

轻舟已过万重山

2024 美联储利率展望

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：何帅辰

邮箱：heshuaichen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

◆ 2023年最后一次的FOMC会议上，市场等待已久的降息讨论进入视野。站在当前时点，市场对于2024年美联储降息基本上以达成一致，而分歧点更多体现在开始降息的时点上，因此什么时候降息自然也将直接决定未来美债利率终点和市场走势。

◆ 美联储开启降息的“信号”是什么？

◆ 回顾1990年代以来美联储历次降息的因素，可以大致归结于两类，一是“紧急式降息”当实体经济与金融市场遭遇重大挫折时，二是“预防式降息”当经济尚未衰退但走弱信号增多时。

◆ 反观本轮周期，从基本面角度来看，经济并未看到在几个月内大幅快速转弱的基础。此轮美联储步入降息周期更多的是出于“预防式降息”的考量。那么降息的到来需要一些标志性的基本面变化，如**失业率或者通胀突破阈值**等。

◆ 首先从美联储12月议息会议上对失业率的判断维持在4.1%，远低于历史上因失业率上升所引发降息的平均水平，因此本轮联储降息开启的条件或主要是由通胀的回落所致。

◆ 从过去加息周期经验来看，美联储即在有通胀压力且经济并未有显著衰退风险的加息周期中，降息启动需要政策利率比核心通胀高2.5%左右。以目前美联储5.5%左右的终点利率，意味着**核心CPI需要回落至3%左右**，或是**美联储开启降息的信号**。

◆ 2024年美国通胀展望

◆ 随着政策利率已经达到限制性水平，总体来看2024年美国通胀显著反弹风险较低。具体来看，商品端有望延续小幅通缩，房租端有望延续下行，超级核心服务通胀仍存韧性，并结合基数、历史季节性规律，我们对2024年美国核心CPI的测算结果如下：**核心CPI：2024Q1-Q4同比平均值分别为3.5%、3.1%、3.0%、2.7%**。

◆ 降息交易该如何演绎？

◆ 预计2024年1月底前美债利率维持宽幅震荡。从点位看，短期内十年期美债利率中枢或在4.0%左右，波动低点或在3.7%-3.8%附近。

◆ 3月份美债或面临短期调整的压力。一方面，目前市场计价2024年3月降息，而通过分析我们认为美联储最早或将在6月开始降息。市场在3月份一方面存在预期落空的风险，以及美债供给端的扰动影响，因此美债利率存在阶段性反弹的风险，但由于降息已基本成为定局，美债调整幅度应不会较大。

◆ 综合判断，美债利率中枢下行是大方向，节奏上或呈波动式回落，2024年长端美债可能的中枢大概落在3.5%至3.7%附近，对应当前的美债收益率位置还存在可观的资本利得空间。交易层面关注2024年一二季度收益率逢高，逐渐加大配置的机会。而年中随着美联储开启降息或是进一步催化

十年美债中枢下行至 3.5% 的因素之一。

⊕ **风险提示：** 地缘局势变化超预期，美国经济金融风险超预期，国际金融市场波动超预期，美国财政紧缩幅度超预期等

内容目录

1. 美联储开启降息的“信号”是什么？	4
2. 2024年美国通胀展望	7
3. 降息交易该如何演绎？	10
4. 大类资产配置建议	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1: 近两次美联储 FOMC 会议声明对比	4
图 2: 12 月份 SEP 点阵图预测明年降息 75bp	4
图 3: 2023 年 12 月 FOMC 会议 SEP 经济预测情况	5
图 4: 1990 年代以来历次降息周期的实际利率与失业率的关系 (%)	5
图 5: 1968-1976 年间的两轮加息周期中, 由于转向过早通胀压力未被根除 (%)	6
图 6: 在有通胀压力且经济并未有显著衰退风险的加息周期中, 降息启动需要政策利率比核心通胀高 2.5%左右 (%)	6
图 7: 美国通胀已明显缓解 (%)	7
图 8: 政策利率已经达到限制性水平 (%)	7
图 9: 房价走势通常领先租金通胀走势 14-18 个月 (%)	8
图 10: 核心服务价格持续回落 (%)	8
图 11: 剔除住房的超级核心服务通胀仍存韧性 (%)	9
图 12: 就业市场供需之间仍存在不平衡(千人, %)	9
图 13: 亚特兰大联储 wage growth tracker 薪资增速仍高于与 2%通胀目标 (%)	9
图 14: 服务需求仍有释放空间(十亿美元)	10
图 15: 商品消费支出放缓(十亿美元)	10
图 16: 2024 年美国核心 CPI 预测 (%)	10
图 17: 截至 12 月 28 日 CME 市场利率预期	11
图 18: 2024FOMC 会议安排日程	12
图 19: 2024 年一季度美债发行规模仍处高位(十亿美元)	12

