

全球宏观与大类资产 2024 年展望

全球经济放缓与货币政策转向之际的大类资产配置机会

超配

核心观点

全球经济放缓，核心通胀压力犹存。2023 年全球经济增长放缓至 3%，其中亚洲新兴经济体增长强劲，发达经济体增长疲软。预计 2024 年全球增速将继续小幅放缓，工业生产维持疲软，服务业消费对经济的支撑动能减弱。全球通胀预计持续回落，但核心通胀压力仍然存在。此外，2024 全球迎来超级大选年，需警惕各国政策和地缘政治风险的变化。

美国经济软着陆成为基础假设。美国经济当前面临放缓，短期内通胀将继续回落，但需警惕能源价格波动和房租带来的通胀反弹风险。美国大选年财政赤字易上难下，政府债务持续攀升，高利率下政府付息压力将增大，主权信用水平恶化。美联储有望二季度开启降息，利好风险资产。

欧元区在高利率影响下经济震荡筑底。欧元区今年经济实际衰退程度好于预期。然而能源危机和制造业危机尚未完全解决，高利率对经济增长的抑制作用仍在持续，通胀快速回落叠加经济增速已处于磨底阶段，预计欧央行最早将于明年二季度末开始降息。

日本经济正常化趋势值得关注。日本经济在经历低利率、低通胀、低增长时代后，今年出现经济增速和通胀均向上发展的态势，带动消费改善和企业盈利增加，形成正向循环。展望明年，日本经济和货币政策正常化趋势值得关注，日央行有望于二季度退出 YCC 政策，3 月春斗谈判结果将成为关键因素。

美债：黄金配置窗口期，中资美元债优选投资级短久期债券。美债利率预测模型显示不同情形下未来 1 年内 10 年期美债利率有望下行至 3.3%-3.8%，利率下行期间美国国债和投资级公司债均有更好的回报表现，建议优先配置美国国债以及收益率较高且信用资质较好的美国投资级企业债。中资美元债建议优选估值处于绝对高位，受益于国内经济复苏、利差有收窄空间的短久期投资级债券，可逢高拉长久期。

美股：货币政策转向之际或面临震荡。美联储的货币政策转向和净流动性的消耗对冲了缩表的影响，助推了年末美股的上涨。预计美联储将在明年二季度开始降息并停止缩表。综合市场一致预期和风险溢价模型测算，我们预计 2024 年标普 500 运行区间为 4100-5200 点。

港股：有望迎来估值和基本面共振。随着政策刺激的加码，以及海外确定性的利率下行，港股的流动性和基本面已经在复苏的路上。恒生指数，恒生科技、汽车、消费行业前瞻业绩的上修已经证明了这一点。我们预计 2024 年恒指运行在 16000-23000 点之间，维持超配评级。

商品：原油预计区间震荡，看好黄金的中长期配置价值。全球经济放缓带来需求减弱，但供应端因减产和地缘冲突存在扰动，预计明年原油价格或在 70-90 美元间震荡。黄金具有商品、金融和货币多重属性，各国央行购金量增加，对金价有推力且美元触顶和实际利率下行对黄金有利，建议保持超配。

加密货币：减半日临近叠加美联储降息周期，比特币有望进一步上行。

风险提示：能源价格波动引发通胀反弹的风险；地缘政治风险；美国经济超预期风险；美联储货币政策的不确定性；美国大选年财政政策的不确定性；极端情形下的海外资产没收风险；加密货币资产的价格波动风险、法律监管风险。

行业研究 · 海外市场专题

全球大类资产

超配 · 维持评级

证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

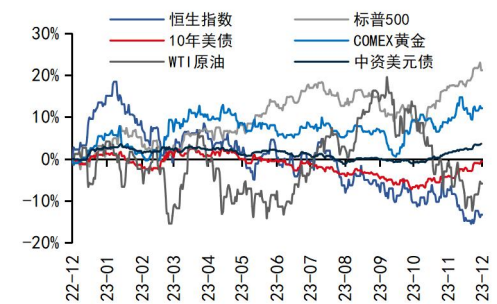
证券分析师：徐祯霆

010-88005494

xuzhenting@guosen.com.cn

S0980522060001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《港股 2024 年投资策略-从周期错位到共振，港股开启希望之旅》——2023-12-18

《港股市场速览-回升趋势初现，重点关注成交量》——2023-12-17

《港股 ROE 量化投资策略（四）-攻守兼备的低价蓝筹股投资攻略》——2023-12-13

《港股市场速览-风险溢价模型维持港股强烈抄底信号》——2023-12-10

《海外市场速览-港股风险溢价模型发出强烈抄底信号》——2023-12-03

内容目录

全球宏观经济展望	6
全球经济放缓，核心通胀压力犹存，警惕地缘政治风险	6
美国：经济软着陆成为基础假设	8
欧元区：高利率影响下经济震荡筑底	17
日本：经济正常化趋势值得关注	20
全球大类资产展望	23
美元债：美债处于黄金配置窗口期，中资美元债建议关注投资级短久期债券	23
美股：货币政策转向之际美股或面临震荡	26
港股：流动性改善和政策持续加码有望带动估值和基本面共振	30
商品：原油预计区间震荡，看好黄金的中长期配置价值	34
加密货币：减半临近叠加降息周期，比特币有望进一步上行	37
风险提示	39

图表目录

图 1: IMF 全球 GDP 同比增速预测	6
图 2: IMF 全球 CPI 同比增速预测	7
图 3: 全球地缘政治风险指数	7
图 4: 美国经济意外指数与 10 年期美债利率	8
图 5: 美债期限利差倒挂与美国经济衰退时期	8
图 6: 商业银行各类型贷款同比增速 (%)	9
图 7: 小型工商企业信贷压力最大	9
图 8: 美国居民超额储蓄走势 (经核心 PCE 调整)	9
图 9: 美国实际 GDP 同比增速各分项贡献拆分	10
图 10: 非制造业 PMI	10
图 11: 失业率	10
图 12: 美国 CPI 与核心 CPI 同比走势	11
图 13: 原油价格波动率加大	11
图 14: 美国 20 个大中城市标准普尔/GS 房价指数同比企稳回升	12
图 15: 美国 CPI 房租分项与核心服务环比反弹	12
图 16: 美国联邦政府债务率预测	12
图 17: 美国国债年度净发行量创历史第二高	12
图 18: 美国联邦政府赤字率预计长期上行	13
图 19: 美国国债拍卖倍数走低	13
图 20: 美国大选年财政赤字率变化 (负值代表赤字扩大)	14
图 21: 美国大选年政府负债率变化	14
图 22: 三位控制了赤字率的美国总统在执政第三年时期的支持率 (对比拜登政府)	14
图 23: 美债月度发行规模略滞后于财政赤字	15
图 24: 美债余额/GDP	15
图 25: 美国 1 年期、5 年期和 10 年期 CDS 走势	15
图 26: 美联储对于美国实际 GDP 同比增速的预测	16
图 27: 美联储对于美国失业率的预测	16
图 28: 美联储对于美国核心 PCE 同比增速的预测	16
图 29: 美联储对于联邦基金目标利率中值的预测	16
图 30: CME 美联储观察加息概率矩阵 (蓝色代表基础假设)	17
图 31: 联邦基金利率期货隐含的美联储未来降息路径	17
图 32: 欧洲电力价格回落至冲突爆发前水平	18
图 33: 欧洲工业产能利用率和生产指数仍在下滑	18
图 34: 欧央行开启加息时点晚于美联储	18
图 35: 欧洲银行信贷规模同比增速仍在下滑	19
图 36: 欧元区 CPI 同比增速回落快于美国	19
图 37: 欧元区信心指数下半年再度走弱	19

图 38: 欧元区实际工资收入增速在 23Q2 才回正	19
图 39: 隔夜指数掉期隐含的欧央行未来降息路径	20
图 40: 欧元区主要经济体经济增速预期	20
图 41: 美日利差和美元兑日元汇率自 22 年美联储加息以来相关性较高	20
图 42: 日本 CPI 与 PPI 走势	20
图 43: 日本零售销售额同比持续增长	21
图 44: 日本企业收入和雇员薪资同比增长	21
图 45: 日本经济有望走向正常化	21
图 46: 日本年度实际 GDP 增长率预测	22
图 47: 日本季度实际 GDP 增长率预测	22
图 48: 隔夜指数掉期隐含的日央行未来降息路径	22
图 49: 日元汇率在触及 150 关口后回落, 日美套利指数回落	22
图 50: 2022H2 以来美债利率走势	23
图 51: 10 年期美债利率拟合模型	23
图 52: 10 年期美债利率预测结果	24
图 53: 美债 ETF 近 3 年资金流入规模 (百万美元)	25
图 54: 10 年期美债利率见顶后不同时间内的美国各类型债券回报表现 (1994 至今)	26
图 55: 标普 500 回购金额	27
图 56: 标普 500 回购金额的同比变化	27
图 57: 美国市场净流动性 (十亿美元)	27
图 58: RRP 账户 (十亿美元)	27
图 59: TGA 账户 (十亿美元)	28
图 60: 美国货币市场基金规模	28
图 61: 标普 500 的估值	29
图 62: 标普 500 的风险溢价	29
图 63: 2023 年以来港股与主要指数表现	30
图 64: 恒生指数 EPS 展望较年初分析师预期高出 6.5%	31
图 65: 恒生科技指数 EPS 展望较年初分析师预期高出 41%	31
图 66: 恒生指数 PE	31
图 67: 港股通资金买入情况	32
图 68: 恒生指数的风险溢价	33
图 69: 原油期货结算价格	34
图 70: 原油价格同比	34
图 71: 美国战略原油储备持续下降	34
图 72: 美国页岩探区已开钻但未完钻数量	34
图 73: 美国能源设施和资源分布地图	35
图 74: 美国各州大选民调地图	35
图 75: 黄金多重属性和主要影响因素	36
图 76: 实际利率变化与黄金价格走势 (% , 美元/盎司)	36
图 77: 中国官方黄金储备持续攀升	37
图 78: 美元指数与黄金价格	37

图 79: 美元实际有效汇率见顶 12 个月后的黄金表现 (基于 1969 年至 2022 年 12 月之间的月度数据)	37
图 80: 比特币前三次减半事件后价格涨幅	38
图 81: 比特币价格走势与实际利率负相关	39
表 1: 美国宏观经济的市场预期 (按季度)	11
表 2: 美国选举年的财政赤字率与政府负债率变化	13
表 3: 美国主权评级概况	14
表 4: 不同情形组合下的 10 年美债利率预测结果	24
表 5: 标普 500 的盈利预测	28
表 6: 恒生指数的预期	32

全球宏观经济展望

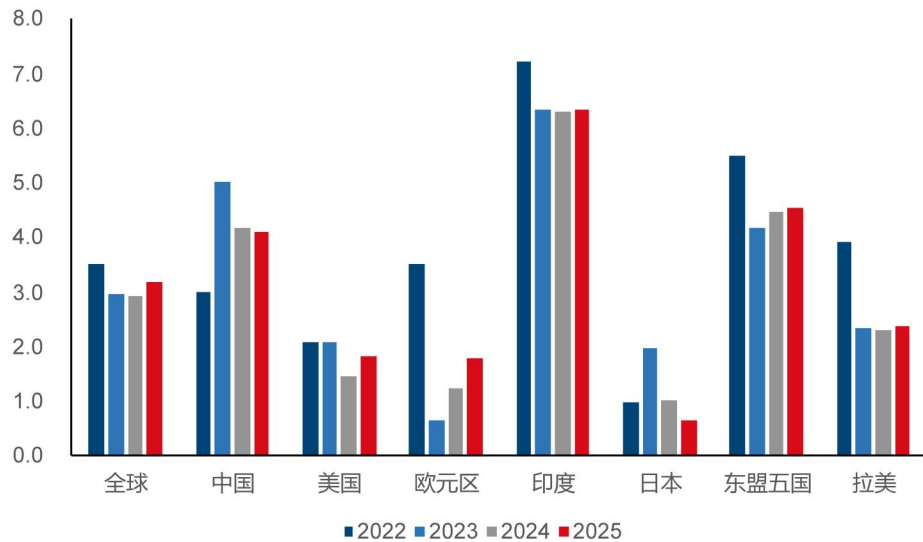
全球经济放缓，核心通胀压力犹存，警惕地缘政治风险

全球经济增长预期较年初有所上升，尽管仍呈现放缓迹象。具体而言，亚洲新兴经济体的增长表现普遍强劲，而相对而言，欧元区和美国的经济增长相对较弱。

根据国际货币基金组织（IMF）于10月10日发布的数据，2023年的全球经济增长预期已经上调至3.0%，较4月的预测值高出0.2个百分点，较2022年的3.5%下降了0.5个百分点。然而，在逆全球化的背景下，全球经济相对于疫情前的2000年至2019年年均增长率3.8%依然显示出降速迹象。横向对比来看，亚洲新兴经济体的增长表现令人瞩目，增长率有望升至5.2%。与之相对，发达经济体由于货币政策收紧开始产生负面影响，以及成本高企和下游需求低迷导致的制造业疲弱抵消了服务业活动的增长，依然扮演着一定的拖累角色。展望2024年，预计全球经济增速将继续放缓，工业生产将表现疲软，服务业消费对发达经济体的支持作用将有所减弱。

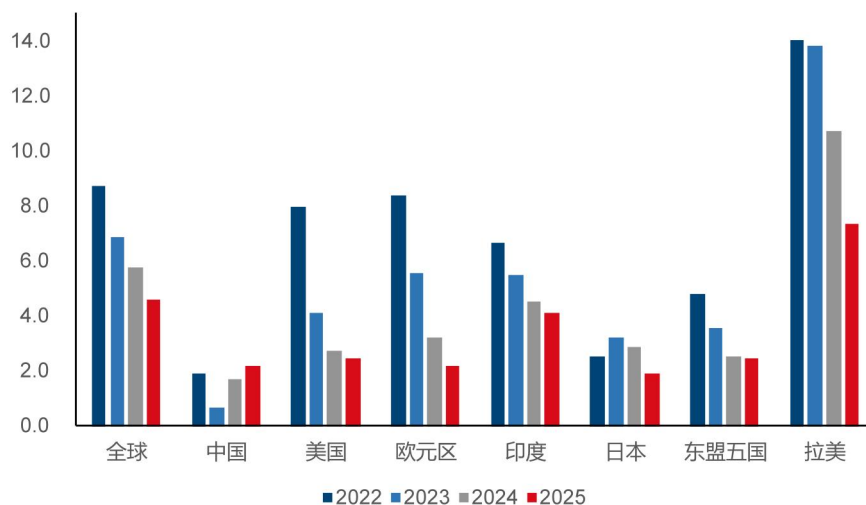
在通胀方面，IMF的预测显示，全球通胀将从2022年的8.7%下降至2023年的6.9%和2024年的5.8%。这一下降主要源于货币政策的收紧以及国际大宗商品价格的回落。然而需要注意的是，核心通胀压力仍然存在，主要是由于总体通胀向核心通胀的传导效应、企业利润保持较高水平以及劳动力市场紧张等原因，预计核心通胀将从2022年的6.5%缓慢下降至2023年的6.0%，大多数国家的通胀预计要到2025年才能回到目标水平。

图1：IMF 全球 GDP 同比增速预测



资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

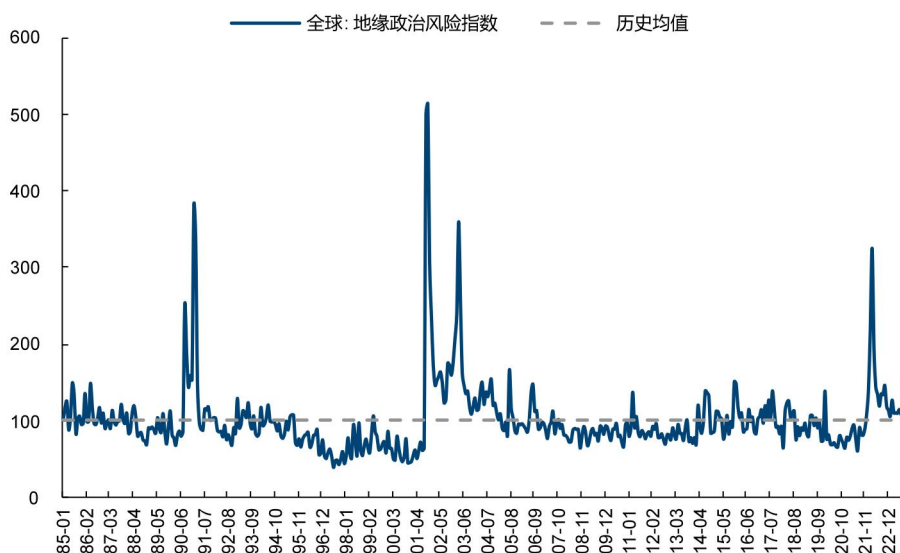
图2: IMF 全球 CPI 同比增速预测



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

政局变化和地缘政治冲突在 2024 年仍将是潜在风险。中美战略竞争长期化、俄乌冲突陷入拉锯战、巴以冲突尚未有妥善解决迹象, 近期红海局势更造成地缘紧张加剧, 地缘政治风险指数在近两年都居于高位, 显著超过历史均值。展望 2024 年, 全球将迎来“超级大选年”, 包括美国、印度、英国在内将有超过 40 个国家和地区将举行大选, 合计人口和 GDP 约占全球四成。

