

2024 年宏观经济与大类资产配置展望

复苏起点

2024 年全球增长相对偏弱，美联储降息或在年中；中国经济温和复苏，预计中国实际 GDP 增长 4.8%。

- 2024 年，全球经济增长依然相对较弱，但下半年存在中美经济周期共振的可能性。美国经济韧性依然较强，美联储降息或在年中；欧元区经济下行压力依然较大，欧央行降息可能早于美联储；而 4 月是日本央行是否结束负利率政策的关键时点。
- 中国经济温和复苏。一方面，海外流动性收缩已近尾声，紧缩压抑下的外需有望触底回升，出口优势商品增速有望反弹；另一方面，地产销售、投资数据仍较弱势，地产行业预期改善状况仍需关注。增长点方面，高技术制造业投资、基建投资及汽车产业有望在 2024 年继续维持“长板效应”，对国内增长延续支撑。通胀温和回升，不会对政策构成掣肘；随着 PPI-CPI 剪刀差的改善，企业盈利将较 2023 年有所改观。政策方面以财政政策为主导，货币政策将进行配合。财政政策延续积极，强调提质增效；货币政策整体保持宽松取向，防空转、稳通胀成为关键，防风险权重上升，降准降息仍有空间。
- 从全球视角看，中美经济周期在 2024 年有望共振上行，并推动市场风险偏好回升，带动全球风险资产回暖，但美国金融、信用、财政和地缘政治等风险仍需警惕。综合看，AH 股性价比较高；美债名义收益率存在下行空间，实际收益率存在回落空间，并为金价走高提供支持；美元指数或呈现震荡格局。
- 人民币资产方面，2024 年大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。2024 年 A 股或主要受益于上市公司盈利弹性上行，其次是估值仍处于历史较低水平，以及热门主题的较好表现可能延续，不确定的影响因素则是流动性。经济增速有压力、货币政策偏宽松，整体奠定了债市收益率仍将偏低的基调，但金融监管收紧可能小幅抬升 2024 年资金利率中枢，同时政府债券发行的总量和节奏，也可能阶段性加大利率波动。商品市场表现取决于复苏的延续性。2024 年货币基金收益率波动中枢或重回 2% 上方。
- 风险提示：**全球通胀回落速度偏慢，美国经济下行速度偏快，发达国家和地区高利率导致的金融或经济风险暴露，国际形势前景不明，房地产行业回暖速度偏慢。

相关研究报告

《大类资产追踪周报》20240107

《策略周报》20240107

《降息的“自我实现”？》20240107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

目录

1. 海外经济：转折之年	6
1.1 全球经济：复苏依然迟缓，下半年或有共振可能	6
1.2 美国：降息可能自年中开始	8
1.3 欧元区：降息时点可能提前	10
1.4 日本：4月或结束负利率	11
2. 中国经济：温和复苏之途	13
2.1 经济增长：“促长板”和“稳短板”	13
2.2 通胀温和回升	21
2.3 政策展望：迈向高质量发展	22
3. 2024 年大类资产配置展望	28
3.1 全球资产配置展望：初春之兴	28
3.2 人民币资产：资本市场的信心来自于政策稳增长的决心	36
4. 结论、预测与风险提示	45
4.1 结论与预测	45
4.2 风险提示	45

图表目录

图表 1. 全球制造业 PMI 持续位于荣枯线下方	6
图表 2. IMF 预测 2024 年全球经济增长放缓	6
图表 3. IMF 预测主要经济体中多数 2024 年增速低于 2023 年	7
图表 4. IMF 预测 2024 年全球通胀继续回落但仍在偏高水平	7
图表 5. OECD 综合领先指标已开始上行	8
图表 6. 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速	8
图表 7. 美国实际 GDP 增速及构成情况	8
图表 8. 美国个人消费支出和可支配收入同比增速	9
图表 9. 美国超额储蓄消耗情况	9
图表 10. 美国薪资增速回落	9
图表 11. 美国企业利润增速领先资本开支预期	10
图表 12. 美国库存同比增速	10
图表 13. 欧元区 CPI 增速	10
图表 14. 欧元区实际 GDP 季调环比增速	10
图表 15. 欧元区主要经济指标	11
图表 16. 欧元区失业率仍处低位，劳工成本继续上涨	11
图表 17. 日本 CPI 及构成情况	11
图表 18. 日本女性和老年人的劳动参与率	12
图表 19. 日本名义薪资同比与实际薪资同比	12
图表 20. 2023 年欧美对中国出口增速的支撑力度下降	13
图表 21. 2023 年欧美对中国贸易顺差的支撑力度下降	13
图表 22. 各地区贸易顺差累计占比 (%)	13
图表 23. 美国制造业 PMI 库存、订单指数表现	14
图表 24. 美国非农口径职位空缺数	14
图表 25. 美国商业银行信贷增速维持稳健	14
图表 26. 美国货币乘数维持平稳	14
图表 27. 2023 年 1—10 月各地区商品出口对出口增速的贡献 (pct)	15
图表 28. 占比较大的基建子行业投资增速表现	16
图表 29. 占比较小的基建子行业投资增速表现	16
图表 30. 占比较大的基建子行业投资贡献表现	16
图表 31. 占比较小的基建子行业投资贡献表现	16
图表 32. 高技术、装备制造业对固定资产投资增速的贡献	17
图表 33. 原材料加工、轻工业对固定资产投资增速的贡献	17
图表 34. 1—10 月制造业子行业同比增速及贡献	17
图表 35. 百城住宅价格指数同比增速表现	18
图表 36. 百城住宅价格指数环比增速表现	18

图表 37. 房价环比下降城市个数.....	18
图表 38. 房价环比上涨城市个数.....	18
图表 39. 商品房广义库存仍在下降.....	19
图表 40. 竣工支撑现房库存韧性.....	19
图表 41. 居民人均消费倾向.....	19
图表 42. 节假日旅游收入与可支配收入同比增速之差.....	19
图表 43. 人均消费支出各分项同比增速表现.....	20
图表 44. 各项支出对当期人均消费支出同比增速的贡献.....	20
图表 45. 汽车对消费的拉动作用较为明显.....	20
图表 46. 汽车市场更新需求或仍较高.....	20
图表 47. 食品价格持续下行.....	21
图表 48. 消费需求回升或带动核心 CPI 温和回升.....	21
图表 49. 基数因素驱动 2023 年 PPI 同比表现较弱.....	22
图表 50. 库存周期启动预计驱动 2024 年 PPI 同比回升.....	22
图表 51. PPI-CPI 剪刀差回升将驱动工业企业盈利改善.....	22
图表 52. 2023 年专项债节奏偏缓.....	23
图表 53. 2023 年 10 月增发 1 万亿国债调增赤字率.....	23
图表 54. 中央与地方政府杠杆率.....	23
图表 55. 政府性基金收入.....	23
图表 56. 政策利率继续调降.....	24
图表 57. 中长期流动性充裕.....	24
图表 58. 资金利率回到中枢附近.....	25
图表 59. 银行间质押式回购规模下行.....	25
图表 60. 结构性工具持续扩充.....	25
图表 61. 存款准备金率稳定调降.....	25
图表 62. 贷款利率传导有效.....	26
图表 63. 存款定期化趋势仍未扭转.....	26
图表 64. 信贷需求调整.....	27
图表 65. 信贷单月波动预计减缓.....	27
图表 66. 全球主要金融资产指标价格变动.....	28
图表 67. 全球风险类资产 2023 年表现排序.....	29
图表 68. 美元&黄金 2023 年表现排序.....	29
图表 69. 债券类资产 2023 年表现排序 (收益率/息差变动,bp).....	29
图表 70. 美债 10 年期收益率、MSCI 全球股指和铜油指数在 2023 年的走势.....	30
图表 71. 美国 CPI 同比增速在 2023 年的变动: 实际值、市场预期及二者差值.....	31
图表 72. (滤波后的) 中国经济周期 vs 中国制造业 PMI.....	32
图表 73. (滤波后的) 美国经济周期 vs 美国 ISM 制造业 PMI.....	32
图表 74. 美国经济周期 vs 周度经济指数趋势 (领先 8 周).....	32
图表 75. 美国经济周期 vs ISM 制造业新订单/自由库存趋势 (领先 5 个月).....	32

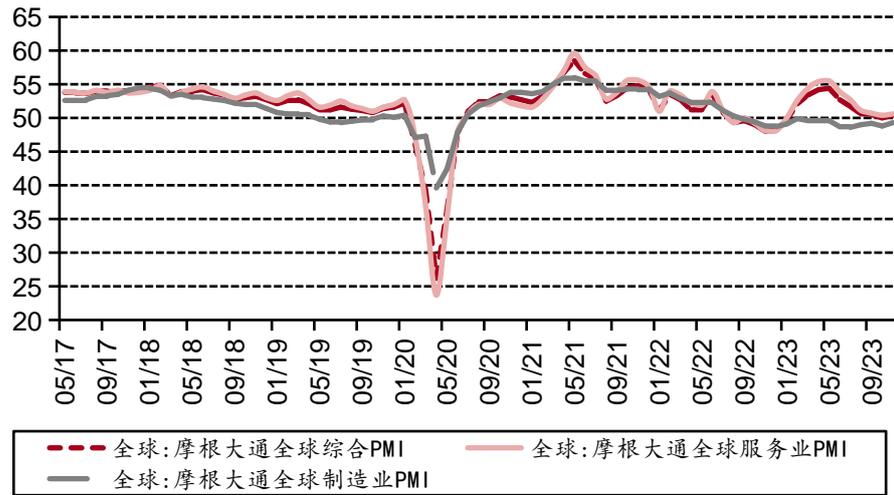
图表 76.美国企业利润(折年数)同比变动	32
图表 77. 中国工业企业利润（滚动 12 个月）同比变动.....	32
图表 78.标普 500 每股盈利增速：实际值和一致预期.....	33
图表 79. Wind 全 A 净利润同比增速：实际值和一致预期	33
图表 80. 我们预计中美经济周期可能于 2024 年出现共振上行.....	33
图表 81. 纳斯达克隐含美国经济周期预期较为乐观.....	34
图表 82.铜价隐含中国经济周期预期较为合理.....	34
图表 83.油价隐含中国经济周期预期较为合理.....	34
图表 84. 恒生指数隐含中国经济周期预期较为悲观.....	34
图表 85. 上证指数隐含中国经济周期预期略显悲观.....	34
图表 86. 美国联邦基准利率未来走势预期：委员会成员预期（黄色点和绿色线） VS 市场预期.....	35
图表 87. 我们预计美债中长端实际利率在 2024 年存在下行空间，并为金价走高提供 支持	35
图表 88. 美国名义 GDP 占全球比重 vs 美元指数.....	35
图表 89. 截至 11 月 30 日年内主要大类资产价格表现（涨跌幅：%）	37
图表 90. A 股盈利增速变化与 GDP 平减指数趋势一致.....	38
图表 91. 2024 年平减指数上行趋势明显.....	38
图表 92. A 股估值整体持续处于偏低水平	38
图表 93. 新开户对 A 股涨跌影响明显.....	39
图表 94. 2023 年下半年陆股通净流出幅度较大.....	39
图表 95. 主要机构投资者持仓各行业流通股占比.....	40
图表 96. 近三年 A 股十大热门概念股年涨幅对比.....	40
图表 97. 截至 11 月 30 日主要利率在近三年波动区间中位数.....	41
图表 98. 月末资金拆借利率走高与信用套利空间相关性.....	42
图表 99. 2023 年非银金融机构人民币贷款多增.....	42
图表 100. 2023 年政府债券发行带动资金利率波动放大.....	42
图表 101. 2023 年主要债券托管量月变化.....	42
图表 102. 截至 2023 年 11 月 30 日大宗商品价格涨跌幅（单位：%）	43
图表 103. Wind 周期品类期货价格相对表现	43
图表 104. Wind 农产品类期货价格相对表现	43
图表 105. 货币基金收益率中位数.....	44
图表 106. 收益率偏低影响货币基金规模增长.....	44
图表 107. 2024 年主要经济指标预测（单位：%）	45

1. 海外经济：转折之年

1.1 全球经济：复苏依然迟缓，下半年或有共振可能

2023 年，全球经济复苏依然较为迟缓。摩根大通全球制造业 PMI 在 2022 年 9 月跌破荣枯线后，2023 年迄今均运行在荣枯线下方，11 月摩根大通全球制造业 PMI 为 49.3。全球服务业景气程度相对略好，11 月摩根大通全球服务业 PMI 为 50.6，仍在荣枯线上方，但从 5 月以来也显示出明显的下行趋势。

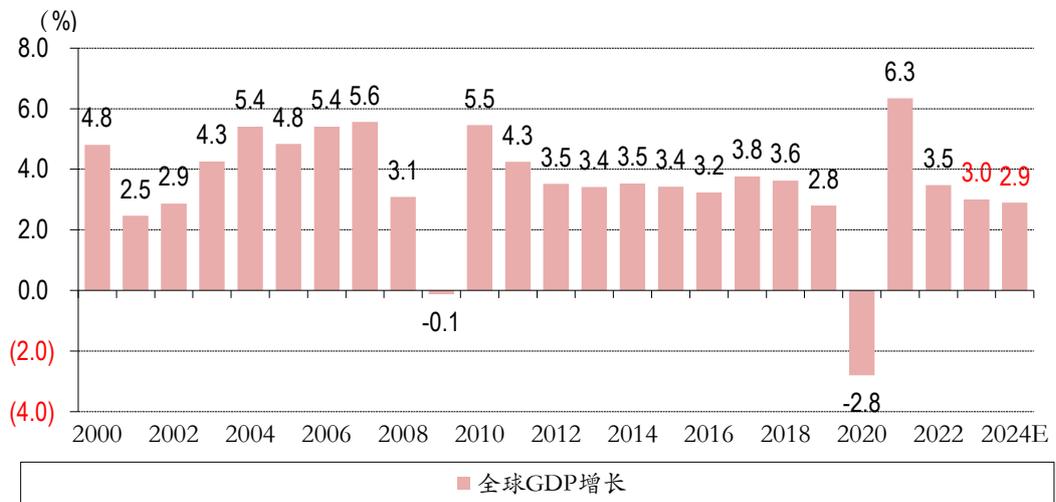
图表 1. 全球制造业 PMI 持续位于荣枯线下方



资料来源: Wind, 中银证券

IMF 在 2023 年 10 月《世界经济展望》中预测全球经济 2024 年增长 2.9%，而从 2010 年至今，全球经济增速仅在 2019 年和 2020 年低于 3%。因此，2024 年的全球经济增长依然较为疲弱。如 IMF 指出的，全球经济从俄乌冲突以及新冠疫情后的恢复依然缓慢，压制全球增长的因素包括俄乌冲突、新冠疫情以及逆全球化的长期影响，也包括高通胀导致的货币政策滞后效应，全球财政力度不足以及极端天气等周期因素。尽管全球经济硬着陆的风险有所减弱，但全球增长依然存在着下行风险。

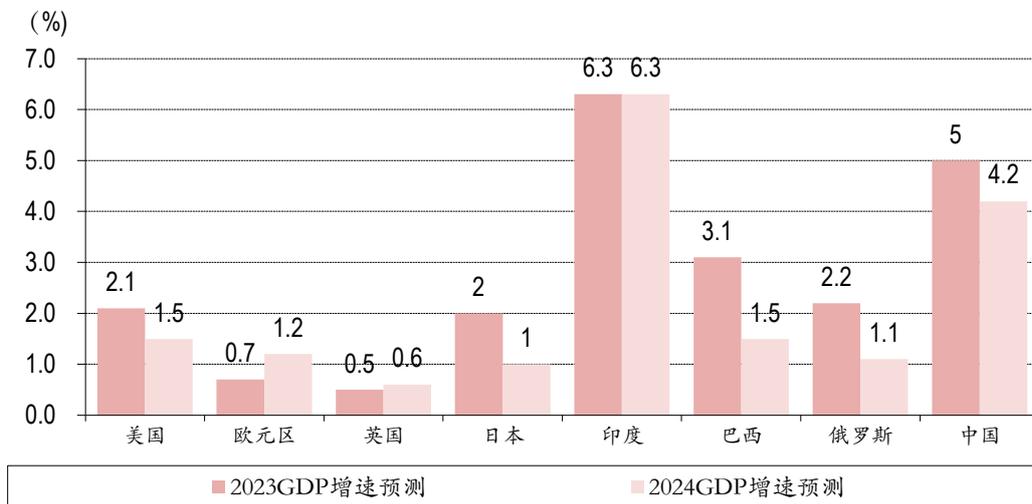
图表 2. IMF 预测 2024 年全球经济增长放缓



资料来源: IMF, 中银证券

在 IMF 的最新预测中，2024 年发达经济体增长 1.4%，新兴市场与发展中经济体增长 4.0%。其中主要经济体增速多数较 2023 年有所下行，仅印度、欧元区、英国等例外。如美国经济增速自 2.1% 下降至 1.5%，日本经济增速自 2.0% 下降至 1.0%，巴西经济增速自 3.1% 下降至 1.5%，俄罗斯经济增速自 2.2% 下降至 1.1%；印度经济增速 2023 年和 2024 年均维持在 6.3%，欧元区经济增速自 2023 年的 0.7% 上升至 2024 年的 1.2%，英国经济增速自 2023 年的 0.5% 上行至 0.6%。

图表 3. IMF 预测主要经济体中多数 2024 年增速低于 2023 年



资料来源：IMF，中银证券

在全球经济增长放缓的同时，全球通胀逐渐从高位回落，但绝对水平依然不低。IMF 预测 2023 年全球 CPI 同比增速从 2022 的 8.7% 回落至 6.9%，2024 年进一步回落至 5.8%。通胀的逐步回落意味着全球货币政策的收紧进程即将结束，2024 年有望迎来全球流动性的拐点。

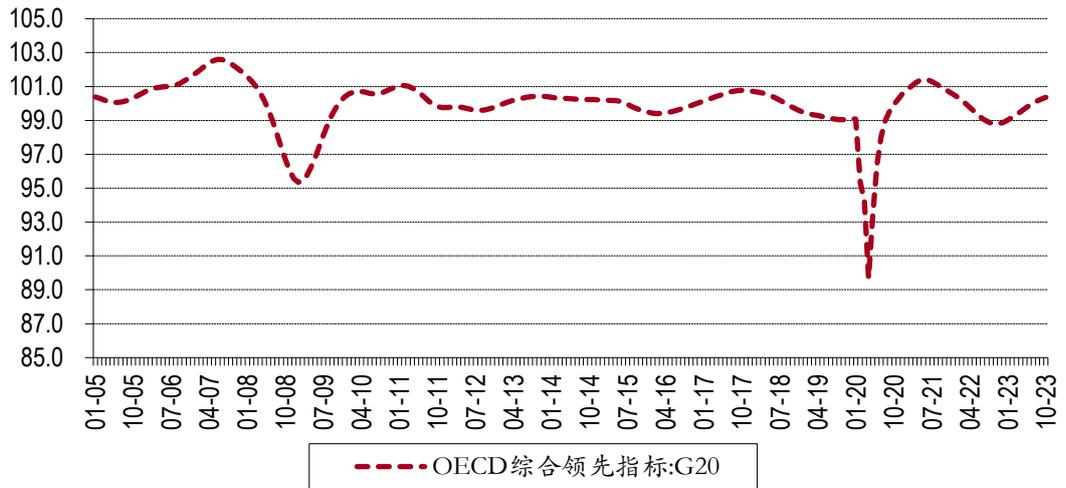
图表 4. IMF 预测 2024 年全球通胀继续回落但仍在偏高水平



资料来源：IMF，中银证券

尽管全球经济增长依然相对疲弱，但 G20 国家的 OECD 综合领先指标在 2023 年 7 月回到 100 上方，此后继续上行，显示全球经济仍在复苏趋势中。考虑到全球通胀已经度过了最为高企的阶段，如 2024 年全球货币政策取向发生变化，不排除 2024 年下半年主要经济体经济周期再度共振，进而驱动新一轮经济增长的可能性。

图表 5. OECD 综合领先指标已开始上行



资料来源: OECD, 中银证券

1.2 美国：降息可能自年中开始

2023 年美联储紧缩政策持续，共加息四次，将联邦基金利率目标范围上调至 5.25%—5.5%。高利率背景下，美国去通胀进程取得较大进展，11 月份 PCE 同比增速由上年末的 5.4% 降至 2.6%，核心 PCE 同比涨幅则由 4.9% 降至 3.2%，回落 1.7 个百分点，其中供给因素仅贡献了 0.5 个百分点，而需求因素则贡献了 1.0 个百分点，尤其是 7 月至 11 月需求端走弱明显，对核心 PCE 的拉动作用回落 0.7 个百分点（见图表 6）。

