

深度报告
2023年12月19日

花开会有时

——2024年宏观经济与资本市场展望

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

陆文东 招商银行研究院总经理

☎ 0755-83077289 ✉ luwendong@cmbchina.com

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮 招商银行研究院资本市场研究所所长

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢牛梦琦、王欣恬、刘阳、王天程、张冰莹、柏禹含、陈峤、苏畅、石武斌、赵宇、丁木桥对本文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



概要

- **展望 2024 年，美国经济减速但韧性仍然较强，加息周期结束但降息幅度受限。** 财政扩张的边际收敛和货币紧缩的滞后效应可能带来经济回落，但幅度可能低于市场预期。一是财政力度仍然系统性高于疫前水平，二是美国住房市场处于补库存阶段，三是新一轮知识产权投资方兴未艾。与此同时，服务通胀粘性可能令抗通胀于“最后一公里”遇阻，限制美联储降息的速度和幅度。不同于以往的“缓起急落”，本轮利率周期可能呈现出“急起缓落”的特征。
- **中国经济将在“统筹发展和安全”的指导思想下前行。发展方面，2024 年将聚焦经济建设中心工作，推动实现高质量发展，GDP 增速或继续锚定 5%。** 经济增长动能有望在上半年大幅改善，下半年趋稳。在需求端，固定资产投资增速有望在政策托举下进一步提升，与公共部门相关的基建和制造业投资将成为经济增长的重要拉动，房地产投资跌幅有望小幅收敛。消费增速自高位下行，动能继续向潜在水平修复，对增长的贡献趋弱。由于海外经济动能衰减，我国出口或在当前水平小幅正增长，净出口对经济增长或仍呈拖累。供给端有望随需求改善持续修复。物价方面，PPI 通胀有望小幅回正，CPI 通胀有望向合意水平趋近。安全方面，将着重防范化解房地产、地方债务和中小金融机构重点领域风险。
- **财政政策将积极作为，兼顾托底经济增长和防范化解地方债务风险。** 财政政策积极程度或高于 2023 年，官方赤字率或为 3.6%，对应赤字规模 5.0 万亿；其中年初目标赤字率或相对审慎，仍为 3.0%，之后或相机抉择，再度增发 1 万亿国债或“特别国债”；新增专项债限额或为 4.0 万亿，较 2023 年增加 2,000 亿；政策性银行或加强发力。同时，或继续发行特殊再融资债券，额度为 1-1.5 万亿。
- **货币金融方面，2024 年外部约束有望减弱，内部目标权重相应上升，货币政策将灵活适度、精准有效，着力提振市场信心，推动降低实际利率。** 基准情形下，或有 2 次降准、2 次 MLF 降息，考虑到商业银行净息差已收窄至历史新低，1 年期和 5 年期以上 LPR 或延续非对称调降。受财政和准财政政策支撑，社融增速有望上行；私人部门资金活性有望提升，但居民购房意愿低迷导致存款中枢仍高，M2 增速与今年大致相当，略低于社融增速，广义流动性重回缺口。
- **大类资产配置策略建议股债均衡。** 展望 2024 年，资本市场运转的齿轮悄然出现一些积极变量，首先是美联储结束加息周期；其次是外部环境出现边际修复；再次是稳增长政策归位，国内经济将边际修复。预计 2024 年稳健与进取类组合收益都将有所提升。各资产中，美元债回报将显著好于中债，中债回报或与 2023 年相当，A 股回报将好于 2023 年。建议高配 A 股成长风格、美债；中高配黄金、A 股、港股科技股、A 股消费风格、日元；标配中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元和英镑；中低配 A 股周期风格。

2024 年中国经济预测表

指标	2020	2021	2022	2023F	2024F
实际 GDP	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	7.8	5.6
全社会固定资产投资	2.7	4.9	4.9	2.9	6.0
房地产投资	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-7.3
基建投资	3.4	0.2	11.5	8.2	10.0
制造业投资	-2.2	13.5	9.1	6.3	7.5
出口（以美元计）	3.6	28.0	6.9	-4.4	2.0
进口（以美元计）	-0.6	29.7	1.0	-5.2	3.0
CPI*	2.5	0.9	2.0	0.4	1.2
PPI*	-1.8	8.1	4.1	-3.0	0.2
社融	13.3	10.3	9.6	9.7	10.3
M2	10.1	9.0	11.8	10.1	10.0
人民币贷款	12.8	11.6	11.1	10.7	10.5
官方赤字率**	3.6	3.2	2.8	3.8	3.6
新增地方政府专项债（万亿）	3.75	3.65	3.65	3.8	4.0
降准预期					
次数	3	2	2	2	2
幅度（bp）	50	100	50	50	50
10 年期国债*	2.9	3.0	2.8	2.7	2.7
利率					
1 年期 LPR: 年末	3.85	3.80	3.65	3.45	3.25
5 年期 LPR: 年末	4.65	4.65	4.30	4.20	4.10
上证综指*	3128	3540	3226	3179	3200
美元兑人民币*	6.9	6.5	6.7	7.1	7.0
伦敦金（美元/盎司）*	1770	1800	1800	1950	2050

注：以上经济指标除专门标注外，均为增速，单位为%；带*指标为年度均值；官方赤字率**=财政赤字规模（年初目标+年中调增）/名义 GDP，其中财政赤字规模=国债净融资+新增地方一般债。2023 年官方赤字率为 3.8%，其中年初目标赤字率 3.0%，10 月底调增至 3.8%；预计 2024 年官方赤字率为 3.6%，其中年初目标赤字率为 3.0%，年中调增至 3.6%。

资料来源：Wind，招商银行研究院

美国经济数据预测表

指标	2022	2023F	2024F	2024Q1F	2024Q2F	2024Q3F	2024Q4F	2025F
实际 GDP 同比	1.9%	2.4%	1.8%	1.6%	1.6%	1.9%	1.8%	1.5%
居民消费	2.5%	2.1%	1.1%	1.0%	0.5%	0.8%	0.7%	0.5%
私人投资	4.8%	-1.3%	2.2%	1.1%	1.0%	1.5%	1.9%	1.5%
建筑	-2.1%	12.0%	1.2%	-0.4%	-0.8%	-2.4%	-2.8%	-6.0%
设备	5.2%	-0.2%	-3.0%	-4.7%	-5.1%	-3.6%	-2.4%	2.0%
知识产权	9.1%	4.6%	2.8%	2.4%	2.8%	1.6%	2.4%	2.0%
房地产	-9.0%	-11.0%	3.6%	4.9%	5.3%	6.6%	7.0%	5.0%
库存	921.0%	-59.7%	103.7%	57.4%	41.2%	63.0%	41.2%	8.0%
净出口	-12.6%	11.4%	5.4%	8.9%	7.0%	6.2%	7.4%	10.0%
政府购买	-0.9%	3.8%	2.5%	2.4%	1.6%	1.2%	4.1%	3.2%
失业率	3.6%	3.7%	4.0%	3.9%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
CPI 通胀	6.3%	4.1%	2.8%	3.0%	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%
核心 CPI 通胀	6.2%	4.8%	2.8%	3.5%	2.8%	2.6%	2.2%	2.2%
政策利率下限	4.25%	5.25%	4.5%	5.25%	5.0%	4.75%	4.5%	3.5%
财政赤字率	3.8%	6.3%	5.8%	/	/	/	/	6.2%
财政赤字率（非息）	1.9%	3.8%	3.0%	/	/	/	/	3.5%

注：2024Q1-Q4 增速为环比折年率

资料来源：Wind、招商银行研究院

目录

一、宏观主线：美国延续韧性，中国聚焦发展	1
(一) 美国经济：难解的冲突	1
(二) 中国经济：“统筹发展和安全”	7
(三) 中国金融：供需回归，利率震荡	13
二、海外经济：繁华褪去，韧性犹存	17
(一) 宏观政策：周期错位，滚动支撑	17
(二) 美国经济：增速放缓，动能转换	19
(三) 美联储：政策转向，空间受限	24
三、中国政策：积极有效，创新协同	28
(一) 财政政策：积极作为稳增长，加力提效防风险	28
(二) 货币金融：做好逆周期调节，充实政策工具箱	33
四、中国经济：政策托举，动能回升	38
(一) 进出口：商品顺差持平，服务逆差扩张	38
(二) 消费：趋势回归	40
(三) 投资：维持韧性	42
(四) 供给侧：生产加速修复，利润稳步回升	47
(五) 通胀：温和修复	49
五、资本市场：因素积极，回报改善	52
(一) 2023 年市场回顾：境外股市上涨，境内股弱债强	52
(二) 主要市场研判：境内风险偏好提升，境外看好美债、黄金	54
(三) 资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会	68

图目录

图 1: 美国国债收益率期限利差持续倒挂.....	1
图 2: 2023 财年美国财政意外扩张.....	1
图 3: 美联储此轮加息斜率创下历史之最.....	2
图 4: 美国公共部门赤字规模持续扩大.....	2
图 5: 高通胀助推美国财政扩张.....	2
图 6: 美国居民收入持续增长.....	2
图 7: 美国居民付息压力仍处历史低位.....	3
图 8: 美国企业部门债务平均期限高企.....	3
图 9: 美国居民消费倾向显著高于疫前水平.....	4
图 10: 美国居民超额储蓄已经耗尽.....	4
图 11: 美国住房市场库存周期或已反转.....	5
图 12: 美国地产投资环比增速于三季度转正.....	5
图 13: 美国劳动参与率趋势性下行.....	6
图 14: 美国住房服务通胀韧性仍存.....	6
图 15: 财政扩张和货币紧缩共振推升利率.....	6
图 16: 美国政策冲突的利率影响超过经济影响.....	6
图 17: 中国经济动能波动放缓.....	8
图 18: 政府预期增长目标保持连贯和稳健.....	8
图 19: “三驾马车”动能或延续今年格局.....	9
图 20: 长期增长有赖于创新驱动.....	9
图 21: 房地产销售投资较历史峰值大幅收缩.....	10
图 22: 住户资金占房企资金来源一半以上.....	10
图 23: 全口径政府部门杠杆率快速增长.....	11
图 24: 政府部门债务增长快于名义 GDP.....	11
图 25: 地方政府债务规模和增速远超中央.....	12
图 26: 中国中央政府债务占比偏低.....	12
图 27: 城农商行不良贷款率均高于净息差.....	13
图 28: 城农商行资本充足率低于大型银行.....	13
图 29: 广义流动性剪刀差从缺口逆转为盈余.....	13

图 30: 广义流动性驱动因素由社融变为 M2	13
图 31: 房地产和基建等领域贷款比重或下降	15
图 32: 未来居民存款中枢或永久性上升	15
图 33: 近期利率和广义流动性剪刀差正相关	15
图 34: 居民超额存款推升 M2 增速	15
图 35: 2022 年 3 月美联储开启紧缩周期	18
图 36: 主要西方经济体货币政策跟随美国	18
图 37: 美欧财政政策背道而驰	19
图 38: “三大法案”年支持规模低于千亿	19
图 39: 美国名义消费增长大超实际消费	20
图 40: 美国居民实际收入增速转正	20
图 41: 前三季度消费者信心先降后升	20
图 42: 美国服务消费修复至疫前趋势水平	20
图 43: 高利率持续压制房屋销售与开工	21
图 44: 美国新房交易持续回暖	21
图 45: 美国非地产投资逆势增长	22
图 46: 建筑投资是地产投资的滞后分项	22
图 47: 科技股走势主导知识产权投资	23
图 48: 库存周期处于底部区域	23
图 49: 美国贸易逆差或向疫前中枢回归	24
图 50: 年内政府购买保持高增	24
图 51: 主要西方国家失业率均处历史低位	24
图 52: 美国劳动力市场供求矛盾逐渐缓和	24
图 53: 世界主要国家均在老龄化进程之中	25
图 54: 适龄人口劳动参与率已经超调修复	25
图 55: 主要西方国家通胀水平快速回落	26
图 56: 美国工资-价格螺旋高位止跌	26
图 57: 2022 年金融条件大幅收紧	27
图 58: 2023 年金融条件波动加大	27
图 59: 2024 年官方赤字率或为 3.6%	29
图 60: 2024 年财政力度或高于 2023 年	29

图 61: 2023 年底限额空间约 1.5 万亿.....	29
图 62: 中央统筹调配各省市债务限额空间.....	29
图 63: 我国宏观税负持续下降.....	30
图 64: 2023 年税费支持政策思路转变.....	30
图 65: 公共财政支出倾向民生领域.....	31
图 66: 中央转移支付占地方综合财力的 1/3.....	31
图 67: 2024 年调度资金或达 1.9 万亿.....	31
图 68: 2024 年结存利润上缴或显著上升.....	31
图 69: 中央赤字占比或继续提升.....	32
图 70: 中央政府债务占比偏低.....	32
图 71: 2024 年或继续发行特殊在融资债券.....	33
图 72: 地方政府债务负担沉重.....	33
图 73: 2023H2 MLF 净投放环比增加 4,430 亿.....	34
图 74: OMO、MLF 和 1Y LPR 利率下调.....	34
图 75: 结构性工具有进有退, 精准聚焦.....	34
图 76: 人民币贷款加权平均利率降至新低.....	34
图 77: 目前实际利率仍在高位区间.....	35
图 78: 年末人民币快速走强.....	35
图 79: 2023 年 7-11 月信贷投放弱于上年.....	35
图 80: 2023 H2 企业信贷主要受票据支撑.....	35
图 81: 存款较贷款的增速差有所扩大.....	36
图 82: 广义流动性盈余预计收窄.....	36
图 83: 货币市场利率略高于政策利率.....	37
图 84: R007 与 DR007 的利差较二季度上行.....	37
图 85: 2023 年我国出口动能经历脉冲后企稳.....	38
图 86: 我国出口增速与海外景气度同步变动.....	38
图 87: 我国对新兴经济体出口份额有所上升.....	39
图 88: 我国进口数量保持正增长.....	39
图 89: 月度进出口数据与 GDP 核算数据背离.....	39
图 90: “净出口”对 GDP 增长或延续拖累.....	39
图 91: 社零名义值距疫前趋势仍有 5.6%缺口.....	40

图 92: 餐饮服务消费动能强劲	40
图 93: 地产周期类远期消费拖累社零修复	41
图 94: 人均消费修复程度好于社零	41
图 95: 三季度消费对经济增长的贡献“超调”	41
图 96: 三季度收入与消费增速差扩大	41
图 97: 收入同样压制社会集团消费修复	42
图 98: 预计实际社零较疫前趋势仍有缺口	42
图 99: 房地产市场面临最长销售收缩期	43
图 100: 商品房销售区域分化加剧	43
图 101: 销售疲弱拖累房企资金来源	43
图 102: 投资端增量与存量修复分化	43
图 103: 房地产销售价格仍面临下行压力	44
图 104: 2024 年房地产销售投资降幅或收窄	44
图 105: 基建投资保持高速增长	45
图 106: 三大行业投资表现分化	45
图 107: 国内贷款支持力度或进一步提高	46
图 108: 专项债投向市政和园区的比例最高	46
图 109: 2023 年制造业投资稳健增长	46
图 110: 上中下游行业投资表现分化	46
图 111: 民间投资增速与占比持续下降	47
图 112: 制造业高增, 拖累主要来自房地产	47
图 113: 工业生产曲折修复	47
图 114: 中游制造业生产提速	47
图 115: 服务业生产明显改善, 动能趋稳	48
图 116: 工业生产是主要支撑	48
图 117: 三大行业利润增速表现分化	49
图 118: 私企和外企利润降幅明显收敛	49
图 119: 2023 年 CPI 通胀两度转负	49
图 120: 猪周期处于下行期	49
图 121: 核心通胀尚未修复至疫前水平	50
图 122: 三大耐用品通胀水平持续为负	50

图 123: PPI 通胀持续为负拖累工业企业利润.....	51
图 124: 上中下游剪刀差从走阔到收窄	51
图 125: 境内外主要股票市场分化	53
图 126: 美债利率继续上行	53
图 127: 美债长短端利率有望掉头向下	55
图 128: 美债期货净空头持仓已到历史高位	55
图 129: 投资级 vs 高收益级美元债.....	56
图 130: 中资美元债指数 (分板块)	56
图 131: 经济增长的优势仍在美国	57
图 132: 中美利差深度倒挂的状态有望改善	57
图 133: 美债实际利率有望见顶回落	58
图 134: 央行 2022-2023 年购金量激增	58
图 135: 2023 年货币市场利率先下后上.....	59
图 136: 2023 年中国债券利率震荡下行.....	59
图 137: 2023 年信用利差震荡下行.....	60
图 138: 2023 年信用债净融资整体平稳.....	60
图 139: 近 1 年固收型基金指数累计净值走势	63
图 140: 2023 年以来固收型基金指数涨跌幅.....	63
图 141: 利润增速和名义经济增速高相关	63
图 142: 地产弱势压制本轮库存周期高度	63
图 143: 货币供应量 M1 增速和估值高相关.....	64
图 144: M1 增速 2024 年上半年有望上行	64
图 145: 绝对估值: 沪指 PE 处于历史低位.....	65
图 146: 相对估值: 股债性价比显著	65
图 147: 医药和电子估值位于底部	66
图 148: 电子行业库存触底, 需求好转	66
图 149: 高股息与微盘股和基金赛道跷跷板	67
图 150: 宏观流动性宽松时小盘股强势	67
图 151: 美股盈利增速缺乏上涨动力	68
图 152: 美股相对估值处于极高水平	68
图 153: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	69

图 154: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比.....	69
图 155: A 股在全球市场中估值分位数中等	70
图 156: “胜率—盈亏比”九宫格	70

表目录

表 1: 2023 年大类资产表现回顾	53
表 2: 2024 年主要因子对大类资产的影响	54
表 3: 大类资产配置策略 (未来 6 个月)	70

一、宏观主线：美国延续韧性，中国聚焦发展

（一）美国经济：难解的冲突

对经济学家而言，当前迫切需要回答的问题是：美联储如此激进的加息，为什么预期的衰退迟迟没有出现？美国国债收益率曲线如此深度倒挂（图 1），这一预示衰退的信号是否已经失效？要回答这些问题，无法只在货币政策框架中寻找答案，需要从更广阔的政策视角来破解谜团。

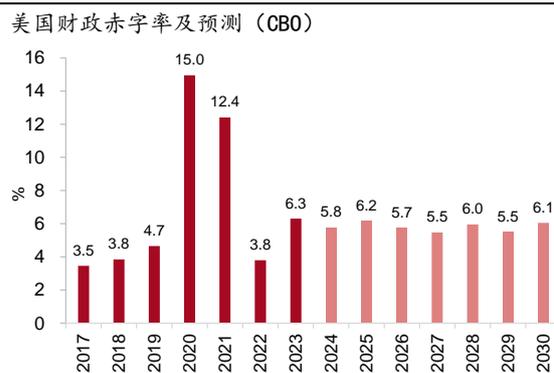
一个有力的解释是，美国的财政政策明显扩张，与紧缩的货币政策立场相悖，对美国消费与经济韧性形成有力支撑，也使得美联储加息周期“更高更久”，持续超出市场预期（图 2）。随着通胀趋势性回落，市场预期美国此轮加息周期大概率已见顶，美国经济韧性可能继续超预期，很大机会可以避免激进加息带来经济衰退的宿命。

图 1：美国国债收益率期限利差持续倒挂



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：2023 财年美国财政意外扩张



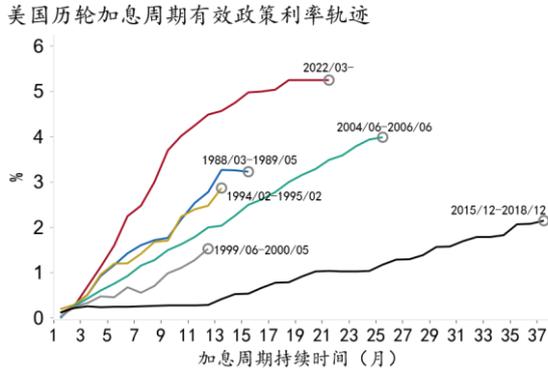
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

1. 回望 2023：美国财政扩张支撑消费与经济韧性

为应对自上世纪七八十年代以来最为迅猛的高通胀，美联储于 2022 年 3 月开启史上最快加息周期，在 11 次议息会议上加息 10 次，将政策利率从 0-0.25% 推升至 5.25-5.5% 区间（图 3）。受此影响，美债收益率曲线主要期限利差自 2022 年下半年开始出现倒挂，幅度不断扩大，持续发出衰退警示。

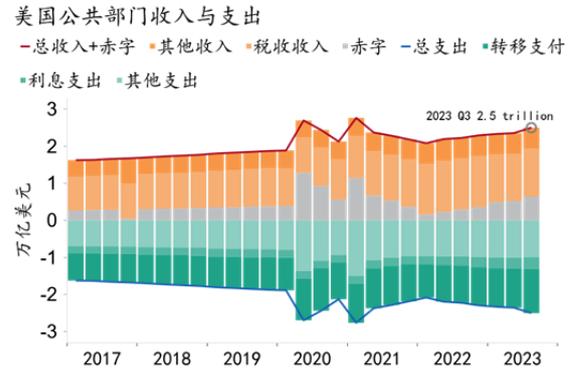
但 2022 年四季度以来，美国财政政策却意外扩张，令财政与货币政策陷于“左右互搏”的冲突之中。美联储具有政策独立性，理论上不受政客干预。所以，财政政策更加体现了拜登政府对冲紧缩货币政策负面影响的意图（图 4）。

图 3：美联储本轮加息斜率创下历史之最



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

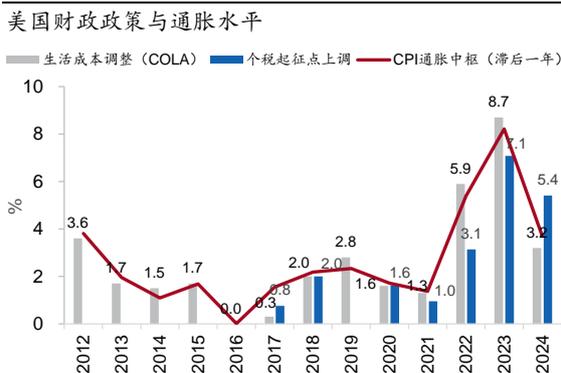
图 4：美国公共部门赤字规模持续扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

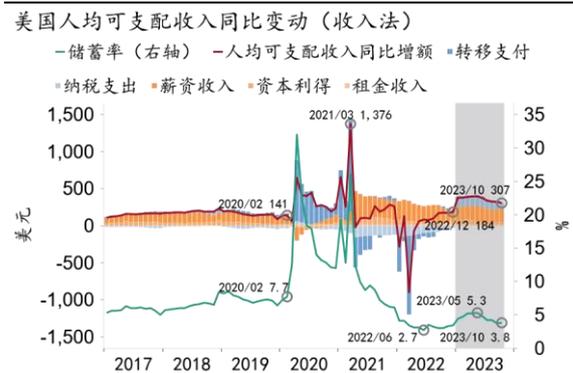
2023 财年（2022Q4-2023Q3），美国财政赤字率高达 6.3%，显著高出 2022 财年 2.5pct¹，也高出疫前 2019 财年 1.6pct。究其原因，美国每年都会根据通胀水平调整对居民部门的转移支付规模。由于通胀高企，2022-2023 财年美国社保生活成本调整率（COLA, Cost of Living Adjustment）高达 8.7%，个人所得税各分段起征点均调升了 7.1%（图 5）。此外，由于大选临近，出于选票的考虑，拜登政府给居民部门派钱的动力大幅上升。美国最高法院于 2023 年 6 月 30 日裁定拜登政府提出的学生贷款减免计划违宪，白宫旋即又于 8 月 22 日发布了新的学生贷款偿还计划（SAVE plan）。

图 5：高通胀助推美国财政扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：美国居民收入持续增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

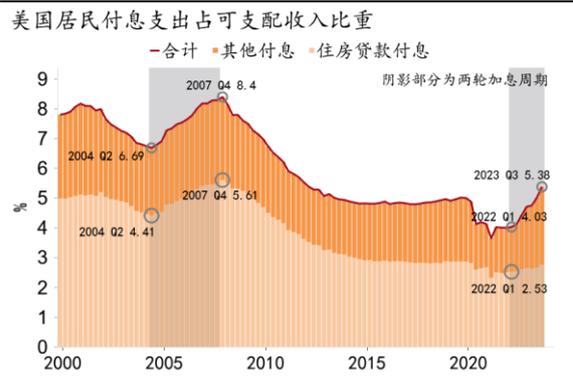
财政扩张对美国居民收入的支撑显而易见。今年三季度美国政府转移支付额高达 1.18 万亿美元，较去年同期增长了 18%。若与疫前比较，美国居民人均月转移支付获取额增长了 200 美元至 1,000 美元以上。由于居民收入受转移支付和薪资增长双重支撑，美国消费在高通胀和高利率的双重压制下仍然稳健增长，成为美国经济韧性的主要来源（图 6）。

¹ 2022 年 8 月拜登政府推出的学生贷款减免计划已于 2023 年 6 月被最高法院认定为违宪，该计划令美国 2022 财年支出额增加了约 4,300 亿美元。在剔除该计划影响后，2022 财年赤字率约为 3.8%，而非国会预算办公室 CBO 公布的 5.5%。

另一方面，美国私人部门对高利率的敏感性也显著钝化。2022 年一季度至 2023 年三季度，居民部门付息支出占可支配收入的比重从 4.0% 升至 5.3%，刚刚超过疫前（2019 年四季度）5.0% 的水平，仍处历史低位（图 7）；企业部门债务平均期限高达 13 年，总体利率水平仍然低企（图 8）。

站在当前时点评估，财政政策对美国经济的扩张性作用显然超过了货币紧缩的负面影响。2023 年前三季度，美国实际 GDP 增速 2.4%，较疫前三年（2017-2019）中枢上行 0.1pct。其中居民消费对经济增长的贡献为 61.1%，低于疫前三年（73.1%），但仍然占据绝对比重；而私人投资则成为美国经济增长的主要拖累项，对经济增长的贡献为 -16.8%，远低于疫前三年（16.3%）。受财政小幅退坡影响，四季度美国经济或边际转冷，但 2023 年全年实际 GDP 增速大概率将显著高于 2%。

图 7：美国居民付息压力仍处历史低位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：美国企业部门债务平均期限高企



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2. 展望 2024：美国经济与政策韧性或继续超预期

前瞻地看，未来随着财政扩张力度边际收敛，货币紧缩即期与滞后效应逐步显现，美国经济增长和通胀仍将回落，但斜率或低于市场预期。重要的是，美国大概率可以避免激进加息带来的经济衰退。2024 年美国的实际经济增长可能接近 2%，略低于今年的水平。

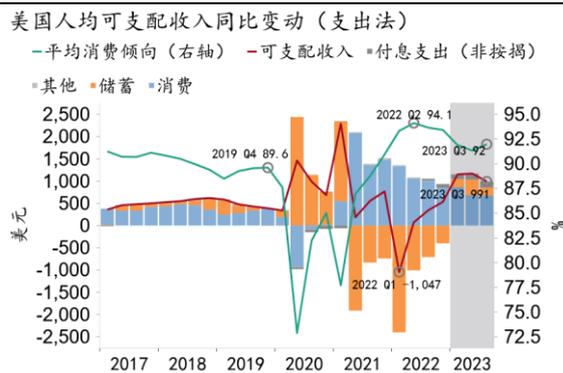
2024 年美国财政政策力度或较 2023 年边际收敛，但总体仍将显著强于疫前水平。美国国会预算办公室（CBO）估计，受通胀回落影响，2024 财年美国财政赤字率将从 2023 财年的 6.3% 边际下行至 5.8%，剔除利息影响后的赤字率从 3.8% 收缩至 3.0%。从中期看，美国财政赤字率中枢或将趋势性上移，由疫前三年的 4% 上行至 6%，剔除利息后的财政赤字率中枢从 2.5% 上行至 3.5%。

展望 2024，美国经济韧性或将延续，动能结构上或出现边际转换。前期强劲的居民消费或有所转冷，而疲弱的地产投资则将有所回暖。

先看居民消费。收入增速放缓叠加消费意愿收敛，美国居民消费大概率边际转冷。一方面，美国居民收入增长或将放缓。2023 年前三季度美国居民可支配收入同比增长 7.9%，远高于疫前三年中枢 5%，超调增长全部来自于财政的支撑。展望未

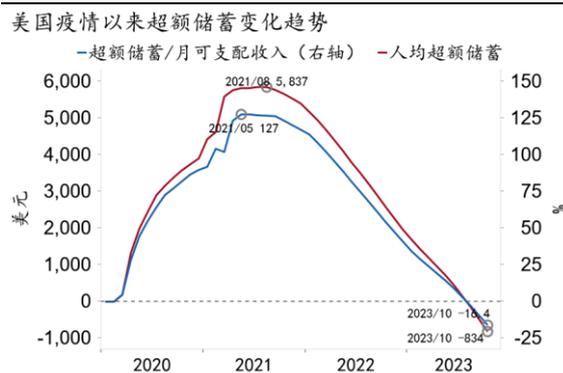
来,一是财政支持力度退坡,2024 财年,生活成本调整率 COLA 从 8.7%收敛至 3.2%,个人所得税起征点上调幅度亦从 7.1%收敛至 5.4%;二是薪资增速放缓,2022 年全年美国平均时薪同比增速中枢高达 5.4%,2023 年前三季度已跌至 4.4%,2024 年大概率跌至 3%附近。另一方面,平均消费倾向将向常态回归,疫情期间美国政府大规模转移支付极大刺激了美国居民的消费意愿,2023 年美国居民平均消费倾向达 92%,较 2022 年边际下行 2pct,但仍然超出疫前中枢 2pct(图 9)。当前美国居民所积累的“超额储蓄”²已基本耗尽,超调的消费意愿预计将随收入增长走弱而向常态回归(图 10)。

