

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号：S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

黄煜阳
研究助理
huangyuyang@sczq.com.cn
电话：86-10-81152672

崔紫涵
研究助理
cuizihan@sczq.com.cn
电话：86-10-81152670

相关研究

- 宏观周报：顺势而为，小心博弈
- 2023 年 4 季度经济数据点评：目标实现，动能不强
- 12 月外贸数据点评：低基数下进出口同比均回升

- 2024 年宏观展望：要达标，有待政策加持。**2024 年经济内生动能依然有待提高。一方面，房地产新开工连年走弱拖累房地产投资。另一方面，实际利率偏高对投资和消费形成制约。外需可能略有好转，但力度有限。因此，如果要达到 5%左右的增速目标，政策要有足够的力度。政策方向和力度是 2024 年宏观经济的胜负手。
- 2024 年政策中性。**参考近两年的政策实践，我们认为政策在 2024 年仍将具备以下特征：第一，稳增长政策整体力度中性，其原因在于政策目标是平滑经济波动。第二，稳增长政策出台一般在经济趋势形成以后，政策生效或有时滞，节奏的把握比较重要。第三，稳增长政策有明显的季节性，重要会议时间是政策观察窗口。
- 10 年期美债收益率低点区间或许在 3.0-3.5%。**目前美国经济软着陆已成为市场中性预期，但考虑到高利率的滞后效应，需要警惕下半年超储耗尽后的经济下行风险。伴随通胀压力缓解和经济走弱，降息空间有望打开，但降息时点和幅度仍有不确定性。本轮加息周期中，由于美国经济和通胀韧性较强，美债走势与 20 世纪 70-80 年代更为类似。美债收益率的低点区间或许在 3.0-3.5%，但下行期持续时间较长，可能将超过两年。
- 股市或有反弹机会，留意风险依然重要。**2024 年资本市场首先延续股弱债强，年中股市可能迎来阶段性的反弹机会，反弹力度的强弱取决于经济恢复的程度。全年的走势依然跟经济基本面息息相关，留意风险可能更加重要。10 年国债收益率或在 2.3-2.6%之间，经济修复过程中的反复将提供一些利率波段的操作机会。
- 风险提示：**经济修复不及预期，政策力度不及预期，海外扰动超预期。

目录

1 2024 年宏观分析框架	1
1.1 2023 年宏观经济回顾	1
1.2 2024 年宏观分析框架	3
2 2024 年需求端有喜有忧	5
2.1 房地产的分化	5
2.2 实际利率高企	7
2.3 出口转负为正，或构成支撑	8
3 2024 年政策力度与节奏	10
4 10 年期美债收益率低点区间或许在 3.0-3.5%	14
5 2024 年资本市场展望	18
5.1 留意反弹机会，注意风险防范	18
5.2 债市仍有机会	24
6 风险提示	24

插图目录

图 1: 2023 年股债商走势（沪深 300 和南华工业品指数将 2023 年 4 月 18 日的数值标准化为 100）	2
图 2: 中国 PMI（%）	2
图 3: 社融环比季调与中国制造业 PMI（%）	3
图 4: 2024 年宏观经济分析框架	4
图 5: 中国住宅面积测算	5
图 6: 日本住房新开工面积（千平方米）	6
图 7: 房地产调整的国际经验	6
图 8: 房屋新开工面积（万平方米）	7
图 9: 施工面积（万平方米）	7
图 10: 实际利率偏高（%）	8
图 11: 居民信心不足	8
图 12: 2023 年中国出口增速下滑（%）	9
图 13: 全球产业链修复后，中国出口份额保持稳定（%）	9
图 19: 2022 年以来房地产政策放松城市个数	13
图 20: 社融超预期与债市即时反应	14
图 21: 社融同比增速预计平稳（%）	14
图 22: 美国超储或将于 2024 年中消耗完毕（亿元）	15
图 23: 美国通胀可能仍将延续下行趋势（%）	16
图 24: 美国短端利率中枢或将下行（%）	16
图 25: 市场降息预期（%）	17
图 26: 历次停止加息前后美债走势（工作日，单位 100BP）	18
图 27: 全球股指中，A 股表现不佳	19
图 28: 经济走弱是 A 股下行的主要影响因素	20
图 29: 9 月以来，外资加速流出	20
图 30: 全球股指连跌 3 年且每年跌幅 5% 以上，反弹概率和反弹动能均较大	21

图 31：韩国股市及经济增速22
图 32：泰国股市及经济增速22
图 33：中国股市及经济增速23
图 34：中央经济工作会议创新词频与次年 TMT 指数涨跌幅正相关（%）23
图 35：十年国债收益率窄幅震荡（%）24

表格目录

表 1：2024 年经济结构预测（%）4
表 2：近一年重要会议关于下一步工作的部署10
表 3：历次美联储加息周期复盘17

蛰伏待机，否极泰来——是我们对 2024 年宏观经济与资本市场的核心看法。当前经济内生动能偏弱，亟需政策提振，但政策反应存在时滞，因此目前阶段需要蛰伏待机。等到政策落地生效、经济动能回升、市场情绪修复的时候，A 股可能才会迎来指数级别机会，是谓“否极泰来”。2024 年 4 月政治局会议是重要观察窗口，稳增长政策有望在彼时出台，增量政策落地生效可能是下半年。在此之前，股市仍可能是结构性行情，类似于 2012-2013 年的情形。

展望 2024 年宏观经济形势，2023 年是分析的起点。2022-2023 年 GDP 平均增速在 4% 左右；由于 GDP 平减指数较低，经济潜在增速水平可能比之略高。但 2024 年 GDP 增速要实现 5% 左右的增长目标仍然需要付出艰巨的努力。两大经济部门还有待提振，其一是投资，其二是消费。经测算并参考国际经验，房地产销售面积同比下跌的幅度可能有限，房地产在 2024 年对经济的拖累主要在于投资，这需要“三大工程”的有力对冲。同时，实际利率偏高对利率高度敏感的民间投资将形成压制。消费是经济的滞后变量，若经济没有好转并且没有外生力量干预，消费增速很难短期内快速提升。

因此，政策成为胜负手。近期重要会议精神以及近两年的政策实践，有助于我们系统和全面把握 2024 年的政策节奏和力度：一是政策力度中性，政策目的在于平滑经济，二是政策具有时滞，一般在经济趋势明朗后出台，三是稳增长政策窗口期较短且具有周期性，通常以季度作为政策调整期限。

海外的边际变化同样值得关注，站在当前时点，对美国 2024 年的基准判断是经济小幅转弱，降息可以期待，我们的研究显示，在基准情形下，10 年美债收益率年内可能维持高位震荡，未来低点区间或许在 3.0-3.5%。对地缘关系，我们持中性判断，但其不确定性较强，建议密切跟踪风险。

基于对经济、政策和海外情况的判断，并结合对政策节奏的理解，我们对 2024 年 GDP 增速的中性估算为 4.8% 左右（考虑“三大工程”的影响）。股市上半年在存量博弈和政策指引下，科技板块或相对较强，下半年政策见效，股市积累的反弹动能有望释放，A 股或有指数级别的机会。我们的研究显示，以全年的时间跨度来看，A 股的胜率和赔率均较高。债市可能偏中性，债市本质上受名义 GDP 影响，我们测算经济整体偏中性，物价指数处于修复期，因此债市难有系统性机会，10 年国债收益率中枢或在 2.6%-2.7% 之间，节奏上先下后上，经济修复过程中的反复将提供一些利率波段的操作机会。

下文将分别对以上判断做详细论述。

1 2024 年宏观分析框架

1.1 2023 年宏观经济回顾

在论述 2024 年宏观分析框架之前，我们不妨先简单回顾 2023 年的情况，作为展望 2024 年的起始。回顾 2023 年，最直观的方式是分析观察股债商等大类资产价格的走势（如图 1 所示），全年大致分为四个阶段：

（一）2023 年初至 5 月底，经济内生动能由快速修复转为放缓，同时政策保持克制，股债商走势一致下行。

（二）6 月初至 8 月底，制造业和服务业分化，央行短期内连续降息呵护流动性，期间商品和债市走强，股市震荡走弱。

（三）9 月初至 10 月中下旬，国内经济大体平稳，10 年期美国国债收益率大起大落造成扰动，期间国内债市收益率大幅上行，股市走弱，商品高位震荡。

（四）11 月之后，经济内生动能放缓，股、债走势再度转为下行。

图 1：2023 年股债商走势（沪深 300 和南华工业品指数将 2023 年 4 月 18 日的数值标准化为 100）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

通过中国制造业 PMI 和非制造业 PMI 观察中国经济走势，2023 年初至 6 月初，经济内生动能由快速修复转为放缓；6 月初至 8 月底，制造业和服务业分化，制造业走强服务业走弱；8-10 月经济大体平稳；11 月之后，经济内生动能放缓（如图 2 所示）。

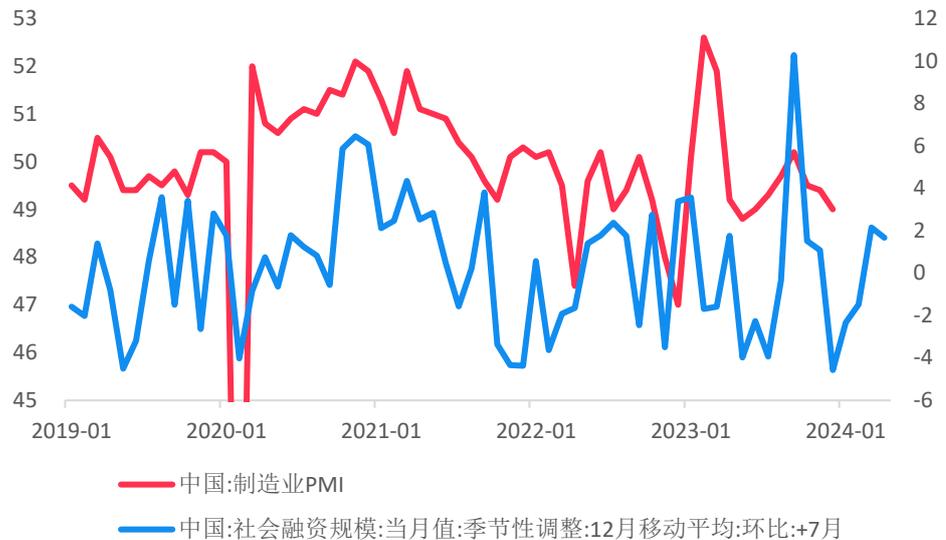
图 2：中国 PMI (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

