



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780 号

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



海外政策博弈加重 中国经济破而后立

摘要

国外端：海外央行利率在年末通胀水平随能源价格稳步回落后逐渐见顶，市场随即重新审视来年货币政策转折点时机，利率预期随之下调带动国债以及权益资产回涨，美元在美国与非美国家利差预期缩小的影响下承压回落，大宗商品价格得到一定提振。展望未来，当前海外经济数据仍与央行目标保有一定距离，核心通胀能否顺利回落将成为后继市场关注重点。然而当前市场情绪相对“抢跑”并对利率预期计价相对充分，在经济证伪阶段利率预期或将有所波动。通过预测经济数据走势来看，实际政策转折点或于 4 月至 6 月到来，届时市场博弈情绪或达到高点，降息预期确定性走强将带动国债上涨，然而大宗商品及权益资产受制于经济增速疲软的拖累表现或将差强人意。

国内端：2023 年国内经济持续复苏但总体呈现波浪式修复趋势。弱复苏格局未改，疫情对我国经济造成的负影响较大，需求复苏有限、“疤痕效应”始终作用，“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”多因素共同影响下市场信心仍处于一个不稳定的状态。对此，中央经济工作会议强调 2024 年宏观政策仍要“强化宏观政策逆周期和跨周期调节，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，确保货币、财政同向发力、形成合力，再度降准仍存在一定可能性。展望 2024 年，我国经济仍存在不确定性，考虑到当前结构转型仍在进行中，叠加房地产下行周期尚未出现拐点，政策对于地产风险的防范存在必要性，政策持续加码支撑经济仍有必要。

正文目录

一、2023 年国外宏观经济回顾与 2024 年展望	3
(一) 美国经济韧性尚存, 就业缺口缓慢修复	3
(二) 核心通胀仍旧顽固, 薪资增速居高不下	3
(三) 联储目标仍有距离, 转机或于年中来临	3
(四) 海外利率见顶, 经济相对承压	3
(五) 经济衰退风险上升, 政策转折博弈增加	3
(六) 货币政策轮动在即, 资产走势变幻莫测	3
二、2023 年国内宏观经济回顾与 2024 年展望	3
(一) 经济: 动能环比改善, 但复苏进度依旧缓慢	3
(二) 生产端: 库存周期转变, 或持续好转	4
(三) 投资端: 远低于疫前水平, 基建是支撑	5
(四) 消费端: 韧性不改, 有待提振	7
(五) 贸易端: 海外供需弱, 出口承压	8
(六) 价格端: 年内二次转负, 供需格局不改	11
三、2024 年宏观政策要确保同向发力、形成合力	15
(一) 财政政策: 适度加力、提质增效	15
(二) 货币政策: 灵活适度、精准有效	16
四、总结	20
免责声明	22

图表目录

图 1 美国制造业 PMI 自年初起已维持于荣枯线下方	3
图 2 美国 CPI 数据稳步回落	3
图 3 PCE 数据同步回调	3
图 4 年内失业率逐步上升，新增就业人数减少	3
图 5 劳动力供需走向平衡，薪资增速回落	3
图 6 个人储蓄及消费贷款同比增速	3
图 7 个人收入及消费增速历史百分位	3
图 8 职位空缺数与失业人数比例仍处于历史高位	3
图 9 美国失业率预测模型	3
图 10 美国核心 PCE 预测模型	3
图 11 欧元区及英国 GDP 增速已于三季度录得负增长	3
图 12 海外经济体政策利率普遍已达到峰值	3
图 13 海外制造业 PMI 自年初便长期处于萎缩区间	3
图 14 海外经济体失业率均有所上调	3
图 15 海外国家两年期国债自 11 月便开始回落	3
图 16 海外国家 10 年期国债下跌幅度更为显著	3
图 17 年内全球资产表现	3
图 18 经济缓增长局势	4
图 19 制造业 PMI	5
图 20 投资端始终承压	6
图 21 地产销售面积同比	6
图 22 社会消费品零售总额增速	7
图 23 居民收入平稳增长	8
图 24 今年以来外贸承压	9
图 25 CRB 现货指数	9
图 26 我国对主要经济体出口累计同比增速	10
图 27 进出口数量指数 (HS2)	11
图 28 食品价格拖累通胀下行	12
图 29 原油价格波动	13
图 30 2023 年通胀水平低位运行	14
图 31 生活和生产资料价格	14
图 32 公共财政收入同比增速 (%)	16
图 33 社会融资规模存量增速	17
图 34 货币投放向信仰扩张仍需加强	17
图 35 实体部门信心仍待提振	18
图 36 8 月以来资金利率运行显著高于政策利率	18

一、2023 年国外宏观经济回顾与 2024 年展望

二、2023 年国内宏观经济回顾与 2024 年展望

（一）经济：动能环比改善，但复苏进度依旧缓慢

2023 年国内经济持续复苏但总体呈现波浪式修复趋势。弱复苏格局未改，疫情对我国经济造成的负影响较大，需求复苏有限、“疤痕效应”始终作用，多因素共同影响下市场信心仍处于一个不稳定的状态。

