

投资咨询业务资格 证监许可[2011年]1444号

曙光初现 跌宕前行

陶玮玮 F0266507 Z0002437

● 宏观驱动

24年，国内经济中性震荡，波动区间取决于政策目标，若GDP目标增速设定在5%左右，利于提升政策预期和市场信心，但也面临兑现压力。外部流动性环境将趋改善，美联储宽松交易空间取决于美国经济着陆方式，软着陆&弱宽松为中性预期。

24年，以国内地产企稳和美国经济软着陆为基准，市场仍以阶段性和结构性机会为主，驱动来自基于现实或官方指引的市场预期差，单边行情有待预期外的风险事件及衍生的强政策触发。常态下，股指或震荡筑底中枢上移；商品综合指数或先降后升中枢下移。

● 核心变量

1. 低基数效应结束，经济进入现实检验期，稳增长权重或提高，关注中央加杠杆力度，以及居民收入改善强度。

2. 地产触底企稳有赖于政策支持和就业预期改善，关注中美弱补库周期共振能否兑现，以及地产政策的超预期可能。

3. 美联储将兼顾“降通胀和防衰退”，宽松转向或滞后于现实和市场预期，抢跑交易宽松有待现实检验和官方确认，存阶段修正风险。

● 风险提示

政策宽松超预期、流动性冲击、美国硬着陆、地缘博弈超预期等。

一、23 年回顾：经济惯性持续超预期

2023 年，中美经济周期错位，“东升西落”不及预期，内外经济惯性持续超预期，驱动市场间歇性调整预期，以达到与现实的相对一致。

预期调整方向上，内部“由强趋弱”，弱现实压制强预期的左侧抄底空间及持续性；外部则“由弱趋强”，强现实导致“紧缩交易向宽松交易”转换的屡次落空。总体宏观驱动呈现“外部流动性紧缩、内部需求复苏无力”的偏弱态势，同时伴随偶发性的地缘博弈和供应端控制。

与之对应，资产表现上，风险资产下跌，避险资产上涨，其中商品综合指数跌幅高于万得全 A 指数，10 年期国债收益率下行约 15BP，内盘黄金涨逾 14%。结构上，股指全线下跌，周期关联性弱的中证 1000 指数跌幅最小；商品则涨跌互现，弱周期驱动之下，供应偏紧品类上涨。

2024 年，国内处在政策兜底之下的经济波折性修复阶段，若叠加美国经济温和走弱驱动下的外部金融环境改善，则边际宏观驱动将略转暖，但仍将受制于外部衰退和再通胀风险，整体仍以阶段性和结构性投资机会为主，趋势性的单边行情有待预期外的高风险及衍生的强政策触发。

图 1：商品指数年度涨跌幅（%）

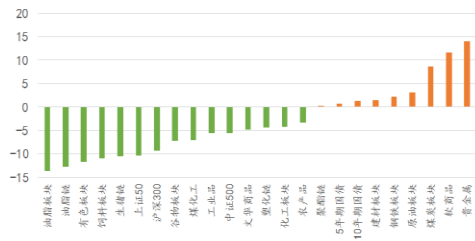


图 2：各国股指年度涨跌幅（%）

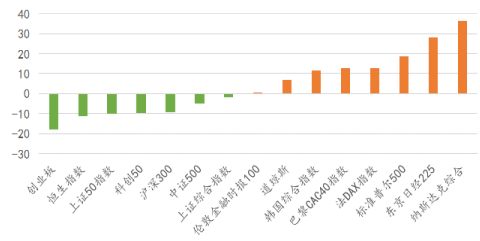


图 3：各国 10 债收益率变化（BP）

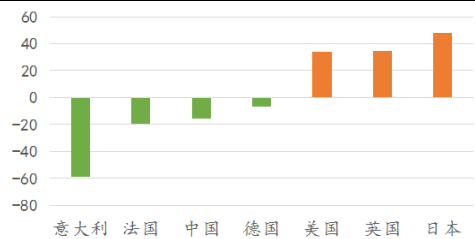
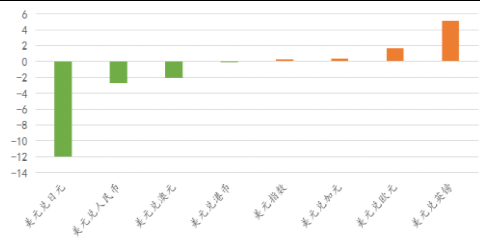


图 4：各国汇率变化（%）



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

二、24 年经济预期：中性震荡

2.1 目标取舍：5%稳定信心 or 4.5%可行性？

2023 年前三季度 GDP 累计增速 5.2%，若要达成年度 5%左右的目标增速，四季度 GDP 增速仅需 4.3%左右，而当前 Wind 四季度 GDP 增速预测均值 5.5%，远高于目标完成基准值。展望 2024 年，GDP 目标增速设定存在两种可能，维持 5%左右，或者连续第四年调降至 4.5%，两者区别在于实现难度及相应的政策强度要求；考虑到，2020-2022 年三年复合增速约 4.5%，2022-2023 年两年复合增速约 4.1%，从可实现角度，将 24 年 GDP 目标增速设定为 4.5%左右，较为合理。

但从稳定市场信心，阻断弱预期弱现实的负向循环角度看，24 年 GDP 目标增速设定在 5%左右更为有利。央行工作论文曾指出，我国“十四五”期间潜在增长率在 [5%，5.7%]，2020-2022 年期间，因疫情冲击，国内经济年均增速低于潜在增长率；23 年经济正常化之后，国内 GDP 增速有望向潜在增长率回归，若无预期外的高风险事件冲击，配合较积极的财政政策，5%左右的目标增速具备可实现性。

24 年 GDP 实际增速方面，若以 5%为政策目标，参照 2012-2019 年 GDP 实际与目标增速的平均偏离度 0.14%，预计 GDP 实际增速将在 [4.8%，5.2%]。当前 Wind 关于 24 年 GDP 实际增速的预测均值为 4.9%，略低于 5%；与之相比，国际机构 IMF 和世界银行的预测明显更低，仅为 4.16%和 4.6%。总体上，当前市场仍处在偏弱预期之中，若后期明确 24 年 GDP 目标增速为 5%左右，将利于政策和经济预期差向上修正，反之，则将维持弱预期状态。

