



## 研究院

## 研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

## 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

## 投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

回顾 2023 年，宏观经济处在底部缓慢改善的过程之中，但是在金融战备之下金融市场的预期并不乐观；美联储加息节奏虽然放缓，但基准利率高位之下的债务压力并未消除——从年初的硅谷银行事件到年尾的中美两大经济体主权评级展望被下调。

展望 2024 年，政策前置将驱动风险的后置，关注新年伊始的市场波动为名义价格的阶段性改善提供的空间。

## 核心观点

## ■ 市场分析

**宏观周期：周期启动的前夜，关注切换的风险。**12 月的经济工作会议明确提出了“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”的问题，以及“增强忧患意识，有效应对和解决这些问题”的应对。忧患意识下，信心的提振需求上升，从应对到解决，对应着周期从左侧向右侧转变的过程，关注转变过程中的风险提供的机会。

**价格周期：中国式现代化增强名义价格差异性。**总量性“有效需求”的不足，和结构性“部分行业产能过剩”，对应的价格压力对于不同行业、不同商品存在着较大的差异，这也意味着在提振信心的“有效需求”改善带来的名义价格改善也是结构性的——“中国式现代化”和“稳中求进、以进促稳、先立后破”为这个周期回升提供了方向指引。

**政策周期：以稳为主，拉长周期底部的时间预期。**2024 年的中国经济周期仍需有效应对化债形成的压力，即左侧的时间可能拉长。在“适度加力、提质增效”的财政政策叠加“灵活适度、精准有效”的货币政策影响下，我们预计信心的提振将从结构逐渐扩散到整体。从 20-21 年的大流行、22 年的俄乌冲突、23 年的巴以冲突，到 24 年的政治大年，关注宏观政策的跨周期和非经济性特征，积极应对周期转换过程中的不确定性。

## ■ 策略

积极布局波动率资产的对冲（+VXM24），关注地缘风险下商品的供给侧机会

## ■ 风险

地缘风险快速降温，流动性快速收紧

## 目录

核心观点 .....	1
周期启动的前夜，关注切换的风险 .....	3
加息暂停和非常规政策 .....	3
问题、应对和风险释放 .....	4
中国式现代化增强名义价格差异性 .....	5
有效需求不足和改善方向 .....	5
部分产能过剩和改善方向 .....	6
政策以稳为主，拉长底部的时间预期 .....	7
宏观政策的结构性特征 .....	7

## 图表

图 1：美联储 2024 年上半年加息概率（左）、利率变动（中）和利率预期（右）   单位：% .....	3
表 1：2022 年和 2023 年中央经济工作会议主要内容对比 .....	7

## 周期启动的前夜，关注切换的风险

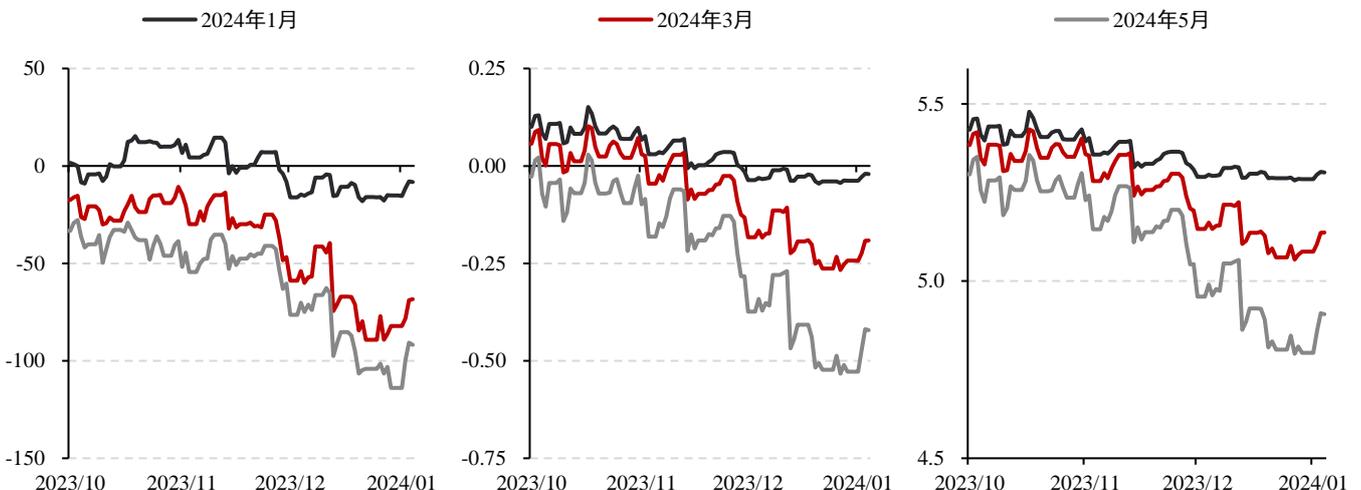
12月的经济工作会议明确提出了“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”的问题，以及“增强忧患意识，有效应对和解决这些问题”的应对。忧患意识下，信心的提振需求上升，从应对到解决，对应着周期从左侧向右侧转变的过程，关注转变过程中的风险提供的机会。