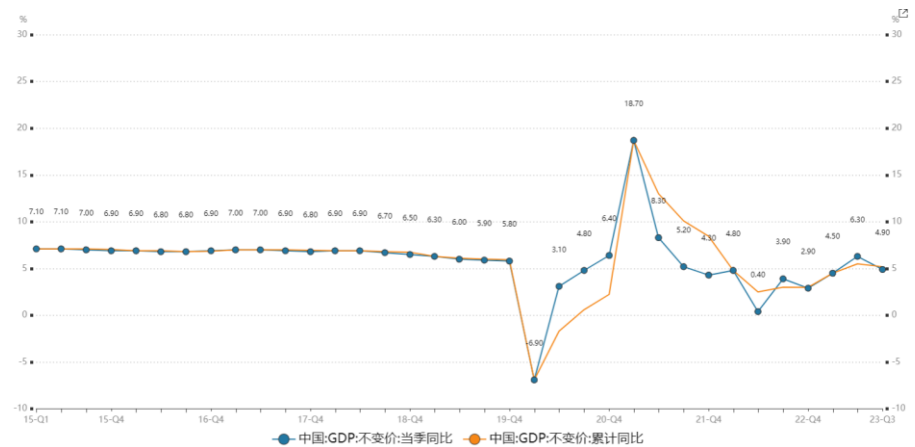
12 月 12 日，中央经济工作会议于北京举行，会议对 2023 年经济形势进行研判，经济在恢复进程中面临诸多压力，一方面，海外需求回落拖累国内出口对经济的贡献；另一方面，国内地产下行周期面临持续内部调整的困难，复苏趋势虽然相对较为确定，但过程确实较为波折。经济于今年一季度实现 4.5% 的良好开局，二季度 GDP 增长同比达到 6.3%，全年复合预计基本完成年初目标。

目前我国经济复苏道路上仍存在外部不确定性和尚待解决的内部矛盾。其中包括“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。2023 年库存周期转变和房地产景气度不足，拖累经济上行增速。但随着我国逐步向“高质量”转型，增速放缓是必然。

短期来看，经济修复进程仍有波动，内生循环修复尚不完全，经济弱复苏模式不变，需要关注后续政策，尤其是房企相关政策的托底效果。财政对基建的支撑作用较强，有望保持为经济的重要支柱。消费维持韧性，但在基数效应下同比可能回落。

展望 2024 年，经济复苏道路上仍存在外部不确定性和尚待解决的内部矛盾。其中包括“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。考虑到当前结构转型仍处于进程中，叠加房地产下行周期尚未出现拐点，政策对于地产风险的防范存在必要性，政策持续加码支撑经济仍有必要。

图 18 经济缓增长局势



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）生产端：库存周期转变，或持续好转

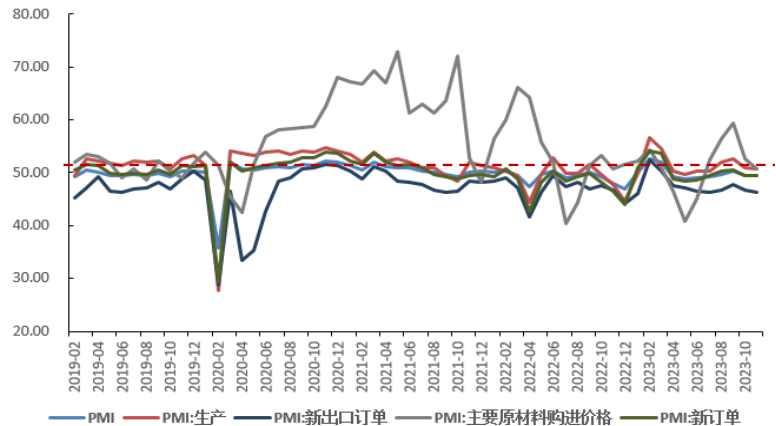
作为经济复苏的重要内生动力，制造业今年表现总体偏弱。截止至今，共有七个月官方制造业 PMI 落于荣枯线以下，于二月份录得年内最高值 52.6，主因春节结束返工提振。除此之外总体表现不及预期且弱于历史平均水平。

目前来看，企业正处于主动去库存转向被动去库存的拐点上。受到经济复苏斜率放缓以及内外需偏弱因素的制约，供给侧改善幅度偏弱，但释放了积极信号，供需两端已有企稳趋势，企业去库存周期或逐步进入尾声。此外，工业生产力持续复苏，规模以上工业增加值同比增长小幅加快；工业企业利润持续修复，在营收、利润率两方面均有所改善，累计跌幅连续第八个月收窄。

产业转型升级将持续推进。在全球产业链重构的背景下，我国积极完善国内制造业产业链。高技术制造业、新能源等行业有望进一步得到支撑，高端装备制造业增速或快于制造业整体。

需求改善、库存周期转变、产业转型升级，叠加政策支持，市场信心有望回升。目前我国处于被动去库存的底部区间，随着国内需求改善，未来有望逐步进入补库存阶段，加上多项产业政策频频发力，有望提振新一年总体制造业水平。

图 19 制造业 PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）投资端：远低于疫前水平，基建是支撑

疫后我国固投表现偏弱，供需不匹配格局持续延续，需求持续恢复但无法迅速复苏，多因素影响下企业端信心恢复尚不完全，疫情期间导致的盈利减少使得企业大量投入再生产的决心降低，投资端表现远不及疫前水平，但即便如此，仍对我国经济发展支撑作用显著，是经济复苏的关键因素。前 11 个月我国固定资产投资同比增长 2.9%，较上月回落 0.2 个百分点，同时从单月看也回落 1.2 个百分点。分领域看，基础设施投资同比增长 5.8%，制造业投资增长 6.3%，房地产开发投资下降 9.4%。本月三项分类同比均转弱，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下超预期下滑。

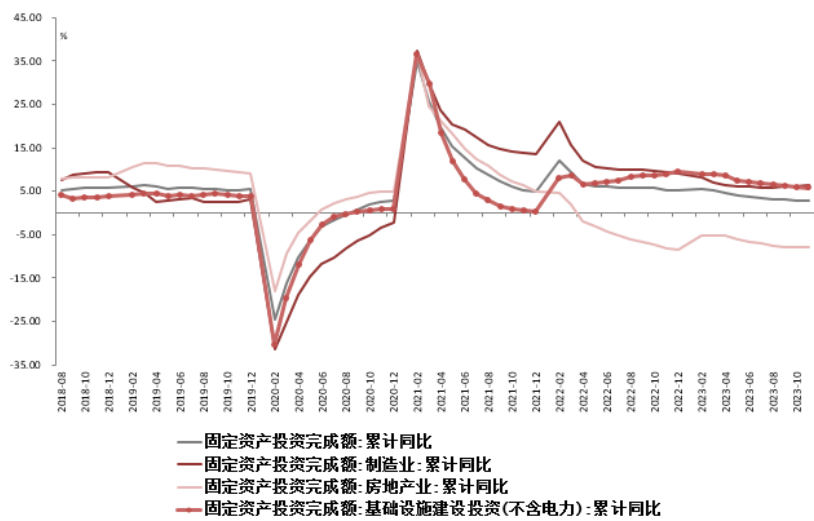
基建一直以来便是传统经济动能，财政政策助力基建运行，进而推动经济持续发展。今年四季度，国家采取了多项财政政策，如 1.25 万亿特殊再融资、1 万亿国债发行，以及用未来提前批专项债、应急流动性贷款支持等工具，都有助于地方债务化解和基建建设，以稳增长为方向打开了一轮周期。一般公共预算投向基建相关项目的支出同比增速近月持续提升，资金支持力度明显得到增强，也反映出了财政政策对基建乃至经济的提振效果。后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，助力总体基建。

