

外部环境否极泰来，蛰伏待变、伺机而动

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 进入 2024 年，随着海外货币紧缩的滞后效应扩大，全球经济衰退的风险加大，通胀有望进一步下降，欧美等主要发达国家货币政策转向是大概率事件。美联储利率点阵图暗示，2024 年底前将降息 75 个基点，鉴于欧元区经济接近停滞，欧洲央行可能先于美联储开始降息。日本央行正在为逐步退出 YCC 和负利率政策做准备，可能引发海外日元套利资金回流，进而推动日元升值，加剧金融市场波动。
- ◆ 我国经济恢复的基础不牢固，内生动力不强，需求不足仍是主要矛盾。2024 年房地产投资降幅有望收窄，对经济的拖累边际减弱；消费增长属于慢变量，很大程度上决于居民资产负债的修复和边际消费倾向的改善；随着全球货币金融环境放松，国际贸易有望回暖，外需改善有望成为我国经济重启正循环的发动机。
- ◆ 货币政策保持灵活适度，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。此外，为配合地方债发行，帮助化解地方债务风险，2024 年仍有降准或降息的可能。
- ◆ 本轮库存周期已持续 48 个月，时间上或已接近尾声，新一轮库存周期和企业盈利增速向上的拐点有望在 2024 年初到来。随着外部金融环境改善，叠加国内宏观政策的支持，我国经济有望回归潜在产出水平，股指经过长期调整，估值有待修复，建议逢低择机博弈中期反弹。
- ◆ 中美利差倒挂的幅度有望显著收窄，人民币汇率贬值的压力将得到缓解，2024 年我国货币政策仍有进一步降准或降息的空间，预计 10 年期国债收益率波动区间在 2.4%-3%。
- ◆ 美国 10 年期和 2 年期国债收益率曲线自 2022 年 7 月以来持续倒挂，历史数据警示，一旦倒挂结束，经济将在不久后陷入衰退。如果美国经济衰退超预期，美联储可能进行更多降息，名义利率下行幅度将超过通胀预期，从而推动实际利率下降，黄金有望迎来趋势性上涨，建议重点参与多头配置。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

市场信心有待修复，股指短线

再次探底 20231208

经济数据再次转弱，股指短线

或有反复 20231201

政策利好预期升温，股指短线

回调后延续反弹 20231117

海外经济衰退的风险加大，警

惕反弹后再度寻底 20231101

第一部分 国际篇

2023 年以来，随着海外货币紧缩的滞后效应逐渐显现，全球通胀持续回落，同时经济下行压力也在加大，欧美等主要发达国家陆续暂停加息。截至 2023 年 12 月底，美联储已连续 3 次会议维持联邦基金利率不变，欧洲央行连续 2 次暂停加息，英国央行连续 4 次暂停加息。我们认为，全球央行加息周期基本结束，但经过一年多的大幅加息，具有限制性的利率政策已经传导下去，欧美银行业危机引发的信贷紧缩效应进一步显现。展望 2024 年，世界经济衰退的风险上升，通胀有望进一步下降，全球货币政策再次转向宽松是大概率事件，欧洲央行可能先于美联储开始降息。

一、美国经济衰退的压力加大，美联储货币政策有望转向

2023 年美国的经济表现相对韧性，前三季度 GDP 同比分别增长 2.1%、2.5% 和 2.8%，主要原因在于底层就业异常强劲，工资增长具有粘性，支撑着居民收入和消费。美联储整体维持鹰派的货币政策立场，尽管在 3 月银行业危机期间进行了短暂扩表，但在危机缓和后重新回归缩表的轨道。美国联邦基金利率在 7 月达到 5.25%-5.5% 的峰值后保持不变，但缩表仍在以每月 950 亿美元的规模全速运转。展望 2024 年，随着货币紧缩的滞后效应进一步显现，美国经济或将陷入衰退，美联储货币政策有望边际放松，预计最早将在 3 月开始降息，三季度停止缩减资产负债表。

图 1. 美国制造业持续萎缩、服务业扩张放缓（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 美国经济增速表现韧性（%）

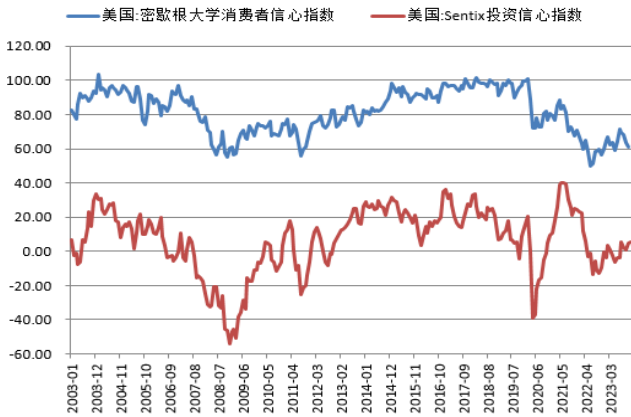


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从先行指标来看，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 录得 49.4（前值 50），时隔 1 个月再次跌破扩张区间，10 月 ISM 制造业 PMI 降至 46.7，连续 13 个月位于收缩区间。商业活动自 5 月以来持续放缓，11 月服务业 PMI 降至 50.8，为 3 月以来次低水平。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数降至 61.3（前值 63.8），连续 4 个月下降，创年内新低。同步指标显示，生产和需求方面，美国 10 月耐用品订单同比下降 2.1%，为 2021 年以来最大降幅；10 月工业产出同比下降 0.7%，创 2021 年 3 月以来新低。从外贸情况来看，美国 9 月进口同比下降 2.7%，连续 7 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。出口同比增长 0.5%，增速为 4 月以来首次转正。房地产市场方面，美国 10 月新房销售总数为 67.9 万套，为 4 月以来次低水平，二手房销售总数降至 379 万套，连续 5 个月下降，创 2000 年以来新低。数据表明，美国经济领先指标处于下行周期，制造业持续萎缩，服务业景

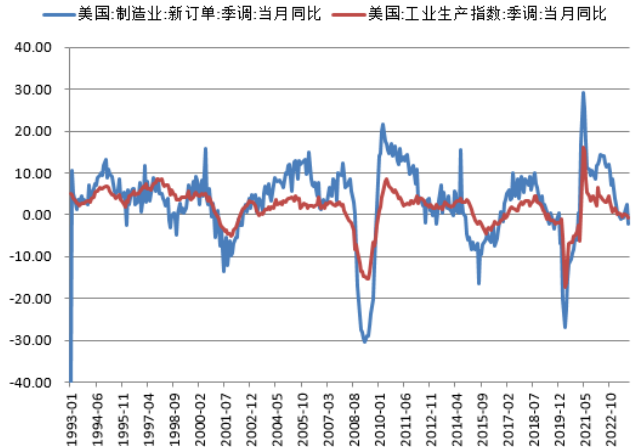
气度明显下降，生产和需求同步下滑，进出口降幅边际收窄，企业仍在主动去库存阶段。受房贷利率大幅上升的影响，购房需求大幅下滑，房地产市场明显降温。

