

2023年12月01日

阴霾终将散去, 曙光终会来临

——2024年宏观及大类资产配置策略

东海策略

宏观

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

分析师：

顾森

从业资格证号：F3082395

投资咨询证号：Z0018858

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

分析师：

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

- **海外宏观方面：**2023年，由于美联储和欧央行仍处于紧缩周期，货币政策效果逐步显现，欧美经济快速放缓。其中欧元区经济陷入衰退的边缘，美国由于政府增加财政赤字以及消费强劲，经济增速虽逐步放缓，但韧性整体较强。2024年上半年由于紧缩政策的效果可能进一步显现，海外经济有衰退的风险；下半年随着美联储等主要央行进入降息周期、以及财政政策可能转向积极，海外经济整体有望逐步筑底回升。
- **国内宏观方面：**2023年由于国内房地产市场修复偏慢，导致国内经济复苏不及预期。为稳定经济，7月底的中央政治局会议进一步加大了对地产的政策支持力度、进一步刺激消费，以及在10月底提高财政赤字率，增发1万亿国债用于基建投资；随着政策逐步落地显效，国内经济复苏有所加快、复苏预期进一步增强。2024年上半年海外需求可能放缓、在国家财政刺激预期加码的情况下，经济缓慢复苏；下半年国内外有望进入共振补库阶段，经济有望共振复苏，通胀逐步抬升，国内经济复苏进一步加快。
- **大类资产配置方面：**从美林投资时钟来看，海外方面，2024年上半年有经济衰退的风险，下半年随着美联储等主要央行进入降息周期、以及财政政策可能转向积极，海外经济整体有望逐步筑底回升；通胀方面，欧美核心通胀压力仍存，2024年上半年欧美通胀整体下行，下半年可能筑底企稳。因此，海外大类资产配置方面，美股上半年由于经济衰退预期维持中配+，下半年欧美经济有望筑底回暖、从中配+上调至高配。美债由于经济放缓、甚至出现衰退的可能以及通胀整体回落，长端利率持续下移，短期利率由于美联储停止加息以及在2024年年中左右开始进入降息周期，短端利率逐步回落、长短端利差有望逐步收窄，配置方面从中配上调至高配。美元由于美联储停止加息且进入降息周期、趋势性走弱，美元从中配下调至低配。国内大类资产配置方面，2024年上半年在国家财政刺激加码的情况下，经济缓慢复苏、下半年国内外经济有望共振复苏，通胀逐步抬升，国内进入加速宽信用阶段。因此，股市由于经济复苏加快、业绩好转和进入宽信用阶段，由中配+上调至高配。债券由于经济复苏加快以及通胀抬升、利率中枢逐步抬升，从中配下调至低配。商品由于上半年中国需求强于海外，下半年全球需求同步上升，从中配+上调至高配，内需型商品强于外需型商品。人民币由于美元走弱以及国内经济复苏快于和强于海外，人民币有望趋势性走强，从中配上调至高配。
- **大宗商品：**经济有望加快复苏，内需型商品有望偏强运行。从目前来看，2024年上半年欧美等海外经济体衰退预期仍存，外需较弱；内需由于国内财政刺激加码，需求相对较好，

全球大宗商品价格整体承压，但内需型商品强于国际大宗商品；下半年随着美联储等全球主要央行开启降息周期，海外经济和需求逐步回暖以及国内外进入补库周期进而带动全球需求逐步回暖，全球大宗商品有望同步走强。

- **股市：经济有望加快复苏，配置价值进一步提升。**2024年上半年由于海外需求放缓冲击、国内经济复苏缓慢，但是国内货币政策持续宽松、以及财政刺激加码，整体利好国内股市。下半年，一方面随着美联储进入降息周期以及全球进入补库阶段，国内经济有望加快复苏，国内进入加速宽信用阶段、企业利润增速加快增长，国内股市有望进入上行阶段；另一方面随着美元走弱、人民币走强，外资可能加快流入国内，人民币汇率升值也将支撑国内股市。
- **债市：价格趋势性回落，配置价值下降。**2024年上半年，海外需求放缓冲击、国内经济缓慢复苏以及国内货币政策持续宽松，国内利率保持低位运行，债券价格保持高位震荡。下半年，一方面随着国内经济加快复苏、通胀逐步触底回暖以及货币政策宽松放缓，国内债券利率中枢将逐步抬升，债券价格将趋势性回落，国内债市配置价值下降。
- **汇率：人民币有望趋势性升值。**2024年上半年美国经济将进一步放缓或者陷入衰退，以及美联储大概率已经停止本轮加息周期、2024年年中左右开始降息，美元将趋势性走弱；因此人民币汇率在2023年四季度贬值压力缓解，2024年将步入趋势性升值通道。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 海外经济持续放缓，经济衰退预期仍存	5
1.1. 美国通胀有望继续下行	5
1.2. 上半年风险仍存，下半年缓慢复苏	5
1.2.1. 美国经济可能进一步放缓，甚至出现浅度衰退	6
1.3. 美联储预计年中左右开始降息	9
2. 政策和全球复苏共振下，国内经济复苏加快	9
2.1. 消费将继续呈复苏趋势	10
2.2. 制造业和基建投资有望共同拉动投资回升	11
2.2.1. 低基数效应下，房地产投资拖累大概率减弱	11
2.2.2. 基建投资将逐步企稳回升	12
2.2.3. 国内将进入补库存阶段，制造业投资有望延续回升趋势	13
2.3. 外需回暖，净出口有望拉动经济增长	14
2.4. 低基数下，通胀有望快速回升	15
2.5. 宽货币有望加速向宽信用传导	15
3. 全球经济周期运行情况	16
4. 2024 年大类资产配置策略	17
4.1. 从经济周期和信用周期来看大类资产配置节奏	17
4.1.1. 大宗商品：经济有望加快复苏，内需型商品有望偏强运行	18
4.1.2. 股票市场：经济有望加快复苏，配置价值进一步提升	18
4.1.3. 债券市场：价格趋势性回落，配置价值下降	18
4.1.4. 汇率市场：人民币有望趋势性升值	18
4.2. 下半年全球共振复苏背景下商品价格有望逐步走强	18

