

平安私人银行2024年第一季度

# 投资策略报告

2024

## 浪成于微澜之间

中国经济处在新旧动能转换的关键时期，而破旧立新之路从来都不会一帆风顺。但如同“风起于青萍之末，浪成于微澜之间”所云，尽管 2024 年中国经济仍面临诸多挑战，宏观政策仍将继续发力，短期稳增长以期平稳过渡，但加快改革步伐、寻求新的经济增长点才是中国突破当前经济发展瓶颈的关键。

### 境内市场

- 宏观经济：**展望 2024 年，转型期的中国经济依旧面临诸多挑战，宏观政策积极发力仍是必要之举。短期稳增长加力，中长期促转型蓄能，稳中求进的政策思路下，2024 年经济将继续保持运行在合理区间，全年实际 GDP 增速预计落在 5% 左右。
- 股票类资产配置策略：**展望 2024 年，我们认为在高质量发展和高水平安全指引下，经济发展新动能正蓬勃发展，权益市场也将继续反映这种变化。预计大盘将以结构性行情为主，投资者需轻大盘重结构。行业配置来看，科创引领，国企筑基，科创布局围绕现代化产业体系，国企改革深化提升行动有望带动企业盈利和估值水平。
- 固定收益类资产配置策略：**2024 年防风险为主题的背景下，经济表现预计以稳为主，债市不存在利率大幅上行的风险。随着化债过程中的政府杠杆抬升，需宽货币政策控制成本，2024 年仍有降准与降息空间，利率整体下行。债市“资产荒”持续，但银行、理财、保险等配置需求仍然较高，有望促使利率进一步下行。信用债城投挖掘上，建议控制久期的同时适当下沉。

### 境外市场

- 宏观经济：**让经济、通胀、利率回归至疫情前水平，2024 年各国举措将围绕各自的回归最优之路展开。美国具有最优的腾挪空间，衰退概率极低，货币政策将相机抉择，为通胀和经济着陆寻求最舒服的姿态。欧元区已进入衰退，或率先降息，着陆过程或迎来阵痛。
- 发达市场策略：**在美联储已经释放转向信号的外部环境下，盈利也重拾增长，美股预计在 2024 年将会有较好表现，趋势上行。当然，如果市场对于降息预期过于乐观和抢跑，或者通胀回落并不那么顺畅，可能会引起无风险利率的反弹，进而带来美股的调整，届时也可以趁机逢低加仓。我们相对更看好纳指，其次是标普 500 指数的表现。
- 港股配置策略：**展望 2024 年，港股走势要观察中国经济增长的修复情况。在中国经济增长前景并未有明显改善之前，风险溢价进一步抬升会抵消无风险利率的下行，估值可能继续承压；同时港股盈利也可能受到负面影响，港股整体将会继续震荡保持弱势。需等待中国经济增长出现明显改善，港股才将迎来分子分母端双重利好，重回升势。
- 境外债市配置策略：**展望 2024 年，随着美联储货币政策的转向，美国债券市场将迎来更为确定的牛市行情。债牛也可是慢牛，短端回落或快于长端。高收益债将迎逆风，但票息足以抵御。
- 外汇市场配置策略：**展望 2024 年，美欧日等经济体或纷纷迎来货币政策的转向，各国利差也将迎来变局，利差将成为影响主要汇率品种的决定性因素，而利差的差异也将构成汇率走势的显著分化。美元前高后低、欧元前低后高，日元弱势扭转，人民币转强。
- 商品市场配置策略：**黄金牛市的故事仍未结束，上半年仍可能存在回调，但回调后再度积极做多，仍是极佳策略。原油价格或将呈现上有顶下有底的窄幅震荡格局，对全球大类资产的冲击以及对通胀的影响趋弱。

平安银行投顾中心投资研究团队 定稿日期：2023/12/25

秦红旭（本期主编，境内股市）、彭伟伟（境外宏观、境外债市、外汇、商品、报告审核）、潘天珏（境内宏观）、尹曼青（境内债市）、章嘉文（发达市场、境外新兴市场）。

# 目录

2023 年市场回顾 .....	4
■ 海外加息冲击减退，环球独此不同凉热 .....	4
2024 年中国宏观经济展望：加力蓄能，逆流而上 .....	5
1. 中国经济仍面临重重挑战 .....	5
2. 继续托底经济是必要之举 .....	9
3. 稳增长加力，中央“扩表”破局 .....	10
4. 科技突围，蓄能长远 .....	14
2024 年境内市场展望 .....	16
■ 股票类资产配置策略：把握可及的确定性 .....	16
1. 2023 年权益市场表现不佳 .....	17
2. 有效需求仍显不足，结构性行情或将持续 .....	18
3. 行业配置建议：科创引领，国企筑基 .....	22
■ 固定收益类资产配置策略：利率长期向下，债券牛市未尽 .....	25
1. 防风险、化债为主要任务，带来利率债长期牛市 .....	26
2. 利率的短期波动来自资金面 .....	27
3. 资产荒下机构配置需求不减，进一步压低利率 .....	28
4. 信用债控制久期，向下挖掘 .....	29
2024 年境外宏观经济展望：寻求回归的最优之路 .....	31
1. 全球经济：步入放缓再回升之路 .....	31
2. 美国：寻求经济、通胀、货币的最优解 .....	32
3. 欧元区：降息不再是难题，衰退才是 .....	36
4. 日本：经济通胀回升，压制利率不再必要 .....	39
5. 总结：美国前高后低，欧元区前低后高，关注货币政策转向错位 .....	39
2024 年境外市场展望 .....	40
■ 发达市场策略：美联储转向，盈利增长，美股预计趋势上行 .....	40
1. 估值扩张推动美股 2023 年上涨 .....	40
2. 美联储释放转向信号，博弈降息时点和幅度 .....	41
3. 美股盈利先行调整完毕，重回增长通道 .....	42
4. 美股预计将有较好表现，相对更看好纳指和标普 500 指数 .....	42

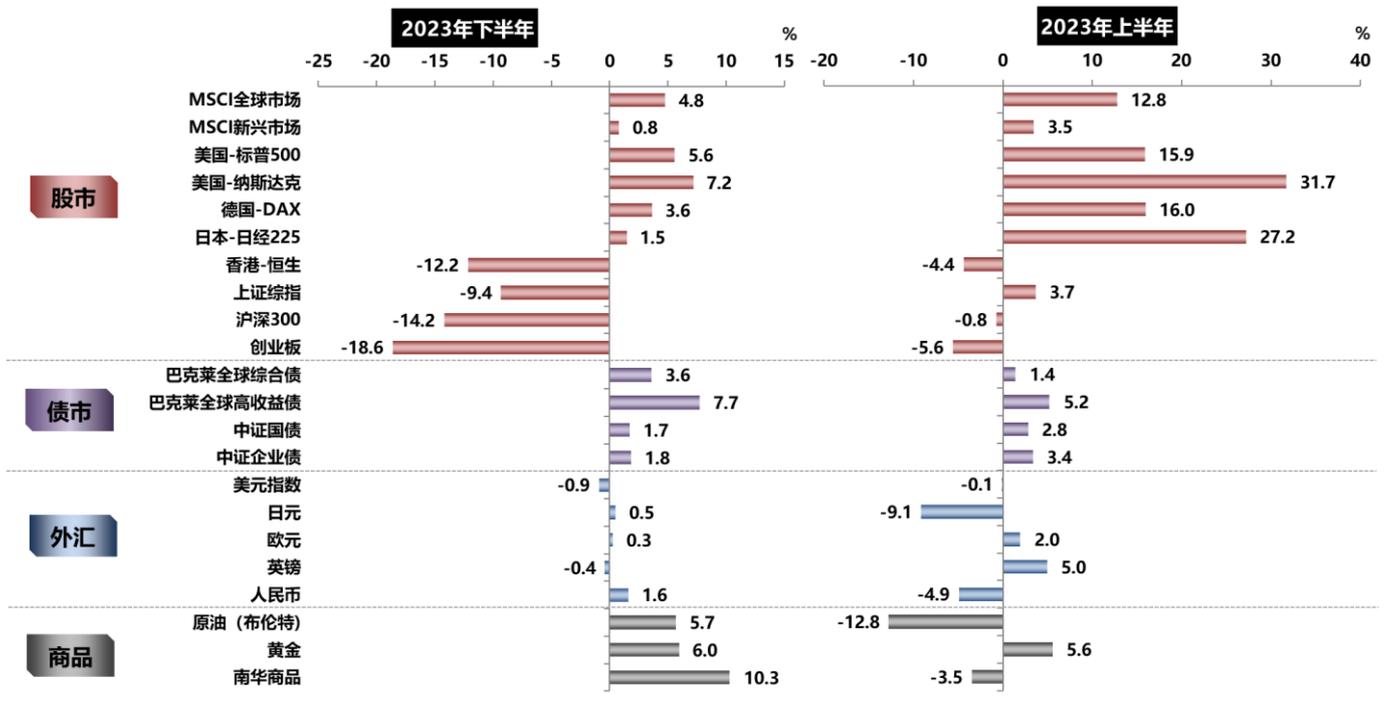
■ 新兴市场策略：趋势上升需要等待国内经济明显改善 .....	43
1. 估值持续下跌，反映市场对于中国资产的担忧 .....	43
2. 中国经济增长延续弱复苏，港股盈利增长弱于美股 .....	44
3. 港股下有底，但趋势上升需等待中国经济增长明显改善 .....	44
■ 境外市场债市配置策略：更为确定的牛市 .....	45
1. 货币政策转向，美国利率债迎来牛市 .....	45
2. 债牛也可是慢牛，短端回落或快于长端 .....	46
3. 高收益债：将迎逆风，票息足以抵御 .....	47
■ 外汇：利差成为决定性因素，关注分化 .....	48
1. 错位的经济和降息周期：美元前高后低 .....	48
2. 利差的分化：欧元前低后高，日元弱势扭转，人民币转强 .....	49
3. 美元虽趋弱，但不宜过度看空 .....	50
■ 黄金：蓄势再发 .....	50
1. 黄金牛市的故事仍未结束 .....	51
2. 黄金进入舒适阶段，警惕降息预期过满的回调 .....	52
■ 原油：从喧嚣回归宁静 .....	53
1. 供需重回趋势线，低波动或降低原油外溢影响 .....	53
2. 需求或缓慢上升，油价下有底 .....	54
3. 页岩油灵活变动，油价上有顶下有底 .....	54
2024 年大类资产配置建议 .....	56

## 2023 年市场回顾

### ■ 海外加息冲击减退，环球独此不同凉热

2023 年，欧美发达经济体并未如市场预期般的步入衰退，反而展现出了相当的韧性；而中国经济继续疫情防控转段后的弱复苏进程，市场预期也相对偏低。海外股市整体表现优于中国，其中纳斯达克指数在人工智能浪潮刺激下更是大涨近 40%，A 股和港股指数均跌幅较大。临近年终，美联储终于松口开始考虑 2024 年降息，全球金融周期进入新的阶段。欧洲央行货币政策紧缩状态未止，日央行维持宽松，美元相对疲软，非美货币普遍强势，人民币再迎上涨行情。商品受益于美元下行，原油和南华商品逆转上半年的跌势，而黄金则延续上攻状态。

资产回顾表：海外加息冲击减退，环球独此不同凉热



数据来源：Bloomberg, WIND, 汇率以美元为基准货币表示，截至 2023/12/20, 平安银行投研团队

## 2024 年中国宏观经济展望：加力蓄能，逆流而上

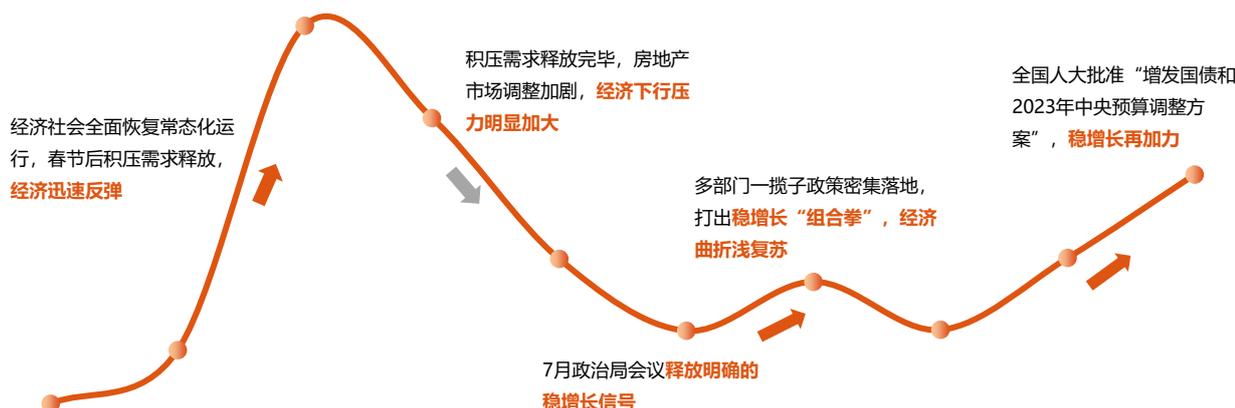
2023 年，成功走出疫情大流行阴霾后，国内经济一度经历脉冲式修复。然而，短暂反弹过后，转型期内生动力不足令“弱预期”与“弱现实”互相强化。面对经济再度走弱的压力，7 月政治局会议释放明确的稳增长信号，随后多部门一揽子政策密集落地，打出稳增长“组合拳”。下半年，政策持续发力之下，经济曲折浅复苏态势逐步形成。

当前中国经济处在新旧动能转换的关键时期，而破旧立新之路从来都不会一帆风顺。展望 2024 年，转型期的中国经济依旧面临诸多挑战，宏观政策积极发力仍是必要之举。一方面，短期稳增长、托底经济是转型期平稳过渡和中长期发展的重要前提；另一方面，加快改革步伐、寻求新的经济增长点则是中国突破当前经济发展瓶颈的关键。短期稳增长加力，中长期促转型蓄能，稳中求进的政策思路下，2024 年经济将继续保持运行在合理区间，全年实际 GDP 增速预计落在 5% 左右。

### 1. 中国经济仍面临重重挑战

2023 年，我国经济总体保持恢复。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，预计全年能够顺利实现 5% 的经济增长目标（图 1）。疫情后第一年的成绩单虽然不差，但不可否认，当前复苏的基础仍然较为薄弱，短期需求不足的问题突出，内外部中长期的问题也在逐渐显化。当前中国经济正面临短期与长期、内部与外部的重重挑战。

图 1：曲折浅复苏的 2023 年



数据来源：WIND，平安银行投研团队整理

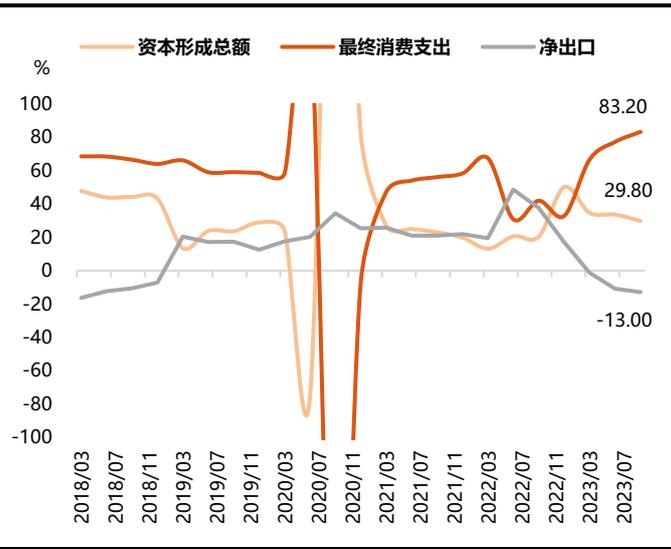
#### (1) 内需不足令短期增长乏力

消费回升缓慢。从“三驾马车”对 GDP 的贡献来看，2023 年前三个季度出口负贡献，投资贡献回落，消费贡献率被动抬升，重新挑起经济增长的大梁（图 2）。

1-11 月社零同比增长 7.2%，两年复合增速约 3.5%，疫后消费整体呈波动中温和复苏态势（图 3）。结构上，餐饮、娱乐、旅游等接触性服务消费是拉动消费修复的主力。

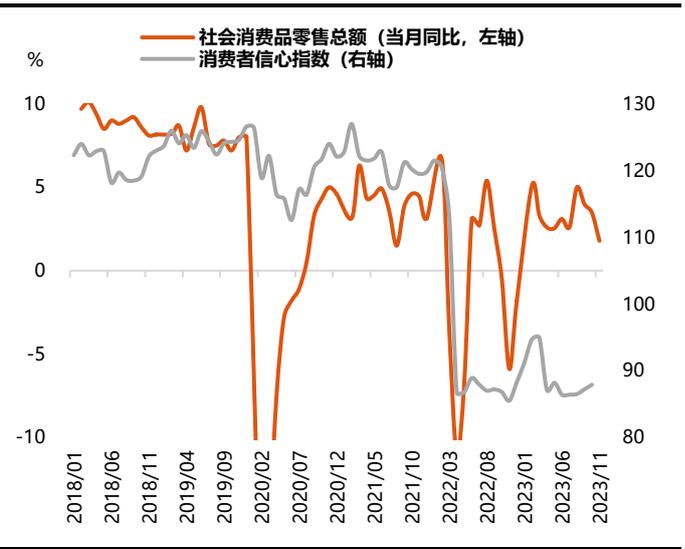
尽管消费数据保持了一定增长，但也注意到，此前市场所预期的报复性消费并未如期到来，当前消费增速较疫情前 8% 左右的常态水平也仍有差距，尤其可选商品消费修复进度明显偏慢，消费者信心恢复趋势也相对平缓滞后。

图 2：消费在疫后经济修复中重挑大梁



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 3：疫后消费整体呈波动中温和复苏态势



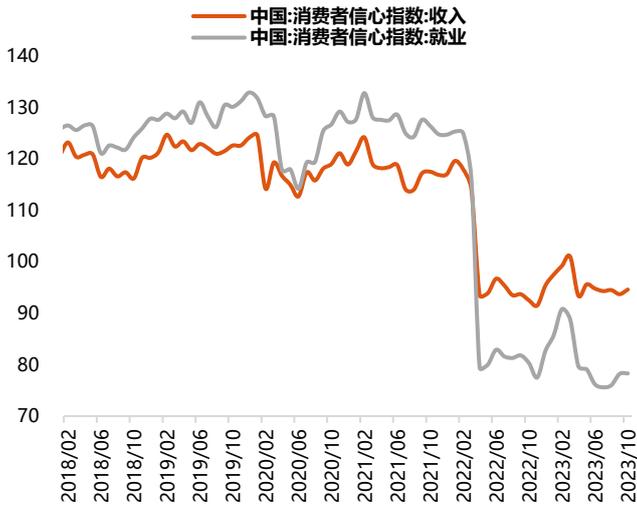
数据来源：WIND，平安银行投研团队，21 和 23 年为两年平均数据

收入是消费的基础和前提。就业则是大多数居民获得收入的主要途径。当前就业形势虽保持总体稳定，但就业总量和结构性压力尚存，裁员、缩招、降薪等现象频繁出现，居民对未来的就业与收入的安全感难有提升（图 4）。

此外，与海外财富效应带来消费的坚挺相反，国内股市与楼市下行后，中高收入群体的财富缩水，资产价格回落也令高杠杆下的居民资产负债表在一定程度上受损，这都给消费回升带来阻力。

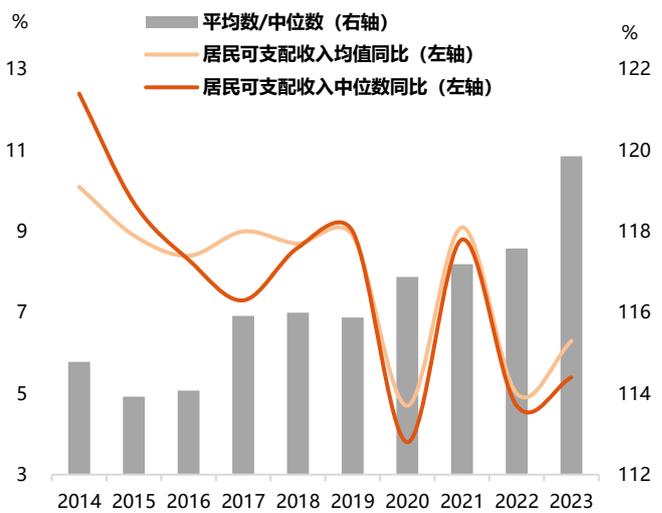
由于中低收入群体的消费支出占比更高，贫富差距的扩大也制约着整体消费的收入弹性。2020 年以来，居民可支配收入均值与中位数的差额持续扩大（图 5），表明更多群体收入落至均值下方，2023 年这一趋势加速，抑制了消费潜能释放。

图 4：居民就业与收入信心持续在较低水平徘徊



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 5：收入差距扩大，抑制消费潜能释放

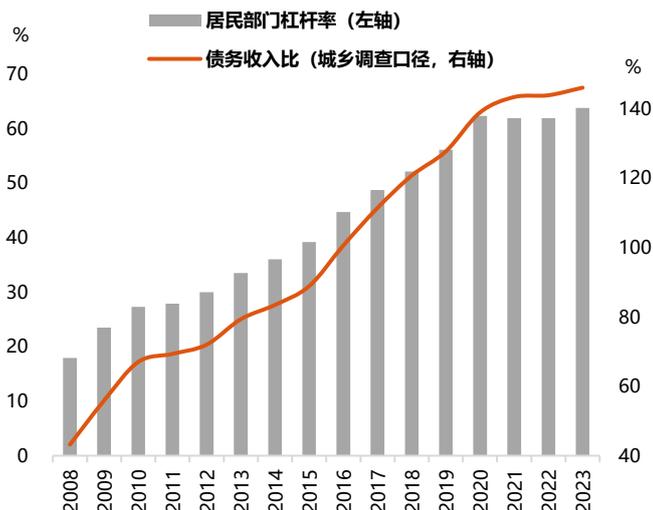


数据来源：WIND，平安银行投行团队，2023 年数据截至三季度末

**地产低迷难改。**2023 年年初以来，地产行业持续低迷，为了适应地产供需关系发生的重大改变，7 月份政治局会议提出适时调整优化房地产政策，随后地产政策“组合拳”密集出台。然而，与政策放松力度相比，地产修复表现整体偏弱。

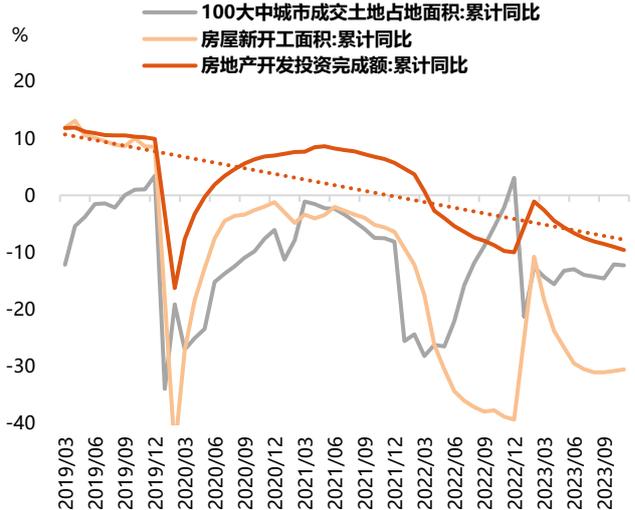
需求端总体低位持稳，回暖动力主要受居民杠杆空间与意愿约束。一方面，过往十几年居民债务快速扩张（图 6），债务压力甚至已超许多发达国家，加杠杆空间已被明显压缩。另一方面，地产金融风险发酵，房价与收入的预期偏弱，则极大影响了居民的购房意愿。

图 6：2008 年后居民债务快速扩张



数据来源：WIND，平安银行投行团队，2023 年数据截至三季度末，债务收入比为估算值

图 7：领先指标负增长预示地产投资难有起色



数据来源：WIND，平安银行投行团队，2021 和 2023 年为两年平均数据

需求端乏力会进一步传导到投资端。2023 年 1-11 月地产投资累计增速-9.4%，建设环节中仅竣工增速维持高位，表明地产投资主要由“保交楼”政策驱动，

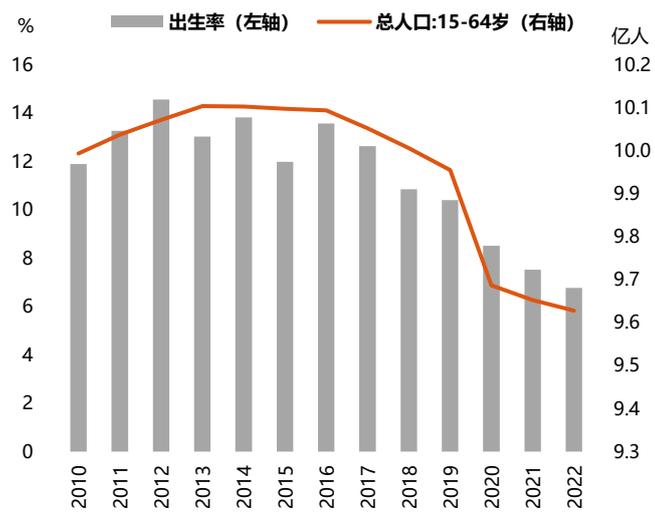
而这一力量集中释放后，2024 年来自“保交楼”的支撑或将减弱。从新开工面积增速、拿地情况等房地产投资领先指标继续负增长的表现来看（图 7），2024 年房地产投资增速将难以摆脱负增长的状态。而与高杠杆积累相伴生的房地产、地方债务、中小金融机构等重点领域风险同样也对经济增长形成了制约。

## （2）内外挑战下长期增速放缓

不论是消费还是地产问题，究其根源都在于，经历长期债务扩张带来的经济繁荣后，债务对经济的拉动效率逐渐降低，生产要素困局亦日益严峻，债务累积风险不断积聚，经济长期增速放缓压力也不可避免。