房地产开发投资、销售额、销售面积同比降幅继续扩大，新开工、施工面积累计同比仍处于历史低位运行，居民购房需求显不足、地产需求仍待企稳。地产景气度问题依旧较冷，通过地产支撑经济复苏的可能性较低。

今年以来，我国地产政策频出，“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷

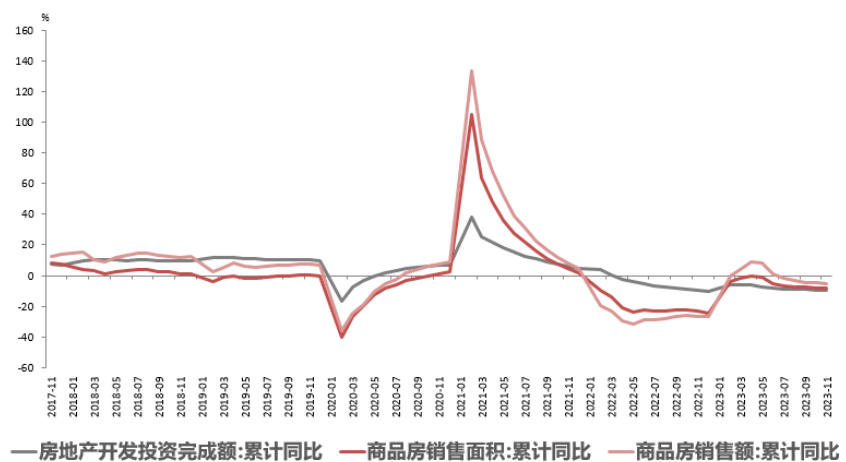
利率降息等一系列政策频频落地。但可以看到，房地产景气度仍处于较冷状态，未有明显好转。“三条红线”、房住不炒的基调下地产行业仍需静待政策效果显现。截至今日，大中商品房成交面积及套数仍表现较弱，居民信心不足，以至于需求未发生明显改善。地产消费是全国居民消费重要一环，“扩内需”、“稳增长”、“稳通胀”均不可或缺，“疤痕效应”使得政策显效无法一蹴而就。按历史情况来看，“政策底”出现后将伴随着“市场底”，政策效果终将传到至居民端，2024年在政策作用下，地产景气度大概率将回升，而同比增速在低基数效应下也将好转。

图 20 投资端始终承压



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 21 地产销售面积同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

（四）消费端：韧性不改，有待提振

自疫情后，我国消费场景放开，居民消费初呈“报复性”消费特征，后随着经济持续复苏，“稳经济”、“扩内需”政策不断颁布落实，消费同比增速稳步好转。但需要在意的是，疫后消费复苏呈结构性分化，以餐饮、旅游等为代表的接触型、文旅型消费凸显韧性，而部分耐用消费品如汽车等出现降价促销。疫后紧急恢复对居民的消费习惯与消费倾向带来转变，从而导致各项商品消费额不同。

具体来看，1-10 月服务零售额同比增长 19%，增速快于同期商品零售额 13.4 个百分点。餐饮收入累计同比增长 18.5%，保持快速增长；升级类产品消费回升较快。1-10 月份限额以上单位金银珠宝类、烟酒类、体育娱乐用品类商品消费分别同比多增 12%、10.3%和 9.9%，消费潜力仍有提升空间。

中央经济工作会议提到，“要激发有潜能的消费。扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环”。这也是我国对 2024 年消费复苏的预期目标，要从接触型行业、文旅服务业等行业的复苏，逐步转移至具有“新潜能”的行业，如“数字消费、绿色消费智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货潮品等新的消费增长点”。随着促消费政策持续出台，新领域消费有望快速回复。

图 22 社会消费品零售总额增速

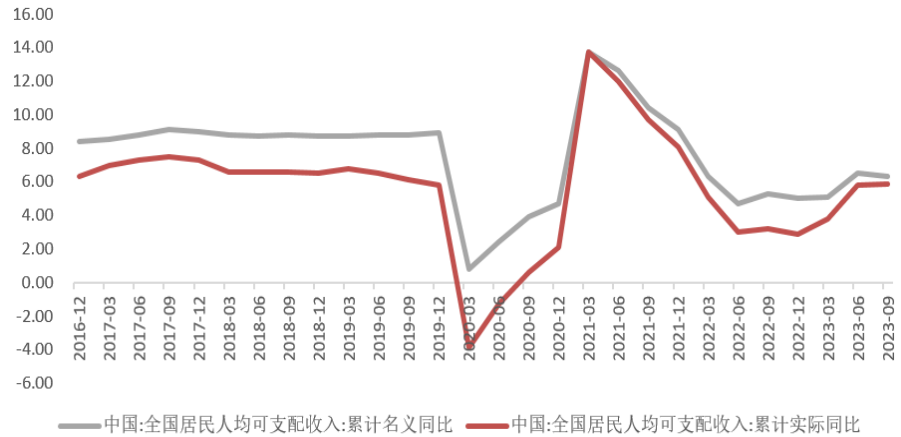


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总的来说，后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计 2024 年消费延续恢复势头。当前宏观经济仍持续复苏，居民人均可支配收

