

# 温和改善再平衡，欲流远先浚泉源

## ——2024 年宏观经济年报

### ■ 内容摘要

2024 年，国内供给约束减弱，需求端在 2023 年疫后修复动力不强的背景下，2024 年维持内需常态化改善态势是稳经济的关键，消费和投资增长在 2023 年基础上会保持回升。

随着收入预期改善及居民“储蓄”释放提升消费潜能及结构升级，2024 年消费增速或仍可保持稳步上行，预期可达 7.5% 左右，略低于 2019 年。

2024 年，在基建和制造业分别拉动 2.1 和 2.5 个百分点，及地产拖累减弱至 -0.6 个百分点的综合影响下，固定资产投资大概率回升至 4%。

2024 年，出口向新贸易伙伴倾斜的新常态格局仍在，全球经济景气水平下半年回升，或带动外需先缓后升，我国出口增速在年中有望转正。

2024 年，上半年美联储将维持利率不变，首次降息或在年中至三季度。美国经济全年增长呈现前高后低，增长逐季回落，降速边际放缓的走势，出现衰退的概率较小。

2024 年货币紧缩对欧洲经济的影响仍将持续，欧洲需求缺乏明显的增长动力，或将维持低迷。上半年欧元区经济仍存在停滞的可能，下半年若经济压力下欧元区通胀出现松动，欧央行启动降息预期下，欧洲经济将逐步企稳，但预计回升力度较弱。

### ■ 核心观点

- 2023 年四季度 GDP 仍能保持 5% 以上的增速，全年 GDP 增速在 5.2%。
- 2024 年经济内生动能还需累积显效，大概率会是趋稳的窄幅波动走势，Q1-Q4 分别为 4.9%、4.6%、4.8%、5.0%，全年增速将保持在 4.8% 左右。
- 2024 年，在生猪库存去化、消费常态化回暖及，原油价格下行有限下，CPI 或将呈现震荡上行态势，全年中枢 1.3%。
- 2024 年，长端利率仍有下行可能。在总需求弹性偏弱的背景下，我国仍将维持财政政策扩张为主，货币政策协同配合，待美联储等海外经济体降息周期启动后，国内货币政策宽松空间也将再度打开。
- 2024 年，A 股的配置价值提升，上半年震荡趋稳可能大，下半年在基本面、政策面环境边际改善下趋于相对乐观。10 年期国债收益率长期仍有进一步下行可能，债市保持谨慎多配。
- 2024 年，金融制约减弱，商品核心驱动更多是基本面主导，需求趋势性破局较难，商品整体向上弹性有限。PPI-CPI 剪刀差延续收窄但回正仍有压力，考虑商品供给结构性分化的影响，能源有色会好于农产品。

寇宁

期货从业资格号：

F0262038

投资咨询从业证书号：

Z0002132

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023 年 12 月 5 日

审核人：车美超

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38 号

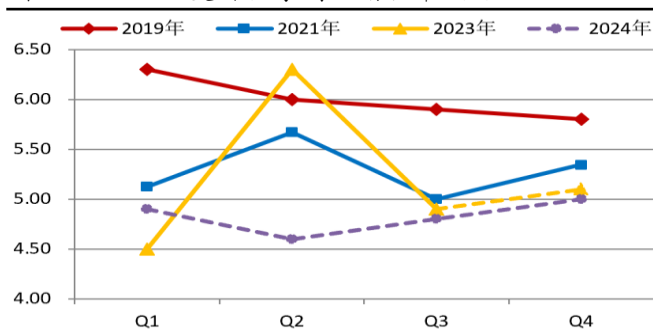
# 目 录

1. 内生动能还需累积 维持 5%增速非易事.....	1
2. 外需或欲扬先抑 内需常态化改善 .....	2
2.1 外需结构有转移 先缓后升出口回正.....	3
2.2 制造业升级持续 盈利补库拉动企稳.....	4
2.3 地产供需两端优化 投资降幅收窄至-3%.....	6
2.4 基建增长有增量 前置发力看 7%.....	7
2.5 消费常态化增长 结构升级需促进.....	8
3.通胀水平缓慢回升 货币宽松空间仍在 .....	10
3.1 消费回暖猪仍去化 CPI 将会震荡上行.....	10
3.2 资金长紧难以持续 内外配合降息开启.....	11
4. 海外需求下行 美强欧弱格局延续 .....	12
4.1 美国经济温和调整 全年前高后低.....	12
4.2 上涨动力不足 欧洲需求仍将低迷.....	16
5. 估值回归股优于债 商品存压弹性有限 .....	19
免责声明.....	21

## 1. 内生动能还需累积 维持 5% 增速非易事

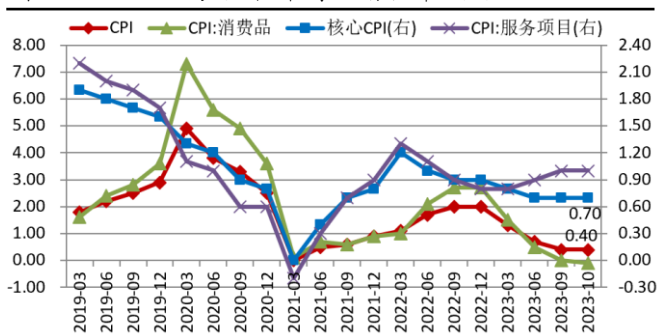
2023 年，在国内政策不断发力支撑经济延续弱复苏，年内经济复合增长率保持在潜在经济增速 4.7% 附近，相较疫前和 2021 年修复水平仍有回落。节奏上，上半年有疫后集中释放和低基数的影响，下半年经济景气水平有所企稳，前三季度 GDP 增速在 5.2%。从三大需求的贡献来看，2023 年消费支出是经济增长的主要贡献项，四季度消费仍会延续复苏，投资和出口的边际放缓压力也开始缓解，预计四季度 GDP 仍能保持 5% 以上的增速，2023 年 GDP 增速在 5.2%，全年较 2019 年复合增长 4.67%（见图 1.1 和图 1.2）。

图 1.1: GDP 不变价当季同比增长率 (%)



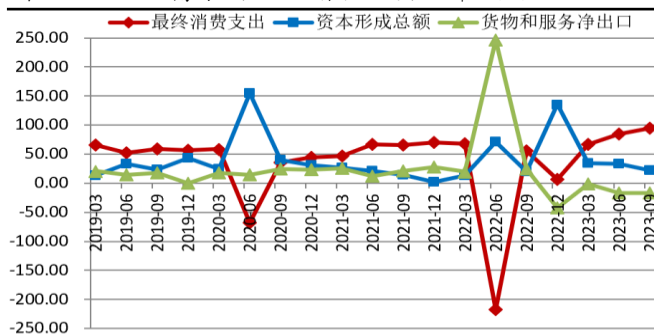
资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 1.3: CPI 及分项累计同比增长率 (%)



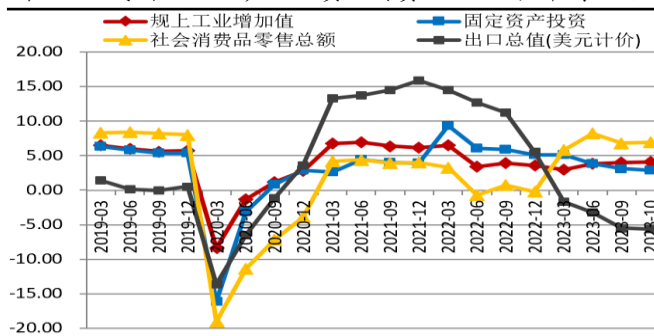
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 1.2: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 1.4: 我国工业生产、投资、消费及出口累计同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

2023 年，国内 CPI 前三季度加速回落，进入四季度开始趋稳，由 2022 年的 2% 回落至今年 9 月的 0.4%，10 月持平在 0.4%。分项来看，核心 CPI 总体平缓仅小幅下降 0.2 个百分点；服务项目价格起到关键，年内未降反升；而消费品价格明显回落，是制约 CPI 企稳回升的主因（见图 1.3）。在国内消费延续复苏且对经济增长形成重要贡献的基础上，服务项目和消费品价格走势分化，反映出消费复苏也有结构性问题，尤

其可选品消费的增长还有较大的修复空间。

从供需角度来看，年内国内工业生产保持较为稳定的增长趋势，规模以上工业增加值从一季度的 3% 逐渐回升至第三季度的 4%，10 月进一步回升至 4.1%。需求端，在服务消费和必需消费的带动下，社会消费品零售总额增速稳中由升，但投资增速边际放缓和出口持续负增长且降幅扩大形成拖累（见图 1.4）。在生产稳定回升，而内需恢复不稳且外需承压的背景下，工业品价格承压下行，PPI 上半年扩大，但下半年趋稳。在国内低通胀、需求修复不稳的局面下，政策仍会保持宽松发力来促进内生动力的提升。2024 年也仍具备积极政策发力的条件，叠加基数效应，预计 2024 年投资和出口增速会有企稳回升；同时，在消费回归正常化下，结构性向全面改善的空间也会有进一步提升。2024 年政策仍会前置发力，但经济内生动能还需累积显效，2024 年经济大概率会是趋稳的窄幅波动走势，Q1-Q4 分别为 4.9%、4.6%、4.8%、5.0%，全年增速将保持在 4.8% 左右（见图 1.1）。