根据社融环比季调领先经济的规律来看，明年初经济动能也有一个修复过程（如图 3 所示）。

图 3：社融环比季调与中国制造业 PMI (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

1.2 2024 年宏观分析框架

我们在分析 2023 年经济走势的基础上，展望 2024 年的经济图景，逻辑链条如下：

（一）2023 年 GDP 两年复合同比增速约 4%（2022 年 3%，2023 年 5%左右），可以将其作为短期内经济的潜在增速参考水平。

（二）物价指数偏低，说明需求不足，经济潜在增速比当前水平略高。

（三）房地产新开工连年走弱拖累投资（下文详述）。

（四）实际利率偏高压制投资和消费，特别是对利率敏感的民间投资影响较大。

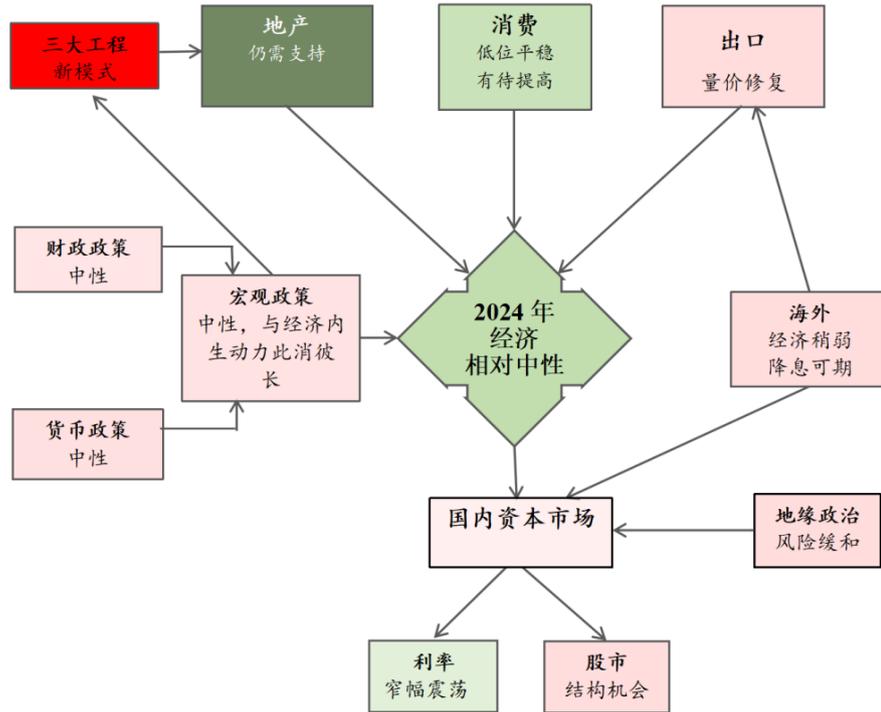
（五）以上需求不足亟需政策予以提振，如“三大工程”、降息等。

通过对 2023 年经济的简略回顾，我们知道经济动能仍不很强，原因也比较清晰，消费和投资仍然羸弱。并且，这两大因素当前仍然没有出现方向性的转变。总体基调方面，政策偏中性，这意味着稳增长政策旨在托底经济。消费是经济的滞后变量，其根本好转有待于经济动能修复，房地产投资则需要“三大工程”的有力对冲来抵消其对投资的较大拖累。至于出口和海外环境，二者好转的可能性较大，但幅度也有限。基于此，我们对于明年的宏观经济和资本市场提供一个简单的分析框架（如图 4 所示）。

2024 年宏观经济影响因素：四个边际利好，两个有待提振。

- （1）四个边际利好：政策+出口+海外+地缘。
- （2）两个有待提振：消费+房地产（投资）。

图 4：2024 年宏观经济分析框架



资料来源：首创证券研究发展部

根据上述分析框架，按照乐观、中性和悲观情景，我们给出 2024 年分部门经济增速预测（如表 1 所示），对相对变化较大的经济部门如房地产、出口、消费（第三产业），报告将在接下来的部分作进一步分析和说明。

表 1：2024 年经济结构预测（%）

	房地产销售	房地产投资	出口	制造业投资	基建投资	其他投资	第三产业	
GDP 占比	7	10	8	12	8	9	46	
2023	-7	-7	-4	9	9	6	6	2023GDP
相比 2022, 2023GDP 贡献差	1.2	0.3	-0.8	0.0	-0.2	0.1	1.7	5.2
2024 乐观	2	-7	3	9	9	6	4.5	2024GDP
相比 2023, 2024GDP 贡献差	0.6	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	-0.7	5.7
2024 中性	-1	-10	2	8	8	5.5	4.3	2024GDP
相比 2023, 2024GDP 贡献差	0.40	-0.30	0.50	-0.12	-0.08	-0.05	-0.78	4.8

2024 悲观	-4	-12	0	7	7	5	4	2024GDP
相比 2023, 2024GDP 贡献差	0.20	-0.50	0.33	-0.23	-0.17	-0.09	-0.92	3.8

资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

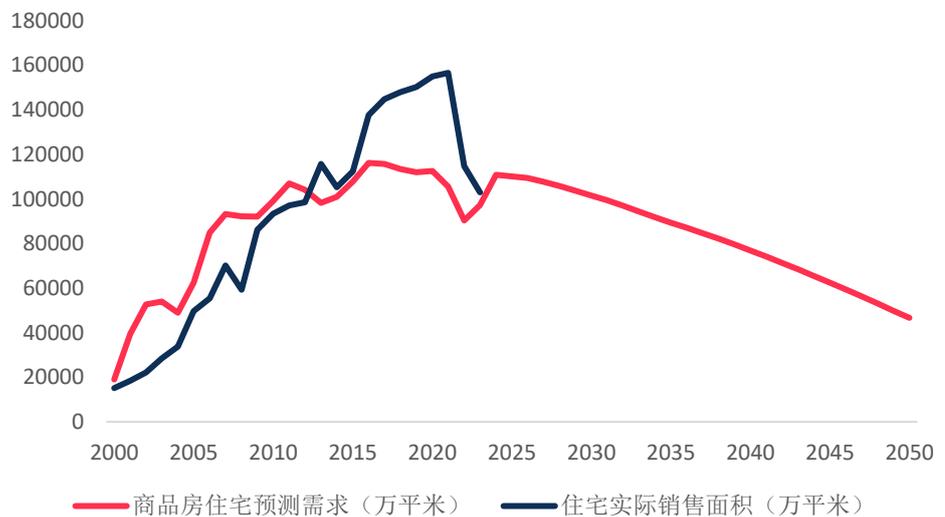
2 2024 年需求端有喜有忧

2.1 房地产的分化

房地产对经济的影响分为两块，一是商品房销售，一是投资。

展望 2024 年，商品房销售的下跌风险相对可控，原因有两方面，一方面，中国仍处于城镇化阶段，商品房住宅需求仍有支撑。我们通过研究未来城镇化率、住房面积、拆旧建新等指标的变化，对未来商品房住宅面积的潜在需求进行测算（如图 5 所示）。可以看到，经过过去两年的调整，2023 年中国商品房住宅实际需求已经与潜在需求接近，即使商品房销售由于经济惯性出现超调，幅度可能也有限。另一方面，参照国际经验，特别是日本和美国的情况，在房地产指标（以新开工为例）大幅下行之后，通常会有较长一段时间的平台整理期，并不会出现连续大幅调整（如图 6 所示）。更进一步，将中国近年来房地产调整与日本和美国类似情景相比较，从时间跨度和趋势来看，有渐趋稳定的迹象（如图 7 所示）。