图 5：GDP 实际与目标/预测增速之差

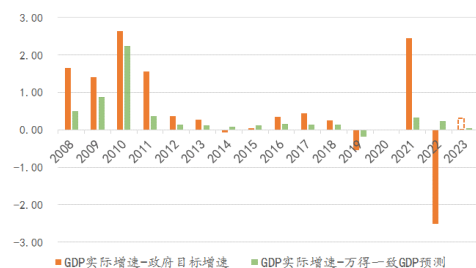
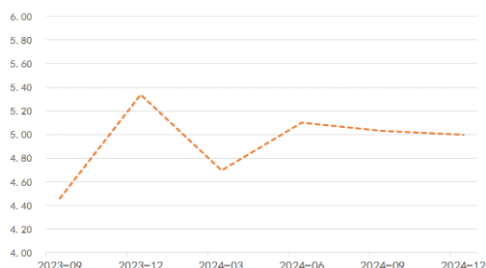


图 6：万得一致预测 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

图 7：制造业与非制造业 PMI

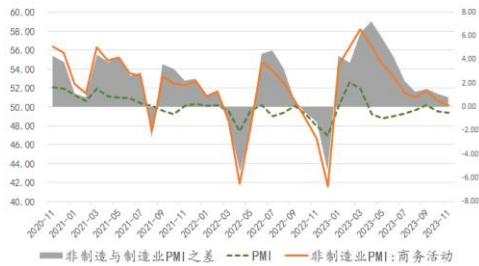
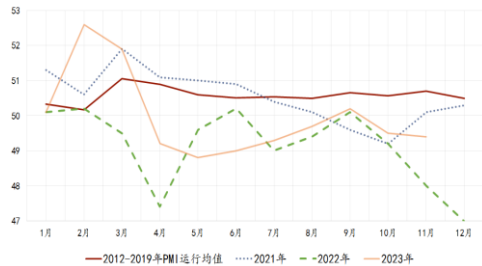


图 8：制造业 PMI 季节性特征



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 居民加杠杆乏力 非负债消费弹性高

截至三季度，居民杠杆率升至 63.8%，已连续 14 个季度高于 60%，较 22 年升 1.9 个百分点，2021-2023 年均增幅 0.5%，显著低于 2009-2020 年均增幅 3.67%。横向对比看，以国际清算银行数据为基准，中国居民杠杆率仍低于美国和日本，略高于欧元区，显著高于新兴市场平均值 48.4%，其中美国 08 年次贷危机前居民杠杆率高达 98.7%。比较而言，中国居民杠杆风险可控，但增量空间较小，24 年高位震荡为主。

居民加杠杆行为基于可支配收入和资产回报预期。前三季度，城镇居民人均可支配收入增速回升至 5.2%，与 GDP 实际增速持平。历史数据显示，疫情冲击时期之外，社零增速通常高于人均可支配收入增速，而人均可支配收入增速与 GDP 增速基本保持一致，若 GDP 目标增速设定在 5% 左右，24 年社零增速或在 [5.5%, 6%]，当前 Wind 社零增速预测均值 5.8%。

与实际收入明显改善不同，居民关于未来收入和就业的预期指数仍处历史低位，远低于疫前常态区间，且在疫后常态化的 2023 年，再创新低，疫情创伤尚待修复。过低的收入和就业预期，导致居民储蓄意愿高于消费，23 年前三季度居民新增存款 14.4 万亿，在 22 年同期高基数上再增长 9%。

居民存款超额增长始自 2018 年，2022 年之后加速，且呈现存款定期化趋势；同期，房价涨速见顶回落，近两年涨速趋零，高位停滞缺乏交易流动性。22 年下半年来，数轮地产限制政策松绑效果均呈脉冲性，空间及持续性较差，与房价长周期不看涨的预期转折有关，“房住不炒”叠加老龄化加速及生育率创新低，驱动地产市场回归民生属性。24 年，居民购房意愿仍难明显改善，非负债消费倾向仍将高于负债行为。

图 9：中国居民杠杆率及变化



图 10：各国居民杠杆率对比

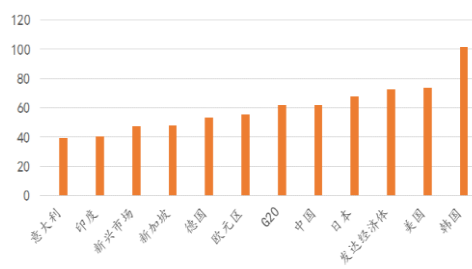


图 11：可支配收入与消费增速

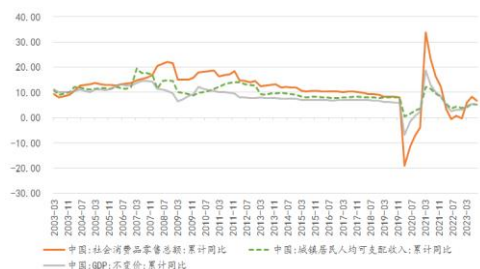


图 12：就业和收入预期指数

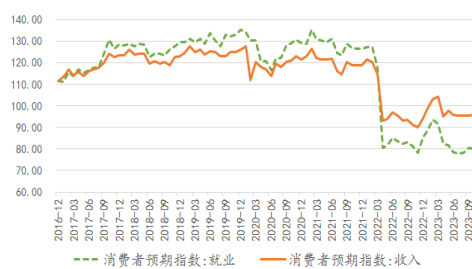


图 13：居民新增存款与贷款

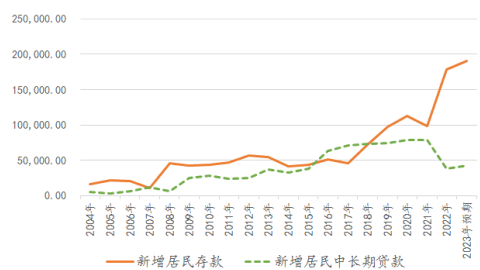
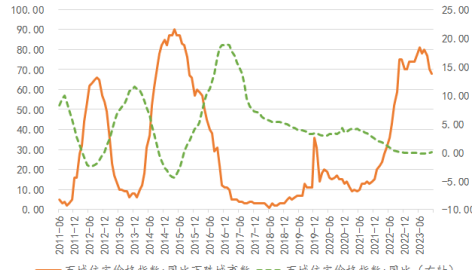


