

预期的博弈——二季度投资报告

摘要

海外：降息预期的博弈。美国经济强韧性超出市场预期，通胀回落速度放缓，劳动力市场降温速度放缓，这导致美联储降息预期不断出现反复。考虑到补库周期、制造业回流、人工智能等有利因素发酵，预计美国的经济基本面仍将保持韧性，二季度降息的概率偏低，但下半年降息三次的概率犹存。相比之下，欧元区经济下行压力较大，通胀压力明显缓解，预计将在6月份首次降息。日本经济和通胀出现回升，日本央行宣布结束负利率和YCC，预计年内还将进一步加息，但由于日本国内债务率偏高，且经济基本面改善幅度有限，预计加息的空间比较有限，年内1-2次的加息幅度。

国内：复苏预期的博弈。今年的GDP增速目标确定为5%左右，实现起来难度有所加大，宏观政策将保持积极的取向，财政政策的一个重要特征是“中央加杠杆、地方降风险”；货币政策将维持宽松，节奏上取决于物价和汇率的变化。经济复苏的三个驱动因素，一是基建，广义财政支出保持扩张将有力支撑基建投资维持中高增速；二是制造业，政策支持和制造业转型升级带来的投资扩张有望得到维持，其中大规模设备更新政策的推进有望带来新的增量；三是消费，疤痕效应消退、居民就业和收入改善，消费信心有望持续恢复，同时，以旧换新等消费政策持续加码，有望带动消费保持中高增速，成为经济复苏的重要驱动。不过，本轮房地产的调整仍未结束，将是经济复苏的最大拖累，预计调控政策将继续松绑，此外，不可低估“三大工程”带来的影响。

大宗商品：或难有趋势性行情，整体走势上有顶、下有底。根据基本面的差异、地缘政治因素、金融环境等不同，板块间或将延续分化格局。海外方面关注制造业回暖带来需求的改善与降息预期之间的博弈；国内方面关注经济复苏过程中结构性分化（制造业和基建强而房地产弱）的矛盾。

宏观

季度报告

2024年3月31日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

从业资格号：F3014717

投资咨询号：Z0013223

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、海外：降息预期的博弈

1. 美国

1.1. 经济强韧性超出预期

在美联储大幅度加息的背景下,2023年美国经济增长速仍维持在较高水平。四季度实际GDP季调环比年率为3.2%，超出预期值2.0%，较前值4.9%有所回落。从分项来看，个人消费支出是最大贡献项（商品和服务消费均表现强劲）；而在高利率环境下，投资有所走弱，尤其是设备投资增速转负。预计2024年美国经济增长速将有所放缓，但硬着陆的概率大幅下降。有利的因素在于：制造业正在为库存周期积蓄能量。美国政府推进制造业回流、投资加速。人工智能的科技热潮继续翻涌，全球半导体周期正在向上攀升，而美国占据主导地位。

图表 1：美国经济强韧性超出预期

	比重 (%)	环比增速				对GDP拉动作用			
		23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
国内生产总值 (GDP)	100.0	3.2	4.9	2.1	2.2	3.2	4.9	2.1	2.2
个人消费支出	68.9	3.00	3.10	0.80	3.80	2.0	2.1	0.6	2.5
商品	24.1	3.20	4.90	0.50	5.10	0.7	1.1	0.1	1.1
耐用品	9.2	3.20	6.70	-0.30	14.00	0.3	0.5	0.0	1.1
非耐用品	14.9	3.30	3.90	0.90	0.50	0.5	0.6	0.1	0.1
服务	45.0	2.80	2.20	1.00	3.10	1.3	1.0	0.4	1.4
私人投资总额	18.2	0.90	10.00	5.20	-9.00	0.2	1.7	0.9	-1.7
固定资产投资	17.6	2.50	2.60	5.20	3.10	0.4	0.5	0.9	0.5
建筑	2.8	7.50	11.20	16.10	30.30	0.2	0.3	0.5	0.8
设备	5.5	-1.70	-4.40	7.70	-4.10	-0.1	-0.2	0.4	-0.2
知识产权	6.2	3.30	1.80	2.70	3.80	0.2	0.1	0.2	0.2
住宅	3.3	2.90	6.70	-2.20	-5.30	0.1	0.3	-0.1	-0.2
私人存货变化	0.4	NA	NA	NA	NA	-0.3	1.3	0.0	-2.2
商品和服务净出口	-4.2	6.40	5.40	-9.30	6.80	-0.4	-0.6	1.1	-0.2
政府消费支出&投资	2.9	4.20	5.80	3.30	4.80	0.7	1.0	0.6	0.8

数据来源：wind

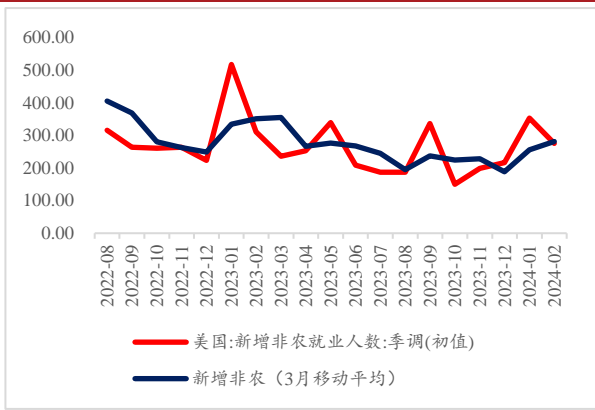
1.2. 劳动力市场降温速度放缓

2024年以来非农就业数据有所回升，显示劳动力市场出现一定的韧性。消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。目前劳动力市场紧绷主要集中于恢复较慢的服务业人群和受政策影响的建筑业。

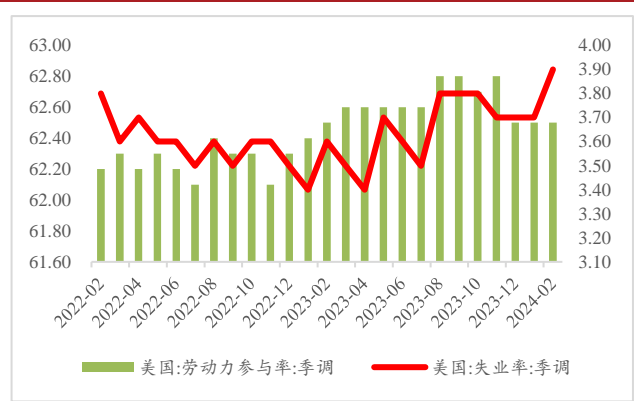
不过，我们依然可以找到一些劳动力放缓的线索：一是，劳动参与率维持在62.5%附近，失业率上升至3.9%，显示就业市场出现一定程度的冷却；二是，1月份职位空缺数为886.3万人，较2023年12月有所下降，职位空缺率为5.3%，每个求职者对应约1.37个工作岗位（职位空缺与待业人数之比（V/U）），当前美国劳动力市场的供需紧张程度有较大幅度缓解。三是，薪资增速持续放缓，2月平均时薪环比为0.1%，同比为4.3%。值得关注的是，现阶段失业率仍低、V/U高于疫情前1.2的水平，意味着劳动力市场降温仍有较长的路要走。而从就业扩散指数以及每周工资总额指数（私人部门）两个指标来看，美国劳动力市场亦有相当的韧性。

图表 2：美国新增非农就业

图表 3：美国失业率

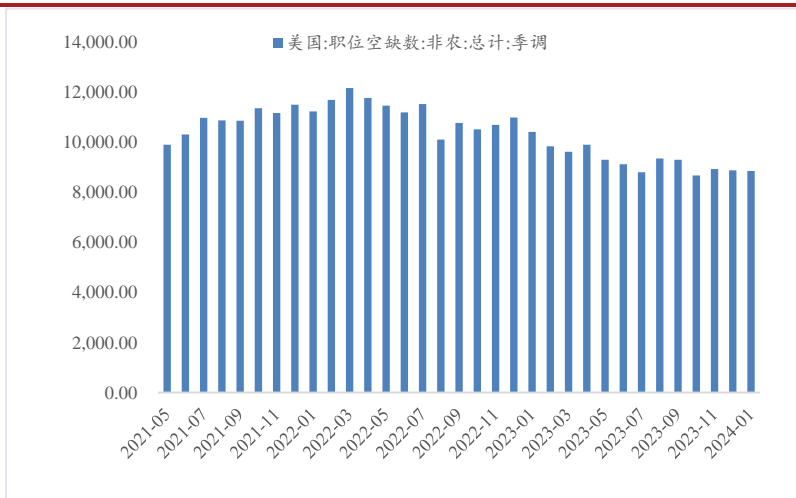


数据来源: Wind



数据来源: Wind

图表 4: 美国职位空缺数



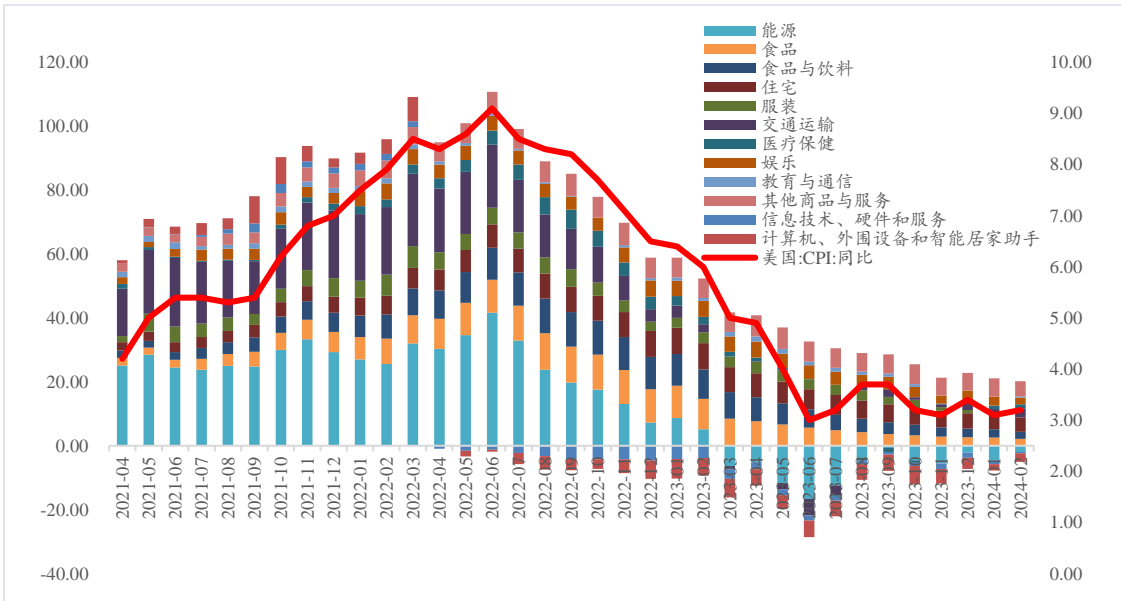
数据来源: wind

1.3. 劳动力市场降温速度放缓

通胀展现出韧性。2024 年以来，美国通胀回落速度有所放缓，截至 2024 年 2 月，CPI 同比 3.2%，核心 CPI 回落至 3.8%，美联储比较关注的 1 月 PCE 同比降至 2.4%，核心 PCE 同比降至 2.85%。核心服务 CPI（尤其是住房）仍是支撑核心 CPI 韧性的最重要因素。