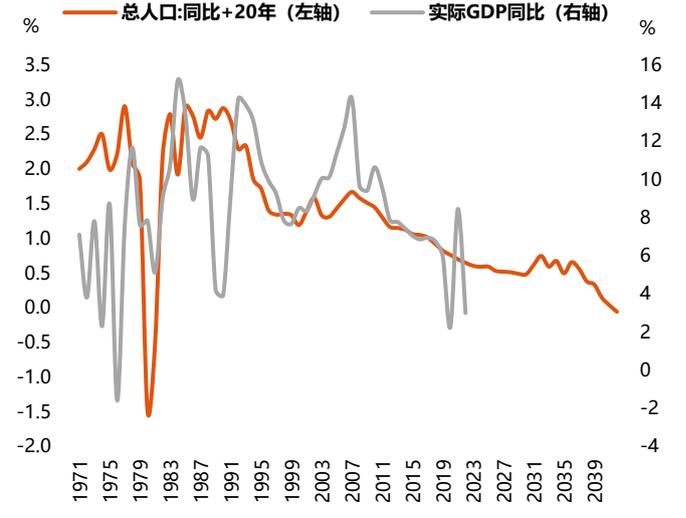
**首先，内部的人口问题不容乐观。**中国过去几十年里的快速增长有很大程度上得益于其庞大且年轻的人口所带来的“人口红利”，但随着经济发展水平的提高和生育成本增加，少子化、老龄化的问题开始凸显。劳动力人口和出生率拐点已现（图 8），2022 年我国人口自然增长率更降至负值，这无疑将深刻影响到未来的长期经济增长（图 9）。

图 8：我国劳动力人口和出生率拐点已现



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 9：人口增速深刻影响长期经济增长



数据来源：WIND，平安银行投研团队

**其次，外部的科技遏制不断加码。**随着中国不断崛起，中美之间的竞争愈加激烈。美国采取为维护其霸权地位，极力限制中国的发展，其中重要的一环便是垄断打压、技术封锁的“科技霸凌”（图 10）。

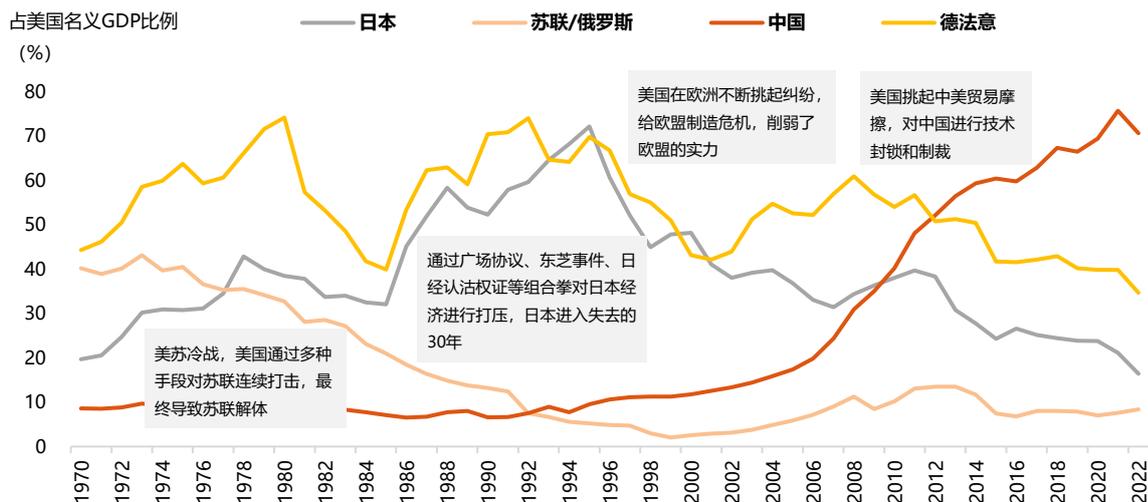
纵观美国维护其霸权的百年历史，遏制打压竞争对手已是“常规操作”，从苏联、日本、欧盟无一不是如此（图 11）。当然，今天美国面对的对手比以往更加强大，截至 2022 年，中国 GDP 达到美国的 70.66%，已经打破了过往其他国家与美国之间的天花板，因此，这场较量注定漫长而激烈。美国的科技优势被视为维系美国霸权地位的重要基础，其对中国长期的科技遏制客观上给科技发展继而全要素生产率的提高带来了困难。

图 10: 近两年来美国对华科技领域的制裁措施

时间	事件
2022年7月	美国对华禁售14nm 及以下先进制程所需设备
2022年8月	美国商务部将7家航空航天领域中国实体纳入“实体清单”
2022年8月	美国总统拜登签署《2022 年芯片和科学法案》，鼓励全球半导体公司赴美建厂，并限制这些公司在中国投资
2022年10月	美国商务部工业与安全局 (BIS) 发布《对向中国出口的先进计算和半导体制造物项实施新的出口管制》
2022年12月	美政府将长江存储等36 家中企列入“实体清单”
2023年1月	美国、日本、荷兰达成对华先进半导体生产设备的出口管制协议
2023年2月	美国商务部将6家中国军工企业列入“实体清单”
2023年3月	美国商务部以“国家安全”和“外交政策利益”为由将28家中国大陆企业和研究机构列入“实体清单”
2023年8月	美国总统拜登签署“对华投资限制”行政命令，涉及量子技术、AI、先进半导体领域
2023年10月	美国商务部下属工业安全局 (BIS)发布芯片管制新规，扩大对中国出口先进芯片的管制范围

数据来源: 公开资料, 平安银行投研团队整理

图 11: 历史上, 美国在维护霸权的过程中不断打压竞争对手



数据来源: unctadstat, 平安银行投研团队整理

## 2. 继续托底经济是必要之举

在前述诸多挑战下, 2024 年中国经济面临的压力并不小, 在 2023 年稳增长的基础上继续托底经济仍有必要。

### (1) 经济一定程度上偏离了应有增速

潜在经济增速是指当劳动生产要素被充分利用的条件下, 经济增长所能取得的可持续的最大增速, 实际经济增速若低于潜在增速, 则表明经济潜力尚未充分发挥, 供需失衡、失业加剧等一系列问题也会相伴而生。过往历史上, 若以政府目标增速

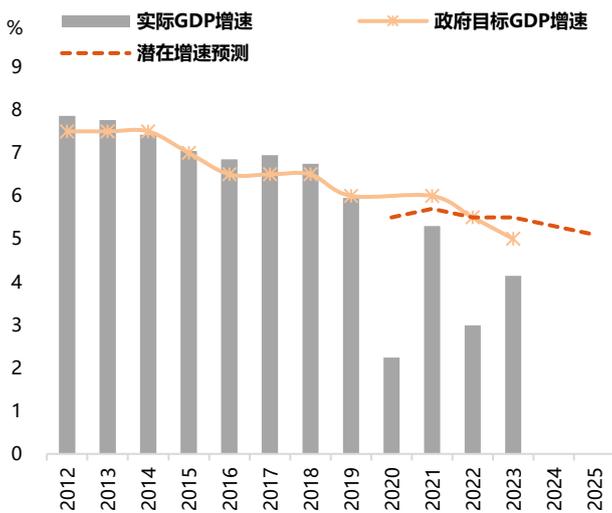
来近似潜在增速，实际经济增速大多时候略高于应有增速。但值得注意的是，自2020年疫情冲击之后，我国的实际经济增速持续低于潜在经济增速（剔除冲击下的低基数影响）。2023年的经济修复亦呈现“明强实弱”的特征，若以两年平均增速计算，距离应有的潜在增速仍有不小差距（图12）。

### (2) 大国竞争还需以经济作为基本盘

经济基础决定上层建筑，不论是工业、科技、金融、军事还是文化维度，大国之间的竞争归根到底还是经济实力的较量。中国在经历长时间高于美国的经济增速之后，成为世界第二大经济体，与美国经济规模的差距不断缩小，也因此被美国视为最主要的竞争对手。

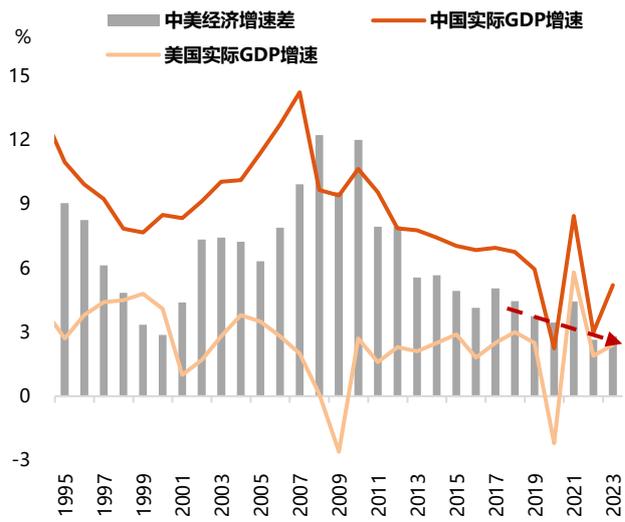
当前中美关系已进入较长时期的战略竞争博弈阶段，在经历贸易摩擦、疫情冲击、科技封锁等重重压力之后，我国在经济增长上的优势逐步弱化。尽管中国无意与美国争夺霸权，但想要在两国关系中不至处于过于被动的地位，稳住经济基本盘、并不断增强自身经济实力至关重要。

图 12：2020 年以来我国实际经济增速持续低于潜在增速



数据来源：WIND，《中国人民银行工作论文》，平安银行投研团队，21和23年为两年平均数据

图 13：中美经济增速已逐步走向收敛



数据来源：WIND，平安银行投研团队，23年数据为 OECD 预测值

## 3. 稳增长加力，中央“扩表”破局

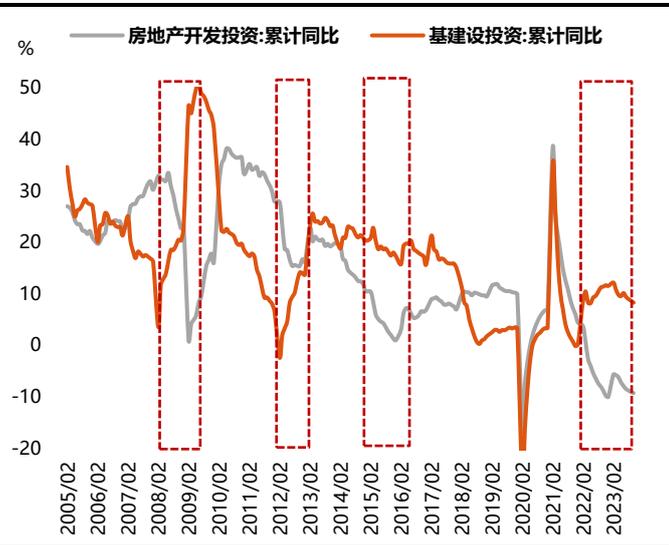
财政政策与货币政策是逆周期调节的两大基本工具，经济压力较大时往往会通过“双宽松”稳住增速。一方面，2023年总体维持了相对宽松的货币环境，两度降准和降息，但在内需不足制约下，对经济的提振效果较为有限。另一方面，受地方政府财力和预算所限，直接作用于总需求的财政政策则显得发力不足。

### (1) “中央加杠杆”正当其时

多年以来，当经济（尤其房地产投资）面临下行压力时，财政政策力度都会有所加大，一个主要体现就是基建投资的上行（图14）。基建资金主要来自城投平台、

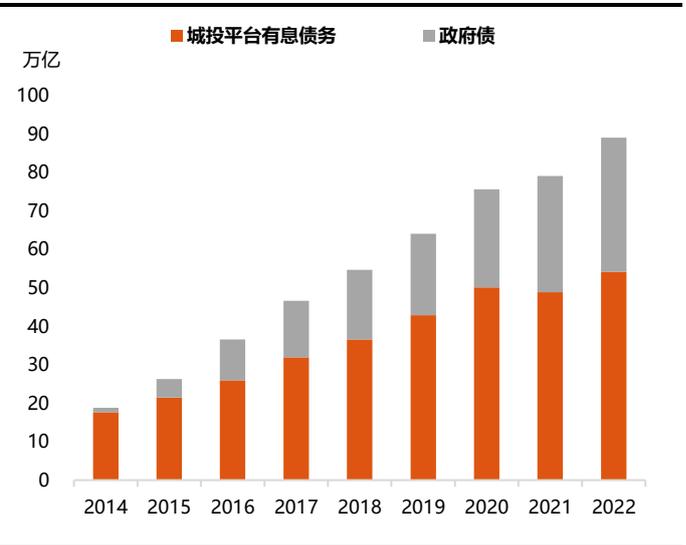
地方政府的债务扩张，这造成了地方债务的持续积累（图 15），与之相关的风险也不断积累。如今，土地财政紧张、地方债务压力凸显、专项债增量又有限的情况下，地方政府已难以再显著扩大支出规模，并支撑基建投资的快速增长。

图 14：基建投资对冲房地产下行



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 15：地方债务持续积累



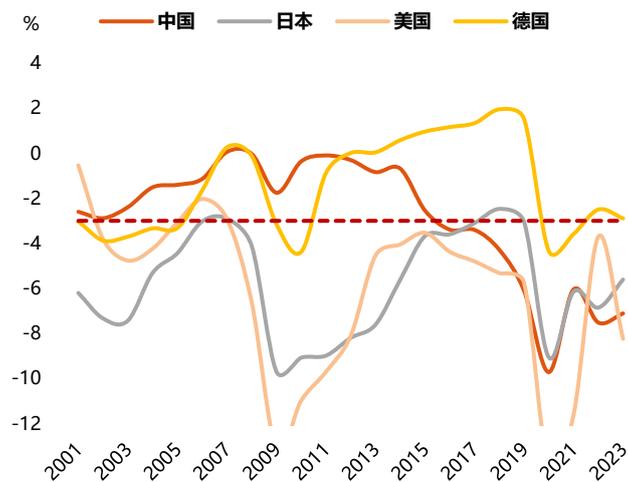
数据来源：iFinD，平安银行投研团队

2023 年 10 月底，在年初经济增速目标基本能实现的前提下，财政部宣布增发国债并调高赤字率，增发国债资金主要用于基建项目。这释放了中央政府加杠杆的明确信号，同时也指向 2024 年财政政策或更为积极。

一直以来，我国官方（狭义）赤字率基本控制在 3% 以内，但这一赤字率标准在实践中约束作用有限，世界主要国家的赤字率水平大多已超过 3% 的标准（图 16），我国若考虑专项债、城投债等债务融资后，实际（广义）赤字率也早已突破 3%。当前阶段，打破 3% 赤字率的传统束缚，扭转偏弱市场预期，并实事求是面对真实的赤字和风险，比维持所谓“官方赤字率稳定”更为重要。考虑到 2024 年“稳增长”需求依旧强烈，预计赤字率将在 3.5% 以上。

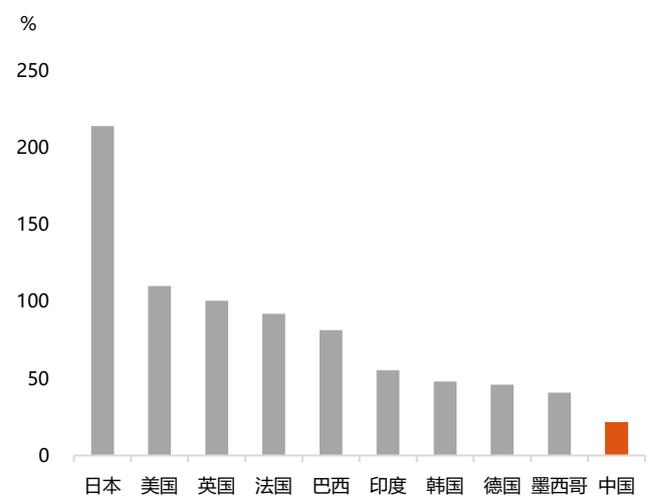
与地方政府债务负担沉重、加杠杆面临约束不同，中央政府资产负债表相对健康且有扩张能力，需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体。与海外主要经济体相比，我国中央政府杠杆率处于较低水平，截至 2023 年三季度末仅为 22.6%，具备加码空间（图 17）。

图 16: 3%赤字率标准在实践中约束作用有限



数据来源: IMF, 平安银行投研团队

图 17: 我国中央政府杠杆率处于较低水平



数据来源: IMF, 平安银行投研团队

### (2) 宽货币协同配合发力

稳增长需要宽松货币政策的呵护,为实体经济增长创造合理的流动性环境和低利率环境。2021 年三季度以来,我国货币政策持续宽松,而在财政扩张更加积极主动的周期之中,货币政策仍然将处于宽松的窗口期内。为配合政府债券发行,央行可能通过加大公开市场投放对冲阶段性资金面紧张,也可能通过降准等方式补充中长期流动性。而为了降低财政融资成本,将利率维持在较低水平亦有其必要性。

2024 年,海外或逐步开启降息周期,国内货币政策外部环境改善。从实际利率角度来看,不论横向或是纵向比较,我国当前的实际利率都处于偏高水平,后续进一步降息仍可期待。

### (3) 新基建潜力或加速释放

基建作为历次稳增长发力的主要抓手,在 2024 年其投资增速有望小幅上行。由于传统基建投资规模大,对经济带动作用强,预计其仍将继续扮演稳增长主力军的角色。但考虑到其已经庞大的基数,增速总体或维持稳健,结构上向重点领域补短板投资倾斜。对于可以适度兼顾“稳增长”和“促转型”的新基建,则有望进入加速布局阶段,成为重要增量贡献来源。

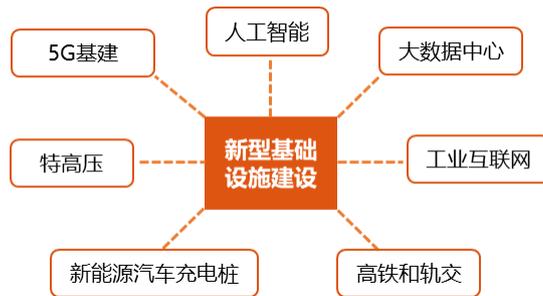
新基建概念的提出具有鲜明的时代特征,其所包含的“信息基础设施”、“融合基础设施”、“创新基础设施”是智能经济的重要组成部分,也是提供数字转型、智能升级等服务的核心驱动力(图 18)。在工业经济向智能经济加速转变的过程中,大力发展新基建无疑具有重要战略意义。《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲》中提及要“加快建设新型基础设施”,《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》中同样要求“系统布局新型基础设施”(图 19)。

2023 年中央经济工作会议中提及“重点支持新型基础设施”、“支持社会资本

参与新型基础设施等领域建设”。短期来看，新基建可以在一定程度上起到稳投资、扩内需、增就业和拉动经济增长的积极作用（图 20）；长期来看，新基建可以为产业转型、消费升级、服务提质、经济增效提供核心“引擎”，从而为中国在未来引领智能时代、实现高质量发展奠定坚实的基础。

图 18：“新基建”三大方向、七大领域

信息基础设施	网络基础设施	5G、物联网、工业互联网、卫星互联网
	新技术基础设施	人工智能、云计算、区块链
	算力基础设施	数据中心、智能计算中心
融合基础设施	深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级	
创新基础设施	支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施	



数据来源：公开资料，平安银行投研团队整理

图 19：近年来新基建相关政策文件

时间	文件	内容
2021年3月	《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》	统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设，打造系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2021年12月	《“十四五”国家信息化规划》	到2025年，数字中国建设取得决定性进展，信息化发展水平大幅跃升，数字基础设施全面夯实……
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	系统布局新型基础设施。加快建设信息基础设施，全面发展融合基础设施，前瞻布局创新基础设施
2023年2月	《数字中国建设整体布局规划》	到2025年数字中国建设取得重要进展，数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放。

数据来源：公开资料，平安银行投研团队整理

图 20：新基建投资规模潜力预测（万亿元）

新基建领域	到2025年累计投资规模	累计带动产业链上下游投资和消费规模
5G基站建设	1.5-1.68	3.6-5
特高压电网	0.5-0.7	1.2-1.9
城际高速铁路和城市轨道交通	2.7-4.5	3.4-5.7
新能源汽车充电桩	0.4-0.5	2-3
大数据中心	2.21-2.3	1.2-3.5
人工智能	2.1-4.97	2-2.1
工业互联网	0.9-2.85	3.2-4.4
<b>合计</b>	<b>10.3-17.5</b> (中间值13.9)	<b>16.6-25.6</b> (中间值21)

数据来源：《新基建与稳经济:发挥新型基础设施建设的潜力与推进策略》，平安银行投研团队

除基建投资，稳增长发力方向在投资领域还要重点关注“三大工程”中“城中村改造”和“保障房”对地产投资的补位作用，不过考虑到其整体周期较长，资金来源、运作模式等还尚未明确，前期其对投资的拉动效果可能并不会特别强劲。

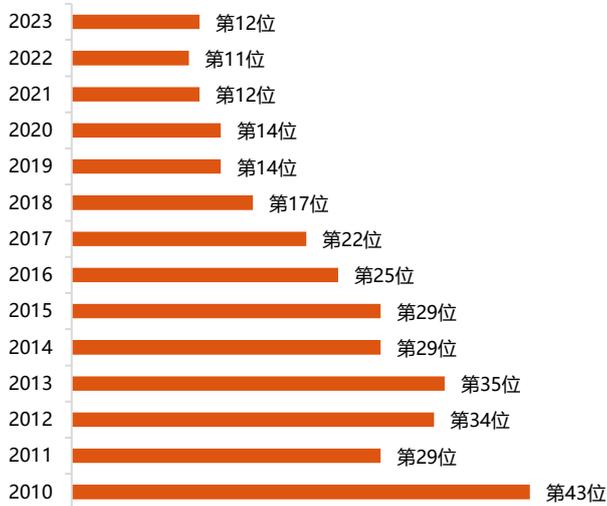
此外，鉴于消费在当前经济中的基础性作用，2024年预计促消费的政策组合拳依旧不会缺席，政策重点或落在“数字消费、绿色消费、健康消费”等“新型消费”。

#### 4. 科技突围，蓄能长远

经济短期可以通过稳增长托底，但在人口趋势下行、资本回报率下降的背景下，可以依赖的增长动力更多落在全要素生产率的提升上，加快培育形成新质生产力势在必行，这在新旧动能转换的当下无疑将集中体现为科技创新上的突破。在中国统筹安全和发展的大框架中，科技创新的核心地位毋庸置疑。

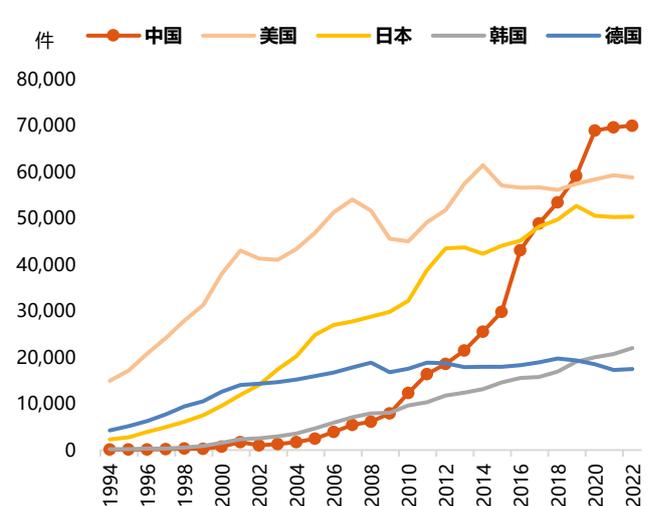
在过去的几十年里，中国的创新能力取得了长足的进步。根据世界知识产权组织 (WIPO) 最新发布的《2023 年全球创新指数报告》，我国创新能力综合排名第 12，是前 30 名中唯一的中等收入经济体 (图 21)。2023 年我国 PCT 国际专利申请量更是连续 4 年位居世界第一 (图 22)。

图 21：中国在创新能力上持续进阶



数据来源：世界知识产权组织 (WIPO)，平安银行投研团队

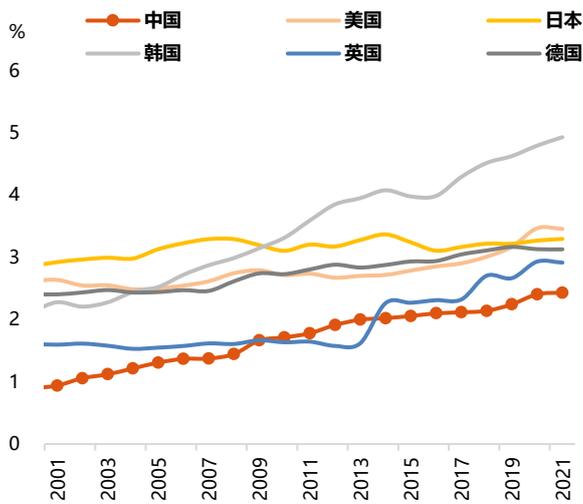
图 22：PCT 专利申请量中美日领跑



数据来源：WIND，平安银行投研团队

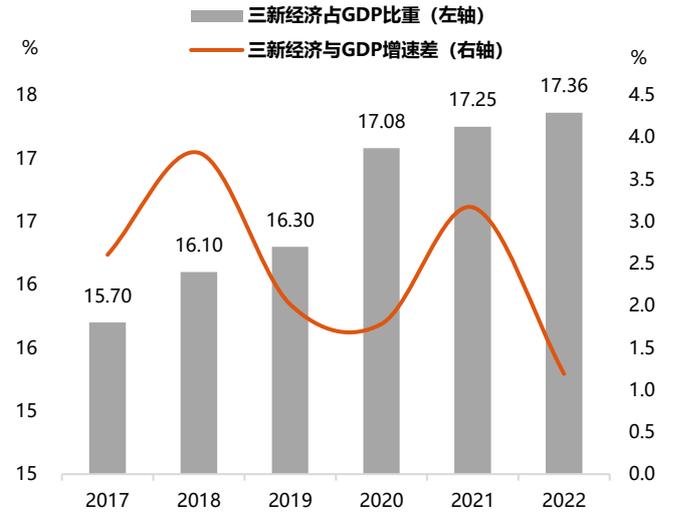
但不可否认，与经济社会发展对科技的需求相比、与发达国家相比，中国仍存在研发支出偏低 (图 23)、创新质量不高、核心科技缺乏等问题。以可以较大程度体现科技创新驱动成效的“三新经济” (以新产业、新业态、新商业模式) 来看，其增速虽高于 GDP 增速，在我国经济中占比也在逐年提升，但整体水平依然不算高 (图 24)。

图 23: 研发支出占 GDP 比重有进一步提升空间



数据来源: OECD, 平安银行投研团队

图 24: “三新经济”在我国经济中的占比仍然不高



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

随着世界百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，我国对科技创新的重视也更加凸显（图 25）。2023 年，新一轮党和国家机构改革组建中央科技委员会，并重新组建科技部、组建数据局，国家科技创新体系顶层设计的改革已然先行。2023 年中央经济工作会议将“以科技创新引领现代化产业体系建设”列为首条任务。二十届三中全会作为以改革开放为主旋律的重磅会议，同样充满期待。在高质量发展的首要任务下，科技创新无疑将是关注重点，预计新一轮改革将从制度上引导和落实企业科技创新主体地位，发挥科技型骨干企业引领支撑作用，推动创新要素向企业集聚，激发市场主体的创新活力，同时深化财政科技经费分配使用机制改革，形成有效市场与有为政府共同作用的科技创新治理体系。