在 2023 年最后一次的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上投票决定将联邦基金利率维持在 5.25%-5.50% 的目标区间不变，并强烈暗示本周期加息已结束。

声明表态上发生了明显的“鸽派”调整。首先，该声明承认，相对于第三季度强劲的增长数据，经济活动步伐正在放缓。其次，强调通胀“在过去一年有所缓解”。最后，也是最值得注意的是，在“确定任何额外政策紧缩幅度时”这一短语中添加了“任何”一词，美联储的这一表态意味着几乎达成了本轮紧缩周期不再进一步加息的协议。

降息讨论进入视野。从经济预测摘要（SEP）的更新进一步表明未来一年政策利率的前景也更加“鸽派”。相对于委员会 9 月份的预测隐含 2024 年 2 次降息，最新的政策利率预测点图表明 2024 年利率终点降至 4.6%，较当前 5.4% 的利率水平隐含 3 次降息。此外，没有委员会成员预计在 2024 年会进一步加息。

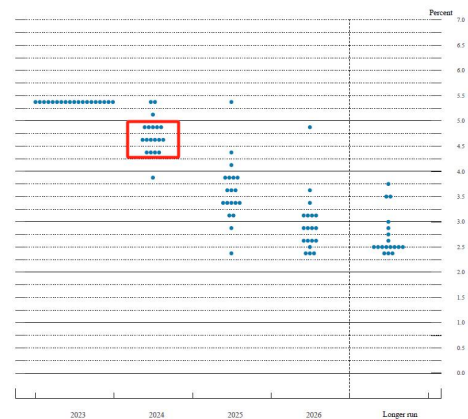
图 1：近两次美联储 FOMC 会议声明对比

	2023年11月FOMC声明	2023年12月FOMC声明
经济	第三季度经济活动以强劲的速度扩张（strong pace），自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍保持强劲，失业率保持在低位。美国银行体系稳健且具有韧性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。	经济活动的增长已经从第三季度的强劲步伐放缓，自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍保持强劲，失业率保持在低位。美国银行体系稳健且具有韧性。家庭和企业的金融和信贷条件收紧可能会对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。
通胀	通胀水平仍然较高，委员会仍高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	通胀水平在过去一年有所缓解，但仍处于高位。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到 2% 的目标。
利率	维持利率5.25-5.5%不变。委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2% 的额外紧缩幅度时，委员会将考虑到货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率5.25-5.5%不变。委员会将继续评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2% 的任何（any）额外紧缩幅度时，将考虑累积紧缩幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。

资料来源：FED，华宝证券研究创新部

图 2：12 月份 SEP 点阵图预测明年降息 75bp

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：FED，华宝证券研究创新部

站在当前时点，市场对于 2024 年美联储降息基本上以达成一致，而分歧点更多体现在开始降息的时点上，因此什么时候降息自然也将直接决定美债利率终点和市场走势。

1. 美联储开启降息的“信号”是什么？

我们通过在回顾和对比过去历次美联储加息周期和经济之间的关系之后，寻找出美联储转向降息的“底线”因素，可以理解为判断本轮美联储货币政策节奏变化的必要条件。

首先，回顾 1990 年代以来美联储历次降息的因素，可以大致归结于两类——“紧急式降息”与“预防式降息”。当美国实体经济与金融市场遭遇重大挫折时，美联储紧急降息以支持经济复苏，并减轻金融市场的不确定性，即“紧急式降息”。例如，2001 年互联网泡沫破裂，美联储采取了降息政策以应对经济下行风险。又如，2007-2008 年次贷危机爆发后，美联储开始采取紧急降息措施以缓解金融市场的紧张局势。

当美国经济尚未衰退但走弱信号增多时，美联储可能选择适当降息以防经济过快降温，即“预防式降息”。例如，1995 年和 1998 年的两次降息是美联储防范经济走弱的保险措施。

1995年7月、12月和1996年1月，美联储三次降息，其中重要原因之一就是物价压力已有所缓解，而失业率开始上升迹象。而2019年，美联储于8月首次降息时，主要由于全球贸易紧张局势和全球经济增长放缓的迹象，美联储开始了一系列降息行动，以支持经济并缓解市场担忧。

反观本轮周期，从基本面角度来看，并不支持美联储选择“紧急式降息”，主要原因是经济并未看到在几个月内大幅快速转弱的基础。我们在2023年12月29日发布的《经济从超预期轨道回归——2024海外经济展望》报告中分析到，2023年美国经济运行超预期或将逐步步入尾声，但这也并非等价于衰退的开启，整体或呈现出有韧性的下滑。