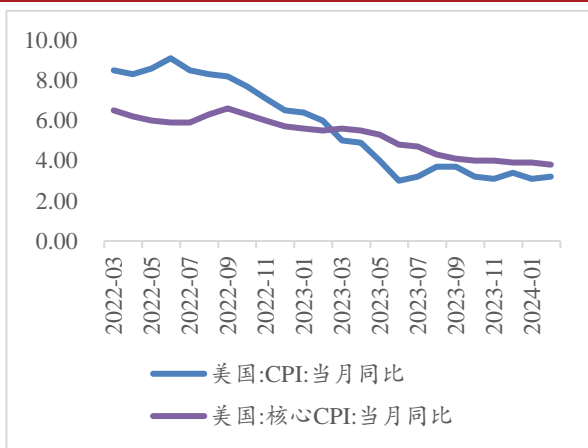
展望 2024 年，高利率的滞后影响将进一步显现出来，随着经济增速回落和劳动力市场持续降温，通胀大概率将继续回落，但过程不会一帆风顺，尤其是核心 CPI 可能面临以几个因素的制约：一是，劳动力成本下行偏缓慢，低失业率制约了薪资增速下行的速度；二是，房价拉动的租金价格上升，以往的数据显示住房类 CPI 通常滞后反映房价变化约 1 年，而 2023 年房价一直处于上行路径，这将对住房类 CPI 带来影响；三是，近几个月出现的迹象表明，居民消费从服务转移回商品需求，而需求回升有可能会引起商品价格的回升，从而支撑核心商品 CPI。

图表 5: 美国通胀及分项数据



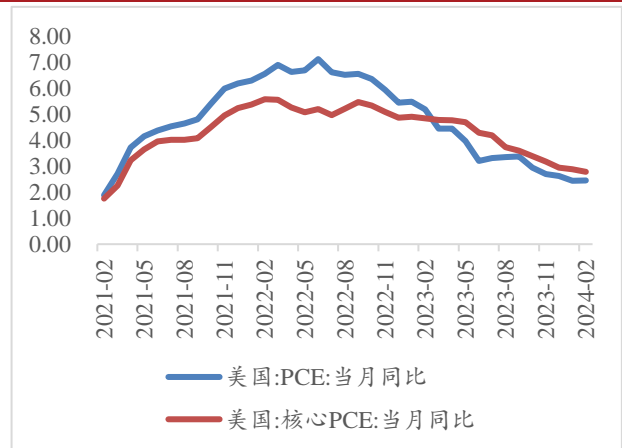
数据来源: wind

图表 6: 美国 CPI 走势



数据来源: Wind

图表 7: 美国 PCE 走势

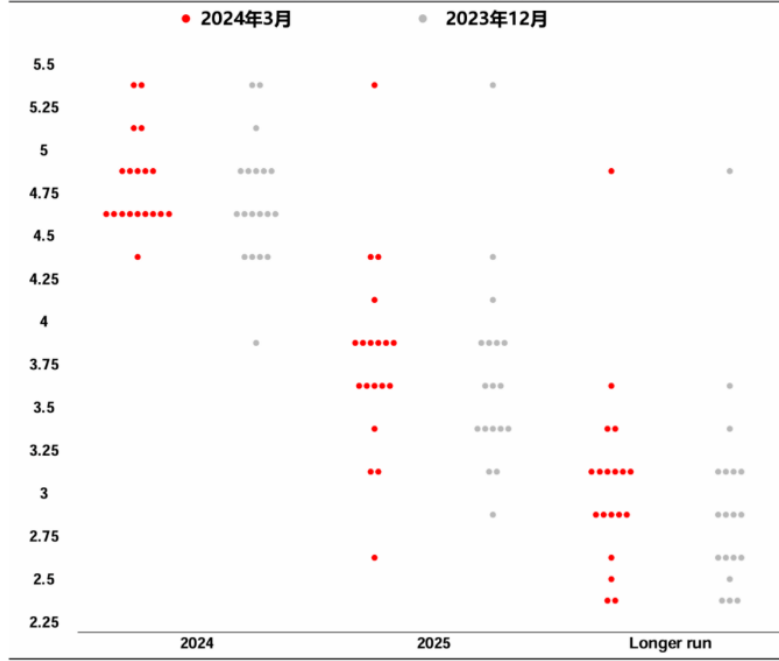


数据来源: Wind

1.4. 美联储降息预期出现反复

北京时间 2024 年 3 月 21 日凌晨, 美联储 3 月议息会议以 12:0 的投票结果决定不调整联邦基金利率的目标区间, 维持在 5.25%-5.5%, 同时维持既定缩表路线不变。核心要点: 1) 3 月议息会议上美联储连续五次维持利率不变, 符合市场预期, 会议声明与上次相比几无变化, 鲍威尔表态释放鸽派信号。2) 与去年 12 月会议相比, 本次会议对于今年的经济增速预期和通胀预期双双上修, 美联储对于美国经济实现软着陆的预期持续增强。3) 本次公布的点阵图显示美联储委员们总体认为今年降息合适, 但明年的利率预期有所上移。4) 声明信息有限而鲍威尔表态整体偏鸽, 因此美元、美债先上后下。当前美国经济韧性凸显, 劳动力市场依旧强劲, 去通胀进程持续却仍显坎坷, 美联储仍需从更多的数据中获得降息信心, 降息开启的时点还需继续等待。

图表 8: 美联储点阵图的变化



数据来源：FED

1.5.新一轮降息周期何时开启？

首次降息的开启，往往是伴随着通胀接近2%，经济增速的下滑。据2000年以来三次美联储货币政策周期来看，美联储首次降息的时间，往往发生在核心CPI同比增速已接近但未到达2%即美联储目标的时候，均值为2.27%，较停止加息0.1个百分点左右。启动降息前月，新增非农就业人数平均下降至10.5万人，较停止加息时降幅超10万人，同时伴随经济增速下滑。

新一轮降息周期或从2024年下半年开启。一是，近二十年来首次降息最早要在加息结束后（平均）10个月左右才会开始，考虑到本轮劳动力市场和通胀回落速度慢于以往的加息周期，新一轮降息周期的开启或也将晚于10个月；二是，货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，2024年前两个季度美国经济数据的放缓（最差是衰退）将会提升美联储降息的决心。因此，基本判断是二季度开始为降息做沟通，三季度开始降息，实际仍要考虑劳动力和通胀的表现。

图表9：美联储周期和节点CPI指标同比情况

本次加息时间	本次加息首月 CPI同比%	本次加息首月 核心CPI同比%	首次降息时间	首次降息前月 CPI同比%	首次降息前月 核心CPI同比%	本次加息到首 次降息月数
2018/12	1.90	2.20	2019/7	1.60	2.10	7.0
2006/6	4.30	2.60	2007/9	2.00	2.10	15.0
2000/5	3.20	2.40	2001/1	3.40	2.60	8.0
1995/2	2.90	3.00	1995/7	3.00	3.00	5.0
1989/2	4.80	4.80	1989/6	5.40	4.60	4.0
1984/8	4.30	5.10	1984/10	4.30	5.10	2.0
1981/5	9.80	9.50	1981/6	9.80	9.50	1.0
1980/3	14.80	12.50	1980/4	14.80	12.50	1.0
1974/5	10.70	6.80	1974/7	10.90	7.90	2.0
1970年以来均值	6.30	5.43		6.13	5.49	5.0
2000年以来均值	3.13	2.40		2.33	2.27	10.0

数据来源：Wind, HTI

图表10：美联储周期节点时经济增速以及就业情况

本次加息时间	本次加息季度 GDP同比增速%	本次加息首月 新增非农就业 人数(千人)	首次降息时间	首次降息季度 GDP同比增速%	首次降息前月 新增非农就业 人数(千人)	本次加息到首 次降息月数
2018/12	2.31	312.0	2019/7	2.14	193.0	7.0
2006/6	2.98	79.0	2007/9	2.40	-20.0	15.0
2000/5	5.24	226.0	2001/1	2.90	142.0	8.0
1995/2	3.48	201.0	1995/7	2.40	234.0	5.0
1989/2	4.31	266.0	1989/6	3.75	122.0	4.0
1984/8	6.90	243.0	1984/10	6.90	312.0	2.0
1981/5	2.97	13.0	1981/6	2.97	13.0	1.0
1980/3	1.42	111.0	1980/4	1.42	111.0	1.0
1974/5	-0.21	167.0	1974/7	-0.21	55.0	2.0
1970年以来均值	3.27	179.8		2.74	129.1	5.0
2000年以来均值	3.51	205.7		2.48	105.0	10.0

数据来源：Wind, HTI

1.6.新一轮降息周期何时开启？

下一任美国总统大概率在拜登和特朗普之间产生。从目前的民调来看，前总统特朗普在共

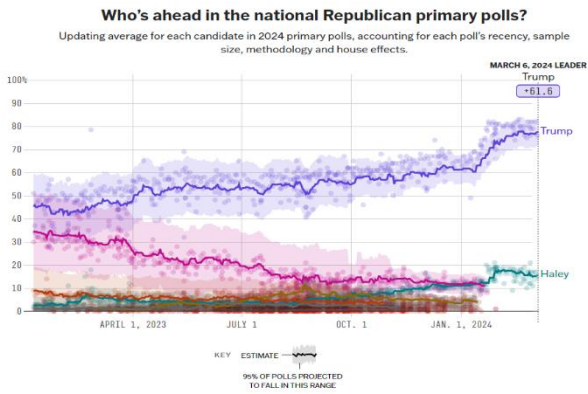
和党内受欢迎程度大幅领先，如无意外将与现任总统、民主党代表人拜登角逐 2024 年总统大选。虽然特朗普目前得票略微领先拜登，但两人的差距并不大。目前谁能成功二次入主白宫仍不明确。

两人的政策主张：不管谁当选下一任总统，美国将中国视为最主要竞争对手这一点并不会发生改变。

据外媒分析，特朗普第二个任期的愿景十分清晰：将实施大幅度新的贸易保护措施，严厉打击移民，进一步降低税收，推行偏向孤立主义的外交政策，并发起针对进步派人士、联邦官僚机构及他认为导致其基本盘与统治阶层疏离的新闻媒体的报复行动。

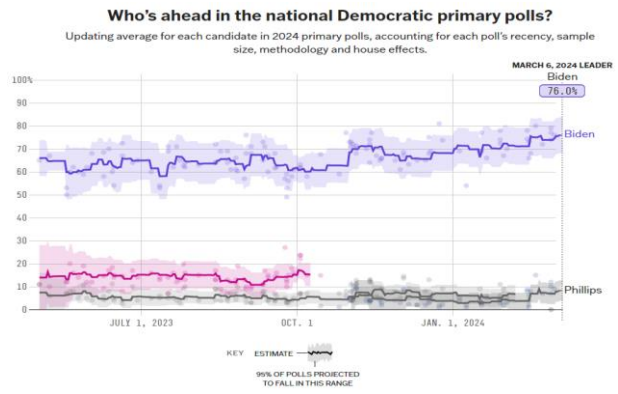
关于拜登的政策主张，外媒指出他将确保其首个任期内旨在复兴国内制造业、改善基础设施和应对气候变化的立法成就得以落实执行。此外，拜登还将致力于提高对富裕阶层的税收，并强化对外盟友关系；然而，他温和的技术官僚式执政风格在激发选民热情方面收效甚微。