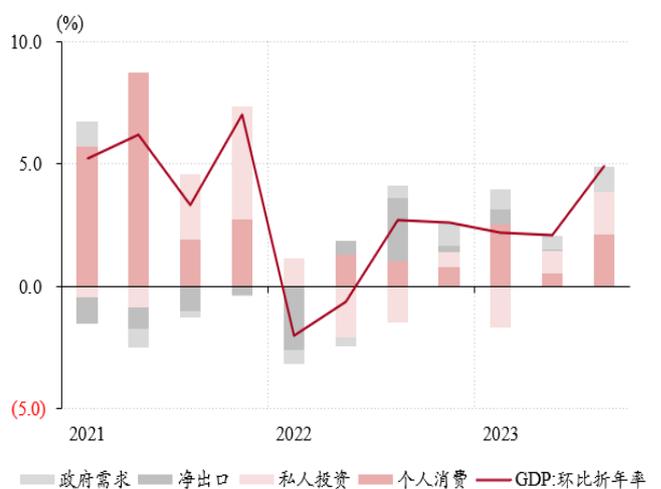
不过，全年来看，美国经济韧性远超市场预期，前三季度实际 GDP 环比折年率分别为 2.2%、2.1% 和 4.9%（见图表 7）。个人消费强劲是美国经济韧性的主要贡献项。前 10 个月，个人消费支出平均增速为 6.2%，同期个人可支配收入平均增速为 8.3%，而 2022 年增速仅为 0.5%，可支配收入增速提升主要得益于美国执行税收通胀调整政策：高通胀背景下，美国国税局将 2023 年纳税标准扣除额提高了 7%（见图表 8）。此外，劳动力市场偏紧导致薪资增速保持高位，以及前期积累的超额储蓄均是个人消费的重要支撑项。

图表 6. 美国 PCE 与核心 PCE 同比增速



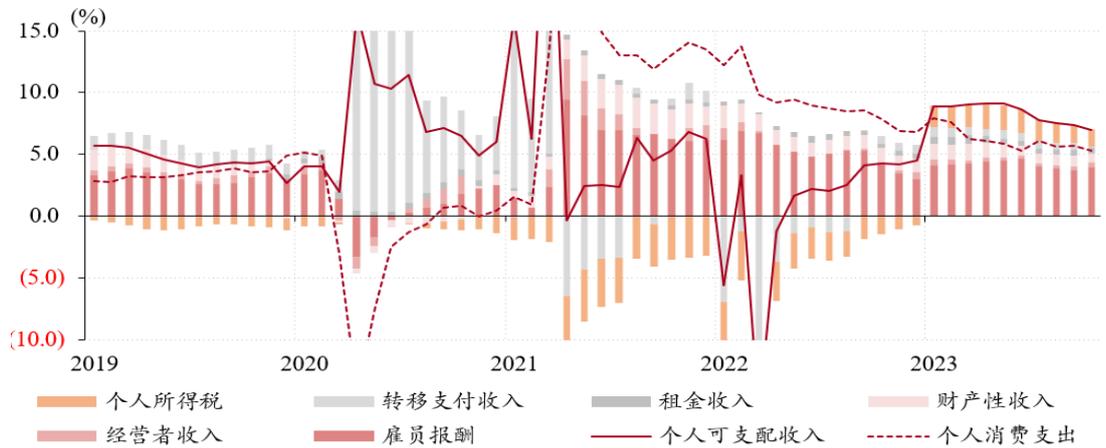
资料来源: 旧金山联储, 中银证券

图表 7. 美国实际 GDP 增速及构成情况



资料来源: Wind, 中银证券

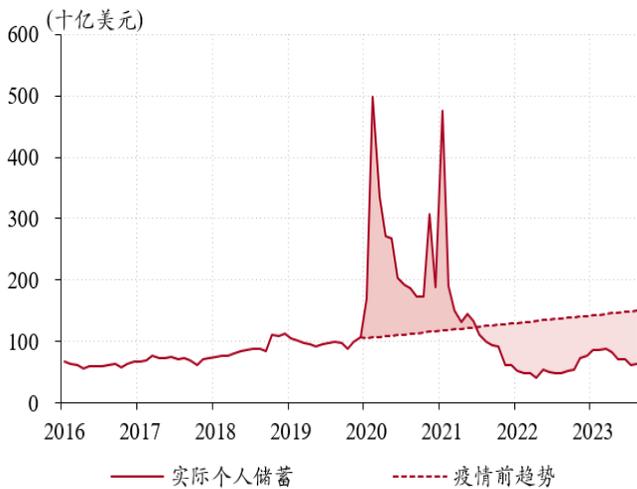
图表 8. 美国个人消费支出和可支配收入同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

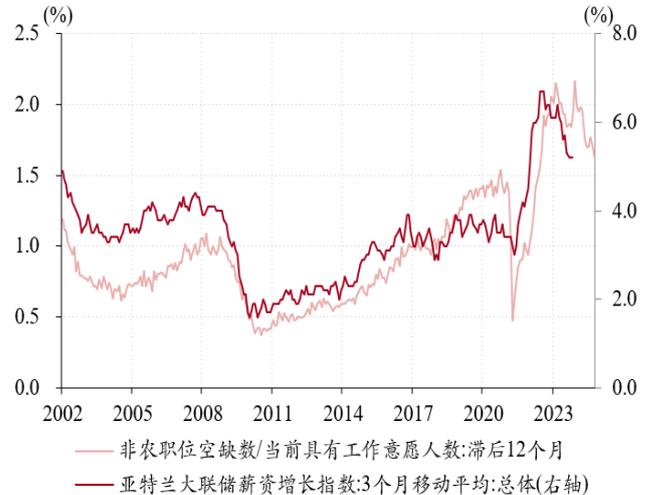
上述因素对消费的支撑作用或迎来转变。由于通胀压力缓解,美国国税局将 2024 年纳税标准扣除额提高了 5.4%,较 2023 年收窄 1.7 个百分点。旧金山联储 11 月份估计结果显示,到 2023 年 9 月美国家庭持有的超额储蓄总额约为 4300 亿美元,如果近期储蓄消耗速度持续下去,总体超额储蓄可能会在 2024 年上半年耗尽(见图表 9)。而且,就业市场开始转弱,薪资增速明显放缓(见图表 10)。因此,预计消费对经济的支撑作用减弱。

图表 9. 美国超额储蓄消耗情况



资料来源: 旧金山联储, 中银证券

图表 10. 美国薪资增速回落



资料来源: Wind, 中银证券

不过,历史经验显示,企业利润增速通常领先资本开支预期(见图表 11)。当前企业盈利出现触底回升迹象,三季度利润降幅由二季度的 2.7% 收窄至 0.6%,并且库存同比已经降至低位(见图表 12),后续或伴随资本开支回升,继而通过就业市场影响居民消费和通胀走势。这意味着,2024 年美国或呈先下后上态势,通胀下行过程中仍有波折。根据美联储最新预测,2024 年美国实际 GDP 增速将由 2023 年的 2.6% 降至 1.4%,PCE 同比会从 2.8% 降至 2.4%,核心 PCE 同比则从 3.2% 降至 2.4%。

此外,美国企业债务到期压力也是美联储调整货币政策不可忽视的因素。国际货币基金组织(IMF)在 10 月份发布的《全球金融稳定报告》中指出,2024 年全球企业再融资需求总额将超过 5 万亿美元,美国公司约占一半。如果高利率维持高位,在债务到期情况下,负面影响或加速向企业和劳动力市场传导。基于这些因素考虑,我们认为中性情形下美联储可能自 2024 年年中开始降息。不过,在货币政策真正转向之前,美联储平衡通胀、经济增长和金融稳定的难度明显加大。期间一旦发生重大风险事件,酿成经济衰退或金融危机,可能触发美联储紧急降息。

图表 11. 美国企业利润增速领先资本开支预期



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 美国库存同比增速



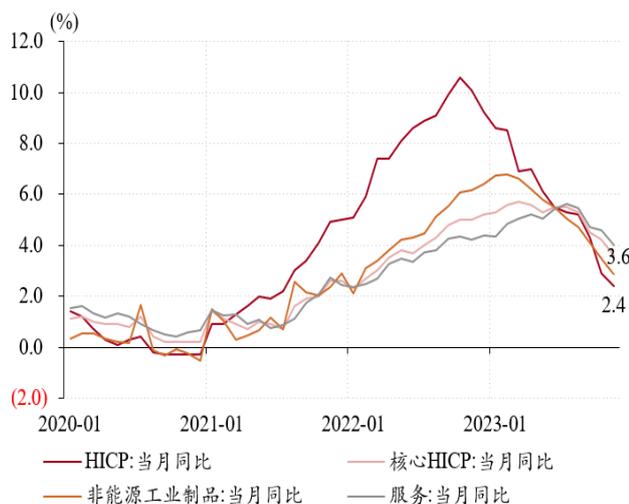
资料来源: Wind, 中银证券

1.3 欧元区：降息时点可能提前

2023 年欧央行共加息六次，将三大关键利率均上调 200BP。年初以来，欧元区通胀压力明显缓解，11 月 CPI 同比增速由上年末的 9.2% 降至 2.4%，核心 CPI 同比由上年末的 5.2% 降至 3.6%（见图表 13）。欧元区银行贷款调查显示，2023 年以来信贷供应显著收紧，贷款增速大幅下降。融资条件紧张情况下，欧元区经济下行压力明显：实际 GDP 环比增速由一二季度的 0.1% 转为第三季度的 -0.1%；欧元区综合 PMI 自 6 月开始降至荣枯线下方，最低降至 46.5，为 2020 年 12 月以来新低；工业信心指数下行态势始自 2021 年 11 月，2023 年 3 月以来持续为负，预计四季度欧元区实际 GDP 增长仍然较为疲软（见图表 14、15）。

由于工资增速仍然偏强（见图表 16），欧央行对通胀下行态势保持谨慎。在通胀总体仍趋于下行情况下，工资上涨会增强家庭购买力，这是推动 2024 年欧元区经济复苏的主要力量。但在融资条件收紧情况下，住房投资或继续下降，商业投资增长疲软。因此，2023 年 12 月欧央行下调了 2024 年实际 GDP 增速预测，由 9 月的 1.0% 降至 0.8%。虽然拉加德在 12 月议息会议上打压市场对 2024 年降息预期，但 12 月 19 日欧央行管委 Kazaks 称首次降息可能在 2024 年年中左右。鉴于欧元区经济下行压力较大，如果通胀持续回落，不排除欧央行提前降息的可能。

图表 13. 欧元区 CPI 增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 欧元区实际 GDP 季调环比增速



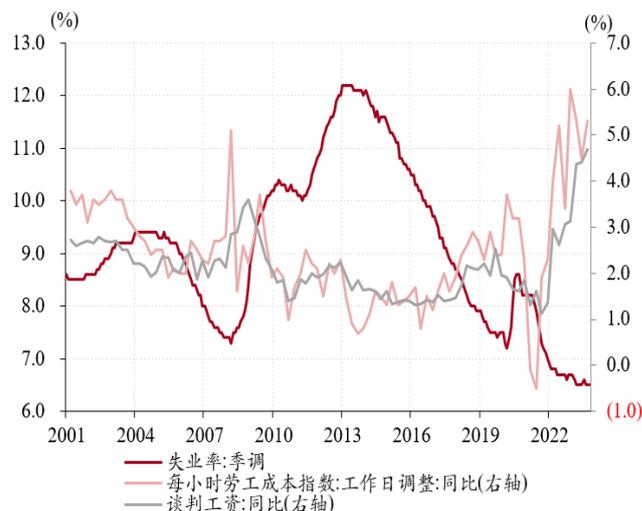
资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 欧元区主要经济指标

	工业信心 指数	消费者信 心指数	零售销售 同比	制造业 PMI	服务业 PMI	综合PMI
2023-01	0.8	(20.6)	(2.0)	48.8	50.8	50.3
2023-02	0.0	(19.0)	(2.6)	48.5	52.7	52.0
2023-03	(0.8)	(19.1)	(3.3)	47.3	55.0	53.7
2023-04	(2.9)	(17.5)	(2.7)	45.8	56.2	54.1
2023-05	(5.3)	(17.4)	(2.1)	44.8	55.1	52.8
2023-06	(7.1)	(16.1)	(0.8)	43.4	52.0	49.9
2023-07	(9.1)	(15.1)	(0.8)	42.7	50.9	48.6
2023-08	(9.9)	(16.0)	(1.8)	43.5	47.9	46.7
2023-09	(8.9)	(17.7)	(2.9)	43.4	48.7	47.2
2023-10	(9.2)	(17.8)	(1.2)	43.1	47.8	46.5
2023-11	(9.5)	(16.9)		44.2	48.7	47.6
2023-12		(15.1)		44.2	48.1	47.0

资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 欧元区失业率仍处低位, 劳工成本继续上涨

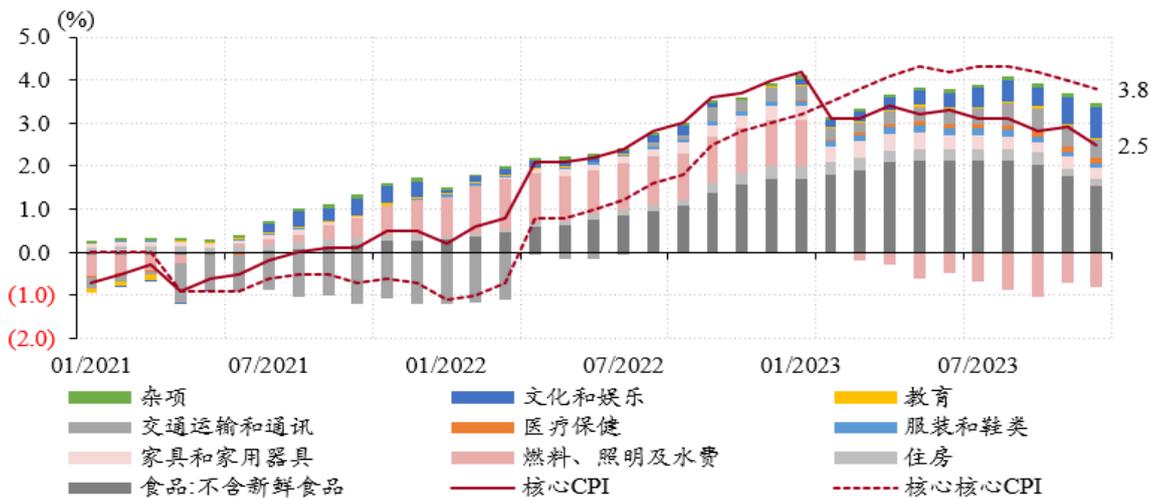


资料来源: Wind, ECB, 中银证券

1.4 日本: 4月或结束负利率

2023 年以来, 日本通胀压力有所放缓, 核心 CPI (即剔除了新鲜食品的 CPI) 同比涨幅由 1 月的 4.2% 降至 11 月的 2.5%, 核心核心 CPI (即剔除了新鲜食品和能源的 CPI) 同比增速已经连续三个月收窄, 由 4.3% 降至 3.8% (见图表 17)。

图表 17. 日本 CPI 及构成情况



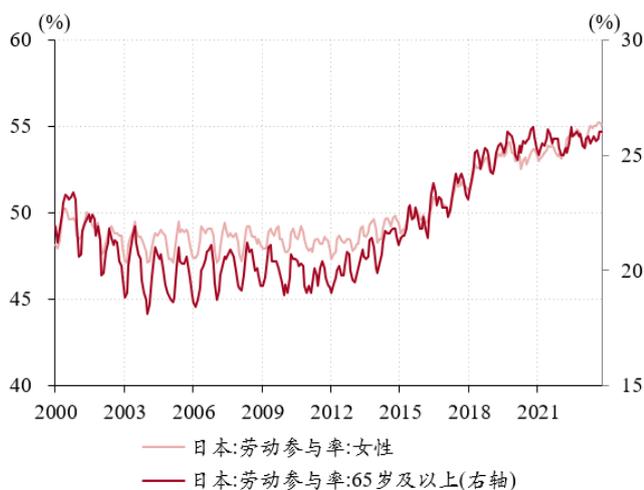
资料来源: CEIC, 中银证券

工资能否实现明显增长且与物价之间的循环加强, 是日本以稳定和可持续方式实现 2% 通胀目标的关键。目前日本女性和老年人的劳动参与率已经达到较高水平 (见图表 18), 但在劳动力市场趋紧情况下, 日本实际薪资增速仍然为负 (见图表 19)。

12 月 21 日, 日本内务省公布的计算结果显示, 截至 2024 年 3 月底的本财年日本人均收入将增长 2.4%, 低于 3% 的整体通胀率, 但计入工资收益和 2024 年年中生效的减税措施, 日本下一财年年人均收入将增长 3.8%, 超过政府预期 2.5% 的通胀率, 人均收入增速为三年以来首次超过通胀¹。而且, 12 月 19 日日本央行行长植田在记者招待会上指出, “如果工资前景指向未来实际工资增长, 实际工资增速为负不会是政策转变的障碍。”

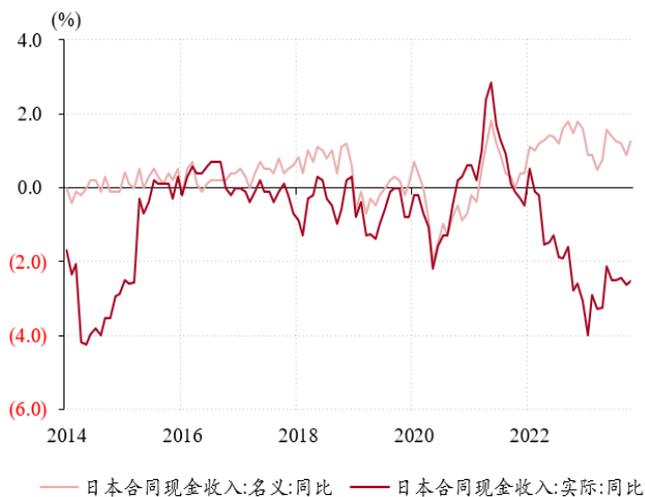
¹ <https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2023-12-21/doc-imzyuiev0516850.shtml>

图表 18. 日本女性和老年人的劳动参与率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 日本名义薪资同比与实际薪资同比



资料来源: CEIC, 中银证券

植田在记者招待会上同时指出，很多企业尚未确定 2024 年的工资计划。这表明，春季劳资谈判进展应是日本央行货币政策调整的重要依据。10 月份，日本工会联合会要求公司在 2024 年将工资至少提高 5%，高于上年同期的 5%²。据此预计 2024 年春季工资增速将继续抬升。日本的春季劳资谈判从 1 月份开始，在 3 月中旬迎来集中答复日，而且 4 月份日本央行会发布季度展望报告，因此我们预计日本央行结束负利率的时间或在 4 月。另外，需要关注海外尤其是美国经济金融形势的不确定性，对日本央行货币政策调整节奏带来的掣肘。

² <https://www.nhk.or.jp/shutoken/newsup/20231018b.html>

2. 中国经济：温和复苏之途

2.1 经济增长：“促长板”和“稳短板”

预判 2024 年国内经济增长动能，需要维持“短板”思维，即着力关注 2023 年经济增长中的两大短板——地产投资及净出口表现。一方面，海外流动性收缩已近尾声，紧缩压抑下的外需有望触底回升；另一方面，地产销售、投资数据仍较弱势，行业预期改善状况仍需关注。

增长点方面，高技术制造业投资、基建投资及汽车产业有望在 2024 年继续维持“长板效应”，对国内增长延续支撑。

2.1.1 外需有望触底回升

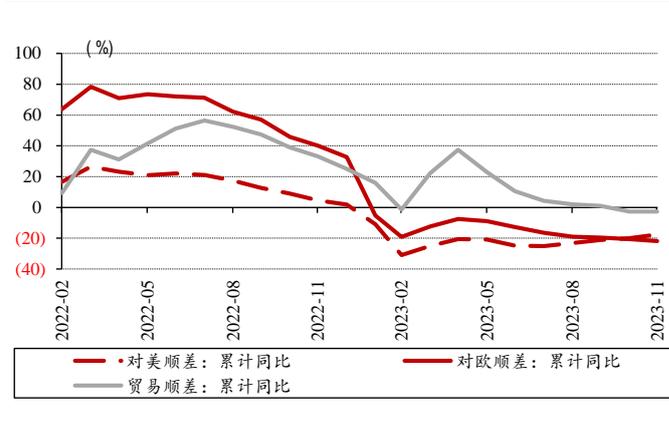
外需有望触底回升，出口优势商品增速有望反弹。2023 年以来，主要发达经济体流动性延续紧缩，对中国外需总量、结构均有影响。一方面，美、欧等传统贸易对手需求走弱，2023 年 1—11 月，中国对美、欧出口同比分别下滑 13.8% 和 11.0%。另一方面，俄罗斯、非洲等“一带一路”外需增量市场对中国出口增速有所支撑。

图表 20. 2023 年欧美对中国出口增速的支撑力度下降



资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 2023 年欧美对中国贸易顺差的支撑力度下降



资料来源: Wind, 中银证券

而在贸易差额方面，美、欧在中国贸易顺差中占比较高，其需求收缩影响较为显著。2023 年 1—11 月，中国贸易顺差同比下滑 2.7%，其中，美、欧分别拖累 8.5 和 7.3 个百分点；但对非贸易顺差对 1—11 月增速的正贡献实现 2.2 个百分点。

图表 22. 各地区贸易顺差累计占比 (%)

时间	对美: 占比	对欧: 占比	对非: 占比
2023-11	41.24	26.82	7.62
2022-12	48.23	33.01	5.61
2021-12	59.16	31.08	6.33
2020-12	60.48	25.27	7.92