图 25: 二十大以来重要会议文件关于科技创新的表述

时间	会议/文件	内容
2022年10月	二十大	完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，加快实施创新驱动发展战略
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	实现科技高水平自立自强，壮大战略性新兴产业，加强创新产品应用，加快推动数字产业化和产业数字化，激发人才创新活力
2023年3月	《党和国家机构改革方案》	组建中央科技委员会，完善党中央对科技工作统一领导的体制
2023年6月	《加大力度支持科技型企业融资行动方案》	为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务；要把支持初创期科技型企业作为重中之重
2023年7月	《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》	支持提升科技创新能力；加快推动数字化转型和技术改造
2023年8月	《关于进一步加强青年科技人才培养和使用的若干措施》	各级党委和政府要把青年科技人才工作作为战略性工作；全方位培养和用好青年科技人才
2023年10月	中央金融工作会议	把更多金融资源用于促进科技创新；做好科技金融、数字金融等五篇大文章；加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持
2023年12月	中央政治局会议	推动高水平科技自立自强……要以科技创新引领现代化产业体系建设
2023年12月	中央经济工作会议	将“以科技创新引领现代化产业体系建设”列为首条任务

数据来源: 公开资料, 平安银行投研团队整理

## 2024 年境内市场展望

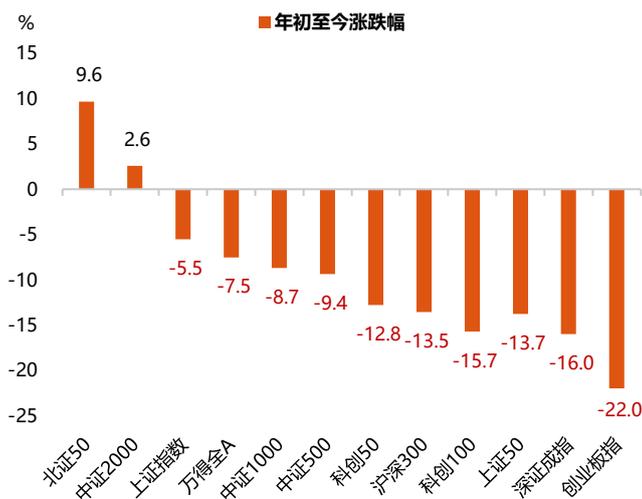
### 股票类资产配置策略：把握可及的确定性

2023 年，疫情防控转段后我国经济持续恢复发展，“高质量发展”业已成为经济发展的最鲜明特征。不过经济转型期面临的阵痛仍不可避免，短中长期问题交织下，外部全球金融周期和地缘政治博弈对国内经济金融领域造成了一定压力，内部有效需求不足、市场预期偏弱亟待得到大力改善。在此过程中，2023 年我国权益市场表现较为疲软，主要指数纷纷录得负收益，上证综指、深证成指和创业板指数更是罕见地连续两年出现回落。

展望 2024 年一季度，我们认为 A 股或仍将以结构性行情为主。高质量发展和高水平安全指引下，以“新三样”为代表的经济发展新动能正蓬勃发展，权益市场也将继续反映这种经济结构的变化。因此，预计大盘将以结构性行情为主，投资者需轻大盘，对结构予以更高的重视程度。

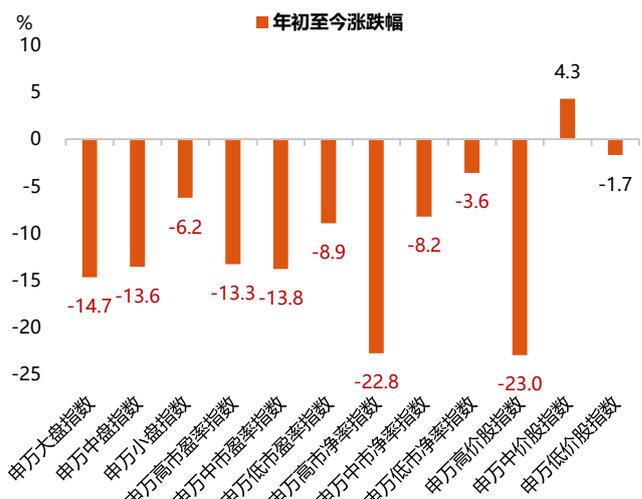
行业配置思路来看，在高质量发展越发重要且市场以结构性行情为主的当下，可重点把握两大方向的投资机会：(1) 科技创新在现代化产业体系中的引领作用越来越强，围绕中央政治局会议提到的战略性新兴产业、未来产业新赛道和传统产业升级等维度，重点关注智能汽车、人形机器人、高端制造、卫星互联网、半导体、AI 智算、消费电子、生物医药、量子通信计算等行业。(2) 国有企业改革深化提升行动将逐渐落地，建议选择具备充裕现金流、低负债水平、分红稳定或具备分红提升空间的国有企业，如火电、煤炭、路桥、电信等领域。

图 26：小盘领涨，但其他主要指数均录得负收益



数据来源：WIND，平安银行投研团队 \*截至 2023 年 12 月 25 日

图 27：小盘、低股价、低估值股票表现占优



数据来源：WIND，平安银行投研团队 \*截至 2023 年 12 月 25 日

## 1. 2023 年权益市场表现不佳

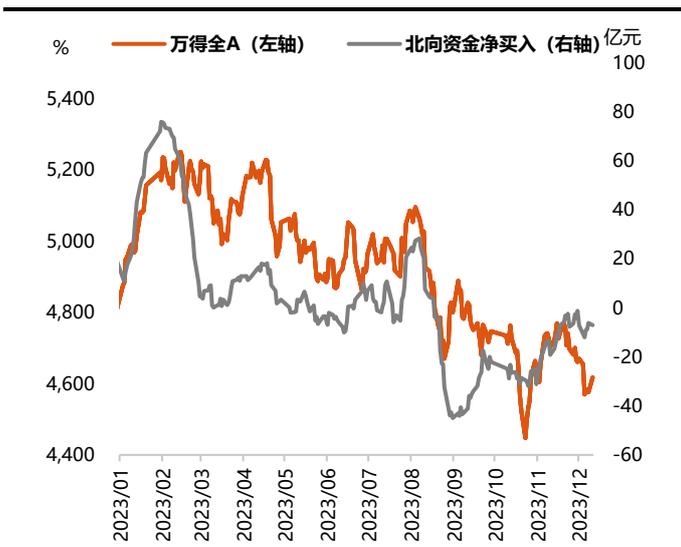
2023 年全年，A 股市场最初在年初疫情防控优化利好的刺激下迅猛拉升，但随着市场主体“疤痕效应”的逐渐显现，经济修复不及预期，大盘则开始调头向下。年初至 12 月 25 日，主要指数均录得负收益，其中上证指数下跌 5.5%，深证成指下跌 16%，创业板指数下跌 22%。不过，以北证 50 和中证 2000 为代表的微盘及小盘指数则在 11 月后一路上攻，全年累计收益逆势收红（图 26）。

从全年的盘面风格来看，A 股市场走势的特征可以概括为：小盘优于大盘、价值优于成长，低价优于高价，低估值优于高估值（图 27）。大中小盘走势分化的深层原因在于大小票的敏感因子的差异：大盘更多受到企业盈利下滑和市场对经济预期的影响，企业居民层面均存在信心偏弱的问题；而微盘股则更多与分母端因素有关，北证 50 走势与中美利差具有高度同步性，即是明证。另一方面，由于宏观经济不确定性较强，投资者更倾向于增配价值股，把握确定性收益，因此价值股表现优于成长股。

在 2023 年四季度策略投资报告中，我们即提到 2023 年大盘的走势明显受到北向资金的影响。外资持股占 A 股总市值的比重虽然不高，但是北向资金日成交金额占 A 股总成交金额的比重却在震荡攀升。而且在市场情绪不佳期间，新入场资金较为有限，北向资金的流出就成为影响 A 股市场走势的关键。因此，我们可以看到 2023 年北向资金净买入与万得全 A 指数具有显著的正相关关系（图 28）。

这种 A 股指数的变动并非体现了 2023 年上市公司业绩的变化，而更多是估值层面的变动（图 29）。实际上，2023 年规模以上工业企业营业收入和利润总额均呈现缓慢上行态势，万得全 A 指数归属于母公司的净利润同比增长率也在 2 季度触底反弹，但对于大盘依然无济于事。背后的核心原因还在于，投资者对于未来经济增长的预期似乎受到了较为明显的抑制，极大压制了大盘的估值水平。

图 28：北向资金左右了大盘的涨跌



数据来源：WIND，平安银行投研团队 \*北向资金为移动 20 日均值

图 29：2023 年 A 股的变动主要源于估值变化



数据来源：WIND，平安银行投研团队

## 2. 有效需求仍显不足，结构性行情或将持续

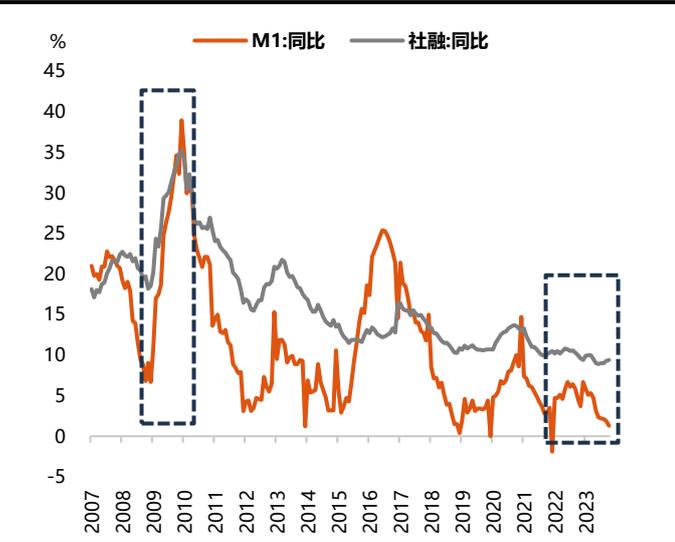
本轮疫后修复过程中，政策稳增长并未缺席。2023 年年初，全国“两会”公布的全年经济增速虽然低于市场预期，但随后政策面的动作则持续加码。7 月政治局会议提出的积极扩大内需、稳就业、活跃资本市场、现代化产业体系、防范化解风险等，均是具有浓厚“稳增长”意味的议题。作为当前我国支柱性产业之一的房地产行业困境备受关注，也是 2023 年政策出台最多的领域，包含“认房不认贷”、降低首付比例、统一下调存量房贷利率等，力度空前。金融领域，高层发出“活跃资本市场”和“建设金融强国”的呼吁后，多部门联合推出了降低印花税税率、放缓 IPO、积极引进长期资本入市等政策。

然而，A 股走势并未如政策初期投资者预计的那么乐观，实际上我们发现，本轮稳增长政策出现了诸多新的特点。以前的几次稳增长过程中，我们通常可以观察到的特点是政策力度强、频次低，政策的效果也较为明显，市场在政策底后经常很快见到市场底。然而，本轮稳增长则呈现出不同寻常的一面，单一政策力度偏弱但频次更高，政策效果不够明显，金融市场市场反应也有所不足。

从货币政策来看，往常的稳增长政策通常会快速推升货币供应量，社会融资需求也会及时跟进，从而大大增强经济活力，这种情况在 2008 年次贷危机、2012 年和 2015 年经济下行压力增加、2020 年新冠疫情冲击三个阶段均可以看到，然而 2023 年以来，我们发现货币供应罕见的在“稳增长”阶段表现出收缩特征（图 30）。

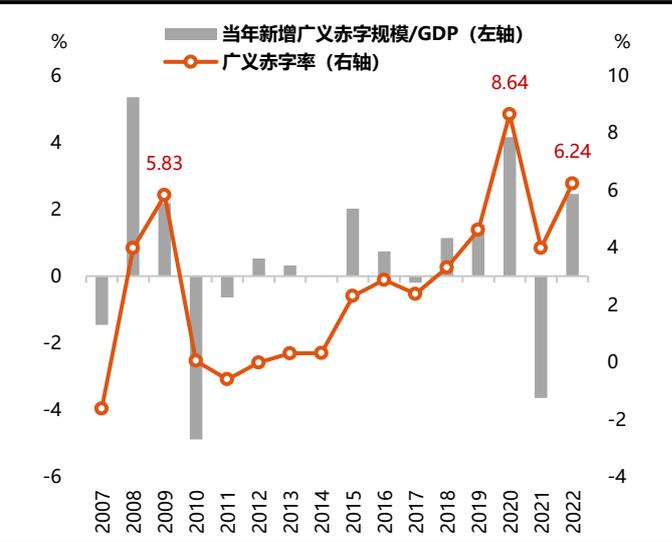
财政政策方面，新冠疫情后广义财政赤字率（决算数据，包含公共财政、政府性基金、国有资本经营、社保基金四本账）在 2020 年达到 8.64%、2022 年达 6.24%，位居历史最高水平，然而如果仅考虑当年度新增广义赤字，则可发现疫后财政扩张幅度明显低于 2008 年次贷危机期间的水平（图 31）。

图 30：本轮稳增长政策下，货币需求的响应不够积极



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 31：新增广义赤字的幅度并没有很强

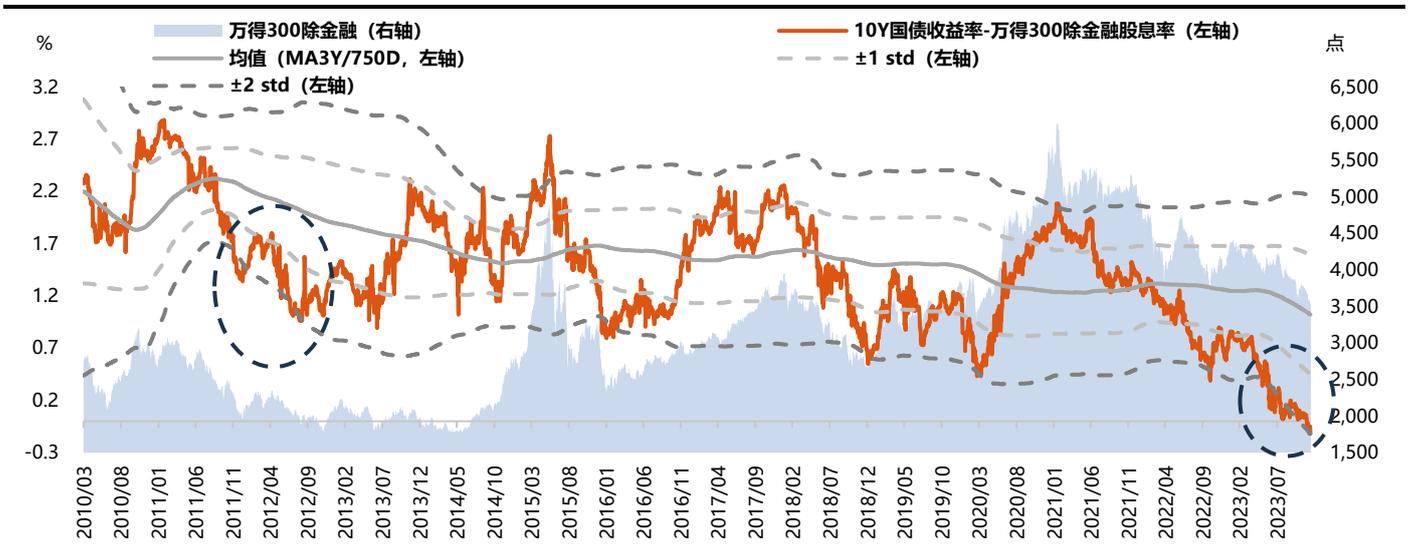


数据来源：WIND，平安银行投研团队

之所以本轮“稳增长”力度偏弱，背后根本问题还在于我国经济发展阶段所决定的中长期结构性问题加速显性化，在一定程度上制约了政策空间。随着中国经济的不断腾飞，在新的阶段必然要面对新的挑战。分税制和土地财政主导下的房地产开发模式难以为继，全国统一大市场仍有不少滞碍，人口形势出现历史性转折，地缘政治格局发生重大变化等，这些问题影响了政策力度，也对我国经济的长期潜在增速构成了抑制作用。而在疫后“疤痕效应”作用下，企业居民的经济决策无疑会更趋保守，中长期结构性问题被更为审慎的计入估值，从而导致了当前估值偏低的局面。

于是，可以看到万得 300（除金融）股息差在三季度接近-2 倍标准差的历史低位后，并未出现预期中的反弹，反而沿着-2 倍标准差曲线持续下行。这不能不使我们重新观察股息差曲线的历史表现，实际上，2011 -2012 年万得 300（除金融）股息差也曾出现过类似的情况（图 32）。

图 32：万得 300（除金融）股息差沿-2 倍标准差线持续下行，与 2011 年极为相似

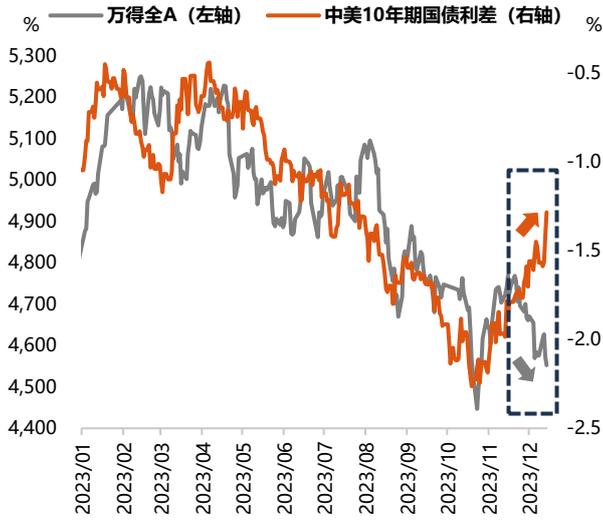


数据来源：WIND，平安银行投行团队

2023 年大部分时间，中美利差与 A 股大盘之间的走势高度相关，随着美联储政策逐渐转向，市场开始预期大盘将迎来新的投资窗口。然而我们发现 11 月后，A 股与中美利差的走势开始出现背离，中美利差虽然开始收窄，但 A 股非但未见有上涨，反而继续下行（图 33）。

这种背离的确较为罕见，巧合的是，历史上最显著且持续时间最长的一次背离恰恰发生在 2011 年年中，当时中美利差自底部上行 200BP，而万得全 A 指数反而持续下滑近 20%（图 34）。

图 33： 11 月末以来，A 股与中美利差走势开始背离



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 34： 2011 年也曾出现过类似情形



数据来源：WIND，平安银行投行团队

然而，仔细考察 2011 年与 2023 年年末的经济背景，可以发现二者存在相当大的差异。

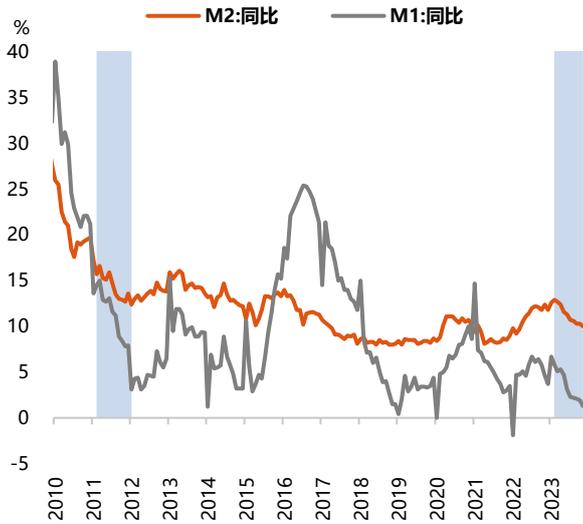
由于前期我国经济存在过热的风险，2011 年时宏观政策不断收紧，央行先后五次“提准加息”，政策作用下 GDP 增速开始下行，工业增加值同比下滑，通胀水平则呈现倒“V”型走势。与此同时，海外经济增速出现下行压力，美国债务问题则进一步加深了投资者对其经济的担忧。

2023 年，中国经济则正处于疫后复苏阶段，宏观政策宽松持续加码，GDP 两年平均增速较为平稳，工业增加值同比不断增长，通胀水平维持偏低状态。海外方面，美国“软着陆”的概率在逐渐增加，其经济增速较为强劲，货币政策出现了放松迹象。

虽然存在极大的差异，然而我们发现两次宏观背景有一个显著的相同点在于，货币供应量指标均在快速下滑（图 35）。我们知道，广义货币供应量 M2 为整个经济体系派生的货币总量，M2 下滑意味着货币总闸门的持续收紧；狭义货币供应量 M1 为现金与企业活期存款之和，M1 下滑表示消费和终端市场需求较为疲软。因此，需求不足、宏观政策并不宽松的结果，就是 A 股大盘在这两个阶段均有承压。

令人疑惑的地方在于，当前阶段我国的宏观政策基调是较为宽松的，无论是中央政治局会议的货币政策定调，抑或是央行的货币政策执行报告，均强调“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”。我们认为，货币供应量的收缩有三方面的原因：一是我国现阶段经济增速和价格水平较前期有所下滑，与此适应的货币供应量自然跟随回落；二是有效需求不足，制约了企业居民加杠杆的意愿；三是房地产行业承压，产业融资能力匮乏（图 36）。因此，当前 A 股走势疲软的根本原因还在于需求侧迟迟未见改善、企业居民需求的不足和融资能力的匮乏，市场信心的提振很大程度上也取决于政策在需求侧能否出现重大突破。

图 35: 货币供应量在两个时期实际上都有所收缩



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

图 36: 核心还是企业融资需求不足与融资能力匮乏所致

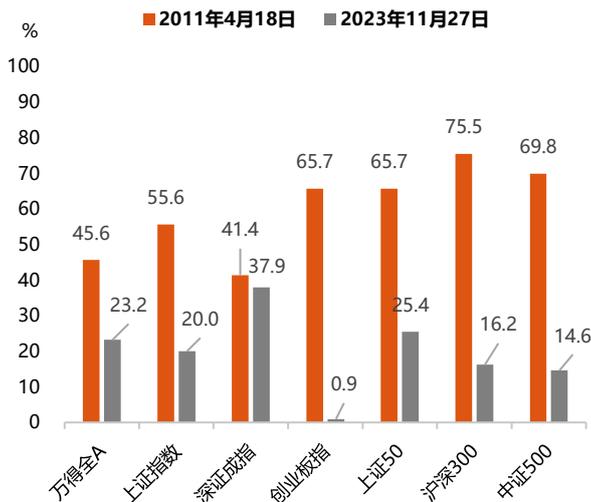


数据来源: WIND, 平安银行投研团队

不过, 站在当前时点上, 我们也无需过度悲观。A 股当前估值水平相比于 2011 年相同阶段处于较低水平。2011 年 4 月 A 股趋势性下跌前, 市场对经济信心仍维持在高位水平, 整体估值水平历史分位数处于中等偏高位置。而当前 A 股市场跌幅已深, 估值历史分位数处于较低位置, 2024 年 A 股大盘下行空间较小 (图 37)。

此外, 企业盈利水平也在出现积极的向好信号。规模以上工业企业的利润增速在三季度触底后均开始回暖, 尤其是国有企业利润增速已经率先回正 (图 38)。上市公司的价值归根结底体现为企业未来的盈利能力, 随着企业利润的增厚, A 股企稳回升的概率也在稳步提升。

图 37: 当前市盈率水平远低于 2011 年, 下行空间不大



数据来源: WIND, 平安银行投研团队 \*区间为 2000 年至 2023 年 12 月 20 日

图 38: 国企带领下企业盈利持续修复



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

综合来看, 我们认为 A 股将继续维持结构性行情。在建设中国式现代化新征程中, 未来我国的经济政策预计将更多以结构性政策为主。高质量发展和高水平安全引

领下，以“新三样”为代表的经济发展新动能正蓬勃发展，权益市场也将继续反映这种经济结构的变化。因此，预计大盘将以结构性行情为主，投资者需轻大盘，对结构予以更高的重视程度。

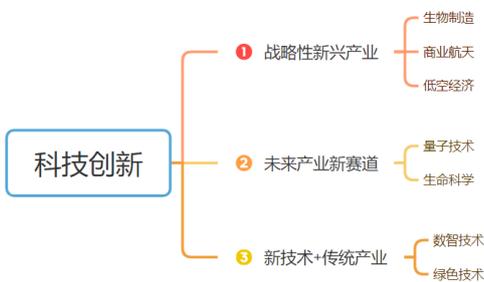
### 3. 行业配置建议：科创引领，国企筑基

#### (1) 科技创新引领现代化产业体系

党的二十大以来，科技创新重要性越来越强，科创也已成为市场中最具想象力的板块行业。

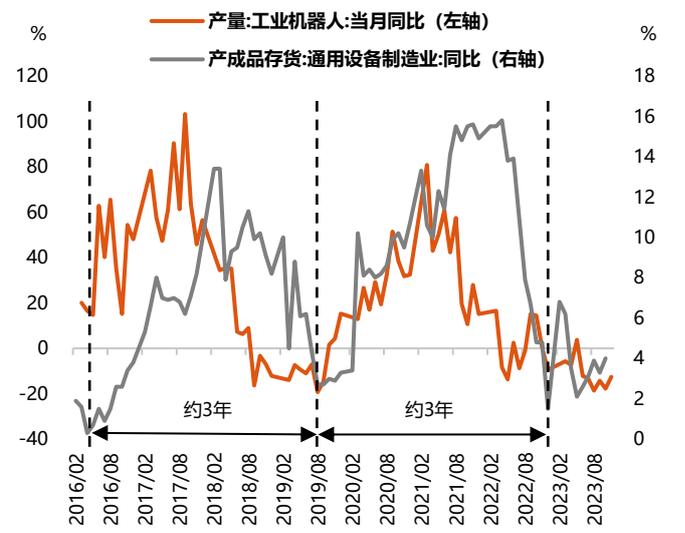
2023年10月31日，中央金融工作会议中提到金融要为高质量发展服务，“优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展”。2023年12月中央经济工作会议明确提出，2024年“必须把推进中国式现代化作为最大的政治”，聚焦“高质量发展这一首要任务”，以科技创新引领现代化产业体系建设。科技创新领域必将在2024年作为经济工作的首要任务来抓，具体地，可能将围绕中央政治局会议提到的战略性新兴产业、未来产业新赛道和传统产业升级等维度做出新突破(图39)。投资者可重点关注智能汽车、人形机器人、高端制造、卫星互联网、半导体、AI智算、消费电子、生物医药、量子通信计算等行业。

