

经风雨，坐看云起

国投安信期货 2024 年宏观年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1 全球经济：政策变奏，相向而行	3
1.1 回顾 2023：复苏与衰退的摇摆与混沌	3
1.2 展望 2024：联储政策的转弯，中美分野的矫正	4
1.2.1 美国经济：兼顾经济与政治的货币政策转弯	4
1.2.2 全球经济：美元与人民币相向而行	8
1.2.3 预期差来源：美国经济降温幅度与政策反馈	9
1.3 总结：中美经济相向而行与各自的“最后一公里”	11
2 中国经济：破立再平衡	12
2.1 宏观政策展望：总量仍偏积极，加强政策协同	12
2.2 宏观经济展望：寻找经济弹性修复的线索	14
2.2.1 出口：前低后高，曲折修复	14
2.2.2 消费：潜力犹在，渐进恢复	16
2.2.3 基建与制造业投资：中流砥柱，保持韧性	17
2.2.4 房地产：从出清到新常态	19
2.2.5 通胀结构：再通胀温和回归	21
2.3 总结：稳与进的变奏曲，破与立的再平衡	23
3 大类资产配置建议：经风历雨，坐看云起	23
3.1 大类资产：顺应汇率运行，把握资产轮动	23
3.2 大宗商品：乍暖还寒，先抑后扬	25

李而实

首席分析师

从业资格证号：F3057070

投资咨询号：Z0016176

个人简介：

国投安信金融衍生品研究中心负责人，宏观金融首席分析师，拥有券商研究所六年以上A股市场宏观策略及行业研究经验，专注A股趋势研判，2016年新财富评选（策略）第五名。拥有五年期货公司宏观大类资产和金融期货研究经验，2022年《期货日报》最佳宏观分析师。擅长自上而下从全球宏观、资产配置以及跨市场分析视角入手，把握经济周期轮动和大类资产运行的关系。

靳顺柔子

中级分析师

从业资格证号：F3025620

投资咨询号：Z0014424

个人简介：

国投安信期货宏观经济分析师，中国人民大学经济学学士，美国福特汉姆大学金融学硕士，荣获期货日报第16届最佳宏观分析师。具有扎实的经济理论知识和数据分析功底，负责跟踪国内外宏观经济形势与数据，把握政策走向与变化，参与大类资产配置研究。

胡静怡

高级分析师

从业资格证号：F03090299

投资咨询号：Z0019749

个人简介：

国投安信期货有限公司研究员。伦敦大学玛丽皇后学院机械工程博士，期货从业4年。主要负责大类资产配置底层分析，结合宏观经济基本面与经济周期运行，侧重研究商品中观及商品指数，构建宏观及商品相关计量模型。曾在期货资管公司担任量化研究员，具有两年对期货和期权的量化研究经验。

摘要

全球经济：政策变奏，相向而行

2023 年，中国经济疫后重启获得一定动能，美国持续打压通胀亦初现成效，但是地缘冲突的延续性、中美经贸合作的曲折性以及中美经济政策的差异性，让全球经济短周期筑底，但却失去了弹性。中美经济中“存量”的差异让基于各自“流量”的经济预期产生了明显偏差。

2024 年，基于经济因素和政治因素的综合考虑，美联储货币政策向降息转变，人民币向震荡偏强转换，中美政策有望迎来一次相向而行的机会。从经济节奏上来讲，上半年仍需要经历风雨的考验，但是随后全球的增长因子和通胀因子也有望重新获得弹性。

中国经济：破立再平衡

2024 年中国经济整体基调是以进促稳，先立后破。总量政策仍然保持相对积极的基调，同时在结构上更侧重财政政策发力，货币政策协同。从地产金融去杠杆的“破”到新的需求体系如何“立”将是重要看点。美国货币政策的转向和中美共同对于全球供应链风险的管理利好人民币的企稳和国内政策空间和经济弹性的修复。上半年汇率的企稳到资产价格的企稳仍然有一个循序渐进的过程，随后信用的弹性有望修复。

大类资产展望：经风历雨，坐看云起

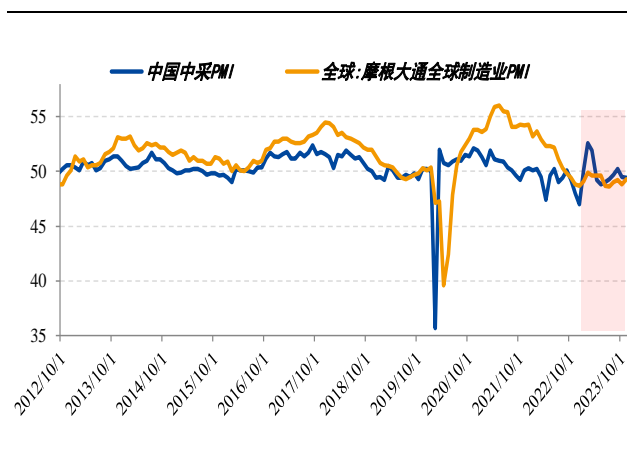
大类资产的节奏围绕着美联储政策转向节奏和国内政策发力节奏展开，在年初经济景气度惯性向下的尾部风险作用下，国内风险资产要先经历风雨，再迎来转机，关键在于联储政策对于资产价格的支撑和国内信用加速器重新启动。人民币以震荡小幅走强为主，债市牛市褪色缓慢逐步迎来转势，股指在上半年仍要经历探底到磨底，随后震荡式修复，市场风格上渐进转变，大宗商品有望呈现先抑后扬的格局，全年把握从通缩交易向再通胀转换的节奏。

1 全球经济：政策变奏，相向而行

1.1 回顾 2023：复苏与衰退的摇摆与混沌

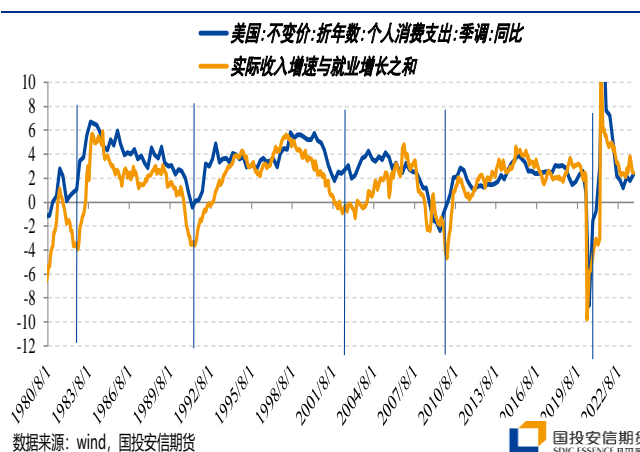
2023 年，中国经济在疫后重启获得了一定的修复动能，而美国持续管理通胀也取得了显著的成效。但是从全年来看，地缘政治的博弈和局势的复杂仍有一定的延续，俄乌冲突尚未完全终结，而巴以局势则再起波澜，另外从中美元首的旧金山会晤到巴厘岛会晤，中美经贸的谈判与合作也是循序渐进、一波三折。在这样的背景下，全球制造业景气度和短周期运行虽然有所企稳，但是失去了弹性。美国由于居民部门资产负债表的韧性，快速加息向消费支出和就业市场的压力传导较为缓慢，因此承受住了更高的美债利率，而中国由于地产大周期的惯性向下，加之各部门化债任务加大，私人部门的内生修复动能仍然比较弱，人民币国际化过程中推进了结算份额的占比，同时也承受了资金流出的压力。

图 1：全球经济周期呈现低位徘徊的特征，虽然仍有库存周期的企稳但缺乏弹性



资料来源：Wind，国投安信期货

图 2：美国呈现出就业和薪资市场的韧性，支撑了消费服务的韧性，衰退预期逐步减小

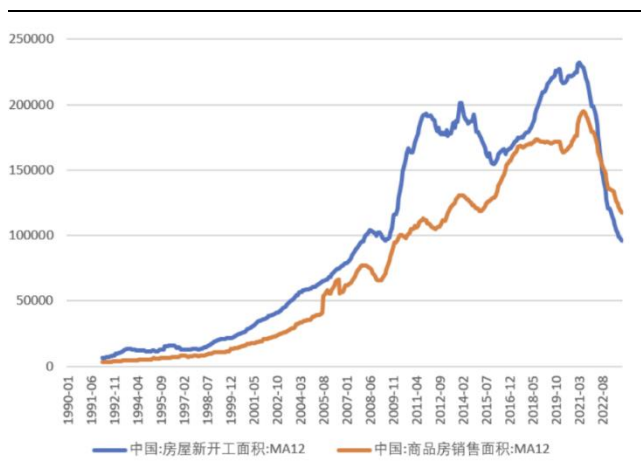


资料来源：Wind，国投安信期货

从 2023 年的上半年到下半年，全球经济经历了从探底到筑底的变化，上半年在经济的“疫后红利”之后，国内的地产周期的压力再度显现，进入到下半年，美债流动性的压力亦再度回归，于是中美两国共同开始寻找困中破局之路。进入到四季度，地缘政治风险向原油供给

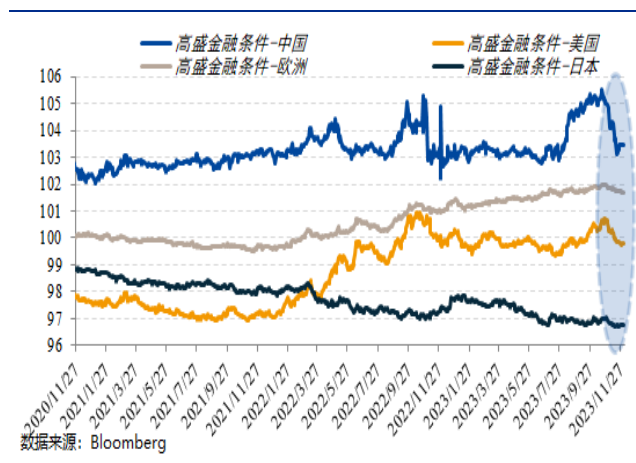
压力的传导有缓和迹象，美联储在四季度议息会议上释放了从加息周期向降息进行转变的信号，与此同时，国内的增发 1 万亿国债亦在四季度回归。破局的迹象显现。站在 2023 年四季度展望 2024，美国的货币政策周期如何展开？中国经济弹性能否修复？

图 3：2017 年底房地产大周期迎来拐点，19-20 短暂的反弹后，开始剧烈地向下调整



资料来源：Wind，国投安信期货

图 4：进入到 Q4 后，随着美国金融条件的恶化向中国靠拢，两国的金融条件共振改善



资料来源：Bloomberg，国投安信期货

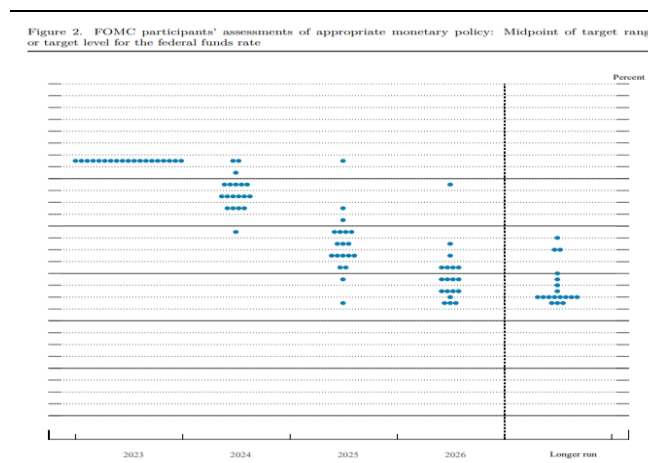
1.2 展望 2024：联储政策的转弯，中美分野的矫正

1.2.1 美国经济：兼顾经济与政治的货币政策转弯

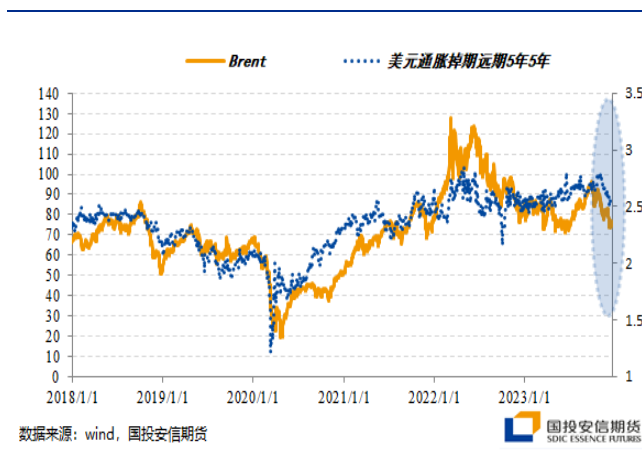
2023 年，美国经济较好地平衡了“金融稳定性、财政持续性、管理通胀的有效性”三重目标。首先，在三月份美债利率冲破 4% 之后，引发了硅谷银行业的危机，但随后美联储和美国财政部快速地用流动性工具进行应对将挤兑快速遏制；其次，虽然债务上限问题数次引发美国国内两党的博弈，但是都保证了顺利打开债务上限的空间，避免了美债的过度冲击，且美国表现出了对于离岸金融较强的动员能力，从而海外资金尤其是欧日资金大幅回流美国股债市场，助力了美国股债的顺利增发；最后，由于能源危机的逐步缓和，加之美联储偏强势的利率对于非核心通胀逐步的压制，使得美国通胀读数逐步回落，并且在 5 月份之后非农薪资增速超越 CPI 的增速，“软着陆”的预期大增。

12 月份美联储议息会议上,美联储顺应市场通过点阵图释放出 2024 年降息三次(75bp)的信号,并未再度强调就业市场带来的韧性,而侧重了管理通胀的成果,美联储的这一转变释放了范式转换的信号,我们以下几点对于美联储这一信号进行认知:

图 5: 12 月 FOMC 会议点阵图, 美联储顺应 市场定价表示 2023 年降息三次, 态度偏鸽 **图 6: 进入到 Q4 后, 地缘局势相对复杂, 但 油价供给风险管控压低了美国的通胀预期**



资料来源: Wind, 国投安信期货



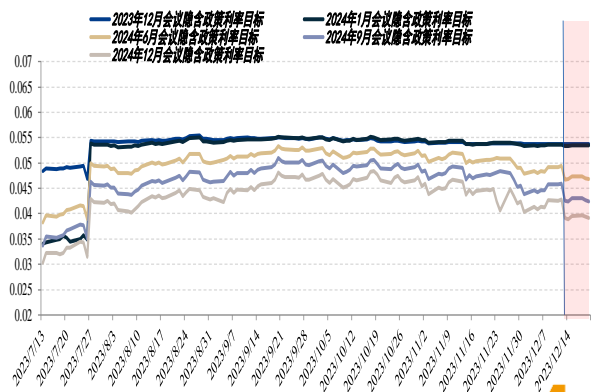
资料来源: Wind, 国投安信期货

首先,能源供给冲击的继续管控积极迹象出现。在巴以冲突之后,地缘局势虽然仍然在高度的不确定性之中,但是美国整体来看对于冲突的升级一直保持克制,进入到四季度后,OPEC+的减产力度也不及预期,油价对于压低美国通胀预期发挥着至关重要的作用。如果中美经贸关系向好,双方亦有一定的诉求共同管理供应链冲击的风险,那么也会巩固美联储管理通胀的成果,美联储可以顺应通胀因子的降温调低政策利率;第二,前期紧缩的滞后效应开始向实体经济进行传导,虽然说消费服务仍然保持一定的韧性,但是持续的回落对于美国制造业投资和经济的景气度不断施压,联储在近期调低了 2024 年的经济预测,且就劳动力市场本身而言,11 月份的数据已经传递出进一步的“降温”信号,职位空缺反应劳动力市场的紧张程度已经明显缓解;第三,仍然是对于美债稳定性的考量,需要平衡的不仅仅是经济基本面,也需要考虑美债市场的平稳。9 月份议息会议之后,美联储释放偏鹰信号后,叠加美债发行的压

力，美债在二级市场被大量抛售，美债流动性和隐含波动率都大幅抬升，随后美国财政部调整了发债的结构与节奏，美联储亦随即表示美债利率的大幅抬升起到了自动加息的作用。而从 2022 年四季度的发达市场债市冲击和 2023 年一季度的硅谷银行冲击来看，美债市场流动性压力每次都会获得联储阶段性转鸽的反馈。

那么，既然美联储基于增长因子和通胀因子的降温，释放货币政策转向的信号，那么美国经济周期的运行在 2024 年该如何演绎呢？美联储的货币政策会如期进入到降息之中吗？我们认为从年底到明年上半年美国实体经济仍有明显降温的过程，且在大选年管理政治风险的背景下，美联储有维持宽松金融条件的惯例。同时，虽然经济显著降温，但是由于美联储的未雨绸缪，使得软着陆的概率仍然较大：

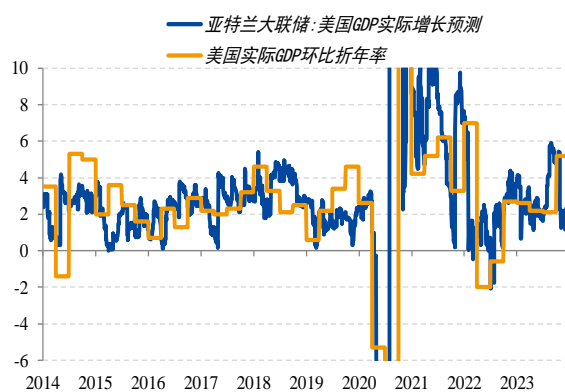
图 7：12 月议息会议后市场超前定价 2024 年美联储降息 6 次（150bp）左右



数据来源：Bloomberg，国投安信期货

资料来源：Bloomberg，国投安信期货

图 8：根据亚特兰大联储的预测，美国 2023 年 Q4 的实际经济增长率大幅回落



数据来源：Bloomberg，国投安信期货

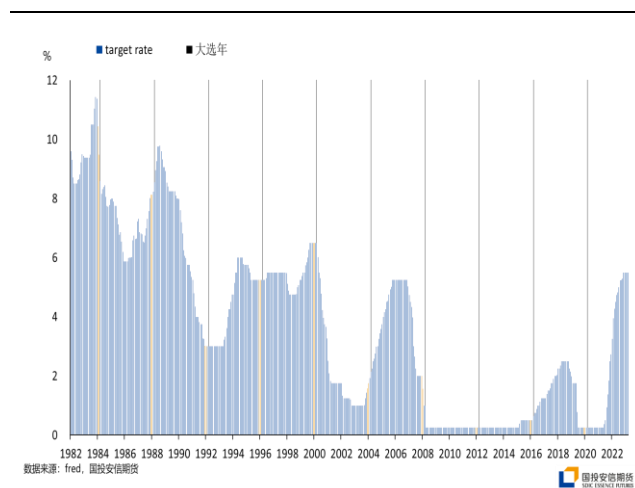
资料来源：Bloomberg，国投安信期货

首先，经济基本面的运行支持向降息的转换。2022 年-2023 年，美国经济的韧性来自于财政转移支付带来的美国家庭部门资产负债表的修复，居民的超额储蓄较高，在超额储蓄回归正常的过程中保证了居民消费支出的稳定，而根据美联储的测算，进入到 2023 年下半年开始，消费储蓄的消耗有加速迹象，预计在 2024 年二季度之前消耗完。虽然美国在今年 10 月份之

后开始有修复金融条件的意愿，但是前期紧缩给实体经济带来的压力的惯性仍然存在，这使得美国在 2024 年上半年仍然面临压力。

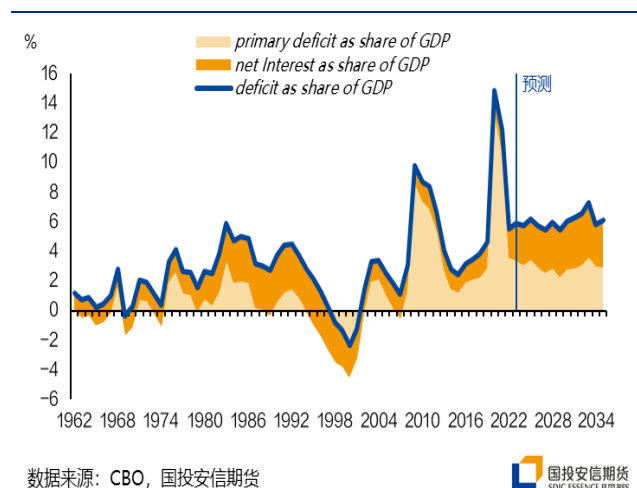
其次，政治风险的管理支持美联储向降息的转变。2024 年是美国的大选年，1980 年至 2020 年的 12 次美国大选中，美联储 6 次在选举之前（当年 11 月）处于加息周期中，分别是 1980 年、1984 年、1988 年、2000 年、2004 年、2016 年，在 6 次加息中，除了 1980 年和 2004 年之外，每一次美联储都至少在大选前两个月出现暂停加息举动，比较极端的情况如 1984 年直接在 9 月从加息转向降息。也就是说，当选举之日越临近时，美联储在加息的举措上就越谨慎。在 2016 年大选时，在“反建制派”特朗普与“建制派”希拉里之争如火如荼展开时，美联储亦不断推迟加息预期，待到选举结束后才落地，而当前阶段，在管理“特朗普风险”的过程中，面对经济潜在的降温压力，美联储选择未雨绸缪亦是情理之中。

图 9：历史上美联储目标利率与美国大选周
期的关系（橙色为大选前两个月）



资料来源：FRED，国投安信期货

图 10：净利息支出限制了财政赤字收缩，但
也同样限制了财政政策对于经济的支持



数据来源：CBO，国投安信期货

资料来源：CBO，国投安信期货

最后，美国经济实现软着陆的概率仍然较大。由于美联储的提前转向修复了当前的金融条件，那么在美国实体经济的降温后，金融条件的修复也为后续经济融资成本的下降和私人部门

信贷的修复提供动力，发达市场也在库存周期的探底过程中，这会支撑到明年下半年美国经济短周期的修复。尤其是考虑到中美的经贸合作在 2023 年四季度迈出了第一步，如果在 2024 年上半年能够继续管控风险推进合作的话，则为后续的修复提供更明确的支持。因此美国经济虽然在上半年有明显降温的风险，但是这一降温演化为硬着陆的概率较低。

因此从中期方向上来看，美联储基于经济的实体经济的降温和管理政治风险的大背景，推动货币政策由暂停向加息转换或是 2024 年的主要线索，而在上半年走向降息的过程中，市场的提前定价和美联储的适度纠正或带来一些节奏上的波动。

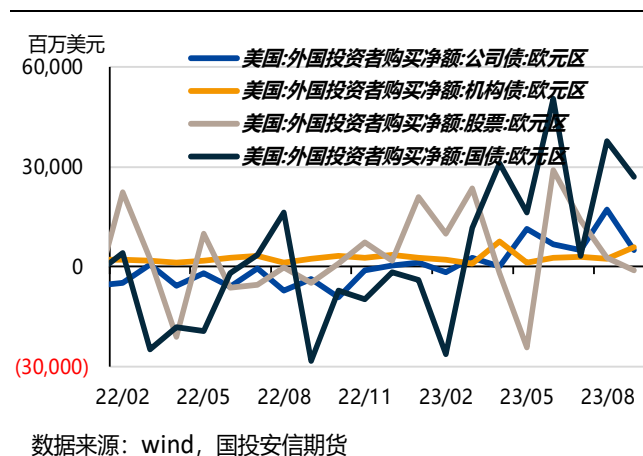
1.2.2 全球经济：美元与人民币相向而行

2023 年，美元从 2023 年的流畅上行向高位震荡转换，跑赢美元的主流货币仍然较少。对于美国而言，其一方面管理通胀，另一方面需要打开债务上限为国债融资，这就意味着其一方面需要偏强势的利率，另一方面则需要偏强势的美元吸引海外私人部门投资者购买美债。对于人民币而言，则正好处于相反的状态之中，一方面地产周期压力下终端需求处于通缩的状态中，这意味着可以通过偏低的利率进行债务置换和展期，另一方面则通过维持偏低的利率，在货币国际化过程中拓展结算和融资货币的份额，在强势美元状态下弥补离岸的流动性缺口，因此维持了相对弱势汇率的状态。

展望 2023 年，对于美国而言，对于财政政策而言，既难以实质性的大幅宽松，也难以显著地紧缩，整体应为偏稳健的状态。难以实质性宽松，在于美国在 2023 年持续的打开债务上限，已经引起了两党激烈的博弈，前有麦卡锡面对民主党过于“软弱”而成为国会成立以来首个被罢免的众议院议长，后有主权债务评级机构下调美债评级。另外，就美债的承接而言亦有约束，2023 年 Q3 长债期限溢价的抬升正是供应过剩的结果，2024 年私人部门还将面临大量美债供应。从离岸的角度来看，2023 年日本投资者对于美债的购买给予了较大支持，但其对于日本央行调整 YCC 开始表现出越来越强的兴趣，在 2024 年对于美债的承接或有所转弱。

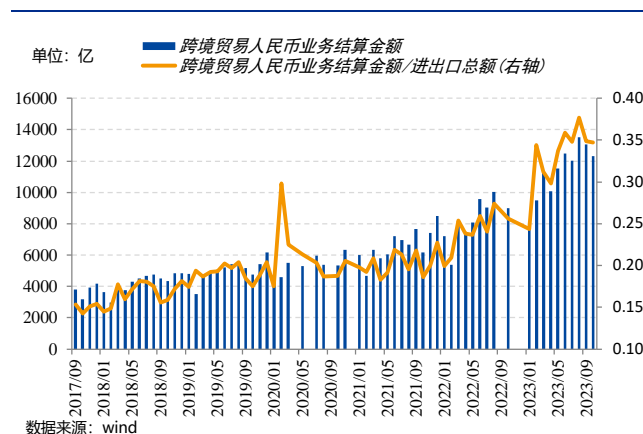
而如果美国经济不出现“硬着陆”美联储则仍然按照既有的节奏缩表，那么其必然要通过利率工具来增加国内私人部门对于美债的承接，这也对应了美联储向偏鸽方向的转换。当然基于财政在利息支出方面的支出刚性，预计财政赤字亦难在 2024 年大幅收紧。那么从“财政-货币”的政策组合来看，相比于 2023 年宽财政紧货币的组合，2024 年向财政边际上更紧以及货币相对更松的转变，利于美元汇率相对更为弱势的方向的转变。

图 11：从 Q2 后期开始欧洲和日本大量购买美国国债和股票，中国卖出美国国债



资料来源：Wind，国投安信期货

图 12：俄乌冲突是人民币结算份额抬升的起点，在 2023 年又进一步加速



资料来源：Wind，国投安信期货

相对应的，中国 2023 年以宽货币助力化债，本身是宽货币和财政偏紧的政策取向，造就了相对弱势的汇率，以 2023 年四季度增发万亿国债为起点，进入到 2024 年，大概率在总量政策维持积极的背景下，政策结构上呈现财政政策地位更占主导，而货币政策相对协同的特征，这利于汇率向偏强势状态转变。因此就 2024 年而言，美元指数在宽幅震荡中，较 2023 年的中枢有所走弱。中美利差震荡修复的格局有所延续，人民币或呈现震荡偏强的格局。

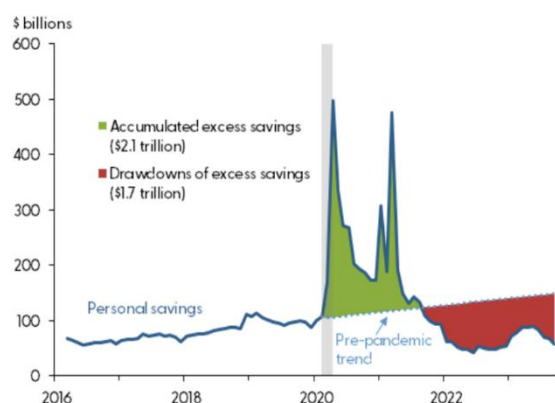
1.2.3 预期差来源：美国经济降温幅度与政策反馈

1.2.3.1 预期差来源之一：经济降温超预期，美联储的通胀 2% 目标松动

我们在 2023 年的年报《守得云开，结构重塑》中曾提到这样一种分析预期差的方式：在

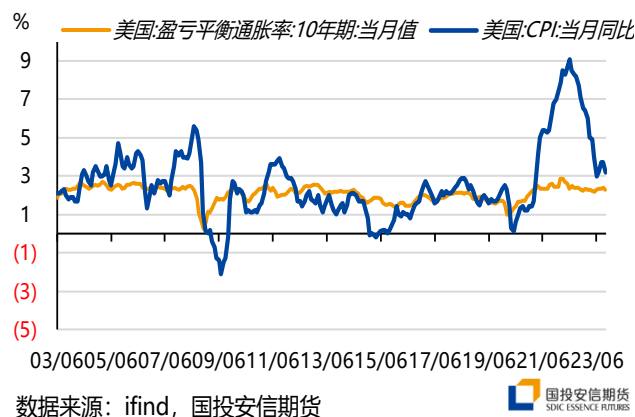
2023 年主要线索是美联储从放缓加息速度到暂停加息的背景下，预期差的来源第一种情景是美联储基于美国经济的韧性可以慢转向，第二种情景则是美联储基于“硬着陆”压力的提升必须快转向。最终回溯来看，由于美国强大的金融体系支持了美国平衡多个政策目标，因此暂停加息的时点一直推迟到了 2023 年的四季度，美联储实现了可以慢转向的情景。对于 2024 年而言，如果说主要脉络是美联储由暂停加息迈入到降息通道中，那么预期差又如何影响宏观局势演化的节奏和幅度呢？

图 13：根据圣路易斯联储测算，美国的超额储蓄在 Q3 有加速消耗势头，明年 Q2 前耗尽



资料来源：Wind，国投安信期货

图 14：大选年如果美国经济降温的幅度超预期，那么大概率 2% 的通胀盯住松动



资料来源：Wind，国投安信期货

第一种预期差来源对应的超预期情景：美国在 2023 年上半年的降温力度较大。经济运行存在一定的非线性特征，前期经济的存量部分保持韧性，资产价格的繁荣也支撑着居民部门的收入预期，市场已经习惯了美国经济的韧性，而如果存量效应在 2024 年上半年降温，那么当期经济的回落幅度可能会超预期，从而引发较强的避险情绪。尤其是如果中东局势带来的供应链压力再度扰动美国管理通胀目标的难度，那么美联储实施降息有所提前，同时对于 2% 的通胀目标可能有所松动。

如果出现这样的情景，在短期经济降温带来的避险情绪对于全球的风险资产带来一定的压

制，国债等避险资产的波动率亦会放大。但是这同时会增加中美联合管理地缘风险的诉求，推进经贸合作也会更为顺畅。美国在利率回落的背景下财政政策或有一定修复，但是支持地缘冲突延续的力度有限。在这样的背景下，中国国内经济政策的有效性会增加，风险资产的弹性也会修复，形成更为明确的破局之势。站在 2023 年四季度的时间窗口，市场对于明年经济的弹性预期较低，这样的演绎路径会在后续增加国内经济向上弹性的预期差。

1.2.3.2 预期差来源之二：经济降温低于预期，美国财政韧性较强

第二种预期差来源对应的超预期情景：美国经济保持韧性降温缓慢，美财政压力较小。美联储通过提前维护美国金融条件的稳定使得美国资产价格带来的财富效应对于美国居民部门消费服务的支撑力度较强。通胀预期的回落带来了美国私人部门对于美债利率预期的转变，在这样的背景下，虽然联储负债端的逆回购下降较快但是银行部门的准备金目前仍保持在较高水平，对于财政的适度扩张提供支撑。这种情况下，美联储对于市场较为超前的定价降息宽松会有明显的纠正，带来市场的波动，美联储向降息的转变一波三折，且幅度缩小。与此同时，美国在地缘风险上也会展现得偏鹰，同时中美经贸合作的复杂性提升。在这样的外部背景下，国内稳增长的经济政策的传导效果也会受到挑战，国内实体经济面临的成本抬升，以及国内金融资产面临的资金流出压力缓解的幅度将小于预期。

1.3 总结：中美经济相向而行与各自的“最后一公里”

展望 2024 年，美国实体经济带动发达经济体在上半年有所降温，美联储的货币政策会经历范式转换，由持续的加息进入到降息之中。美联储货币政策的转向，既是对于经济基本面本身的反应，也有在大选年对于管理政治风险的考虑。与此同时中美联合管理全球供应链风险的诉求进一步增加。随着中美在货币与财政政策组合的边际变化，人民币兑美元的震荡走强将会出现。在外部的宏观流动性约束下降的背景下，为国内经济新的有效需求的“立”提供条件。从宏观经济运行的节奏来看，进入到 2024 年上半年，美国与发达经济体会带动全球经济探底

和摸底，无论是美国的通胀管理还是中国的化债都有最后一公里。进入到 2024 年下半年，随着美联储货币政策转向和中国经济修复的再度启动，全球经济短周期的共振反弹和新的再通胀交易有望出现。全年来看，预期差的来源在于上半年美国经济降温的力度以及国内财政政策的力度。

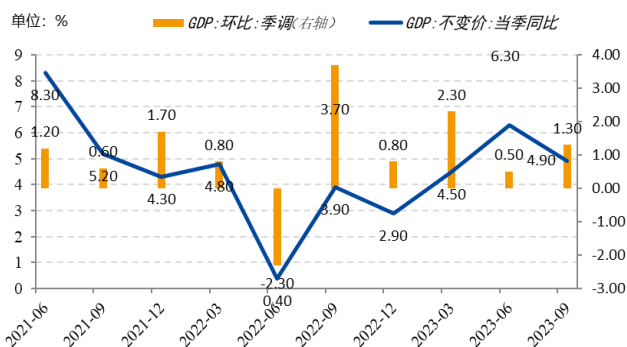
2 中国经济：破立再平衡

2023 年是疫后经济常态化的第一年，前三季度两年复合增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%，大致呈“U”型走势，前三季度 GDP 同比累计增长 5.2%，初步测算，四季度只要增长 4.4% 以上，就可以保障完成全年 5% 左右的预期目标，我们预计全年 GDP 实际同比增速达到 5% 以上。若以“5%”为锚，2023 年实际 GDP 两年同比在 4% 左右，尚未恢复到潜在增速水平。从结构上来看，2023 年中国经济呈现分化型弱复苏状态，服务消费快速反弹，成为拉动经济增长的主动力；但房地产和金融周期下行，外需走弱的同时内生需求不足问题持续凸显，微观主体信心修复进程缓慢，年内中国经济反弹整体弱于预期。

2.1 宏观政策展望：总量仍偏积极，加强政策协同

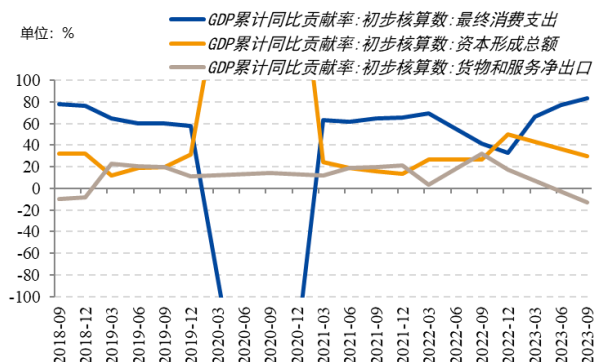
12 月的政治局会议和中央经济工作会议对明年经济和政策的总基调偏积极，进一步阐释了稳和进的关系，即“稳中求进、以进促稳”和“加大宏观调控力度”，有利于推动明年经济向好，夯实恢复的基础。财政政策方面，中央经济工作会议延续了“积极财政政策要适度加力提质增效”的表述，这个基调与去年比较没有太大差异。此外提到了“谋划新一轮财税体制改革”，整体来看，在维持一定积极政策支持扩大需求的同时，也会约束地方政府的支出，并开始重塑中央和地方事权与支出责任。2023 年四季度增发 1 万亿国债，并提前下达 2024 年度部分新增地方政府债务额度，有助于尽快形成实物工作量，在 2024 年达成开门红。此外，在当前地方政府财政收支紧张和防范化解地方政府债务风险的背景下，将由中央政府加杠杆来承担更多支出责任或将资金转移给地方政府使用，2024 年财政赤字率或突破 3%。

图 15：2023 年前三季度中国 GDP 环比增长
大致呈现出“U”型走势



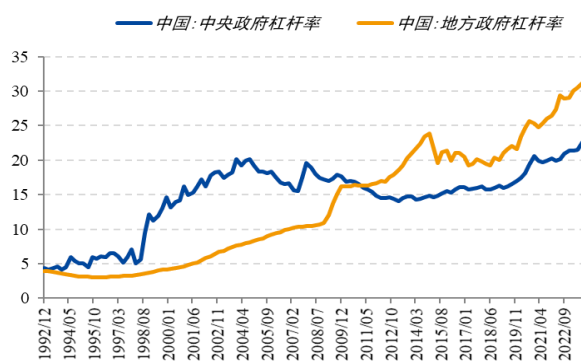
资料来源：Wind，国投安信期货

图 16：2023 年服务消费快速反弹，成为拉动经济增长的主动动力



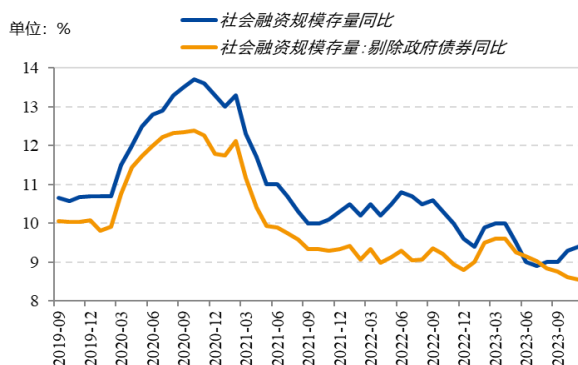
资料来源：Wind，国投安信期货

图 17：地方政府杠杆率近年加速上升，未来政府杠杆或更加加在中央



资料来源：Wind，国投安信期货

图 18：年内剔除政府债券融资的社融增速持续走低，实体融资需求偏弱



资料来源：Wind，国投安信期货

货币政策方面，中央经济工作会议提出了“保持流动性合理充裕。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”，从中央经济工作会议货币增速跟经济和通胀目标相匹配来看，我们预计明年货币政策在“量”的层面上可能不再那么强调总量的增速，而是

更侧重货币政策的有效性和信贷投放质量。从“加强政策工具创新”方面可关注 2024 年在货币财政配合下的政策工具创新。今年在经济恢复上，服务业要强于工业，供给端强于需求端。在经济供给侧改善强于需求侧的情况下，物价水平短期内仍将保持低位运行。考虑到明年通胀前低后高的节奏，以及在财政政策发力前置的情况下货币政策需要协同，再加上海外降息节奏提前等因素来看，我们认为明年货币政策放松的节奏可能也会相应前置。

2.2 宏观经济展望：寻找经济弹性修复的线索

当前总需求不足的背后原因是我国经济发展正从低成本下的高速增长时期转向成本上升后的高质量发展时期，处于新旧增长动能切换的阵痛期。2024 年，一方面，周期性力量反转和经济结构中新动能的韧性使得经济增速有望继续向上修复，另一方面，我国经济进入新的均衡状态，尽管经济增速还难以回到疫情之前，但各行业有望从分化状态进入平衡增长阶段，这个过程中价格实现温和的增长。

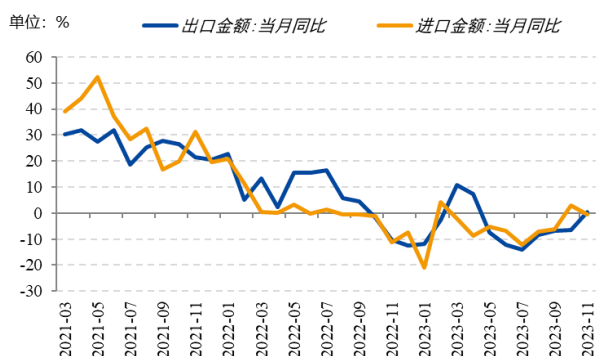
2.2.1 出口：前低后高，曲折修复

今年我国出口情况整体呈现出“先升、后降、再升”的三段走势。一季度表现好于预期，二季度承压下行，三季度整体略微缓和。虽然基数回落，10 月出口增速降幅扩大至-6.4%，显示外需压力或仍为之后主要制约，但随着海外进入消费旺季形成正面拉动，11 月出口增速恢复正增长且好于预期，由于去年 12 月份同期基数仍然较低，年内出口增速有望继续回升。分地区看，今年欧美紧缩货币政策并未转向，欧美市场需求收缩的背景下，我国与一带一路、拉丁美洲、非洲等贸易关系较稳定，弥补了美欧日韩等发达经济体份额。

展望 2024 年，出口总量的总体回暖仍需关注欧美终端商品消费需求，在当前欧美仍将维持高利率的时间内，前期紧缩的惯性对于总需求的压制仍在，短期商品消费恢复动能相对有限，上半年外需压力仍在。全年来看，若欧美国家在经济降温后启动降息，或有望进一步提振其补库力度，进而提高全球贸易回升的弹性。此外，2023 年中美关系的发展较为曲折，下半年美

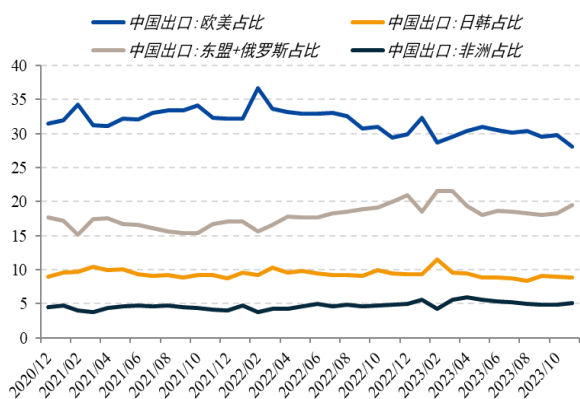
国官员密集访华，但当前双方在经贸和投资领域仍时有摩擦，特别是在对华企业制裁方面仍未见实质改善。不过两国领导人的旧金山会晤还是给 2024 年中美经贸摩擦缓和提供了想象空间。中期来看，中美之间的竞争格局难以逆转，若美方对中国的封锁效果弱于预期，有助于外需压力边际好转，若摩擦再起，我国占美国进口份额可能难以快速回升进而拖累整体出口增速。

图 19：今年我国出口情况整体呈现出“先升、后降、再升”的三段走势



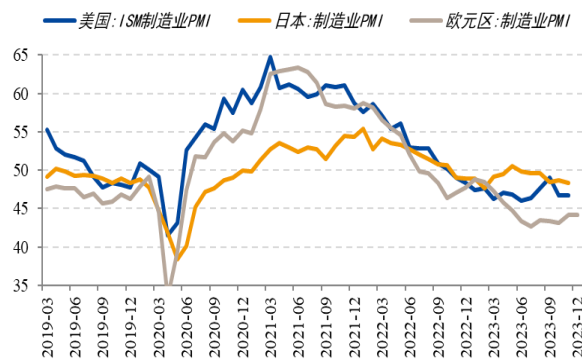
资料来源：Wind，国投安信期货

图 21：我国与一带一路等新兴市场贸易关系较稳定，弥补了美欧日韩等发达经济体份额



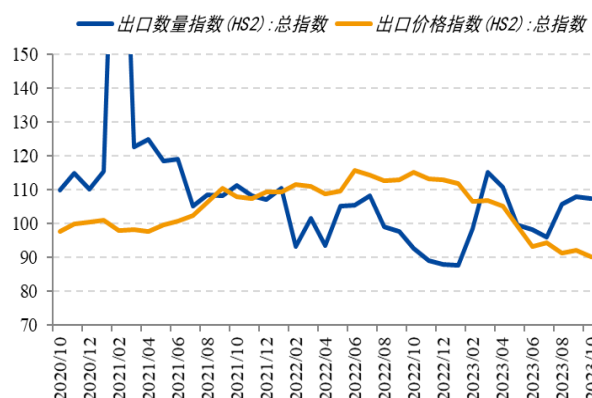
资料来源：Wind，国投安信期货

图 20：2023 年美日欧 PMI 整体以震荡下移位处，近入到下半年以低位运行为主



资料来源：Wind，国投安信期货

图 22：出口数量相对稳定，而出口价格持续拖累出口金额



资料来源：Wind，国投安信期货

综合来看，在对美欧出口份额有望企稳，“一带一路”等新动能持续增强的共同推动下，2024 年我国出口有望维持韧性。受基数分布影响，增速呈现“前低后高”走势。

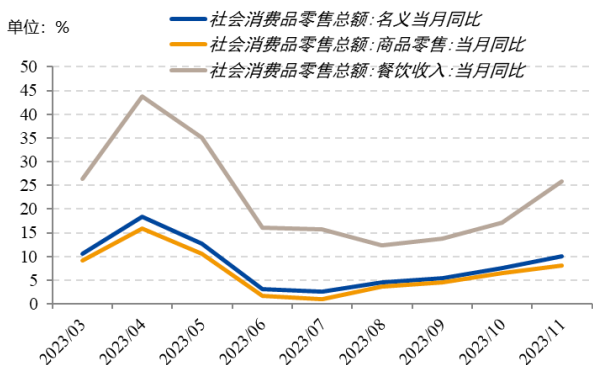
2.2.2 消费：潜力犹在，渐进恢复

在新冠疫情影响之前，我国社会消费品零售增速在 8% 附近。疫情限制解除后，今年初消费出现了较快复苏，但受收入预期变化影响消费恢复的持续性不足，截至目前尚未修复至疫情前，1-11 月份，社会消费品零售总额 399554 亿元，同比增长 13.7%，两年平均增长 4.0%，仍远低于疫情前水平。一方面，经济名义增速不及实际增速，资本市场表现低迷，导致居民收入增长信心不足，使得居民更倾向于增加储蓄而非消费。2023 年前三季度城镇居民人均消费支出占可支配收入的比例仅 63.1%，不仅低于 2021 年的 63.9%，也低于 2019 年的 66.3%。另一方面，地产周期下行持续拖累商品消费，今年前三季度，居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，占居民人均消费支出的比重是 46.1%，比去年同期明显提升了 2 个百分点，消费改善的主要增量来自服务消费。

展望 2024 年，我们认为稳增长政策将助力 2024 年消费延续复苏，但超预期走强的概率较小。服务消费方面，海外经验显示疫后服务消费复苏之路较长，且中国服务消费本身处于长期增长通道，复苏空间或更宽阔，服务消费有望保持韧性。商品消费方面，2023 年下半年后，稳经济、稳楼市、稳就业政策持续推出，积极因素不断累积，随着存量放贷利率的下调，提前还贷降温，也有助于释放消费潜能，提升消费意愿。必需品消费预期回到过去较高的中枢，而可选品或仍较疫情之前有一定差距，一方面，汽车消费潜力在今年已有大量释放，2023 年 11 月乘用车市场零售达到 208 万辆，同比增长 26%，环比增长 2.4%。根据乘联会的预测，全年零售有望达到 2150 万台，超越 2019 年水平。另一方面，地产销售中枢系统下移或是大概率事件，这将使得地产后周期消费上行空间有限，整体来看商品消费或延续温和改善路径。因此我们认为，疫后居民消费在持续恢复，明年消费有望继续向疫情前趋势水平靠拢，而超预期走

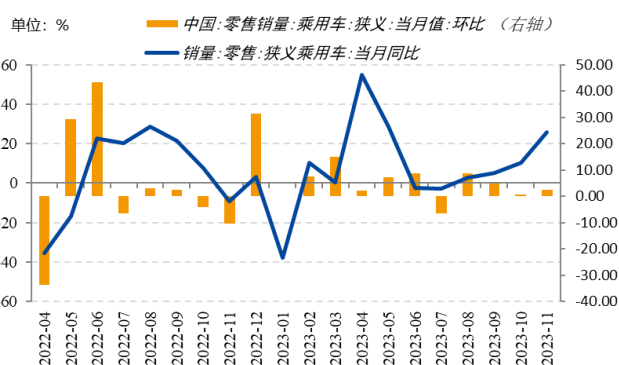
强的概率较小。此外，我们预计政府会增加民生支出力度，带动居民消费。持续关注 2024 年财政方面对于民生支出力度的反馈，这也将成为提振居民消费的重要支撑。

图 23：服务消费带动整体消费增速修复



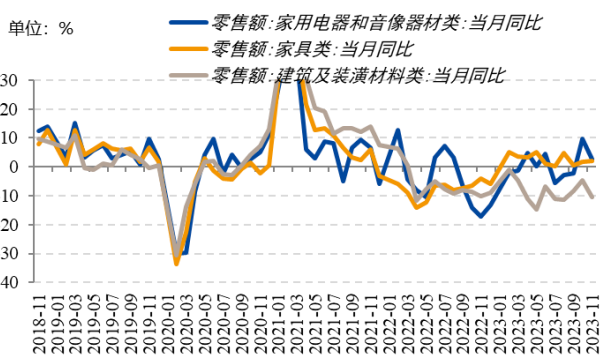
资料来源：Wind，国投安信期货

图 24：2023 年汽车消费依旧反弹通道



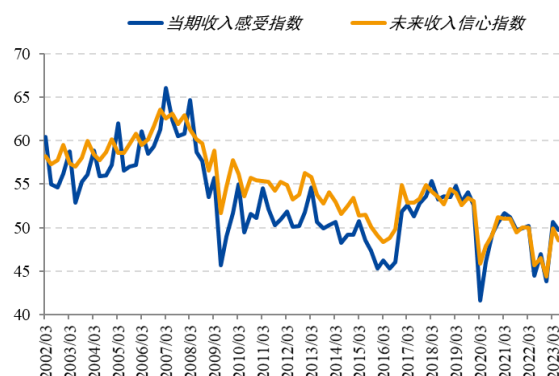
资料来源：Wind，国投安信期货

图 25：国内地产后周期链条消费疲弱



资料来源：Wind，国投安信期货

图 26：国内收入信心仍处于较低状态



资料来源：Wind，国投安信期货

2.2.3 基建与制造业投资：中流砥柱，保持韧性

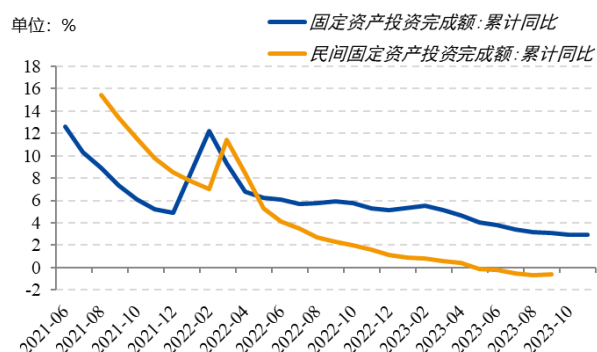
今年在经济恢复上，需求端的相对疲弱主要体现在投资。1-11 月份固定资产投资增速 2.9%，较上半年增速回落 0.9 个百分点。其中，1-11 月制造业同比增长 6.3%，基建投资同比

增长 5.8%，均高于投资整体增速 2.9%；目前房地产投资深度下行，去年房地产投资下行 10 个百分点基础之上，11 月份累计同比增速跌至-9.4%。因此，在投资维度上,与疫情前相比，房地产的变化对整体修复产生了比较大的影响。同时，民间投资相对疲弱，1-11 月民间投资同比下滑 0.5%，低于整体投资增速，国企、民企投资分化。

展望 2024 年,我们预计 2024 年基建和制造业继续带动投资增长,房地产降幅有望收窄,进入新发展模式。具体来看,基建投资方面,2023 年全国财政赤字由 38800 亿元提高至 48800 亿元，中央财政赤字由 31600 亿元增加到 41600 亿元，预计财政赤字率由 3%提高到 3.8% 左右。考虑到明年经济仍面临一定下行压力，财政政策仍将保持积极，如前文所述，我们认为财政预算仍有望达到 3%以上的水平，支持基建投资力度。从节奏上来看，2023 年 10 月宣布增发的 1 万亿国债预计将分为两批各 5000 亿，分别于今年 4 季度和明年 1 季度发行，考虑到从发债到形成实物工作量的流程相对较长，对于当季度基建投资提振作用可能不大，将主要计入到 2024 年基建投资和 GDP 当中。新开工项目可能将在明年 6 月底之前开工建设，对明年的增长及基建投资带来一定支撑，预计明年财政支出明显前倾，各季度基建投资同比表现呈前高后低走势。

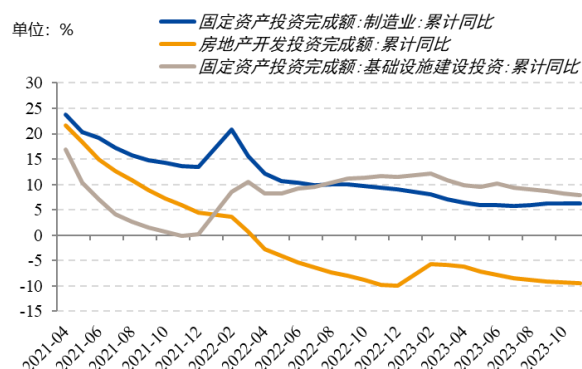
制造业投资方面，十四五以来，制造业投资增速持续高于固定资产投资增速，亦高于名义 GDP 增速，且本轮周期中“新基建”相关稳增长托举政策有许多受益行业仍落在制造业领域，可能共同托举制造业投资。在经历了一年多的消解之后，当前库存同比增速已经降至低位，产能利用率在 3 季度也有触底迹象，总体压力有所缓解。价格层面，考虑 2023 年的低基数以及 2024 年的经济修复，PPI 同比将由负转正。量、价上行将共同带动制造业企业利润进一步回暖，引领 2024 年制造业投资的回升。我们认为，明年制造业的高增长可能继续成为结构性的增长导向，预计全年固定资产投资累计同比有望回升至 4.5%。

图 27：民间投资相对整体投资疲弱



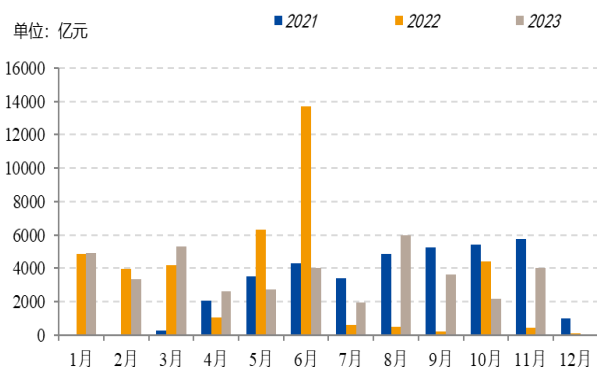
资料来源：Wind，国投安信期货

图 28：地产投资是固定资产投资的主要拖累



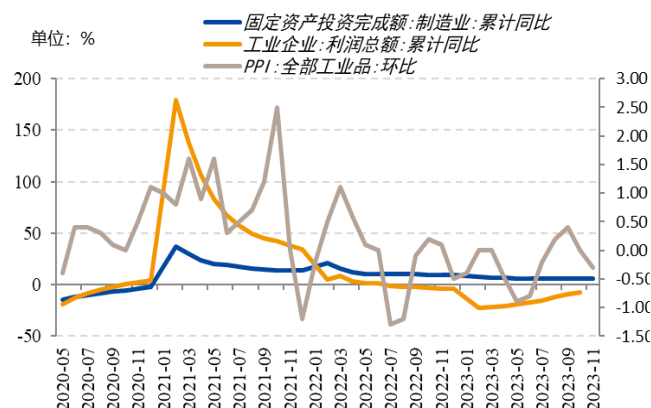
资料来源：Wind，国投安信期货

图 29：2023 年专项债发行保持积极，在下
半年回归明显，四季度仍然维持在高位



资料来源：Wind，国投安信期货

图 30：PPI 同比明年继续上行，量、价上行
将共同带动制造业企业利润进一步回暖



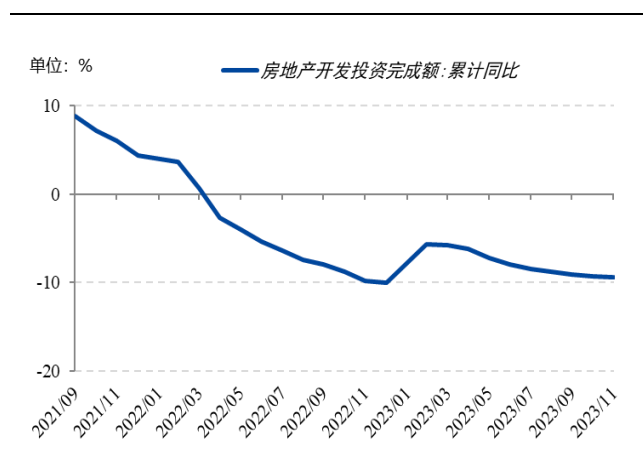
资料来源：Wind，国投安信期货

2.2.4 房地产：从出清到新常态

地产是 2023 年经济修复中最大的拖累因素，从疫后反弹的“昙花一现”，到中央层面的新定调，再到罕见的密集政策落地，形成了覆盖保障房建设、城中村改造、认房不认贷、首付比例、房贷利率下限、存量贷款利率的一揽子组合拳，但实际来看地产数据却改善不明显。1-

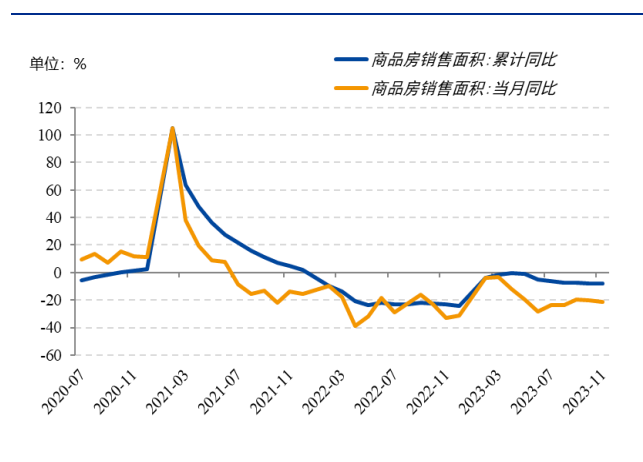
11 月房地产开发投资下降 9.4%，11 月当月房地产投资同比为-18.09%，持续处于两位数下降区间。1—11 月商品房销售面积同比下降 8%，跌幅连续 7 个月扩大；商品房销售额同比下降 5.2%，跌幅连续 5 个月下跌，市场购房情绪持续低迷。2023 年以来，房地产投资修复以“保交楼”为主要特征，各地纷纷开展“保交楼”专项行动，推动项目较快竣工。2023 年前 11 个月，在地产链整体疲弱的情况下房屋竣工面积增速明显高于房屋新开工和施工面积增速。整体来说，2023 年地产下行伴随金融周期下行持续探底，房地产市场内循环难以打通。

图 31：房地产投资增速持续下跌



资料来源：Wind，国投安信期货

图 32：商品房销售持续低迷

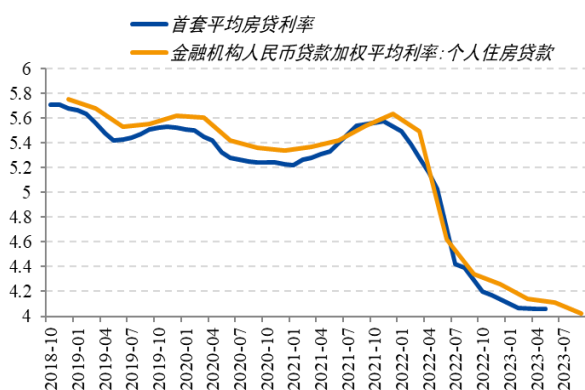


资料来源：Wind，国投安信期货

展望 2024 年，我们认为稳地产的主线预计将在供给端，聚焦财政发力下新一轮房改的支撑。房地产的内生循环往往遵循“销售-拿地-开工”的顺序，销售企稳能为房地产企业带来内生造血，并增强其拿地和开工的信心。然而，过去两年新房销售走弱，民营房地产企业信用风险事件多发，拿地开工资金不足，房地产市场内循环难以打通。7 月政治局会议以来，房地产销售政策进一步“松绑”，从市场成交情况来看，新房销售面积同比增速始终徘徊在相对低位，而二手房成交同比由负转正，呈现更强韧性，二手房销售表现偏强更加剧新房销售下行压力。经历了 2023 年旧的房地产模式出清，房地产领域以及相关的中小金融机构已经构成了显著的金融去杠杆的力量，基本面的持续弱势对于有效需求构成了明显的约束力量。在 7 月份的政治

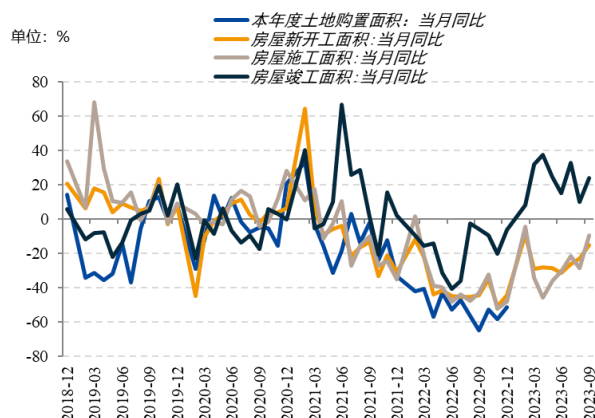
局会议上，已经删去了“房住不炒”的提法，提出了“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。但由于前期基本面向下的惯性力量较大，因此在 2023 年下半年政策，更多是放缓了地产基本面下行的斜率。我们认为 2024 年针对房地产债务压力的缓解和融资条件的修复会更进一步，推动行业基本面进一步修复。但随着投机性需求退坡，居民加杠杆意愿偏弱，房地产成交回升动能或仍偏弱。因此，随着政府稳地产政策的持续升温，“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）将成为 2024 年房地产增量政策的重点方向，提供了新模式和扩大有效需求的抓手，从当前市场的平均测算来看，“三大工程”可以扩大有效投资，带动新增投资在万亿元左右，有利于缓解地产投资端的下行态势。

图 33：房贷利率下行无法提振商品房销售



资料来源：Wind，国投安信期货

图 34：保交楼措施后竣工明显高于其他指标



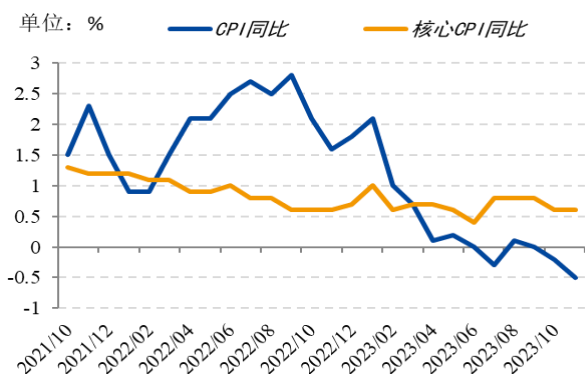
资料来源：Wind，国投安信期货

2.2.5 通胀结构：再通胀温和回归

2023 年前三季度，CPI 方面，供给端疫后劳动力供给较为充足，需求端居民可支配收入增速有所修复，但较疫情前仍有一定差距，叠加地产仍在磨底之中，居民消费信心有待提振。核心 CPI 明显弱于往年季节性，且猪肉、交通工具用燃料价格整体震荡下行，CPI 回升动力相对不足。PPI 方面，2023 年 PPI 总体呈“V”型走势，在基数影响下，仍在负值区间，11 月

全国 PPI 环比由平转降，同比降幅扩大，主要受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响。

图 35: CPI 和核心 CPI 年内低位运行



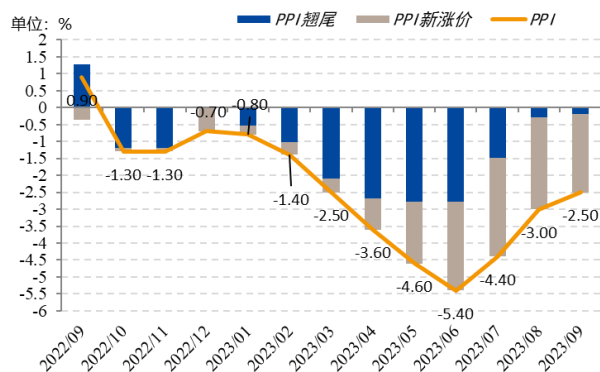
资料来源: Wind, 国投安信期货

图 36: 猪肉价格下行拖累 CPI 回升



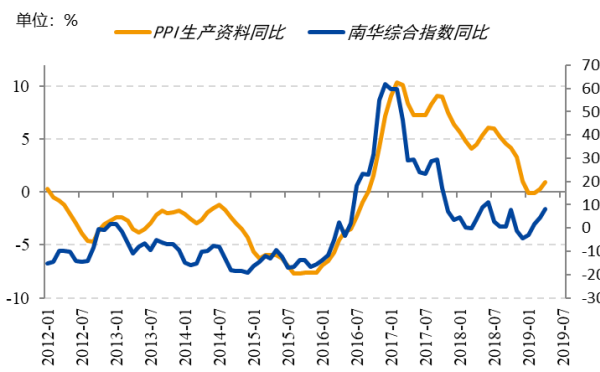
资料来源: Wind, 国投安信期货

图 37: 翘尾因素拖累减少 PPI 自年中反弹



资料来源: Wind, 国投安信期货

图 38: PPI 生产资料和大宗商品价格走势



资料来源: Wind, 国投安信期货

展望 2024 年，CPI 方面，预计 2024 年随着货币财政政策发力，居民收入进一步修复，核心消费需求将稳步回升；猪肉供给端去化明显，在需求端回升、供给端收缩背景下，CPI 中枢有望温和抬升，全年 CPI 有望回升至 1.5% 左右。PPI 方面，能源供给的压力缓和仍是主基

调，未来基建、城中村改造等稳增长政策或将持续发力，带动国内工业品价格回暖，预计 2024 年 PPI 同比将继续回升，全年 PPI 有望回升至 1% 左右。整体来看，CPI 与 PPI 两个通胀指标均于今年触底回升，预计明年在波动中温和上升，CPI-PPI 继续收敛。在节奏上，上半年通缩的压力或有个惯性延续，下半年再通胀回归。

2.3 总结：稳与进的变奏曲，破与立的再平衡

整体来看，在经济复苏的动能尚未稳固之前，2024 年积极的财政政策难以退场，从防风险的角度考虑，预计财政会就一揽子化债方案的实施策略和中长期规划给出较为明确的指示。而货币政策将在提高效率的同时加强与财政协同，降准降息仍可期待，且受海外央行转向宽松的时点影响，节奏或略有前置。近期多家国际组织和金融机构纷纷上调了中国经济的预期，经合组织把中国经济今年的增长预期调高到 5.2%，IMF 调高到 5.4%。在稳健的财政货币政策的刺激下，我们预计 2024 年经济增长将继续向上修复，节奏上要跟踪财政政策节奏和地产基本面修复情况。经历了 2023 年经济重启带来的短暂脉冲式复苏消费回升后，预计 2024 年各行业有望从分化状态进入新的平衡增长状态，当前经济运行中存在的有效需求不足问题有望得到逐步缓解，全年 GDP 仍有望实现 5% 左右的增长。

3 大类资产配置建议：经风雨，坐看云起

3.1 大类资产：顺应汇率运行，把握资产轮动

回顾 2023 年，大类资产运行有以下几个特征：第一，发达市场的“股债双牛”和亚太新兴市场的“债牛股熊”，即全年来看，发达市场股债整体表现较好，尤其在 Q4 美联储释放暂停加息信号后，而亚太的 EM 市场表现相对靠后；第二，黄金和实际利率的定价脱钩，即从全年来看，美国实际利率虽然大幅上行，但是贵金属仍然呈现震荡偏强走势，反映出地缘局势给货币体系带来的动荡对于金价的支撑显现；第三，实际利率和美股的定价发生变异，实际利率

上行对于美股的抑制有限，在加息周期中由于海外资金对于美国金融市场的回流和美国货币市场基金的膨胀，使得美股表现强势。

展望 2024 年，美国实体经济降温后美联储货币政策由暂停向降息的转变是重要主线，在 2023 年全球的风险资产先经历降息预期的提振后，预计全球的风险资产在 2024 年一季度先经历一定的考验，在二季度筑底，下半年的重新蓄势。全年的节奏来看，从货币因子到增长和信用因子，最后到通胀因子。

从外汇市场来看，2023 年显著的特征是美元从单边的强势向高位震荡偏强转换，跑赢美元的主流货币较少，每一次美债利率上行触碰至天花板都会带动美元阶段性回落，另外就人民币和美元的关系而言，在 2 季度美元呈现震荡格局时，人民币主动贬值的幅度显著大于美元走强的幅度，而在 3 季度美元重新走强的过程中，人民币汇率在 7.3 附近启动维稳。展望 2024 年，在美元震荡略偏弱运行的过程中，节奏上来看，上半年由于全球发达市场增长因子的回落，美元或偏强势，而下半年随着美联储货币政策转向的效果显现以及中国经济的企稳反弹，美元或震荡偏弱势为主。对于人民币而言，全年震荡偏强势运行，在上半年在美元偏强的过程中相对于美元走弱但整体较为稳定，下半年随着美元指数走弱整体略偏强势。

对于国债而言，回顾 2023 年，全球债市以走牛为主，信用债市场偏强，而发达市场的债市整体先承压，随着美联储暂停加息的明朗迎来了显著的反弹。从国内视角来看，进入到下半年后，随着化债任务的进一步确立，以及地产金融给基本面带来的压力的延续，国内的信用利差回落，且收益率曲线被显著压低。展望 2024 年，美债利率回落的背景下，人民币汇率压力减缓，对于国内的宏观流动性和资金面的约束减轻，股债“双杀”的压力进一步解除，更多地是关注股债渐进式轮动的机制。中美利差见底后，修复在 2024 年上半年会继续进行，且美债下行或为核心驱动力，伴随海外增长和通胀因子的回落，以及国内从化债向稳增长发力的渐进式转变，牛市底色退却缓慢。节奏上来看，年底到 Q1 的国债走牛仍然有一定的惯性，国债利

率在 2024H1 以震荡下行为主，2024H2 开始关注风险偏好回升以及美国降息周期启动或带来的全球实体经济的震荡上行。

股指而言，23 年 Q4 是中美利差和人民币汇率修复的起点，但 Q4 大中华区股市仍然偏弱，和“巴厘岛”会晤后相比，“旧金山”会晤后，全球周期位置（短周期绝对底部 VS 短周期的降温）差异，北上资金流入强度差异较大，仅表现为结构性行情。后续来看，随着 24 年 H1 外围市场的回调，A 股杀估值或进入最后阶段，随后流动性环境和基本面渐进式修复。市场结构方面，中国国债利率下行定价了红利低波指数，信用利差定价了小盘微盘指数，虽然美债利率的回落和人民币的见底为国内的大市值高估值板块奠定了基础，但是资金面的传导仍然循序渐进。因此结构上来看，2024 年应仍首先坚守“红利低波+小盘价值”的基本结构，待 FED 主动转向明朗，以及国内财政政策向实体传导相对明朗后将二者向“大市值成长+顺周期”有一定再平衡。

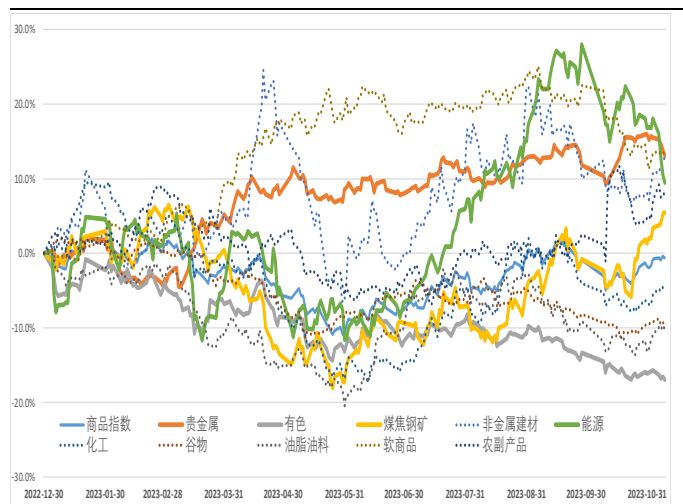
大宗商品而言，从全球周期来看，避险情绪如果倒逼美联储货币政策转向，叠加中国经济在尾部风险释放后信用再扩张，则会带来商品指数形成先回落再反弹、波动区间有所放大的震荡格局。从中国的周期来看，重点从被动去库的后半程向主动补库的转换，预计 H1 商品以弱势磨底为主，在 H2 重点关注需求端的驱动，关注商品和中国国债收益率相关性的回归。结构方面，成本推动型的再通胀压力可能有所缓解，但中东局势的不确定或带来一定的反复。H1 在管理通胀的尾声阶段，偏强势美元和现实需求的弱势对于商品构成一定压力，可能上游强势品种有一定补跌从而形成一定的利润重塑。对于需求拉动的结构重塑保持一定的耐心，关注随着美联储主动降息和国内地产基本面反弹与财政发力后对于工业金属的支撑。

3.2 大宗商品：乍暖还寒，先抑后扬

2024 年商品的运行节奏大概如下：疫情防控放开后，今年一季度国内逐步恢复经济，在内需复苏交易逻辑下商品市场弱反弹；进入到二季度，在复苏不及预期，地产周期向下、以及

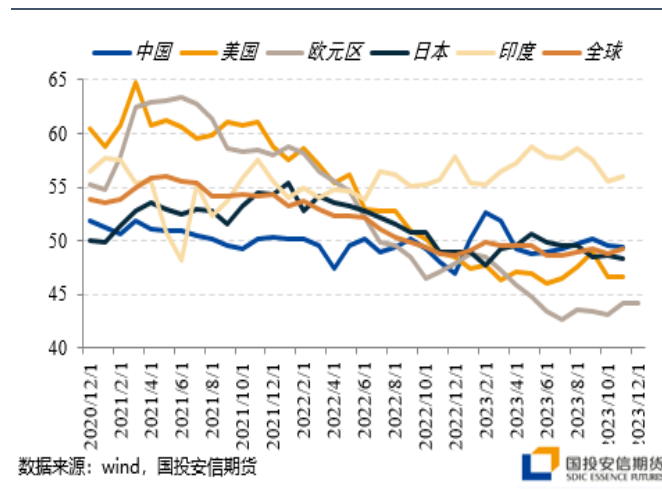
全球制造业的回落压制下有所回撤；不过油价的回落也带来美国核心通胀的降温，给非核心通胀的反弹带来了空间，商品市场三季度逐步开始交易再通胀，在成本推动下显著反弹；进入到四季度，成本推动下的负反馈出现，海外需求回落拖累油价以及工业金属，黑色在预期以及成本端供给扰动下表现强势，商品整体进入震荡。尽管四季度以来商品偏震荡运行，不过价格重心整体轻微往下，反映在全球 PMI 整体还是处于收缩区间背景下，需求端商品仍旧承压。

图 39:2023 贵金属慢牛，工业品建材黑色偏强 有色偏弱，能源 H2 波动回归，农副产品弱势



资料来源: Wind, 国投安信期货

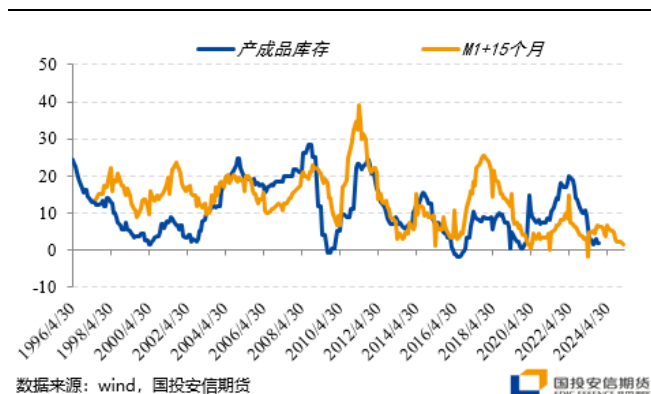
图 40: 全球 PMI 运行-中国春季反弹，随后主要经济体回探低位震荡，失去波动弹性



资料来源: Wind, 国投安信期货

国内库存周期运行来看，今年一季度延续去年的主动去库，随后在主动去库与被动去库之间摇摆，这也和衰退与复苏的混沌相对应。由于产成品库存在整个库存周期的“领先-滞后”指标体系里处于靠后的位置。结合领先指标来看，PPI 在短暂的反弹后有所回落，地产投资亦构成库存同比反弹的拖累，从 M1 和发电量看，全年来看库存同比或有小幅抬升。虽然库存已处于低位，至少从上半年来看，去库的状态或有一定延续性，下半年存在小幅补库的可能。

图 41: 库存周期指标：产成品库存和 M1



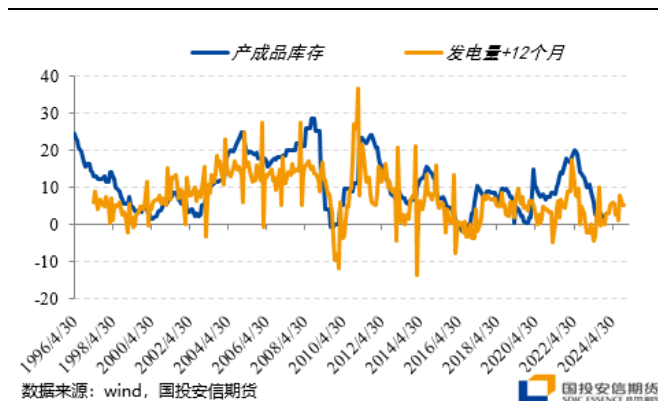
资料来源: Wind, 国投安信期货

图 42: 库存周期指标：产成品库存和 PPI



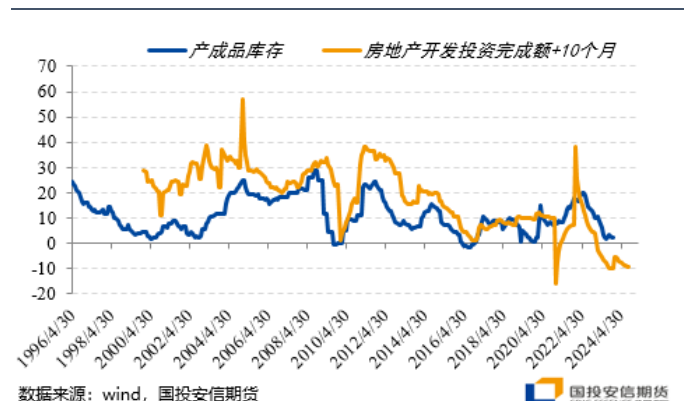
资料来源: Wind, 国投安信期货

图 43: 库存周期指标：产成品库存和发电量



资料来源: Wind, 国投安信期货

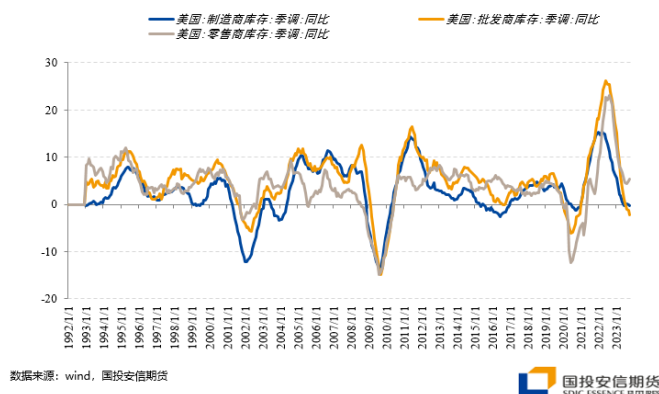
图 44: 库存周期指标：产成品库存和 PPI



资料来源: Wind, 国投安信期货

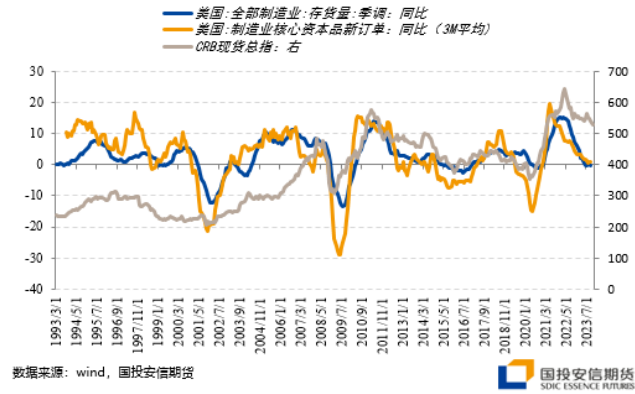
从美国的库存周期看，今年整体维持去库节奏。由于疫情期间供应链破坏的情况，制造商库存在 21 年底相对于批发商与零售商率先进入去库，并于今年下半年提前出现拐点。制造商库销比已连续四个月回落，不过从终端需求来看持续性暂不明显。总体来看，明年初国内补库节奏或仍有反复，因此上半年尚难给大宗商品带来显著的提振。随着美国紧缩环境的改善，金融条件的继续修复，经济摆脱硬着陆，那么晚些时候处于低位的美国库存周期进入补库周期，而在中美补库共振下，商品需求将得到改善。

图 45: 美国制造商、批发商和零售商库存总体仍处于探底过程中, 目前已经处于低位



资料来源: Wind, 国投安信期货

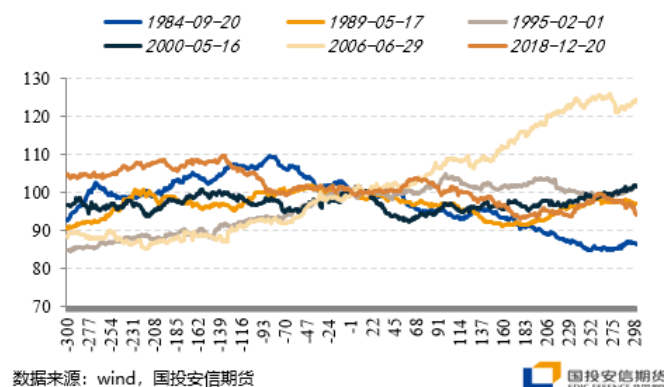
图 46: 美国制造业库存周期与全球大宗商品 (CRB) 周期保持一定的吻合性



资料来源: Wind, 国投安信期货

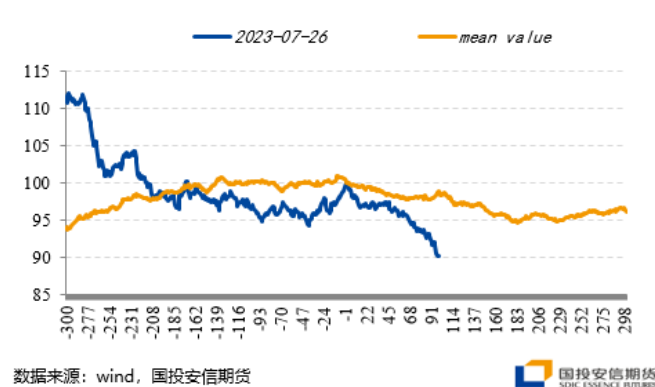
自 9 月议息会议以来, 美联储已经连续三次暂停加息。回顾美联储加息结束后的 CRB 现货指数的运行, 加息停止后一年整体承压运行, 而 2006 年加息高点之后的强势上涨或源于当时长达 15 个月的利率平台期, 以及天气和地缘冲突对于油价供给端造成的扰动。除 2006 年之外几轮加息高点前后的叠加显示, 利率高点后一年商品表现整体先抑后扬。

图 47: 历史利率高点前后一年 CRB 指数表现



资料来源: Wind, 国投安信期货

图 48: 本轮加息高点前后 CRB 现货指数走势

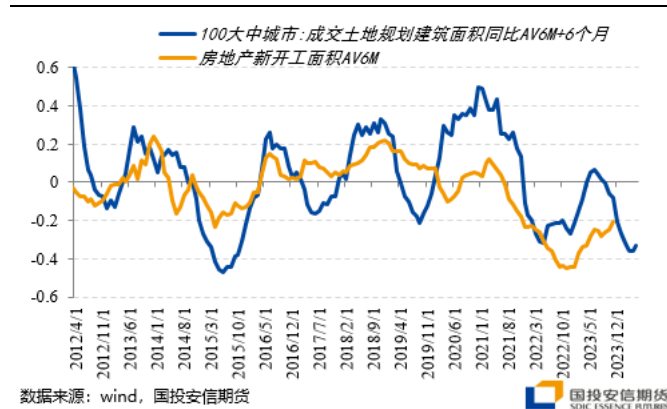


资料来源: Wind, 国投安信期货

近期 CRB 指数的下跌主要来源于油价的回落。近几年各类石油产品需求增速逐年下滑, 而根据历史情况看, 在停止加息后一年, 需求增速均会有所放缓。另外原油还面临能源转型的

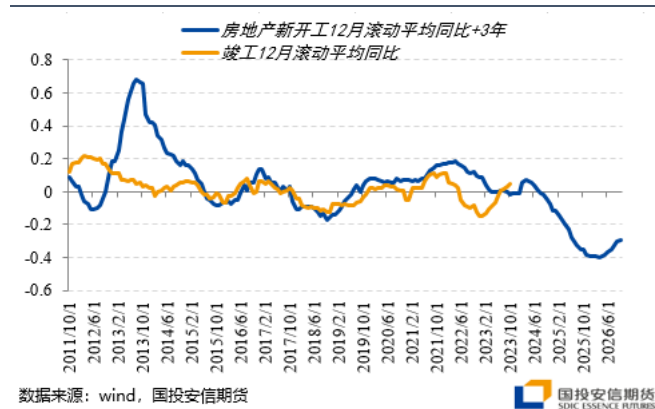
长期挑战，终端需求压力进一步加大。通过最新三大机构的月报可以看出，明年需求增长预测会较 2023 年有明显回落。供给端方面，此前 OPEC+ 部长会议发布低于预期的减产协议，虽然页岩油总体产量也在逐渐衰减，但仍需要 OPEC+ 进一步增加减产来维持供需缺口水平。因此明年油价或整体承压，而在下半年旺季需求拉动下，呈现先抑后扬。

图 49: 通过土地成交面积的新开工预测



资料来源: Wind, 国投安信期货

图 50: 通过房地产新开工的竣工预测



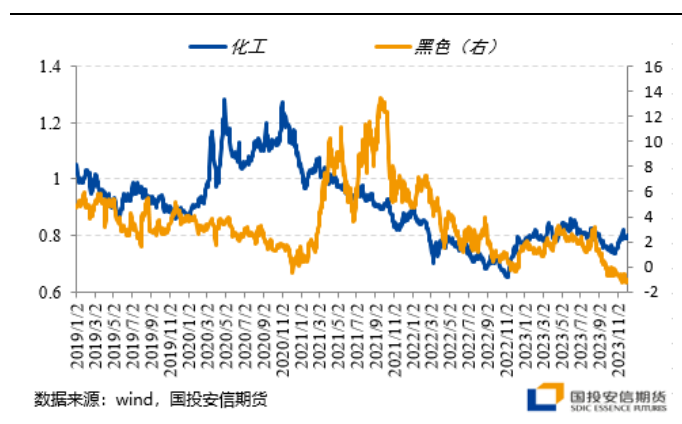
资料来源: Wind, 国投安信期货

而对于国内特有的黑色板块，明年在宏观财政托底下终端需求或温和增长，虽然在钢价有所抬升之后，明年出口相对今年或有一定回落，不过国内的需求增长将有所弥补。供给端则跟随需求波动，钢材利润在今年全年偏低基础上或有所修复。竣工方面，今年由于保交楼的推进拐点提前，然而缺少新开工的支撑，地产竣工明年预计逐渐减少，对于相关有色和化工品品种支撑减弱。虽然竣工需求转弱，但对于有色板块来说，有基建工程的托底以及维持高增长的新能源需求拉动，整体需求预期较好，不过供需偏宽松的格局在明年或仍有延续，限制上方空间。而农产品在高库存情况压力下，上半年表现或弱于软商品。

整体来看，美联储 12 月会议对于明年经济增速下调，上半年或仍旧面临经济降温的情况，不过也为后续的会议提供了上调空间。由于此次美联储的范式调整，经济回落或催化紧缩环境的改善，基准情形下美国经济将实现软着陆。而国内来看，明年财政的回归或推进高质量发展

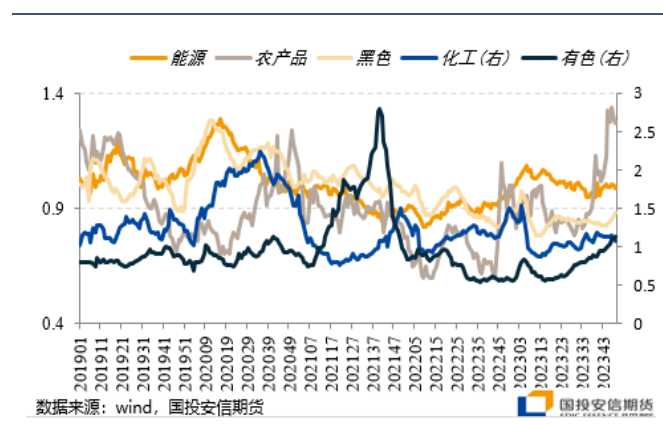
与传统经济的再平衡。且受益于强势美元的回落,人民币汇率压力减小,国内政策有效性提高,需求或逐渐恢复。在财政回归的加持下,基建相关工业品种在上半年或整固修复,相对偏强。而在降息通道中,通胀因子下半年或迎来一定反弹,带动能源与农产品价格修复。停止加息背景下,实际利率中枢不再走高对贵金属形成支撑,另一方面长期去美元化、再通胀以及地缘冲突在资产配置层面同样支撑贵金属。

图 51: 拟合的国内工业品利润指数



资料来源: Wind, 国投安信期货

图 52: 拟合的国内工业品库存指数



资料来源: Wind, 国投安信期货

因此整体来看,明年商品或先抑后扬,整体震荡偏强。结构上看,上半年黑色和有色等品种或相对偏强,而下半年能源与农产品则有一定反弹。国内的实际增长将决定上半年商品的价格重心,而美国是否能顺利转向以及软着陆则影响下半年再通胀交易进程。另外的风险点在于地缘冲突和天气变化对于供应链的影响。如果巴以冲突进一步发酵或使得红海附近的运输周期延长。另外巴拿马运河的严重干旱也增加了运输成本与船舶延误。两者对于能源、农产品以及部分化工品的运输均形成影响,对相关品种价格带来扰动。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 12 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