图表目录

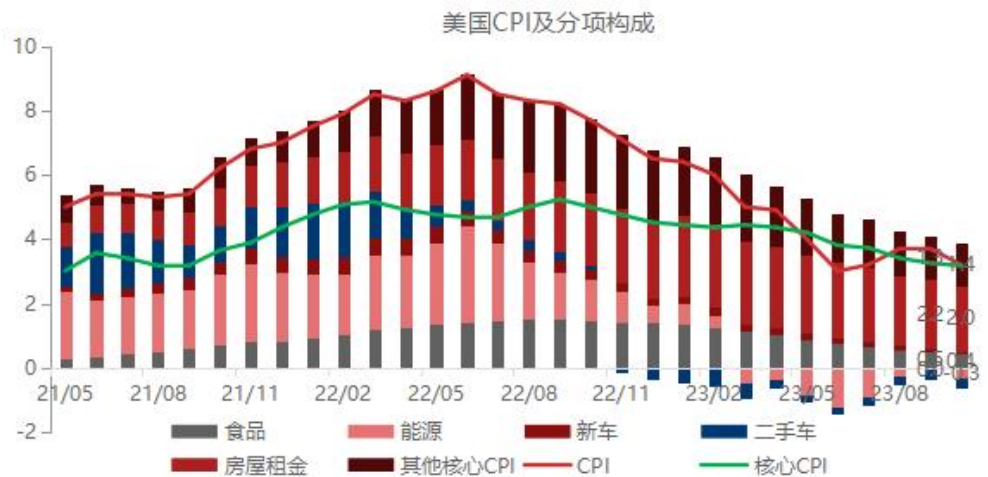
图 1 美国 CPI 及分项构成	5
图 2 美国国债收益率曲线倒挂与经济衰退关系	6
图 3 美国经济和就业情况	7
图 4 美国服务业 PMI 景气度逐步回落	7
图 5 美国商品和服务消费结构	7
图 6 美国财政赤字率	8
图 7 美国企业利润和信心在筑底	9
图 8 美国进入去库存后期	9
图 9 美联储大概率已结束本轮加息周期	9
图 10 美联储点阵图	9
图 11 三大需求对 GDP 增速的贡献	10
图 12 三大驱动累计同比增长情况	10
图 13 社会消费零售总额同比数据	11
图 14 地产相关消费仍旧低迷	11
图 15 房地产投资及销售	12
图 16 国内房价变化预期	12
图 17 房居民购房支出比例	12
图 18 居民加杠杆情况	12
图 19 基建投资增速数据	13
图 20 建筑业景气度及订单	13
图 21 中国库存投资周期	14
图 22 制造业投资继续下滑	14
图 23 PPI 与工业企业利润基本同步	14
图 24 OECD 领先指标与出口关系	15
图 25 国内进口以及新出口订单数据	15
图 26 中国 CPI 与 PPI	15
图 27 三大部门杠杆率情况	16
图 28 国内货币信用周期	16
图 29 全球主要经济体经济情况	17
图 30 全球主要经济体通胀情况	17
图 31 全球经济周期运行情况	17

1. 海外经济持续放缓，经济衰退预期仍存

1.1. 美国通胀有望继续下行

目前美国通胀整体延续放缓趋势，美国 10 月 CPI 3.2%，较上月下降 0.5%，最高 9.1%；核心 CPI 4.0%，前值 4.0%；美国通胀延续下降趋势，通胀压力有所缓解，主要是由于能源、食品、二手车等价格大幅回落所致。核心通胀压力整体放缓。目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平。但是 2024 年，房租通胀方面，虽然美国房屋需求放缓，但是由于成屋供给偏紧，导致成屋房价降幅不大；因此房屋租金由于较强的黏性，同比增速下降预计不大，房租通胀虽会继续下降，但将保持较高的水平；于此同时，随着美国服务业景气度持续放缓，服务消费通胀预计会持续回落，美国核心通胀预计会继续下降，但预计全年仍旧高于美联储 2% 的目标。在这种情况下，美联储虽然会转向降息，但预计降息幅度不高。

图 1 美国 CPI 及分项构成

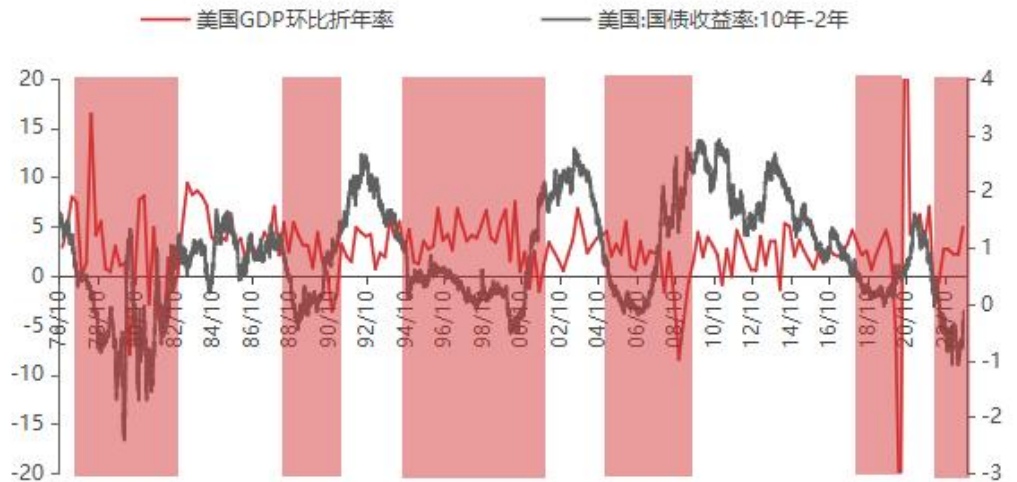


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 上半年风险仍存，下半年缓慢复苏

从美国国债收益率曲线倒挂这个领先性指标来看，美国经济衰退的可能性还是存在的。从历史情况来看，美债每一次收益率曲线倒挂均预示着经济衰退的到来。本轮为 2022 年 7 月首次正式到挂，目前已倒挂了 17 个月。从历史统计来看，美国国债收益率曲线倒挂后平均 13 个月后美国经济将陷入衰退。目前由于美联储紧缩货币政策效果逐步显现，美国经济出现明显放缓；2024 年上半年，货币紧缩政策效果可能进一步显现，美国经济出现衰退的可能性还是存在的，市场预期明年上半年美国经济陷入衰退的可能性较大，但是发生大型系统性危机的可能性较小，或者说目前还没有被市场预期。