入增速基本与经济增速相匹配，2024 年预计随着居民财产性收入边际好转，叠加目前我国消费者信心指数偏低，明年仍有较大提升空间，从而提振消费改善。

图 23 居民收入平稳增长



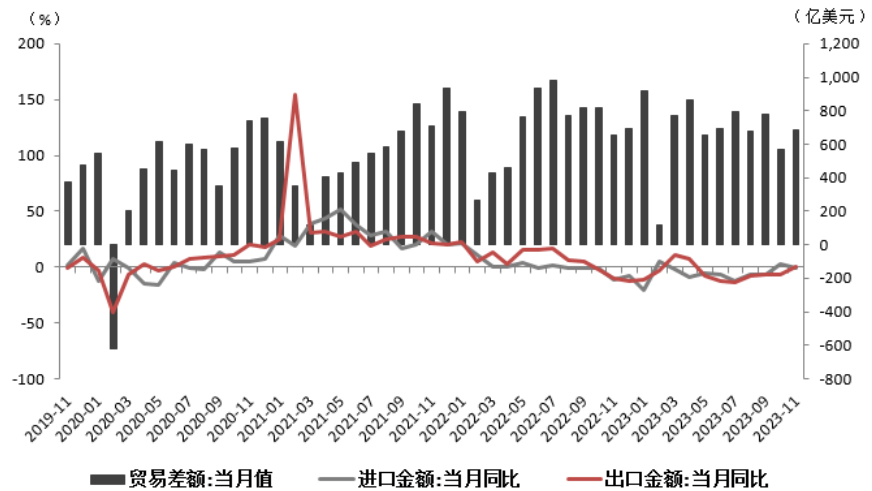
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(五) 贸易端：海外供需弱，出口承压

近几年，地缘政治问题频频发生，巴以冲突、俄乌冲突等对全球经济造成不可估量的影响，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，叠加疫情后各经济体缩进货币政策带来的负面影响，我国外贸方面承压显著。

今年以来，我国出口增速仅有两个月落于正向区间，外贸压力始终较大。在我们看来，主要原因可能三个方面：一是内需仍在缓慢恢复。社零同比好转，但扣除基数效应后仍有上升空间，仍未达到市场预期，多项“稳经济”、“扩内需”政策还未完全显效。二是欧美需求持续不振。海外主要经济体衰退预期并未降温，需求端表现弱，居民购买力仍待改善，随着美联储进入收尾阶段，货币政策紧缩周期结束后将逐步向宽松周期转变，后续对经济的负面影响或持续体现。三是价格端持续影响。今年以来，CRB 商品指数始终呈现下行趋势，目前已回落至 21 年 4 月份水平，对出口增速缺乏支撑效果，复苏进度慢，“量价齐跌”对出口端产生的影响依旧存在。

图 24 今年以来外贸承压



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

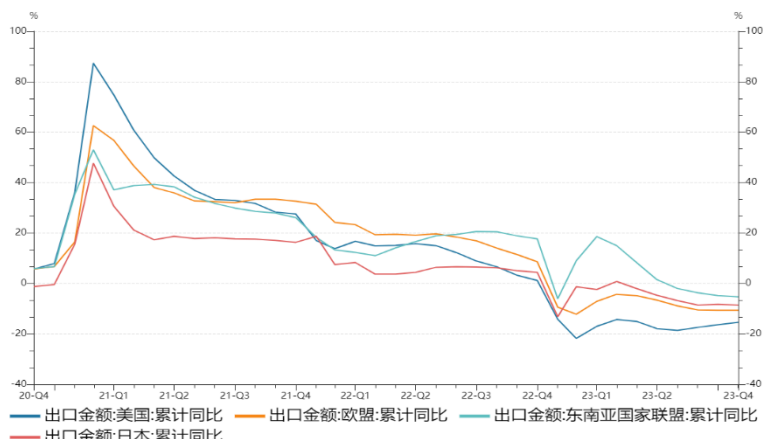
图 25 CRB 现货指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

全球制造业 PMI 全年运行在荣枯线以下，海外经济下行压力大，此轮美联储加息带动其余各经济体纷纷被动“收紧货币政策”，不断冲击着各国供需端，而直至 12 月，鲍威尔罕见表态，美联储释放降息信号。他提到“美联储正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野”，这也代表着美联储货币政策逐步转入新阶段——降息，而紧缩的货币政策，将会使得经济衰退预期持续升温。在未来时间里，拖累各经济体发展，这也导致 2024 年我国出口端不具备大幅回升的条件。我国经济内生动能的复苏以及海外需求端好转，方能提振我国贸易改善。

图 26 我国对主要经济体出口累计同比增速



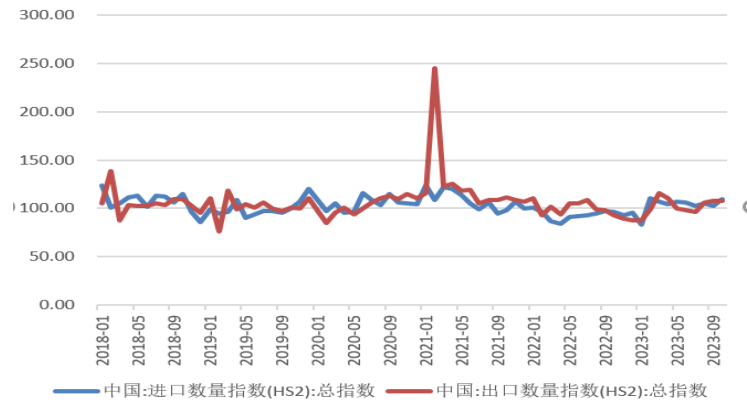
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从产品来看，今年以来我国出口商品重点聚集在传统劳动力密集型产品以及汽车上，而电子产业链商品多数走弱。我国生产端持续复苏、表现较好的同时，也侧面反映了制造业“产业转型升级”的重要性。