## 2. 外需或欲扬先抑 内需常态化改善

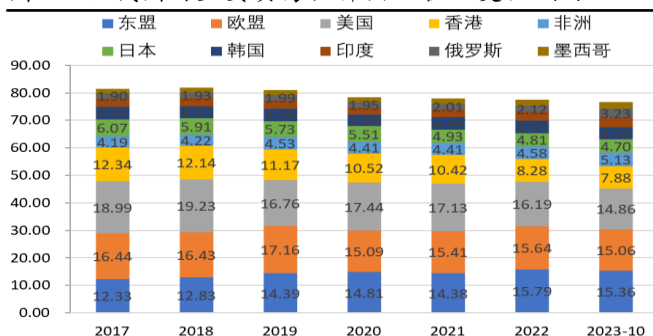
2024 年，出口向新贸易伙伴倾斜的结构转移新常态格局仍在，随着欧美经济衰退压力在 2024 年内释放，全球经济景气水平下半年回升，美国库存开启回补，或带动外需先缓后升，我国出口增速在年中有望转正。而国内供给约束减弱，需求端在 2023 年疫后修复动力不强的背景下，2024 年维持内需常态化改善态势是稳经济的关键，消费和投资增长在 2023 年基础上会保持回升。随着收入预期改善及居民“储蓄”释放提升消费潜能及结构升级，2024 年消费增速或仍可保持稳步上行，预期会逐步向 2019 年疫前水平靠近。2024 年高技术和装备制造业景气水平延续扩张且有加快可能，加上政策对科技创新等重点领域提供支持，以及促进需求的好转带动企业进入补库周期，制造业投资增速或进一步企稳回升。预计房地产行业融资政策持续优化，保交楼政策延续，加上城中村改造等需求端新增量拉动，供需两端优化，2024 年房地产投资有望降幅收窄但依然难回正。基建投资有新增国债增量，专项债投向基建领域的占比也还会在 60% 之上，但扩增空间不会太大，财政端的发力持续性仍有制约，考虑到明年稳增长，政策需前置发力，预计 2024 年基建投资全年较今年会有回升。在基建和制造业分

别拉动 2.1 和 2.5 个百分点，及地产拖累减弱至-0.6 个百分点的综合影响下，固定资产投资大概率回升至 4%。

## 2.1 外需结构有转移 先缓后升出口回正

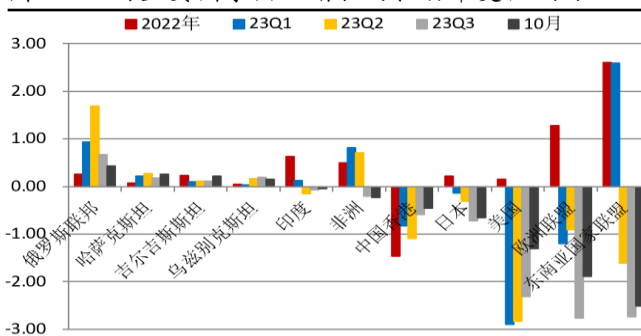
自 2019 年以来，我国出口的前十大主要贸易伙伴合计占比逐年降低，集中度呈现减弱。2023 年前 10 个月，前十大出口占比合计为 76.58%，较 2022 年减少 0.8 个百分点，较 2018 年更是大幅下降了 5.35%。这可以追溯到 2018 年 7 月开始的中美贸易摩擦，使得中国出口至欧美产品份额明显缩减，期间占比下降 5.73%。同期，中国出口至东盟份额占比增加了 2.53%；此外，对俄罗斯和非洲出口占比也有显著的提升，合计增加了 2.21%，出口国别结构转移成为当前贸易的新常态（见图 2.1）。进入 2023 年，对欧、美、日等经济体出口的拉动率均由正转负，对东盟出口也从第二季度开始转负，而以俄罗斯、哈萨克斯坦及非洲等为代表的出口拉动率走高，下半年以来向新贸易伙伴倾斜有短期波动，拉动虽有所弱化，但总体较 2022 年仍有增长，起到支撑作用；同时，2023 年对美出口的拉动虽较去年走低，但拖累有逐季减弱迹象，年内美国经济的韧性是关键（见图 2.2）。

图 2.1：我国对主要贸易伙伴出口占比变化（%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.2：对主要国家出口增长的拉动率变化（%）



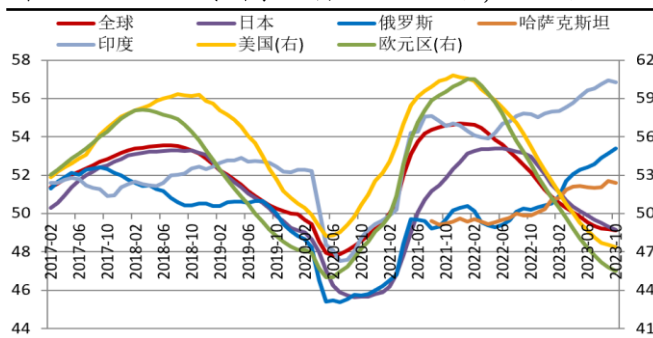
资料来源：Wind，一德宏观战略部

以各国制造业 PMI 的 12 个月移动平均来刻画经济周期走势变化，当前全球制造业 PMI（12MMA）处于周期底部，欧美经济景气水平偏低制约；但全球经济景气周期降势趋缓，俄罗斯、印度等新兴市场国家经济景气整体向好拉动（见图 2.3）。预计 2024 年随着欧美经济景气水平的逐渐触底，新兴经济体景气扩张延续，全球经济景气水平会在上半年企稳，下半年回升，带动外需先缓后升，对应我国出口增速即使短期有波动也会保持降幅收窄趋势不变，在年中有望看到出口增速的转正。

请参阅最后一页的免责声明

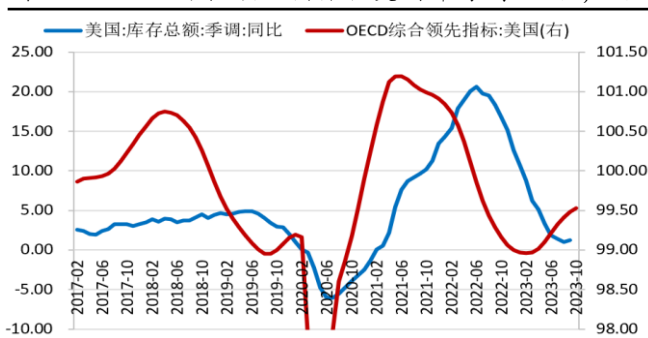


图 2.3: 出口主要国家的制造业 PMI (%) (12MMA)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.4: OECD 综合领先指标和美国库存同比 (1, %)



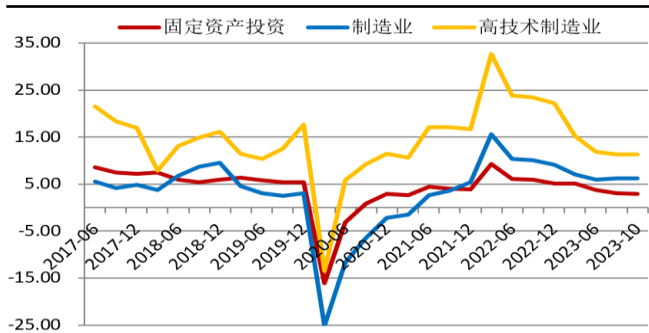
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

考虑到 2023 年我国对美国出口占比下滑幅度较大, 截至今年 10 月数据, 美国已由去年的我国第一大贸易出口国降至第三, 但年内对我国出口的拖累是有减弱的。我们从美国当前的库存水平来预估 2024 年我国对美出口的变化影响, OECD 综合领先指标领先美国库存周期 2-3 个季度, OECD 综合领先指标在 2023 年初触底, 美国库存同比自去年 6 月以来持续下行, 当前企业补库意愿较前期有所改善, 美国库存增速也出现边际企稳的迹象 (见图 2.4)。加上美国库存销售比也自 7 月开始走低, 库销比又与我国对美国出口增速基本负相关, 预计今年年末美国去库基本结束, 2024 年美国库存开启回补将对我国出口产生有效拉动。同时考虑基数影响, 2024 年出口增速会是先缓后升, 全年增速或在 2%。

## 2.2 制造业升级持续 盈利补库拉动企稳

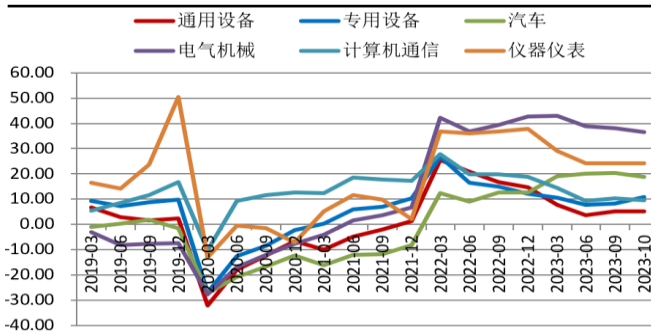
2023 年, 固定资产投资延续放缓趋势, 1-10 月累计同比增长 2.9%, 较三季度进一步回落 0.2 个百分点, 较上半年和 2022 年则分别回落 0.9 和 2.2 个百分点。年内投资的回落主因年内地产投资增速的降幅扩大, 以及基建投资下半年增速边际放缓; 而制造业投资趋稳且下半年有所回升, 是投资回落幅度减弱的主要支撑。1-10 月, 制造业投资增速 6.2%, 与 9 月持平, 但较上半年回升 0.2 个百分点; 其中, 高技术制造业投资增速依然快于整体制造业, 制造业升级趋势持续, 1-10 月, 高技术制造业投资同比增长 11.3%, 也持平 9 月 (见图 2.5)。行业上, 年内电气机械、仪器仪表制造业投资持续保持在 20% 以上的增速, 汽车制造业投资增速前三季度逐季回升也突破 20%, 是高技术制造业投资在较高增速的关键拉动; 之外, 通用设备、专用设备下半年开始止跌回升, 带动了制造业的总体企稳 (见图 2.6)。