图 39：中央经济工作会议将科技创新置于更重要地位



数据来源：公开资料，平安银行投研团队整理

图 40：工业机器人有望迎来新一轮累库周期



数据来源：WIND，平安银行投研团队

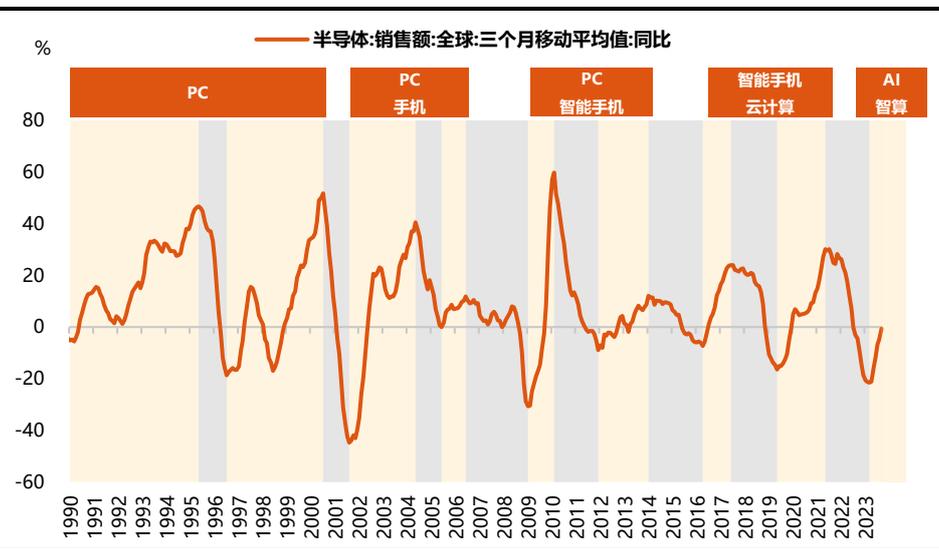
以工业机器人为例，我国是全球最大的工业机器人市场，市场规模约为 100 亿美元。不过当前国内市场外资占有率仍有约 40%，占据主导地位。工业机器人行业存在极大的国产替代空间。工业机器人行业与企业的设备更新同步，因此其产量和产成品库存也存在较强的周期性。历史上设备制造的库存周期约为 3 年，最近一轮周期为 2019 年至 2022 年，以光伏、锂电、汽车为代表的行业扩产能，推动了工业机器人的装机，而当前已处于新一轮累库周期的初始阶段(图 40)。此外，机器人与人形机器人具有诸多相似性，不少国产机器人整机厂也在投入研发人形机器人。2023 年人形机器人的进化受益于 AI 赋能，出现了显著的提速，已越来越具备产业

突破的可能性，相关行业在 2024 年具备很强的吸引力。

半导体作为科技产业的基础要素，其涨跌也映射着科技周期的起伏。从 1990 年代的 PC 机热潮到 2000 年后的移动手机，从智能手机换机潮到云计算蓬勃发展，科技创新总能带动产业周期的轮动。而 2022 年年底 ChatGPT 的横空出世，无疑宣告了 AI 智算时代的到来。

这一轮 AI 智算热潮带动的科技周期已经到来，全球半导体销售额增速触底后再次开始攀升（图 41）。2023 年中央四次与经济相关的政治局会议均提及要“加快推动人工智能发展”，中央经济工作会议中有关扩大国内有效需求的表述，包括“提振新能源汽车、电子产品等大宗消费”、“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”，以及政府投资“重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施”等，均有助于提升相关科技领域的产业发展。科技板块充分体现了高质量发展导向，待投资者风险偏好回升后，科技必将是最有弹性的板块之一。

图 41：AI 智算时代到来或将带动科技行业新一轮热潮



数据来源：WIND，平安银行投研团队

## (2) 国企筑基：把握确定性

国有企业是我国经济的中坚力量，是中国特色社会主义的支柱。但是在现阶段，国有企业面临诸多问题，如高债务杠杆、产业结构调整滞后、企业经营效率不佳等，高质量发展已成为国有企业转型升级的必然选择。

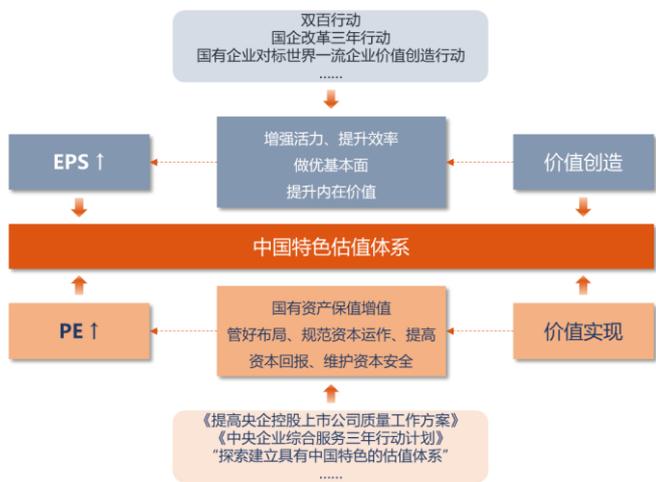
在此背景下，新一轮国企改革再次吹响号角。中央已出台“双百行动”、《中央企业综合服务三年行动计划》、“国有企业对标世界一流企业价值创造行动”等行动规划，既做大做强国有资本，又提升国有企业估值水平，分别对应价值创造和价值实现两个层面（图 42）。而随着行动逐步落地见效，这些举措有望提升央国企的经营效率和估值水平。

与此同时，在国内中长期结构性问题加速显性化的大背景环境下，市场中仍存在

较强的不确定性，国内大盘或以结构性行情为主，而把握确定性则是穿越牛熊的最可靠保证。遵循这一思路，我们认为国有企业投资可以重点关注几个方面：

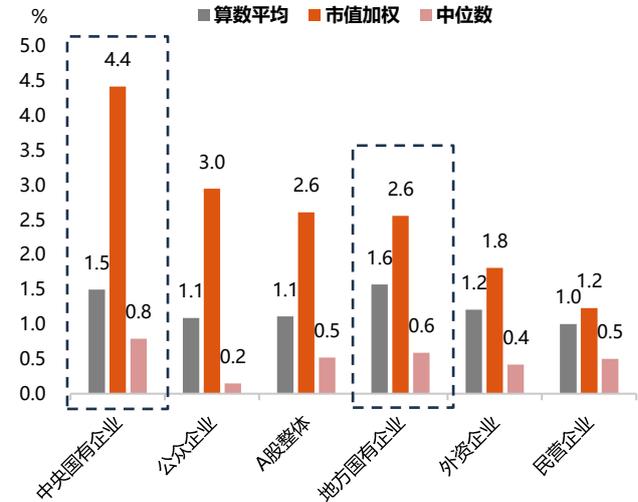
- (1) 重视资产负债率指标，高负债杠杆水平的企业更具脆弱性，资产价值一旦发生较大变动会极大影响企业的存续经营能力，投资者需注意远离高负债率的标的；
- (2) 关注股权自由现金流水平，企业的股权自由现金流是理论上归属于企业所有者支配的现金流，是企业价值的内在基础；
- (3) 分红稳定企业的股息率约等于投资者长期持有的收益率，分红可以提供稳定的现金流，而国有企业股息率具备较大优势（图 43）。

图 42：国有企业改革深化提升行动将提升盈利和估值



数据来源：公开资料，平安银行投研团队整理

图 43：国有企业股息率具备较大优势



数据来源：WIND，平安银行投研团队

随着国有企业改革深化提升行动逐步落地，国有企业的吸引力必将进一步增强。而历史上看，大盘弱势运行期间，红利指数表现往往优于大盘和成长板块（图 44），因此国有企业与科技板块的持仓可以起到一定的对冲作用，以平抑波动。具体行业方面，建议选择具备充裕现金流、低负债水平、分红稳定或具备提升空间的国有企业。比如受益于容量电价改革的火电，长协稳定而产量提升的煤炭，地方具有收费权的桥梁公路，数字经济和算力提升受益的电信，建设金融强国目标下的非银行业金融机构，因当地财政紧张而存在分红率提升空间的地方国企，地方国企并购重组热点标的等领域。

图 44：大盘弱势运行期间，红利指数一般表现较好



数据来源：WIND，平安银行投研团队

### ■ 固定收益类资产配置策略：利率长期向下，债券牛市未尽

2023 年的债市相对于其他大类资产而言表现较好，前 11 个月 10 年国债收益率整体下行 16.73 个基点，收益率曲线走平，中长端表现好于短端（图 45）。按走势逻辑区分，债市可分为两个重点阶段（图 46）。第一阶段是 3 月至 7 月，为年内最长的债牛阶段，期间利率最大回落 39.38 个基点。该阶段利率下行主要反应经济的“弱复苏”。2023 年初市场对疫情政策优化后带来的经济上行具有较强预期，但在 3 月经济数据出台后，市场态度变化、利率转势向南。第二阶段为 8 月至 12 月，随着 7 月底政治局会议推出“一揽子化债政策”、10 月宣布发行特别国债，债市的乐观情绪交织债务风险的担忧情绪，使市场波动加剧，利率一度在 10 月反冲到 2.7%，后震荡回落。

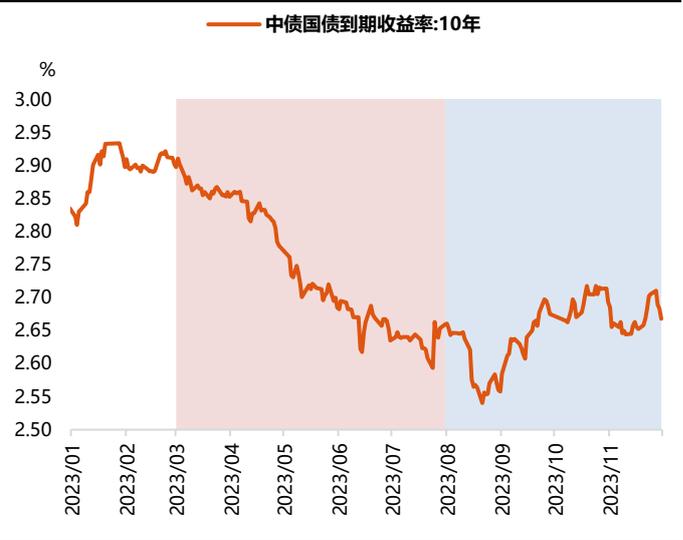
展望后市，2024 年防风险为主题的背景下，经济表现预计以稳为主，同时内需抬升、地产周期底部、隐债化解等均不是一蹴而就能达到效果，因此债市不存在利率大幅上行的风险。随着化债过程中的政府杠杆抬升，需宽货币政策控制成本，预计 2024 年仍有降准与降息空间，利率整体下行。债券市场对基本面的反应主要落在长端，短端可能随着国债与地方债发行继续受到银行间资金面波动的影响短期波动抬升。2024 年预计债市“资产荒”持续，但银行、理财、保险等配置需求仍然较高，预计导致利率进一步下行。信用债城投挖掘上，建议控制久期的同时适当下沉。

图 45：2023 年前 11 月国债收益率曲线走平



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 46：债市走势可分为两个重点阶段

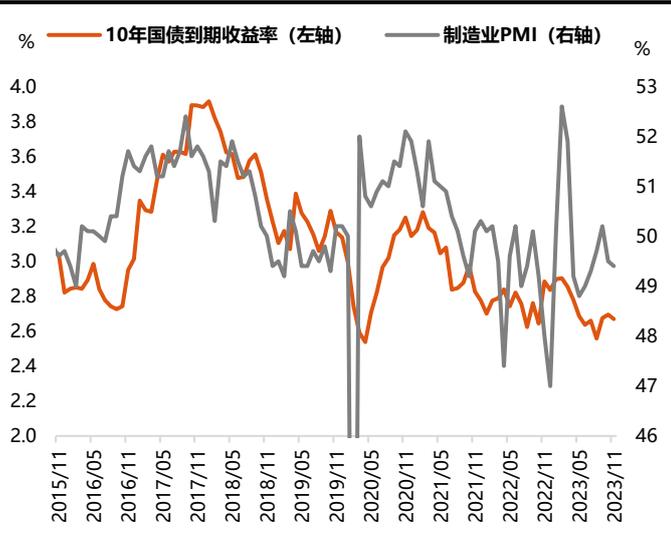


数据来源：WIND，平安银行投行团队

### 1. 防风险、化债为主要任务，带来利率债长期牛市

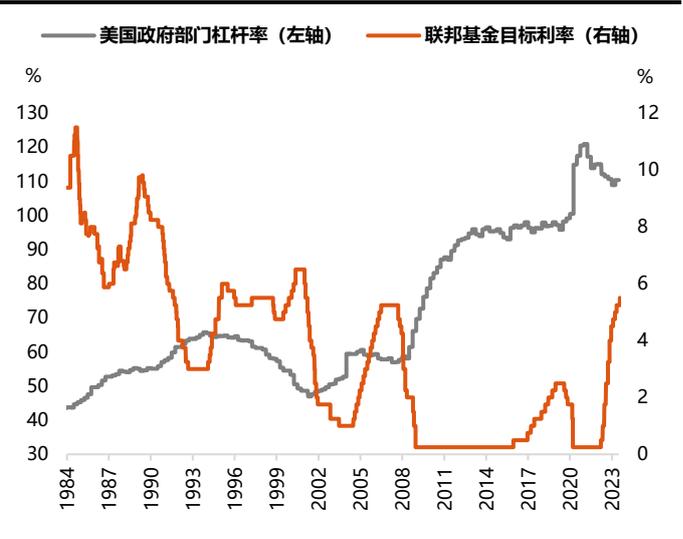
本轮经济最差的时候已经过去，但底部较长，还处在修复的过程中。从制造业 PMI 与十年国债利率走势（图 47）可以看出，利率上行风险不大。经济修复的难度在于地产在经济当中的地位与以往不同，“保交楼”的压力以及居民部门杠杆已高，使得新房、二手房销售持续回落，拿地与销售相应走低，地方土地财政受到负面影响。地产周期底部以及人口增长放缓，又使得逆周期调节工具基建投资对经济的拉动效果降低。因此本轮经济修复进程预计较长，更迫在眉睫的是化解地产、土地财政衍生的债务风险。

图 47：基本面看，利率上行风险不大



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 48：以美国为例，政府加杠杆期间，美联储通常降息



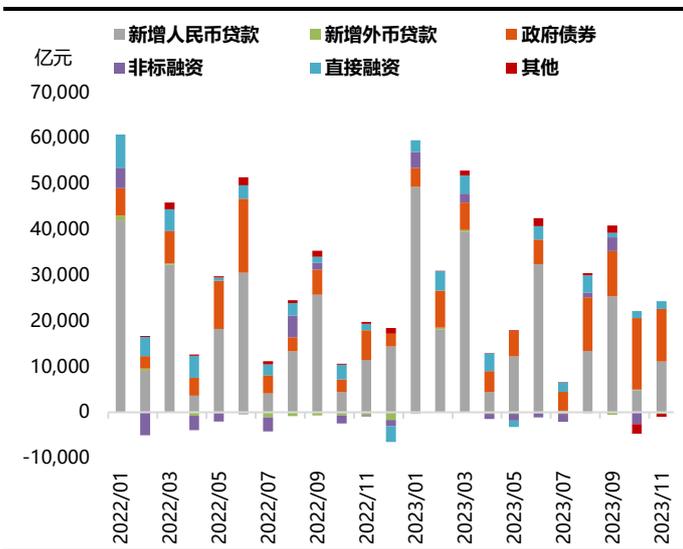
数据来源：WIND，平安银行投行团队

2023 年多项财政支持发力，以防风险与化债为主要任务。7 月 24 日政治局会

议提出“一揽子化债政策”，随后8月底给予地方政府年内1.5万亿再融资额度，10月底宣布年内发行1万亿特别国债等，多项政策给市场带来积极情绪。基本面等待反弹时，财政政策发力通常会配合央行货币政策支持。以美国为例，经济处于底部、政府加杠杆期间，美联储通常降息以降低政府融资成本（图48）。本轮政府加杠杆主要是化债，而化债工作将在2024年持续作为重点，因此不排除进一步降准降息的可能，基准利率可能突破2.5%的长期下沿。

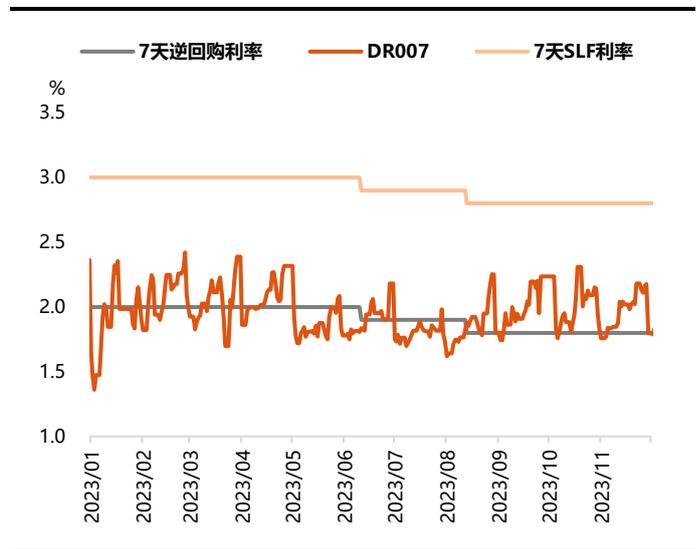
**社融同比增速较高，其实是国债和地方债发行推高社融，并不会从需求端推高利率。**10月、11月社融增速读数较好，但其实存在结构问题，决定社融增量的是发行较多的政府债（图49），而企业融资与个人信贷暂时没有出现回升反弹的现象。因此，并不存在需求端较强而推高利率的担忧。

图 49：决定社融增量的是发行较多的政府债



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 50：8月以来 DR007 一直在基准上方运行



数据来源：WIND，平安银行投研团队

## 2. 利率的短期波动来自资金面

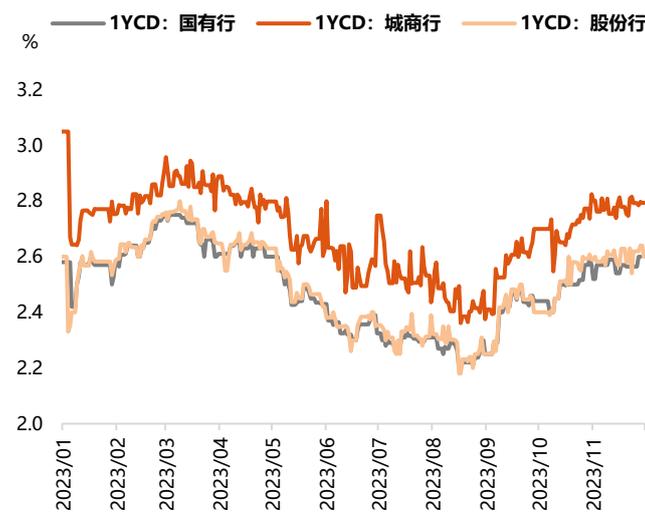
**2023 下半年利率债发行较多、资金面存在短期紧张，造成债市波动。**回顾 2023 下半年的利率债一级市场，8、9 月地方专项债加速发行，10 月以来特殊再融资以及特别国债发行，对银行造成缴款压力，导致银行间资金面比较紧，8 月以来短端的 DR007（图 50）以及长端的同业存单利率（图 51）均较高，显示银行在巨量政府债券发行持续消耗超储的背景下，对长资金的缺乏。此外，跨年短期资金利率大幅上行，可能对机构带来压力。

**资金紧平衡状态预计会延续至 2024 年一季度。**12 月初同业存单利率继续上行，1 年期同业存单快速走高，突破 2.6%。银行长端资金紧张的现象仍在演绎，能够快速改善长端情况的有两个方法。（1）超大规模续作 MLF。12 月央行投放 14500 亿元，到期 6500 亿元，净投放 8000 亿元为历史最高记录，可以缓解部分银行压

力。(2) 央行降准，在四季度没有发生。此外，财政资金拨付之后，流动性会得到重新释放，也能够改善资金的紧张，但耗时较长。12月的中央经济工作会议定调维度较高，没有进一步具体财政投放的信息，市场流动性仍然有待补充。在2024年财政前置、一季度国债增发结转、专项债提前批额度即将下达的背景下，一季度也将面临资金紧平衡问题。

**货币政策大方向宽松，操作上强调“灵活适度”。**货币政策宽松的定调已经共识了很久，但是10月特殊再融资以及特别国债发行以来，并没有再见到降息降准，其中原因在于货币政策还需配合其他政策对症下药解决居民消费与企业投资较弱、导致当下市场资金空转的问题(图52)。12月中央经济工作会议重提“灵活适度”；《央行第三季度货币政策执行报告》表示，要注重跨周期与逆周期调节，即经济增长和地产债务问题都要关注。央行关注重点为盘活存量信贷资源，并加强货币政策的协同支持，注重优化社融和信贷的结构，而不只是看总量。整体来看，债市短期面临资金面带来的波动，待2024年一季度供给压力释放以及两会之后，有望继续债牛行情。

图 51: 8月以来同业存单利率一路上行



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

图 52: M2 与 M1 剪刀差扩大，资金空转利率下行



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

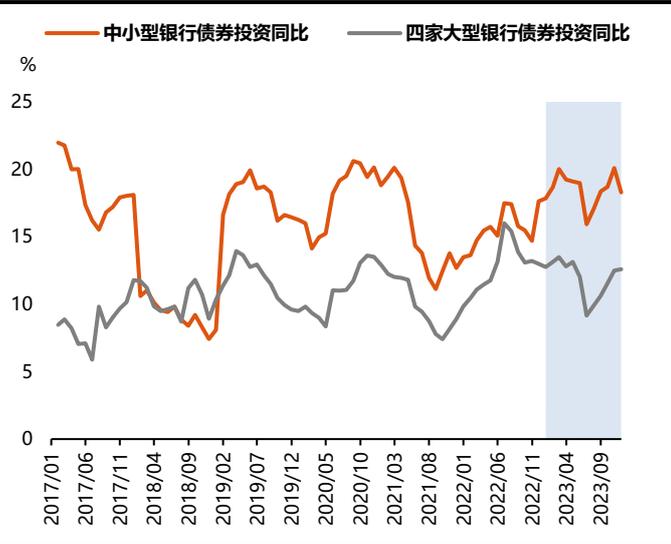
### 3. 资产荒下机构配置需求不减，进一步压低利率

由于信贷投放减弱，各类银行对债券的配置需求保持增长(图 53)；同时，资本新规下银行也更偏好利率债品种。2023 年初，资本新规对商业银行资管产品的风险资产计量规则进行了更新，将在 2024 年正式实施。商业银行的资管产品可以划入交易账簿或银行账簿，但由于交易账簿的约束较强，预计主要划入银行账簿，因此有穿透至底层资产的要求。货币基金、非指数基金等存在无法穿透或穿透难度大的情况，面临提高风险权重的情况，导致银行更加偏好配置利率债。

固收类理财产品相对于权益类产品在 2023 年表现更加稳健，有助于进一步促进市场对固收理财的需求，增加理财规模。2023 年上半年债市表现较好，理财整体规模上行，其中固收类产品占比有所提升。8 月底以来的债市波动，使理财产品的规模 8、9 两月出现下行，但 10 月以来重新攀升。随着年底到来，理财规模可能受到投资者过节赎回、资本新规元旦开始实施等因素影响，再度出现阶段性回落。但是这两个回落因素均为季节性或阶段性，并非看空理财收益，跨年、跨节之后理财规模预计重回稳定。根据不同投资标的可以将理财分为六类，其中现金类与固收类占据 96% 的绝对多数。因此，以债券、同业存单等低波动的资产为主的理财产品，在债市短期波动、利率长期下行的背景下，理财产品结构的调整使其具备更多的适应力。

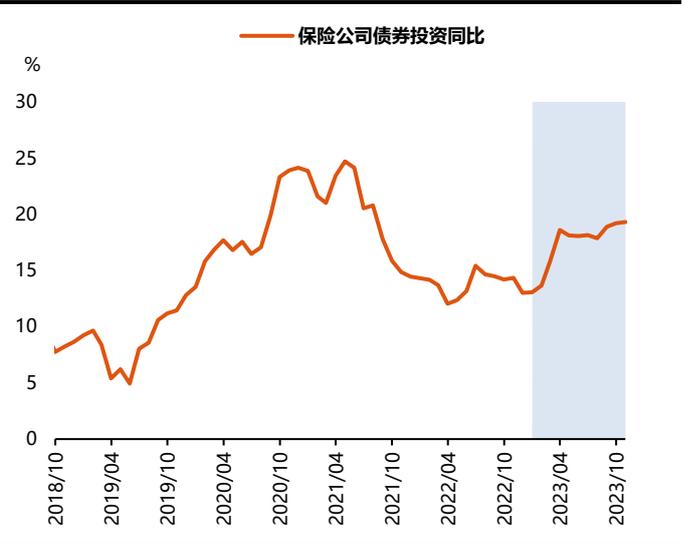
保险机构在 2023 年前三季度对利率债整体为净买入（图 54），预计配置需求在 2024 持续。保险机构的资产总额在 2023 年平稳增加，但配置结构上有所变化。由于年内大量非标与存款到期，这一部分资金转而投入长期国债，拉低了 30 年国债收益率。步入 2024 年，保险公司到期的存款规模仍大，在利率下行阶段，通常不续作存款而是配置性价比更高的国债。对于非标信托产品来说，保险公司从 2020 年开始配置净增量已经转负，该趋势在地产底部周期之下预计不会逆转。

图 53：2023 年各类银行债券投资同比保持稳定增长



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 54：2023 年保险公司的债券投资同比上行



数据来源：WIND，平安银行投行团队

#### 4. 信用债控制久期，向下挖掘

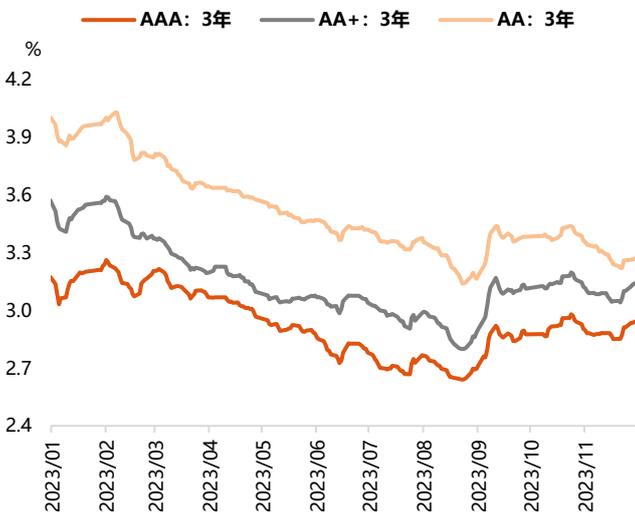
2023 年各评级信用债利率与利率债一样呈 V 型走势，以 7 月底政治局会议为转折（图 55）。2023 年信用债供给偏弱，违约减少。2023 年全年信用产品供给偏弱，前 11 个月各品种信用债共计发行 1.9 万只，总发行额 17.6 万亿，略低于 2022 年的 18 万亿；其中，短融、公司债和金融债的总发行面额最多。2024 年企业信用债发行是否能修复取决于经济回暖的情况以及实体需求改善的时间。违约情况方面，