图表 11：特朗普领跑共和党党内选举



数据来源：Fivethirtyeight

图表 12：拜登领跑民主党党内选举



数据来源：Fivethirtyeight

2. 欧洲

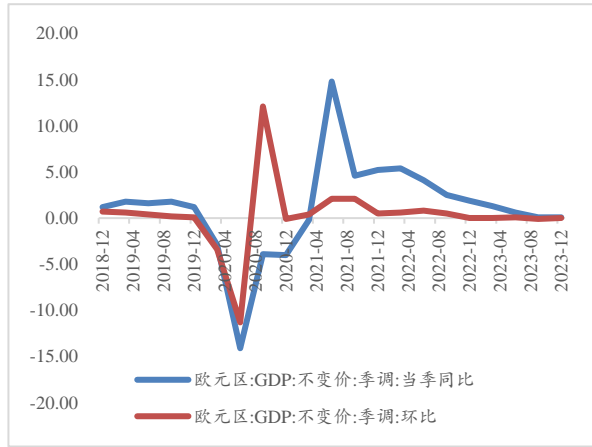
2.1. 欧央行6月降息？

北京时间 3 月 7 日，欧央行于 3 月议息会议如期维持存款便利利率在 4% 不变。会议下调未来两年通胀预测值，称降通胀取得良好进展。利率前瞻指引的措辞没有变化。声明部分显示欧央行更为看好通胀前景，认为支持经济触底反弹的因素有所增加。其最新观点如下：（1）经济基本面方面，欧央行指出，欧元区增长仍然疲软，未来将复苏，风险偏下行，而国内通胀压力仍然较大。（2）货币政策方面，欧央行维持此前的利率指引，拉加德暗示 4 月不会降息。前瞻指引方面，欧央行仍然表示政策利率将维持在限制性水平足够长时间，拉加德称，本次会议没有讨论降息。

3 月会议显示欧央行仍然担忧过早降息可能带来的通胀反弹风险，希望看到工资以及国内通胀等数据回落的更多证据；考虑到拉加德暗示 4 月不会降息，我们认为 4 月降息的概率下降。此外，1-2 月欧元区综合 PMI 持续回升到 49.2 的相对较高水平，经济出现企稳迹象，但欧

欧元区增长动能仍然偏弱，且欧央行推迟降息意味着紧缩性货币政策持续更久，对经济的抑制作用也将持续更久。2月欧元区通胀虽然超预期回升，但潜在通胀指标以及通胀广泛程度指标均显示欧元区通胀压力明显下降。展望未来，增长动能偏弱以及通胀降温将推动市场更多定价降息，但欧央行行动可能要等到6月会议。

图表 13: 欧元区经济下行压力较大



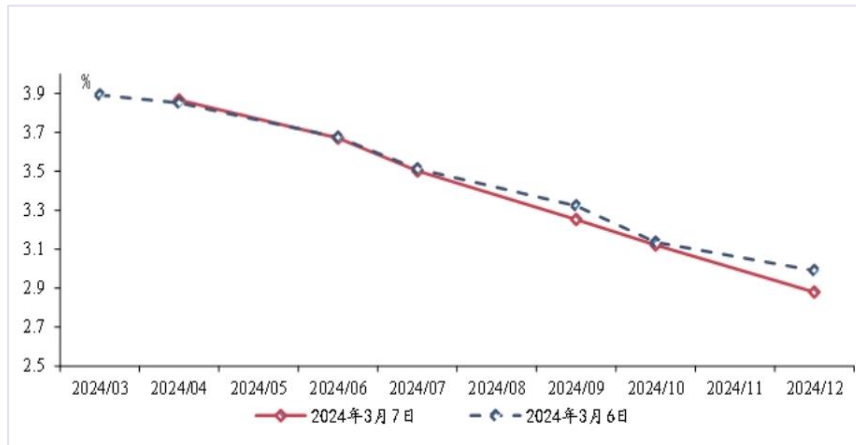
数据来源: Wind

图表 14: 欧元区通胀压力大幅缓解



数据来源: Wind

图表 15: OIS 市场隐含欧央行利率路径



数据来源: Bloomberg

3. 日本

3.1. 日央行货币正常化之路

3月19日，日本央行宣布将基准利率从-0.1%上调至0-0.1%，符合市场预期，为2007年以来首次加息。此外，日本央行取消抑制长期利率的收益率曲线控制(YCC)以及购买交易所交易基金(ETF)、房地产投资信托(REIT)等风险资产的框架。

此次决议最终以7-2投票通过结束负利率。负利率的结束主要是基于日本央行当前认为日本工资和物价的良性循环正在形成，2%的物价稳定的目标也近在眼前。此前3月15日日本第一轮“春斗”工资增速达到5.28%，创1991年以来最大涨幅，超市场预期，进一步确认了日

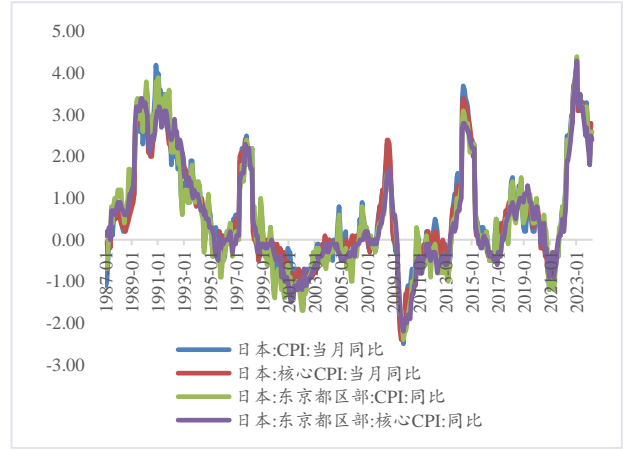
本“物价-工资良性循环”正在形成。此外，本次会议还取消对日股 ETF 和 REI 的购买计划，但同时宣布将继续购买国债，防止负利率解除后带来的长期利率暴涨等混乱局面，如果长期利率迅速上升，可能增加日本政府债券购买金额，进行固定利率购买操作。

图表 16：日本国内经济改善



数据来源：Wind

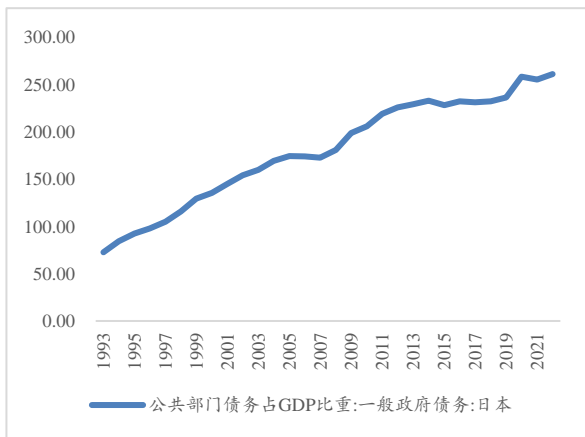
图表 17：日本国内通胀回升



数据来源：Wind

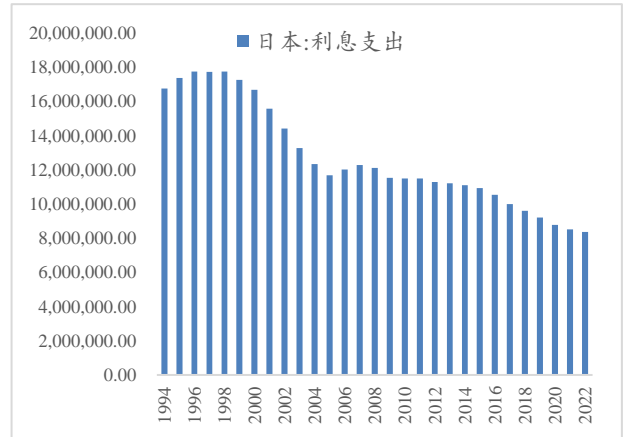
我们预计年内日本央行还将继续加息，加息路径或与三方面有关，一是日本的工资上涨能否传导至服务价格，二是美联储的货币政策走势，三是全球经济形势。同时我们认为日本的加息的幅度有限，主因是日本国内债务负担比较大。

图表 18：日本公共部门债务占 GDP 比重



数据来源：Wind, IMF

图表 19：日本每年利息支出（百万日元）



数据来源：Wind, IMF

二、国内：复苏预期的博弈

1. 政策展望

1.1. 政府工作报告确定发展目标

十四届全国人大二次会议、全国政协十四届二次会议分别于 2024 年 3 月 5 日和 3 月 4 日在北京召开。今年的政府工作报告确定了 GDP 增速目标为 5%。随着低基数效应褪去，今年要

完成 5% 的增速目标难度更大，需要更多的政策支持，更加努力的工作。在财政和货币政策上面，“3% 的赤字率+1 万亿特别国债”略超市场预期，体现了积极财政靠前发力、引导预期。货币政策“灵活适度、精准有效”，意味着将根据不同的宏观背景灵活调整，积极适应不同宏观环境的变化，在稳增长、扩内需、巩固经济恢复基础的背景下将偏向宽松。

图表 20：历年政府工作报告的主要发展目标

图表：政府工作报告							
指标	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
GDP增速	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上	-	6-6.5%	6.5%左右
CPI增速	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右
M2增速和社会融资规模增速	与经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	明显高于去年	GDP名义增速相匹配	合理增长，维护流动性合理稳定
宏观杠杆率	-	-	基本稳定	基本稳定	-	基本稳定	基本稳定
城镇新增就业	1200万以上	1200万左右	1100万以上	1100万以上	900万以上	1100万以上	1100万以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内
地方专项债	3.9万亿	3.8万亿	3.65万亿	3.65万亿	3.75万亿	2.15万亿	1.35万亿
赤字率	3.0%	3.0%	2.8%左右	3.2%左右	3.6%	2.8%	2.6%
减税降费规模	-	-	2.5万亿	-	超过2.5万亿	2万亿左右	8000亿
单位GDP能耗降低	2.5%左右	继续下降	统筹考核	3%左右	继续下降	3%左右	3%以上
特别国债	1万亿超长期特别国债	-	-	-	1万亿	-	-

数据来源：Wind，政府工作报告

1.2. 财政政策：适度加力、提质增效

政府工作报告延续了中央经济工作会议的定调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，预计 2024 年财政政策的一个重要特征是“中央加杠杆、地方降风险”。一方面，“适度加力”表现在赤字率维持在 3%、新增地方政府专项债规模上调 1000 亿至 3.9 万亿、增发 1 万亿超长期特别国债。

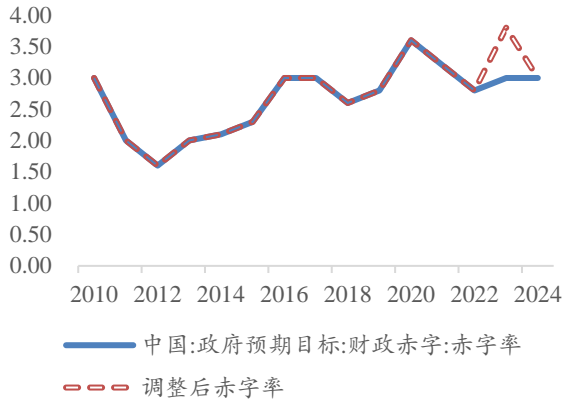
3% 的赤字率看似平淡实则积极，2024 年赤字规模为 4.06 万亿，较去年两会安排增加 1800 亿元。新增专项债规模 3.9 万亿，较去年增加 1000 亿元。综合已发行的 1 万亿特别国债（其中 5000 亿元结转到 2024 年使用）、拟安排 2024 年新发行的 1 万亿超长期特别国债和 3.9 万亿专项债，2024 年可动用的两本账广义赤字约 9.46 万亿，较 2023 年全年可动用的规模提高 1.28 万亿，保持了积极的取向。

另一方面，有效化解地方债务风险将是 2024 年财政政策的一个关键点，主要的手段包括扩大特殊再融资债券的发行规模、引导商业银行对现有平台经营性债务进行大规模重组。