因此，基于基本面的分析，此轮美联储步入降息周期更多的是出于“预防式降息”的考量。我们通过比照过去的经验，预防式降息的到来可能还需要一些标志性的基本面变化，比如失业率或者通胀突破阈值等。

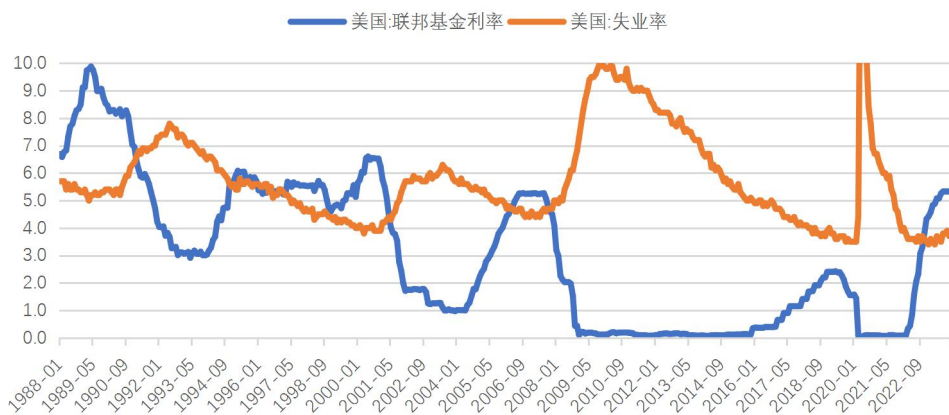
首先，从美联储12月议息会议上对失业率的判断维持在4.1%，远低于历史上因失业率上升所引发降息的5%平均水平，因此基准情形推断下，我们认为本轮联储降息开启的条件主要是由通胀的回落所致。

图3：2023年12月FOMC会议SEP经济预测情况

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2025	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9	2.2	1.2	1.8	1.6	2.0	1.7	2.0	1.7	2.0
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0	4.2	4.0	4.2	3.9	4.3	3.8	4.3	3.7
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2	3.4	2.3	2.7	2.0	2.3	2.0	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0	2.0	3.2	3.3	2.4	2.7	2.0	2.2	2.0	2.1	2.0	2.3
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	2.0	3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3	2.0-2.3	3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	2.0-2.9
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4	4.9	3.1	3.9	2.5	3.1	2.5	3.0	5.4
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：FED，华宝证券研究创新部

图4：1990年代以来历次降息周期的实际利率与失业率的关系(%)

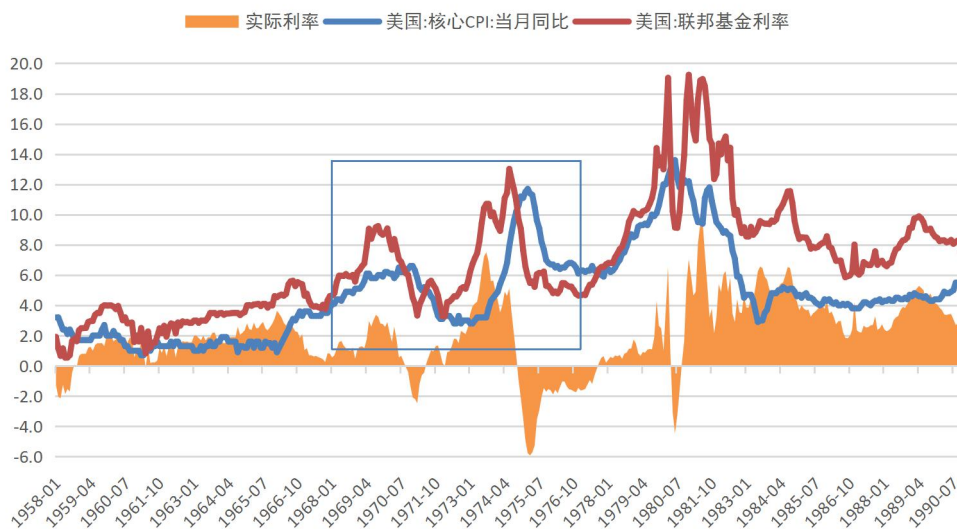


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

那么美国通胀回落至什么水平或是开启降息的条件？

我们从本轮加息周期中，美联储官员的表态中找寻出些许线索。2023年以来，美联储主席鲍威尔在讲话中不止一次提到要吸取上世纪70、80年代的经验。1970年间，美联储未能成功控制通胀的原因，就在于货币政策的不坚决。在1968-1976年间的两轮加息周期中，都是由于转向过早，导致政策利率低于核心通胀，通胀压力未被根除，导致后期货币政策需要长时期维持紧缩，来遏制通胀。

