性之变（二），此轮利率周期不对称性的逆转：从“易跌难涨”切换为“易涨难跌”

回顾美联储过去几轮的加息周期，通常可以观察到加息和降息过程存在一定的对称性，即加息路径和降息路径在时间和幅度上大致相似。在分析此轮美联储的利率周期时，我们可以看到一个明显的转变：从以往的“易跌难涨”模式，切换到了如今的“易涨难跌”模式，具体来看：

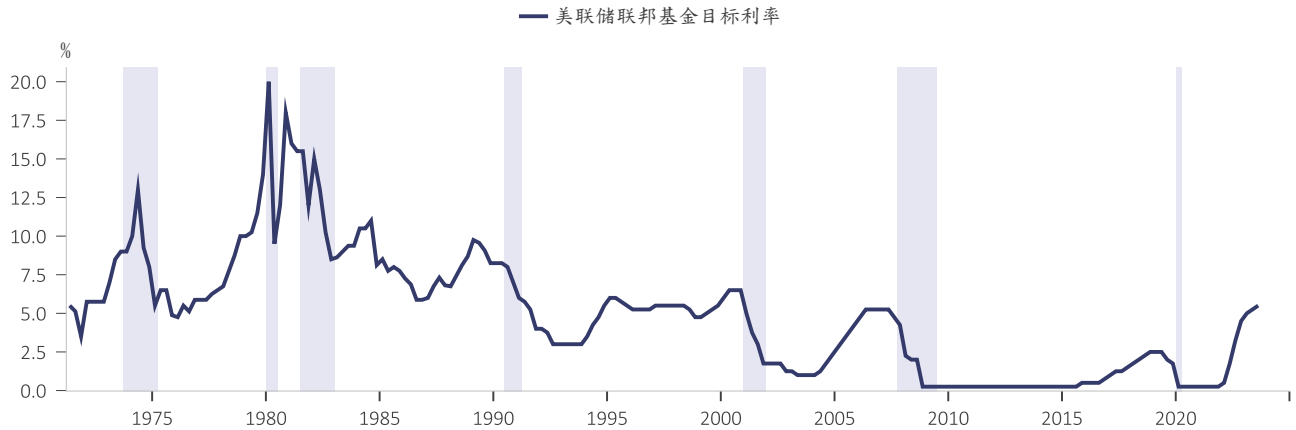
1) **加息路径陡峭**：本轮加息周期的特点是其路径的陡峭性，美联储为应对高通胀而迅速加息，创下了自 1980 年以来，近 40 年来加息幅度最高、且加息速度最快的一轮紧缩周期。

2) **降息路径趋缓**：尽管市场普遍预期未来会有降息行动，但目前隐含的降息路径却显示出较为缓慢的趋势。这种趋缓反映了市场对通胀可能的持续性保持警惕，同时也体现了美联储在预测经济增长和通胀动态方面的审慎态度。美联储似乎更倾向于确保通胀得到有效控制，而不是急于通过降息来刺激经济增长。

因此，相比于过去几轮加息周期，本轮加息周期与预期的降息路径之间存在明显的非对称性，这种非对称性揭示了美联储在当前复杂多变的经济环境下进行的策略调整：在遏制通胀方面更加积极；而在考虑降息时，则表现出更多的谨慎。这表明在未来一段时间内，我们可能会看到利率处于相对较高的水平，而美联储也可能会更慎重地考虑任何放松货币政策的决定。

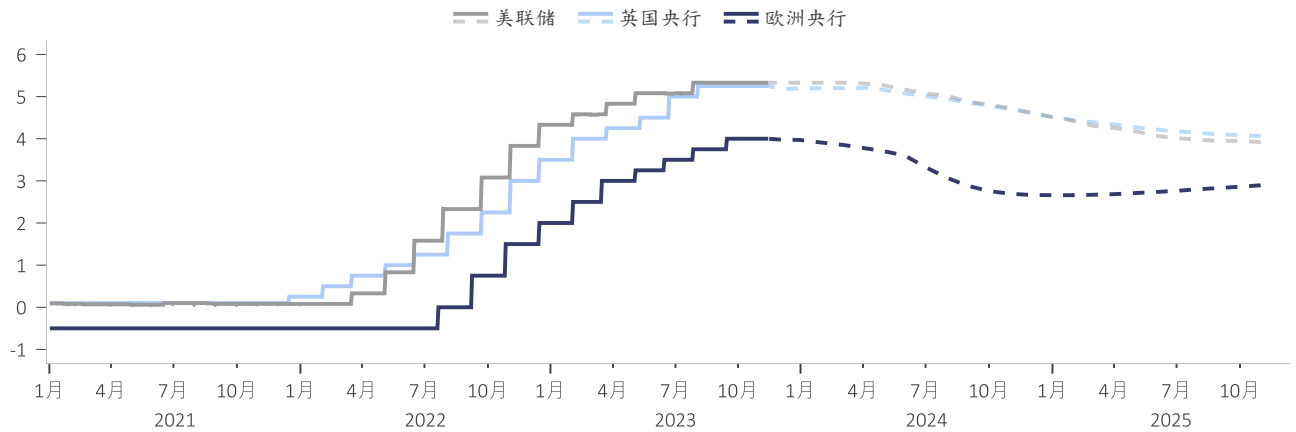
即使从市场隐含利率预期来看，美联储的降息路径依然呈现加息 vs 降息的非对称性（即大幅加息，小幅降息），而相比于市场预期，我们对于美联储的降息时点、幅度的判断则更为审慎。

图表 24: 在过去美联储几轮加息周期中，加息和降息具有一定的对称性



资料来源: Macrobond, 交银国际

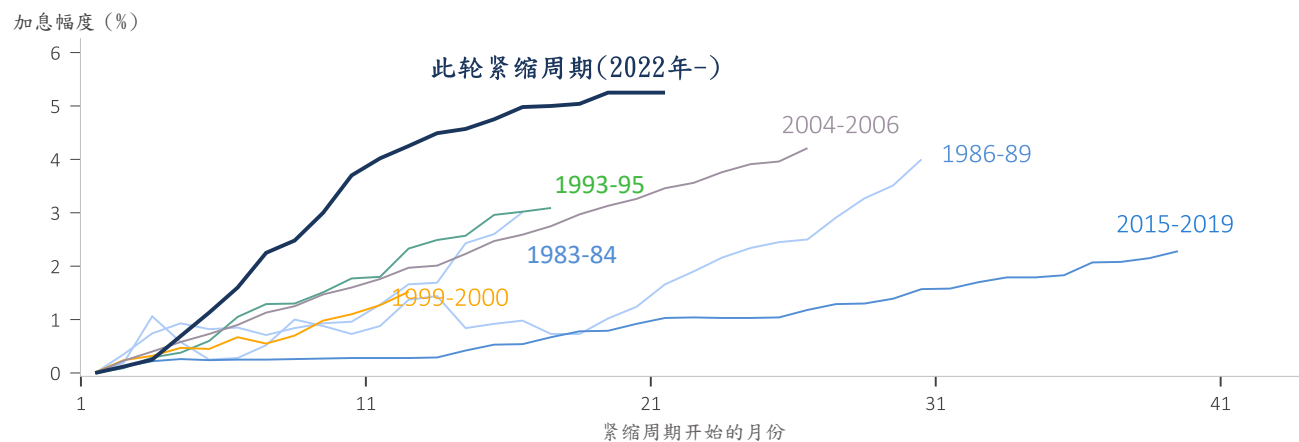
图表 25: 但此轮加息周期中，加息降息路径对称性打破，利率“易升难跌”



资料来源: Macrobond, 交银国际



图表 26: 此轮美联储紧缩周期为 1980 年以来最高，且最陡峭的加息路径



资料来源: Macrobond、交银国际

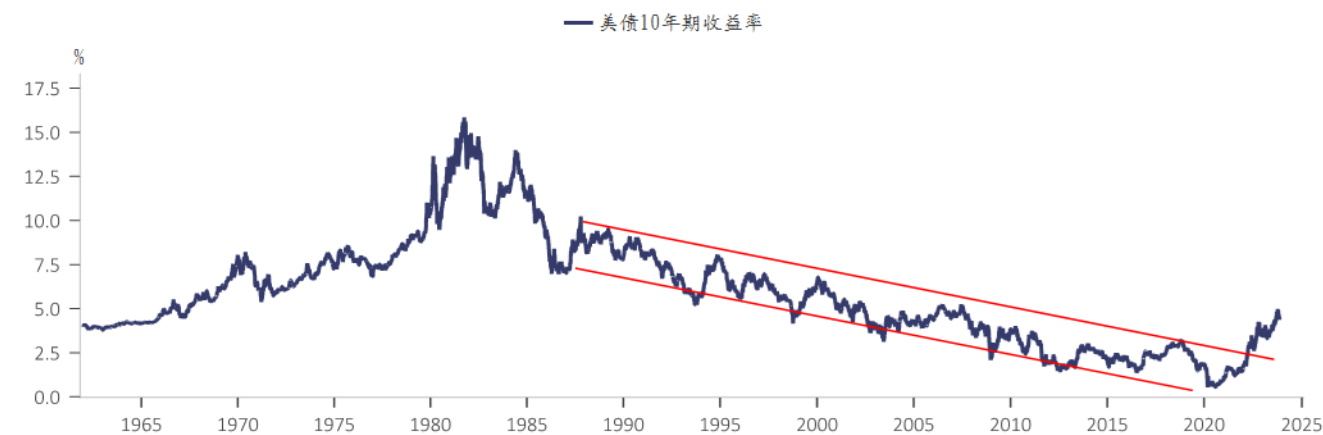
### 流动性之变（三），美债利率中枢相比过去 10 年或将系统性上移

结构性因素的扰动令通胀中枢系统性抬升，进而抬升利率中枢。

- \* 地缘政治的紧张和供应链的重构可能导致国际贸易活动的收缩，这不仅增加了生产成本，还可能导致某些原材料的供应中断，从而推高生产成本和最终商品价格。此外，供应链的重构可能导致生产效率下降，这也会增加生产成本，并最终推高物价水平。
- \* 在能源转型的大背景下，传统能源大宗商品企业 CAPEX 意愿不足，使得供给端相对趋紧。供需紧平衡下，商品价格，特别是能源价格“易涨难跌”，从而加剧了通胀上行风险。
- \* 美国政府的财政支出增长可能导致美债市场出现结构性供需失衡，并加剧美债市场的波动及推升美债利率的中枢。

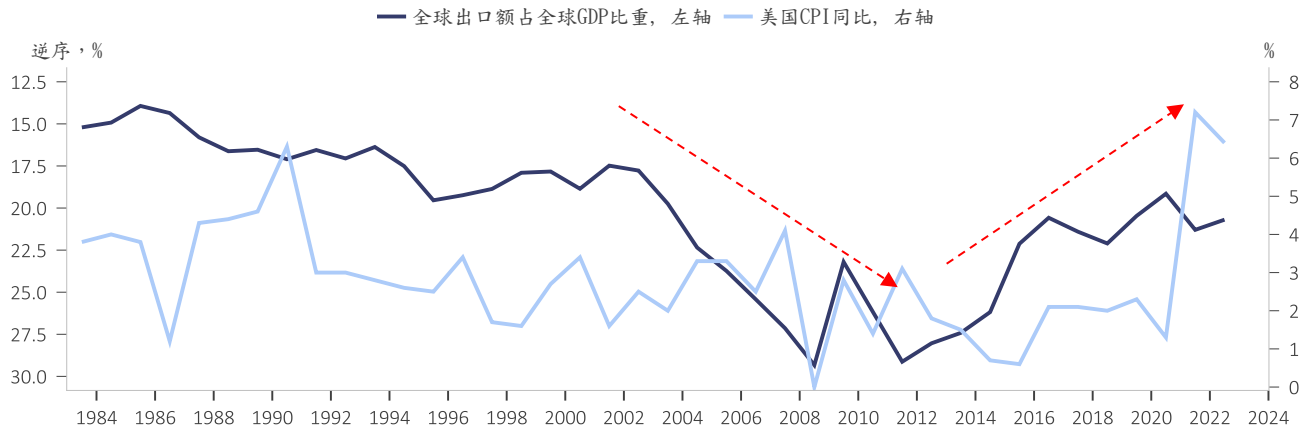
以上这些结构性因素扰动均可能导致美国通胀中枢上升，对利率中枢的上移推波助澜。

图表 27: 美债利率中枢或较过去 10 年系统地抬升



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 28: 全球化趋势压低美国通胀



资料来源: Macrobond、交银国际

## 技术之变：硅基智慧生态的大爆发

当前市场的主流观点，是将 AI 技术当成一种强力辅助工具看待，可以帮助人类提高工作效率，辅助人类进行决策，主要关注点在当前 AI 技术的应用层面。我们希望从更底层的视角去理解 AI 技术的潜力，从而更好地展望未来可能具备的能力和影响。

我们认为 AI 技术的潜力远不止于辅助工具。AI 技术或将是全方面影响人类社会形态的重要转折点，其将拓宽人类的认知范畴和想象力边界。AI 技术的爆发将从微观、中观、宏观各个层面带来重大冲击。

展望 2024 年，我们认为 AI 将从探索期过渡至商业化变现阶段。AI 技术的溢出效应将进一步显现，人们将在应用方式、应用形式等方面进行全方面探索。随着 AI 技术被广泛应用，宏观经济、资产配置、企业商业模式、个人生产效率等社会经济方方面面将经历重大且深刻的范式转变。

### 我们为什么比市场更乐观：超预期能力+超预期进化速度

#### ⊕ 超预期的理解能力有别于以往

以前的 AI 是“鹦鹉学舌”式伪智能，其本质是做数据拟合寻找对应关系，程序员的工作是不断进行细致编程并优化，可实现的能力有限。现在的 AI 或具备深度推理能力，智能水平大幅提升。AI 大语言模型通过不断地试错，从海量无标注数据中对世界运行的规律进行解构，从而具备了复杂推理和知识推理的能力。虽然关于 ChatGPT 是否具有“意识”在学界仍存争论，但可以肯定的是，当前的 LLM 已经具备相当高的推理能力与判断能力，如果按照 LLM 飞速的进化速度来看，我们很可能将在不远的未来实现真正意义上的通用人工智能（AGI）。

图表 29: Transformer 模型比之前的 AI 模型推理能力更强，效率更高

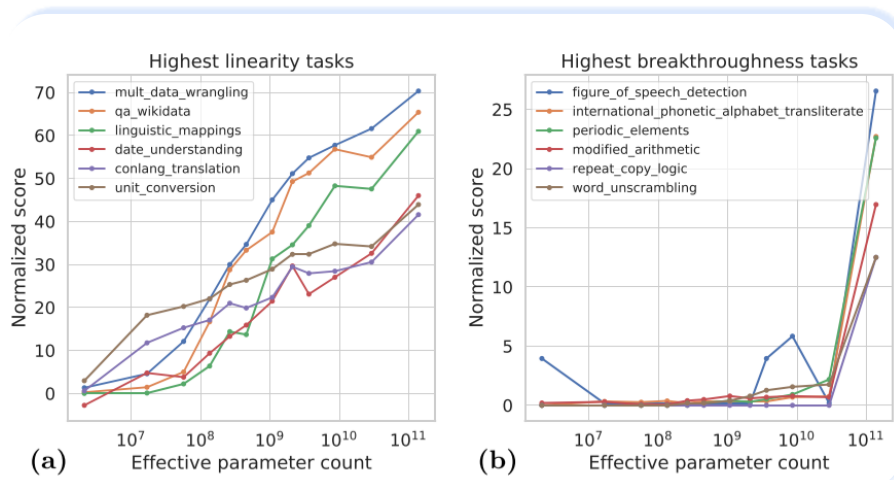
	之前的 AI 模型	Transformer 模型
架构	使用的是长短时记忆网络（Long Short-Term Memory, LSTM）或门控循环单元（Gated Recurrent Unit, GRU）等传统的循环神经网络结构	使用了自注意力机制（self-attention mechanism），即利用自身的上下文信息来加权表征自己，从而达到对序列建模的目的， <b>推理能力更强</b>
训练	使用的是有监督学习方法，即直接在标注数据上进行端到端训练。	使用的是自监督学习方法，即通过在大规模未标注的语料库上预训练模型，然后在少量标注数据上进行微调， <b>效率更高</b>
规模	具有紧凑的结构，因为它们主要依赖于循环连接和相对较小的隐藏状态维度。RNN 中的参数数量与循环单元的数量以及输入和隐藏状态维度的大小成正比。	Transformer 往往具有较大的模型尺寸。影响 Transformer 模型大小的主要组件是自注意力层、前馈层和位置编码。Transformer 具有更加可并行化的设计，允许在 GPU 或 TPU 上进行高效计算
应用	更侧重于文本生成和理解自然语言领域，如文本摘要、机器写作等	在自然语言处理的各个领域中都有广泛的应用，如机器翻译、语言生成等

资料来源: 交银国际

\* 量变到质变 – 非线性能力涌现必然让传统线性思维低估

AI 不是新事物，但伴随 LLM 的模型参数的不断增长，LLM 的能力在突破临界值后，出现了质的飞跃，即“涌现”出现。对于传统的线性任务而言，LLM 遵循着根据参数量，表现线性增长的规律，即“规模效应”，但对于复杂任务，LLM 则出现了“涌现”现象，其能力有了飞跃。AI 技术可谓是实现了从量变到质变的飞跃，这点在复杂任务层面体现的尤为突出。