图 9: 美国居民消费倾向显著高于疫前水平



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 美国居民超额储蓄已经耗尽



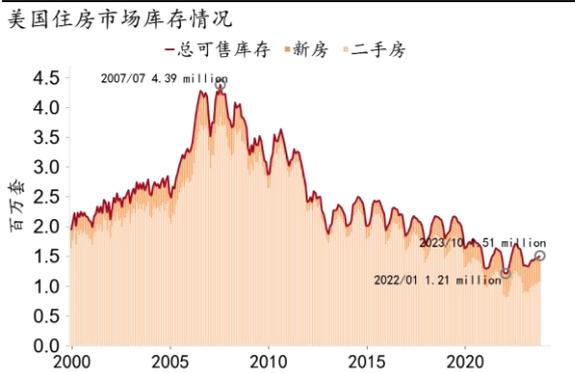
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

再看地产投资。当前美国房地产市场库存处于历史低位,并已进入补库存周期,驱动地产投资于 2022 年三季度开始回暖,这一趋势预计将在未来一段时期内持续。一方面,疫情冲击提升了居民的住房偏好和购房需求。另一方面,次贷危机以来持续的库存去化令美国房屋供给处于历史低位。2007 年 7 月至 2022 年 1 月,美国住房库存量³从 439 万套下降至 121 万套,降幅达 72.4%。尽管美联储迅猛加息,但极度短缺的供给仍然有力支撑了房价和房地产投资需求,库存周期随之反转(图 11)。2022 年 1 月至 2023 年 10 月,住房库存量由 121 万套回升至 151 万套,累计上涨 23.1%。受此影响,美国实际 GDP 中地产投资环比折年率已于 2022 年三季度见底,录得-26.4%,随后跌幅逐季收敛,并于 2023 年三季度转正至 3.9%(图 12)。

² 超额储蓄=月超额储蓄的累加值(2020 年 1 月起),月超额储蓄=(月储蓄率-储蓄率趋势值(2017-2019)) * 可支配收入。

³ 住房库存量=现房待售库存量+未完工新房待售库存量,现房待售库存量=二手房待售库存量+已完工新房待售库存量。

图 11: 美国住房市场库存周期或已反转



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 12: 美国地产投资环比增速于三季度转正



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

非房投资方面，高利率的抑制作用大概率将有所增强，但知识产权投资韧性或形成一定支撑。一是历史上地产投资领先非地产建筑投资两年左右，预示未来非地产建筑投资将快速转冷。二是设备投资跌幅预计将有所走阔。三是知识产权投资自 2012 年起持续增长，叠加本轮 AI 人工智能投资潮方兴未艾，未来预计仍将保持正增长。

从货币政策观察，尽管美联储本轮加息周期大概率已经见顶，但未来转向时点及路径仍然存在不确定性。2023 年四季度以来，PMI、非农就业和零售数据渐次证伪了三季度美国经济脉冲的可持续性，“再通胀”风险也显著下行，进一步加息已无必要，市场预期美联储将于 2024 年中开启降息的讨论。

然而，由于美国经济基本面仍然相对健康，低于疫前的劳动参与率也限制了失业率上行的幅度（图 13），未来降息开启时点仍然取决于去通胀“最后一公里”的进展（图 14），斜率上也可能呈现出显著的“长尾”特征，即降息的速度和幅度均偏低。简而言之，美国本轮加息周期或呈现出“急起缓落”的特征。

先是上行期“急起”。疫情暴发后的两年间，由于次贷危机后长期低通胀限制了经济预测的想象力，美联储坚称通胀是“暂时的”，按兵不动维持零利率。当 2022 年 3 月美联储终于进行首次加息时，美国 CPI 通胀已在 2% 之上持续上行一年之久，读数已飙升至 8.5% 的高位。这导致美联储不得不进行史上最为激进的加息以追赶通胀曲线。

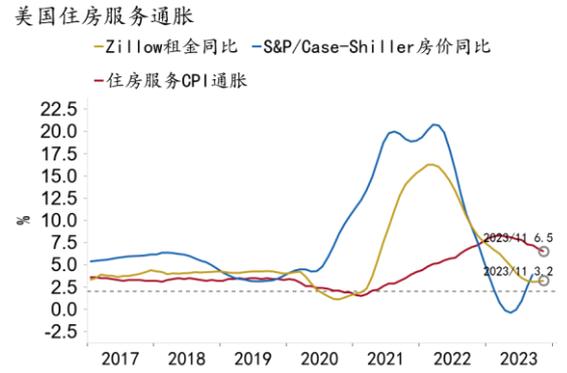
再是下行期“缓落”。政策利率水平缓慢下行的前提，是经济仍具韧性。由于私人部门利率敏感性钝化，货币紧缩效果被财政扩张对冲，这或将使得美联储政策利率在高位停留更久。次贷危机后长期低利率环境的滞后效果仍在显现，存量债务利率水平仍处低位，私人部门付息压力总体可控，导致美国总体融资成本的上行速度远低于即期利率的上行速度。除非美国经济突然冷却，否则本轮加息周期的下行期斜率将相当平缓，显著有别于陡峭下行的历史规律。

图 13：美国劳动参与率趋势性下行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

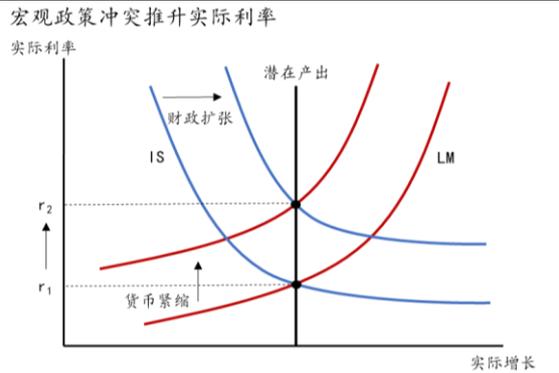
图 14：美国住房服务通胀韧性仍存



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

更为重要的是，美国宏观政策组合显著推升了实际利率水平，可能在中期内限制政策利率的下行空间。矛盾的宏观政策立场对增长和通胀的影响是反向的，但对利率水平的影响则是同向的：不论是财政扩张还是货币紧缩，都会推升实际利率水平（图 15）。疫情以来经验显示，美国财政扩张的效果更多表现为通胀和名义经济增速的上行，货币紧缩作用下实际经济增速相较疫前并未大幅走高。相较之下，美国实际利率水平则出现了跃升（图 16）。以 1 年期国债收益率减去核心 PCE 通胀计，2023 年 10 月美国实际利率水平已升至 2.0%，为次贷危机以来最高水平，是 2019 年实际利率中枢（0.5%）的 4 倍。

图 15：财政扩张和货币紧缩共振推升利率



资料来源：招商银行研究院

图 16：美国政策冲突的利率影响超过经济影响



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，美国宏观政策的冲突立场仍将在未来一段时间内持续，拜登政府寄望在冲突中实现动态的平衡。一方面，相较疫前，美国财政政策将延续宽松，赤字率将持续位于 5% 以上。另一方面，为达成 2% 的通胀目标，美国货币政策易紧难松，实际利率居高难下。未来一段时期内，全球经济都将运行在美国宽财政、紧货币政策冲突的阴霾之下。“高利率”美元体系或将继续对全球经济施加深远影响，财政政策分化所造成的美国和非美经济体的经济剪刀差也可能持续。更高的赤字率中枢将继续支撑美国经济韧性，更高的美元实际利率水平又会压制非美经济体的增长。

总而言之，尽管加息周期已经见顶，但在美联储政策转向发生之前，宏观经济和金融市场的波动或将加剧而非平息。面对美国宏观政策的冲突带来的颠簸，各经济体都需要系好安全带。

（二）中国经济：“统筹发展和安全”

党的十九届五中全会首次将“统筹发展和安全”纳入“十四五”时期我国经济社会发展指导思想。党的二十大报告指出，要“以新安全格局保障新发展格局”。在经济工作上，发展指的是高质量发展，安全指的是有效防范化解各类经济金融风险。发展和安全这一对辩证统一、动态平衡的“双目标”，将对未来中国经济运行产生深远影响。

1. 高质量发展：聚焦经济建设中心工作

发展是安全的保障。2023 年中央经济工作会议指出“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”，“聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务”，指向 2024 年在发展和安全的平衡之中，发展（特别是经济建设）的重要性进一步提升。

根据中央经济工作会议研判，当前我国面临内部“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”五大风险挑战，以及“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”，经济短期和长期两个维度存在下行压力。会议用“稳中求进、以进促稳、先立后破”十二个字定调 2024 年经济工作，其中，“稳中求进”沿用上年，表明“稳”仍是最大目标，“以进促稳”指向经济工作将积极进取，“先立后破”毫无疑问更强调“立”而非“破”。

预计 2024 年我国增长目标将继续锚定 5%，各项政策积极发力，推动经济重回内生扩张的正循环。经济工作将更加注重提振短期复苏，以渐进平滑的方式推动长期转型，而非追求破釜沉舟、跨越式前进。具体而言，在新动能尚不足以完全支撑起中国经济之前，房地产等“旧动能”仍将延续存在。

锚定合理的增速目标，首先是我国实现经济社会发展远景目标的内在要求。党的二十大报告要求“2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，这一远景目标背后隐含了对“十四五”、“十五五”期间经济增长下限的要求。习近平总书记指出⁴，“到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。要实现这一目标，2024-2035 年间的年均复合增速需在 4.5% 以上，考虑到经济增速呈趋势性放缓（图 17），在“十四五”收尾阶段的两年，经济平均增速需达 4.9%。

其次，保持合理的经济增速是统筹发展和安全的必要前提。一方面，只有经济增长保持合理增速，才能创造足够的就业岗位，提升民生福祉，促进居民收入和预

⁴ 《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉的说明》

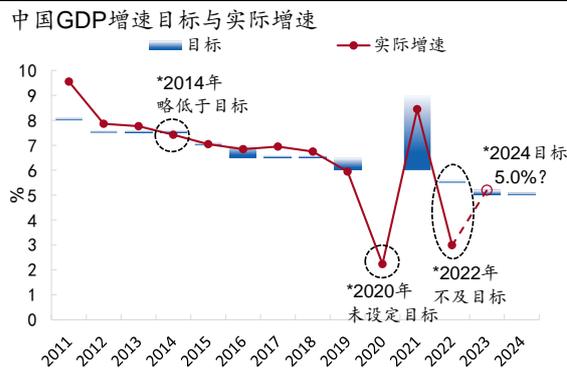
期的良性循环。另一方面，只有经济名义增速高于名义利率水平，债务才能运行在可持续的路径之上。

图 17：中国经济动能波动放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 18：政府预期增长目标保持连贯和稳健



资料来源：Wind，招商银行研究院

再次，保持增速目标的稳健连贯有助于提振信心，推动经济修复疫情创伤。一是设立更为进取的增长目标有利于向市场释放积极信号，扭转低迷预期，带动经济主体扩张性的经济行为。2023 年中央经济工作会议要求多出有利于“稳预期、稳增长、稳就业”的政策，“稳预期”已成为 2024 年经济工作的首位目标。二是从过往我国经济工作的实践来看，政府预期目标对经济增长具备很强的引导作用，通过配套政策力度、行政激励对经济增速形成下限约束（图 18）。三是当前我国经济还受到疫情伤痕效应的影响，增长并未达到 5-5.5%的潜在水平，未来还需持续弥合伤痕，推动内生动能修复。

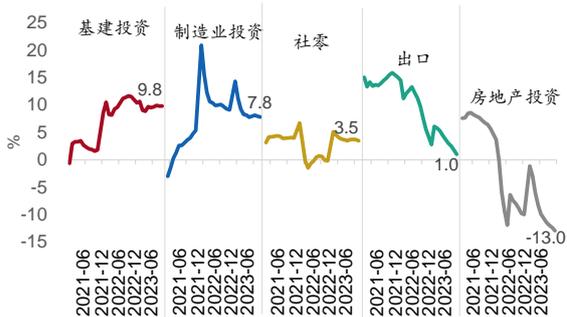
当前我国经济的内生动能相较 5%仍有相当距离。2023 年中国经济“波浪式发展、曲折式前进”，前三季度增长动能围绕 4.5%的中枢波动，其中三季度 GDP 两年平均增速为 4.4%。四季度在增量政策支撑下，动能未见大幅反弹。

因此，要实现 2024 年经济增长 5%，未来各项政策将积极作为，形成合力，着力提振经济增长内生动能。宏观政策需强化逆周期和跨周期调节，充实政策工具箱，有力有效托举增长。参考 2023 年经验，预计 2024 年宏观政策或相机抉择，渐进发力。财政政策将加力提效，促进发展，确保安全，2024 年年初的目标赤字率或相对审慎，仍然设定为 3.0%，之后或相机抉择，再度增发 1 万亿国债或“特别国债”，全年官方赤字率或因此上行至 3.6%，对应赤字规模 5.0 万亿。若叠加考虑 2023 年末增发 1 万亿“特殊国债”结转至 2024 年使用的 5,000 亿资金，全年赤字率实际上接近 4.0%，可比口径下上行 0.6pct。新增专项债限额或为 4.0 万亿，较 2023 年增加 2,000 亿。货币政策将灵活适度、精准有效，总量政策与结构性政策并举，1 年期 MLF 或再调降两次，共计 20bp，LPR 或延续非对称调降，1 年期和 5 年期以上分别下调 20bp 和 10bp，全面降准 2 次，降幅合计 50bp。在此基础上，央行可能重启 PSL，为房地产“三大工程”建设提供低成本融资，规模或达 1 万亿；也可能新投放政策性开发性金融工具，规模或与 2022 年相当。

政策积极托举下，2024 年我国经济有望进一步修复，“双循环”更加均衡，“三驾马车”动能总体延续今年格局（图 19）。一是随着海外增长动能衰减和内需复苏，2024 年我国进、出口或同步小幅正增长，货物贸易顺差同比基本持平，服务贸易逆差或进一步扩张，净出口对增长或仍呈负向拖累。二是固定资产投资动能有望在政策托举下明显提升。公共部门投资将成为经济增长的重要支撑，全口径基建投资增速或达 10%，制造业投资增速或超 7%。受“三大工程”以及“保交楼”存量投资支撑，房地产投资跌幅有望收敛至-7.3%，但商品房增量投资或延续低迷。三是消费继续向潜在水平修复，社零增速或为 5.6%，动能较 2023 年有所上行。

图 19：“三驾马车”动能或延续今年格局

出口、投资和消费累计同比(2023年11月)
注：2021、2023年各月为两年复合增速

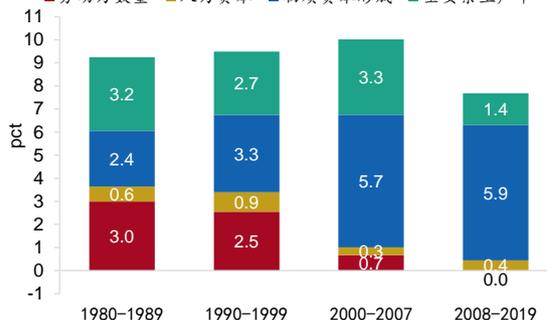


资料来源：Wind，招商银行研究院

图 20：长期增长有赖于创新驱动

中国GDP增长因素拆解

■ 劳动力数量 ■ 人力资本 ■ 物质资本形成 ■ 全要素生产率



资料来源：Wind，招商银行研究院

在力促经济短期复苏的同时，从中长期看，我国需加快构建新发展格局，推动高质量发展，促进新旧动能有序转换（图 20）。由于人口拐点已现，劳动力总量收缩将对经济增长形成拖累；物质资本对增长的拉动或已见顶，特别是房地产向新发展模式转型，投资总量或随人口增长和城镇化发展放缓而趋于下行，尤其是兼顾防风险或对资本形成的长期斜率形成制约。未来经济需摆脱传统的以高资源投入、高环境成本和高社会成本驱动的增长，更多依靠科技进步、高素质人力资本等新动能。从生产要素来看，我国全要素生产率和人力资本的提升仍有较大空间。从供给侧来看，未来的亮点或在于发展以信息技术为依托的第三产业，以及新基建、先进制造业等第二产业。这有赖于坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，提升中国的创新机制和市场活力。

2. 防范化解风险：牢牢守住底线，建立长效机制

安全是发展的前提。百年未有之大变局下，我国面临的内外部环境日趋复杂严峻，经济工作在推动经济高质量发展的同时，需有效防范化解重大风险，确保经济平稳运行，中国式现代化顺利推进。

2023 年中央经济工作会议指出 2024 年重点工作之一是“持续有效防范化解重点领域风险”，包括房地产、地方债务、中小金融机构风险，本质上都与债务问题相关。

第一是房地产风险。当前房地产市场存在销售和投资持续收缩，房企偿债压力加大、融资难度提升、债务违约事件频发等多个风险点，冲击金融安全。2023年1-11月商品房销售面积、销售金额以及房地产投资完成额累计值均较2021年同期的历史峰值跌去两至三成（图21）。销售端持续低迷，导致房企资金来源收缩，叠加信用受损，房企资金面紧张，债务风险高企。

2023年7月政治局会议提出了通过发展化解风险的思路，首提“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”。12月中央经济工作会议指出，要“积极稳妥化解房地产风险”，重点在畅通供需循环、发展与安全并重。

一是销售端供需良性循环与融资端政策工具创新相结合。因销售端回款仍占房地产企业开发资金来源的一半（图22），房企基本面实质性改善仍有赖于销售端的企稳回暖。因此在供求关系发生深刻转变、销售端下行螺旋尚未扭转的当下，销售端和融资端政策预计将由限制性全面转向支持性。

二是短期化解房地产企业流动性风险与长期建立房地产新发展模式相结合。短期看，房地产市场可在市场化、法制化原则下满足行业合理融资需求，同时让市场机制发挥作用，支持并购重组，优胜劣汰。长期看，新发展模式应以住房回归商品属性、满足居住需求为要，推动土地供给制度和房地产开发销售制度改革。

图 21: 房地产销售投资较历史峰值大幅收缩

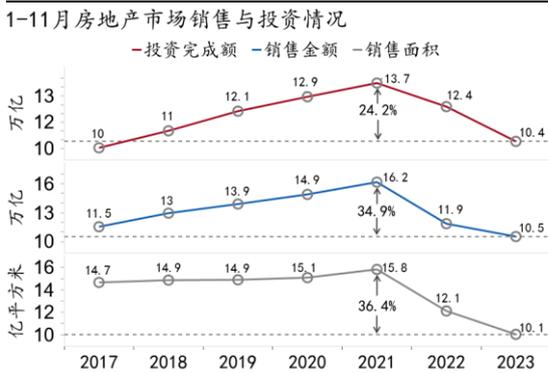
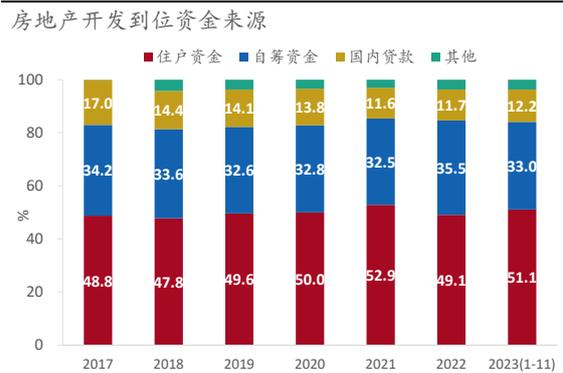


图 22: 住户资金占房企资金来源一半以上



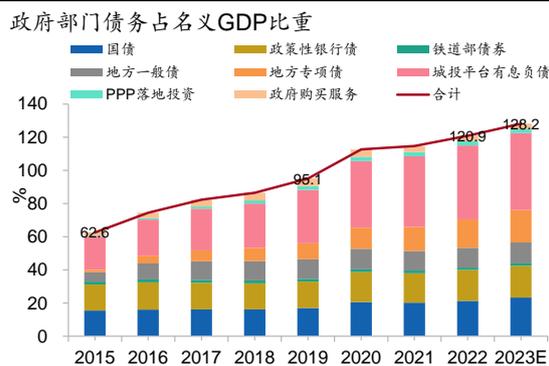
第二是地方债务风险。防范化解地方债务风险，处理好存量与增量、显性与隐性、中央与地方、短期与长期四大关系是关键。

一是化解存量债务风险，控制增量债务风险。若将隐性债务考虑在内，当前我国存量公共债务已相当庞大。粗略估计，截至2023年底，全口径（显性+隐性⁵）中国政府债务规模约162.4万亿，杠杆率（债务规模对名义GDP的比值）达128.2%

⁵ 中央隐性债务包括政策性银行债和铁道部债券，地方隐性债务包括城投平台有息负债、PPP已落地投资（政府付费项目、可行性缺口补助项目中社会资本投资部分，占总投资的比例约25%）和政府购买服务（政策性银行对地方政府的棚改贷款）。

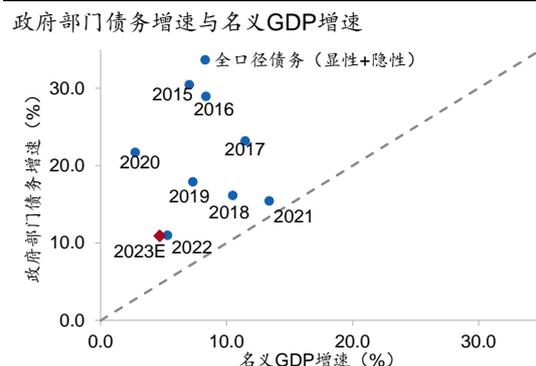
(图 23)。其中全口径中央政府债务规模约 55.7 万亿⁶，杠杆率 43.9%；全口径地方政府债务规模约 106.7 万亿⁷，杠杆率 84.3%。在过往我国以投资为主导的经济增长模式中，随着资本的边际回报逐渐下降，债务积累速度超过经济增速（图 24），导致政府部门杠杆率持续上升。2015-2023 年，我国名义 GDP 年均复合增速约为 7.9%，同时期全口径政府债务规模年均复合增速约为 18.0%。因此，从总量上看，防范化解债务风险一方面要化解存量风险，做好甄别分类，在积极动用财政、金融资源的同时，探索区域特色化债方式；另一方面控制增量，规范债务来源及用途，提升资金使用效率。

图 23：全口径政府部门杠杆率快速增长



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院

图 24：政府部门债务增长快于名义 GDP



资料来源：Wind、招商银行研究院

二是规范举债方式，开明渠，堵暗道。参考国际经验，当前我国公共部门显性债务风险总体可控，主要风险集中在地方政府隐性债务。隐性债务整体规模大，且不纳入预算管理，监管力度较弱。粗略估计，截至 2023 年底，中央和地方隐性债务规模合计约 92.1 万亿，较显性债务多 21.8 万亿。过往由于政绩考核主要挂钩 GDP 增速，叠加地方事权财权不匹配，地方政府有着强烈的举债投资冲动，普遍通过城投平台等渠道融资。近年随着化解和严控新增隐债工作的推进，隐债增速放缓。2015-2023 年地方政府发行置换类债券（包括置换债和特殊再融资债）达 14.9 万亿，用于偿还隐性债务，实质上是将隐性债务“显性化”。未来我国债务增长将更加规范透明，一是官方赤字率和中央赤字占比或有所上行，二是或发行长期建设国债、“特别国债”等中央债券，减少对新增专项债的依赖。

三是优化央地债务结构。过往我国央地债务结构有两方面特征，一方面，全口径地方政府债务规模和增速远超中央。2015-2023 年，地方政府债务年均复合增速为 23.0%，是同期中央政府债务增速（11.8%）的两倍（图 25）。另一方面，我国中央政府债务占比持续下降，相较其他主要经济体占比明显偏低。我国中央政府债务

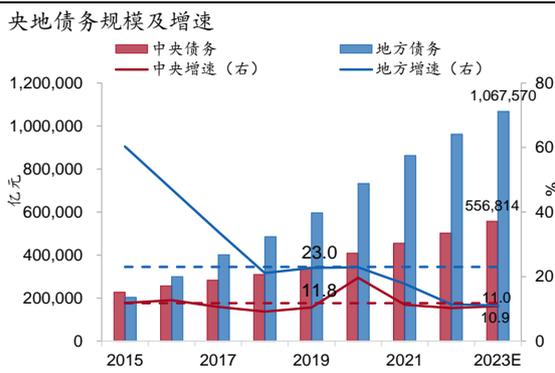
⁶ 其中显性债务即国债 29.6 亿，隐性债务 26.1 万亿，包括政策性银行债 24.3 万亿，铁道部债券 1.8 万亿。

⁷ 其中显性债务 40.7 万亿，包括地方一般债 16.0 万亿，地方专项债 24.7 万亿；隐性债务约 66.0 万亿，包括城投平台有息负债约 58.9 万亿，PPP 政府付费项目、可行性缺口补助项目中社会资本（民营企业）已落地投资约 3.1 万亿，棚改贷款余额约 4.0 万亿。

占比自 2015 年的 52.8% 持续下降至 2022 年的 34.4% (图 26)，而 2022 年，主要发达国家和新兴经济体中央政府债务占比均超 80%。因此，我国中央政府存在较大的加杠杆空间。2023 年四季度中央财政增发一万亿国债，或标志着积极财政思路的转变以及央地债务结构优化调整的开端。中央财政将更多发力，缓解地方财政及债务困局，提升财政资金使用效率。

四是短期应急措施与长期制度建设相结合，标本兼治。短期看，疫后经济复苏期，需采取权宜之计缓解地方政府燃眉之急。一是 2024 年或继续发行特殊再融资债券，规模或在 1-1.5 万亿。二是推进金融机构通过展期、置换、借新还旧等方式分类化解债务。**长期看**，一方面要推动土地财政转型，关键在于央地事权财权重新分配，调整央地收入支出结构。另一方面需厘清政府与市场的关系，推动城投平台转型，真正剥离其政府融资功能。**最后**，促进经济持续高质量增长，实现经济动能转换，是保障债务可持续的关键。

图 25：地方政府债务规模和增速远超中央



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院

图 26：中国中央政府债务占比偏低



资料来源：Wind、IMF、招商银行研究院

第三是中小金融机构风险。目前我国共有 4,368 家金融机构，其中银行机构 3,994 家⁸；非银行机构 374 家⁹。截至 2022 年四季度，全国高风险机构共 346 家，主要是农合机构（202 家）、村镇银行（112 家）和城商行（16 家）。由于公司治理不规范、风控能力较弱，中小金融机构普遍存在经营能力弱、资产质量差、抗风险能力低等问题。2023 年 9 月，城、农商行不良贷款率分别高于净息差 31bp 和 129bp (图 27)，资本充足率分别低于大型商业银行 4.6pct 和 5.0pct (图 28)。

未来防范化解中小金融机构风险，关键在于四个方面。一是严格中小金融机构准入标准和监管要求¹⁰。二是推动中小银行完善公司治理、健全内控机制。三是鼓励中小金融机构立足当地、特色化经营、差异化发展。四是明确中小金融机构风险化解处置原则。对于评级尚可的机构，积极拓展其资本金补充渠道，压降不良资产

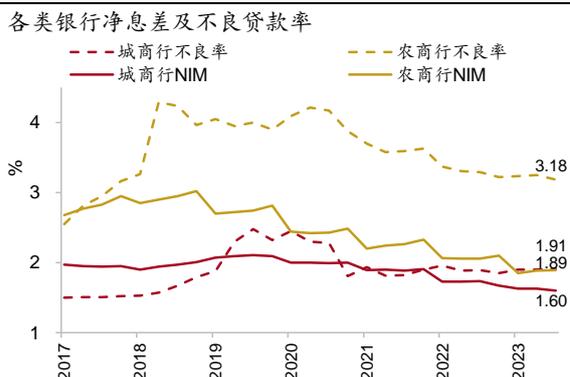
⁸ 银行机构包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城商行、农合机构（包括农村商业银行、农村合作银行和农信社）、村镇银行、民营银行及其他以及外资法人银行等。

⁹ 非银行机构包括企业集团财务公司、汽车金融公司、金融租赁公司和消费金融公司。

¹⁰ 2022 年央行发布《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》明确提出“中央统一规则、地方实施监管，谁审批、谁监管、谁担责”的原则，将地方各类金融业态纳入统一监管框架。