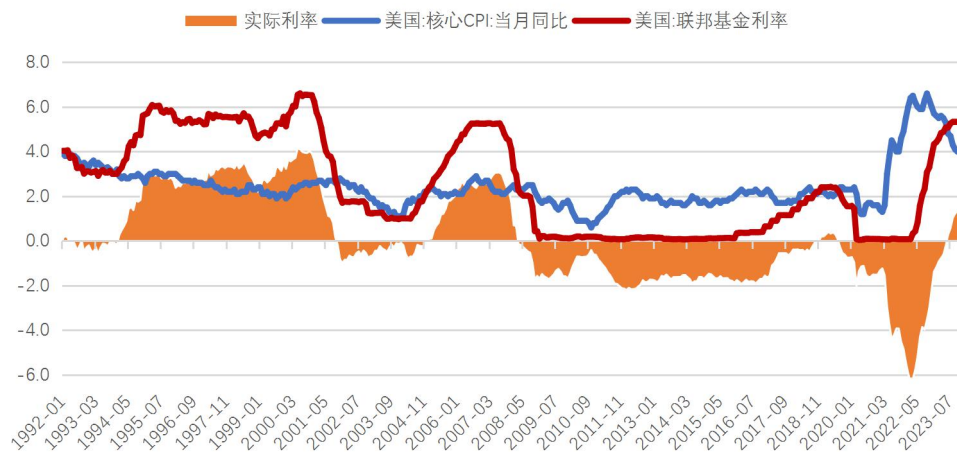
图 5：1968-1976 年间的两轮加息周期中，由于转向过早通胀压力未被根除 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

以史为鉴，这一次，美联储目前尚无迫切需要降息以托举经济的顾虑，因此联储更加追求既能防止过紧的政策催生意外的风险、也能达到维护价格稳定的要求，这两者间的平衡。从过去加息周期经验来看，美联储即在有通胀压力且经济并未有显著衰退风险的加息周期中，降息启动需要政策利率比核心通胀高 2.5% 左右。考虑到目前美联储的利率终点在 5.5% 左右，意味着核心 CPI 需要回落至 3% 左右，或才是美联储开启降息的信号。

图 6：在有通胀压力且经济并未有显著衰退风险的加息周期中，降息启动需要政策利率比核心通胀高 2.5% 左右 (%)

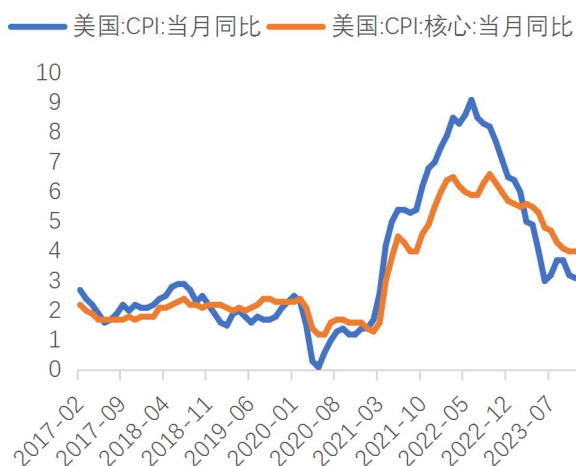


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 2024 年美国通胀展望

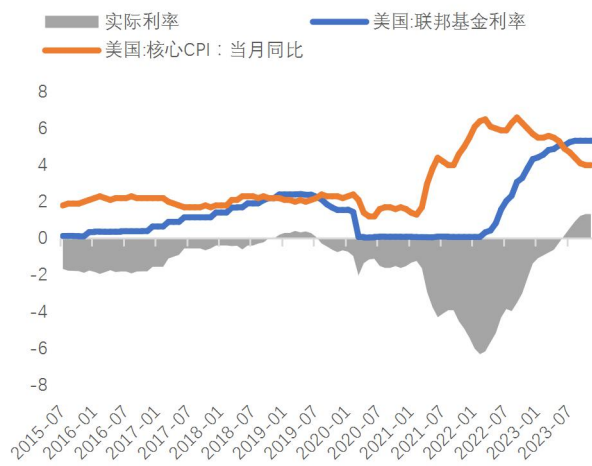
美联储抗击通胀进入“最后一英里”，这一过程是否顺利直接决定了后续联储政策路径前景。复盘 2022 三季度到 2023 一季度，美国通胀回落主要源自于供给侧的改善，全球供应链的修复。而从 2023 年二季度开始，核心 CPI 通胀指数也开始出现明显回落，这意味着需求侧对高通胀的影响也开始减弱，这与美国政策利率水平具备限制性，对居民消费和企业投资产生抑制效果也有关。随着政策利率已经达到限制性水平，总体来看 2024 年美国通胀显著反弹风险较低。

图 7：美国通胀已明显缓解（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：政策利率已经达到限制性水平（%）