2023 年前 11 月共有 41 只债券违约，金额共计 308 亿元，较去年的 77 只 530 亿元继续回落。按照行业分类，违约金额的约三分之一来自于房地产行业。

**高收益城投债在 2023 年表现最优。**在“一揽子化债政策”出台后，城投债信用风险得到改善，市场抢券情绪浓烈，信用利差压降很快，尤其是低资质城投平台。但与市场信心增强相反的是穆迪在 12 月下调中国主权评级以及八家国有银行评级后，还对于一系列中国机构与国有企业向下调整了评级展望，其中就包括 53 家城投主体。虽然 10 月份的 1.5 万亿再融资以及 1 万亿特别国债对于城投债整体规模来说确实不大，但城投债问题具有结构性的特点，部分资质较低的平台有流动性风险，其他区域能够正常债务滚续。穆迪的动作也没有影响 12 月城投利差的走势。

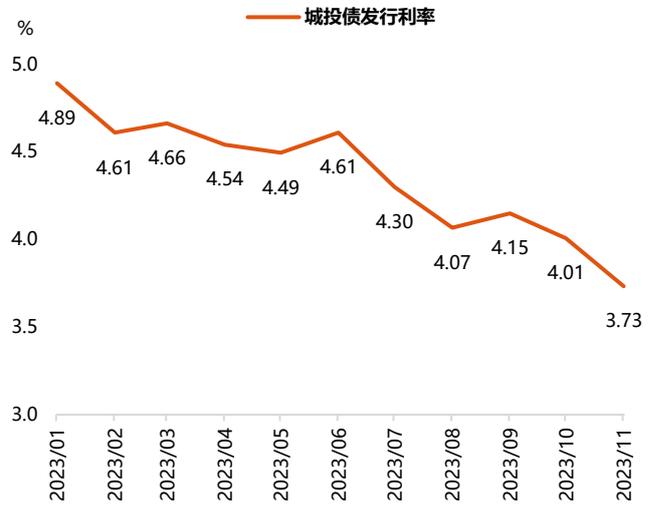
**化债的重点在于借新还旧，对于城投新增债管理严格，因此基本为新发债规模与到期规模一致，2024 年增量债规模预计较少。**本轮化债针对弱资质区域采取降低债务成本（图 56）、拉长债券久期、严控新增净融资的方式缓解流动性风险。2023 年 9 月以来，城投债的发行规模、净融资规模已经出现连续回落的情况。地方偿债意愿强，对比此前两轮债务置换，认为 2023 年 7 月政治局会议开始的未来两年发生城投债信用风险的概率不高。2023 年下半年城投非标的违约也有所回落。针对已经抢券激烈、2024 年净融资回落的情况，对城投债的配置考虑在低评级、偏弱区域寻找 2025 年前到期的票息机会。

图 55：前 11 月各评级信用债利率呈 V 型走势



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 56：城投债新发行融资成本降低



数据来源：WIND，平安银行投研团队

## 2024 年境外宏观经济展望：寻求回归的最优之路

2020 年以来疫情给全世界带来了巨大的冲击，2023 年疫情对于全球居民生活的冲击逐渐消弭，但对于经济领域的冲击依然显著。中国面临需求不足、通胀低迷的困境，而海外发达经济体则普遍面临高通胀的难题。

加息成为美欧压制通胀的必然选择，但高利率环境也不可避免对经济构成挫伤。让经济、通胀、利率回归至疫情前水平，也成为各国经济举措的重点，但回归之路也往往需要在经济下行和通胀反复之间做出抉择。2024 年将是各国回归常态的重要之年，各国举措也将围绕各自的回归最优之路展开。

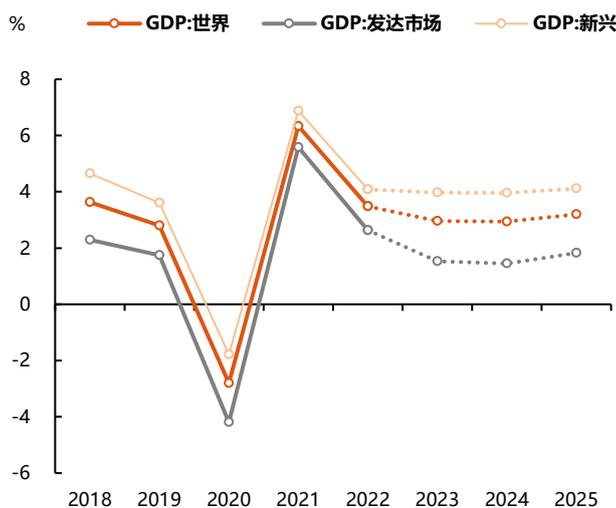
展望 2024 年，美国具有最优的腾挪空间，衰退概率极低，货币政策将相机抉择，为通胀和经济着陆寻求最舒服的姿态。欧元区已进入衰退，或率先降息，着陆过程或迎来阵痛。

### 1. 全球经济：步入放缓再回升之路

2022 年以后全球经济呈现“浅 V”型走势，财政刺激退坡和加息压力下先是小幅回落，其后重新回升。全球经济体逐渐回升至疫情前水平（图 57）。

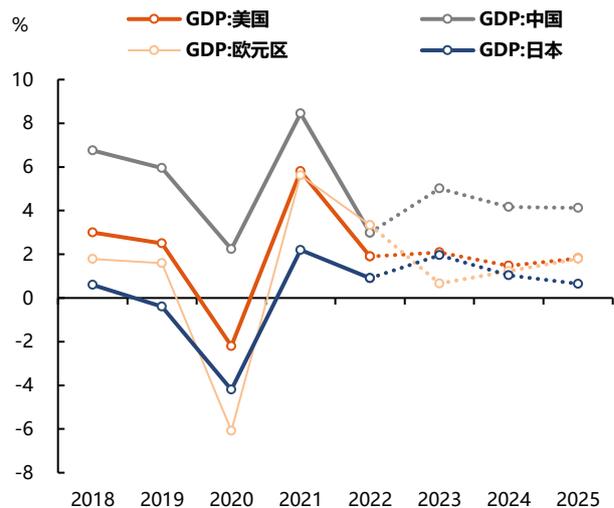
但回归的路径却大相径庭，观察美国、中国、欧元区、日本等四个全球最大的经济体，美国表现出发达经济体最强的韧性，中国未能回升至疫情前水平，日本俨然摆脱“失落的三十年”的困境，欧元区明显逊色（图 58）。究竟根源，自身需求能否有效刺激，以及如何面对疫情带来的后遗症，导致四大经济体回归之路并不同步。

图 57：2024 年全球经济或平缓过渡后迎接回升



数据来源：WIND，虚线为 IMF 预测，平安银行投研团队

图 58：美欧日回归之路有分化，强弱排序：美>日>欧



数据来源：WIND，虚线为 IMF 预测，平安银行投研团队

## 2. 美国：寻求经济、通胀、货币的最优解

各国央行在执行其货币政策之时，面临的重大难点则是货币松紧对于经济和通胀往往是反向作用。太松有助于经济却会引发高通胀，太紧可压制高通胀却会误伤经济，央行往往需要在其中寻求平衡之道。

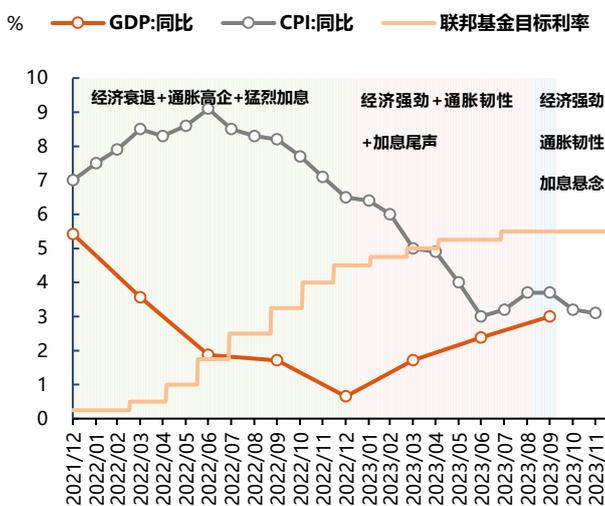
2023年初，主流机构均给出美国或陷入衰退的预测，则是认为高通胀以及随后的猛烈加息难以避免将美国带入衰退。但2023年美国经济增长超越市场预期的强劲，也为2024年美国回归之路提供更为坚实的基础。

### (1) 对比过往两年宏观组合，当前已现最优解

在过往2年多时间，美国经历了3种不同的宏观组合，也为资产带来了不一样的影响。2022年全年，美国面临的是经济增速回落、通胀攀升以及持续的猛烈加息的组合，这样的组合往往引发股债双杀，美元则一枝独秀。2023年上半年，美国呈现的是经济强劲、通胀回落却仍有韧性，加息迎来末期，股票资产远强于债券资产。而进入2023年下半年，经济强劲幅度远超市场预期，但伴随通胀反复以及加息的担忧，再现股债双杀的格局。但第三个阶段在加息末期，来得快去得也快，冲击并未延续（图59）。

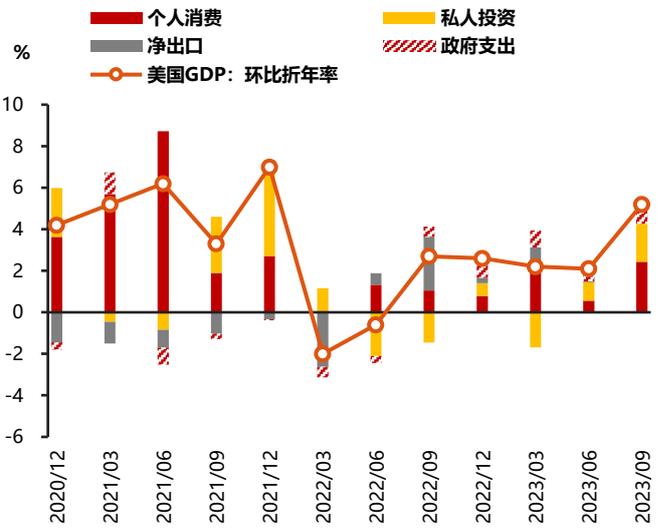
美国2023年下半年经济远超市场预期，为何在高利率环境下美国经济仍呈现如此强劲的表现？我们认为原因有两点：第一，居民的消费再度表现强劲，其既有疫情期间美国政府派发支票带来超额储蓄的支撑，也有美股走强带来的财富效应，同时带来了居民薪资增长的正循环，带动美国消费依然保持强劲；第二，拜登政府为连任所做的努力，大幅增加财政支出，支持制造业回流，我们也看到新能源车、芯片等行业纷纷回流美国设厂（图60）。

图 59：美国经济、通胀和货币政策的宏观组合



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 60：美国经济强劲源于个人消费和私人投资强劲



数据来源：WIND，平安银行投研团队

但当下，我们认为美国已逐渐进入第四种组合，“经济放缓+通胀回落+降息来临”。由于美国经济结构中，消费占比最高，抑制通胀往往意味着经济也将承受压力。抑制通胀也往往带来四种不同的经济组合。(1)“经济衰退、通胀并未回落”，此为滞胀，付出代价，却未带来预想中的效果，如同美国 80 年代初；(2)“经济深衰退、通胀显著回落”；(3)“经济浅衰退、通胀回落”；(4)“经济放缓、通胀回落”。显然，第四种为所有组合里最优的结果，也是当前美国正享受的经济现状，这也解释了为何当前美国呈现股债双牛的格局。

而在此情景，对于美联储而言，也同样进入货币政策决策的美妙状态。一旦经济放缓过快，则加快降息节奏，若通胀回落过慢，则适当减缓节奏。

针对上述判断，以及美国可能面临宏观组合的节奏，我们需要解答 4 个问题：

第一：为什么看美国经济将出现放缓？是否可能更为强劲？

第二：是否放缓过头反而落入衰退？

第三：美国的通胀将如何演进？

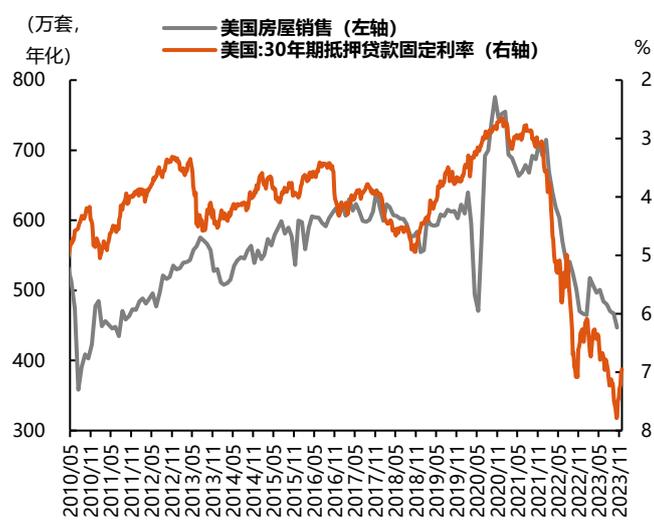
第四：美联储何时降息？降息多少？

## (2) 强劲的经济之后将迎来放缓

我们认为美国 2023 年下半年强劲的经济表现，将难以为继，并呈现放缓态势，主要原因有两个方面。

第一，高利率的影响已然来临。众所周知，央行可以通过提高利率压制通胀，但为何央行往往在提高利率后总是急于将利率回归至正常水平。原因在于，高利率环境往往容易冲击经济，尤其对于企业投资、居民购买房产等需要负债的行为，对利率尤其敏感。观察美国房地产销售，随着 30 年起的按揭贷款利率飙升至 7% 以上水平，美国房屋销售已跌至 10 年内最低水平（图 61）。

图 61：高利率环境已导致美国房屋销售显著回落



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

图 62：财政刺激或在大选之年消失

大选年份	财政支出增速	相比前年	赤字率	相比前年	是否衰退
2020	47.37	↑ 39.15	14.87	↑ 10.22	是
2016	4.35	↓ (0.94)	3.15	↑ 0.71	否
2012	-2.12	↓ (6.35)	6.68	↓ (1.72)	否
2008	9.30	↑ 6.53	3.10	↑ 1.98	是
2004	6.16	↓ (1.25)	3.43	↑ 0.08	否
2000	5.12	↑ 2.13	(2.34)	↓ (1.01)	否
1996	2.95	↓ (0.74)	1.35	↓ (0.82)	否
1992	4.33	↓ (1.36)	4.53	↑ 0.11	否
1988	6.02	↑ 4.64	3.02	↓ (0.12)	否
1984	5.37	↓ (3.02)	4.69	↓ (1.18)	否
1980	17.24	↑ 7.37	2.64	↑ 1.06	是
1976	11.87	↓ (11.51)	4.13	↑ 0.82	否

数据来源：WIND，平安银行投研团队

第二，财政刺激的减退也将让经济有所放缓。2023 年美国经济的强劲很大程度上源于美国为了刺激制造业回流所采取的财政大幅刺激的举措，这也充分解释了为何在高利率环境下，美国的投资逆势而上，芯片、新能源等众多受益的制造业更多源于政府的补助而非债券融资。观察过往近 50 年的大选年份，由于两党的竞争，往往财政有所收紧，而明显例外的则是 1980、2008 和 2020，但此 3 个年份，均面临了经济衰退的冲击（图 62）。进入 2024 年，在当前经济衰退概率较低的情形下，财政刺激较大概率有所减退。

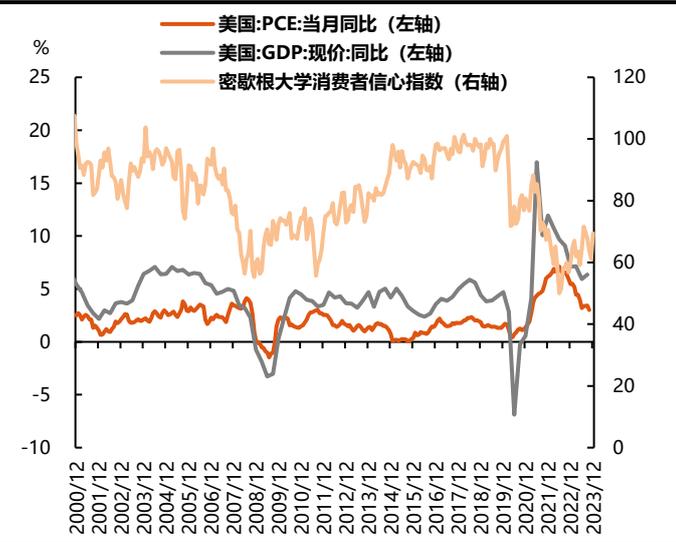
### (3) 放缓是正常回归之路，本次衰退或可避免

考量高利率和财政刺激退坡的影响，经济放缓也同样是通胀和货币政策回归常态下的必由之路。值得注意的是，会否“放缓过头”而落入衰退？我们认为本次衰退或可避免。

第一，消费的韧性仍将支撑美国经济难以陷入衰退。美国的消费韧性有三大原因：一是，通胀回落速度快于居民收入回落速度，形成居民的实际购买力不降反升，消费韧性仍在；二是，美股的上涨带来的财富效应同样支撑消费；三是，消费者信心已先行触底回升，居民消费意愿较高且持续回升（图 63）。

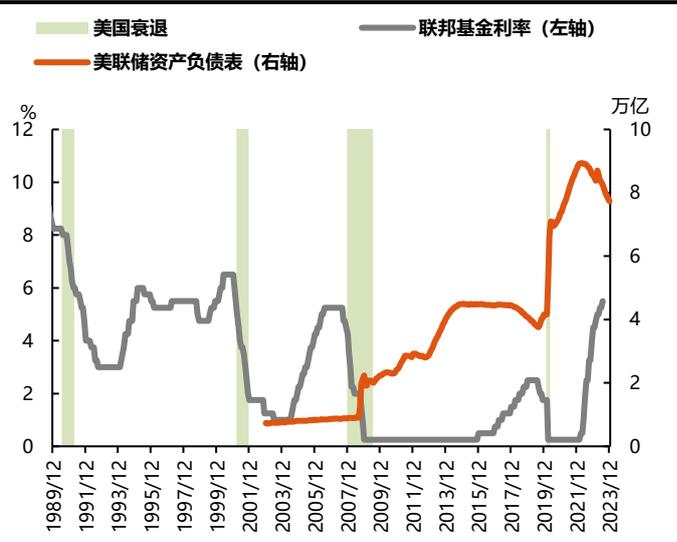
第二，一旦衰退风险显现，美联储具有充足的刺激举措。由于过往两年的大幅加息以及缩表，当前美联储的货币政策空间依然处于较充足状态，参考过往 40 年历史，一旦美国出现衰退，美联储通常快速启动降息乃至 QE 刺激经济。另外，2019 年美联储甚至在未真正出现衰退的情形下，提出“预防性降息”的举措（图 64）。我们认为，2024 年美联储启动降息后已可防止经济出现衰退，而一旦上半年经济数据回落超预期，更大幅度的降息可进一步切断衰退的风险。

图 63：消费的韧性仍将支撑美国经济



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 64：一旦风险来临，货币政策空间充足



数据来源：WIND，平安银行投研团队

#### (4) 通胀回落之路并非坦途

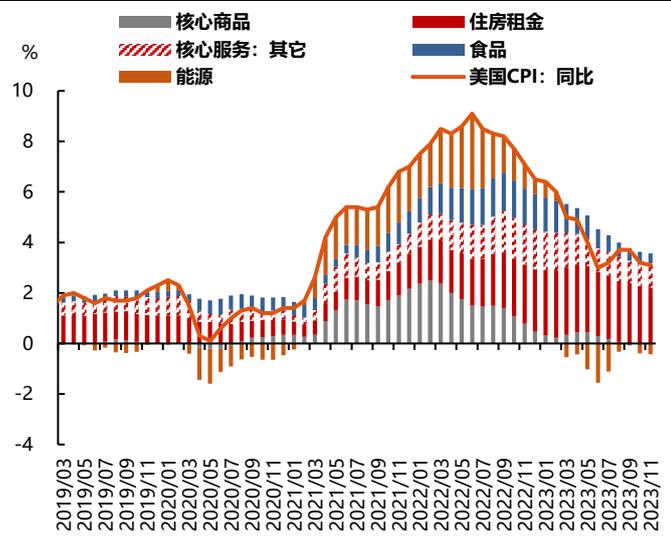
美国回归常态化之路在于“让通胀和利率回归，但尽量避免经济衰退”。但需注意的是，美国回归常态化之路可能难以在一年内完成，其主要原因在于其通胀仍存韧性，通胀趋势向下，但过程或有所反复，也难以在 2024 年完全实现通胀回落至 2% 水平。主要原因在于：

我们进一步拆解美国通胀的各分项，后续通胀下行面临三大压力：一是，能源的反弹将施压通胀，10 月以来原油价格大跌，对美国 CPI 下行带来显著贡献，但当前原油重回低位，若重新反弹，通胀仍将存有压力；二是，住房租金仍存韧性，尽管存在如房地产销售等指标下行转弱，但 2023 年以来房租韧性远超预期，或和美国经济强劲以及股市较强有一定关联（图 65）；三是，其它服务后续将更大程度依赖于薪资增速的回落，此部分韧性也较强（图 66）。

当下最受市场关注的两大核心，一是美国通胀数据，它将影响美国降息的“能力”，若通胀过于有韧性，将制约降息空间及延迟降息时点；二是美联储的表态，它将影响美国降息的“意愿”。

我们认为，2024 年通胀的反复仍将持续影响美联储降息的时点，以及降息的空间。

图 65：当前美国通胀主要源于租金和服务业价格坚挺



数据来源：IFIND，平安银行投研团队

图 66：消费的韧性将伴随通胀的艰难回落

美国CPI分项	权重 (%)	环比 (%)			
		较前值	2023/11	2023/10	2023/09
CPI	100.0	-0.2	-0.2	0.0	0.2
食品	13.4	-0.5	-0.2	0.3	0.2
能源	7.2	-0.3	-3.4	-3.1	0.6
能源类商品	3.9	-2.0	-6.9	-4.9	0.9
能源服务	3.3	1.7	0.7	-1.0	0.1
核心CPI(不含食品和能源)	79.4	-0.1	0.1	0.2	0.2
核心商品	21.0	-0.6	-0.8	-0.2	-0.5
家用家具和供给	4.3	-1.0	-1.2	-0.2	-0.1
新交通工具	4.2	-0.2	-0.4	-0.2	0.0
二手汽车和卡车	2.6	2.1	0.7	-1.4	-5.6
服装	2.6	-3.2	-3.5	-0.3	1.4
医疗护理商品	1.5	0.1	0.5	0.4	-0.3
酒精饮料	0.8	-0.5	-0.2	0.3	0.6
烟草和烟草制品	0.5	-0.8	1.1	1.9	0.2
核心服务	58.5	0.1	0.4	0.3	0.5
住房租金	34.5	0.1	0.4	0.3	0.6
·主要居所租金	7.6	0.0	0.5	0.5	0.6
·业主等价租金	25.7	0.0	0.5	0.5	0.6
·酒店	1.0	1.6	-4.5	-6.1	0.7
医疗服务	6.3	0.1	0.3	0.2	0.1
运输服务	6.0	-0.3	1.1	1.4	0.5

数据来源：WIND，平安银行投研团队

#### (5) 降息进入日程，市场预期或已过满

12 月美联储议息会议如市场预期未再度加息。其中美联储释放的信号已让资本市场欢欣鼓舞，降息真正纳入日程，市场呈现股债商走强，美元走弱的格局。其会议透露的信息，有以下重点：第一，预计 2024 年降息 3 次；第二，较 9 月大幅调高了 2023 年的经济预测，达到 2.6% 的同比增速；第三，小幅调低 2024 年的

GDP 增速以及 PCE。其均透露美联储同样认为当前美国经济衰退风险较低,但 2024 年将有所放缓,在通胀较明显回落的情况下,利率也可回归常态化。

观察本轮加息周期,可称之为 40 年来最猛烈的加息周期,加息幅度大于过往历次水平,且加息持续时间仅约一年半时间(图 67)。因此,在加息幅度较大的情形下,市场对于降息的预期同样充满了想象空间。

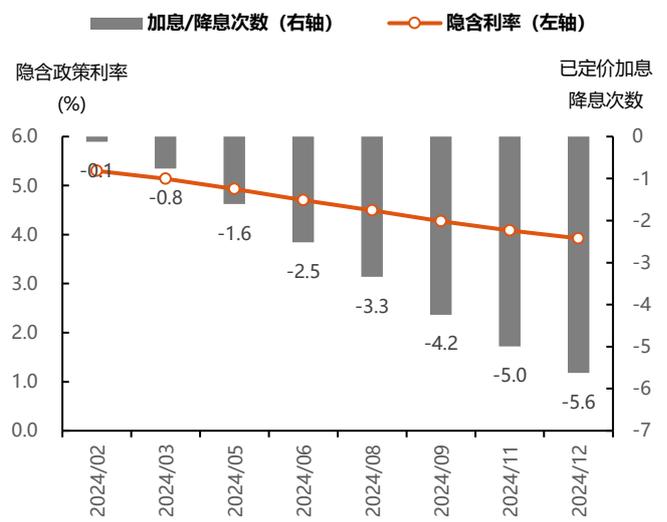
资本市场往往对利好情景有“抢跑”、对利空有“钝化”的习惯,尽管美联储尚未真正降息,且降息时点仍不确定。但市场的预期已“提前抢跑”,10 年美债利率较 10 月高点回落了 100BP,市场预测 2024 年降息达 5 次以上(图 68)。当前存在两大风险:第一,资产的定价已提前反应了 2024 年全年的降息预期;第二,当前市场的降息预期明显高于美联储的预测。一旦后续就业、零售、通胀等数据有所反弹,则可能引发降息预期以及资产的回调。