图 2 美国国债收益率曲线倒挂与经济衰退关系



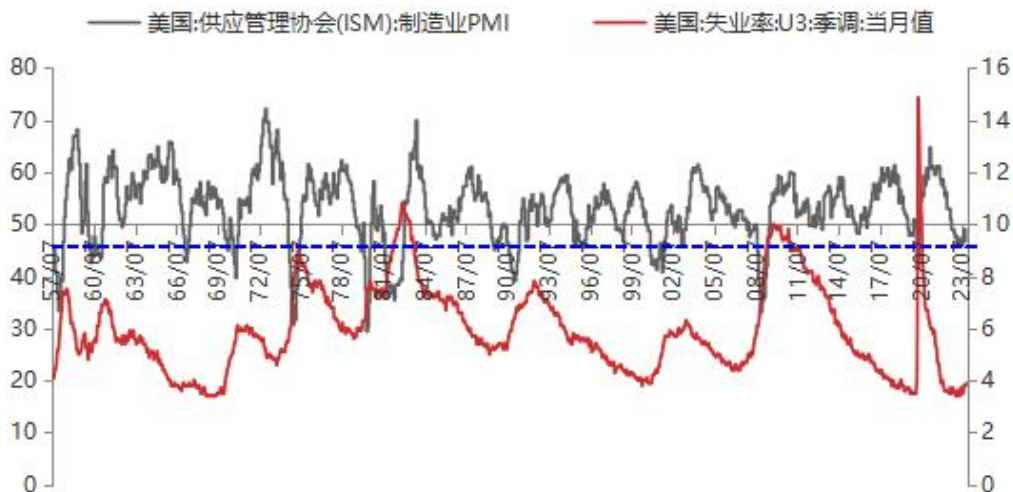
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1. 2. 1. 美国经济可能进一步放缓，甚至出现浅度衰退

首先，从就业情况来看，2023 年美国的经济表现韧性较强，强劲的劳动力市场是其重要贡献之一。不过，目前美国就业市场有大幅放缓的迹象。2023 年 10 月新增非农就业人数仅 15 万人，前值 33.6 万人；而且下修 8 月和 9 月的非农就业数据至 16.5 万人和 29.7 万人，总计下修 10.2 万人。从新增就业人数结构方面来看，私人部门新增就业人数持续放缓，政府部门新增就业人数维持较高水平。失业率则是上升至 3.9%，小幅上升。整体来看，美国就业市场明显降温，特别是私人部门。薪资方面，非农就业时薪同比上升 4.1%，环比上升 0.2%，均较 9 月份下降 0.1 个百分点，薪资增速有所放缓，但整体保持较高的增速。总的看，10 月劳动力市场出现较为明显的降温，并且目前可能处于进一步降温的拐点。在利率水平处于高位的当下，当前劳动力市场的韧性下滑将会持续进行。

但是我们认为，美国劳动力市场下滑不会太深。我们可以看失业率和制造业 PMI 这两个指标，从图中我们可以看出，第一个，一般美国制造业 PMI 跌破蓝线，美国基本会发生大幅度衰退，失业率也将显著上升；第二个，只要美国不发生大规模的衰退或者其他危机，并不会引起失业率的显著上升。但是从目前的仍旧极低失业率和制造业 PMI 来看，即使美国经济发生衰退，造成美国失业率短期快速上升，美国失业率也不太可能很快上升到 8%-10% 这样的深度衰退的失业水平（新冠危机除外），因此，从这个方面来看，美国的经济仅有可能出现浅度衰退，发生深度衰退的可能性比较小。

图3 美国经济和就业情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

其次，从服务业和消费情况来看，美国的消费对经济的贡献接近8成，而服务消费占消费总额接近七成。从美国的消费结构来看，服务消费占比65%，商品消费占比35%。2023年居民薪资增速处于相对高位，在超额储蓄持续消耗的情况下，支撑了当前美国居民的消费。

不过2024年，我们预计美国消费整体继续放缓。一是根据旧金山联储的最新研究，在2023年3季度超额储蓄或已耗尽。从最新的储蓄数据看，截至3季度，美国居民或已开始消耗自身储蓄以支撑消费。二是从最新的薪资数据来看，9月亚特兰大联储薪资增长指数同比增加5.2%，较8月份继续下降0.1个百分点；后续薪资增速或将继续放缓，对居民消费支撑力度可能继续减弱。

从消费结构来看，2023年下半年以来，由于美国商品类通胀整体大幅回落，美国商品类消费有逐步回暖的迹象；而服务消费通胀整体保持高位，美国服务业景气度持续放缓。美国11月Markit服务业PMI为50.8，前值为50.6，美国服务消费整体延续放缓。2024年，在美国商品通胀较低，服务通胀较高的情况下，预计消费结构延续商品消费回暖，服务消费相对较弱的局面。

图4 美国服务业PMI景气度逐步回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图5 美国商品和服务消费结构



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

第三，从政府支出来看，2023年美国表现出较强韧性，美国财政赤字抬升是

主因之一。据美国财政部数据，2023 财年美国财政收入约 4.4 万亿美元，比上一财年下降约 4570 亿美元；财政支出约 6.1 万亿美元，比上一财年下降约 1370 亿美元。赤字方面，2023 财年赤字约 1.7 万亿美元，较 2022 年上升约 3190 亿美元。财政赤字率由 5.5% 上调至 6.3%。2023 年美国 GDP 增速预计约为 2.1%，其中财政拉动率 0.8%，贡献率约 30%。

2024 年预计美国财政赤字总体有所收敛，预计财政收支均下降，赤字率小幅收缩。一是 2024 年通胀增速降低，所得税扣除额涨幅下降，赤字率预计将由 2023 年的 6.3% 有所下降。二是 2024 年美国财政有效支出萎缩，将拖累财政的支撑效果。由于财政利息支出不产生经济效益，因而可以被视为无效支出。美国 2023 财年净利息支出约 6590 亿美元，占全年财政支出份额超过 10%，这表明在美联储加息导致利率大幅上升的背景下，美国债务融资成本显著增加。2024 年在预计美国国债利率继续维持高位的情况下，利息支出增速和占比将继续上涨，财政有效支出仍会进一步回落。因此，可以预计 2024 年财政对全年拉动 GDP 的拉动和对 GDP 增速的贡献率降有所下降，逐渐回归常态。

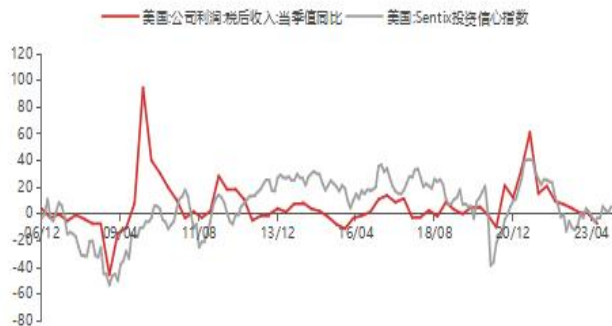
图 6 美国财政赤字率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