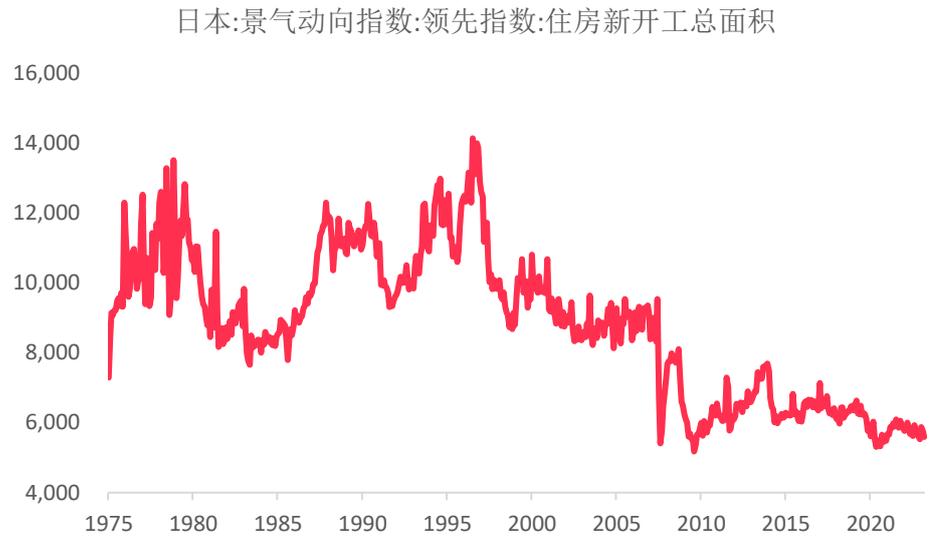
图 5：中国住宅面积测算



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

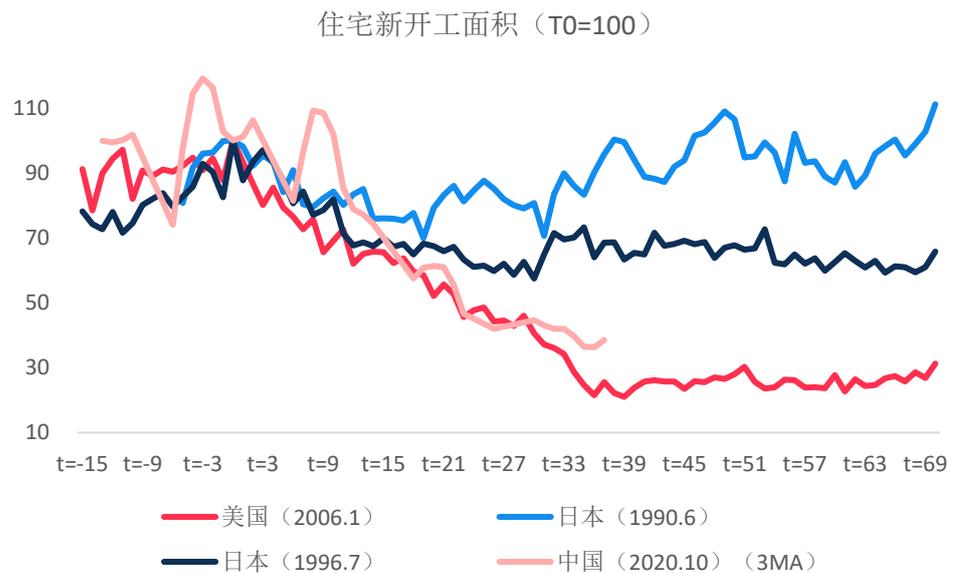
(注: 图 5 含对未来商品房需求的预测)

图 6：日本住房新开工面积（千平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

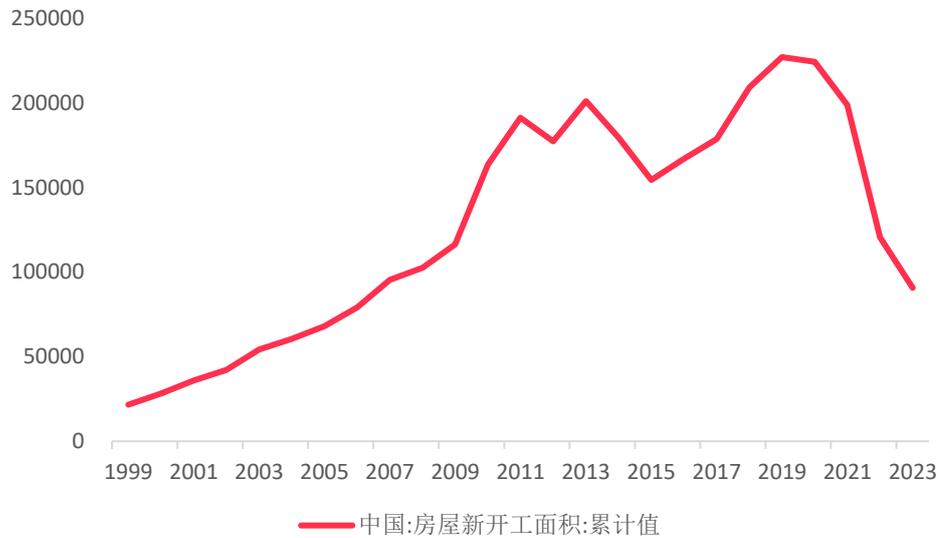
图 7：房地产调整的国际经验



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

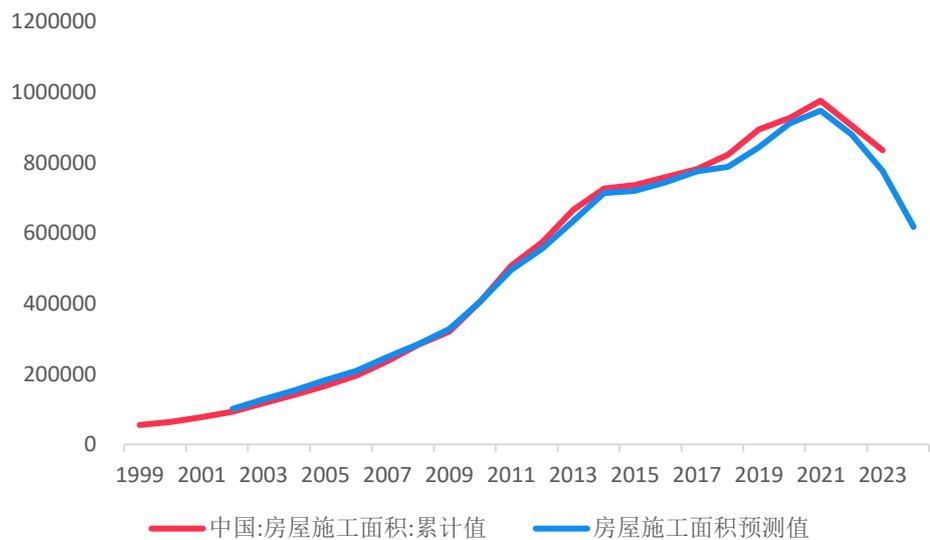
与商品房住宅销售面积不同，房地产投资由于过去几年新开工面积的持续下滑或将面临调整阵痛（如图 8 所示）。我们用施工面积、新开工面积、竣工面积的时间序列数据预测 2024 年房地产施工面积，粗略估算 2024 年施工面积同比下降约 16 亿平方米（如图 9 所示），假定建筑工程投资强度每平方米 600 元，则拖累投资约 1 万亿元，这是需要“三大工程”大力弥补的部分。

图 8：房屋新开工面积（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：施工面积（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

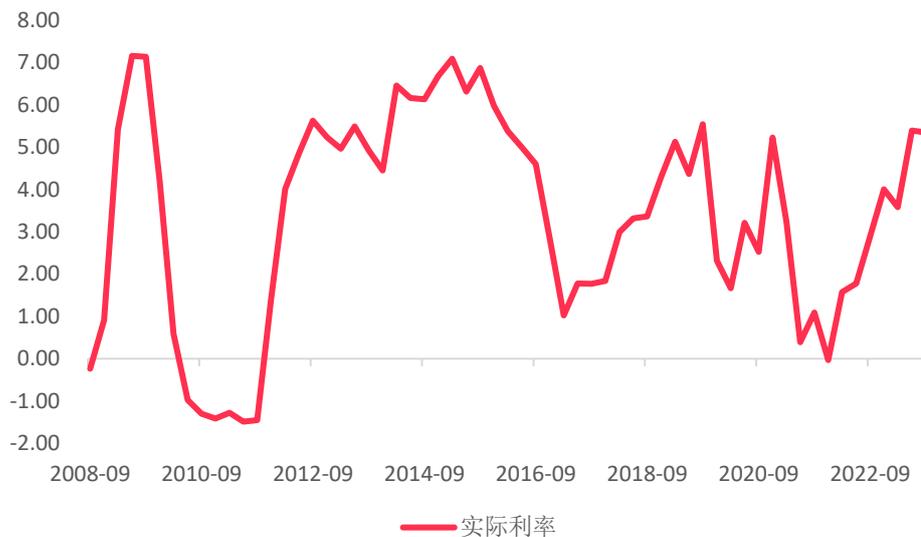
（注：图 9 含对未来房屋施工面积的预测）

2.2 实际利率高企

实际利率是投资与消费的机会成本。若实际利率一直处于较高水平(如图 10 所示)，不利于投资和消费向疫情之前的水平回归，特别是对利率敏感的民间投资将受到明显压制。

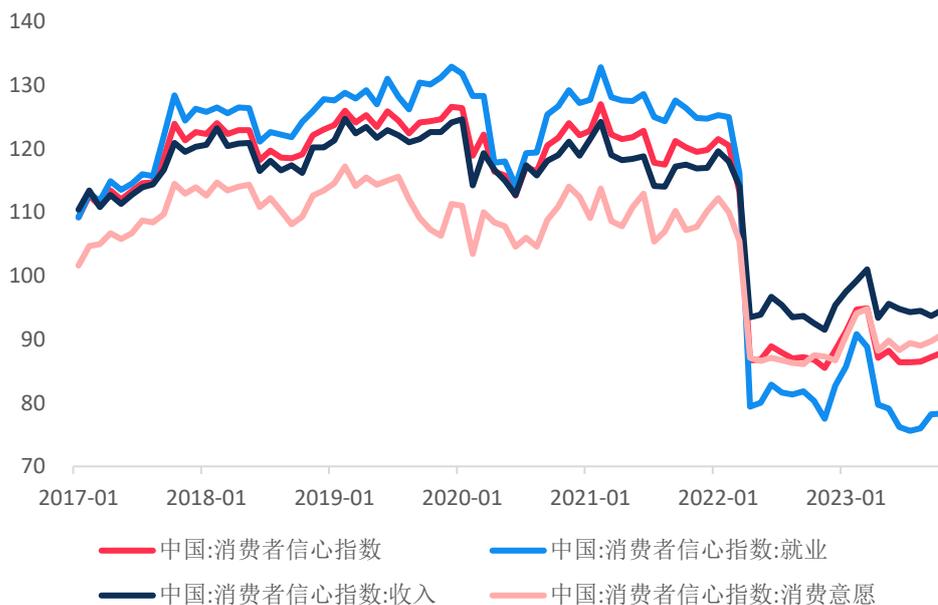
消费受困于疫后“疤痕效应”以及实际利率高企，仍然有待提振。“疤痕效应”导致居民信心不足，国家统计局发布的消费者信心指数显示，居民就业、收入以及消费意愿均处于较低位置（如图 11 所示）。