图 2.5: 固定资产投资及制造业累计同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

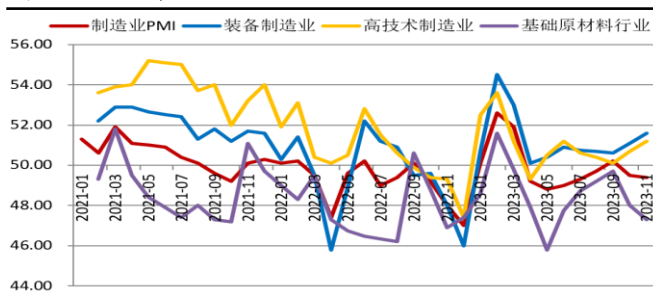
图 2.6: 主要高技术制造业投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

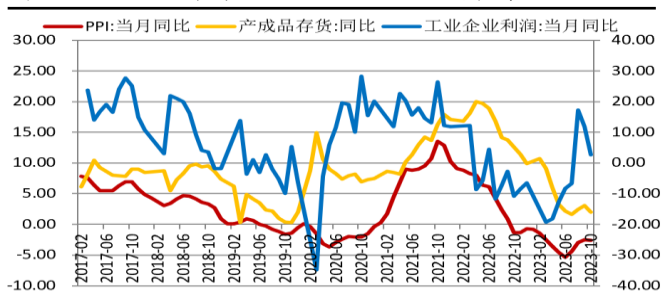
从制造业 PMI 景气情况来看, 在 10 月和 11 月制造业 PMI 连续两个收缩且延续下滑下, 11 月的装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 51.6%和 51.2%, 保持较高景气水平, 较三季度明显回升, 且年内基本一直保持在扩张区间, 相关出口也有改善, 带动了国内高技术制造业的较高增长。而传统高耗能的基础原材料行业景气低迷, 制约了石油加工、化学纤维、非金属矿物及黑色冶炼的投资增速, 也反映了经济结构转型下制造业的升级趋势 (见图 2.7)。在经济转型背景下, 2024 年高技术和装备制造业景气水平延续扩张且有加快可能, 同时电动汽车、电池及相关设备等产品出口占比增长还会带动国内相关制造业的增长。另外, 随着 PPI 的降幅收窄, 虽然当前过程会有波折, 但 2024 年总体改善趋势不变, 且在二季度有望看到同比转正。且截至 10 月, 工业企业利润连续 3 个月正增长, 原材料制造业利润同比降幅也有所收窄; 2024 年 PPI 同比转正将会促使工业企业利润延续复苏格局。加上政策对科技创新等重点领域提供支持, 以及促进需求的好转也将带动工业企业进入补库周期, 对制造业投资的拖累也会减弱 (见图 2.8)。预计 2024 年制造业投资增速会进一步企稳回升至 7.0%, 节奏上下半年要好于上半年, 前期需求还未恢复稳定会对增长形成扰动, 2024 上半年制造业投资增速可能会低于 2023 年四季度的 6.3%。

图 2.7: 不同制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 2.8: PPI、库存及工业企业利润当月同比 (%)



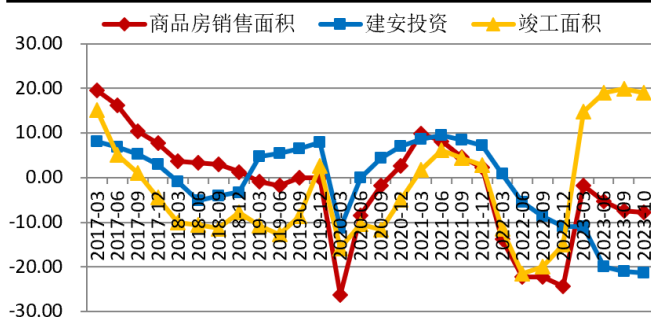
资料来源: Wind, 2021 年利润数据为两年复合增长率

请参阅最后一页的免责声明

### 2.3 地产供需两端优化 投资降幅收窄至-3%

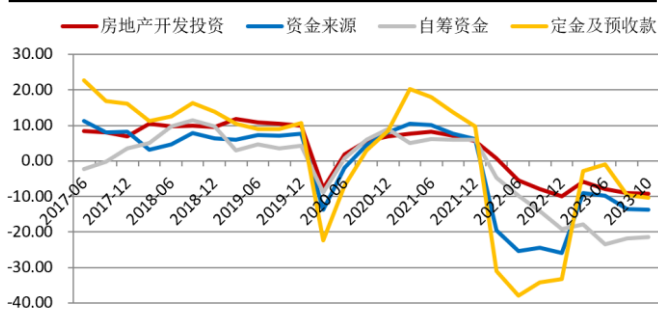
2023年以来，房地产投资增速持续下探，主因行业供求关系改变及市场信心不足导致商品房销售低迷态势难改；而保交楼政策下，“竣工强、开工弱”的格局贯穿全年，但随着时间推移，保交楼效果在四季度也基本触顶，拉动效用开始减弱。截至10月，保交楼政策已一年有余，竣工面积由去年7月的历史新低-23.3%回升至今年7月最高20.5%，而后开始高位调整，10月至19%。央行在2023年第二季度货币政策执行报告提出，延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末。预计2024年上半年保交楼仍将继续发力，但10%以上的高增速恐难以为继，另外连续两年大幅回落的新开工面积也将对竣工面积增速构成制约，明年年末还有可能回落至负增长区间。2024年的房地产销售受2000年后出生人口明显减少适龄购房需求及市场信心恢复偏缓的影响，增速回正希望也较为渺茫。但优化调整的房地产政策依旧积极，终端需求不强但降幅也会较今年有所收窄，预计2024年销售面积或有11.6亿平方米，增速全年在-5%左右。在需求预期未能实质好转下，销售、拿地也难明显改善，对2024年的新开工增速回升转正也承压较大。在“竣工强、开工弱”的格局短期不改下，会导致施工快速下降，建安工程投资增速也仍将延续负增长。10月建安投资累计同比下降21.3%，较上半年降幅扩大1.3个百分点，较2022年更是大幅回落18.9个百分点（见图2.9）。10月底中央金融工作会议提出，加快保障性住房、城中村改造等“三大工程”建设。城中村改造和保障性住房建设将是2024年建安投资企稳的重要支点，根据我们前期估算，每年城中村的改造投资规模在近4000亿元，每年200万套的保障性住房的投资体量规模大约在6000亿元，合计约1万亿的投资可带动房地产投资8个百分点。

图 2.9：房地产销售、竣工面积及建安投资累计同比(%)



资料来源：Wind，2021年数据为两年复合增长率

图 2.10：地产开发资金：定金及预收款+按揭(亿元)



资料来源：Wind，2021年数据为两年复合增长率

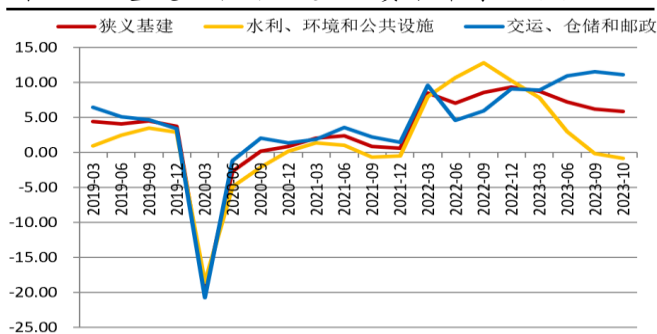


此外，房地产行业还面临的一大问题是房企资金链压力，在房地产开发资金来源中，所有渠道的到位资金都大幅下降，其中占比较高的自筹资金和定金及预收款的下滑拖累较大。定金及预收款更多反映了市场需求，自筹资金则反映房企的融资能力，截至10月，房地产开发资金累计同比下降13.8%，降幅较二、三季度均有扩大，其中自筹资金10月同比下降21.4%，但占比回升至32%，这与央行加大面向房企的融资支持力度有关。随着房地产行业的融资政策持续优化，保交楼政策延续，加上城中村改造等需求端新增量拉动，供需两端优化，预计2024年房地产投资有望降幅收窄至-3%。