图 67: 40 年来最猛烈加息周期已然结束

美联储加息周期					
开始时间	结束时间	持续时间 (天)	加息次数	累计加息幅度 (%)	
1983年3月	1984年8月	497	10	3.00	
1987年1月	1987年9月	262	6	1.44	
1988年3月	1989年5月	413	16	3.31	
1994年2月	1995年2月	362	7	3.00	
1999年6月	2000年5月	321	6	1.75	
2004年6月	2006年6月	729	17	4.25	
2015年12月	2018年12月	1099	9	2.25	
2022年3月	2023年7月	497	11	5.25	

数据来源: IFIND, 平安银行投行团队

图 68: 降息预期或过度乐观



数据来源: WIND, 截止 2023/12/18, 平安银行投行团队

### 3. 欧元区: 降息不再是难题, 衰退才是

相比美国“在经济、通胀、利率中寻找最舒适的回归之路”,欧元区的回归之路则略显痛苦。为了避免经济显著衰退,欧元区或先于美国降息,经济或呈现先下后上,浅 V 型走势。

#### (1) 欧元区上半年或延续衰退格局

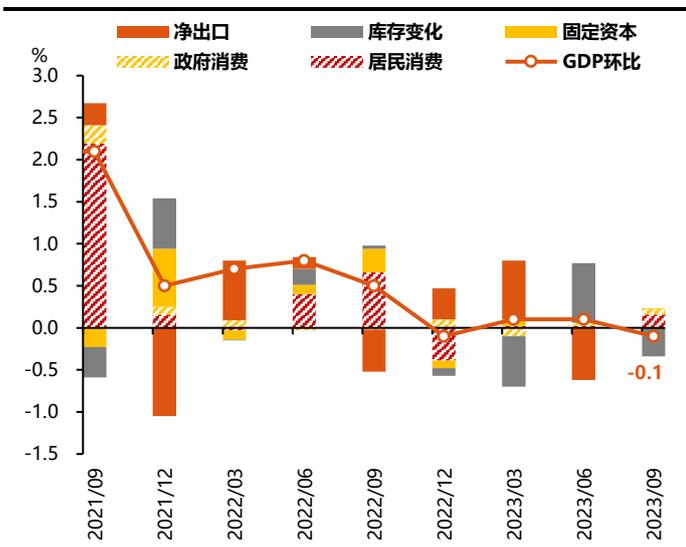
相比美国经济和通胀双高格局,欧元区经济则明显逊色。其原因在于,第一,出口显著回落,2023 年全球的经济复苏更多体现在服务业的恢复,商品消费则由于出行的恢复有所减退。另外由于欧元区较美国更为依赖中国经济,高端制造及奢

侈品等出口呈现明显回落压力；第二，高利率环境冲击投资，由于欧元区并未像美国开启显著的财政刺激，高利率显著影响制造业及房地产相关产业的投资意向。欧元区在 2023 年三季度 GDP 增速已转负（图 69）。

我们认为，欧元区上半年或延续衰退格局。我们观察景气指标、高频指标以及货币层面的指标，均显示欧元区当前经济呈现衰退风险。

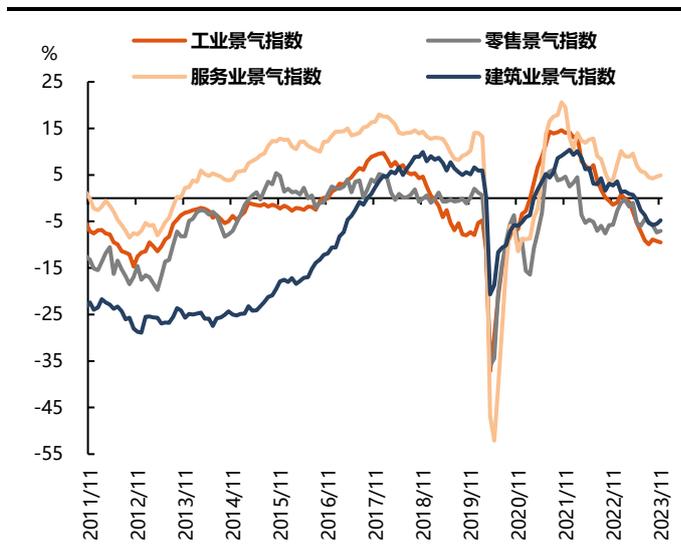
第一，欧元区各景气指标均走弱。由于全球出口的疲弱、中国经济低于预期以及高利率对于欧元区的冲击。当前欧元区呈现工业、建筑业以及零售等景气指标纷纷跌入负值的困境，仅服务业维持在 0 上方。但随着经济的走弱，当前欧元区的服务业同样呈现回落迹象（图 70）。

图 69：2023 年 Q3，欧元区 GDP 增速转负



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 70：欧元区各项景气指标已显著恶化

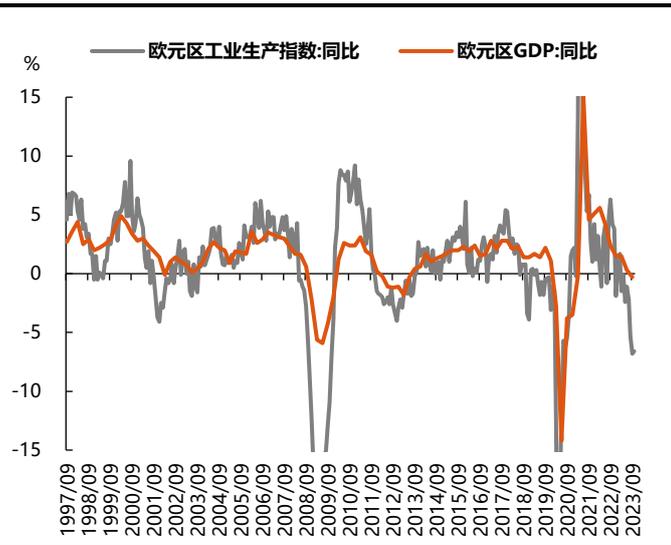


数据来源：WIND，平安银行投行团队

第二，由于 GDP 指标为较低频指标，其四季度 GDP 也将于 1 月才披露，我们可以通过观察与 GDP 呈现高度正相关的工业生产，观察当前欧元区经济状况。尽管欧元区工业生产 2023 年来持续走弱，但其同比数据在 3 季度以前仍维持在 0 上方。但 4 季度以来，工业生产持续恶化，或将显著体现于 2023 年 4 季度 GDP（图 71）。

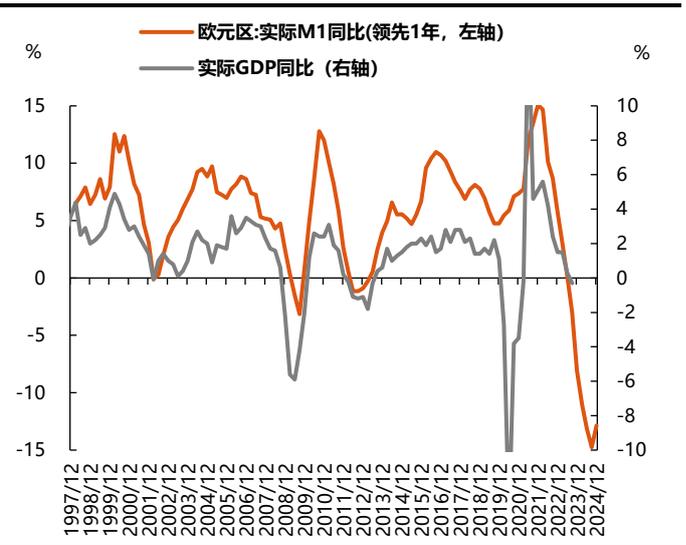
第三，货币政策收紧的负面影响或贯穿 2024 年上半年。不同于美国，欧元区货币政策传导更依赖于银行体系的信贷渠道，因此存在较长的时滞，以剔除了通胀影响的实际 M1 同比进行观察，其领先欧元区 GDP 约 12 个月。其负面影响或贯穿 2024 年上半年（图 72）。

图 71：欧元区工业生产恶化或体现在 2023Q4



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 72：欧元区经济恶化或将贯穿 2024 上半年



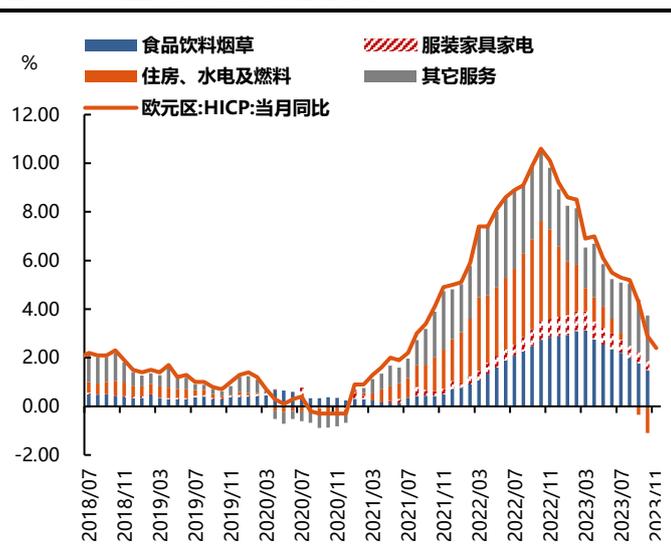
数据来源：WIND，平安银行投行团队

**(2) 率先降息，或带动欧元区下半年经济回升**

尽管当前欧元区并未透露其降息计划，但我们认为，欧央行或率先于美联储降息。

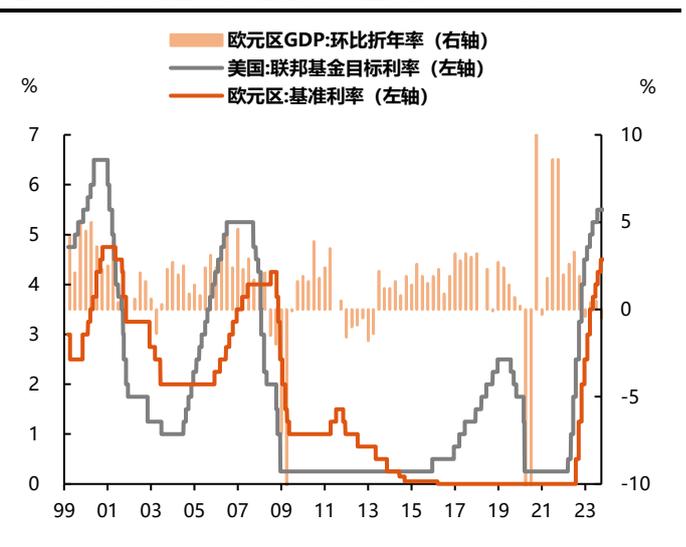
第一，欧元区通胀回落速度快于美国，加息的制约较小。欧元区此前的通胀更多源于俄乌冲突导致的能源价格飙升。另外，由于经济的显著回落，欧元区居民收入也呈现下行压力，并未如美国呈现房租以及核心服务的韧性（图 73）。

图 73：欧元区或率先迎来通胀回归常态



数据来源：IFIND，平安银行投行团队

图 74：欧债伤痕叠加通胀回落，欧元区具备率先降息条件



数据来源：WIND，平安银行投行团队

第二，经济衰退的冲击，或让欧央行率先降息。市场普遍的预期为，欧央行的货币政策往往跟随美联储，呈现一定滞后，观察 2000 年、2005 年、2022 年等三

轮加息周期，欧央行均晚于美联储。但值得注意的是，2011年欧央行曾误判经济趋势，率先加息引发了欧债危机，其后欧央行陷入长时间的低利率环境，且在2015年并未跟随美联储加息。我们认为，欧债伤痕或让欧央行在货币政策决策过程中，不仅仅衡量通胀的影响，衰退的风险或逼迫其率先降息（图74）。

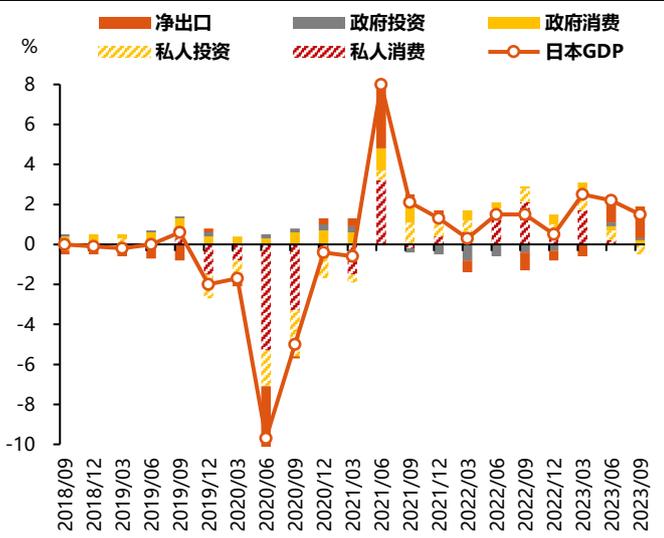
#### 4. 日本：经济通胀回升，压制利率不再必要

2023年日本股市受到资本市场的高度关注，除了其股票市场明显走强且巴菲特高调买入外，其经济也逐渐摆脱“失落的三十年”。2023年以来其经济增速持续走强，且明显高于疫情前水平（图75）。

但更为受到市场关注，且将反向影响美元、黄金等大类资产的核心事件，则是日本会否放开对于国债利率的干预。由于长期以来的低增速、低通胀的压力，日本央行采取了国债收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC），也被称为日本版的“加强版QE”。由于其确切的低利率，市场上长期存在借日元的套息交易模式。

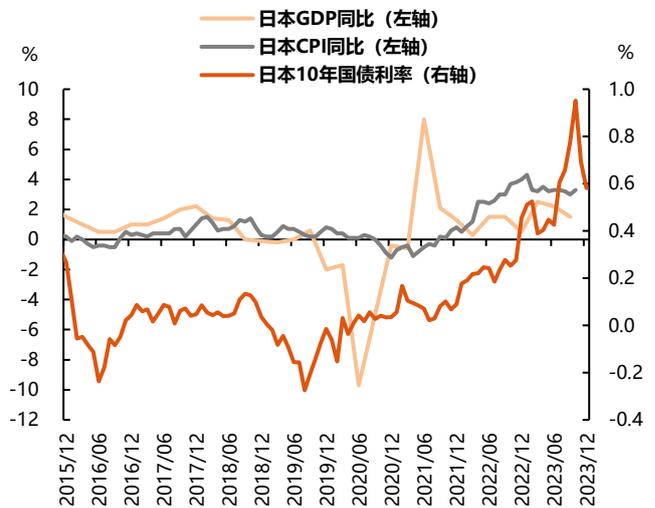
但随着日本经济和通胀的持续稳定回升，当前而言，日本继续采取“超级版QE”的必要性下降，且其控制难度持续提升（图76）。2024年，日本或迎来其超级宽松的货币政策的终结。

图 75：日本，逐渐摆脱“失落的三十年”



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 76：日本或解除利率压制



数据来源：WIND，平安银行投研团队

#### 5. 总结：美国前高后低，欧元区前低后高，关注货币政策转向错位

2024年是全球各国努力回归经济常态化的重要之年。不同的宏观组合以及货币政策转向的错位将显著影响大类资产的表现。

货币政策而言，欧美降息启动，但欧央行或先于美联储降息。日本或终结超级宽松政策。

经济而言，美国放缓却未衰退，呈现前高后低格局。欧元区衰退延续，等待降息带来回升，显现前低后高，浅 V 型表现。

## 2024 年境外市场展望

### ■ 发达市场策略：美联储转向，盈利增长，美股预计趋势上行

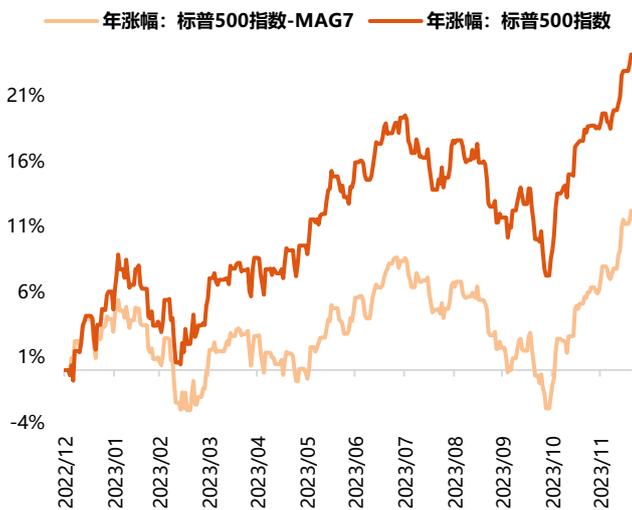
2023 年，美股上半年在降息和 AI 引领的新一轮经济周期开启的乐观预期下走强，创下年内新高；随后美国经济持续超预期的强劲、叠加财政部大规模发债引发了美债收益率的迅速攀升，美股随之明显回调；最后进入了无风险利率下降和经济韧性仍存的完美阶段，美股再次走强。截至 2023 年 12 月 19 日，标普 500 指数年度上涨 24%，纳斯达克综合指数上涨近 44%，道琼斯指数上涨 13%。但是，指数上涨主要来源于七大龙头科技股（包括苹果、英伟达、亚马逊、微软、谷歌、特斯拉和 Meta，简称 MAG 7），如果扣除了 MAG 7 后，标普 500 指数全年上涨 12%，纳指上涨 22%，MAG 7 合计贡献了一半的涨幅（图 77）。

展望 2024 年，在美联储已经释放转向信号的外部环境下，盈利也重拾增长，美股预计在 2024 年将会有较好表现，趋势上行。当然，如果市场对于降息预期过于乐观和抢跑，或者通胀回落并不那么顺畅，可能会引起无风险利率的反弹，进而带来美股的调整，届时也可以趁机逢低加仓。

#### 1. 估值扩张推动美股 2023 年上涨

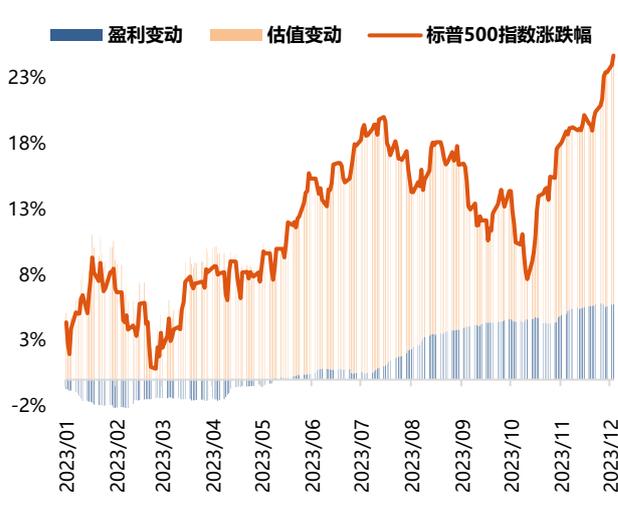
拆分美股表现，估值扩张是主要的推动力。2023 年全年，标普 500 指数上涨 24%，其中，估值扩张超 18%，盈利上涨近 6%，估值贡献了 75% 的涨幅（图 78）。如果进一步拆分估值的影响因素，风险溢价在无风险利率持续攀升的阶段急速压缩，充当了安全垫，有效地抵消了无风险利率的上升。

图 77：2023 年美股指数上涨主要由 MAG 7 贡献



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

图 78：估值扩张是 2023 年美股上涨的主要推动力



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

展望 2024 年，对于美股的关注点集中在两点：一是，美联储何时开始降息，以及降息的幅度；二是，美国经济是否能够有效避免衰退，企业盈利保持增长。根据前面宏观的论述，虽然美联储已经释放了转向信号，但我们认为美联储的降息时点不会太早，预计会在 2024 年的年中，并且降息幅度不大，预计降息三次，一共 75BP。美国经济只是放缓，而不是衰退，对于企业盈利的影响有限。

## 2. 美联储释放转向信号，博弈降息时点和幅度

我们分别回顾了历史上美股在美联储停止加息到第一次降息期间，以及美联储降息阶段的表现。可以发现，从未次加息到首次降息的时间间隔，最短为 5 个月，最长为 20 个月，平均而言间隔 11 个月。美联储在 2023 年 12 月的议息会议上释放出了转向信号，以 2023 年 7 月作为最后一次加息来测算，2024 年年中将是开启降息的时间点。

在 1989 年以来的 5 次停止加息和降息周期中（1989 年以前美联储信用并未建立，之前的情形不纳入），标普 500 指数在加息停止后基本保持上涨，但是在降息周期中的表现不一，主要取决于美国经济是否陷入严重的衰退影响盈利端表现，比如 2001 年和 2007 年降息后分别发生了互联网泡沫和次贷危机（图 79）。但是，从前面宏观的分析中，美国经济大概率只是放缓，出现明显衰退的可能性低，因此预计美股将迎来无风险利率逐步下行、估值抬升的友好环境。

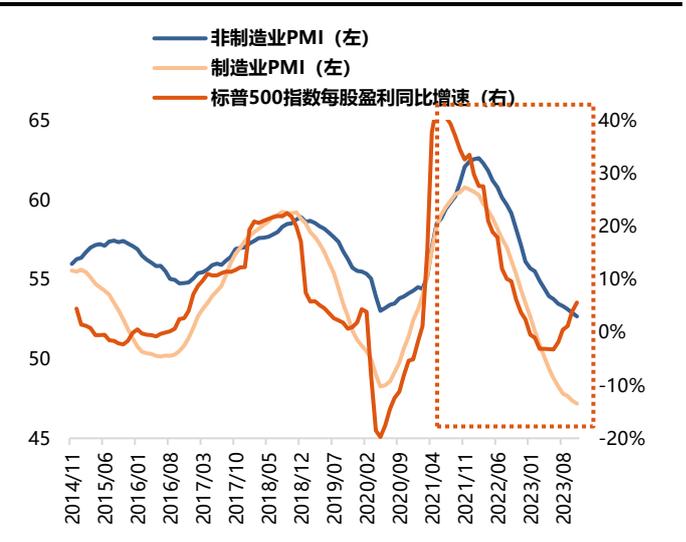
对比停止加息阶段和降息阶段的分别表现，可以发现，在最近 5 次停止加息阶段，标普 500 指数 5 次在后三个月上涨，4 次在后六个月上涨，平均涨幅分别为 7.8%和 12.5%；但是降息阶段，标普 500 指数 3 次在后三个月和后六个月上涨，且平均涨幅仅为 0.4%和 5.7%。绝大多数情况下，美股涨幅更大的部分发生在停止加息阶段，主要是这个时候交易降息预期并且经济相对坚挺，在降息阶段市场对经济增长的担忧会加大，甚至发生衰退。

图 79：美股在停止加息阶段表现普遍好于降息阶段

未次加息后标普500指数表现					降息后标普500指数表现					
未次加息	后1个月	后2个月	后3个月	后6个月	首次降息	间隔时长(日)	后1个月	后2个月	后3个月	后6个月
1989/2/24	-1.1%	5.7%	9.3%	20.4%	1990/10/29	612	3.8%	7.9%	10.2%	22.6%
1995/2/1	3.2%	6.4%	9.3%	19.0%	1995/7/6	155	2.1%	4.2%	6.4%	12.7%
2000/5/16	0.8%	4.0%	1.9%	-5.5%	2001/1/3	232	5.2%	-3.8%	-13.8%	-3.8%
2006/6/29	2.6%	4.7%	7.2%	13.8%	2007/9/18	446	4.3%	-1.2%	-1.5%	-9.9%
2018/12/19	4.9%	9.2%	11.2%	14.9%	2019/7/31	224	-2.9%	-1.2%	0.8%	7.0%
平均	2.1%	6.0%	7.8%	12.5%	平均	334	2.5%	1.2%	0.4%	5.7%

数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 80：美股盈利已经先行调整完毕，重新开启增长通道

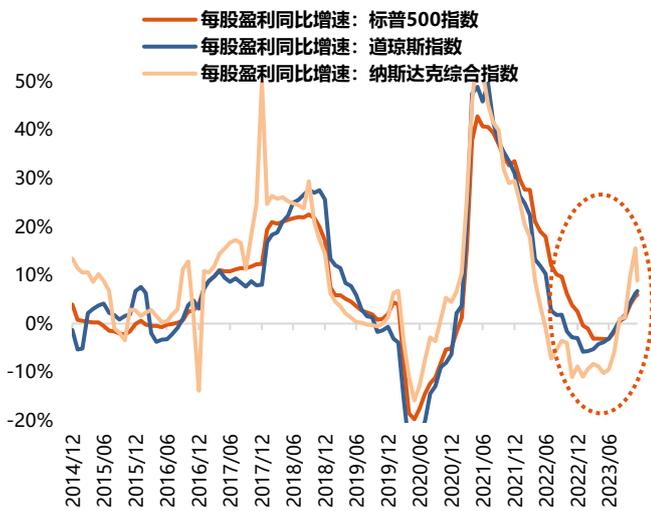


数据来源：Bloomberg，平安银行投行团队

### 3. 美股盈利先行调整完毕，重回增长通道

我们前面提到，2024 年美国的经济更多是放缓而不是衰退，预计对美股盈利的影响非常有限。虽然观察美国经济的领先指标，如制造业和非制造业的 PMI，显示经济增速还处于放缓的通道，但是美股盈利预期已经先行调整完毕，在 2023 年初见底回升（图 80）。一般来说，美股的盈利预期都会先于 PMI 反映，比如说 2021 年美股盈利同比增速早在 5 月就开始见顶回落，但是 PMI 指标直到 11 月和次年 2 月才分别拐头。美股三大指数的盈利增速已经分别在 2022 年底和 2023 年初见底回升，并且增速转正，重回增长通道（图 81）。根据 FactSet，市场当前预期 2024 年标普 500 指数和纳指的盈利增速分别为 11.42% 和 22.8%。

图 81：美股三大指数的盈利增速都已经见底回升



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

图 82：一般而言，在加息停止和降息阶段，成长跑赢价值



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

### 4. 美股预计将有较好表现，相对更看好纳指和标普 500 指数

在经过 2023 年三季度无风险利率快速抬升带来的估值调整后，美股估值也有所回落，虽然标普 500 指数市盈率 19 倍、纳指市盈率 29 倍，仍然高于过去 10 年的平均值，并不是特别便宜，但是也位于 1 倍标准差的附近。在美联储已经释放转向信号的外部环境下，盈利也重拾增长，美股预计在 2024 年将会有较好表现，趋势上行。当然，如果市场对于降息预期过于乐观和抢跑，或者通胀回落并不那么顺畅，可能会引起无风险利率的反弹，进而带来美股的调整，届时也可以趁机逢低加仓。