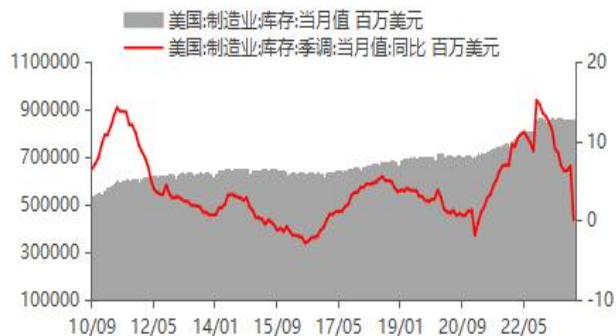
第四，从私人投资方面来看，我们从两个视角来分析。一个是企业利润来看，目前美国企业利润处于下行期，投资信心也在筑底。2024 年，随着美联储降息预期提前，美国国债收益率逐步下降，美国投资成本下降，美国私人投资有望迎来筑底回暖。第二个是从库存周期来看，美国当前处于快速主动去库存阶段，按照历史统计，预计 2023 年四季度触底。因此可以预期，2024 年，私人投资对美国经济的拖累将逐步减弱，进而逐步转向拉动经济增长。

图 7 美国企业利润和信心在筑底



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 美国进入去库存后期



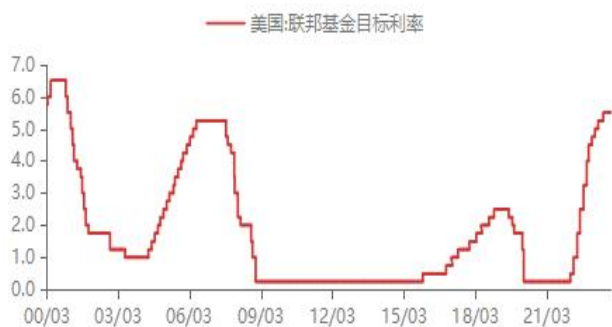
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

因此，整体来看，美国经济衰退的可能性较大，但深度衰退的可能性较小。

1.3. 美联储预计年中左右开始降息

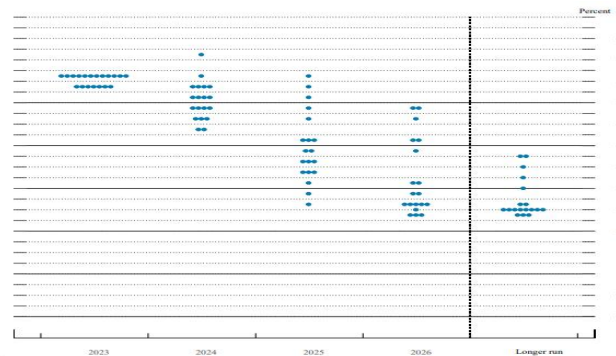
美联储或已结束加息周期，但降息时点还存在不确定性；最快或在 2024 年中左右开启降息，幅度和节奏或许是“降降停停”，整体降幅有限。从 2023 年美联储加息路径来看，2、3、5 分别加息 25BP，6 月暂停加息，7 月加息 25BP、9 月和 11 月暂停加息。当前由于美国就业、薪资、消费以及通胀增速在放缓，市场预计美联储已经结束本轮加息周期，降息预期提前至 2024 年 5 月。但是由于我们预计美国在 2024 年出现深度衰退的可能性较小，而且核心通胀预计也将维持在 2% 以上的水平。因此，预计 2024 年美联储降息幅度有限，降息节奏仍旧取决于经济和通胀情况，节奏或许是“降降停停”。

图 9 美联储大概率已结束本轮加息周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美联储点阵图



资料来源：美联储官网

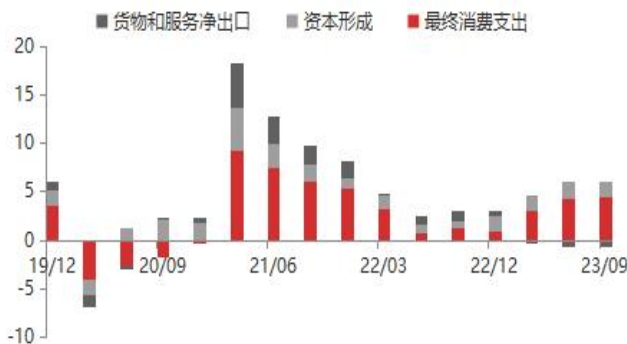
因此，我们可以做出简短的结论：2024 年上半年在美国消费、政府支出放缓的情况下美国经济有发生衰退的可能，但是在服务消费以及私人企业库存投资的支撑下不会发生深度衰退；美国核心通胀在房租以及服务消费通胀的支撑下下降幅度有限；美联储将停止加息直至年中左右逐步开始降息，在这种情况下，美元一般是趋势性走弱的，这有利于提振股市风险偏好和估值，也有利于有色和贵金属这类国际大宗商品定价。

2. 政策和全球复苏共振下，国内经济复苏加快

首先，我们来对 2023 年的情况做一下总结，上半年国内经济复苏先扬后抑，一季度随着国内疫情防控措施的放松和房地产刺激政策大量出台，国内经济快速复苏以及房地产市场

短期快速回暖，一季度 GDP 同比增长 4.5%，大超预期。二季度随着房地产政策刺激放缓以及外需放缓，国内经济复苏超预期放缓，房地产、基建以及制造业投资持续下降、出口快速回落，二季度 GDP 同比仅增长 6.3%，环比仅 0.8%，远不及市场预期。三季度随着 7 月份中央政治局会议再次强调稳经济以及对房地产的重新定调，国内货币、房地产、消费等政策支持力度持续加大，经济和需求预期回升，叠加国内低库存下短期进入补库阶段，国内经济复苏有所加快，三季度 GDP 同比增长 4.9%，环比 1.3%，大超预期。

从中国前三季度 GDP 来看，累计同比增长 5.2%，其中最终消费支出拉动 GDP 增长 4.4%，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.6%，净出口拉动 GDP 增长-0.7%。消费是拉动经济增长的主要动力，净出口对经济是最大拖累。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-10 月固定资产投资累计同比 2.9%，较 1-9 月下降 0.2 个百分点；消费同比增长 6.9%，较 1-9 月上升 0.1 个百分点；1-10 月进出口同比-6.0%，降幅较 1-9 月收窄 0.3 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，投资整体继续放缓，对经济的支撑减弱；外贸出口仍旧承压，整体拖累经济；消费延续复苏，是经济的主要拉动力。