总的来看，我国出口在 2023 年表现不及预期，可以看到多数商品改善幅度始终有限。海外经济体除美国显现韧性外均表现较弱，但随着欧美加息周期逐步进入尾声，高利率将继续拖累经济复苏，外贸料低位运行。但在今年较低基数的基础上，明年出口同比下行空间有限。

而进口方面，国际大宗商品价格仍然偏弱运行对我国进口同比增长形成的拖累尚存。同时，海外对中国半导体出口禁令对相关产品数量的拖累也在持续。所以在短期内，外需恢复进度较慢，改善仍需继续发力。从进口商品来看，高科技产品表现最优，再度反映了我国对高技术行业的需求高，而随着特别国债资金落地见效，内需有望得到修复，从而带动未来进口边际改善，预计后续进口仍将保持修复态势。

图 27 进出口数量指数 (HS2)



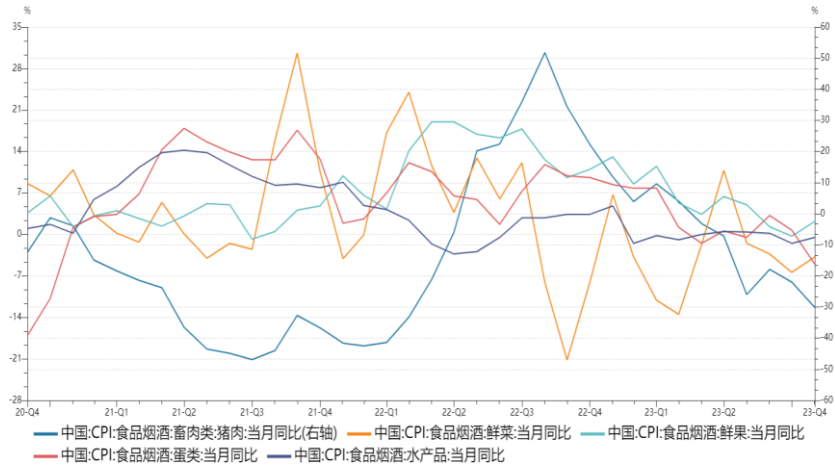
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(六) 价格端: 年内二次转负, 供需格局不改

2023 年国内 CPI 从年初开始持续下降, 甚至四季度两次连续在 0% 以下, 猪周期和国际油价的拖累虽是主因, 但从核心 CPI 来看, 今年以来一直位于 0.7% 上下波动, 表明国内消费需求整体偏弱。

其中, 生猪作为 CPI 占比大的主要贡献项之一, 其价格全年维持低位运行。从供应端来看, 生猪去产能的节奏依然偏慢, 随着猪价全面回归成本线以上, 规模场资金压力缓解, 基本无主动去产能意愿, 导致生猪的供应压力总体依然较大。而从需求来看, 屠宰开工有所恢复, 不过总体白条走货依然不畅。市场消费动力不强, 同时从政策面的预期上面来看, 表现较为悲观, 在当前市场环境下猪价尚不具备大幅上涨的基础, 再无明显政策支撑下, 预计后续生猪价格震荡的概率较大, 其对于 CPI 拖累或继续维持。其余食品项中, 供需格局较为确定, 食品价格在需求端未有明显刺激政策的背景下在 2024 年或持续承压。而非食品项价格的震荡回落, 主要受节后消费需求偏弱以及国际油价波动所共同导致, 内需不足的问题依旧存在, 后续或低位企稳一段时间。

图 28 食品价格拖累通胀下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

巴以冲突至今已有一段时间，对全球经济带来的负面影响边际缓和，此轮冲突对全球石油市场的冲击目前较为有限。世界银行在其最新大宗商品市场展望报告中指出，自巴以新一轮冲突爆发以来，国际油价上涨约 6%，而农产品、大多数金属和其他商品的价格“几乎没有变化”。报告说，如果冲突没有进一步扩大，油价受到的影响应该有限，但如果冲突进一步升级，前景“将迅速变得黯淡”。未来油价走势很大程度上仍将取决于全球石油供需基本面。

总体来看，2023 年 CPI 总体弱运行，消费分化复苏特性明显，以餐饮、旅游等为代表的接触型、文旅型消费凸显韧性，而部分耐用消费品如汽车等出现降价促销。疫后紧急恢复对居民的消费习惯与消费倾向带来转变，从而导致商品价格分项涨跌不一，此消彼长下，CPI 总体维持低位均衡运行的特征。在短期内，市场供过于求的态势仍在持续，叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，CPI 同比涨幅或将延续目前态势。但巴以冲突仍有进一步升级的可能性，需持续关注。

图 29 原油价格波动



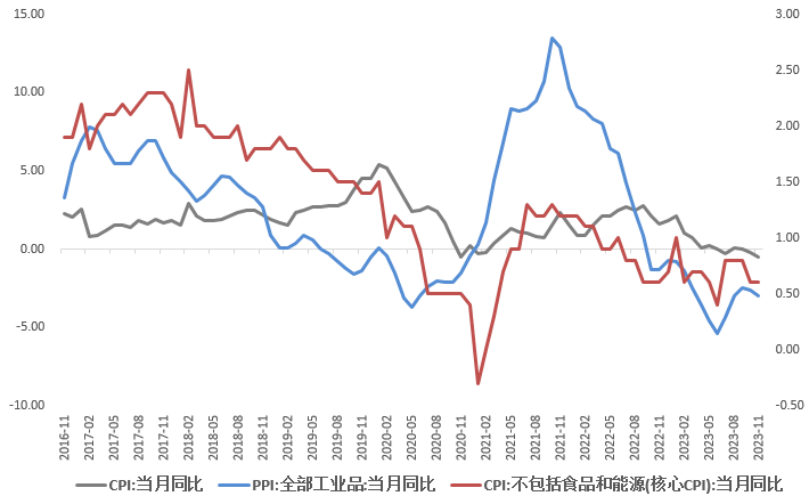
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