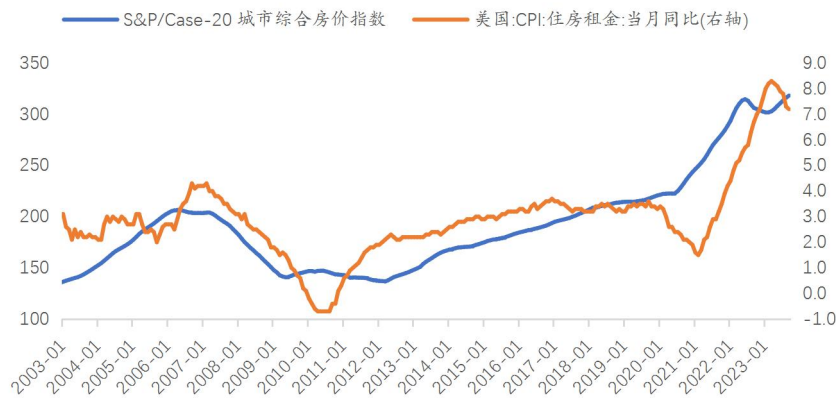


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

具体来看，根据美国劳工统计局（BLS）公布的 CPI 权重拆分来看，主要由食物（13.5%）、能源（6.9%）和核心 CPI（79.5%）三大项共同构成，其中核心 CPI 是由核心商品（21.4%）以及核心服务（58.2%）构成，住所分项（34.4%）是占比最大的单一项。

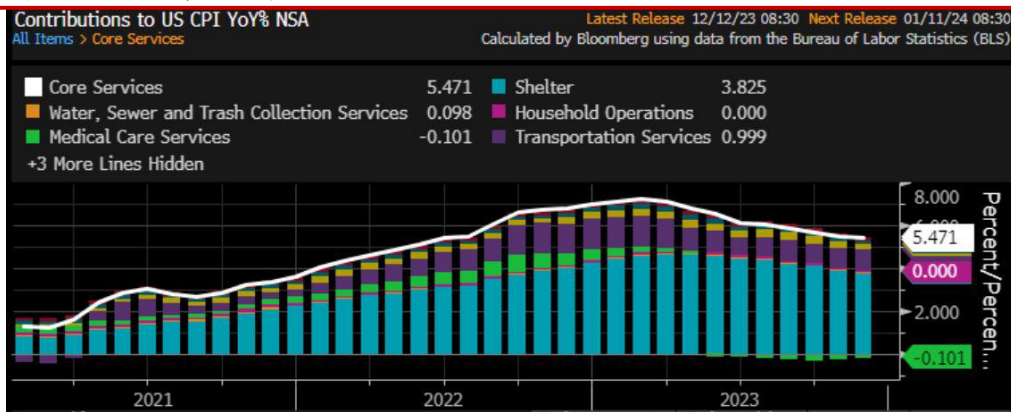
核心服务价格（含住房）从 2023 年二季度以来持续回落。其中住房价格是美国 CPI 通胀的主要贡献项，影响通胀中枢水平。从领先指标来看，房价增速领先住房通胀增速 12-18 个月左右，2022 年 6 月以来房价见顶回落，推动住房通胀从 2023 二季度以来持续回落，且当前仍处于下降区间。但值得注意的是，2023 年 2 月份以来房价触底回升可能会在 2024 年三季度前后影响通胀下行速度。

图 9：房价走势通常领先租金通胀走势 14-18 个月（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