图 11 三大需求对 GDP 增速的贡献


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 三大驱动累计同比增长情况

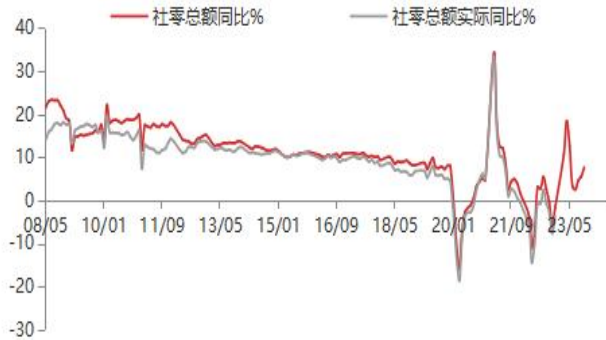

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.1. 消费将继续呈复苏趋势

2023 年以来，国内消费稳步复苏，消费数据保持较高速增长。1-10 月，社会消费品零售总额累计同比增长 6.9%，较去年 12 月上升 7.1 个百分点。原因有两方面：一是由于去年同期疫情因素导致基数效应较低。二是由于疫情防控放松以及相关消费刺激政策的刺激，汽车、餐饮、纺织服装、金银珠宝、体育娱乐等消费大幅回暖。从消费结构来看，今年 1-10 月，餐饮收入、体育、娱乐等服务消费消费同比大幅增长，且持续好于商品消费；除了低基数效应之外，居民消费倾向服务消费倾斜是一大关键因素。商品消费方面，地产相关的家电和建筑及装潢类材料等商品消费还是比较弱；但是汽车消费在国家汽车消费政策的刺激下，整体较好，1-10 月同比录得 9.1% 的高速增速。

2024 年我们认为消费具有韧性，同比预计录得 5-6%。一是服务业扩张提振居民收入，且居民服务消费倾向在逐步增强；此外，国家政策推动体育休闲、文化旅游等服务消费，因此可以预计 2024 年服务消费料将保持一定的增速。二是地产挤出效应下行，当前房地产市场持续低迷，在一定程度上释放了居民消费潜力。三是 7 月 24 日政治局会议强调，要提振

汽车、电子产品、家居等大宗消费。此外随着华为 Mate60 系列手机的回归，带动消费电子产业链相关消费的回暖。因此可以预见，2024 年，消费仍旧是拉动经济增长的主要力量，主要驱动力仍旧是汽车、电子产品、家电家居等商品消费以及旅游、餐饮等服务消费。

图 13 社会消费零售总额同比数据


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 地产相关消费仍旧低迷


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 制造业和基建投资有望共同拉动投资回升

2.2.1. 低基数效应下，房地产投资拖累大概率减弱

今年 1-10 月地产情况也可以说是先扬后抑。首先一季度随着疫情后积压需求的释放、以及大量地产政策刺激的配合，一季度地产市场还是比较不错的。但是二季度随着积压需求释放完毕、居民提前还贷去杠杆和政策支持放缓，房地产市场再次放缓。三季度以来，随着 7 月 14 日政治局会议对地产的重新定调以及相应的地产政策刺激的出台，房地产市场虽然有所修复，但是修复速度仍旧偏慢，房地产销售和投资仍旧偏弱。

至于 2024 年地产市场怎么走，我们认为决定房地产市场的主要因素主要分为四个：一是政策、二是涨价预期、三是购房群体购房需求、四是购房意愿。

首次，政策方面，7 月 24 日，中央政治局召开会议，对于房地产政策的定调转变为“要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”。此后，存量房贷利率下调、对房地产企业支持力度加大、地方房地产调控持续放松等等政策陆续出台，中长期有助于促进房地产市场的修复和回暖。

其次，涨价预期方面，从央行的调查数据来看，从 2018 年以来，居民预期房价上升的比例持续下降，目前长期处于低位水平，绝大多数预期房价不变。因此可以看出，市场对于房价上涨的预期是不高的，因此投资和投机需求就不会太强。

第三，购房需求方面，目前政策支持主要已支持刚性和改善型需求为主，再加上房价涨价预期不强，投资和投机需求退出，但从以往来看，投资和投机需求是推升房地产市场关键边际增量。因此，这块没有了，房地产市场注定就不会太强。

第四，购房意愿方面，据央行调查，居民未来 3 月购房支出比例是在不断下降的，而且，从今年三季度以来，居民部门虽小幅加杠杆，但加杠杆意愿整体较低，购房意愿整体不强。

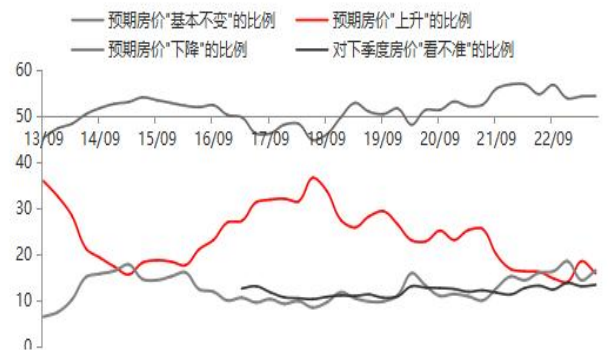
因此从以上四个方面来看，2024 年房地产市场主要是以稳为主，走修复路径，正向拉动经济的可能性较小，而且房地产回归“新常态”也仍需一定的时间。预计 2024 年房地产投资修复至-5.4%。

图 15 房地产投资及销售



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 国内房价变化预期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 17 房居民购房支出比例



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 居民加杠杆情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资将逐步企稳回升

今年的基建投资整体是在快速放缓，2023 年 1-10 月基建投资累计同比增长 5.9%，较去年 12 月下降 3.5%，这个增速与年初市场普遍预期的 9-10% 这样的增速还是有很大的差别的。一是由于地方政府隐性债务风险突出，地方政府基建投资受到限制；二是房地产市场修复不及预期，地方政府政府性基金收入缺口较大。另外，10 月份建筑业 PMI 53.5%，下降 2.7%；建筑业新订单 49.2%，下降 0.8%；数据显示建筑业景气和需求持续下滑，基建投资增速整体放缓。

2024 年基建投资预计将逐步企稳回升，保持较高增速。主要有五方面原因。一是 2024 年全球经济仍旧面临一定的压力，外需减弱，需要内需拉动进行对冲，基建是当前可选的主要政策措施。二是财政收入方面，由于 2024 年通胀回升，名义 GDP 明显高于 2023 年，税收收入增长加快。三是政府性基金收入同比降幅有望收窄，地方财政资金缺口收窄。四是 2023 年 10 月国家将财政赤字率从 3% 提升到 3.6%，增加 1 万亿财政资金用于基建，其中 5000 亿用于 2024 年基建投资；2024 年为稳定投资和经济，我们预计，明年中央政府赤字会适度扩张，地方政府专项债额度也将提升，这将抵消地方政府融资平台去杠杆。因此，在

