

策马徐行，万象更新

---2024年宏观配置展望

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736

Wangxiao019787@gtjas.com

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222

Maolei013138@gtjas.com

唐立（联系人） 从业资格号：F03100274

Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

2024年，策马徐行是谨慎应对，万象更新是乐观期许。

宏观层面，2024年在政策面更重视增长，优化“破”、“立”节奏，着力提振信心情况下，流动性稳健宽松，宏观经济仍有向潜在增速上修回归可能。分项中，消费向疫情前增速靠拢；投资端地产跌幅收窄，制造业高增趋势维持；海外经济下行空间有限支撑出口，以进促稳，提高经济稳定性，利于防范相关债务风险。

配置层面，年中时我们提出今年的国内大类资产配置以商品为锚。原因为弱需求格局下的库存周期领先信用周期，企业用极致的库存管理应对未来的不确定性。同时，商品市场由于品种较多，分化行情下对于流动性的依赖并不明显。海外需求存在明年年中触底并随后与中国形成补库共振的可能性，关注内外库存周期下的交易机会。往后看，国债期货仍然存在配置机会，需警惕当前平坦的收益率曲线是否会从传统的变陡峭转化为倒挂，若政策超预期推出则需要防范长端利率短中期的回弹。股市当前受海外韧性边际反复、国内流动性偏紧以及长期增长路径不明的影响表现较弱，关注明年工业企业利润是否会向下游传导以及年底中央经济工作会议的政策信号。淡化估值位置，重视驱动反转。

潜在风险：政策力度不及预期

请务必阅读正文之后的免责条款部分

感谢实习生王颖对本报告作出的贡献

目录

1. 2024 年宏观经济展望：以进促稳.....	3
1.1 经济总量：向潜在增速回归.....	3
1.2 三驾马车：按辔(PEI, 马缰绳的意思)徐行.....	3
1.2.1 消费：差距亦是空间.....	3
1.2.2 投资：升维破局，此消彼长.....	4
1.2.3 出口：常态迈进.....	8
2. 周期的凝滞与配置新常态.....	9
2.1 国内周期的一波三折与行业节奏的承先启后.....	9
2.2 海外的底线思维与暧昧不明.....	14
2.3 以商品为锚的大类资产配置.....	16
3. 政策：导向明确，提量增效.....	18
3.1 2023 年：托而不举，底线思维.....	18
3.2 2024 年：边际转向，加量提效.....	19

(正文)

1. 2024 年宏观经济展望：以进促稳

1.1 经济总量：向潜在增速回归

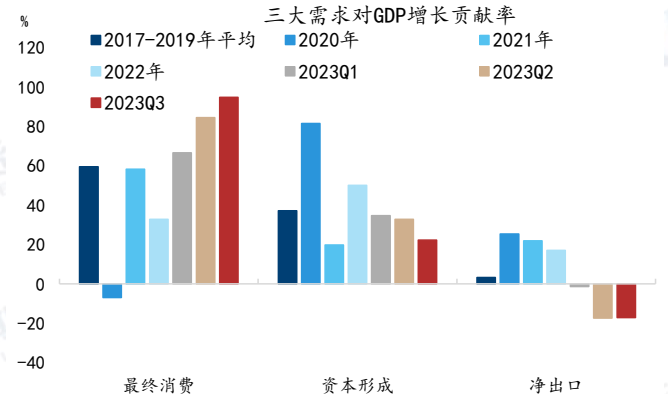
2023 年是国内经济常态化运行的第一年，全年经济表现整体上弱于年初市场预期。一方面，受 2021 年开始的地产周期下行换挡影响，尾部风险出清仍对预期有所扰动。另一方面，居民资产负债表受过去三年影响，疫后国内消费仅体现结构性修复，未出现市场所期待的报复性消费。不过，2023 年三季度中国 GDP 两年平均增速 4.4%，较二季度抬升 1.1 个百分点，依然在向潜在增速靠拢。

图 1：预计 2024 年 GDP 在 5% 左右



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 2：消费对 GDP 增长贡献率扩大



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

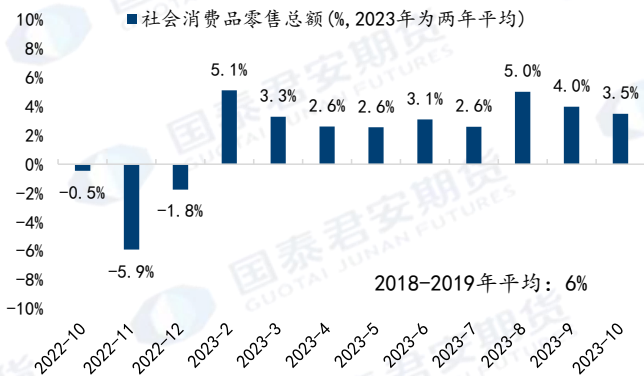
国家统计局副局长盛来运在 2023 年 9 月 22 日曾发文指出，国内多家研究机构研究表明，现阶段中国潜在增长率在 5%—6% 左右。因此，后期随着一系列政策的落实，居民就业收入的逐步恢复，地产周期触底，国内经济仍有进一步向潜在增速改善的空间。此外，2023 年实体经济结构出现的深刻变化，譬如制造业投资的高增，服务业的快速发展，使得经济内部依然存在对冲旧动能下行的力量，也使得相应的资产价格也出现了异于以往的状态。

1.2 三驾马车：按辔(pèi, 马缰绳的意思)徐行

1.2.1 消费：差距亦是空间

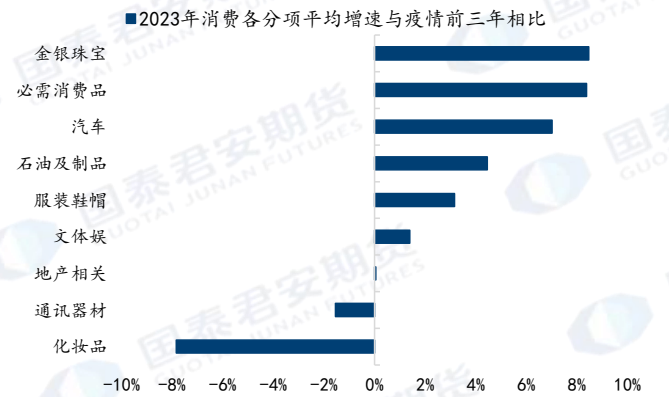
预期偏弱下可选消费拖累明显。从消费的恢复趋势来看，2023 年前 10 个月两年平均增速约 3%，与 2020 年之前平均 6% 的增速相比，仍有一定的差距。从结构来看，其中最明显的差距来自于化妆品、通讯器材这类可选消费领域。此外地产弱势导致地产链条相关消费增速偏弱。整体上可选消费恢复偏弱，与资产价格下跌，财富效应缺失，市场预期不振有关。

图 3：前 10 月社零(两年平均)平均增速为 3.53%



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

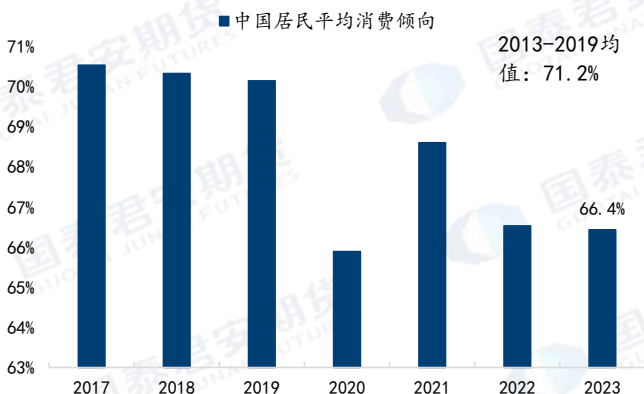
图 4：化妆品等可选消费增速恢复偏弱



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

资产价格改善、信心提振能起到四两拨千斤的作用。当前，消费信心维持偏低水平，虽然趋势来看处于缓步修复中，但居民边际消费倾向与疫情前差距依旧。此外居民收入修复也在路上但进程仍有反复。我们认为，过去三年居民积累了较大规模的超额储蓄，但市场主体信心偏低，消费动能释放不济。不过，随着政策层对 2024 年增长诉求的提升，“先立后破”提法下对地产等旧动能“破”的优先级下降，这可能对市场的房价预期、资产价格修复增添信心，同时营造消费中期慢修复的氛围。