资料来源: Wind, 中银证券

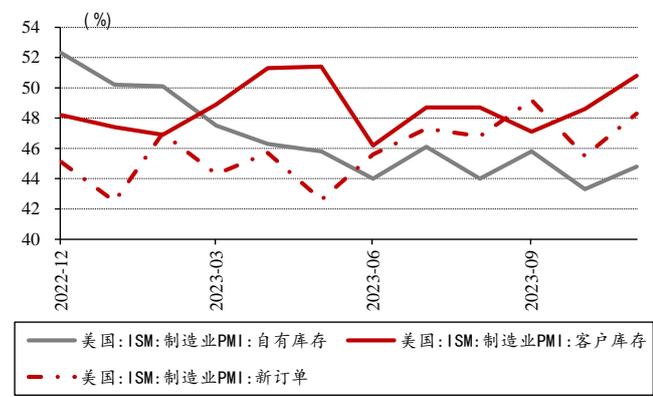
在对 2024 年外需的讨论中，我们将“软着陆”作为基准情况，原因有二：

其一，美国“补库”周期大概率已开启。2023 年 11 月，美国 ISM 制造业 PMI 库存指标回升，自有库存、客有库存分别较 10 月上升 1.5 和 2.2 个百分点，叠加同期新订单指数上行 2.8 个百分点，当月制造业需求改善，并出现补库迹象。

就业韧性有望支撑美国 2024 年“补库”趋势延续。着眼美国需求结构，个人消费支出在 GDP 中占比持续较高，2023 年三季度为 68.8%；且个人消费支出韧性较强，GDP 口径下的商品消费、服务消费均维持季度同比正增长，就业韧性是消费韧性的主要支撑。

截至 2023 年 10 月，美国非农口径私人部门职位空缺数为 774.6 万人，较 9 月下降 63.5 万人；但仍多于疫情前（2019 年 12 月）180.2 万人；且金融等对利率相对敏感部门空缺岗位减少比例较大，多数部门就业仍维持相对韧性，从而有望对美国消费韧性形成支撑，进而支撑美国 2024 年“补库”延续。

图表 23. 美国制造业 PMI 库存、订单指数表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 24. 美国非农口径职位空缺数



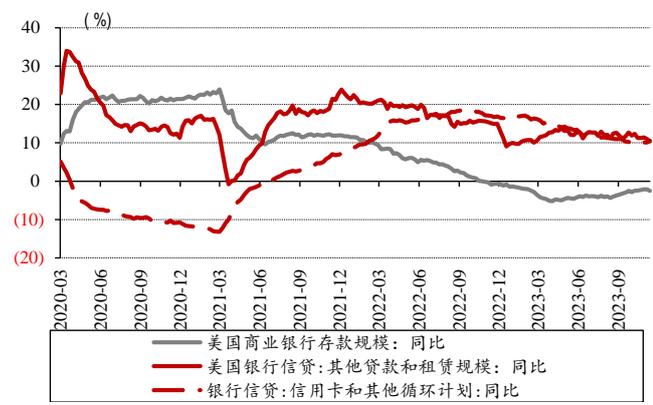
资料来源：Wind，中银证券

其二，美银行体系仍维持相对稳健，“货币乘数收缩引发衰退”的概率未明显提升。2023 年以来，市场对于美国经济是否会陷入衰退的预期不一。从美国商业银行的资产负债表看，尽管年内美国贷款利率持续走高，融资困难增加，但商业银行资产端信贷仍维持稳健。截至 11 月 29 日，美国银行信贷中占比较高的房地产贷款、消费贷款同比均维持正增长，增速分别实现 4.74% 和 4.08%。而在同期负债端，美国商业银行存款规模稳中趋降，同比降幅实现 2.53%，且存款利率仍维持在较低水平。

美国银行体系资产、负债端的不同表现，有助于缓解银行体系成本刚性，增加美国商业银行体系的稳定性；截至 2023 年 10 月，美国 M1、M2 货币乘数分别实现 3.22% 和 3.69%，我们认为，当前美国银行体系基本维持稳定，叠加美联储紧缩进程接近尾声，2024 年美国进入衰退的概率不会明显提升。

总体而言，随着外部环境“软着陆”可能性的加大，2024 年对欧美地区的出口增速、贸易顺差均有望回升，从而支撑出口同比增速温和回暖。

图表 25. 美国商业银行信贷增速维持稳健



资料来源：Wind，中银证券

图表 26. 美国货币乘数维持平稳



资料来源：Wind，中银证券

此外，出口产品结构有望持续修正。受制于外需整体回落，2023 年机电、周期及轻工类商品出口表现相对弱势，相关产品对欧美出口表现尤其弱势。以 1—10 月相关产品对当期出口同比增速的负贡献观测，1—10 月，对美出口的机电产品、贱金属制品及纺织制品负贡献分别为 1.24、0.20 和 0.22 个百分点；对欧出口的机电产品、贱金属制品及纺织制品负贡献分别为 0.69、0.22 和 0.27 个百分点。2024 年中国传统优势商品的出口表现有望温和改善。

图表 27. 2023 年 1—10 月各地区商品出口对出口增速的贡献 (pct)

产品种类	东盟	欧盟	美国	俄罗斯	“一带一路”
第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	(0.38)	(0.69)	(1.24)	0.06	0.25
第 15 类 贱金属及其制品	(0.19)	(0.22)	(0.20)	0.00	(0.04)
第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	0.08	0.10	(0.12)	2.15	0.08
第 5 类 矿产品	0.08	(0.01)	(0.01)	0.00	(0.05)
第 11 类 纺织原料及纺织制品	(0.09)	(0.27)	(0.20)	0.04	(0.05)
第 20 类 杂项制品	(0.00)	(0.16)	(0.38)	0.00	(0.01)
第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	(0.08)	(0.35)	(0.24)	(0.01)	(0.08)
第 7 类 塑料及其制品;橡胶及其制品	(0.05)	(0.05)	(0.15)	0.04	(0.01)
第 22 类 特殊交易品及未分类商品	0.07	0.12	0.17	0.00	0.01
第 4 类 食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	0.01	0.03	(0.02)	0.00	0.00
第 13 类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	(0.04)	(0.03)	(0.07)	0.02	(0.02)
第 18 类 光学、医疗等仪器;钟表;乐器	0.01	(0.01)	(0.03)	0.10	(0.03)
第 8 类 革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	(0.00)	(0.02)	(0.01)	0.00	0.00
第 2 类 植物产品	(0.00)	(0.01)	(0.00)	0.00	0.00
第 10 类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	(0.02)	(0.01)	(0.03)	0.00	(0.00)
第 14 类 珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	0.02	(0.01)	0.00	0.01	(0.00)
第 1 类 活动物;动物产品	(0.02)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	0.00
第 9 类 木及制品;木炭;软木;编结品	(0.01)	(0.02)	(0.03)	0.00	(0.00)
第 3 类 动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	(0.01)	(0.03)	0.02	0.00	0.00
第 21 类 艺术品、收藏品及古物	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.04)	(0.01)
第 19 类 武器、弹药及其零件、附件	0.00	(0.00)	(0.00)	0.04	0.00

资料来源: Wind, 中银证券

2.1.2 投资: 2024 年基建、制造业投资均将维持强韧

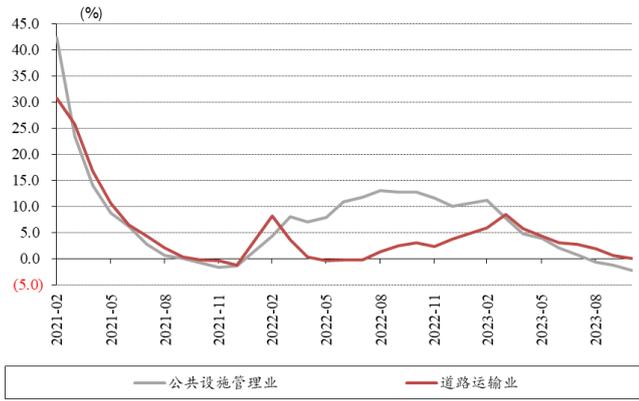
2023 年中国固定资产投资表现温和, 1—11 月固定资产投资完成额实现 460814 亿元, 同比增长 2.90%。制造业、基建投资表现不弱, 1—11 月同比增速分别实现 6.30% 和 7.96%, 对国内投资有所支撑。地产投资整体维持弱势, 1—11 月同比下降 9.40%, 地产投资对固定资产投资的拖累较为明显。

2023 年中央经济工作会议首次提出“扩大有效益的投资”。我们认为, 投资“效益”或将包括“社会效益”和“经济效益”两个层面, 有望分别拉动基建、制造业投资发力。

(1) 社会效益支撑基建投资发力

2023 年 1—10 月, 中国基建投资增速平稳, 拉动固定资产投资增长 0.99 个百分点。从基建投资的三大类别看, 1—10 月, 水利、环境和公共设施管理业, 交通运输仓储和邮政业及公用事业投资同比增速分别实现-0.80%、11.10% 和 25.00%。从细分行业看, 1—10 月, 此前占比最高的两项子行业投资表现不及预期, 公共设施管理业同比增速实现-2.20%, 道路运输业投资规模与上年同期持平, 分别对当期国内固定资产投资增速贡献-0.29 和 0.00 个百分点。相较之下, 此前占比较小的仓储业、铁路运输业及水利管理业正贡献水平较高, 1—10 月同比增速分别实现 28.10%、24.80% 和 5.70%, 分别拉动当期固定资产投资增速 0.40、0.30 和 0.12 个百分点。

图表 28. 占比较大的基建子行业投资增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

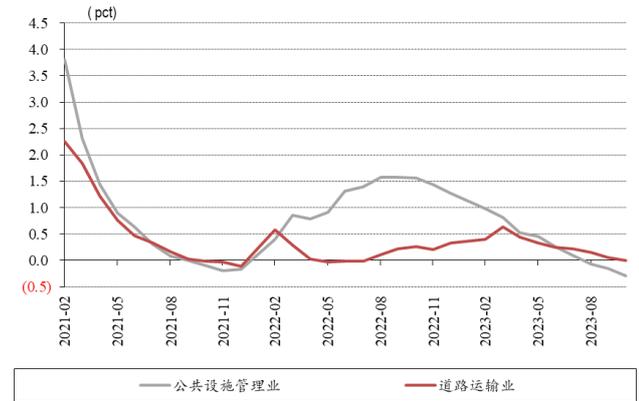
图表 29. 占比较小的基建子行业投资增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

“社会效益”有助于拉动 2024 年基建投资的全面发力。2024 年重点发力的基建项目，均为具备较强“社会效益”的投资项目。一方面，传统占比较高的公共设施管理业有望维持稳健增长，中央经济工作会议点名提及的“平急两用”公共基础设施及“城中村改造”，预计将对公共设施管理业有所提振。另一方面，水利管理业等占比较低的投资分项有望为 2024 年基建投资贡献增量；水利项目是特别国债重点支持的项目之一，12 月 12 日水利部副部长陈敏在国新办新闻发布会上表示，2024 年将积极推进一批重大工程开工建设，比如黄河古贤水利枢纽工程、广西洋溪水利枢纽工程等。

图表 30. 占比较大的基建子行业投资贡献表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 占比较小的基建子行业投资贡献表现



资料来源: Wind, 中银证券

(2) “经济效益”提振制造业增长

2023 年 1—10 月，制造业投资维持较强韧性，拉动固定资产投资增速 2.83 个百分点。从分项看，高技术、装备制造业是年内制造业投资的亮点，1—10 月，高技术、装备制造业分别为固定资产投资贡献正增速 1.80 个和 0.94 个百分点；其中，电力新能源、计算机通信电子设备制造业分别实现正贡献 1.28 和 0.51 个百分点。

高技术制造业和装备制造业仍将是 2024 年制造业投资的重要支撑。在投资的“经济效益”方面，中央经济工作会议提出“支持社会资本参与新型基础设施等领域建设”，“推动大规模设备更新”，2024 年重大投资项目或向高端制造业、新基建等领域扩容，支撑高技术制造业和装备制造业投资增速。

原材料工业、轻工业投资有望温和复苏。1—10 月，在下游需求及价格因素的作用下，轻工业、原材料工业（除化工原料外）投资持续弱势，对固定资产投资增速的负贡献分别为 0.03 和 0.05 个百分点。

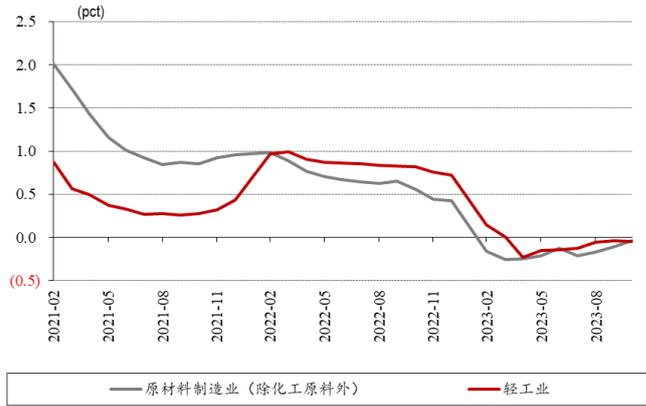
以纺服为代表的轻工业品是中国传统出口优势产品，对外需较为敏感，2024 年发达经济体需求触底回升，或将提振相关产业投资增速复苏。此外，受制于价格因素及地产投资的相对弱势，2023 年原材料工业投资扩产意愿较低，预计这一情形有望在 2024 年改善。首先，政策对价格因素的重视程度提升，中央经济工作会议提出，“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，稳价政策有望逐步推出，稳定相关产业利润。其次，中央经济工作会议提出，部分产业存在“产能过剩”，产能优化叠加下游需求的温和修复，原材料工业设备投资有望修复。

图表 32. 高技术、装备制造业对固定资产投资增速的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 原材料加工、轻工业对固定资产投资增速的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

图表 34. 1—10 月制造业子行业同比增速及贡献

行业	同比增速 (%)	贡献 (pct)	行业	同比增速 (%)	贡献 (pct)
制造业	7.10	2.83	金属制品、机械和设备修理	80.70	0.03
电气机械及器材	36.60	1.28	黑色金属冶炼及压延加工	1.90	0.03
计算机通信电子设备	9.60	0.51	废弃资源综合利用业	3.80	0.02
化学原料及化学制品	13.40	0.47	医药	0.90	0.02
汽车	18.70	0.40	铁路、船舶等其他运输设备	1.80	0.01
专用设备	10.70	0.38	烟草制品	39.30	0.01
仪器仪表	24.20	0.17	皮革制鞋	(0.30)	(0.00)
农副食品加工	6.20	0.17	文教、工美、体育和娱乐用品	(1.70)	(0.01)
通用设备	5.20	0.15	纺织	(1.20)	(0.01)
食品制造	8.90	0.11	印刷业和记录媒介的复制	(5.60)	(0.02)
有色金属冶炼及压延加工	9.80	0.11	非金属矿物制品	(0.70)	(0.03)
金属制品	3.20	0.07	纺织服装、服饰	(4.30)	(0.03)
酒、饮料和精制茶制造业	6.90	0.06	化学纤维制造	(9.70)	(0.03)
制造业:橡胶和塑料	3.80	0.06	家具制造	(8.20)	(0.06)
造纸及纸制品	10.20	0.06	石油、煤炭及其他燃料加工	(20.70)	(0.13)
木材加工制品	3.10	0.03			

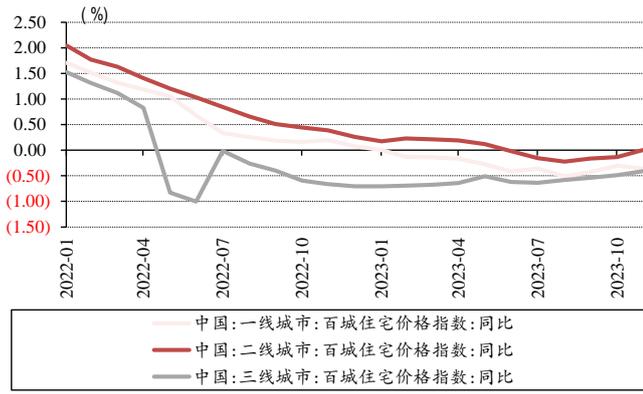
资料来源: Wind, 中银证券

(3) 地产行业预期仍待修复

受弱预期影响，地产销售持续回落。2023 年 1—11 月，地产销售表现整体弱势，商品住宅销售面积同比降幅实现 16.32%，地产行业参与实体的弱预期仍是当前主要症结。

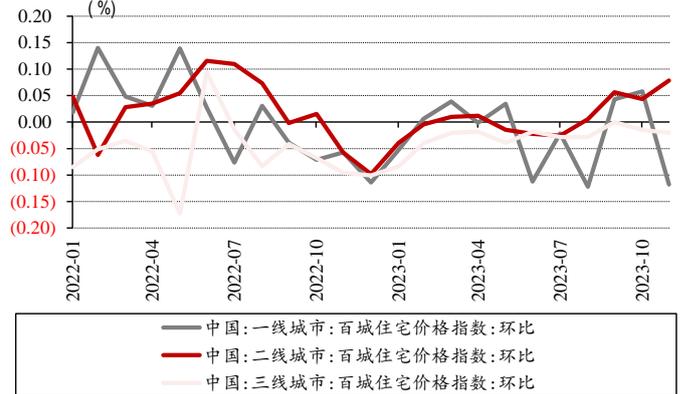
1—11 月，一线、二线和三线百城住宅价格指数同比分别变动-0.36、0.002 和-0.41 个百分点；且在结构方面，新房、二手房价格共同走弱；据 CEIC 数据，截至 2023 年 10 月，新建、二手商品住宅房价环比上涨的城市个数分别为 11 和 2 个，较 9 月数量有所下降；新建、二手商品住宅房价环比下降的城市个数分别为 56 和 67 个，较 9 月有所上升；从价格角度看，居民对当前地产行业的预期仍然较弱。

图表 35. 百城住宅价格指数同比增速表现



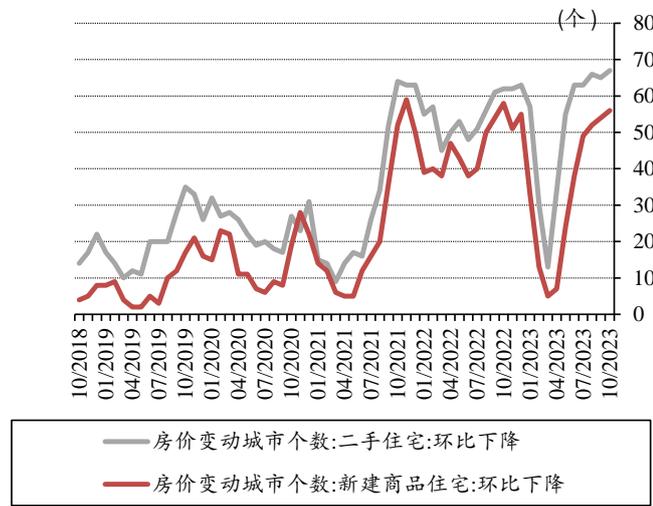
资料来源: Wind, 中银证券

图表 36. 百城住宅价格指数环比增速表现



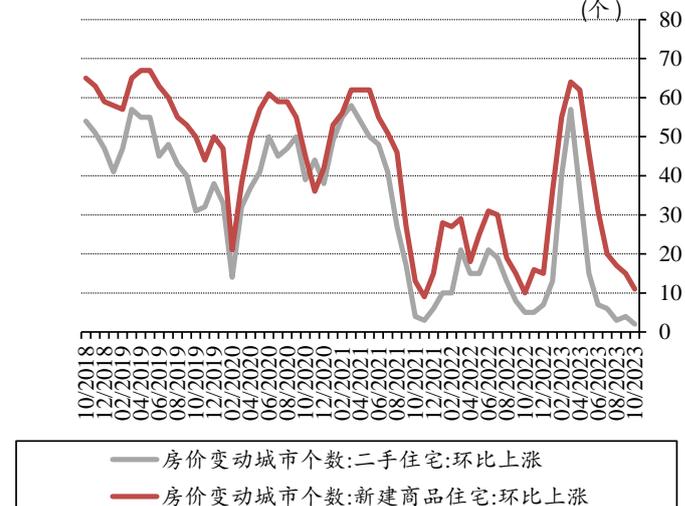
资料来源: Wind, 中银证券

图表 37. 房价环比下降城市个数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 38. 房价环比上涨城市个数



资料来源: Wind, 中银证券

广义“去库”仍在延续。1—11月住宅累计新开工、销售面积分别同比下降 22.02%和 16.32%，仍维持较大降幅，叠加住宅价格维持弱势，从广义角度看，地产行业仍在“主动去库存”。据我们测算，截至 11 月，中国广义商品住宅库存同比下降 6.43%，降幅较 10 月走扩。

现房库存出现积极信号。现房方面，1—11 月商品房待售面积同比增长 20.99%，处于年内较高水平；同期房屋竣工面积累计同比增速为 17.90%；“保交楼”政策推升年内竣工，支撑现房库存韧性。

值得一提的是，年内现房销售表现不弱，销售面积同比增速始终维持 10% 以上，预计随着竣工回落，现房市场有望向“被动去库存”切换，或对整体地产销售有所拉动。

政策扶持持续加力，静待预期改善。2023 年以来，地产销售端扶持政策持续加力，高能级城市先后宣布“认房不认贷”，12 月北京等城市宣布下调首付比例。另外，中央经济工作会议提出要“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”，地产投资端也迎来政策扶持。