收入端增加且增加财政赤字的情况下,2024 年名义基建投资将上升至 9%左右的增速。此外,后续需要持续关注房市恢复和土地成交情况这个关键变量。

图 19 基建投资增速数据



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 20 建筑业景气度及订单



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

2.2.3. 国内将进入补库存阶段, 制造业投资有望延续回升趋势

2023 年 1-10 月制造业投资同比增长 6.2%, 较去年 12 月下降 2.9%。一是去年基数效应逐步抬升。二是需求放缓, 制造业企业利润不佳, 资本开支增速放缓。2024 情况如何, 我们主要从两个角度分析。第一个是库存周期投资, 从中国库存周期来看, 中国每轮库存周期大约 43 个月, 上行周期 24 个月, 下行期 19 个月, 从 2022 年 4 月开始中国进入去库存周期, 目前已持续 19 个月, 处于本轮去库的末期, 且有进入补库阶段的迹象。因此, 2024 年库存投资将是制造业投资的一大驱动力; 但是由于地产相关制造业受累于地产市场整体低迷, 补库弹性可能受限, 因此可能是整体制造业补库弹性的主要限制。第二个是从企业利润角度来看, 这里我们可以从 PPI 和工业企业利润这两个指标来分析。一是 PPI 走势和工业企业利润走势基本是同步的, 因此 PPI 走势对企业利润有一定的前瞻预测作用, PPI 在 6 月触底修复, 2024 年逐步修复回归正值的情况下, 工业企业利润增速有望逐步修复回升, 在业绩逐步修复好转的情况下, 对制造业设备投资和补库有一定的支撑。二是在当前经济整体复苏的背景下, 企业中长期贷款投资整体较好, 以及央行等八部委加大对民营企业的支持力度, 民营企业投资可能逐步回暖。因此, 2024 年制造业投资有望延续当前回升的趋势, 2024 年全年预计增长约 6.9%。

图 21 中国库存投资周期



资料来源：东海期货研究所

图 22 制造业投资继续下滑



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 23 PPI 与工业企业利润基本同步



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.3. 外需回暖，净出口有望拉动经济增长

今年前 10 月出口累计 2.79 万亿美元，同比下降 5.6%；进口累计 2.11 万亿美元，同比下降 6.5%；贸易顺差 6840 亿美元，同比下降 2.7%，整体呈衰退式顺差。另外，从进出口订单来看，10 月新出口订单 46.8%，较上月下降 1%；进口订单 47.5%，较上月下降 0.1%，进出口订单整体维持低位，进出口仍旧面临一定的压力。

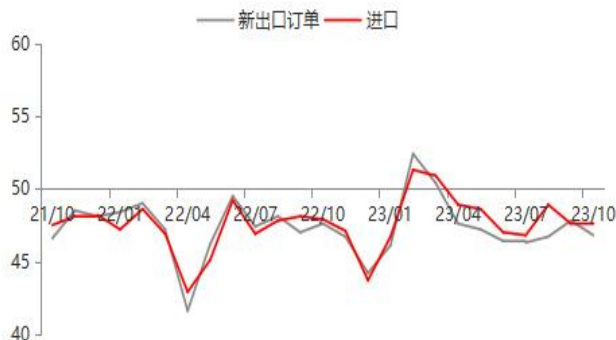
2024 年上半年，欧洲经济衰退的预期增强，美国经济也有可能出现衰退，上半年海外需求可能进一步放缓，我国出口仍旧面临一定的压力。但是下半年，一方面随着人民币汇率逐步进入升值通道，美元计价的出口将大幅修复；另一方面，随着美联储可能进入降息周期以及欧美制造业逐步进入补库阶段，海外需求逐步回升，我国出口压力将逐步缓解；而且，中国对东盟及一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口形成一定的支撑。此外，根据前瞻性指标，OECD 领先指数目前有筑底回升的迹象，意味着 2024 年出口压力有望缓解，净出口对国内经济的拖累将逐步减弱。

图 24 OECD 领先指标与出口关系



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 25 国内进口以及新出口订单数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 低基数下，通胀有望快速回升

2023 年 10 月 PPI 同比增长-2.5%，CPI 同比增长-0.2%，年内第二次回落至负值区间，通胀整体较低。一是去年高基数效应，二是猪肉等食品价格供应充裕，食品通胀拖累整体通胀，三是欧美经济持续放缓以及国内经济复苏不及预期，造成房地产类商品通胀和消费通胀双双回落。但是，从另一个角度来看，目前国内通胀持续低迷，一方面表明当前消费，特别是商品消费复苏动力仍旧不强，后期通胀回升关键在于商品消费的回复力度；另一方面表明，鉴于当前的低通胀，央行货币政策将继续保持宽松，且有进一步宽松的可能。2024 年，由于 2023 年的低基数效应，以及国内消费刺激政策逐步落地显效，消费稳步复苏，通胀可能触底回升，预计 2024 年全球 CPI 同比有望上升至约 1.1%。PPI 需年中左右逐步修复至“0”上方，全年 PPI 同比小幅增长约 0.3%。

图 26 中国 CPI 与 PPI



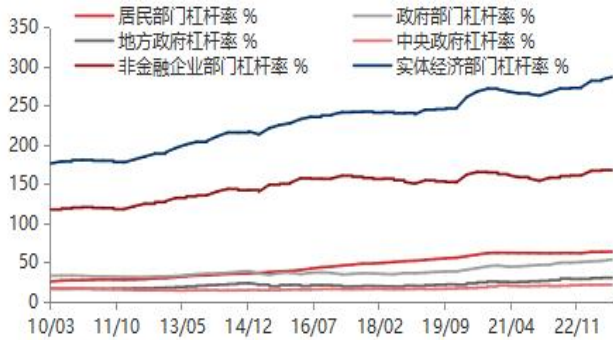
资料来源：东海期货研究所

2.5. 宽货币有望加速向宽信用传导

宽货币方面，中国于 2021 年 7 月货币政策逐步转向宽松，进入宽货币周期，目前仍处于相对高位；鉴于当前经济处于复苏初期以及积极的财政政策需要流动性支持，实体经济需要宽松货币政策的呵护，2024 年上半年宽货币政策大概率延续。宽信用方面，2023 年上半