图 5：2023 年居民消费倾向修复不明显



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 6：收入增速有所抬升



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

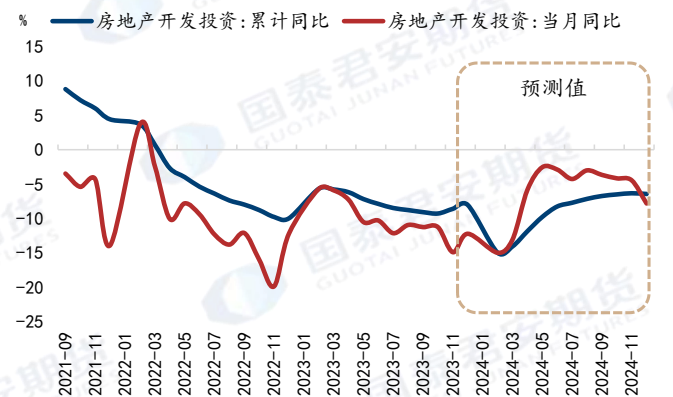
单纯观察社零可能会低估消费对 GDP 的贡献：从消费对经济的影响上来看，传统视角往往更重视实物消费，譬如市场更重视反映零售市场规模的社会消费品零售总额数据。但从包含服务消费的全部消费来看，社会消费品零售总额大约是 GDP 支出法核算得到的最终消费支出的 70%。而 2023 年放开后服务消费对经济绝对贡献在不断上升，因此单纯观察社零可能会低估消费对 GDP 的贡献。据统计局数据，前三季度居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，占居民人均消费支出的比重达 46.1%，比 2022 年同期明显提升 2 个百分点。此外，考虑到商品消费对制造业影响更大，服务消费对第三产业影响更大，且收入分配中人力成本占比更高，因此服务消费更利于增加居民所得，促进居民收入的改善。

1.2.2 投资：升维破局，此消彼长

地产依旧拖累，但 2024 年或继续修复。2023 年，地产领域依然是宏观下行较大的拖累来源，其引发的后周期风险的忧虑也是股市下跌的最大推动。虽然年内出台一系列地产支持政策，但在房企信用端依然未完全放开的情况下，地产内生性修复动能偏弱。当下被视为地产是否能走出困境的领先指标——新屋销售数据来看，

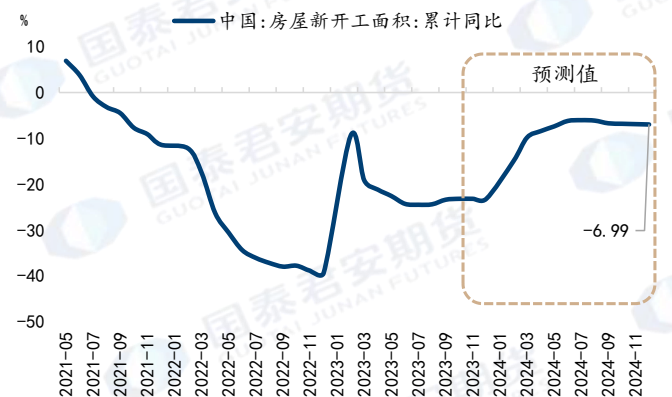
依然没有明显的改善。不过，由于过去两年数据的大幅下挫，单就环比角度推算，中性情形下，预计2024年全年地产投资同比增长-6.5%，预计将有所收窄。悲观情形下，投资同比增长-10.1%。乐观情形下，同比增长-0.8%。较2023年增速有所修复。

图7：预计2024年地产投资同比-6.5%



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

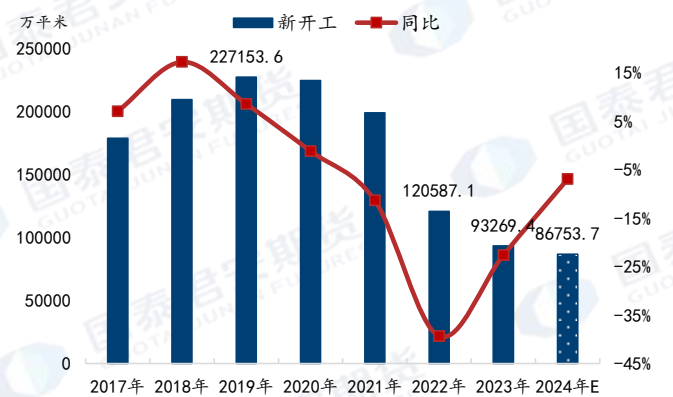
图8：预计2024年地产新开工面积-7%



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

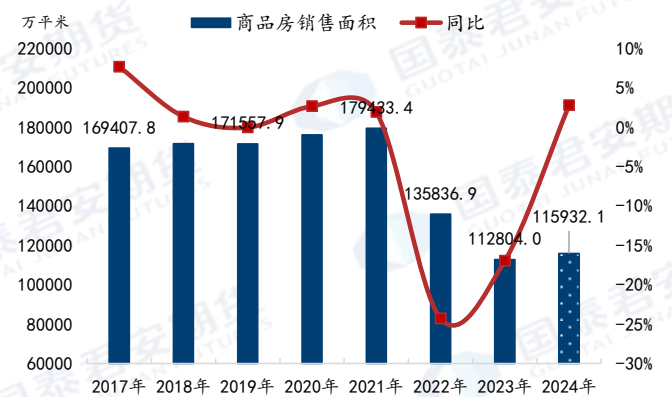
总量趋势来看，预计2023年新开工面积9.3亿平米，较2019年高点22.7亿平下滑13.3亿平米；预计2024年地产新开工跌幅继续收窄，全年-7%，将回落至8.68亿平米，较2019年高点下滑14亿平米。商品房销售面积小幅回升，年同比增2.77%，预计在11.6亿平左右。

图9：预计2024年新开工面积下滑至8.68亿平



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

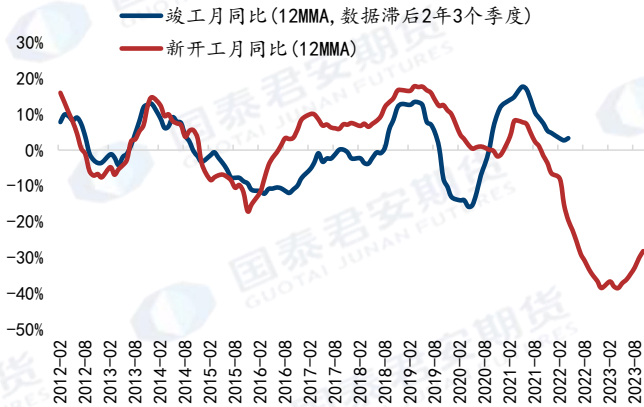
图10：预计2024年商品房销售面积11.6亿平



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

结构来看，在近两年新开工明显下滑的情况下，难以维持高增速，全年竣工面积增5.32%(1-10月为增长19.0%)。在“128”政治局会议中，提到“形成消费和投资相互促进的良性循环”，或意味着2024年将继续挖掘诸如“三大工程”等同时能促进投资与消费正向循环的项目。

图 11：滞后新开工的竣工增速有所回落



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

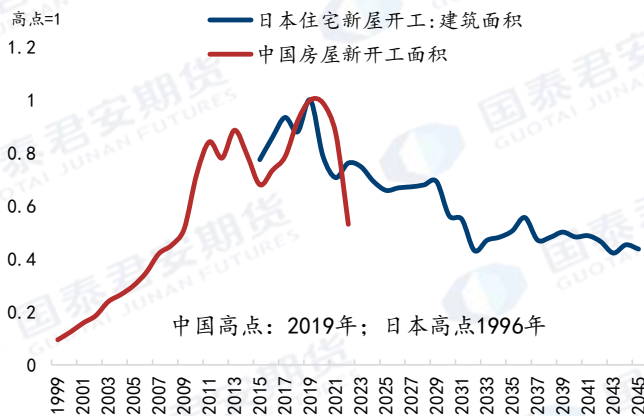
图 12：三大工程预计将每年带来万亿以上投资

保障房	当前城镇化率约65%，如果按2035年达到75%测算，提升10%，约1.4亿人进城；以人均居住面积 36.5平方米来计算，按照3000-4000元/平米来建安计算，则对应20万亿总投资量，再按照30%的保障房比例估算，则对应6万亿，年均投资规模在6000亿。
城中村改造	按照全国9.2亿城镇人口和36.5每平方米的人均居住面积计算，城中村改造35城，城区人口规模300万以上城市占比30%，并按照30%的旧房面积估算，按照50%-70%改造，剩余重建比例测算，预估总投资规模4.5-7万亿之间。
两者或有重叠，年均约1万亿投资	

资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

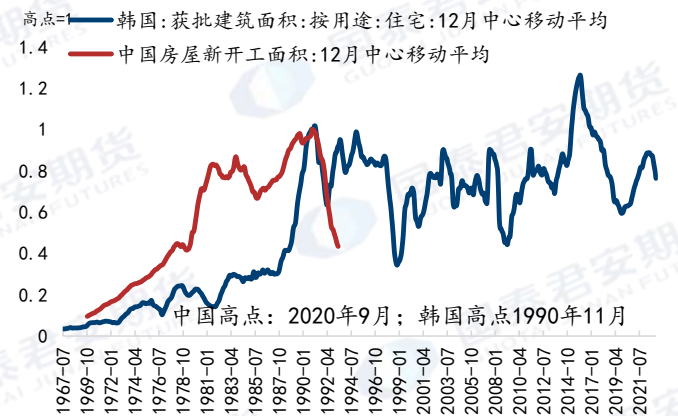
数据上看，地产经过两年多时间的出清，对比日韩地产拐点后新开工的下行空间来看，下方空间逐步缩窄。