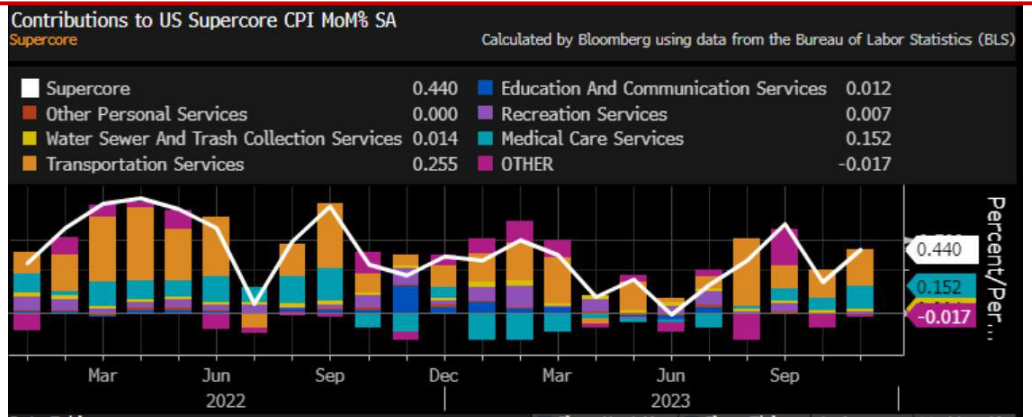
图 10：核心服务价格持续回落（%）



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

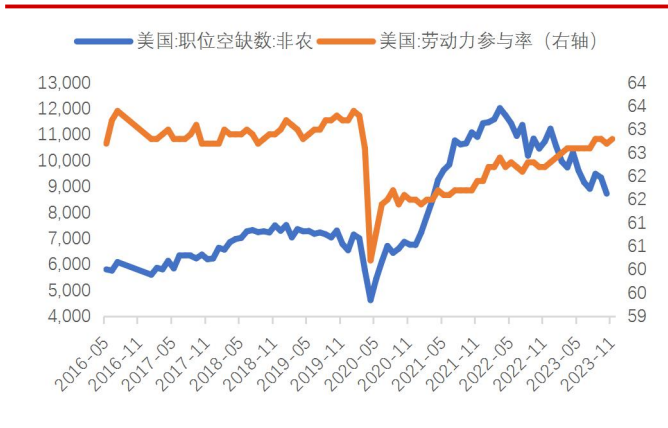
剔除住房的“超级核心服务通胀”，或是后续通胀下行的最大阻力。11月环比增长0.4%，较前值0.2%有所升温，并且其增速更接近和薪资增速挂钩。根据亚特兰大联储的 wage growth tracker 最新数据显示薪资增速延续下行的趋势，但仍高于与2%通胀目标相匹配的增速。往后看，当前美国劳动力参与率接近恢复到疫情前的水平，但职位空缺率仍远高于疫情前水平，显示出就业市场供需之间仍存在不平衡。在这种情况下，我们预计美国就业市场将保持韧性中有序降温，也意味着薪资增速大方向依然是下行，但节奏可能会偏慢，从而影响超级核心服务通胀放缓速度。

图 11：剔除住房的超级核心服务通胀仍存韧性(%)



资料来源：Bloomberg, 华宝证券研究创新部

图 12：就业市场供需之间仍存在不平衡(千人, %)



资料来源：Wind, 华宝证券研究创新部

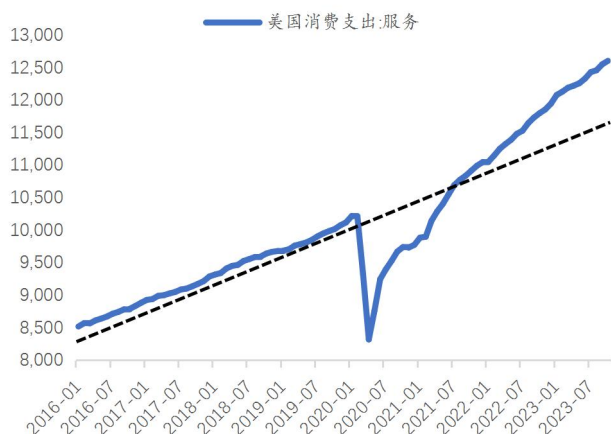
图 13：亚特兰大联储 wage growth tracker 薪资增速仍高于与 2%通胀目标(%)



资料来源：亚特兰大联储, 华宝证券研究创新部

而核心商品（耐用消费品）价格有望延续通缩，并一定程度对冲服务通胀的粘性。疫情期间，耐用消费品的需求增加，其在个人消费支出中的占比大幅上升，但随着经济正常化、全球供应链问题修复，这一比例开始下降，美国耐用消费品价格涨幅从 2022 年以来趋势下行。展望 2024 年，供给瓶颈有望进一步缓解，且美国居民消费结构继续以服务消费为主，预计核心商品环比仍将维持小幅通缩状态，耐用消费品价格负增长也将一定程度上对冲服务通胀的影响。

图 14：服务需求仍有释放空间(十亿美元)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

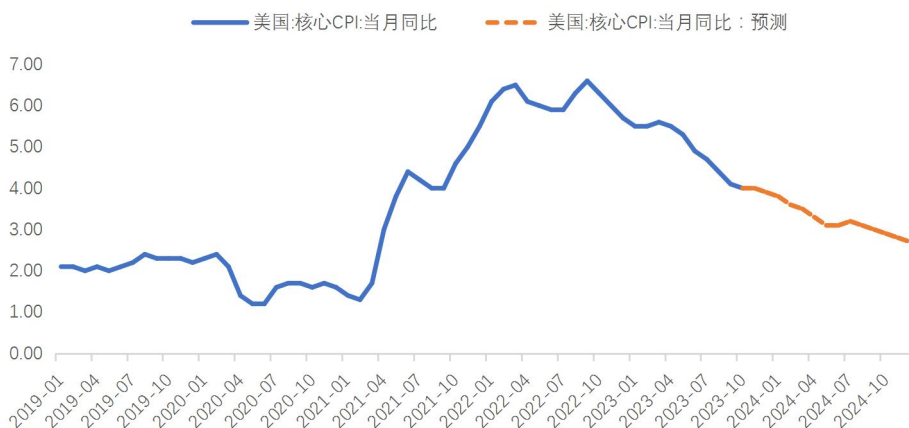
图 15：商品消费支出放缓（十亿美元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