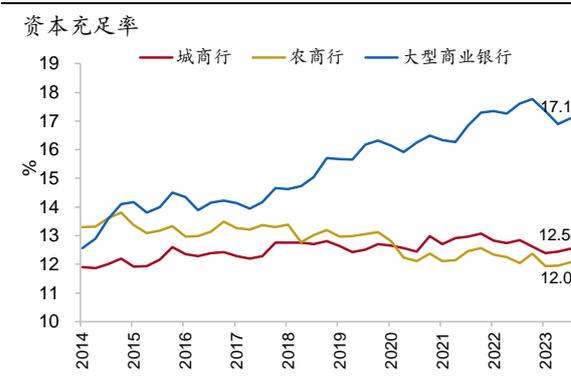
发生率，主动化解风险；对出现流动性风险但资可抵债的机构，尽量安排其自救，并鼓励通过机构整合、引战重组等方式兼并重组；对于不具备拯救价值的机构，重组或重整完成后仍不符合设立条件的，有序实现市场出清。

图 27：城农商行不良贷款率均高于净息差



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 28：城农商行资本充足率低于大型银行



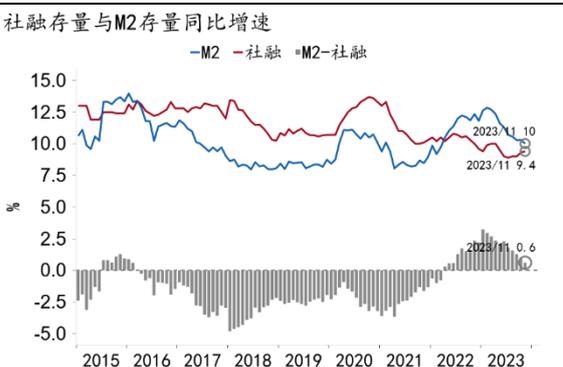
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

(三) 中国金融：供需回归，利率震荡

广义流动性剪刀差（M2 与社融增速差）是衡量金融资源供需是否均衡的重要指标。若社融增速超过 M2，全社会资金需求（资产端）的扩张速度超过资金供给（负债端），广义流动性出现缺口；反之则出现盈余。过去绝大部分时间里，我国广义流动性都呈现缺口，表明金融资源相对稀缺，供不应求。

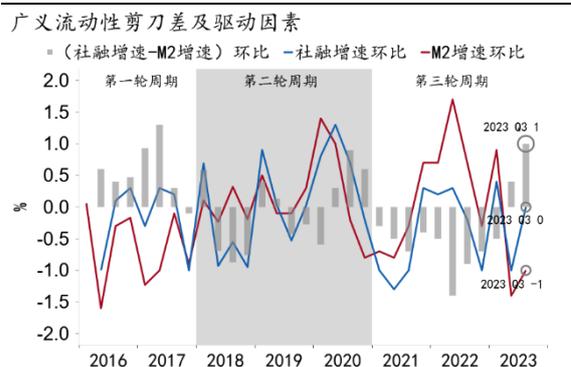
历史上，我国广义流动性两度呈盈余状态（图 29）。一是 2015 年末，经济增速进入新常态，货币政策持续宽松，广义流动性短暂盈余。二是疫情冲击下，广义流动性于 2022 年 4 月再度转为盈余，截至 2023 年 10 月已持续 18 个月，指向全社会资金供给大于资金需求（图 30）。这意味着商业银行总体上面临着“资产荒”困局。

图 29：广义流动性剪刀差从缺口逆转为盈余



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 30：广义流动性驱动因素由社融变为 M2



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

1. 广义流动性：从盈余到缺口

2016 年以来，广义流动性剪刀差经历了三轮小周期。

第一轮是 2016-2017 年，广义流动性缺口快速走阔。彼时房地产行业回暖推升社融增速，而金融去杠杆政策拖累 M2 增速。资金需求端，新一轮房地产上行周期提振经济动能、拉动 PPI 走出通缩，全社会融资需求扩张。资金供给端，金融供给侧改革开始，影子银行问题得以规范，导致同业业务受限，商业银行面临负债端缺口，全社会资金供给速度下降。此轮广义流动性缺口快速扩大，是资金需求上升、供给下降共同作用的结果。

第二轮是 2018-2019 年，广义流动性缺口逐渐缩小。彼时中美贸易战叠加房地产调控制约社融增长，同时结构性存款爆发式增长支撑 M2 增速。一方面，内外需同步走弱导致全社会融资需求缩减。另一方面，随着金融去杠杆影响逐渐减弱，同时伴随“资管新规”落地，商业银行结构性存款运用上升，M2 增速趋于稳定。此轮广义流动性缺口缩小，主要由资金需求下行驱动。

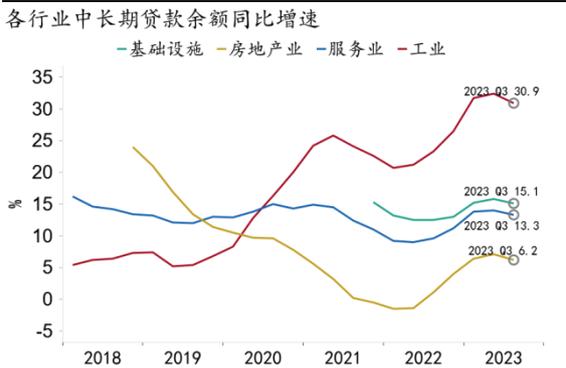
第三轮是 2020 年至今，广义流动性由缺口转为盈余。疫情暴发后，社融增速在宏观政策和经济基本面交替主导下先升后降，M2 增速则维持高位。为应对疫情冲击，2020 年我国采取财政、货币双宽松的宏观政策，社融、M2 均快速上升。此后，政策回归中性但经济曲折修复，导致融资需求回落、社融增速下降；同时居民信心不足、行为收缩，导致资金淤积在存款，M2 增速居高不下。本轮广义流动性的变化主要由资金供给的超调增加驱动。

展望 2024，基准情形下，社融增速预计将上行 0.6pct 至 10.3%。财政政策加码或成为最主要动力，准财政工具或重启支撑非标融资，而信贷对社融的贡献或边际下降。财政赤字和特殊再融资债或再发行将拉动政府债融资总额至 9.6 万亿、政策性开发性金融工具或再重启使得非标融资同比增加 4,000 亿左右。信贷方面，未来新增投放总量指标将有所淡化，结构上或出现分化，体现政策意图。一方面，2023 年信贷供需失衡导致量价明显背离，压缩银行净息差和净利润增速，银行因此需锚定新的信贷增长中枢。另一方面，信贷结构将优化调整，“增”主要指向重大战略、重点领域和薄弱环节，包括“五篇大文章”和民营经济领域，“减”指向随着经济结构转型升级，部分行业信贷增速将趋势性放缓，比如房地产、地方融资平台和基础设施领域贷款比重或有所下降（图 31）。

M2 增速预计将维持在 10%左右的高位，与 2023 年（10.1%）相当。一方面，政策加码有望提振市场信心，改善私人部门的收缩行为，提升资金活性，M2 增速或相应有所下行。另一方面，房地产销售仍然承压，导致居民存款中枢仍高。若 2024 年房地产销售继续收缩 7%左右，居民存款或继续上升至 19 万亿左右（图 32），较疫中三年（2020-2022）中枢水平提升约 50%。

综上所述，2024 年广义流动性有望逆转为小幅缺口，资金需求/社融回升或成为主导逻辑。

图 31: 房地产和基建等领域贷款比重或下降



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 32: 未来居民存款中枢或永久性上升



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

2. 利率: 受广义流动性缺口支撑

利率由资金供求决定, 广义流动性剪刀差的变化因此对利率走势至关重要。广义流动性剪刀差往往与利率走势负相关。通常来说, 广义流动性缺口走阔意味着资金供求趋紧, 驱动利率上行; 缺口收敛则意味着资金供求趋松, 利率随之下行。这与我国在 2022 年三季度前的经验总体相符 (图 33)。

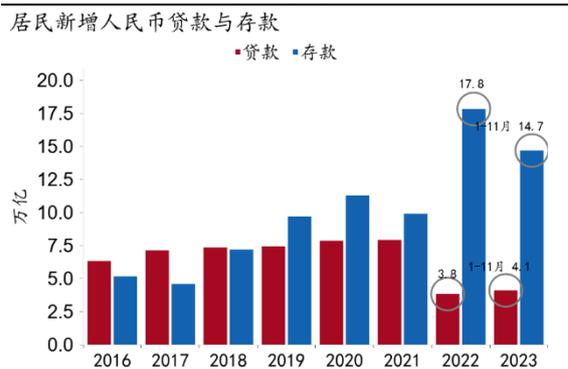
然而, 2022 年 11 月至 2023 年 8 月, 利率与广义流动性剪刀差的走势呈正相关, 与历史经验相悖。这是因为当前广义流动性处于盈余状态, 增量资金需求完全可由冗余资金供给满足, 资金供给不再成为紧约束, 因此, 利率的变动方向由资金需求决定。

图 33: 近期利率和广义流动性剪刀差正相关



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 34: 居民超额存款推升 M2 增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

仔细分析本轮广义流动性盈余和利率的正相关走势, 大致可分为两个阶段。第一阶段 (2022 年 11 月-2023 年 2 月), 受房价上涨预期逆转和资本市场收益下降双重影响, 居民资产配置重心逐渐向存款转移, 使得 M2 陡升 (图 34), 广义流动性剪刀差由负转正。对经济重启的乐观需求推升了资金需求及利率水平。第二阶段 (2023 年 2 月-8 月), 高基数影响下 M2 同比大幅回落, 经济曲折修复叠加财政后置导致社融同步下行, 使得广义流动性盈余有所收敛, 但资金仍然供大于求, 资金需求疲弱驱动利率下行。

综上所述，当广义流动性呈缺口状态时，社融增速超过 M2，资金供给成为紧约束，利率走向取决于资金的相对稀缺程度，即广义流动性缺口的大小。然而，一旦广义流动性转向盈余状态，资金供给这一紧约束不再，利率趋势便将更多取决于资金需求或社融的变化。

展望 2024，基准情形下，政府债发行将带动社融回升，或驱动广义流动性重回缺口状态，将成为债券利率上行调整的利空因素。但考虑到私人部门需求制约，以及若经济修复弱于预期，政策利率可能调降，债券利率整体呈震荡表现。

二、海外经济：繁华褪去，韧性犹存

（一）宏观政策：周期错位，滚动支撑

回望 2023，全球货币政策共振紧缩，但美国财政意外扩张，美国和非美经济体的经济剪刀差随之走阔。

展望 2024，美国财政扩张力度边际收敛，货币政策面临转向，但经济韧性仍有支撑，政策利率预计居高难下。

1. 货币政策：紧缩终结，宽松受限

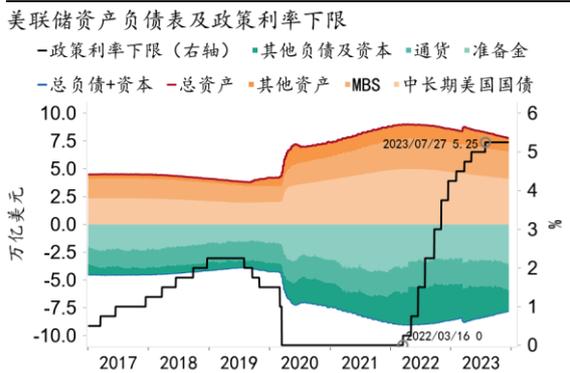
为对抗“沃尔克时刻”以来最严峻的通货膨胀，美联储于 2022 年 3 月开启了史上最快加息周期。美联储在 11 次议息会议上执行了 10 次加息，将政策利率区间从 0-0.25% 上调至 5.25-5.5%；2022 年 6 月起，美联储同步执行“缩表”操作，每月缩减 \$300 亿中长期美国国债和 \$175 亿抵押支持证券（MBS），9 月缩减速度翻番至每月 \$600 亿中长期美国国债和 \$350 亿抵押支持证券，并保持至今。截至 2023 年 11 月末，美联储资产负债表规模从 \$9.0 万亿收缩至 \$7.8 万亿，累计缩幅 13.3%（图 35）。

2023 年 3 月硅谷银行事件以来，市场对美联储加息周期的预期大致经历了三个阶段，从“更高”到“更久”再到“多久”。一是“更高”阶段，自 2023 年 3 月议息会议起，至 7 月议息会议止。硅谷银行倒闭后，美联储阶段性逆转了“缩表”进程，使用紧急工具支持中小银行流动性，并多次强调中小银行危机是“结构问题而非整体问题，监管问题而非宏观问题”以稳定市场信心。此后中小银行危机缓解，叠加美国经济韧性超预期，市场意识到加息周期仍未见顶。二是“更久”阶段，自 7 月议息会议起，至 11 月议息会议止。尽管美国核心通胀仍在持续下行，但三季度经济表现强劲，增速达 5.2%，创下加息周期以来新高。美联储于 9 月议息会议上“鹰派暂停”，尽管继续暂停加息，但发表鹰派言论抑制降息预期，点阵图指向至 2024 年末政策利率仍将位于 5% 上方，“更久”预期随之达到顶峰。三是“多久”阶段，自 11 月议息会议起持续至今。美国经济在第三季度的强劲增长后见顶回落，叠加通胀下行，以及金融条件进一步趋紧，市场对加息周期见顶形成一致预期，更为关注美联储政策反转的时点。美联储在 12 月议息会议声明中首次书面肯定了抗通胀进展良好，鲍威尔亦在新闻发布会上认可了“降息讨论已经开启”，并表示由于货币政策滞后效应的存在，无需等到通胀读数回归 2% 再开启宽松。

展望 2024，以美国为首的主要西方经济体加息周期均已见顶，或于 2024 年中陆续开启降息周期（图 36）。2023 年中以来，美欧等主要经济体均已出现经济转弱信号，通胀也在持续去化，进一步加息已无必要。2024 年，随着经济和通胀进一步走弱，货币宽松的窗口也将渐次打开。考虑到美国经济韧性相对更强，欧元区或率先开启降息周期。美国或于 2024 年中进行首次降息，全年合计降息 3 次（75bp）。欧元区的降息时点或将早于美国，速度和幅度亦将大于美国。

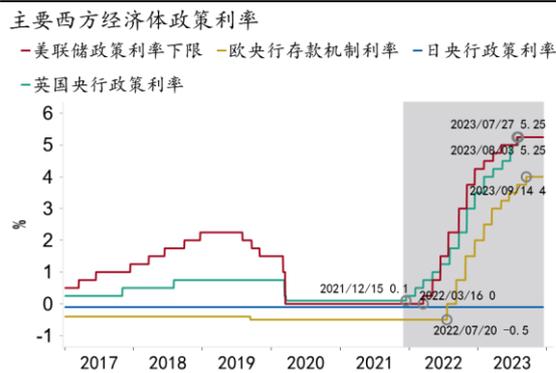
值得一提的是，尽管日本通胀水平已在 2% 上方保持了 19 个月，日本央行仍未开启紧缩周期，货币政策立场与美欧相悖，使得日元兑美元汇率年内贬值超 15%。日本央行此举旨在逆转其国内“工资和物价不会轻易上涨”的保守心态。由于本轮美国高利率可能存在“长尾”特征，尽管三季度日本 GDP 增速再度转负，但是出于“追赶曲线”的考量，日本仍有可能选择进行适度的货币紧缩。

图 35：2022 年 3 月美联储开启紧缩周期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 36：主要西方经济体货币政策跟随美国



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2. 财政政策：中枢上移，边际退坡

2023 年美欧财政政策立场的显著分化是美欧经济“剪刀差”的根源所在(图 37)。剔除学生贷款减免计划¹¹影响后，2023 财年美国财政赤字率较上年意外大幅扩张，从 3.8% 升至 6.3%。而欧元区 2023 年财政赤字率中枢较上年回落约 0.8pct 至 3.5%。

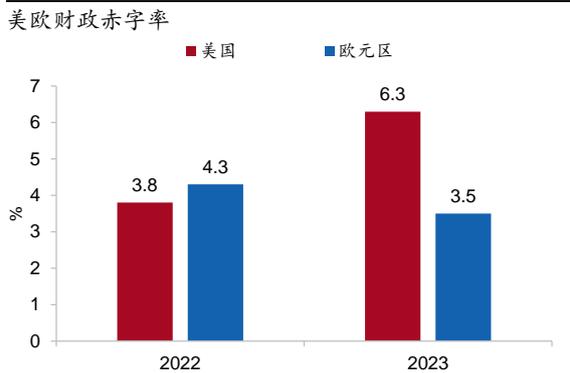
美国本轮财政扩张主要通过转移支付和减税作用于居民部门。一方面，2023 财年美国对居民部门转移支付高达 \$4.0 万亿，较上年的 \$3.87 万亿增加 3.4%，较 2017-2019 财年 \$2.91 万亿的中枢增加 37.5%。另一方面，美国个人所得税起征点上调了 7.1%，2023 年三季度美国税收收入仅为 \$1.30 万亿，同比下跌 5.9%。

相较之下，美国本轮财政扩张对企业部门的支持相对有限(图 38)。《大规模基建法》、《通胀削减法案》和《芯片与科学法》三大法案对企业部门每年的支持额度总计不到 \$1,000 亿，三季度除库存外的制造业投资环比增速已经跌至 -0.8%。

展望 2024，美国财政扩张将趋于收敛，但仍将高于疫前水平。根据美国国会预算办公室(CBO)的估计，2023-2024 财年美国财政赤字率将从 6.3% 边际下行至 5.8%，剔除利息影响后的赤字率从 3.8% 收缩至 3.0%。从中期看，美国财政中枢或已永久性上移。财政赤字率中枢从疫前的 4% 附近上行至 6% 附近，剔除利息后的财政赤字率中枢亦从 2.5% 附近上行至 3.5% 附近。

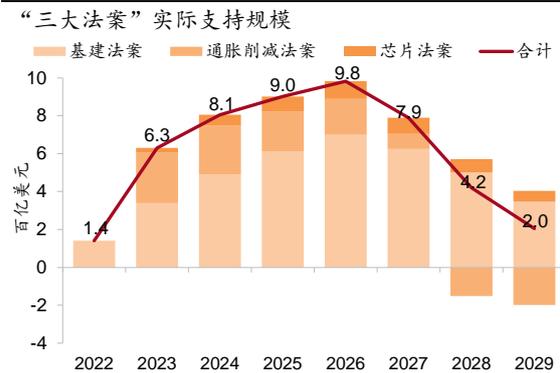
¹¹ 拜登政府于 2022 财年推行的学生贷款减免计划于 2023 年被最高法院判定违宪，这导致 2022 财年的赤字率虚高了 1.7pct。

图 37：美欧财政政策背道而驰



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 38：“三大法案”年支持规模低于千亿



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

(二) 美国经济：增速放缓，动能转换

回望 2023，“宽财政”支撑下美国经济持续表现强劲，打破了年初以来的衰退预期，居民消费成为主要驱动。2023 年前三季度，美国实际 GDP 同比增长 2.4%。其中消费同比增长 2.1%，贡献了总增速的 61.1%；净出口同比增长 13.6%，贡献了总增速的 28.4%；政府购买同比增长 3.9%，贡献了总增速的 27.3%；私人投资同比下跌 2.1%，拖累了总增速的-16.8%。

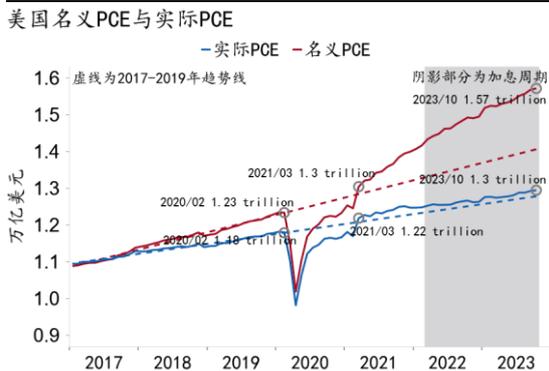
展望 2024，财政扩张力度边际收敛，货币紧缩滞后效应逐步走强，美国经济或温和转冷。预计全年经济增速位于 1.8%左右，较今年下行约 0.6pct。经济动能结构可能出现转换，前期强劲的消费将有所转冷，前期疲弱的投资则可能有所走强。

1. 居民消费：能力下降，意愿收缩

2023 年美国名义消费快速扩张，但通胀水平显著回落，实际消费延续温和扩张。2023 年前三季度美国名义 PCE 同比增长 6.3%，较 2022 年回落 2.9pct；实际 PCE 同比增长 2.1%，较 2022 年下行 0.4pct。疫前三年（2017-2019），美国名义 PCE 同比增速中枢为 4.3%，实际 PCE 同比增速中枢为 2.5%。疫情以来美国名义消费高增但实际消费并未超调增长，指向大规模财政补贴事实上只补偿了通胀，并未显著推动实际消费扩张（图 39）。

美国居民收入水平在财政支持下保持高增，是消费增长的主要支撑。2023 年前三季度美国居民可支配收入同比增长 7.9%，财政政策的贡献度合计达 35%：其中纳税支出同比下降 12.9%，贡献度 27.7%，转移支付同比增长 2.7%，贡献度 7.3%。疫前三年（2017-2019）美国居民人均可支配收入同比增速中枢为 5.0%，财政扩张几乎解释了 2023 年前三季度美国居民可支配收入的全部超调增长。值得注意的是，2023 年美国居民实际收入随通胀回落而转为正增长，成为消费韧性的关键支撑因素（图 40）。

图 39：美国名义消费增长大超实际消费



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

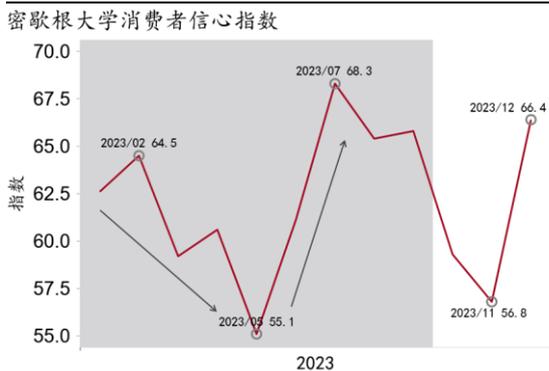
图 40：美国居民实际收入增速转正



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

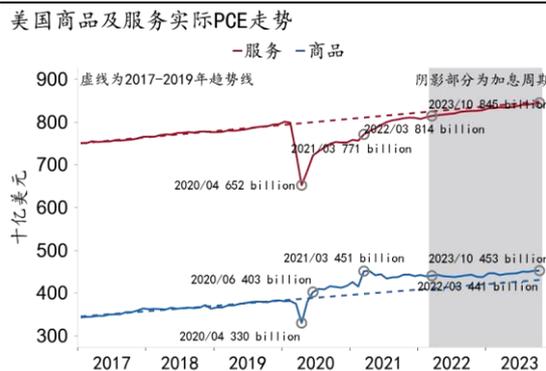
此外，2023年美国居民消费意愿仍然居高不下，平均消费倾向相较于上年边际下行，但仍然显著高于疫前中枢。2023年前三季度美国居民平均消费倾向¹²为 91.9%，储蓄率为 4.6%；2022年美国居民平均消费倾向高达 93.6%，储蓄率则低至 3.3%；疫前三年（2017-2019）美国居民平均消费倾向中枢仅为 90.1%，储蓄率中枢则高达 6.5%。究其原因，疫情以来的天量补贴一定程度上逆转了收入水平“两极分化”的趋势，抬升了居民部门的平均消费倾向中枢。随着超额储蓄的消耗，平均消费倾向也将向疫前水平逐渐回归。

图 41：前三季度消费者信心先降后升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 42：美国服务消费修复至疫前趋势水平



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从节奏上看，2023年美国消费增长呈V型走势，很大程度上受消费者信心影响（图 41）。一季度劳动力市场韧性大超预期，对美国居民消费信心构成强提振，叠加圣诞季影响，消费活动大幅扩张。二季度硅谷银行事件使得衰退预期发酵，消费扩张随之放缓。三季度金融系统性风险被证伪，“软着陆”预期快速升温，叠加暑期来临，消费活动再度大幅扩张。

¹² 平均消费倾向=个人消费支出（PCE）/可支配收入

从结构上看，服务消费复苏仍是 2023 年美国实际消费增长的主线（图 42）。2023 年前三季度美国实际服务消费同比增长 2.4%，贡献了 PCE 总同比增幅的 74.2%；实际商品消费同比增长 1.6%，仅贡献了 PCE 总同比增幅的 25.8%。

展望 2024，基准情形下，美国实际消费增速或跌至 1% 左右。从居民收入看，劳动力市场的转冷将带来薪资增速的下行，财政力度的边际收敛也将对收入增速构成拖累；从平均消费倾向看，随着超额储蓄的耗尽，高企的平均消费倾向仍将向疫前水平进一步回归。

2. 地产投资：周期反转，逆势走强

2022 年以来美国房贷利率大幅上行，对新屋开工及房屋销售构成显著压制，地产投资相应收缩（图 43）。2022 年 1 月至 2023 年 10 月，美国 30 年期按揭贷款利率从 3.3% 大幅上行至 8.0%。2023 年前三季度，美国房屋销售数¹³同比下跌 21.1%，新屋开工数同比下跌 12.4%，美国地产投资同比收缩 14%。

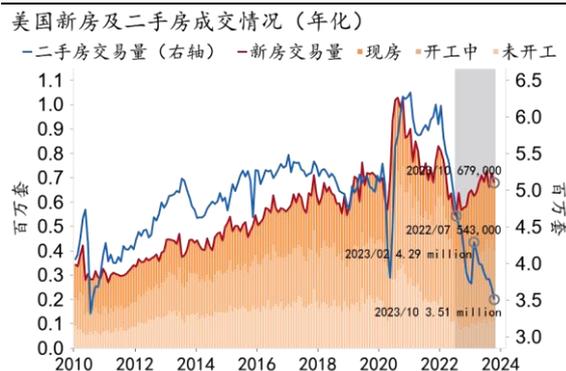
意外的是，美国地产投资环比动能并非持续走弱，而是发生了 V 型反转。美国实际 GDP 中地产投资环比折年率于 2022 年三季度见底，录得 -26.4%，随后跌幅逐季收敛，并于 2023 年三季度转正至 3.9%。同样意外的是，加息周期开启以来美国住房市场出现了“量跌价升”，指向需求转弱和供给不足同时存在。2022 年 1 月至 2023 年 9 月，美国住宅成交量累计下跌了 40%，价格却上涨了 9%。

图 43：高利率持续压制房屋销售与开工



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 44：美国新房交易持续回暖



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国地产库存见底，是上述“意外”发生的根本原因。从长期看，次贷危机以来漫长的地产去库存周期或已于 2022 年终结。2007 年 7 月至 2022 年 1 月，美国住房库存量¹⁴从 439 万套下降至 121 万套，去化幅度达 72.4%。2022 年以来，尽管高利率通过压制购房需求大幅降低了住房成交量，但是次贷危机以来的持续去化已经带来了长库存周期的反转，支撑了美国房地产价格和投资。2022 年 1 月至 2023 年

¹³ 房屋销售数 = 二手房销售数 + 新房销售数

¹⁴ 住房库存量 = 二手房待售库存量 + 已完工新房待售库存量 + 未完工新房待售库存量

10月，住房库存量从121万套回升至151万套，累计上涨24.8%。其中新房库存量从39.4万套上升至43.9万套，累计上涨11.4%，二手房库存量从81.9万套上升至107.4万套，累计上涨31.1%。与此同时，疫情提升了美国居民的居家时长，内生住房需求可能是扩张的。

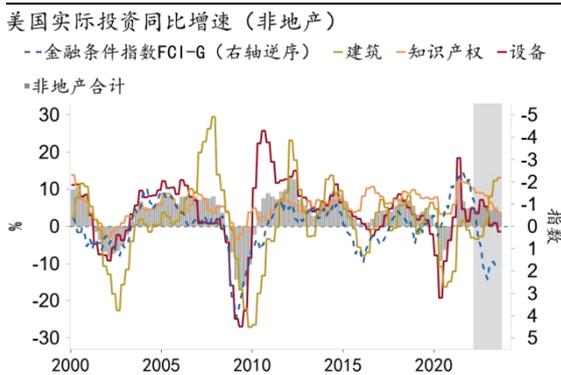
美国新房市场已于2022年中开始回暖，并持续至今（图44）。由于购买新房会被统计为投资，新房市场的持续转暖对地产投资构成了直接支撑。2022年7月至2023年10月，美国新房年化交易量从54.3万上行至67.9万，涨幅高达25%。背后的原因在于，按揭利率上行大幅提升了美国居民的住房置换成本并降低了二手房挂牌量，对利率水平敏感性较低的刚需购房者只能转向占比不足20%的新房市场，新房销量随之快速上行。2022年7月至2023年10月，美国二手房库存转涨为跌，从125.7万套下跌至107.4万套，累计跌幅达14.6%。

展望2024，由于美国房地产市场已经进入并或长期处于补库存周期，随着利率水平的见顶回落，美国地产投资或将同比增长3-4%。

3. 非地产投资：建筑向下，库存向上

历史上，美国非地产投资和金融条件表现出显著的负相关性，但在本轮加息周期中，二者走势出现了显著背离（图45）。2023年，美联储金融条件指数（FCI-G）指向货币紧缩已处于次贷危机以来的最高水平，但前三季度美国非地产投资同比增速仍高达4.6%。从结构看，建筑分项同比增长11.2%，知识产权分项同比增长5.0%，设备分项同比下跌0.1%。