图表 30: LLM 的涌现现象



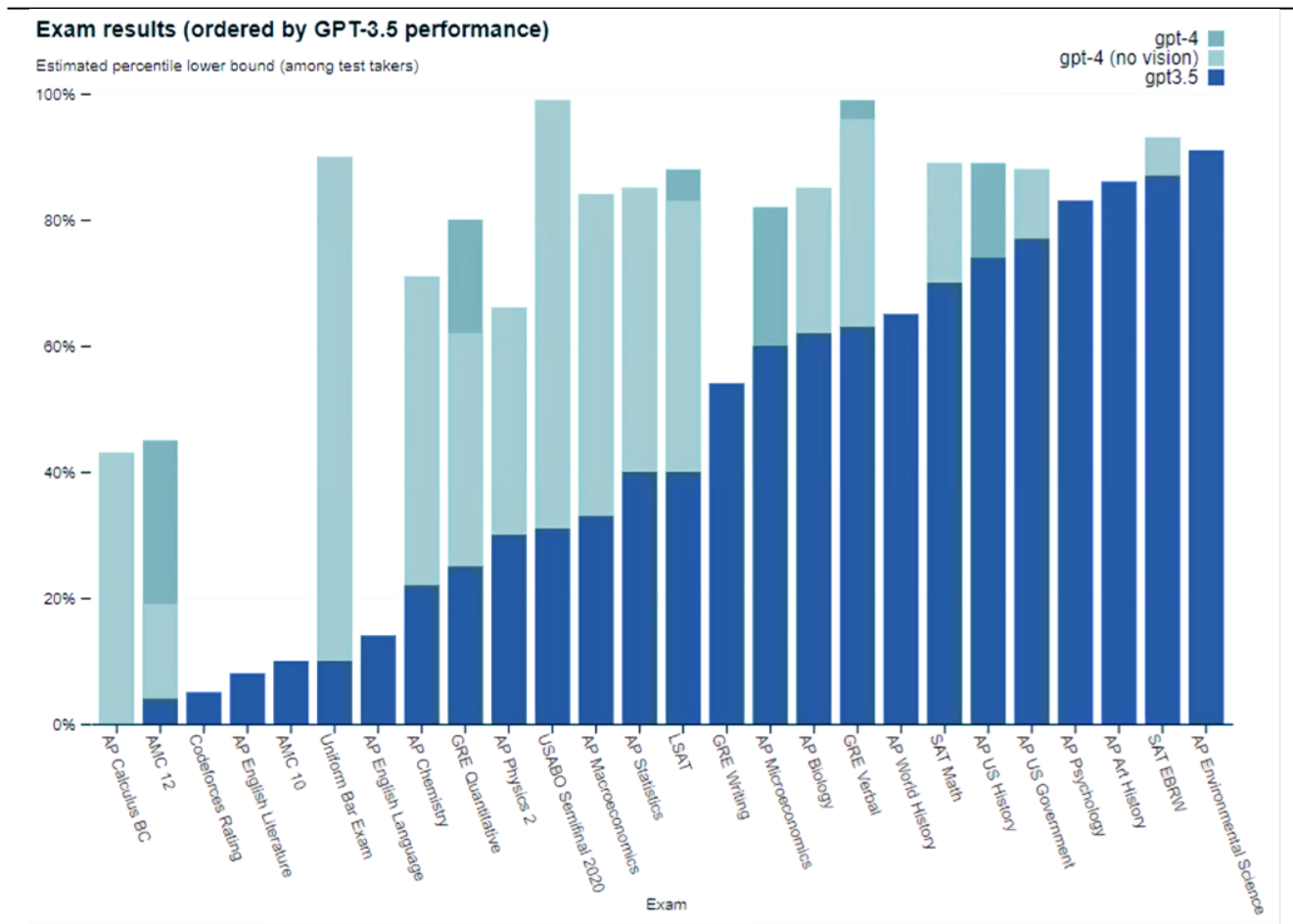
资料来源: Beyond the Imitation Game Quantifying and extrapolating the capabilities of language models、交银国际

超预期的进化速度：非线性增长曲线将超出市场的认知

⊙ 现有能力：GPT-4 的能力已经非常强大

当前全球的 LLM 模型百花齐放，迅猛发展，以当前 LLM 模型最具代表性的 GPT-4 为例，其已经在通用应用领域取得惊艳的表现。

图表 31: GPT-4 在各项考试中的综合表现

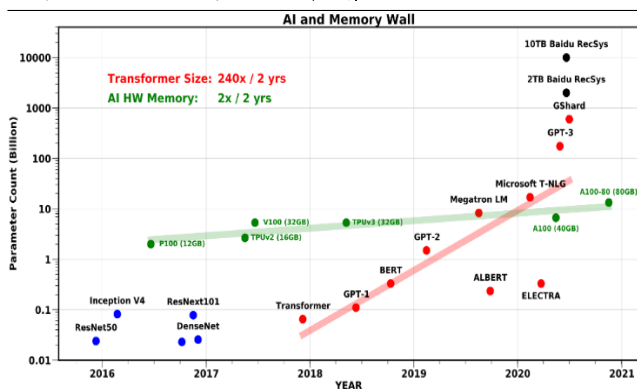


资料来源: OpenAI、交银国际

\* 在具备强大能力的基础上，AI 模型还加持了指数级的进化速度

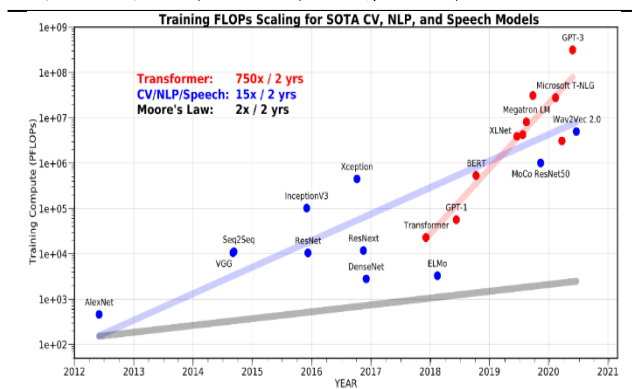
当前的 AI 模型在各个方面所展示出的增长速度都是指数级的。AI 模型算力和参数的发展速度正在以远超摩尔定律的速度发展。AI 模型的参数、算力在 2 年时间内增长数百倍，进化速度超乎想象。而 ChatGPT 的优异表现则将进一步吸引资金、技术进一步投入相关领域，对其发展可能会进一步加速。

图表 32: AI 模型参数 2 年增长 240 倍



资料来源: AI and Memory Wall 交银国际

图表 33: 算力 (PFLOPs) 的增长 2 年 750 倍



资料来源: AI and Memory Wall, 交银国际

\* 通用人工智能 (AGI) 的出现或将比市场预期的要更早

超强能力和超快进化速度的结合使得 AI 的进化速度呈指数级增长，通用人工智能 (AGI) 的出现时间可能比市场预期的要更早。这点由最近 OpenAI 事件中的 Q\* 模型就可见一斑。

尽管根据市场上的消息看，目前 Q\* 模型只具备做简单数学题的能力，但是从本质上来看，这是现有模型能力上的飞跃。单纯的解决简单数学问题可能看似平平无奇，但是需要意识到的是：数学的本质是符号主义的逻辑推理，能准确解答数学问题意味着 AI 模型可能具有了抽象逻辑推理能力，而不是凭借从训练数据中提炼的“直觉”来输出答案。

因此，我们认为不应该将 AI 简单地当成一种新的辅助工具来看待，而是可以将其视为一个正在快速进化中的智慧数字物种。在此基础上重新思考其对于全球宏观、行业和个体的颠覆性冲击。

\* 伴随着 ChatGPT 从单模态向更便宜的多模态迈进，AI 生态将进一步全面发展

OpenAI 在 2023 年 11 月最新推出的 GPT-4 Turbo 已经从上一代的单模态能力进化为具备多模态输入和输出能力（可以处理多种数据类型）的模型。此外，其知识储备（训练数据截止日期）和记忆力（上下文窗口增加至 128k tokens）也大幅增强，API 的成本进一步下降至原有水平的三分之一，这就为接下来全球 AI 生态的全面爆发从能力、成本端奠定坚实基础，预计在 2024 年全球 AI 生态将进一步发展。



图表 34: 短文本、单模态、高价格走向长文本、多模态、低价格

名称	GPT-3.5	GPT-4	GPT-4 Turbo
发布时间	2022 年 11 月	2023 年 3 月	2023 年 11 月
输入方式	文字	文字	文字 图片
输出方式	文字	文字	文字 图片 文字转语音
上下文窗口	16,385 tokens (GPT-3.5 turbo-1106) 4,096 tokens (GPT-3.5 turbo)	8,192 tokens (GPT-4) 32,000 tokens (GPT-4-32K)	128,000 tokens
价格	输入：\$0.001 / 1K tokens 输出：\$0.002 / 1K tokens	输入：\$0.03 / 1K tokens 输出：\$0.06 / 1K tokens	输入：\$0.01 / 1K tokens 输出：\$0.03 / 1K tokens

资料来源: OpenAI, 交銀國際

## AI 的深层影响：个体、行业和经济体均将经历大分化时代

AI 能够普世性地帮助个人、企业和经济体提升生产力，但是这种生产效率的提升并非均衡扩散，而是从微观、中观、宏观层面以不均衡的形式进行扩散，具体的不均衡体现在两个层面：一是 AI 的颠覆性冲击下会带来赢家与输家。二是即使受益程度相同，其在时间维度上也并非同步显现。这就将造成 AI 时代下马太效应将加剧，进入大分化时代。

### 个体层面：个体生产力大分化时代开启

#### ⊖ 何以为新—个体生产力的理论极限被突破

AI 的出现打破了个体技能的稀缺垄断性，使得人类技能的批量生产成为可能，个体生产力的物理极限被突破。

在工业化时代，人与人之间生产效率最多可能只有几倍的差距，但迈入 AI 智能时代后，人的工作效率有可能获得无限提升。我们可以从个人生产力=单位生产效率 x 时间来理解个人生产力极限。

- \* **时间的扩展有上限。**时间是无法被操控的，24 小时\*365 天是时间维度的极限，因此此项可被视为固定项。
- \* **单位生产效率提升没有上限。**随着 AI 技术的进步和人类操作 AI 工具的熟练度提升，单个 AI 工具的理解力、准确度和功能性将有大幅提升，在一个或多个领域超越人类中的专家。数周的工作量对于 AI 而言则可能数小时甚至数分钟内完成，而这并没有结束，伴随着 AI Agent 技术的成熟，批量 AI 的同时调用，使得效率提升理论上限将被突破。

我们认为人类使用 AI 技术的熟练度可以大致对应四个层级的分化：

#### ⊙ 第一层分化：使用 vs. 不使用

个人选择使用 AI 与否代表第一层级的分化，也是大部分人处在的层级。选择使用 AI 工具已经可以在多方面提升个人的生产效率，但仍然有很多人还没听说过/使用过任何 AI 工具。这一阶段对应的关注指标是 AI（包括 API 调用）的使用人数及渗透率。

#### ⊙ 第二层分化：普通使用 vs. 用得好

个人使用 AI 熟练度也将导致人与人之间生产效率的分化，好 Prompt 与坏 Prompt 得到的答案质量有显著的区别，能否准确了解并把握 AI 的能力边界也将是用好 AI 的关键。这是小部分积极拥抱科技的人处在的层级，也是大部分人对于 AI 对个人生产力提升效果的认知边界。这一阶段对应的指标是人类操控 AI 的熟练度，其中涉及到几个重要的能力变化：

##### \* 提问能力比解答能力更重要

过去人们普遍认为解答问题的能力更有价值，但这在 AI 时代或将不再适用。随着 ChatGPT 等大语言模型回答问题的正确率、完成度大幅提升，人们最需要掌握的可能并不是回答问题的能力，而是需要运用批判性思维去深度思考和构思具有洞察力的问题，然后通过提问（写 Prompt）得到启发或答案。

##### \* 好 Prompt 与坏 Prompt 也有巨大差异

高效、准确地提问具有巨大价值。如何通过批判性思考清晰表述背景信息、提出相对应的好问题将比简单的提问更具价值，AI 对于颗粒度更高的问题可以进行更准确的回答，能写、会写、写好 Prompt 成为了人与 AI 大模型交互的最重要的技能。

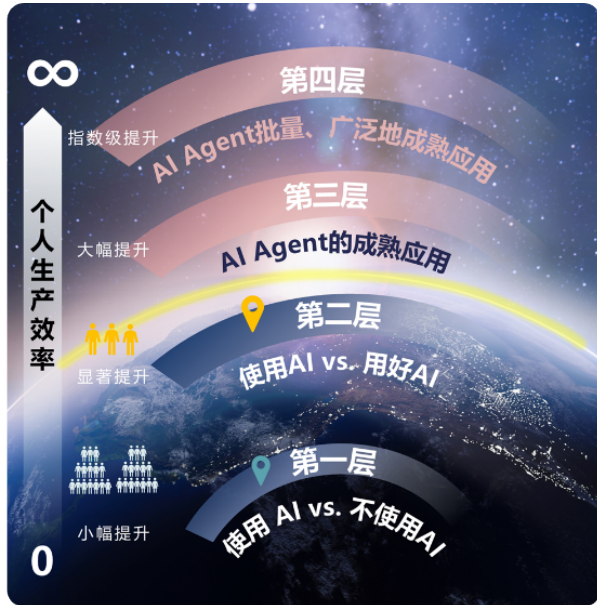
#### ⊙ 第三层分化：使用 AI Agent

AI Agent 可以根据用户的需求自主寻找相关信息，并可调用其他工具和 AI 模型来输出目标内容。简而言之，AI Agent 相当于使用单个 AI 指挥其他 AI，相当于一个 AI “指挥官”。当前市场上一些较为流动的 AI Agent 包括 AutoGPT、AgentGPT、BabyAGI、SuperAGI 和 MicroGPT 等。这一阶段对应的指标是 AI 之间互联互通的能力以及单个 AI 自身的能力边界。

#### ⊙ 第四层分化：大批量使用 AI Agent

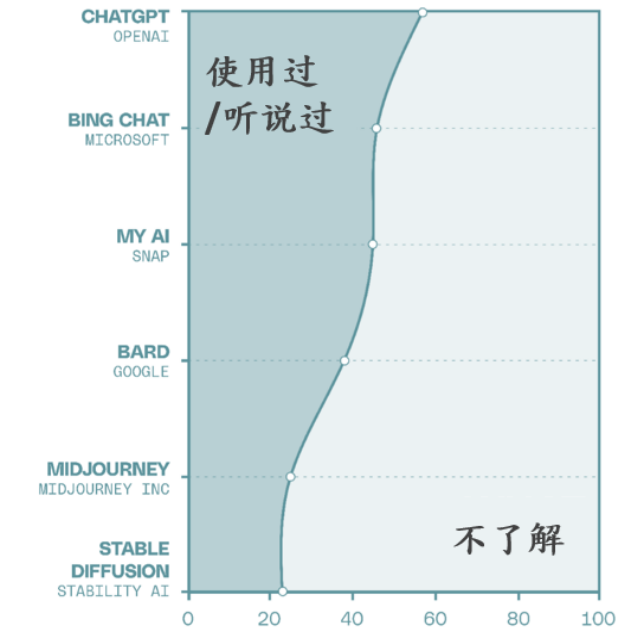
人们可以同时使用多个 AI Agent 程序来同步解决多个问题，在横向数量维度上的扩展将使人的工作效率出现爆发式增长。数量维度的扩展理论上可以是无限扩张，但因为所有 AI 程序均需要能量去驱动，因此最终的限制性条件是能源的供给。这一阶段对应的指标是 AI Agent 的技术成熟度。

图表 35: 生产力分化的的提升分四个层级，大部分人的认知所认为的提升上限边界仍停留在第二层级



资料来源: 交银国际

图表 36: 至 2023 年 6 月末仍有 46% 的美国成年网民不了解 ChatGPT，AI 的渗透率整体仍然在非常早期



资料来源: The Verge, 交银国际

## 行业层面：行业的“诸神黄昏”，新的组织架构和商业模式兴起，部分行业将面临较大影响

### ⊖ 何以为新 - AI 对行业底层逻辑进行重塑

AI 与历史上大部分技术进步有根本性区别，因为以往所有的技术进步都有个隐含前提，即依赖于人类的深度参与，而这一次，尤其是 GPT-4 的横空出世，首次开始动摇这个隐含前提。

- \* **人类的内容生产特权被打破，技能稀缺性下降。**曾经稀缺的技能，特别是在数据分析、语言翻译和复杂问题解决等领域，现在由于 AI 而变得更加丰富。需要这些技能的工作可能会被 AI 替代，同时需要“AI 熟练程度”的新就业机会将被创造。还可以预见的是，AI 无法很好复制的技能的需求将会激增，例如创造力、情商、领导力和辩证思维。
- \* **资产负债表上可以真正意义上“持有”“人”。**人本位的行业（金融、律师、医生等）尤其是娱乐行业，是最典型的以人为最大核心资产的生意。以“人”为核心的行业，其资产负债表上最有价值的资产是“人”，但却并不真正“持有”这个资产。在 AI 出现之后，AI 可以作为虚拟人被真正持有，并且可以永远不离开。

AI 的加入，使创作活动门槛进一步降低，内容生成将变得更容易，因此创意类驱动的企业和行业将是赢家。创作工具（如 Adobe Photoshop、Unreal Engine 等）和发布平台（如 TikTok、YouTube、Instagram 等）都将受益。