## 2.4 基建增长有增量 前置发力看7%

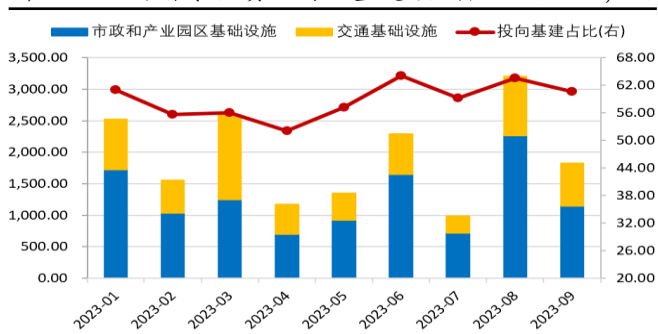
2023年因专项债发行节奏斜率偏缓，并未像2022年一样明显前置，加上未有额外的政策增量支持，基建投资的支撑效用边际减弱，年内增速连续调整。2023年1-10月，狭义基建投资增长5.9%，较9月和2022年分别回落0.3、3.5个百分点。其中，交通运输、仓储和邮政投资10月累计增速为11.1%，较2022年反增2个百分点，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速年内都在20%以上；但水利、环境和公共设施管理业年内投资增速持续回落，三季度开始转入负增长，较2022年更是大幅回落11.1个百分点，是2023年基建投资的主要拖累项（见图2.11）。十月末宣布的万亿国债主要用于灾后恢复重建和城市排水防涝工程等，凸显积极财政信号，中央财政或成为明年拉动基建投资的重要动力，其中水利领域将成为发力重心，预计可对基建增速拉动6.4个百分点。

图 2.11：基建及水利、交运投资累计同比（%）



资料来源：Wind，2021年数据为两年复合增长率

图 2.12：新增专项债投向及基建领域占比（亿元，%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

11月27日，央行发布三季度货币政策报告，强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节”“充实货币政策工具箱”，财政政策支持授权提前下达2024年地方政府债务

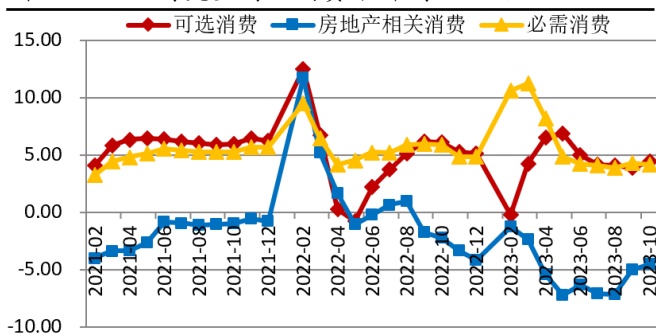
请参阅最后一页的免责声明

限额，表明 2024 年政策仍将延续发力基建投资。今年前 10 个月，各地在批准下达的新增债务限额内，发行用于项目建设的专项债券 3.68 万亿元，发行进度 96.8%，投向基建领域的占比超过六成，其中传统基建（市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施建设等）专项债投向占比有五成，对保障重点项目建设资金需求、拉动基建投资增长起到了积极作用（见图 2.12）。2024 年专项债投向 10 大领域整体保持不变，充换电基础设施、数据中心等新基建有望获专项债支持，而城中村改造和保障性住房建设会被扩增纳入保障性安居工程而占比增加，预计 2024 年专项债投向基建领域的占比还会在 60%之上，但扩增空间不会太大。另外，在地产销售复苏缓慢和土地市场热度低迷的背景下，土地出让金收入继续下探，预计明年政府性基金支出仍将受到一定限制。而且 10 月基建类公共财政支出当月同比增速结束连续回升趋势至-7.0%，显示财政端在基建领域的发力持续性仍有不足。在 2024 年新增专项债规模与 2023 年持平在 3.8 万亿元、新增国债增量，以及公共财政赤字率扩张带动财政端基建支出占比小幅抬升，但土地出让金制约的情况下，考虑到明年稳增长，政策需前置发力，预计 2024 年基建投资全年或可达到 7%的增速。

## 2.5 消费常态化增长 结构升级需促进

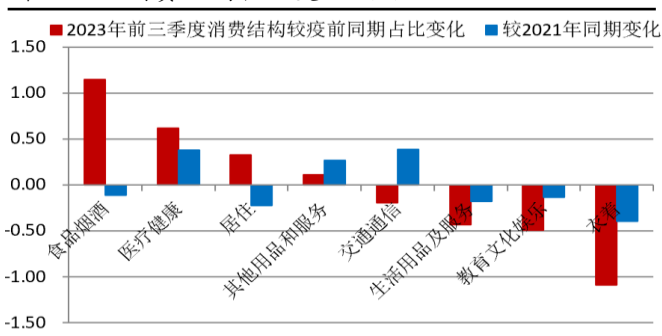
在 2022 年末疫情防控限制解除后，2023 年消费明显复苏。在基数因素影响之下，2023 年疫后消费复苏呈现前高后低走势。1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 6.9%，增速较上半年回落 1.3 个百分点，但较三季度回升 0.1 个百分点，表明下半年以来，消费保持恢复态势但提升缺乏强支撑。限额以上商品零售中，可选消费和必需消费较 6 月均有小幅回落，制约总体向上恢复空间；房地产相关消费 9 月以来受竣工增速滞后反应拉动降幅收窄，可选消费 10 月也有边际回升，反映居民消费动力有所提升，同时高竣工的滞后拉动效用在 2024 年初也会延续（见图 2.13）。另外，考虑 2023 年服务消费影响，从前三季度居民人均消费支出结构上看，交通通信、教育文娱的消费占比较 2017-2019 年同期水平还有回落，居住、其他用品和服务占比小幅提升 0.33%和 0.11%；与 2021 年同期相比，交通通信消费占比提升了 0.39%，反映疫后出行明显改善，但仍不及疫前水平，教育文娱的改善空间比较大，或意味着消费结构升级还需政策促进拉动（见图 2.14）。

图 2.13: 不同类型商品消费累计同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

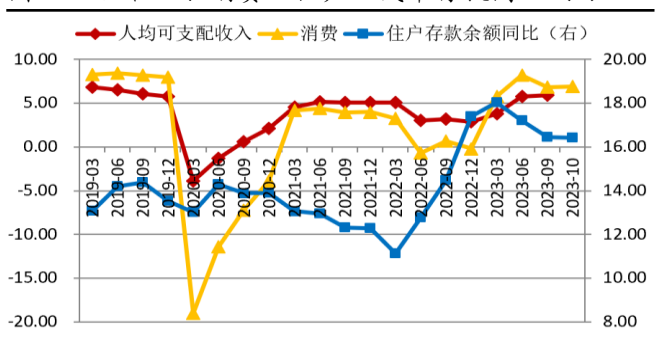
图 2.14: 消费结构占比变化 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

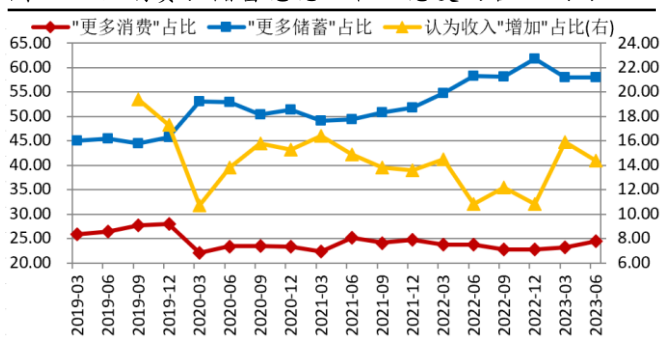
但收入预期改善不强, 是消费恢复持续性不足的主因。从收入增长水平和预期变化来看, 三季度, 居民人均可支配收入实际累计同比 5.9%, 较二季度仅回升 0.1 个百分点, 但仍不及疫前 2019 年同期的 6.1%; 二季度收入感受指数中认为收入“增加”的比例为 14.4%, 不及一季度的 15.9% 和 2021 年同期的 14.9%。2024 年稳经济及稳就业政策还需加力来促进居民收入预期的改善。另外, 居民消费意愿回升空间也较大, 据央行城镇储户问卷调查, 2023 年 Q2 倾向于“更多消费”的居民比例较一季度提升 1.3 个点至 24.5%, 但依然低于疫情前 2017-2019 年的均值水平; 倾向于“更多储蓄”的居民比例较 2022 年有明显下降, 2023 年住户存款余额增速也连续回落, 表明居民的消费意愿有所改善。加上企业利润率的改善也可拉动企业扩产投资能力, 有助于居民就业和收入增长。随着收入预期改善及居民“储蓄”释放均有利于提升消费潜能, 2024 年消费复苏有望步入常态化增长推进期, 消费增速在 2023 年的基础上保持稳步上行, 预期可达 7.5% 左右, 略低于 2019 年的 8%。

图 2.15: 收入、消费及住户人民币存款同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 2.16: 消费、储蓄意愿及收入感受的占比 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

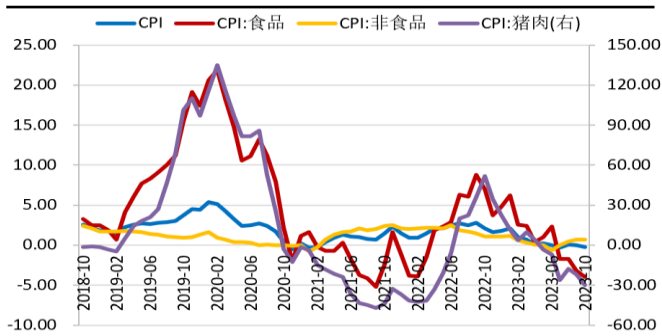
### 3.通胀水平缓慢回升 货币宽松空间依在

2023 年 CPI 前高后低，食品项的扰动大，主要是猪价走低拖累。年末猪肉消费旺季，有望带动 CPI 回正后小幅回升。2024 年，生猪库存去化对 CPI 中后期的拉动更大，消费常态化回暖可带动商品消费价格回升，叠加 2024 年原油价格中枢继续下行可能较小，预计 2024 年 CPI 或将呈现震荡上行态势，全年中枢 1.3%。2023 年政策利率再下台阶，但资金利率中枢下行并不明显。货政执行报告强调利率政策的协同性，资金面后续继续收紧的概率不高，长端利率仍有下行可能。2024 年经济将会延续常态化修复，但外需风险不可忽视。在总需求弹性偏弱的背景下，我国仍将维持财政政策扩张为主，货币政策协同配合，待美联储等海外经济体降息周期启动后，国内货币政策宽松空间也将再度打开。