### 加息暂停和非常规政策

回望2023年，美联储通过持续快速的加息和缩表，在“非常规货币政策”的空间内调整着经济的结构——财政资源的扩张流向了“通胀法案”、“芯片法案”下的产业，创造了相关制造业建筑支出的快速扩张；货币资源的收紧却是继续降低房地产业增速的同时，外溢着全球美元流动性收紧的压力。结构性政策的影响下，加息驱动的经济影响是分化的。

展望2024年，美联储在2023年末的声明中释放了“加息暂停”到“降息”的信号，资本市场在流动性改善的“预期”中进行着“新高”的结构创造（尽管1月纪要进行了边际上的修正）。如果前期的“高通胀”是对财政货币快速扩张的反馈，也是对全球财富资源的重新定价，那么当前“低通胀”下的降息预期是在这种重新定价之后的资源再次分配的信号——这就是周期。但是本轮周期的背景是日本始于90年代、美国始于08年的非常规政策，即生产力的停滞，那么未来非常规货币政策的更快退出，也将如市场所定价（美股由七巨头驱动）的AI提供了新的“降维”生产力——同样在这一假设下我们预计将看到的是中美之间更快的妥协，而非更多“无意义”的博弈。

图 1：美联储 2024 年上半年加息概率（左）、利率变动（中）和利率预期（右） | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 问题、应对和风险释放

定调问题, 稳定应对。12 月的中央经济工作会议明确提出了当前经济遇到的问题——“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”和问题的应对方法——“稳中求进、以进促稳、先立后破”。其中, 稳的是“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”, 进的是“转方式、调结构、提质量、增效益”, 立的是“稳中向好的基础”。

长期来看, 国内宏观政策已经切换, 高质量发展是首要任务。从改革开放以来“人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾”政策语境转换为十九大以来“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”的政策语境。

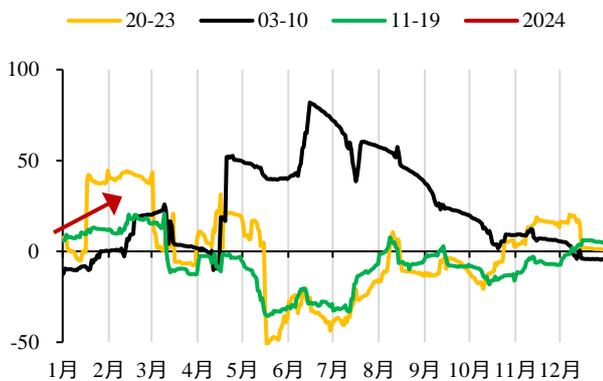
短期来看, “国内需求相对不足”的总量问题更为突出, 更需要“加大宏观政策调控力度”, 预计货币政策仍将延续相对宽松的状态, 驱动经济表现预期的短期改善 (见图 2)。数据显示, 12 月中国制造业 PMI 继续回落 0.4 个百分点, 降至 49.0 的相对低位。同时, 截止 11 月的货币指标、价格指标、库存指标均显示, 实体经济仍处在信心不足的状态中