图 14：百城住宅房价指数



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.3 企业杠杆或趋稳 地产隐忧 vs 弱补库预期

截至三季度，非金融企业杠杆率升至 169%，较 22 年同期升 8.1 个百分点，再创历史新高，且远高于美欧日等国，其中美国非金融企业杠杆率低于 80%。比较而言，中国非金融企业扩杠杆空间较小，或高位趋稳，同时内部杠杆结构延续分化，地产去杠杆与政策支持领域加杠杆并存。

图 15：中国企业杠杆率及变化

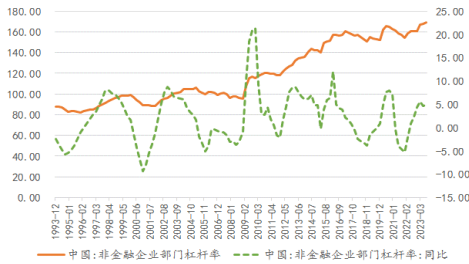
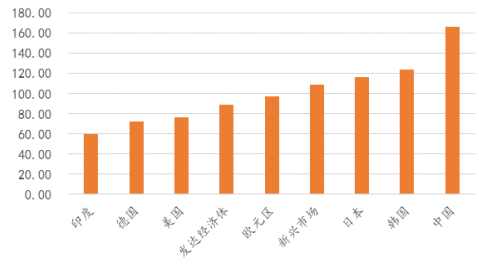


图 16：各国企业杠杆率对比



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

24 年地产预期边际将趋改善，当前房地产投资增速的 Wind 预测均值 -5.4%，强于 23 年预测均值 -9.1%，但仍维持弱势状态，为经济主拖累项。截至 23 年 10 月，固定资产投资总额中房地产开发投资占比 23%。23 年 1-10 月，房地产分项数据中，竣工>销售>施工>新开工，除竣工外，其余数据全线负增长，24 年保交楼仍将是地产政策发力核心。

23 年 1-10 月，商品房销售面积累计 9.25 亿平方米，仅为 21 年/22 年同期的 65%/83%，假设 11-12 月销售面积依然为 22 年同期的 83%，则 23 年全年销售面积约 11.3 亿平方米，绝对值回到 2012 年水平。若以中长期年均 10 亿平方米的中性预期为基准，则商品房销量仍有约 1.3 亿平方米/10%+的下降幅度；而在房地产开发资金来源中，其他资金（定金&与预收款&个人按揭）占比高达 55%，销售低迷导致的资金压力将限制地产投资增速的边际改善力度。

图 17：竣工/销售/新开工增速

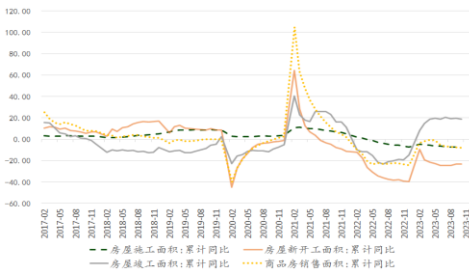
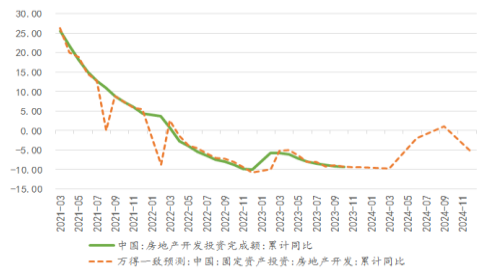


图 18：房地产开发投资完成额



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

图 19: 商品房可售面积/成交面积

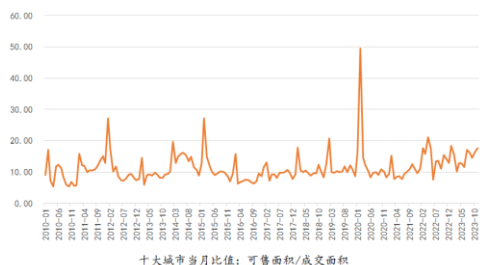


图 20: 商品房销售与新开工面积

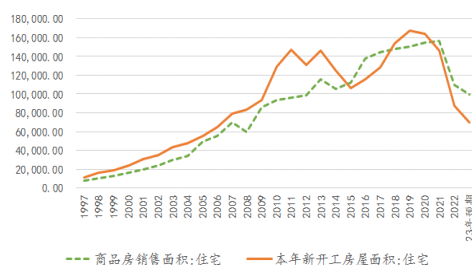


图 21: 房地产开发资金来源 (亿元)

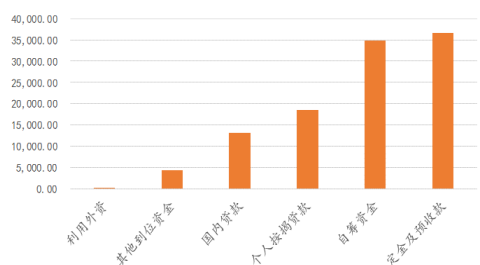
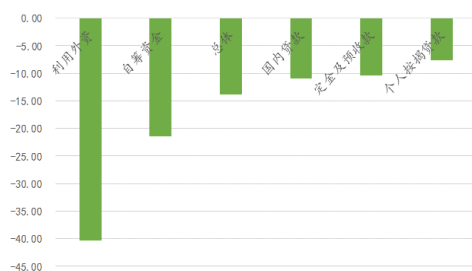


图 22: 房地产开发资金来源增速 (%)



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

房地产景气周期趋势下行中，阶段性的市场信心回暖，需要政策和收入预期的共振改善。这意味着，除“降首付/降房贷利息/松绑限制政策”等措施兜底外，还需要经济增长和企业盈利预期的持续性改善，进而带来更稳定的收入和就业预期，才能扭转当前偏悲观的地产信心。与 23 年相比，有利因素是，24 年大概率将开启新一轮中美补库周期共振，若如期兑现，将利于市场信心的持续性恢复。

中美库存数据看，名义同比增速均在 22 年 6 月见顶后快速走低，目前已分别降至 2%和 1.25%，处在 2000 年以来的低位区域。绝对位置上，中国产成品存货增速距离历史低点仅 3.9 个百分点，美国若剔除硬着陆时期的极值区域，也已处在软着陆基准下的历史低点附近。时间角度上，2000 年以来，国内共经历 6 轮去库周期，平均持续时间约 18 个月，其中疫情前 5 轮去库周期最长持续时间为 23 个月，为 2011 年 8 月-2013 年 8 月。参考历史经验，常态下，新一轮补库周期或于 24 年二季度开始，而美国补库周期将略晚于国内。受益于补库预期，2024 年制造业投资增速的 Wind 预测均值为 6.9%，略高于 2023 年的 6.1%；进出口增速的 Wind 预测均值