图 13：日本住宅新开工见顶后增速走势



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

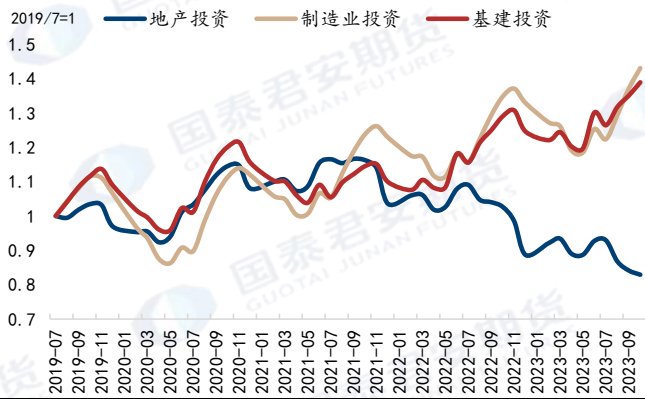
图 14：韩国新屋许可可见顶后增速走势



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

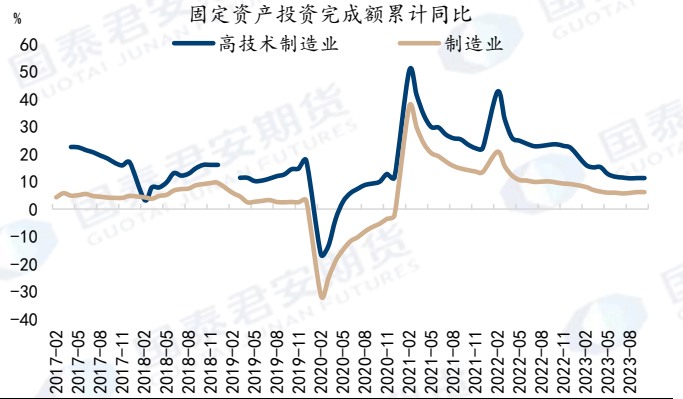
制造业投资成为对冲，中游高增提振商品需求。2023 年以来，制造业投资一定程度上成为了“稳增长”的逆周期抓手，高技术产业已连续三年高增长，持续高于制造业整体增速。受政策面强调自主可控，新能源产业快速发展，以及技改、扩大设备更新改造等带动，制造业投资尤其是技术密集型投资增速更快。

图 15：2023 年制造业、基建投资为对冲地产下行力量



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

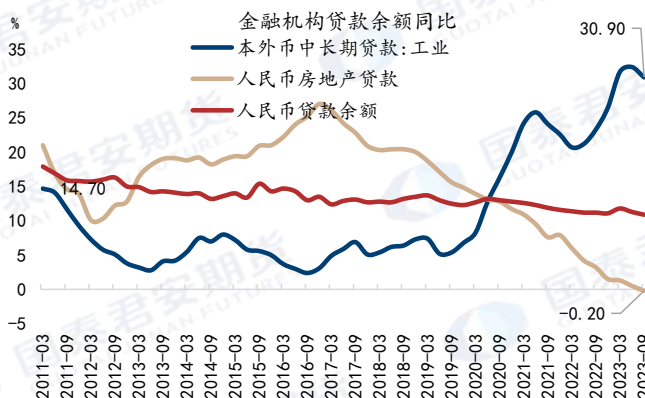
图 16：高技术制造业投资增速快于整体



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

2024 年，制造业投资在“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系”的导向下，新能源产业快速发展带动的电气机械、新能源汽车、有色金属冶炼等行业固定资产投资预计仍维持一定投资。预计 2024 年制造业投资有望实现中高速增长，不过受高基数拖累，增速不排除较 2021-2023 年小幅下行。

图 17：金融对地产与制造业投资支持力度显著分化



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

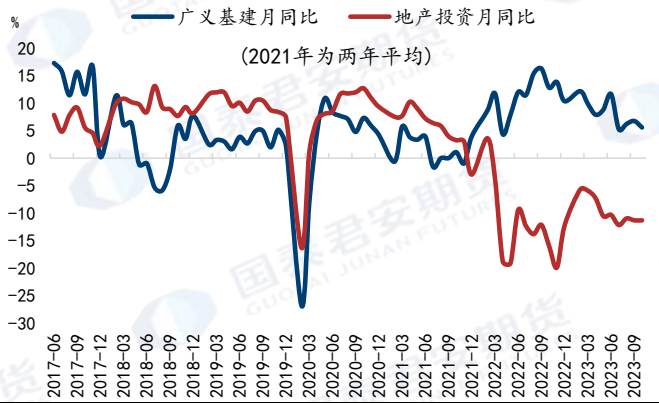
图 18：电气、仪器仪表等中游行业投资增速较快



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

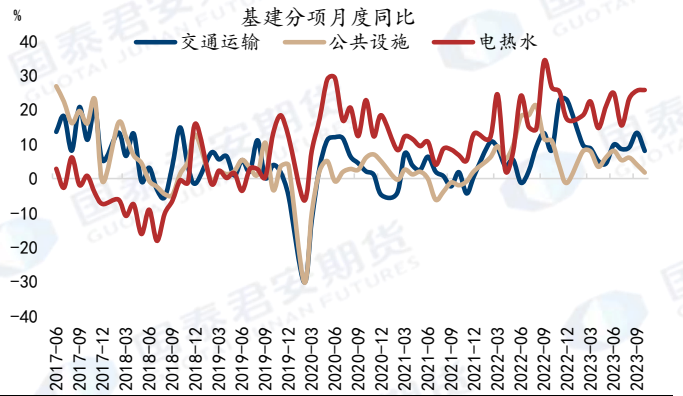
基建关注中央加杠杆力度。2023 年广义基建虽然维持对冲地产投资下行的作用，但月同比增速整体有所回落，从年初的 12% 以上回落至 10 月的 6% 以下。主要受水利、环境和公共设施管理业的拖累。地方政府收入下滑，地方债压力明显、专项债发行节奏偏慢等因素扰动下，基建表现不及预期。不过，2023 年四季度，随着中央财政增发的万亿国债开始落地，基建投资有望增加新的动力。展望 2024 年，财政继续发力的中性预期之下，资金保障和项目支撑方面仍有再度改善空间。

图 19：基建成为对冲地产下行的力量



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 20：基建分项中交运、公共设施增速偏弱

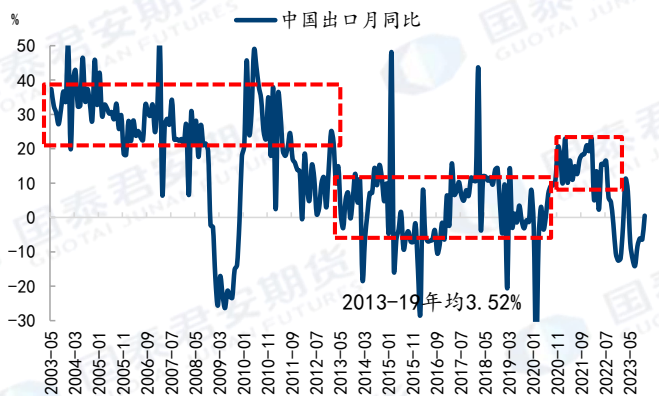


资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

1.2.3 出口：常态迈进

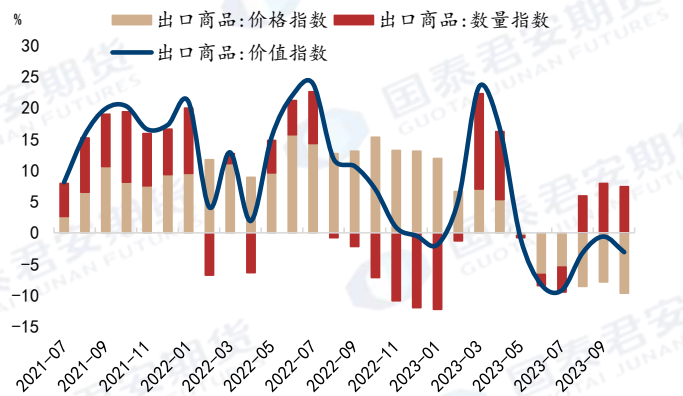
受益于 2022 年低基数，11 月出口同比增速由负转正，录得 0.5%。从出口的量价拆分来看，2023 年价格成为出口明显的拖累因素，而数量则略有增长。从商品价格走势来看，预计 2024 年价格对出口的拖累将有所减缓。