截止 11 月, M2 同比增速下降至 10%, M1 同比增速下降至 1.3%;

截止 11 月, CPI 环比下降 0.5%, 同比下降 0.5%; PPI 环比下降 0.3%, 同比下降 3.0%;

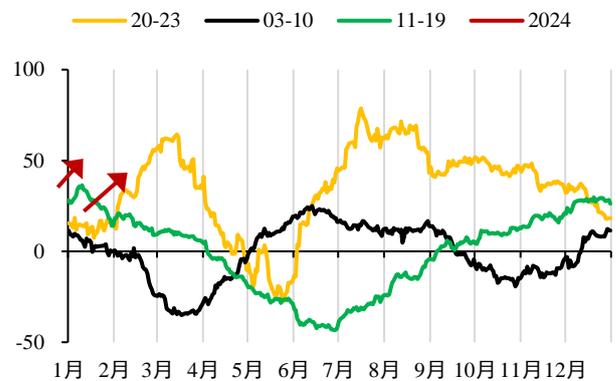
截止 11 月, 尽管工业企业利润同比增速在低基数下增长 29.5%, 产成品存货同比回落至 1.7%。

**图 2: 预计 2024 年中国的周期路径仍回不到 '03-'10 | 单位: STD**



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 3: 美国经济周期在 '20-'23 表现为更快的改善 | 单位: STD**



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 中国式现代化增强名义价格差异性

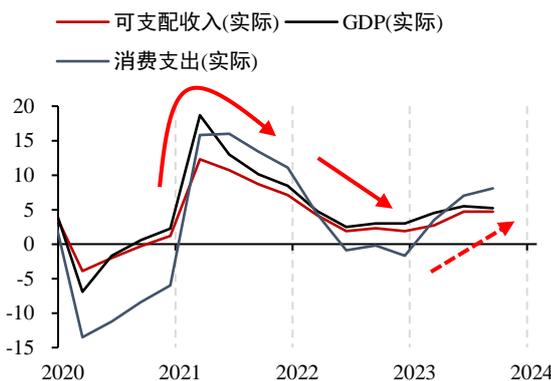
总量性“有效需求”的不足，和结构性“部分行业产能过剩”，对应的价格压力对于不同行业、不同商品存在着较大的差异，这也意味着在提振信心的“有效需求”改善带来的名义价格改善也是结构性的——“中国式现代化”和“稳中求进、以进促稳、先立后破”为这个周期回升提供了方向指引。

### 有效需求不足和改善方向

我们预计 2024 年宏观政策尤其是结构性政策仍将“前置”。既要应对“有效需求不足”的需求问题，也要应对“部分行业产能过剩”的供给问题，这点从价格表现来看，在 2023 年的大宗商品市场上表现得尤其显著，不仅仅是不锈钢、PVC、线材等传统大宗商品期货价格的回落，同时碳酸锂、镍等新能源金属期货的价格也发生不小的调整。

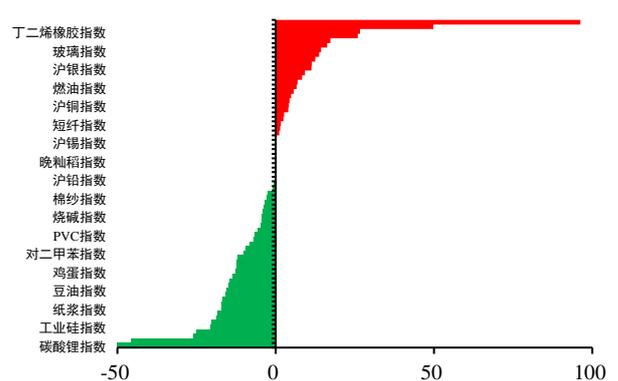
预计 2024 年除了政策的前置外，风险的处置也将前置。从 2023 年中央金融工作会议到 2023 年金融稳定报告，都释放了 2024 年是强监管的一年<sup>1</sup>。通过提高金融监管有效性，来应对未来即将到来的金融风险——将所有金融活动纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。同时，2024 年也将开启“市场化法治化原则”下金融机构风险的处置过程，随着风险的释放过程，我们预计 2024 年的经济周期回升也将是缓慢的过程，可以继续关注有效需求提振对于部分供给压力没有那么大的商品带来的名义价格的改善。

图 4：2023 年经济“稳中向好” | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：2023 年商品涨跌分化明显 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>1</sup> 参见华泰期货报告《加大宏观调控&全面金融监管，开启风险化解》

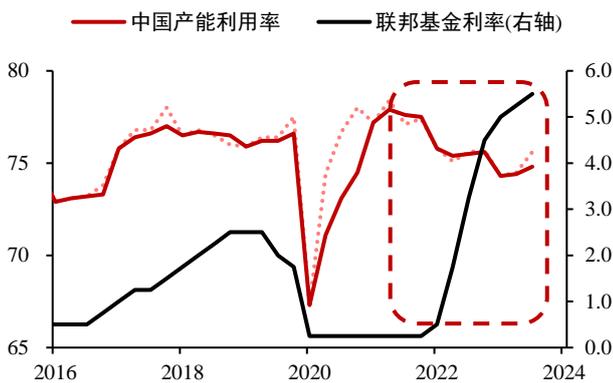
### 部分产能过剩和改善方向

化解部分行业产能过剩，驱动价格预期改善。对比 2016 年以来的美联储加息周期（经济“过热”在实体层面表现为产能利用率的紧张），2022 年以来的周期和中国实体经济的周期运行分化进一步加剧，与 2016 年供给侧改革驱动的价格回升不同的是，2022 年至今国内经济在海外加息带来的流动性趋紧，叠加国内房地产新常态下的供需约束之下，产能利用率持续下降，突出表现在部分行业的产能过剩上——行业 PPI 的持续回落压力，截止 2023 年三季度，中国工业领域产能利用率已经回落至 75%以下（见图 6）。

价格回落对于行业的影响正在加大。从价格层面来看，煤炭开采（价格压力为主）、黑色金属制造、石油和天然气采选（价格叠加产能压力）的价格压力突出，特别需要关注的是电气机械、计算机和电子制造的价格压力也开始逐渐增加。从产能利用率角度来看，石油和天然气开采、化学纤维制造、有色金属和黑色金属制造的产能利用率较低，显示出一定的产能过剩特征。

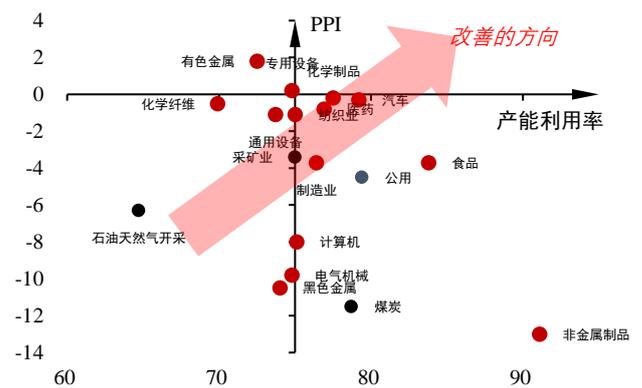
关注行业供需结构对于价格的影响。图 7 显示，以产能利用率“75%”和 PPI“负增长”为分界点，石油和天然气开采（采矿业）、黑色金属制造（制造业）、电气机械（制造业）、化学纤维制造（制造业）、通用电气制造（制造业）位于最差的第三象限。如何推动实体经济走向改善的方向是未来值得关注的：1) 地缘风险对于原材料行业运输的阻断；2) 房地产行业的消费需求回升对于传统材料的需求回暖；3) 财税政策调整驱动新一轮制造业周期回升的可能。