综合以上分析（商品端有望延续小幅通缩，房租端有望延续下行，超级核心服务通胀仍存韧性），并结合基数、历史季节性规律，我们对 2024 年美国核心 CPI 的测算结果如下：核心 CPI：2024Q1-Q4 同比平均值分别为 3.5%、3.1%、3.0%、2.7%。

图 16：2024 年美国核心 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 降息交易该如何演绎？

往后看，两方面因素影响后续美债走势：一是，什么时候降息？二是，降息幅度有多高？

首先，根据 CME 截至 12 月 28 日的预期，市场计价最早时点为 2024 年 3 月。幅度上，目前市场已经定价 150BP 的降息幅度，若按照 2024 年美联储每次会议降息 25BP，150BP 降息幅度对应美联储需要降息 6 次至 2024 年底。由此，美债的降息交易未来仍会持续较长时间。

图 17: 截至 12 月 28 日 CME 市场利率预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	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%	16.5%	83.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.9%	72.8%	13.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	71.8%	14.3%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	17.6%	67.9%	13.4%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.7%	62.3%	19.4%	1.7%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	14.7%	59.1%	22.4%	2.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	9.6%	43.0%	35.7%	10.0%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	7.8%	36.4%	37.2%	15.1%	2.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 华宝证券研究创新部

尽管近期市场已经提前抢跑降息交易, 10 年美债收益率已从 10 月底的高点回落超 100bp。但最新公布的 PCE 数据显示美国通胀压力继续缓和, 市场乐观预期有望延续, 预计 **2024 年 1 月底前美债利率维持宽幅震荡**。从点位看, 短期内十年期美债利率中枢或在 4.0% 左右, 波动低点或在 3.7%-3.8% 附近。

而 1 月底有几次重要的事件值得关注, 第一是 2024 年 1 月 31 日美联储的第一次议息决议, 美联储可能会重新校正降息预期。12 月议息会议后, 为防止市场大幅抢跑, 纽约联储、克利夫兰联储等官员均在近期的讲话中打压降息预期; 第二是美国财政部的 1 月 31 日的再融资报告, 关系到 2 至 4 月份具体的财政发债计划。

2024 年 3 月份美债或面临短期调整的压力, 但调整幅度应不会较大。一方面, 目前市场计价 2024 年 3 月降息, 但按照我们上文中的分析, 2024 年一季度或难以达到降息的必要条件, 此轮美联储降息的必要条件之一或是核心 CPI 回落至 3% 左右。结合我们对于 2024 年美国通胀走势的测算, 美国核心通胀有望在 5 月份的数据体现上降至 3.1 左右, 对应到数据滞后一个月公布, 再结合美联储 2024 年的议息会议日程安排, 按此基准情形判断下, **美联储降息开启有望在 2024 年年中前后, 最早有望在 6 月 11-12 日的议息会议上宣布首次降息**。

我们预计, 美联储最早将在 6 月开始降息, 然后 9 月再次降息, 并从四季度开始的两次议息会议上继续降息, 每次 25 基点, 2024 年全年降息幅度约为 75-100bp。

另一方面, 从财政发债节奏来看, 2024 年一季度美债发行量仍然处于历史高位, 短期内美债供给压力难以有效缓解。根据 10 月 30 日美国财政部公布的拍卖计划, 明年一季度计划净发行 8160 亿美元可流通债务, 在供给端仍会带来扰动。

因此, 在 3 月份, 市场一方面存在降息预期落空风险, 以及美债供给端的扰动, 美债利率存在阶段性反弹的风险, 但由于降息已基本成为定局, 因此美债调整幅度应不会较大。