图表 39. 商品房广义库存仍在下降



资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. 竣工支撑现房库存韧性



资料来源: Wind, 中银证券

在政策持续加码的背景下，行业预期成为后续地产基本面改善的关键影响因素。2023 年以来，地产行业信用风险加大，压制行业预期。中央经济工作会议将“积极稳妥化解房地产风险”放在了地产相关表述的靠前位置，再次强调“化解风险”是“促进房地产市场平稳健康发展”的基础，随着行业风险化解工作的持续推进，地产行业预期有望迎来改善。

2.1.3 促消费的重点在于“激发潜能”

(1) 消费场景改善是年内消费数据修复的重要原因

消费场景改善支撑全年消费数据表现。2023 年以来，在消费场景改善等因素影响下，居民边际消费倾向有所复苏，消费数据表现回暖，1-11 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，其中餐饮收入表现亮眼，拉动社零增速上行 1.93 个百分点，线下消费修复明显。

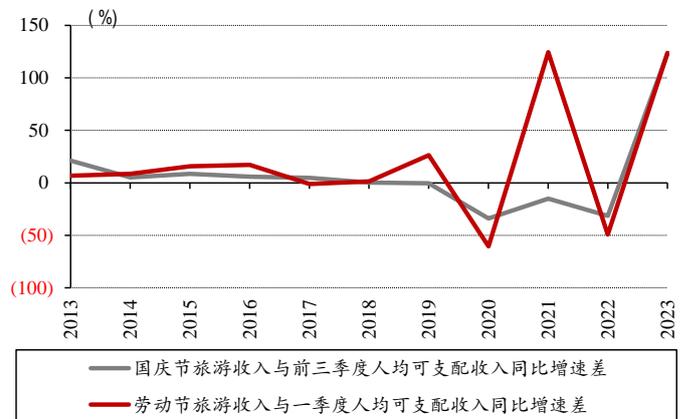
我们用人均可支配收入和人均消费性支出累计同比增速的差近似表示居民消费支出倾向(负值体现消费增长快于收入增长)，截至 2023 年三季度，居民人均消费性支出同比增长 8.60%，人均可支配收入同比增长 6.30%，则居民人均消费倾向为-2.30%，即在人均可支配收入同比增速较为温和的背景下，居民人均消费支出同比增速表现不弱。此外，节假日全国旅游收入与人均可支配收入累计同比增速之差持续高位，在消费条件改善的背景下，居民消费倾向边际回升。

图表 41. 居民人均消费倾向



资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. 节假日旅游收入与可支配收入同比增速之差



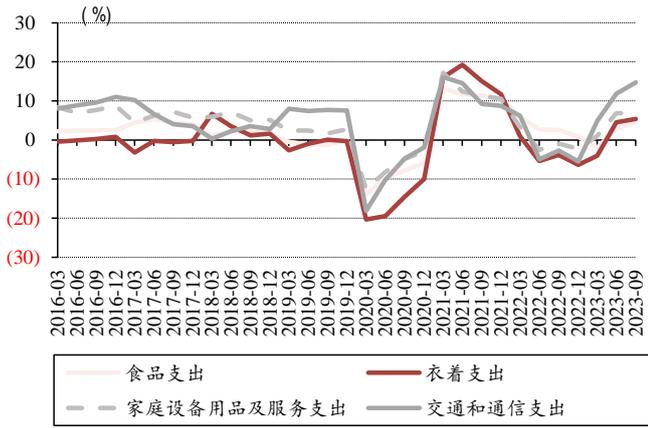
资料来源: Wind, 中银证券

(2) 汽车消费仍具备一定上行动力

从人均消费支出的结构看，2023 年前三季度各项支出均维持实际正增长，食品支出、衣着支出、居住支出、家庭设备用品及服务支出、医疗保健支出、交通和通信支出及教育文化娱乐服务支出同比实际增速分别实现 4.44%、5.41%、5.63%、6.69%、12.40%、14.75% 和 14.15%。

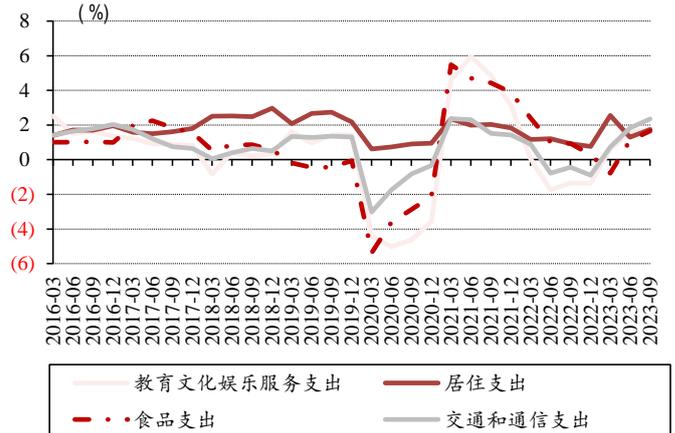
从贡献看，得益于消费场景改善，刚需性支出修复明显。2023 年前三季度，衣、食、住刚需性支出合计拉动人均消费支出同比增速 3.79 个百分点。值得注意的是，刚需性消费的不弱表现更多得益于 2022 年同期的较低基数，刚需性消费支出弹性本身较小，2024 年贡献或将回落。

图表 43. 人均消费支出各分项同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 44. 各项支出对当期人均消费支出同比增速的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

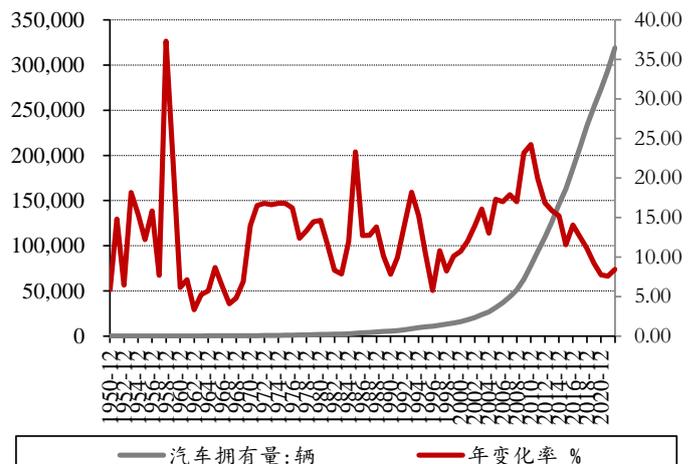
耐用消费及服务消费方面，2023 年前三季度，交通通信支出和教育文化娱乐服务支出分别拉动人均消费支出同比增速 2.36 和 1.78 个百分点，后续居民消费潜力仍需汽车、服务消费拉动。2023 年前 11 个月，国内汽车对消费的拉动作用持续较强；11 月当月，社零口径下汽车消费同比增长 13.91%，拉动社零当月同比增速上升 1.36 个百分点。我们认为，汽车市场中或仍然沉淀着较强的更新需求，2024 年汽车消费或仍具备上行动力。

图表 45. 汽车对消费的拉动作用较为明显



资料来源: Wind, 中银证券

图表 46. 汽车市场更新需求或仍较高



资料来源: Wind, 中银证券

地产后周期类消费有待提振。1—11 月，地产销售数据弱势，限额以上家具、家电及建筑装潢材料消费同比增速分别实现 2.80%、0.60% 和 -0.78%，合计拖累限额以上社零同比增速 0.03 个百分点。当前消费者对地产行业的不确定预期仍存，相关消费短期或缺乏上行动力；此外，房价的正财富效应短期难以发挥，对消费增长的助力或较有限。

(3) 2024 年促消费的重点在于“激发潜能”

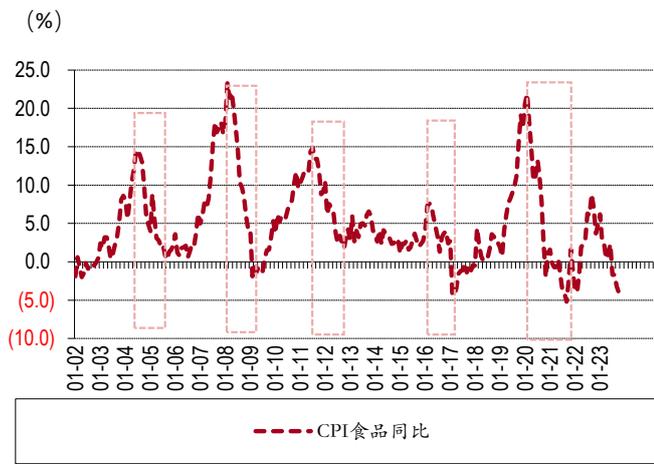
2024 年促消费的重点在于“激发潜能”。2023 年中央经济工作会议提出要“激发有潜能的消费”，政策后续或将从增加居民消费能力、优化居民消费条件两方面入手激发“消费潜能”。以新能源汽车为例，近年来，汽车产业持续转型升级，叠加免征车辆购置税等优惠政策实施，消费条件、消费能力共同改善，新能源汽车消费表现亮眼，2023 年新能源车零售销量在 2022 年同期高基数的条件下，维持较高增速。2024 年促消费的重点在于找到消费新增长点，以激发消费潜能。

2.2 通胀温和回升

CPI 预计温和复苏。2023 年 CPI 整体偏弱，1—11 月 CPI 累计同比仅增长 0.3%，11 月 CPI 则同比下降 0.5%。CPI 的疲弱一方面是由于食品价格拖累；另一方面，消费需求复苏总体依然不强，1—11 月核心 CPI 同比增长 0.7%，处于历史偏低水平。展望 2024 年，上述两个拖累 CPI 的因素预计均将有所改观。消费需求总体延续温和复苏，在消费复苏带动下，预计核心 CPI 有望回到 1% 上方。同时，从历史规律判断，食品价格下行周期大致 1 年到 1 年半左右，当前食品价格已持续下行 14 个月。尽管目前猪肉价格依然较弱，但底部特征明显，2024 年猪周期大概率将有所上行。此外，基数效应也将有所改善。综合判断，预计 CPI 春节后将回到 1% 上方，全年 CPI 预计增长 1.2% 左右。

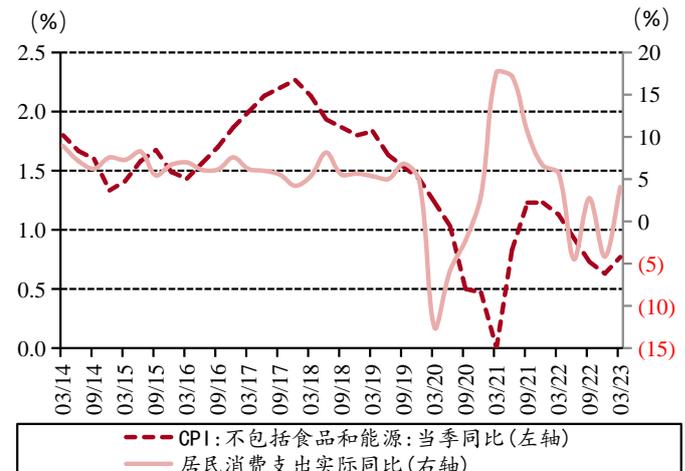
PPI 同比预计在二季度转正。受基数影响，2023 年 PPI 同比表现较弱，1—11 月 PPI 累计同比下降 3.1%。但 PPI 环比已经从 8 月开始出现较为明显的转折。当前工业企业库存处于低位，随着中国库存周期的启动，预计 2024 年 PPI 同比将继续改善，同比转正预计在 2024 年二季度，全年 PPI 增长 0.1%。

图表 47. 食品价格持续下行



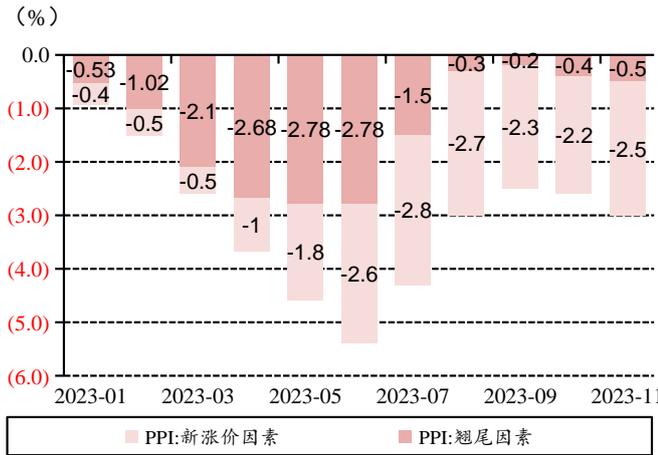
资料来源: Wind, 中银证券

图表 48. 消费需求回升或带动核心 CPI 温和回升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 49. 基数因素驱动 2023 年 PPI 同比表现较弱



资料来源: Wind, 中银证券

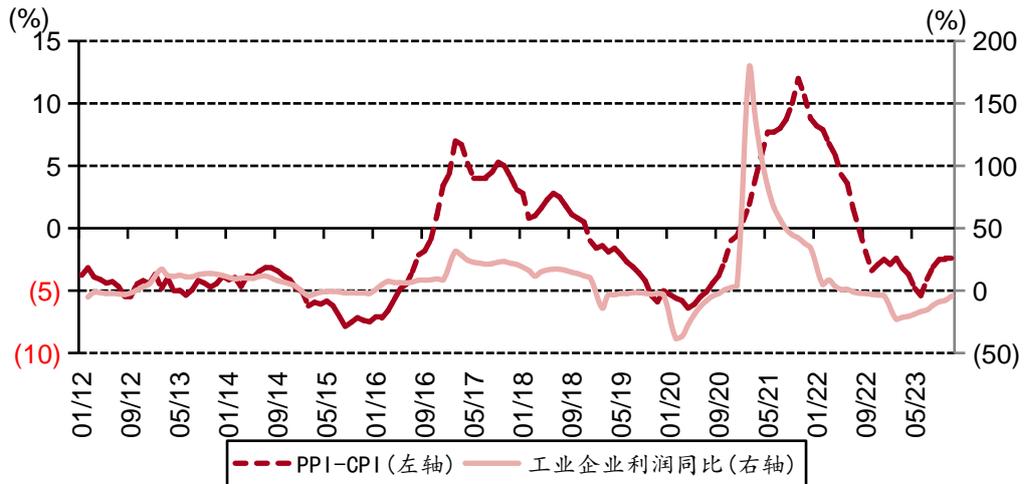
图表 50. 库存周期启动预计驱动 2024 年 PPI 同比回升



资料来源: Wind, 中银证券

总体上, 通胀维持温和, 不会对政策构成掣肘。而随着 PPI-CPI 剪刀差的改善, 企业盈利将较 2023 年有所改观。

图表 51. PPI-CPI 剪刀差回升将驱动工业企业盈利改善



资料来源: Wind, 中银证券

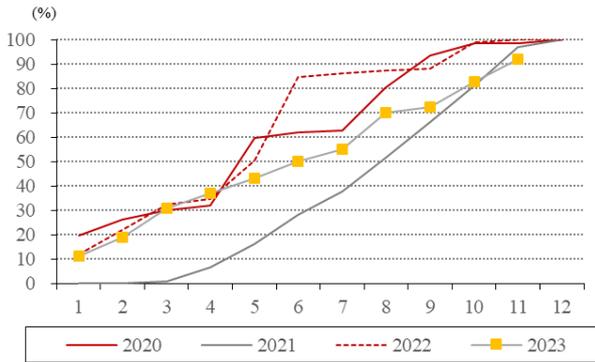
2.3 政策展望：迈向高质量发展

2.3.1 财政政策：赤字空间打开

回顾 2023 年, 中央财政加杠杆积极有为。2023 年财政支出节奏整体较慢、财政后置特征明显, 三季度财政支出有所加快恢复至往年正常进度, 8 月以后一般财政支出明显加快, 投向上从民生逐步向基建倾斜。政府性基金方面, 专项债节奏相对偏缓, 8 月底以来特殊再融资债重启发行用于化解地方政府隐性债务, 10 月下旬 1 万亿国债增发将 2023 年总赤字规模提升至 4.88 万亿元, 使得赤字率突破 3% 约束, 打开政策想象空间。

展望 2024 年, 财政延续积极, 强调提质增效。经济增长仍面临诸多挑战, 中央经济工作会议对于内部形势的判断由 2021 年-2022 年连续两年提及的“三重压力”, 调整为“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”。结合目前面临的复杂外部经济政治形势, 预计 2024 年财政政策将延续积极发力, 强调提质增效。

图表 52. 2023 年专项债节奏偏缓



资料来源: Wind, 中银证券

图表 53. 2023 年 10 月增发 1 万亿国债调增赤字率



资料来源: Wind, 中银证券

财政主导，货币配合。政策层面，财政政策将继续主导，货币政策将进行配合。由于总需求的弹性相对较弱，财政政策的扩张将成为引导内需扩大、支持经济稳步修复的主要政策选择。2023 年 11 月—12 月，央行分别净投放 6000 亿元、8000 亿元 MLF 应对政府债发行，随着外部制约逐步减轻，货币政策预计将配合财政政策，通过降准、公开市场操作释放流动性来对冲政府债券供给增加的影响，保持流动性合理充裕。此外，通过降低存款利率和政策利率，政府将进一步引导融资成本下降，并通过结构性工具支持重大战略和特定领域。

中央加杠杆，地方去杠杆。10 月中央金融工作会议提出“优化中央和地方政府债务结构”，中国政府部门，特别是中央政府的杠杆率相对较低，中央政府加杠杆的空间相对充足，或可通过发行长期限低利率国债，用以置换高成本地方债。同时考虑到政府性基金收入下降和地方政府债务化解的情况，地方政府举债的空间受到一定限制，中央财政扩张成为趋势。

图表 54. 中央与地方政府杠杆率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 55. 政府性基金收入



资料来源: Wind, 中银证券

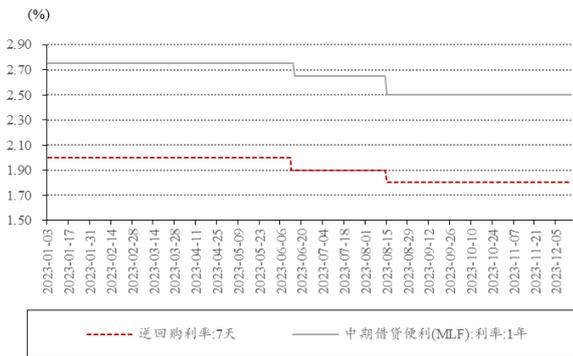
“三大工程”建设或是主要发力方向。2023 年 4 月政治局会议首提规划建设保障性住房，在超大特大城市推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设；7 月政治局会议进一步强调加快“三大工程”建设，提出要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产；7 月以来，住建部、央行、自然资源部等多部委表示从建设主体、金融、土地要素多方面为“三大工程”提供支持；11 月中旬，央行行长表示为“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，完善住房租赁金融政策体系等。“三大工程”建设或是 2024 年广义财政的主要发力方向，尤其是城中村改造与保障房建设的联动值得关注。类似于 2014 年为棚改提供资金支撑，预计 PSL 等货币政策工具或再度发力，引导资金投向三大工程建设。

2.3.2 货币政策：积极配合财政

回顾 2023 年，货币政策保持宽松。2023 年货币政策全年保持宽松基调，3 月、9 月各降准 25bp，6 月、8 月先后两次下调政策利率，逆回购利率合计下调 20bp，MLF 利率合计下调 25bp，四季度在财政扩赤字、特殊再融资债发行的情况下，连续大额增量续作 MLF 提供中长期流动性。

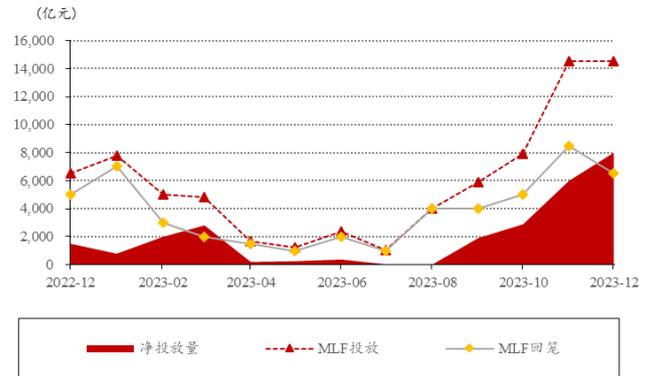
展望 2024 年，稳通胀成为关键。展望 2024 年，中央经济工作会议提出货币政策要“灵活适度、精准有效”，同时提出“保持社融、M2 同经济增长和价格水平预期目标相匹配”和“促进社会综合融资成本稳中有降”，将价格水平预期目标纳入为首次，将货币政策中介目标进一步细化，提升了通胀在货币政策考量中的权重，意味着货币政策在实施时不仅需要关注经济基本面，还需要关注通胀水平。

图表 56. 政策利率继续调降



资料来源: Wind, 中银证券

图表 57. 中长期流动性充裕



资料来源: Wind, 中银证券

稳增长逐渐转向防风险。货币政策在 2023 年经历了从“跨周期”到“逆周期”到“跨周期+逆周期”结合的转变，在通胀下行的背景下，货币政策目标整体保持稳增长方向。但金融工作会议之后防空转诉求有所升温，随之全国人大常委会关于金融工作情况报告中明确提出防空转问题，货币政策目标有所调整，从稳增长逐渐转向防风险。