分别为 2.3%和 1.5%，明显高于 23 年的-4.9%和-3.5%。

图 23：中国制造业与进出口增速

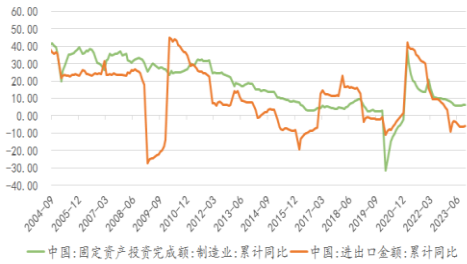


图 24：中美制造业 PMI：进出口景气度

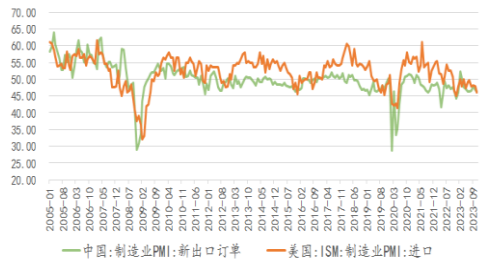


图 25：中美工业产能利用率

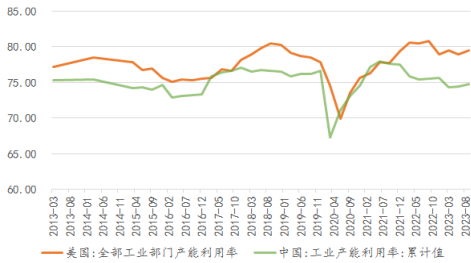


图 26：中美库存增速

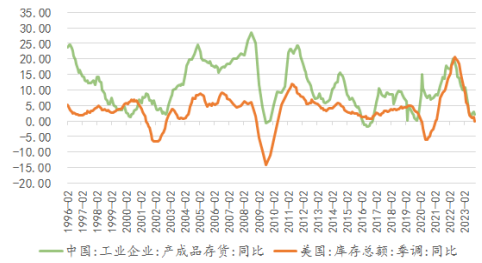


图 27：中美 PPI-CPI

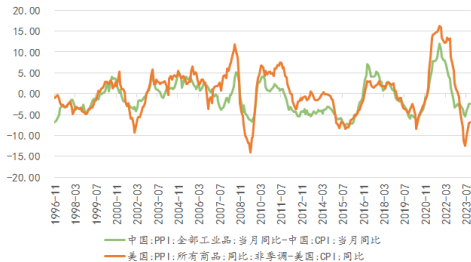
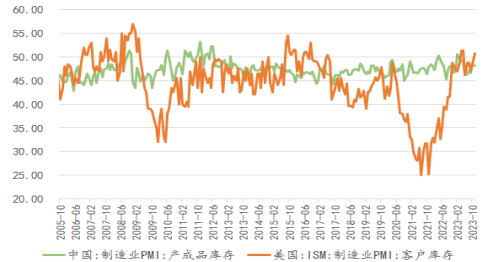


图 28：中美制造业 PMI：产成品库存



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.4 政府杠杆趋升 中央扩张 vs 地方化债

24 年，为阻断弱预期弱现实的负向循环，政府杠杆率有望趋升，其中中央扩张空间高于地方。截至 23 年三季度，政府部门杠杆率已升至 53.8%，较 22 年同期升 4 个百分点，其中地方政府增幅高于中央政府。2020 年疫情以来，政府杠杆率急速上升，但仍低于国际认定的政府杠杆率红线 60%，具备常规护杠杆空间。此外，参照美日等发达国家经验，常规空间之外，

还将有超常规加杠杆空间，按国际清算银行统计口径，23 年美日政府部门杠杆率已高达 110%和 229%；通常高级别风险事件爆发时，政府部门将是风险转移和信心兜底的主体，美日政府部门杠杠率突破常规红线均始自地产泡沫破裂时。

图 29：中国政府部门杠杆率及变化

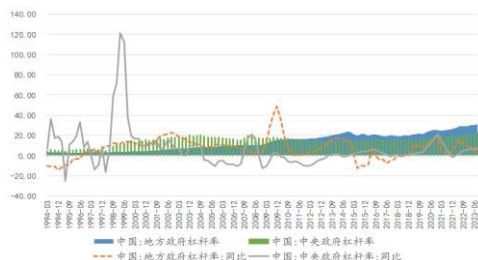
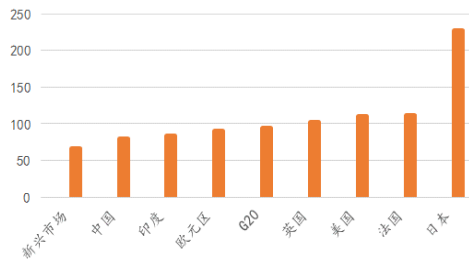


图 30：各国政府杠杆率对比



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

24 年地方政府将延续结构化化债基调，在经济和地产弱预期之下，缓解边际偿债压力仍将依赖于政策支持。截至 10 月，23 年地方政府财政收入（税收+非税收）约 14 万亿，较 22 年同期略降，但同期地方政府财政支出较 22 年增长 8000 亿至 18.6 万亿。尤其要注意的是，地产市场低迷导致土地出让收入骤减 9000 亿，引发地方政府偿债风险，并集中在负债率排名靠前和 GDP 排名靠后省份。为有效化解地方债务风险，各地陆续重启特殊再融资债券发行，截至 11 月底，全国 29 地披露总额超 1.37 万亿，所募集资金将主要用来置换地方隐性债务。24 年，地方偿债压力继续增加，目前 24 年城投债到期规模的机构预测均值约 5 万亿，高于 2023 年。

图 31：地方政府债务增速

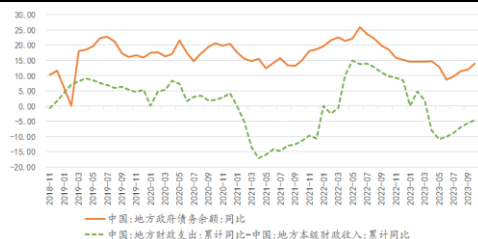
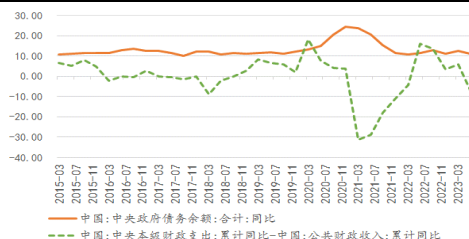