回顾最近三次美联储加息停止期和降息阶段美股的表现，可以发现，除了 21 世纪初的互联网泡沫时期，成长风格基本跑赢价值风格（图 82）。基于此，我们相对更看好代表科技成长的纳指，其次是标普 500 指数的表现，预计道琼斯工业指数的表现将会相对逊色。

当然，我们同样需要关注风险因素，如美国经济超预期放缓甚至衰退、通胀超预期反弹引发新一轮的加息，等等。

### ■ 新兴市场策略：趋势上升需要等待国内经济明显改善

2023 年初，受疫情防控政策调整、美联储政策转向的强预期影响，港股在 1 月 27 日创下年内高点。随后，美联储降息预期破灭，10 年美债利率甚至在下半年一度接近 5%，外部压力加大；更重要的是国内经济持续低迷、没有明显改善的迹象，使得港股持续震荡走低。截至 2023 年 12 月 19 日，恒生指数和恒生国企指数年度下跌超 16%，恒生科技指数下跌 10%。港股持续 4 年年度收跌。

展望 2024 年，港股走势要观察中国经济增长的修复情况。在中国经济增长前景并未有明显改善之前，风险溢价进一步抬升会抵消无风险利率的下行，估值可能继续承压；同时港股盈利也可能受到负面影响，港股整体将会继续震荡保持弱势。需等待中国经济增长出现明显改善，港股才将迎来分子分母端双重利好，重回升势。

#### 1. 估值持续下跌，反映市场对于中国资产的担忧

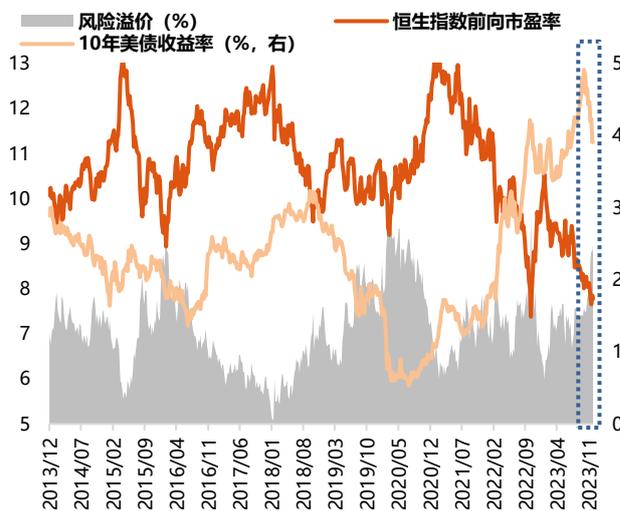
过去两年，除了疫情防控政策转变的 3 个月，港股市场的估值基本上一直处于走低的状态。截至到 2023 年 12 月 19 日，恒生指数的前向市盈率已经下跌至 7.8 倍，绝对值上近 10 年来仅仅低于 2022 年疫情防控政策转变前最悲观的时候，已经跌破了负 2 倍标准差、接近负 3 倍标准差的水平（图 83）。

图 83：市盈率跌破两倍标准差，接近 10 年最低点



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

图 84：无风险利率和风险溢价联合压低了港股估值



数据来源：Bloomberg，平安银行投研团队

而港股估值的持续走低，一方面的确是受到了海外美联储加息导致的无风险利率上升的负面影响，但是另一方面，也有风险溢价抬升的作用。这一点和美股非常不一样，风险溢价在美股承担了利率上升时期安全垫的功能，而在港股这里则是进一步压降了估值。尤其是在 2023 年 10 月以来，无风险利率快速回落，但是港股

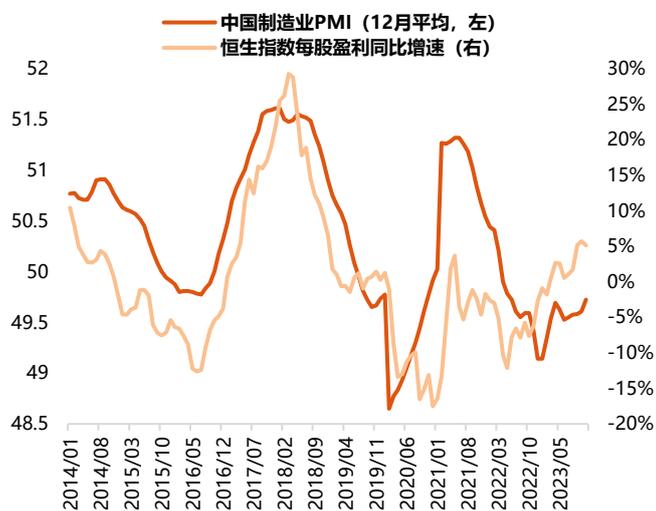
的估值进一步走低，背后就是风险溢价快速抬升到了近 9%的水平（图 84）。

风险溢价的抬升，则是反映了资金，尤其是外资对于中国经济增长的担忧和怀疑。这一点也反映在了 2023 年主动型外资持续流出港股市场。而往后看，影响港股走势的决定性因素也依然是中国经济增长。

## 2. 中国经济增长延续弱复苏，港股盈利增长弱于美股

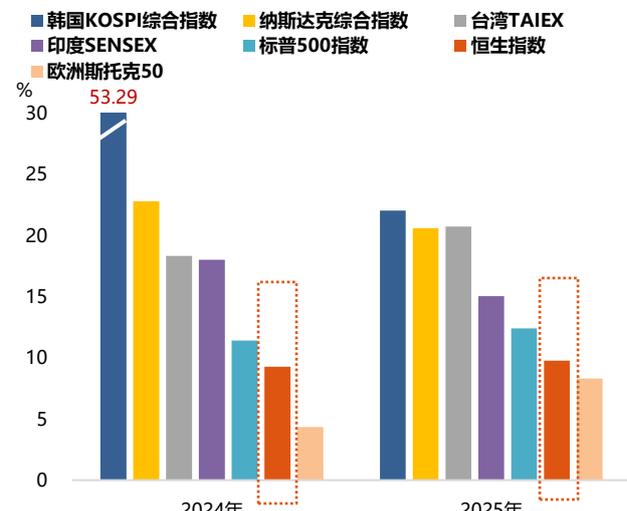
为了修复经济增长，中国政府出台政策的速度加快，力度也在逐渐加码。但是在房地产持续拖累、化债压力大，以及内需仍弱的背景下，中国经济维持弱复苏状态，制造业 PMI 也还没有回到扩张区间。港股盈利预期跟随经济修复脚步，早在 2022 年 3 月增速就已经触底并回升，并在 2023 年 3 月回到正增长（图 85）。

图 85：跟随中国经济弱复苏，港股盈利增速触底回升



数据来源：Bloomberg，平安银行投行团队

图 86：港股利润增速不高，削弱了对资金的吸引力



数据来源：FactSet，平安银行投行团队

虽然逻辑上说，美联储货币政策转向会缓解流动性压力，利好新兴市场股市表现。但是，资金是否会回流港股市场，还是去其他市场，还是要看港股市场自身的吸引力。根据 FactSet，市场预计恒生指数每股收益的同比增速为 9.3%。横向比较，其不仅低于标普 500 指数的 11%，也低于其他新兴市场指数的利润增速，比如韩国 KOSPI 综合指数预计增长 53%，台湾 TAIEX 指数和印度 SENSEX 指数预计增长 18%，等等，这都削弱了港股对资金的吸引力（图 86）。

## 3. 港股下有底，但趋势上升需等待中国经济增长明显改善

我们预计 2024 年年中美联储将开启降息，无风险利率顶部已现并将趋势下行，利好港股估值的修复。从历史上来看，在美联储停止加息阶段，港股都有较好的表现，加息停止后一个月平均上涨 6.7%，后两个月和三个月平均上涨 10%；但在降

息阶段，港股走势分化，整体表现平淡，降息后一个月平均上涨 3.3%，后两个月和三个月平均微跌。

考虑到中国经济面临的结构转型问题，认为中国经济增长前景才是真正影响港股走势的关键因素。港股当前的估值已经处于长期底部区间，下跌空间有限。如果届时中国经济增长前景出现明显改善，风险溢价也会回落，港股整体将会迎来分子分母端双重利好，趋势上行。但是，如果中国经济增长前景并未有明显改善，市场担忧增加，风险溢价进一步抬升会抵消无风险利率的下行，估值可能继续承压；同时港股盈利也可能受到负面影响，港股整体将会继续震荡保持弱势。

基于中国经济增长前景和港股整体走势的不确定性，我们建议关注：(1) 高分红、低估值的标的；(2) 对于利率敏感、未来受益于海外降息的标的。

## ■ 境外市场债市配置策略：更为确定的牛市

2023 年初，全球多数主流机构基于“美国衰退”和“降息”的预判，纷纷看多海外债券市场。尽管上述判断当前而言并未成立，但海外债券市场由于其高票息的保护，以及经济强劲及美股上涨利好高收益债，投资人均获得不俗的回报。

展望 2024 年，随着美联储货币政策的转向，美国债券市场将迎来更为确定的牛市行情。

### 1. 货币政策转向，美国利率债迎来牛市

10 年美债不仅仅是美国各类债券之锚，其收益率也被公认为全球的“无风险利率”，2024 年在降息周期的带动下，有望迎来更为确定的牛市，收益率或较 2023 年进一步下行。

首先，当下影响 10 年美债最为核心的因素毫无疑问是降息周期的影响。观察 2000 年以来的历次加息之后平台期以及随后的降息周期。存在以下特征：第一，两个周期合并观察，利率存在明显的下行，债券处于牛市环境；第二，平台期利率或下行或震荡，但难以再创新高。由于 12 月美联储已开始讨论降息，因此可判断 2023 年 7 月为加息周期的终结，随后的平台期以及降息周期，预计即使期间 10 年国债收益率出现阶段性反复，但仍然大概率保持牛市环境（图 87）。

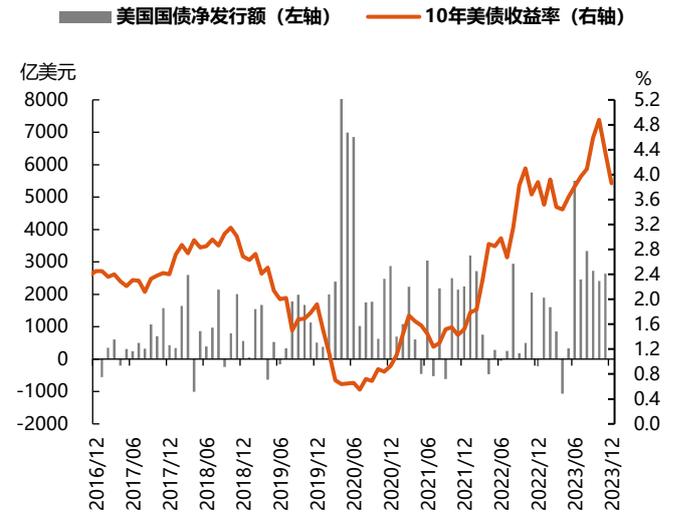
另外，2024 年国债发行减缓将同样有利于 10 年美债的表现。2023 年由于拜登财政扩张的计划，引发国债发行大幅度暴涨，甚至引发美国国债评级被下调，导致美债收益率承受明显的上行压力，一度冲高至 5% 水平。但如同我们宏观所述，2024 年为大选年，财政刺激将有所减退，预计 2024 年国债发行也将较 2023 年明显减少，将进一步推动美国国债的牛市行情（图 88）。

图 87：加息结束后的平台期以及降息周期，债牛



数据来源：WIND，平安银行投行团队

图 88：2024 年国债发行减缓有利于 10 年美债表现



数据来源：WIND，平安银行投行团队

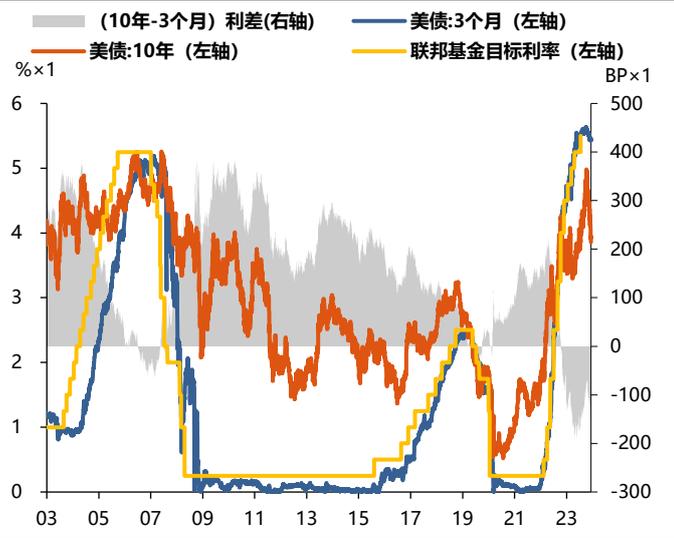
## 2. 债牛也可是慢牛，短端回落或快于长端

尽管 2024 年美国债券市场或整体处于牛市环境，但我们认为其呈现的特征或更偏向慢牛小牛行情，整体投资收益或略高于 2023 年，其中短债或表现更为强劲。

当前 3 个月美债利率高达 5% 水平，10 年美债利率则约 4% 水平，10 年和 3 个月利差呈现深度倒挂水平。3 个月美债由于期限较短，其利率水平往往仅仅跟随联邦基金利率，2 年等短债呈现低于 3 个月、但明显高于 10 年的特征。10 年和 3 个月利差倒挂往往意味着市场存在衰退预期，但随着降息的到来，市场对于经济改善预期逐渐浓厚，其利差往往随之转正。一个明显的特征则是，降息的进程中，短债的利率下行往往快于 10 年国债等长债（图 89）。

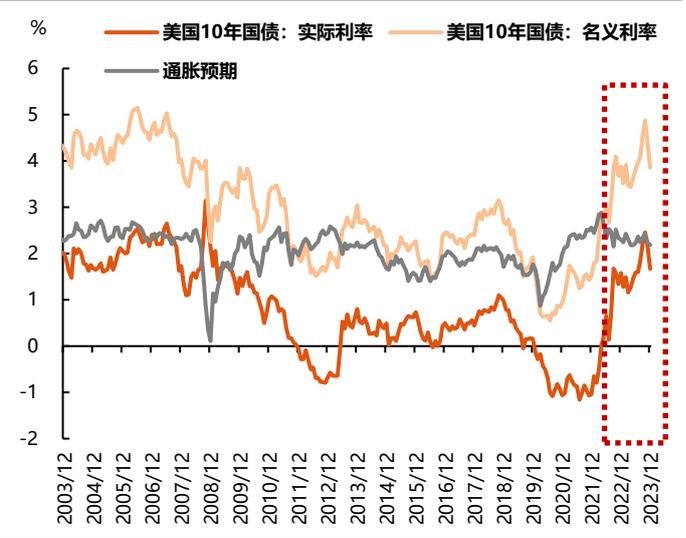
本轮降息周期的一个显著差异是，经济和通胀呈现明显的韧性。我们常常关注的 10 年美债利率也是通常所说的“名义利率”，其往往可以拆解为两部分，一是通胀预期，二是实际利率（图 90）。其中实际利率和经济体本身的潜在 GDP 高度关联，我们在 2023 年四季度报告中曾展开分析，2023 年以后美国实际利率或因为人工智能革命有明显抬升，尽管短期内或有所回落，但其中枢也将远高于过往十年水平。结合当前通胀预期已趋于稳定，10 年美债利率或随着降息有所下行，但其年内下行幅度或较为有限，整体仍属小牛特征。

图 89：降息进程，短端或下行更快



数据来源：WIND，平安银行投顾中心投研团

图 90：经济通胀韧性，债市小牛特征更浓



数据来源：WIND，平安银行投研团队

### 3. 高收益债：将迎逆风，票息足以抵御

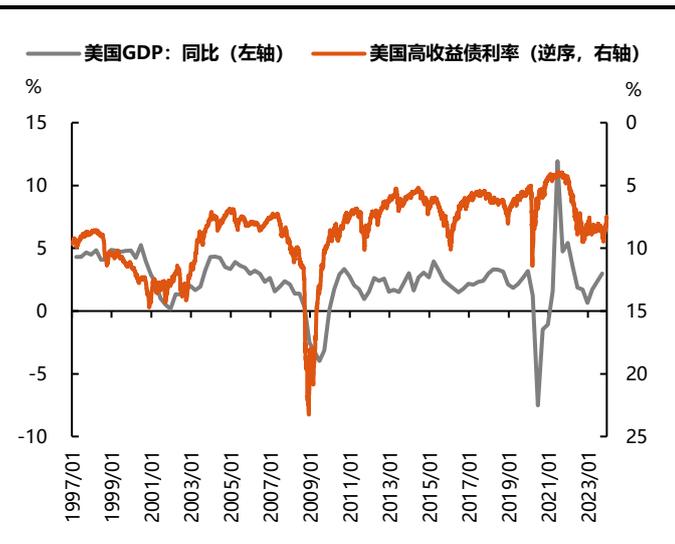
2023 年为投资人带来丰厚回报的高收益债，或在 2024 年迎来逆风。但风力有限，且高票息足以抵御逆风。

美国高收益债和美国经济同样关联紧密，但其关系却有别于国债。在经济衰退的过程，往往高收益债受到抛售，呈现收益率飙升，价格暴跌的特征（图 91）。但随着美国经济的修复，则其将再度走强，同时由于衰退前暴跌导致的高票息，在其走强的过程中，往往投资人收益丰厚，也充分说明高收益债的高风险特征。由于 2024 年美国呈现放缓压力，高收益债将面临一定逆风。

降息周期的开启，对于高收益债的影响同样重要。在平台期以及降息周期，高收益债利差往往呈现上升态势，属于对其的明显利空。究其原因，我们认为可能存在两方面，第一，其根源或可能是衰退，降息以及高收益债利差飙升均源自于衰退；第二，由于降息对利率债的利好更为确切，资金的转向也同样导致了利差的上升。

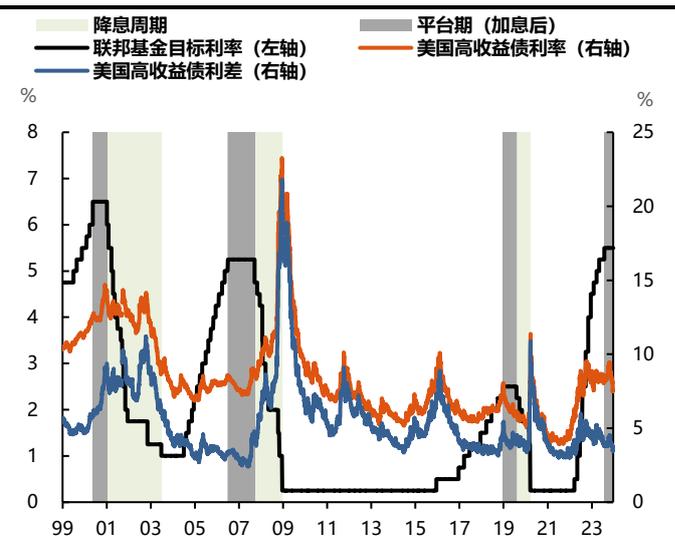
展望后续高收益债的表现，我们认为存在以下特征：第一，经济放缓导致的逆风存在，利差或从当前低位有所上升，但幅度远低于衰退期；第二，由于叠加了国债利率下行，一上一下或带来的影响是高收益债利率震荡，价格波动较小。总体而言，2024 年内高收益债逆风存在，但尚可抵御，投资者需警惕的是降息末期的风险。

图 91：美国经济放缓或给高收益债带来逆风



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 92：高票息及降息，利多足以抵御逆风



数据来源：WIND，平安银行投研团队

### ■ 外汇：利差成为决定性因素，关注分化

展望 2024 年，美欧日等经济体或纷纷迎来货币政策的转向，各国利差也将迎来变局，利差将成为影响主要汇率品种的决定性因素，而利差的差异也将构成汇率走势的显著分化。

#### 1. 错位的经济和降息周期：美元前高后低

传统的美元指数分析方法，其中一个重要视角在于分析其成分币种（欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗、瑞士法郎）。

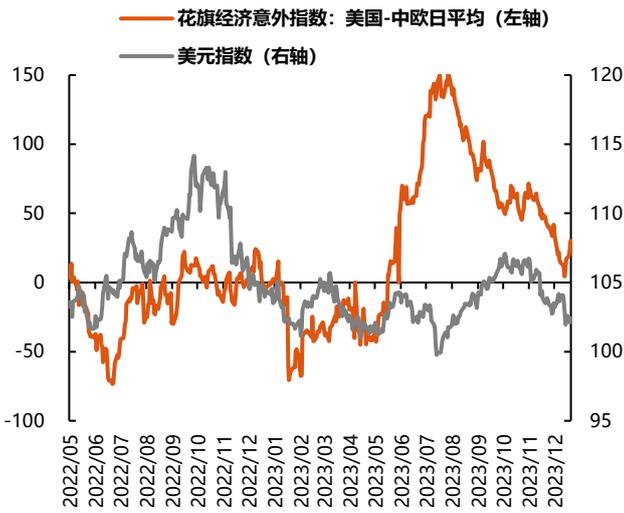
但随着全球贸易的深化，美国与其它最大经济体（中国、欧元区、日本）的经济基本面以及货币政策的差异，成为影响美元指数的核心因素。

在降息预期逐渐形成的 2023 年，为何美元仍然呈现强势格局？核心原因或在于美国经济强劲，而中欧日等经济体经济则相对逊色（图 93）。若以经济基本面脉络分析美元 2024 年走势，我们认为美元指数或呈现前高后低格局。

美元指数 2024 年上半年或仍维持较强势的原因在于。考量经济基本面的对比，美国前高后低，欧元区浅 V 型走势，中国缓慢复苏，美国上半年仍强于其它经济体，下半年或呈现转弱状态。

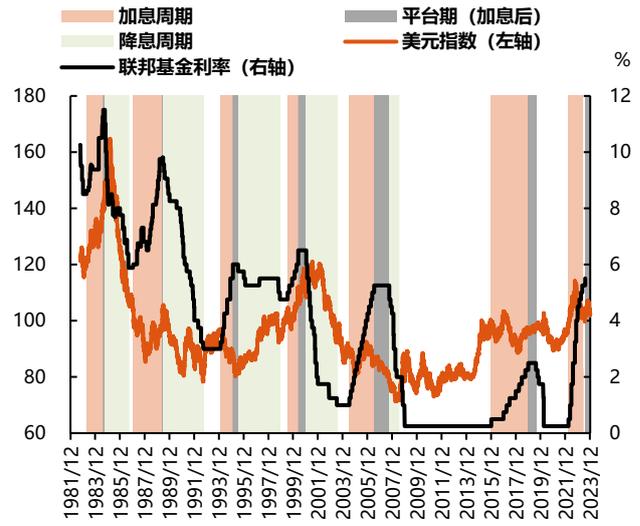
另外，美国自身的货币政策周期对美元指数也产生重要影响，尽管美元指数的顶部往往存在较大不确定性，但在历次的降息周期，美元指数往往走弱。若依据我们宏观部分的分析，美联储或将在 5 月展开降息。除却经济基本面的因素，货币政策的因素也将进一步构成美元指数下行的压力（图 94）。

图 93: 美国与中日经济增速差影响美元指数



数据来源: WIND, 平安银行投行团队

图 94: 美元在降息周期普遍走弱



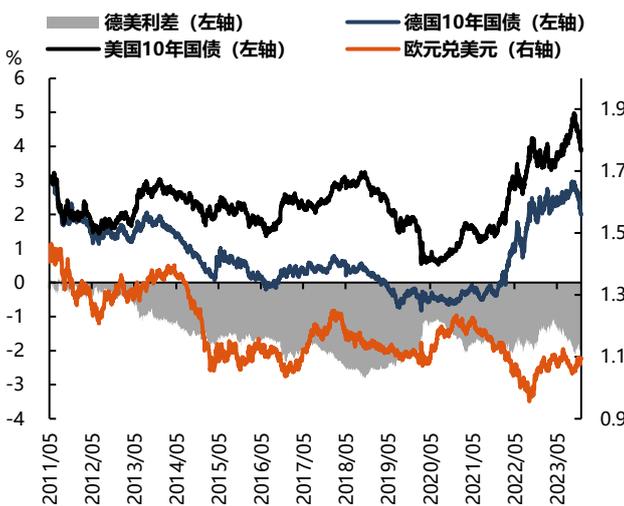
数据来源: WIND, 平安银行投行团队

## 2. 利差的分化: 欧元前低后高, 日元弱势扭转, 人民币转强

由于 2024 年美国、欧元区 and 日本的货币政策或纷纷迎来转向, 但由于转向的时点及方向并不一致, 将由此带来利差的显著变化, 将成为影响汇率的决定性因素。

欧元或呈现前低后高的格局。跟踪 2011 年以来, 欧元兑美元呈现其与德美利差高度相关的趋势 (图 95)。欧元区或在上半年率先降息, 叠加自身基本面的疲弱, 或将导致欧元区主要国债利率加速下行。但随着美国年中的降息以及基本面的趋弱, 德美利差或将在下半年重新回升。

图 95: 欧元区率先降息仍将导致欧元上半年偏弱



数据来源: WIND, 平安银行投行团队

图 96: 日元弱势扭转



数据来源: WIND, 平安银行投行团队

日元或扭转弱势。日元从 2020 年下半年以来持续走弱。由于日本自 90 年代起采取极为宽松的货币政策, 其中一个最为重要的举措则是央行干预其 10 年国债利率, 将其长期维持在 0 附近水平。因此在欧美等发达经济体由于通胀或加息因素带来的国债利率飙升背景下, 日元和其它经济体的利差被显著扩大。但展望 2024

年，随着美国降息，日本自身或解除其对国债收益率的压制。美日利差或随之逆转（图 96）。

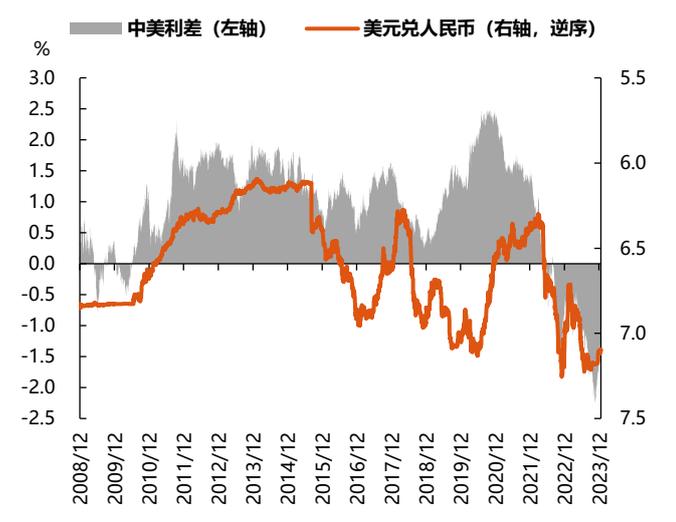
人民币或转强。为实现稳增长的目标，2022 年以来中国维持较宽松的货币政策，在此期间美联储显著加息，中美利差由正转负并逐渐扩大，汇率随之受到影响（图 97）。展望 2024 年，中美利差回升趋势或带动人民币转强。