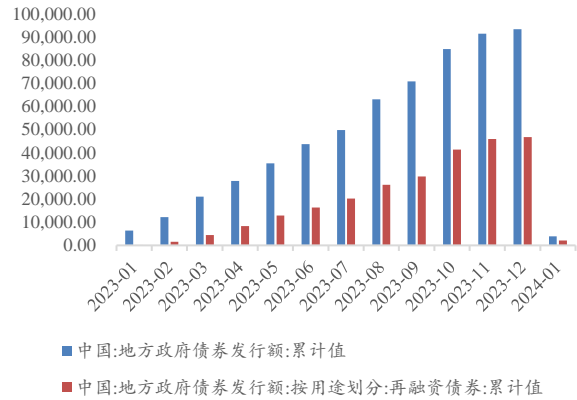
此外，政府工作报告对减税降费强调落实，新出台大规模政策概率较低。

图表 21：财政赤字看似平淡实则积极

图表 22：地方政府债券发行



数据来源：Wind



数据来源：Wind

1.3. 货币政策：灵活适度、精准有效

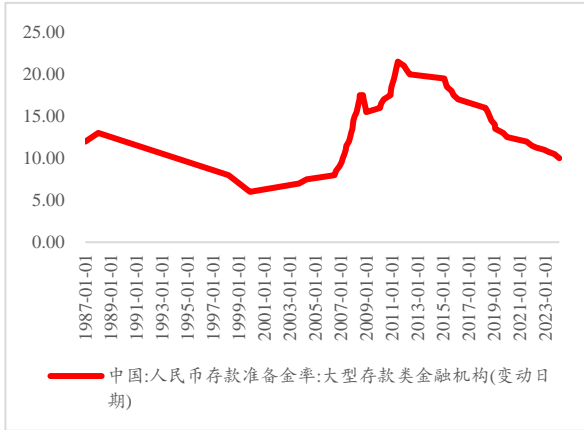
政府工作报告延续了中央经济工作会议的定调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。“灵活适度”或意味着在 2024 年物价水平仍将低位运行的前景下，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，央行降准降息存在较大的空间。尤其是，2024 年美欧央行有望转向降息，也为我国以我为主、灵活实施货币政策提供了更大的空间。综合考虑支持经济回升向好（两会期间潘功胜行长表示“我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量”）、盘活存量贷款、着力化解地方债务风险等各类因素，预计 2024 年新增信贷和社融规模会比 2023 年小幅多增。“精准有效”或意味着结构性货币政策工具将受到进一步的倚重，引导更多金融资源流向科技创新、先进制造、绿色发展、小微企业等重大战略、重点领域和薄弱环节。

总的来说：2024 年货币政策保持宽松已经形成共识。判断货币政策发力节奏主要把握两个因素：1) 物价。年初 CPI 增速回落，实际利率被动抬升，一定程度上推动 2 月 LPR 报价下调。从财政赤字率与新增赤字规模推算，2024 年 GDP 平减指数目标下限应在 0.6% 附近。若一段时间内物价表现明显弱于预期，或可期待增量货币政策出台；2) 汇率。春节期间美联储降息预期明显调整，为维持人民币汇率的相对稳定，节后央行并未调整 MLF 政策利率。往后看，美联储有望于下半年开启降息，届时汇率压力减弱，有助于扩宽货币政策降息空间。

同时，考虑到商业银行息差处于历史低位的掣肘，存款利率下调或是打开降息空间的前提。宽松时间点或在 6 月以后。

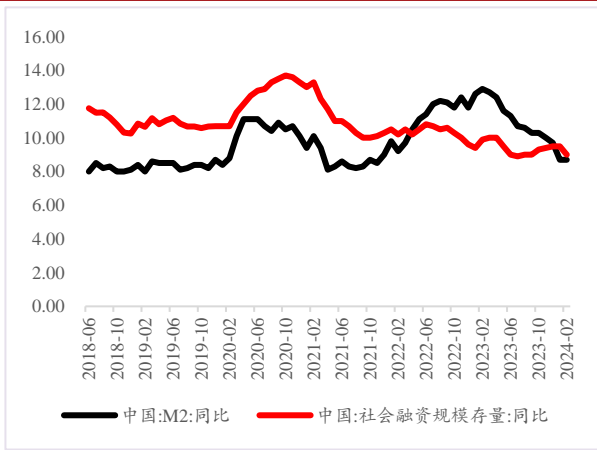
图表 23：存款准备金率

图表 24：LPR 利率

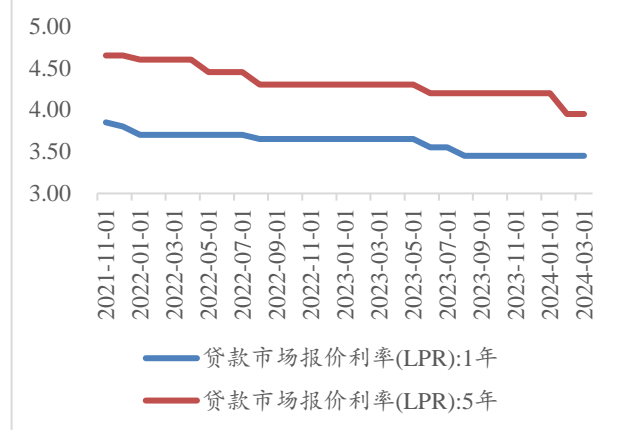


数据来源: Wind

图表 24: M2 和社融增速

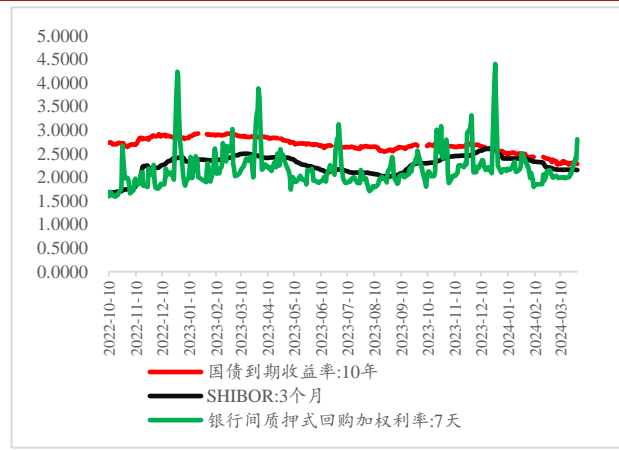


数据来源: Wind



数据来源: Wind

图表 25: 资金利率走势



数据来源: Wind

2. 经济复苏的驱动

2.1. 复苏的驱动因素之一: 基建

1-2 月基础设施投资同比增长 6.3%，涨幅较前值扩大 0.4 个百分点。作为逆周期调节的重要抓手，基建有望保持较高增速。预计在财政积极发力支持的背景下，传统基建积极发力的同时，平急两用基础设施和应急救灾基础设施等加码扩围，叠加低基数推动名义价格回升，将有助于推动 2024 年基建投资达到 6.5% 左右。

一是，增发国债形成实物工作量。2023 年 10 月宣布增发的 1 万亿国债预计将分为两批各 5000 亿分别于 2023 年 4 季度和 2024 年 1 季度发行、主要用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。考虑到从发债到形成实物工作量的流程相对较长，其中已开工项目在 2023 年年底形成一定的实物工作量，而新开工项目可能将在 2024 年 6 月底之前开工建设，对 2024 年的增长及基建投资带来一定支撑。

二是，预算内的财政支持。预计 2024 年财政资金对基建的支持力度较强，一般公共预算支出规模将提升至 28.5 万亿，新增专项债规模提升至 3.9 万亿元，专项债投向基建比例预计在

55%左右，预算内财政支出对基建投资有积极支撑。

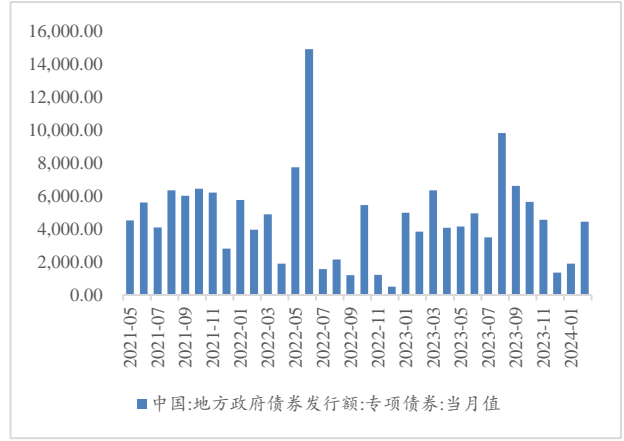
三是，准财政工具预计仍将发挥重要作用。一方面央行增加 PSL 投放支持政策性金融机构服务基建，另一方面专项建设基金作为资本金可能续期或常态化实施支持基础设施建设，将是基建发力的重要方向。

图表 26：基建投资是逆周期调节的重要工具



数据来源：Wind

图表 27：地方政府专项债券发行



数据来源：Wind

不过，两大传统融资渠道的局限性仍将限制基建投资的扩张：一是，作为基金投资资金的重要来源，在房地产行业企稳之前，土地出让金收入增速或难转正；二是，在地方政府去杠杆以及地方政府融资平台市场化转型的过程中，城投债的审批工作或趋严，发行量或显著下降，城投债发行量的减少或部分抵消增发国债对基建投资的支持作用。

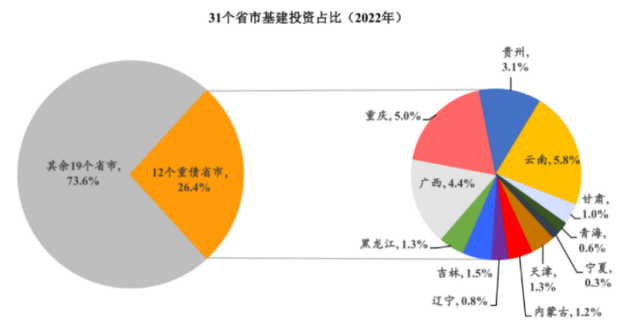
此外，国务院办公厅 47 号文《国务院办公厅关于印发〈重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）〉》的通知。有 12 个弱资质省份被严格要求控制债务增量和新增投资，即这 12 个重债省市的新增债务仅能用于借新还旧、不能再用于项目建设。虽然这 12 个重债省市占全国基建投资的比例并不算高，但近年来其基建投资增速已小幅超过全国增速。

图表 28：地方政府土地出让金收入累计增速



数据来源：Wind

图表 29：31 个省市基建投资占比



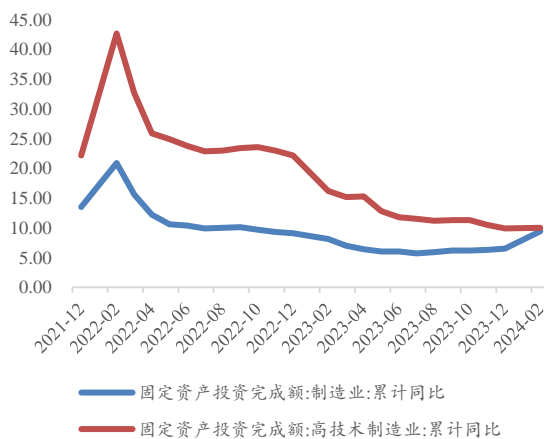
数据来源：中国统计年鉴

2.2. 复苏的驱动因素之二：制造业

制造业：1-2 月制造业投资增长 9.4%，涨幅较前值扩大 2.9 个百分点。在 2022-23 年工业企业盈利以及 PPI 回落的背景下，制造业投资仍保持较高增长，一方面或体现出留抵退税及财政贴息等政策对于制造业企业投资的支持力度提升，另一方面可能来自数字经济、新能源等经济转型相关的产业政策对制造业投资拉动的提升。