图 21：2023 年出口向 2020 年中低增速回归



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

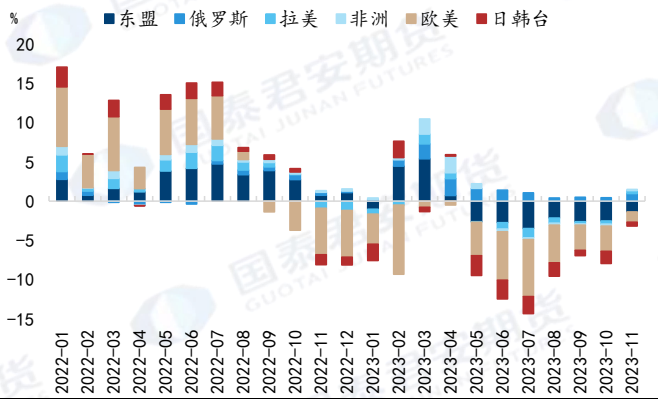
图 22：2023 年出口受价格拖累明显，2024 年或有改善



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

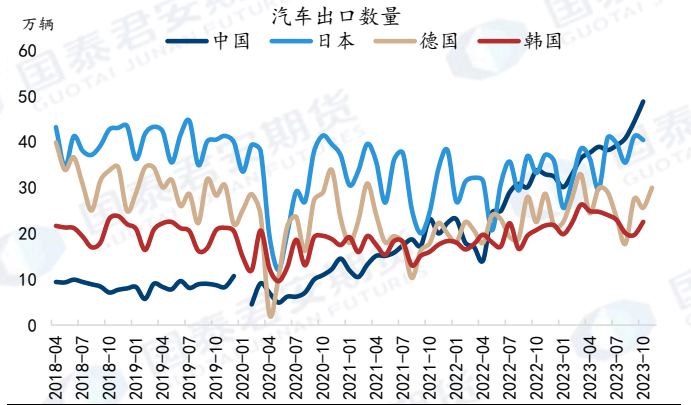
分国家和地区来看，2023 年对俄罗斯、金砖国家、非洲等区域出口更为稳定，相关地区份额也在上升，一定程度上对冲了欧美消费地需求下滑的拖累。产品方面，汽车和新能源产品受益于高性价比和成本优势，在 2023 年的表现优于整体出口，预计这一趋势有望延续。

图 23：2023 年对非洲、拉美出口拖累更小



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

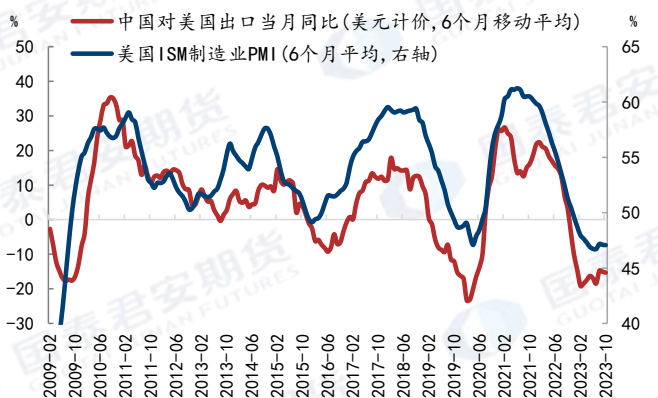
图 24：中国已成第一汽车出口大国



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

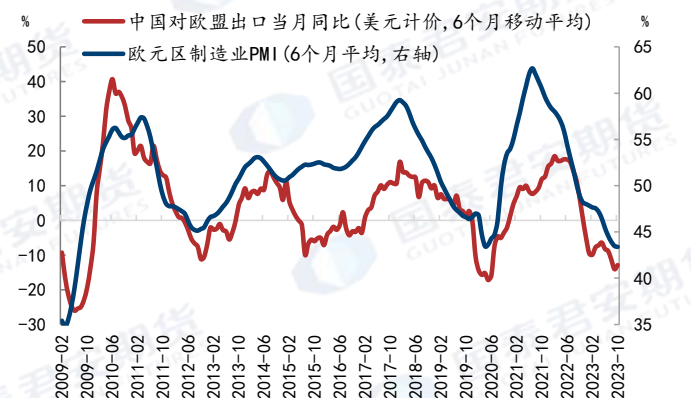
需求侧来看，中国对欧美主要消费地的出口增速与欧美景气度高度相关，近期欧美 PMI 有见底迹象，若市场一致预期 2024 年海外不会出现硬着陆风险，则 2024 年中国出口增速有望向疫情前正增长区间靠拢，即出口仍有一定的小幅修复空间。

图 25：中国对美出口与美国制造业 PMI 相关性高



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 26：中国对欧盟出口与欧元区制造业 PMI 相关性高



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

2. 周期的凝滞与配置新常态

2.1 国内周期的一波三折与行业节奏的承先启后

从宏观数据面板给我们呈现的信息来看，9 月过后我国整体经济强度开始边际回落，10 月社零消费和进口成为为数不多的亮点。11 月出口增速受低基数影响小幅回正，但后续仍将面对海外需求在 24H1 温和回落的影响。同时，11 月单月通胀同比增速不及预期，市场关注点集中于中央经济工作会议的政策释放力度。

过去的周期并非仅仅依靠经济的内生性修复，往往在底部也同时伴随着强力的政策支撑。本轮周期的特殊性在于，在经济增速的换挡期以及经济结构的重塑期，往往政策面的兼顾难度提升，这也是 12 月中央政治局会议中提到“先立后破”的原因。地产作为过去经济增长的重要组成部分、宽信用的阀门、下游众多需求的引擎以及外资衡量中国资产的风险指标，在近两年的出清大幅影响了库存、信用周期的转动。

从库存周期的角度来看，我国已越过周期绝对底部，进入复苏型被动去库 3 个季度，但仍未迈入动补库期，可谓是一波三折。本轮被动去库的特征为工业企业利润修复弱以及弱需求下的低库存反复去化。

从信用周期的角度来看，宽货币持续，但力度似乎不足以加速宽信用的落地。民企地产公司的融资收紧

后，如何协同行业防风险、民生保交楼、经济稳增长以及打破居民劳动与财产收入双降螺旋，是财政政策与货币政策的探索方向。

在这样一个非典型的复苏周期下，我国经济呈现库存周期领先信用周期但又双双凝滞的特点。

从海外美国库存周期的角度来看，3季度美国进入被动去库的假突破，但4季度的增长、劳动力市场数据终究还是释放了转弱的信号，这也意味着美国仍处于周期尾部的主动去库阶段。但整体来看，居民端与非金融企业端的杠杆率较低，主要是源于政府的财政支付转移化解了收入下降的螺旋。11月单月美国劳动力市场数据仍存韧性，这也引发了市场对于明年降息预期甚至是加息预期的再讨论。我们认为，美国本轮需求下行将持续到明年年中，并将呈现温和回落的态势伴随着月度宏观数据的反复。

综上所述，从周期视角来观察，整体中美需求向上共振的时间点可能在明年3季度，前提是我国复苏不失速和美国韧性不超预期。

图 27：9 月后经济强度有所回落

11月经济数据				
经济指标	11月	10月	9月	上年11月
CPI/%	-0.5	-0.2	0.0	1.6
PPI/%	-3.0	-2.6	-2.5	-1.3
社会融资增量/亿元	24,500.0	18,452.0	41,305.0	19,837.0
M2/%	10.0	10.3	10.3	12.4
新增贷款/亿元	10,900.0	7,384.0	23,100.0	12,100.0
社会消费品零售/%	10.1	7.6	5.5	-5.9
制造业PMI/%	49.4	49.5	50.2	48.0
工业增加值/%	6.6	4.6	4.5	2.2
固定资产投资/%	2.9	2.9	3.1	5.3
房地产开发投资/%	-9.4	-9.3	-9.1	-9.8
出口/%	0.5	-6.4	-6.1	-10.4
进口/%	-0.6	3.0	-6.2	-11.1

注：

投资数据为年内累计值，工业、消费、外贸数据为当月值

社融、新增贷款均为人民币口径，外贸采用美元口径

环比前值：增加-红色，减少-蓝色，持平-绿色

资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 28：我国持续停留在被动去库阶段，遥望主动补库

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3-	至今9				
平均时长 (月)		8	10	11	13	42