图 45：美国非地产投资逆势增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 46：建筑投资是地产投资的滞后分项



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

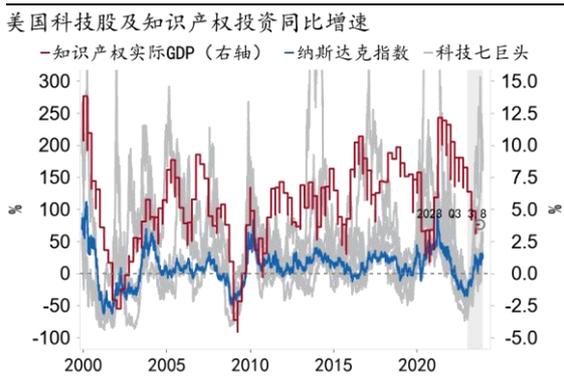
建筑分项的高增长很大程度上来自于地产投资滞后效应的影响（图46）。由于建筑项GDP统计包括现有建筑改建为非地产建筑和新建筑部分配套设施的搭建，故建筑投资很大程度上成为了地产投资的滞后分项。从历史数据看，地产投资领先建筑投资2年左右，2023年前三季度建筑投资的高增反映的是2021年地产投资高增的滞后影响。

知识产权投资的韧性则来自于股票市场的支撑（图 47）。在 AI 投资热的催化下，以英伟达、微软为代表的美国科技巨头股价涨势汹涌，头部科技企业的业绩高增完全盖过了利率上行对估值水平的影响。至 2023 年 11 月末，纳斯达克指数同比涨幅已达 35%，科技七巨头¹⁵中涨幅最大的英伟达同比涨幅更是达到了 320%。强劲的科技股表现令科技行业处于相对独立的“金融条件”之中，知识产权投资随之保持高增。

此外，库存也是年内非地产投资增长的支撑项（图 48）。2023 年前三季度美国私人库存同比增长 9.8%，贡献了非地产投资同比增速的 43.3%。从形态看，2023 年库存周期动能逐季向上，这一趋势可能仍将持续。

展望 2024，美国非地产投资同比增速或略低于 2%，与 2023 年相仿。建筑投资或在地产投资滞后效应影响下快速走弱，知识产权投资或随科技股降温而温和转冷，但库存周期有望走出底部区域。

图 47：科技股走势主导知识产权投资



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 48：库存周期处于底部区域



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

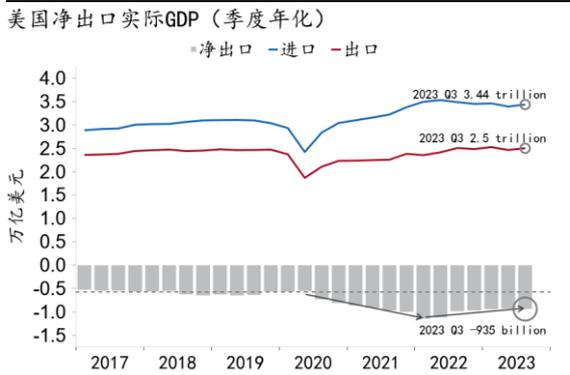
4. 其他：净出口回归均衡，政府项动能走弱

疫情以来，美国天量财政补贴使得贸易逆差大幅走阔（图 49）。2020 年二季度至 2022 年一季度，美国季度贸易逆差从 \$5,530 亿扩张至 \$1.14 万亿，累计涨幅达 106%。至 2023 年三季度，这一数字回升至 \$9,377 亿，较 2022 年一季度低点累计上涨 18%。展望 2024，随着美国-非美经济剪刀差的进一步收敛，美国贸易逆差有望延续收敛态势，向疫前趋势水平回归。

2023 年美国政府购买在财政扩张支撑下，保持高增（图 50）。2023 年前三季度美国实际 GDP 中政府购买同比增长 3.8%，为疫后最高增速，主要原因在于财政政策对政府购买的支持力度有所上升。展望 2024，由于财政政策边际上趋于收敛，政府购买增速或有所下行。

¹⁵ 科技七巨头：谷歌、微软、苹果、亚马逊、META、英伟达、特斯拉

图 49：美国贸易逆差或向疫前中枢回归



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 50：年内政府购买保持高增



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（三）美联储：政策转向，空间受限

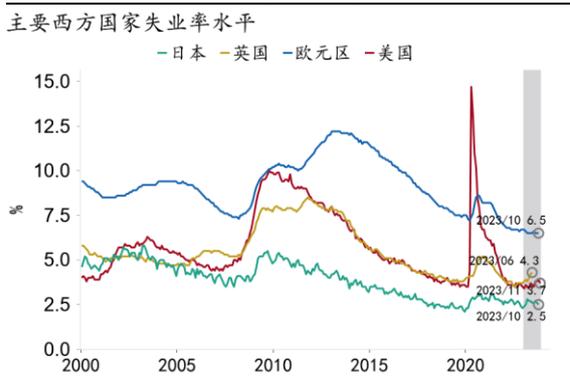
回望 2023，美国失业率见底回升，通货膨胀持续去化，金融条件振荡收紧，共同形成终结本轮加息周期的合力，加息周期随之见顶。

展望 2024，美联储高利率或呈现“长尾”特征，货币宽松时点或晚于预期，幅度或低于预期。失业率或将进一步上行，但幅度显著受限；“去通胀”进程仍将持续，但斜率趋缓；金融条件则将小幅转松，但过程仍然曲折。

1. 失业率：趋于上行，幅度受限

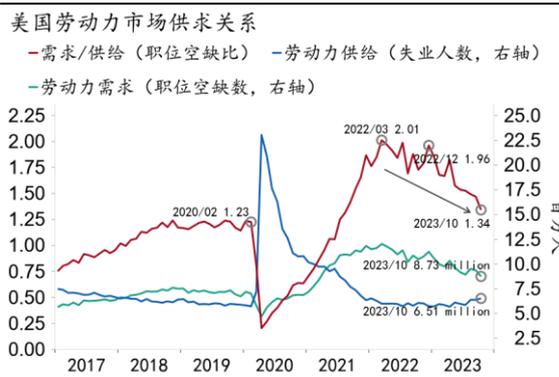
2023 年美国失业率水平见底回升，底部位于一季度（图 51）。2023 年 1-11 月美国失业率中枢为 3.6%，与 2022 年全年水平持平。从形态看，2023 年美国失业率水平逐季向上。

图 51：主要西方国家失业率均处历史低位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 52：美国劳动力市场供求矛盾逐渐缓和



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

失业率上行是劳动力市场供求矛盾趋于缓和的数据表现。若将失业人数作为测度劳动力供给的指标，职位空缺数作为测度劳动力需求的指标，不难发现美国劳动力市场已处于“再平衡”进程之中（图 52）。在需求端，2023 年美国职位空缺数快速回落，从 2022 年末的 1,120 万回落至 2023 年 10 月的 870 万，已经接近疫前水平

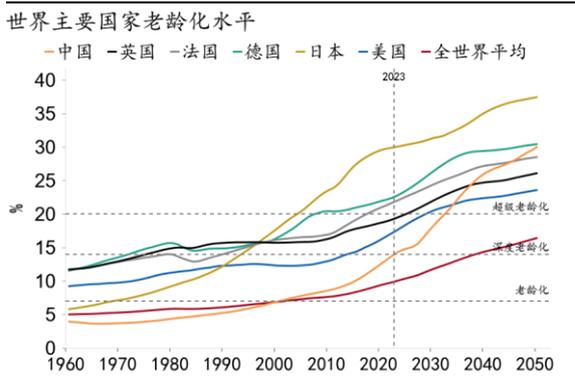
713 万；在供给端，劳动力供给边际修复，指向新冠疫情导致的一轮劳动力严重短缺或已告一段落。

然而，去除次贷危机、欧债危机和新冠疫情的影响，二十一世纪以来主要西方国家失业率水平整体趋于下行，主要受到人口老龄化导致劳动参与率下行的影响。2005 年至 2023 年，美国的劳动参与率水平从 66% 附近震荡下行至 63% 附近，失业率水平从 5% 附近震荡下行至 3.5% 附近。由于老龄化仍将加剧，欧美失业率或延续趋势性下行，这将限制未来一段时间失业率的上行幅度（图 53）。

值得注意的是，适龄人口劳动参与率已经超调修复，意味着劳动参与率进一步上行的空间已经不大（图 54）。2023 年 11 月，16-24 岁人口劳动参与率已经超出了疫前水平 1.3pct，25-54 岁人口劳动参与率亦超出疫前水平 1.0pct，但 55 岁以上人口劳动参与率仍然低于疫前水平 3.5pct。

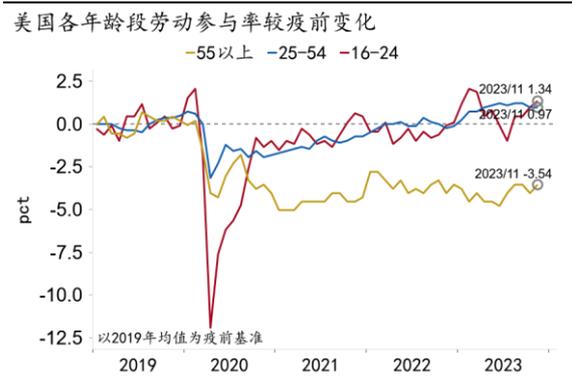
与此同时，美国经济韧性或对劳动力需求形成一定支撑。2024 年美国失业率进一步上行的空间已经不大，全年失业率或位于 4.0% 附近。

图 53：世界主要国家均在老龄化进程之中



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 54：适龄人口劳动参与率已经超调修复



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2. 通胀：继续去化，斜率放缓

2023 年主要西方国家通胀水平快速回落。一方面，货币紧缩持续压制需求；另一方面，疫情和俄乌冲突导致的供给侧冲击快速退潮（图 55）。2023 年 1 月至 11 月，美国 CPI 通胀从 6.4% 回落至 3.1%，欧元区 HICP 通胀从 8.6% 回落至 2.4%。值得注意的是，虽然截至 2023 年三季度美国都是“抗通胀”进程的领跑者，但是欧元区已在四季度完成反超。

然而，当前欧美国家通胀水平较 2% 通胀目标仍有距离，服务通胀仍将成为“抗通胀”最后一公里的阻碍。2023 年 11 月，服务业对美国通胀的贡献度已经达到 102%，通胀水平向 2% 的进一步回归必须依赖服务通胀的进一步去化。从历史上看，服务分项决定通胀中枢，能源分项决定通胀方向，商品和食品分项的影响则相对较小。从现实情况看，服务分项也是当前通胀水平与疫前水平的唯一结构差异。

展望 2024，全年 CPI 通胀中枢或位于 2.8% 左右，去通胀进程有望缓步前行，但服务通胀粘性或令读数难以完全回归 2%。商品方面，核心商品价格的持续下行或将告一段落，但也无显著的上涨风险；住房服务方面，由于住房服务 CPI 统计滞后房租水平 1 年以上，2024 年上半年对应通胀仍将持续去化，但 2023 年以来持续上涨的房价和租金水平或令读数在 2024 年下半年高位止跌；非住房服务方面，工资-价格螺旋风险已在劳动力市场“再平衡”过程中逐渐退潮，但劳动力市场韧性或对读数的进一步下行构成阻碍（图 56）。

图 55：主要西方国家通胀水平快速回落

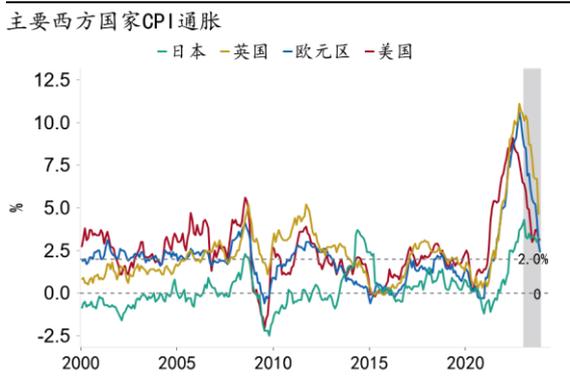


图 56：美国工资-价格螺旋高位止跌



3. 金融条件：中性偏松，延续震荡

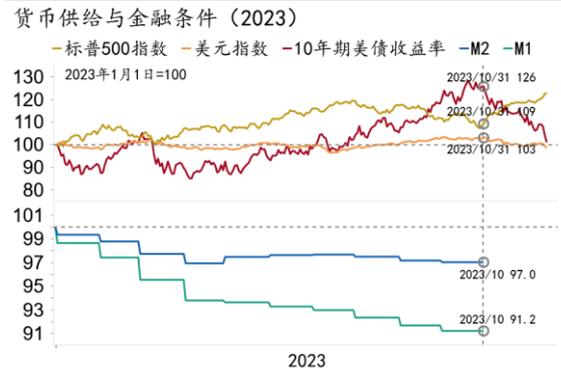
2023 年货币紧缩进入下半场，金融条件对货币供给收缩的反应趋于钝化。2022 年全年美国 M1 和 M2 存量分别收缩了 0.9% 和 3.3%，美元指数累计上涨 8%，10 年期美债收益率累计上涨 155%，标普 500 指数累计下跌 19.4%（图 57）；2023 年 1-10 月美国 M1 和 M2 存量分别收缩了 8.8% 和 3.0%，美元指数累计上涨 3%，10 年期美债收益率累计上涨 26%，标普 500 指数累计上涨 9%（图 58）。尽管货币供给加速收缩，但是金融条件的收紧速率反而大幅下降了，美股甚至转跌为涨，基于预期的交易行为令金融条件的变化集中在了货币紧缩的中前期。

图 57：2022 年金融条件大幅收紧



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 58：2023 年金融条件波动加大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

货币紧缩下半场的另一个特征是市场预期的频繁分歧和波动，这导致了年内金融条件的波动性显著增大，美元、美债和美股均表现出了大起大落的特征。以美债为例，2023 年三季度 10 年期美债收益率在 3 个月时间内快速上行了 32.5%，随后又在 2 个月时间内回落了 15.5%。

展望 2024，货币政策将步入从紧缩到宽松的转向期，金融条件将有所转松，但市场分歧加大或令波动性维持高位。基于前文对经济韧性和就业市场韧性的前瞻，货币政策转松的速度和幅度均不会太高，这也对金融条件转松的幅度构成了一定的限制。

三、中国政策：积极有效，创新协同

2023 年我国经济曲折修复,宏观政策相机抉择,节奏由慢转快、力度由弱渐强,加大逆周期调节力度,托举增长。年初,经济重启脉冲之下,《政府工作报告》强调“保持政策连续性针对性”。二季度经济动能转弱,7 月中央政治局会议明确要求“加大宏观政策调控力度”、“加强逆周期调节”,各项政策随即密集落地,下半年超预期发力。12 月中央经济工作会议要求“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”,与中央金融工作会议不同,“逆周期”被置于“跨周期”之前,表明政策重心进一步倾向“逆周期”。前瞻地看,2024 年为实现 5% 增长目标,货币和财政政策有望进一步积极有效、创新协同。积极的财政政策将“适度加力,提质增效”,稳健的货币政策将“灵活适度,精准有效”,2024 年逆周期调控的着力点,更多在于财政政策。

(一) 财政政策：积极作为稳增长，加力提效防风险

1. 政策立场：加力提效，防范风险

2024 年财政政策将积极作为,兼顾发展与安全。一方面,2024 年增长目标或继续锚定“5%”,经济内生动能有望进一步加强。另一方面,2024 年将持续推进地方债务风险防范化解工作,短期“治标”和长期“治本”相结合。

首先,为经济增长保驾护航,2024 年财政政策整体积极程度或高于 2023 年。一是从官方赤字率¹⁶看,2024 年年初的目标赤字率或相对审慎,仍然设定为 3.0%,之后或相机抉择,再度增发 1 万亿国债或“特别国债”,全年官方赤字率或因此上行至 3.6%,对应赤字规模 5.0 万亿。若叠加考虑 2023 年末增发 1 万亿“特殊国债”结转至 2024 年使用的 5,000 亿资金,全年赤字率实际上接近 4.0%,可比口径下上行 0.6pct。新增专项债限额或为 4.0 万亿,较 2023 年增加 2,000 亿(图 59)。二是中等口径下,实际赤字率¹⁷或达 8.0-8.4%(图 60),高于 2023 年 0.4-0.8pct,对应实际赤字规模 10.8-11.3 万亿。三是从“预算外”¹⁸看,政策性银行或加强发力。一方面,或于 2024 年下半年新投放一批政策性开发性金融工具,规模或与 2022 年相当¹⁹,衔接财政资金,续力投资发展。另一方面,或重启超 1 万亿规模 PSL,支持保障房

¹⁶ 官方赤字率=财政赤字规模(年初目标+年中调增)/名义 GDP,其中财政赤字规模=国债净融资+新增地方一般债。

¹⁷ 同时考虑一般公共预算和政府性基金预算“两本账”,中等口径下实际赤字率=(国债净融资+新增地方一般债+新增地方专项债+调入资金和使用结转结余资金)/名义 GDP。

¹⁸ 财政可通过“预算内”和“预算外”两大渠道筹措资金。“预算内”资金来源包括财政赤字和新增专项债,央行等特定国有金融机构及专营机构上缴利润以及利用债务限额空间增发政府债券。“预算外”资金来源包括以城投平台有息负债为代表的隐性债务,政策性银行“准财政”工具,如政策性开发性金融工具、PSL 等。

¹⁹ 2022 年共投放两批共计 7,400 亿金融工具,支持重大项目超 2,700 个,有效补充“新基建”在内的重大项目资本金。

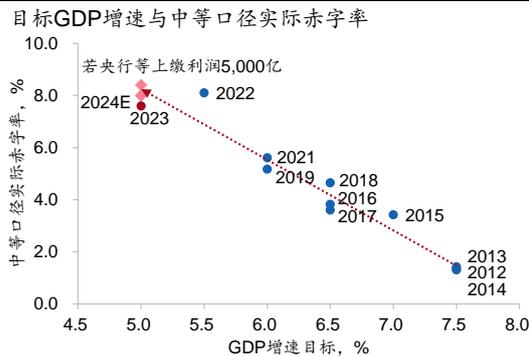
等“三大工程”投资建设。另外，2024年财政政策发力将继续前置，并视经济运行状况，或相机加码，采用增发国债，投放“准财政”工具等方式。

图 59：2024 年官方赤字率或为 3.6%



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 60：2024 年财政力度或高于 2023 年



资料来源：Wind，招商银行研究院

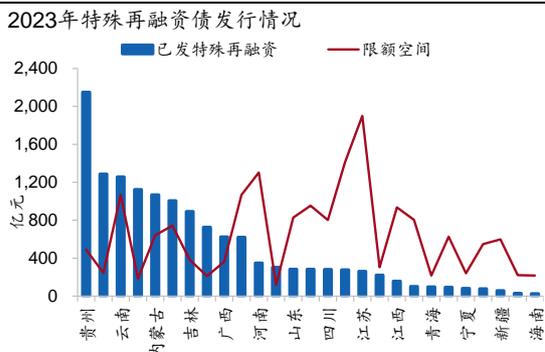
其次，为防范化解地方债务风险，2024年或继续发行特殊再融资债券，额度或为 1-1.5 万亿。特殊再融资债可视为短期的“应急之举”。一方面，特殊再融资实质上是通过政府债券置换部分隐性债务，将隐性债务“显性化”，仅是债务结构的调整，并没有减少债务总量，后续仍需地方政府还本付息。另一方面，发行体量相较债务总量十分有限，额度进一步增加受地方政府债务限额制约。截至 2023 年末，地方政府债务限额空间（即债务限额-债务余额）约为 1.5 万亿²⁰（图 61），不排除 2024 年“两会”会提升限额空间，为进一步增量发行特殊再融资债预留空间；考虑到各省市债务限额空间分布不均，中央或进行统筹调配，向重点区域倾斜（图 62）。长期看，或持续推进财税体制改革。一是调整央地权责，调节中央与地方收入结构，增加中央政府的财政支出。二是优化税收结构，提升直接税和“消费型”税种比例。

图 61：2023 年底限额空间约 1.5 万亿



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 62：中央统筹调配各省市债务限额空间



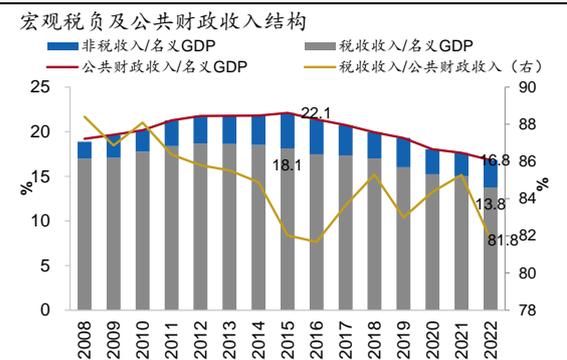
资料来源：Wind，招商银行研究院

最后，财政将更加注重提升政策效能，增强可持续性。

²⁰ 截至 2023 年 10 月，地方政府限额空间约为 2 万亿，考虑 11、12 月仍有约 5,000 亿特殊再融资债发行，至年底限额空间约为 1.5 万亿。该数值为理论上 2024 年地方政府可额外增加债务（即不考虑 2024 年发行的新增一般债及新增专项债）的上限。

在收入端，提高减税降费的准确性和针对性。一方面，为稳定宏观税负，提高财政宏观调控能力。自 2018 年我国逐步推出大规模的减税降费政策以来²¹，我国宏观税负²²持续下降，从 2018 年的 17.0% 下降到 2022 年的 13.8%（图 63），已为 20 年来的最低水平，与其他主要经济体相比也明显偏低。另一方面，税费支持政策思路由追求规模扩大转向效能提升，也是财政收支压力加剧背景下的必然选择。2024 年将延续和优化执行税费优惠政策，规模或较 2023 年的 1.8 万亿有所收敛（图 64），或更加聚焦科技创新、重点产业链，中小微企业、个体工商户以及特困行业等重点领域和薄弱环节。

图 63：我国宏观税负持续下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 64：2023 年税费支持政策思路转变



资料来源：Wind，招商银行研究院

在支出端，一是优化财政支出结构。近年来公共财政支出加大力度倾向民生领域，预计 2024 年将进一步凸显结构性特征，围绕高质量发展，加大对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入，如科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等。但债务付息支出增速较快、占比持续上升，将压缩政府实际可用财力，挤出其他领域支出（图 65）。二是充分发挥政府投资和公共支出对社会资本的引导撬动作用，扩大内需，培育新动能。2024 年新增专项债用作资本金的范围或进一步扩大²³，提高项目启动效率。

在政策协同端，用好用足贴息、融资担保等工具。一是加大力度执行原有支持政策。二是扩大贴息范围，出台推广针对个人消费贷款的相关政策。三是扩大融资担保范围，降低费率，加大对小微企业的支持。

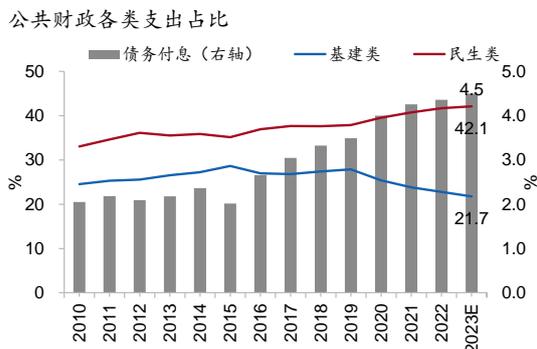
此外，持续推动资金下沉，提高转移支付效率。一方面加大加速对地方转移支付，补充地方财力，2023 年中央对地方转移支付规模超 10 万亿（图 66）。另一方面完善财政资金直达机制，将更多资金纳入直达范围，保障资金使用效率和效果。

²¹ 2018 年-2022 年 5 年间，累计减税降费 8.2 万亿，其中减税 5.4 万亿、降费 2.8 万亿。此外，5 年间加速退税和税费缓缴也接近 5 万亿。

²² 宏观税负=税收收入/名义 GDP。

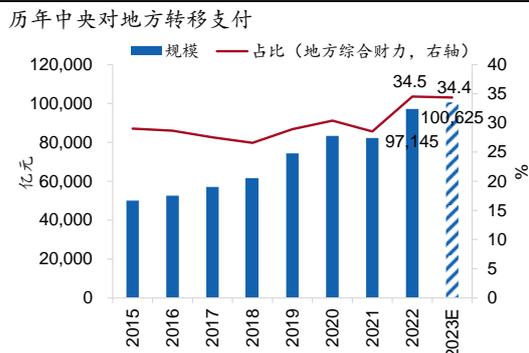
²³ 自 2019 年国务院“允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金”以来，专项债可用作资本金的领域不断扩容，至 2023 年已经扩大到包含新基建、新能源、供气、供热等在内的 15 个领域，但不包括地产领域。

图 65：公共财政支出倾向民生领域



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 66：中央转移支付占地方综合财力的 1/3



资料来源：Wind，招商银行研究院

2. 政策空间：中央加力，盘活存量

从资金来源看，增量资金或主要来自盘活央行等特定国有金融机构及专营机构的结存利润。由于 2023 年财政收支压力加剧，2024 年财政通过“跨期”和“跨账本”进行资金调度的空间有限。但考虑到有 5,000 亿增发国债结转 2024 年使用，叠加国有企业利润²⁴恢复性增长（1-10 月累计增长 7.1%），或对冲收支承压的影响，预计 2024 年调入资金和使用结转结余资金 1.9 万亿（图 67），持平 2023 年，贡献实际赤字率约 1.4pct。另外，经过 2022-2023 年两年的休养生息²⁵，央行等特定国有金融机构及专营机构或在 2024 年继续较多上缴结存利润，规模或回归 2015-2019 年的均值水平 5,000 亿，以补充财力（图 68）。

图 67：2024 年调度资金或达 1.9 万亿



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 68：2024 年结存利润上缴或显著上升



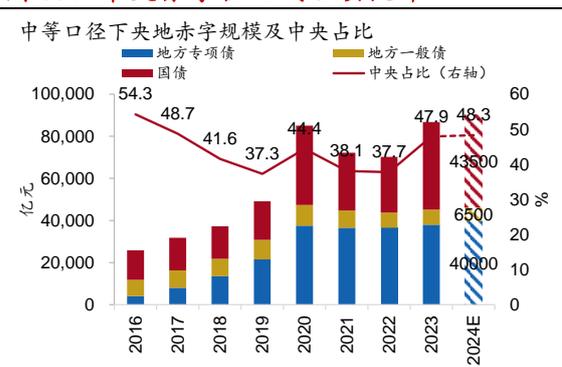
资料来源：Wind，招商银行研究院

²⁴ 全国国有及国有控股企业，包括国资委、财政部履行出资人职责的中央企业、中央部门和单位所属企业以及 36 个省（自治区、直辖市、计划单列市）的地方国有及国有控股企业、新疆生产建设兵团所属国有及国有控股企业，不含国有一级金融企业。所属行业包括农林牧渔业、工业、建筑业、交通运输仓储业、邮电通信业、批发和零售业、房地产业、信息技术服务业和其他行业。

²⁵ 2022 年特定国有金融机构及专营机构上缴利润 1.81 万亿，主要为 2020 年及 2021 年暂停上缴的利润，在中央政府性基金收入预算线下反映。

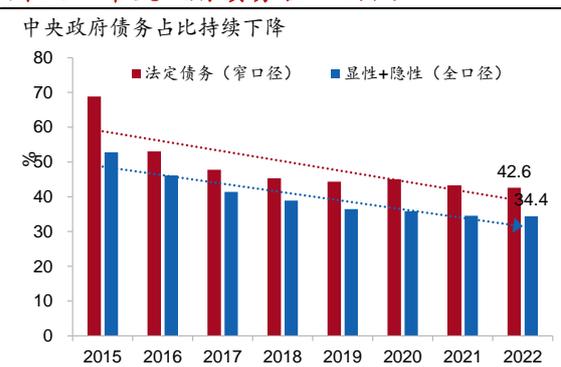
从资金结构看，中央占比或进一步提高，中等口径下，中央赤字占比²⁶或继续提升至 48.3%（图 69）。我国中央政府加杠杆空间较为充足。一是我国中央政府债务占比相较于其他主要经济体明显偏低，且在持续下降（图 70）。二是我国中央政府债务增长和规模远低于地方政府。三是地方政府债务负担沉重，支出责任繁多。未来或持续推进央地债务结构优化调整，或更多以长期建设国债、“特别国债”等中央债券的形式推动投资建设，减少对新增专项债的依赖。

图 69：中央赤字占比或继续提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 70：中央政府债务占比持续下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

3. 政策效果：面临多重约束

尽管 2024 年财政积极程度或超过 2023 年，但对经济的扩张性作用仍受到多重约束。

首先，财政需要兼顾稳增长和防风险。防范化解地方债务风险，一是会占用部分财政扩张空间，如地方政府债务限额空间有限，发行特殊再融资债券置换存量债务，就会挤占增发专项债促进投资的额度（图 71）。二是一定程度上会制约地方财政扩张的能力。三是中央加杠杆，转移支付给地方，面临着效率、公平以及道德风险维度上的挑战。