图 32：中央政府债务增速



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

图 33：土地购置与财政收入（增速）

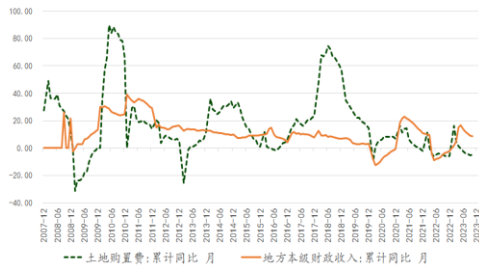


图 34：地方政府土地出让金（规模）

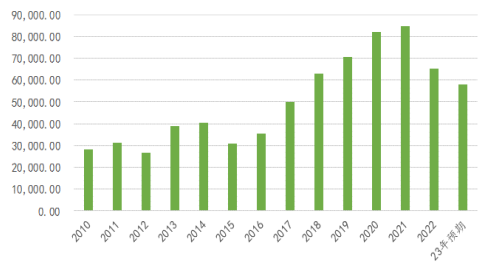


图 35：地方政府再融资债券

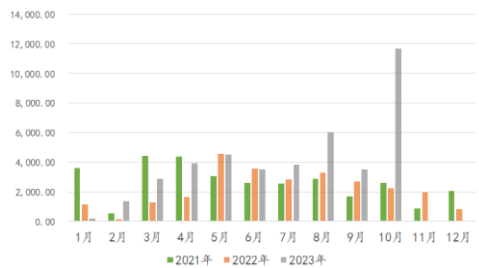
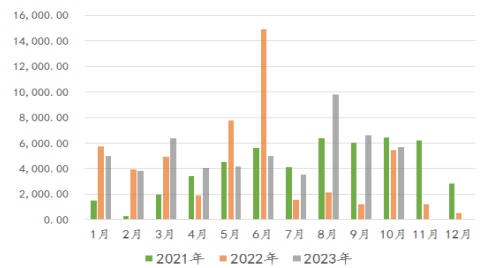


图 36：地方政府专项债券



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

24 年政府杠杆增量来自地方专项债和预算内财政赤字，规模目标值大概率高于 23 年；23 年四季度增发的万亿国债，也将在 24 年形成实物工作量，全部用于支持地方灾后重建和弥补防灾减灾救灾短板，并由中央还本付息，将拉动 GDP 年化增速约 [0.5%, 1%]。此前，年内追加财政赤字仅有三次，发生在 1998-2000 年，期间受亚洲金融危机和洪灾影响，国内处于需求不足的通缩阶段，与本轮疫后需求不足触发通缩担忧有相似性。

特殊阶段，为对冲风险和稳定信心，中央具备加杠杆意愿及空间，增发万亿国债后，23 年目标赤字和赤字率升至 4.88 万亿元和 3.8%；而同期，美国 23 财年预算赤字和赤字率则高达 1.7 万亿美元和 6.3%，成为 23 年美国韧性持续超预期的核心支撑。基于财政激励的偏强预期，2024 年基建投资增速或延续高位运行，Wind 预测均值 9.1%，略高于 23 年。

图 37: 财政赤字率

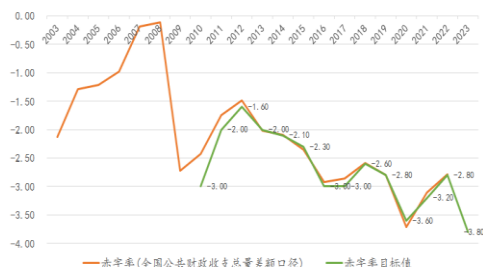
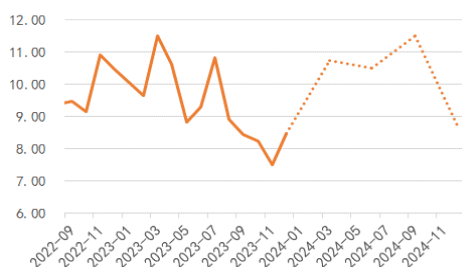


图 38: 万得一致预测: 基建投资增速



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

三、政策中性偏松 外部约束缓解

3.1 信用弱传导难改 宽松仍可期

23 年, 货币政策中性偏松, 累计降准 50BP, 1 年期 LPR 降息 20BP, 5 年期 LPR 降息 10BP, 但信用传导不畅, “社融-M2” 差值处于历史低位, 边际改善由 M2 增速下降驱动, 内生性扩信用动能疲弱。截至三季度, 企业贷款和个人按揭贷款加权平均利率分别为 3.82% 和 4.02%, 较 22 年下降约 10BP, 但同期工业企业营业利润累计增速-7.9%, 已连续 16 个月负增长, 百城房价同比增速已连续 11 个月负增长, 成本收益利差持续倒挂。

24 年, 外部紧缩压力缓解, 国内宽松条件好于 23 年, 利于融资成本持续性下降, 存在再降准降息空间, 信用传导边际料将改善, 但强度有限, M2 和社融增速运行区间或在 [9%, 10%], 目前 M2 增速的 Wind 预测均值为 9.9%, 较 23 年略降。24 年, 货币指标边际变量聚焦 M1 增速, 截至 10 月, M1 增速低至 1.9%, M1-M2 差值低至 -8.4%, 创 22 年 4 月来新低, 隐含流动性陷阱风险; 但考虑到 23 年 7 月起, 当月企业利润增速已恢复正增长, 若 24 年中美补库周期共振如期兑现, 边际资金活性和市场信心将改善, 利于驱动 M1 增速触底弱反弹, 类似 2019 年。