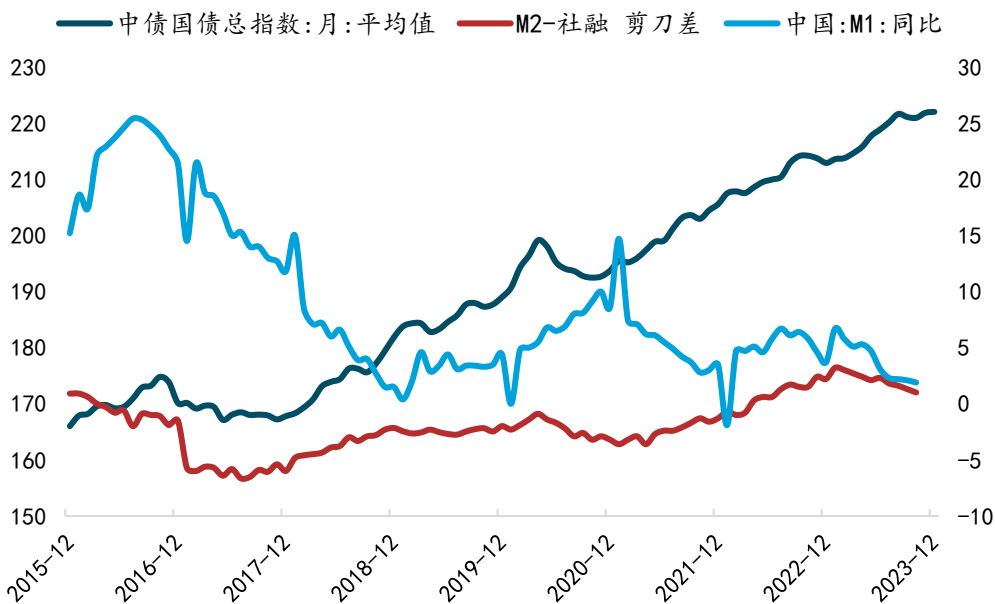
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 29：美国被动去库的试探后回落至主动去库

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-2023/12	5	10	12	至今18	
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

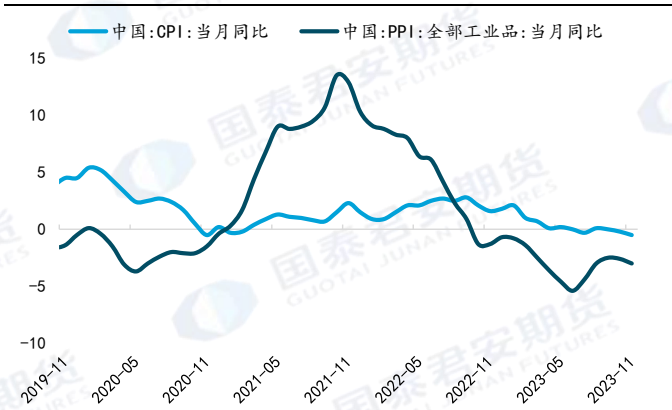
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 30：宽信用落地急需打通枢纽，今年债市整体走牛



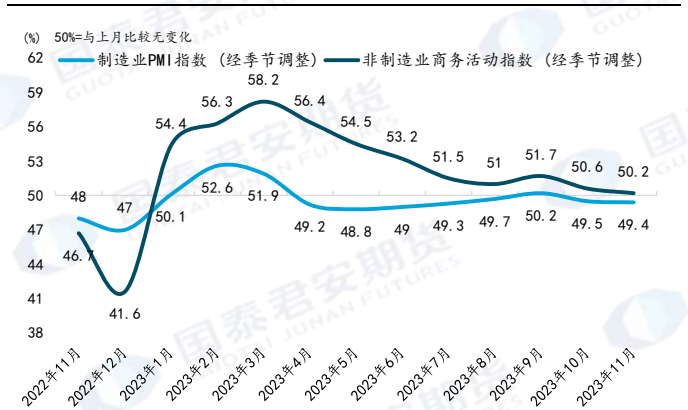
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 31：通胀回温一波三折



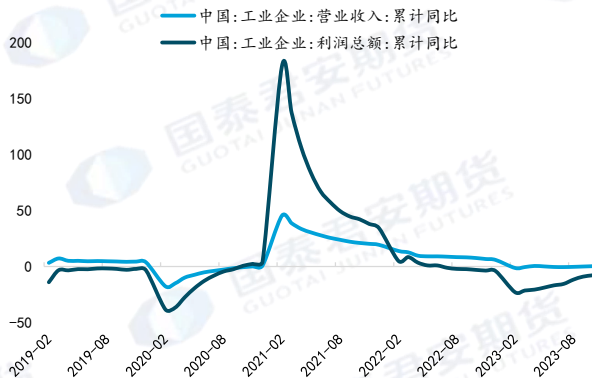
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 32：10 月以来 PMI 再次回落



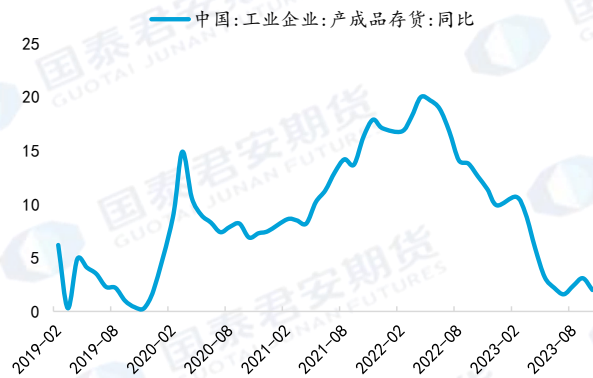
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 33：工业企业营收、利润修复情况堪忧



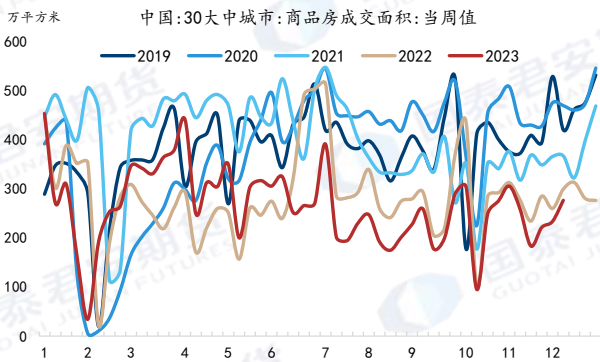
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 34：产成品存货去化与补库预期一波三折



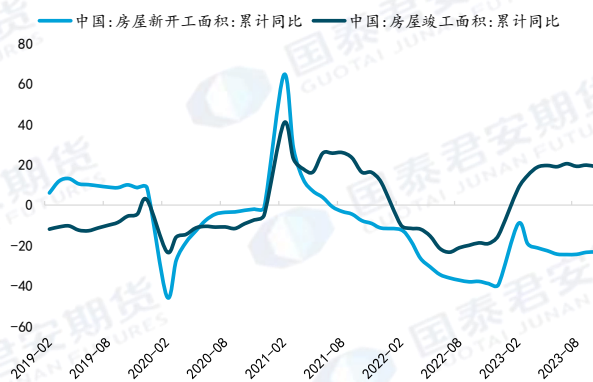
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 35：30 城商品房销售面积仍在历史同期低位



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 36：地产强竣工弱开工格局维持



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

尽管全社会层面未能确立进入补库周期，但从中观行业的视角来看，不同行业的定位则各有千秋。

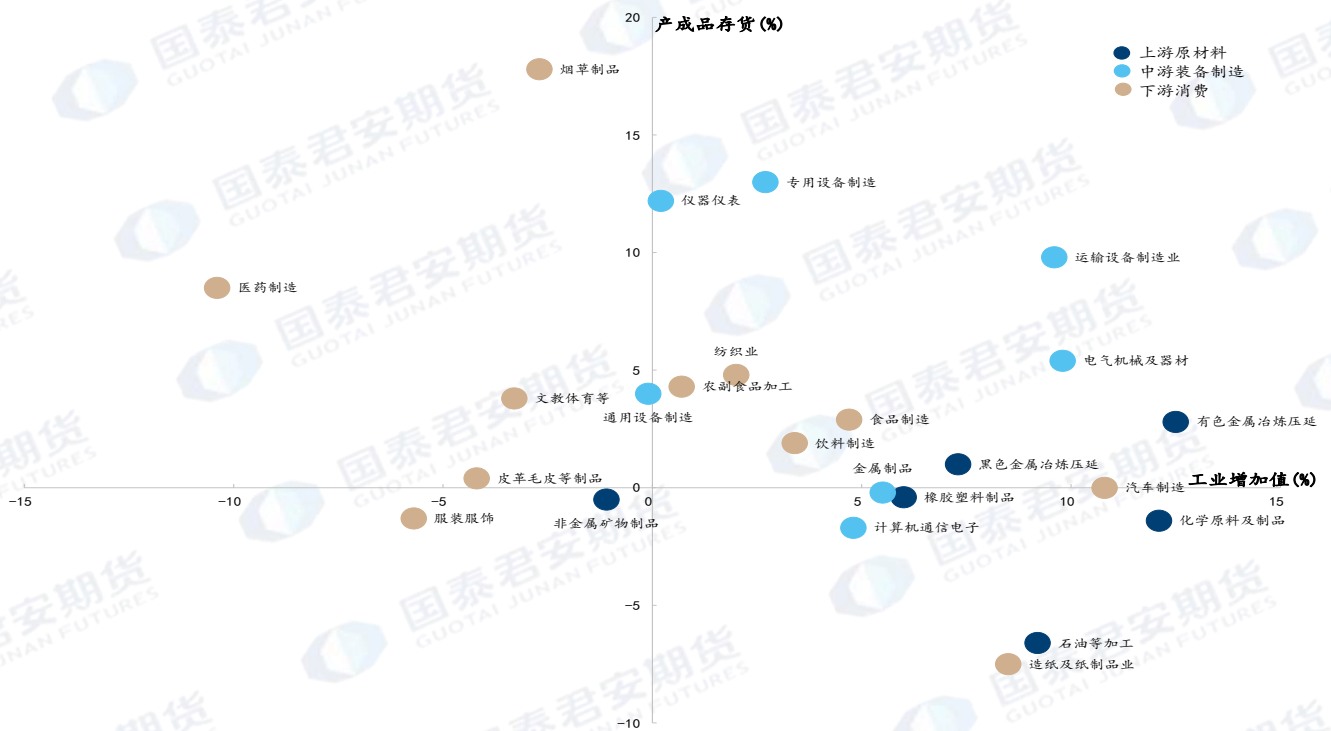
我们通过生产端和销售端的双视角，结合产成品存货，并将中观行业分为上、中、下游去观察能够更好地透视当前整体企业产、需两端的情况。