与内容创作井喷式发展相对应的则是：

#### \* **微观层面：商业组织架构重构，AI DAO 和 Tiny 公司成为可能**

AI 的介入使得新的组织架构成为可能，AI DAO（AI Decentralized Autonomous Organization）和 Tiny 公司的出现是 AI 智能时代下新的范式转变。

AI DAO 是以智能合约的形式将企业的管理和运营编码在区块链上，从而在没有集中控制或第三方干预的情况下自主运行的组织形式。DAO 有望成为应对不确定、多样、复杂环境的一种新型有效组织，**AI DAO 这个全新组织形式的浮现，它将具备颠覆现有公司制度的可能，伴随全新商业组织形态的出现，我们很可能将见证我们从未想象过的商业模式。**

Tiny 公司指的是广泛使用人工智能提供创新解决方案和服务的小型企业或初创公司。他们的特点是人员规模极小、具有高度的敏捷性和快速创新能力以及使利用 AI 来驱动业务流程。

未来的趋势是，公司可以在非集中控制下自主运行，人借助 AI 技术可以实现生产力的暴涨，在极少雇员团队的情况下借助 AI 技术加持

实现业务的高速增长。这种迷你型公司在未来有可能具备能力在各个维度对现有的行业巨头发起挑战，这是在前 AI 时代难以想象的。

\* **中观层面：行业的现有商业模式将经历重大变革**

**交互逻辑出现变化，从 to B/C 到 to A**

过去的商业模式主要是围绕 C/B to C/B 展开，之后垂直类平台的出现促成了信息交流效率的提升，平台成为连接和交互的中心。我们认为未来 AI 有可能替代平台，成为连接和交互的中心。在此情况下，AI 本质上变成了过滤器，过去以人为本位的商业战略、产品定位，可能会战略性地改为以 AI 为本位的商业战略、产品定位。

例如传统的投行研究流程是卖方直接服务所有 PM，PM 读懂研报最重要。但在未来可以转变成卖方直接服务 AI，AI 读懂研报最重要，而 PM 可以直接从 AI 处获取定制化的信息，交互逻辑完全转变。

图表 37: MaaS 的商业模式是以 AI 为核心的云服务



资料来源: 交银国际



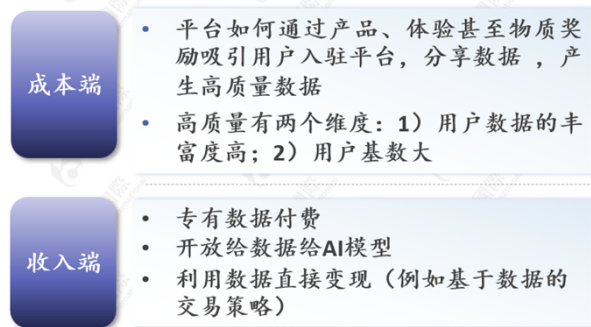
## ⊕ 新商业模式的涌现

在全新技术、全新商业组织的推动下，商业模式想象空间将被打开，可能会有众多全新商业模式涌现出来。

数据是整个 AI 生态体系最重要的核心资产，未来围绕数据的收集、分享、交易将形成一个巨大的市场。其中最值得期待的就是 SaaS 向 DaaS 的转变（Data as a service）。DaaS 的商业本质即在于以相对低廉的成本甚至是负成本完成数据的采集及分析。具体而言通过以提供传统服务作为切入点，吸引用户沉淀数据，通过免费的服务供应甚至是补贴式的服务提供来获取用户同意交换数据，再通过数据分析来在其他维度来实现数据变现。

例如，传统的经纪商业，依赖于佣金收入，而新型的经纪商则有可能免费提供交易服务，甚至补贴用户吸引海量用户入驻，在用户知情且同意的情况下，对海量用户的数据进行采集、AI 分析，进而利用 AI 构建出高胜率、动态更新的交易策略进行变现。

图表 38: DaaS 商业模式拆解



资料来源:交银国际

## ⊕ 行业的“诸神黄昏”-行业层面的大分化

### \* AI 冲击下的赢家与输家

AI 的颠覆性冲击，在行业层面几乎对所有行业，不论是新经济还是旧经济的传统行业都会带来巨大变革，与之相应的，冲击下必然有赢家与输家进而生成巨大的分化：

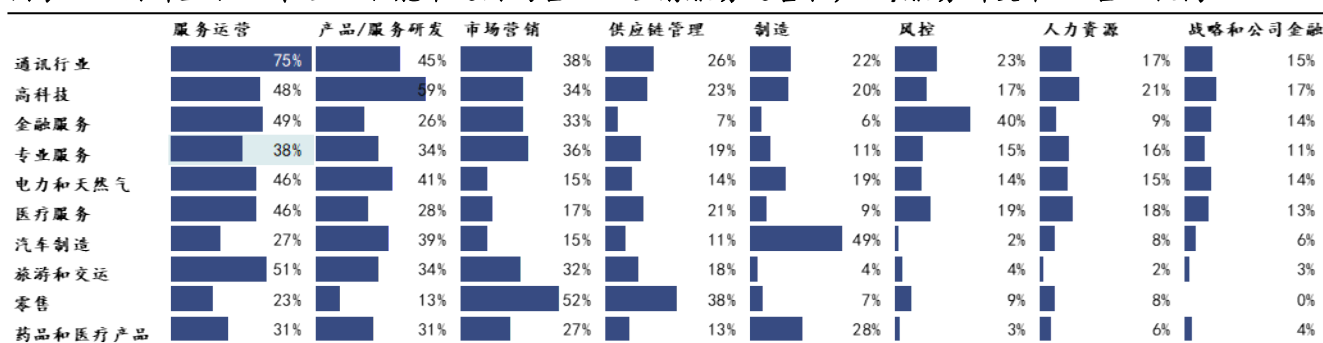
- 冲击下的赢家。**受益于 AI 技术的企业可带来收入端的巨大增长（开源），与此同时成本也可能因 AI 技术的加持带来总成本尤其是人力成本的急速下降（节流），进而带来整个生产力、毛利率的大幅提升，实现“量价齐升”。其中，科技互联网等重人力资源的行业受益更明显。
- 冲击下的输家。**部分工作文字内容占比高、内容偏固化、具有高度重复性的行业可能被 AI 技术的所替代，行业需求大幅下降，进而导致整体受损。

\* 技术的外溢效应分布不均

由于 AI 技术的成熟度尚在不断提升中，相关技术的外溢效应对行业的影响分布不均：

1. 从**纵向维度**看，AI 在相同行业不同岗位的渗透率表现不一，对相同行业的赋能因岗位渗透率的不同而存分化。
2. 从**横向维度**看，调研显示 AI 对不同行业的赋能也因行业属性的不同而分化明显，具体而言，制造、风控和供应链管理职能或最受益于 AI 赋能。

图表 39: 调研显示 AI 在企业职能中运用的占比，当前服务运营和产品/服务研发中 AI 占比较高



资料来源: McKinsey, 交银国际



## 经济体层面：经济体之间的分化可能加剧

从宏观层面来看，AI 一方面和以往技术一样会带来生产力的大幅提升，但另一方面它与以往技术不太一样。AI 技术最终的结果是加大经济体层面的大分化。

### ⊖ 何以为新？- 全球化转向本地化

与以往技术进步不太一样的是，AI 技术的发展，很可能导致全球化转向本地化、区域化。过去几十年全球化的高歌猛进，其底层的核心驱动力在于劳动力价格的套利交易，而 AI 的出现正在撼动这个核心驱动力：

- \* **商品贸易层面。**AI 技术+机器人，有望令生产转化为在岸生产。虽然机器人技术尚未完全成熟，但是在 AI 技术的加持赋能下，已经快速增长的机器人行业发展有望进一步全面加速。
- \* **服务贸易层面。**服务型人形机器人虽然尚不完全成熟，但当前的 AI 技术已经对众多服务型岗位造成显著冲击，众多的跨国离岸外包服务很可能将受到直接影响。

AI+机器人技术，长远来看，相比离岸生产有望实现更低的生产成本、更少的运输成本（更靠近市场），以及更高的供应链安全性以及更好的库存管理能力（生产端更贴近终端市场），这将直接加速经济的“区域化”。

### ⊖ 为什么将促进经济体分化？

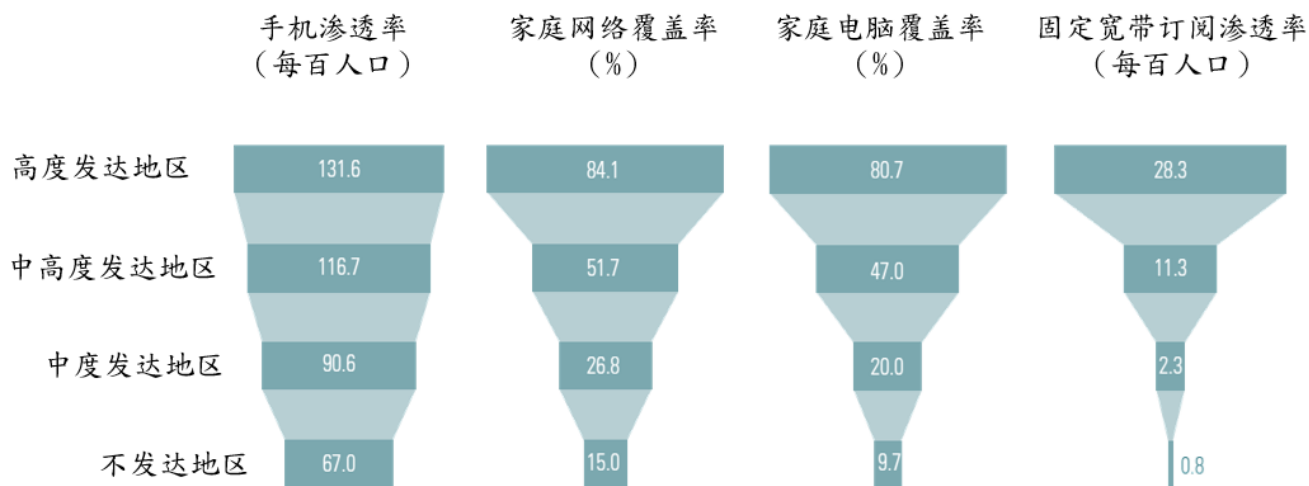
#### \* 数据层面的分化

训练数据语言分布不均衡将导致模型针对不同语言的输出质量有差异。长期来看，伴随着训练数据进一步挖掘，LLM 的训练数据很可能将进一步向学术论文进行深度挖掘，届时高质量的学术期刊中占比较高的语言将更受益。这种不均很可能使部分语种国家在 AI 浪潮中受益程度更高。

#### \* 数字基础设施层面的分化

各经济体的数字基础设施层面存在巨大的分化，根据联合国人类发展报告的计算，人类发展程度高的地区（通常是高收入经济体）与发展程度低的地区在数字基础设施便利度（尤其是互联网宽带）方面存在较大分化。这将使得 AI 新技术虽然会在全球层面形成技术的外溢效应，带来生产力的提升，但对于不同经济体的影响大相径庭。

图表 40: 数字基础设施发展在各经济体间分化较大

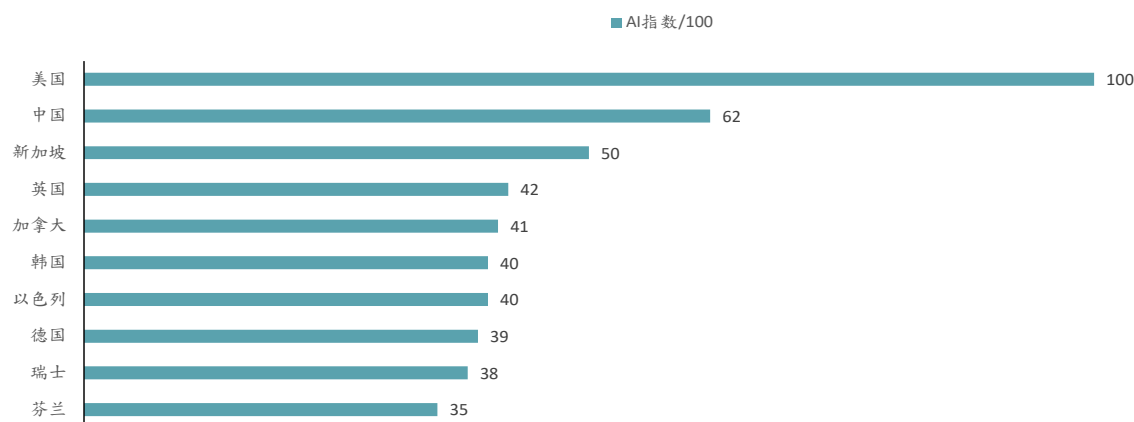


资料来源: United Nation Human Development Report, 交银国际

### 1. AI 技术层面的分化

国别层面针对 AI 的相关研究也存在较大分化，以英国新闻公司 Tortoise 的 AI 指数排名来看，美国和中国分别为全球 AI 研究的前两名。该指数使用 111 项指标对 62 个经济体进行排名，以对人工智能研究规模和强度进行评分。这些指标以三大因素为分析基础：投资、创新和实践。然后，这些支柱被进一步细分为七个类别：政府战略、商业、创新、研发、实施、人才、基础设施和运营环境。AI 的投资需要大量资本支持，当前中美两大经济体领跑全球，未来随着投入的不断加深，全球 AI 技术的发展或将愈发围绕两大经济体为核心展开。

图表 41: AI 研究成果在国别之间分布不均，中美两国领先于其他国家

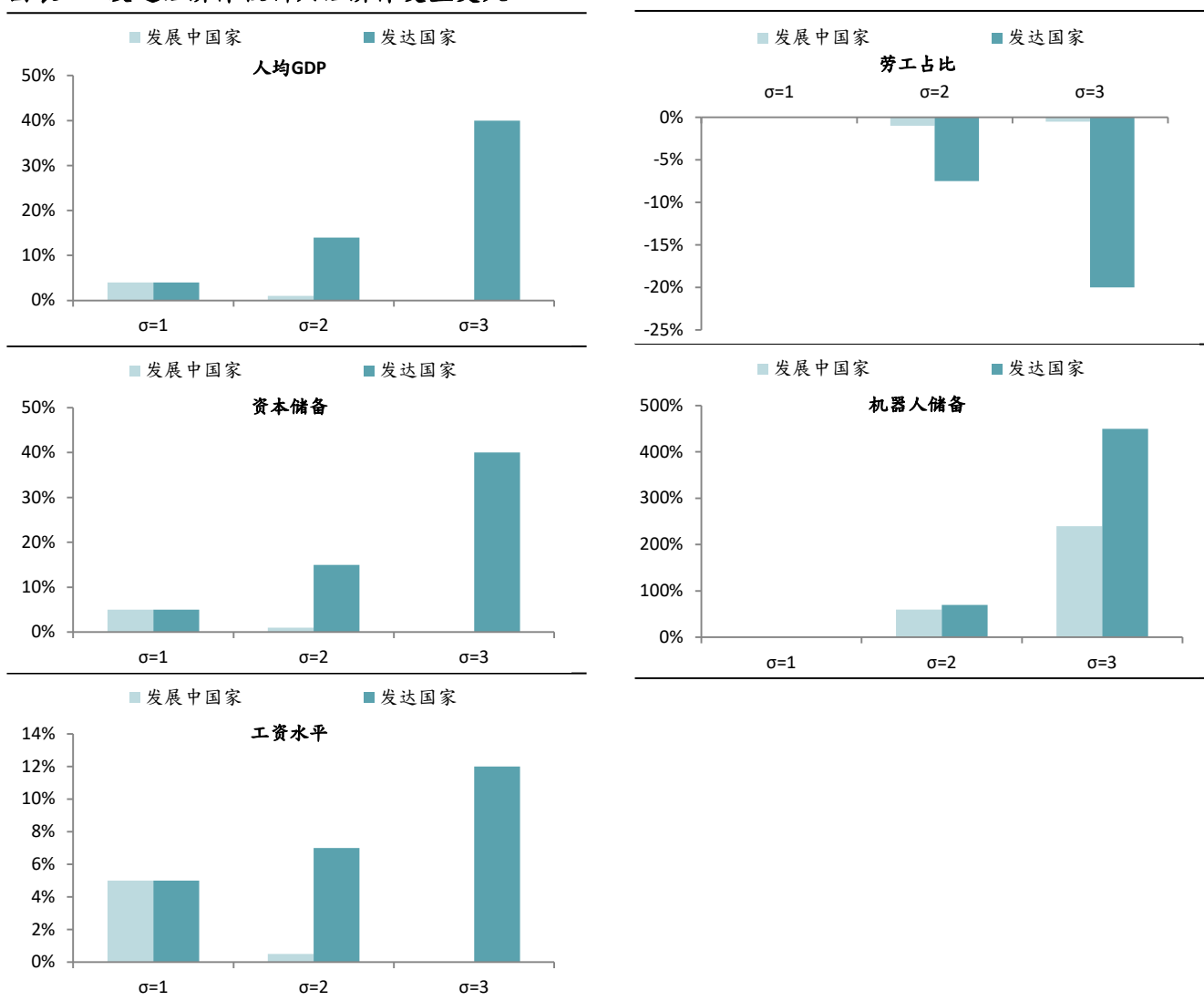


资料来源: Tortoise, 交银国际

## 2. 新兴市场 vs 发达市场受益程度明显分化

IMF 的研究显示，AI 及机器人等技术对发达市场及新兴市场的经济影响存在巨大分化。具体而言，AI 技术有着颠覆传统资本生产率的可能。发达经济体和发展经济体之间的根本区别是全要素生产率水平，发展中国家人力成本更具优势，但发达国家拥有更先进的技术和自动化机器人。AI 技术有可能将使全自动化生产成为可能，生产效率更高并且成本低于发展中国家的综合生产成本水平，如果资本在国际上是自由流动的，那么资本将可能更多地被吸引至高生产率的发达经济体。