#### 3.1 消费回暖猪仍去化 CPI 将会震荡上行

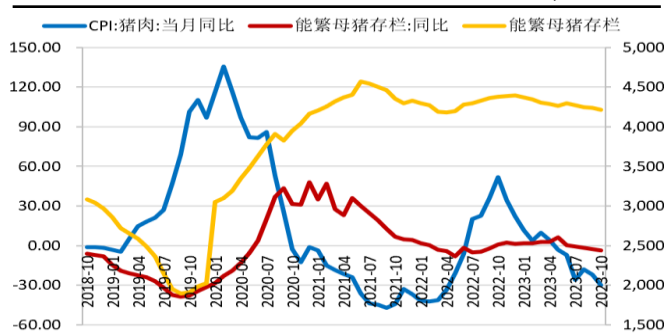
2023 年 CPI 整体震荡下行，三季度末开始有所企稳。CPI 前高后低，从年初的 2.1%（翘尾因素 1.3%）降至 7 月的-0.3%，而后企稳回正，10 月再度跌至负值区间，主要受食品 CPI 的扰动，非食品价格相对有韧性。食品 CPI 主要是受年内猪价低迷拖累，下半年以来当月同比转负且降幅持续扩大；非食品 CPI 先降后升，下半年以来从 0%增至 0.7%，服务项目价格起到主要支撑（见图 3.1）。猪价作为食品项 CPI 的主要扰动项，年末是猪肉消费传统旺季，有望带动猪价温和上行，年末 CPI 有望回正后小幅回升。

图 3.1: CPI 及分项当月同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 能繁母猪存栏量及猪肉 CPI 同比 (%)，(万头)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

12 月初生猪价格呈现窄幅上涨，但截至 12 月 4 日，猪粮比价仍有小幅回落至 5.12，

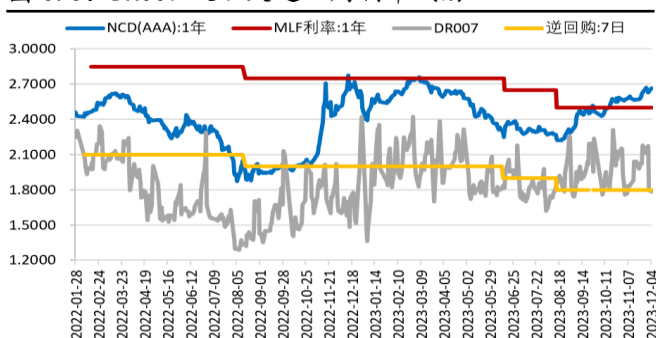


生猪养殖利润率亏损扩大。加上能繁母猪存栏仍处高位，库存去化不及预期，使得猪价缺乏持续上涨动力，反弹空间或有限。但能繁母猪存栏量同比增速自 2023 年 4 月以来持续下行，10 月同比下降 3.9%，连续四个月负增长，且降幅还在扩大，预计对 2024 年 CPI 中后期的拉动更大（见图 3.2）。之外，商品消费恢复不强是 2023 年核心 CPI 受制约的关键因素，而 2024 年在预期居民收入改善带动消费常态化回暖；叠加 2024 年原油供需紧平衡的预判，价格中枢继续下行可能较小。整体来看，2024 年 CPI 或将呈现震荡上行态势，年内高点或在四季度突破 1.5%，全年中枢 1.3% 左右。

### 3.2 资金长紧难以持续 内外配合降息开启

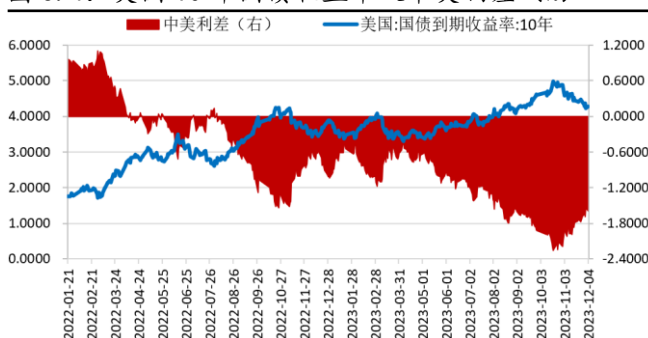
2023 年政策利率再下台阶，但资金利率中枢下行并不明显，资金面经历“紧→松→紧”三个阶段，长端利率呈“N”型走势。2023 年经济基本面修复较为曲折，引发政策预期转变，是影响利率走势的核心因素。三季度由于政策层面关注防范金融空转和稳定汇率，资金利率上行回归利率走廊；9 月底开始的特殊再融资债密集发行，以及国债超计划增发，资产供给放量使得资金面难以改善，四季度继续上行。而短端利率随着跨月结束，DR007 利率向政策利率回归（见图 3.3）。三季度货币政策执行报告强调了利率政策的协同性，进一步推动金融机构降低实际贷款利率，资金面后续继续收紧的概率不高，长端利率仍有下行可能。

图 3.3: DR007 及 7 天逆回购利率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 美国 10 年国债收益率及中美利差 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

在预计 2024 年经济将会延续常态化修复，但内生动能仍需激发的基础上，逆周期调节政策仍会延续发力，财政政策也会有所扩张。从经济修复的节奏需求上看，2024 年初还会是政策集中发力阶段，以确保经济延续回暖趋势；但海外主要经济体大多处于较高利率的环境中，随着海外经济需求的走弱，我国经济修复在外需扰动下的内生

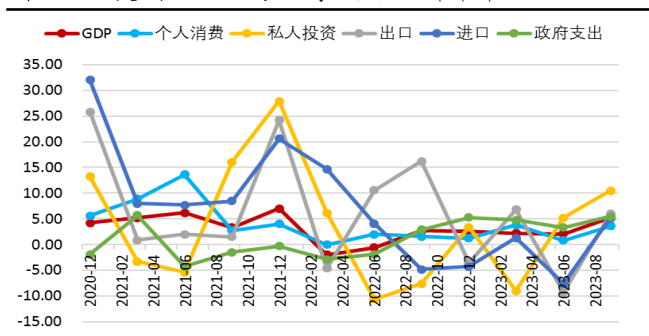
修复也或将会面临波折。在总需求弹性偏弱的背景下，我国仍将维持财政政策扩张为主，引导扩内需、稳经济的主基调，预计 2024 年我国财政赤字率在 3.5% 以上，新增专项债的规模或将持平今年在 3.8 万亿左右。同时，货币政策协同配合，待美联储等海外经济体降息周期启动后，国内货币政策宽松空间也将再度打开，通过降准降息的总量政策进一步引导融资成本下降，中国 10 年期国债收益率也会在进一步下行后震荡趋稳，利率低点 2.5% 有支撑。而美国经济当前已有走弱迹象，预计 2024 年在降息前将继续温和降温，美债利率的高位回落对中美利差和人民币汇率压力均有缓解，海外资金流入环境会有边际改善（见图 3.4）。而结构上，国内货币端还将继续通过结构性工具引导信贷资金支持五大金融等重点领域和实体经济薄弱环节。

## 4. 海外需求下行 美强欧弱格局延续

### 4.1 美国经济温和调整 全年前高后低

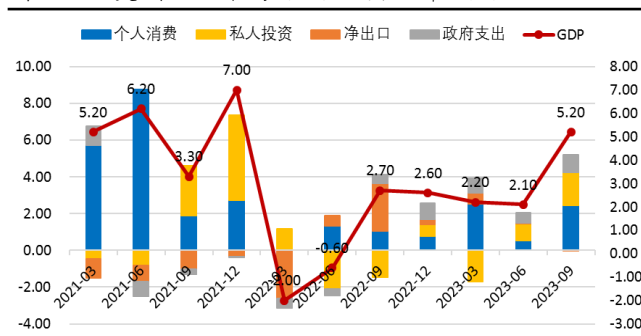
2023 年，在美联储加息缩表的双重影响下，美国经济展现出超预期的韧性，经济增长持续高于预期，2023 年三季度，美国 GDP 同比增长 5.2%，其中，消费和投资分别拉动 GDP 增长 2.44 个百分点、1.82 个百分点，是主要贡献（见图 4.1 和图 4.2）。

图 4.1：美国 GDP 及分项季调环比折年率（%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.2：美国 GDP 各分项环比贡献率（%）