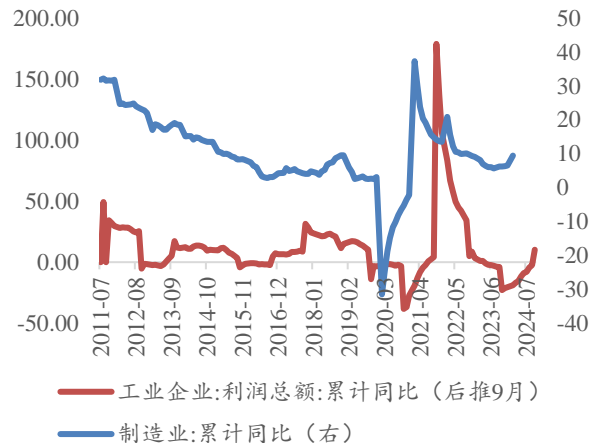
预计 2024 年总体制造业投资可能延续十四五以来快速恢复的势头，全年走势可能在 6-8% 的较高增速、维持比名义 GDP 和投资增长更高的趋势。且本轮周期中“新基建”相关稳增长托举政策有许多受益行业仍落在制造业领域，可能共同托举制造业投资。此外，近日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，根据《方案》提出的目标来看，2027 年较 2023 年增长 25% 以上，对应年复合增速在 5.74% 以上；结合发改委提及的“在工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等 7 大领域推动设备更新，有望形成年规模 5 万亿元以上的巨大市场”，每年投资约 3000 亿元，将有力带动固定资产投资规模的增长。

图表 30：制造业投资增速



数据来源：Wind

图表 31：工业企业利润增速与制造业投资



数据来源：Wind

2.3. 复苏的驱动因素之三：消费

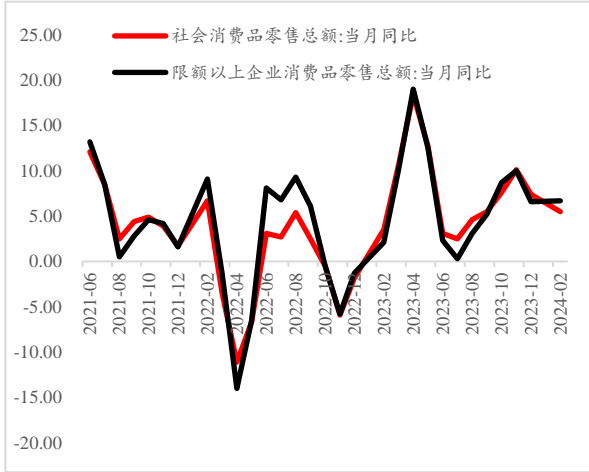
(1) 疫情后居民消费趋于复苏、斜率偏缓

一方面，防疫平稳放开后，居民消费总体趋于复苏，2023 年社会消费品零售总额同比 7.2%，略高于预期的 7.0%；另一方面，消费复苏的斜率偏缓，扣除基数效应，两年的复合增速中枢在 3% 附近波动，较疫情前 2019 年的 8% 左右的增速中枢有一定差距，同时也稍低于疫情期间 2021 年的两年同比 4.0%。

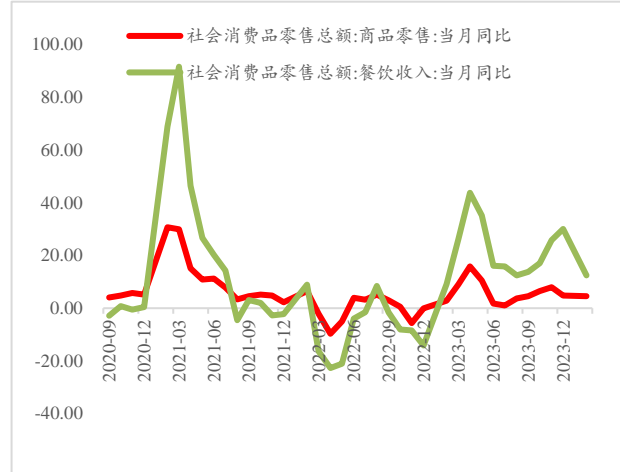
2024 年前 2 个月社会零售同比增速实现了 5.5% 的增长（去年同期为 3.5%），两年平均增速为 4.5%，整体符合增长趋势水平，火热的春节消费并未带动社零数据超出市场预期。而且结构上也呈现“出行消费可观、可选消费平淡、地产消费拖累”的分化格局。

图表 32：社会消费品零售总额增速

图表 33：商品零售和餐饮收入增长



数据来源：Wind



数据来源：Wind

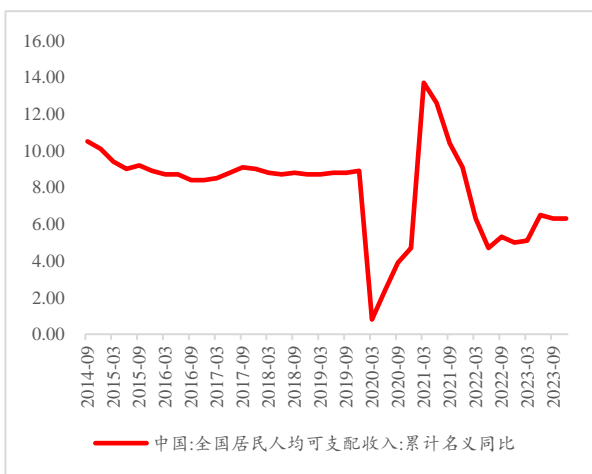
(2) 成因：收入放缓+消费倾向+供给因素。

1) 居民可支配收入的增长疫情前放缓。2023 年，全国居民人均可支配收入累计增速从 2022 年全年的 5.0% 回升至 6.3%，低于 2019 年的 8.9%，可见疫情后的居民收入增长仍然偏缓。

2) 消费倾向下降体现为每单位收入形成的支出减少。从居民收支增速看，疫情之前，居民可支配收入与消费支出增速比较接近；疫情以来，消费支出增速开始明显低于收入增速。用居民“消费性支出/可支配收入”衡量消费倾向，可见防疫平稳转段以来，居民消费倾向已经有所恢复，但仍低于疫情之前和 2021 年。

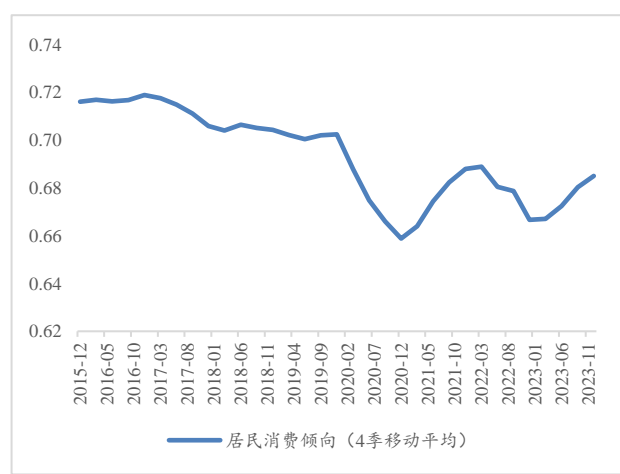
3) 除了需求侧因素之外，2023 年供给侧因素对名义消费增速的影响也不容忽视。高库存环境下，部分行业以“降价去库存”等方式，在拉动了消费的“量”的同时，也抑制了消费的“价”，最终反映为核心商品 CPI 持续低迷、名义消费增速恢复偏缓。

图表 34：居民人均可支配收入



数据来源：Wind

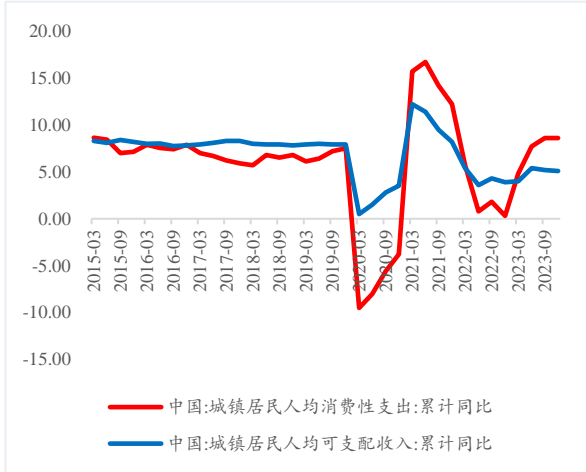
图表 35：居民消费倾向



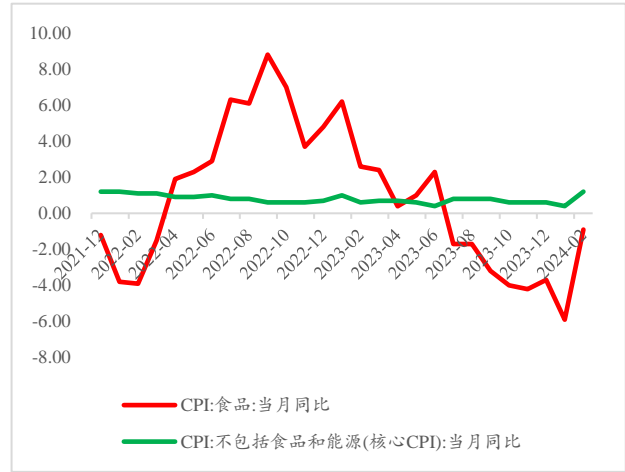
数据来源：Wind

图表 36：居民消费性支出

图表 37：物价持续回落



数据来源：Wind



数据来源：Wind

(3) 促销费政策持续加码

政策端对居民消费的促进主要是通过两个方面：

1) 促销费政策频出。2023 年政府自 6 月起开始推促汽车消费政策，7 月中起政府密集发布促家居、汽车和电子产品消费的政策支持。政策成效在 8 月起开始在数据中体现，社会消费品零售数据连续三个月超市场预期。

2024 年 3 月 1 日，国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要求积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。

图表 38：促销费政策频出

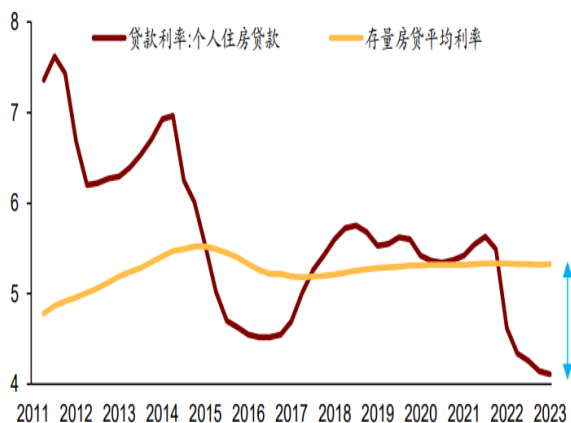
日期	标题	发布部门	要点
2023年6月21日	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	财政部、税务局等	对购置日期在2024年1月1日至2025年12月31日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元。
2023年7月18日	关于促进家居消费若干措施的通知	商务部等十三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
2023年7月20日	关于促进电子产品消费的若干措施	发改委、工信部、财政部等七部门	1.鼓励科研院所和市场主体积极应用国产人工智能(AI)技术提升电子产品智能化水平；2.推广家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴、空气净化等应用场景；3.持续推动家电下乡，有序推进农村地区清洁取暖。
2023年7月20日	关于促进汽车消费的若干措施	发改委等十三部门	1.鼓励限购地区尽早下达全年购车指标；2.加强新能源汽车配套设施建设，加快充电基础设施建设；3.加大汽车消费信贷支持。
2023年7月31日	关于恢复和扩大消费的措施	发改委	1.各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施。2.鼓励错峰休假、弹性作息，积极举办文化和旅游消费促进活动。3.逐步降低农村物流配送成本。4.加大综合金融支持力度。
2023年8月31日	提高个人所得税的三条专项扣除标准	财政部	1.3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元。2.子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月1000元提高到2000元。3.赡养老人专项附加扣除标准，由每月2000元提高到3000元