货币政策注重以我为主。主要发达经济体加息周期接近尾声，随着全球加息潮结束及可能开启的新一轮降息周期，虽然中美利差仍然处于高位，但随着人民币汇率逐步企稳，中国货币政策外部掣肘逐步改善。

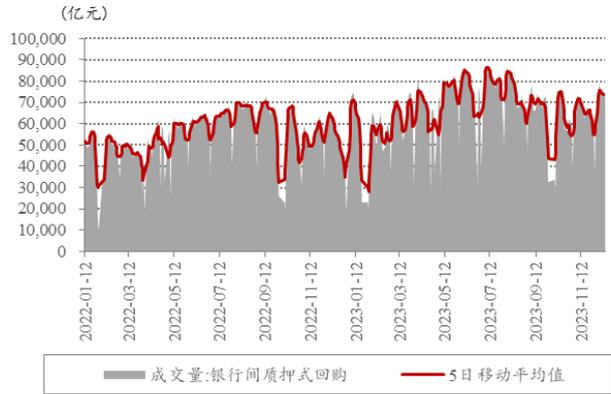
整体保持宽松取向，同时加强资金管理，积极防空转。狭义流动性方面，政府债券集中大量发行，需要央行配合做好流动性安排，平滑短期冲击，降低总体波动性。但同时防止资金套利和空转在 2023 年下半年以来也得到不断强调，预计 2024 年仍会成为狭义流动性管理重点，后续或较难看到资金价格显著大幅下行。

图表 58. 资金利率回到中枢附近



资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. 银行间质押式回购规模下行



资料来源: Wind, 中银证券

降息降准仍有空间。广义流动性方面，2024 年中央财政有所扩张，政府债券供给压力、信贷开门红等等都可能导致流动性缺口加大，数量工具或存在 2—3 次降准空间。2024 年 CPI 同比可能小幅回升，但实际政策利率或仍然偏高，后续降息仍有空间。在银行净息差压缩至历史低位、地方政府化债负担的综合影响下，预计银行存款利率仍将延续下调趋势，同时带动贷款利率下行。

从货币政策数量型工具来看，预计结构性工具重要性提升。在信贷供需新形势下，结构性工具的重要性再度提升。三季度货币政策报告中两处对于结构性货币政策的强调可能是未来的方向：一是优化结构，提升对于重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。落脚点主要在于提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重，即“全国性商业银行小微业务内部资金转移定价优惠均不低于 50 个基点、普惠金融在分支行综合绩效考核的权重均不低于 10%”；二是增加支农支小再贷款、再贴现额度，重点支持“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”五篇大文章，主动补位“各级财力未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加强资金支持的重点领域和薄弱环节”。结合来看，央行未来对于民营企业、结构性工具的考核可能还将加强，对于单月信贷总量的考核可能会有所降低。截至 2023 年三季度，结构性货币政策工具规模已达 7.02 万亿元，在支持重点领域、宽信用方面起到了重要作用。

降准仍是主要流动性投放手段。从稳增长的角度出发，经济增长本身需要降准释放中长期资金进行支持，降准仍是成本最低、见效最快的中长期流动性投放手段。2018—2023 年央行每年均启动降准，大型金融机构存款准备金率分别调降 250bp、150bp、50bp、100bp、50bp、50bp，降准成为年度释放中长期流动性工具。相比之下，MLF 同样作为总量性政策，2019 年和 2021 年分别净回笼 12610 亿元、6000 亿元，调整相对灵活，因此在应对 2023 年四季度增量国债发行的情况下，MLF 呈现大幅净投放应对机构跨年，预计 2024 年仍将灵活调整配合降准投放中长期资金。

图表 60. 结构性工具持续扩充



资料来源: Wind, 中银证券

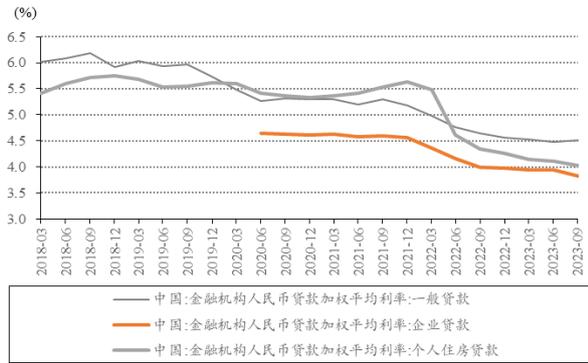
图表 61. 存款准备金率稳定调降



资料来源: Wind, 中银证券

从货币政策价格型工具来看，预计传导机制进一步疏通。疏通货币政策传导机制主要在于政策利率向市场利率的传导。贷款利率方面，贷款加权平均利率持续处于历史低位，货币政策向贷款利率的传导卓有成效。存量房贷利率、新增贷款利率均有下降。存量房贷利率方面，2023 年以来，1 年期贷款市场报价利率（LPR）和 5 年期以上 LPR 分别下降 20 个和 10 个基点；截至 9 月底，22 万亿元存量房贷加权平均利率降幅 73 个基点。新增贷款利率方面，9 月底，贷款加权平均利率下降至 4.14%，位于年内低位；个人住房贷款加权平均利率下降至 4.02%，位于历史最低位；企业贷款加权平均利率下降至 3.82%，位于历史最低位，环比大幅下降 13 个基点。存款利率方面，2023 年以来，截至 10 月末，住户定期及其他存款占比上升了 3.80 个百分点，非金融企业定期及其他存款上升了 3.09 个百分点。目前来看存款定期化长期化倾向仍未出现拐点，增强企业居民投资消费动力还有待政策驱动。

图表 62. 贷款利率传导有效



资料来源: Wind, 中银证券

图表 63. 存款定期化趋势仍未扭转



资料来源: Wind, 中银证券

资金利率向下有约束。防空转是资金利率中枢回到政策利率以下的约束之一。自央行 8 月份以来提及资金空转以来，银行间资金利率明显抬升。从近期在公开场合和货币政策执行报告上的表述看，防止资金空转未来一段期间内依然是央行排在靠前位置的重要目标。从历史经验上看，央行货币政策中去杠杆为一个重要目标，以去杠杆为主要目标期间，资金价格均有比较明显的抬升，从历史上看主要体现在 2013 年 6 月至 12 月，2017 年至 2018 年 4 月和 2020 年 5 月至 11 月。此外，银行净息差承压，负债成本高企下中小行难以放贷，大行承担主要信贷投放和政府债承接任务。大行放贷压力预计持续。由于银行间流动性的主要来源为大行，大行的贷款压力增加也会导致银行间流动性收紧。

2.3.3 信贷社融：稳总量调结构

盘活存量，调整结构。本轮信用关键不在量而是结构，在信贷支持的大方向上，重点在于盘活存量资金、提高使用效率要求信贷结构有增有减，预计未来还将继续加大重大战略、重点领域和薄弱环节的考核力度。在经济结构转型升级过程中，不同成分之间自然会有所更替，相关信贷需求也随之改变和调整。总量目标则是兼顾实际增长与通货膨胀，中央经济工作会议中提出“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”，将货币政策中介目标进一步细化，提升了通胀在货币政策考量中的权重。

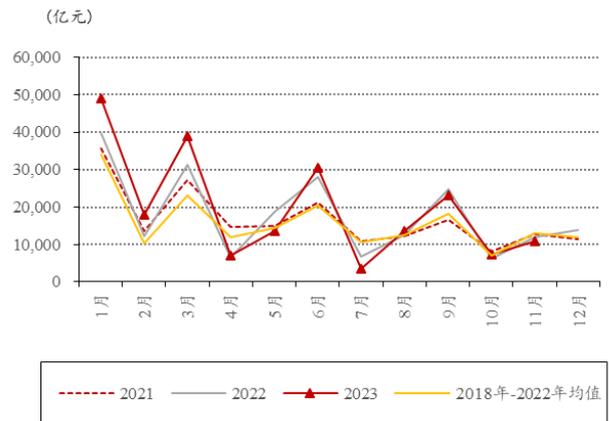
单月波动有所减缓。考虑到政策刺激和经济修复延续，预计 2024 年信贷仍将保持稳步增长，单月波动较 2023 年将会有所减缓。由于后续分析金融总量指标要有更多元视角，同时不宜过于关注新增贷款情况，导致新发展阶段下金融数据对利率短期影响或趋弱，以及长债利率上行幅度可能弱于历史宽信用周期规律。

图表 64. 信贷需求调整



资料来源: Wind, 中银证券

图表 65. 信贷单月波动预计减缓



资料来源: Wind, 中银证券

预计政府债券贡献上升。新增人民币贷款更注重结构调整, 预计 2024 年全年贷款保持稳定; 非标压降明显放缓, 预计 2024 年全年非标融资为正数; 中央政府加杠杆空间打开, 预计政府债券贡献度上升, 上半年发行较为集中, 下半年发行量降低; 预计企业债券对于社融的贡献依然较弱, 整体融资规模或介于 2022-2023 年之间。整体社会融资同比增速呈现倒“N”形走势。信贷结构方面, 企业部门中长期贷款仍是支撑, 居民部分中长期贷款可能呈现稳定, 在存量房贷利率调整政策以及“认房不认贷”等多项政策放松以后, 居民购房情绪维持改善, 2022 年前 11 月和 2023 年前 11 月居民中长贷分别为 2.56 万亿元和 2.40 万亿元, 较 2016—2021 年水平大幅下降但预计将保持平稳。

3. 2024 年大类资产配置展望

3.1 全球资产配置展望：初春之兴

3.1.1 2023 年大类资产表现回顾：美国通胀走势是贯穿全年的交易主线

(AH 股之外的) 全球主要股指和美债收益率在 2023 年共同走高。在我们追踪的全球主要资产中 (数据截至 12 月 13 日)，(AH 股之外的) 全球主要股指和美债收益率在 2023 年共同走高，比特币价格在 2023 年实现翻倍，全球信用债利差收窄。但与此同时，除黄金外的大宗商品表现则相对欠佳。

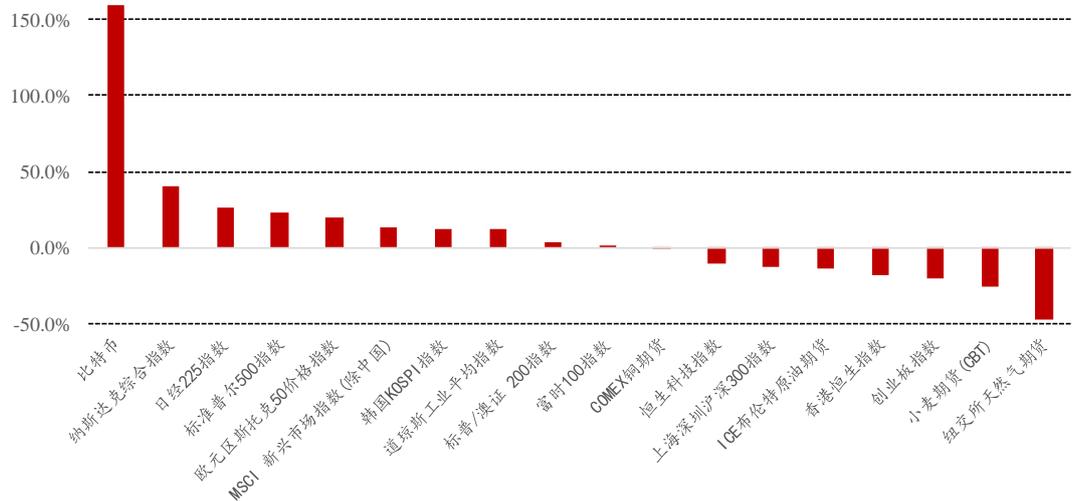
图表 66. 全球主要金融资产指标价格变动

	全球主要金融资产指标	收盘价	价格隔日变动	价格5日变动	价格30日变动	2023年以来价格变动
风险资产	比特币	42993	4.6%	-3.5%	17.8%	159.9%
	标准普尔500指数	4707	1.4%	2.2%	6.7%	22.6%
	道琼斯工业平均指数	37090	1.4%	2.3%	8.0%	11.9%
	纳斯达克综合指数	14734	1.4%	2.3%	7.0%	40.8%
	日经225指数	32926	0.3%	1.9%	1.0%	26.2%
	COMEX铜期货	379	0.0%	-0.9%	3.3%	-0.6%
	上海深圳沪深300指数	3370	-1.7%	-0.9%	-5.9%	-13.0%
	标普/澳证 200指数	7258	0.3%	0.9%	4.4%	3.1%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1238	0.0%	-0.1%	5.4%	12.9%
	创业板指数	1872	-1.7%	-1.0%	-6.8%	-20.2%
	韩国KOSPI指数	2511	-1.0%	-0.3%	4.4%	12.3%
	欧元区斯托克50价格指数	4530	-0.1%	0.2%	7.0%	19.4%
	恒生科技指数	3686	-1.2%	-0.5%	-7.4%	-10.7%
	香港恒生指数	16229	-0.9%	-0.6%	-6.9%	-18.0%
	富时100指数	7548	0.1%	-0.1%	1.7%	1.3%
	全球高收益债利差	4.5%	-2.9	-4	36	90
	全球投资级企业债利差	1.2%	2.0	2	16	28
	小麦期货(CBT)	585	-3.6%	-4.8%	1.1%	-26.1%
	ICE布伦特原油期货	74	1.4%	-2.1%	-10.0%	-13.6%
	纽交所天然气期货	2.34	1.0%	-9.5%	-27.0%	-47.8%
美元兑日元	142.89	-1.8%	-1.4%	-5.8%	9.0%	
美元兑英镑	0.7925	-0.4%	-0.6%	-2.7%	-4.2%	
美元兑离岸人民币	7.1384	-0.8%	-0.7%	-2.1%	3.1%	
金价	2028	2.4%	1.2%	4.2%	11.2%	
美元兑欧元	0.9196	-0.7%	-1.0%	-1.6%	-1.6%	
美元指数即期汇率	102.9	-1.0%	-1.1%	-2.6%	-0.6%	
避险资产	10年期德国国债收益率	2.17%	5	10	54	40
	10年期美国国债收益率	4.02%	18	21	62	-14
	10年期中国国债收益率	2.65%	1	4	0	19

资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年12月13日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

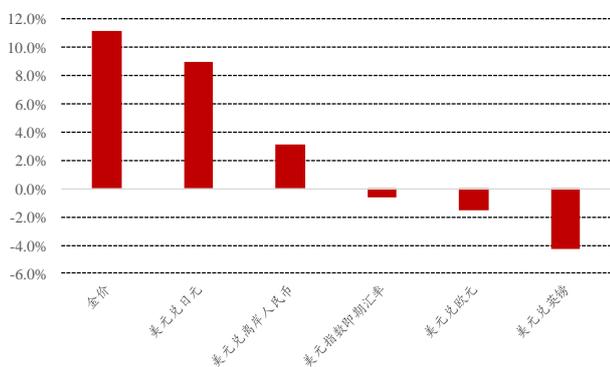
具体来看，在我们所追踪的全球主要股指中，纳斯达克综合指数在 2023 年拾阶而上，以全年 41% 的涨幅领跑；日经 225 以 26% 的年涨幅位列第二；标普 500、道琼斯工业指数、MSCI 新兴市场（除中国）、韩国 KOSPI 和欧洲斯托克在 2023 年也都录得了 10%—20% 的涨幅；但富时 100 和澳证 200 全年仅录得 5% 以内的小幅上涨，AH 主要股指则全年收跌约 10%—20%。股票之外，同样作为风险资产的全球高收益和投资级债券利差分别收窄约 90 个基点和 28 个基点。大宗商品中，铜价在 2023 年呈现震荡走势，全年基本收平；原油价格上半年呈现震荡走势，下半年先上后下，全年收跌约 14%；小麦和纽交所天然气价格则全年分别收跌约 26% 和 50%。另一方面，美元指数在 2023 年整体呈现震荡行情，全年基本收平，而国际金价则全年收涨约 11%。值得注意的是，在比特币、股指以及信用债利差等风险资产全年收涨的同时，美国国债收益率也在 2023 年走高约 14 个基点。换言之，从全年的表现来看，美国“股债跷跷板”（2023 年美股大涨，美债小跌）的关系有所恢复，这同 2022 年的股债双杀的情况是完全不一样的，也更符合 2000 年之后股票和美债收益率关联度大部分时间为正的现象。与此同时，中国和德国 10 年期国债收益率在 2023 年分别走低约 19 个和 40 个基点。

图表 67. 全球风险类资产 2023 年表现排序



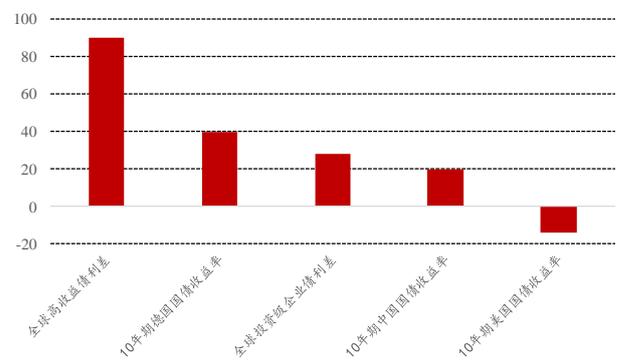
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 2023 年 12 月 13 日收盘价

图表 68. 美元&黄金 2023 年表现排序



资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 12 月 13 日 收盘价

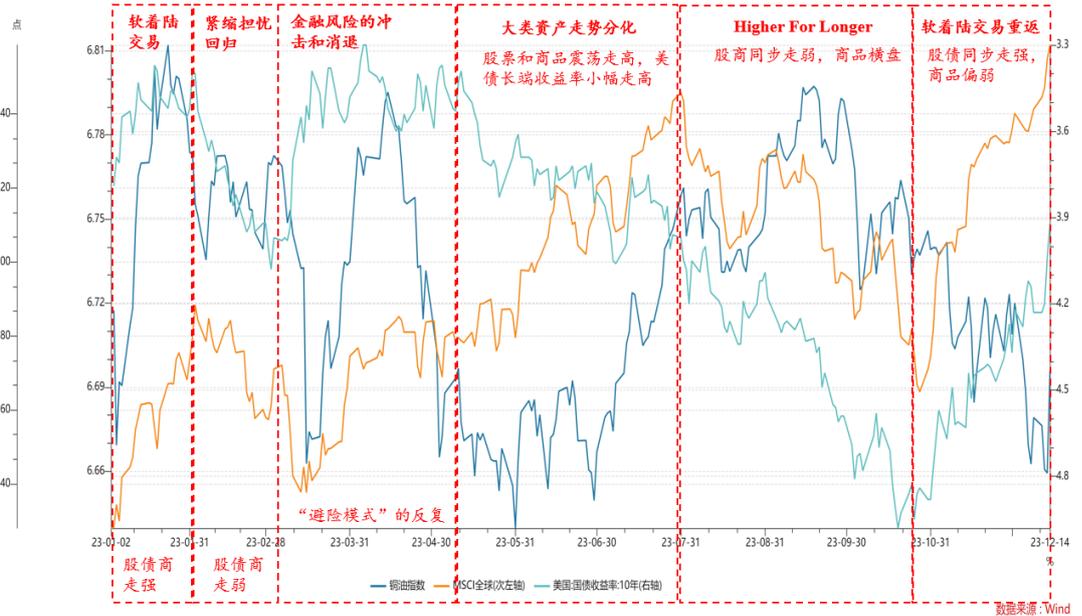
图表 69. 债券类资产 2023 年表现排序（收益率/息差变动, bp）



资料来源：彭博，中银证券；注：截至 23 年 12 月 13 日 收盘价，收益率变动正值为下降，意味着资产价格走高，反之亦然

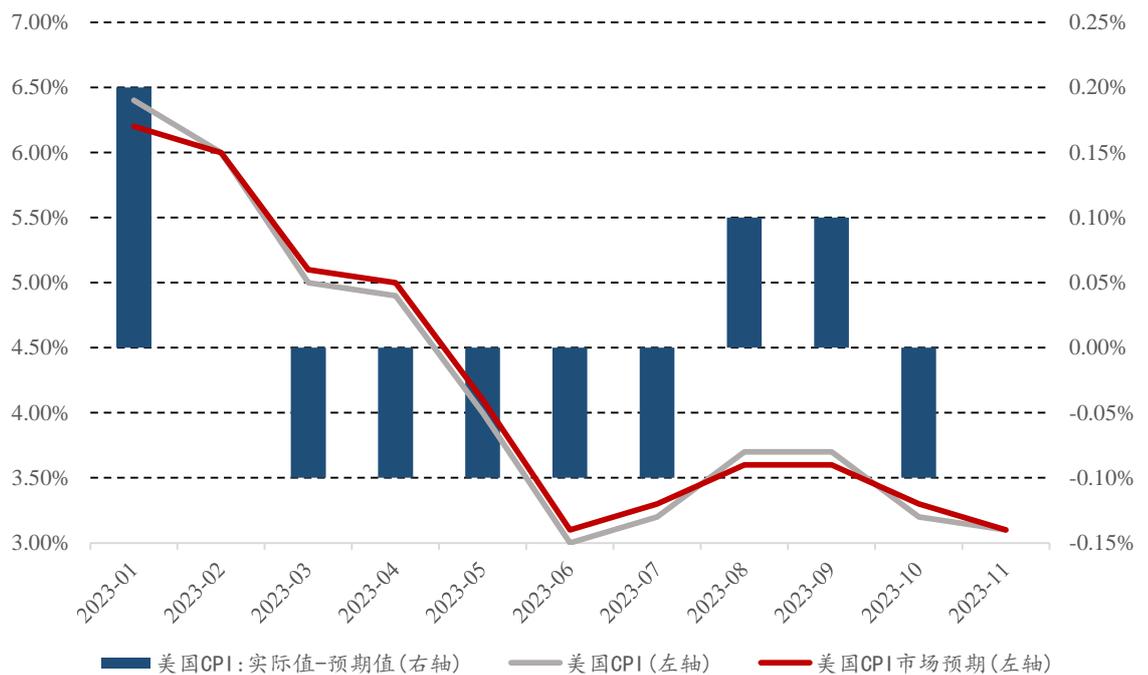
从 2023 年全年交易节奏来看，美国通胀走势是贯穿全年的交易主线，但金融风险曾一度是市场关注的焦点。在 2023 年开头的两个月中，市场依然延续了 2022 年的风险资产和避险资产同涨同跌的特征：高于预期的美国通胀/劳动力就业数据往往导致市场对通胀的担忧升温，进而增加市场对未来美联储货币政策进一步紧缩的预期，而这倾向于导致资产价格出现普跌（“紧缩”交易），反之亦然（“软着陆”交易）。这一交易特征在 3 月初的美国金融风险事件出现之后被暂时打破——市场的注意力从美国的通胀/就业数据快速转向了欧美金融体系的安全性：频频出现的金融风险事件及其发展成为了影响市场最为关键的因素。在这一阶段，风险资产和避险资产的关联度重回负值，而是否出现新的金融风险事件则决定了市场是进入“避险模式”（风险资产跌，避险资产涨）还是进入“风险模式”（风险资产涨，避险资产跌）。进入 5 月之后，随着金融风险逐渐平息，市场也将注意力重新转移至全球经济的基本面上。但是彼时整体上如期放缓的美国通胀水平，暗示接近加息终点的美联储以及经济活动数据好坏参半的美国经济并未能够给市场一个非常清晰的交易主题。在全球宏观 Beta 的缺失下，各个大类资产自身及其细分领域的 Alpha 因素的影响力有所增强，这也导致了 5 月到 7 月之间，大类资产之间走势出现了一定的分化。之后，在美联储加强对“higher for longer”引导、8 月和 9 月连续两个月美国 CPI 超预期以及服务业通胀回落缓慢的背景下，“紧缩交易”在 8 月—10 月的时间段中再次主导市场，各类资产重回普跌。进入 11 月之后，美国劳动力市场超预期降温，10 月 CPI 数据也再次弱于市场预期。这使得市场对于美国通胀压力以及随之而来的紧缩政策的担忧再次得到缓解，各类资产也都再次出现了普涨（也即“软着陆”交易重新主导市场）。12 月，尽管美国的通胀和劳动力数据并未继续超预期走弱，但为 2024 年降息的讨论打开大门的 12 月 FOMC 会议，则使得“软着陆”交易在 2023 年年末得以延续。