2023 年我国 PPI 同比总体呈震荡下行趋势，连续 14 个月同比负增长，国际原油价格波动、工业原材料价格涨幅降低以及国内房地产市场低迷等因素持续影响。当前为底部的可能性较高，同比短期波动或不改趋势改善态势。

从上下游主要工业品及行业价格来看，结构性特征显著，大多数上游行业价格上行，下游价格回落。上游方面，石油和煤炭价格或将成为下半年推动 PPI 回升的主要因素，但动能或有所减弱。国内石油和天然气开采业价格石油煤炭及其他燃料加工业价格环比继续上涨。由于当前全球主要经济体普遍较为低迷，市场对原油需求预期降低，国际原油价格近期持续震荡走低。

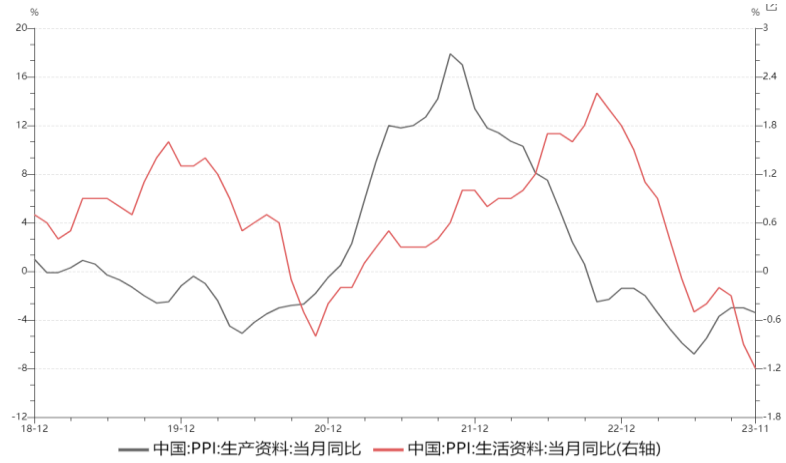
往后看，随着我国万亿国债的发行，扩基建、稳内需政策发力，与基建相关的原材料大宗商品需求侧的增长或将会带动工业品价格上行。同时，国内生产逐步恢复，煤炭价格或呈季节性上升趋势，且基数效应趋弱，预计后续 PPI 同比或将趋稳并且有望筑底回升，但需要注意的是海外扰动因素较多且需求下滑，年底内增速回正的难度或较大。

图 30 2023 年通胀水平低位运行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 31 生活和生产资料价格



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

三、2024 年宏观政策要确保同向发力、形成合力

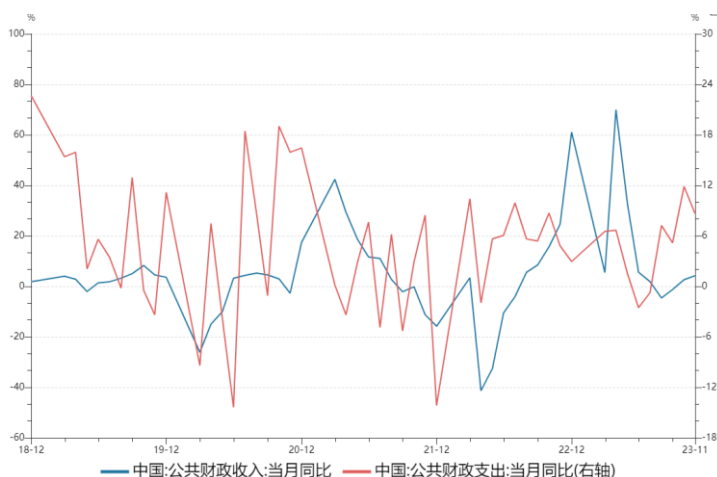
（一）财政政策：适度加力、提质增效

今年以来，财政政策逐步发力，一般公共预算收入两年复合增速为 1.63%，增幅较上月扩大 0.8 个百分点。其中，税收收入同比转正，反映经济持续好转。消费税也小幅上行，或表明目前居民端消费意愿持续改善，但从个人所得税看来，需求端仍需相关政策助力，总体回升趋势缓慢。从支出端来看，仍有提升空间，预计财政支出将特定领域重点发力。其中，多项民生类与基建类支出均增速扩大，基建类支出改善较为显著。社保就业位于其次，反映出“稳就业”效果良好；教育支出也继续改善。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出有较强必要性。

本次中央经济工作会议对于 2024 年财政政策的定调是，要“适度加力、提质增效”，重点涉及“用好财政政策空间”、“优化财政支出结构”、“合理扩大政府专项债券用作资本金范围”、“增强财政可持续性”等内容。首先，地产下行周期下，考虑到经济复苏动能仍然偏弱，2024 年财政定调仍较积极，预计赤字率目标落在 3.6%-4% 之间。2024 年财政赤字将维持在相对较高水平，对应狭义赤字率或在 3.8% 增减 0.2 个百分点的区间，专项债发行规模可能在 3.8-4 万亿。其次，“提质增效”旨在财政支出结构面临优化的需要。今年 10 月，全国人大批准增发 1 万亿国债，为稳增长为方向的积极财政政策打开了一轮周期。然而，房地产行业拖累之下，我国财政收支矛盾仍较严峻，优化支出结构，提高资金效益和政策效果，才能使财政空间发挥作用。最后，参考今年中央政治局会议及金融工作会议政策方向，预计 2024 年专项债资金可能更多投向城中村改造、保障性住房等民生领域，在提升地方财政资金使用灵活性的同时，也有助于更好发挥专项债对投资的拉动作用。

综上，我国财政政策呈边际宽松态势，提振经济增长，财政赤字进一步加速扩张，或表明稳增长政策的效果有所显现，但仍需观察财政扩张的持续性。可以看到，财政将在本阶段稳增长中发挥主导作用。随着特殊再融资债置换化债发行以及特别国债的落地，后续财政支出和赤字率使用或有较大加速空间。