### 3. 美元虽趋弱，但不宜过度看空

依据此前的分析，美元受到经济前高后低，5 月或降息的影响，或呈现前高后低的格局。尽管美元下半年不利因素较多，但仍不宜过度看空美元。

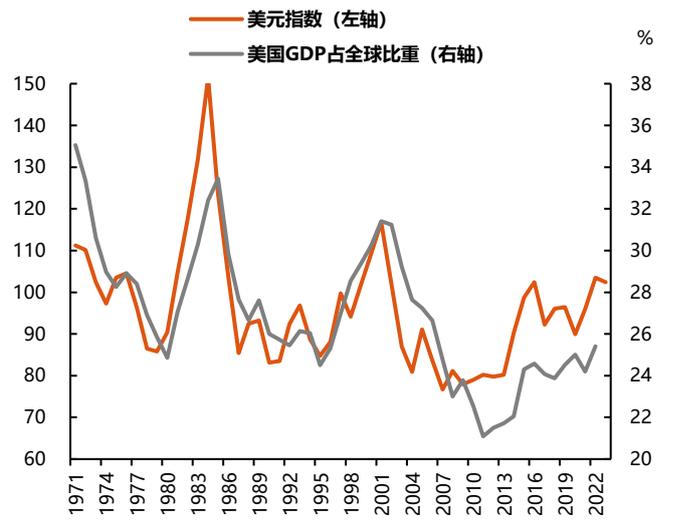
其主要原因则在于，美元作为最重要的全球性货币，同样是美国施压其它经济体的重要金融武器。美元指数的走势往往是美国国力的体现，长期趋势而言，美元指数与美国 GDP 占全球比重高度相关（图 98）。当前由于人工智能、中美贸易摩擦、美国引导制造业回流等影响，除非美国再度爆发显著危机，仍难以见到美国 GDP 占全球比重回落，美元从长周期而言，或仍处于上升趋势。

图 97：人民币或转强



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 98：美国基本面决定美元难以显著下行



数据来源：WIND，平安银行投研团队

### ■ 黄金：蓄势再发

我们在过往一年半时间对于黄金的判断，几乎 100% 吻合黄金的走势。2022 年三季度强调“黄金的左侧布局”，2023 年初“金价年内或创历史新高”，二三季度“短期冲高过后或难有持续强劲的表现”的观点均得以验证。

2023 年四季度，我们给出“黄金逆风，在国际金价（美元计价）充分调整后做多黄金仍是合适策略，而上海金（人民币计价）则需警惕阶段性的风险。”国际金价一度急跌至 1800 美元/盎司后重上 2000 美元/盎司。

展望 2024 年，黄金牛市的故事仍未结束，突破新高后或将是黄金的星辰大海。但如同我们前面美债所强调的，降息预期过满已充分计入各类资产价格，黄金在

2024 年上半年仍可能存在回调，但回调后再度积极做多，仍是极佳策略。

### 1. 黄金牛市的故事仍未结束

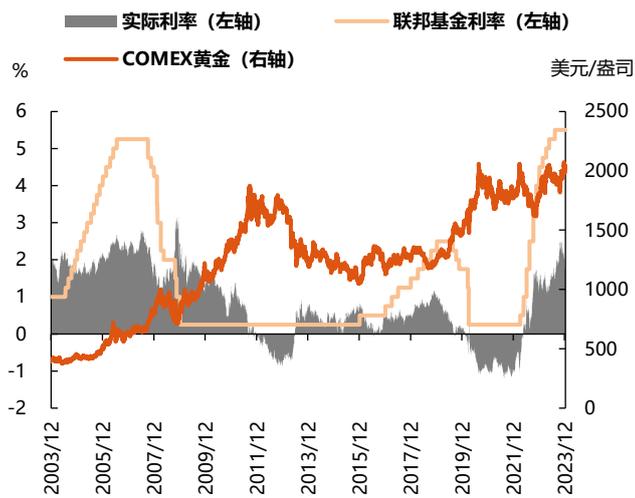
过往两年，美国经济强劲、美元走强、原油暴跌等等黄金可能面对的逆风，往往仅仅构成其回调，并未改变其牛市格局。关键在于，当前仍可支撑黄金上涨的利好因素众多，往往可快速抵消利空因素的冲击。

展望 2024 年，我们认为至少还有以下四个因素将继续带动黄金上涨。

第一，降息及实际利率回落将利好黄金。利息可以理解为持有黄金的“机会成本”，一旦该“机会成本”显著下降，则黄金呈现过往强劲的上漲趋势。由于美联储将在 2024 年真正展开降息，利率的回落，将显著利好黄金（图 99）。

第二，大宗商品往往也存在其周期性波动。1970 至 1982，2000 至 2010 则是距离我们较近的商品超期，观察历史上商品的超级周期，往往跨度达 10 年之久。2019 年以来全球大宗商品明显上涨，超级周期特征浓厚，当前而言，其周期或仍在进行之中，黄金或仍将继续引领超级周期的展开（图 100）。

图 99：降息以及实际利率回落仍将利好黄金



数据来源：WIND，平安银行投研团队

图 100：商品超级周期或仍在进行中

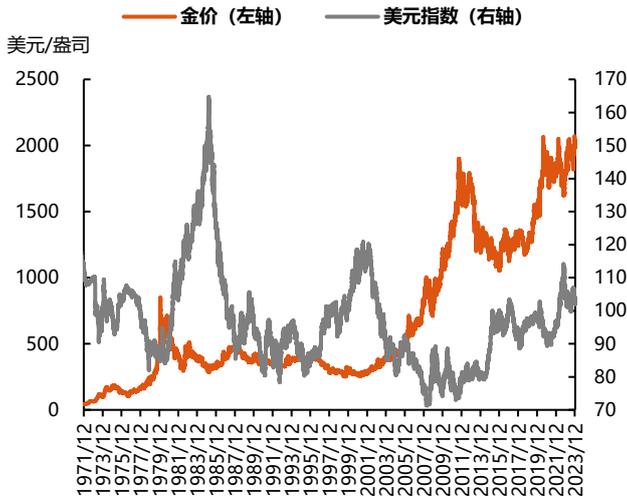


数据来源：WIND，平安银行投研团队

第三，美元走弱或带动黄金。黄金和美元呈现极强的负相关特征，基于我们外汇部分的判断，美元或呈现前高后低走势。随着美元的走弱趋势展开，黄金或明显趋强（图 101）。

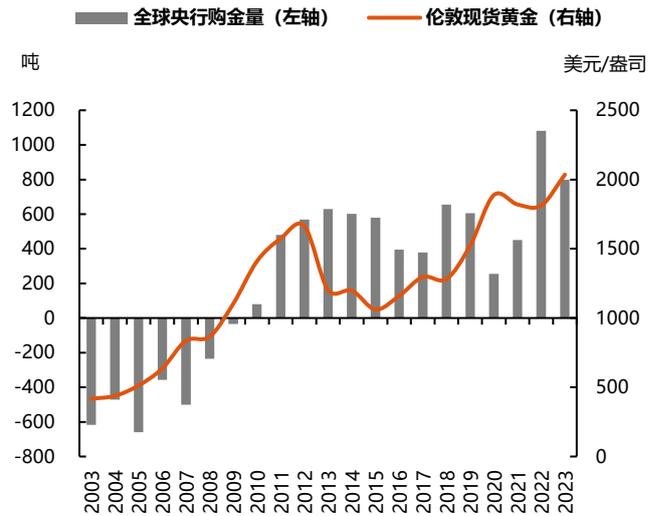
第四，随着逆全球化的演进，增配黄金也成为众多央行的天然选择。2022 年以来，全球央行购金量持续攀升，2023 年仅前三季度已超越除 2022 年以为的所有年份（图 102）。

图 101: 美元一旦走弱或带动黄金



数据来源: WIND, 平安银行投行团队

图 102: 全球央行仍持续购金

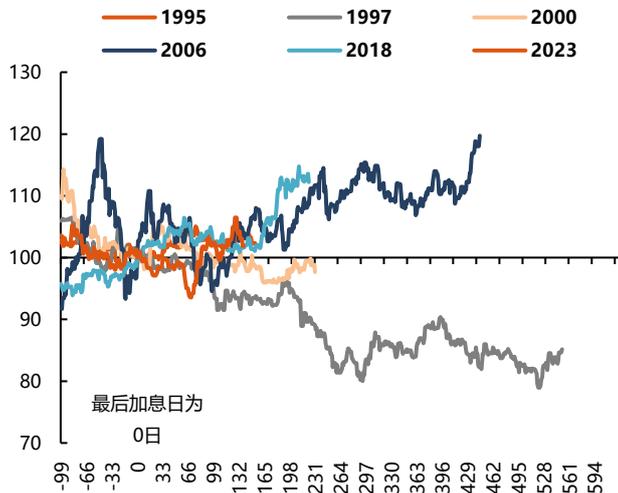


数据来源: WIND, 2023 年仅截至 3 季度, 平安银行投行团队

## 2. 黄金进入舒适阶段, 警惕降息预期过满的回调

加息往往构成黄金明显的压力, 随着 2023 年 12 月美联储议息会议正式将降息纳入日程, 也同样宣告 2023 年 7 月加息周期的结束。观察过往加息结束至降息开始的平台期, 黄金多数呈现震荡上涨行情。本轮加息结束后, 黄金在逼近历史高位水平上, 再度小幅走强 (图 103)。

图 103: 加息结束后, 黄金有望震荡走强



数据来源: WIND, 平安银行投行团队

图 104: 美联储预测仅 3 次降息, 防止预期过满

美联储预测						
核心指标 (%)		2023	2024	2025	2026	长期
GDP	12月预测	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失业率	12月预测	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
	9月预测	3.8	4.1	4.1	4.1	4.0
PCE	12月预测	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	9月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
核心PCE	12月预测	3.2	2.4	2.2	2.0	
	9月预测	3.7	2.6	2.3	2.0	
联邦基金利率	12月预测	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
	9月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

数据来源: WIND, 平安银行投行团队

黄金在加息结束降息未至的阶段的轻微上涨, 往往源于黄金已逐渐进入舒适阶段。其主要原因或因为一旦美联储展开降息的讨论, 其经济已呈现放缓乃至衰退迹象。另外, 降息来临则构成了黄金实质性的利好, 在加息结束过程中或有资金“提前抢跑”进行布局。

但值得注意的是，在 12 月议息美联储议息会议后，股债黄金纷纷大涨，美元大跌，利率期货已隐含市场对于 2024 年降息多达 6 次的预期，黄金当前的价格或一度程度反应了 2024 年大部分的降息预期。由于美联储 2024 年降息预期仅 3 次，但若观察长期而言，仍将在其后降息多达 8 次之多（图 104）。

黄金当前价格或已过度反应了 2024 年的降息预期，但长期的降息预期仍未体现。建议黄金回调后再度积极做多。

## ■ 原油：从喧嚣回归宁静

过往四年，原油价格大幅波动，显著影响了全球宏观走势以及大类资产的表现。其中既有新冠疫情引发需求突发消失导致的负油价，也有俄乌冲突带来的原油和天然气价格暴涨，叠加其它地缘政治冲突以及欧佩克和美国供给的博弈，原油呈现多年未见的喧嚣。

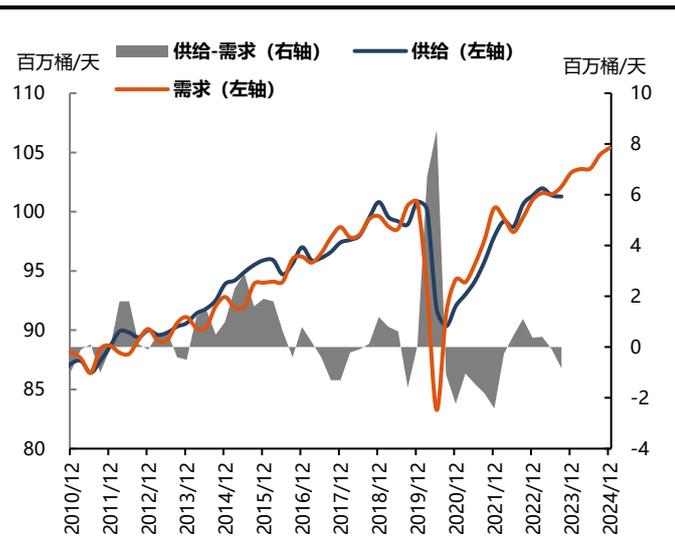
展望 2024 年，随着全球经济回归常态，供给也渐趋稳定，原油价格或将呈现上有顶下有底的窄幅震荡格局，对全球大类资产的冲击以及对通胀的影响趋弱。

### 1. 供需重回趋势线，低波动或降低原油外溢影响

原油和其它大宗商品相比一个最为显著的差异在于，需求量大以及存储条件高，因此往往供给和需求不能有过大的差距，否则将引发价格的巨幅波动。

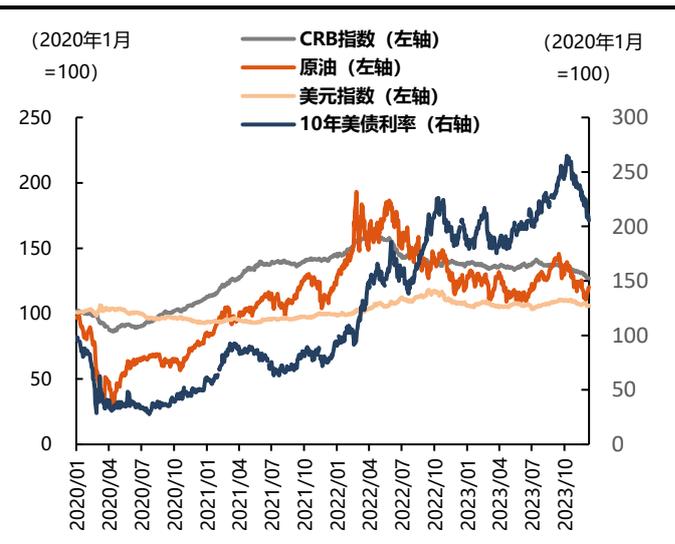
2023 年下半年以来，随着供给和需求纷纷重回长期趋势，同时全球对疫情的全面放开，经济以及居民的活动均逐渐回归至疫情前水平。展望未来，随着供需的波动降低，原油价格也将重回较低波动状态（图 105）。

图 105：供需重回趋势线



数据来源：WIND, Bloomberg, 平安银行投研团队

图 106：疫情以来，原油的巨幅波动冲击全球大类资产



数据来源：WIND, Bloomberg, 平安银行投研团队

原油重回低波动状态，不仅影响能源价格，同样对于其它大类资产的投资具有重大意义。

2020 年疫情以来，原油由于供需问题引发了巨幅波动，同样构成了对其它资产的显著冲击 (图 106)。原油的暴涨一度引发商品的全面暴涨，该影响则一步冲击全球经济与通胀，伴随美元和美债利率的波动则进一步引发了全球几乎所有资产的联动。但值得注意的是，2024 年，随着供需重回低波动，原油价格低波动也将降低对其它资产的影响。

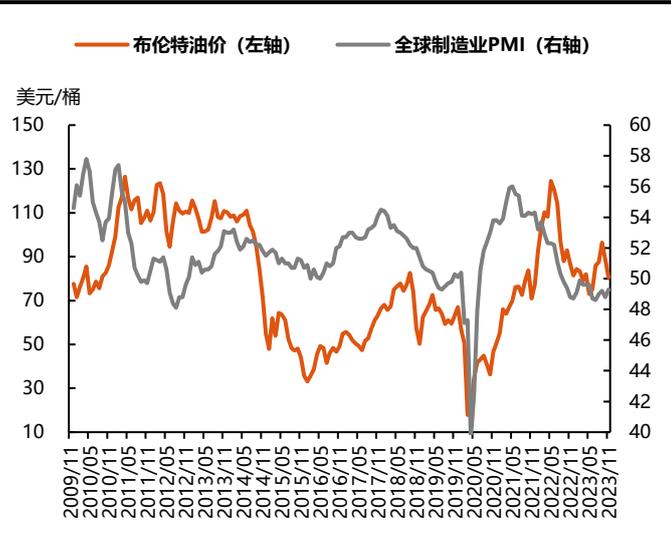
## 2. 需求或缓慢上升，油价下有底

油价暴跌往往源于供给的暴涨或需求的突发性消失。需求方面，排除再次爆发全面性疫情的低概率事件，2024 年原油需求有望缓慢上升。

首先，来自于经济层面的需求，往往与全球制造业景气程度高度相关。2023 年原油价格的回落也主要源于此原因，随着中美制造业的企稳回升，2024 年原油的需求有望消费上升 (图 107)。

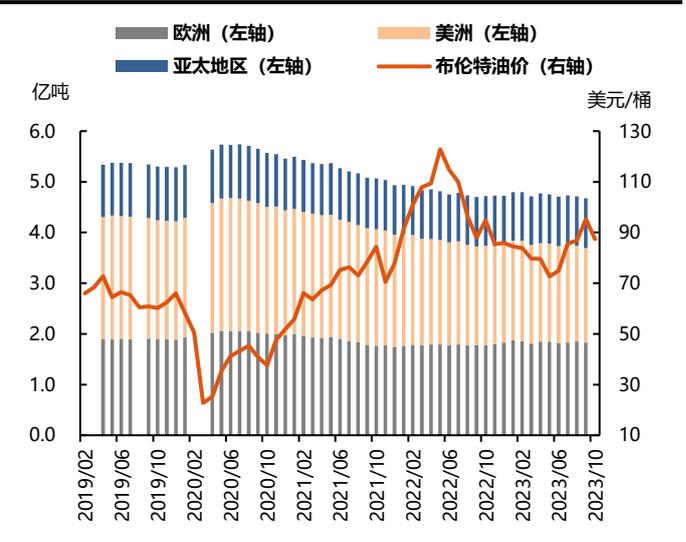
其次，在油价平稳阶段，库存回补同样将带动原油需求上升。过往数年原油暴涨，欧美国家短期内往往仅能通过降低库存甚至释放战略石油储备试图降低其涨幅，但此举措则导致原油库存明显低于疫情前水平 (图 108)。由于库存的储备可一定程度防御未来原油潜在的供给冲击，欧美等国家均有较强动力回补其库存。

图 107: 全球经济趋稳带动油价上行



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

图 108: 经合组织 (OECD) 库存仍在低位，尚需回补



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

## 3. 页岩油灵活变动，油价上有顶下有底

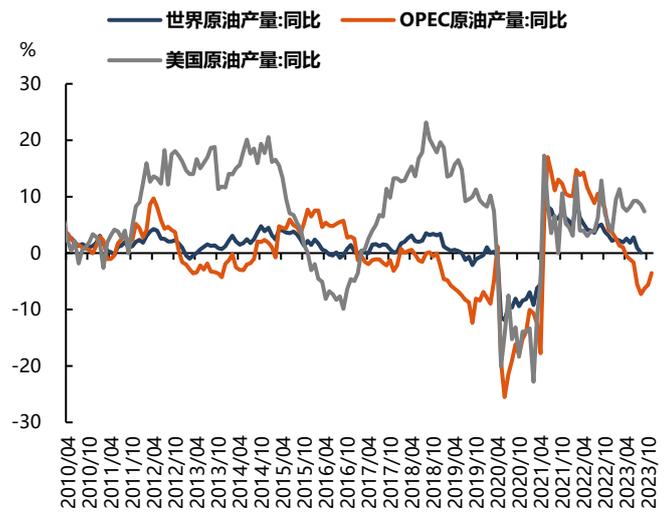
油价暴涨为 OPEC 国家带来丰厚收入，因此在油价高位，OPEC 有极强动力减产以维持高油价。2022 年以来，OPEC 原油产量增幅明显下降，但全球原油产量保持较为稳定状态 (图 109)，原因在于，一旦油价攀升至高位，美国页岩油再次具备极为丰厚的利润空间，将触发其大幅扩产。

同样，由于页岩油面临开采成本高于 OPEC，但其开采灵活程度也高于 OPEC

国家。往往美国页岩油气公司会投入资本探勘、建造钻油井，但却保留油井尚未启用 (Drilled but uncompleted wells, DUC)。一旦油价暴涨则大量释放 DUC 钻井释放产能。同时由于页岩油公司需要持续建造新钻井，高额的资本开支往往通过债券融资筹资，由于当前美债收益率处于高位。页岩油公司一旦遇到油价低于其可承受范围，则明显降低其产能释放，一旦布伦特油价跌破 75 美元/桶，DUC 趋于 0，或显示其接近于当前环境油价的底部区域。

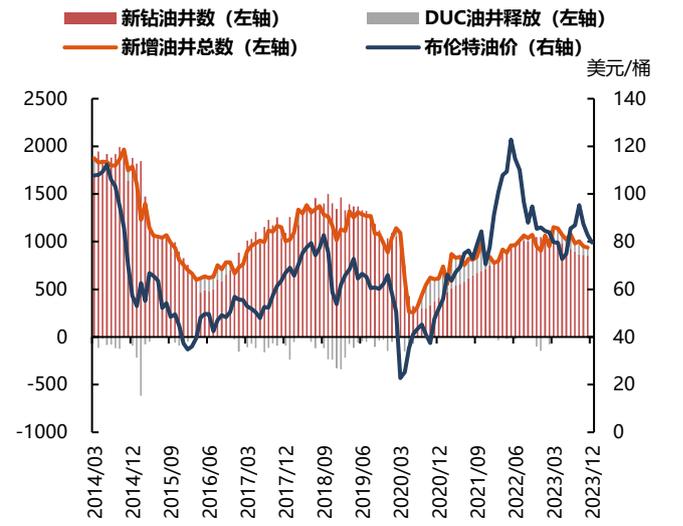
展望 2024 年，油价或在 80 美元/桶中枢水平较窄幅波动。

图 109: 高油价将触发页岩油明显扩产



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

图 110: 原油需求难以明显上行



数据来源: WIND, 平安银行投研团队

## 2024 年大类资产配置建议

### 1. 2024 年的三大核心因素：

- (1) 中国经济仍面临诸多挑战，宏观政策仍将继续发力，短期稳增长以期平稳过渡，但加快改革步伐、寻求新的经济增长点才是中国突破当前经济发展瓶颈的关键；
- (2) 美欧货币政策迎来转向，降息周期来临将带来更优的流动性环境；
- (3) 美国避免衰退，经济前高后低；欧元区衰退风险加剧，浅 V 型走势。

### 2. 2024 年配置建议要点：

- (1) 受益全球宽松周期重启，资产回报中枢有望整体上移；
- (2) 海外资产整体处于较舒适环境，海外债券牛市，美股偶有波折，整体向好；
- (3) 中国股市仍以结构性行情为主，轻大盘重结构，重视科技成长及国企改革等投资机会。

具体配置建议参考如下：

图 111：2024 年大类资产配置建议

	配置建议					策略建议说明
	低配	中低配	标配	中高配	高配	
<b>现金类</b>						<b>美欧利率高位，2024或将开启降息。中国宽松延续，利率历史低位。</b>
- 人民币（现金类资产）				●		中美利差回升趋势或带动人民币转强。
- 美元指数			●			美国2024上半年经济仍有韧性，下半年经济转弱，降息来临。美元前高后低。
- 欧元			●			欧元区经济偏弱，或上半年率先降息。欧元前低后高。
- 日元				●		美国降息，美日利差或随之逆转。日元弱势扭转。
<b>固定收益类</b>						<b>中国仍有降息空间，利率整体仍将下行。海外将迎来更为确定的牛市。</b>
- 人民币（中长期资产）			●			国内仍有降息空间，可适当提前锁定当前长期利率。
- 利率债			●			经济表现预计以稳为主，不存在利率大幅上行的风险，2024年仍有降准与降息空间。
- 信用债			●			信用债城投挖掘上，建议控制久期的同时适当下沉。
- 海外投资级债				●		随着美联储货币政策的转向，美国债券市场将迎来更为确定的牛市行情。短端利率下行快于长端。
- 海外高收益债				●		高收益债将迎逆风，但票息足以抵御。风险或在未来2年内显现。
<b>股票类</b>						<b>A股整体仍以结构性行情为主，轻大盘重结构。美股盈利和流动性双重改善，美股预计趋势上行。</b>
- A股-整体				●		A股整体仍以结构性行情为主，投资者需轻大盘重结构。
- A股-大盘				●		大盘股估值分位数已低，企业盈利水平相对稳健，确定性较强。
- A股-中盘			●			中盘股分子端承压，信心不足对估值形成压制，还需静待宏观经济的回稳向好。
- A股-小盘				●		小盘股受分母端影响更大，随着海内外利差水平回升，小微盘股预计将继续受益。
- 港股			●			虽然美联储释放转向信号，但港股趋势走强仍需等待中国经济增长前景的明显改善。
- 美股-标普500				●		美联储释放货币政策转向信号，盈利也重拾增长，美股预计趋势上行。
- 美股-纳斯达克指数				●		(1) 过于乐观的降息预期可能回调，进而带来美股的调整，可趁机逢低加仓。
- 美股-道琼斯工业指数			●			(2) 相对更看好代表科技成长的纳指，其次是标普500指数的表现。
<b>另类</b>						<b>黄金牛市未结束。原油窄幅震荡。另类资产整体维持标配。</b>
- 原油			●			原油价格或将呈现上有顶下有底的窄幅震荡格局。
- 黄金				●		黄金牛市的故事仍未结束，上半年仍可能存在回调，但回调后再度积极做多。
- 对冲-市场中性			●			A股磨底阶段的结构性行情下，对于偏好稳健风格的投资者来说，市场中性策略配置性价比仍在。
- 对冲-CTA			●			海内外具体政策节奏和力度仍有待进一步确认，标配CTA等待机会。

数据来源：平安银行投研团队

免责声明：此报告旨在发给平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）的特定私人客户及其他专业人士。未经平安银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安银行认为可靠，但平安银行不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券、产品、资产买卖的依据，报告内容仅供参考。平安银行不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的市场指数、资产价格可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安银行的立场。

## 平安银行 私人银行



平安口袋银行App  
「私人银行」专区



平安口袋银行App  
“平安私人银行”资讯号

平安银行股份有限公司

深圳市深南东路5047号 邮编518001

服务热线：40088 95511

bank.pingan.com