

## 大类资产配置：时光不语，静待花开

宏观金融组

### 年报摘要：

#### ● 2024 年全球经济与大类资产展望

海外宏观方面，美国经济预计将会放缓，此前的宽财政、紧货币、高利率已行至末端，叠加居民超额储蓄接近耗尽，消费降温将制约美国经济增速。但美国制造业补库周期或有望在明年开启，制造业回流将成为支撑美国经济软着陆的核心线索，货币政策方面对于市场的冲击有所弱化，预计美债收益率将在降息预期的驱动下持续下行。

欧洲方面存在较强的衰退风险，欧元经济的走弱可能会迫使欧央行先于美联储开启降息周期，使得美元指数走强。在美联储未开始降息前，短期内将继续对全球股指估值和大宗商品需求形成压力。而在美联储开启降息后，美元指数的快速回落将使得避险属性资产的配置价值得到凸显。

国内宏观方面，随着国内经济渐进修复、财政预算的不断加力以及货币政策端的协同配合，国内股市估值将继续修复，债市收益率仍有下行空间，宏观经济的修复叠加美国补库周期的共振，或将提振大宗商品需求，对价格形成支撑。

#### ● 风险提示

重点关注美国长期通胀中枢的反弹风险和经济快速降温下的衰退可能

## 一、2024 年全球宏观经济展望

### 1、全球经济增长预期

2023 年全球经济表现超预期强劲，主要原因在于：1) 全球供应链的冲击持续退坡，供需之间得到了再平衡的机会，使得通胀压力得到了明显缓解。2023 年下半年大多数发达市场经济体央行，尤其是美联储和欧央行的加息节奏显著放缓，加息周期结束预期的强化减少了对宏观需求的冲击，进而支撑全球经济增长；2) 发达国家政府支付转移和财富效应下，居民消费能力和消费意愿都保有较强韧性，进而支撑企业盈利和投资需求。但是我们也能看到经济增长的驱动力出现了一定分化，多数国家的制造业持续走弱而服务业维持强劲，成为经济增长的主要支持；3) 虽然劳动力市场的状况持续改善，但是美欧劳动力市场依然紧张，在劳动力供给短缺的推动下，薪资水平始终维持着较高增速，在全球经济持续放缓背景下，居民部门实际收入的提振带动了消费回暖。

2024 年全球经济预计将逐步放缓，同时通胀降温将会比 2023 年更加缓慢。虽然大多数发达市场经济体的通胀率接近目标，但还没有完全达到目标。而新兴市场的通胀可能会因食品和能源价格波动的减弱而逐渐放缓。随着通胀逐步降温，世界各国央行面临金发女孩困境 (Goldilocks Approach)，即如果货币政策过度宽松，通胀可能会卷土重来，而如果他们将政策过于紧缩，可能会引发经济衰退。预计各国央行将谨慎对待紧缩不足与经济衰退的风险平衡问题，来保证通胀下行的最后阶段顺利完成，但这也意味着 2024 年全球主要经济体的经济增长将会有所放缓。

如果通胀顺利回落至 2% 锚定目标附近，预计美联储和欧央行将大概率在 2024 年年中开始降息。当欧美货币政策正式转向宽松化时，将有助于全球流动性的持续改善。不确定性在于如果通胀反弹，各国央行可能继续维持较高的利率，或者在增长停滞和失业率飙升时加快降息速度，对市场产生冲击。特别是若美国经济增长超预期加速，可能表明美联储通胀努力正在失效，进而需要美联储进一步加息以控制通胀。而这将直接增加全球风险，使各国央行在经济增长和稳定通胀的之间进行抉择。

预计各央行将会在 2024 年上半年继续巩固通胀回落的成果，并全力平衡经济衰退的风险，而下半年重点在于主要经济体央行何时转向货币宽松和防止通胀反弹的风险。重点关注美国经济降温速度，美联储何时开启降息周期，以及宽松预期强化过程中产生的流动性风险。

图表 1：全球 GDP 增长预期（单位：%）

GDP 增长 (%)	2023E				2024E				2025E			
	Morgan Stanley	高盛	IMF (10月预测)	市场一致预测	Morgan Stanley	高盛	IMF (10月预测)	市场一致预测	Morgan Stanley	高盛	IMF (10月预测)	市场一致预测
全球	3	2.7	3	2.8	2.8	2.6	2.9	2.7	2.9	2.7	/	2.8
中国	5.1	5.3	5.4*	5.2	4.2	4.8	4.6*	4.5	4.0	4.2	/	4.5
美国	2.4	2.4	2.1	2.3	1.9	2.1	1.5	1.0	1.4	1.9	/	1.8
欧元区	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	0.9	1.2	0.7	1.0	1.5	/	1.5
英国	0.5	0.5	0.5	0.4	(0.1)	0.5	0.6	0.4	1.0	1.0	/	1.3
日本	2.0	1.9	2.0	1.9	1.0	1.5	1.0	1.0	1.1	1.1	/	1.0

资料来源：Morgan Stanley，高盛，IMF，Bloomberg，光大期货研究所

## 2、美国

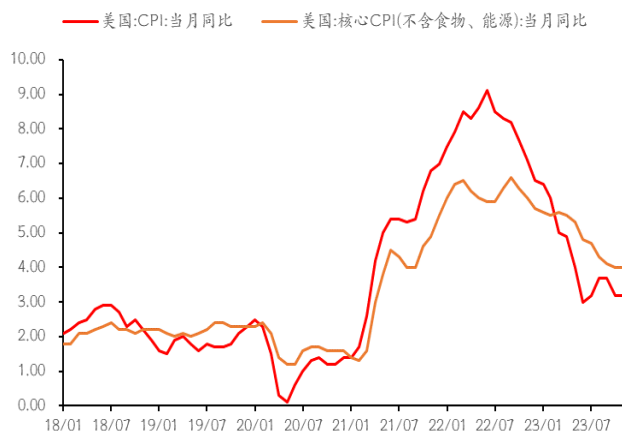
美国 2024 年的经济增速较 2023 年将会有所放缓。一方面，作为美国经济增长重要支撑的消费将会随着超额储蓄的逐步耗尽、就业市场逐步降温以及学生贷款恢复等因素缓慢退坡，美国经济增速将会放缓。另一方面，在家庭净资产增长带来较强的财富效应以及新房市场带动住房投资回暖的支撑下，新一轮的补库周期或将开启，美国经济仍有一定韧性。综合来看，2024 年美国的经济或将延续四季度的走势，趋向“软着陆”概率较大，通胀与就业的降温将会引导货币市场逐步转向宽松，而消费和投资的韧性将大概率支撑美国经济避免陷入衰退。需要注意的是，当前存在因就业市场偏紧和房贷需求的反弹使得美国经济增长超预期加速和通胀反弹的可能，并迫使美联储再度紧缩以控制通胀，进而增加全球经济陷入衰退风险的可能，需要谨慎对待。

图表 2：美国经济展望-FOMC（单位：%）

		2023	2024E	2025E	2026E	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%
	6月预测	1.0%	1.1%	1.8%	/	1.8%
	3月预测	0.4%	1.2%	1.9%	/	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%	4.4%	1.0%	4.0%
	6月预测	4.1%	4.5%	4.5%	/	4.0%
	3月预测	4.5%	4.6%	4.6%	/	4.0%
PCE通胀	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%
	6月预测	3.2%	2.5%	2.1%	/	2.0%
	3月预测	3.3%	2.5%	2.1%	/	2.0%
核心PCE通胀	12月预测	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	/
	9月预测	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	/
	6月预测	3.9%	2.6%	2.2%	/	/
	3月预测	3.6%	2.6%	2.1%	/	/
利率中位数	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%
	6月预测	5.6%	4.6%	3.4%	/	2.5%
	3月预测	5.1%	4.3%	3.1%	/	2.5%

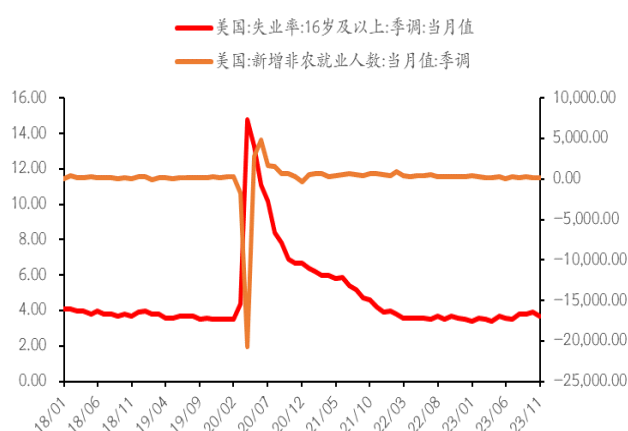
资料来源：美联储，光大期货研究所

图表 3：美国通胀较去年明显放缓（单位：%）



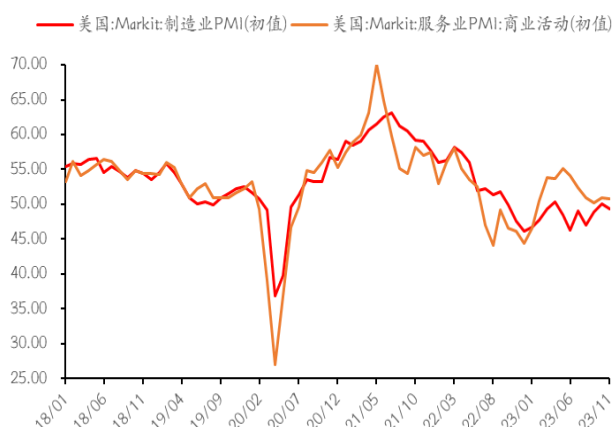
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 4：非农就业降温（单位：%、千人）



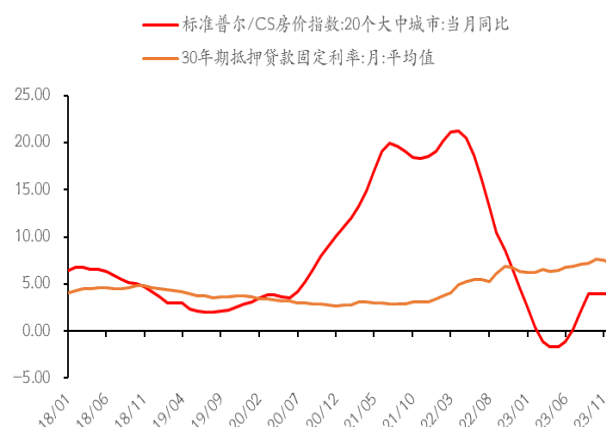
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 5：制造业投资保持韧性（单位：%）



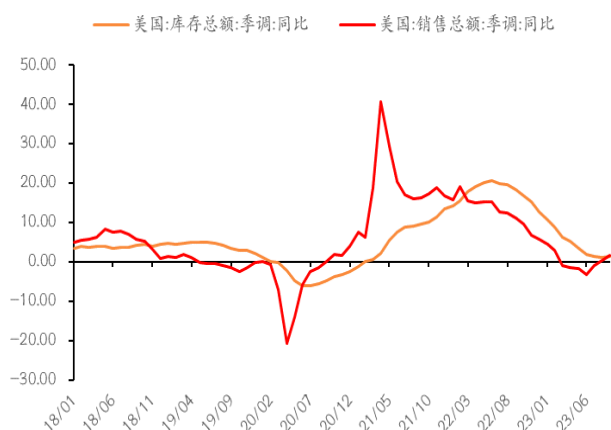
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 6：美国房地产短暂回暖（单位：%）



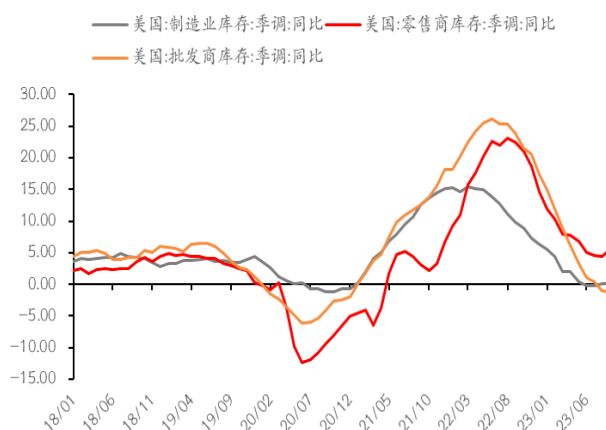
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 7：美国或开启新一轮补库信号（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 8：零售业补库较为领先（单位：%）

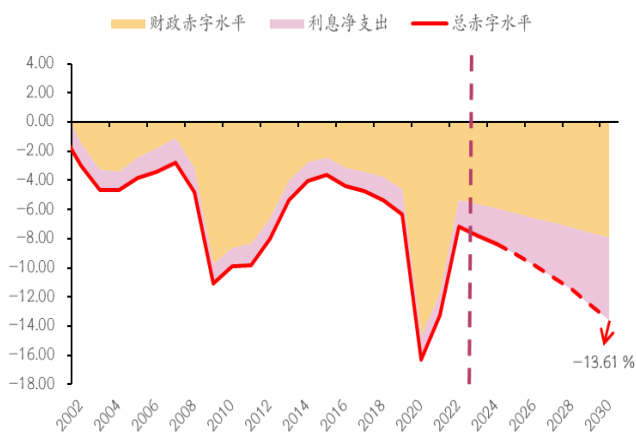


资料来源：Wind，光大期货研究所

财政政策方面,2024 年美债标售供需失衡的担忧或持续扰动市场。美国国会预算办公室(CBO) 12 月 8 日的公开文件中表示,2024 财年的前两个月,联邦预算赤字总额预计为 3830 亿美元,这一赤字规模比上一财年同期多出 470 亿美元。尽管本财年以来,美国财政收入增加了 1080 亿美元,增幅为 19%,但与此同时,支出增加了 1550 亿美元,增幅为 17%。CBO 指出,美国政府在公共债务利息的支出大幅增加,其它支出显著增长的类别是社会保障和国防。2023 财年国债利息支付总额达到创纪录的 6590 亿美元,几乎是 2020 年利息支付额的两倍,利息支出额与美国 GDP 之比为 2.45%,创下 1998 年以来最高。从 2024 财年首月数据来看,联邦支出比去年同期增加了 640 亿美元,其中净利息支出是主要驱动因素,比去年 10 月增加了 330 亿美元,增幅为 65%。

由此可以预见到,即使 2024 财年的总预算或受到两党博弈的限制,但为了弥补赤字的缺口,美国政府可能会借入越来越多的资金。随着利率高企,美国的偿债负担又日益沉重,这可能会进一步加剧赤字问题,从而令美国财政陷入恶性循环。投资者需要继续关注美国政府大规模发债造成的供应压力、美债收益率的大幅波动以及市场对于美债标售供需失衡的担忧。

图表 9: 美国财政预算赤字水平 (单位: %)      图表 10: 美债标售计划 (单位: 十亿美元)



资料来源: CBO, 光大期货研究所

	10月	11月	12月	1月	2月	3月	合计
2年期	51	52		73	63		239
3年期	46	50	50	52	54	56	308
5年期	52	53		119	64		288
7年期	38	41		81	42		202
10年期	35	40	38	38	44	41	236
20年期	13	18		26	16		73
30年期	20	26	22	22	27	24	141
FRN	26	24	24	28	26		128
TIPS		15	20	18	10	16	79
月度总计	281	319	154	457	346	137	1694

资料来源: 美国财政部, 光大期货研究所

货币政策方面,美联储降息时点的开启将会取决于通胀和经济的回落速度。12 月 14 日,美联储公布 12 月利率决议,决定维持基准利率区间在 5.25%-5.5% 水平。在会后公布的经济预测中,2023 年的 GDP 增长预测小幅上调,大幅下调总体和核心 PCE 通胀预测。市场最为关心的点阵图方面,美联储继续暗示明年至少降息三次,而市场预期明年将有 6 次降息。截至 2024 年的利率中值预测下移至 4.6% (9 月为 5.1%), 接近此前市场预期的 4.3%。会后,鲍威尔称委员会已经开始

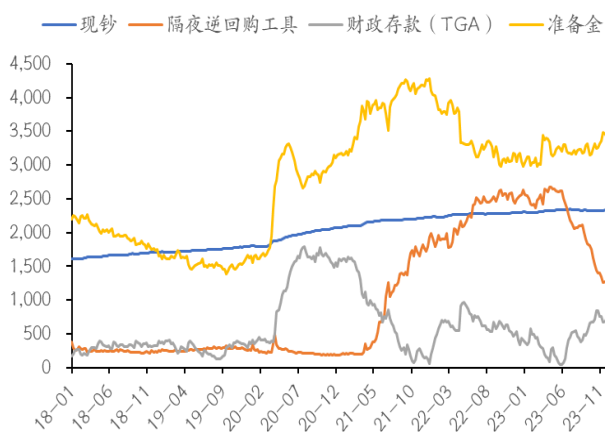
讨论降息的议题，但认为市场对于明年降息预期是过于激进的。美联储货币政策的最优策略是耐心等待更多数据，而不是急于转向宽松。当前市场已经计入了超乐观的降息预期，如果释放更多的鸽派信号，或将导致金融条件进一步宽松，使得美国经济面临二次通胀风险，这些都是美联储不愿看到的。因此除非在短期内出现经济衰退的风险，美联储将大概率维持当前政策利率水平，以确保通胀稳定回落至 2% 的锚定利率水平。明年 5 月或 6 月或是美联储开始降息的关键时点。

图表 11：FOMC 预测点阵图（单位：%） 图表 12：美联储将会继续缩表（单位：十亿美元）

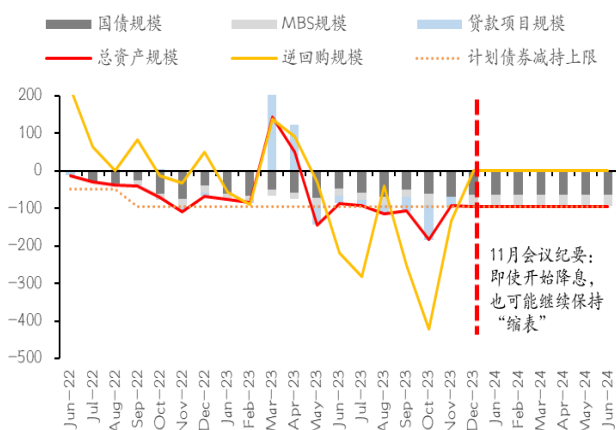


资料来源：美联储，光大期货研究所

图表 13：市场流动性充裕（单位：十亿美元）

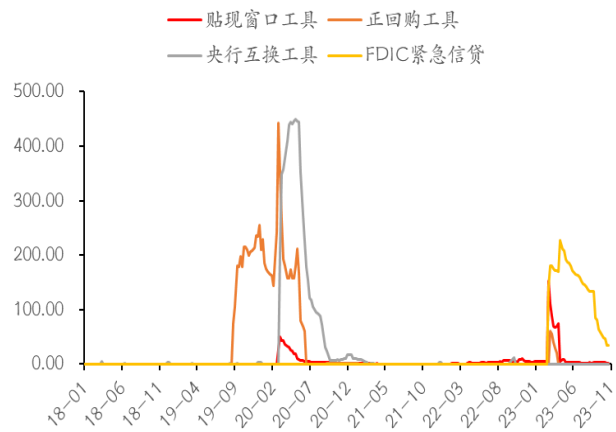


资料来源：美联储，光大期货研究所



资料来源：美联储，光大期货研究所

图表 14：银行流动性危机解除（单位：十亿美元）



资料来源：美联储，光大期货研究所

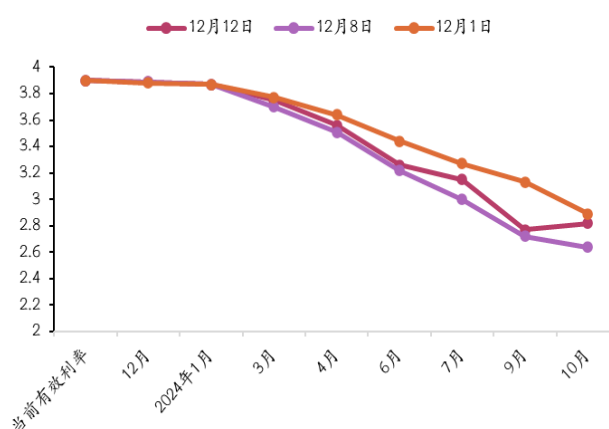
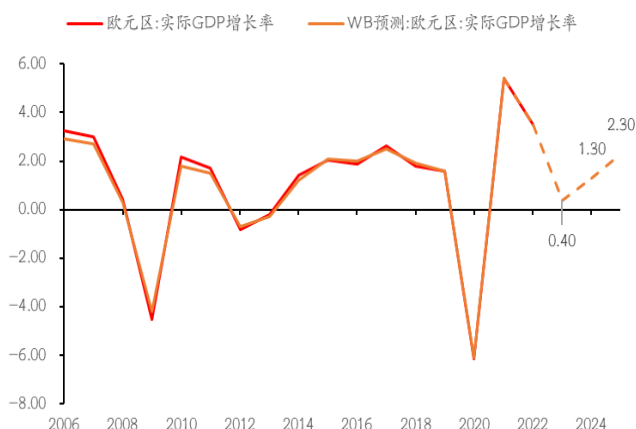
另外，美联储将大概率保持当前缩表规模，即每月最多减少 600 亿美元美国国债和 350 亿 MBS，并保留通过缩表规模调整方式调整市场流动性水平。从美联储资产负债表来看，当前融资工具的使用量处于低位，并且自三月以来的商业银行流动性危机已经结束，美国的金融体系是健康的。虽然在美国财政部三季度加速发债的过程中，逆回购规模已由年初的 2.2 万亿快速回

落至 1.2 万亿水平，使得市场对于美元的流动性担忧有所升级，但从美国财政部在四季度再融资标售情况来说，市场对于美债的需求有所改善。结合 12 月利率决议声明中的“为判断可能适合让通胀随着时间的推移回到 2%的任何（any）额外政策紧缩程度”的表述，临时性扩大缩表规模来引导美国国债收益率上行很有可能作为额外加息的替代选项。

### 3、欧元区

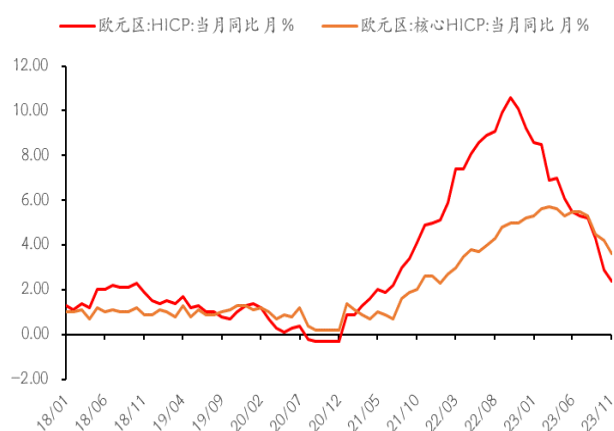
IMF 最新预测显示，欧元区 2023 年实际 GDP 增长 0.4%，预计到 2024 年增速将上升至 1.2%，到 2025 年将上升至 2.3%。在通胀放缓和就业市场强劲的推动下，欧元区及其最大经济体将在 2024 年恢复增长趋势，从而避免陷入技术性经济衰退。但市场认为欧洲经济面临的衰退风险要比美国大得多，因此交易员对明年欧洲央行降息预期也要更为强烈。欧洲央行将有可能成为 2024 年全球第一个降息的主要央行，风险偏向于提前实施最激进的宽松周期。市场预计欧洲央行在明年第一季度启动宽松周期的可能性几乎达到 90%。交易员认为明年 3 月份前欧洲央行至少降息 25 个基点，全年至少降息五次，第六次降息的可能性为 80%。这将使关键利率在明年年底前下降 150 个基点至 2.5%。需要警惕欧央行转向宽松后的经济过热以及输入性价格通胀风险。

图表 15：欧元区经济恢复增长趋势（单位：%） 图表 16：2024 年初最快开启降息（单位：%）

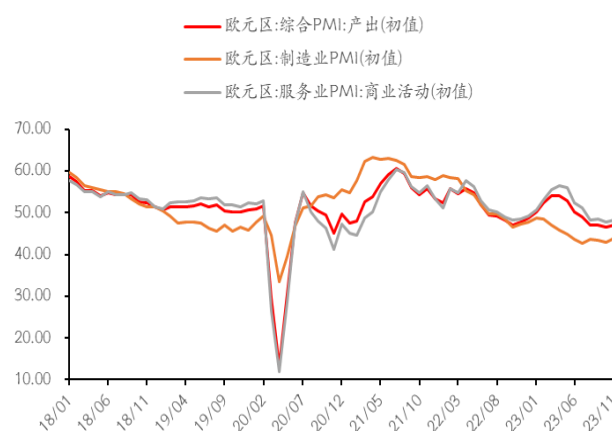


资料来源：世界银行，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

**图表 17：欧洲通胀稳步下行（单位：%）**


资料来源：Wind，光大期货研究所

**图表 18：欧元区制造业回暖（单位：%）**


资料来源：Wind，光大期货研究所

#### 4、日本

继日本央行副行长冰见野良三的“日本央行可能很快就会结束世界上最后一个负利率政策”的发言后，12月7日上午日本央行行长植田和男在国会发言称，从年底到明年在货币政策的处理问题上将变得更具有难度，如果加息的话有多种选项可以用于调整政策利率。这番言论是迄今为止日本央行领导层发出的最明确的货币政策正常化信号。

而在12月19日日本央行年内最后一次货币政策会议中，“货币政策正常化”这一表态在未被提及。会议提到日本央行对收益率曲线控制（YCC）及负利率政策维持不变，并对消费支出评估措辞改变。日央行预计2024财年除新鲜食品外的CPI同比涨幅可能会超过2%，日本的个人消费仍然在温和增长。随着从收入到支出的良性循环逐步加强，预计2024年日本经济将继续高速增长。

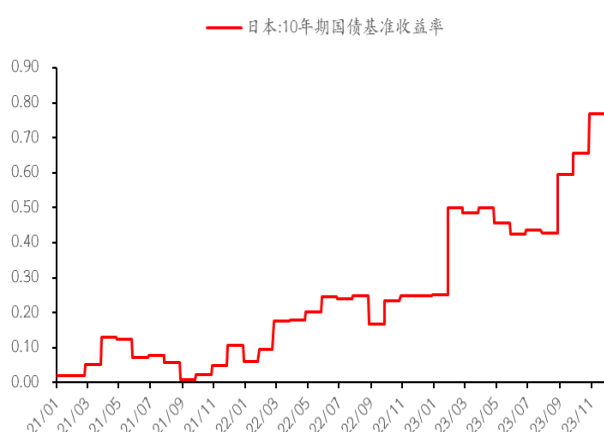
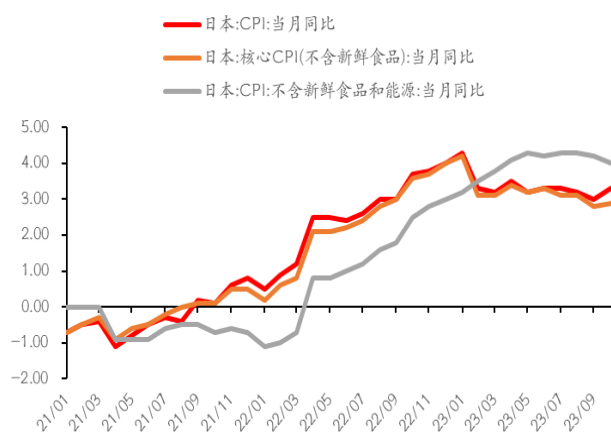
对于后续的加息预期，日本央行行长植田和男在会议后表示，目前数据还不够充分，日本央行明年1月加息的可能性比较低。同时，植田和男表示目前很难确定退出负利率政策的计划，对于退出负利率政策时采取的具体政策顺序，也没有详细的计划。市场预计日本央行明年1月结束负利率的概率从30%回落至10%以下。

虽然日本央行行长植田和男的发言打消了市场对于日本央行快速转向的预期，但并不表示日本央行不会在明年早些时候将货币政策正常化。市场参与者认为美国降息预期走强，仍将会加速

日本央行结束负利率政策。如果日本在 2024 年下半年结束负利率货币政策，仍将很可能扩大全球股债汇市的波动风险，建议投资者谨慎对待。

图表 19：日本通胀稳步上升（单位：%）

图表 20：10Y 国债基准收益率上行（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

## 二、2023 年大类资产表现及 2024 年展望

### 1、2023 年大类资产表现

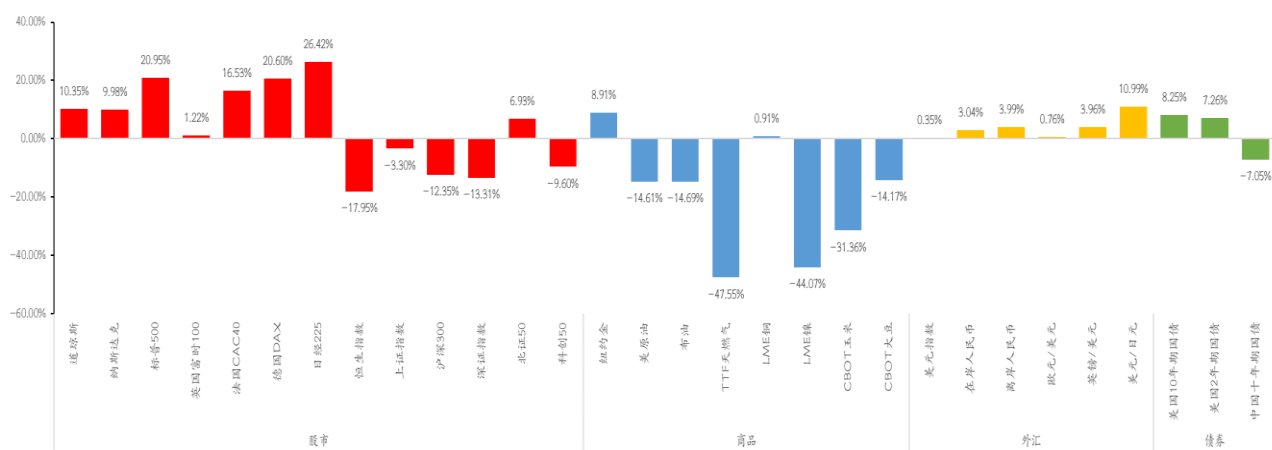
回顾 2023 年的大类资产表现，全球资产市场都经历了剧烈的波动。市场持续围绕着美国经济是否陷入衰退、美国通胀回落预期和美联储加息预期等因素进行着交易。从年度收益表现来看，欧美股市和黄金的年度表现明显优于其他资产。而大宗商品价格市场随着全球供应链的逐步恢复、以及美元指数的持续偏强而出现了明显的回落，尤其是能源价格的大幅下跌是全球通胀的稳步回落的重要原因。

海外方面，一季度初始随着俄乌地缘冲突持续，在避险情绪与通货膨胀预期影响下，美联储加息预期发酵，美债收益率持续走高。10 年期和 2 年期美债收益率均在 3 月初触及近两年来高点。收益率曲线倒挂日益严重通常被认为是美国经济衰退信号，美元指数开始出现下滑，欧美股市在经历了 2022 年快速加息的打击后开始出现明显的反弹。市场在一季度中后期交易的是美国的经济衰退和美联储降息的开启。二季度美国经历了欧美银行流动性危机和美国公共债务危机，在避险需求的刺激下，美联储加息预期降温，叠加黄金的强势上涨，美债收益率大幅下挫并持续处于低位，欧美股市在经历银行破产危机后明显回落。三季度，在美国经济韧性超预期、美联储加息预期走强、非美经济体经济疲软、美债大量增发等因素共振下，美元指数及美债再次进入快

速上行通道，全球主要经济体股市再度承压，整体呈现震荡走低态势。**四季度**，美国通胀的持续回落和就业市场的逐步降温，指向美国加息大概率已接近尾声。但由于数据显示美国经济仍较有韧性，因而使得美联储选择继续保持着高利率水平。与此同时市场已开始转向押注美联储快速降息，市场风险偏好得到了明显改善，美债收益率快速下降，美元指数小幅走弱，而欧美股市出现了明显反弹。

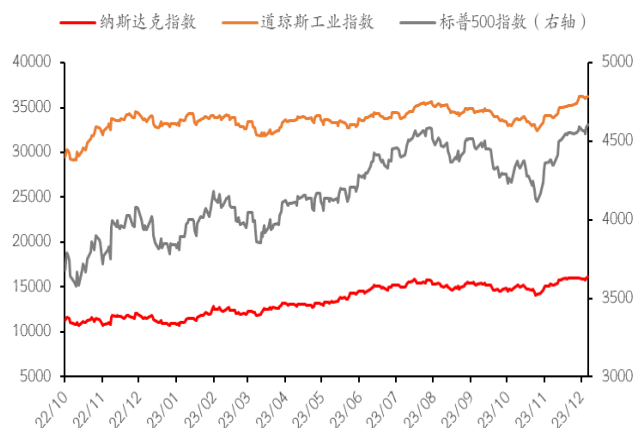
国内方面，上半年经济修复强度弱于预期。股指在经历了一季度的短暂反弹后持续承压。债市在缺乏增量资金的背景下，外资持续流出带动市场情绪低迷，使得利率持续上行。消费、投资和进出口的走弱难以对大宗商品价格形成有效支撑。人民币汇率在美元持续走强和外资持续流出的背景下持续承压。下半年，随着稳增长政策的不断加码，政策与经济的底部已基本形成。8、9月部分经济基本面数据出现见底企稳迹象，国内股指的下跌趋势有所缓和。债市在政策密集出台后开始下行，但由于资金面偏紧的局面并未彻底扭转，利率呈现窄幅波动，收益率曲线持续走平，同时导致国债期货基差持续走低。

**图表 21：2023 年全球大类资产表现统计（最新截至 12 月 15 日，单位：%）**



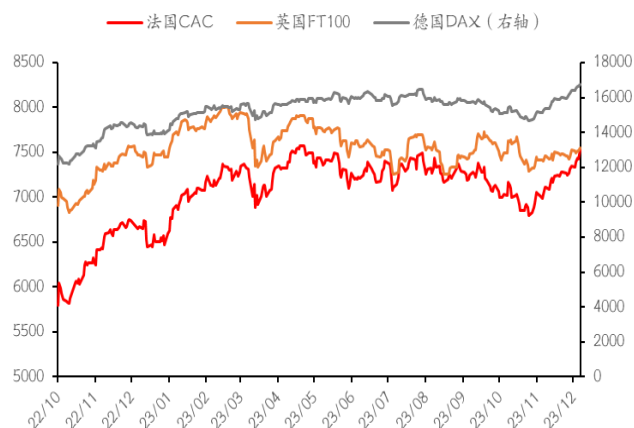
资料来源：Bloomberg，Wind，光大期货研究所

图表 22：美国三大股指表现（单位：点）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 23：欧洲主要股指表现（单位：点）



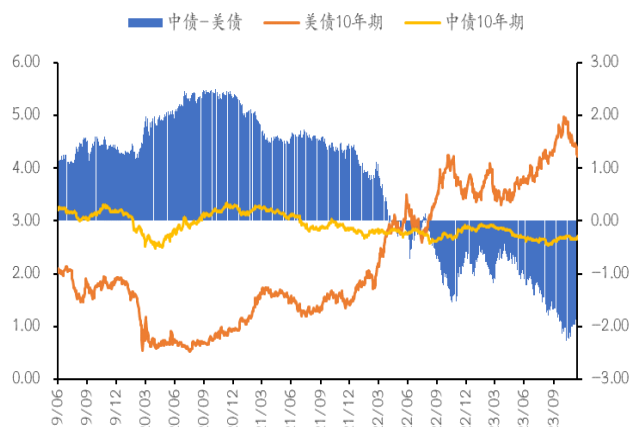
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 24：美债收益率出现倒挂（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 25：中美国债收益率利差走扩（单位：%）



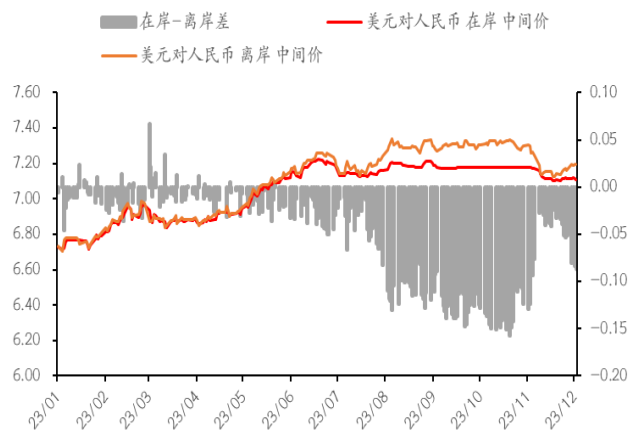
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 26：美元指数相对强劲（单位：点）

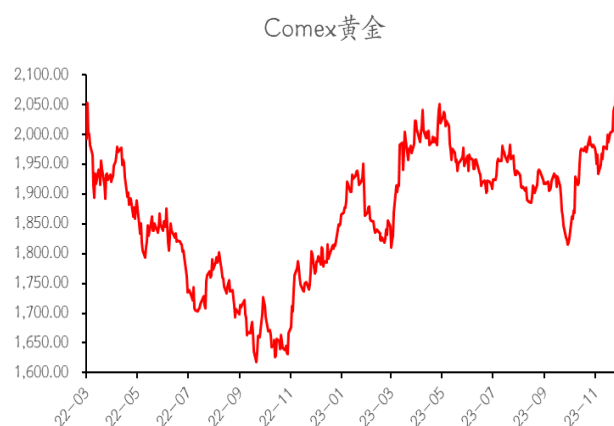


资料来源：Wind，光大期货研究所

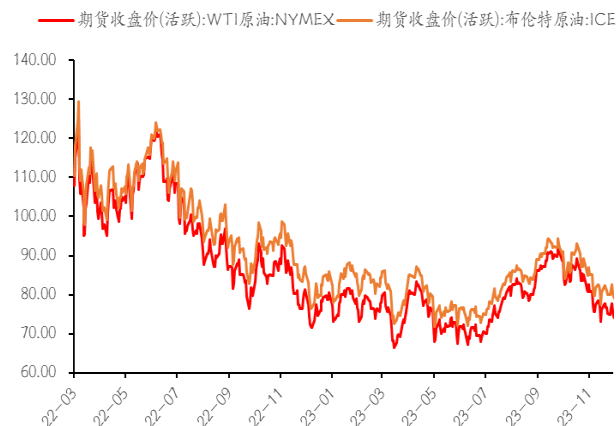
图表 27：人民币阶段性承压（单位：点）



资料来源：Wind，光大期货研究所

**图表 28：黄金的避险属性（单位：美元/盎司）**
**图表 29：全球原油需求展望调降（单位：美元/桶）**


资料来源：Wind，光大期货研究所



资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2、2024 年大类资产展望

对于风险资产来说，2024 年的主要定价逻辑预计将经历美国经济降温到美联储降息的切换，在美国经济软着陆、美联储在 2024 年年中降息的基准假设情形下，预计 2024 年下半年全球流动性转松会对权益类市场带来一定提振，利率存在下行空间，商品将受到宏观需求的支撑。

海外方面，美国经济预计将会放缓，此前的宽财政、紧货币、高利率已行至末端，叠加居民超额储蓄接近耗尽，消费降温将制约美国经济增速。但美国制造业补库周期或有望在明年开启，制造业回流将成为支撑美国经济软着陆的核心线索。同时，美联储将积极引导经济软着陆，因而货币政策方面对于市场的冲击或有所弱化，美债收益率预计将在降息预期的驱动下逐步下行。欧洲方面存在较强的衰退风险，欧元经济的走弱可能会迫使欧央行先于美联储开启降息周期，美元及美债强势环境有望持续，在美联储未开始降息前，短期内将继续对全球股指估值和大宗商品需求形成压力。

国内方面，随着国内经济渐进修复、财政预算的不断加力以及货币政策端的稳健支撑，国内股市估值将继续修复，债市收益率仍有下行空间，宏观经济的修复叠加美国补库周期的开启，或将提振大宗商品需求，对价格形成支撑。

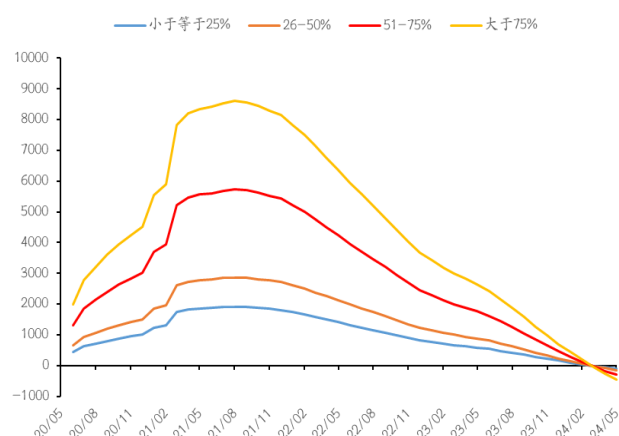
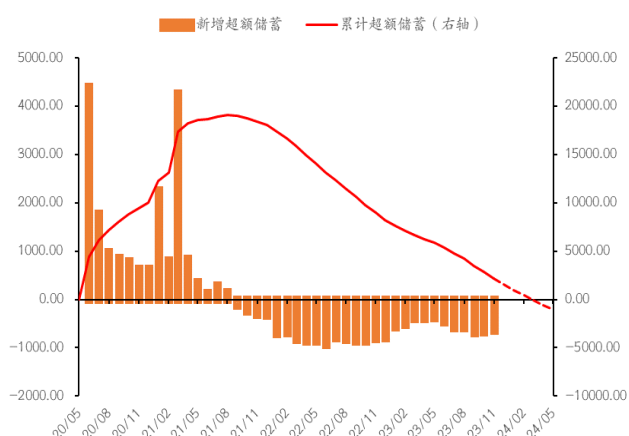
重点关注地缘政治激化对于能源供应和市场宽松预期走强下的通胀反弹压力和经济衰退的可能。一方面，美国长期通胀中枢仍存在提升风险，地缘政治冲击带来的价格波动、劳动力市场的持续强劲，或将使得美国通胀快速回落难度较大。另一方面，市场对于美联储降息的乐观预期

可能会带来流动性过剩的压力，由此抬升资产价格的通胀风险，尤其是固定抵押贷款利率快速下行中的房价反弹，将是明年开启降息的较强阻碍。若美联储再度紧缩以控制通胀，进而增加全球经济陷入衰退风险的可能。

此外，2024 年部分大宗商品价格还将受到供需关系阶段性的扰动。对于原油而言，发达经济降温可能导致全球原油需求有所下滑，而供给端面临较大的不确定性，且全球地缘政治形势的剧烈波动一定程度上加剧了原油的稀缺性，需关注原油供需关系阶段性紧张或地缘政治冲突升温对于原油价格的冲击。对于铜而言，虽然市场对明年供给端增量存在较强预期，但美联储降息有望强化铜的金融属性进而带动其价格回升。对于黄金而言，俄乌冲突持续和巴以冲突的扩散可能，将使得黄金的避险属性得到凸显，引导黄金价格进一步上行。

图表 30：美国超额储蓄下降（单位：十亿美元）

图表 31：耗尽时点差异不大（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 32：2024 年美国开启降息的三种场景

情景	描述	美联储利率政策选择	美联储资产负债表动向
基准场景1：通胀稳步回落，美国经济软着陆、美联储在2024年年中降息	美国经济继续保持增长，但增速有所放缓，通胀同步缓慢回落，失业率缓慢增加	取决于实际利率的上升情况，当信贷出现流动性不足时，即使经济数据稳定，仍将考虑降息	保持当前缩表规模，稳定市场利率
基准场景2：美国经济迅速降温甚至陷入衰退、美联储在2024年年初降息	美国经济快速回落，房产价格受到信贷影响大幅下跌，消费支出水平大幅回落，失业率激增，美联储将不得评估是否紧缩过度	经济显著放缓可能促使美联储快速开启降息周期	适当减少缩表规模，引导市场利率走向流动性宽松
基准场景3：通胀出现反弹，美国经济重新升温、美联储在2024年采取额外紧缩政策	美国经济快速升温，货币宽松预期强化带来经济过热或因物价升高使得通胀下降停滞，美联储不得不在经济衰退和永久性高通胀之间权衡	经济和通胀不确定性可能导致美联储采取进一步加息	适当增加缩表规模，引导市场利率走向流动性收紧

资料来源：公开资料，光大期货研究所

### 三、风险提示

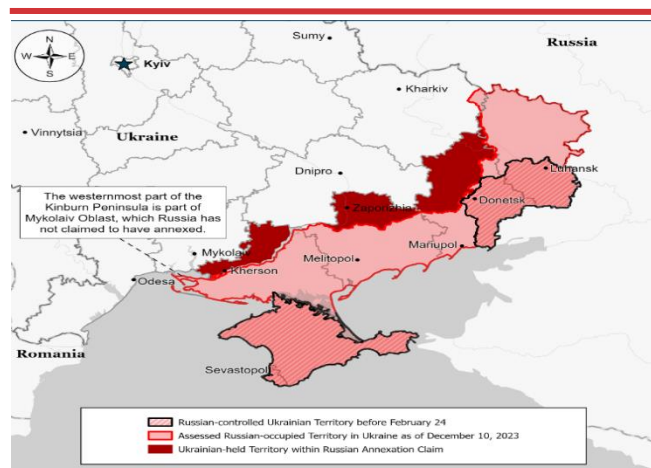
#### 1、地缘政治在 2024 年的演绎

地缘政治风险将是 2024 年经济前景的关键威胁，也是近期和中期最大的商业担忧。因为大规模战争将与全球主要大国的一系列关键选举交织在一起。地缘政治冲突将越来越令人担忧，关键地区之间的差异将更大，从而加剧不确定性和市场波动性。

牛津经济研究院今年 10 月对 130 家知名企业进行的一项全球风险调查显示，有近五分之一的受访者认为，以色列与哈马斯的战争将在未来两年对全球经济构成非常重大的风险。此外，对红海局势、俄罗斯与北约关系的担忧同样普遍，62%的企业认为地缘政治对全球经济构成非常重大的风险。去全球化和国际油价持续上涨在最新调查中也相当突出，这两个因素都可能由地缘政治紧张局势加剧引发，而由此带来的通胀反弹和经济衰退是市场最为担心的情况。

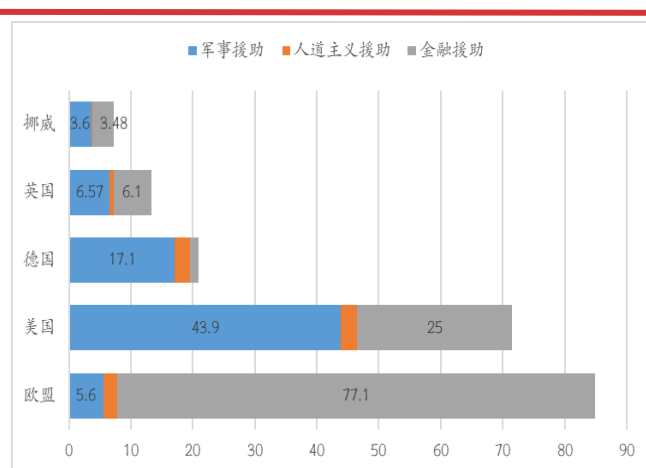
当前来看，2024 年俄罗斯和乌克兰的冲突大概率将继续维持僵局，而中东的疑虑是若以色列和哈马斯的冲突蔓延到包括伊朗在内的周边国家，这将可能会“升级为具有全球和军事影响的地区冲突”。

图表 33：俄乌冲突最新情况（截至 12 月 15 日）



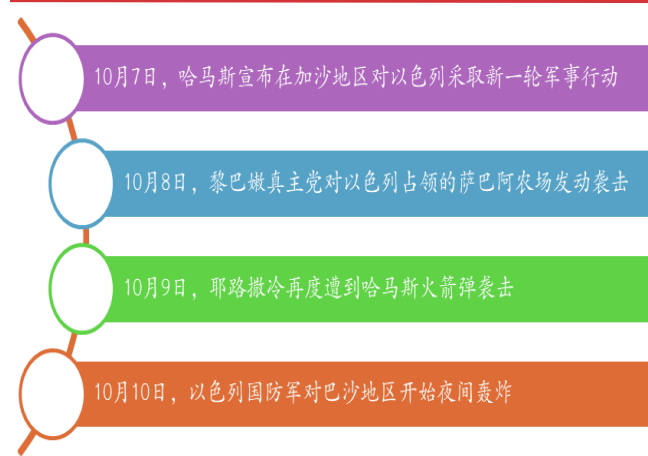
资料来源：ISW，光大期货研究所

图表 34：对乌克兰援助 TOP 5（单位：bn 欧元）



资料来源：IFW-Kiel，光大期货研究所

图表 35：本轮巴以冲突发生时间线



资料来源：公开新闻整理，光大期货研究所

图表 36：巴以冲突有在中东有进一步扩散的可能



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

## 2、美国 2024 年总统大选的演绎

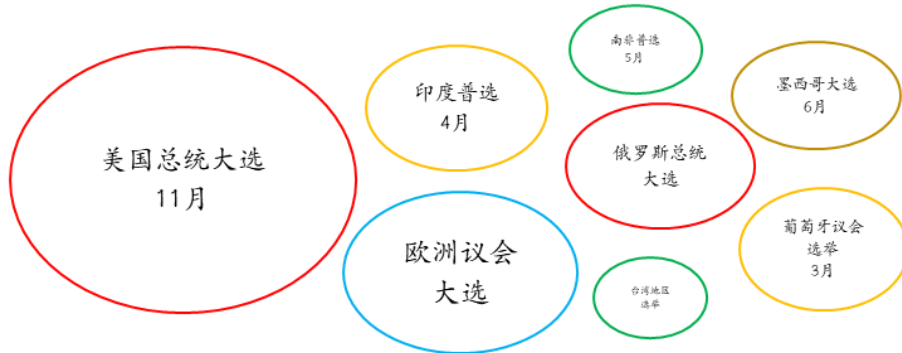
2024 年是全球大选之年，美国总统大选可能是投资者最为关心的议题。目前来看，此次美国总统选举大概率会再次上演特朗普和拜登的第二次对决，预计美国大选对于市场的扰动在下半年才会真正体现出来。2024 年 9-10 月期间将会进行三次公开辩论，美国两党候选人将会对自己的执政理念与计划进行阐释，也是市场评估后续风险的重要依据。

拜登当前的支持率并不高（认可 39.9% VS 不认可 56.6%）。尤其是美国民众对于军事援助乌克兰和以色列表示反对，而拜登一再增加对外军事援助，使得他的民众满意度快速下滑。另外，在 6 个中西部“摇摆”州中特朗普的支持率相对拜登反而更具优势，中西部选区的结果将很可能左右最终的选举结果。

此外，传统的围绕财政支出议题来引导选民站位的效果或无法完全实现，甚至是带来反面效果，尤其是当政治博弈很可能引发美国金融市场危机的情况下。

总的来看，特朗普再度执政的几率并不低。若特朗普重新获得执政机会，并且由共和党实际控制国会参议院和众议院，特朗普的财政赤字扩张以及逆全球化的政策主张将很可能加剧全球经济碎片化，至少在短期内可能会抑制全球增长并助长通胀的反弹。对海外投资来说，债券可能是相对而言更适合的选择。另外，最新民调显示，美国民众对于两党支持度上的差距不大（共和党 44.8% VS 民主党 43.9%），因此 2024 年美国国会的控制权归属也将是经历激烈的竞争。

图表 37：2024 年全球大选时间概览



资料来源：公开资料整理，光大期货研究所

图表 38：2024 年美国总统大选关键时点

2024 大选关键时间点	各时点安排
2023 年冬季 11-次年3月	两党公布党内总统候选人相关竞选规则； 总统参选人开始为自己所支持的议员候选人进行党内初选支持活动；
2024 年夏季 7-8月	民主党和共和党分别进行党内初选，决定两党总统候选人；各选区联邦和州议员 候选人将在5-6月完成初选确认（国会：1/3席次参议员，以及全部席次众议院候 选）
2024 年秋季 9-10月 (美国总统辩论委员会负责)	总统候选人进行辩论 第一场2024年9月16日在得克萨斯州圣马科斯的得克萨斯州立大学举行； 第二场辩论将于明年10月1日在弗吉尼亚州彼得斯堡的弗吉尼亚州立大学举行； 第三场辩论将于明年10月9日在盐湖城的犹他大学举行。
2024 年11月5日	全国大选投票日，决出选举人团代表（共计538人），各选区联邦和州议员人 选，以及为总统候选人投票
2024 年12月16日	根据总统候选人投票结果，选举人团代表在州府投下选举人票 获得超过270张选举人票者即为当选
2025 年1月20日	总统当选人经由参议院确认，宣誓就职

资料来源：美国竞选委员会，光大期货研究所

图表 39：美国两党候选人民意调查情况

<b>General Election: Trump vs. Biden vs. Kennedy vs. Manchin vs. West vs. Stein vs. Mapstead</b> Wall Street Journal			
Trump 37	Biden 31	Kennedy 8	
Manchin 3	West 3	Stein 2	
Mapstead 1			
			Trump +6
<b>2024 Republican Presidential Nomination</b> Wall Street Journal			
Trump 59	DeSantis 14	Haley 15	
Ramaswamy 4	Christie 2	Hutchinson 0	
Burgum 0			
			Trump +44

资料来源：RealClearPolitics，光大期货研究所