图表 42: 发达经济体较新兴经济体受益更大



资料来源: IMF “Will the AI Revolution Cause a Great Divergence?”, 交银国际  
\*σ代表人与机器的替代性程度, σ=1 为基于科布道格拉斯生产函数关系的测算, σ=3 为机器完全替代人类

## 资产之变：用新思路去拥抱分化与波动

图表 43: 新思路、新方法下的资产配置观点总结

新思路&新方法		2024年策略建议	
长期趋势变化 (新思路)	操作策略变化 (新方法)	新方法下的 2024年展望	资产 观点
<b>股票</b>			
在流动性之变、技术之变的推动下，全球股市未来不论从跨市场、跨行业的角度来看，分化都会日益明显。	在高分化的市场环境下，自下而上的投资逻辑重要性将进一步提升。	<ol style="list-style-type: none"> <li>对美股整体偏谨慎，美股行业分化延续</li> <li>对中国股市整体偏乐观，中国股市的行业分化即将显现</li> <li>大分化的背景下，自下而上投资方法将更加重要。我们看好2024年大宗商品以及AI生态两大投资方向，具体请参考我们展望报告下半部“变革与机遇之机”</li> </ol>	谨慎乐观
<b>债券</b>			
<ol style="list-style-type: none"> <li>美国财政支出、美债供需失衡等因素导致期限溢价上升，进而推动美债波动率中枢系统性上移。</li> <li>未来几年的利率中枢难以回到后金融危机时期的极低水平。</li> <li>股债相关性可能将在较长时期内维持正向关系，传统资产配置的风险分散策略需要重新平衡。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>对于利率的下行判断需更为审慎。</li> <li>适应美债高波动的新常态，且需从风险预算的角度考虑美债波动率上行其对于其他资产的外溢效应。</li> <li>重新审视美债的“避险属性”下降以及在此情况下，避险属性向黄金的迁移。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>美国经济动能转弱，美联储加息周期进入尾声，美债短端及长端利率均有一定的下行空间，但在美债避险属性下降以及利率中枢趋势上移的大背景下，预计整体下行空间相对有限。</li> <li>在实际利率短期下行叠加美债避险属性下降的结构性变化推动下，黄金预计表现良好。</li> </ol>	中性
<b>大宗商品</b>			
能源转型及环保要求趋严的情况下，全球大宗商品供应端产能增长有限，同时需求端受益于新能源产业链的增量需求，在此情况下，未来大宗商品价格弹性将提升。	<ol style="list-style-type: none"> <li>加大对于供应端的跟踪与研判，不再单一依赖于需求判断。</li> <li>注重结构性新需求的挖掘与研判。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>大宗紧平衡，整体看多。</li> <li>能源转型的大背景下注意传统能源与新能源材料的配置动态平衡。</li> <li>具体请参考我们展望报告下半部——变革与机遇之“机”。</li> </ol>	乐观
<b>美元</b>			
美国从全球能源的净需求方变为净供应方，导致美元指数与大宗商品价格的关系由负转正。	美元的研判框架需要更新，分析过程中需逐步增加大宗特别是油价对美元的交互影响的相关分析。	<ol style="list-style-type: none"> <li>美债同中、日两国债息差收窄，套息交易出现逆转，增加美元下行压力；美联储加息周期结束，经济动能转弱，美元上行空间减弱。</li> <li>油价偏强状态下，对美元形成一定支撑作用。整体美元或宽幅震荡。</li> </ol>	中性

资料来源: 交银国际

## 策略之变：新宏观对冲崛起

在大分化时代之下，在流动性之变、技术之变的势不可挡的浪潮之下，资产配置的重大结构性变化也将随之而来，我们不能再以过去的视角审视各类资产。我们需要更为细致地研判范式转变，更为审慎地进行资产布局。

① **流动性之变**。全球的流动性面临短期与中期的重大变化。

- \* 短期，2024 年将进入流动性的边际拐点，2024 年虽然不会立即降息但也将不再加息，边际拐点已然来临。
- \* 中期，新宏观局势下，未来的利率中枢将出现系统性上移，需重新适应流动性新常态。
- \* 当流动性不再泛滥时，资产层面的分化将会加大，资本的选择性就会愈发明显。“好钢用在刀刃上”对应的将是“有限资本投资在核心优质资产上”。

② **技术之变**。以 ChatGPT 为代表的 AI 技术的横空出世，标志着全世界各行各业都在逐步进入技术新纪元。

- \* 一方面，AI 技术对于经济、行业的颠覆性冲击才刚开始，将带来各经济体、各行业生产力的爆发性增长，
- \* 另一方面，技术外溢效应是不均衡的，从微观、中观到宏观的大分化即将出现。与之呼应的，是资产层面的分化。

我们测算了全球 23 个资产类别（涵盖全球股票、利率债、信用债、大宗商品、外汇）的资产年度回报分化度，计算了资产类别中年度回报最高的前三中位数与年度回报最低的后三中位数之差。我们发现：

- \* **资产类别的分化度呈现出一定的周期性波动。但整体来看，2008 年至 2020 年属于分化度中枢下移的过程。**2008 年金融危机后，伴随着全球流动性的持续泛滥，资产分化度的中枢整体呈现了下行趋势。但自 2020 年之后，随着全球各市场的局势不同，全球的资产相关度开始呈现明显分化，且资产分化度处于罕见峰值水平的时长达两年，这个时间长度在历史来看属于首次。
- \* **未来资产分化度的中枢将上移。**流动性之变将使得资本对资产的选择性更强，“鸡犬升天”成为过去，“好钢用在刀刃上”成为新常态，而技术之变呼应的，则是 AI 为代表的新技术外溢效应的不均衡，从微观、中观、宏观所带来的颠覆性影响从范围、幅度、时间点都不均衡，这也必将催生分化。

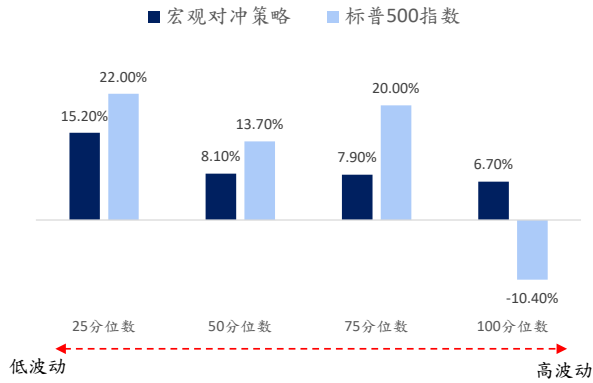
图表 44: 全球资产的大分化将再度来临



资料来源: FactSet, Wind, Bloomberg, Macrobond, 交银国际

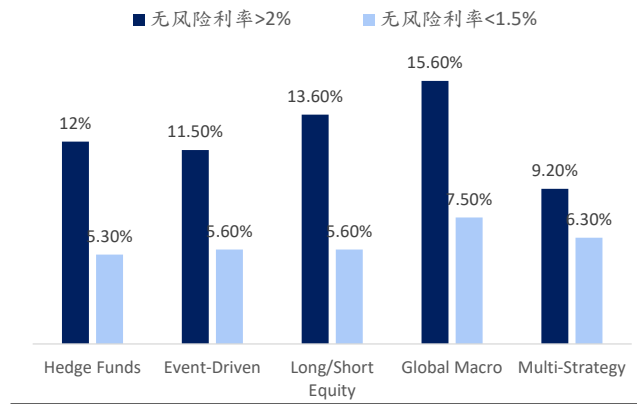
- \* 资产的高波动也将成为新常态，全球宏观对冲将再度回归。宏观主题在近年的市场投资中扮演着愈发重要的角色，加上宏观策略相对而言，可以在高波动、高利率的环境下有更好表现。
- \* 但宏观对冲策略需要革新，我们更需要结合自下而上，尤其是面对股票内部的巨大分化，指数层面的下注未必是策略的最佳表达。在面对资产内部从股票、债券、商品、美元的结构范式转变，我们需要结合自下而上打造新型宏观对冲策略。在此基础上，我们在自上而下的梳理之外，也将下沉逻辑，结合流动性之变、技术之变，从由之引发的行业之变层面，梳理行业及具体个股的布局。

图表 45: 高波动市场中，宏观策略表现优于股票



资料来源: Macrobond, CBOE, HFR, S&P, 交银国际 (数据时间为 1990Q1-2021Q3)

图表 46: 高利率环境下，宏观对冲策略表现优异



资料来源: FactSet, Wind, Bloomberg, Macrobond, Blackrock, Morningstar, 交银国际



## 股票之变：大分化降临

股票内部分化加剧，无论从跨地区维度，还是从内部板块角度，分化都将日趋明显。股票内部正在发生润物细无声的重大结构性变化：

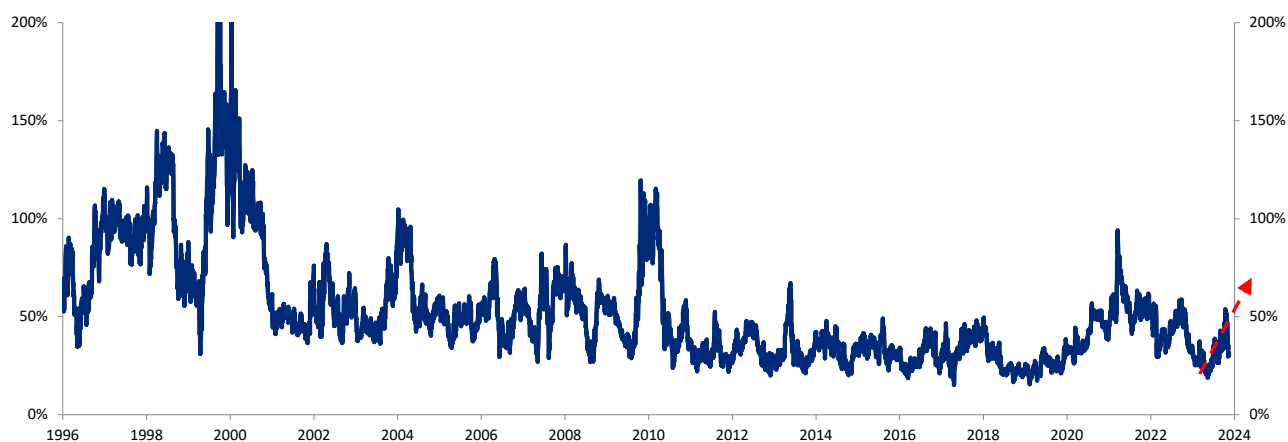
- \* 全球股市未来的分化度中枢很有可能将系统性上移。
- \* 中国股市当前行业分化度系统性高于美股，预计中国股市的分化度很可能将滞后上行。
- \* 美国流动性的持续紧缩，一方面大幅度增强了资本对于标的的挑剔度，另一方面也在促进企业的优胜劣汰。

### ⊕ 股票长期趋势变化

我们在此测算了全球股市跨地区、全球股市整体跨行业的分化度（资产类别中年度回报最高的前三中位数与年度回报最低的后三中位数之差）。我们发现：

- \* **全球层面来看，全球股市整体分化度出现明显一定的周期波动特征**
  1. 2000-01 年是关键的分水岭，在此前后全球股市的分化度的中枢整体下移，而背后最大的驱动因素在于以 2001 年中国加入 WTO 为标志，带来了全球化的高歌猛进，全球资本市场的底层基本面被紧紧连接在一起，全球股市的分化度中枢进而系统性下移。
  2. 流动性之变、技术之变下，未来全球股市分化度中枢很有可能将系统性上移。

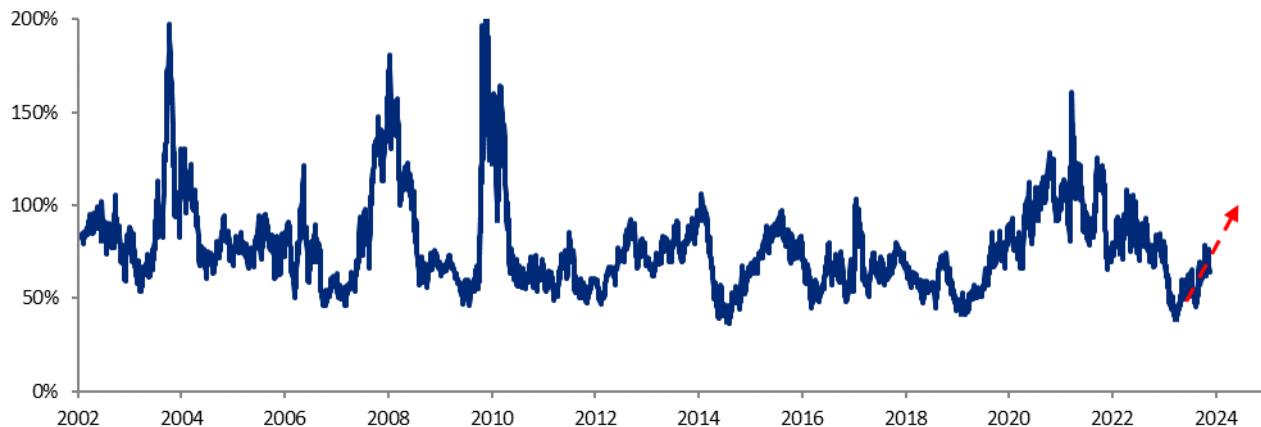
图表 47: 全球股市跨地区分化度



资料来源: FactSet, Wind, Bloomberg, Macrobond, 交银国际



图表 48: 全球股市整体跨行业分化度

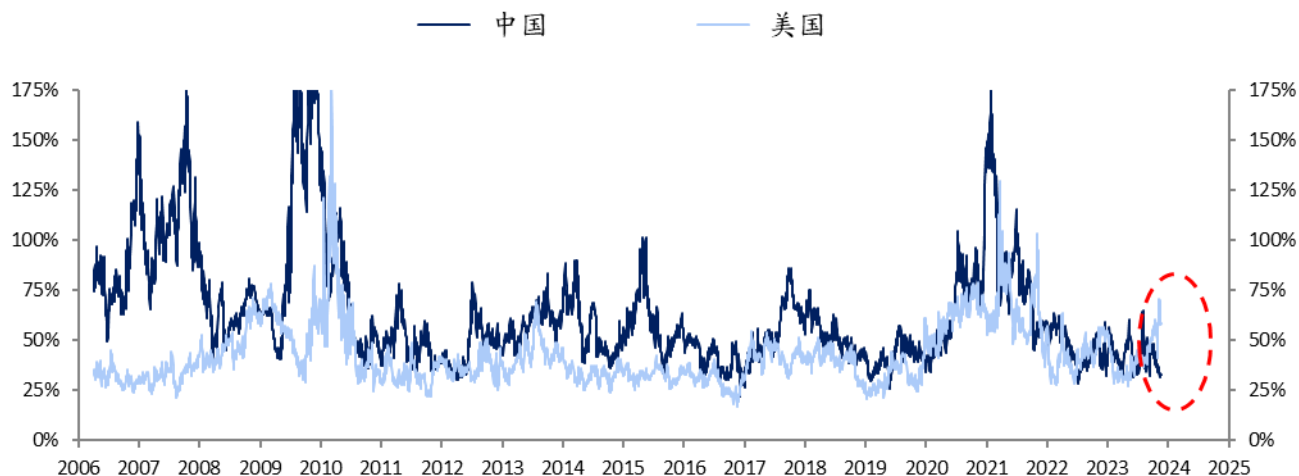


资料来源: FactSet, Wind, Bloomberg, Macrobond, 交银国际

\* 具体到国别层面，中美股市的行业分化度都呈现类似的特征及走势

1. 中国股市的行业分化度系统性高于美股，这从另一个层面佐证了在中国股市进行行业轮动配置相较于美股更高的有效性。
2. 2023 年市场中美股市的分化度出现不一样走势，美股分化度不断提升，而中国股市的分化度则维持低位，且美股市场比较少有地出现行业分化度大于中国股市的情况。

图表 49: 中美股市行业分化度对比

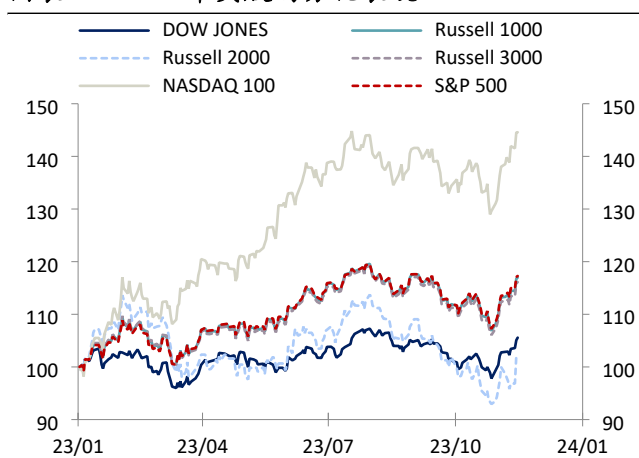


资料来源: FactSet, Wind, Bloomberg, Macrobond, 交银国际

\* 背后的底层驱动力在于：流动性之变叠加技术之变

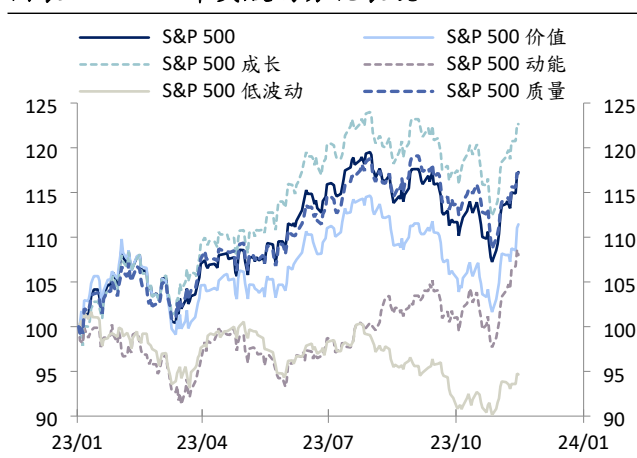
1. AI 技术的大爆发带来的外溢效应首先在美股市场得到显现。下图可以看到，2023 年的美股冰火两重天。以科技股为代表的 Nasdaq 100 指数 2023 年年初至今收益超过 40%，而传统经济占比更高的道琼斯指数以及代表小盘股的罗素 2000 指数则勉强维持正收益。从因子角度来看，成长因子一枝独秀，而低波动因子年初至今甚至是负收益，美股内部的分化显著。伴随着 AI 技术的进一步成熟，商业化场景的进一步显现，其对于各行各业的赋能逐步凸显，预计中国股市的分化度很可能将滞后上行。
2. 美国流动性的持续紧缩，一方面大幅度增强了资本对于标的的挑剔度，另一方面也在促进企业的优胜劣汰。具有良好现金流与基本面的企业将在本轮货币紧缩中依然具有韧性，而与之相反的企业则可能被加速出清。如下图所示，从长周期的视角来看，2000 年至 2015 年（2015 年美国加息）利率中枢不断下移，与之对应的是标普 500 市值加权持续跑输等额加权指数，2015 年后伴随着利率中枢的趋势性上移，市值加权指数开始跑赢等额加权指数。

图表 50: 2023 年美股的分化表现



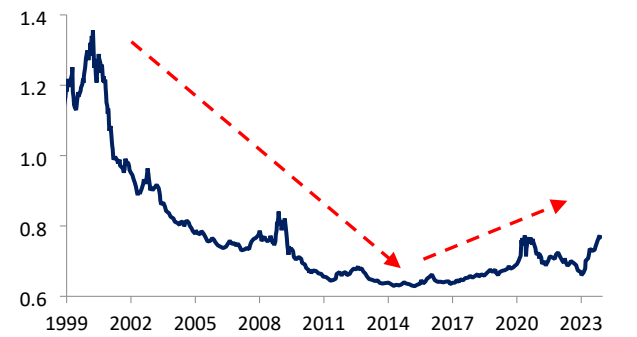
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 51: 2023 年美股的分化表现



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 52: 标普 500 市值加权 vs 等额权重从利率中枢视角来看的大周期



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 53: 美国 10 年期国债收益率反映利率中枢的变化对于市值加权是否跑赢有显著影响



资料来源: Macrobond, 交银国际

**操作策略要点：**在高分化的市场环境下，跑赢指数的概率、幅度都会提升，在此情况下，指数已经并非策略的最佳表达，而是应该下沉逻辑至中微观层面构建投资组合。

## 债券之变：波动性、相关性的范式变化，抬升全球资产波动率中枢，对风险资产构成挑战

债券利率、动率中枢正在系统性抬升，这就使得传统组合投资策略可能需要一定的变化，并需要在避险需求和收益率要求之间寻找新的平衡。

- \* 美国财政支出、美债供需失衡等因素使得期限溢价上升，进而正推动美债波动率中枢出现系统性上移。
- \* 当“避险资产”不再“避险”，波动率中枢的系统性提升，可能因风险预算，使得风险资产的配置比率被压占。
- \* “定价锚资产”的波动提升，将形成外溢效应，推升全球多资产的整体波动性。
- \* 股债相关性再度转正，资产配置风险分散策略面临新调整。

### ④ 债券长期趋势变化

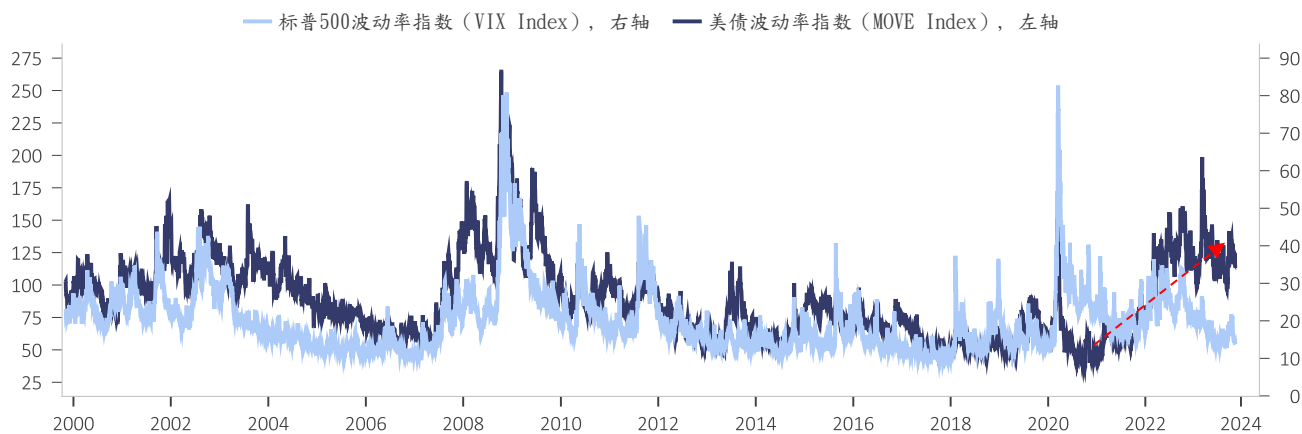
- \* 作为传统避险资产，美债的波动率中枢上移，对全球资产都将造成涟漪效应。
1. 美债的波动率中枢或已悄然上升。期限溢价，即投资者面对不确定性时要求的风险溢价，反映了对美国经济前景、政府财政支出等因素的不确定性增加。长债利率期限溢价快速上升，特别是从过去两年中一直处于负值的情况下转为正值。同时，作为衡量美债市场波动率的 MOVE Index 处于高位已一段时间，且其波动率甚至高于美股市场的波动率。
  2. 交易层面，我们观察到美债 10 年期收益率的买卖价在 2019 年之后也明显上升的趋势，反映了在宏观流动性偏紧的情况下，美债市场的微观流动性恶化，这也将带来波动率的上升。

图表 54: 美债 10 年期收益率期限溢价出现明显上行



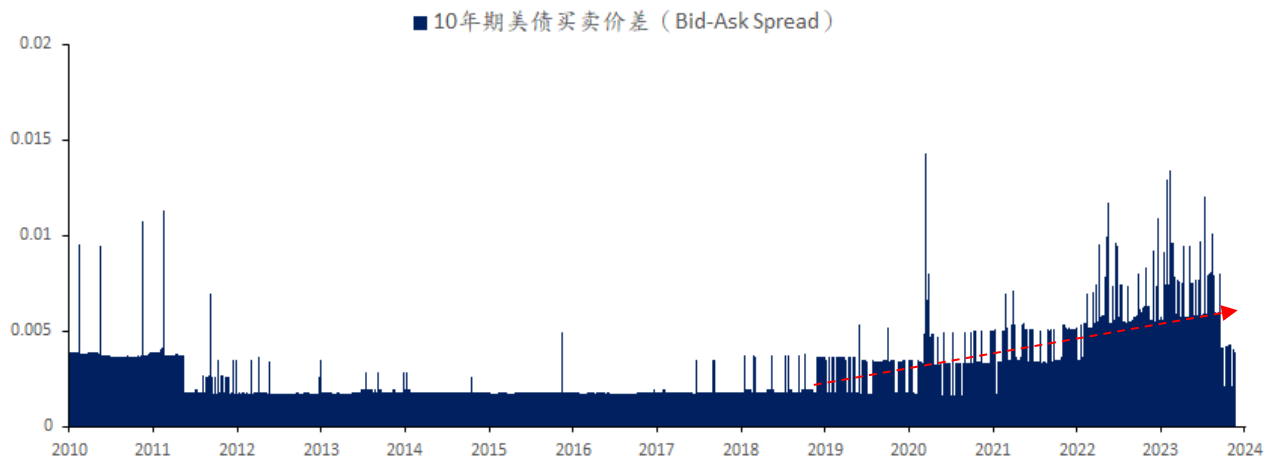
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 55: 美债波动率指数 MOVE Index 处在较高位置，且高于股市的波动率



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 56: 10 年期美债的交易流动性恶化 (Bid-Ask Spread 在 2019 年后开始走阔)



资料来源: Macrobond、交银国际

**\* 股债收益率相关性再度转负，资产配置风险分散策略面临新调整**

自 1970 年以来，股债相关性经历了显著的变化。在 20 世纪 70 年代至 90 年代末，美股价格的回报率同债券价格的回报率通常呈现正相关性，即股市上涨时，债市也往往上涨，反之亦然。但进入 2000 年之后，股债收益率相关性逐渐转为负相关，即股市上涨时，债市可能下跌，反之亦然。2022 年前后，美股美债相关性时隔 20 年后重回正值区间。

股债相关性变化的驱动因素很多，包括经济周期、加息周期等因素，但背后主要反映的是货币政策所扮演的核心角色：

1. 股债正相关通常对应货币政策整体偏紧的区间，货币宽松就成为了稀缺物，此时市场的解读往往是“bad news is good news”，债券收益率走低，债券价格、股票价格同时走高，此时的货币政策宽松对于股票能够产生提振作用。
2. 股债负相关通常对应货币政策整体偏松的区间：但当货币政策整体偏松甚至是流动性泛滥的时候，宽松就并非稀缺物了，市场此时的解读往往是“bad news is bad news”，债券收益率走低，债券价格走高，但股票价格却走低，此时的货币政策宽松对于股票可能难以产生提振作用。

结构性因素影响下，未来几年的利率中枢难以回到后金融危机时期的极低水平，股债相关性可能将较长时期维持正相关，这将对传统的资产配置风险分散策略造成一定挑战。

图表 57: 美股股债相关性时隔 20 年重回正值



注：美股基于 S&P500，美债为 10 年期国债价格指数，月度回报，2 年相关性计算。

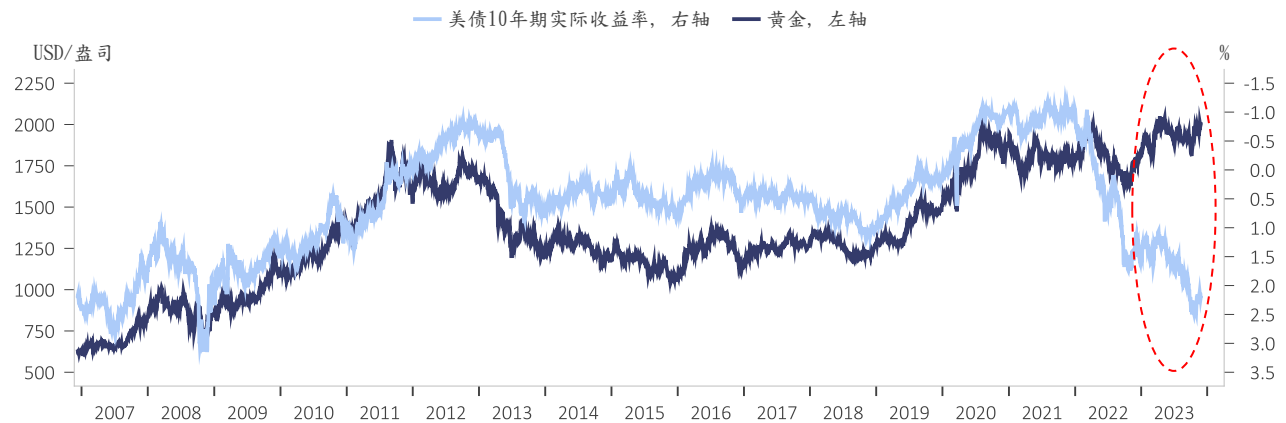
资料来源: Macrobond、交银国际

尽管美债可能仍是重要的避险工具，但在美债利率中枢与波动率同步上移的环境中，传统组合投资策略可能需要一定的变化，并需要在避险需求和收益率要求之间寻找新的平衡。

1. **当“避险资产”不再“避险”，波动率中枢的系统性提升，可能因风险预算，进而压占风险资产的配置比率。**美债通常被视为资产配置的基础，尤其是在经典的 60:40 股债组合中，用于降低整体投资组合的波动性。然而，随着美债市场波动率的升高，未来这种组合策略可能需要重新调整。为了满足整体投资组合的风险敞口要求，需要在组合资产的配置比重和以及整体组合的久期中做出取舍。
2. **“定价锚资产”的波动提升，将形成外溢效应，推升全球多资产的整体波动性。**美债波动率上升，将加剧债券市场间的分化。美债利率作为全球市场定价的锚点，一旦失去稳定性，将导致其他资产波动率普遍升高。例如，新兴市场债券可能面临更高的风险溢价，尤其是在那些受地缘政治紧张影响较大的国家。在全球不确定性加剧的情况下，资本可能从风险较高的新兴市场撤出，均导致这些市场的债券更高的风险溢价。
3. **股债相关性转正，资产配置风险分散策略有效性下降。**此前，股债负相关性为投资者提供了较佳的资产配置和风险分散的手段。然而，随着股债相关性转正，传统的风险分散手段有效性下降，这可能会导致风险资产的配置比率整体受到挤压。
4. **美债避险属性下降，结构性利好黄金成为新时期的避险资产。**美债避险属性下降，但市场依然需要真正的避险资产。在此推动下，黄金受到结构性推动，这使得其走势与实际利率走势出现背离，拉长时间轴来看，这一结构性需求仍将对于黄金价格走势扮演重要角色，趋势性利好黄金资产。

5. 在美债利率中枢与波动率同步上移新环境下，对冲波动本身可能成为新的配置策略。投资者可能会寻找能够有效对冲市场波动性的工具和策略，以保护其投资组合免受不稳定市场环境的影响。因此，对于未来的资产配置，可能需要更加关注市场波动性对冲策略。

图表 58: 美债避险属性下降，传统避险资产如黄金或更受投资者青睐



资料来源: Macrobond、交銀國際

操作策略要点：1) 对于利率的下行判断需更为审慎；2) 适应美债高波动的新常态，且需从风险预算的角度考虑美债波动率上行其对于其他资产的外溢效应；3) 重新审视美债的“避险属性”下降以及在此情况下，避险属性向黄金的迁移。



## 大宗商品之变：供应端冲击令大宗价格易涨难跌，新的结构性需求将逐步凸显

大宗商品内部也在发生重大的结构性变化，这无疑不提示着我们，对于大宗商品不能再用传统的研究框架去分析，用旧有的成见去研判，而是需要升级认知，重新理解大宗商品。

- \* 供应端加速整合，整个全球大宗行业上游的定价能力会愈发提升，大宗商品价格会愈发“供应驱动”。
- \* 重新理解需求端，围绕供应链重构、能源转型将带来全球性巨量的大宗商品需求。

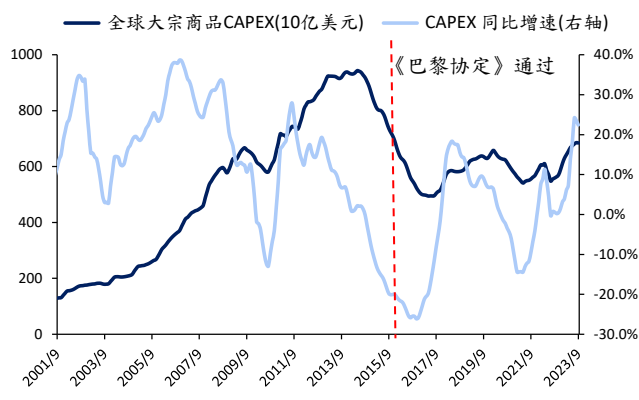
### ⊙ 大宗长期趋势变化：

- \* **供给端：供给端在大宗商品的边际影响日益提升，使得大宗商品变得“易涨难跌”**

供给层面，大宗商品企业 CAPEX 疲弱下行，最直接的影响是造成整个大宗商品供应端收紧，令价格对需求的边际变化敏感度提升。

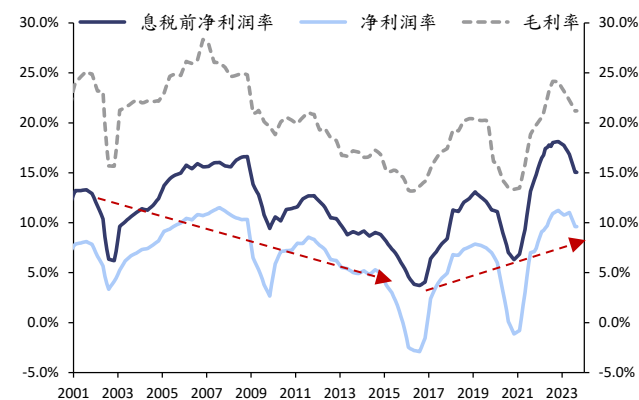
1. 大宗商品 CAPEX 在近一轮的资本开支周期中扩张相对有限，投资不足叠加库存低位、供给限产以及地缘政治冲突扰乱了供应链等因素使得全球大宗商品供给趋于紧张，从而支撑了大宗商品价格的韧性，令大宗“易涨难跌”。

图表 59: 近一轮全球大宗商品企业 CAPEX 提升有限，且同比已开始见顶回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 60: 自 2015 年全球大宗商品供应端收缩以来，利润率中枢趋势性提升

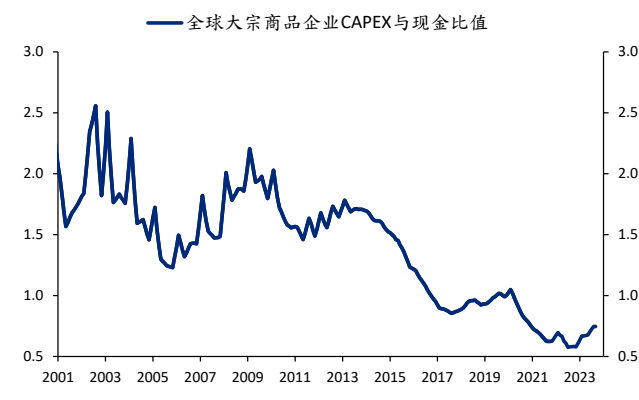


资料来源: Macrobond, 交银国际

2. **“碳预算”对大宗商品企业形成资本开支约束。**2016 年前后生效的《巴黎协定》形成了世界性的气候与环境治理共识，并对全球化石能源的“碳预算”起到一定的约束作用。油气上游企业投资占全球大宗商品企业 CAPEX 绝大部分，因此油气上游投资的减弱也造成了大宗商品整体投资额的下降。

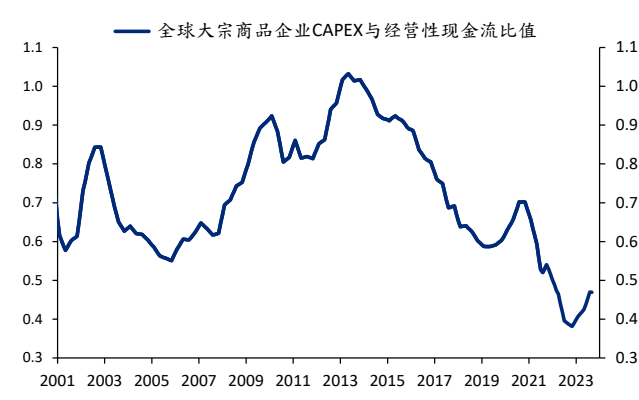
3. 能源转型、地缘局势使得传统大宗商品企业资本回报率具有较大不确定性。产业绿色转型引发中长期商品需求结构变革等因素影响下，传统油气能源的资本回报率存在较大的不确定，使得大宗商品上游企业对资本开支计划更为谨慎。地缘局势令国际性的勘探合作项目受阻，进一步抑制了大宗商品企业资本开支计划。

**图表 61: 全球大宗商品企业 CAPEX 与现金比值位于历史低位水平**



资料来源: Macrobond, 交银国际

**图表 62: 全球大宗商品企业 CAPEX 与经营性净现金流比值同样处于低位**

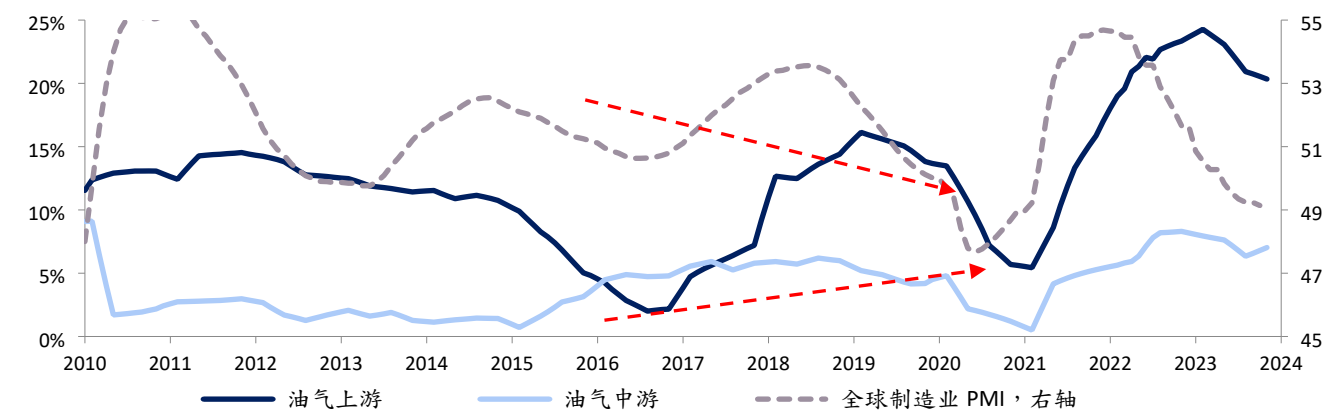


资料来源: Macrobond, 交银国际

#### \* 定价权：向上游趋势性转移

伴随着大宗供应端整体的收缩，大宗商品市场的定价权开始向上游转移。自全球性的大宗商品供应端收缩之后，定价权开始明显向上游转移，上游厂商的议价能力明显提升，这对于过去单纯依赖于需求定价、需求驱动的分析框架都造成了挑战。以油气行业为例：

1. 油气上游与中游整体韧性都有提升。作为需求表征的全球制造业 PMI，2020 年大幅低于 2016 年的低位水平，但是油气上游与中游的利润率则大幅高于 2015-2016 年的低位水平。2023 年的全球制造业 PMI 持续走低，大幅低于 2013 年与 2016 年的低位水平，但油气行业不论上游还是中游的 EBIT 利润率都仅是略有回落，韧性十足。
2. 相比中游，油气上游的韧性尤为明显，2016 年以来利润率趋势性提升，对于全球需求变化愈发脱敏，背后显示的是整个上游的议价能力、定价权在大幅提升。

**图表 63: 全球油气行业的定价权上移（全球油气行业 EBIT 利润率%）**


资料来源: Macrobond, 交银国际

伴随着供应端的加速整合，整个全球大宗行业上游的定价能力会愈发提升，大宗商品价格会愈发“供应驱动”，这并非短期的变化，而是一种趋势性变化，我们需密切留意。

**\* 需求端：围绕供应链重构、能源转型将带来全球性巨量的大宗商品需求**

1. 中期围绕供应链的重构将带来大宗商品资本开支和传统能源需求。
  - 1) 过去两年地缘关系变化扰乱了供应链结构，2022 年欧洲地缘冲突后，欧洲更加重视能源结构的稳定和安全，围绕供应链安全的传统能源基础设施的重启和投入将带来大宗商品的需求。
  - 2) 在欧洲地缘冲突前，欧洲大量的能源供给依赖俄罗斯，而绿色能源的转型仍在发展阶段，远远不能满足生产生活的需求。因此中期内，传统能源需求仍较大。
2. 长期新能源发展有望提速，将催生更多“新”大宗商品的需求。
  - 1) 随着全球各国逐渐形成并强化世界气候与环境治理共识，碳排放将面临越来越强的约束，能源转型乃大势所趋。“旧”大宗商品（如油气、煤炭等传统化石能源）长期需求减弱，但围绕新能源的转型将催生更多“新”大宗商品（铜、铝、锂等）的需求。
  - 2) 地缘政治冲突风险升温下，发展新能源成为传统能源进口国抵御传统能源的地缘风险的必经途径。相较于传统油气能源，风能、光能等新能源能有效克服地理位置上的局限性，使得能源供应可以掌握在本土，而避免了地缘关系变化带来的供给扰动。

图表 64: 能源转型过程中将带来大宗商品新的结构性需求

	离岸风电 (kg/MW)	光伏发电 (kg/MW)	核电 (kg/MW)	碱性电解 (kg/GWh)	质子交换膜电解 (kg/GWh)	新能源汽车 (kg/辆)
铜	8000	2822	1473	0	0	53.2
镍	240	1.3	1297	8.93	0	40
锰	790	0	147.7	0	0	24.5
铬	525	0	2190	0	0	0
钼	109	0	71	0	0	0
锌	5500	30	0	0	0	0.1
稀土	0	0	0.5	0	0	0.5
硅	0	3948	0	0	0	0
锂	0	0	0	0	0	8.9
钴	0	0	0	0	0	13.3
石墨	0	0	0	0	0	66.3
锆	0	0	0	1.12	0	0
铂	0	0	0	0	0.002	0
钨	0	0	0	0	0.002	0
铀	0	0	0	0	0.001	0
其他	0	32	94.3	0	0	0.31

资料来源: IEA, 交银国际

操作策略要点：1) 大宗商品的趋势性变化需要投资者加强对于供应端的跟踪与研判，而不是继续单一依赖于需求做判断；2) 在能源转型的长期趋势下，需注重结构性新需求的挖掘与研判。

## 美元之变：美元底层机理发生变化，对全球尤其是新兴市场资产产生涟漪效应

美元的研判框架需要更新，需要逐步增加大宗，特别是油价对美元交互影响的相关性分析：

- \* 自 2021 年以来，油价与美元指数 DXY 的关系却出现背离，开始呈现明显的正相关关系。背后所反映的则是美元底层驱动因素开始出现显著变化，美国已经由全球能源的净需求方变为净供应方。
- \* 美元之变将放大全球商品进口经济体波动，强化顺周期属性。

### ① 美元长期趋势变化

历史来看，美元指数 DXY 与油价及 CRB 大宗商品指数呈现明显的反向关系，但是自 2021 年以来，油价、CRB 大宗商品指数与美元指数 DXY 的关系却出现背离，开始呈现明显的正相关关系。背后所反映的则是美元底层驱动因素开始出现显著变化。

图表 65: 油价与美元指数 DXY 自 2021 年以来呈现明显的正相关关系



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 66: CRB 大宗商品指数与美元指数 DXY 自 2021 年以来同样呈现正相关



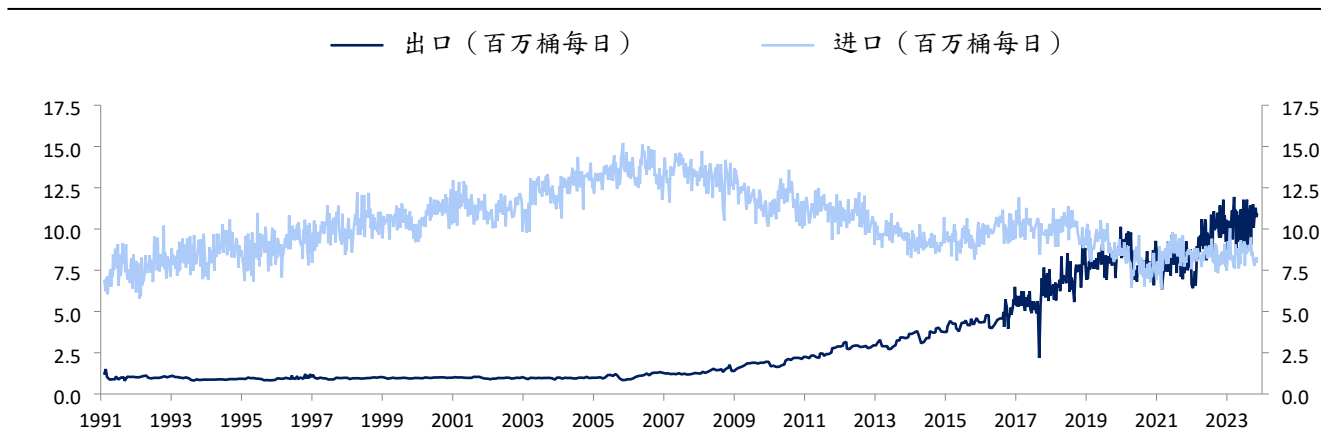
资料来源: Macrobond, 交银国际

美元指数与大宗价格背离的背后在于全球能源市场格局已经发生了深刻变化，具体而言，美国已经由全球能源的净需求方变为净供应方：

1. 2015 年 12 月，美国国会解除限制石油出口的议案，这解除了美国自 1975 年的禁止石油出口的限制，标志着美国重回全球石油供应市场。
2. 2019 年美国实现能源自给自足，即美国的能源生产总量超过了能源消费总量。根据美国能源信息署（EIA）的数据，美国在 2019 年实现了这一目标，这是自 1957 年以来的首次。

3. 2020 年美国成为油气的净出口国。这是美国自 1949 年以来的首次。这也是由于美国的页岩油气产量的提高，以及国内和国际的油气需求的变化。美国在 2020 年的原油和石油制品的净出口量平均为 63.5 万桶/日。

**图表 67: 美国石油进出口情况**



资料来源: Macrobond, 交银国际

伴随着美国从全球能源的净需求方变为净供应方，进而促成了美元指数与大宗商品价格形成新的关系，这对全球市场造成深刻影响：

**这将放大全球商品进口经济体的波动，强化顺周期属性。**在过去，得益于美元与大宗商品价格的反向关系，各经济体拥有天然的内在“对冲机制”，即美元走强之际，全球大宗商品进口经济体虽然将承压，但却可以受益于大宗商品价格走低，如果是大宗价格走高，则可以受益于美元走弱带来的货币宽松。而如今这个天然的“对冲机制”则消失了，大宗进口型经济体，则可能面对大宗商品与美元的双重压力，但与此同时也可以同时受益于大宗与美元的同时走弱。商品进口型经济体的顺周期性会被大幅强化。全球商品进口经济体的波动放大以及顺周期属性的增强，将使得：

1. **通胀波动增加增加了货币调控难度，财政政策重要性提升。**强大宗+强美元双重压力下的强化型输入性通胀，以及弱大宗+弱美元下双重推动下的强化型输入性去通胀力量并存，这将增大货币政策的调控难度，也从某种程度上提升财政政策的重要性与必要性。
2. **资产的波动性加剧。**与宏观经济基本面波动放大相对应，资产的波动也将因此而加剧。
3. **风险溢价提升。**尤其是那些依赖于大宗进口且外债敞口较高的中小经济体，其风险溢价将被系统性提升，进一步加剧经济脆弱性。

**操作策略要点：美元的研判框架需要更新，分析过程中需逐步增加大宗特别是油价对美元的交互影响的相关分析。**



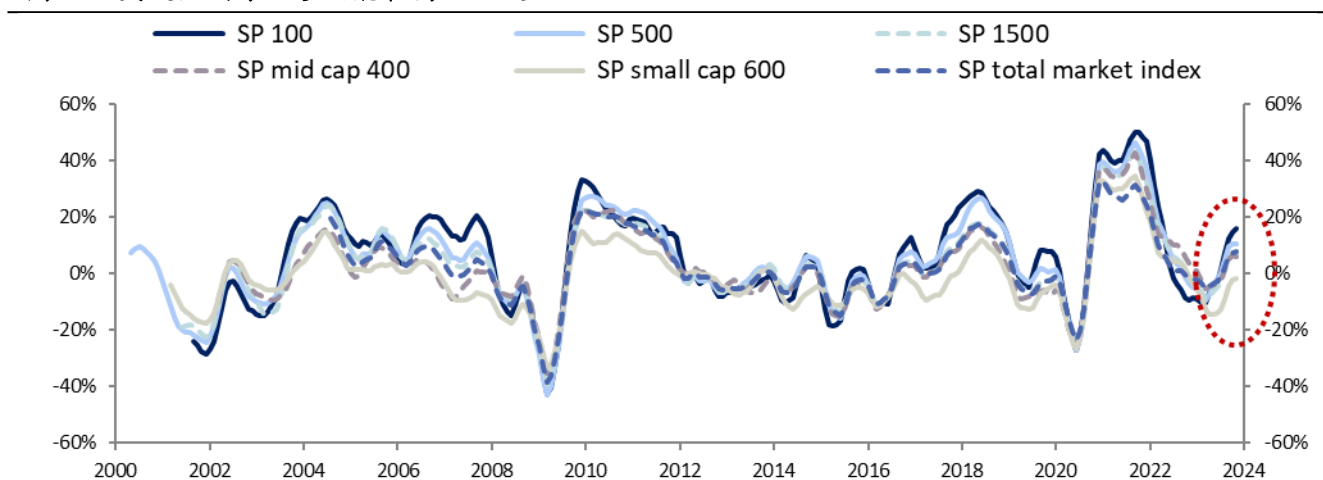
## 2024 年资产判断

展望 2024 的股市：中国股市整体偏乐观，美股整体偏谨慎

对于 2024 年股市，我们对于中国股市整体偏乐观，对于美股整体偏谨慎。但如我们强调的需要结合自下而上打造新型宏观对冲策略，中美股市在 2024 年预计都会呈现明显分化，还需具体结合自下而上来构建投资策略：

- \* 中美股市的盈利周期处于不同位置。我们测算了两地市场的盈利净上修动能，美股盈利净上修动能在高位放缓，而中国股市则处于底部水平。

图表 68: 美股盈利净上修动能在高位放缓



图表 69: 中国股市盈利净上修动能处于底部



- \* 从 ERP 的角度来看，两地市场也处于不同位置。中国股市 ERP 处于近 10 年来的高位水平，而美股的 S&P500 的 ERP 则处于 2002 年以来的新低，当前略高于 0 的水平。

图表 70: MSCI 中国 ERP



图表 71: S&P 500 ERP



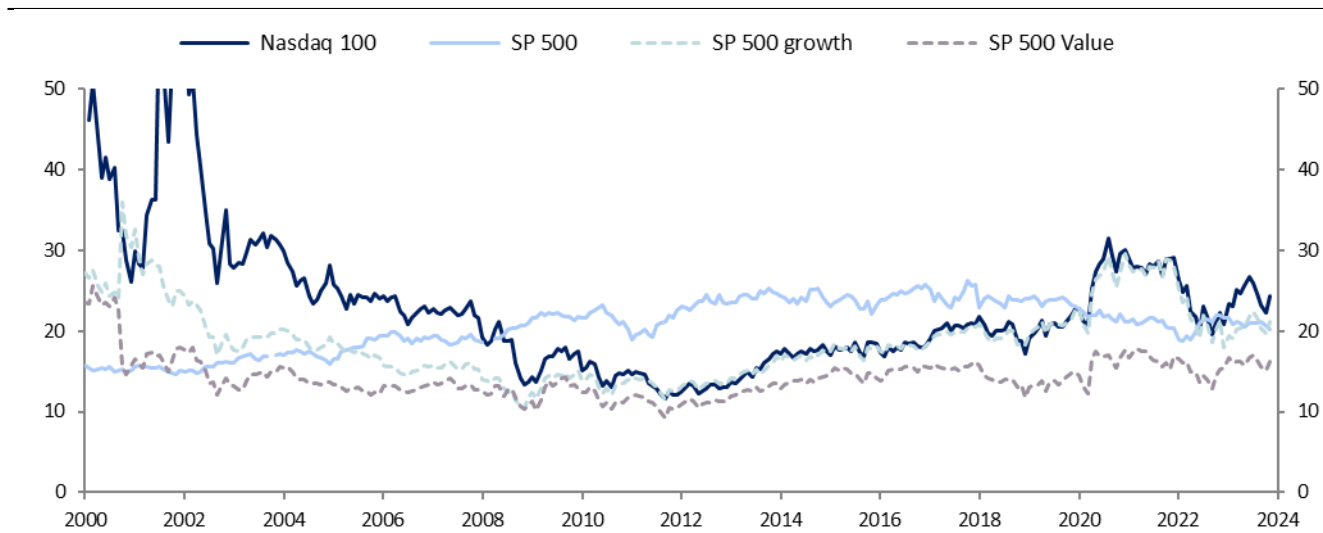
在盈利周期与 ERP 处于巨大分化的情况下，我们对于中国股市整体偏乐观，而对于美股则整体偏谨慎。但我们需要再次强调的是，与整体市场的判断相比，我们更需要关注的是内部的分化。

以美股为例，其内部可谓是典型的冰火两重天。一方面美股的估值为人所诟病，另一方面美股内部的分化却天壤之别：

- \* 美股大盘股，尤其是以纳斯达克 100 指数为代表的科技大盘股估值在 2005 年以来的高位。
- \* 美股中小盘股却估值极低，在大盘股估值高企之际，小盘 S&P 600 价值股的估值却创下历史新低。

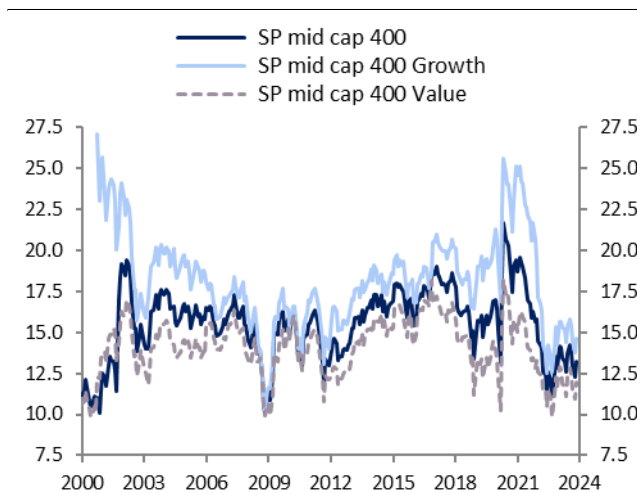


图表 72: 美股大盘股指数远期市盈率



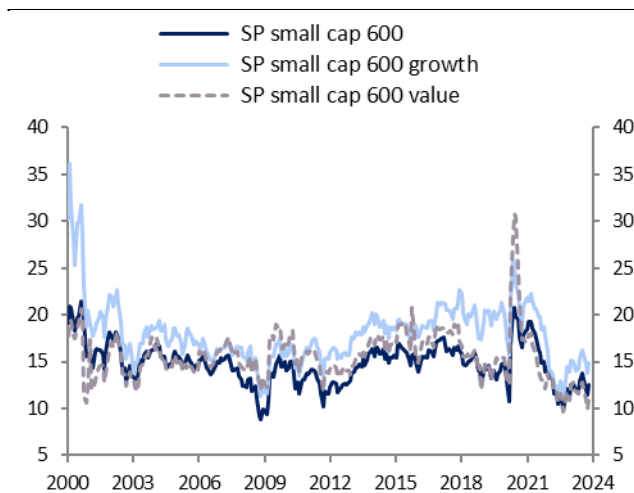
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 73: 美股中盘股指数远期市盈率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 74: 美股小盘股指数远期市盈率



资料来源: Macrobond, 交银国际

上面的例子提醒着我们，需要密切留意关注中美股市的内部分化。考虑到 AI 技术的溢出效应可能会逐步在中型企业显现，再叠加其极低的估值，我们相对来说更看好美股中盘股 2024 年的表现。但也需要强调的是，不论中美股市，2024 年的配置都需要下沉逻辑至细分行业层面去进行配置，我们看好 2024 年大宗商品以及 AI 生态两大投资方向，具体请参考我们展望报告下半部——变革与机遇之“机”。

### 展望 2024 的债券：下行空间相对有限，关注收益率曲线交易策略

我们预计美债短端及长端利率均有一定的下行空间，配置吸引力将有所上升。但与此同时，鉴于美债利率中枢以及波动率中枢的趋势性上行，须谨慎控制仓位，并做一定的对冲。

#### ⊕ 在 2024 年，美债收益率回落

从基本面角度出发，美国经济动能在 2024 年将会有所转弱，且美联储加息有望已经终局，意味着当前利率仍处在高位的美债短端及长端利率均有一定的下行空间。

#### ⊕ 但长债利率的整体下行空间或相对有限

随着美国经济前景的重估预计将推动长债中性利率的上移，以及结构性因素影响下，美国就业市场供需失衡，工资增速难以回落至疫情前，通胀“易上难下”进而可能将系统性地抬高美债利率中枢，使得长债利率的整体下行空间或相对有限。

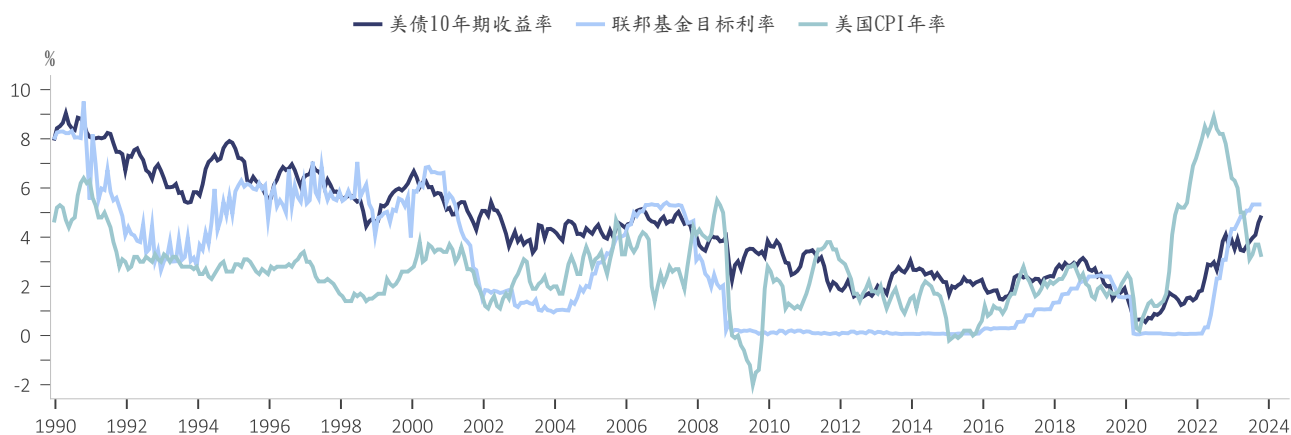
#### ⊕ 美债空头仓位非常拥挤，注意 2024 年美债的高波动

美债的投机性空头仓位目前非常拥挤，其已经创下历史极值水平，这意味着 2024 年宏观经济面一旦出现超预期变化，在极端的空头仓位下，价格波动可能会异常剧烈，因而需增强主动管理，密切留意美债 2024 年高波动。

#### ⊕ 美债避险属性下降，结构性利好黄金等传统避险资产

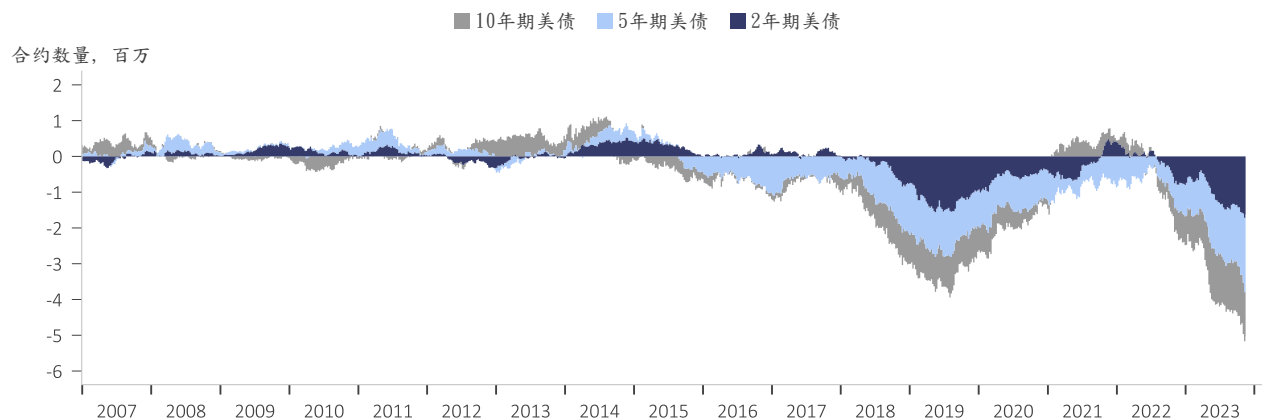
我们预计美债实际利率短期有望随基本面转弱而有所下移，叠加美债避险属性下降的结构性变化推动下，2024 年黄金预计表现良好。

图表 75: 美债 10 年期收益率有望随着联邦基金目标利率以及通胀趋势性回落而下行



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 76: 美债投机性的空头仓位高度集中，恐加剧美债的波动性



资料来源: Macrobond、交银国际

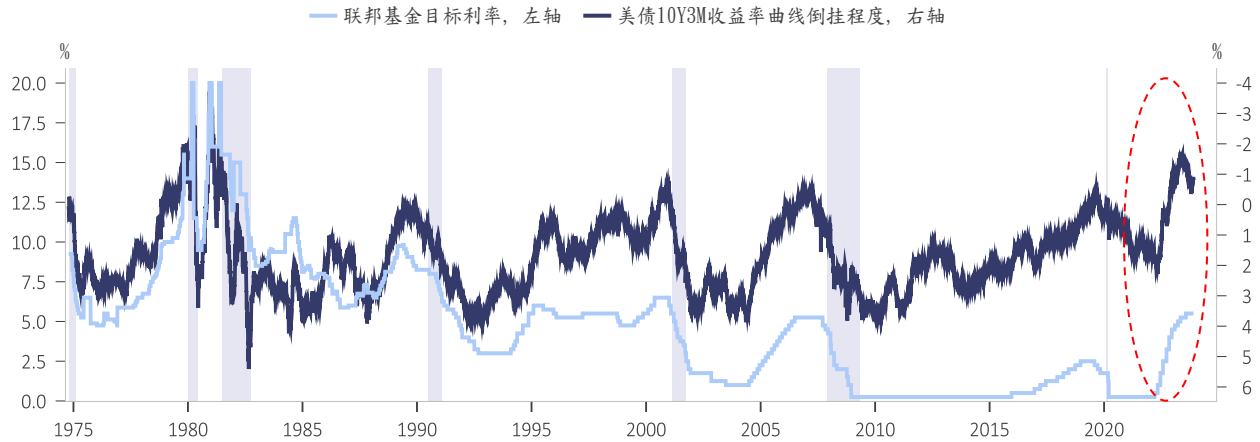
#### ⊕ 交易策略：关注美债收益率曲线倒挂重回正常化的交易

在美联储加息周期末期，相比于单边押注不同期限美债收益率的变化，确定性更高的交易为美债收益率曲线倒挂反转的交易。

美债收益率曲线倒挂通常发生在加息阶段。但在加息周期末期，收益率曲线倒挂通常会迎来收窄，甚至反转，这通常意味着市场预期美联储可能会减缓加息步伐甚至转向降息。预计随着美债曲线将逐渐回归正常状态，从而捕捉到价差变动带来的收益。

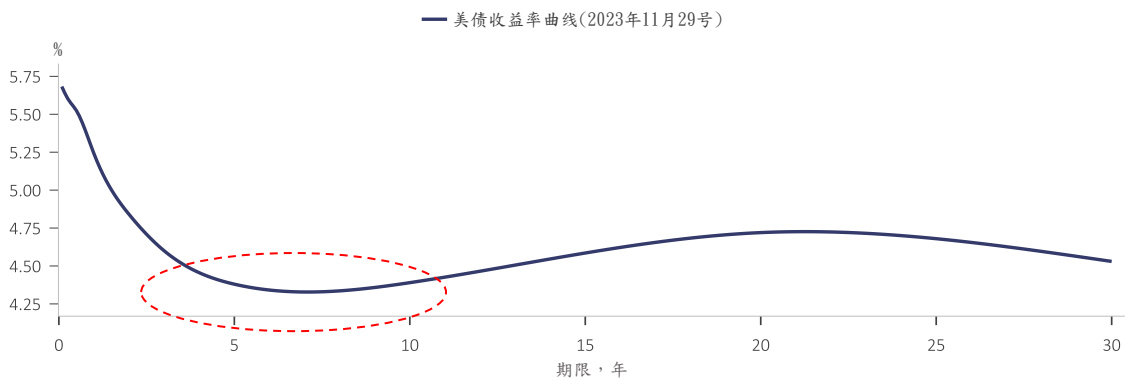
- 期限策略上：**主要采取“买短、卖长”的策略。短端主要考虑 3 个月期限美债，因其对降息预期变化最为敏感，受到其他因素干扰较少；而长端则可优先考虑 5 年期美债。相比于 10 年期美债，其宏观经济敏感度低于 10 年期，即使出现经济数据超预期的回落，5 年期的波动相对而言更可控，因而用于构建收益率曲线策略更合适。
- 时间策略上：**我们预计 2024 年上半年策略的侧重可能有所不同，下半年尤其需要加强主动管理。下半年通胀的低基数下，通胀的具体回落幅度需要密切留意，与此同时伴随着下半年临近美国大选，整体的美联储动向的不确定性也会随之增加，这会使得美债在 2024 年下半年的整体波动可能会提升，在此情况下需要进一步加强主动管理。

图表 77: 美联储加息周期末期，美债收益率曲线倒挂的反转确定性较高



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 78: 美债收益率曲线来看 5 年与 10 年点位一致，整体更适合于构建收益率曲线策略



资料来源: Macrobond、交银国际

### 展望 2024 的大宗：紧平衡形势下，整体看多

随着全球主要央行加息周期迎来尾声，2024 年大宗商品市场预计将受到全球经济韧性、供给端偏紧以及价格弹性较大等多重因素的共振抬升。

#### ① 需求端：中、美经济有望延续平稳，制造业补库可期

- \* 中国经济的平稳恢复：2024 年，中国经济有望实现平稳恢复，这将刺激对大宗商品的需求。工业企业的产成品库存处于低位，预计将进入补库阶段，特别是对钢铁、铜和其他工业金属的需求。
- \* 美国经济的持续韧性：尽管面临全球经济挑战，美国经济预计仍将保持一定的韧性。再工业化、制造业景气度复苏以及制造商库存见底等因素可能推动对原材料的需求，从而提振大宗商品市场。

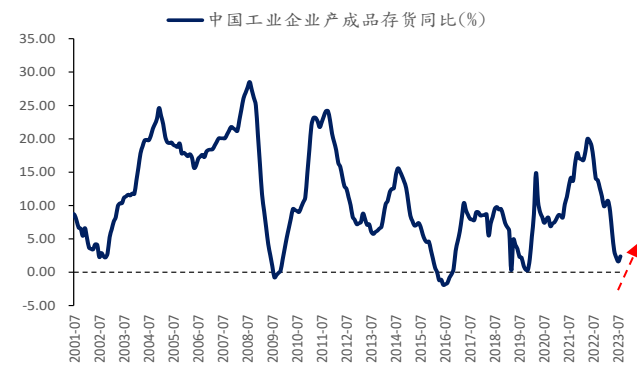
#### ② 供给端：大宗 CAPEX 投资不足，供需紧平衡，价格有望保持较大弹性