从生产端来看，上游行业如黑色有色冶炼、橡胶塑料制品以及石油等加工行业呈现增加值高增速且库存低增速的特征。中游行业同样生产旺盛，除计算机通信电子与金属制品外的其它行业产成品存货增速均为正。下游生产端的分化较为严重，医药制造业明显位于低谷区。汽车制造行业定位显示，整体汽车终端消费或在逐步回暖，同时食品、饮料制造均位于增加值、库存同比微增的位置。造纸业同比去库明显，生产端偏旺。

营收端的整体情况显著弱于生产，这在整体工业企业营收的修复上也得到了验证。上游行业中，黑色冶炼与石油加工业营收增速为正。中游行业中，电气机械及器材营收增速为正，其余行业营收同比增速均在 0 轴附近。下游行业除汽车制造营收增速为正外，其余行业均为负。

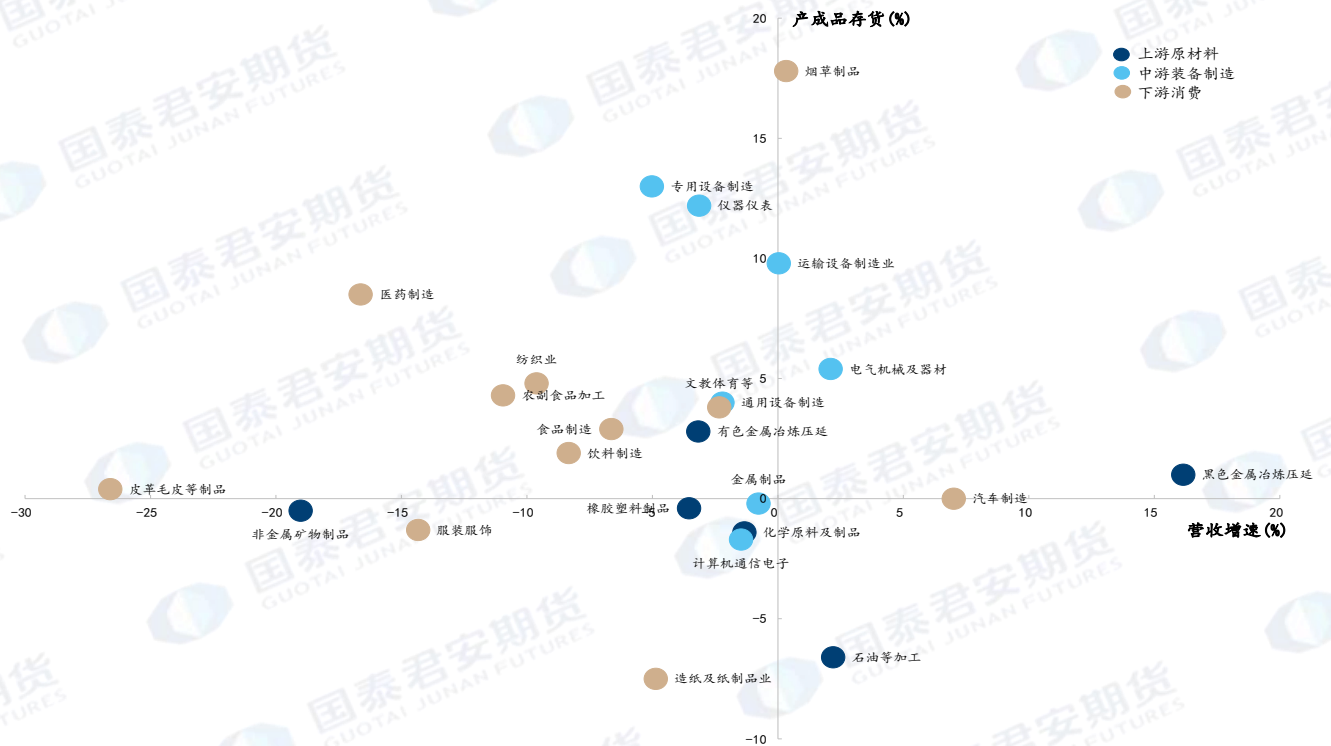
尽管 10 月单月的数据呈现季节性回落，但可以作为本年度工业企业经营状况的缩影。工业增加值与企业营收、利润均出现较为明显的背离，上游利润无法传导流动至终端下游。我们认为造成这样结果的原因主要有三点。首先，尽管企业库存增速整体在年中触底，但绝对库存视角下，上半年复苏证伪后部分当期生产转化为了库存。其次，上游成本波动下，下游产成品营收利润空间无法打开。最后，产业链重塑格局下，部分行业下游议价权较低，终端销售价格弹性较弱。

图 37：生产端中观行业上中下游定位情况（10月）



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 38：销售端中观行业上中下游定位情况（10月）



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

2.2 海外的底线思维与暧昧不明

尽管美国的增长动能逐渐减弱，劳动力市场数据指向转松，但 11 月单月美国劳动力市场数据仍存韧性，这也引发了市场对于明年降息预期甚至是加息预期的再讨论。

市场整体认可了大方向，因此 10 月末以来除少数市场外，全球权益市场均迎来风险偏好的提振。同时美债收益率下行幅度也较大，市场对于降息进行了较为乐观的预期。11 月美国劳动力市场数据发布后，美债收益率、美元指数小幅回弹伴随着美股对于 EPS 转强预期的强劲反馈。12 月的 FOMC 会议基本确立了本轮加息周期的停止。

由此可见，美国经济的韧性与美联储货币政策路径属于大方向确定下的反复暧昧，这对投资者的交易入场时机和策略时效提出了较高的要求。从底线思维来看，美国本轮的需求回落顶多是弱衰退，这一点观点我们从年初至今一直坚持。在美国需求回落的进程中，美股的配置价值或优于能源多头，除非原油供给侧出现超预期的变化。

映射到国内来看，尽管我国对美出口结构性收缩且美国经济趋势性回落，但海外韧性仍存，“金丝雀”韩国的出口增速回正。费城半导体指数高位震荡，全球电子产品周期越过底部，同时 AI 相关产业引导新一轮科技革命的长周期到来。尽管特定能化类品种可能随着海外需求的边际下行而出现超调，但底线、逻辑清晰，资产反馈明确。因此国内的增长路径与大类资产配置是我们关注的重点。

图 39：美国增长动能减弱



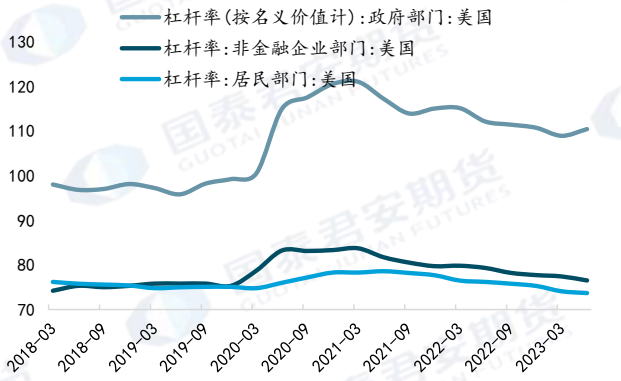
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 40：失业率与工资增速均指向劳动力市场转松



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 41: 居民、非金融企业部门杠杆率较为健康



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 42: 高息环境下信贷需求有所降温



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 43: 制造业 PMI 仍在寻底



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 44: 持续领取失业金人数有所增加



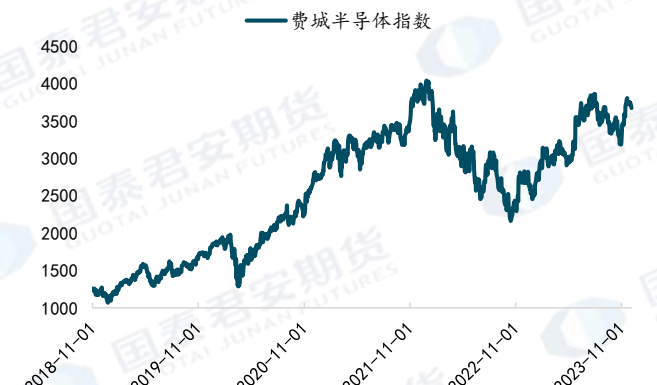
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 45: “金丝雀”韩国出口增速回正