图 10: 实际利率偏高 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 居民信心不足



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2.3 出口转负为正，或构成支撑

中国出口增速与全球制造业 PMI 走势同步，如图 12 所示，2023 年在外需震荡下行的大背景下，中国出口增速也有明显下滑，全年同比增长-4.6%。

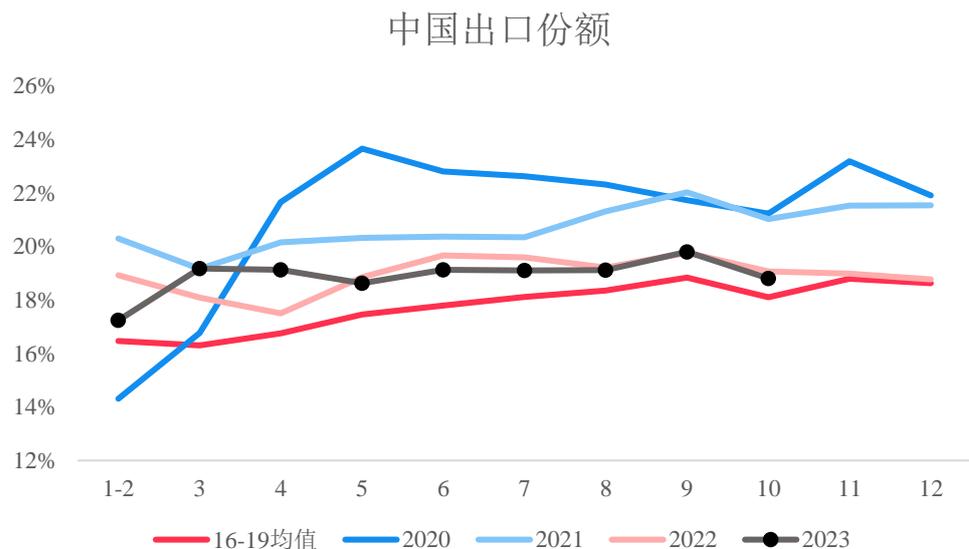
图 12: 2023 年中国出口增速下滑 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

全球生产能力恢复后, 中国出口份额基本保持稳定 (如图 13 所示), 2024 年中国出口份额变化大概率不会很大。IMF 和 WTO 预计 2024 年全球出口的增速分别为 3.2%和 3.3%, 均预期增长加速。假若 2024 年全球经济缓慢回升, 中国出口增速也将保持回升态势, 预计中国 2024 年出口实际增速将转正, 约为 2%。

图 13: 全球产业链修复后, 中国出口份额保持稳定 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 2024 年政策力度与节奏

理解 2024 年的政策力度与节奏，我们认为需要结合近期重要会议精神和近两年的政策实践两个方面。

一方面，近期重要会议精神显示经济总量的追求在持续淡化，以 2023 年 12 月中央经济工作会议为例：

（一）会议对经济现状评价偏积极，经济描述为“回升向好”，因此在下一步工作中将“扩大内需”的排序下调，并要求在更多领域积极作为（如表 2 所示）；

（一）会议将“中国式现代化”和“高质量发展”提升到了全新的高度；

（二）会议强调“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”；

（三）财政政策顾虑较多，一是“力度”下降；二是支出有方向；三是加强纪律。

但同时，也会兼顾一定程度的稳增长，货币政策可能积极，会议明确指出“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”，“促进社会综合融资成本稳中有降”。房地产方面则强调了“三大工程”。

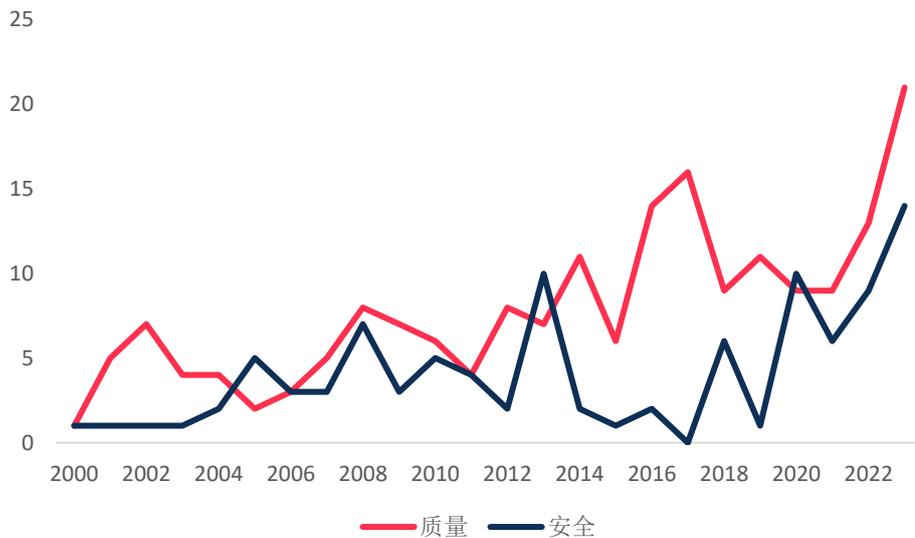
表 2：近一年重要会议关于下一步工作的部署

2022 中央经济工作会议	2023/4/28 政治局会议	2023/7/24 政治局会议	2023 中央经济工作会议
一是着力扩大 国内需求	会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的 现代化产业体系	会议强调，要 积极扩大国内需求	一是以科技创新引领 现代化产业体系建设 。
二是加快建设 现代化产业体系	会议强调， 恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在	会议指出，要大力推动 现代化产业体系建设	二是着力扩大 国内需求 。
三是切实落实“两个毫不动摇”	会议指出，要坚持“两个毫不动摇”	会议强调，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”	三是深化重点领域改革。
四是更大力度吸引和利用外资	会议强调，要全面深化改革、扩大高水平对外开放	会议指出，要切实防范化解重点领域风险	四是扩大高水平对外开放。
五是有效防范化解重大经济金融风险	会议指出，要有效防范化解重点领域风险	会议强调，要加大民生保障力度	五是持续有效防范化解重点领域风险。
	会议强调，要切实保障和改善民生		六是坚持不懈抓好“三农”工作。
			七是推动城乡融合、区域协调发展。
			八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。
			九是切实保障和改善民生。

资料来源：新华社，中国政府网，首创证券研究发展部

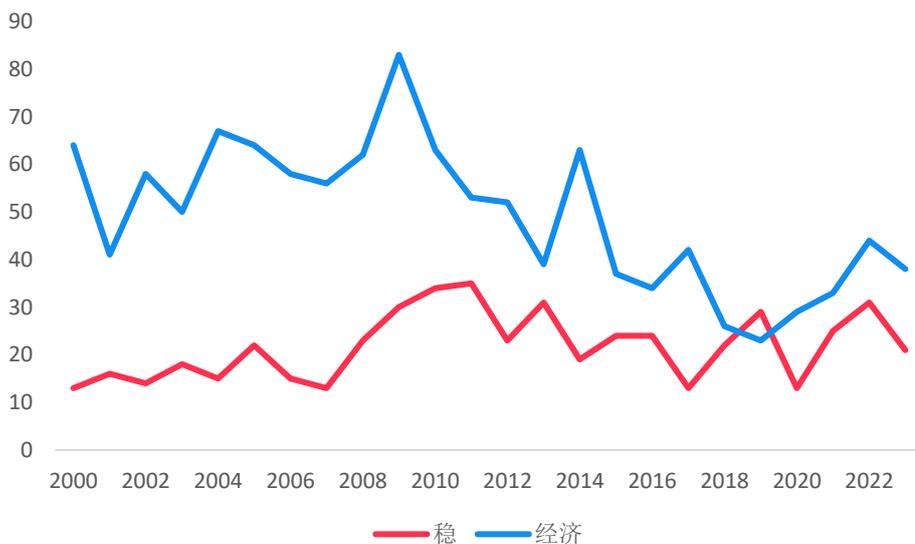
会议词频与文本指向一致，“质量”和“安全”系统性增加，“科技”“创新”是发力方向，经济总量在淡化，但需求也受到了一定程度的关注（如图 14-18 所示）。

图 14: 质量和安全创新高



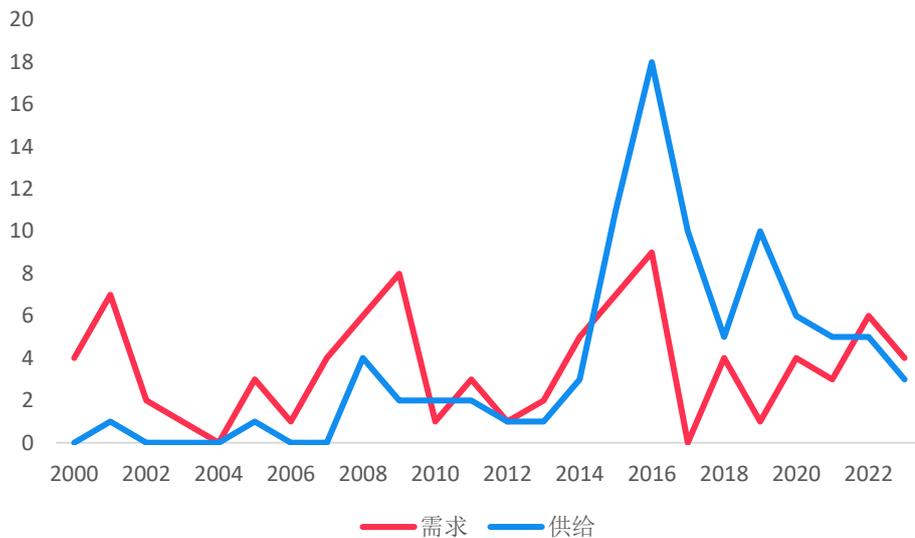
资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 15: 稳经济淡化