图 3. 美国密歇根大学消费者信心指数低迷



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

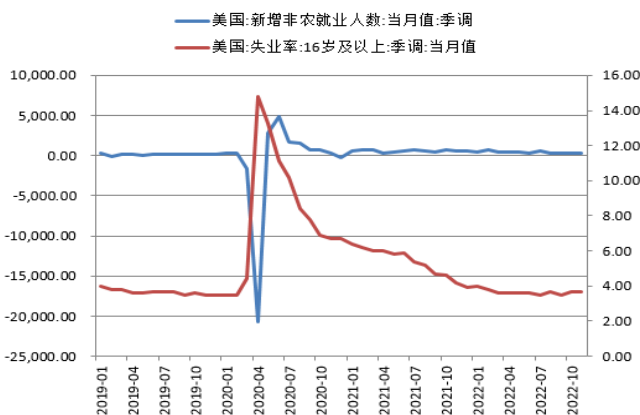
图 4. 美国耐用品订单和工业产出同比持续下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

随着美联储货币紧缩政策发挥作用，美国劳动力市场逐渐降温，通胀持续回落，但仍高于 2% 的长期目标。美国 11 月新增非农就业 19.9 万，失业率由 3.9% 降至 3.7%，平均小时工资同比增长 4%，增速连续 4 个月下降，为 2021 年 8 月以来最低。美国 12 月 9 当周初请失业金人数录得 20.2 万，已连续两年低于充分就业要求的 30 万。美国 10 月 CPI 同比上涨 3.2%（前值 3.7%），核心 CPI（剔除食品、能源价格）同比上涨 4%，连续 7 个月下降，创 2021 年 10 月以来新低。美国 10 月核心 PCE 物价指数同比上涨 3.5%，为 2021 年 7 月以来新低。数据表明，尽管美国就业和薪资增长放缓，通胀持续下降，但劳动力市场依然强劲，剔除食品和能源价格后的核心通胀依然较高，支持美联储在一段时间内维持限制性政策。

图 5. 美国非农就业（千人）强劲和失业率 (%) 维持低位



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 美国 CPI 和核心 PCE 趋势性下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

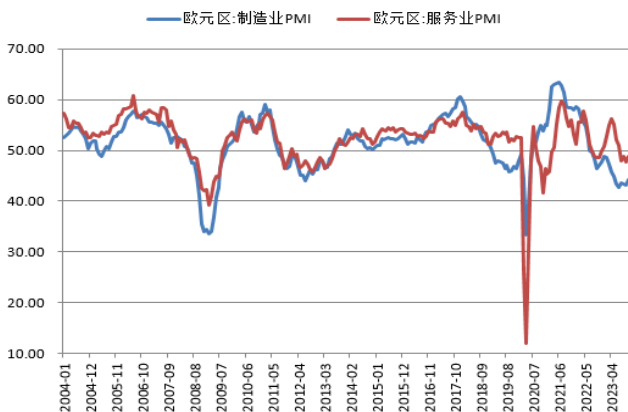
美联储 12 月 FOMC 会议宣布维持联邦基金利率目标在 5.25%-5.5% 不变，连续第 3 次暂停加息。货币政策声明将 2024 年经济增速预期下调至 1.4%，并下调 2024 年核心 PCE 通胀预期至 2.4%，未来两年失业率预期维持在 4.1% 不变。利率点阵图显示，2024 年底联邦基金利率预期中值为 4.6%，暗示未来一年内将降息 75 个基点。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济活动大幅放缓，通胀已经缓解，而失业率没有显著上升，劳动力市

场仍然紧张。利率水平已进入限制性领域，紧缩政策的全部影响可能尚未被感受到，将根据全部数据、不断变化的前景和即将出现的风险做出未来的决策。相信政策利率已经达到或接近峰值，下一个问题是何时收回政策，正在思考、讨论何时降息合适，不会等到 2% 通胀率再降息，将在逐次会议上做出决定。我们认为，美联储主席鲍威尔讲话暗示，已经有充分的理由相信通胀可以回到 2% 的目标，下一步需要考虑的问题是何时收回紧缩政策，不必等待通胀目标实现后再降息。根据点阵图的预测，2024 年底前将降息 75 个基点，按照每次 25 个基点的幅度，意味着年内将降息 3 次，预计首次降息的时间最早在 3 月份。预计缩减资产负债表将持续到三季度，累计缩减规模达到 2 万亿美元，如果期间美元流动性紧张，美联储可能通过重启正回购的方式向市场提供短期流动性。

二、欧元区经济接近停滞，欧洲央行可能更早开始降息

随着货币紧缩政策的滞后效应逐渐显现，欧元区制造业持续恶化，经济下行压力加大，2023 年前三季度 GDP 同比分别增长 1.3%、0.6% 和 0.1%，经济增速接近停滞。其中第一大经济体德国 GDP 连续两个季度负增长，已经陷入技术性衰退，未来可能有更多国家步入后尘。进入 2024 年，随着货币政策的滞后效应扩大，欧元区经济衰退的风险将进一步加大，欧洲央行自 2022 年 7 月以来首次暂停加息，未来可能不得不提前进入降息周期，预计时间最早在 2024 年一季度。

图 7. 欧元区制造业和服务业 PMI 持续萎缩 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

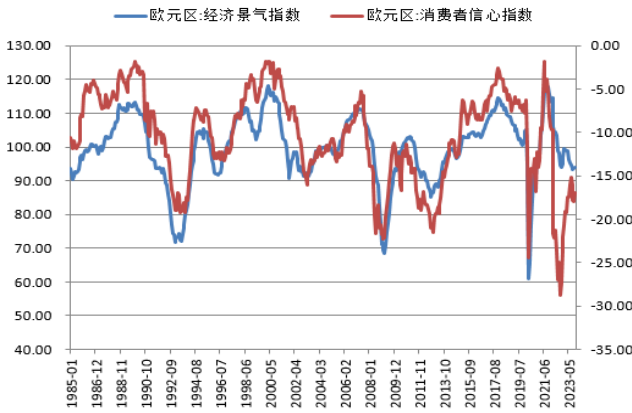
图 8. 欧元区经济增速接近停滞 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

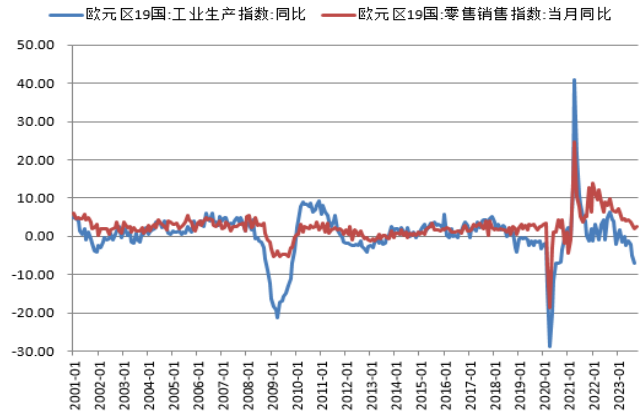
从领先指标来看，欧元区 11 月制造业 PMI 由 43.1 小幅回升至 44.2，但已连续 17 个月处于收缩区间，服务业 PMI 降至 47.8，创 2021 年 3 月以来新低。欧元区 11 月经济景气指数录得 93.8，连续两个月小幅回升，但仍维持在 2021 年以来低位。11 月消费者信心指数为 -16.9，Sentix 投资信心指数录得 -16.8，降幅呈现逐渐收窄的趋势。同步指标显示，欧元区 9 月工业生产指数同比下降 6.9%，降幅连续 3 个月扩大，创 2020 年 9 月以来新低；9 月零售销售同比增长 2%，增速自 2021 年以来进入下降趋势，为 2021 年 3 月以来最低。欧元区 9 月商品进口同比下降 12.3%，出口同比下降 15.5%，降幅连续 3 个月扩大，创 2020 年 6 月以来新低。数据表明，欧元区制造业持续萎缩，工业生产严重下滑，且影响逐渐向服务业等其他领域传导。消费增速明显放缓，进出口持续恶化，随着货币紧缩的负面影响进一步显现，欧元区经济衰退的压力将进一步加大。