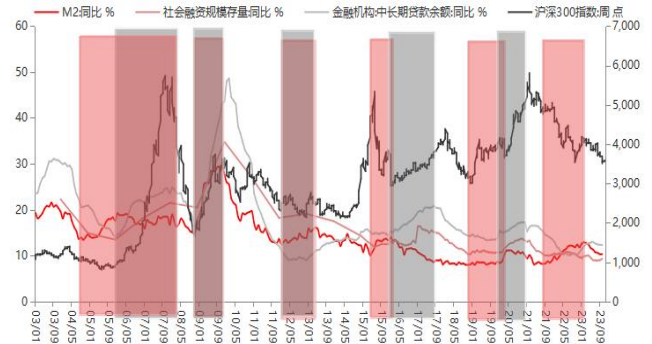
年由于居民部门提前还款、企业部门信心不足、地方政府隐性债务风险，居民、企业和政府部门宽信用放缓。但是随着 7 月中央政治局会议后，存量房贷利率下调，房地产调控持续放松，居民部门重新小幅加杠杆；企业部门融资成本下降、房地产企业融资支持力度加大，企业部门延续加杠杆；政府部门随着专项债发行速度加快以及国家增加财政赤字率，政府部门快速加杠杆；三季度国内宽信用过程整体有所加快。2024 年，中央政府大概率延续加杠杆以稳定投资；企业部门随着经济逐步复苏，融资需求将进一步增加；居民部门在房地产政策支持下延续小幅加杠杆，预计 2024 年国内宽信用过程将进一步加速。这对于股市和大宗商品市场来说是一个相对比较友好的环境。

图 27 三大部门杠杆率情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 国内货币信用周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

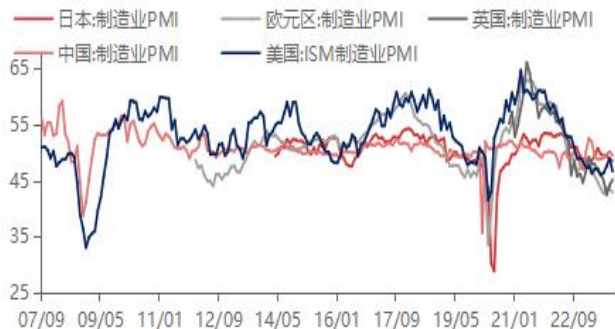
总结来看，国内经济处于复苏初期，复苏较为缓慢；消费延续复苏态势，投资明显放缓，出口压力仍存，通胀持续较低，宽信用过程缓慢。资产价格方面，股市和商品价格反弹，人民币短期压力缓解，债市高位回落。2024 年国内关注经济复苏进程以及国家财政政策安排情况以及经济驱动结构的变化；国外关注中美关系、海外经济和需求、美联储货币政策的变化对国内经济和市场造成的影响。

3. 全球经济周期运行情况

结合前面两个部分内容，我们来看一下全球经济周期运行情况。

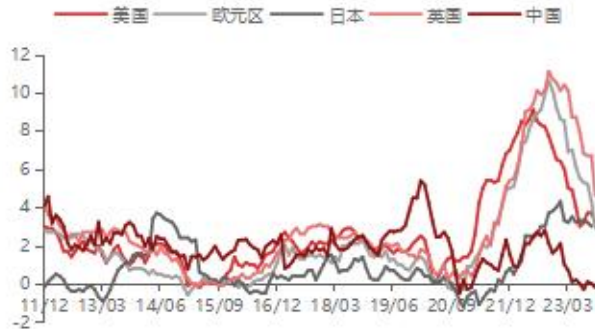
从经济方面来看，全球经济处于快速放缓的末期。其中欧洲已经陷入技术性衰退的边缘，目前衰退可能性较大；美国经济快速放缓，2024 年上半年仍有衰退的可能；国内经济处于复苏初期，2024 年复苏步伐有望加快。整体来看，欧美处于滞胀至衰退的阶段，中国处于复苏的初步阶段。从通胀方面来看，全球通胀处于下行期，其中欧美通胀下行速度放缓，核心通胀仍然较高；国内通胀同样处于下行筑底期。2024 年上半年欧美通胀整体下行，核心通胀压力进一步缓解，下半年可能筑底企稳；国内通胀将进入筑底回升期。从货币政策方面来看，美联储和欧央行大概率停止加息，美联储可能 2024 年年中左右开始降息，欧央行由于欧元区经济压力更大，上半年就可能开始降息；国内央行和日本央行货币持续宽松。2024 年中国与美欧等世界主要央行货币政策开始逐步同步，中美利差逐步收窄，人民币贬值压力缓解，而且将逐步进入升值通道。

图 29 全球主要经济体经济情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

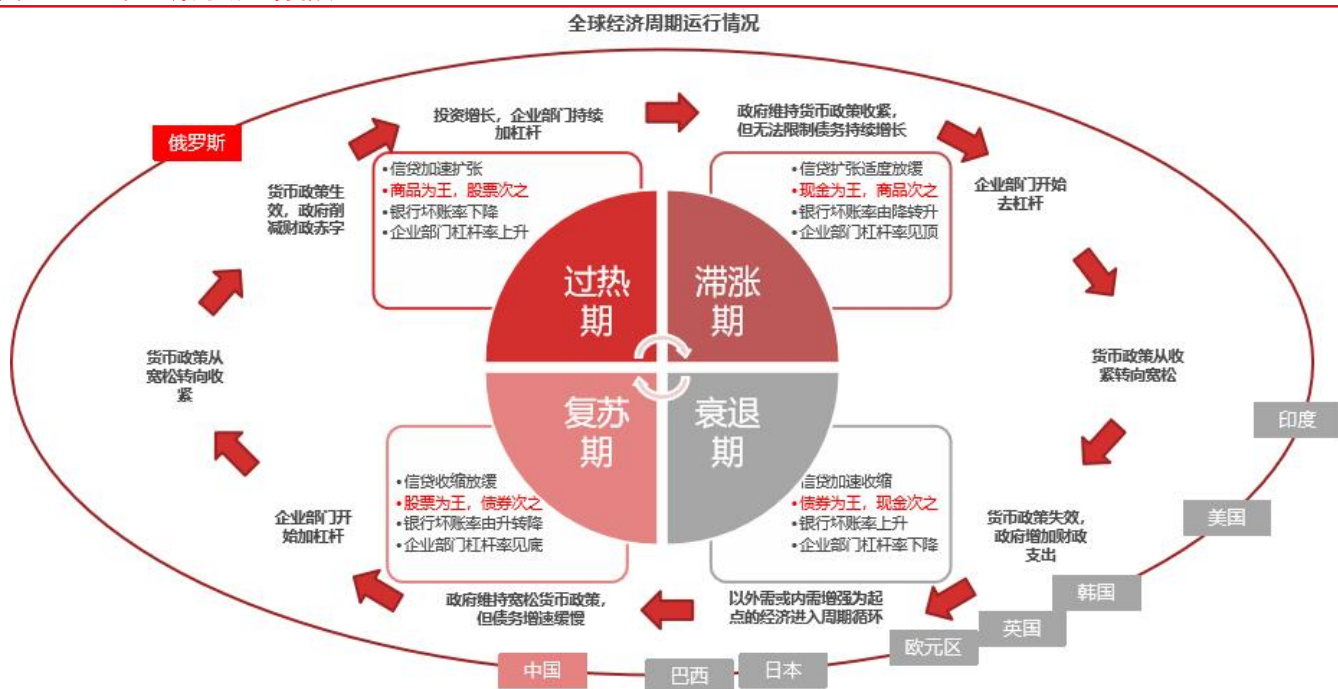
图 30 全球主要经济体通胀情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，美、欧、英、日、印、巴西等仍处于经济放缓-衰退阶段，目前经济衰退的可能性在增加，经济强弱方面：印度>美国>日本>巴西>英国>韩国>欧元区；俄罗斯处于经济过热阶段；中国进入复苏的初步阶段，但复苏力度较弱。