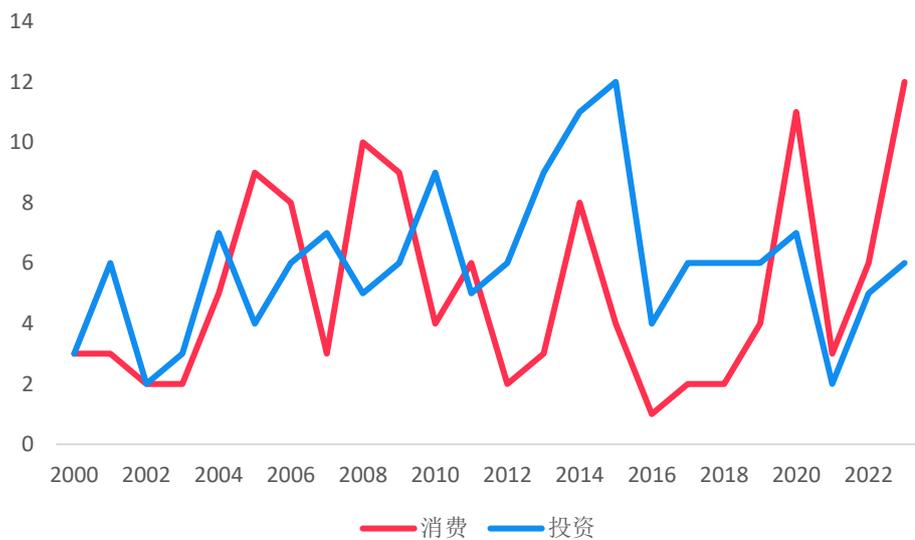
资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 16: 供给和需求淡化



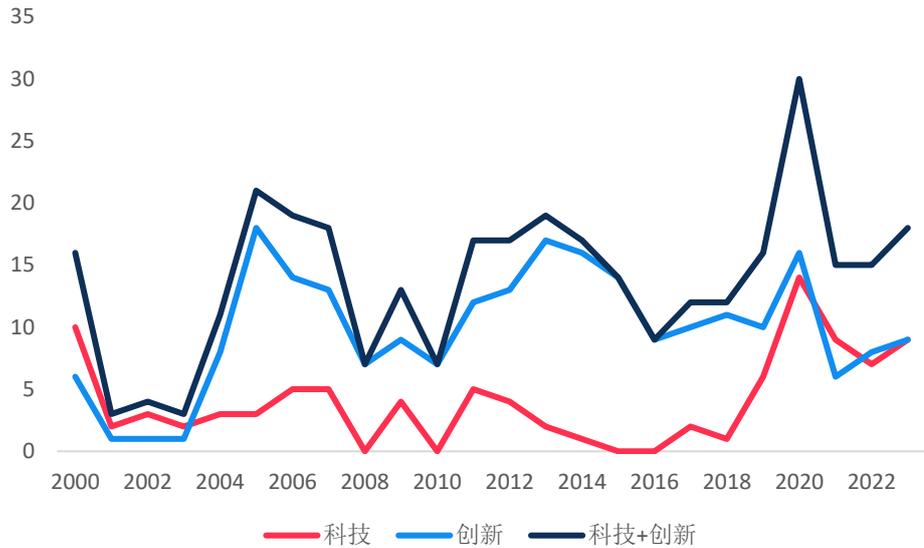
资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 17: 消费和投资增加



资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

图 18: 科技和创新增加



资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

另一方面, 近两年的政策实践具有明显的特征, 即稳增长政策力度与经济内生动能此消彼长, 政策试图“削峰填谷”减少经济波动。以房地产政策放松为例, 经济下行压力越大, 政策放松的面越广, 如图 19 所示。

上述政策特征又会产生两个伴随现象, 其一, 政策出台时点落后于经济趋势; 其二, 市场对短期政策的敏感性在下降, 如图 20 所示。

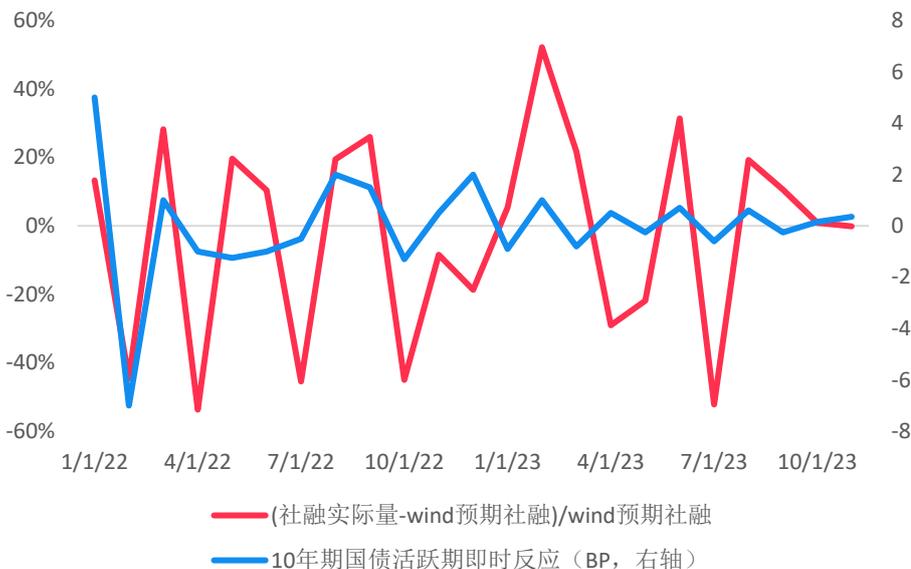
图 19: 2022 年以来房地产政策放松城市个数

2022 年以来房地产政策放松城市个数: 周度(4MA)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 20: 社融超预期与债市即时反应



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

结合近期重要会议精神以及近两年的政策实际情况，我们认为，在没有明显外生冲击的情况下，2024 年的稳增长政策，在力度上仍将是托而不举，体现为社融增速的平稳（如图 21 所示），在节奏上仍将是波浪形。正如我们所指出的，政策对经济存在时滞，因此，中央经济工作会议定调之后，接下来的时点可能是 4 月的政治局会议，政策落地见效则在下半年。

图 21: 社融同比增速预计平稳 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

(注: 图 21 含对未来社会融资规模同比增速的预测)

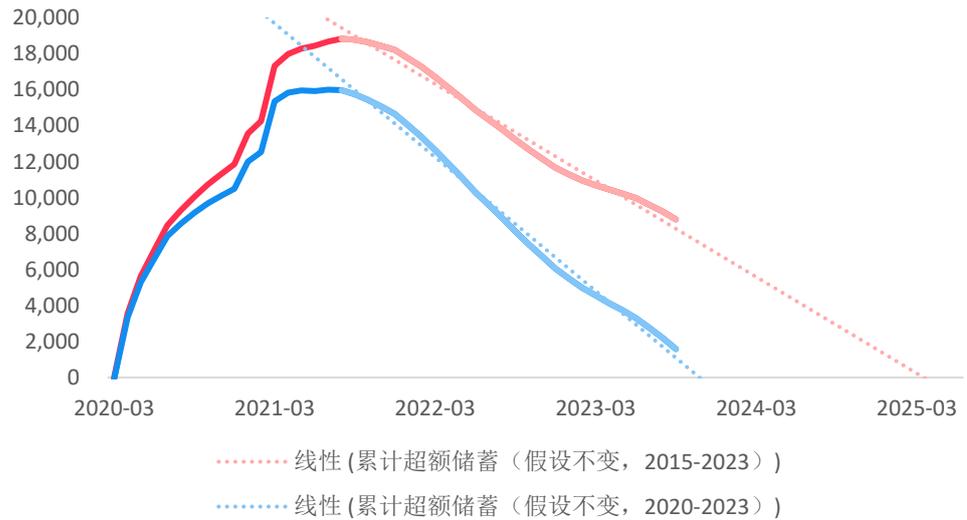
4 10 年期美债收益率低点区间或许在 3.0-3.5%

目前美国经济软着陆已成为市场中性预期，但考虑到高利率的滞后效应，需要警惕下半年超额储蓄耗尽后的经济下行风险。受居民超额储蓄拉动，2023 年美国消费表现持续强

劲。中性测算下，我们认为美国超储或将于 2024 年中消耗完毕，因此，美国消费上半年可能仍有一定支撑，而下半年则有走弱风险。

市场普遍采用将储蓄额直接线性外推的方法来测算超额储蓄，但隐含假设过强同时稳定性较差。我们则假设居民储蓄率保持相对稳定，如图 22 所示，分别以 2015-2023 年均值与 2020-2023 年均值作为两个极端假设，测算结果显示，美国超储将分别于 2023 年底和 2025 年初消耗完，则中性假设应为 2024 年中。

图 22：美国超储或将于 2024 年中消耗完毕（亿元）

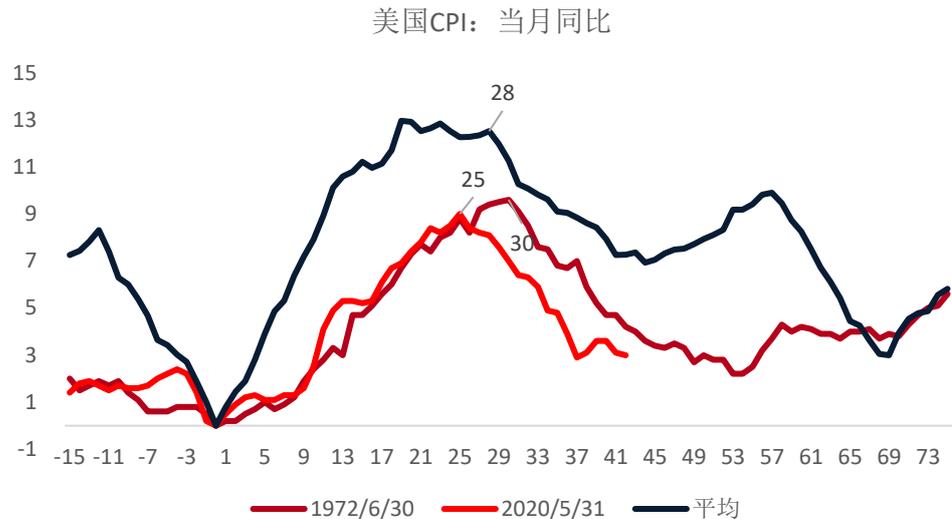


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

(注：图 22 含对美国超额储蓄的预测)