图表 70. 美债 10 年期收益率、MSCI 全球股指和铜油指数在 2023 年的走势



资料来源：彭博，中银证券，注：数据截至 23 年 12 月 14 日，此处用铜油指数来代表顺周期商品价格走势，铜油指数=LME 铜和布伦特原油现货价的自然对数的均值

图表 71. 美国 CPI 同比增速在 2023 年的变动：实际值、市场预期及二者差值

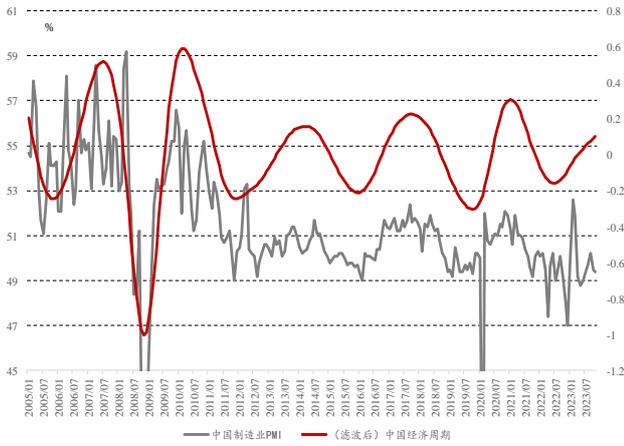


资料来源：彭博，中银证券

3.1.2 2024 年大类资产表现展望：中美经济周期有望重回升势并带动风险资产回暖

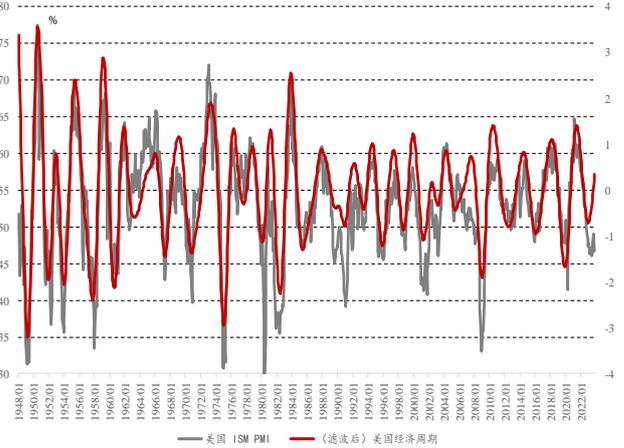
中美经济周期在 2024 年有望共振上行，但美国金融、信用、财政和地缘政治等风险仍需警惕。正如前文所述，我们预计欧美 GDP 增速在 2024 年仍会有所放缓，同时美国的通胀压力也会在劳动力市场逐渐降温的背景下继续放缓。但是从分析大类资产的角度来看，相较传统的更为关注经济产出的数据，我们认为基于企业利润的经济周期可能是一个更为关键的经济指标（具体分析请参考 2022 年 12 月 8 日的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》）。目前，我们已经看到了经济周期的回升迹象：（1）（滤波后的）中美经济周期已经开始了新一轮的上行：通过 HP 滤波法对制造业 PMI 进行分析后发现，（滤波后的）中美经济周期已经开始了新一轮的上行周期，显示中美经济的内生动力可能已经开始由弱转强，这也意味着未来一段时间中美制造业 PMI 有望趋势性回升（月度数据仍可能有波动）。（2）先导指标显示（未经滤波的）美国经济周期有望逐步触底回升：基于美国高频经济数据和制造业 PMI 新订单 VS 库存比值的指标显示，（未经滤波的）美国经济周期有望逐渐触底回升。（3）中美企业盈利底部或已经出现：截至 2023 年第三季度的数据显示，美国企业利润(折年数)同比增速为-0.65%，较一季度的降速有所收窄。另一方面，截至 2023 年 11 月的数据显示，中国工业企业滚动 12 个月利润同比增速降幅也由年中的-14%收窄至-10%。与此同时，基于分析师一致预期的统计显示，标普 500 每股盈利同比增速在 2023 年二季度触底后有望持续震荡回升，并于 2024 年末达到约 18%；Wind 全 A 净利润增速也有望由 2023 年的约 9.8% 上升至 2024 年的约 21%。基于上述观察，我们预计中美经济周期有望在 2024 年出现共振上行的态势。当然，另一方面，可能对经济周期造成显著负面冲击的风险因素仍然存在。美联储于 2023 年 10 月发布的“金融稳定报告”指出，市场专业人士认为 2024 年可能影响金融稳定的风险包括：持续的高通胀所可能带来的进一步的紧缩政策、商业/居民地产减值风险、银行挤兑事件再现等金融、信用、财政、地缘政治方面的风险。不过，目前美国通胀增速和美债长端收益率有所回落，银行业流动性仍然充裕，房地美房价指数仍持续走高，中美关系有所缓和，上述风险尚未对经济周期的回暖构成实质性威胁。

图表 72. (滤波后的) 中国经济周期 vs 中国制造业 PMI



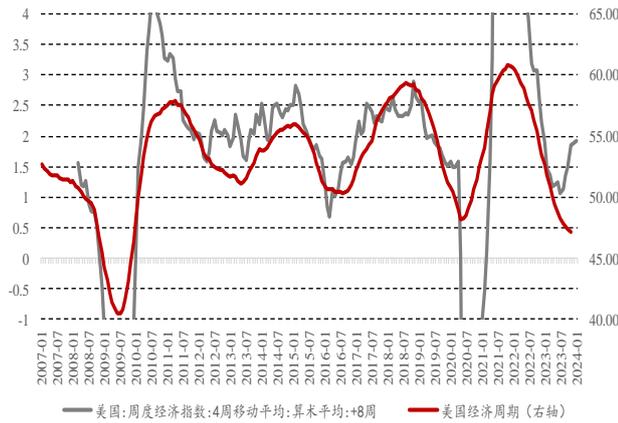
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 73. (滤波后的) 美国经济周期 vs 美国 ISM 制造业 PMI



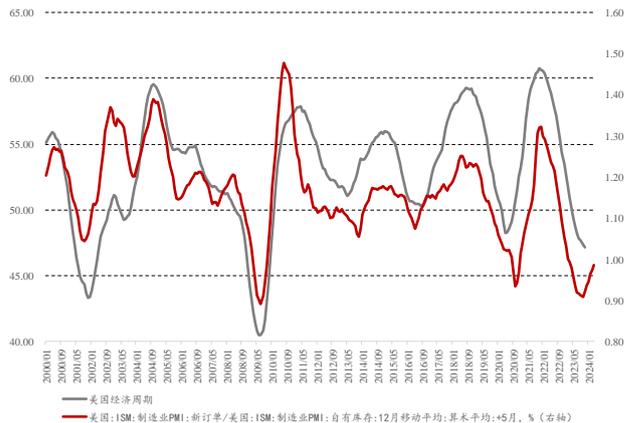
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 74. 美国经济周期 vs 周度经济指数趋势 (领先 8 周)



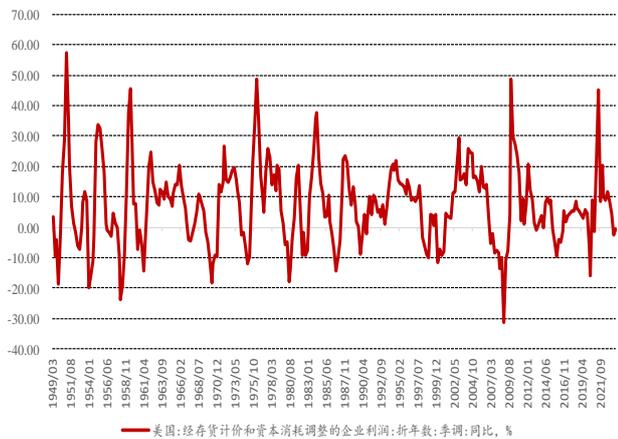
资料来源: Wind, 中银证券

图表 75. 美国经济周期 vs ISM 制造业新订单/自由库存趋势 (领先 5 个月)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 76. 美国企业利润(折年数)同比变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 77. 中国工业企业利润(滚动 12 个月) 同比变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 78. 标普 500 每股盈利增速：实际值和一致预期



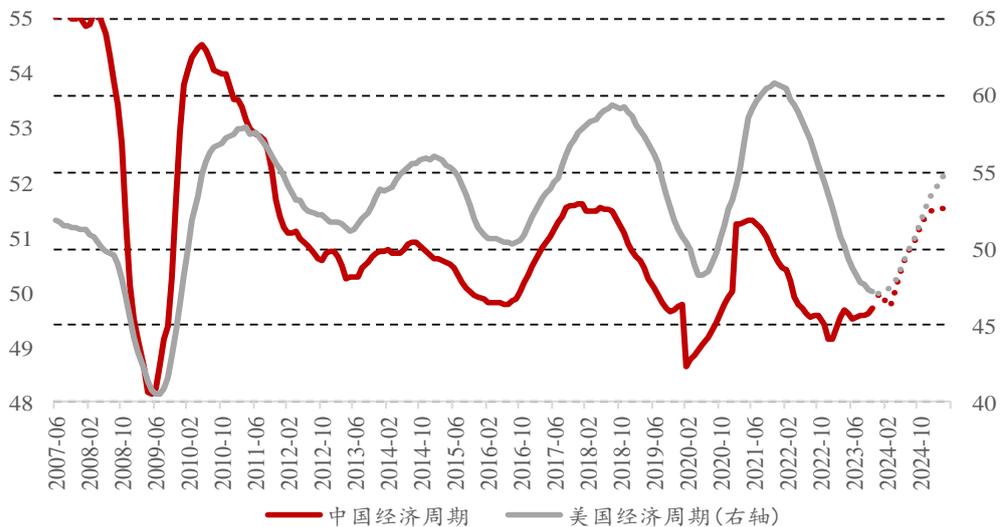
资料来源：彭博，中银证券

图表 79. Wind 全 A 净利润同比增速：实际值和一致预期



资料来源：Wind，中银证券

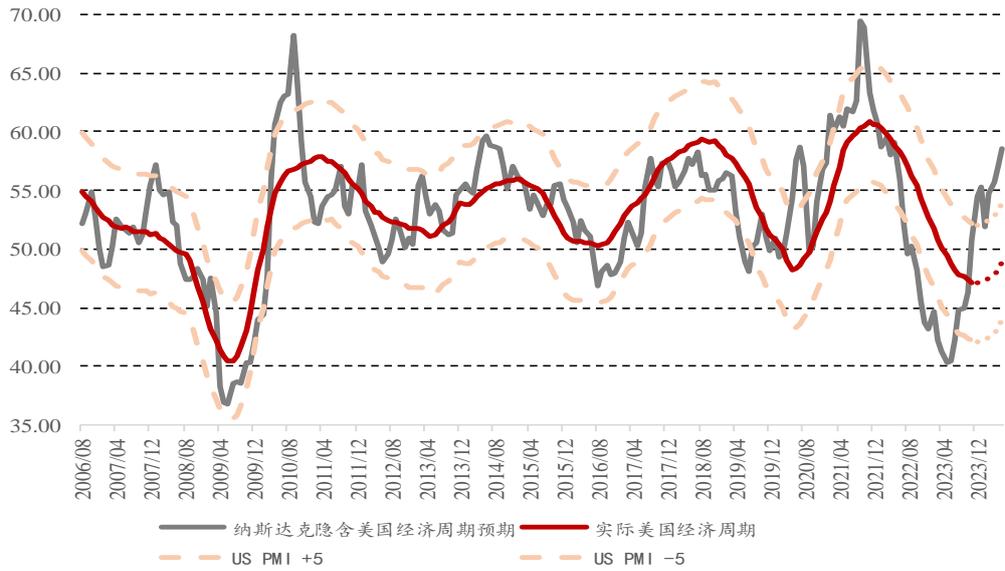
图表 80. 我们预计中美经济周期可能于 2024 年出现共振上行



资料来源：Wind，中银证券

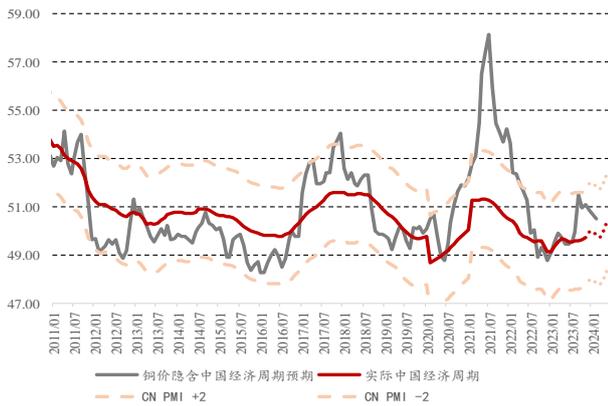
中美经济周期共振上行有望推动市场风险偏好于 2024 年回升，AH 股性价比较高；美债名义收益率存在下行空间，实际收益率存在回落空间，并为金价走高提供支持；美元指数或呈现震荡格局。在（基于企业利润的）中美经济周期共振回升的前提下，市场风险偏好也有望在 2024 年逐步回暖，包括铜油以及股指在内的风险资产因此有望得到提振。基于经济周期和资产价格历史关联度，我们计算了部分代表性大类资产对经济周期的计价程度，并发现：（1）纳斯达克对于美国经济周期回升的计价是较为乐观的；（2）铜油对于中国经济周期回升的计价是相对合理的；（3）上证指数和恒生指数对于中国经济周期回升的计价是不够充分的。我们因此认为做多 AH 股在 2024 年可能具有更好的性价比。另一方面，正如前文所述，我们预计美国经济有望实现“软着陆”，同时通胀水平将持续超 2% 回落（回落过程中或有波折），美联储有望于 2024 年年中左右开始释放降息信号。我们因此认为美债收益率曲线在 2024 年存在整体下移的空间。综合考虑美债收益率曲线持续“正常化”和我们对于美国企业盈利周期可能重回回升势的判断，我们预计随着降息信号逐渐清晰，美债短端收益率下降的速度可能将快于中长端。而在美债中长端名义收益率和通胀水平（以及通胀预期）都可能下行，并且后者下降速度可能更慢的前提下，我们预计 2024 年美债实际收益率存在回落空间，这也意味着国际金价在 2024 年仍有走高的空间。当然，如果地缘冲突事件在 2024 年频繁出现或者全球投资人对于美元主导权产生强烈质疑的话，黄金价格会得到更为显著提振。另一方面，基于市场的一致预期和我们的计算，我们预计美国的名义 GDP 占全球的比重在 2024 年可能会略有下滑，我们因此认为 2024 年美元指数可能会维持一个震荡格局。

图表 81. 纳斯达克隐含美国经济周期预期较为乐观



资料来源：彭博，中银证券

图表 82. 铜价隐含中国经济周期预期较为合理



资料来源：彭博，中银证券

图表 83. 油价隐含中国经济周期预期较为合理



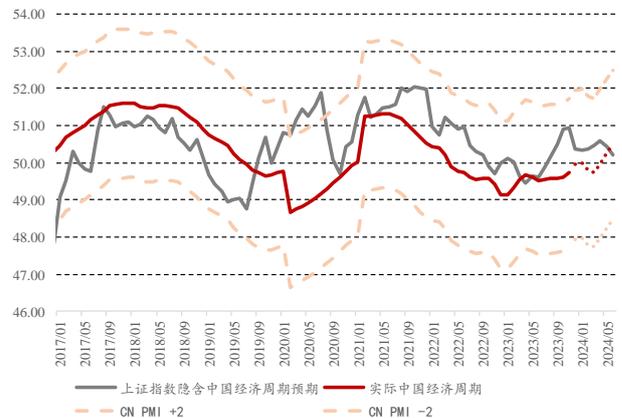
资料来源：彭博，中银证券

图表 84. 恒生指数隐含中国经济周期预期较为悲观



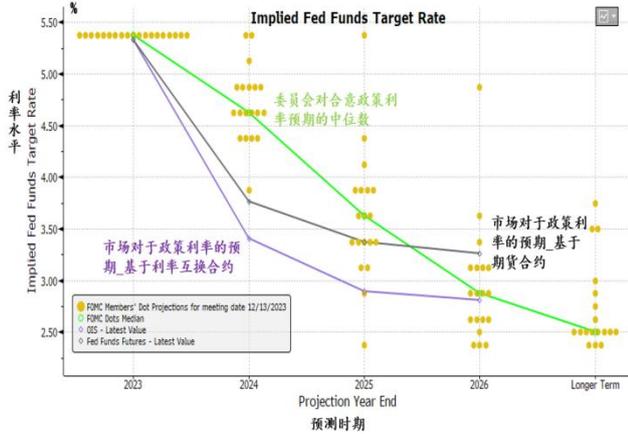
资料来源：彭博，中银证券

图表 85. 上证指数隐含中国经济周期预期略显悲观



资料来源：彭博，中银证券

图表 86. 美国联邦基准利率未来走势预期: 委员会成员预期 (黄色点和绿色线) VS 市场预期 (黄色点和紫色线)



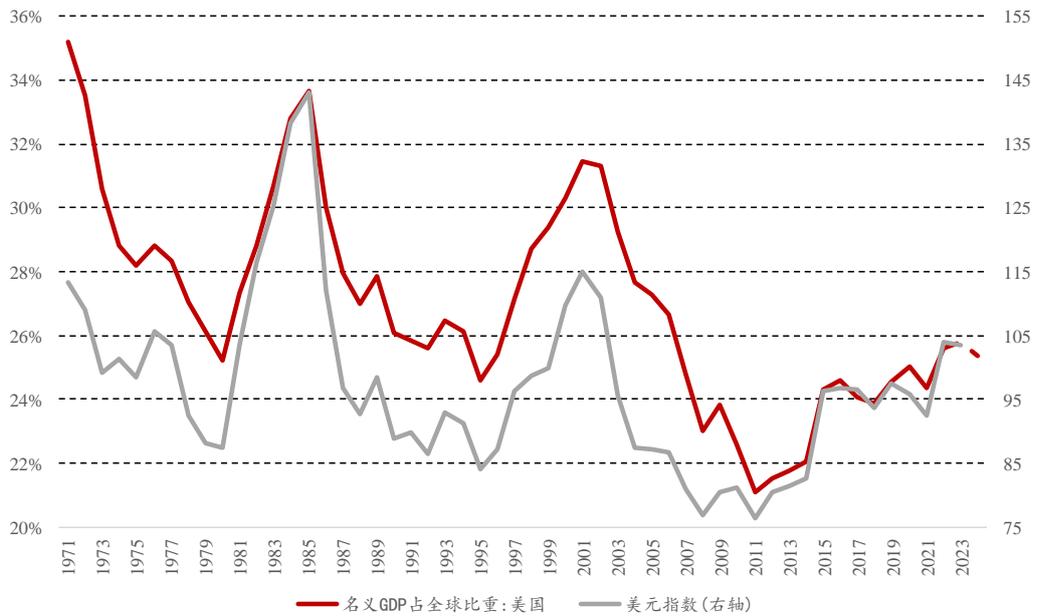
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 87. 我们预计美债中长端实际利率在 2024 年存在下行空间, 并为金价走高提供支持