数据来源：根据公开资料整理，Wind

2) 近期政策提振居民收入的梳理。1) 下调存量房贷利率。2023 年 9 月 25 日起，国有大行等商业银行主动下调存量房贷利率。中国人民银行货币政策司 2023 年 11 月 6 日发文表示，降低存量房贷利率工作已基本完成，每年减少借款人利息支出 1600 亿元至 1700 亿元。2) 提高个税专项附加扣除标准。2023 年 8 月 28 日《国务院关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》，假设一对夫妻需要赡养双方老人，且育有 2 个小孩，那么在新行扣除标准下，

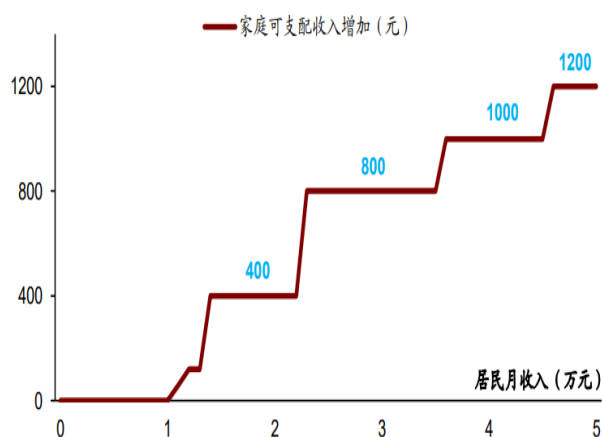
夫妻双方可分别多增加 2000 的扣除额，在不同的税率下，每个月家庭层面能减少 400-1200 元的税收支出。根据专家测算，减少个税支出大致估算约 800 亿元。3) 活跃资本市场，提振投资者信心。活跃资本市场将通过财富效应与预期效应修复居民信心。一方面，股市上涨能直接带来财富效应，提升居民消费能力；另一方面，当资本市场表现较好，居民对各方面的预期和风险偏好也会提升。自 2023 年 7 月 24 日政治局会议定调“活跃资本市场，提振投资者信心”以来，多部门等已经密集出台多项相关政策。

图表 39：存量房贷利率下调



数据来源：Wind

图表 40：减税政策对居民收入的影响



数据来源：Wind

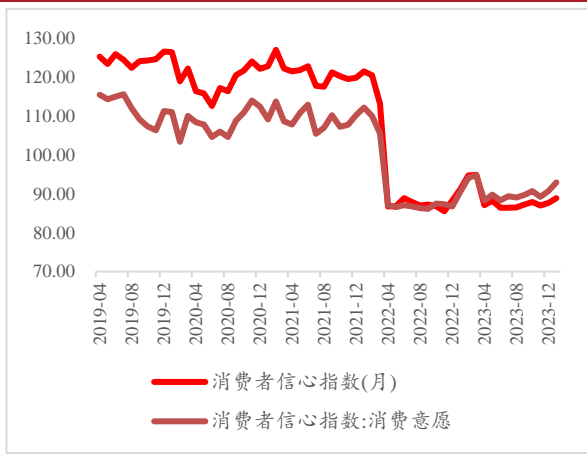
下一阶段消费复苏的前景展望：除了一系列促销费的政策之外，消费复苏更多地还是要靠内生动力的增强。

(1) 消费信心的增强：随着居民生活回归正常，叠加经济的持续恢复，疤痕效应减弱，消费者信心指数在 2023 年二季度回落之后三季度又开始缓慢回升，并有望继续上升。

(2) 劳动力市场和收入的持续改善：在疫情放开后的经济复苏路径中，在疫情期间受影响较大的服务业恢复更为显著。而相较于制造业，服务业能吸纳更多的就业，尤其是中低收入群体，因此失业率已逐步下滑到 5%。劳动力市场的改善有助于收入增加，居民收入增长 2023 年二季度以来亦好于经济增速，从而促进消费。

图表 41：消费者信心指数

图表 42：城镇调查失业率



数据来源：Wind



数据来源：Wind

3.经济复苏最大的拖累

3.1.房地产政策持续加码。

2023年，7月24日中央政治局会议做出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”的表述后，需求端房地产调控政策迎来集中爆发期。按照因城施策工具箱的不同，大体可以分为四类：一是认房不认贷，8月25日住建部发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》；二是，降低首付比例；三是，下调房贷利率下限。8月31日，央行接连宣布降低二套房房贷利率和首/二套房首付比例，并公布存量房贷利率下调细节。9月26日起存量房贷利率全面下调，中国人民银行货币政策司司长邹澜10月13日表示降低存量首套房贷利率工作已基本接近尾声，存量首套房贷利率平均降幅0.73个百分点，调整后的加权平均利率为4.27%；四是，全面取消限购。

图表 43：房地产调控政策持续松绑

调控政策	城市数量	地区名称（截至12月1日）
认房不认贷	1线：4；2线：33	北京、上海、广州、深圳、安徽、成都、大连、东莞、鄂州、佛山、福州、哈尔滨、杭州、合肥、惠州、济南、江门、兰州、南京、南宁、宁波、宁德、青岛、清远、三亚、厦门、沈阳、苏州、天津、无锡、武汉、西安、长沙、郑州、中山、重庆、珠海
降低首付比例	1线：2；2线：6	深圳、广州、厦门、青岛、郑州、大连、南京、沈阳
下调房贷利率下限	1线：2；2线：4	深圳、广州、青岛、大连、南京、重庆
全面取消限购	2线：16	宁波、长沙、厦门、成都（144平以上）、武汉、青岛、无锡、合肥、福州、郑州、济南、苏州（120平以上）、兰州、大连、南京、沈阳

数据来源：根据公开资料整理

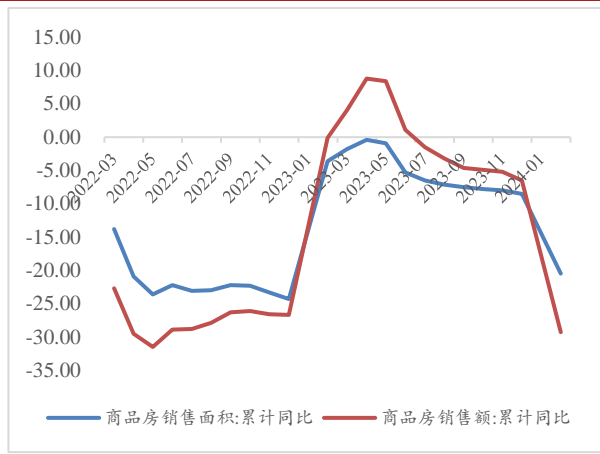
3.2.房地产恢复如何

2024年1-2月份，新建商品房销售面积同比下降20.5%，降幅较2023年扩大12个百分点；新建商品房销售额同比下降29.3%，降幅较2023年扩大22.8个百分点。1-2月份，房地产开发企业房屋新开工面积同比下降29.7%，较2023年的降幅扩大9.3个百分点；房屋施工面积

同比下降 11.0%，较 2023 年的降幅扩大 3.8 个百分点；房屋竣工面积同比下降 20.2%，2023 年为增长 17.2%。2 月末，商品房待售面积 75969 万平方米，同比增长 15.9%。1-2 月份，房地产开发企业到位资金 16193 亿元，同比下降 24.1%，较 2023 年的降幅扩大 10.5 个百分点。

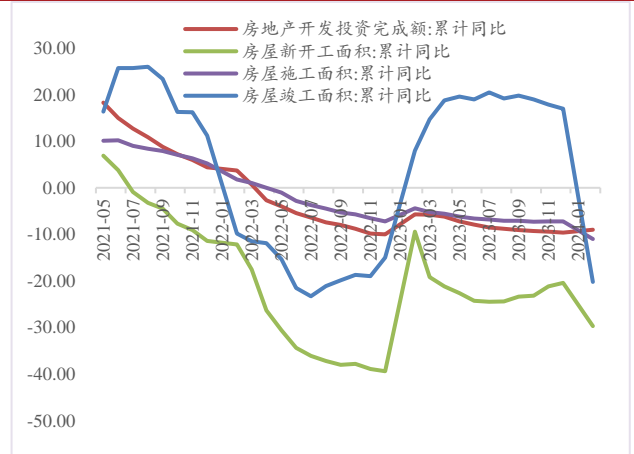
与此同时，70 大中城市新增商品住宅价格环比仍未止跌，2024 年 2 月 70 城新房房价环比 -0.40%，其中一线城市环比 -0.30%，二线城市环比 -0.3%，三线城市环比 -0.40%。

图表 44：商品房销售二次探底



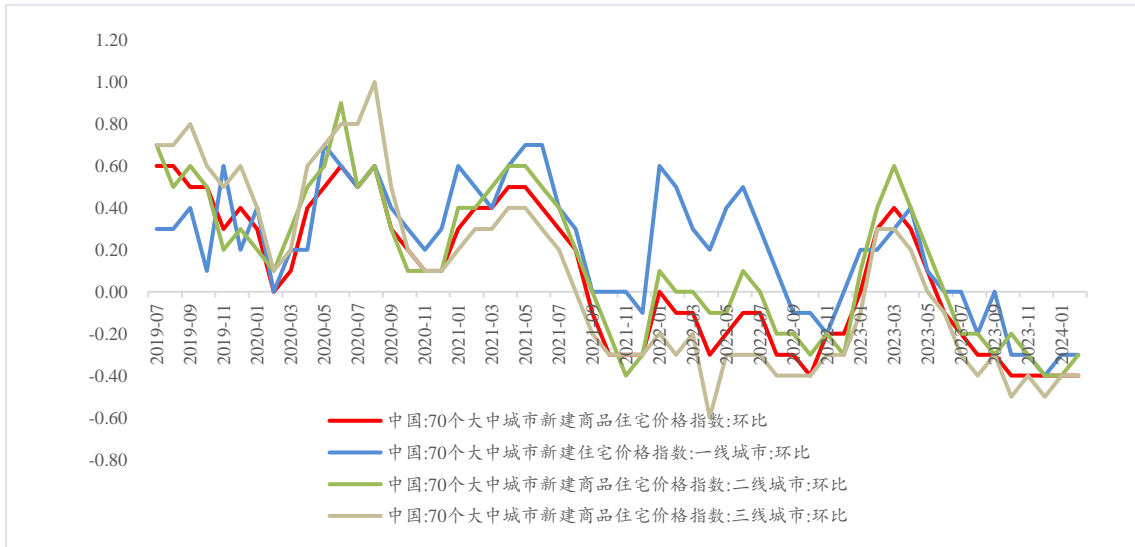
数据来源：Wind

图表 45：房地产投资二次探底



数据来源：Wind

图表 46：房价持续调整



数据来源：Wind

3.3. 房地产何时企稳

历史上政策对地产销售影响较大。一是若政策放松，则地产销售明显好转：如 2008 年出台“国十三条”放松地产，后续商品房销售增速明显转好；2012 年 4-5 月国常会连续提出“扩内需”，同时央行连续降准降息，地产调控放松下销售明显回升；2014 年棚改货币化和地产去库存，地产销售大幅上升。二是若地产调控政策加码，则地产销售明显回落：如 2013 年 2 月，“新国五条”出台，进一步加大地产调控，销售明显回落；2016 年 9 月，“房住不炒”政策出

台，商品房销售持续大幅回落。

图表 47：调控政策对房地产影响较大



数据来源：Wind

此轮周期或需耗费更长时间改善需求。首先，此轮房地产行业调控政策相较此前更为严格，从供给端和需求端均有明显收紧对购房者的信心影响可能也更大。其次，居民对房产的认识出现了变化，房价并非稳涨不跌。因此，预计房产销售或要等到下半年才能实现同比增速转正，2024 年全年销售增速或仍将为负。而房地产投资要实现企稳可能至少要等到年底。不过我们相信周期正在逐渐筑底的过程中，2024 年全年房产销售和投资跌幅将显著小于 2023 年，对经济的拖累作用减弱。

3.4.不可低估的政策影响

三大工程是 2024 年房地产行业先立后破的“立”之重点，成为托底中国 2024 经济成长的新抓手。2023 年 10 月底，中央金融工作会议明确提出，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。此前在 2023 年 7 月 24 日的中央政治局会议也已明确提出“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”。我们认为，三大工程中的保障性住房建设和城中村改造将有望在未来年以改善、更新需求形式提供需求增量，对冲中枢下行压力。

7 月 21 日召开的国常会审议通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，8 月 25 日召开的国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。按照相关标准划分，城区常住人口 1000 万以上的城市为超大城市，城区常住人口 500 万以上 1000 万以下的城市为特大城市。2024 年 1 月 22 日，据 21 世纪经济报报道，2023 年纳入城中村改造和保障房建设的城市要求城区常住人口超过 300 万。根据国务院第七次全国人口普查领导小组办公室编制的《2020 中国人口普查分县资料》，满足条件的城市共 35 个。另据记者从权威渠

道了解到，近期监管部门明确，纳入城中村改造、保障房建设的城市扩围，由城区常住人口超过 300 万的城市分别扩围至省会城市或城区常住人口超过 200 万的城市，省会城市或城区常住人口超过 100 万的城市。按照相关指标推算，纳入城中村改造、保障房建设的城市将由 35 个分别扩大至 52 个、106 个。

图表 48：按照常住人口区分城市类别

城市类型	城市
超大城市，城区常住人口1000万以上（7个）	北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、天津。
特大城市，城区常住人口500万-1000万（14个）	武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连。
I型城市，城区常住人口超过300万的城市（35个）	上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津、武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连、南宁、石家庄、厦门、太原、苏州、贵阳、合肥、乌鲁木齐、宁波、无锡、福州、长春、南昌、常州。

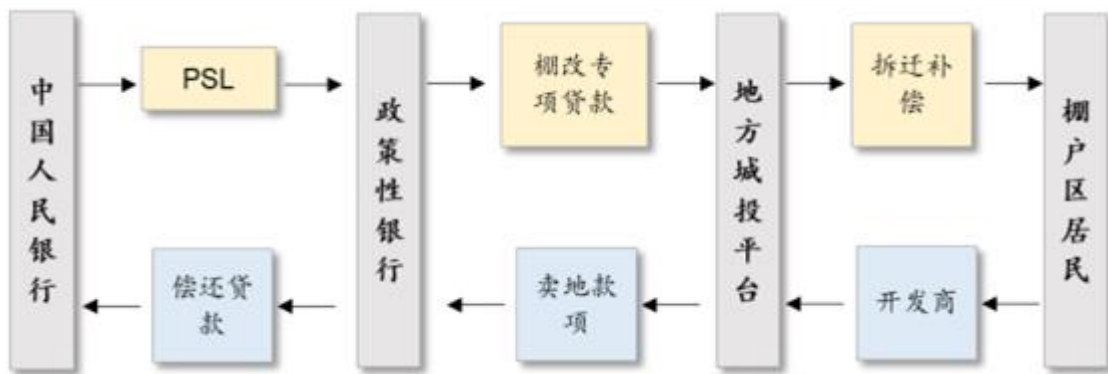
数据来源：国家统计局、中国人口统计年鉴 2020、各省人口统计年鉴 2020

（1）政策支持+PSL 投放，“三大工程”有望加速推进

2023 年 4 月以来，中央层面多次提及推进城中村改造、保障房建设、“平急两用”三大工程建设，截至 2023 年 10 月已入库 162 个项目，12 月单月新增 PSL 3500 亿，2024 年 1 月新增 PSL 1500 亿，资金投放配合政策支持，三大工程有望加速推进，形成实物工作量。

根据住建部数据，2016-2020 年，全国棚改开工 2300 多万套，完成投资约 7 万亿元。2016-2020 年新增 PSL 共计 2.59 万亿元，占棚改投资额比例约为 37%。根据 37% 的占比计算，本次 5000 亿元 PSL 预计将撬动地产投资约 13513 亿元，预计占 2023 年房地产开发投资额比例约为 12.2%。考虑到 PSL 从投放至落地具体项目需要一定时间，本轮投放最早有望促进 2024 年房地产开发投资额恢复。

图表 49：PSL 运作流程



数据来源：华泰研究，湖南省财政厅

（2）“城中村改造”影响测算

我国超大特大城市共 21 个，其中超大城市 7 个、特大城市 14 个。截止 2022 年，21 个城市商品房销售面积合计 2.93 亿平，占全国比重达 21.6%。据测算，21 个超大特大城市城中村面积达 9.6 亿平，35 个城市城中村面积达 12.3 亿平米。

1) 若按照 21 城来计算, 则在保守/中性/乐观假设下, 城中村改造带来的每年地产开发投资额增量分别为 5.1%/7.6%/10.1% (以 2023 年实际值为基数)。

2) 若按照 35 城来计算, 则在保守/中性/乐观假设下, 城中村改造带来的每年地产开发投资额增量分别为 6.5%/9.8%/13.0% (以 2023 年实际值为基数)。

注: 各个城市具体情况决定具体建筑面积: 如深圳城中村改造涉及建面 40%。据 2021 年规定, 假设城中村改造项目拆除比例在 20%-40% (一种按照 2021 年 8 月住建部文件的硬约束 20%, 后两种按照我们估计的可能放松约束情况), 拆建比为 2 (按照 2021 年 8 月住建部文件的硬约束)。

图表 50: 城中村改造影响测算

指标 情景假设	21城			35城		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
城中村面积 (万平方米)	95818	95818	95818	123485	123485	123485
拆除比例	20%	30%	40%	20%	30%	40%
拆建比	2	2	2	2	2	2
新建面积 (万平方米)	38327	57491	76654	49394	74091	98788
建设周期 (年)	5	5	5	5	5	5
年均新建面积 (万平方米)	7665	11498	15331	9879	14818	19758
单平米建安成本 (元)	4000	4000	4000	4000	4000	4000
单平米土地改造成本 (元)	4000	4000	4000	4000	4000	4000
年均拉动地产开发投资 (亿元)	6132	9199	12265	7903	11855	15806
对地产开发投资带来的弹性	5.53%	8.29%	11.06%	7.13%	10.69%	14.25%
对地产新开工带来的弹性	8.04%	12.06%	16.07%	10.36%	15.54%	20.72%
对地产竣工带来的弹性	7.68%	11.52%	15.36%	9.90%	14.84%	19.79%
2023年房地产投资和新开工情况						
2023年房地产开发投资 (亿元)	110913	110913	110913	110913	110913	110913
2023年新开工面积 (万平方米)	95376	95376	95376	95376	95376	95376
2023年竣工面积 (万平方米)	99831	99831	99831	99831	99831	99831

数据来源: Wind、中国政府网、住房和城乡建设部等

(3) “保障性住房建设”影响测算

据住建部, 21 年-22 年, 全国建设筹集 330 万套 (间) 保障性租赁住房, 同时, “十四五”时期, 全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近 900 万套 (间)。据住建部, 23 年全国筹集建设保障性租赁住房 204 万套 (间)。预计 2024 年将完成保障房计划剩余量的六成, 即 2024 年、2025 年或将分别建成保障房 220 万、146 万套。

按照国务院“保障性租赁住房以建筑面积在 70 平方米以下的小户型为主, 占比不得低于 80%, 最大建筑面积原则上不得超过 120 平方米”, 参考上海市全市保障性租赁住房套均面积控制在 50~60 平方米左右, 我们取套均面积中枢为 60 平。

图表 51: 保障性住房建设影响测算

年份		2023			2024E			2025E		
增量(万套)		204			220			146		
存量(万套)		534			744			900		
假设		保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
单套建面(平方米)		50	60	70	50	60	70	50	60	70
改建比例(%)		30%	25%	20%	30%	25%	20%	30%	25%	20%
保障房	新增建面(亿平方米)	0.71	0.92	1.14	0.77	0.99	1.23	0.51	0.66	0.82
	改建建面(亿平方米)	0.31	0.31	0.29	0.33	0.33	0.31	0.22	0.22	0.20
	建安成本(元/平米)				4000					
	改建成本(元/平米)				1000					
保障房年拉动投资(亿元)		3162	3978	4855	3410	4290	5236	2263	2847	3474.8
保障房(除可售)	保障房占现有保障房比例(除可售)	75%	80%	85%	80%	85%	90%	80%	85%	90%
	现有保障房年投资拉动(除可售)	4216	4973	5712	4263	5047	5818	2829	3349	3861
可售型保障房	可售型保障房增量(万套)	0			70			80		
	单套建面(平方米)	60	70	80	60	70	80	60	70	80
	改建比例(%)	40%	30%	20%	40%	30%	20%	40%	30%	20%
	新增建面(亿平方米)	0.00	0.00	0.00	0.25	0.34	0.45	0.29	0.39	0.51
	改建建面(亿平方米)	0.00	0.00	0.00	0.17	0.15	0.11	0.19	0.17	0.13
	建安成本(元/平米)				4000					
改建成本(元/平米)					1000					
可售型保障房年拉动投资(亿元)		0	0	0	1176	1519	1904	1344	1736	2176
保障房总年拉动投资(亿元)		4216	4973	5712	5439	6566	7722	4173	5085	6037
保障房合计	对地产开发投资带来的弹性	3.80%	4.48%	5.15%	4.90%	5.92%	6.96%	3.76%	4.59%	5.44%
	对地产新开工带来的弹性	7.49%	9.63%	11.98%	10.72%	13.98%	17.61%	8.38%	11.00%	13.94%
		2023年房地产投资和新开工情况								
2023年房地产开发投资(亿元)					110913					
2023年新开工面积(万平方米)					95376					

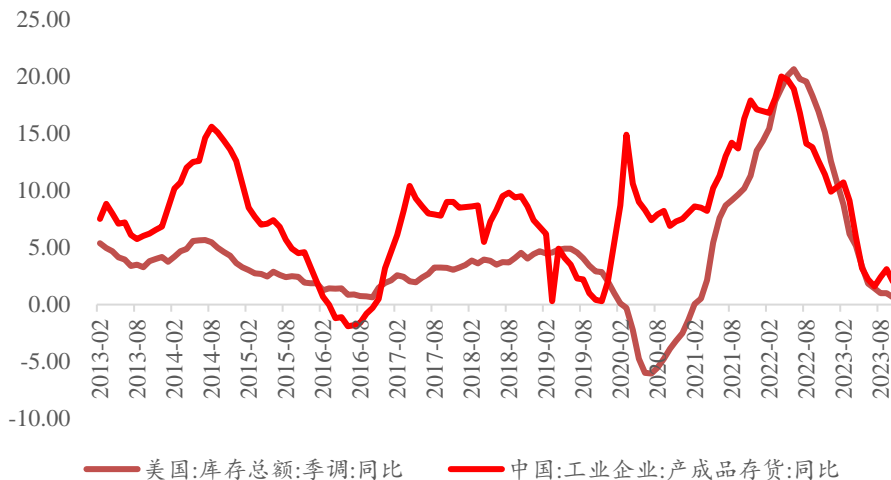
数据来源: Wind、中国政府网、住房和城乡建设部等

三、大宗商品的观察视角

1. 观察视角之一: 库存的变化

从去年5月份开始,中美两国出现了新一轮的共振去库,其中,美国需求受政策利率持续走高的压制,中国需求则受房地产、出口超预期下行的拖累。在总需求下降过程中,价格出现一定幅度的调整,大宗商品库存去化明显。现阶段多数大宗商品库存处于历史低位,导致了价格对供需两端的变化更加敏感。2024年重点关注中美能否共振补库。

图表 52: 中美共振去库, 关注未来会否共振补库



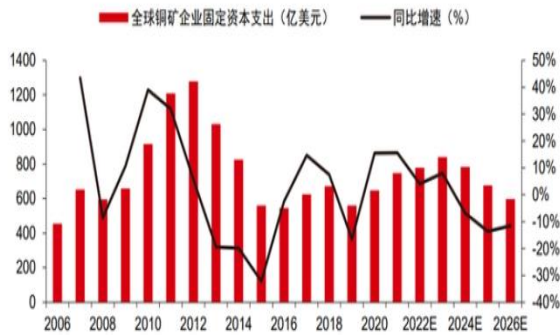
数据来源: Wind

2.观察的视角之二：产能的瓶颈

1) 由于全球优质铜矿资源趋于匮乏，叠加历经上一轮较长下行周期后铜矿企业新增投资较为谨慎，根据 Bloomberg 预测，全球铜矿企业资本开支预计于 2023 年达到 840 亿美元的本轮高点，并于 2024-2026 年再次下行。据此估计，本轮资本开支高点仅为 2012 年资本开支高点的 65.7%。考虑到持续下行的铜矿品位和显著上行的原材料成本，预计本轮矿山资本开支对应产能增量有限，2025 年后铜矿产能增长乏力。

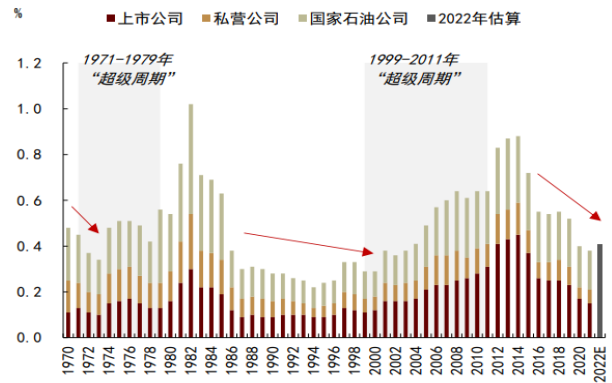
2) 据 IMF 统计，2021 年全球油气投资占 GDP 比重约为 0.38%，远低于 2014 年的 0.88%，即使疫情后频繁的供需错配和 2022 年的俄乌局势使得传统能源价格大幅抬升，上游企业的资本开支仍维持相对谨慎，这既有企业对于股东分红和优化资本结构的需要，也有绿色转型的宏观大势下能源体系投资流向的系统性变迁。

图表 53：全球铜矿企业固定资本开支



数据来源：ICSG, Bloomberg, USUG

图表 54：全球油气上游投资占 GDP 比重



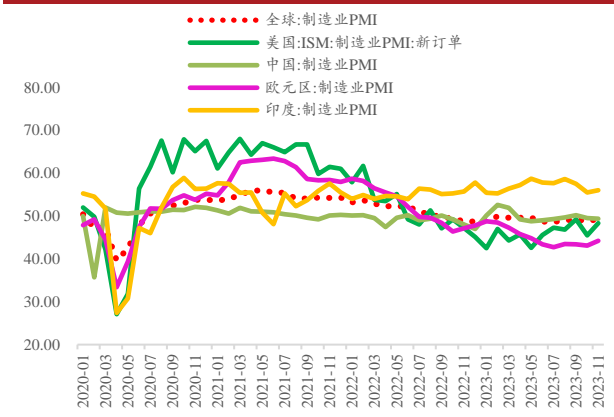
数据来源：IEA, OPEC, 中金公司研究部

3.观察的视角之三：海外需求增速继续回落

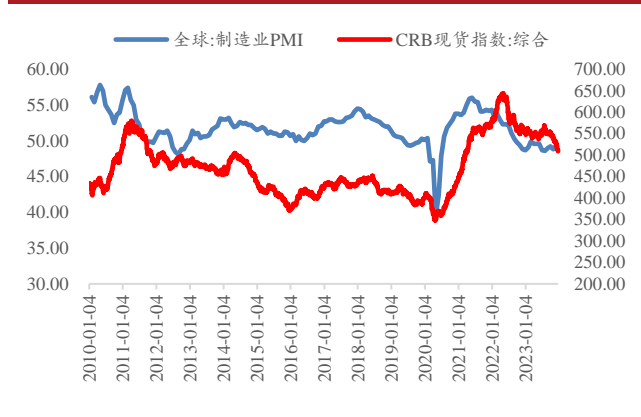
大宗商品需求增长仍面临降速压力。全球需求是影响大宗商品价格走势的关键变量，2023 年以来全球主要经济体制造业 PMI 长期处于荣枯线下方，国际机构对于 2024 年全球经济放缓已达成共识，IMF 在 10 月 10 日《世界经济展望报告》中预计，全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0% 和 2024 年的 2.9%，低于 3.8% 的历史（2000-2019 年）平均水平；11 月 29 日，经合组织（OECD）预计全球经济 2023 年增速为 2.9%，2024 年放缓至 2.7%。2024 年欧美经济增速料将继续回落，大宗商品价格料将继续承受需求增速下滑的压力。

图表 55：全球及主要经济体 PMI

图表 56：商品走势与经济周期高度相关



数据来源: Wind

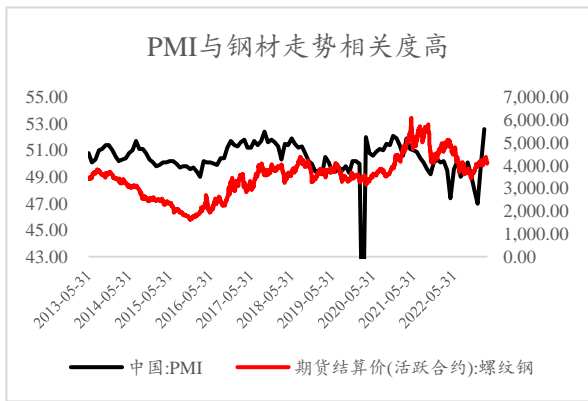


数据来源: Wind

4.观察的视角之四：国内需求有增有减

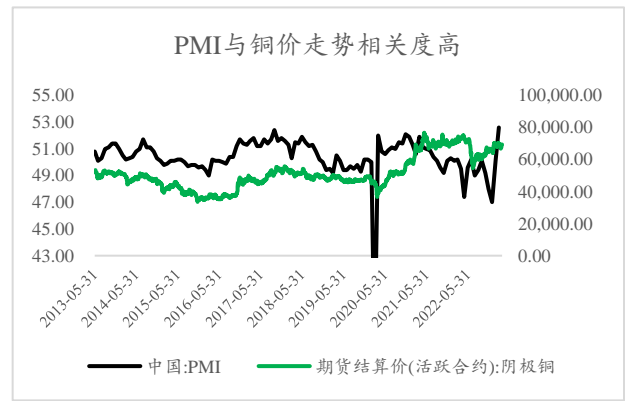
与海外国家经济增速可能进一步下滑相比，2024 年国内经济有望延续温和复苏，其中对大宗商品比较有利的因素是制造业和基建投资有望保持中高增速，而压力端则仍来自房地产领域。

图表 57: PMI 与钢材走势相度高



数据来源: Wind

图表 58: PMI 与铜价走势相关度高



数据来源: Wind

5.观察的视角之五：全球流动性转松

从金融层面看，美联储货币周期切换有望带动美元指数中枢下移。根据我们前面的分析，美联储有望在 2024 年开启新一轮的降息周期，带动全球流动性改善，美元指数中枢有望下移，将给商品价格带来一定的支撑。特别是一些金融属性较高的品种可能存在较大的驱动。

图表 59: 美元指数与大宗商品走势负相关

异、地缘政治因素、金融环境等不同，板块间延续分化格局。

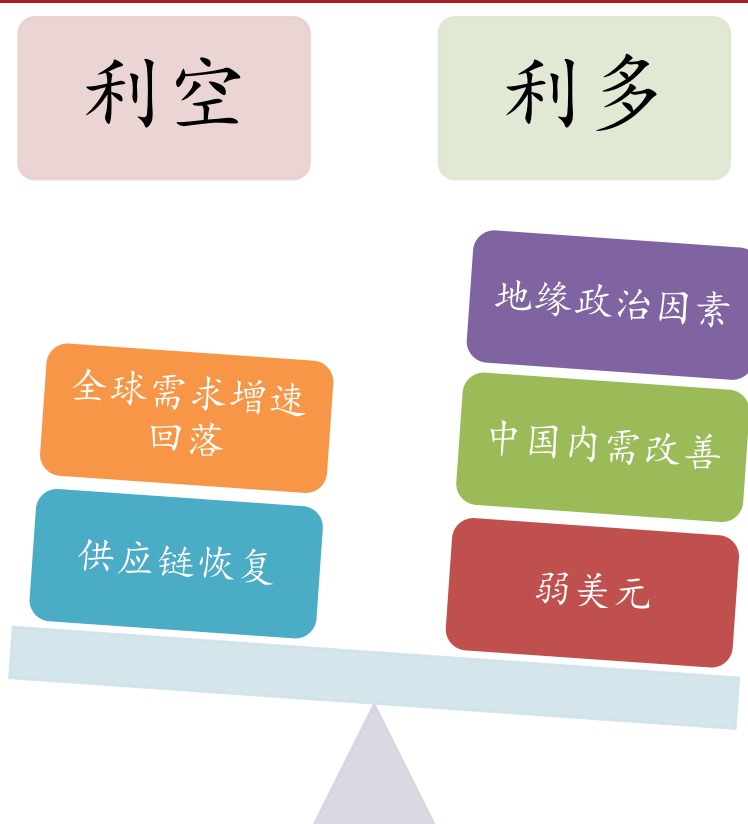
1) 稳增长政策持续发力，基建投资和制造业投资有望保持高增长，房地产产业链或继续承压。

2) 高利率环境下，欧美经济增速料将出现回落，将拖累部分商品的需求。

3) 地缘政治因素则对大宗商品走势有较强的干扰。俄乌冲突一波未平，巴以局势一波再起，对全球供应链造成冲击，将阶段性影响大宗商品价格走势。

4) 美联储开启新一轮宽松周期有利于金融属性强的品种。预计以美联储为首的全球央行将开启新一轮的货币宽松周期，这将对黄金等金融属性较强的品种带来直接性的利多。

图表 62：美元指数与大宗商品走势负相关



数据来源：国贸期货研究院

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明