图 32 公共财政收入同比增速 (%)



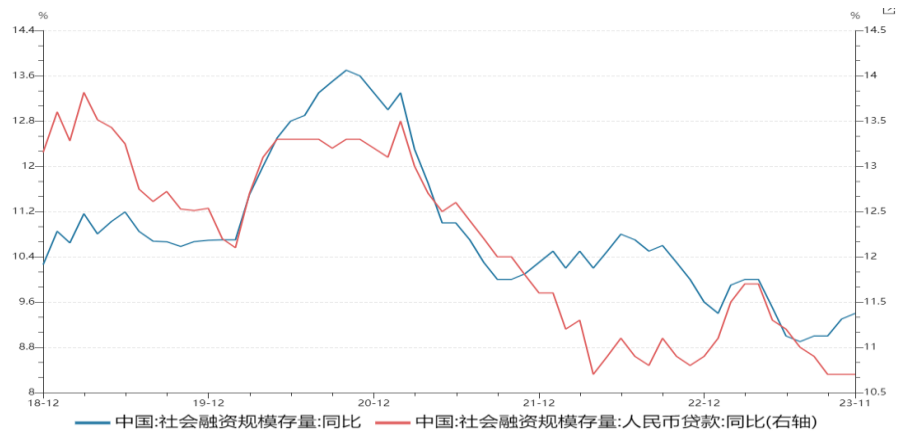
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 灵活适度、精准有效

今年以来, 国债供给规模明显有所加大, 且地方专项债仍保持较快发行节奏, 导致政府债同比大幅多增, 有力支撑社融增长。季末投放加码, 叠加货币当局积极引导和相关政策落地显效, 新增社融与信贷有望继续回升。

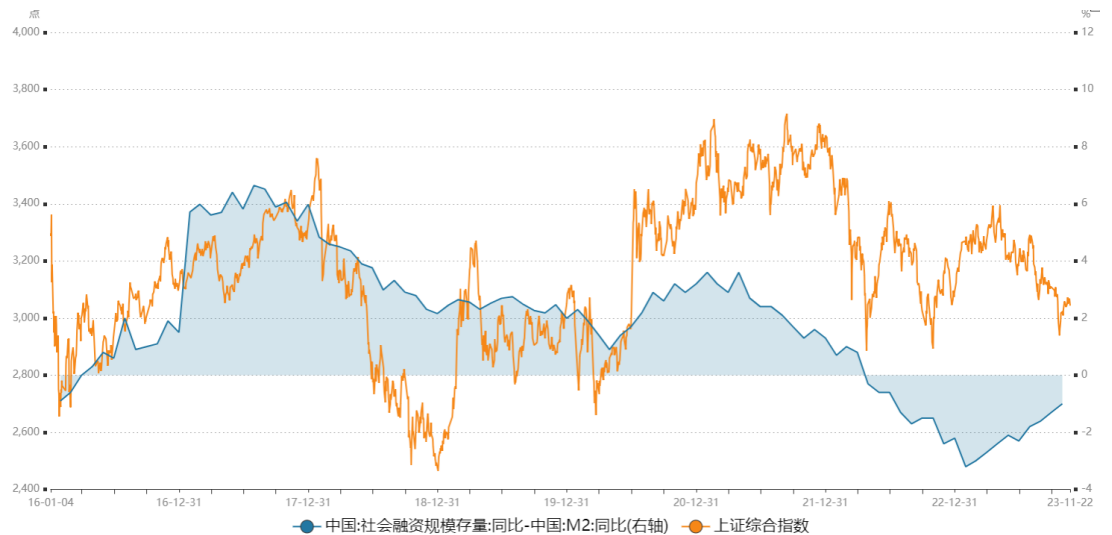
货币政策方面, 本次中央经济工作会议对货币政策的定调仍较宽松。会议指出, “稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕”。回顾近年来中央经济工作会议对货币政策的表述, 经济面临增长需求的年份 (如 2016 年、2019 年及 2020 年), 货币政策均有 “保持流动性合理充裕” 的表述。一方面, 在价格的传导上, 货币政策更重 “有效性”。“降成本” 的实现更需依赖政策利率的调降, 存款利率亦有必要继续大幅下行, 以提升货币政策降息的 “有效性”。另一方面, 在数量的投放上, 货币政策更加重视 “价格的预期目标”。本次会议再度强调了, 社会融资规模、货币供应量需 “同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。最后, 2024 年货币政策与财政政策的协同将进一步增强。

图 33 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

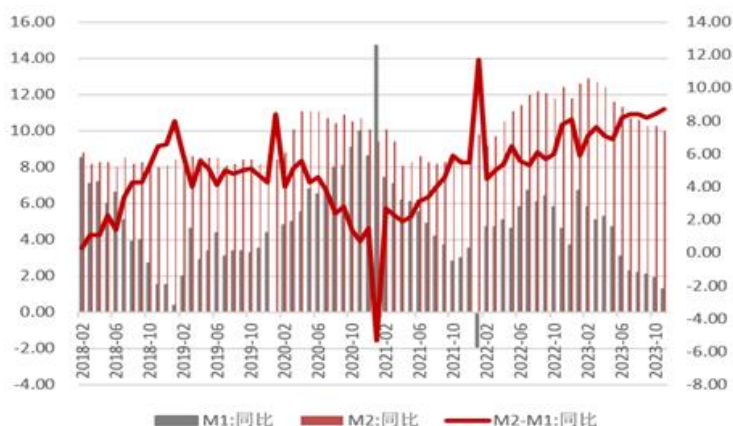
图 34 货币投放向信仰扩张仍需加强



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M2- M1 持续回升，实体部门需求仍待提振。随着去年同期基数走低、政府债券融资额高增以及信贷投放偏强等，今年以来 M2 持续下行。而 M1 增速受房地产市场持续低迷拖累而表现不佳。季末理财赎回因素影响消退后，居民端活期存款规模出现回落，或表明居民消费和投资意愿尚未明显回暖。M2 和 M1 剪刀差今年以来总体呈“V”型，年底再度回升至最高水平，或指向企业实际投资需求较弱、资金的活化程度依然较低后续宽信用继续推进的关键仍在于提振市场信心并有效扩内需，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆。国内物价低位运行同时汇率掣肘减弱，进一步下调政策利率处于有利环境，若年内银行体系的流动性需求持续较高，预计再度降准仍存在一定可能性。