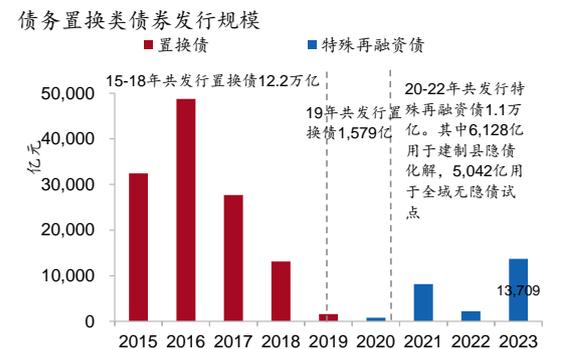
其次，地方政府财政及债务压力依然较大（图 72），或拖累其执行积极财政的效率。一方面，2024 年财政收支紧平衡或仍将持续。在收入端，随着经济持续修复，叠加减税降费规模或有所下降，税收收入预计将继续企稳回升，但增长斜率仍受需求不足的制约；非税收入或小幅正增长，有效补充财力；土地出让收入或仍低迷，但降幅将明显收窄。在支出端，任务繁重，保民生、促发展与防风险的诉求较高，财政支出仍需保持较高强度。另一方面，债务置换只改变了债务结构，降低了利息负担，但由于整体债务规模持续上升，地方政府还本付息负担仍在加重，债务率²⁷

²⁶ 中等口径下，中央赤字占比=国债/（国债+新增一般债+新增专项债），其中国债包括普通国债和“特别国债”。

²⁷ 债务率=债务余额/地方政府综合财力，地方政府综合财力=地方本级一般公共预算收入+地方本级政府性基金收入+中央对地方转移支付。

或继续上升。2023年1-10月，地方政府债务付息超过1万亿，同比增长10.6%，债务偿还也迎来高峰。

图 71：2024 年或继续发行特殊再融资债券



注：2023年数据截至11月底
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 72：地方政府债务负担沉重



资料来源：Wind，招商银行研究院

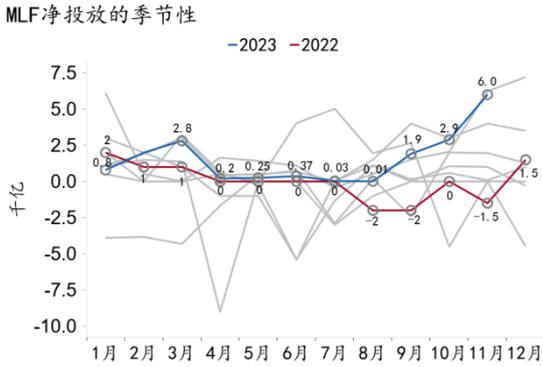
（二）货币金融：做好逆周期调节，充实政策工具箱

1. 货币政策：灵活适度，精准有效

由于经济曲折修复，下半年货币政策相机抉择，加大了逆周期调节力度。7月底中央政治局会议要求“加大宏观政策调控力度”、“加强逆周期调节”，释放了明确的“稳增长”信号。10月末中央金融工作会议要求“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”，表明货币政策将继续稳健积极，有力有效支持实体经济。12月中央经济工作会议进一步要求货币政策“灵活适度、精准有效”，“盘活存量、提升效能”，指向货币政策总量扩张或边际收敛，更加注重提升政策效能。一方面，“有力”调整为“有效”，表明政策力度或边际收敛。考虑到2023年信贷增长供需失衡、量价背离，当前央行要求引导金融机构保持信贷总量适度、节奏平稳，2024年信贷总量增长要求或边际弱化。另一方面，“有效”更加注重政策实效，将体现在三个方面：一是结合“盘活存量”，未来信贷结构将有增有减；二是促进社会综合融资成本稳中有降；三是“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

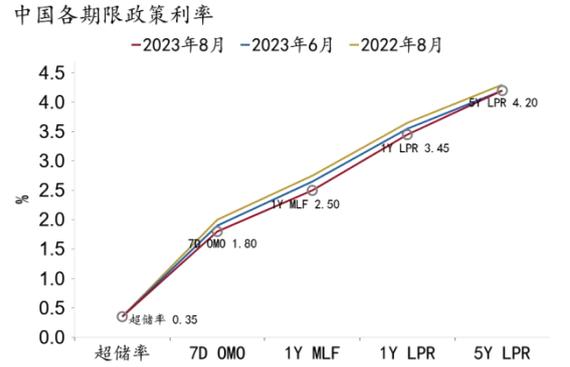
总量政策方面，数量上，下半年央行加大中长期流动性投放，以配合特殊再融资债和国债增发。9月15日，央行下调存款准备金率25bp，释放长期流动性超5,000亿元。下半年MLF净投放10,840亿，较上半年增加4,430亿（图73）。价格上，8月政策利率再次超预期提前下调，这是1年期MLF工具创设以来，除2020年疫情暴发初期外，首次在两个月内连续调降。8月OMO利率下调10bp至1.8%，1年期LPR利率下调10bp至3.45%，5年期以上LPR利率为4.2%不变（图74）。LPR利率调降呈现非对称特征，短端下行而长端不变，意在稳定商业银行净息差。

图 73: 2023H2 MLF 净投放环比增加 4,430 亿



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 74: OMO、MLF 和 1Y LPR 利率下调

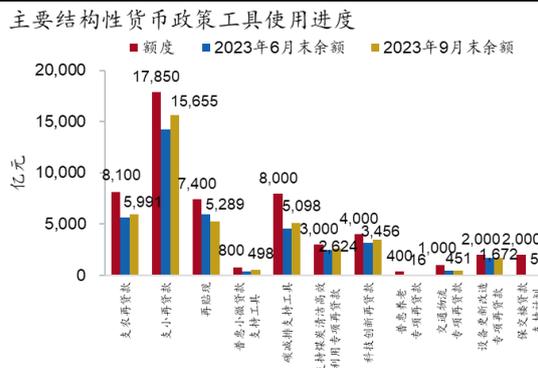


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

结构性政策方面，央行有进有退精准支持经济中的重点领域和薄弱环节，聚焦科技、绿色、普惠、养老和数字金融“五篇大文章”。三季度支小再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和支农支小专项再贷款、科技创新再贷款以及普惠养老专项再贷款分别新增 1,524 亿、733 亿、256 亿和 3 亿（图 75）。

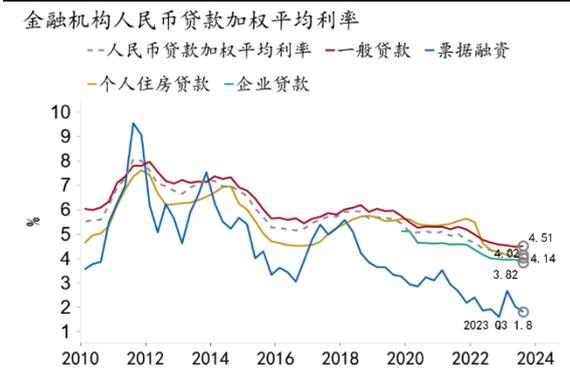
“降成本”方面，实际贷款利率稳中有降，存款利率亦随之下行。贷款方面，随着政策利率调降，三季度末，加权贷款利率同比下降 20bp 至 4.14%，其中企业和个人住房贷款利率降至历史新低，同比分别下降 18bp、32bp 至 3.82%、4.02%（图 76）。存款方面，为稳定银行负债成本，存款利率市场化进程加速。2022 年以来，商业银行净息差持续收敛，2023 年三季度已降至 1.73% 的历史最低值。年内商业银行三季度下调存款利率，活期、定期存款和大量存单利率均有所调降，幅度达 10-40bp。

图 75: 结构性工具有进有退，精准聚焦



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 76: 人民币贷款加权平均利率降至新低



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

2024 年我国货币政策仍将兼顾内外均衡，外部约束有望减弱，内部目标权重相应上升。内部方面，“稳增长”仍是首要诉求，货币政策将保持流动性合理充裕，着力提升货币效能。一是尽管目前名义政策利率和人民币贷款加权利率均已降至历史新低，但由于通胀低迷，实际利率仍处高位（图 77），存在较大宽松空间。二是当前居民、企业和政府三大主体经济行为趋于收缩，使得资金淤积在金融体系，货币政策需保持积极姿态，着力提振信心。三是财政政策将加力增效，货币政策需协调

配合、同向发力，为债券发行和债务化解提供必要流动性支持。外部方面，美联储货币政策料将转向，人民币汇率压力缓解，国内政策“稳增长”空间上升（图 78）。

图 77：目前实际利率仍在高位区间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 78：年末人民币快速走强



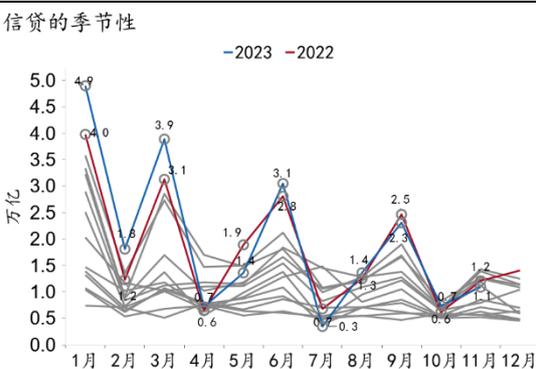
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，基准情形下，预计 2024 年 1 年期 MLF 或再调降两次，共 20bp。考虑到商业银行净息差已收窄至历史新低，1 年期和 5 年期以上 LPR 或非对称调降，分别下调 20bp 和 10bp。预计全面降准 2 次，幅度为 50bp。

2. 广义流动性：或逆转为小幅缺口

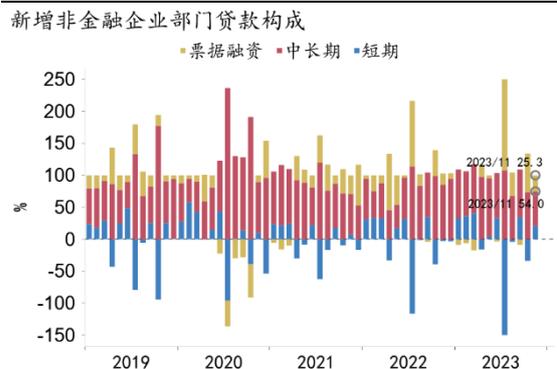
下半年融资需求呈现“居民优于企业”，“政府部门强于私人部门”两大特征。信贷方面，7-11 月信贷投放水平尽管处于季节性水平的上沿，但弱于去年同期（图 79）。7-11 月新增人民币贷款 5.8 万亿，同比少增 3,799 亿。居民端，受益于房地产政策密集调整，居民贷款新增 1.3 万亿，其中中长贷 9,438 亿，同比趋势由 7 月减少 2,158 亿转为 11 月增加约 228 亿；企业端，受制造业景气度下行和通胀低迷拖累，7-11 月企业贷款新增 4.2 万亿，主要受票据支撑，票据同比多增 3,483 亿，中长贷同比少增 6,302 亿（图 80）。

图 79：2023 年 7-11 月信贷投放弱于上年



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 80：2023 H2 企业信贷主要受票据支撑



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

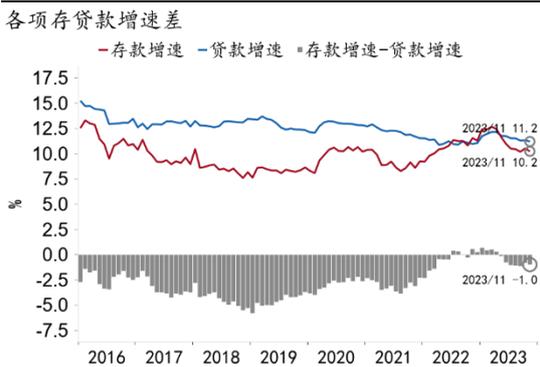
社融方面，下半年政府债扩容增发，拉动社融存量增速稳步回升。7-11 月，新增社融 12.1 万亿，同比增加 2.4 万亿。受特殊再融资债发行和国债增发支撑，政府债同比增加约 3.1 万亿；受政策性金融工具今年未续作影响，近期委托贷款同比大

幅少增，拖累非标融资同比减少 1,427 亿；化债政策有力提振了市场对城投债的信心，但特殊再融资债发行对企业债需求形成一定替代，企业债同比仅小幅增加 1,402 亿。

货币供给方面，政府债融资提速加快财政资金回笼，叠加居民存款回流理财、企业贷款派生存款放缓，11 月 M2 增速较 6 月下降 1.3pct 至 10.0%。7-11 月，居民和企业存款同比减少 1.8 万亿和 7,641 亿，财政存款同比增加 1.2 万亿。M1 连续下滑 7 个月至 1.3%，显示企业生产活跃度不高，经济仍磨底。

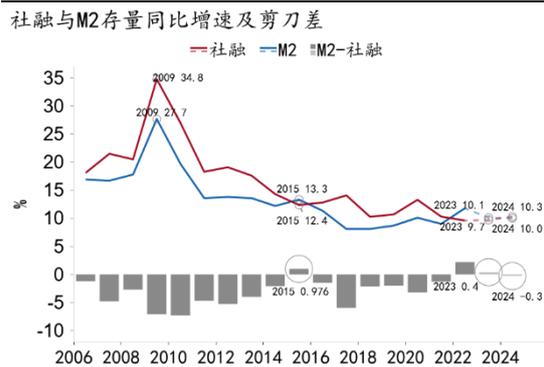
总体上看，由于需求不足、信心低迷，下半年广义流动性仍呈现“双重盈余”，即存款增速高于贷款（图 81），M2 增速高于社融。前瞻地看，在宏观政策尤其是财政发力的托举下，2024 年社融增速或抬升至 10.3%，M2 增速或略微降至 10% 左右，广义流动性或逆转为小幅缺口（社融增速略超 M2）（图 82）。

图 81：存款较贷款的增速差有所扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 82：广义流动性盈余预计收窄



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

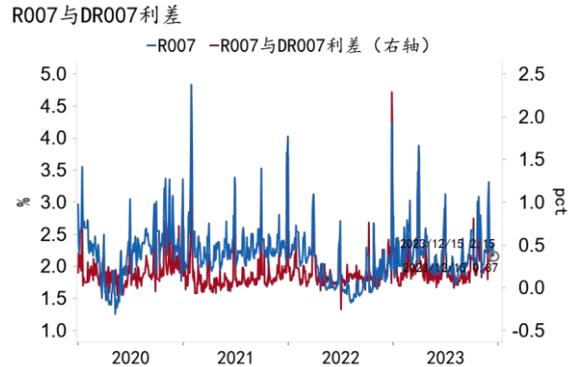
3. 狭义流动性：边际趋松，利率下行

三季度由于政府债大量供给叠加中美利差居于高位，银行间市场流动性较上半年趋紧，资金利率阶段性高于政策利率（图 83）。7-11 月政府债同比增加 3.1 万亿，是影响市场流动性的主因。资金利率方面，7-11 月，DR001 利率中枢为 1.66%，较二季度上升 20bp，DR007 利率中枢为 1.92%，与二季度基本持平，高于政策利率约 12bp。流动性分层加剧，一度出现跨季隔夜资金利率超过 50% 的极端情况。7-11 月 R001 和 R007 的利率中枢分别为 1.81% 和 2.14%，R001 与 DR001 的利差均值为 15bp，R007 与 DR007 的利差均值为 23bp（图 84），均较二季度有所上行。

图 83：货币市场利率略高于政策利率



图 84：R007 与 DR007 的利差较二季度上行



前瞻地看，2024 年政府债发行节奏或前置，但考虑中美利差收窄、人民币贬值压力减弱，货币市场流动性趋紧局面有望得到缓解。随着政策利率下调，资金利率中枢或进一步下行。2024 年央行逆回购利率或伴随 MLF 利率下调 20bp，届时货币市场利率将以新的政策利率为锚。

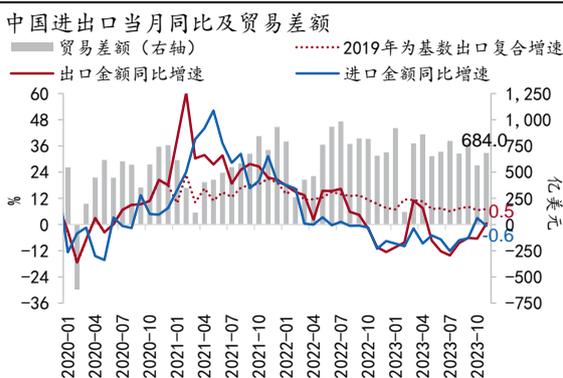
四、中国经济：政策托举，动能回升

（一）进出口：商品顺差持平，服务逆差扩张

1. 出口：温和增长

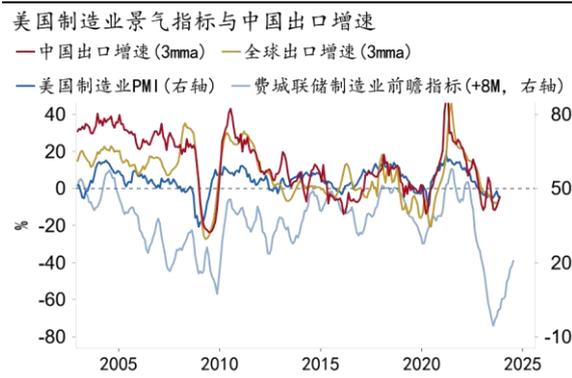
2023 年我国出口金额在波动中向疫前季节性回归，5 月以来在新的中枢企稳，结束了过去三年的一轮超调走势。出口金额同比增速则呈现较大波动，由于 2022 年基数前高后低叠加外需脉冲，单月增速在 3-4 月反弹，随后降至低位，而后逐渐改善，2023 年末向 0% 收敛（图 85）。分量价来看，出口数量同比增速于 8 月转正，1-10 月出口数量累计同比 2.5%，但由于出口价格低迷，以美元计价的出口金额累计同比-5.8%。

图 85：2023 年我国出口动能经历脉冲后企稳



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 86：我国出口增速与海外景气度同步变动



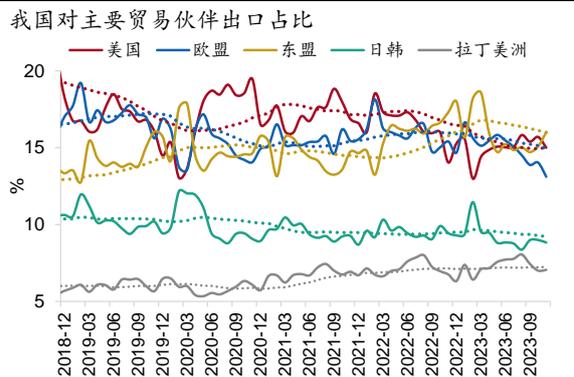
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

展望 2024，预计出口金额同比增速将从 2023 年的-4.4%左右回升至 2%左右。从全球贸易总量看，2024 年海外经济增长或较 2023 年小幅放缓，但海外宏观政策转向以及库存周期回升有望提振周期性行业需求，叠加出口价格企稳，全球货物贸易金额或保持小幅正增长。从份额看，2023 年中国在全球出口所占份额有所回落，但仍较疫前超调，2024 年或延续缓步回落，部分抵消全球贸易总额增长带来的收入效应。从节奏看，由于 2024 年外需动能或缓步下行，而 2023 年出口动能亦略有下行，基数扰动下 2024 年月度出口增速或围绕中枢水平波动。下行风险在于海外经济下行斜率超预期，以及我国出口份额回落超预期。

当前全球贸易组织形式和供应链格局的深度转变，对我国未来一段时期内出口既有压力，也有支撑。以当前形势外推，短期内我国出口面临的下行压力或较温和。一方面，我国出口总量仍然与全球贸易走势、尤其是以美国为代表的发达国家景气度强相关（图 86）；另一方面，我国对美国、欧盟出口在总出口中份额均有所下降，但对东盟、拉美、俄罗斯和其他“一带一路”新兴市场国家出口比重上升（图 87）。“去风险”背景下，中资企业“走出去”、外资企业在近岸和友岸备份建厂，以及部分低端产业移出，对我国出口形成分流。但由于新兴市场产业链尚不完备，依赖于中

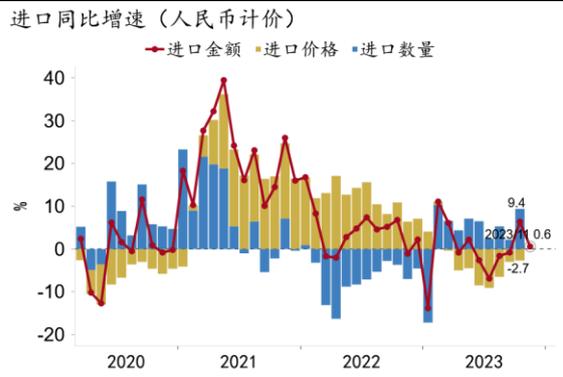
国供应链产出的制造业原材料、零配件和设备，短期内对出口形成支撑。此外，我国新能源汽车和低碳产业仍将成为出口中的结构性亮点。

图 87：我国对新兴经济体出口份额有所上升



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 88：我国进口数量保持正增长



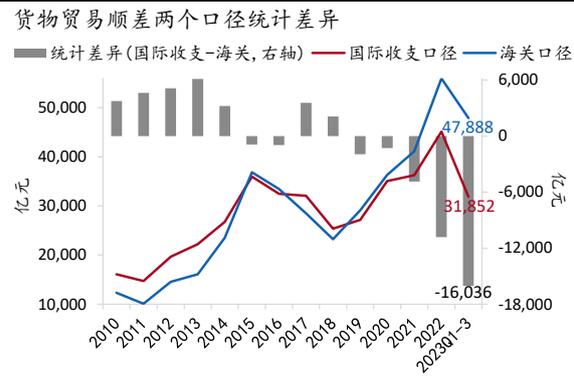
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2. 进口：持续改善

受内外需疲弱共同影响，2023 年我国进口修复缓慢。1-10 月美元计价进口金额同比-6.6%，其中进口数量同比增速于 2 月转正，1-10 月累计同比 2.5%，而价格持续低迷（图 88）。

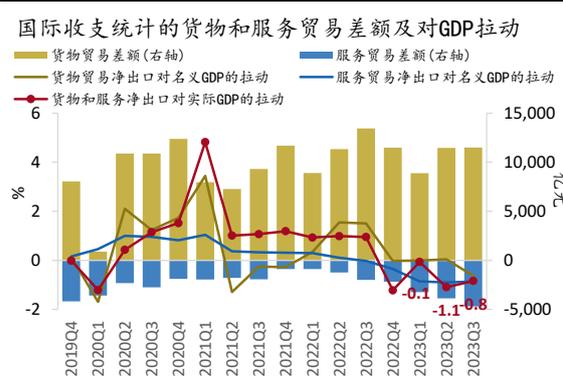
展望 2024，预计进口金额同比增速由 2023 年的-5.2%左右改善至 3%左右。出口产业链相关商品进口有望随出口温和增长，内需相关进口也有望随国内经济动能增强而加速修复。此外，低迷的进口价格也有望改善。从节奏看，进口动能或随经济走势表现为前高后低，进口增速则由于基数波动向下，或围绕中枢波动。

图 89：月度进出口数据与 GDP 核算数据背离



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 90：“净出口”对 GDP 增长或延续拖累



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

3. 贸易差额：或仍拖累

若 2024 年货物贸易进、出口增速同步转正，且进口略好于出口，货物贸易顺差将接近持平或略低于 2023 年。考虑到上述货物进出口数据（海关公布）与 GDP 核算中采用的国际收支平衡表下的货物贸易数据之间的差值在近三年有所扩张（图 89），2024 年该差值若未明显收缩，GDP 核算中的货物贸易差额或也将基本持平 2023 年。

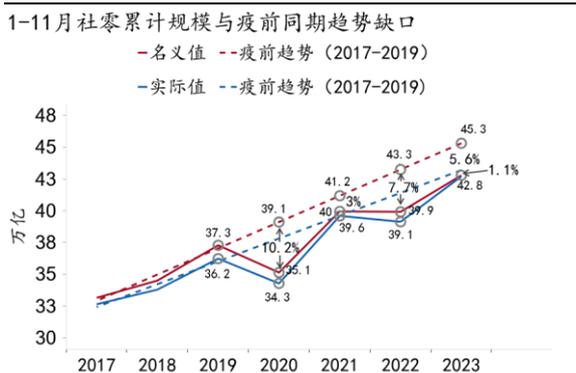
服务贸易方面，2023 年随着跨境旅行恢复，服务进口明显反弹，1-10 月人民币计价的服务逆差金额同比扩张 151%至 13,122 亿元，但较疫前三年同期均值仍存在约 15%的缺口。随着中美两国之间进一步大幅增加航班，扩大教育文体和工商界交流，2024 年我国服务贸易预计将继续修复，服务贸易逆差或进一步向疫前水平回归扩张。

展望 2024，从 GDP 核算角度，货物和服务贸易顺差或同比收缩，“净出口”对 GDP 或仍呈小幅负向拖累（图 90）。

（二）消费：趋势回归

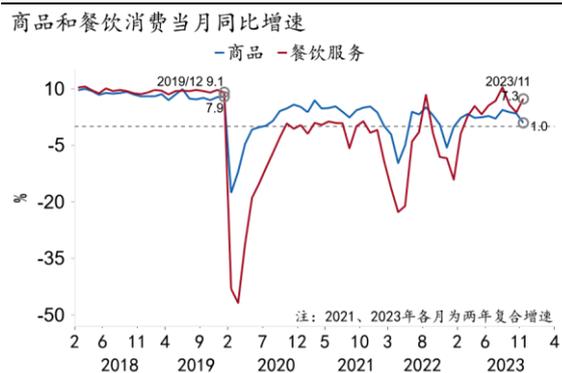
2023 年社会消费品零售总额名义值的修复总体不及预期。1-11 月社零名义值累计 42.8 万亿，两年复合增速 3.5%，距疫前趋势仍有 5.6%的缺口（图 91）。社零修复主要呈现两个特征。一是商品消费修复动能不及餐饮服务消费，后者年初以来保持强劲（图 92）。二是商品消费中，即期消费修复好于远期消费，家电、家居、装潢材料等地产后周期消费深陷收缩，拖累社零修复（图 93）。

图 91：社零名义值距疫前趋势仍有 5.6%缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 92：餐饮服务消费动能强劲

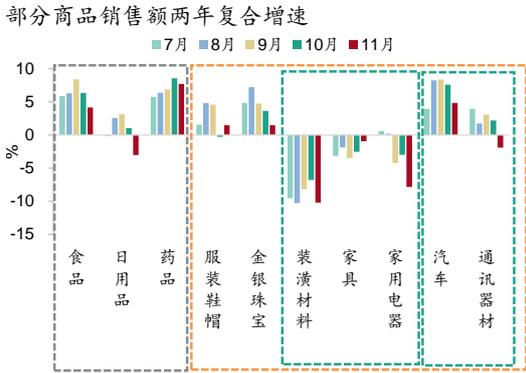


资料来源：Wind，招商银行研究院

从实际值看²⁸，社零修复显著好于名义值。1-11 月社零实际值累计 42.7 万亿，两年复合增速 3.9%，距疫前趋势缺口仅为 1.1%。从国际经验上看，实际消费的趋势回归属性更强。美国实际消费略超疫前趋势修复，而名义消费早已远超疫前趋势。我国社零名义值修复偏弱，源于 2023 年以来通胀持续低迷，反映出总需求仍然不足。

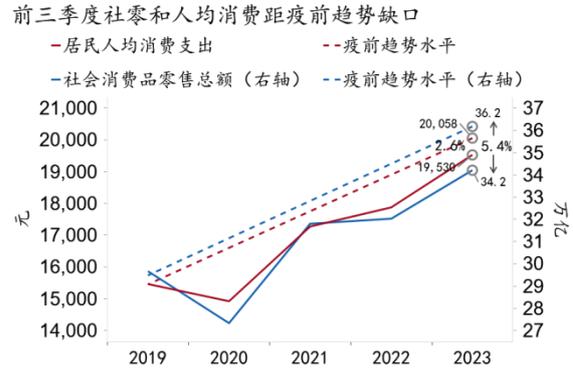
²⁸ 社零实际值=社零名义值/通胀。

图 93：地产周期类远期消费拖累社零修复



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 94：人均消费修复程度好于社零



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

因将更多服务消费纳入统计，前三季度居民人均消费支出（含服务消费）修复强于社零（仅含服务消费中的餐饮消费）。消费场景全面恢复后服务消费得到补偿性释放，支撑前三季度居民人均消费累计 19,539 元，两年复合增速 5.1%，距疫前趋势缺口为 2.6%（图 94）。服务消费高增推升前三季度消费对 GDP 增长的贡献率累计达 83.2%，其中三季度为 94.8%，均远高于疫前同期水平（图 95）。

图 95：三季度消费对经济增长的贡献“超调”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

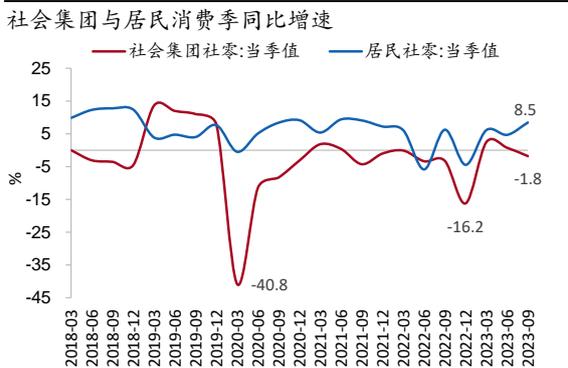
图 96：三季度收入与消费增速差扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

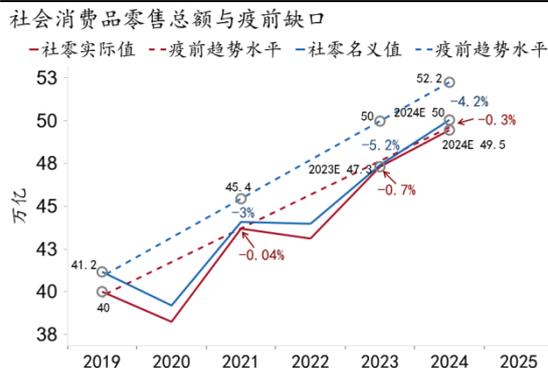
居民人均消费支出高增的可持续性存疑，原因在于居民可支配收入修复仍然偏弱。前三季度居民人均可支配收入累计实际同比增速仅为 4.5%，较疫前三年中枢仍有 2.2pct 的差距，人均消费支出同比增长 5.1%，较疫前三年中枢仅有 0.7pct 的差距。收入与消费的增速差扩大至-0.5pct，达到近年来最大差值（图 96）。同时，企业部门盈利不佳、政府部门债务问题加剧均拖累三季度社会集团社零陷入收缩（图 97）。

图 97：收入同样压制社会集团消费修复



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 98：预计实际社零较疫前趋势仍有缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

展望 2024，基准情形下，收入修复偏弱或仍压制社零实际值修复斜率，预计社零名义值 50 万亿，同比增速回落至 5.6%，对应社零实际值较疫前趋势缺口收窄至 0.3%，最终消费或拉动 GDP 同比增速 3.3pct，对 GDP 贡献率达 65%。2023 年社零名义值预计为 47.4 万亿，同比增速 7.8%，社零实际值较疫前趋势仍有 0.7% 的缺口（图 98）。从结构上看，服务消费修复或仍好于商品消费，其中大宗耐用品消费修复持续受居民收入修复偏弱制约，社零与最终消费之间的分化或继续扩大。

（三）投资：维持韧性

2023 年 1-11 月城镇固定资产投资 46.1 万亿，两年复合增速-3.4%。其中，房地产投资是主要拖累项，基建投资与制造业投资维持韧性。值得注意的是，民间投资降幅持续走阔，与国有控股单位投资之间增速差扩大，仍受房地产投资拖累，扣除房地产投资的民间投资同比增速 9.1%。预计 2024 年房地产投资的拖累或边际减弱，基建投资在政策托举下仍能维持高速增长，制造业投资增速较 2023 年有所提升。

1. 房地产：政策支持，降幅收窄

当前房地产市场正处于 1998 年房改以来最长的销售收缩期（图 99）。2023 年 1-11 月商品房销售金额累计 10.5 万亿、销售面积累计 10.1 亿平方米，两年复合增速分别为-19.3%和-20.3%，距历史峰值（2021 年同期）分别下降 34.9%和 36.4%。各区域销售显著分化（图 100），一线城市保有一定韧性，二三线城市 11 月商品房成交面积较 2019 年分别大幅收缩四成和六成。

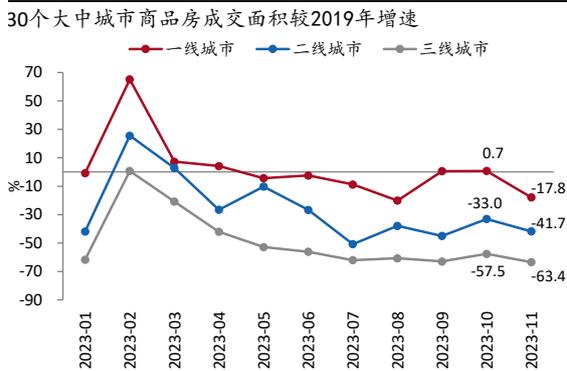
居民部门需求不足叠加信用承压，拖累房企投资意愿与能力修复，房地产投资需求持续偏弱。2023 年 1-11 月房地产投资完成额 10.4 万亿，两年复合增速为-13%，距历史峰值（2021 年同期）下降 24.2%。由于销售端收缩向投资端的传导存在时滞，叠加“保交楼”等政策托举，房地产投资增速与收缩幅度均低于销售。

图 99：房地产市场面临最长销售收缩期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

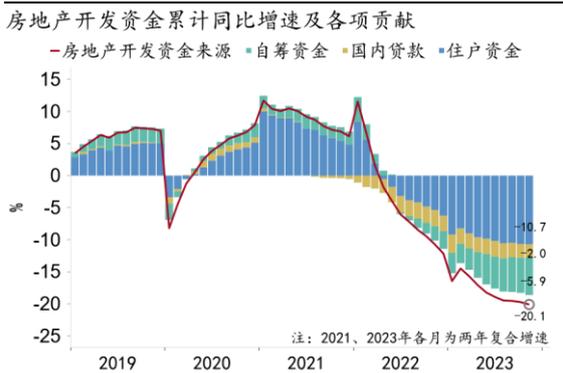
图 100：商品房销售区域分化加剧



资料来源：Wind，招商银行研究院

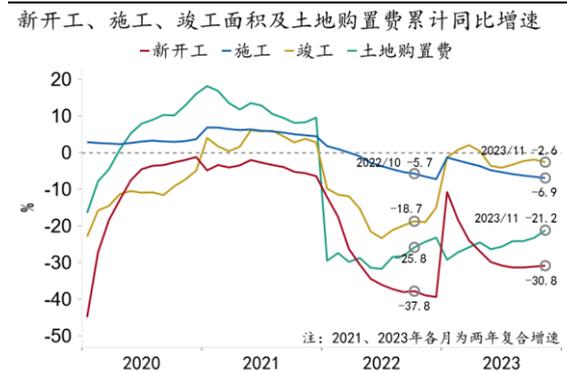
从资金来源看，销售端仍是最大拖累，房企融资降幅走阔。2023年1-11月房地产开发资金两年复合增速为-20.1%，其中个人按揭贷款、定金及预收款代表的住户资金贡献累计降幅的一半以上（图 101）。国内贷款与自筹资金代表的房企融资自2022年底以来受多项政策托举，但跌幅仍在扩大。房企融资“三支箭”（包括2,500亿‘第二支箭’支持房地产民营企业发债融资）、“三个不低于”、50家房企“白名单”及近期拟推出的无抵押流动资金贷款等政策效果仍待显现，而房地产市场实质性脱困根本上有赖于销售端企稳回暖。

图 101：销售疲弱拖累房企资金来源



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 102：投资端增量与存量修复分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从投资结构看，房地产投资的增量与存量行为分化，后端存量投资受政策托举率先修复，前端增量投资仍显著收缩。2023年或为“竣工大年”，1-11月竣工面积两年复合增速回升至-2.6%，大幅高于2022年同期。2022年11月以来保交楼各项支持政策频出，房地产“金融16条”延期、3,500亿政策性银行专项借款、2,000亿六大商业银行无息贷款支持计划等均有力支撑存量投资修复²⁹。增量投资仍深陷收缩。土地购置方面，房企拿地意愿与能力偏弱，叠加前期库存堆积，虽有土地出让政策边际放松、多城取消地价上限等政策托举，1-11月土地购置费两年复合增速为-21.2%，

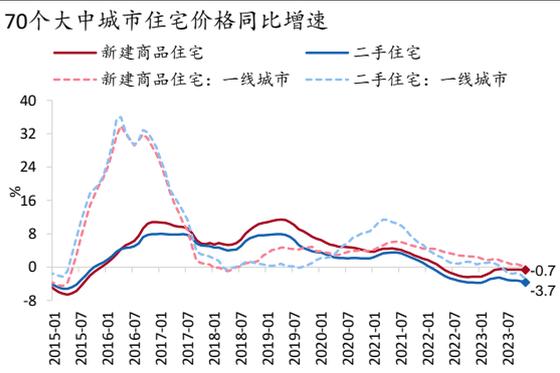
²⁹ 中国人民银行，《中国区域金融运行报告（2023）》

未见明显改观。建安投资方面，新开工、施工面积跌幅持续走阔后略有收窄，1-11月两年复合增速分别为-30.8%、-6.9%（图 102）。

总体上看，当前房地产市场正处于向新发展模式转换的拐点时期，需求端长短期因素交织、供给端商品房与保障房并举、政策端发展与安全并重。需求端长期面临人口总量减少、城镇化进程放缓、住房回归商品属性等趋势性变化，新增需求中枢下移。短期内居民收入与预期仍待修复，尤其是房价下行预期或压制住房需求释放。供给端，保障性住房或优先在人口净流入城市加快建设，以满足新增居住需求，商品房市场或发生结构性变化。因近年增量投资加速收缩，新房库存压力或边际缓解，二手房库存压力加大，或部分挤出新房销售。政策端，防范化解房地产市场风险与促进房地产行业平稳健康发展并重，销售端和融资端政策或由限制性全面转向支持性。

展望 2024，基准情形下，销售端或仍面临量价双双走弱的压力，预计商品房销售面积增速-6.9%，较 2023 年上升 2.2pct。政策端料将持续支持销售端修复，各类购房限制或将取消、居民购房成本下降，如 2023 年 12 月 14 日北京、上海同时出台首付比例和房贷利率调降，以及普通住宅认定标准变动等新政，但居民收入修复偏弱制约销售端修复斜率，同时二手房挂牌量增加对房价预期和改善性需求释放构成压力（图 103）。

图 103：房地产销售价格仍面临下行压力



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 104：2024 年房地产销售投资降幅或收窄



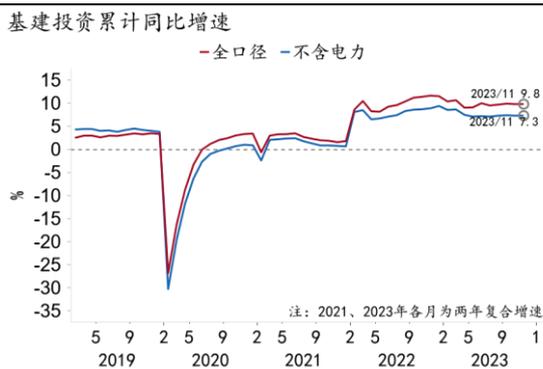
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

投资端增速或难转正，预计房地产投资增速或向上收敛至-7.3%，较 2023 年上行 2.3pct（图 104）。考虑“三大工程”或有万亿中长期低成本资金支持，叠加保障性住房亦有中央补助资金、地方专项债以及全国公积金开发贷三项资金来源，房地产投资对经济增长的拖累或边际减弱。投资结构上，增量降幅收窄、存量修复放缓。增量方面，房企拿地与新开工同时受到库存高企和销售低迷制约，或仍处收缩。存量方面，虽有“保交楼”等政策持续托举，但 2021 年下半年新开工面积持续下探对施工面积和竣工面积的压力将在 2024 年逐步显现。政策端以“三大工程”拉动投资增量，对冲存量下行压力，但值得注意的是，“三大工程”以“盘活改造各类闲置房产”为主，实质仍是化解存量的去库行为，对房地产投资增量的拉动效果可能有限。

2. 基建：增速上行，支撑增长

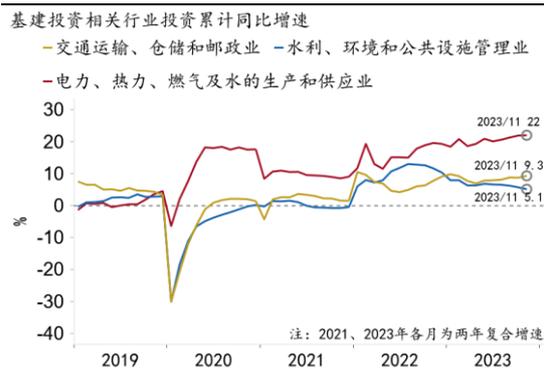
2023 年基建投资在高基数的基础上继续实现高增，有力地支撑了经济增长。1-11 月全口径与狭义口径（不含电力）基建投资累计同比增速分别为 8.0%和 5.8%，两年复合增速分别为 9.8%和 7.3%（图 105）。从节奏上看，政策支撑力度主导基建投资动能。一季度靠前发力；二季度因地方财政收支及债务压力加大，动能减弱；三季度企稳修复；四季度随着地方化债持续推进，发力受限，在增发 1 万亿国债、PPP 项目机制重启改革等政策托举下，动能趋稳。从结构上看，三大行业投资动能分化。其中电热燃水业高速增长，交运仓邮业维持较强韧性，而水环公共业增速持续下降（图 106）。

图 105：基建投资保持高速增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 106：三大行业投资表现分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

展望 2024，随着经济工作重心倾向“稳增长”，基建投资有望保持 10%左右的强劲增长，增速较 2023 年提升 1.8pct。

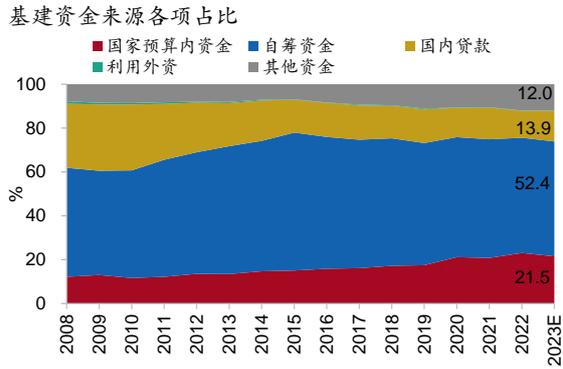
在资金端，银行信贷支持、中央预算内投资规模增加、政策性银行加强发力、PPP 项目中社会资本参与度或有提升，均形成有力支撑，但地方政府推进基建投资的能力或受到一定限制，经济大省或承担更多投资建设责任（图 107）。

在项目端，仍将以水利、交通、能源等传统基建为主体（图 108），但更加注重“补短板”及“惠民生”。灾后重建及防灾减灾建设、特大超大城市“平急两用”基础设施建设将成为重点投资方向。新基建投资有望延续快速增长，占比提升³⁰。

节奏上，2023 年 11 月提前下达 2024 年度部分新增专项债额度，叠加万亿新增国债形成实物工作量，预计基建投资有望在 2024 年上半年前置发力，下半年或视经济修复情况相机抉择，进一步加力。

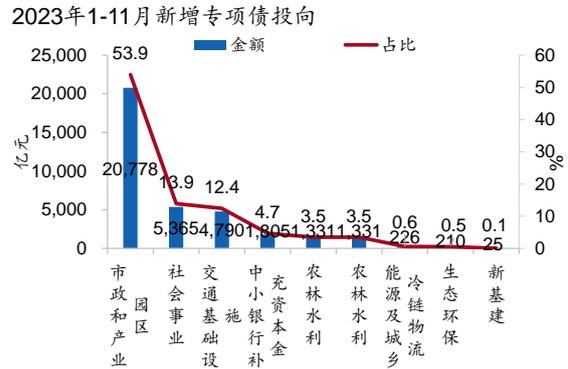
³⁰ 据国家统计局，2023 年上半年，新型基础设施建设投资同比增长 16.2%，占全部基础设施投资的比重较去年同期提高 0.4pct。其中，5G、数据中心等信息类新型基础设施投资增长 13.1%，工业互联网、智慧交通等融合类新型基础设施投资增长 34.1%。

图 107: 国内贷款支持力度或进一步提高



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 108: 专项债投向市政和园区的比例最高

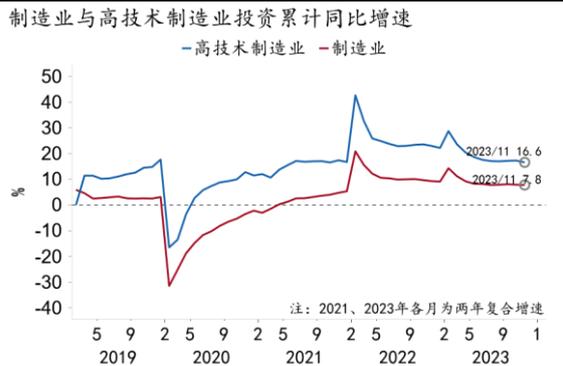


资料来源: Wind, 招商银行研究院

3. 制造业: 补库拉动, 增速提升

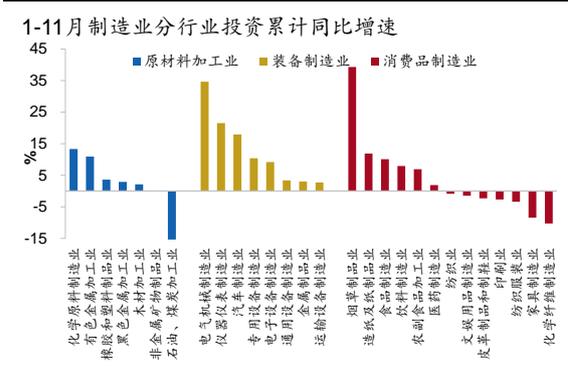
2023 年制造业投资在政策托举下稳健增长, 结构性特征凸显。1-11 月, 制造业投资累计同比增速 6.3%, 两年复合增速 7.8% (图 109)。从节奏上看, 制造业投资增长动能曲折修复, 上半年由强转弱, 三季度以来有所提升, 主要受需求和利润修复的影响, 四季度保持稳健。从结构上看, 在产业升级、设备更新、绿色转型的带动下, 高技术制造业和中游装备制造业投资高速增长。上游原材料加工业表现分化, 部分行业陷入收缩。下游消费品制造业则普遍出现了需求不足的问题, 整体投资动能不强, 出口和房地产产业链相关行业尤其明显 (图 110)。

图 109: 2023 年制造业投资稳健增长



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 110: 上中下游行业投资表现分化

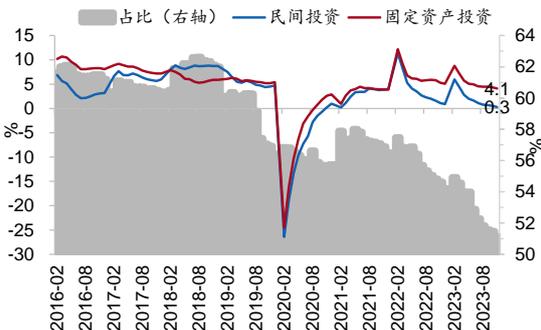


资料来源: Wind, 招商银行研究院

2023 年民间投资持续放缓, 结构显著分化。1-11 月民间投资累计同比增速-0.5%, 两年复合增速 0.3%, 二者年初以来不断下降, 且显著低于整体固定资产投资增速 (2.9%, 4.1%)。同时, 民间投资占整体固定资产投资的比重为近十年最低水平, 降至 51.1%, 较 2022 年底下降了 3.1pct (图 111)。从结构上看, 以房地产行业为代表的服务业投资表现低迷, 形成最大拖累, 而制造业投资维持高增, 且投资动力逐渐转向中高端行业 (图 112)。

图 111: 民间投资增速与占比持续下降

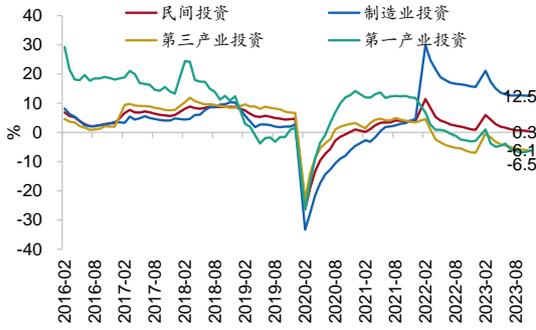
民间固定资产投资累计同比增速与累计占比



注：2021、2023 年各月为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 112: 制造业高增，拖累主要来自房地产

民间投资分行业累计同比增速



注：2021、2023 年各月为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

展望 2024，制造业投资有望在政策支持、企业补库存、盈利修复的带动下加速增长，全年增速或达 7.5%，较 2023 年上升 1.2pct。政策托举下，制造业产业升级、补链强链将继续进行，节能减碳改造、新能源等绿色投资有望形成有力支撑。我国或正处于第七轮库存周期的尾部，2024 年或进入主动补库存阶段，叠加企业盈利有望持续修复，将推升企业资本开支意愿。民间投资活力有望增强，其中制造业投资在金融信贷、税费优惠支持以及营商环境优化调整等支撑下有望保持较快增长，民间基建投资受 PPP 新机制推动，活跃度有望提高，民间房地产投资降幅有望收窄。

（四）供给侧：生产加速修复，利润稳步回升

2023 年工业生产曲折修复，结构上冷热不均。1-11 月规上工业增加值累计同比增长 4.3%，较 2022 年同期上升 0.5pct，两年复合增速 4.0%（图 113）。工业生产动能有所波动，一季度增长较快，二季度明显放缓，三季度有所回升，四季度放缓企稳，受需求不足的制约，积极因素在于政策托举、预期改善，以及利润的持续修复。分三大门类看，受高技术制造业及装备制造业的支撑，中游制造业生产较 2022 年提速，而上游采矿业和下游电热燃水业生产有所放缓（图 114）。

图 113: 工业生产曲折修复

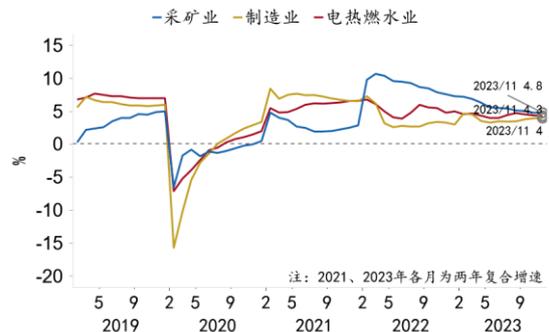
工业增加值增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 114: 中游制造业生产提速

三大门类工业增加值累计同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

服务业生产随需求同步改善，但动能仍不及疫前。1-11 月服务业生产指数累计同比增长 8.0%，较 2022 年同期-0.1%大幅反弹 8.1pct；两年复合增速 3.9%，仍低于

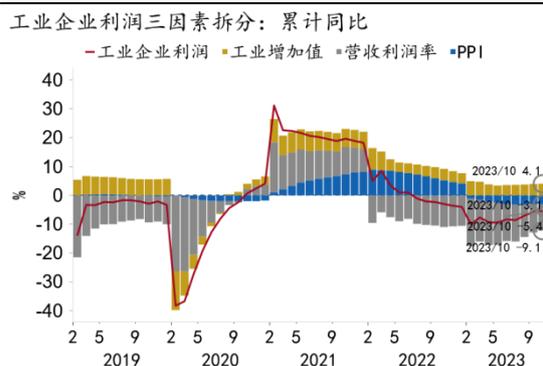
疫前三年平均增速 3.7pct（图 115）。一季度服务业生产受疫后消费需求的补偿释放支撑，快速增长；二季度由于收入放缓及弱预期的制约，增速有所放缓；三季度假期提振下有所加快；四季度受需求不足拖累动能小幅放缓。分行业看，接触聚集型服务业和现代服务业为主要拉动，住宿餐饮、交通运输、仓储和邮政业生产增速较高；信息技术服务业维持高速增长，金融业生产较为平稳。

图 115：服务业生产明显改善，动能趋稳



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 116：工业生产是主要支撑



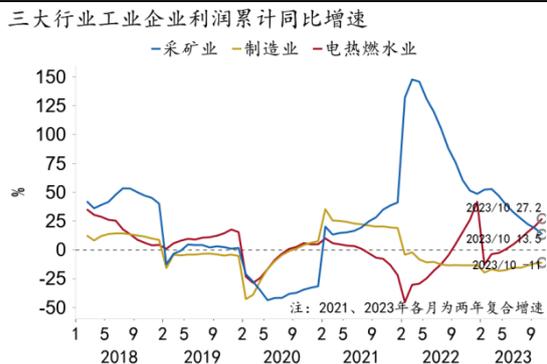
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

工业企业利润明显下降，但降幅逐月收窄，行业表现分化。1-10 月规上工业企业利润累计同比增速-7.8%，两年复合增速-5.4%，均大幅弱于疫前三年同期的平均增速 9.3%。从量、价、利润率三因素分析，利润率下降是利润收缩的主要原因，价格下跌也形成一定拖累，而工业生产则是主要支撑（图 116）。从节奏来看，上半年生产平稳增长，但利润率下降和价格下跌的拖累加剧，三季度随 PPI 阶段性探底回升，价格拖累边际缓解，利润修复提速。四季度企业营收、利润有望持续改善，但年内价格进一步修复或受到制约，对利润的拖累或持续更久。

工业企业利润修复呈现出显著的结构特征。从行业上看，三大行业利润增速表现分化。1-10 月电热燃水生产供应业利润累计增长 40.0%，而采矿业和制造业利润分别下降 19.7%和 8.5%。行业分化还存在价格造成的基数效应，从两年复合增速来看，采矿业利润保持高速增长，制造业利润持续大幅收缩，电热燃水生产供应业利润由降转增，增速陡峭上行（图 117）。分所有制看，私营企业和外商及港澳台商企业利润由较大降幅逐渐收窄，国有企业利润降幅则有所走阔（图 118）。

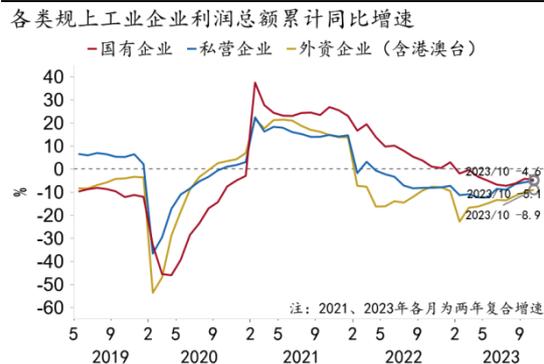
展望 2024，工业和服务业生产有望加速修复。支撑因素在于政策托举下内外需求回暖以及企业补库存，但需求及收入预期的改善速度将决定生产端的修复斜率。**工业企业利润有望稳步回升。**一方面，企业成本压力有望边际缓解，利润率或继续反弹；PPI 通胀有望转正，量价对利润的支撑或有所加强。另一方面，经济动能回升带动需求回暖，供需或更加均衡。

图 117: 三大行业利润增速表现分化



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 118: 私企和外企利润降幅明显收敛



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

(五) 通胀: 温和修复

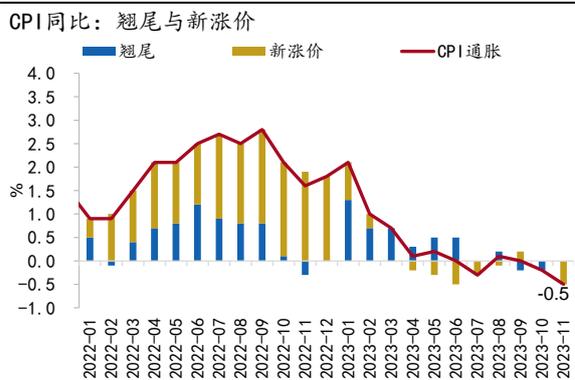
1. CPI: 走出低谷

2023 年 CPI 通胀高开低走, 整体低迷。1-4 月, CPI 通胀从 2.1% 快速滑落至 0.1%, 随后在 0.2% 下方震荡至今, 其间两度转负, 并于 11 月创下年内新低 -0.5% (图 119)。从整体看, 1-11 月 CPI 通胀中枢仅为 0.3%, 远低于疫前三年中枢 (2.2%)。

下行的猪周期是 CPI 通胀低迷的主要拖累。1-11 月, 猪肉 CPI 通胀从 11.8% 快速下行至 -31.8%, 中枢仅为 -9.9%, 拖累年内 CPI 通胀约 0.1pct (图 120)。尽管猪肉价格本身对 CPI 通胀的拖累并不算大, 但其走势对食品价格的整体走势存在显著的外溢影响。1-11 月, 食品 CPI 通胀从 4.7% 震荡下行至 -2.2%, 年内中枢亦跌至 0.6%。

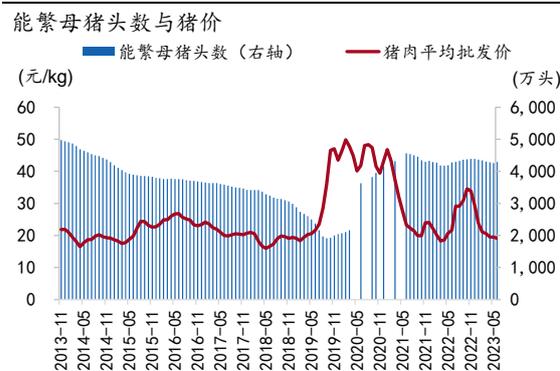
产能过剩是猪价持续下跌的根本原因。2022 年 12 月至 2023 年 10 月, 能繁母猪头数从 4,390 万下跌至 4,210 万, 产能持续去化, 但仍高于农业农村部划定的正常保有量 4,100 万, 也高于上一轮猪周期见底时的 4,177 万 (2022 年 4 月)。根据当前去化速度推算, 实现周期反转还需要半年左右的时间。