- \* 大宗商品上游 CAPEX 投资偏低：近年来在能源和矿产资源领域的投资相对保守，导致上游供给能力受限。投资不足使得部分大宗商品处于供需紧平衡的状态，尤其是在石油和一些重要金属领域。
- \* 地缘政治事件加剧了部分资源品供应紧张形势：2024 年为地缘政治大年，预计整体地缘政治风险仍较高，从而使得部分大宗商品，如农产品和能源供应前景恐受影响。

#### ③ 供需紧平衡，大宗商品有望实现非对称收益

在需求前景尚佳，而供给趋紧的背景下，部分大宗商品供给紧平衡，价格可能显示出较高的弹性。2024 年，大宗商品价格存在较大的向上空间，而下行空间则相对有限，有望实现非对称收益。同时，能源转型的大背景下注意传统能源与新能源材料的配置动态平衡，具体请参考我们展望报告下半部——变革与机遇之“机”。

图表 79: 中国产成品存货同比接近触底并反弹



资料来源: 万得, 交银国际

图表 80: 美国制造商库存已有触底的迹象



资料来源: 万得, 交银国际

### 展望 2024 的美元：整体宽幅震荡

#### ⊖ 基本面层面：美联储加息迎来终局，美国经济动能趋于转弱，限制美元上行

- \* 随着美联储加息周期进入尾声，市场对美元的看涨预期可能有所减弱。同时，美国经济的持续动能减弱可能限制美元的上行空间，意味着美元的上行空间相对有限。
- \* 但美国经济整体有韧性，美联储降息时点可能比市场预期更晚，以及降息幅度小于市场预期均有望支撑美元，且欧元区经济体相较于美国经济可能表现更弱，而欧元的疲软同样将支持美元。

#### ⊖ 交易层面：在全球利率差异减少的情况下，原本利用利差进行的套息交易可能面临逆转

- \* 2024 年，日本央行的货币政策转向预期可能支持日债收益率的上行。中国经济企稳，国债利率亦有望企稳反弹。
- \* 美债同中、日国债息差有望在 2024 年收窄，套息交易或存在一定的逆转，并对美元造成下行压力。

总体来看，美联储加息周期结束，经济动能转弱，美元上行空间减弱；美债同中、日两国债息差收窄，套息交易出现逆转，增加美元下行压力。但基于我们对 2024 年国际油价整体偏强的判断，油价或对美元形成一定支撑作用，因此整体美元或维持宽幅震荡。

**图表 81: 美债同中日欧债息差有望在 2024 年收窄，套息交易或存在一定的逆转，并对美元造成下行压力**



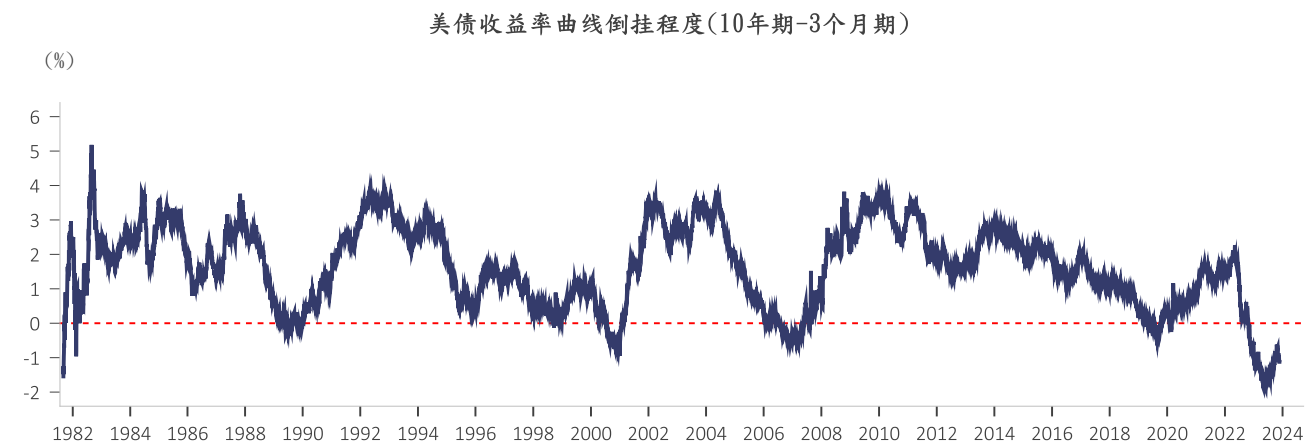
资料来源: Macrobond, 交银国际

## 风险雷达：2024 年经济可能并非波动率的源泉

### 2024 年美国是否会“硬着陆”？---概率低

2023 年美国展现强劲增长势头，有效地缓解了市场衰退担忧。尽管当前的经济指标和市场预期仍可乐观，但市场仍然担忧货币政策的滞后效应问题，尤其是考虑到作为研判美国经济衰退重要的领先指标---美债收益率曲线仍然倒挂，且倒挂持续时间为历史最长。这都增加了市场对于美国经济衰退的担忧。

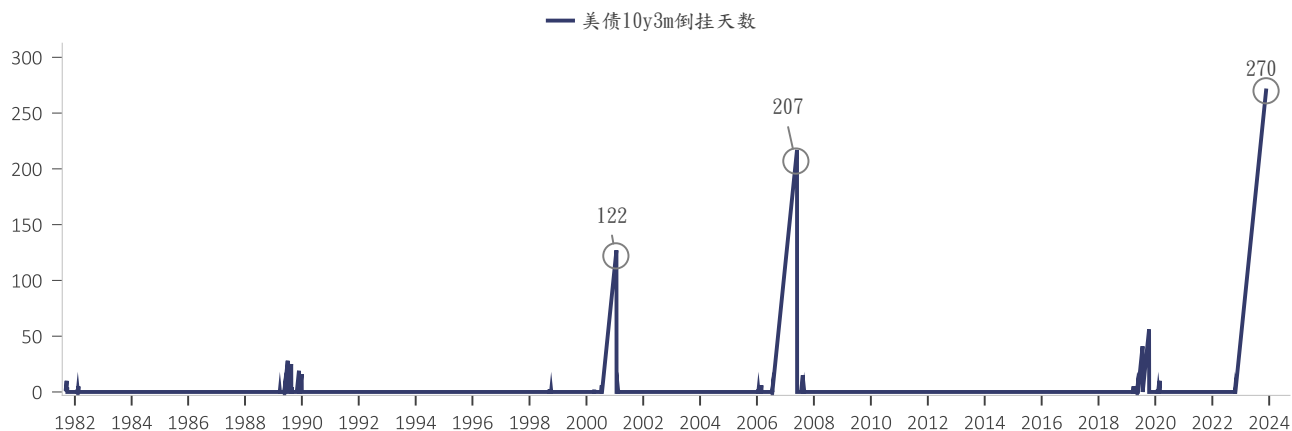
**图表 82: 作为研判美国经济衰退重要的领先指标美债 10y3m 曲线仍维持倒挂，增加市场对于衰退的担忧**



资料来源: Macrobond、交银国际



图表 83: 截至 11 月 27 号，美债 10y3m 曲线仍倒挂天数已达 270 天，为历史最长



资料来源: Macrobond、交银国际

根据我们的判断，随着紧缩效应的持续显现，预计 2024 年美国动能将持续转弱，但鉴于美国财政支出仍能保持一定的强度，且居民和企业资产负债表仍有一定韧性，我们预计 2024 年美国出现“硬着陆”的概率较低，但仍需警惕货币政策可能带来的潜在经济放缓。

- 政府部门：**财政支出应能保持一定的强度。虽然 2024 年美国大选，两党博弈可能使得新财年财政支出的强度有所降低，但是整体上财政支出的力度可能仍将高于疫情前的水平。财政扩张对宏观经济的支撑仍在，意味着美国政府部门创造的总需求仍将支撑美国经济。
- 居民部门：**资产负债表仍较为健康。预计超额储蓄仍能支撑消费支出至少至 2024 年下半年。劳动力市场虽有放缓，但当前供需缺口仍大，职位空缺数有望至 2024 年年中才会回到 2019 年 700 万左右水平。预计就业市场的韧性也能支撑美国居民的消费支出。
- 企业部门：**1) 收入端：政府部门和居民部门带来的需求扩张仍将支持企业部门的收入。2) 支出端：当前美国非金融企业部门在 2024 年的债务支出成本虽会有所上升，但整体再融资缺口不大，且现金存量仍较为充足，预计仍能维持利息支出至少至 2024 年后。

图表 84: 美国经济韧性持续时点的定量测算

测算视角	预估韧性持续的时点
流动性视角	美联储自 2022 年年中启动缩表以来，市场总体流动性收紧有限，仍维持在 6 万亿美元左右的水平。2022 年中至 2023 年年中，TGA 账户余额的释放一定程度上对冲了缩表带来的流动性紧缩影响。预计 TGA+逆回购仍可以继续对冲缩表带来的紧缩冲击，当前逆回购规模仍有 1 万亿美元， <b>如果以 TGA 账户补充余额的消耗斜率计算，其仍能维持至 2024 年年中附近的时点。</b>
居民需求之超额储蓄视角	美国政府在疫情期间通过转移支付补贴居民部门，使得居民累积了超过 2 万亿美元的超额储蓄。根据我们的测算，美国居民超额储蓄当前已消耗过半， <b>预计剩余超额储蓄在 2024 年 4 季度消耗完毕</b> ，届时消费需求或将边际转弱。
居民需求之就业市场视角	劳动力市场再平衡进程持续，移民人数回升一定程度上改善了供给端的紧张状况，以及企业用工需求已高位回落，职位空缺数正在收缩， <b>按照当前的斜率进行外推，预计职位空缺数将在 2024 年 4 季度回到疫情前</b> ，即 2019 年 700 万左右水平。
企业债务视角	美国非金融企业在疫情期间积累了大量的现金储备，且当前现金存量仍在增加。高利率环境下，尽管利息支出有所增加，以当前的消耗量进行线性外推， <b>预计美国非金融企业的现金存量仍能支撑至 2024 年以后。</b>

资料来源: 交银国际

## 2024 全球政治大年——需留意波动

2024 年可以说是全球局势的大年。在这一年中，各种地缘政治议题可能会相互交织，共同影响全球的风险偏好。

1. 欧洲地缘冲突即将进入第三年，且局势尚不明朗。而中东地缘局势又进一步提升了 2024 年全球地缘政治前景的复杂性。
2. 2024 年作为全球政治周期大年，多个国家和地区进行选举和换届，而选举结果也将对国际间的政策产生直接影响。

图表 85: 2024 年全球经济体选举时间

时间	主要经济体
2024 年 2 月	印尼总统大选
2024 年 3 月	俄罗斯总统大选
2024 年 3 月	乌克兰总统选举
2024 年 4 月	韩国国会改选
2024 年 4 月	法国总统大选
2024 年 5 月	印度下议院选举
2024 年 6 月	墨西哥总统选举
2024 年 6 月	欧洲议会选举
2024 年 9 月	德国举行联邦议会选举
2024 年 9 月	日本自民党总裁改选
2024 年 11 月	美国大选

资料来源: 交银国际 \*2024 年全球各地大选具体时间将根据各地选举时间而定，具体日期可能将有所不同。

地缘政治变化和贸易摩擦在近两年内对全球经济产生了深远的影响，特别是在供应链受阻、市场波动性增加以及全球经济和技术分化加剧方面。地缘政治紧张格局已使得全球化时代的协作和分工模式正在被打破，全球出口额占 GDP 的比重已明显下降，或正加剧世界各国经济发展的不平衡性。

作为影响，地缘政治风险偏好的改变可能会将进一步加剧全球资产的分化，并导致全球金融市场的波动率中枢上升。

### ⊙ 分化加剧：全球化到区域化，供应链将面临不确定性

1. 全球供应链脆弱性上升。地缘政治风险上升首先反映在贸易领域。2018 年以来，贸易摩擦不断上升，关税壁垒和贸易限制等因素导致长期以来建立的全球化供应链面临重大挑战，增加了全球供应链条的不稳定性。
2. 全球化向区域化倾斜。为应对外部冲击，可能采取更加保护主义的经济政策，导致全球经济进一步分化。部分国家和地区可能更加专注于本土市场经济策略，通过财政作用推动本土产业发展和就业，而企业也开始考虑更加区域化的供应链，以减少对特定国家或地区的依赖，使全球化向区域化倾斜。

3. 成本上升、效率下降将拖累全球经济增长。地缘政治风险产生的供应链的重新配置将造成国家和企业间的成本上升和效率下降。技术转移和投资流动可能受到限制，导致技术和资本的全球分布更加分散。叠加国际间的持续贸易紧张和保护主义措施也将限制全球贸易的增长，进而拖累全球经济增长。

#### ⊕ 市场波动性增加：风险偏好降低、国际间的流动资产减少

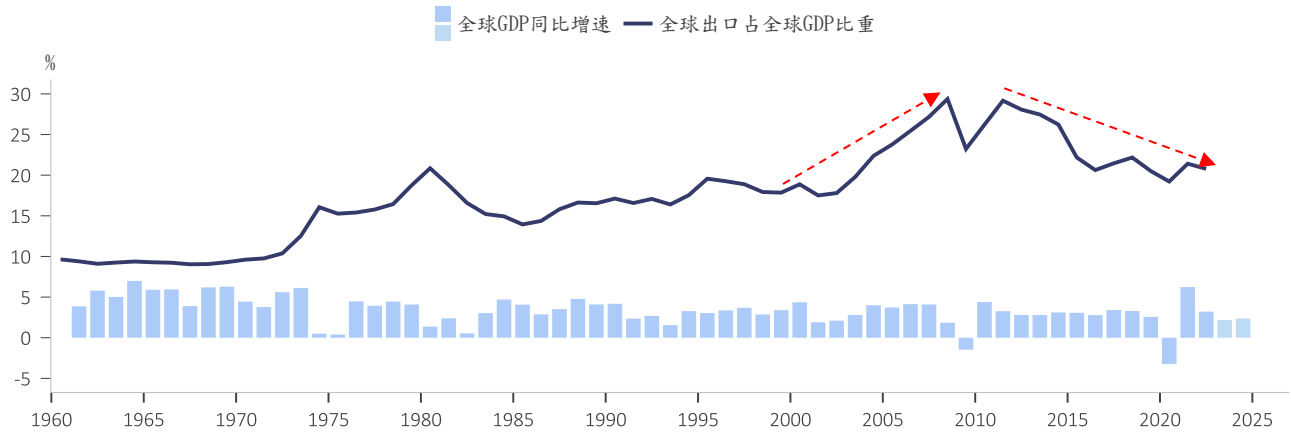
1. 投资者不确定性增加，风险偏好下降。地缘政治紧张和贸易政策的不确定性将导致国际投资者信心下降，进而使得股、债、汇以及商品市场的波动性增加。
2. 全球跨境资本流通受阻。由于国际间的政治和经济政策的变化影响资本的流动方向和速度，地缘政治风险可能使得跨境资本在某些市场或资产类别的配置资本流出或减少。

图表 86: 全球地缘政治风险正在上升



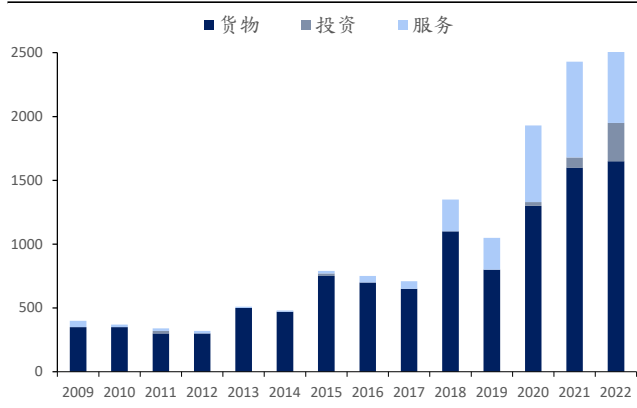
资料来源: Macrobond、Economic Policy Uncertainty、交银国际

图表 87: 全球出口占 GDP 的比重趋势性回落



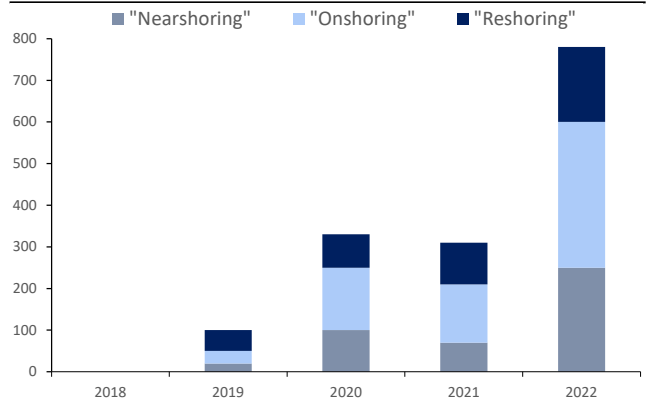
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 88: 近年来, 国际贸易摩擦次数快速上升



资料来源: IMF、交银国际

图表 89: 跨国企业财报中供应链相关的频次上升



资料来源: IMF、交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入**：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级**：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司及富景中国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。