图 39: M1-M2 与社融-M2

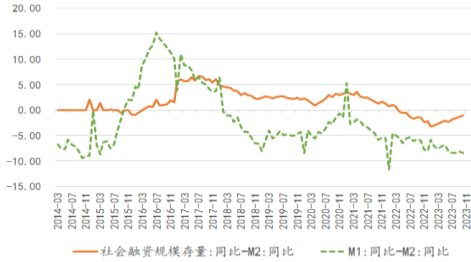


图 40: 贷款加权平均利率

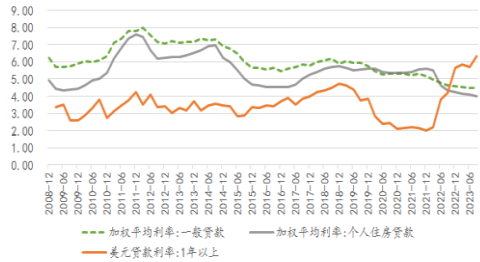


图 41: 企业利润增速

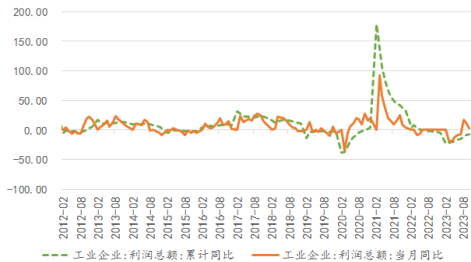
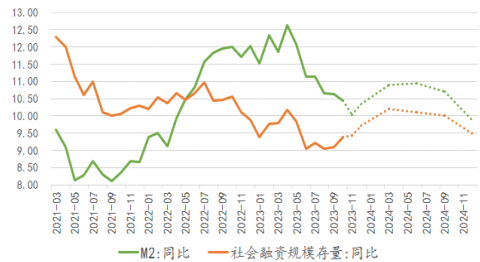


图 42: 万得一致预测: M2 与社融



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

信贷结构上,自 2020 年以来,制造业和房地产中长期贷款余额增速背离加速,制造业贷款增速在 21 年见顶后维持高速增长,截至 23 年 9 月仍高达 38%;房地产贷款增速则一路下行至负增长,直至 22 年下半年房企信用风险触发政策兜底,之后探底回升至 6.2%,但仍显著低于全体中长期贷款余额增速 12%。

24 年,信贷增量资源及被盘活的存量资源,仍将优先投向科技、绿色、普惠、养老、数字等领域;同时,为防范化解地产信用风险,金融机构将被引导满足房企合理性融资需求。政策工具方面,重点关注 PSL 重启可能性,24 年政策性投资增量聚焦“保障性住房、城中村改造、平急两用基建”三大工程,参照此前棚改经验,PSL 有较大概率成为配套的低成本资金来源。PSL 工具始自 14 年,兼具“准财政+宽货币”功能,用以定向支持棚改等政策性项目,期限一般 3-5 年,2015-2018 年期间,作为棚改配套资金支持工具,年均投放资金约 7500 亿。24 年,为稳定市场信心,支撑基建投资,PSL 有较大概率重启,规模区间或在 [0.5 万亿, 1 万亿]。

图 43：工业/绿色/地产贷款增速

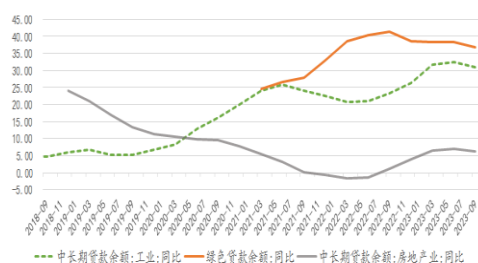
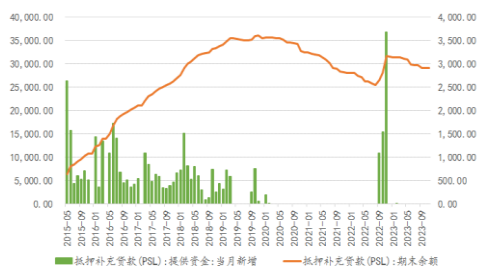


图 44：PSL 当月新增与期末余额



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.2 汇率约束缓解 利差倒挂收敛

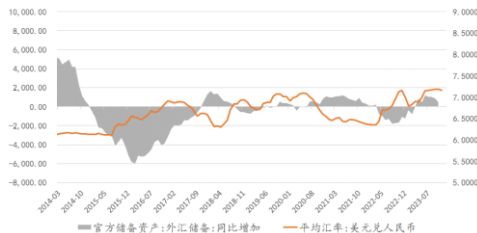
2023 年，中美货币政策持续反向，美联储累计加息 100BP，中美利差倒挂加速，截至 12 月 1 日，中美 2 年期利差倒挂 213BP，10 年期利差倒挂 153BP；同期，中美制造业 PMI 差值由负转正，中美季度 GDP 差值中枢上移，但并不足以扭转中美政策背离的负面影响。23 年，人民币即期汇率运行区间 [6.7, 7.3]，总体较 22 年贬值，但同期外汇储备小幅增长约 500 亿元，并未出现 2022 年的资金外流现象，资金预期仍相对稳定。

2024 年，外部紧缩环境大概率逆转，从交易紧缩转向交易宽松，预期差聚焦美联储首次降息时点和降息幅度。与 23 年相比，中美货币政策将从背离趋向一致，更利于国内货币政策以内为主，叠加边际中美经济预期差向上，人民币汇率贬值压力将缓解；但若以美国软着陆、中国弱复苏为基准，人民币汇率仍将宽幅震荡，难现单边升值，运行中枢或在 7 左右，中美利差倒挂收敛有限，预期波动来自中美经济预期差及派生的政策变化，比较而言，美国经济和通胀预期的不确定性更强。

图 45：中美利差



图 46：外汇增量与汇率

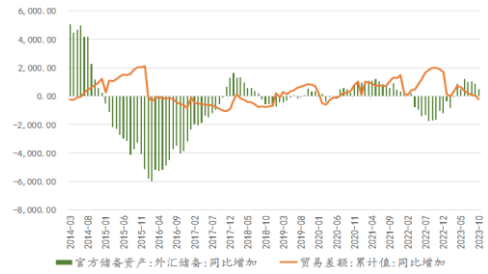


资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

图 47：中美 PMI 景气度差值



图 48：外储增量与贸易差额



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.3 通胀温和上行 盈利预期改善

23 年，国内 CPI 和 PPI 共振走弱，尤其是 CPI 增速曾现两个月负增长，通胀数据屡次低于市场预期，引发通缩担忧。历史数据看，2008 年-2022 年期间，CPI 和 PPI 共振下行共有三次，均由需求下行驱动，其中前两次为 08 年 7 月-09 年 8 月，和 2011 年 8 月-15 年 3 月，期间 GDP 季度增速从 [10%, 11] 降至 [7%, 8%]；第三次为 2020 年疫情期间。三次结束共振下行均由政策驱动，回升幅度与政策强度直接相关。