图 9. 欧元区经济景气指数低位运行



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 10. 欧元区工业生产和零售销售持续下滑 (%)

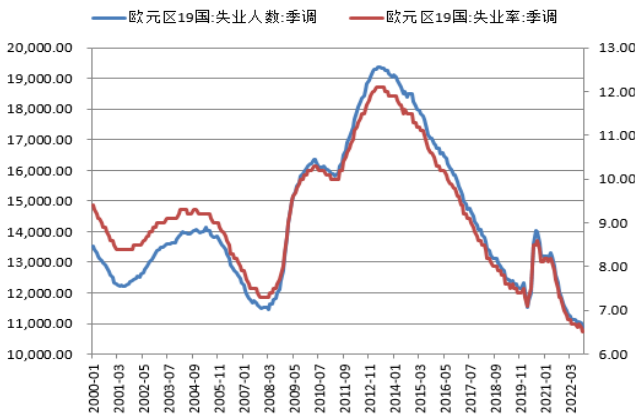


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

就业和通胀方面，欧元区 10 月失业人数录得 1112 万，自 6 月以来呈现缓慢上升的态势，失业率连续 3 个月持平于 6.5%，维持在历史低位。欧元区 11 月 CPI 同比上涨 2.4%，创 2021 年 8 月以来新低，核心 CPI 同比上涨 4.2%，连续 7 个月下降，为 2022 年 8 月以来新低。11 月 PPI 同比下降 12.5%，为历史最大降幅，自 2022 年 8 月以来持续下降。数据表明，尽管欧元区就业增长放缓，但劳动力市场依然紧俏，失业率维持在历史低位。通胀自 2022 年 10 月见顶回落，且呈现加速下降的趋势，逐渐接近欧洲央行 2% 的目标。

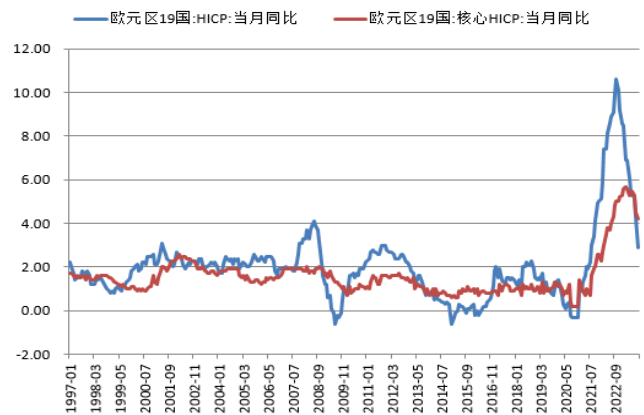
欧洲央行 12 月会议宣布维持三大关键利率不变，连续两次暂停加息。货币政策声明将 2024 年经济增速预期由 1% 下调至 0.8%，并将核心通胀预期由 2.9% 下调至 2.7%，计划在 2024 年下半年平均每月缩减购债 75 亿欧元，年底停止紧急抗疫购债计划（PEPP）下的再投资。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，经济增长风险向下倾斜，更紧缩的融资条件将对经济产生压力，通胀在 2024 年将因基数效应而更为缓慢地放缓。不应放松警惕，在加息和降息之间存在一个平台期，将根据数据决定利率路径，目前没有讨论降息。我们认为，欧元区经济下行压力加大，通胀正在加速回落，欧洲央行不得不暂停加息。尽管欧洲央行没有给出关于降息的线索，但随着银行业危机引发的信贷紧缩效应持续显现，经济衰退的风险将进一步加大，货币政策可能更早转向，不排除先于美联储开始降息。

图 11. 欧元区失业人数（千人）和失业率（%）维持历史低位



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 欧元区通胀加速回落 (%)

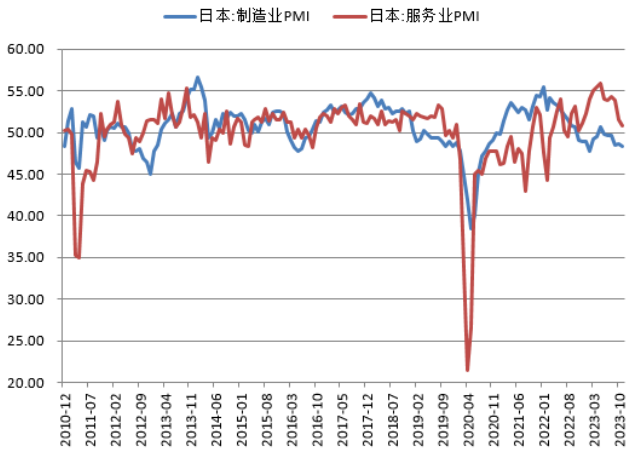


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

三、日本经济逐渐走出低谷，日本央行或将退出负利率政策

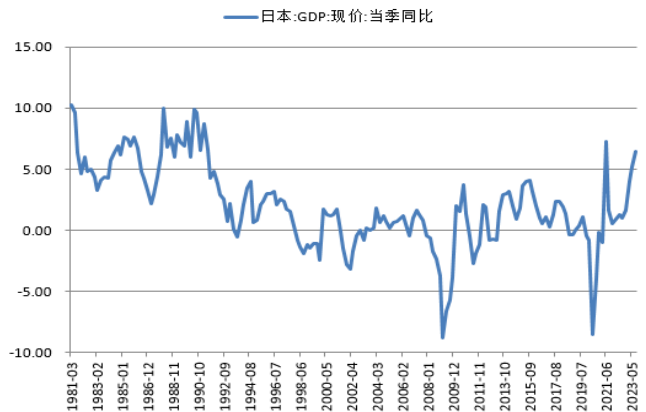
在宽松的货币政策和积极的财政政策双重刺激下，2023 年日本经济呈现温和复苏的态势，前三季度 GDP 分别增长 4%、5.2%和 6.4%。从领先指标来看，日本 11 月制造业 PMI 录得 48.3，连续 6 个月低于枯荣线，服务业 PMI 降至 50.8，为 2022 年 12 月以来新低，但仍维持在扩张区间。日本 11 月消费者信心指数录得 35.8，年内呈现稳步回升的态势。同步指标显示，日本 9 月工业生产指数同比下降 4.4%，为 2022 年 5 月以来最大降幅；日本 10 月商业销售额同比增长 1.5%，为 6 月以来次高水平。外贸方面，日本 10 月进口同比下降 12.5%，降幅连续两个月收窄，出口同比增长 1.6%，连续两个月转为正增长。数据表明，日本经济整体呈现生产弱、需求强和进口弱、出口强的特征，反映日元汇率贬值在刺激出口的同时，也抑制了进口需求。

图 13. 日本制造业和服务业 PMI 下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

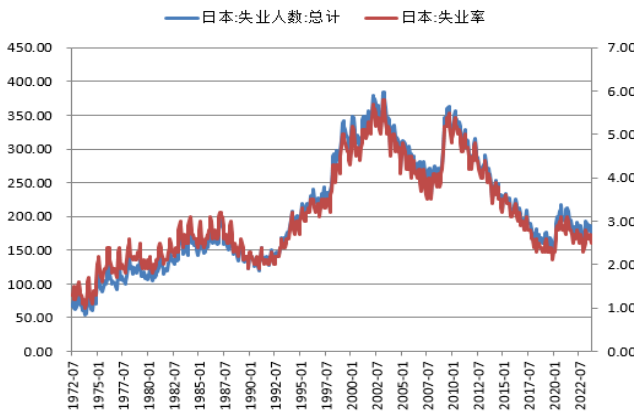
图 14. 日本经济逐渐摆脱疲软 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

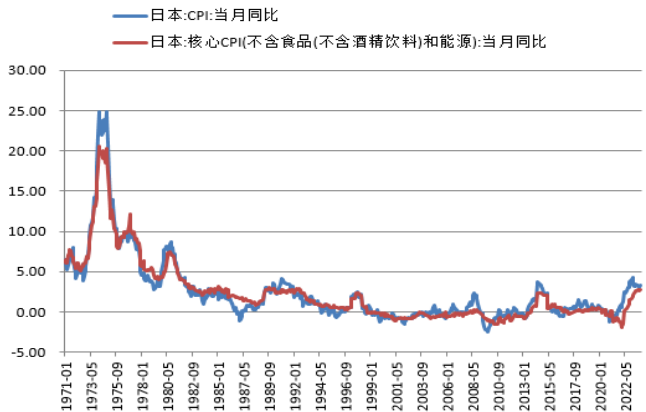
从就业和通胀来看，日本劳动力市场整体保持稳定，失业率维持在多年低位。日本 10 月失业人数总计 175 万，失业率降至 2.5%，为 2 月以来最低，基本回到疫情前水平。日本通胀自 2021 年以来呈现持续上升的态势，2023 年 10 月 CPI 同比上涨 3.3%（前值 3%），整体维持在近 30 年高位，连续 19 个月超过 2%的长期目标。剔除能源价格后的核心 CPI 同比上涨 2.7%（前值 3%），为 1992 年以来最高水平。数据表明，受工资上涨和日元汇率贬值的推动，日本通胀明显上升，远超 2%的长期目标，日本央行可能逐渐退出量化宽松政策。

图 15. 日本失业人数（千人）和失业率（%）维持低位



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 16. 日本通胀连续高于 2%的目标 (%)



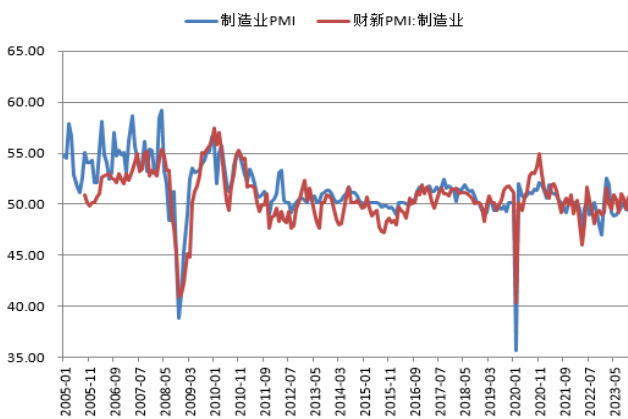
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

日本央行行长植田和男就半年度报告发表讲话时表示，经济可能继续保持温和复苏，预计 2025 年通胀速度可能放缓。仍未看到实现通胀目标的确定性，将在收益率曲线控制（YCC）下继续耐心实施货币宽松政策，以支持经济活动和工资增长周期。尚未就结束负利率政策后将以何种利率为目标做出决策，如果提高利率将有多种政策选择，包括提高金融机构在日本央行的准备金利率，或恢复隔夜拆借利率政策。结束负利率政策后，对于加息幅度没有具体想法，是否将利率保持在零或上调至 0.1%，以及结束负利率政策后短期利率将以何种速度上调，将取决于届时的经济和金融发展情况。我们认为，在长期量化宽松政策的支持下，日本经济逐渐摆脱疲软，进入温和复苏的轨道，通胀连续 19 个月超过 2% 的目标，失业率维持低位。2022 年 12 月以来，日本央行逐渐放宽 YCC 目标上限，将日本 10 年期国债收益率目标上限由 0.25% 逐步上调至 1%，旨在不引发市场恐慌的情况下，为顺利退出 YCC 做准备。日本央行行长植田和男在半年度报告中透露了关于结束负利率后的政策选项，是在提前与市场沟通，为退出负利率政策进行预期引导。展望 2024 年，我们预计日本央行退出 YCC 和结束负利率政策是大概率事件，届时将引发大量的海外套利资金回流，从而推动日元汇率升值，进而引发金融市场动荡。

第二部分 国内篇

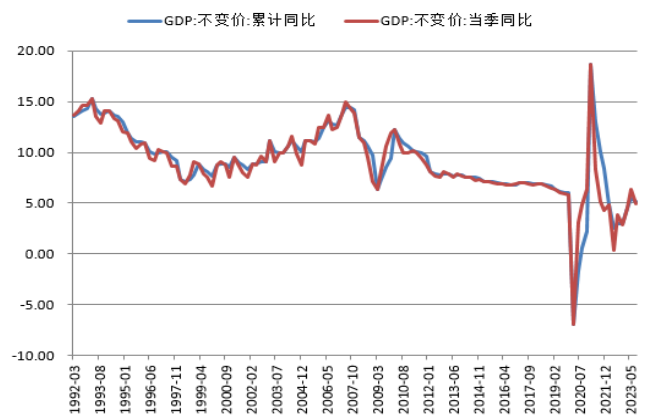
回顾 2023 年，我国前三个季度 GDP 分别增长 4.5%、6.3% 和 4.9%，累计同比增长 5.2%，预计全年可以实现 5% 左右的增长目标。整体来看，我国经济发展呈现不平衡性的特征，需求不足的矛盾贯穿全年，尤其是外需下行压力加大，经济增长的内生动力不强。主要原因在于，经历三年疫情的冲击，居民部门资产负债表受损严重，且对未来收入的预期和信心不足，边际消费倾向下降，预防性需求的动机依然较强，谨慎负债和主动去杠杆，从而抑制了非必需品领域的消费。随着海外货币紧缩的外溢影响持续显现，全球经济下行压力加大，欧美等主要发达国家进入主动去库存，国际贸易不断萎缩，新增订单减少，进而给出口带来下行压力。

图 17. 中国官方制造业 PMI (%) 连续两个月收缩



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 18. 中国 GDP 增速逐渐回归潜在产出水平 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

一、经济有望重启正循环，逐渐回归潜在产出水平

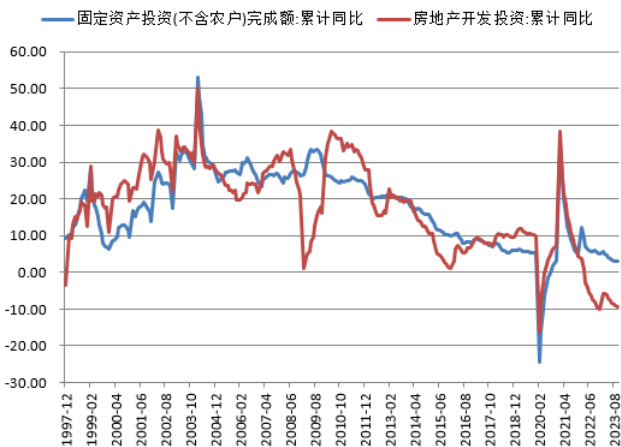
从传统意义上的三驾马车来看，受房地产投资持续下滑和基建投资增速放缓的拖累，固定资产投资增速延续下行趋势；消费复苏呈现不平衡性，具体表现为旅游、餐饮、住宿等服务消费快速增长，但汽车、家电、家居等耐用品消费恢复缓慢；在全球货币政策紧缩的背景下，2023 年海外主要经济体进入主动去库存阶段，给我

国出口带来下行压力，拖累我国经济复苏的进程。进入 2024 年，随着全球通胀进一步下降，欧美等主要发达国家货币政策有望转向，预计时间最早在一季度。届时国内外货币政策将处于同步宽松的环境，外需回暖或将成为我国经济重启正循环的发动机，叠加财政和货币政策的配合，中国经济将逐渐回归潜在产出水平。

1. 楼市刺激政策不断加码，房地产投资降幅有望边际收窄

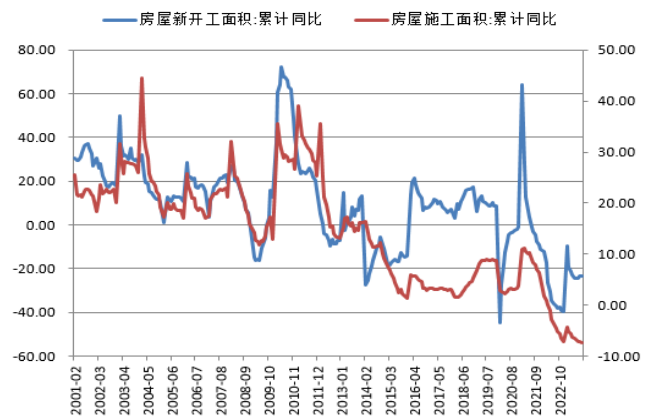
2023 年以来，稳楼市政策不断加码，降首付、降利率、“认房不认贷”、限购限贷放松等刺激措施陆续出台，房地产销售经历了 3 月“小阳春”和“金九银十”两波回暖，但持续的时间和反弹的力度一次不如一次。2023 年 1-11 月，商品房销售面积为 100509 万平方米，商品房销售额为 105318 亿元，分别较上年同期下降 8% 和 5.2%，房地产销售面积已回到 2014-2015 年同期水平。由于房地产销售低迷，开发商资金周转的周期拉长，对土地购置和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成制约。2023 年 1-11 月，房地产投资为 104045 亿元，为 2017 年以来同期新低，同比下降 9.4%，增速创年内新低。从新开工来看，前 11 个月房屋新开工面积为 87456 万平方米，同比下降 21.2%，较 2019 年同期峰值 205194.43 万平方米下降超过 50%，创 2009 年以来同期新低。随着“保交楼”政策的持续跟进，房屋竣工进度明显加快，1-11 月房屋竣工面积为 65237 万平方米，同比增长 17.9%，连续 9 个月保持两位数增长。

图 19. 固定资产投资和房地产投资增速延续下行趋势 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 20. 房屋新开工和施工面积同比增速 (%) 仍在下降

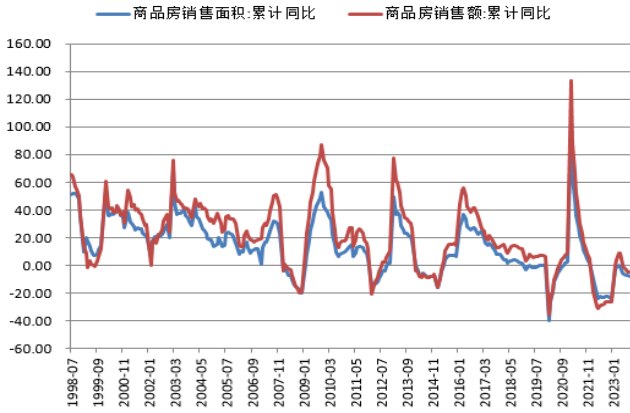


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2024 年，商品房销售难以出现实质性回暖，房地产投资增速或仍将延续下行趋势，但降幅有望边际收窄。从房地产待售和在建的情况来看，2023 年 1-11 月，商品房待售面积为 65385 万平方米，较上年同期增长 18%，仅次于 2015 和 2016 年同期（历史最高）水平，房屋（住宅）施工在建的面积为 585309 万平方米。与此同时，商品房销售面积为 10 亿平方米左右，已降至 2014-2015 年同期水平，未来将进入存量消化阶段，意味着在没有大规模的增量需求情况下，房地产去库周期将更加漫长。2008 年金融危机以来，我国居民部门经历了两轮加杠杆，2009-2014 年居民杠杆率从 19% 上升至 36%，2015-2020 年居民杠杆率从 36% 上升至 62%，对应的事件分别是 08 年“四万亿”信贷刺激和 2015 年供给侧改革。截至 2023 年三季度末，居民部门杠杆率为 63.8%，连续 3 个季度上升，再创历史新高，未来进一步上升的空间有限。从长期因素来看，全面二孩政策开后，我国新生人口自 2017 年以来持续下降，总人口在 2021 年达到峰值，2022 年开始进入下行周期，意味着潜在购房总需求下降；从中短期因素来看，疫情三年带来的“疤痕效应”尚未消退，家庭资产负债表需要时间修复，且居民

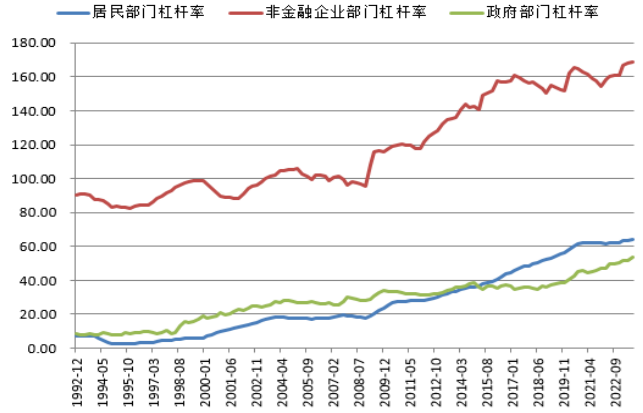
对未来收入的预期和信心不足，预防性需求的动机依然较强，谨慎负债和主动去杠杆。此外，商品房价格处于下降通道，房地产投机“稳赚不赔”的预期被打破，主动加杠杆的意愿下降。

图 21. 商品房销售面积和销售额同比降幅收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 22. 居民部门杠杆率再创历史新高 (%)

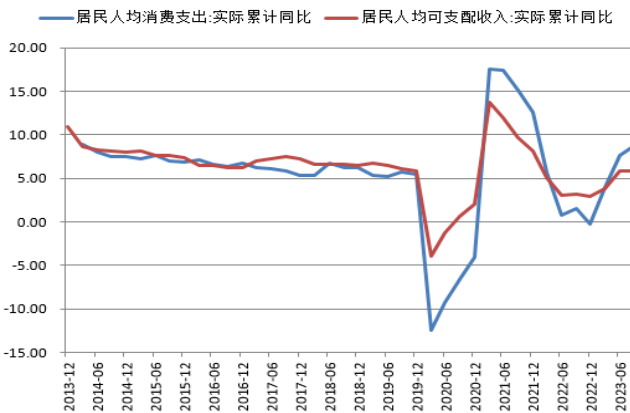


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2. 消费复苏呈现不平衡性，最终取决于居民资产负债表的修复

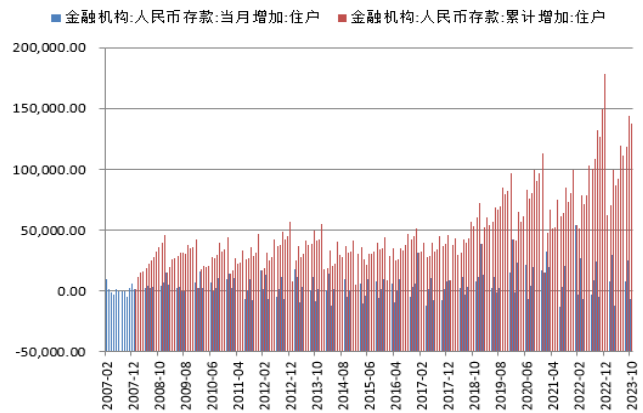
我国疫情防控回归乙类乙管后，居民生活秩序逐渐恢复正常，假期出行人数已超过 2019 年同期水平。旅游、餐饮、住宿等服务消费明显加快，2023 年“十一黄金周”旅游总收入为 7534.30 亿元，为历史最高水平，同比增长 129.5%；2023 年 1-11 月份，餐饮收入为 47485 亿元，为历史同期新高，同比增长 19.4%。但相比之下，汽车、家电、家居等耐用品消费恢复缓慢，2023 年 1-11 月限额以上商品零售中，汽车类商品销售 43280 亿元，同比增长 6.2%；家用电器和音像器材类销售总额为 7970 亿元，同比增长 0.6%。整体来看，消费复苏呈现不平衡性的特征，主要原因在于，居民对未来收入的预期和信心不足，资产负债表有待修复，预防性储蓄的动机依然较强，从而抑制了对汽车、家电、家居等大宗消费的需求。2023 年 1-10 月，我国居民部门存款增加 137831 亿元，高于上年同期的 126997 亿元，再创历史同期新高。2023 年前三季度，我国居民人均消费支出为 19530 元，同比增长 8.8%，两年平均增长 5.2%，低于 2019 年同期水平。

图 23. 居民人均可支配收入和消费支出恢复缓慢 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 24. 居民新增存款再创历史新高 (亿元)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2024 年，充分发挥消费对经济增长的拉动作用，关键在于提升居民对大宗消费的需求，这在很大程度

上取决于边际消费倾向的改善，重点是提高居民对未来收入的预期和信心，帮助居民修复资产负债表。比如央行引导金融机构下调存量房贷利率，平均降幅 0.73 个百分点，惠及超 5000 万户、1.5 亿人，能够直接为居民节约利息支出，有利于促进其他领域的消费；财政部增发 1 万亿国债，作为特别国债管理，全部通过转移支付的方式安排给地方使用，重点用于灾后重建、防洪工程、农田建设等 8 个方面，有利于通过拉动相关领域的基础设施投资增长，带动和扩大就业，增加居民收入，促进消费增长。我们认为，进入 2024 年，在减税降费、降息、转移支付等一系列政策的支持下，居民资产负债表有望继续修复，推动边际消费倾向回升。此外，汽车、家电等大宗消费刺激政策以及其他消费补贴政策将继续实施，有助于推动消费增长，考虑到基数效应，预计 2023 年社会消费品零售总额同比增长 5% 左右，两年平均增速在 6% 左右。

3. 静待国际贸易回暖，出口有望边际改善

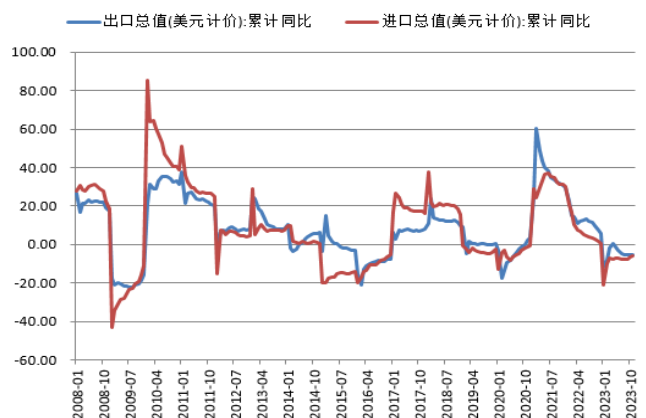
随着海外货币紧缩的外溢影响逐渐显现，2023 年以来，国际贸易增速持续放缓，给我国进出口带来下行压力。世贸组织最新发布的报告显示，预计 2023 年全球商品贸易量将增长 0.8%，不到 4 月份预测的一半。2023 年 1-11 月份，我国进口同比下降 6%（前值-6.5%），出口同比下降 5.2%（前值-5.6%），实现贸易顺差 7481.26 亿美元，较上年同期收窄 2.7%。分国家和地区来看，我国对东盟、一带一路沿线国家出口增长放缓，对美欧日等主要发达国家出口下降。数据表明，欧美等主要发达国家仍在主动去库存阶段，国际贸易持续收缩，新增订单减少，未来一段时间，出口仍将面临下行压力。

图 25. 美国商业库存和批发商库存同比持续下降（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 26. 进出口同比降幅收窄（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

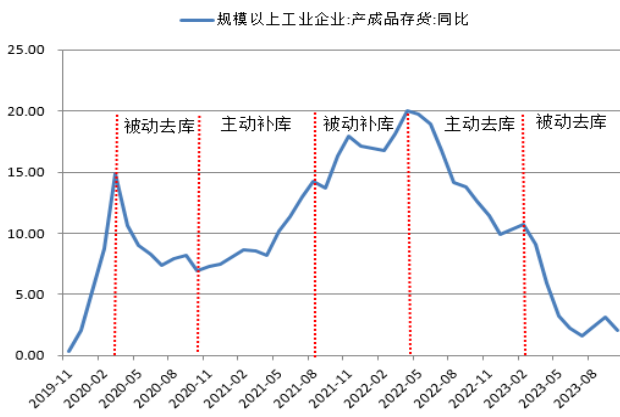
从海外库存周期来看，2020 年 3 月随着美联储开启无限量化宽松，总需求进入扩张周期，美国自 2020 年 7 月至 2022 年 6 月进入主动补库存阶段；2022 年 3 月美联储开启加息周期，总需求边际放缓，美国自 2022 年 7 月至 11 月进入被动补库存；随着海外货币紧缩的滞后效应逐渐显现，总需求进一步下降，2022 年 12 月以来美国进入主动去库存阶段。截止 2023 年 9 月，美国批发商库存降至 9018.06 亿美元，同比下降 1.2%，增速创 2021 年以来新低。展望 2024 年，我们认为，随着全球通胀进一步下降，美联储货币政策再次转向宽松是大概率事件，国际金融环境边际改善有利于全球贸易复苏，欧美等主要发达国家有望陆续进入被动去库存和主动补库存。世贸组织最新预测显示，随着通胀放缓和利率开始下调，对商业周期较为敏感的行业应该会趋于稳定和反弹，伴随着缓慢但稳定的 GDP 增长，2024 年贸易增长应会回升。预计 2024 年我国出口有望回暖，成为我国

经济重启正循环的发动机。

4. 主动去库存接近尾声

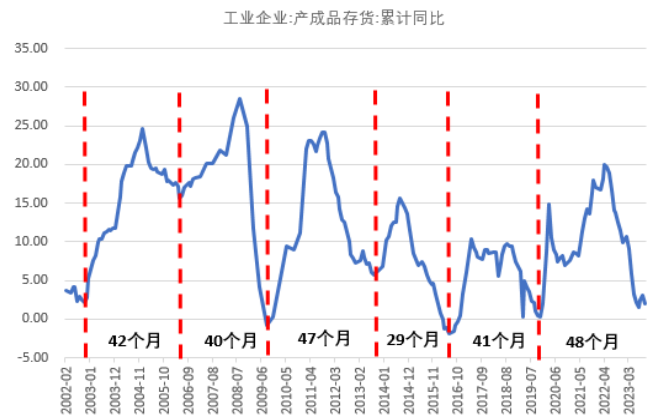
2020 年新冠疫情爆发初期，各国相继实施大规模的财政刺激和量化宽松政策，短期内总需求激增。2020 年 3 月至 10 月，由于海外生产中断，物资供应不足，订单供不应求，从而拉动我国出口快速增长。产不足需的情况下库存急剧下降，企业进入被动去库存阶段；2020 年 10 月至 2021 年 9 月，在需求扩张和利润增长加快的驱使下，生产进入全负荷运转，企业进入主动补库存阶段；2021 年 9 月至 2022 年 4 月，随着美国等主要发达国家刺激政策陆续退出，海外总需求开始放缓，但国内生产仍在扩张，库存被动累积，企业进入被动补库存阶段；2022 年 4 月以来，随着需求和盈利进一步下降，部分行业陷入亏损，企业被迫缩减产量以减少损失，进入主动去库存阶段。

图 27. 库存周期的四个阶段 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 28. 历次库存周期持续时间 (月)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

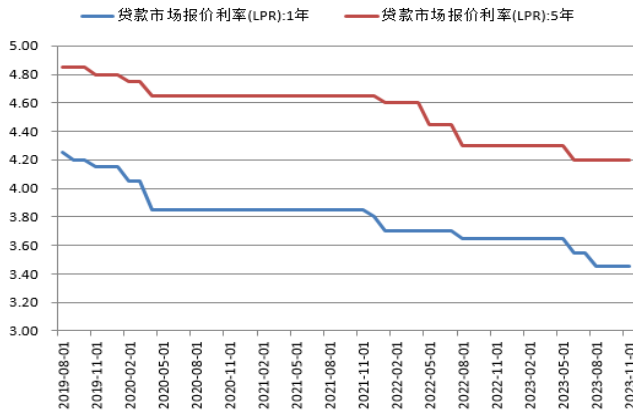
2003 年以来，我国共经历了六轮库存周期，分别是 2003-2006 年、2006-2009 年、2009-2013 年、2013-2016 年、2016-2019 年、2019-2023 年。根据历史统计，一轮库存周期的平均持续时间为 40 个月左右。最近一轮库存周期始于 2019 年 12 月，截至 2023 年 12 月，本轮库存周期已持续 48 个月。根据时间周期推断，本轮库存周期有望在 2024 年一季度结束，届时将迎来新一轮库存周期。

二、货币政策保持灵活适度，继续推动社会融资成本下降

2023 年以来，我国货币政策保持宽松，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，加大对实体经济的支持力度，央行年内分别进行了两次降准和降息。其中大中型金融机构存款准备金率累计下调 0.5 个百分点，释放长期资金约 1 万亿元；1 年期和 5 年期贷款市场报价利率 (LPR) 分别降至 3.45% 和 4.2%，累计调降幅度分别为 20 和 10BP。今年 1-10 月份，人民币贷款增加 204831 亿元，其中企业部门贷款增加 161963 亿元，创历史同期新高，而居民部门贷款仅增加 38154 亿元，略高于上年同期的 33920 亿元，为 2015 年以来第二低位；1-10 月人民币存款增加 231237 亿元，其中非金融企业存款增加 36548 亿元，居民部门存款增加 137831 亿元，为历史同期新高。数据表明，在降息、降准等逆周期调节政策的推动下，金融机构持续加大对企业的信贷支持，企业贷款通过资本支出的形式转化为居民收入，但居民收入并未形成消费进而转化为企业收入，而是以储蓄的形式回到银行体系，造成资金淤积和空转，这一现象在经济学上被称为“流动性陷阱”。截至 2023 年 10 月末，广义货币

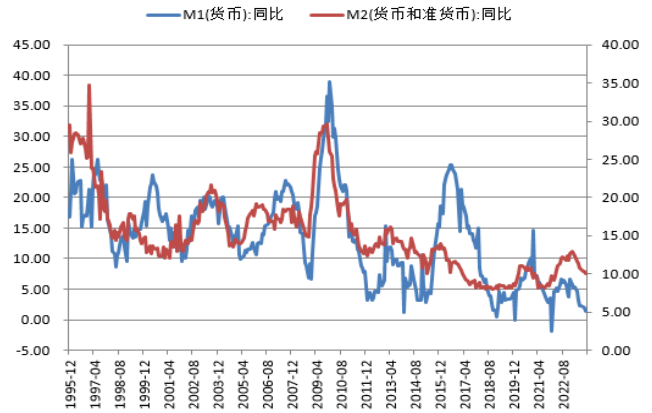
供应量 M2 为 2882276.07 亿元，同比增长 10.3%，狭义货币供应量 M1 为 674696.07 亿元，同比增长 1.9%，增速连续 6 个月下降，创 2022 年 2 月以来新低。表明当前企业盈利水平不高，基于未来经济的不确定性，企业对未来生产和经营保持谨慎，主动扩大投资的意愿不足。

图 29. 一年期和五年期贷款市场报价利率 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 30. M1 增速持续下行 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

中国人民银行行长潘功胜在接受专访时表示，下一阶段货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长；加强与财政、监管等政策的协调配合，持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；合理把握利率水平，推动实体经济融资成本稳中有降。

央行三季度货币政策执行报告也表达了同样的看法，与二季度货币政策报告相比，三季度报告新增了“加强货币供应量和结构双重调节”、“增强金融支持实体经济的稳定性”等表述，表明随着降息、降准等一系列政策发挥效能，我国经济呈现逐渐企稳的迹象，但经济增长的内生动力不强，需要保持金融政策的连续性和稳定性，注重总量和结构性政策的协调和配合。此外，报告提出“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，删除了“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”这一表述，表明存量房贷利率调整工作已经完成，下一步将继续引导金融机构降低对企业的融资成本，进一步向实体经济让利。房地产政策方面，报告强调加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房等金融支持力度，有利于带动相关领域投资增长，在一定程度上对冲房地产投资下行压力。

由此来看，2024 年货币政策仍将坚持以我为主，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，根据经济形势变化，相机进行灵活调整。考虑到国债增发、特殊再融资债券集中发行和明年新增部分地方专项债提前发行，给资金面带来压力，2024 年初存在进一步降准的可能。此外，为帮助化解地方债务风险，进一步降低企业融资成本，年内仍有再次降息的必要性。

第三部分 资产配置

国外方面，在各国央行的共同努力下，抗击通胀取得重大进展，欧美等主要发达国家通胀持续回落，正在朝着 2% 的目标迈进。与此同时，全球经济下行压力也在加大，美国经济自 2023 年三季度以来开始放缓，欧元区经济接近停滞，德国 GDP 连续两个季度负增长，已经陷入技术性衰退。值得注意的是，美国 10 年期和 2 年期国债收益率自 2022 年 7 月开始倒挂，至今已持续 18 个月之久，时间为 1980 年以来最长。历史数据表明，长短期国债收益率曲线倒挂持续的时间越长，经济发生衰退的可能性越大，造成的破坏性也越大。一旦长短期美债收益率结束倒挂，意味着经济将在不久之后陷入衰退。展望 2024 年，随着离岸美元信用进一步收紧，外汇储备不足以及高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发资本外流、货币贬值、资产价格下跌等风险，金融市场动荡或在所难免，投资者需做好风险应对。我们认为欧美英等主要发达国家加息周期已经结束，随着各国通胀进一步下降，2024 年全球央行货币政策进入降息周期是大概率事件。

国内方面，2024 年房地产投资仍将延续下降趋势，但降幅有望逐渐收窄，对经济的拖累边际减弱；消费增长属于慢变量，很大程度上取决于居民资产负债的修复和边际消费倾向的改善；全球货币政策转向是大概率事件，外需回暖有望成为我国经济重启正循环的发动机。中央政治局会议为明年经济工作定下基调，要求坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。强调积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，着力扩大国内需求，促进消费和投资形成良性循环，巩固外贸外储基本盘。进入 2024 年，在积极的财政政策和稳健的货币政策支持下，预计新一轮促销费、扩投资、稳外贸等相关政策有望陆续出台，我国经济有望回归潜在产出水平。

（1）股指

从企业盈利和库存周期的关系来看，企业利润和产成品存货同比增速存在显著的正相关性，即企业盈利增速上行，对应被动去库存和主动补库存；企业盈利增速下行，则对应被动补库存和主动去库存。国家统计局公布的数据显示，今年 1-10 月全国规模以上工业企业实现利润总额 61154.2 亿元，同比下降 7.8%，降幅连续 8 个月收窄，其中 10 月规模以上工业企业利润同比增长 2.7%。分行业来看，石油、煤炭、天然气开采等上游原材料加工业利润降幅收窄，化学纤维、橡胶和塑料制品等下游制造业利润增长加快，仪器仪表、专用设备、通用设备等装备制造业利润增速放缓。1-10 月产成品存货同比增长 2%（前值 3.1%），时隔两个月再次回落，表明由于终端需求疲软，原材料价格上涨向下游消费领域传导不畅，企业经营压力依然较大，补库预期减弱，部分行业仍在主动去库存阶段。本轮库存周期始于 2019 年 12 月，至今已持续 48 个月，2022 年 4 月企业进入主动去库存阶段。从时间周期的角度来看，本轮库存周期或已接近尾声，新一轮库存周期和企业盈利增速向上的拐点有望在 2024 年到来，最终取决于终端需求恢复的情况。

从企业融资成本的角度来看，2023 年我国央行分别进行了两次降准和降息，引导金融机构贷款利率下行，持续推动社会综合融资成本下降。根据央行公布的数据，2023 年前三季度，全国新发放普惠型小微企业贷款平均利率 4.8%，较 2022 年下降了 0.4 个百分点。中央经济工作会议对 2024 年工作进行了系统部署，强调稳健的

货币政策要灵活适度、精准有效，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。进入 2024 年，我国货币政策仍将坚持以我为主，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，持续引导金融机构降低对企业和居民部门的融资成本，进一步向实体经济让利。此外，为配合国债增发和地方特殊再融资债券发行，帮助化解地方债务风险，明年存在进一步降准或降息的可能，无风险利率仍有下降空间，分母端有利于提升股指的估值水平。

展望 2024 年，随着欧美等主要发达国家货币政策转向，国内外金融环境将处于同步宽松的周期。我国本轮库存周期或已接近尾声，部分行业提前进入被动去库存，新一轮库存周期和企业盈利增速向上的拐点有望在 2024 年到来。货币政策坚持以我为主，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，年内仍有降准或降息的空间，引导金融机构贷款利率下行，进一步推动企业融资成本下降，有助于提升股指的估值水平。从基本面和技术面来看，随着国际宏观环境的改善，叠加国内财政和货币政策的支持，我国经济有望回归潜在产出水平，股指经过长期调整后，2024 年有望进入中期反弹。

(2) 债券

美联储 12 月会议连续第 3 次暂停加息，利率点阵图显示，2024 年底前将降息 75 个基点。美国 10 年期国债收益率自 2023 年 10 月下旬以来持续回落，最低逼近 4.0% 关口，反映市场开始提前交易美联储降息的预期。展望 2024 年，全球央行进入降息周期是大概率事件，中美利差倒挂的幅度有望显著收窄，人民币汇率贬值的压力将得到缓解，制约我国货币政策宽松的外部条件缓和。2024 年我国货币政策仍有进一步降准或降息的空间，预计 10 年期国债收益率波动区间在 2.4%-3%。

(3) 黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等 G7 国家经济和货币政策的影响。2023 年下半年以来，随着各国通胀持续下降，美、欧、英等主要发达国家央行陆续暂停加息，引发市场对全球货币政策转向的预期，美元指数自 10 月以来进入调整。相比之下，美国经济表现韧性，劳动力市场依然强劲，美联储整体维持鹰派的政策立场。而欧元区经济下行压力加大，德国 GDP 连续两个季度负增长，已经陷入技术性衰退，欧洲央行不得不暂停加息，未来不排除先于美联储开始降息。此外，美联储缩表仍在以每月 950 亿美元的规模全速运转，预计将持续至 2024 年三季度。美强欧弱的经济格局下，美元流动性持续收紧的趋势难以改变，预计美元指数多数时间仍将保持强势。

实际利率的走向主要取决于名义利率和通胀预期的变化。美联储 12 月会议连续第 3 次暂停加息，点阵图暗示 2024 年底前将降息 75 个基点，预计首次降息的时间最早在 3 月份。美国 10 年期国债收益率在 2023 年 10 月下旬逼近 5% 的高位后快速回落，截至 12 月中旬，累计下行接近 100 个基点。在此期间，美国 10 年期国债实际收益率累计下降 80 个基点，反映市场开始提前交易美联储降息的预期。展望 2024 年，随着货币紧缩政策的滞

后效应持续显现，美国经济下行的压力加大，通胀有望进一步下降，如果失业率上升超预期，美联储可能进行更多的降息，名义利率下降的幅度将超过通胀预期，从而推动实际利率下行。国际金价在 2020 年 8 月创下 2074 美元/盎司的历史新高后，进入长达 3 年的整理区间，期间伴随着美联储历史罕见的激进加息。进入 2024 年，随着美联储新一轮降息周期的开启，黄金有望突破长期震荡区间，进入上升趋势，建议逢低做多为主。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8