图 6：2021 年以来产能利用率持续回落 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：2023 年 Q3 产能利用率行业特征 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 政策以稳为主，拉长底部的时间预期

2024 年的中国经济周期仍需有效应对化债形成的压力，即左侧的时间可能拉长。在“适度加力、提质增效”的财政政策叠加“灵活适度、精准有效”的货币政策影响下，我们预计信心的提振将从结构逐渐扩散到整体。从 20-21 年的大流行、22 年的俄乌冲突、23 年的巴以冲突，到 24 年的政治大年，关注宏观政策的跨周期和非经济性特征，积极应对周期转换过程中的不确定性。

### 宏观政策的结构性特征

2023 年中央经济工作会议定调积极<sup>2</sup>。一方面从宏观政策基调上来看，从去年的“稳字当头、稳中求进”转向“稳中求进、以进促稳、先立后破”，以“转方式、调结构、提质量、增效益”上的“进”来巩固稳中向好的基础，政策定调更为积极。另一方面加强了不同政策之间的合力，从去年的“加强各类政策协调配合”转向“加强政策工具创新和协调配合”以及“非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”，预计 2024 年将通过宏观政策工具创新和更强的政策合力实现“稳预期、稳增长、稳就业”。

继续关注高质量发展环境下的扩大内需。一方面，从内需投资的前置角度，关注科技创新领域的投资；在举国体制带动下，关注重点产业链、战略性新兴产业、未来产业和传统产业。另一方面，从扩大内需的结构来看，会议要求扩大内需是高质量的内需，既体现出通过提高技术、能耗、排放等标准，推动设备更新和消费品以旧换新，又结构性倾向于关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳等政府投资重点支持领域。最后，从推动内需扩张的成本领域，2024 年在全国大市场的物流体系建设中，我们预计将带动相关成本下降，以“有效降低全社会物流成本”以及“促进社会综合融资成本稳中有降”。

表 1：2022 年和 2023 年中央经济工作会议主要内容对比

	2022	2023
经济形势	当前我国经济恢复的 <b>基础尚不牢固</b> ，需求收缩、供给冲击、预期转弱 <b>三重压力</b> 仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深	<b>进一步推动经济回升向好</b> 需要克服一些困难和挑战，主要是 <b>有效需求不足</b> 、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、 <b>风险隐患仍然较多</b> ，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升

<sup>2</sup> 参见华泰期货报告《创新和协调，政策转向积极》

**2022**
**2023**

**宏观政策** 要坚持**稳字当头、稳中求进**，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。

要坚持**稳中求进、以进促稳、先立后破**，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。

要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具**创新和协调配合**。

要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合

**财政政策** 积极的财政政策要**加力提效**。保持必要的**财政支出强度**，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。要加大**中央对地方的转移支付**力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。

积极的财政政策要**适度加力、提质增效**。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。

落实好结构性减税降费政策，重点支持**科技创新和制造业**发展。严格转移支付资金监管，严肃**财经纪律**。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。

**货币政策** 稳健的货币政策要**精准有力**。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同**名义经济增速**基本匹配，引导金融机构加大对**小微企业、科技创新、绿色发展**等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

稳健的货币政策要**灵活适度、精准有效**。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同**经济增长和价格水平预期目标**相匹配。发挥好货币政策工具**总量和结构**双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对**科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济**等方面的支持力度。促进社会综合**融资成本稳中有降**。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

**产业政策** 产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓**传统产业**改造升级和**战略性新兴产业**培育壮大，着力补强**产业链薄弱环节**，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“**科技—产业—金融**”良性循环。

**科技政策** 科技政策要聚焦**自立自强**。要有力统筹教育、科技、人才工作。布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。

非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化**政策统筹**，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。

**社会政策** 社会政策要兜牢民生底线。落实落细**就业优先政策**，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。加强新就业形态劳动者权益保障，稳妥推进养老保险全国统筹。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。完善生育支持政策体系，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，积极应对人口老龄化少子化。

资料来源：中国政府网 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)