美国就业市场走弱背景下，2023 年通胀持续降温，但 CPI 同比整体仍高于 2% 的长期目标，预计未来美国通胀整体仍将延续下行。美联储 12 月议息会议上，预计 2024 年核心 PCE 同比将降至 2.4%，较 9 月会议的预测值 2.6% 有所放缓。然而，如图 23 所示，从历史上美国高通胀时期来看，CPI 增速回落后不排除有再度冲高的风险，同时鲍威尔多次强调控制通胀的决心，预计未来美联储货币政策可能仍然受到通胀掣肘。

图 23：美国通胀可能仍将延续下行趋势（%）

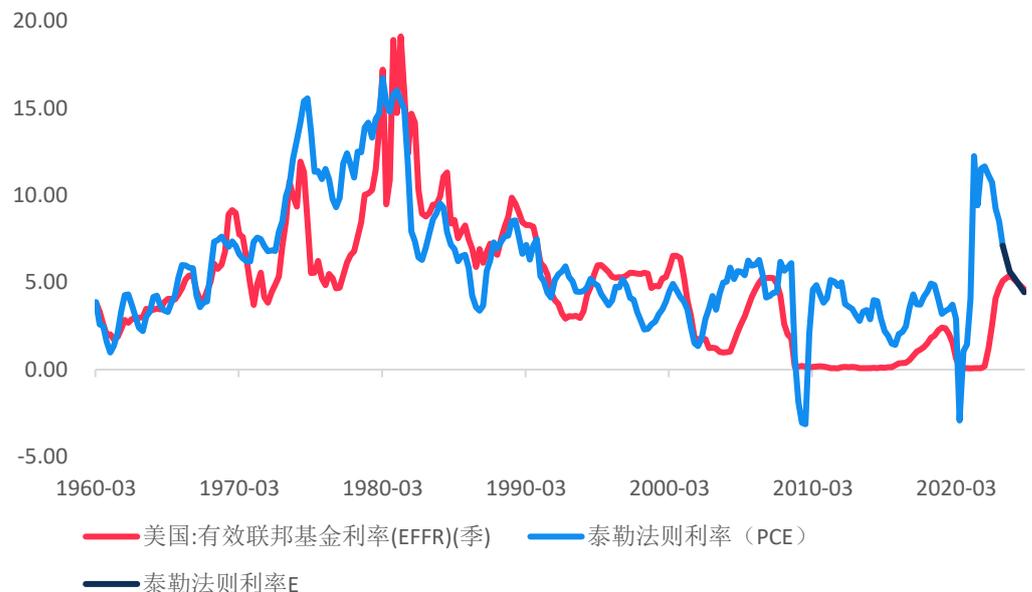


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：平均取历史上美国通胀上行较快的时期样本（共 7 次，分别为 1915/9/30、1921/6/30、1933/3/31、1940/9/30、1946/2/28、1949/7/31、1972/6/30）的平均值，最低点标准化为 0 点。

伴随通胀压力缓解，考虑到下半年美国经济可能走弱，2024 年美联储货币政策或许将更加侧重引导经济软着陆，降息空间有望打开。如图 24 所示，按照泰勒规则测算，2024 年全年短端利率中枢将延续下行趋势。

图 24：美国短端利率中枢或将下行（%）

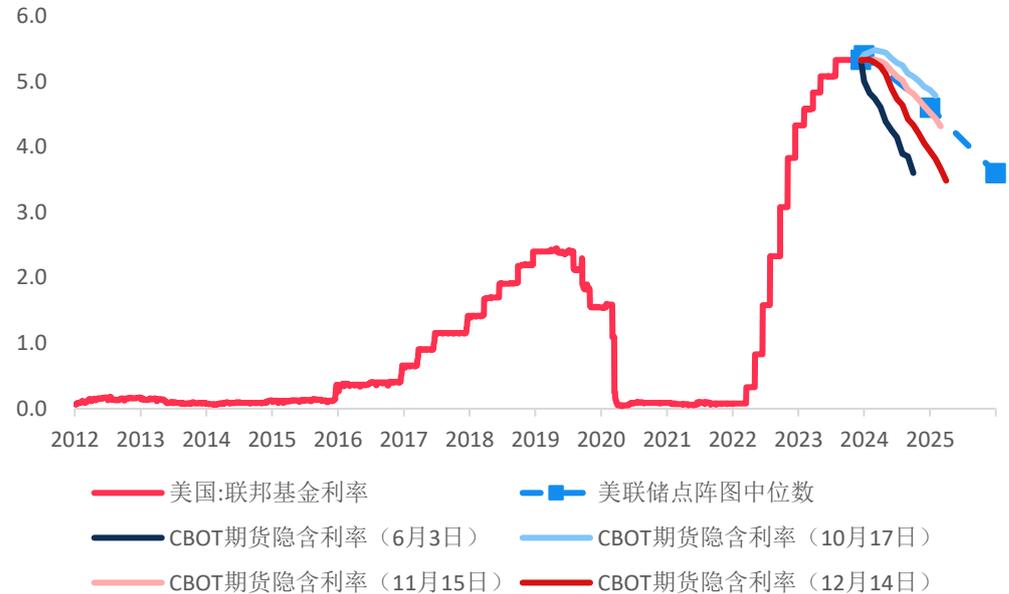


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

近期市场对美联储降息的交易热度持续发酵，如图 25 所示，相较美联储点阵图，市场预期明显更为乐观，普遍预期 2024 年 3 月即开启降息周期，同时 2024 年全年累计

降息 6 次（每次 25BP），而美联储点阵图暗示 2024 年仅降息 3 次。目前美联储官员内部对 3 月是否降息仍有分歧，降息时点和幅度仍有不确定性。

图 25：市场降息预期（%）



资料来源：CME, 首创证券研究发展部

如表 3 所示，复盘历次美联储加息周期，联邦基金目标利率与 10 年期美债收益率达峰时点较为接近，然而本轮加息周期中，10 年期美债收益率更晚达峰，与 20 世纪 70-80 年代更为类似。由于美国经济和通胀韧性较强，即使停止加息后，美债收益率依然有再度冲高的风险。

表 3：历次美联储加息周期复盘

联邦基金目标利率 达峰日期	联邦基金目标利率 峰值 (%)	十年国债收益率 达峰日期	十年国债收益率 峰值 (%)	相隔天数 (正数表示 美债较晚达峰)
2023-07-27	5.5	2023-10-25 (待定)	5.0	88
2018-12-20	2.5	2018-11-08	3.2	-42
2006-06-29	5.3	2007-06-12	5.3	343
2000-05-16	6.5	2000-01-20	6.8	-116
1995-02-01	6.0	1994-11-07	8.1	-84
1989-05-17	9.8	1989-03-20	9.5	-57
1987-09-24	7.3	1987-10-16	10.2	22
1984-08-09	11.5	1984-05-30	14.0	-69
1981-07-22	22.4	1981-09-30	15.8	68
1980-12-31	22.0	1981-02-13	13.7	43
1980-04-03	20.0	1980-02-26	13.7	-37
1974-07-24	14.2	1975-09-16	8.6	412
1969-08-08	10.5	1970-05-26	8.2	288
1966-11-02	6.3	1966-08-29	5.5	-63
均值				54
中位数				-37

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

如图 26 所示，复盘历次加息周期的美债走势，从 10 年期美债收益率上行幅度和节奏来看，停止加息前，本轮周期与历史上相对早期的样本（20 世纪 60 年代-80 年代初）更为相似。全样本均值显示，停止加息后，美债收益率整体呈下行趋势，而早期样本均值显示，停止加息后，10 年期美债收益率会再度冲高，在高位持续震荡约一年半后才转而下行。以早期样本均值为依据，本轮停止加息时 10 年期美债收益率点位约为 4.0%，停止加息后（截至目前）最新高点为 5.0%，若假设停止加息后 10 年期美债收益率下行 100BP，未来 10 年期美债收益率低点或许可触及 3.0%；若假设从高点下行 150BP，则低点或许为 3.5%。值得注意的是，下行期持续时间较长，可能将超过两年，因此，2024 年 10 年美债收益率可能整体维持高位震荡，2025 年才会逐步开始下行。

图 26：历次停止加息前后美债走势（工作日，单位 100BP）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：早期样本：最后一次加息日为 1966/11/2、1969/8/8、1974/7/24、1980/4/3、1980/12/31、1981/7/22；

近期样本：最后一次加息日为 1984/8/9、1987/10/16、1989/5/17、1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。

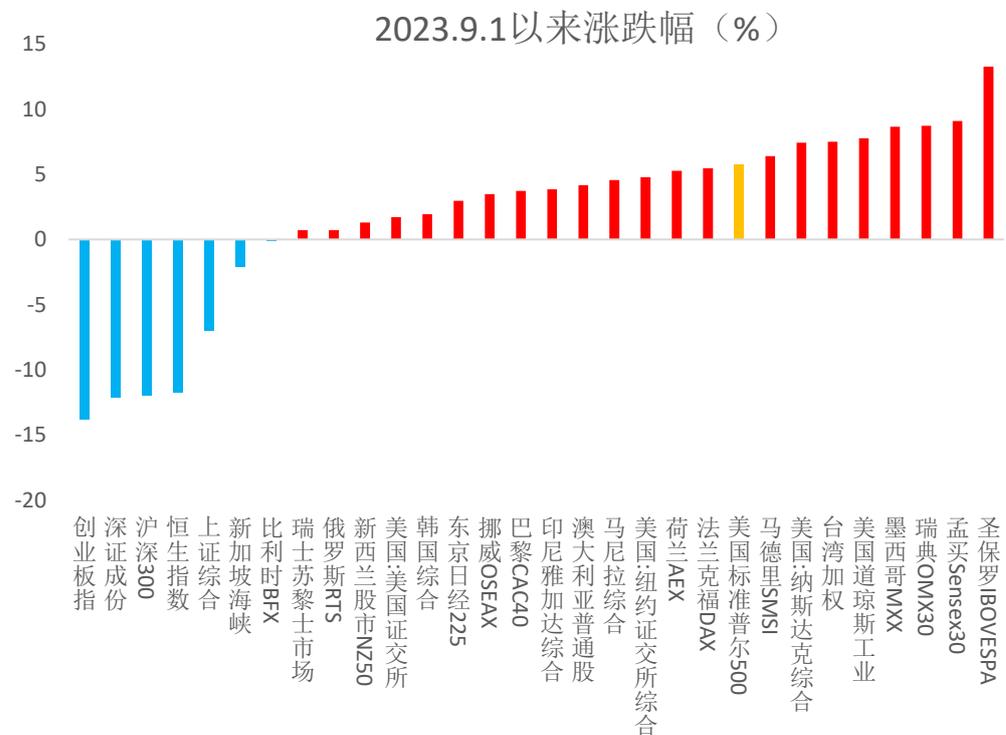
5 2024 年资本市场展望

2023 年，经济动能减弱、美债大幅飙升、外资持续流出等多重因素影响下，资本市场整体呈现股弱债强的走势。中央经济工作会议指出“我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气”，对当前经济的定调比较积极，短期内稳增长政策的力度可能不强，因此 2024 年一季度股弱债强或将会延续。年中股市可能迎来阶段性的反弹机会，反弹力度的强弱取决于经济恢复的程度。全年的走势依然跟经济基本面息息相关，留意风险可能更加重要。10 年国债收益率中枢或在 2.3-2.6% 之间，经济修复过程中的反复将提供一些利率波段的操作机会。