资料来源: 万得, 中银证券

图表 88. 美国名义 GDP 占全球比重 vs 美元指数



资料来源: 彭博, 中银证券

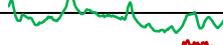
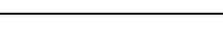
3.2 人民币资产：资本市场的信心来自于政策稳增长的决心

3.2.1 2023 年 1-11 月人民币资产价格表现：债券>货币>大宗>股票，2024 年预期排序：股票>大宗>债券>货币

2023 年国内经济表现受基数效应的影响较大：2022 年受疫情影响，二季度和四季度的工业增加值同比增速和社零同比增速都产生了较低的基数，因此 2023 年在疫情防控放松的大背景下，经济整体延续的是“波浪式发展”的疫后复苏趋势，特别是在社零增速的影响下，2023 年二季度 GDP 当季同比增速达到 6.3% 的较高水平；但另一方面，疫情放松之后消费并未如预期的快速大幅反弹，而是呈现了温和、波动、持续的上行特点，在内需疲弱的影响下，国内通胀表现低于预期，截至 11 月年内 CPI 同比增速三次落入负增长区间，同时 PPI 同比增速自 2022 年 10 月以来已经连续 14 个月在负增长区间内。在月度经济数据和通胀数据均低于预期的情况下，截至 11 月 30 日，人民币资产整体表现出避险需求较强的特点，排序为：债券>货币>大宗>股票。从人民币资产价格的波动看，股票方面，上半年 A 股整体表现好于下半年，权重股的表现整体好于中小创；国债收益率上半年下行更显著，下半年整体保持震荡格局；人民币大宗商品下半年表现好于上半年，主要是受到 7 月政治局会议之后，稳增长政策加码，特别是稳投资政策落地的提振；货币方面，依然维持在偏低水平，但三季度下行幅度比较显著。

2024 年人民币资产配置的关键词是“政策预期”。目前市场对 2024 年比较一致的预期，是通胀将开始并持续处于上行趋势当中，受通胀上行的影响，2024 年与 2023 年最大的不同就是名义 GDP 增速将显著高于实际 GDP 增速，结束 2023 年二季度以来二者持续倒挂的情况。但与 2023 年有疫情防控放松后经济反弹预期相较，2024 年市场对经济增长的压力预期更为充分，宏观政策调整也对经济增长的压力反应比较及时：自 7 月政治局会议开始，宏观政策在稳增长方面不断加码，包括但不限于降准降息、部分月份超额投放 MLF、超预期发行一万亿特别国债、安排特殊再融资债券发行缓解地方政府财政压力、房地产行业融资和销售政策进一步放松等等。虽然三季度以来制造业 PMI 指数仍大多数时间在荣枯线下方运行，且内需依然相对疲弱，但能够看到金融数据已经开始出现持续超预期的走势。我们对 2024 年人民币资产排序为：股票>大宗>债券>货币，认为与 2023 年不同的是，市场认为仅靠经济内生动力，自身较难解决包括稳定基建投资、提振房地产投资和销售等问题，因此从预期看，乐观预期聚焦于宏观政策，而非经济本身，但从结果看，在稳增长的政托底下，2024 年经济增速能够较 2023 年实现平稳增长，同时平减指数回正，将有助于改善实体经济企业盈利，加大风险资产价格上行弹性。

图表 89. 截至 11 月 30 日年内主要大类资产价格表现 (涨跌幅: %)

分类	名称	现价	截至 11 月 30 日	四季度以来	三季度	上半年	年初以来
股票	上证综指	3,089.26		-2.60	-2.86	3.65	-1.93
	深证成指	11,015.99		-3.78	-8.32	0.10	-11.70
	中小 100	7,340.34		-4.74	-10.86	-1.84	-16.65
	创业板指	2,346.77		-4.06	-9.53	-5.61	-18.07
	Wind 全 A	4,815.11		-1.82	-4.33	3.06	-3.20
	沪深 300	3,871.63		-5.24	-3.98	-0.75	-9.70
	标普 500	3,839.50		6.52	-3.65	15.91	18.97
	NASDAQ	10,466.48		7.62	-4.12	31.73	35.92
	MSCI 发达市场	2,602.69		5.97	-3.83	13.99	16.17
	MSCI 新兴市场	956.38		3.60	-3.71	3.46	3.21
债券	十年国债	2.69		-1 BP	4 BP	-20 BP	-17 BP
	十年美债	3.64		-22 BP	78 BP	-7 BP	49 BP
	十年欧债	2.46		-35 BP	37 BP	-5 BP	-3 BP
	十年日债	0.45		-8 BP	35 BP	-3 BP	24 BP
大宗商品	NYMEX 原油	75.61		-16.70	28.50	-12.22	-5.79
	SHFE 螺纹钢	3,913.00		5.76	-1.49	-8.96	-4.26
	LME 铜	8,469.50		2.41	-0.49	-0.63	1.16
	LME 铝	2,194.00		-6.52	9.20	-9.34	-7.74
	CBOT 大豆	1,343.00		5.33	-5.08	-11.91	-11.88
	COMEX 黄金	2,056.10		10.18	-3.36	5.56	12.59
货币类	货币基金	2.03		1 BP	-10 BP	-2 BP	-11 BP
外汇	美元指数	104.22		-2.53	2.72	-0.11	0.02

资料来源: Wind, 中银证券

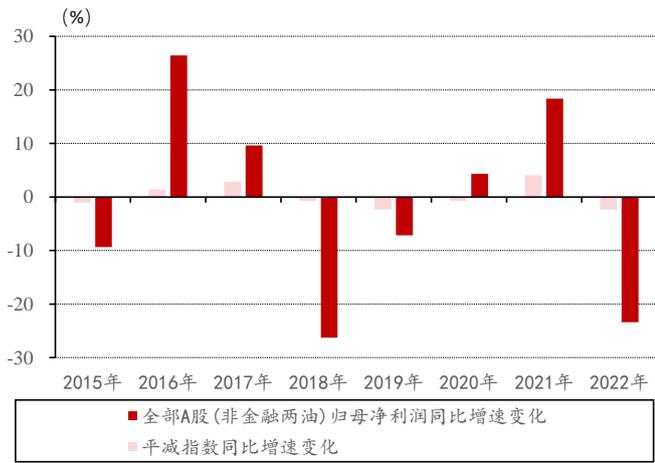
注: 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

3.2.2 A 股: 盈利向上, 弹性可期

总的来看, 2024 年 A 股或主要受益于上市公司盈利弹性上行, 其次是估值仍处于历史较低水平, 以及热门主题的较好表现可能延续, 不确定的影响因素则是流动性。

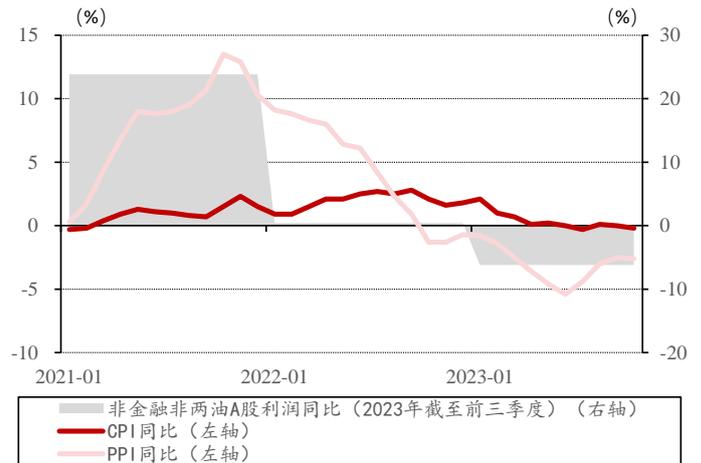
2024 年 A 股基本面最重要的变化就是盈利向上弹性加大。2023 年 A 股上市公司盈利受两个主要因素拖累, 一是内需疲弱, 二是价格下降, 两个因素分别主要影响销售收入中的量和价, 导致截至 2023 年三季度, A 股非金融非两油上市公司归母净利润同比下降 6.2%, 在 2022 年全年利润增速 0.43% 这一较低水平上继续下滑。但从历史规律看, A 股非金融非两油上市公司盈利增速变化的趋势, 与 GDP 平减指数变化的趋势是一致的, 也就是说, 如果 2024 年 GDP 平减指数在 2023 年的低水平上能够实现上行, 则 A 股非金融非两油上市公司盈利增速大概率将较 2023 年上升。从 CPI 和 PPI 同比增速看, 2023 年 CPI 同比增速自年初开始下行, 走势全年持续低于市场预期, 并在 3 月之后持续位于 1% 下方, 至 7 月才开始出现筑底回升迹象; PPI 同比增速同样自年初开始下行, 6 月之后才开始筑底回升。2023 年 CPI 和 PPI 同比低增长, 给 2024 年增速上行制造了较低的基数, 在经济波浪式复苏的趋势下, 预计需求温和上行趋势将带动通胀中枢较 2023 年明显上行, 这一预期明显提振了市场对 2024 年 A 股盈利增速上行的信心。

图表 90. A 股盈利增速变化与 GDP 平减指数趋势一致



资料来源: Wind, 中银证券

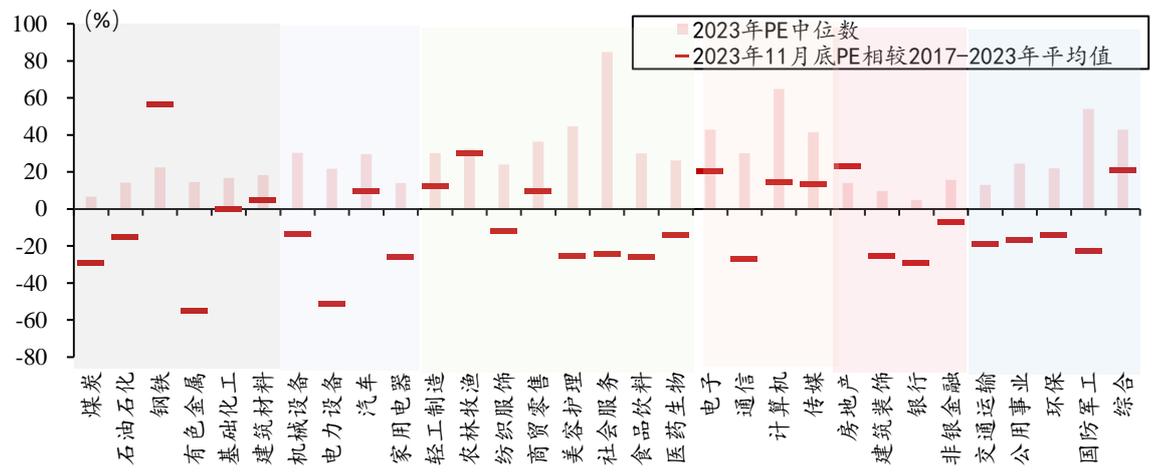
图表 91. 2024 年平减指数上行趋势明显



资料来源: Wind, 中银证券

A 股估值低可能不算是优势，而是个特点。从 2023 年前 11 个月 PE 中位数看，31 个申万行业分类中估值较高的是社会服务、计算机、美容护理、电子和传媒等，从板块来看，TMT 行业整体 PE 估值均处于较高水平，其次是消费行业；如果将 2023 年 11 月底各行业 PE 水平与 2017—2023 年平均估值相比较，则 PE 存在明显折价的是基础设施类和金融地产，从行业的角度看，PE 估值折价幅度最大的则是有色金属、电力设备、煤炭、银行和通信，估值溢价较多的行业是钢铁、农林牧渔、房地产、电子和计算机。虽然整体来看 A 股估值仍存在折价，但是同样也存在另外两个特点，一是结构性估值溢价持续存在，最具有代表性的就是 TMT 行业，二是 A 股的低估值已经持续了较长时间，2016—2021 年期间，沪深两市滚动市盈率主要在 15—20 倍区间波动，但自 2022 年以来则持续在 15 倍附近波动。未来 A 股市场若在改善实体经济融资渠道方面持续发力，则估值上行或仍需要等流动性出现明显改善。

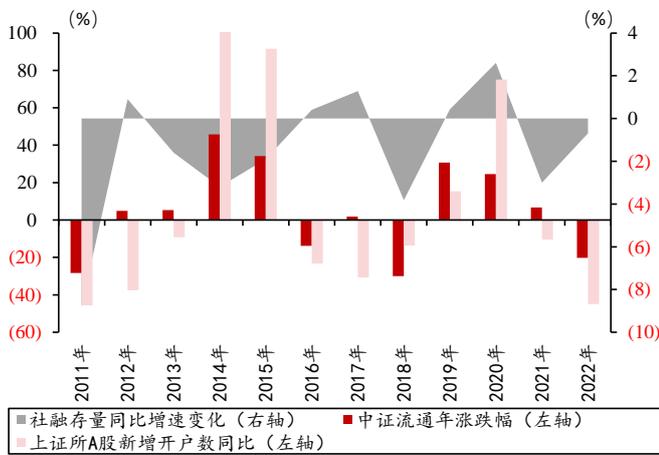
图表 92. A 股估值整体持续处于偏低水平



资料来源: Wind, 中银证券

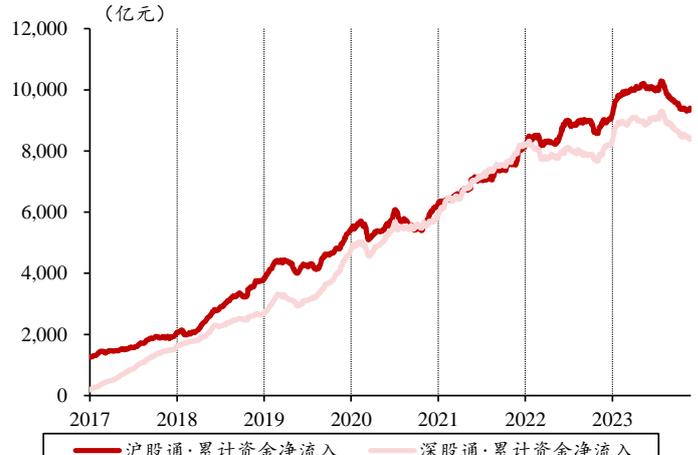
流动性方面仍有较多不确定性因素。从宏观经济整体的角度看，2011年以来社融同比增速较前一年上升的背景下，A股更容易录得全年上涨，原因是流动性整体好转的情况下，资本市场的流动性也更容易受益，比较明显的是2012年、2017年、2019年和2020年，其中2019年虽然社融同比增速年末仅有10.7%，处于2011年来较低水平，且较前一年仅小幅上升0.43个百分点，但中证流通股指数涨幅30.8%，为2016年以来涨幅最高。从A股市场层面来看，A股涨跌幅与A股新增开户数同比增速相关性较强，新增开户会带来新资金净流入，利好A股流动性环境改善。往前看，2024年A股流动性方面仍有较大不确定性，一是从社融同比增速看，截至10月，2023年社融同比增速9.3%，较2022年下降0.3个百分点，从总额来看，2023年1—10月累计社融总额31.2万亿元，较高的基数也给2024年社融增速带来一定压力，二是从陆股通资金净流入情况看，自2023年8月开始，陆股通资金净流出幅度比较显著，截至11月底，沪股通净流出876亿元，深股通净流出867亿元，共计净流出规模达到1743亿元，不排除2024年外资仍有净流出压力。

图表 93. 新开户对 A 股涨跌影响明显



资料来源: Wind, 中银证券

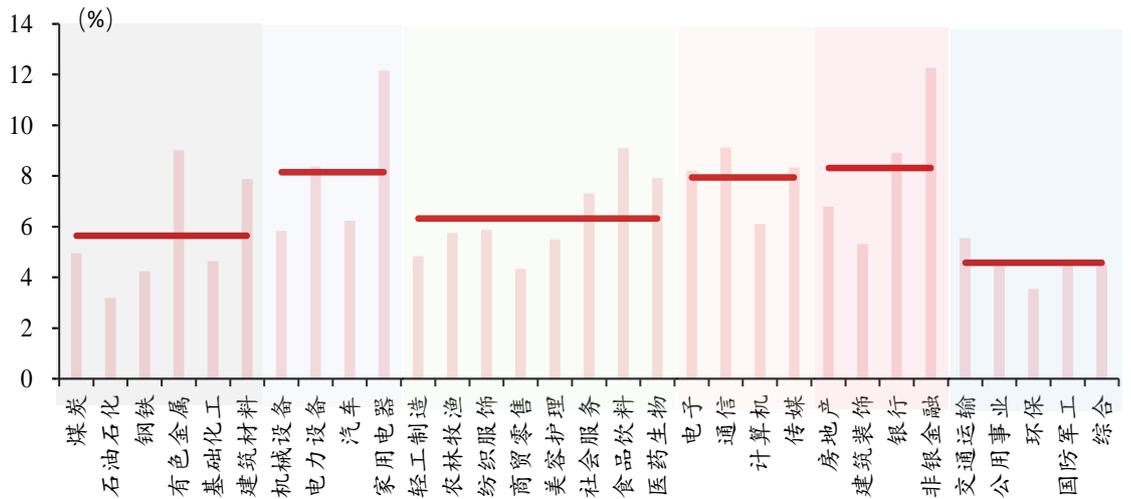
图表 94. 2023 年下半年陆股通净流出幅度较大



资料来源: Wind, 中银证券

机构投资者平均持仓较高的板块是金融地产、TMT 和中游制造业。截至 2023 年三季报，主要机构投资者（包括 QFII，基金，保险，企业年金，券商，券商资管，阳光私募，社保，信托，陆股通等）持仓申万分类各行业流通股占比中，最高的是非银金融（占比 12.3%）、家用电器（12.2%）和通信（9.1%），最低的是石油石化（3.2%）、环保（3.5%）和钢铁（4.2%）；按板块分类看，平均持股最高的是金融地产，占比 8.3%，其次是中游制造业，占比 8.1%，以及 TMT，占比 7.9%。结合 A 股当前估值情况来看，金融地产和中游制造业板块中较为普遍存在较历史平均水平估值折价的情况，但 TMT 板块估值溢价的现象比较明显。因此从机构投资者持仓的角度看，弹性较大的 TMT 板块在 2024 年的表现，或较其他行业更加依赖流动性的边际向好情况。

图表 95. 主要机构投资者持仓各行业流通股占比



资料来源: Wind, 中银证券

2023 年概念股涨幅较为可观。与 2022 年和 2021 年相比, 2023 年前 11 个月中证流通下跌 4.96%, 表现介于二者之间, 2023 年前 11 个月热门概念股涨幅中位数 3.8%, 也介于二者之间。但从概念股指数情况来看, 2023 年新兴概念股较多, 一定程度上活跃了 A 股整体市场情绪: 包括但不限于 AI 算力、ChatGPT、AIGC、光通信, 等等。2023 年的热门概念股较多来自科技行业发展前沿、电子消费品产业链、新兴经济业态等方面, 从发展周期来看, 上述概念或将在 2024 年延续, 继续影响和提振 2024 年投资者情绪。

图表 96. 近三年 A 股十大热门概念股年涨幅对比

2023 年前 11 个月十大热门概念股	年涨幅 (%)	2022 年十大热门概念股	年涨幅 (%)	2021 年十大热门概念股	年涨幅 (%)
Wind 光模块(CPO)指数	128.6	预期提升指数	58.1	次新股指数	252.5
华鲲振宇指数	91.6	旅游出行指数	45.2	盐湖提锂指数	236.4
光通信指数	65.3	免税店指数	24.1	锂矿指数	206.9
中文语料库指数	64.6	统一大市场指数	23.1	稀土指数	142.7
AI 算力指数	62.6	Wind 预增指数	21.3	纯碱指数	105
ChatGPT 指数	61.2	航运精选指数	20.7	磷化工指数	104.7
东数西算指数	56.5	原油储运指数	19.8	锂电电解液指数	104.2
HBM 指数	55.4	光伏逆变器指数	19.1	氟化工指数	100.5
AIGC 指数	53.8	煤炭开采精选指数	18.6	锂电负极指数	99.1
抖音平台指数	51.4	Wind 微盘股指数	15.5	硅能源指数	94.6
热门概念股涨幅中位数	3.8		(17.7)		20.6
中证流通年涨跌幅	(4.96)		(20.21)		6.70