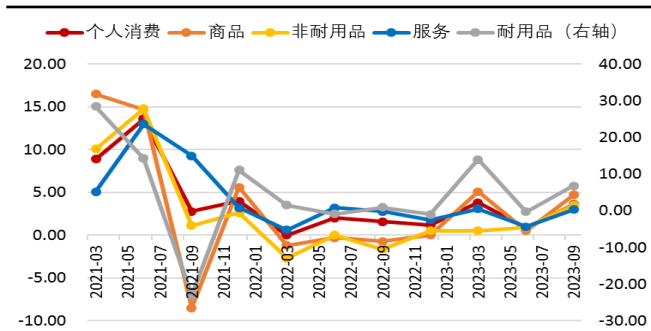


资料来源：Wind，一德宏观战略部

2023 年，美国消费支出的支撑主要来自疫后劳动力市场紧张带动的薪资上涨及美国国税局所得税等级通胀调整对居民收入保护，因此，尽管自年初以来，居民消费支出增长高位回落，但始终维持 5% 以上较高增长，且在可支配收入更快增长的情况下，耐用品消费维持强劲抬升了 GDP 个人消费的总体增速（见图 4.3）。下半年以来，随

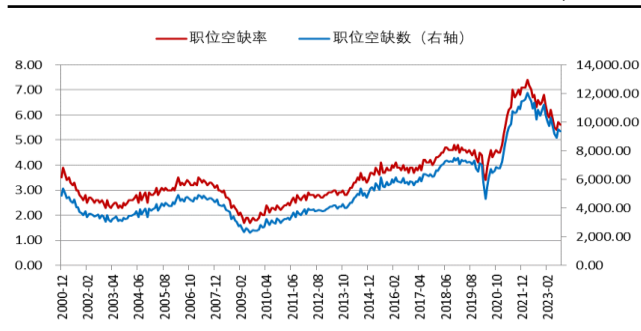
随着疫后超额需求的逐渐释放，美国劳动力市场职位空缺数持续下降，劳动力市场紧张缓解，薪资增长于下半年连续回落。同时伴随利率上涨，信贷收紧打击了消费者对耐用品、汽车和房屋的需求，四季度以来，美国消费支出显著走软，10月，美国零售销售环比下滑0.1%，3月以来首次负增长，11月美国密歇根大学消费者信心指数创下60.4的六个月新低。后市看，随着就业市场的松动，居民收入增长承压将进一步对消费形成压力。但同时，考虑到当前美国职位空缺率及空缺数仍处于历史较高水平，对失业率的下降形成缓冲，预计美国劳动力市场降温程度相对温和（见图4.4）。此外，在美联储结束加息周期的预期下，利率上涨对消费的压力边际趋缓。最后，美国国税局公布2024年的联邦所得税等级上调5.4%，尽管低于2023年的7.2%，但远高于2.7%的PCE通胀水平，税收保护对收入的支撑依旧存在。预计2024年美国消费将延续下半年以来的下行趋势，但仍能维持小幅增长，出现衰退的概率较小。

图 4.3：美国消费支出及分项季度同比（%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

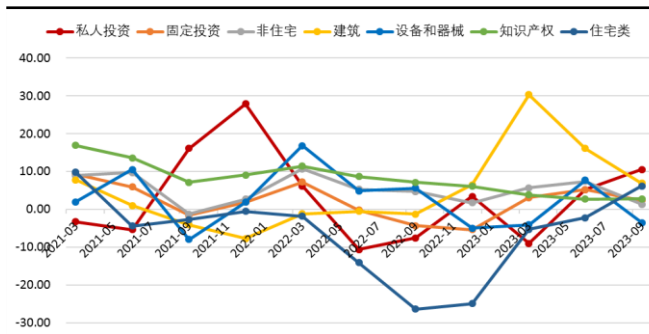
图 4.4：美国职位空缺数与职位空缺率（千人，%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

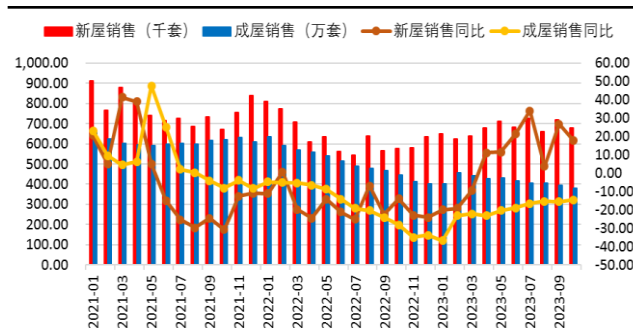
2023年，美国私人投资在利率持续走高下逆势上涨，三季度美国GDP私人投资同比增长达10.5%。美国投资的高增一方面来自建筑投资维持高增，另一方面来自住宅投资的持续恢复。2023年，由于成屋供给不足，购房需求转向新屋市场，受到住房结构性短缺的刺激，建筑商加大新屋建设。目前的美国房产库存量只有疫情前的一半，美国房产中介库存量是3个月的销售量左右，远低于6个月的平衡点。预计在美联储结束加息背景下，2024年随着美债利率见顶回落，因利率上涨对房屋销售的压力趋向减轻，房屋市场将维持供不应求格局，销售增长仍将继续推动住宅投资的回升（见图4.5-4.8）。

图 4.5：美国私人投资及分项季度同比 (%)



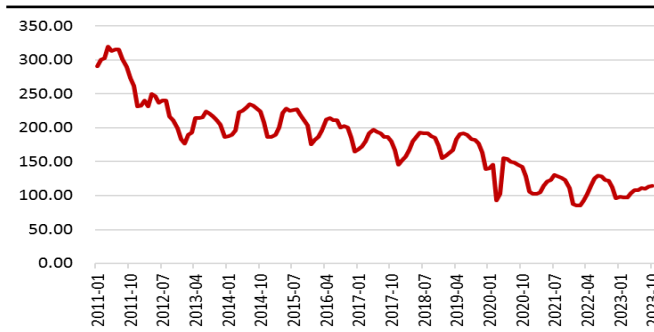
资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.6：美国新屋销售与成屋销售



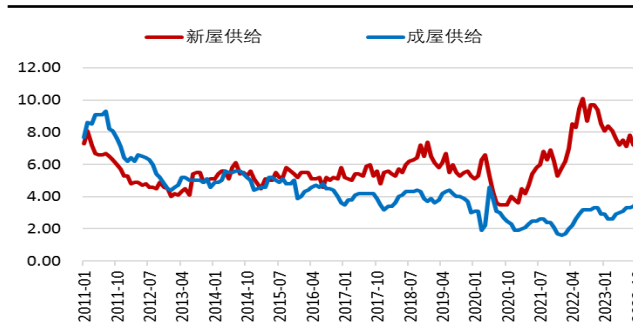
资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.7：美国成屋库存 (万套)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.8：美国新屋与成屋月度供给 (月)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

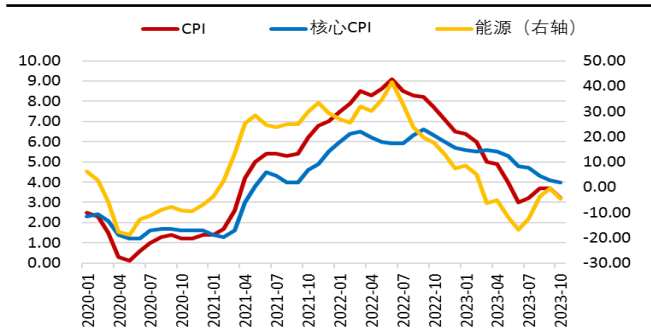
建筑投资反映了拜登政府再工业化政策下，财政对制造业投资的拉动。在疫情冲击及大国博弈的背景下，再工业化目标已成为两党的共识，预计 2024 年对制造业的补贴将不会受到两党预算谈判的影响，根据 CBO 测算，IIJA、CHIPS 和 IRA 三大法案预计将在 5 年内（2022-2026 年）增加政府预算支出合计约 2700 亿美元，其支出高峰或在 2024-2027 年，期间每年新增支出高达 600-900 亿美元。财政支持增强下，建筑投资仍将维持一定增速。

货币政策上，今年以来美国通胀水平持续下行，至 10 月美国 CPI 同比增长 3.2%，较 2022 年末显著回落了 3.3 个百分点，11 月美联储年内再次暂停加息以来，美国就业市场的不断降温，10 月新增非农就业人口 15 万人，创 2023 年 6 月以来最低，失业率上升 0.1 个百分点至 3.9%，通胀与就业市场降温下，本轮美联储加息大概率结束（见图 4.9）。但考虑到政府加杠杆下商业银行对美债的承接能力有限，下半年以来美国财政部依靠发行短期国债吸引货币基金将隔夜逆回购资金转为短期国债，在此背景下，美联储需维持较高的政策利率以保持一定的短债利率与逆回购利率利差，防范资金回



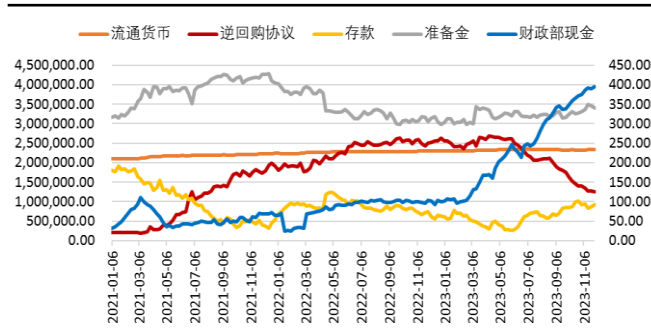
流对流动性的影响（见图 4.10）。而在财政支持下，预计上半年美国经济降温温和，核心通胀支撑较强，同时，在 OPEC+减产信心不足下，原油价格仍有走高可能再度推升通胀。预计 2024 年上半年美联储将维持利率不变，首次降息或在年中至三季度。