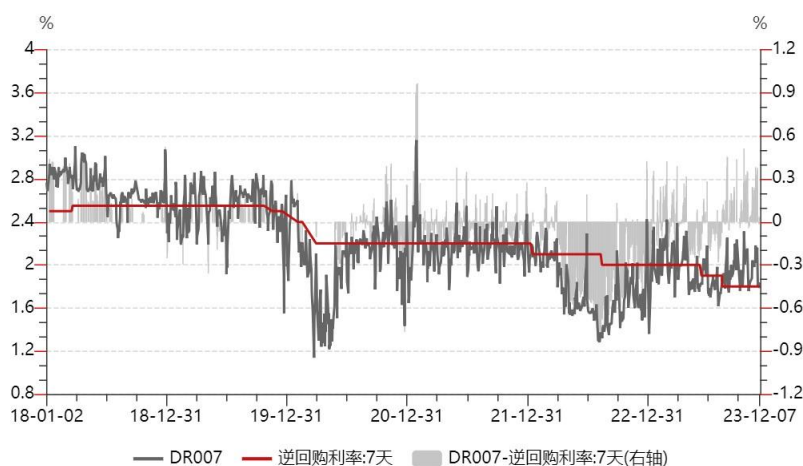
图 35 实体部门信心仍待提振



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

值得关注的是，近期央行的政策表态频出，高层更加重视“防资金空转套利”。8月4日，四部委联合召开的新闻发布会上，央行货币政策司司长提到了“防止资金套利和空转”。同样地，在三季度货币政策执行报告中，对于下阶段的货币政策思路中，不再提及“资金利率围绕政策利率波动”，而是更加重视“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”，或意味着接下来不追求信贷的过度扩张，无需营造过度宽松的环境，这是8月降息后资金面显著收紧且央行在公开市场持续保持谨慎的核心原因。央行行长潘功胜也指出，“必须平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系，始终保持稳健性，管好货币总闸门，守护好老百姓的钱袋子。”短期美国仍将维持高利率环境同时国内稳增长需求迫切性下降，货币政策的边际调整意图或较为明显。

图 36 8月以来资金利率运行显著高于政策利率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。四季度以来，1 万亿国债、超 1.25 万亿特殊再融资债券、2024 年提前批下达等宽财政政策频频加码，短期快速消耗流动性，后续在货币政策或进行相关配合以对冲流动性波动，降准仍有必要性。

四、总结

回顾 2023 年，以美国及欧元区为首的西方经济体央行在上半年通胀仍旧顽固的情况下持续将政策利率推向新高。然而随着时间推移，在后期能源价格带动通胀水平稳步回落后，海外央行均纷纷暂缓了加息进程。美国经济在后期劳动力供需缺口尚存导致薪资增速维持于高位的影响下得到相关消费项的支撑，而欧元区及英国的高利率水平使经济体商业活跃度大幅放缓，市场对以欧元区为首的西方国家经济衰退担忧逐渐加重。

往后看，对于美国而言，薪资增速的下行为驱动核心通胀回落的关键因素，因此失业率上升引导劳动力供需走向平衡的过程或缺不可。从历史数据来看，当前两年期美债收益率见顶或暗示失业率处于上行阶段的初期；结合我们的预测模型参考，失业率或于 2024 年 4 月达到 3.8% 的水平，并于 6 月触及美联储经济预测中值的 4.1%；与此同时，核心 PCE 在预测模型同样或于明年 6 月触及 2.6% 水平。如此推断，经济数据指标在来年 4 月至 6 月或将接近美联储经济预测中的目标水平，届时市场对美联储降息的预期或将大幅抬升，利率预期下调或将驱动美元指数以及美债收益率开启新一轮下行趋势。非美国国家方面，多国央行均以向市场明确释放政策利率见顶的信号。即便如此，为防止市场前置货币政策转向时间节点预期导致利率预期下降，海外央行在明年上半年或仍将维持相较鹰派的基调来抑制市场情绪并确保各项经济数据指标回落至目标区间。然而结合经济数据来看，后继非美国国家降息预期的走强仍需经济数据实证加以推动，在海外央行政策平台期阶段，经济数据若不及预期或使利率预期小幅回升。结合当前市场对利率预期计价相对充分的情况来看，海外国债收益率有较高几率反涨，无风险利率回升叠加经济不确定性或使权益资产阶段性承压。

反观我国，疫情对我国经济造成的负影响较大，需求复苏有限、“疤痕效应”始终作用，多因素共同影响下市场信心仍处于一个不稳定的状态，今年以来我国经济呈波浪式修复。弱复苏格局未改，疫情对我国经济造成的负影响较大，需求复苏有限、“疤痕效应”始终作用，“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”多因素共同影响下市场信心仍处于一个不稳定的状态。对此，中央经济工作会议强调 2024 年宏观政策仍要“强化宏观政策逆周期和跨周期调节，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，确保货币、财

政同向发力、形成合力，再度降准仍存在一定可能性。

展望 2024 年，需求改善、库存周期转变、产业转型，叠加政策支持，市场信心有望回升。居民收入逐步改善，叠加“扩内需”政策落实，我国消费仍有较大提升空间。而由于海外经济体除美国显现韧性外均表现较弱，高利率将继续拖累经济复苏，外贸料低位运行。需要注意的是，我国经济仍存在不确定性，结构转型仍在进行，叠加房地产下行周期尚未出现拐点，政策对于地产风险的防范始终存在必要性。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。