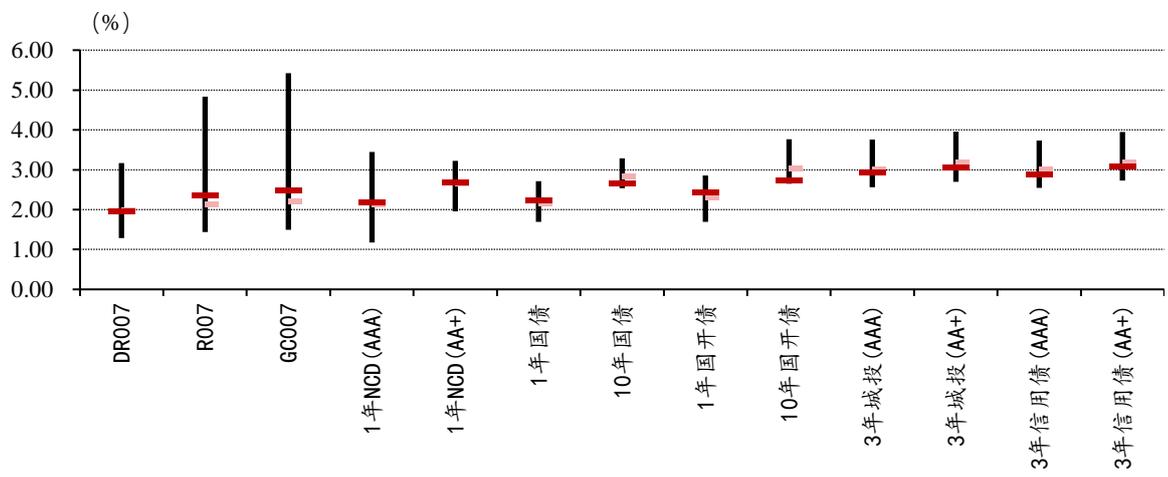
资料来源: Wind, 中银证券

3.2.3 债券：流动性和供给量的双向影响

经济增速有压力、货币政策偏宽松，整体奠定了债市收益率仍将偏低的基调，但金融监管收紧可能小幅抬升2024年资金利率中枢，同时政府债券发行的总量和节奏，也可能阶段性加大利率波动。

近三年债市收益率的特点是区间窄、中枢低。2020年经济受疫情冲击影响比较大，国内采取了宽松的货币政策对冲疫情的负面影响进而提振经济，在宽松的货币政策影响下，债市收益率出现较明显的下行，其中十年国债收益率创下2003年以来最低水平2.48%。2021年以来，经济先后经历了疫情影响减轻、一年内发生三次较明显的疫情冲击、以及疫情防控放松后经济的恢复性增长三个阶段，但期间债市收益率整体波动中枢都在较低水平。以十年国债收益率为例，2003年以来十年国债波动区间是2.48%—5.41%，平均水平3.46%，中位数3.38%，但近三年内，十年国债收益率波动区间为2.54%—3.28%，中位数2.83%，无论是波动区间还是波动中枢，都远低于2003年以来的历史水平。由于债券属于避险资产，疫情对经济的影响是冲击性因素，因此在较长一段时间内，市场的关注点都集中在经济恢复性增长的情况，叠加货币政策回收流动性，以及二者共同作用下债市收益率向历史均衡水平回归的程度。

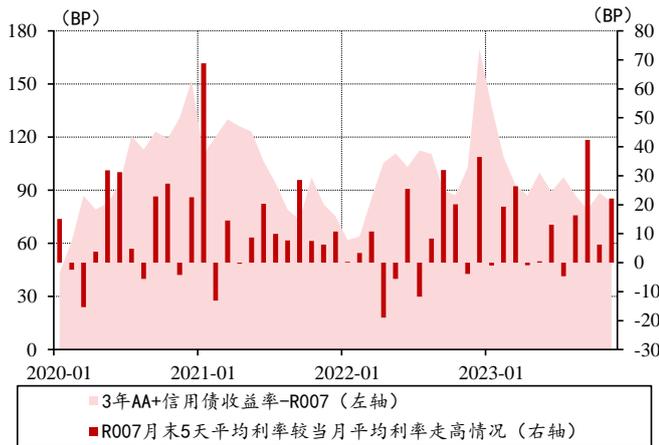
图表 97. 截至 11 月 30 日主要利率在近三年波动区间中位数



资料来源：Wind，中银证券

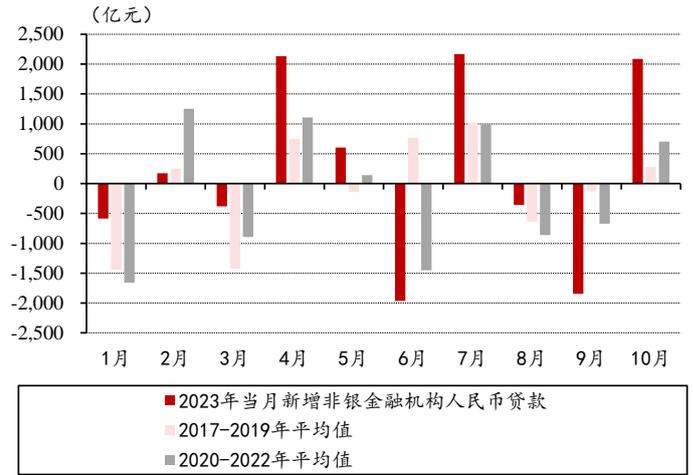
金融工作会议之后，资金流向或出现结构性改变，影响利率波动中枢小幅抬升。金融工作会议提出“优化资金供给结构”，“盘活被低效占用的金融资源”，“疏通资金进入实体经济的渠道”等说法，由此引发了市场预期资金“空转”可能引发监管压力加大，进而导致债券市场流动性收紧的情况。从资本市场看，2020年以来，大多数月份都会出现月末资金拆借偏紧张的情况，表现为月末资金拆借利率较当月平均资金拆借利率出现较为明显的上升，并且在2023年之前，信用债收益率较拆借利率利差空间越大，对应的月末资金利率走高的情况也相对更明显；2023年受疫情防控政策放松影响，经济处于持续复苏趋势当中，信用债与拆借利率利差空间逐步下行，但2023年8月以来信用债利差空间持续处于较低水平，拆借利率的月末波动却没有明显下行。从2023年非银金融机构新增人民币贷款表现情况来看，仅有少数月份低于历史同期平均水平，从1—10月非银金融机构累计新增人民币贷款水平看，2023年较2017—2019年平均水平多增2734亿元，较2020—2022年平均水平多增3378亿元。我们认为金融监管收紧的影响可能包括两方面，一是资金拆借利率中枢有所抬升，二是非银行金融机构的流动性有所收紧，但考虑到金融工作会议中同样提及“着力营造良好的货币金融环境”，“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”，我们认为利率中枢上行的幅度或相对较小。

图表 98. 月末资金拆借利率走高与信用套利空间相关性



资料来源: Wind, 中银证券

图表 99. 2023 年非银金融机构人民币贷款多增



资料来源: Wind, 中银证券

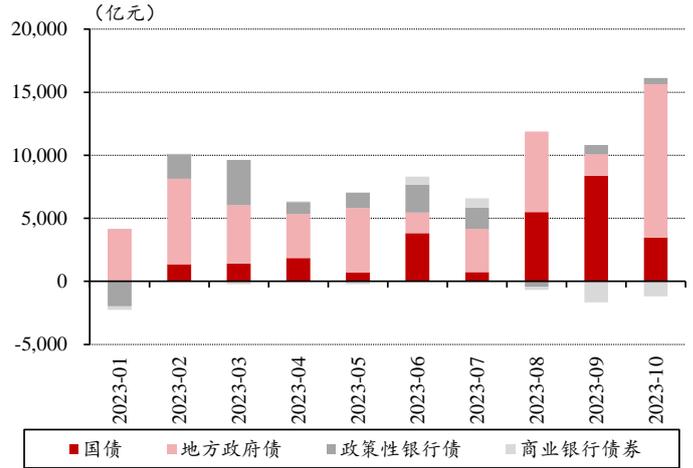
政府债券发行量和发行节奏，可能影响利率波动幅度。2023 年国内经济经历了疫情后波浪式发展的过程，在经济向下波动的过程中，稳增长的政策手段主要是货币政策方面降准降息，财政政策加大支出力度，以及其中财政政策和货币政策的配合。其中积极的财政政策，在收入增速下降和支出增速上升的压力下，采取了阶段性加杠杆的做法，在社融数据中体现为 8 月之后政府债券当月融资额上升幅度较大，从债券托管量的角度看，8 月及之后，国债和地方政府债新增托管量大幅上升。在政府债券发行放量的同时，8 月之后资金拆借利率月波动幅度也较此前明显加大。2024 年中国经济增长没有低基数的加持，也没有疫情防控放松后经济反弹的预期，借鉴 2023 年 1—10 月的经验，仍需积极的财政政策和稳健的货币政策互相配合，托底经济稳增长的步伐，特别是积极的财政政策，不排除在地方政府化债和土地出让金收入恢复偏慢的压力下，进一步推动中央财政加杠杆。如果 2024 年政府债券发行量增幅超出市场预期，则对债市来说可能造成两方面影响，一是稳增长的政策加码，或改变市场对经济表现的预期，边际上改变投资者对避险资产的偏好，二是从供给端改变债市的供求结构。二者都可能推动债市收益率上行。

图表 100. 2023 年政府债券发行带动资金利率波动放大



资料来源: Wind, 中银证券

图表 101. 2023 年主要债券托管量月变化

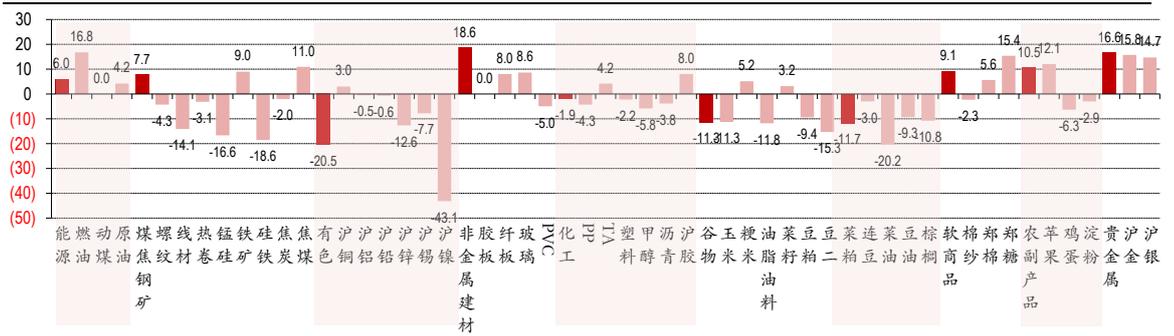


资料来源: Wind, 中银证券

3.2.4 大宗商品：复苏能够延续是最大的前提

2023年截至11月底，WIND商品指数上涨0.6%。其中涨幅较大的是非金属建材（18.6%）、贵金属（16.6%）和农副产品（10.5%），跌幅较大的是有色（-20.5%）、油脂油料（-11.8%）和谷物（-11.3%）。分时间看，2023年上半年大宗商品指数下跌7.5%，表现较好的品类只有软商品（涨幅17.6%）和贵金属（涨幅8.0%），2023年下半年截至11月30日，大宗商品指数上涨8.7%，下跌的分类包括有色、软商品、谷物和油脂油料，能源、煤焦钢矿、非金属建材、化工、农副产品分类的涨幅均超过10%。2023年下半年大宗商品价格反弹的一个重要原因，是7月政治局会议后，稳增长的宏观政策集中出台，特别是聚焦于基建投资和缓解地方政府支出压力的相关政策，有效改善了市场对于国内经济走势的预期。在经济复苏可持续的预期影响下，大宗商品中周期品的价格较2023年上半年表现明显好转。

图表 102. 截至 2023 年 11 月 30 日大宗商品价格涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，中银证券

复苏延续是最大的前提。人民币大宗商品定价中，原油和黄金价格主要跟随国际定价波动，受国内因素影响的品种主要分为两类，一类是周期品类，包括煤焦钢矿、有色、非金属建材和化工，价格波动与国内固定资产投资预期高度相关，另外一类是农产品类，包括谷物、油脂油料、软商品和农副产品类，整体波动相对较小，价格表现更加依赖市场供求关系变化。在2024年国内经济复苏趋势持续，且海外经济基本面表现强劲的前提下，周期品类价格可能延续走强，特别是受国内基建投资增速可能维持在偏高水平影响，非金属建材和煤焦钢矿价格表现可能继续领跑。复苏同样会带动对农产品的需求，但是在农产品供给主要来自国内的情况下，供给端可能延续平稳上行，叠加需求复苏斜率较为平缓，可能继续给农产品价格造成一定压力。另外需要关注的是，中国目前在周期品原材料和农产品两个方面依然对进口依存度较高，在国际局势不确定性加大的情况下，国内大宗商品价格波动也受供应链稳定性的影响。

图表 103. Wind 周期品类期货价格相对表现



资料来源：Wind，中银证券

图表 104. Wind 农产品类期货价格相对表现



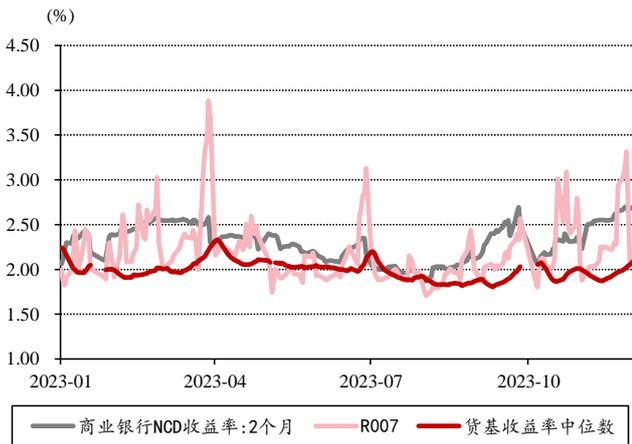
资料来源：Wind，中银证券

3.2.5 货币基金：波动中枢或类似2023年上半年

2023年货币基金收益率波动前高后低。自货币基金监管收紧之后，货币基金杠杆率持续处于较低水平，且久期不断缩短，货币基金收益率在2023年也持续低于R007利率和商业银行2个月NCD收益率。从2023年货币基金收益率中位数表现看，我们认为依然有两个明显的特点：一是货币基金收益率整体走势上半年相对偏高，仍基本保持在2%上方波动，下半年随着稳增长的政策力度加码，货币政策开始边际放松，货币基金收益率中枢开始在2%下方运行；二是虽然货币基金收益率中位数持续低于R007和商业银行2个月NCD利率走廊，但利率走廊波动对货币基金收益率波动影响依然较大，特别是R007波动对货币基金收益率波动的影响比较明显。

2024年货币基金收益率波动中枢或重回2%上方。我们认为货币基金收益率波动中枢上行的空间有限，但相较2023年下半年可能是上行的，主要原因有几个：一是金融工作会议后，金融监管收紧，且货币政策更加强调服务实体经济，因此流动性可能进一步向实体经济倾斜，影响包括拆借市场在内的金融市场整体流动性；二是如果国内复苏趋势持续，且海外以美国为代表的发达国家和地区经济能够有效避免衰退，强劲的国内经济增长基本面将抬高融资需求；三是从货币基金本身来看，收益率自2019年以来持续走低，一定程度上影响了货币基金规模增长，2023年三季度当中货币基金规模已经开始出现增长乏力且净资产小幅下降的情况，可能加剧货币基金的流动性管理需求，进而进一步压低收益率。因此综合来看，货币基金收益率波动中枢可能较2023年上行，但上行幅度或小于拆借资金利率波动的幅度。

图表 105. 货币基金收益率中位数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 106. 收益率偏低影响货币基金规模增长



资料来源: Wind, 中银证券

4. 结论、预测与风险提示

4.1 结论与预测

2024 年，全球经济增长依然相对较弱，但下半年存在中美经济周期共振的可能性。美国经济韧性依然较强，美联储降息或在年中；欧元区经济下行压力依然较大，欧央行降息可能早于美联储；而 4 月是日本央行是否结束负利率政策的关键时点。

中国经济温和复苏。一方面，海外流动性收缩已近尾声，紧缩压抑下的外需有望触底回升，出口优势商品增速有望反弹；另一方面，地产销售、投资数据仍较弱势，地产行业预期改善状况仍需关注。增长点方面，高技术制造业投资、基建投资及汽车产业有望在 2024 年继续维持“长板效应”，对国内增长延续支撑。通胀温和回升，不会对政策构成掣肘；随着 PPI-CPI 剪刀差的改善，企业盈利将较 2023 年有所改观。政策方面以财政政策为主导，货币政策将进行配合。财政政策延续积极，强调提质增效；货币政策整体保持宽松取向，防空转、稳通胀成为关键，防风险权重上升，降准降息仍有空间。

大类资产配置方面，从全球视角看，中美经济周期在 2024 年有望共振上行，并推动市场风险偏好回升，带动全球风险资产回暖，但美国金融、信用、财政和地缘政治等风险仍需警惕。综合看，AH 股性价比较高；美债名义收益率存在下行空间，实际收益率存在回落空间，并为金价走高提供支持；美元指数或呈现震荡格局。

人民币资产方面，2024 年大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。2024 年 A 股或主要受益于上市公司盈利弹性上行，其次是估值仍处于历史较低水平，以及热门主题的较好表现可能延续，不确定的影响因素则是流动性。经济增速有压力、货币政策偏宽松，整体奠定了债市收益率仍将偏低的基调，但金融监管收紧可能小幅抬升 2024 年资金利率中枢，同时政府债券发行的总量和节奏，也可能阶段性加大利率波动。商品市场表现取决于复苏的延续性。2024 年货币基金收益率波动中枢或重回 2% 上方。

我们对 2024 年中国主要经济指标的预测见图表 107。

图表 107. 2024 年主要经济指标预测（单位：%）

	2023E	2024E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E
实际 GDP 同比	5.2	4.8	4.3	5.0	4.9	4.8
名义 GDP 同比	4.6	5.9	4.5	5.9	6.4	6.9
工业增加值同比	4.7	5.0	5.0	5.2	5.0	4.9
固定资产投资同比	2.8	4.7	3.4	4.1	4.4	4.7
社会消费品零售总额同比	7.3	6.8	4.9	7.4	6.1	8.7
出口（美元计价）同比	(4.7)	5.5	(1.0)	6.7	7.1	8.5
进口（美元计价）同比	(5.4)	3.0	4.3	1.7	3.9	2.3
CPI 同比	0.3	1.2	0.8	1.0	1.2	1.8
PPI 同比	(3.0)	0.1	(1.8)	(0.2)	0.9	1.4
存量社融同比	9.7	10.0	9.4	9.7	10.0	10.0
M2 同比	10.2	9.9	9.0	9.8	10.0	9.9

资料来源：中银证券

4.2 风险提示

(1) 全球通胀回落速度偏慢。以美国为例，截至 2023 年 11 月，美国 CPI 同比增速从年初的 6.4% 回落至 3.1%，核心 CPI 同比从年初的 5.6% 回落至 4.0%，主要是受能源、食品、交运、医疗保健等项目带动，核心通胀中的服务类仍表现比较坚挺。从 2023 年美联储的货币政策看，遏制通胀仍是当前最重要的目标，因此如果 2024 年美国通胀继续回落的趋势存在压力，距离美联储 2% 的目标持续存在明显差距，则美联储降息的时点可能后延，导致高利率持续的时间、以及对经济的负面影响的程度均可能超预期。同样的情况也存在于欧央行及其他发达国家和地区央行。

(2) 美国经济回落速度偏快。2023 年美国表现持续好于预期，三季度环比折年率达到 4.9%，较一季度的 2.2% 和二季度的 2.1% 明显走高。年初以来市场关于 2023 年美国回落甚至衰退的预期持续落空，强劲的美国经济基本面给了投资者较好的对未来的预期，并基于对美国前景的乐观预期，认为 2024 年中期前后美联储将开始降息。如果 2024 年美国回落的速度偏快或幅度偏大，可能成为全球大类资产价格调整的重要影响因素。

(3) 发达国家和地区高利率导致的金融或经济风险暴露。截至 2023 年 11 月底，美国联邦基金目标利率已升至 5.5%，超过了 2006 年美国次贷危机前最高水平 5.25%；欧元区基准利率升至 4.5%，同样超过了次贷危机前后的高点 4.25%。高利率对经济的负面影响较为显著，不仅抬高实体经济再融资成本，遏制融资需求和经济增速，同样也会对负债经营的经济主体产生资产重估等不确定影响，如美国 2023 年 3 月出现的银行危机。当前虽然市场预期美联储加息周期已经结束，但高利率或仍将在较高水平上持续较长时间，或将持续影响美国经济和金融。

(4) 国际形势前景不明。目前影响国际形势的地域主要在两处，一是俄乌冲突，二是巴以冲突。前者自 2022 年初以来已经持续了近两年时间，造成的影响已经较为明确的表现包括国际上对俄罗斯的经济制裁，以及欧洲能源短缺对经济的负面影响等方面；后者目前影响范围和程度仍在非经济领域，但由于地缘上接近全球能源主产区，且历史上该地区形势存在不稳定因素，因此地区形势的外溢性影响目前仍存较大不确定性。若 2024 年上述地区国际形势存在恶化的可能，则将对国际能源价格造成较为直接影响。

(5) 房地产行业回暖速度偏慢。国内房地产产业链回暖存在几个关键环节，一是房地产企业融资能够明显好转，改善企业现金流，稳定企业经营和完成现有投资情况，二是房地产销售持续好转，增强房地产企业自身稳健持续经营能力，三是房地产企业对行业前景预期好转，开始增加土地购置，进而提高地方政府土地出让金收入。如果房地产行业回暖偏慢，可能导致对 2024 年经济的拖累没有显著收窄。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371