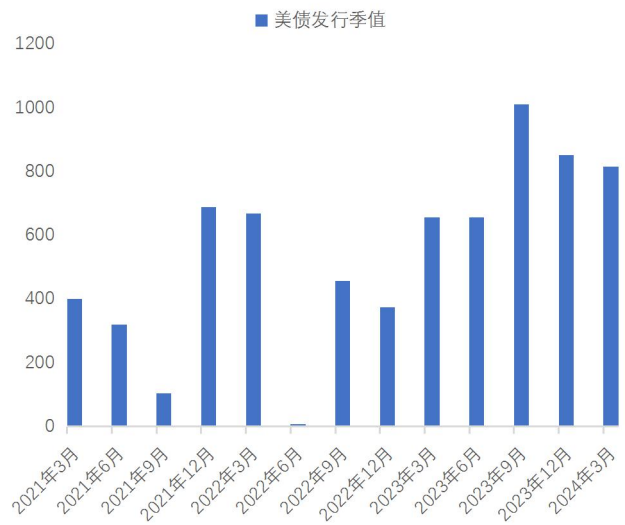
综合判断, **美债利率中枢下行是大方向, 节奏上或呈波动式回落, 2024 年长端美债可能的中枢大概落在 3.5% 至 3.7% 附近**, 按照 2% 的通胀目标加上 1.5% 的 GDP 实际增速推算。对应当前的美债收益率位置还存在可观的资本利得空间。从交易层面来说, 关注 2024 年一二季度收益率逢高, 逐渐加大配置的机会。

图 18: 2024FOMC 会议安排日程



资料来源: 旧金山联储, 华宝证券研究创新部

图 19: 2024 年一季度美债发行规模仍处高位(十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 华宝证券研究创新部

4. 大类资产配置建议

美债是 2024 年确定性较高的资产, 建议增配。按照 2% 的通胀目标加上 1.5% 的 GDP 实际增速推算, 十年美债中枢合意的水平可能在 3.5% 至 3.7% 附近。对应当前的美债收益率位置还存在可观的资本利得空间。短期来看, 由于市场预期已经提前反应, 收益率曲线维持宽幅震荡, 节奏上或呈波动式回落, 操作上 2024 上半年可逢回调逐渐加大配置, 年中随着美联储开启降息或是进一步催化十年美债收益率中枢下行至 3.5% 的因素之一。

此外受益于基准利率的下行, 中资美元债也将同样获益, 建议增配。结构上, 投资级美元债确定性更强。但对于高收益债来说, 我们仍需警惕地产行业修复效果不及预期所带来的下行风险, 这或也将限制高收益债的整体表现。

美元指数整体偏震荡。2024 年美联储将迈向降息周期, 但想要看到美元指数大幅下行需要欧强美弱的经济基本面配合 (主要美元指数最大的成分是欧元)。但是从经济差异的角度来看, 在本轮高利率环境中, 美国经济的底色明显强于欧洲, 这也成为了支撑美元的关键因素。

从货币政策来看, 市场普遍预期美欧 2024 年均将步入降息周期, 考虑到欧洲经济的脆弱性, 欧央行降息时点或并不会显著晚于美联储, 因此美元指数难以趋势性走弱。

黄金仍然受实际利率下行、地缘政治不稳定性所支撑, 具备长线配置价值, 但其相对于其他贵金属的超额收益或将收窄。自 2023 年初以来, 黄金的表现优于其他贵金属。特别是近两年, 各国央行购金量的激增, 成为了托底黄金的重要力量, 其次, 地缘政治的高度不确定性也为避险黄金提供了支撑, 而其他贵金属则不存在这种情况。

展望 2024 年, 全球宏观场景将逐渐从紧缩货币政策转向, 美债利率将见顶回落, 这意味着对黄金等贵金属的抑制作用会明显缓解。叠加, 2024 年下半年全球经济前景可能会有所改善, 部分还受工业需求影响的贵金属或更具备弹性。从长远来看, 经济向绿色能源的结构性转变、燃料电池需求的增加, 白银、铂金等的工业需求有望增加。

美股全年呈现 N 型震荡上行。预计 2024 年美股走势可分为三个阶段，整体可能呈现“N”型。当前至 2024 年一季度，有望延续反弹。这一阶段美国经济衰退风险尚不显著，美债收益率下行带来的估值修复影响占主导。2024 年二季度，或面临阶段性调整压力。2024 二季度前后或是经济阶段性的底部，存在盈利预期的拖累，叠加降息预期落空的风险，美股或面临阶段性回调的风险。2024 三季度以后，有望重新上涨。随着美联储将开启降息，经济触底边际改善，或迎来分子、分母端的共同修复。

新兴市场：2024 年美联储将放宽货币政策，全球流动性压力将有所缓解，有助于提振风险资产表现，美债利率回落也有利于资金回流新兴市场。但 2024 年新兴市场仍将面临复杂的全球宏观经济形势，全球经济增长放缓也将拖累新兴市场的增长。尽管面临这些挑战，部分新兴市场或能够减轻全球经济逆风的影响，更有能力跑赢大市。这其中一部分包括，受益于全球产业链重构的墨西哥、印度和越南等市场。另一部分包括，从中期来看，能源转型也将使许多生产或持有大量关键金属的新兴市场受益，如印度尼西亚、菲律宾等。

5. 风险提示

地缘局势变化超预期，美国经济金融风险超预期，国际金融市场波动超预期，美国财政紧缩幅度超预期等

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。