5.1 留意反弹机会，注意风险防范

2023 年 A 股先涨后跌，二季度以来几乎单边走弱，上证指数全年收跌-3.7%，沪深 300 指数全年收跌-11.38%，相比于全球股指表现出明显的超跌（如图 27 所示）。一方面是因为国内经济修复动能的放缓，另一方面外资的加速流出也是重要的负面影响因素。

图 27：全球股指中，A 股表现不佳



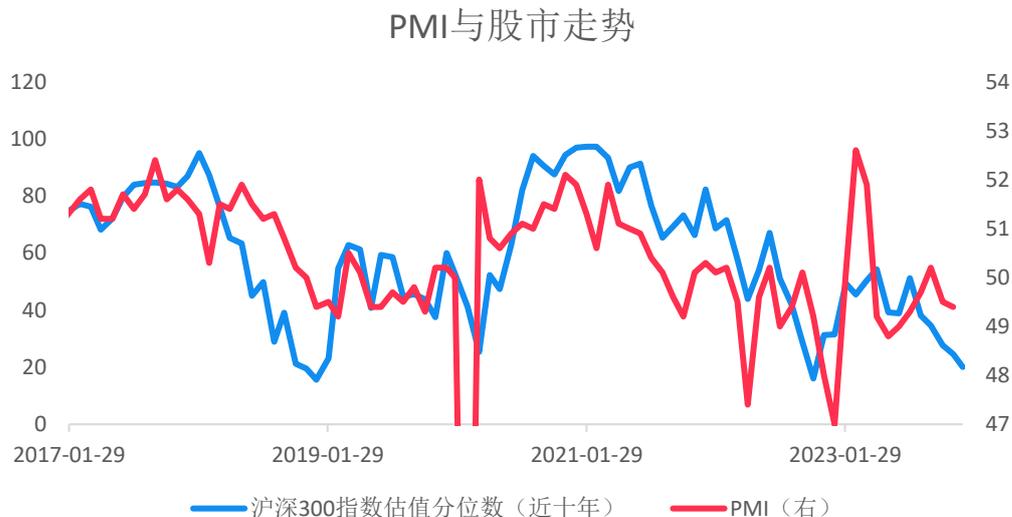
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

（截至 2023.12.27）

具体表现在：

第一，经济修复动能边际走弱是 A 股下行的主要影响因素。沪深 300 指数更多反映经济基本面的增长预期，与制造业 PMI 走势明显正相关（如图 28 所示）。2023 年二季度以来，经济内生动能放缓，受此影响，A 股走弱。

图 28：经济走弱是 A 股下行的主要影响因素



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

第二，除了经济基本面的因素，外资的加速流出也对 A 股构成重要扰动。过去 2 年外资的流动与 A 股走势息息相关，A 股走强，外资流入，A 股走弱，外资相应流出，外资的行为基本是随行就市的。但 9 月以来，北向资金加速流出，陆股通持股占流通市值的比例从 3.57% 连续下降至 2.91%，进一步加剧了 A 股的下行（如图 29 所示）。

图 29：9 月以来，外资加速流出



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

(截至 2023.12.27)

展望 2024 年，以沪深 300 指数为代表的 A 股在连跌三年后，风险得到较大程度的

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

释放，但后续走势仍取决于基本面的变化。

沪深 300 指数已经连续下跌接近三年时间，当前市场最大的焦点是指数调整的时间和空间大概是多少。对此，我们进行了一些研究。

从具体趋势来看，我们筛选了连续下跌三年且每年跌幅大于 5% 的样本，共计 9 个，以下跌第一年的高点作为 0 点进行类比可得图 33。可以发现，A 股（以沪深 300 为例，其他指数待查）继续下行的空间不太大，2024 年或有阶段性的反弹，但回到前期高点仍需 3-4 年左右的时间（如图 30 所示）。

图 30：全球股指连跌 3 年且每年跌幅 5% 以上，反弹概率和反弹动能均较大



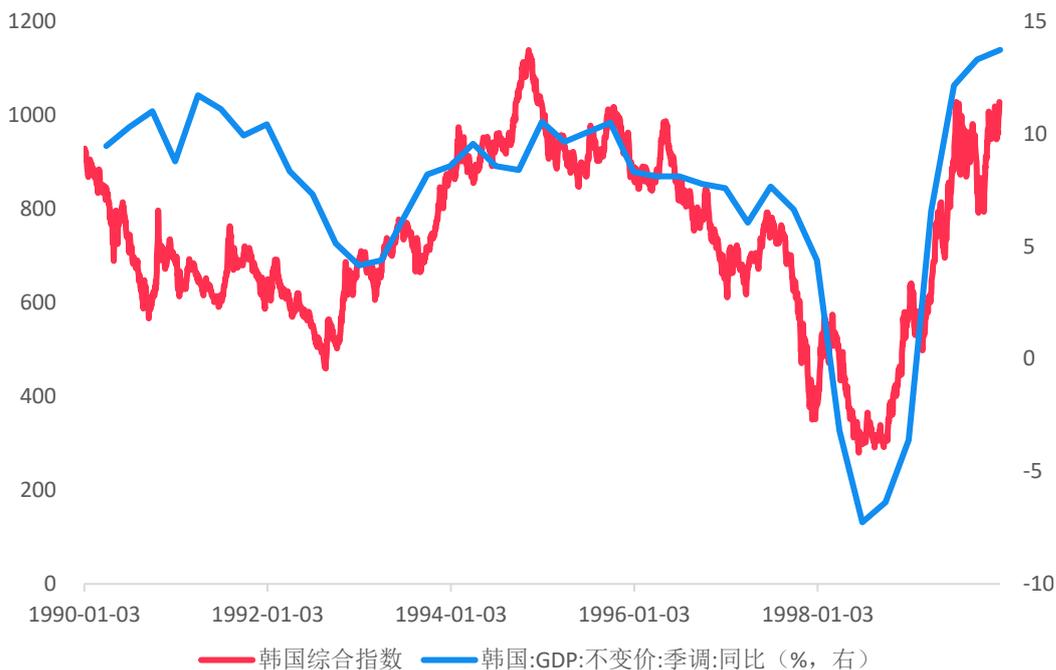
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：样本选取条件为全球股指（约 132 个）中连跌三年或以上，且前三年每年跌幅 5% 以上的全球综合股票指数，得到 25 个样本，剔除 2000 年科网泡沫同类样本后，余 9 个样本（包括沪深 300）。

数据更新至 2024-1-18。

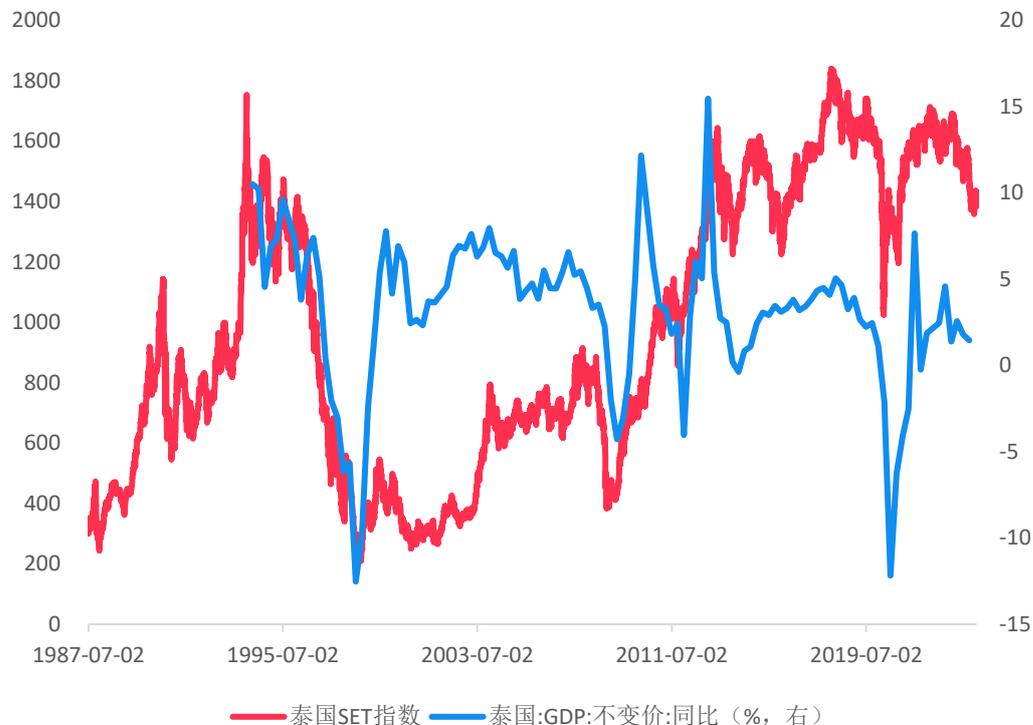
同时我们发现，以上样本的下行阶段均伴随着经济增速的大幅下滑，而反弹阶段均伴随着经济见底后的快速修复，如韩国和泰国（如图 31 和图 32）。因此，经济基本面的见底修复或才是股市能大幅反弹的根本原因所在。因此，基本面依然是最重要的变量。从全年的走势看，留意风险可能更加重要。节奏上看，4 月是关键时点。一季度经济可能弱于预期，政策在 4 月后或有变化，阶段性反弹的机会值得关注。在政策取向没有大幅变化的前提下，全年可能在复制昨天的故事。

图 31: 韩国股市及经济增速



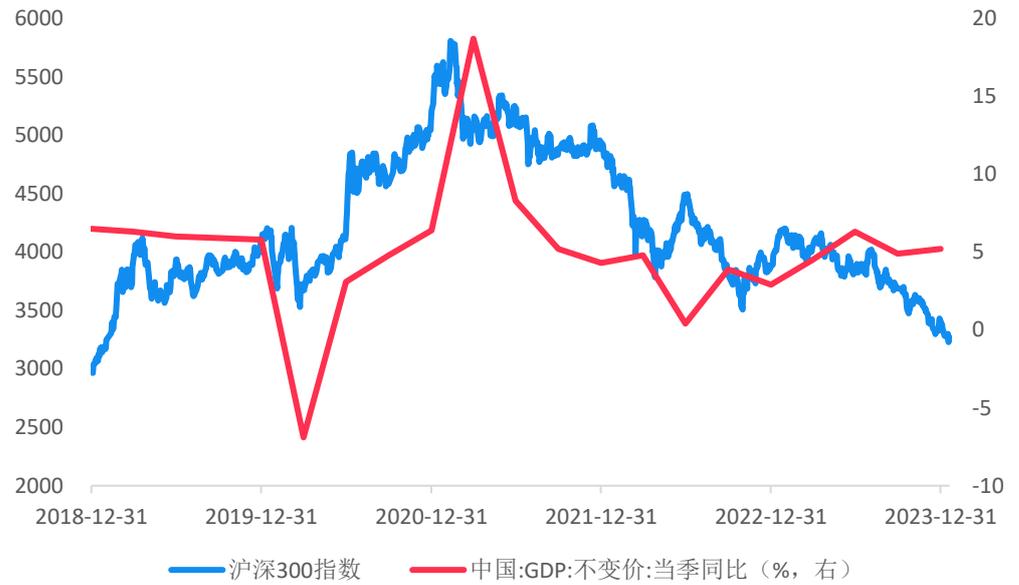
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 32: 泰国股市及经济增速



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 33：中国股市及经济增速

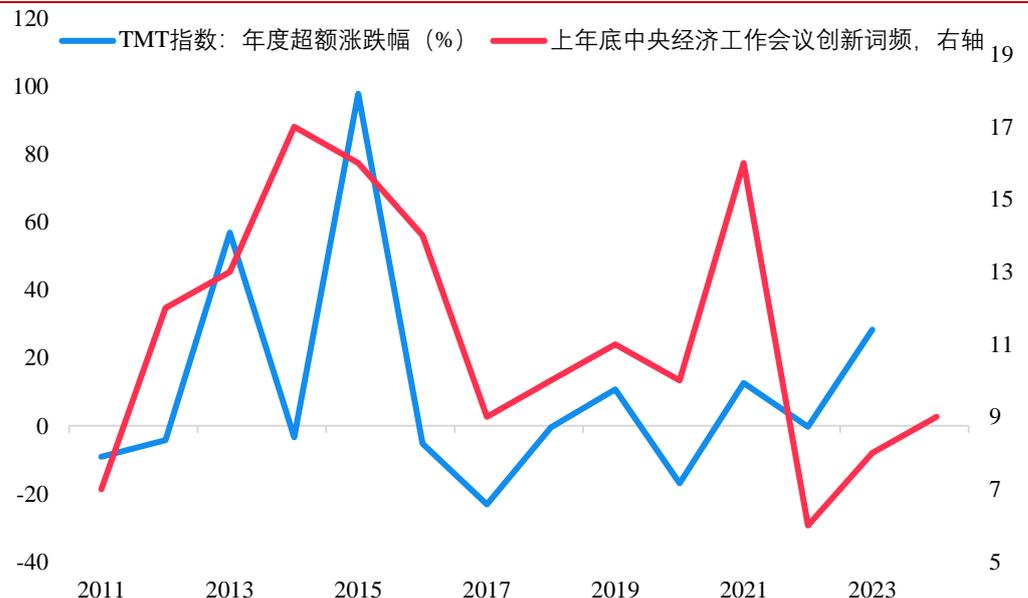


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

风格和板块上，类似于 2012 年的结构性行情。上半年推荐科技股，下半年逐渐转向大票。相比于 2022 年，2023 年 A 股市场风格切换明显，ChatGPT 的横空出世和华为产业链的遥遥领先，使得 TMT 指数获得近 30% 的超额收益。2023 年中央经济工作会议工作要求首先提出以科技创新引领现代化产业体系建设，置于扩大内需之前，与此相关的科技创新和专精特新板块有政策倾斜的可能；另外，我们发现中央经济工作会议通稿中“创新”词频与 TMT 指数的超额涨跌幅有较强的正相关关系（如图 34 所示），本次会议中“科技”和“创新”分别出现 9 和 9 次，环比分别增加 2 和 1 次，均有所增加。

从以上两个角度来看，2024 年科技板块仍有较大机会，主要集中在上半年，二季度后至下半年逐渐转向大票。经济复苏的力度对大盘股的走势起到决定性的作用。

图 34：中央经济工作会议创新词频与次年 TMT 指数涨跌幅正相关 (%)



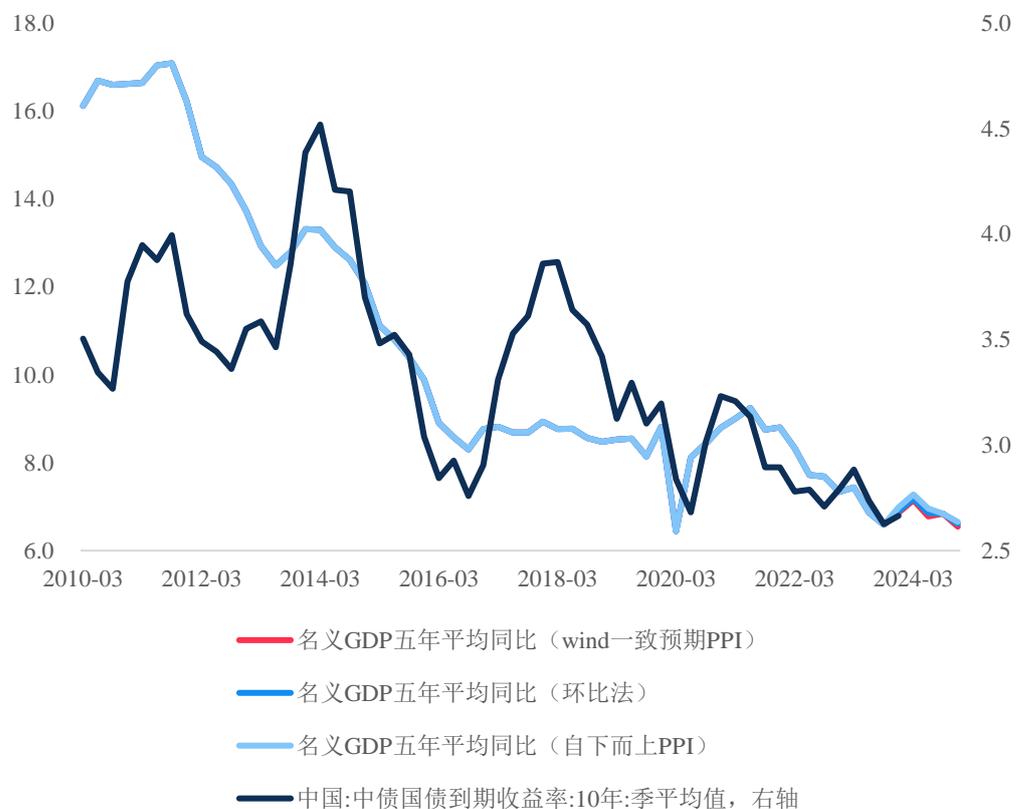
资料来源: Wind, 新华社, 首创证券研究发展部

5.2 债市仍有机会

2023年中债10年国债收益率先是震荡下行,最低点曾达到2.54%。三季度在美债和流动性等多重利空因素影响下,短暂上行至2.72%附近,后随着经济动能的走弱和流动性宽松预期的升温,又快速下行至2.5%左右。

我们认为2024年中债10年国债收益率在实际利率高企的背景下仍有下行空间,最低或突破2.3%。倘若政策基调转变,经济较快修复,则中债收益率会有所反弹,关键的观察时点是4月份。类似2023年,经济修复过程中的反复将提供一些利率波段的操作机会。

图 35: 十年国债收益率窄幅震荡 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

(注: 图 35 含对中国名义 GDP 同比增速的预测)

6 风险提示

国内经济修复不及预期。当前经济有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱,消费者信心低迷,结构性矛盾仍然突出,尤其是房地产、地方债务、中小金融机构等重点领域风险的化解仍是重大困难和挑战。

政策不及预期。2023年，地产利好政策不断加码，万亿国债发力稳增长，但对实体经济的传导速度和传导效果均具有不确定性。如果明年财政力度不及预期，或流动性快速回归中性，房地产放松政策不及预期，居民购房意愿和能力持续低迷，地产增速或进一步下调，经济增速也会进一步受到拖累。

海外扰动超预期。尽管美联储加息基本结束，但降息节奏仍具有较大的不确定性，高通胀仍然是棘手的问题，不排除美债收益率进一步上行的可能。海外地缘政治冲突和中美关系的扰动也可能对我国外需和汇率等带来超预期冲击。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家。美国布朗大学经济学博士，曾在国泰君安证券、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，研究助理，中国人民大学博士，布里斯托大学访问学者，2020年7月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现