与此前三个阶段相比，23 年-24 年政策强度和效果均偏弱，预计本轮通胀触底后反弹空间有限。24 年，弱补库周期基调下，预计国内通胀预期温和上行，目前 CPI 和 PPI 增速的 Wind 预测均值分别为 1.2% 和 0.3%，略高于 23 年的 0.4% 和 -2.9%。

供应驱动中，猪价和油价仍为预期差波动来源。目前，能繁母猪存栏量仍高于正常保有量，因“能繁母猪-仔猪-商品猪”的生产周期约 10-11 个月，预计 24 年猪价反弹力度有限；油价方面，考虑到 IMF、OECD、世界银行等机构，普遍预测 24 年全球 GDP 增速略低于 23 年，不考虑 OPEC 的预期外减产可能，24 年油价中枢或略低于 23 年。

图 49: CPI-PPI

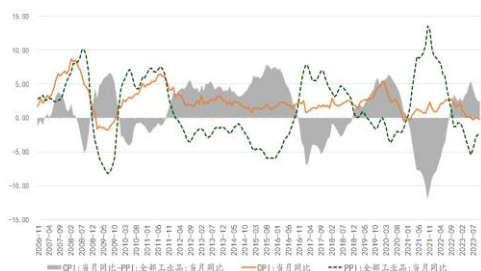


图 50: 猪肉与交通通信 CPI

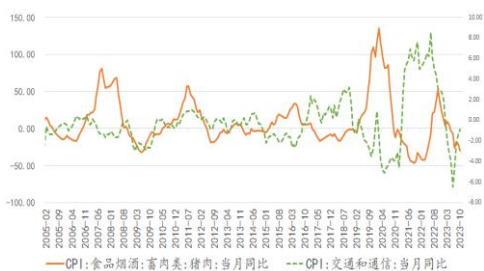


图 51: 能繁母猪存栏量与增速

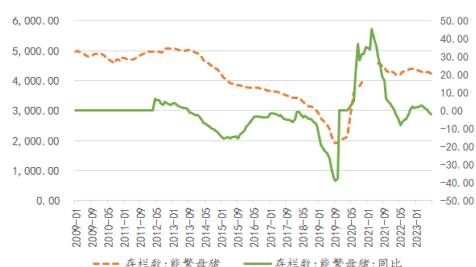
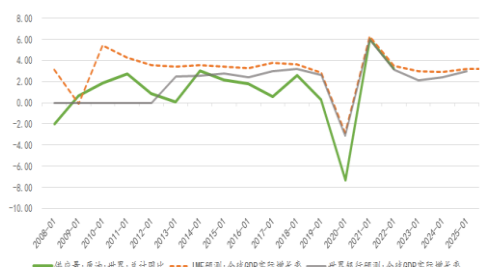


图 52: 原油供应量与 GDP 增速



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

四、外部变量：通胀底部与降息幅度

4.1 如期软着陆 or 迟来的衰退？

23 年，美国通胀水平如期下行至 [3%, 4%]，但仍高于 2% 目标值；同期，美国 GDP 增速屡超预期，逐季走高，截至三季度高达 3%；较强的经济和通胀韧性，致使年内宽松交易屡次落空。23 年底，美国经济、就业、通胀数据预期差向下，令市场重燃宽松交易预期，美债收益率自 10 月高位快速回落，其中 2 年期降速快于 10 年期，驱动 10-2 美债利差倒挂收敛，软着陆仍为当前市场基准预期。

24 年，美国经济预期温和转弱，IMF、世界银行、OECD 预测 24 年美国 GDP 增速区间在 [0.8%, 1.5%]，CPI 增速区间 [1.2%, 3%]。若 24 年美国如期实现软着陆，CPI 和核心 CPI 增速区间或在 [2.5%, 3%]；通胀结构上，软着陆基准下，能源价格降幅已有限，关注食品和住宅 CPI 降幅；考虑到美国房贷利率已至 7% 以上，以及美联储紧缩周期对房价影响滞后，24 年住宅 CPI 存在超预期下行可能。

24 年，美国软着陆支撑来自补库预期、高财政赤字和提前启动降息周期。但类比 23 年初的衰退预期未兑现，24 年需关注软着陆被证伪风险，即美国经济超预期下行，再次触发衰退交易可能。按历史经验，美债利差倒挂十八个月后，将进入衰退风险和金融风险事件爆发的敏感期，当前乐观的市场预期存在向下修正可能。事实上，美国 ISM 制造业 PMI 已连续 13 个月处在衰退区间，若 24 年制造业补库周期延迟，叠加服务业景气韧性消退，美国衰退概率或将提高。

图 53：全球供应链压力指数



图 54：价格增速：能源/非能源/房价



图 55：美国非农就业与失业率



图 56：美国住房 CPI 与职位空缺率



图 57：美债利差

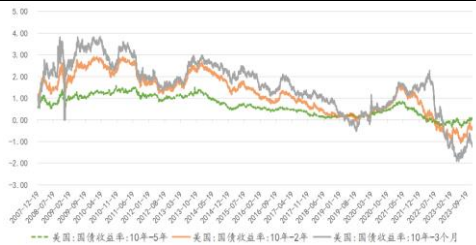
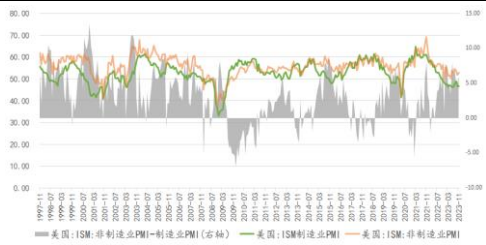


图 58：美国制造业与非制造业 PMI



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

图 59：美国消费者信心指数

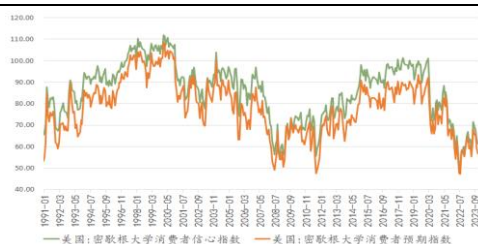
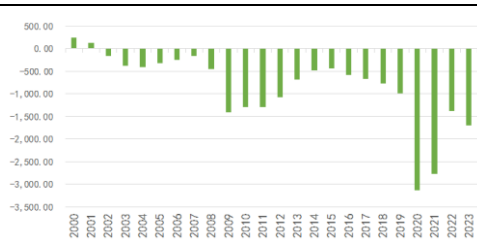