图 119: 2023 年 CPI 通胀两度转负



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 120: 猪周期处于下行期



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

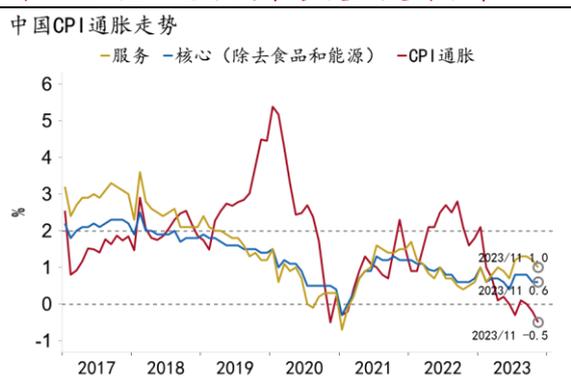
从核心通胀看, 本轮低通胀存在一定的广度, 不但整体弱于疫前水平, 而且受到疫后消费脉冲提振的服务通胀也未见显著修复。1-11 月, 核心 CPI 通胀中枢仅为 0.7%, 较疫前三年中枢下行 1.2pct; 服务 CPI 通胀中枢仅为 1.0%, 较疫前三年中枢

下行 1.4pct。（图 121）。与此同时，部分耐用品通胀持续为负，回归了疫前的状态。截至 11 月，家用器具（家具）、通讯工具（手机）和交通工具（汽车）通胀连续 10 个月、11 个月和 17 个月为负（图 122）。

由此可见，与疫前水平相比，中枢实质性下移的是本应受到疫后消费脉冲提振的服务通胀。在需求显著修复的情况下，服务业通胀仍然低迷，反映疫后消费行为出现降级倾向。

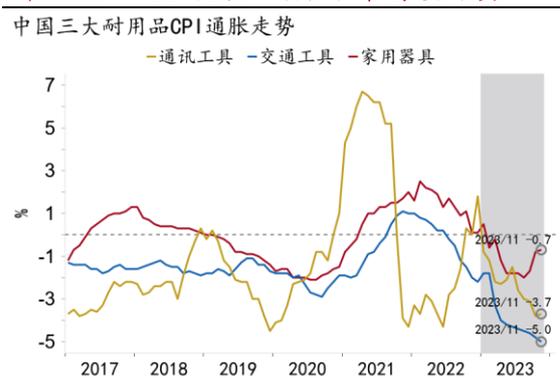
展望 2024，基准情形下，随着猪周期见底回升，叠加更多需求侧政策落地，CPI 通胀有望温和修复，中枢或位于 1.2% 附近。

图 121：核心通胀尚未修复至疫前水平



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 122：三大耐用品通胀水平持续为负



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2. PPI：转跌为涨

2023 年，内受地产投资低迷拖累，外受全球加息周期压制，年内主要大宗商品价格普跌，PPI 通胀持续为负，拖累工业企业利润（图 123）。1-11 月 PPI 通胀中枢低至 -3.0%，截至 11 月同比负增长已经持续了 14 个月，形态则在基数效应主导下呈“V 型”走势。从国内看，地产投资持续低迷对钢铁价格构成了显著压制，而 2022 年钢铁价格则受基建支撑。从海外看，全球加息周期对原油价格构成了显著压制，但 2022 年原油价格受到了来自俄乌冲突的支撑。

相关大宗商品的价格基数同样主导了上中下游剪刀差走势。上游 PPI 通胀在基数变动影响下表现为大起大落，下游 PPI 通胀走势则相对平稳，未见快速修复（图 124）。叠加生活资料 PPI 通胀已转负，说明需求侧尚未显著修复。

展望 2024，随着支持性政策落地生效，叠加基数进一步走低，PPI 通胀有望继续修复，基准情形下于 2024 年中转正，全年中枢 0.2%。

图 123: PPI 通胀持续为负拖累工业企业利润



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 124: 上中下游剪刀差从走阔到收窄



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

五、资本市场：因素积极，回报改善

2023 年对资本市场而言是一个煎熬的年份，没有太多意外之喜，更多是不如预期的焦虑，原本市场预期的中国经济复苏与美国陷入衰退，双双落空。以股债配置组合的回报来衡量，仅配置境内资产的进取型组合大概率录得负收益，如果覆盖了境外资产，回报会得到明显改善。

站在年末展望 2024 年，当下市场的情绪依然是低迷的，机构与个人投资者对未来似乎不抱太高期望。但我们需要注意到的是，资本市场运转的齿轮已经悄然出现一些积极变量，形势或许已在润物细无声中开始好转。

首先是美联储结束加息周期。必须承认，美联储连续大幅加息造就了美债熊市，美债作为全球资产定价之锚，深刻影响了全球各类资产，包括 A 股的资本流动。但 2024 年，在美国经济动能趋弱的背景下，资本市场会在美联储降息与维持高利率之间纠结押注，美元利率不再上行，将终结美债熊市，并减轻对境内外权益市场的估值压力。

其次是中国的外部环境可能会出现边际修复，至少不会进一步变紧。近期中美双方保持积极沟通，特别是中美元首实现会晤，虽然分歧与矛盾仍在，但对话是积极的。在百年未有之大变局下，我们并不期待外部环境有明显变化，但这种边际上的修复，或者修复的预期，会传导至资本市场，进而鼓励风险偏好的提升，对权益这种风险资产会带来一定利好。

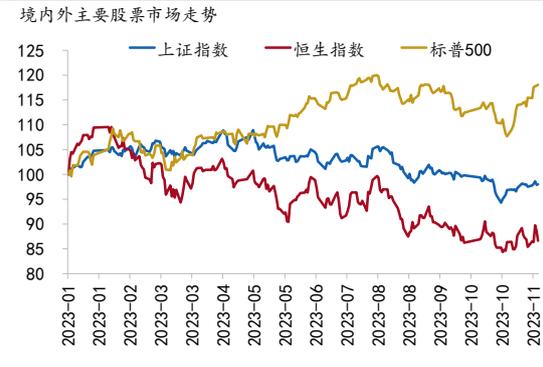
再次是中国稳增长政策的归位以及国内经济的边际修复。2023 年下半年以来，稳增长政策逐渐加力，尤其是一万亿“特别国债”的发行，标志政策加快了步伐。国内经济修复的大方向确定，虽过程不会一帆风顺，地产与消费的挑战仍未结束，修复更多是边际上的而非实质性的。但稳增长政策的归位，可以在一定程度上改善市场对于“政策在哪里”的焦虑。

基于上述积极因素，预期 2024 年中美经济周期差异有所收敛，境内资本市场风险偏好将较 2023 年有所提升。因此，我们预计 2024 年稳健与进取类组合的收益都将有所提升，各资产中，美元债回报将显著好于中债，中债回报或与 2023 年相当，而 A 股 2024 年回报将好于 2023 年。

（一）2023 年市场回顾：境外股市上涨，境内股弱债强

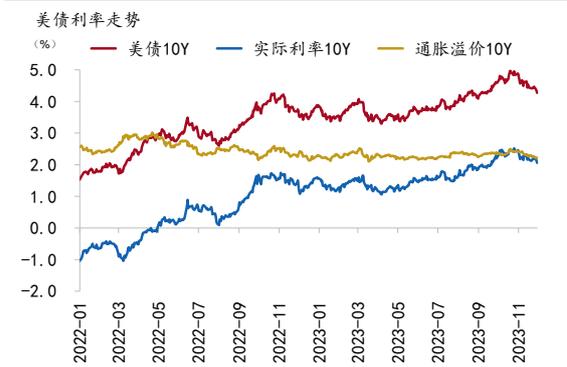
回顾 2023 年，境内外市场表现并不一致，境外主要发达国家股市全面上涨，而美债利率则继续上行；境内股票表现相对较弱，债券则表现相对较强。分资产来看，股票方面，美股涨幅较大，而 A 股震荡偏弱，港股则跌幅较大（图 125）；债券方面，美债利率继续上行（图 126），而中债利率继续下行；汇率方面，美元走平，非美货币涨跌不一；其他方面，贵金属涨幅较大（表 1）。

图 125: 境内外主要股票市场分化



资料来源: Wind, 招商银行研究院, 注: 以 2023 年初为 100 点

图 126: 美债利率继续上行



资料来源: Wind, 招商银行研究院

表 1: 2023 年大类资产表现回顾

大类资产	名称	2023年上半年 (%)	2023年下半年 (%)	2023年 (%)
权益	MSCI 发达市场	14.01%	1.67%	15.92%
	MSCI 新兴市场	4.11%	-0.73%	3.35%
	道琼斯工业平均指数	3.80%	2.97%	6.89%
	标准普尔500指数	15.91%	2.25%	18.52%
	纳斯达克综合指数	31.73%	3.41%	36.23%
	上证综合指数	3.65%	-5.63%	-2.19%
	伦敦金融时报100指数	1.07%	-1.43%	-0.38%
	巴黎CAC40指数	14.31%	-1.79%	12.26%
	法兰克福DAX指数	15.98%	0.11%	16.11%
	东京日经225指数	27.19%	0.40%	27.69%
	韩国综合指数	14.81%	-1.86%	12.67%
	恒生指数	-4.37%	-10.17%	-14.09%
	台湾加权指数	19.65%	2.69%	22.87%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	7.61%	6.84%	14.97%
俄罗斯 RTS 指数	1.27%	14.76%	16.22%	
大类资产	名称	2023年上半年 (BP)	2023年下半年 (BP)	2023年 (BP)
利率	美国10Y	-7	46	39
	中国10Y	-20	5	-15
	英国10Y	65	-17	47
	法国10Y	-18	5	-12
	德国10Y	-10	5	-5
	日本10Y	-3	27	24
大类资产	名称	2023年上半年 (%)	2023年下半年 (%)	2023年 (%)
贵金属	黄金	5.30%	6.49%	12.14%
	白银	-7.63%	13.11%	4.48%
大类资产	名称	2023年上半年 (%)	2023年下半年 (%)	2023年 (%)
汇率	美元	-0.11%	-0.50%	-0.61%
	人民币	-4.28%	1.93%	-2.43%
	日元	-9.14%	-2.00%	-10.95%
	英镑	4.96%	0.00%	4.97%
	欧元	1.94%	0.53%	2.48%

注: 数据截至 2023 年 11 月 29 日
资料来源: Wind, 招商银行研究院

境外市场方面, 市场呈现“股牛债熊”格局, 黄金走强, 美元走平。2023 年, 市场的交易主线集中于美联储货币政策紧缩不断超预期, 以及美国经济保持韧性。美债利率持续上行反映了美国货币政策的持续紧缩, 而美股上涨反映出美国经济表现强于市场预期, 尤其是人工智能领域的爆发性增长, 推动了科技股的上涨。黄金走强, 再一次显示了其在抵御通胀和避险方面的显著特点。

境内市场方面，市场呈现“股弱债强”的格局，人民币汇率有所下行。2023年，市场的交易主线围绕着国内经济复苏力度不达预期，以及海外风险来展开（如美联储的政策紧缩、地缘政治等）。中国经济复苏力度不足，导致A股市场整体震荡偏弱，并推动中债利率有所下行，同时海外流动性收缩的压力也进一步加剧了A股的偏弱表现。人民币兑美元汇率的走弱，反映出中美两国货币政策和基本面的差异。

（二）主要市场研判：境内风险偏好提升，境外看好美债、黄金

表 2：2024 年主要因子对大类资产的影响

影响因素	国内			影响因素	海外			
	A 股	中债	人民币		美股	美债	美元	黄金
经济增长	→	→	↑	经济增长	↓	↑	↑	↑
通胀	↑	↓	→	通胀	→	↑	→	↑
货币政策	↑	↑	→	货币政策	↑	↑	→	↑
美元			↓	美元				→
利率	→		↑	利率	↑		→	↑
综合影响	↑	→	→	综合影响	↑	↑	↑	↑

注：对于人民币汇率来说，经济增长指中国与美国的经济增长差异；对美元汇率来说，经济增长指美国与欧元区的经济增长差异。

资料来源：招商银行研究院

1. 美元债：境外固收资产浮现做多机会

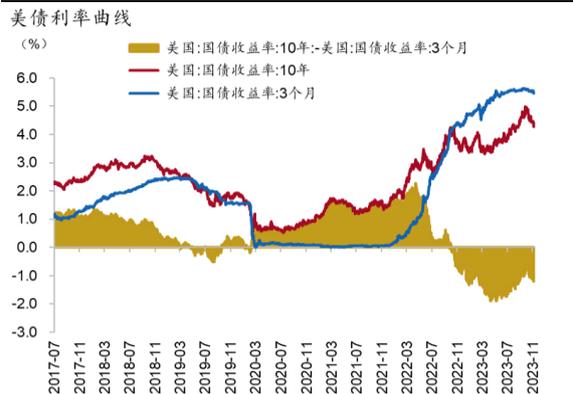
（1）美国国债：利率中枢下移

美债 10Y 利率趋向于下行，中枢至 3.7%左右，波动区间在 3.3-4.8%之间（图 127）。

考虑到货币政策的紧缩效应，以及财政支持力度的边际减弱，美国经济 2024 年将有所回落，美联储加息周期也已见顶，市场关于“更高”的定价基本已经结束（图 128），美债利率中枢预计将会有所下移。

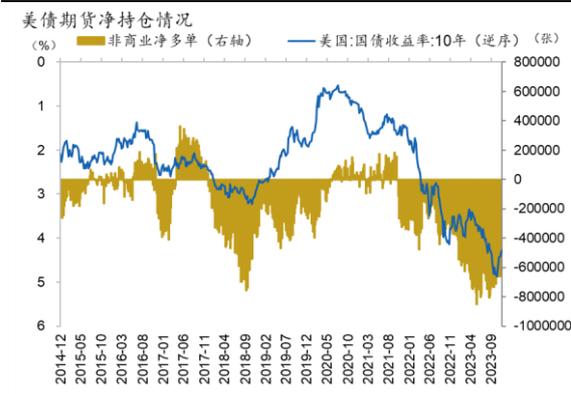
从历年利率下行的幅度来看，平均降幅为 80BP 左右，全年波动幅度大约是在 150BP 上下。若以四季度 4.5%的中枢水平进行推算，利率将有望回落至 3.7%的中枢水平，整体波动区间大概会在 3.3-4.8%之间。也就是说，若只是单纯持有一只 10 年期美国国债，全年的收益水平或有望达到 9-10%，建议高配。

图 127：美债长短端利率有望掉头向下



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 128：美债期货净空头持仓已到历史高位



资料来源：Wind，招商银行研究院

（2）中资美元债：拥抱投资级，回避高收益

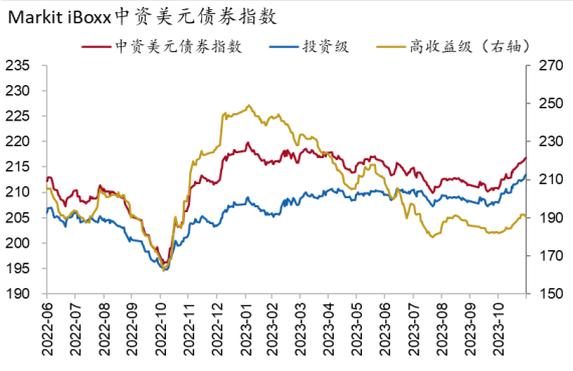
趋势上，受益于美元基准利率的下行，中资美元债也将同样获益，建议增配。

结构上，投资级美元债确定性更强。一方面，投资级美元债的收益率将共同跟随美元基准利率出现回落，这将令投资者获得资本利得收益。另一方面，目前投资级的票息收益普遍在 6% 左右，相对境内存在溢价，具备较好的配置价值。但对于高收益债来说，我们仍需警惕地产行业的下行风险，这也将限制高收益债的整体表现。尽管地产政策持续加码，但市场的修复效果远不及预期，房地产基本面下行压力未减，2024 年的销售、投资增速预计仍为负数。另外，在市场低迷的背景下，房企的信用问题依旧不可忽视。我们认为房地产行业的下行压力仍然存在，未来也将面临较长时间的波动调整，高收益债恐怕也难有亮眼表现（图 129）。

板块上，TMT、金融、城投债具备相对优势，中低等级地产债建议相对谨慎。具体来看，部分头部科技企业的美元债安全性较高，金融债本身也相对稳健，城投风险缓释叠加违约风险较低，建议优先配置。地产债则建议回避（图 130）。

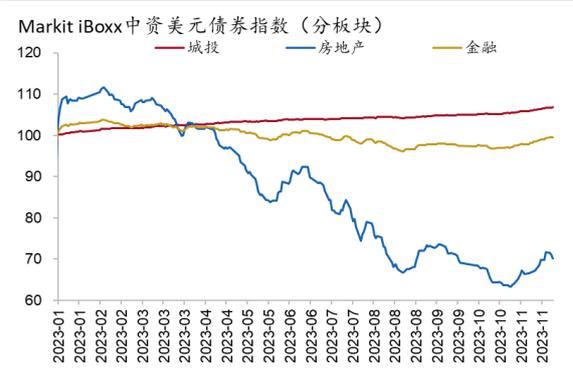
综合来看，我们建议高配中资美元债和相关产品。具体产品结构上，以配置投资级美元债为主，板块上可以优选 TMT、金融、城投，尽量规避地产板块。产品上建议适当配置 QDII 债基或是相应的银行理财产品。

图 129: 投资级 vs 高收益级美元债



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 130: 中资美元债指数 (分板块)



资料来源: Wind, 招商银行研究院

2. 汇率: 美元恐难以转弱, 人民币趋向震荡

美元: 震荡偏强。 尽管 2024 年美联储大概率将迈向降息周期, 但并非每一轮降息美元都会以走弱告终, 想要看到美元的下行实际上需要“美弱欧强”经济差的配合。但是从经济差异的角度来看, 在本轮高利率政策中, 美国经济的底色明显强于欧洲, 美欧之间的剪刀差不断放大, 这也成为了支撑美元的关键因素。尽管美国 2024 年经济增速放缓, 但放缓斜率有限, “美强欧弱”的差异性局面仍存 (图 131), 这将对美元构成支撑。

另外, 从货币政策来看, 虽然市场普遍预期美欧 2024 年均将步入降息周期, 但考虑到欧洲经济的脆弱性, 欧央行降息时点可能会提前于美国, 也就是说市场可能会呈现出“美松欧更松”的货币政策预期差异, 美元指数也难以趋势性走弱。

综合来说, 我们认为 2024 年美元将会走出震荡偏强的格局, 核心波动区间预计在 100-110 之间。

人民币: 趋向震荡。 预计美元兑人民币中枢为 7.0, 波动区间在 6.7-7.4 之间。2024 年, 人民币将面临多空交织的局面, 但利多、利空因素的整体变化幅度均不大, 人民币预计将趋向于宽幅震荡行情。

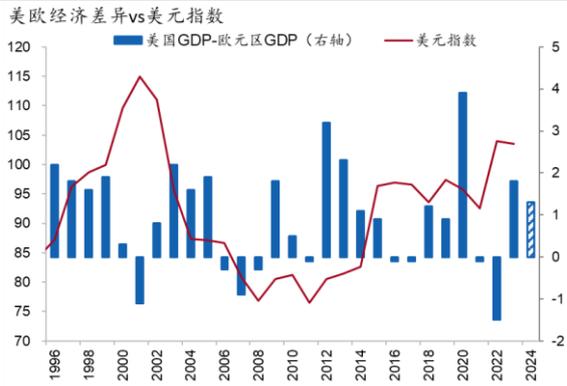
第一, 随着美债利率的回落, 中美利差深度倒挂的局面将出现收敛 (图 132), 对人民币利多。但是考虑到市场仍将在一段时间内受到美国高利率政策的影响, 中美利差虽能有所收敛但恐怕难以回正, 对人民币的利多程度也将受限。

第二, 中国经济在一系列稳增长政策的推动下将会好转, 但整体回升动能、市场预期均不强烈, 对人民币的利多也相对有限。

第三, 出口将会边际回暖, 但考虑到中美利差大概率将继续倒挂, 出口商结汇意愿的回升动力不足, 也无法驱动人民币走出一个流畅升值的行情。

第四, 预计美元指数将维持震荡偏强格局, 对人民币偏向利空。

图 131: 经济增长的优势仍在美国



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

图 132: 中美利差深度倒挂的状态有望改善



资料来源：Wind，招商银行研究院

欧元：先维持偏弱震荡，而后再逐渐走出弱势，欧元兑美元波动区间预计在 1.0-1.14 之间。2023 年欧洲通胀在基数效应下的大幅回落基本符合欧央行的预期，这降低了进一步加息的概率。另外，疫后一度快速复苏的服务业，也在 2023 年第三季度末重新陷入收缩状态，欧元区经济的下行压力加剧。随着高利率政策对经济的负面效果逐渐显现，预计 2024 年上半年，欧元区经济仍将相对萎靡，欧元的表现也可能较为疲弱。而等到年中美联储逐渐具备降息条件，欧元的弱势将有所缓和。

英镑：先震荡偏弱，随后有所好转，英镑兑美元波动区间预计在 1.16-1.30 之间。2023 年以来，英镑的表现在 G7 货币中相对突出，主要是由于英国的经济表现优于预期，通胀读数偏高，以及英央行鹰派加息所致。不过目前来看，形势已经有所逆转，一是通胀出现了持续性回落，二是经济动能正在衰减，英国央行下调了对 2024 年经济的预测至 0%，伯明翰、诺丁汉等城市的破产也凸显了经济的下行压力。综合来说，鉴于英国的经济韧性弱于美国，市场可能会预期英国央行降息早于美联储。因此，在 2024 年美联储具备降息条件之前，英镑的表现将偏弱，其后会有所好转。

日元：将迎来更好表现，美元兑日元波动区间预计在 129-150 之间。2023 年以来，日本央行一方面维持超宽松的货币政策，为工资上涨和可持续通胀创造条件。另一方面也在持续放松收益率曲线管理的上限，为最终退出 YCC 政策铺路架桥。2023 年全年通胀一直维持在 2% 上方，2024 年在一季度劳资谈判结束之后，日央行顺势退出负利率以及收益率曲线管理政策的概率较大，日债收益率有望进一步上行。而下半年随着美联储开启降息，美债收益率下行，美日利差的逆转将有利于日元表现。

3. 商品：黄金牛市未完，原油先跌后涨

黄金：仍处于上涨周期，伦敦金在 2024 年或有望突破 2,300 美金/盎司，建议逢低配置。

一方面，美元实际利率的高企压力缓解（图 133），利好黄金。2024 年的宏观场景将逐渐从“美国经济韧性+美联储鹰派加息”转向为“美国经济小幅降速+美联储货币政策转向”，美元实际利率预计将见顶回落，对黄金利多。另外，尽管美元难以转弱，但本身也缺乏单边升值的动力，对黄金几乎没有负面拖累。

另一方面，央行购金的趋势仍在，利好黄金。近两年，尽管市场经历了一轮美联储的快速加息，但是由于央行购金量的激增（图 134），成为了托底黄金的重要力量，也令黄金与美元实际利率的负相关关系出现了松动。考虑到新兴市场央行仍有补齐黄金储备的需要，以及部分国家对于“去美元化”的考量，央行购金的态度仍将相对积极，就算无法超越 2022-2023 年的极高水平，预计也能够在 2024 年维持在相对高位，对黄金的走牛存在正向推动作用。

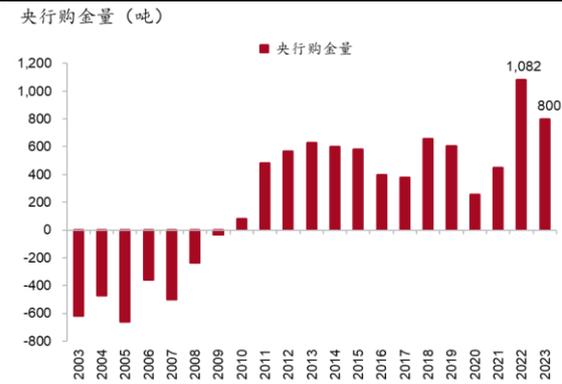
另外，黄金已经上涨了一年有余，从估值角度来看的确进入了贵价区域。按照招商银行研究院的模型测算，伦敦金估值已经达到历史 86% 分位数的水平，未来上涨空间还剩多少也是投资者关心的重点问题。根据我们的测算，黄金本轮牛市的极值位大概将处于 2,530 美金。此外，参考 2019 年“美国经济软着陆+预防式降息”期间的黄金涨幅，预计伦敦金能够在 2024 年突破 2,300 美金/盎司，建议维持中高配。

图 133：美债实际利率有望见顶回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 134：央行 2022-2023 年购金量激增



注：2023 年央行购金量仅包含前三季度数据

资料来源：Wind，招商银行研究院

原油：展望 2024 年，油价先跌后涨概率较大。由于海外经济体存在下行压力，可能会带动 Brent、WTI 跌破 60 美元/桶。在经济下行的背景下，OPEC+ 内部出现分歧的概率加大，极端情况下不排除 OPEC+ 主动增产打压油价，以争夺市场份额的可能。但从全年来看，由于全球原油生产闲置产能依旧不足，油价重心长期处于低位的概率不大。若上半年出现深跌，下半年或将以修复性反弹行情为主，反弹的节奏、幅度取决于 OPEC+ 在供应端的政策以及经济表现。

铜：全年以偏多思路为主。2024 年全球供需双增，总库存回升，但是绝对库存量依然处于中性偏低水平，将对铜价形成支撑。

从供应端来看，2024 年全球铜矿产量持续增加，但增量低于 2023 年。2024 年中国再生铜进口量将维持高增长状态，主要驱动力来自于海外再生铜供应的增加，以及中国对海外再生铜需求的持续提升。另外，国内政策也支持废旧回收，再生铜产量依然存在上升空间。2024 年，全球铜冶炼市场最为明显的特点是海外冶炼项目集中投产，这将消耗大量铜精矿，从而使得中国铜精矿进口处于相对紧张的状态。但是由于全球铜精矿存有库存，铜原料能够满足铜冶炼需求，中国精铜产量的增加预计将符合预期。

从消费端来看，新能源行业铜消费依然是亮点，这将继续支撑铜的新增消费量。传统消费上，中国房地产市场存在压力，但是逆周期电网行业预计将表现良好。同时，南亚、东南亚和中东等地区铜消费也依然存在充足动力。

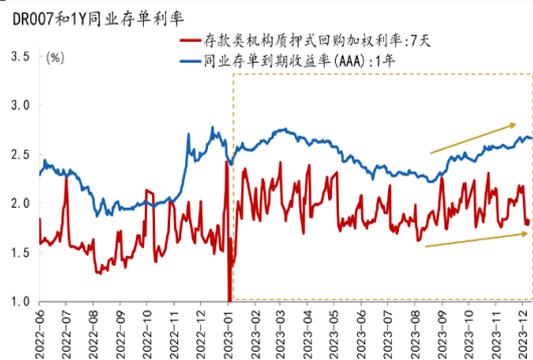
综合来说，预计 2024 年全球铜供应量将会过剩 30.9 万吨，但全球总库存依然处于历史中性偏低水平，这将给铜价带来支撑。

4. 境内固收：利率中枢走平，产品攻守兼备

基于债券利率的三因素分析框架（名义 GDP、货币信贷和银行间资金），预计 2024 年债券利率呈震荡走势，中枢水平与 2023 年基本持平，处在历史上的偏低水平。从三因素的走势来看，实际 GDP 趋稳，通胀温和上升，名义 GDP 小幅抬升；财政发力叠加稳健的货币政策，有望促使信用环境稳中有升；稳健的货币政策更加精准有力，降息降准可期，银行间资金利率有望保持稳中有降。

展望 2024 年，在三大因素中，我们认为债券市场的交易主线有望围绕货币信贷扩张的节奏来展开。背后的理由在于，2023 年国内流动性环境合理充裕（图 135），融资利率偏低（图 136），但信用扩张却并不理想，结构分化十分明显。政府部门信用扩张，但企业和居民部门却在信用收缩，剔除政府债券项的社融同比增速持续下滑，且已创下 18 年以来的最低水平。

图 135：2023 年货币市场利率先下后上



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 136：2023 年中国债券利率震荡下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

随着政府部门进一步加杠杆，企业和居民部门信用状态有望企稳。预计上半年政府部门要率先进行信用扩张，增发国债和地方政府债，这将增加债券资产的供给，

可能会带动利率小幅上行。不过考虑到流动性的配合，预计债券利率上行幅度有限。当债券供给逐渐被消化后，债券利率将趋于下行。下半年，需要关注在政府信用扩张之后，是否能够逐渐传导到企业和居民部门，使得两大部门逐步进入到信用企稳或扩张阶段。若出现此类迹象，利率可能逐渐接近底部，然后进入震荡上行的行情。整体来看，在节奏上，上半年预计 10 年期国债利率在偏高水平稳中有降，下半年预计见底后逐渐震荡小幅上行。

利率债策略：中性条件下，预计 10 年期国债利率中枢在 2.7% 附近，持平于 2023 年中枢水平（2.7%），主要波动区间在 2.5-2.8%。节奏上，10 年期国债利率在 2.8% 附近，可逢高参与，从高位回落至 2.5% 附近时，将是获利的窗口期；10 年期国债利率在 2.5% 以下则属于低位，需要逢低点止盈，届时要等待基本面或通胀的信号来进行调整。