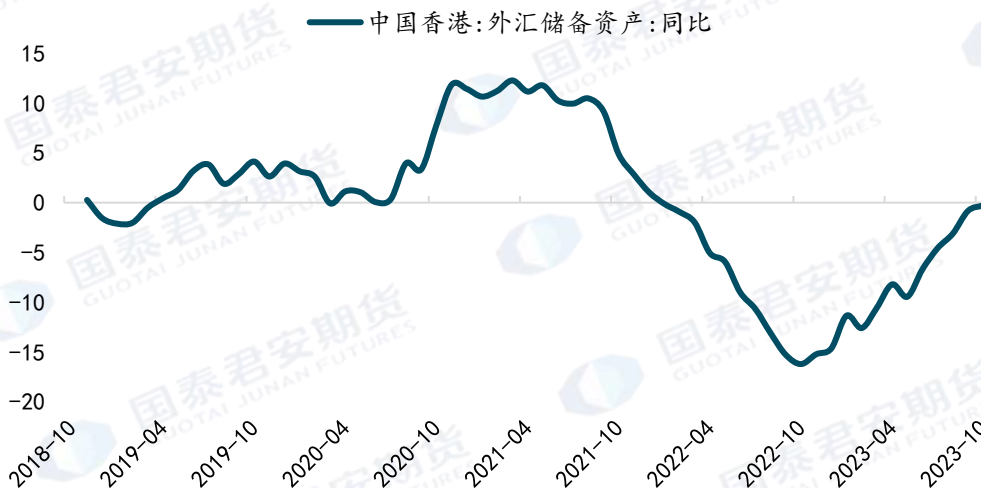
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 46: 费城半导体指数高位震荡



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 47：香港外储增速亟待回正



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

2.3 以商品为锚的大类资产配置

今年国内的大类资产配置框架有所变化，股、汇、债、商的大类资产特点分别为扰动因素较多、信息反应充分、长期资金充足与产业逻辑充分。在古典的配置框架中，股票的预期打得最足，因此会和机构化程度高的债市形成相对稳定的负相关性，并且在经济周期切换时提前做出反应。今年弱复苏格局下，我们确实看到了整体债强股弱的传统相关性走势出现。但在一些特定时点，我们会看到债券的阶段性拐点出现后，股市的走势仍然偏弱，甚至短期会出现股债双杀的行情。债市 8 月末前置交易政策推出背景下的复苏情景，但乐观预期似乎再次被证伪。今年汇率整体信息反应仍然较为充分，央行通过中间价与离岸市场流动性管理取得了一定成效。商品在历史上是一种较为“现实”的资产，实体产业中的供需情况影响价格波动，但往往资产的“久期”比股票要短。

今年的国内大类资产配置以商品为锚。弱需求格局下的库存周期领先信用周期，企业在相对低迷的需求预期下进行了极致的库存管理，从而商品的价格开始沿着库存逻辑、微观需求逻辑运动。在大类资产配置模型中，商品作为一个与其它资产低相关性的资产类别，继续拆分为单一品种后也面对着不同的产业链逻辑和供需平衡表。以单一商品期货品种视角来看，全市场流动性匮乏对价格的影响相对有限。

以年度视角来看，整体商品在年初复苏证伪后，在年中迎来多项驱动，至今，不同品种已经走出了多轮行情，并未受到内权益市场低迷的显著影响。展望明年，商品大类面对的情景是国内与海外双底的先后触达，海外需求或稍晚于国内需求的触底，基准情景下定位在明年 Q2。因此乐观看，明年可能会迎来内外补库的共振。同时，需要密切关注国内商品整体偏低的库存情况以及供给端的边际变化。

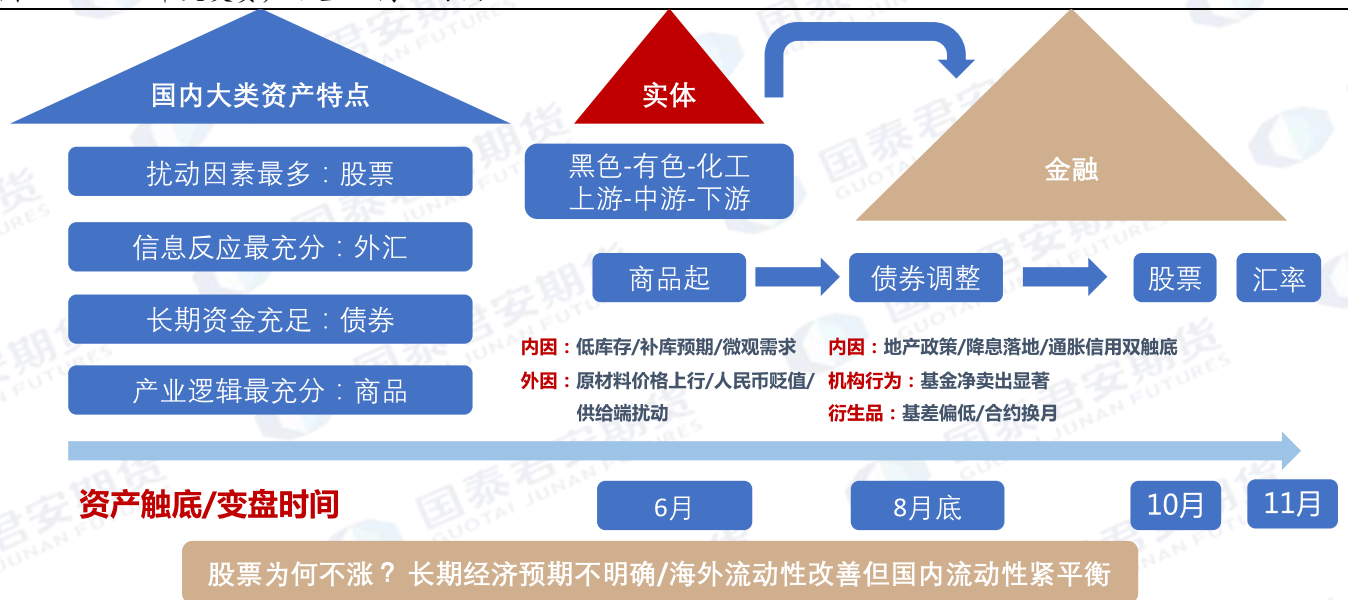
与此同时，传统的实体经济“晴雨表”权益市场表现持续受到海内外流动性、地产行业风险、长期增长路径不清晰的制约，股票在股债性价比模型下的便宜估值无法解决前述问题并构成上涨的驱动。展望明年，着力点仍在政策端。

债市于 8 月非对称降息后，在“认房不认贷”政策以及合约换月期间触及年内高点。临近年末，资金面紧张的环境下收益率曲线异常平坦，同业存单利率持续高于 MLF 利率。近期公布的 11 月通胀数据弱于预期，机构力量在货币政策进一步宽松预期下重回多头主导。常规经验下极为平坦的曲线背后是再陡峭，但长短利率倒挂也可能是未来潜在的风险，尤其在当前货币政策以“稳”为主而财政政策积极发力的背景下。如若政策引导下，复苏链条逐渐打通，那债市可能将迎来为期半年甚至年度的调整。否则，债市的多头趋势或将持续，关注收益

率曲线的变化是否会超预期。

2024 年，策马徐行是谨慎应对，万象更新是乐观期许。

图 48：2023 年大类资产配置以商品为锚



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 49：除 A 股、港股外，全球权益市场风险偏好显著提高

权益市场	A股	上证综合指数	-1.63%	商品	LME铜	3.96%
		深证成指	-3.14%		LME铝	-4.93%
		创业板指数	-3.86%		布伦特原油	-8.10%
	港股	恒生指数	-4.55%		comex黄金	3.30%
		东京日经225指数	4.70%		comex白银	1.41%
	海外	道琼斯工业平均指数	9.67%		铁矿石	6.86%
		标准普尔500指数	9.79%		生猪	-13.06%
		纳斯达克综合指数	2.08%		CME比特币	28.66%
		伦敦富时100指数	3.18%		10年期国债收益率变动 (bp)	-2.00
		巴黎CAC40指数	9.31%		美国10年期国债收益率变动 (bp)	-65.00
		法兰克福DAX指数	3.16%		3年期AA企业债信用利差 (bp)	-14.44
		另类资产				
		固定收益				