图 60：美国财政赤字（百万美元）



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

4.2 美联储降息周期：提前 or 延迟？

24 年，美联储紧缩周期转向宽松，是当前市场基准交易逻辑，其中首次降息时点、年度降息幅度是两大关注点，也是市场预期差的波动来源。自 22 年美联储首次加息至今，美联储实际紧缩节奏始终强于市场预期，驱动左侧交易宽松预期屡次修正。

当前，市场预期再次处于偏乐观阶段，利率观察工具显示，24 年首次降息时点已提前至 3 月，累计降息幅度 110BP+，远高于美联储 9 月点阵图中对 24 年降息 50BP 的中性预测值。从边际 PMI、CPI、就业等数据共振走弱看，美联储 12 月会议有望调降 24 年利率中位值，但调降幅度大概率仍低于当前市场预期值，过鸽预期存阶段修正可能。

24 年，美联储 5 月会议为转向宽松的关键节点。边际宽松交易的预期修正将来自两方面，一是，基于现实的宽松预期差。若近期超预期共振向弱的现状延续至 2024 年一季度，有可能触发衰退交易，或者金融风险事件，倒逼美联储提前启动降息周期；但若美国经济和通胀韧性再超预期，美联储降息周期将延迟启动，高利率将维持更久，且降息空间有限。二是，基于官方指引的市场偏离修正。23 年以来，美联储预期偏谨慎，滞后于经济和通胀实际表现；市场预期偏乐观，倾向抢跑交易宽松节奏，但同时，也会面临向美联储预期回归的阶段性修正压力。

图 61：美国商业银行存款与信贷增速



图 62：美国金融压力指数



图 63：美国各部门杠杆率

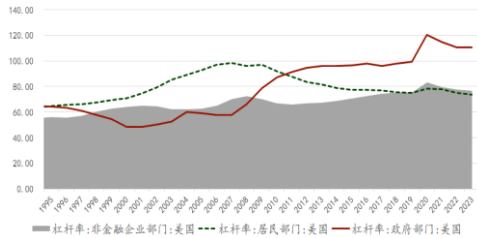
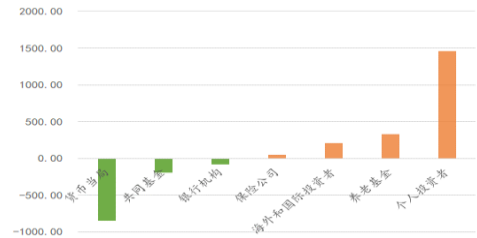


图 64：美国国债持有者规模变化



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

五、综述

24 年，国内经济将中性震荡，中央扩张兜底与局部信用风险化解并存，经济波动区间取决于政策目标，若 GDP 目标增速设定在 5%左右，利于提升政策预期和市场信心，但同时也面临兑现压力。外部流动性环境将趋改善，美联储将从紧缩周期转向宽松，宽松力度取决于美国经济着陆方式，软着陆&弱宽松为基准预期。

24 年，以国内地产企稳和美国经济软着陆为基准，市场仍以阶段性和结构性机会为主，驱动来自基于现实或官方指引的市场预期差，单边行情有待预期外的风险事件及衍生的强政策触发。常态下，股指或延续震荡筑底，中枢略上移；商品综合指数或先降后升，中枢下移，结构分化依旧，内需驱动或供应偏紧品类表现优于其他。

24 年，非常态变量中，外部关注衰退和流动性风险，内部关注政策超预期和地产改善不及预期可能。

特别声明

中财期货有限公司（以下简称“本公司”）具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，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。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。

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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为中财期货有限公司所有，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“中财期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

期市有风险，入市需谨慎

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 958 号华能联合大厦 23 楼

服务总机：021-68866688 全国客服：400 888 0958



浙江分公司

地址：浙江省杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼 电话：0571-56080568

江苏分公司

地址：江苏省南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704 室 电话：025-58836800

中原分公司

地址：河南省郑州市郑东新区金水东路 80 号 3 号楼 11 层 1108 室 电话：0371-60979630

成都分公司

地址：四川省成都市锦江区东华正街 40 号 8 楼 C 室 电话：028-62132733

上海陆家嘴环路营业部

地址：中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室 电话：021-68866819

上海襄阳南路营业部

地址：上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室 电话：021-68866659

北京海淀营业部

地址：北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室 电话：010-63942822

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209 电话：0755-82881599

天津营业部

地址：天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼 电话：022-58228156

重庆营业部

地址：重庆市江北区聚贤街 25 号 3 幢名义层 15 层 1501 室 电话：023-67634197

沈阳营业部

地址：辽宁省沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室 电话：024-31872007

武汉营业部

地址：湖北省武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层 电话：027-85666911

西安营业部

地址：陕西省西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307 电话：029-87938499

杭州营业部

地址：浙江省杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室 电话：0571-56080563

扬州营业部

地址：江苏省扬州市广陵区运河西路 588-119 号壹位商业广场 电话：0514-87866997

济南营业部

地址：山东省济南市历下区姚家街道经十路 11111 号万象城写字楼 S0H0 办公楼 2-1008、2-1009、2-1010 电话：0531-83196200

无锡营业部

地址：江苏省无锡市经开区金融三街嘉业财富中心 3-1105 电话：0510-81665833

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 601、602 室 电话：0371-65611075

山西分公司

地址：山西省太原市综改示范区太原学府园区晋阳街 159 号 1 幢 10 层 1003 室 电话：0351-7091383

长沙营业部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 508-510 室 电话：0731-82787001

南昌营业部

地址：江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室 电话：0791-88457727

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区长江中路 538 号 中财大厦 601 室 电话：0551-62836053

唐山营业部

地址：河北省唐山市路南万达广场购物中心 2 单元 B 座 1804 室 电话：0315-2210860

日照营业部

地址：山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼 电话：0633-2297817

赤峰营业部

地址：内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010 电话：0476-5951139

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号(皇达大厦) 7 楼 F 单元 电话：0592-5630235

常州营业部

地址：江苏省常州市天宁区竹林西路 19 号天宁时代广场 A 座 1706 室 电话：0519-85515185

南通营业部

地址：江苏省南通市崇川区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室 电话：0513-81183555

宁波营业部

地址：浙江省宁波市慈溪市新城大道北路 1698 号承兴大厦 7-2-1 电话：0574-63032202

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区银展商务中心 1 幢 1 号 13-3 电话：0574-87377105