债券期限结构曲线方面，在考虑到流动性有松动空间的条件下，短端利率下行会先带动债券利率曲线走陡，后长端利率跟随下行带动曲线走平；下半年若经济动能好转，则长端利率有望震荡上行，促使曲线小幅走陡。

(2) 信用债展望：流动性溢价保持低位，信用风险溢价有望回落

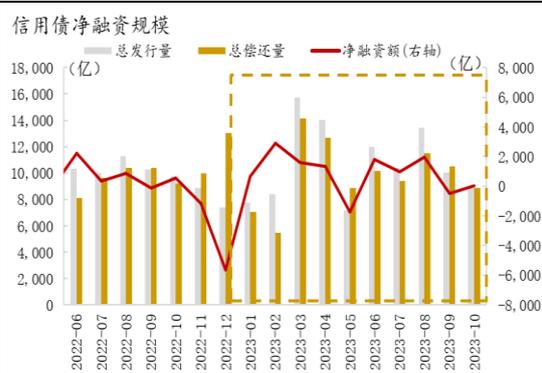
信用利差主要包含流动性溢价和违约风险溢价，前者与流动性环境高度相关，后者与经济走势高度相关。回顾 2023 年，主要受流动性偏宽松的支撑，信用利差震荡下行（图 139），全年净融资规模平稳（图 138）。基于对 2024 年流动性合理充裕和经济增长趋稳的判断，预计流动性溢价有望保持在偏低的位置，信用风险溢价有望逐步回落。从节奏来看，上半年，流动性溢价偏低将有望支持信用利差在偏低位置；下半年，流动性溢价难以继续回落，反而可能小幅上行，不过经济边际好转有望推动信用风险溢价小幅回落，使得信用利差震荡为主。需要注意的是，高评级信用利差更多地随流动性溢价波动，因此下半年高评级信用利差大概率是以震荡偏向上为主，而中低评级信用利差或震荡为主。

图 137：2023 年信用利差震荡下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 138：2023 年信用债净融资整体平稳



资料来源：Wind，招商银行研究院

信用债配置策略：2024 年上半年流动性合理充裕，下半年经济有望逐步企稳，信用债收益率震荡下行后有望触底，策略以票息策略为主。信用债需精挑细选，投资者可适度下沉评级增厚收益，但是要更加注意区别企业所处行业的景气度和个体经营能力。

城投债：2023 年下半年以来，受化债政策利好推动，部分高风险城投平台的债务压力得到缓释。展望 2024 年，预计稳健的货币政策将会维持，继续对城投债形成一定的支撑。但是值得注意的是，短期的流动性救助只是缓解债务压力，并未根本性解决城投平台偿债能力弱的问题。因此，在投资上，仍然需要谨防尾部风险，对财政能力弱的区域和经营能力弱的企业仍要保持谨慎。

产业债：2024 年经济趋稳，企业盈利小幅提升，产业债可以挖掘政策提振和景气处在修复通道上的国企，例如汽车、电力、高端制造业、双碳等板块。地产债方面，地产行业还处在筑底期，地产债净融资在收缩，信用分化加剧。尽管融资端的政策在不断的松动，但最关键的还是需要关注地产销售的情况。若销售迟迟不能修复，地产民企的违约风险还会阶段性上升。

金融债：二级资本债的分化可能会加剧。2024 年资本新规落地，提高了次级债的权重，投资端对二级永续债的态度愈发谨慎。另一方面，中小银行参与地方债务化债，资本消耗加大，净息差压力加大，发行二级永续债补充资本的需求在上升。在供需不匹配的情况下，中小银行的二级资本债可能会面临更多考验。

(3) 固收产品收益预估：预期收益不高，以平稳为主

结合 2024 年债券资产可能的表现，固收产品的投资收益预估如下：

货币基金收益预计在 1.8-2.0% 附近，较 2023 年 2.0% 的中位数略低，这主要是预期存款利率下调，以及降息带动资金利率中枢小幅下移。

短期纯债型基金收益预计在 3.0-3.2% 附近，较 2023 年 3.2% 的中位数略低，这主要是预期资金利率中枢和短债利率中枢小幅下移。

中长期纯债基金收益预计在 3.0-3.5% 附近，基本持平于 2023 年 3.1% 的中位数，这主要是预期在稳定的票息之外，波段机会可能会带来价差收益。

6 个月和 1 年期理财收益分别预计在 3.2% 和 3.6% 附近，较 2023 年 3.4% 和 3.8% 的中位数略低，这主要是预期货币利率中枢小幅下移和高收益资产占比继续减少。

混合类基金收益预计在 5% 附近，小幅高于 2023 年 1-3% 的中位数，这主要是预期债券走势稳定，股票资产走势小幅好于 2023 年。

转债基金收益预计在 0% 以上，小幅高于 2023 年 -2.8% 的中位数，这主要是预期转债走势小幅好于 2023 年。

最后，需要提示的是，因为收益估算的是某一类产品投资回报的中位数，和个别产品的实际表现会有较大差异，尤其是中长期债基和固收+产品（含混合类和转债基金），这两类产品投资回报方差偏大，更容易偏离预估值。所以，此处估算的收益仅供参考，实际投资应以产品表现为准。

（4）固收产品建议：攻守兼备

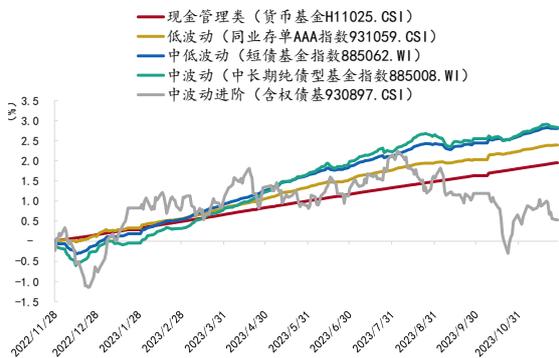
对于满足流动性管理需求的投资者，建议优选稳健低波策略理财产品、T+1 现金类理财、同业存单指数基金、货币基金。考虑到 2024 年货币政策基调为稳定宽松、银行存款利率仍有下调压力，因此现金管理类产品的收益率水平偏低。

对于波动承受意愿不高的稳健型投资者，建议配置纯债产品（包括期限匹配策略的理财产品，以及债券型基金）。对 2024 年的纯债产品持有中性偏谨慎的观点。中性的原因是，经济企稳、温和向好，债券利率运行在震荡格局，资本利得空间较小。平均的票息收益受到限制。而且需关注一点，随着 2024 年地方化债推进，置换高成本债务，投资机构即便信用下沉所获得的票息也将下降；但城投债从增量市场转为存量市场，信用债“资产荒”加剧，将有利于信用债上涨，一定程度上或能抵消票息的下降。因此，纯债产品预计全年的波动率和收益率都会处于中等水平，波动率不大于债券熊市，收益率不高于债券牛市。偏谨慎的原因是，随着政策预期改善、内外部因素有边际转好迹象，投资者风险偏好提升的不确定性较大，是加剧纯债产品回撤幅度的潜在风险。

纯债产品在 2024 年的投资组合中或是较为“鸡肋”的角色。如果希望增强防御，可以关注短债策略、持有至到期策略、票息策略为主的理财或基金。

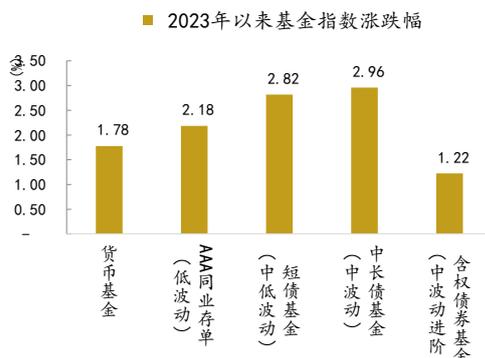
对于有波动承受意愿的稳健进阶投资者，权益的性价比将优于债券，建议配置固收+型产品。（1）底层资产投向于境内股债资产的固收+理财，可以配置的策略包括：固收+高股息策略、固收+REITs、挂钩指数的结构化理财等。（2）投向海外资产的固收+理财中，可以配置的策略包括：把握美股/美债和黄金等资产机会的绝对收益固收+策略、黄金+高股息策略、量化中性+CTA 策略等。（3）公募基金方面，可以关注绝对投资收益目标的固收+（图 139、图 140）。

图 139: 近 1 年固收型基金指数累计净值走势



资料来源: Wind, 招商银行研究院, 截至 11 月 27 日

图 140: 2023 年以来固收型基金指数涨跌幅



资料来源: Wind, 招商银行研究院, 截至 11 月 27 日

5. 权益: 大盘稳中有升, 机会在弱周期方向

(1) A 股大盘展望: 上升小周期

决定市场趋势的三大关键因子为企业盈利、流动性和估值水平。大势研判基本围绕这三大关键因子的不同组合来展开。展望 2024 年, 三大关键因子均呈现略偏多的格局。

第一、企业盈利 2024 年将小幅上升。由于企业盈利的重要性, 我们从两方面展开分析。

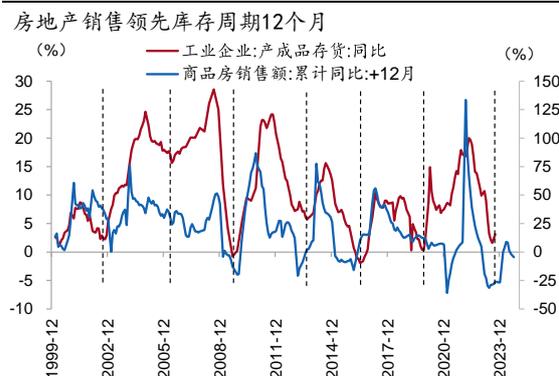
从经济内在驱动力分析, 2024 年名义经济增速将小幅好转。根据我们对经济和通胀的预测, 企业盈利的同步观察指标实际 $GDP + (PPI + CPI) / 2$, 2023 年四季度到 2024 年一季度仍将在底部波折, 一季度是 2024 年全年的最低点, 二季度迎来明显好转, 三四季度斜率放缓 (图 141)。预计上证指数的利润增速将从 2023 年的 0 增长修复到 2024 年的 5% 左右。全年看, 业绩修复幅度相比历史并不算强。支柱产业房地产供求格局发生重大变化, 叠加外需走弱, 将压制本轮库存周期的高度 (图 142)。

图 141: 利润增速和名义经济增速高相关



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 142: 地产弱势压制本轮库存周期高度



资料来源: Wind, 招商银行研究院

从盈利预测的角度，2024 年机构一致预期 A 股利润增速将好转。Wind 一致预期，上证指数 2024 年利润增速相比 2023 年将提升 5 个百分点，沪深 300 将提升 6 个百分点，全 A 将提升 10 个百分点。根据过往规律，分析师预测方向变化具备参考意义。

通过上述两方面的交叉验证分析，2024 年 A 股业绩增速大概率将小幅好转。

第二、国内外宏观流动性 2024 年都将呈宽松格局。

宏观流动性往往是企业盈利的领先指标，同时也是股票市场流动性的重要来源，股票市场的牛熊很大程度上由宏观流动性所决定，历史上货币供应量 M1 增速就和市场估值走势高度相关（图 143）。

2024 年国内宏观流动性将保持宽松格局。2024 年宏观政策的重心依旧在稳增长，预计政策宽松的格局不会变。此外，根据银行间流动性的领先性，可推断 2024 年上半年 M1 增速将小幅上行（图 144）。此外，历史上 M1 增速和房地产销售具备一定相关性，房地产供求格局的重大转变，将制约 2024 年 M1 增速的回升幅度。

2024 年海外流动性也将转为宽松。由于美国经济增速放缓，美联储或于 2024 年中开启降息周期。人民币贬值压力将有所转弱，有助于提升人民币资产对外资的吸引力。

图 143：货币供应量 M1 增速和估值高相关



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 144：M1 增速 2024 年上半年有望上行

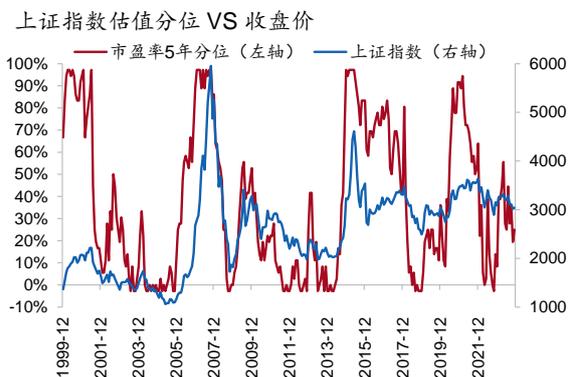


资料来源：Wind，招商银行研究院

第三、估值水平处历史低位，已进入中长期配置区间。

上证指数 3000 点附近，以市盈率、市净率、风险溢价率等各个维度衡量的估值水平，均已跌到历史低位。估值分析的本质，是在做静态的潜在回报率比较。目前看，A 股潜在回报率无论是相比自身历史水平，还是相比于固收类资产都更具吸引力。从具体数据看，当前上证指数的市盈率比过往 5 年 75% 的时间要便宜（图 145），当前的股债收益率之差比过往 5 年 80% 的时间都要高（图 146）。我们认为，当前的估值水平已具备足够的安全边际，已值得投资者承担风险去获得潜在补偿。

图 145：绝对估值：沪指 PE 处于历史低位



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 146：相对估值：股债性价比显著



资料来源：Wind，招商银行研究院

2024 年相比 2023 年有哪些边际变化？第一个变化，商品价格基数的下降将使得国内 PPI 不会像 2023 年这般低，同时企业库存已去化到历史底部，价和量均反映 2024 年业绩压力比 2023 年小。第二个变化，美国经济转弱，货币政策由紧转松，人民币贬值压力有所减小，人民币资产吸引力相对提升，外资或将回流 A 股。

综合判断，决定市场趋势的三大关键因子企业盈利、流动性和估值均呈现略偏多的格局，2024 年 A 股整体将有所上行。基准假设，上证指数利润增速和估值扩张均在 5% 附近，指数主要运行空间 2900-3500 点。行情核心驱动力是内外政策宽松下的流动性扩张。行情高度受制于房地产和外需的走弱。节奏上，上半年或好于下半年，具体仍有待跟踪基本面指标的变化，高度关注 M1 增速和中长贷增速后续何时好转。

（2）A 股结构展望：布局弱周期四方向

2024 年的核心宏观线索是，经济温和修复，政策和流动性偏宽松。在此判断下，2024 年市场整体风格或与 2023 年有类似之处，与总量经济强相关的板块仅有阶段性机会，相对较好的机会在与经济弱相关或有独立产业逻辑的方向。站在全年的维度，我们战略性看好四个方向：

一是医药。估值方面，医药行业回调两年有余，目前 5 年和 10 年的市净率分位数都已低至 10% 以内（图 147）。需求方面，在总人口下滑、老龄化加深的时代背景下，多数产业将受到不利影响，而医药是难得受益于此的行业。医药行业的需求将长期稳健增长。供给方面，医药行业的库存处于历史中位数以下；7 月底以来的医药反腐，有利于行业供给出清，对真正有议价能力的创新药和创新器械是利好。业绩方面，分析师盈利预测，沪深 300 医药过往 10 年的 ROE 均在 15% 附近，2024-2025 年仍将维持高稳形态，并相比 2023 年有所提升。

一个长期需求有确定性增长、供给侧又有所改善的行业，出现低估值的情形，应是长期配置的良好良机。

二是电子。估值方面，电子行业下跌两年有余，目前5年和10年的市净率分位都在20%以内（图147）。需求方面，中国半导体销售周期和全球半导体销售周期同步，目前均已见底回升（图148）。供给方面，电子行业的产成品库存处于历史最低点附近。业绩方面，分析师盈利预测，电子行业的ROE将由2023年的6%大幅提升至2024-2025年的10%以上，ROE水平将位于过往10年的高位。

电子行业是产业政策长期支持的顺周期成长性行业，当前供需格局改善叠加估值低位，具备中长期的配置价值。但本轮行情上行的高度相比过往或有减弱，主因在于中美科技脱钩以及全球需求偏弱。

图 147：医药和电子估值位于底部



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 148：电子行业库存触底，需求好转



资料来源：Wind，招商银行研究院

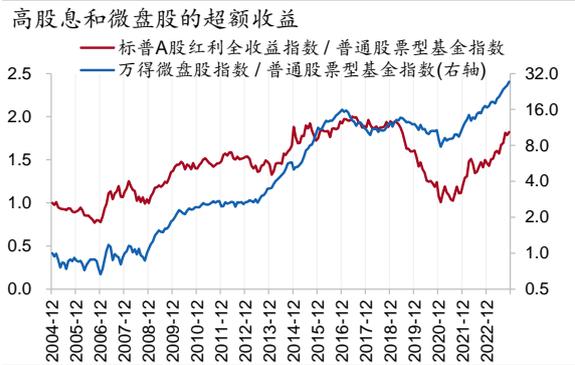
三是高股息策略。高股息策略在海内外长期有效的逻辑：若把所有股票投资者看成一个整体，则其实际到手的收益仅有分红，换算成收益率就是股息率，而始终能获得高股息的人，其长期投资收益就能跑赢市场平均。高股息策略产生超额收益的阶段，主要在景气行业稀缺时（图149）。经济偏弱阶段，企业资本开支下降，景气行业稀缺，分红率反而会提高，市场会更关注波动更低的高分红企业。

2024年在经济温和修复的背景下，赛道级别的大行业较少，高股息等深度价值投资策略，可作为底仓中长期配置，且这一策略不必拘泥于具体行业。

四是微盘股策略。微盘股策略在国内长期有效的逻辑：这是退市制度不完善背景下的制度红利。国内退市难问题始终没有解决，再差的企业起死回生的概率都较高，这是制度对上市企业和中小投资者的保护，同时也给了绩差股微盘股反转的力量。2000年以来，万得微盘股指数走出了年化25%的长牛行情，其收益来源不是业绩，而是股价下跌反转后的价差收益，不断有公司因为股价下跌沦为微盘股，又不断有公司因为反转的力量而摆脱微盘股。退市制度支撑下的反转力量，是微盘股长期产生超额收益的根本原因。微盘股产生超额收益的阶段，主要在经济平淡而宏观流动性宽松时。2023年展望报告中我们对此就有过强调，具体的衡量指标可关注M2增速是否显著高于名义GDP增速（图150）。

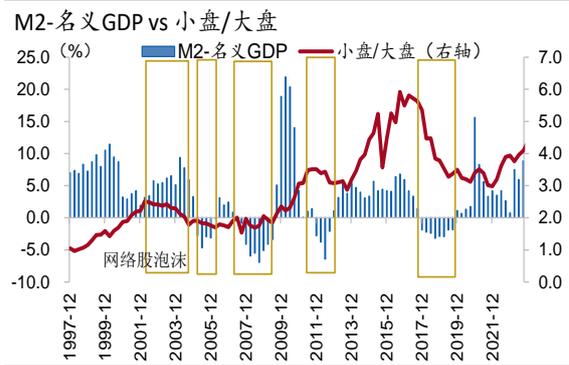
2024 年，预计 M2 增速全年都将高于名义 GDP 增速，小盘股和微盘股也将继续强势。我们认为微盘股的投资，不能过度依赖于市值，仍需关注估值和业绩，这在一定程度上也能防范退市制度修改所带来的风险。

图 149：高股息与微盘股和基金赛道跷跷板



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 150：宏观流动性宽松时小盘股强势



资料来源：Wind，招商银行研究院

整体而言，我们认为，2024 年宏观经济仅是温和修复，市场风格与 2023 年有类似之处，最大的机会在与经济弱相关或有独立产业逻辑的方向，重点推荐四大方向，第一需求长期稳健的医药行业，第二有自身半导体周期的电子行业，第三高股息策略，第四微盘股策略。机构重仓的消费和新能源等总量板块难有系统性机会，但受益于 2024 年全球流动性宽松，也将趋稳并有所反弹，可能的时间在上半年某个阶段，届时注意资金会阶段性从高股息和微盘股流出。

（3）A 股策略建议

权益仓位，上证指数 3000 点附近是底部区域，建议中高配。

权益结构，聚焦与经济弱相关或有独立产业逻辑的四大方向，医药、电子、高股息和微盘股。经济预期快速上行期，阶段性关注消费、周期等总量板块。

权益产品，建议关注医药行业基金、电子行业基金、高股息基金和小盘股基金，同时也可关注指数增强型基金。低风险偏好者也可关注市场中性类的对冲基金。

（4）港股：小幅上行

港股 A 股化较为明显，2024 年港股整体有望小幅上行。港股业绩跟随国内，流动性跟随海外。我们预计 2024 年中国经济温和修复，美联储或于年中开启降息周期，业绩和流动性均有小幅改善，预计股价将温和上涨。此外，恒生科技现阶段行业属性和 A 股消费股较为相像，股价弹性也受制于总量经济。

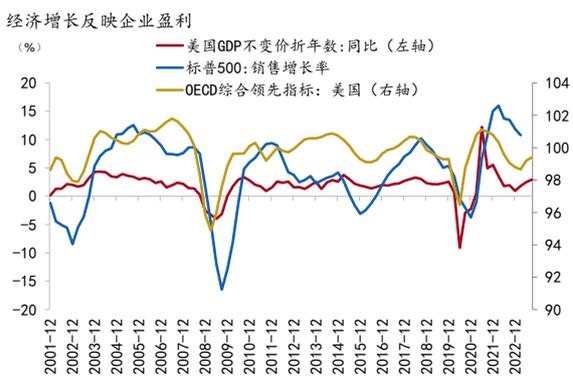
（5）美股：减速上行，科技仍占优

展望 2024 年，预计美国经济增长减速，美联储停止加息，并可能小幅降息。在此背景下，预计美股将小幅上涨，表现弱于 2023 年。

在美国经济走弱的背景下，美股盈利增速缺乏上涨动力。预计 2024 年美股企业盈利增速在 5%左右的水平。在经济减速、薪资和利息支出上升的压力下，美股企业盈利能力难以继续扩张。而 2024 年美国名义 GDP 增速预计将低于 2023 年的水平。人工智能技术的发展，长期来看将提高生产效率，但是当前对企业盈利的影响仍然有限。从领先指标 ISM 制造业 PMI 来看，在连续数月回升后，2023 年 10 月份大幅下行，也就意味着美国企业盈利增长动能不足。历史经验也说明，当美国经济增长放缓时，美股通常只能实现相对较低的收益，低于其长期平均收益。以 2014-2016 年和 2018-2019 年为例，这两个时期都是经济增速下行的阶段，美股的走势主要是震荡或者缓慢上升（图 151）。

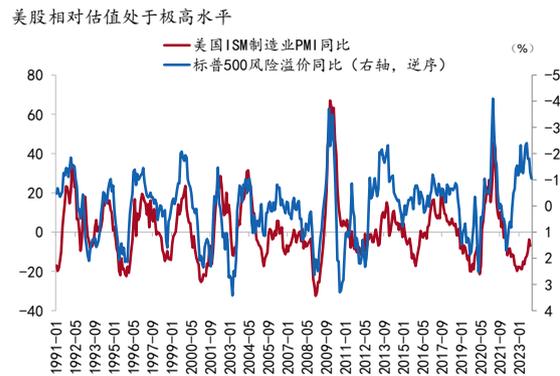
当前美股估值处于较高水平，即使 2024 年美国降息，也难以进一步推高美股估值。当前标普 500 市盈率（TTM）24 倍，处于过去 10 年的 73%分位。而且由于美债利率较高，债券资产的收益水平具有较强的吸引力。标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）下降到-0.08%，处于过去 10 年 3%分位数，股票相对债券的估值处于非常高位。预计 2024 年美国难以大幅降息，因此预计美股估值将维持在当前水平，难以更高（图 152）。

图 151：美股盈利增速缺乏上涨动力



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 152：美股相对估值处于极高水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

结构上，科技板块仍有优势，但优势较 2023 年缩小。一方面，科技板块基本面仍然强劲，在人工智能技术进步的推动下，预计科技股的盈利增速将高于整体股票。但是科技股的乐观前景已经被市场定价，2023 年美股科技龙头股涨幅远远高于市场平均，因此短期内进一步大幅上涨的动力不足。另一方面，美联储货币政策由紧转松有利于高估值的成长股，对科技股有利，不过预计 2024 年美联储宽松力度有限。

综合判断，2024 年美国的经济依旧存在隐忧，叠加美股估值相对美债偏高，美股缺乏趋势性机会。预计美股企业盈利小幅增长，估值维持在当前水平，美股整体小幅上行。策略上建议标配美股，继续高配美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。

（三）资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会

对于 2024 年的大类资产配置逻辑，我们认为包括 A 股、港股在内的境内权益类资产的收益预期将改善，但不宜过于乐观。而美债、黄金等资产仍具有吸引力。因此可以增加资产配置整体的均衡性，加大境内权益类资产、美债和黄金资产的配置力度。建议投资者在大类资产之间采取均衡的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构性机会。

对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

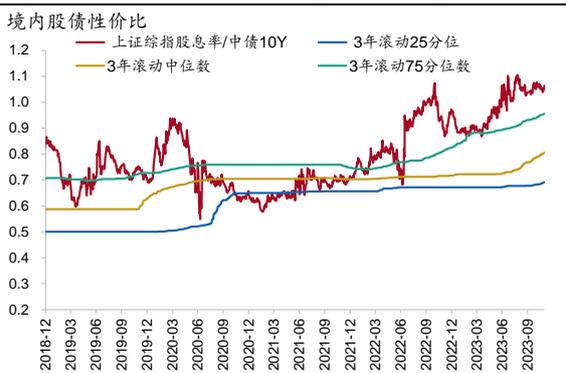
1. 胜率：黄金胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：黄金胜率较高，A 股、港股科技股、国内固收、美股、美债胜率中等。

2. 盈亏比：境内股票高于债券

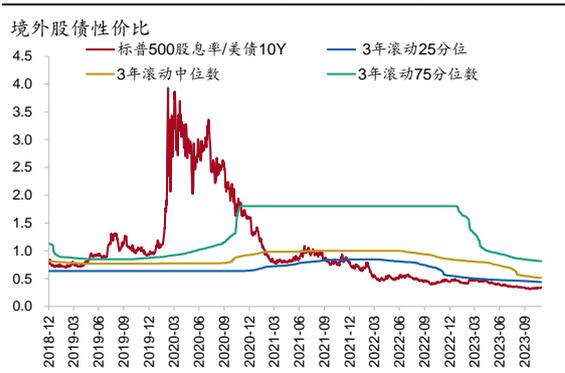
(1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜（图 153）。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵（图 154）。

图 153：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 154：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



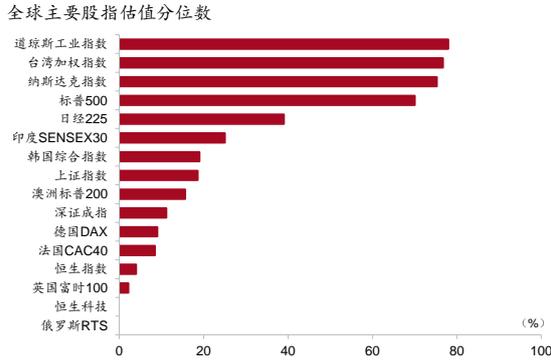
资料来源：Wind，招商银行研究院

(2) 资产内部对比来看：

权益：A 股在全球市场中估值属于中等水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值分位数中等，A 股在全球主要股票资产中相对中等（图 155）。

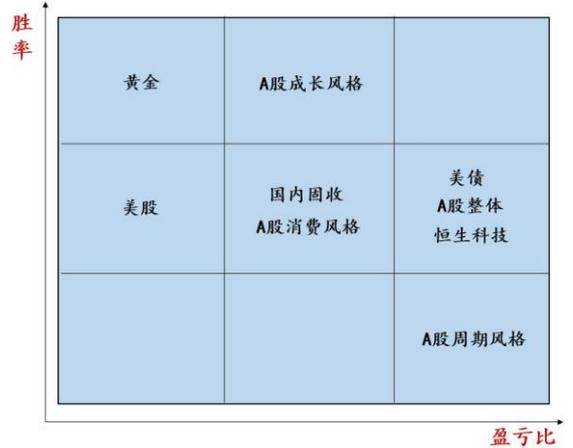
固收：美债>中债。中债利率目前处于 2.7% 附近的位置，盈亏比较为中性。美债利率在 4.3% 附近，盈亏比较高。

图 155: A 股在全球市场中估值分位数中等



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 156: “胜率—盈亏比”九宫格



资料来源: Wind, 招商银行研究院

3. 结论: 相对看好美债、黄金、A股、港股-科技的配置价值

根据市场研判与分析(图 156), 我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议: **高配: A 股的成长风格、美债。** **中高配: 黄金、A 股、港股科技股、A 股的消费风格、日元。** **标配: 中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元和英镑。** **中低配: A 股的周期风格。**

表 3: 大类资产配置策略(未来 6 个月)

资产类别	配置建议					配置变化(与半年度展望相比)
	高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元			●		
	欧元			●		
	人民币			●		
	日元		●			上调
	英镑			●		
贵金属		●				
固收	中国国债			●		
	中国信用债			●		
	美债	●				上调
权益	A 股		●			
	—消费		●			
	—周期				●	下调
	—成长	●				
	港股-科技		●			
	美股			●		

资料来源: 招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号