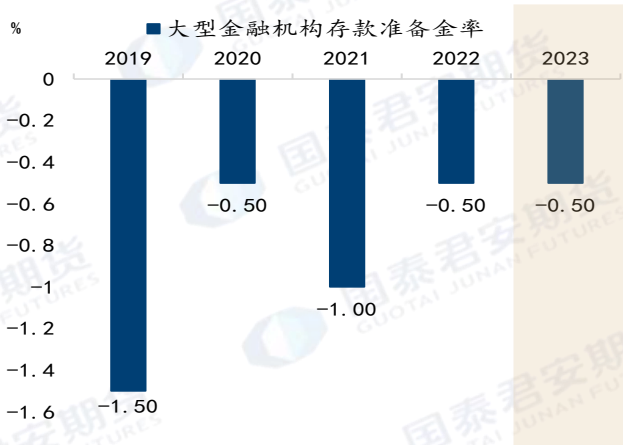
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

3. 政策：导向明确，提量增效

3.1 2023 年：托而不举，底线思维

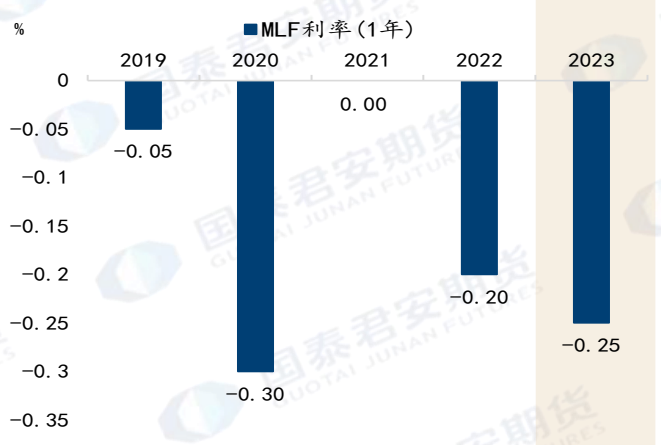
2023 年从政策角度观察，货币政策方面，对比 2022 年，可以看到无论是降准还是降息，力度比 2022 年更大，或至少持平于 2022 年。

图 50：2023 年降准幅度持平于 2022 年



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

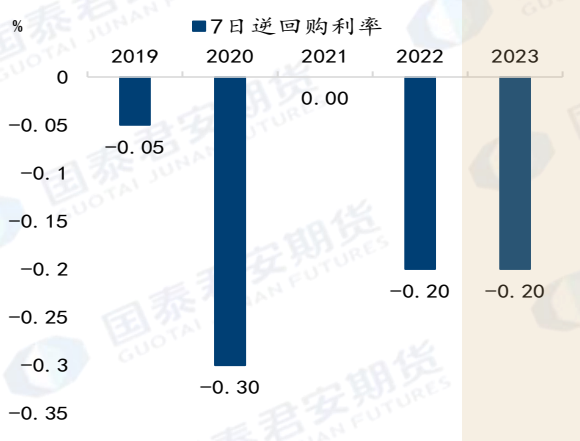
图 51：2023 年 MLF 降息幅度大于 2022 年



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

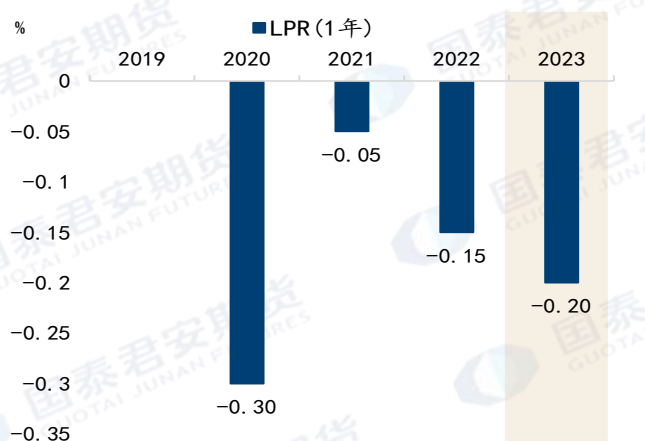
2023 年央行降低存款准备金率两次 (3 月、9 月各一次)。2023 年 6 月以来，7 天逆回购 (6 月、8 月) 下调两次；14 天期逆回购 (9 月) 下调一次；隔夜、7 天、一个月期 SLF 在 6 月、8 月各下调一次；一年期 MLF 在 6 月、8 月各下调一次；一年期 LPR 在 6 月、8 月，5 年期 LPR 在 6 月降息。

图 52：2023 年 7 天逆回购利率降息幅度持平 2022 年



资料来源：国泰君安期货研究

图 53：2023 年 1 年期 LPR 降息幅度大于 2022 年



资料来源：国泰君安期货研究

财政方面，除了四季度中央财政提出万亿特别国债的发行，显示中央政府加杠杆决心以外，对比 2022 年 6 月、8 月两次国常会提出的近万亿级别的政策性银行信贷额度等准财政工具，2023 年财政端并未明显透露出靠前发力迹象。

因此，2023 年政策面整体基调虽然宽松，但依然没有跳脱出“托而不举”的基调，尽量避免需求侧，尤其是房地产方面的强刺激，仅以维持宽松的流动性空间，为地产等旧动能化解风险，降低债务提供良好的外部环境。

3.2 2024 年：边际转向，加量提效

12月8日，政治局会议召开。其中提出的一些关键词，如以进促稳、先立后破，指向政策面对2024年增长问题的重视程度进一步提升。按照政治局会议表述，2024年是新中国成立75周年，也是实施“十四五”规划的关键一年，做好经济工作至关重要。预计对2024年GDP目标的设立，或按照5%左右这一并不容易实现的目标设定。在解决风险方面，统筹做好旧动能的“破”和新动能的“立”，工作方法论上有新的优化。对旧动能的破可能会更加注重节奏，稳妥审慎。结合以进促稳、先立后破提法上看，预计在降低杠杆率、化解债务风险的思路和方法上，更强调以做大经济蛋糕、从而稀释债务风险的解决路径上，而不是单纯压制和扑灭风险。从宏观上来看，虽然对所谓的破“旧”也可能更注重节奏和方式方法，但并不会如市场部分预期的那样会重走刺激地产的老路。在一些工作部署上，会议提到“增强宏观政策取向一致性”、“形成消费和投资相互促进的良性循环”，意味着货币、财政等政策协力做好经济工作的要求提升；挖掘诸如“三大工程”等同时能促进投资和消费循环的项目。

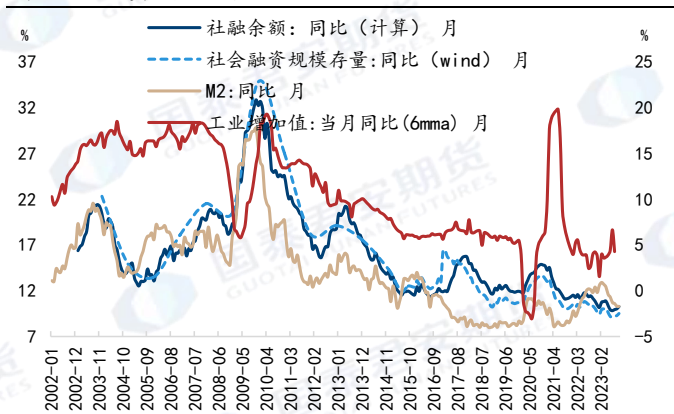
表 1：近一阶段涉及信贷方面的表态

时间	主体	事件/内容
2023/11/22	全国人大对金融工作情况报告的意见和建议	提出我国 M2、M1 增速不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。
2023/11/27	央行三季度货币政策执行报告	对于信贷投放，报告提出，要保持货币信贷总量适度、节奏平稳。着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性。
2023/12/2	新华社专访央行行长	引导金融机构积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率；盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率。

资料来源：公开新闻整理，国泰君安期货研究

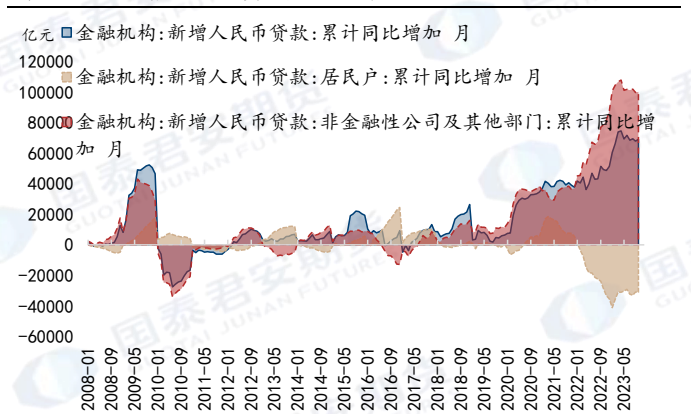
预计 2024 年融资方面，受整体经济形势稳健，居民中长贷触底支持，信用扩张温和复苏支撑，同时在政策端防空转，平滑信贷和盘活存量贷款要求下，预计全年信贷平稳小幅增长，节奏更趋平稳。预计 2024 年社融口径信贷增长 24 万亿，较 2023 年多增 1 万亿左右。

图 54：融资增速或已触底



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 55：居民户是信贷增长主要拖累



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。