图 4.9：美国 CPI (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

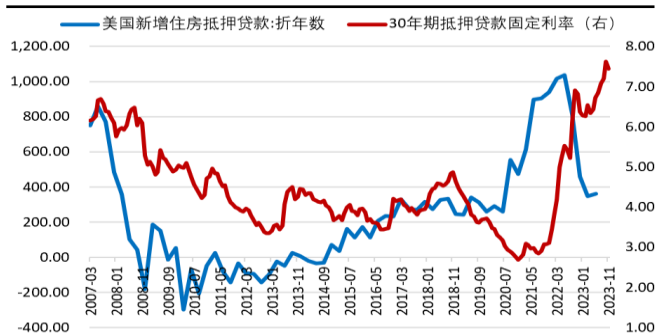
图 4.10：美联储负债规模及结构（百万美元）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

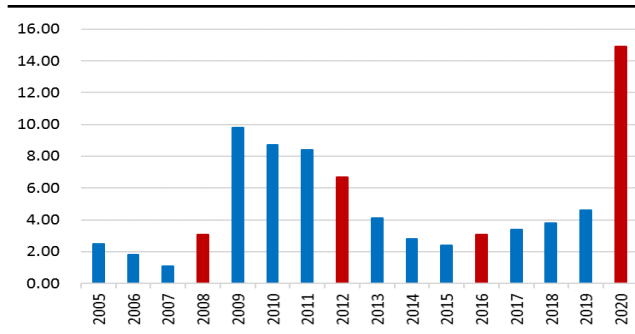
预计 2024 年，美联储加息对经济的滞后影响仍将延续，但考虑到目前美国企业债和住房抵押贷款中长久期和固定利率贷款占比较高，利率上涨对企业的再融资影响较为缓和。据 FHFA，美国 95% 以上的房贷为固定利率，其中 30 年期固定利率抵押贷款在美国房贷市场上占主导地位，疫情以来，随着利率走低，2022 年二季度固定利率贷款发放比例达到 99% 左右（见图 4.11）。而在大选年财政支出维持强度的预期下（见图 4.12），美国经济总体仍将维持韧性，全年呈现温和调整，其中，上半年美国经济受加息影响将稳步下行，下半年随着降息启动，美国经济逐步触底企稳，全年增长呈现前高后低，增长逐季回落，降速边际放缓的走势。

图 4.11：美国新增住房抵押贷款与房贷利率 (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.12：美国财政赤字率（红色为大选年赤字）

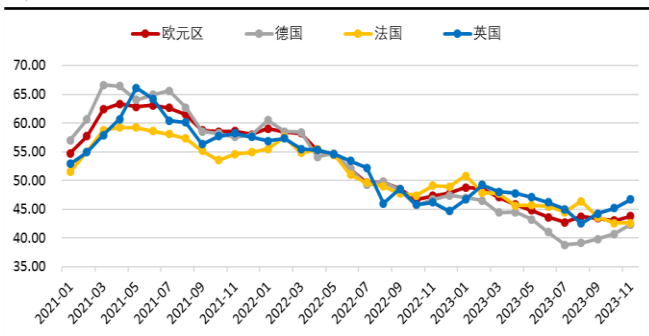


资料来源：Wind，一德宏观战略部

## 4.2 上涨动力不足 欧洲需求仍将低迷

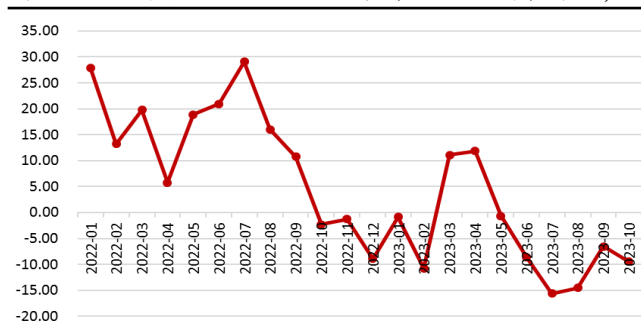
2023年，在欧央行持续加息的影响下，欧元区经济总体下行，二季度以来，随着欧洲经济结束了能源危机后的短暂修复，经济增长加速回落。2023年6月以来，欧元区综合PMI持续位于50%的荣枯分界线以下，制造业PMI一度跌破43%，年初以来一直表现强劲的服务业亦于8月跌至收缩区间，受欧洲经济下滑的影响，我国对欧盟出口增长下半年开始加速回来，8月，我国对欧盟出口同比增长降至-15.64%，为2020年3月以来最低值（见图4.14）。进入四季度，欧元区经济有所企稳，但依旧偏弱。11月，欧元区综合PMI初值回升0.6个百分点至47.1，制造业、服务业PMI分别升至43.7、48.2，均高于预期和前值，但仍处于萎缩区间（见图4.13）。总体来看，四季度欧元区经济景气延续下降趋势，回落程度大于三季度，四季度欧元区经济再度陷入衰退风险较大。

图 4.13：欧元区 PMI (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.14：我国对欧盟出口当月同比（人民币计价，%）

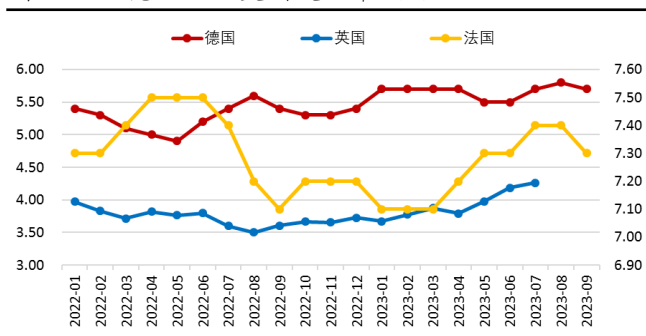


资料来源：Wind，一德宏观战略部

预计 2024 年，货币紧缩对欧洲经济的影响仍将持续，欧洲需求缺乏明显的增长动力，或将维持低迷。消费需求上，尽管通胀回落对实际收入产生支撑，但 2023 年下半年以来劳动力市场出现明显降温的势头，欧洲主要国家失业率再度反弹，德国、英国失业率水平回升至 2017 年以来除疫情期间外的高位（见图 4.15）。失业率的走高将导致名义工资增长放缓，抑制实际收入的增长。此外，2023 年以来，欧元区通胀的回落，主要受到能源价格下降的影响，而核心 CPI 保持较强的粘性，特别是服务、食品价格维持较高增长抑制了居民的消费意愿（见图 4.16）。2023 年下半年，随着欧元区景气走低，消费者信心指数转跌，消费者信心走弱，欧元区零售销售增长显著回落，这表明尽管居民收入改善，但仍不足以抵消生活类消费成本的上涨，劳动力市场降温

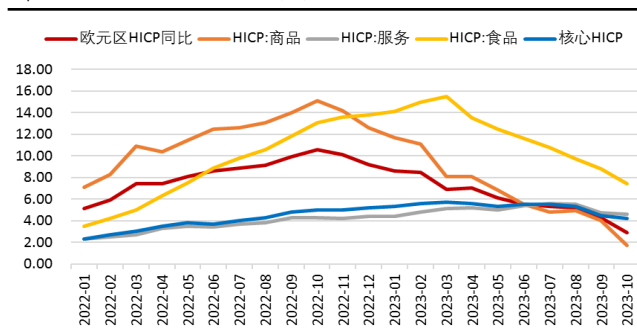
下，欧洲消费压力将进一步加大（见图 4.17 和图 4.18）。

图 4.15: 德、法、英国失业率 (%)



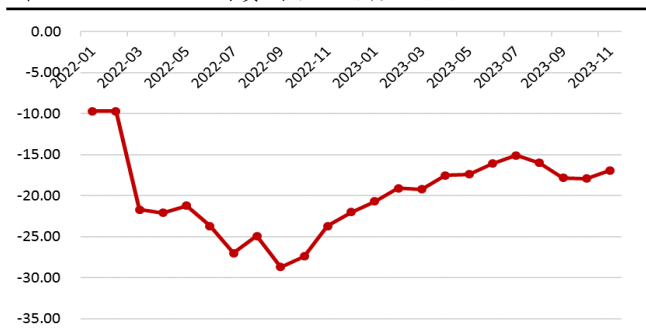
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 4.16: 欧元区 CPI (%)



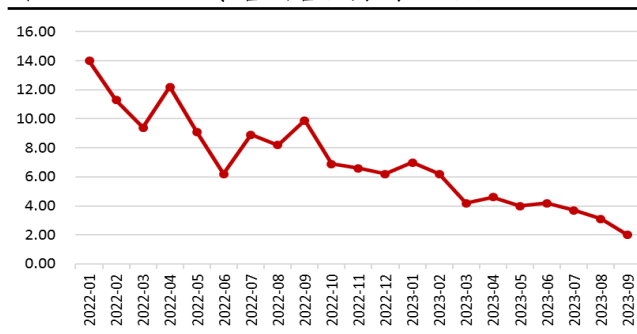
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 4.17: 欧元区消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

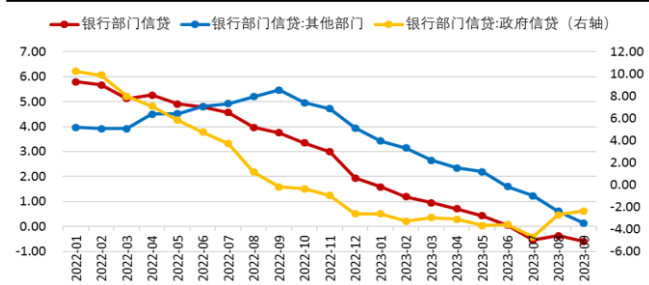
图 4.18: 欧元区零售销售当月同比 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

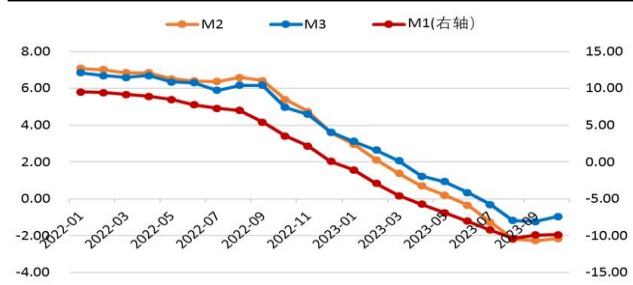
对企业部门来说，由于欧洲企业融资的 80%来自银行贷款，受欧央行持续加息的影响，实体信贷需求大幅下降。2022 年四季度以来，欧元区私营部门信贷增长持续回落，9 月欧元区银行部门对除政府外的部门信贷增长降至 0.15%，为八年来最低，与此同时，在利率上涨及经济前景转弱的背景下，欧元区银行持续收紧信贷标准，欧央行最新发布的季度调查结果显示，2023 年第三季度欧元区银行仍在加强内部政策和审批要求，以更好地管理企业贷款风险，信贷标准的收紧进一步抑制的信贷的发放（见图 4.19）。受贷款下降的影响，欧元区货币供应量欧元区货币供应持续萎缩，7 月，表征欧元区总体货币供给的 M3 同比转入负增长。考虑到货币政策的经济影响通常存在 12 至 18 个月时滞，因此信贷环境收紧对经济的影响将进一步显现（见图 4.20）。

图 4.19: 欧元区银行部门信贷同比增长 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

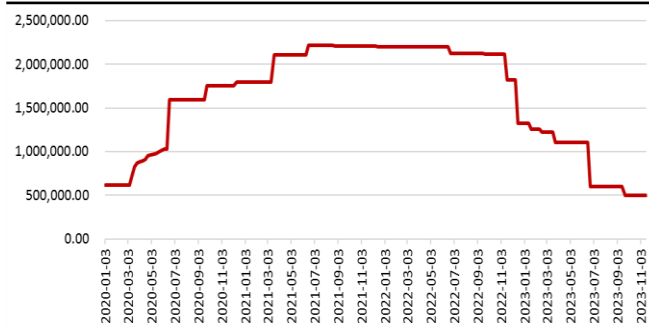
图 4.20: 欧元区货币供给 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

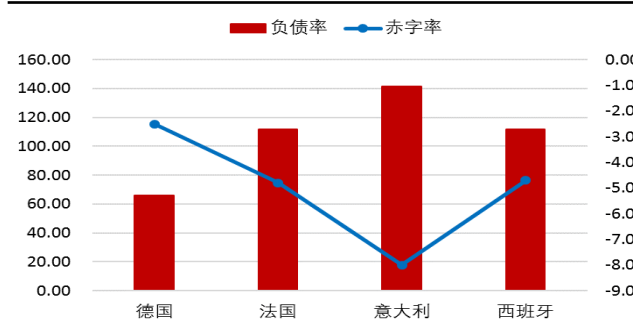
政策方面, 预计 2024 年, 欧元区货币、财政政策仍将维持偏紧的状态, 难以对经济形成有效的支撑。一方面, 2024 年欧央行仍将延续缩表的进程, 2023 年欧央行共计缩减了 0.95 万亿欧元资产规模, 其中主要来自长期再融资 (TLTRO) 及资产购买计划当中持有的国债, 至 11 月中旬, TLTRO 余额剩余 4900 亿欧元 (见图 4.21), 按照 2023 年三季度 800 亿欧元资产购买缩减力度, 2024 年缩表压力超 8000 亿, 信贷紧缩压力依旧较大。另一方面, 欧元区在疫情时期暂时停止的《稳定与增长公约》将于 2024 年重启, 按照公约要求, 欧元区各国政府的财政赤字不得超过当年国内生产总值 (GDP) 的 3%、公共债务不得超过 GDP 的 60%, 截至 2022 年, 欧元区主要成员国中, 除德国外, 核心国家财政比例均远高于财政约束值 (见图 4.22), 2024 年, 欧元区还将面临财政紧缩的压力。

图 4.21: 欧元区 TLTRO 余额 (百万欧元)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 4.22: 欧元区核心国赤字率与负债率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

综合预计, 2024 年欧洲经济在高通胀及高利率的压力下, 经济增长依旧低迷, 特别是上半年经济或将延续探底, 在当前欧元区总体景气持续收缩下, 上半年欧元区经济仍存在停滞的可能, 下半年若经济压力下欧元区通胀出现松动, 欧央行启动降息预期下, 欧洲经济将逐步企稳, 但预计回升力度较弱。



## 5. 估值回归股优于债 商品存压弹性有限

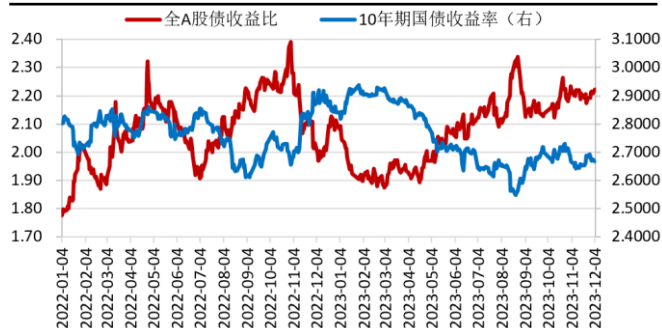
2023年，国内经济延续修复态势，但内生动力不足，信心恢复也偏弱，海外高利率环境也有流动性冲击，权益指数先升后降，5月是拐点，中枢整体下移；结构上也缺乏明确主线，板块分化明显、轮转也较快。债券市场因国内经济恢复不及预期，以及央行流动性支持，利率总体下行驱动下年内表现相对较好，9月以来因防范金融空转和稳定汇率的原因，资金利率上行，债券价格有阶段调整。商品市场，国内经济需求虽不强但底部特征明显且有政策加力，同时美国经济韧性，大宗商品总体震荡走高，节奏上先缓后升，四季度高位震荡。原油价格受海外需求变化影响先升后降；国内品种则反之，大多是下半年开启回升，主要是受政策预期驱动。

2024年，中国经济动能进一步转换，货币政策和财政政策仍会趋于积极，工业企业利润回升和补库存是主要积极变化，消费也将处于常态化改善，国内经济稳增长的态势会得以延续，全年有望实现“十四五”时期的长期潜在增速水平4.8%，若政策通过宽信用传导至实体经济的效用增强，市场主体信心恢复加快，经济增长的内生动力则会加大，2024年也有望实现5%左右的GDP增速。外围上，美债利率和美元见顶回落，人民币企稳回升，叠加下半年欧美启动降息预期增强，外部金融环境改善。总体来看，A股的配置价值提升，上半年震荡趋稳可能大，下半年在基本面、政策面环境边际改善下趋于相对乐观。从性价比来看，当前股债收益比也处于90%分位的偏高位置，接近2022年4月和10月的底部位置，在中国国债利率仍有走低条件下，A股中期机会仍然大于风险，待当前阶段调整后加码权益资产的胜率较高（见图5.1）。10年期国债收益率长期仍有进一步下行可能，稳增长和宽财政的博弈扰动下，利率支撑看2.5%，债市保持谨慎多配，实体预期明确转好会是债市的主要压制。

对商品而言，2024年随着美债和美元指数高位调整，金融制约减弱，商品核心驱动更多是基本面主导，一方面中美本轮库存周期均已接近底部区域，但另一方面2024年欧美经济走弱风险还在，且国内经济增长动能还不强且难持续，需求趋势性破局较难，商品整体向上弹性有限。另外，本轮PPI企稳回升，但当前降幅收窄过程尚存波折，同比增长大概率在明年年中才能转正；同时，PPI的回升更多会是上游资源品的带

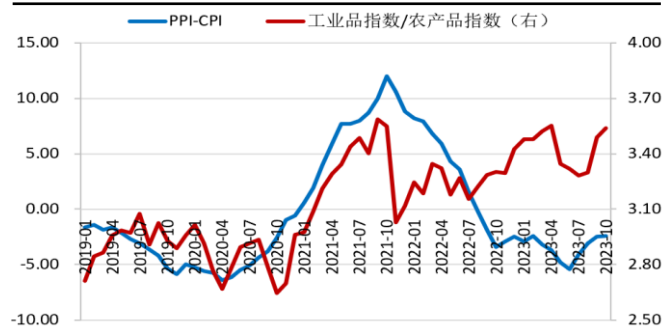
动，而中下游企业利润改善或仍有压制。2024 年，PPI-CPI 剪刀差延续收窄但回正仍有压力，考虑商品供给结构性分化的影响，能源有色会好于农产品（见图 5.2）。

图 5.1: 股债收益率比及 10 年期国债收益率 (1, %)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 5.2: PPI-CPI 增速差及工业品/农产品指数 (% , 1)




资料来源: Wind, 一德宏观战略部


## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)