图3: 全球地缘政治风险指数



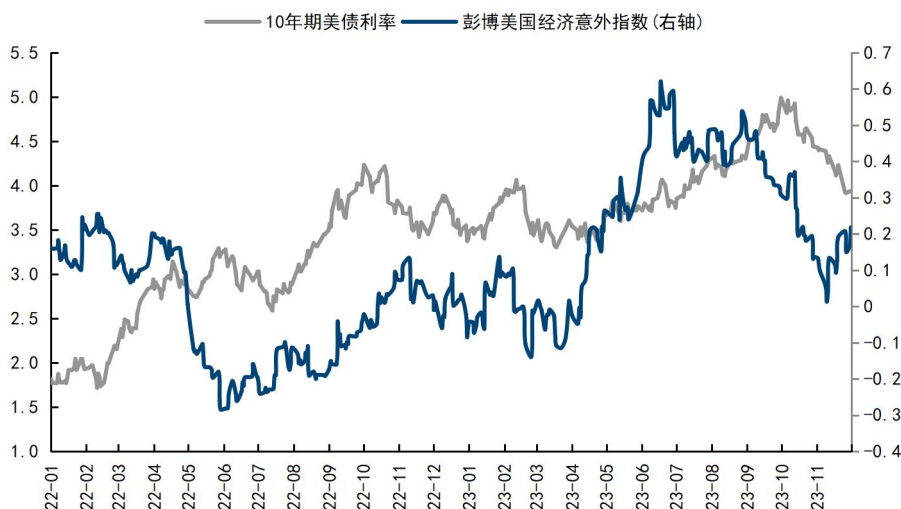
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

美国：经济软着陆成为基础假设

1. 经济已然放缓但衰退仍遥远

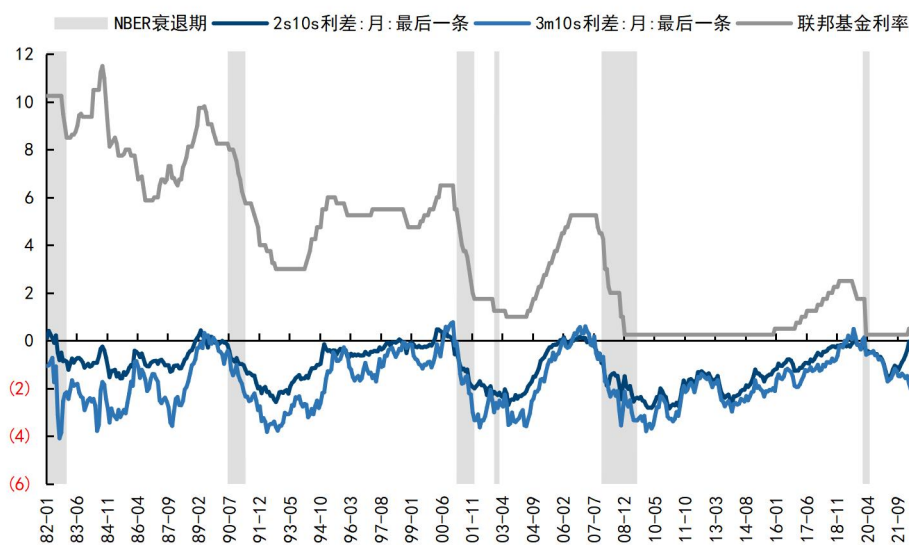
关于美国的经济指标，今年多数时间都保持超越市场预期的强势，综合了各项经济数据与市场预期的差值的彭博经济意外指数自年初起即开始震荡上行，且加速上行的时点往往与美债利率变动节奏一致，而这一指标在8月份开始有走弱的迹象，这意味着经济数据超预期的幅度在逐渐收敛。此外，作为预告经济衰退的可靠信号之一——期限利差倒挂幅度的快速收敛也预示了经济放缓的临近。

图4: 美国经济意外指数与10年期美债利率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图5: 美债期限利差倒挂与美国经济衰退时期



资料来源：Wind，NBER，国信证券经济研究所整理

其他宏观指标方面，美国信贷环境收紧正在给房地产市场、投资和经济活动带来

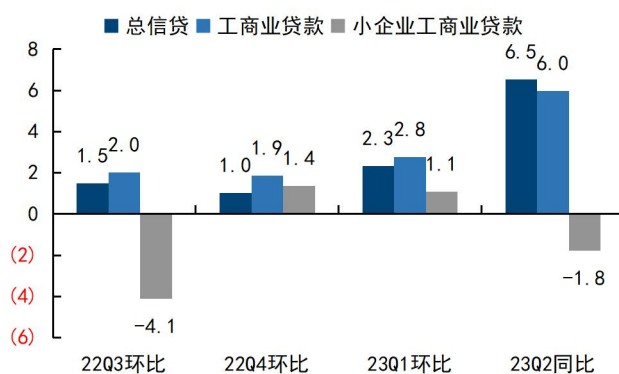
压力，商业银行各类信贷增速在高利率环境下出现不同幅度的回落，其中房贷增速自年初开始回落，消费贷款自去年三季度开始放缓，企业贷款高点出现在去年年末，当前增速已转负，其中小企业信贷压力最大。

图6: 商业银行各类型贷款同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

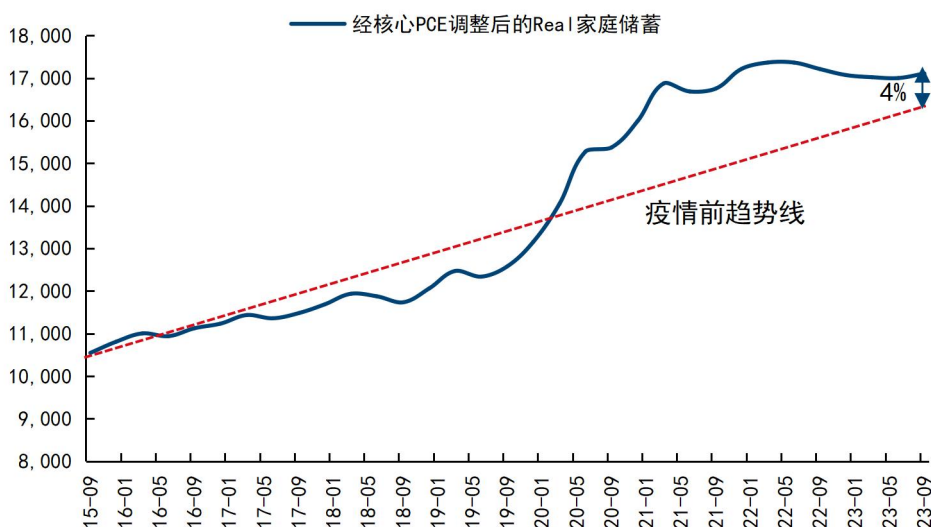
图7: 小型工商企业信贷压力最大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从支撑美国居民消费能力的超额储蓄来看，经通胀调整后的真实家庭储蓄在 22 年初到达高点，经过 1 年多的不断消耗，截至三季度末仍高出疫情前的趋势增长水平约 4%，未来对于居民消费的支撑或将回归常态增长水平。

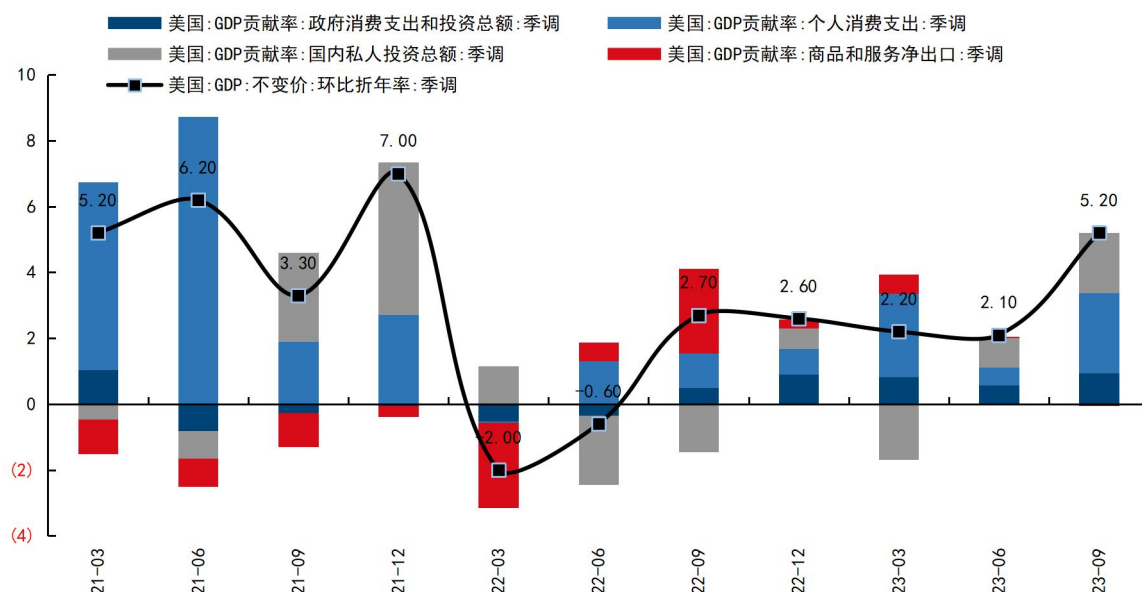
图8: 美国居民超额储蓄走势 (经核心 PCE 调整)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

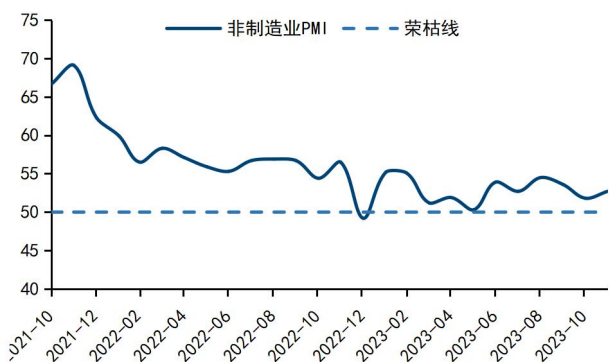
而另一方面，体现经济不那么差的指标也有不少：第三季度的实际 GDP 同比增长 5.2%，为近两年来最高单季度增长水平；非制造业 PMI 始终保持在 50 荣枯线以上；同时，失业率也没有明显抬头。

图9: 美国实际 GDP 同比增速各分项贡献拆分



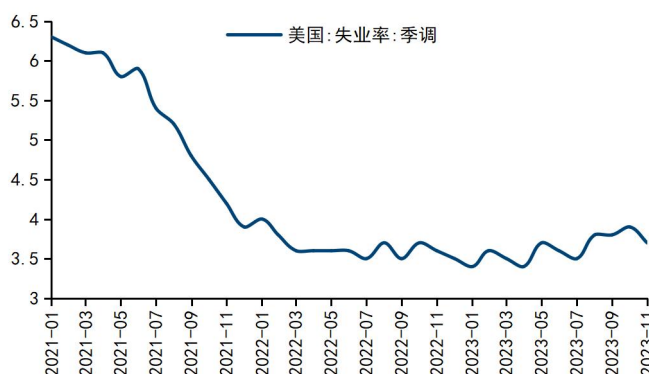
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 非制造业 PMI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 失业率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市场预期来看, 目前彭博市场一致预期 2024 年三季度为全年经济增速的低点, 但依然能达到 0.6% 的软着陆水平。失业率则会在 2023 年四季度和 2024 年一季度看到一个明显的上升, 在 2024 年三季度达到 4.4% 顶点。

表1: 美国宏观经济的市场预期 (按季度)

	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25
实际 GDP (同比%)	2.40	3.00	2.50	2.00	1.50	0.60	0.70	1.20	1.50
实际 GDP(经季调季环比折年率)	2.10	5.20	1.10	0.40	0.40	1.00	1.60	1.80	1.90
CPI (同比%)	4.00	3.50	3.20	3.00	2.80	2.60	2.40	2.30	2.20
PCE 价指 (同比%)	3.90	3.40	3.10	2.70	2.60	2.50	2.30	2.20	2.10
核心 PCE (同比%)	4.60	3.90	3.50	3.00	2.70	2.60	2.50	2.40	2.30
非农业就业人数 (千)	201	165	125	50	27	58	76	80	100
失业率	3.60	3.70	3.90	4.10	4.20	4.40	4.40	4.40	4.40
央行利率 (%)	5.25	5.50	5.50	5.45	5.20	4.85	4.45	4.00	3.70
2 年期债券 (%)	4.90	5.05	4.90	4.67	4.36	4.05	3.79	3.60	3.46
10 年期债券 (%)	3.84	4.57	4.54	4.33	4.19	4.03	3.91	3.83	3.79

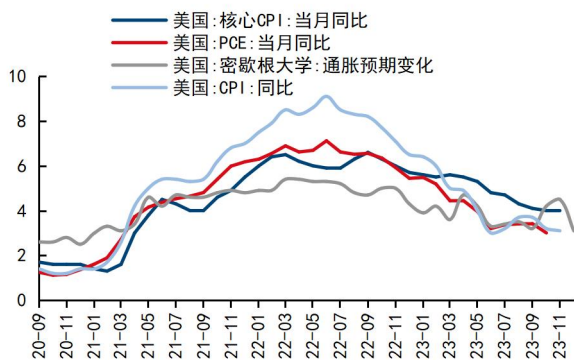
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 目前的美国经济状况是: 由于紧缩货币政策的滞后性和宽松财政政策的支持, 经济环比在慢慢走弱, 但是距离衰退的程度仍然遥远, 明年经济软着陆依然是基础假设。

短期通胀继续回落, 但需警惕能源价格波动和房租带来的通胀反弹风险

美国整体通胀与能源价格波动相关性较高。在今年 6 月通胀增速回落至低点后, 在夏季原油价格回升的带动下有所反弹, 叠加 OPEC+ 减产、中东地缘冲突对原油供应造成持续扰动, 导致三季度 CPI 数据高于市场预期。从能源价格来看, 近期油价的快速下行反映了季节性因素和明年放缓的全球经济对原油需求的抑制, 也带动了美国通胀的持续回落。但需要警惕的是, 供应端 OPEC+ 的进一步减产计划和中东地缘冲突扩大的可能性仍暗藏了潜在的通胀反弹风险, 需要密切观察。

图12: 美国 CPI 与核心 CPI 同比走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 原油价格波动率加大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

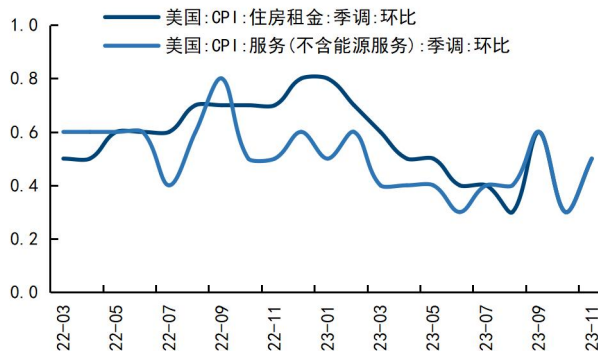
此外, 房租是今年下半年以来核心服务环比涨幅扩大的主要原因, 也是当前核心服务难以回落的主要障碍。美国房价自二季度起企稳回升, 历史上一般领先房价 1-1.5 年左右, 明年三季度起或进一步推升房租, 加大核心通胀粘性。

图14: 美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比企稳回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 美国 CPI 房租分项与核心服务环比反弹

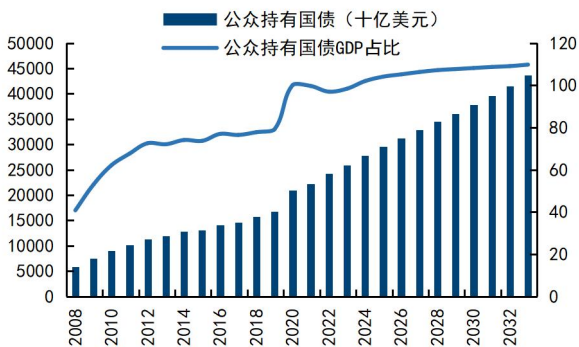


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2. 财政赤字易上难下

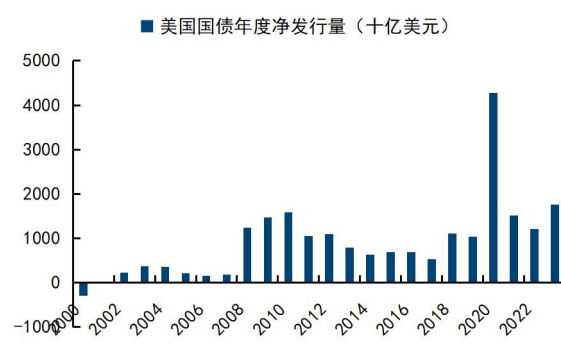
宽财政政策下，美国国债供应大幅增加，并且未来都将维持在高位。根据美国财政部公布的发债融资计划，第三季度的发债规模高达 1.007 万亿美元，远超五月市场预测的 7330 亿美元，四季度发行量将环比回落，但也有 8520 亿美元。年初以来美债净发行量达到 17600 亿美元，已创下有记录以来的第二高，仅低于 2020 年 QE 期间创纪录的 42800 亿美元国债净发行量。

图16: 美国联邦政府债务率预测



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

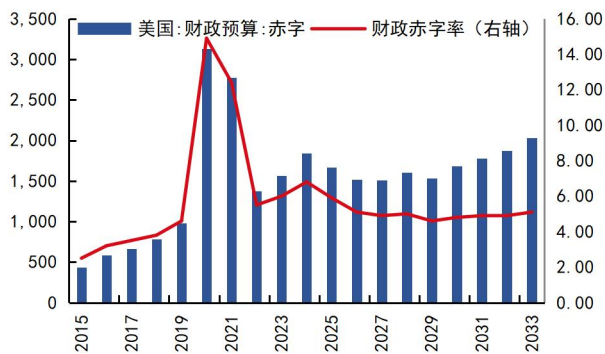
图17: 美国国债年度净发行量创历史第二高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

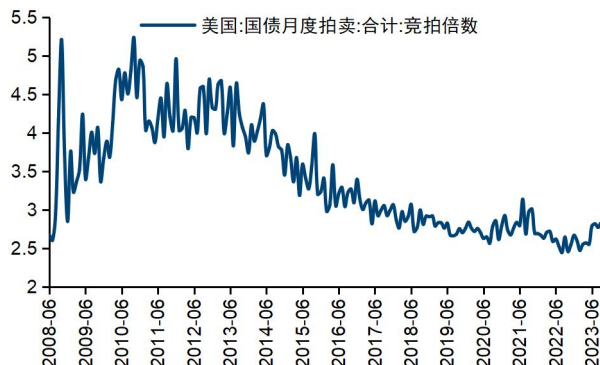
美国财政部增加国债发行主要是由于财政压力加大，而往后来看，伴随美国经济的边际下行，财政收入预计将进一步减少，而利息支出和其他开支压力仍在增加，根据美国国会预算办公室预测，美国财政赤字率将长期保持高位，未来 10 年间联邦政府赤字率基本位于-5%至-6%区间，远高于疫情前的平均水平。美国财政赤字的长期恶化将进一步增大美债供给压力，在需求较弱的情况下加剧长端美债供需错配的矛盾。尽管从违约风险来看，美债违约可能性极低，但供需失衡的压力会放大估值波动。

图18: 美国联邦政府赤字率预计长期上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 美国国债拍卖倍数走低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

美国大选年财政赤字易上难下。2024 年是美国总统大选年,我们对比历史,从 1968 年以来,大选年财政赤字很难控制(因为扩大赤字有利于选民的支持),赤字率平均较前一年扩大 0.1 个百分点,比前三年均值扩大 0.7 个百分点,而政府的负债率也是有一定程度的上升。

表2: 美国选举年的财政赤字率与政府负债率变化

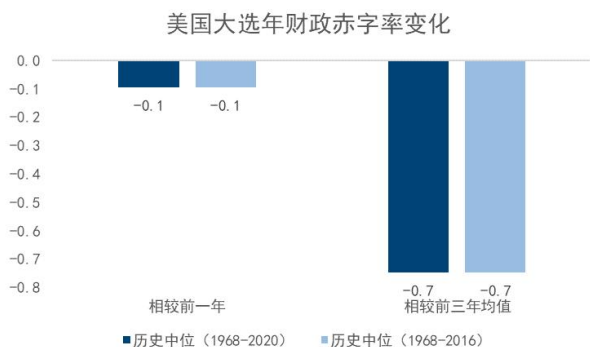
美国总统选举年	赤字率 (%)	相较前一年 (ppt)	相较前三年均值 (ppt)	政府负债率 (%)	相较前一年 (ppt)	相较前三年均值 (ppt)
1968	-2.8	-1.8	-2.2	32.3	0.4	-1.9
1972	-1.9	0.1	-1.3	26.5	-0.6	-1.0
1976	-4.1	-0.8	-2.5	26.7	2.2	2.4
1980	-2.6	-1.1	-0.4	25.5	0.5	-0.8
1984	-4.7	1.2	-0.6	33.1	0.9	4.7
1988	-3.0	0.1	1.3	39.9	0.3	2.1
1992	-4.5	-0.1	-0.9	46.8	2.6	5.3
1996	-1.4	0.8	1.6	47.0	-0.7	-0.9
2000	2.3	1.0	1.7	33.7	-4.6	-7.8
2004	-3.4	-0.1	-2.2	35.7	1.0	2.7
2008	-3.1	-2.0	-1.3	39.2	4.0	3.8
2012	-6.7	1.7	2.3	70.0	4.5	10.6
2016	-3.2	-0.7	0.0	76.4	3.9	3.8
2020	-14.9	-10.2	-10.9	99.8	20.4	22.1
历史中位 (1968-2020)	-3.9	-0.1	-0.7	45.2	1.0	2.6
历史中位 (1968-2016)	-3.0	-0.1	-0.7	41.0	1.0	2.6

资料来源: BEA, 国信证券经济研究所整理 (赤字率负值代表赤字, 故而相较前一年负值, 代表赤字恶化, 正值代表好转)

唯有三个反例, 大选年赤字出现了明显的下降, 1984 年的总统里根、1996/2000 年的总统克林顿、2012 年的总统奥巴马。

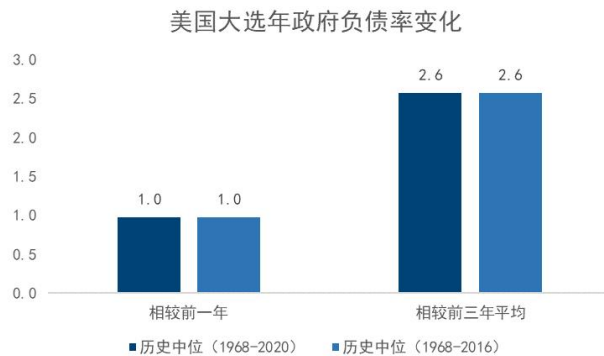
这几个案例有个共性, 就是他们在选举年中, 其支持率都比较高 (其中两位超过 50%, 还有奥巴马为 45%), 使得他们可以放开选举的干扰而相对客观处理财政政策。例如克林顿总统是在任期加大税收, 保持了在其任期内政府赤字率持续走低。

图20: 美国大选年财政赤字率变化 (负值代表赤字扩大)



资料来源: BEA, 国信证券经济研究所整理

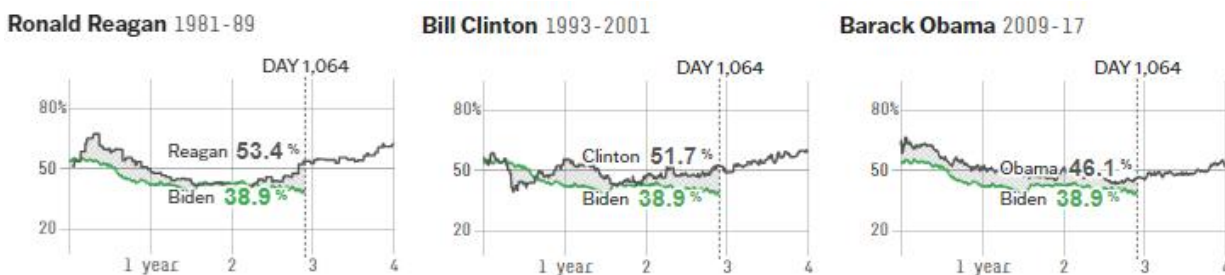
图21: 美国大选年政府负债率变化



资料来源: BEA, 国信证券经济研究所整理

目前拜登政府的支持率为 38.6%，跌落至任内较低水平，在这样的背景下，很难期望民主党政府在 2024 年能够有效控制赤字率。因为无论是增加税收或者减少国防、医疗、社会保障预算，都有可能减少相关受益方的选票/资金支持。

图22: 三位控制了赤字率的美国总统在执政第三年时期的支持率 (对比拜登政府)



资料来源: fivethirtyeight, 国信证券经济研究所整理

3. 主权信用水平下降

惠誉在 8 月份下调美国主权信用评级至 AA+ 时，将其归咎于“治理标准的持续恶化”。这一降级决定是因为对美国政府的治理能力和政策的担忧而做出的，尤其是在财政政策和债务管理方面，这引发了投资者对美债违约的担忧。此次是惠誉自 1994 年首次发布美国信用评级以来第一次对该国的评级下调。11 月，穆迪作为唯一对美国保留 AAA 主权信用级别的大型评级机构，也对美国主权评级下调了展望至负面。

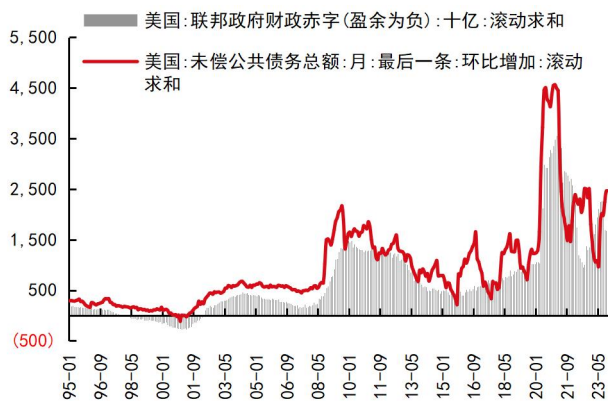
表3: 美国主权评级概况

评级机构	主权评级/展望	最近调整日期
穆迪	Aaa/负面	2023/11/10
标普	AA+/稳定	2011/8/5
惠誉	AA+/稳定	2023/8/1

资料来源: 穆迪, 标普, 惠誉, 国信证券经济研究所整理

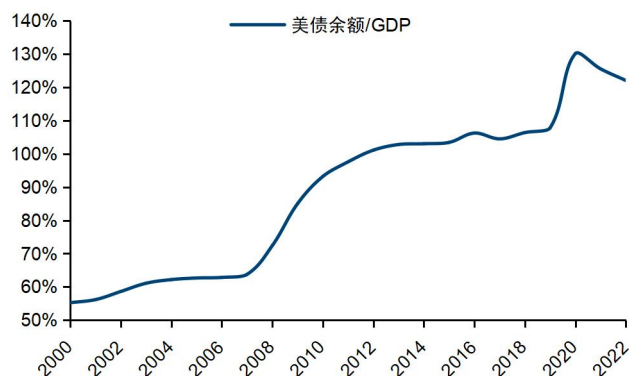
截至 2023 年 12 月下旬，未偿付美债余额已经超过了 33.8 万亿美元，超过了 GDP 的 130%，在 2000 年，该数字仅为 5.6 万亿，占 GDP 的 55%。

图23: 美债月度发行规模略滞后于财政赤字



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 美债余额/GDP



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从美国中长期主权债的信用违约互换 (CDS) 价格可以看出, 在今年美债上限危机前夕, 围绕债务上限的政治戏码轮番上演, 美债违约风险急剧上升。而近期我们再次看到了投资者对美国政府的信用质量担忧的上升。预计随着 2024 年大选年的临近, 两党的博弈将日益加剧, 政治稳定性将再次受到考验。

图25: 美国 1 年期、5 年期和 10 年期 CDS 走势



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

4. 美联储开启转向

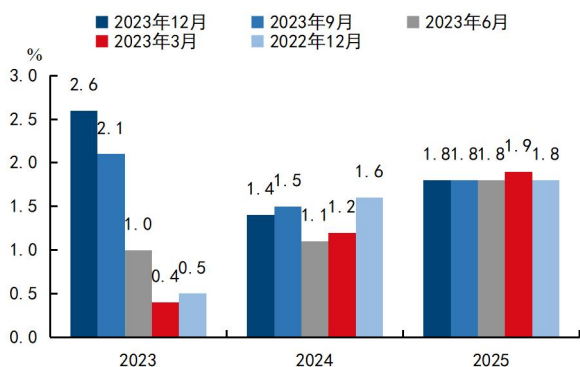
在 12 月的 FOMC 会议上, 美联储的会后声明释放了鸽派信号, 认为未来再次加息可能性很小, 同时开始讨论降息开启的时间。此外, 在点阵图和季度经济展望中美联储上调了今年的 GDP 预期增速分别至 2.6%, 小幅下调了明年的 GDP 预期增速至 1.4; 维持了失业率在明后年将保持在 4.1% 的预期; 大幅下调了明后年的通胀预期 (24-25 年核心 PCE 同比分别降至 2.4% 和 2.1%, 2026 年降至 2.0%); 以及

下调了 24-25 年的联邦基金目标利率中值至 4.6%和 3.6%，26 年降至 2.9%，这对应了 24 年的降息次数将达到 3 次，幅度达到 75bp。

美联储在年内最后一次 FOMC 上的表态以及经济展望数据宣告了美联储本轮加息周期的正式结束，美联储认为在抗通胀的道路上取得了明显进展，通胀放缓的速度超过他们的预期，并且经济未遭到显著冲击（失业率依旧保持低位、经济增长超出中枢水平），而考虑到货币政策对实体经济的滞后作用，在通胀真正到达 2% 的长期目标前，美联储就将开始逐步降低政策利率以避免经济陷入衰退。

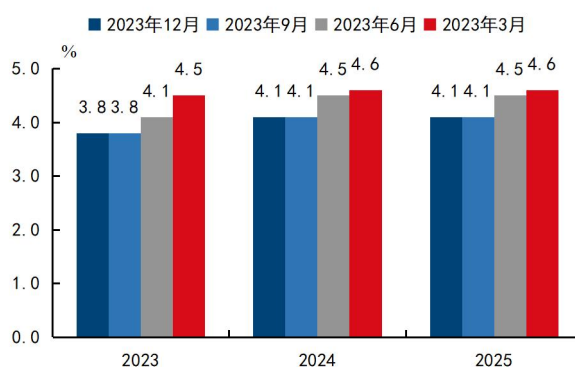
值得关注的是，本次降息周期的开始与历史的不同之处在于，这次美联储的转向并没有以市场大跌或者经济出现衰退作为前提，相反的是，市场提前一个多月“抢跑”了降息预期，原本市场与美联储对未来政策利率路径的分歧以美联储向市场靠拢而逐步收敛。

图26: 美联储对于美国实际 GDP 同比增速的预测



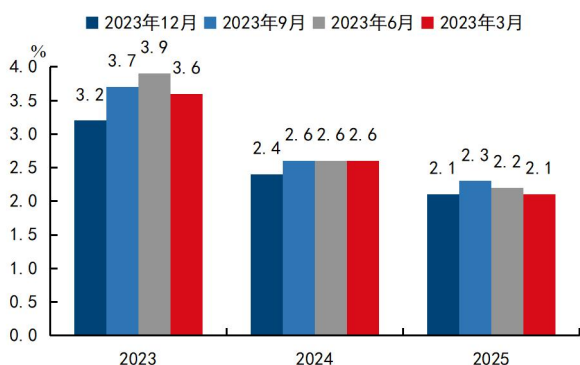
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 美联储对于美国失业率的预测



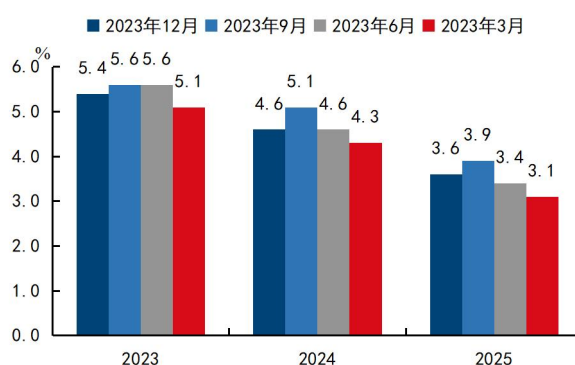
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 美联储对于美国核心 PCE 同比增速的预测



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 美联储对于联邦基金目标利率中值的预测



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

截至 12 月 20 日，联邦基金利率期货市场隐含的美联储 2024 年降息次数高达 6 次，降息幅度达 150bp，这与美联储预期的 3 次共 75bp 依然差距较大，未来基于预期差的博弈空间依然较大。

展望明年的降息路径，我们认为依然要取决于通胀水平、劳动力市场以及流动性

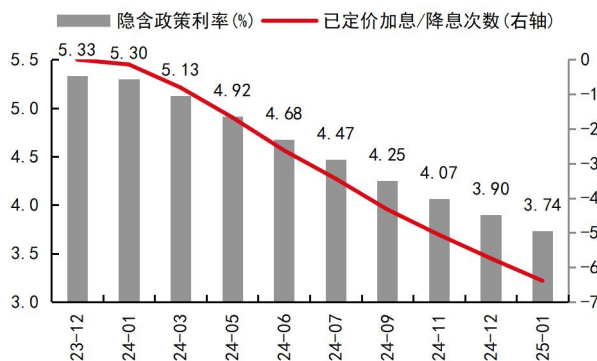
的边际变化情况，同时资产价格的变化和市场的预期也对美联储的决策起到影响作用，若经济本身未出现大幅放缓，而美股和美债在降息交易的助推上再度大幅上行，市场流动性不仅没有枯竭，反而吸引大量资金进场，这将会抑制美联储开启降息的动力。

图30: CME 美联储观察加息概率矩阵 (蓝色代表基础假设)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	69.0%	23.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	63.9%	27.1%	2.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	7.9%	63.3%	26.7%	1.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	6.7%	54.8%	32.3%	5.7%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	5.9%	49.1%	35.0%	8.9%	0.9%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	3.7%	32.9%	40.3%	18.7%	3.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.9%	26.0%	38.6%	23.8%	7.4%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 国信证券经济研究所整理

图31: 联邦基金利率期货隐含的美联储未来降息路径



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

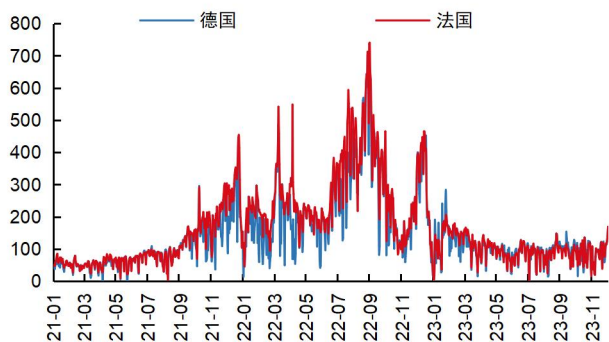
欧元区：高利率影响下经济震荡筑底

回顾 2023 年，欧洲在俄乌冲突带来的经济冲击和能源供应危机缓解的利好下，经济实际衰退程度好于市场在去年年末的预期。展望 2024 年，我们认为欧元区经济将在高利率影响下震荡筑底，且面临着几个重要的问题。

首先，能源危机和制造业危机解决了吗？

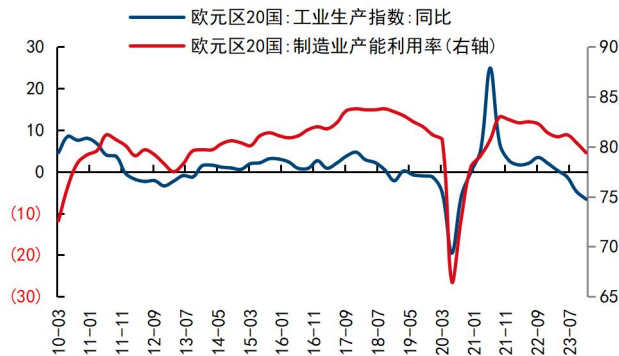
由于欧洲的能源大部分依赖于进口，能源价格的波动在 2022 年对欧洲工业生产产生了重大影响，大批能源密集型产业从德国、法国等工业强国撤离。即使当前欧洲的天然气、电力等能源价格目前已大幅回落至俄乌战争爆发前水平，但对于外部能源的依赖和内部各国对于能源转型方案的分歧使得未来能源供应的稳定性依然充满不确定性。短期来看，工业产能的损失依然难以恢复，而且鉴于对能源供应稳定性的担忧以及高利率对融资成本的限制，制造业企业在欧洲投资意愿依然较低。因此，欧洲的能源危机可以认为是阶段性缓解，但尚未达到可以称之为“解决”的程度。

图32: 欧洲电力价格回落至冲突爆发前水平



资料来源: EMBER, 国信证券经济研究所整理

图33: 欧洲工业产能利用率和生产指数仍在下滑



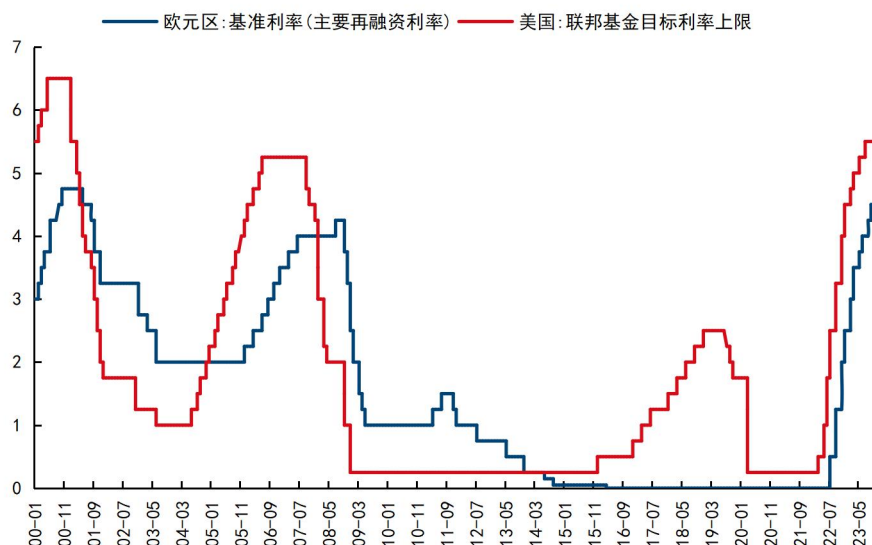
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

而从制造业来看, 情况更不容乐观, 欧洲规模庞大的工业基础正陷入停滞, 德国制造业 PMI 在年内一度创新低, 工业生产指数同比仍在下滑, 且制造业的产能利用率亦处于下降通道。若制造业持续低迷, 将对欧元区明年的经济复苏力度造成掣肘。

另一个问题是欧央行货币政策何时转向。

由于欧元区通胀达峰时点晚于美国 4 个月左右, 欧央行加息开启时点也晚于美联储, 但货币紧缩对欧元区经济的传导作用较美国更迅速和广泛。

图34: 欧央行开启加息时点晚于美联储



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

一方面, 由于欧洲的企业融资更依赖于银行贷款, 贷款利率上行使得欧元区的企业信贷收缩更为明显; 另一方面, 尽管失业率在老龄化等结构性因素影响下处于历史低位, 但在财政扩张退坡、居民实际薪资增速较慢、消费贷款利率高企的制约下, 欧元区居民的消费韧性远不及美国。因此, 高利率的影响对于欧元区的经济增长抑制更为明显。

图35: 欧洲银行信贷规模同比增速仍在下滑



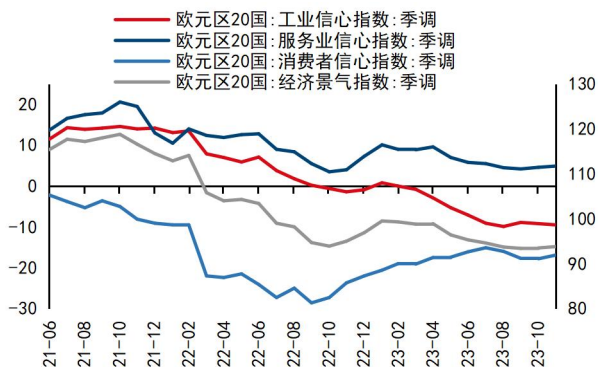
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 欧元区 CPI 同比增速回落快于美国



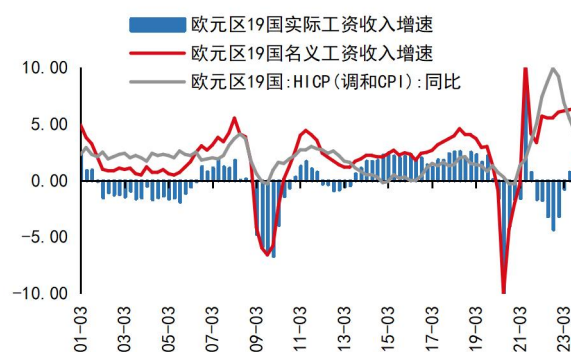
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 欧元区信心指数下半年再度走弱



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 欧元区实际工资收入增速在 23Q2 才回正



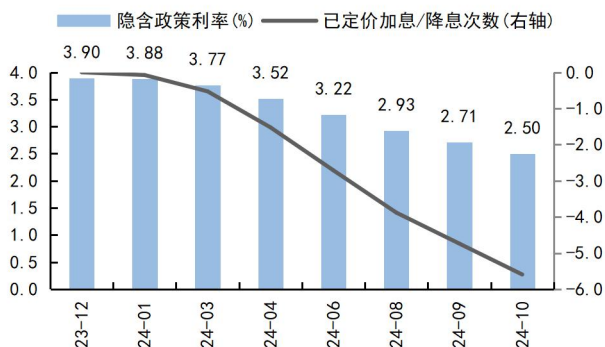
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市场预期来看, 2024 年实际 GDP 同比增速将达到 0.6%, 小幅高于今年的 0.5%, 2025 年将回升至 1.4% 左右。分季度来看, 欧元区经济增速已于今年三季度见底, 但未来几个季度在高利率的作用下仍将维持同比接近 0% 的低速增长, 且内部各国分化依然显著。

从欧央行的通胀目标来看, 四季度欧元区的 CPI 同比增速已先于美国跌破 3% 的关键水平, 11 月仅为 2.4%, PPI 作为通胀的领先指标更是在 9 月触及 -12.4% 的低点, 明年上半年大概率将达到欧央行 2% 的通胀目标。

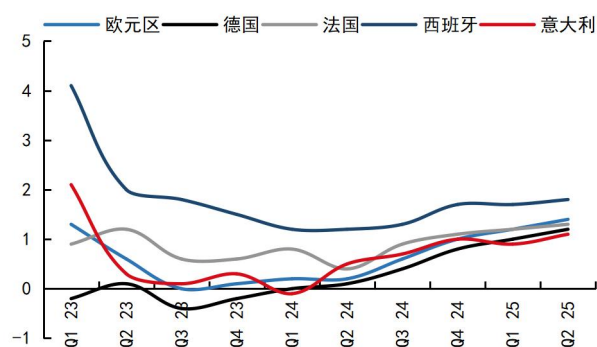
考虑到通胀的快速回落和经济的脆弱性, 对于遵循单一通胀目标的欧洲央行来说, 未来转向的动力和可能性更高, 而美联储在 12 月对转向的表态也减缓了欧央行率先开启宽松周期对欧元造成贬值的压力, 我们预计欧央行最早将于二季度末开始降息。

图39: 隔夜指数掉期隐含的欧央行未来降息路径



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图40: 欧元区主要经济体经济增速预期



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

日本: 经济正常化趋势值得关注

在经历了近三十年的低利率、低通胀、低增长时代后, 日本今年出现了经济增速和通胀均向上发展的态势。在经济正常化和企业治理改革的预期之下, 外资不断加码日本股市, 日经 225 更创 1990 年以来新高。展望明年, 我们认为日本经济和货币政策正常化趋势值得关注, 日央行有望退出自 2016 年以来开始实施的 YCC 政策。

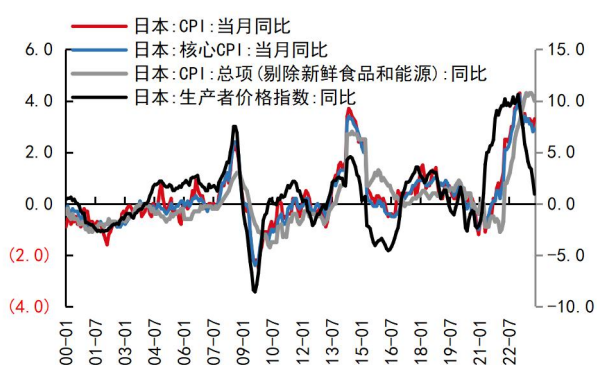
回顾本轮日本通胀上行, 主要由于去年起美联储大幅加息而日央行依然延续极度宽松的货币政策, 美日利差加大导致日元持续贬值, 伴随大宗商品价格的上升, 日本产生了持续性的输入性通胀, 也得以走出了长期通缩的局面, 并且更为有利的一点是通胀并未出现失控现象, 消费者购买力并未受到侵蚀。

图41: 美日利差和美元兑日元汇率自 22 年美联储加息以来相关性较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 日本 CPI 与 PPI 走势

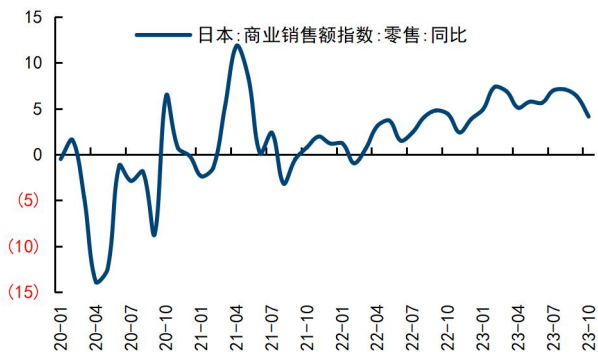


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

持续上升的物价和工资标准的提高促使消费者数十年来所抱持的通缩心态有所松动, 开始逐渐调整“低欲望+高储蓄”的消费习惯, 由此经济有望走向正常化。具体而言, 通胀上升和疫后旅游业的迅速复苏带动消费数据持续走强, 而今年在大宗商品价格回落和日元贬值的背景下日本出口数据也逐渐改善, 叠加公司治理改

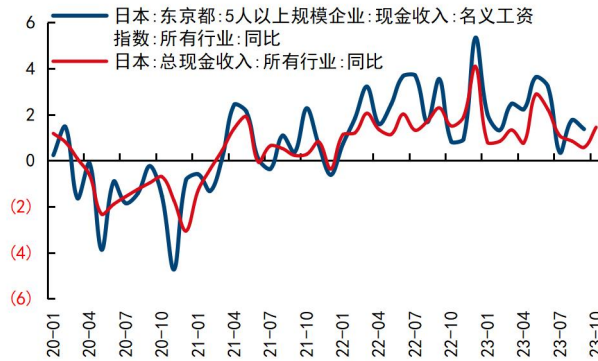
革有望推动资本利用的效率更高、带动利润提升，由此产生了“日元贬值→通胀上升→消费改善→企业盈利增加→资本开支增加→雇员薪资提升”的正向循环。

图43: 日本零售销售额同比持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 日本企业收入和雇员薪资同比增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需警惕的是，当前日本经济得以走向正常化建立在通胀和薪资增长处于合理增长区间的前提下，一旦央行对通胀形势产生误判，在能源价格下跌导致输入性通胀因素退场、同时薪资增速无法带动通胀稳定在 2% 以上时，若过早退出 YCC 政策开启加息，破坏了通胀上升的脆弱基础，或导致经济重回通缩。

图45: 日本经济有望走向正常化

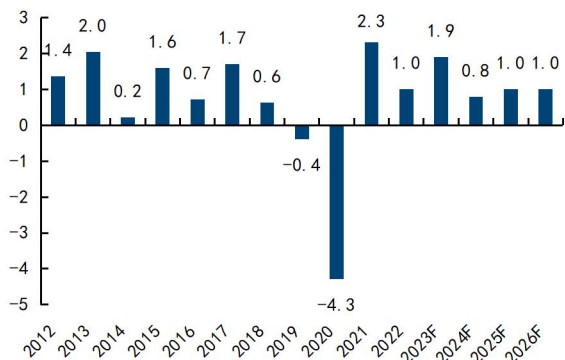


资料来源: 国信证券经济研究所绘制

从市场对日本经济增速一致预期来看，得益于主要贸易伙伴美国的经济状况好于预期和大宗商品价格下降带动净出口改善，以及国内消费在疫后开放初期得到明显提振，日本今年经济实际增速有望达到 1.9%，高于长期均衡水平，是少数今年的经济增长表现好于去年的发达经济体。

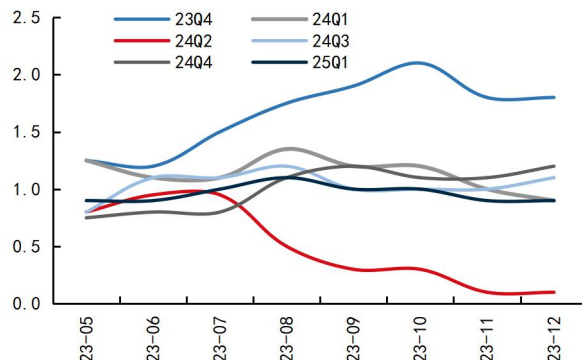
而从季度的经济增长率预测来看，随着欧美经济增长的边际放缓，日本经济已于今年三季度开始走弱，2024 年第二季度经济增速或将见底至 0.1% 左右。

图46: 日本年度实际 GDP 增长率预测



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 日本季度实际 GDP 增长率预测



资料来源: FactSet, 国信证券经济研究所整理

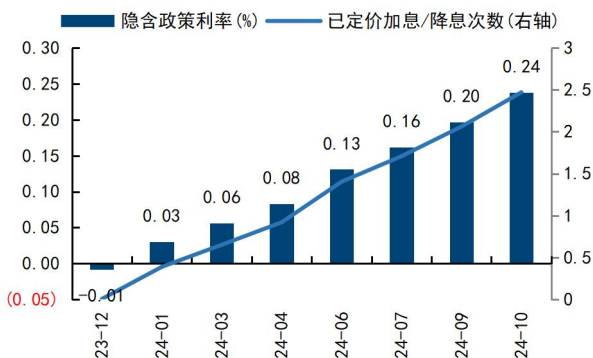
对于市场普遍期待的日央行退出 YCC 政策, 鉴于日本经济长期以来的低增长格局, 再加上居民的通缩心态难以在短时间扭转, 日央行会竭尽全力呵护这来之不易的通脹, 而由于日本和其他发达经济体在经济基本面上的内在差异, 其他央行的加息节奏并不会对日央行造成压力。

在今年经过对国债利率上限的两次微调后, 日央行已做好了推进货币政策正常化的准备, 但具体退出方式和加息时点仍需要密切观察数据表现并谨慎调整政策。我们认为, 日央行需要有足够证据来确认通货膨胀已成为长期趋势, 尤其是劳动力市场的薪资需要持续上涨, 并且增速持续超过通胀水平, 才有可能退出 YCC。

从目前来看, 虽然工资在今年一直稳步上涨, 但剔除通胀后的实际增速尚未回正。从时间上来看, 2024 年春季劳资谈判 (俗称“春斗”) 将是重要的数据观察窗口。而对于日本央行的 YCC 政策调整时点, 目前市场预期大概率将在 2024 年二季度。

日元汇率方面, 在日央行明年退出 YCC 以及美联储开启降息周期、美债利率回落的基准假设下, 日美利差的收窄和套息交易的逆转有望带动日元升值至 130-135 左右。但需要注意的是, 鉴于日央行的加息步伐在初期并不会太过激进, 若美联储降息幅度弱于市场预期, 则套利交易将继续对美元构成支撑, 限制日元升值空间。此外, 从国际收支中的经常账户来看, 日本的贸易差额在短期内仍难以恢复至疫情前的水平, 亦对日元升值幅度构成制约。

图48: 隔夜指数掉期隐含的日央行未来降息路径



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图49: 日元汇率在触及 150 关口后回落, 日美套利指数回落



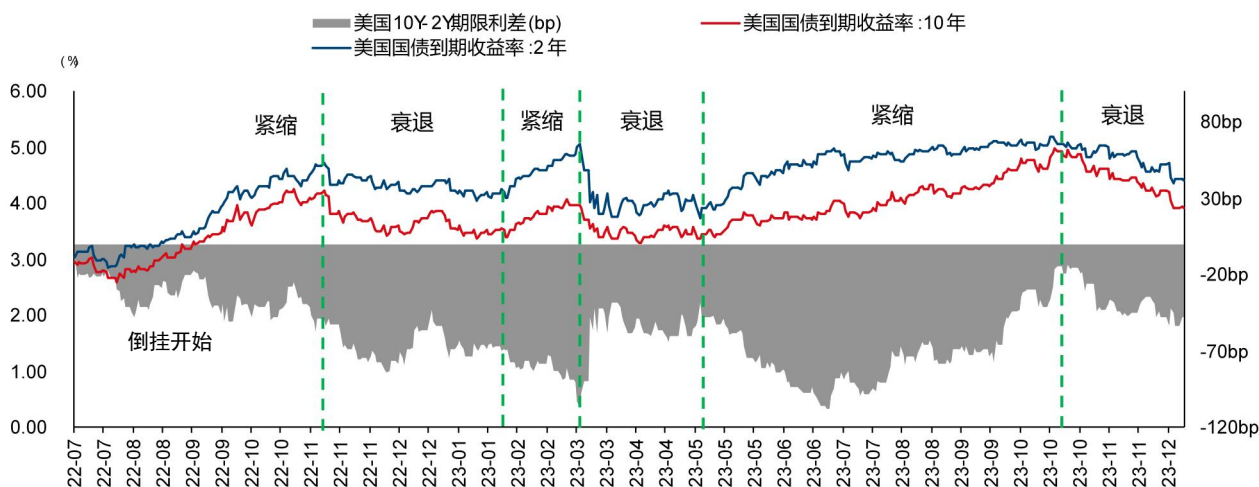
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

全球大类资产展望

美元债：美债处于黄金配置窗口期，中资美元债建议关注投资级短久期债券

2022 年美联储开启加息以来，美债长短端收益率围绕“紧缩”与“衰退”交易逻辑进行演绎，整体呈现震荡上行的趋势。10 年期美债利率在 10 月末冲顶 5% 后快速回落，已开启右侧下行趋势。在经历自 2021 年初以来近三年下跌后，截至 12 月 20 日，CBOT10 年期美债期货合约指数年内回报重新回正，收复年内所有失地。

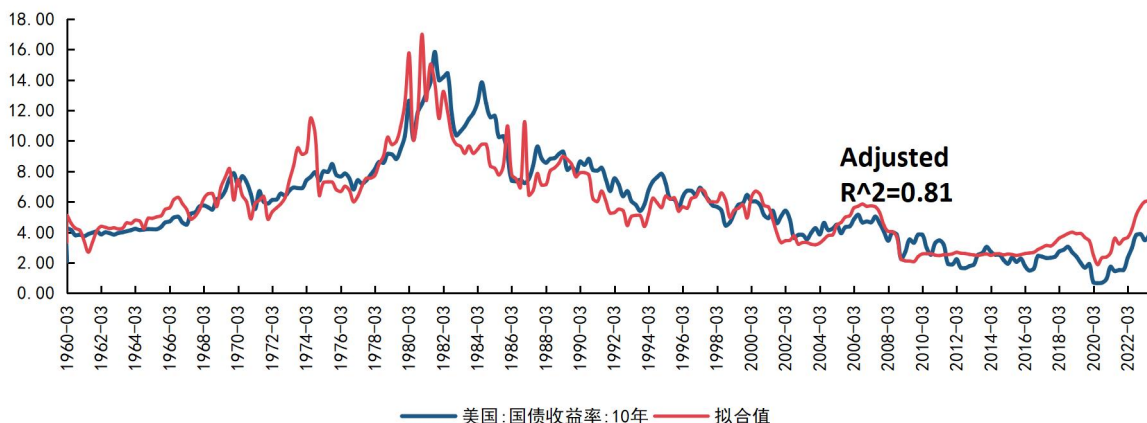
图50: 2022H2 以来美债利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们通过经济增长、核心通胀、联邦基金利率等变量构建了 10 年期美债利率多元回归模型，历史上该模型对于 10 年期美债利率的解释力度较高。

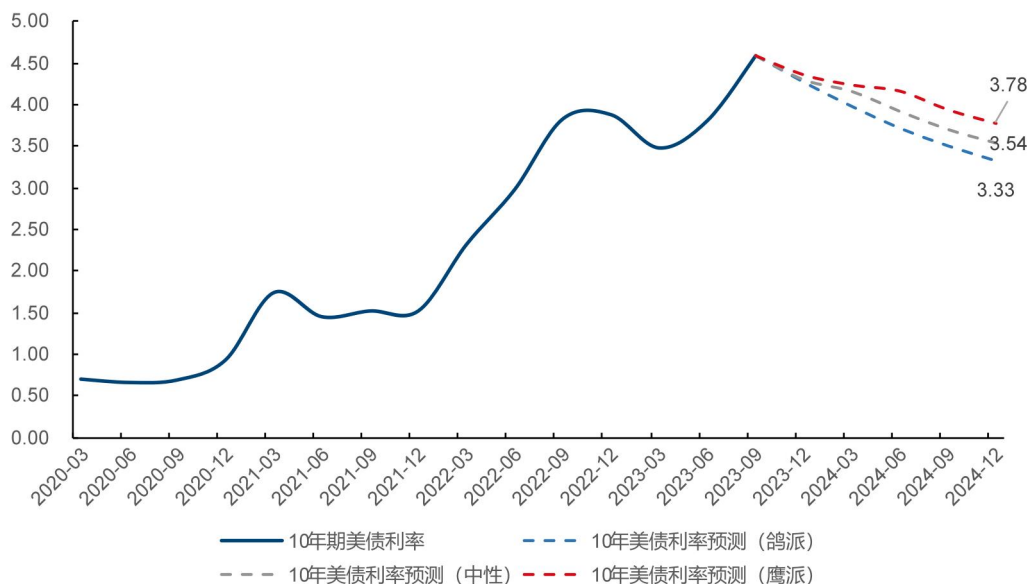
图51: 10 年期美债利率拟合模型



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

结合 2024 年美国经济增长放缓，核心通胀同比持续回落的假设，在美联储降息次数、经济放缓和通胀回落程度不同的情形组合下，测算出对应的 10 年期美债利率。我们预计未来将逐季下行至 3.3%-3.8% 之间，下行节奏和幅度将取决于美国经济增长、通胀水平和国债供需的边际变化，以及市场对美联储的货币政策预期变化。

图52: 10 年期美债利率预测结果



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

表4: 不同情形组合下的 10 年期美债利率预测结果

情形组合 指标	情形 1				情形 2				情形 3			
	10 年美债利率预测 (鸽派)	美国:核心 PCE:当月同比	美国:GDP:不变价:折年数:同比	美国:有效联邦基金利率 (EFFR)	10 年美债利率预测 (中性)	美国:核心 PCE:当月同比	美国:GDP:不变价:折年数:同比	美国:有效联邦基金利率 (EFFR)	10 年美债利率预测 (鹰派)	美国:核心 PCE:当月同比	美国:GDP:不变价:折年数:同比	美国:有效联邦基金利率 (EFFR)
2023-12	4.27	3.4	2.4	5.33	4.30	3.5	2.5	5.33	4.36	3.7	2.8	5.33
2024-03	3.98	2.9	1.8	5.08	4.16	3	2	5.33	4.24	3.3	2.2	5.33
2024-06	3.72	2.5	1.3	4.83	3.92	2.7	1.5	5.08	4.17	3.1	1.7	5.33
2024-09	3.51	2.4	0.5	4.58	3.70	2.6	0.6	4.83	3.94	2.9	1.1	5.08
2024-12	3.33	2.2	0.7	4.33	3.54	2.5	0.7	4.58	3.78	2.8	1.2	4.83

资料来源: Wind, 彭博, 国信证券经济研究所测算

三种情形假设下的宏观背景和美联储货币政策路径如下:

➤ **情形 1: 经济增速快速放缓+美联储鸽派情形, 全年降息 4 次。**

美国经济在财政支持退坡+高利率影响显现下快速放缓, 24Q3 实际 GDP 同比增速下降至 0.5% 左右, 核心 PCE 同比增速逐渐下降至 24Q4 的 2.2% 左右, 美联储 24 年降息 4 次共 100bp。在此情形下, 年末联邦基金目标利率区间在 4.25%-4.50%, 10 年期美债利率在 3.33% 左右。

➤ **情形 2: 经济软着陆+美联储中性情形, 全年降息 3 次。**

中性情形下, 美国经济在消费韧性支撑下实现软着陆, 24Q3 实际 GDP 同比增速下降至 0.6% 左右, 核心 PCE 同比增速 24Q4 下降至 2.5% 左右, 美联储 24 年降息 3

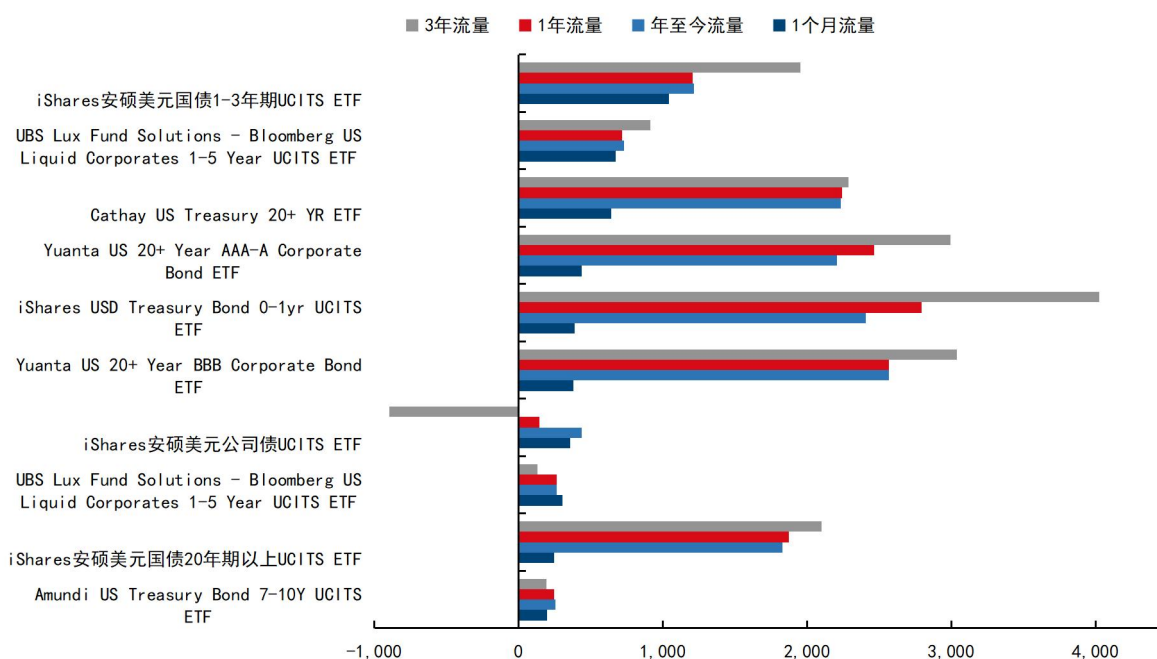
次共 75bp，分别在 5 月、7 月和 11 月。中性情形下，年末联邦基金目标利率区间在 4.50%-4.75%，10 年期美债利率在 3.54%左右。

➤ **情形 3：经济保持韧性+美联储鹰派情形，全年降息 2 次。**

鹰派情形下，美国经济在大选年宽财政支持下始终保持韧性，24Q3 实际 GDP 同比增速下降至 1.1%左右，核心 PCE 同比增速保持粘性，24Q4 在 2.8%左右，美联储在上半年保持利率在高位，仅三四季度降息 2 次共 50bp。鹰派情形下，年末联邦基金目标利率在 4.75%-5.00%，10 年期美债利率在 3.78%左右。

四季度以来，在美联储货币政策即将转向+财政扩张边际放缓的政策信号组合下，叠加闲置的市场资金在风险偏好改善下大举抄底美债，美债 ETF 资金流入规模创新高，长端美债利率快速下行至 4%，这其中市场抢跑的原因，也包含了对未来美国经济较为悲观的预期。

图53: 美债 ETF 近 3 年资金流入规模（百万美元）

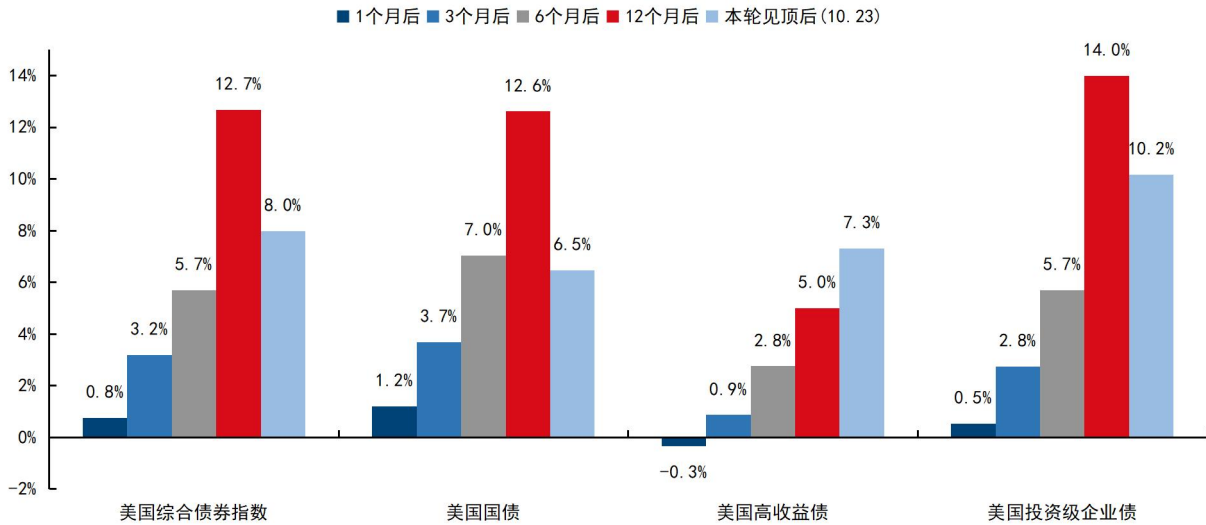


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

正如我们在宏观经济部分所提及的那样，一方面美国经济当前仍处于温和放缓趋势中，离衰退仍有较远的距离，就业、服务业消费等领域展现出来的韧性短时间难以消退；另一方面，美国明年适逢大选年，财政赤字易上难下，美国财政部出于财政收支压力将继续大幅发行国债，美国国债供需格局短期内大幅改善空间不大，这对长端利率的期限溢价将形成托底作用。

从 6-12 个月的中期维度来看，伴随美国经济边际走弱和美联储明年降息周期的开始，美债利率具备较大的下行空间，如果美联储明年降息 2-4 次，美国 10 年国债有望下降至 3.33%-3.78%左右，当前 10 年期美债利率在 3.94%左右，有 15-60bp 左右的下行空间。因此，当前正值关键的配置窗口期，但也需关注因经济、财政因素超预期而导致的脉冲式上行。建议关注明年一二季度美国经济数据变化，择机拉长久期，博取利率下行带来的资本利得。

图54: 10 年期美债利率见顶后不同时间内的美国各类型债券回报表现 (1994 至今)



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

配置方向上，历史上来看在 1994 年以来的前四轮 10 年期美债利率见顶后，美国国债和投资级公司债均有更好的回报表现，而高收益债在经济放缓的宏观背景下收益率短期内仍有走阔的趋势，考虑到美国经济当前处于边际放缓的趋势中，方向上我们建议优先配置美国国债以及收益率较高且信用资质较好的美国投资级企业债。

其次，在中资美元债板块，我们建议关注当前绝对收益率位于历史高位，且受益于中国经济复苏、信用利差有望继续收窄的短久期投资级中资美元债，并把握美债利率的下行窗口，择机拉长久期。高收益美元债以地产板块为主，受制于地产行业复苏存在较大不确定性、民营房企资金压力依然较为紧张，且明年一季度又将迎来到期高峰，建议暂时规避。

美股：货币政策转向之际美股或面临震荡

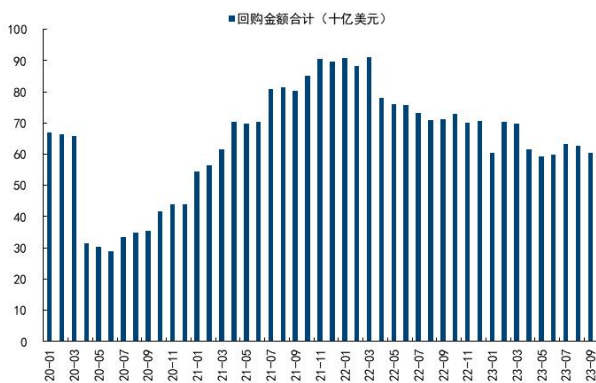
美股市场在今年经历了震荡上行的过程。上半年，在美国通胀持续回落同时经济持续超预期的情形下，美股市场在估值扩张的带动下迎来了牛市行情，主要受益于科技股的强势表现，标普 500、道琼斯和纳斯达克指数均实现了较大涨幅，在全球股市中表现居前。

然而三季度超预期的通胀和经济数据、以及债务上限调整带来的美债超预期发行引发长端美债利率出现大幅波动，导致了美股大盘出现 10% 左右的回撤。而随着四季度以来美债利率见顶后的快速回落，叠加美联储释放转向信号，股债市场的做多情绪迅速蔓延，主要股指均创年内新高。

对于美股后市，我们认为有以下几点需要关注。

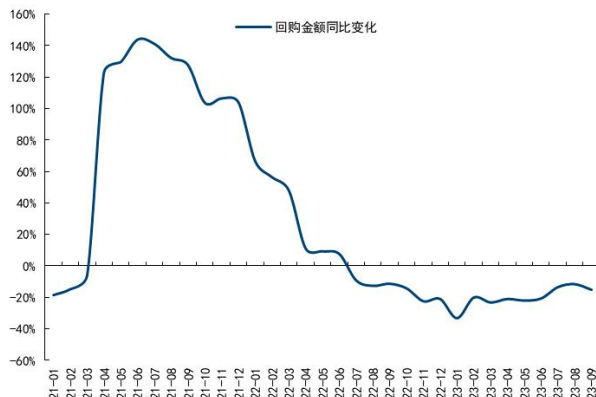
首先，是美国上市公司的回购。由于加息的缘故，企业的融资成本走高，让前几年低息借钱回购的行为变得意愿不足。最近几个月，标普 500 上市公司月回购金额维持 600 亿美元附近，估计 2023 全年回购金额约为 7400 亿美元左右（对比 2022 年 9292 亿美元）。其中，按照同比观察，目前在 -15% 的水平左右；从回购对股价上涨的帮助上比去年边际下降，未来对美股进一步上行的支撑力度仍有待观察。

图55: 标普 500 回购金额



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图56: 标普 500 回购金额的同比变化

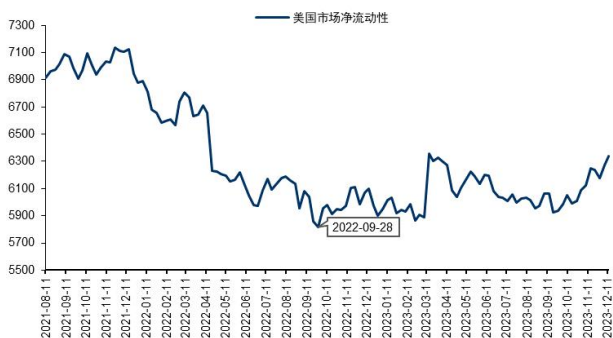


资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

第二, 是美国市场的净流动性。计算方法是美联储总资产-财政部 TGA 账户-美联储隔夜逆回购 (RRP) 规模。该数据的低点出现在 2022 年 9 月 28 日, 这与标普 500 的低点高度吻合。截至 11 月 30 日, 净流动性较 2022 年 9 月底高出 3620 亿美元。换言之, 尽管美联储在持续缩表, 同时财政部的 TGA 账户也在补充资金, 但是这些流动性被 RRP 给弥补上了, 且还有富余。RRP 在今年早些时间, 规模高达 23000 亿美元, 而截至目前, 规模 8233 亿美元。

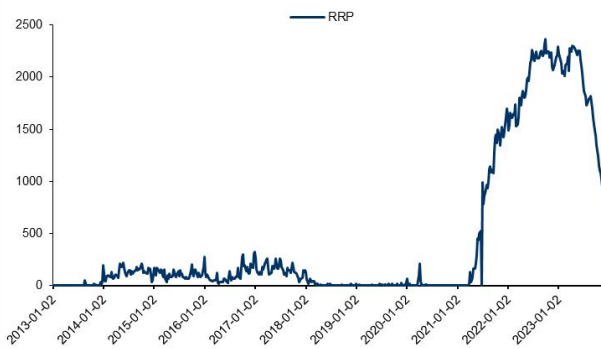
RRP 于 2013 年被美联储推出, 其在新冠疫情之后的量化宽松中吸取了大量的流动性, 可以看成是由天量货币形成了一个在金融机构的“蓄水池”。

图57: 美国市场净流动性 (十亿美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: RRP 账户 (十亿美元)



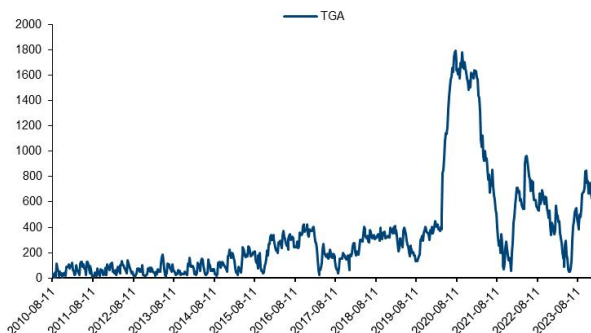
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

虽然我们没有美国货币市场基金 (MMF) 的投资去向的具体统计, 但是相对典型的操作是: 随着加息的进程, 美联储隔夜逆回购利率不断走高, 这导致了大量的银行活期存款或者短期存款进入到了货币市场基金。

在加息过程中, 货币市场基金配置了大量的 RRP, 因为对手是美联储, 这几乎没有风险。但伴随着美联储的加息结束的预期, 加之 3 季度、4 季度美国发债高峰, 导致了短债供应陡然增加, 故而短债的收益率比 RRP 略高 10-20 个 BP。此外, 由于货币市场基金考虑到了未来不再加息, 则它们更愿意锁定收益, 期望拉长久期, 这都推动了资金从 RRP 中进入到了短债市场。

因此，该动作可视为是美联储缩表减少美债，财政部大量发行美债，而金融机构作为对手盘承接了美债的过程。目前 RRP 规模下降的速度非常快，如果按照月均下降 1500 亿美元的速度，大约在 2024 年 5 月前后就会耗尽。

图59: TGA 账户（十亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图60: 美国货币市场基金规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

故而，从资金面上说，我们认为 RRP 这个蓄水池的消耗对冲了缩表的影响，助推了 2023 年美股的上涨，而债券信用的担忧造成了债跌股涨的跷跷板。

在这个背景下，2024 年美联储对于缩表的态度就变成了投资的关键。因为从 2023 年 10 月 23 日以后，美债收益率形成了趋势性的下行趋势，债券在股/债跷跷板上开始逐渐获得青睐，尽管股票市场暂时没有形成下跌，但这是以 RRP 的消耗为代价的，在 RRP 消耗殆尽前后如果美联储的货币政策不能转向，则对于股票市场的流动性的压力就会陡然增加。

上一次在 2019 年 8 月 1 日，美国在 2015-2018 年的加息之后的首次降息，资产负债表的收缩也同步停止，因此我们认为美联储理性的做法是在首次降息后，缩表的动作应该明显放缓或者结束。

按照目前的数据，我们预计美联储将在明年的 2 季度，开始降息并停止缩表（即在 RRP 耗尽时）。

空间测算：2024 年美股运行区间为 4100-5200 点

我们再测算一下美股的目标区间。

表5: 标普 500 的盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
收入	1,308	1,364	1,335	1,487	1,712	1,785	1,872
收入同比		4.3%	-2.2%	11.4%	15.1%	4.2%	4.9%
净利润	161	163	143	199	223	221	244
净利润同比		1.7%	-12.6%	39.3%	12.1%	-0.7%	10.1%
净资产	835	886	906	968	983	1,088	1,209
ROE	19.2%	18.4%	15.8%	20.6%	22.7%	20.3%	20.2%
分红	54	59	59	61	68	70	74
分红比例	33.5%	35.9%	41.3%	30.4%	30.3%	31.8%	30.4%

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

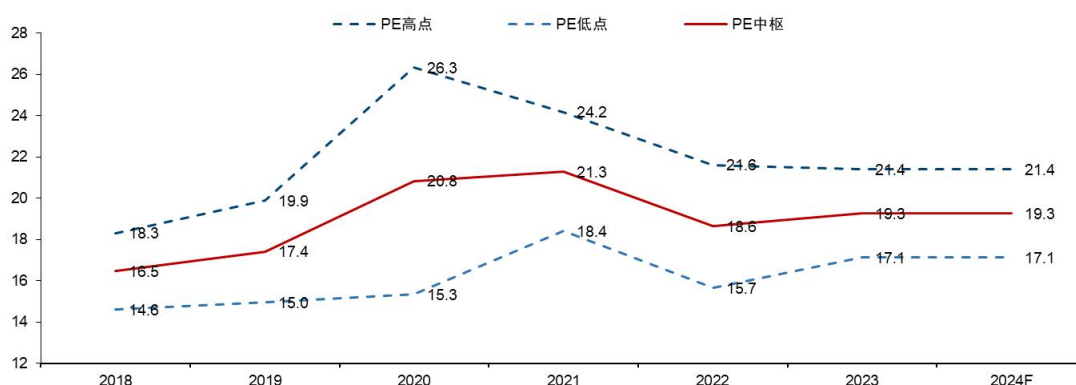
2024 年，彭博一致预期标普 500 的收入增速为 4.9%，利润增速为 10.1%。如果看 2024 年比较 2023 年，利润增长 10.1%还是不错的，但 2023 年利润较 2022 年没有

增长，股价已经上涨了 22.9%左右，所以这很难说上涨的股价里没有包含对 2024 年增长的预期。

我们假定 2024 年一致预期的合理性，但考虑到 2024 年由于债券在大类资产的吸引力明显好过 2023 年，且美联储在 2024 年的缩表尚不知何时停止，则 2024 年的股票市场估值不会比 2023 年更乐观（如果美联储继续转向扩表，我们将推翻这个假设），即选取 2023 年的顶峰估值 21.4 倍作为 2024 年的上限 PE。

但由于 2024 年在基钦周期的扩张期里，一旦美国经济发生了衰退，则美联储有快速干预的能力，因此估值的下限不会低于 2023 年，例如不会到 2022 年加息刚开始的不确定性时期的 15.7 倍那么低。即我们将 2024 年的 PE 下限设在 17.1 倍。

图61: 标普 500 的估值



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

然后 19.3 倍作为 PE 中枢。这样得到了标普 500 在 2024 年的中枢 4699 点，运行区间在 4178-5218 点之间。

以上这种算法没有考虑美债收益率的影响。我们再以风险溢价模型来做个分析：

彭博对 2024 年 10 年期美债收益率的预期为 3.91%。

图62: 标普 500 的风险溢价



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

而观察标普 500 的风险溢价，它在 2022 年 4 月至 2023 年 4 月构筑了一个支撑平台（2.5%），然后在 2023 年 4 月之后显著的破掉了这个位置。这相当于对历史风险溢价的一种否定，或者说它已经开始开创了一个新的规则。那么在没有看到美债信用的恢复（例如评级公司评级上调）之前，我们倾向于这里就是风险溢价的一个高点。

指数底部的测算：取值美债收益率 4.2%（假定一种悲观的情形），风险溢价 2.5%，带入我们的美股风险溢价模型，得到 4113 点，这与上一种方法测算的位置大体相同。

指数顶部的测算：取值美债收益率 3.91%（彭博一致预期），风险溢价 1.0%，则指数取值为 5612 点。但这种情况很难发生，因为我们提及，美债利率趋势性下行之后，由于债券会显著较 2023 年吸引力更强，股票的风险溢价率很难保持如此之低的水平。因此我们不建议用风险溢价模型来测算顶部，因为这样误差会较大。

另外假定一种极限，美债收益率跌至 3.0%（目前美国市场对美债最乐观的看法），但风险溢价依然不会突破 2.5%，这样的组合是对应标普 2024 年目标价是 5041 点。

总体而言，风险溢价反映的实质是股票、债券的相对吸引力，它是一种模糊的感觉，并不容易被清晰的定义，我们通过计算也是对不同框架的相互参考做个决策支撑。

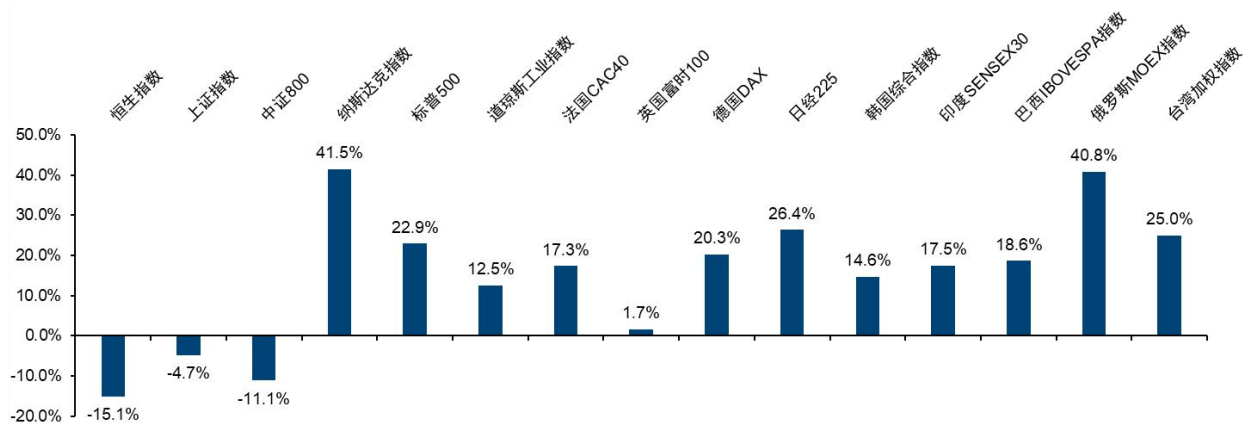
综上，我们对美股的判断是 2024 年以 4700 点为中枢，在正负 10% 的区间内运行。

港股：流动性改善和政策持续加码有望带动估值和基本面共振

港股跌幅 15.1%，跑输全球主要指数

2023 年以来，港股的表现全球主要指数中垫底。

图63: 2023 年以来港股与主要指数表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

回顾今年的下跌，可以总结为三个层面的原因：

- 1、美债收益率上行了 10 个月带来的资金成本压力；
- 2、地产表现不佳，多只地产美元债违约、展期导致了海外投资人的风险偏好下降；

3、股市下跌引发了资金面的负反馈，例如南非报业的减持，美国联邦退休基金的退出等，这在一定程度上也影响了港股的交投活跃度。

但不悲观的是，恰恰是在这样的下跌中，港股的本身的业绩并没有恶化，即这并不是一个业绩、估值的双杀，而某些板块、包括大盘今年的业绩还在提升。历史上看，这种非业绩持续下修而导致的下跌，通常幅度有限且时间也有限。

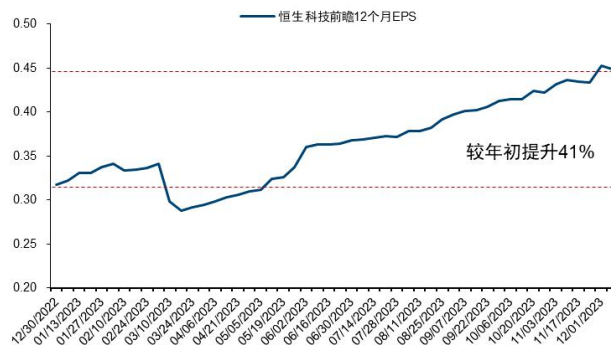
基本面是时间的朋友

图64: 恒生指数 EPS 展望较年初分析师预期高出 6.5%



资料来源: FactSet, 国信证券经济研究所整理

图65: 恒生科技指数 EPS 展望较年初分析师预期高出 41%



资料来源: FactSet, 国信证券经济研究所整理

如上图可见，我们以指数的前瞻 12 个月 EPS 作为衡量，时隔一年，恒生指数前瞻 12 个月 EPS（每股收益）在年初是 1782 点，目前是 1899 点，提升了 6.5%；恒生科技前瞻 12 个月 EPS 在年初是 0.32，目前是 0.45，提升了 41%。因此，尽管指数没有取得正回报，但我们想强调的是，伴随着一年的时间，基本面是时间的朋友而非敌人。

我们复盘过去的历史，发现恒生指数 PE 在“-1.5 倍标准差”之下，停留的时间都比较短（最长是 4 周），空间有限，因此，我们认为这依然是非常好的抄底时机。

按照目前数据，-1.5 倍标准差对应的 PE 为 7.79 倍，或对应恒生指数 16141 点。

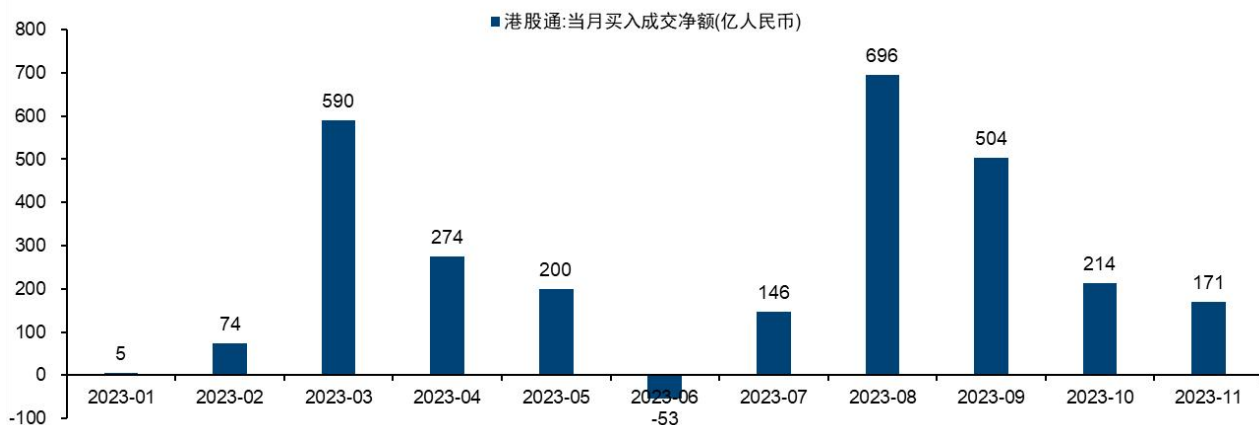
图66: 恒生指数 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从今年南向资金买入的情况看，港股的向好的基本面以及不断下行的估值，受到了国内投资者的亲睐，前 11 个月共有 2822 亿人民币通过港股通加仓港股，预计 2023 年全年将超过 3000 亿人民币。

图67: 港股通资金买入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基于风险溢价模型测算的港股 2024 年目标区间

除了单纯用 PE 来测算低点，我们也提供包含了资金成本（美债收益率）的风险溢价模型来测算港股的目标价，供投资者做个参考。

表6: 恒生指数的预期

	2020	2021	2022	2023E	2024E
收入	14,761	13,512	13,758	14,499	15,732
增长(同比)		-8.5%	1.8%	5.4%	8.5%
净利润	2,146	2,076	1,862	1,968	2,150
增长(同比)		-3.3%	-10.3%	5.7%	9.2%
净资产	23,705	20,801	17,908	17,563	18,989
ROE	9.1%	10.0%	10.4%	11.2%	11.3%
分红	654	594	666	675	689
分红比例	30.5%	28.6%	35.8%	34.3%	32.0%
股息率	2.4%	2.5%	3.4%	4.2%	4.2%

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

底部的参考: 美债收益率取值当下的 4.2%，EPS 来自 FactSet 分析师的预期，以及风险溢价的顶部区域 9%，恒生指数的 2024 年底部区域在 **15788 点**。

顶部的参考: 美债收益率取值 2024 年的 4%（彭博预期 3.91%），EPS 来自 FactSet 分析师的预期（增长率 9%），以及风险溢价的顶部区域 6.0%（2012-2015 年是历史上表现最差的牛市水平，风险溢价低点是 5.7%），恒生指数的 2024 年顶部区域对应应在 **22832 点**。

综上，我们判断 2024 年恒指运行在 16000-23000 点之间。

图68: 恒生指数的风险溢价



资料来源: FactSet, 国信证券经济研究所整理

港股市场小结

今年港股没有给投资人一个满意的回报, 主要的原因是在前 10 个月美国利率上行的大背景下资金面紧张, 地产周期的偏弱也使得外资在港股的风险偏好下降。

随着政策刺激的不断加码, 以及海外确定性的利率下行, 我们认为港股的基本面已经在复苏的路上。恒生指数, 恒生科技、汽车、消费的前瞻 12 个月 EPS 的上修已经证明了这一点。

我们以风险溢价模型测算了港股的底部和顶部区域, 预计 2024 年恒指运行在 16000-23000 点之间。在板块建议上:

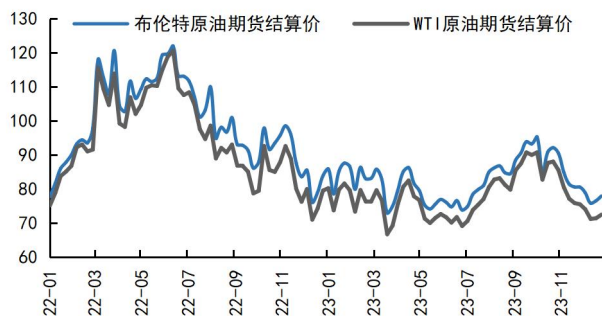
- 1、**推荐恒生科技。**恒生科技是诸多行业指数中 EPS 上修较为显著的一个板块, ROE 持续改善已经初具效果, 企业的商业模式相对稳健, 也代表了中国造车/无人驾驶、互联网/AI 大模型、芯片等未来发展方向;
- 2、**推荐高技术制造业。**除了整车行业, 还有军工、通信、家电、半导体, 数据显示, 它们的景气周期已经向好, 且估值不高, 上游成本目前处在低位, 因此盈利能力改善会较为明显;
- 3、**推荐创新药行业。**海外利率的下行将带动板块的估值修复;
- 4、**继续推荐高股息。**我们筛选了两组名单, 分别有 6 家、19 家公司, 这两组名单是在港股通中具备长期股息回报的企业, 我们相信它们对于稳健型投资者依然会有较大的吸引力;
- 5、**大消费已经有不错的性价比。**我们在中报提及, 大消费目前的估值优势不够显著, 但目前已有部分大消费的公司落入高股息名单中, 这说明板块的悲观情绪已经到了谷底, 可以按照业绩上修情况开始布局。

商品：原油预计区间震荡，看好黄金的中长期配置价值

原油：需求降温，警惕供应扰动

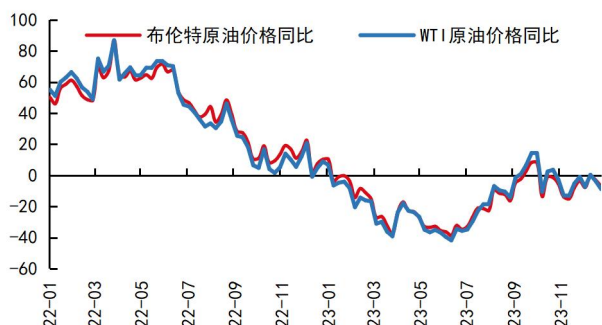
原油价格今年上半年多数时间在 70-85 美元/桶间波动，直至三季度 OPEC+减产叠加夏季旅游旺季和地缘政治紧张等因素推动原油价格一度突破 95 美元，同比涨幅超过 15%。但四季度起进入传统淡季，主要国家经济活动走弱亦削弱了对原油的需求，叠加美国原油产量持续保持高位运行，原油价格回落至 70-75 美元。

图69：原油期货结算价格



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图70：原油价格同比

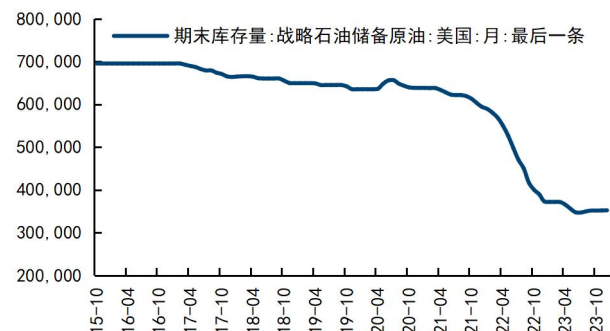


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供应方面，首先是 OPEC+ 在 11 月 30 日的会议上达成了深化减产的协议，多个产油国明年第一季度将继续自愿减产，减产总额为日均 220 万桶。但此次的减产以自愿为原则，部分西非产油国拒绝接受 OPEC+ 为其指定的产量配额。这意味着除了个别国家会按照规定的配额进行生产外，其他大部分产油国可能只会象征性地减产，甚至有些非洲产油国可能会在规定的配额基础上超额生产原油。从市场份额最高的沙特来看，能否优化财政收入是其决定减产还是增产的重要原因，根据 IMF 测算，沙特能够实现财政盈亏平衡的油价成本约在 80 美元左右，油价长期低于 75 美元以下显然不利于其实现财政盈亏平衡。

其次，美国能源信息署（EIA）发布的原油库存报告显示，库存持续大幅下降。美国曾经凭借页岩革命从原油进口国成为出口国，但在新冠疫情中油价暴跌导致诸多页岩油企业破产，数据显示，开钻未完钻（即存量）有油井数目前已经从高峰时期的 8817 个跌落至 11 月份的 4415 个，所以，当下的产能不能支持快速扩产。

图71：美国战略原油储备持续下降



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

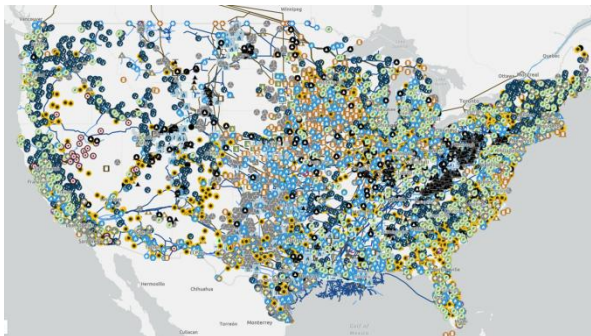
图72：美国页岩探区已开钻但未完钻数量



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

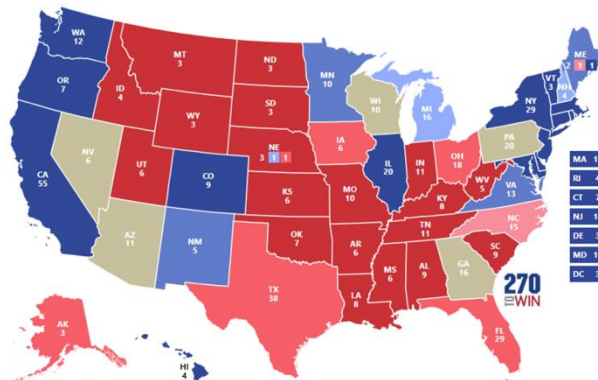
再者，是拜登政府的能源政策。传统能源企业是共和党的票仓，美国能源设施和资源也多分布在中部和南部等共和党票仓州，民主党支持新能源而对传统化石能源的约束较多，故而传统能源企业在扩产上的政策掣肘多，犹豫不决。

图73: 美国能源设施和资源分布地图



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图74: 美国各州大选民调地图



资料来源: 270towin, 国信证券经济研究所整理

最后，近年来地缘冲突的爆发频频对原油供应产生扰动，2024 年地缘局势仍充满较大不确定性，俄乌冲突陷入拉锯战、巴以冲突尚未有妥善解决迹象，近期红海局势紧张加剧。所以，从当下的供给关系上看并不乐观。

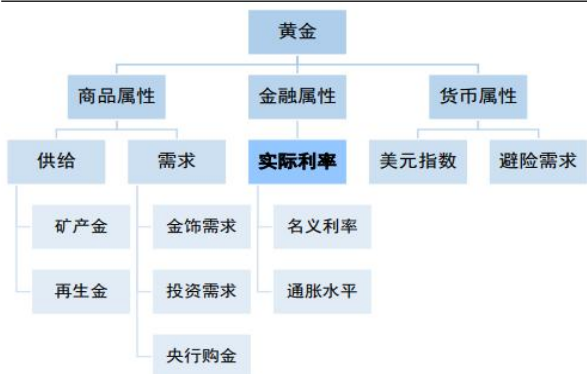
需求方面，由全球经济降温预期所带来的能源需求放缓，加之目前处于出行淡季，这意味着对航空燃油的需求会减弱。原油市场正处于季节性需求走弱的阶段，因此市场对于全球原油需求的担忧正在升温。从历史经验来看，每年的四季度及一季度为全球原油消费淡季，在此期间原油价格也将承压走弱。

从明年全年来看，虽然全球经济增速放缓是当前的市场共识，但鉴于今年的前车之鉴和明年关键的大选年份，我们无法忽略美国经济明年展现出超预期韧性的可能，而中国经济企稳复苏和欧元区经济筑底回升有望对需求形成支撑，若供应端产油国的减产情况稳步推进，或地缘冲突出现升级，油价仍有冲高的可能性。**综合来看，预计明年油价将在 70-90 美元区间震荡，建议密切关注产油国最新减产情况和欧美宏观经济数据。**

黄金：多重属性利好，看好黄金中长期配置价值

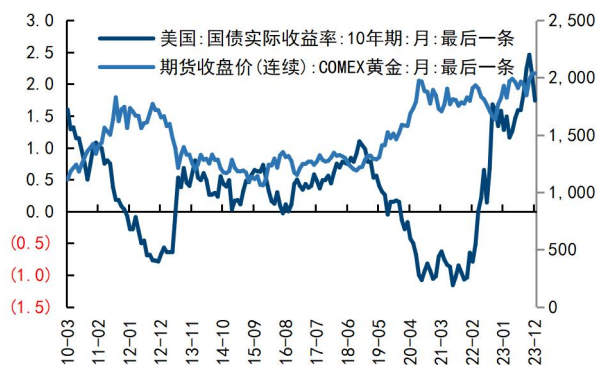
不同于传统大宗商品，黄金具备商品属性、金融属性及货币属性，兼具抗通胀功能和避险功能。自布雷顿森林体系瓦解以后，黄金价格不再与美元直接挂钩，不同于大宗商品价格主要受供需影响，其走势在商品属性之外，还受到货币政策、通胀水平、避险需求等多种因素综合影响。今年以来，黄金价格走势一波三折，随着经济数据及政策预期变化不断调整。

图75：黄金多重属性和主要影响因素



资料来源：国信证券经济研究所整理

图76：实际利率变化与黄金价格走势（%，美元/盎司）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

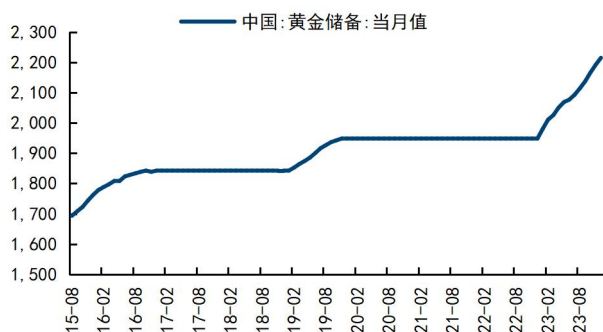
金融属性方面，黄金价格通常呈现出与美元实际利率的负相关关系，9月下旬金价回调也反映美元实际利率上行的影响。

需求端来看，各国央行购金量大幅提升，对金价形成中长期推力。世界黄金协会数据显示，2022年各国央行购金大幅提升，全年量达1082吨。2023年，各国央行继续保持净购入，1-3季度分别达284吨、103吨和337吨，成为最强劲的需求增长点。今年11月，中国人民银行作为最大的官方黄金买家宣布再次增储黄金，连续13个月增储黄金。截至11月底，中国黄金储备已达到2226吨，较去年11月已增加278吨。

货币属性方面，由于黄金价格在国际市场上以美元标价，长期来看黄金价格通常与美元指数成负相关，美元升值会促使黄金价格下跌，反之美元贬值会推动黄金价格上涨。但在避险等阶段性因素驱动下，黄金与美元会同向波动，比如在2022年俄乌冲突和2023年的巴以冲突爆发初期，避险情绪升温导致黄金与美元出现同步走高的状态。

此外，由于汇率因素，黄金价格在全球各地价格有差异，沪金价格在今年前三季度上涨约15%，伦敦金仅上涨2%，日本、澳大利亚等国金价年内涨幅也逾10%，均超美元计价国际金涨幅。

图77: 中国官方黄金储备持续攀升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

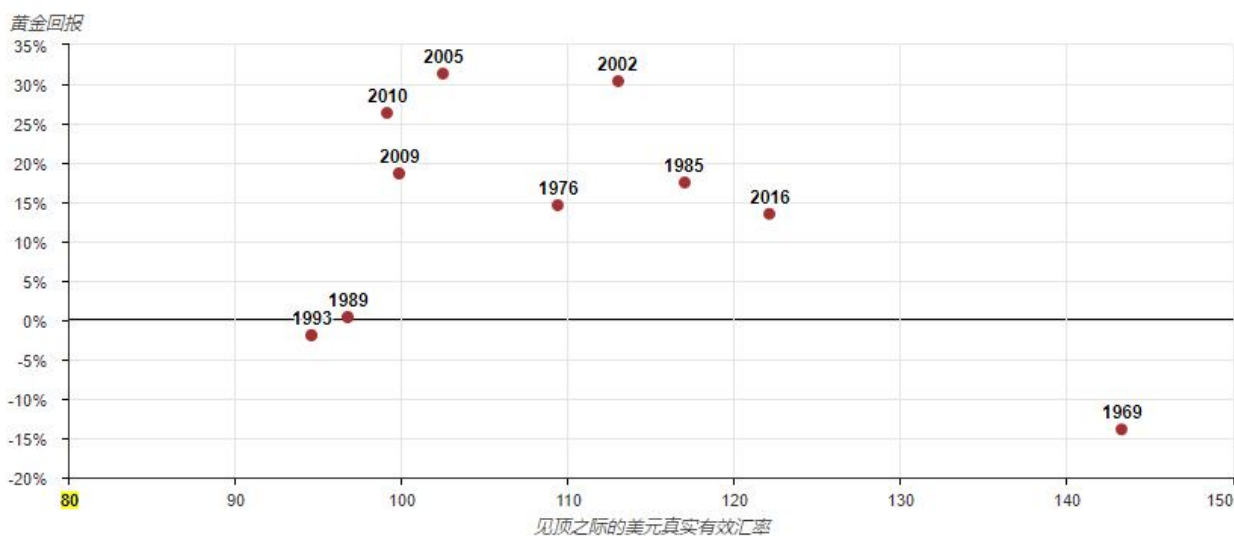
图78: 美元指数与黄金价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

展望后市, 美联储已释放转向信号, 明年预计至少降息 3 次, 美元存在走弱预期。从历史情况来看, 大多数情况下金价与美元走势呈现负相关关系, 美元触顶对黄金较为有利, 世界黄金协会研究显示, 在美元触顶 12 个月后 80% 的时间里黄金收益率为正值 (平均收益率+14%, 中位数+16%)。

图79: 美元实际有效汇率见顶 12 个月后的黄金表现 (基于 1969 年至 2022 年 12 月之间的月度数据)



资料来源: 世界黄金协会, 国信证券经济研究所整理

从中长期维度来看, 美国主权信用水平和政治稳定性下降将利好金价, 叠加全球地缘政治冲突加剧的大背景下避险情绪的刺激, 海外央行配置黄金需求将持续增加, 黄金价格仍有充足上涨空间, 具备较高的配置价值, 建议保持超配。

加密货币: 减半临近叠加降息周期, 比特币有望进一步上行

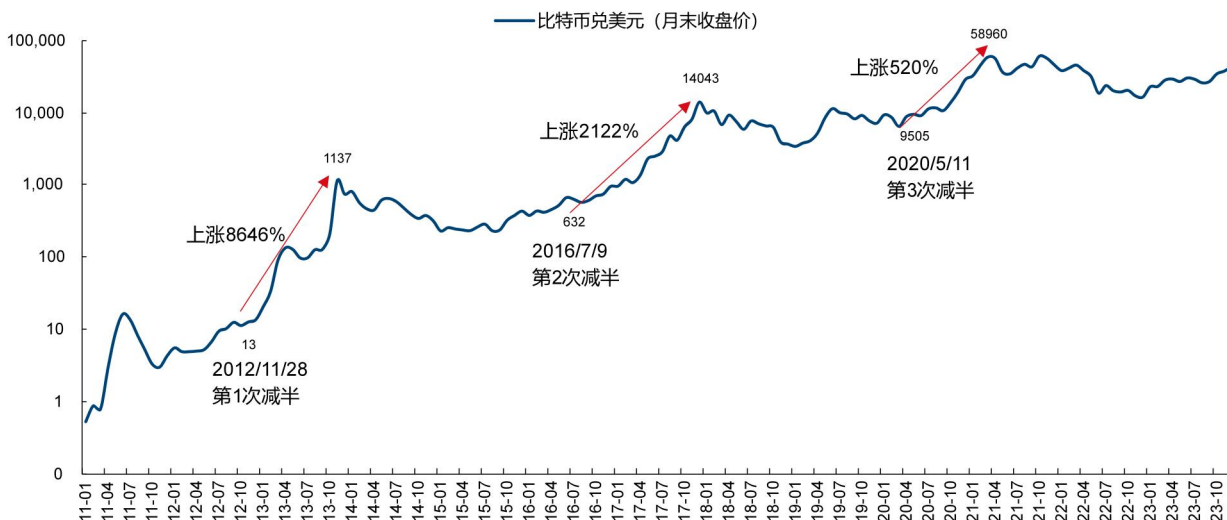
比特币由中本聪于 2008 年发布, 目前是全球最大的加密货币 (截至 2023 年 12 月总市值约为 8400 亿美元), 被数百万人用作支付工具或投资工具, 比特币作为区块链技术的产物, 具有独特的投资价值和潜力。2024 年, 比特币即将迎来历史上第四次减半事件, 叠加美联储降息周期的开启和现货 ETF 的推出, 供需格局变化有望为比特币价格带来进一步上行。

比特币减半的含义和影响

比特币减半是指每当比特币区块链验证 21,000 个区块，矿工得到的区块奖励将会减半，比特币的发行速度也下降到原本的一半。这一机制对于比特币价格有着重要影响，其目的在于控制比特币的通货膨胀。首先，减半事件会导致新流入市场的比特币供应量减少，比特币的稀缺性将进一步凸显，从而对价格产生上涨压力。其次，减半事件往往伴随着市场情绪的大幅波动，矿工往往会因为开采成本的上升而出售他们获得的比特币奖励，投资者对比特币的未来价值也会产生分歧，进一步影响价格走势。

比特币减半大约每四年发生一次，从历史上前三轮减半事件来看，每次减半发生后，比特币价格都在 6-12 个月迅速上涨，并创历史新高。巧合的是，以月末收盘价计算，前三次减半事件后的涨幅依次为 8646%、2122%和 520%，后两次均为前一次涨幅的约四分之一。下一次减半事件预计将在 2024 年 4 月发生，届时供应量的减少或对比特币价格产生上行动力。

图80: 比特币前三次减半事件后价格涨幅

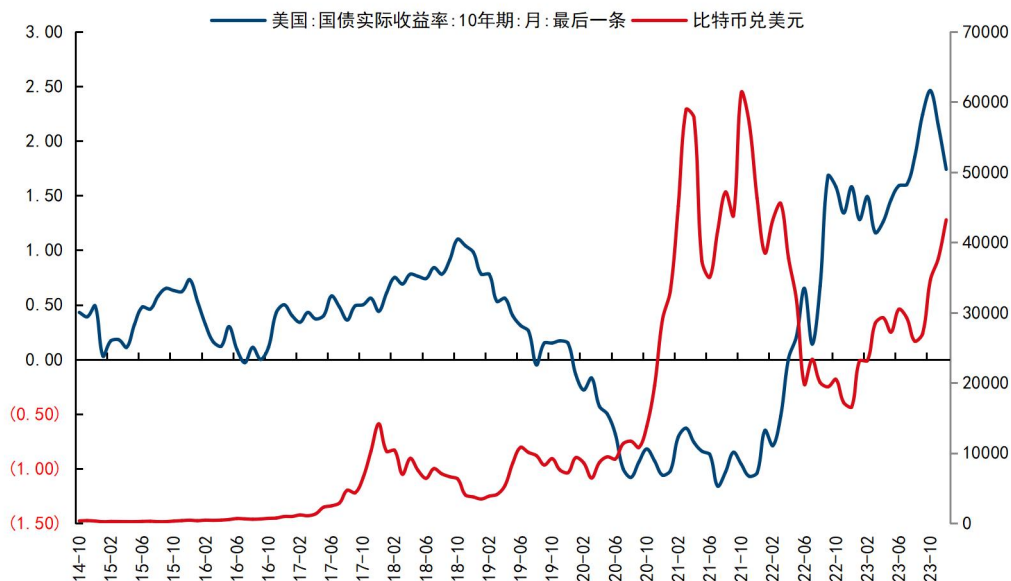


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

美联储降息和现货 ETF 推出的可能性有望助推比特币上行

由于比特币类似黄金，不产生现金流，其持有成本通常以美债实际利率作为锚定标准。历史上来看，比特币价格走势与美债实际利率负相关，尤其是在美债利率大幅波动的时期，负相关性更为显著。2024 年美联储有望开启降息周期，叠加通胀持续回落，美债实际利率有望进一步下行，这将为比特币等风险资产价格上行提供动力。

图81: 比特币价格走势与实际利率负相关



资料来源: Wind, Coin Market Cap, 国信证券经济研究所整理

此外，可投产品的日益丰富也增加了市场对比特币资产的需求。今年以来包括灰度投资、贝莱德、景顺和方舟投资在内的 13 家公司正在向美国证券交易委员会 (SEC) 申请与比特币现货价格挂钩的 ETF。若此类受监管的 ETF 能够顺利发行，将为投资者提供更多的投资工具和选择，进一步推动比特币市场规模的扩大。另一方面，ETF 的推出也将提高市场的透明度和流动性，有助于稳定市场情绪和价格波动。需要注意的是，SEC 对于加密货币市场的监管政策仍然存在不确定性。在批准比特币现货 ETF 之前，SEC 需要评估市场风险、投资者保护等因素。

风险提示

能源价格波动引发通胀反弹的风险；地缘政治风险；美国经济超预期风险；美联储货币政策的不确定性；美国大选年财政政策的不确定性；极端情形下的海外资产没收风险；加密货币资产的价格波动风险、法律监管风险。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032