图 31 全球经济周期运行情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 2024 年大类资产配置策略

4.1. 从经济周期和信用周期来看大类资产配置节奏

从美林投资时钟来看，海外方面，2024 年上半年有经济衰退的风险，下半年随着美联储等主要央行进入降息周期、以及财政政策可能转向积极，海外经济整体有望逐步筑底回升；通胀方面，欧美核心通胀压力仍存，2024 年上半年欧美通胀整体下行，下半年可能筑底企稳。因此，海外大类资产配置方面，美股上半年由于经济衰退预期维持中配+，下半年欧美

经济有望筑底回暖、从中配+上调至高配。美债由于经济放缓、甚至有出现衰退的可能以及通胀整体回落，长端利率持续下移，短期利率由于美联储停止加息以及在 2024 年年中左右开始进入降息周期，短端利率逐步回落、长短端利差有望逐步缩窄，配置方面从中配上调至高配。美元由于美联储停止加息且进入降息周期、趋势性走弱，美元从中配下调至低配。国内大类资产配置方面，2024 年上半年在国家财政刺激预期加码的情况下，经济缓慢复苏、下半年国内外经济有望共振复苏，通胀逐步抬升，国内进入加速宽信用阶段。因此，股市由于经济复苏加快、业绩好转和进入宽信用阶段，由中配+上调至高配。债券由于经济复苏加快以及通胀抬升、利率中枢逐步抬升，从中配下调至低配。商品由于上半年中国需求强于海外，下半年全球需求同步上升，从中配+上调至高配，内需型商品强于外需型商品。人民币由于美元走弱以及国内经济复苏快于和强于海外，人民币有望趋势性走强，从中配上调至高配。

4.1.1. 大宗商品：经济有望加快复苏，内需型商品有望偏强运行

从目前来看，2024 年上半年欧美等海外经济体衰退预期仍存，外需较弱；内需由于国内财政刺激加码，需求相对较好，全球大宗商品价格整体承压，但内需型商品强于国际大宗商品；下半年随着美联储等全球主要央行开启降息周期，海外经济和需求逐步回暖以及国内进入补库周期进而带动全球需求逐步回暖，全球大宗商品有望同步走强。

4.1.2. 股票市场：经济有望加快复苏，配置价值进一步提升

2024 年上半年由于海外需求放缓冲击、国内经济复苏缓慢，但是国内货币政策持续宽松、以及财政刺激加码，整体利好国内股市。下半年，一方面随着美联储进入降息周期以及全球进入补库阶段，国内经济有望加快复苏，国内进入加速宽信用阶段、企业利润增速加快增长，国内股市有望进入上行阶段；另一方面随着美元走弱、人民币走强，外资可能加快流入国内，人民币汇率升值也将支撑国内股市。

4.1.3. 债券市场：价格趋势性回落，配置价值下降

2024 年上半年，海外需求放缓冲击、国内经济缓慢复苏以及国内货币政策持续宽松，国内利率保持低位运行，债券价格保持高位震荡。下半年，一方面随着国内经济加快复苏、通胀逐步触底回暖以及货币政策宽松放缓，国内债券利率中枢将逐步抬升，债券价格将趋势性回落，国内债市配置价值下降。

4.1.4. 汇率市场：人民币有望趋势性升值

2024 年上半年美国经济将进一步放缓或者陷入衰退，以及美联储大概率已经停止本轮加息周期、2024 年年中左右开始降息，美元将趋势性走弱；因此人民币汇率在 2023 年四季度贬值压力缓解，2024 年将步入趋势性升值通道。

4.2. 下半年全球共振复苏背景下商品价格有望逐步走强

2024 年上半年欧美等海外经济体衰退预期仍存，外需较弱；内需由于国内财政刺激预期加码，需求相对较好，全球大宗商品价格整体承压，但内需型商品强于国际大宗商品；下半年随着美联储等全球主要央行开启降息周期，海外经济和需求逐步回暖以及国内外进入补库周期进而带动全球需求逐步回暖，全球大宗商品有望逐步走强。具体板块来看，能源方面，2024 年上半年 OPEC+大概率延续减产政策，对原油价格有一定的支撑，但是海外需求放缓，油价高位偏弱震荡；下半年随着国内外需求逐步回暖，以及美元走弱，原油价格有望逐步抬升。有色方面，2024 年上半年虽然美联储已经停止了本轮加息周期、美元走弱对有色有一定的支撑；但是国外需求较弱压制有色价格低位震荡；下半年随着弱美元以及全球需求逐步回暖，有色价格有望逐步抬升。黑色方面，2024 年上半年地产恢复可能整体偏慢，但是财政发力支撑内需，黑色等内需型商品表现较强；下半年随着国内经济有望加快复苏，黑色有望偏强运行。贵金属由于美联储停止加息且进入降息周期，美元趋势性走弱，贵金属有望震荡偏强运行。

表 1 大宗商品供需及库存

行业大类	细分大宗商品	供给预期	需求预期	库存状况	下游主要行业	价格预期
有色	铜	供给上升	先降后升	库存高位	电线电缆	先跌后涨
	铝	供给小幅上升	需求回升	库存低位	建筑、交运、包装	小幅上涨
	动力煤	供应增幅放缓	需求回升	库存中位	火电	先跌后涨
黑色	焦炭	供应偏紧	需求平稳	库存中位	钢铁冶炼	小幅上涨
	螺纹钢	供应平稳	需求回升	库存低位	基建地产	小幅上涨
	铁矿石	供应小幅回升	需求平稳	库存低位	炼钢	小幅上涨
能化	原油	OPEC+减产、供给偏紧	先降后升	库存低位	化工、交运、汽车	先跌后涨
建材	玻璃	供给小幅回升	需求回升	库存中位	建筑、汽车、光伏	小幅上涨

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn