

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



国内宏观经济及 国债期货展望

2024年3月6日

国联期货研究所

项麒睿(分析师) 从业资格证号: F03124488
交易咨询资格证号: Z0019956

期货交易咨询业务资格: 证监许可[2011] 1773号

本直播内容为分析师个人观点，仅供参考，不作为投资依据



免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险投资需谨慎

目录

01

国内宏观逻辑 04

02

财政政策 07

03

货币政策 11

04

国内经济 21

05

海外经济 30

06

国债及在大类资产中配置展望 41

01

国内宏观逻辑

研究经济分为供给和需求两个角度

- 供给面分析：生产能力分析
 - 怎样生产出更多的产出？——如何提升生产能力？
供给面的要素：劳动、资本和技术水平
- 需求面分析：
 - 怎样把生产出来的产出消耗掉？——如何提升总需求（有效需求）
需求：消费、投资、净出口（外需）
- 对经济运行效率的判断决定了宏观经济分析是从供给面还是需求面的切入
 - 如果市场是有效的，资源得到了充分利用，则供给（生产能力）才是经济增长的瓶颈
——供给是增长分析的切入点，此时宏观经济运行逻辑类似与微观企业运营逻辑
 - 如果市场是无效的，资源未被有效利用，则需求才是经济增长的瓶颈
——需求是增长分析的切入点，需求可被无中生有地凭空创造，此时宏观经济运行逻辑与微观企业运营逻辑完全不同

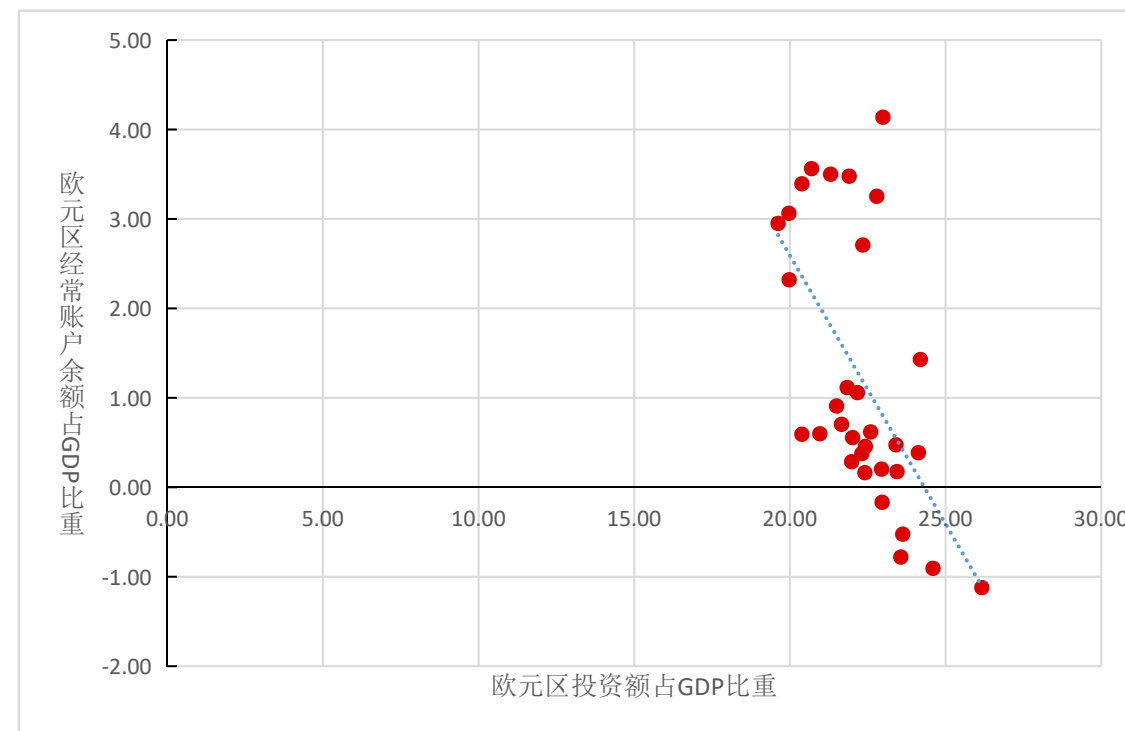
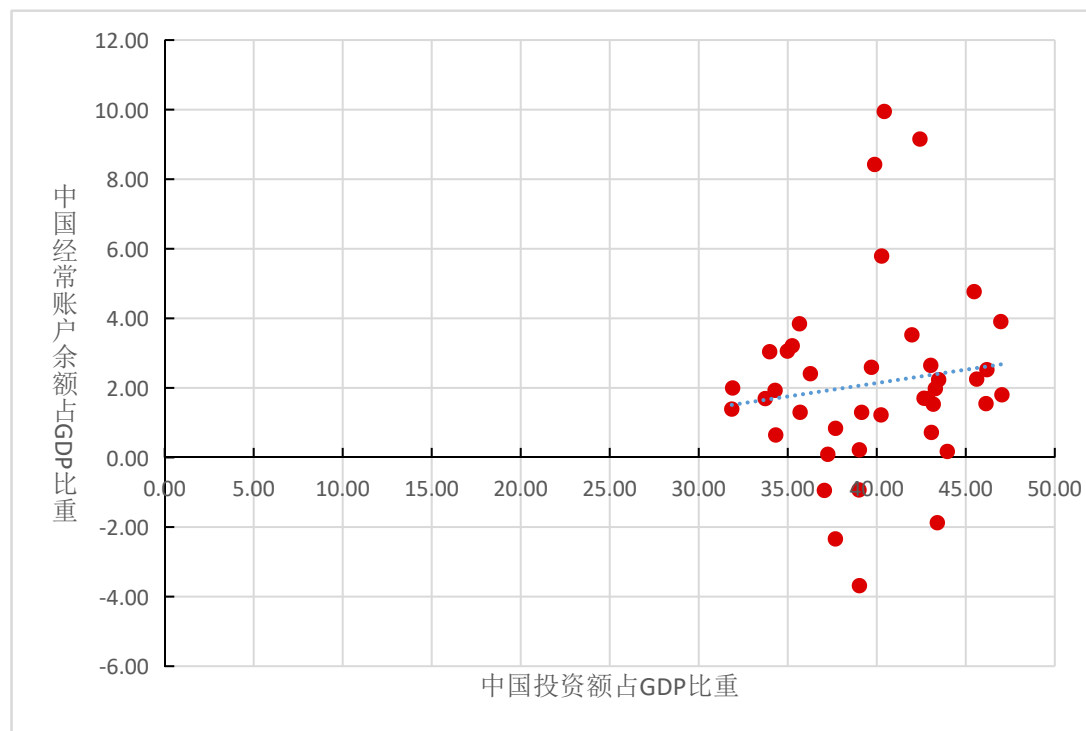


国内宏观逻辑：循环加速，结构性复苏

- 2023年-2024年正处于旧动能降速，新动能尚在培育的中间阶段。
- 中央经济工作会议提出“困难挑战”：**有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱**、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。
- 下一阶段，加大力度推进产业转型升级，拓展海外市场（如“一带一路”），寻找更多的经济增长点；修复居民收入预期，推升消费意愿，提振居民信心，是**重要的微观层面的着力点及目标**。

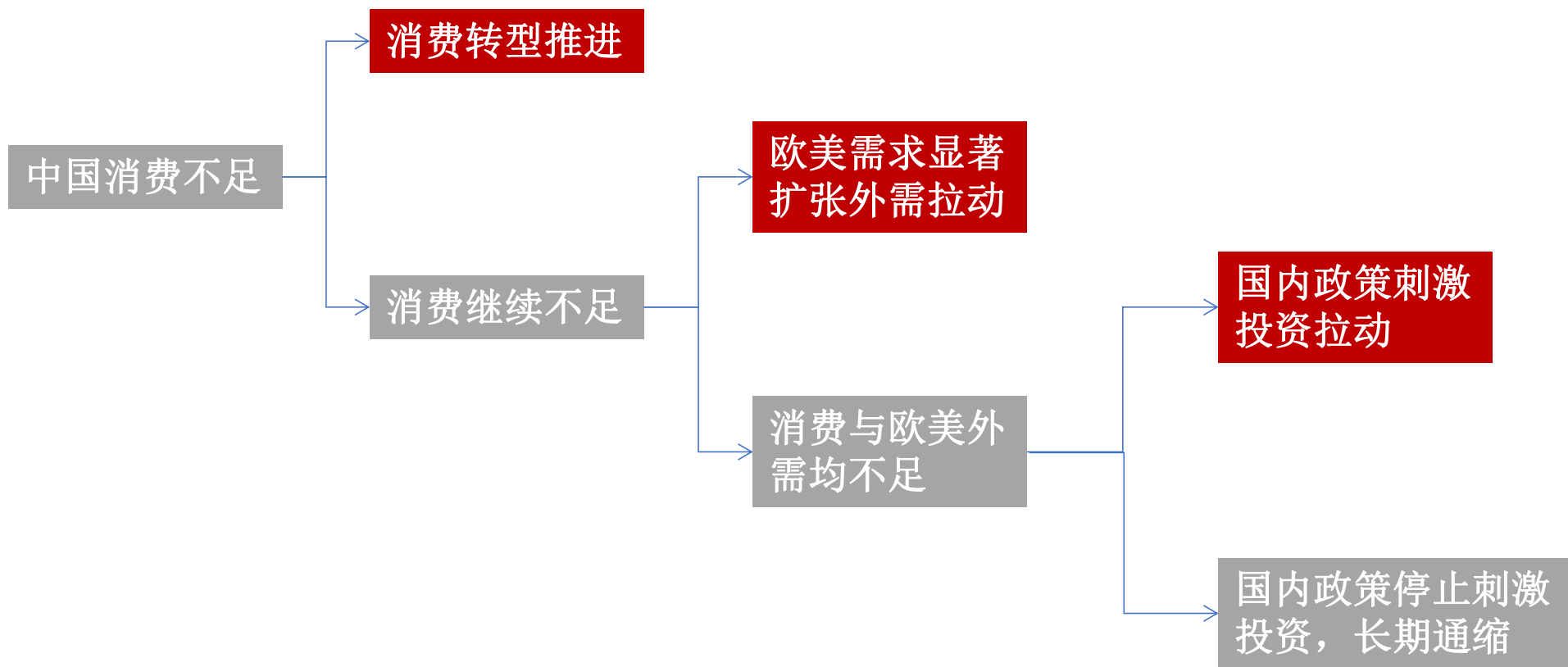


中国经常账户盈余与投资正相关





中国经济应对逻辑和出路





国内宏观逻辑：循环加速，结构性复苏

- **政府部门的财政政策、货币政策及产业政策将作为加速经济循环的“第一棒”**，带动企业和居民部门资金循环动能提升，并疏通当前经济循环传导不畅的环节，提升经济循环效能。
- **循环单元：“政策+基数→价格→企业利润→居民收入”**
- **财政政策是稳增长主力军**：地方政府仍存化债压力，加杠杆能力有限，2024年将以中央加杠杆为主。货币政策将协同财政政策为经济提供稳定的流动性环境，并从结构及效率上引导信贷合理增长，为经济修复保驾护航。
- **2024年中国经济温和渐进修复：**
 - (1) 盈利、库存和通胀多个周期触底反弹共振；
 - (2) 新旧动能切换，不具备全面共振复苏条件；
 - (3) 房地产和消费仍将处于缓慢修复的态势，恐难以对经济增长形成明显支撑；
 - (4) 政策刺激下，基建和制造业或更亮眼。



02

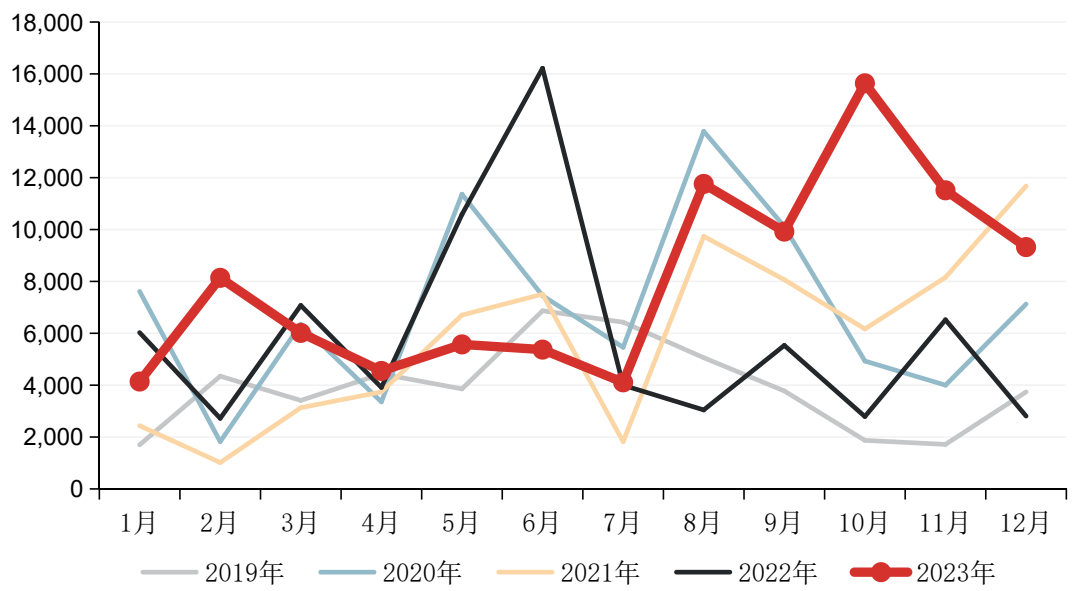
财政政策

——中央加杠杆 地方控债务

2023年财政政策：重逆周期调节，供给前置化

- 地方债发行注重逆周期调节，供给整体前置化，力度强于往常；
- 政策重心在8月后更加侧重于地方债务的防范化解；
- 2023年四季度，中央财政增发万亿特别国债，打破3%赤字率“软约束”。

社会融资规模：政府债券当月值（亿元）



表：2023年1-11月中国政府债券净融资

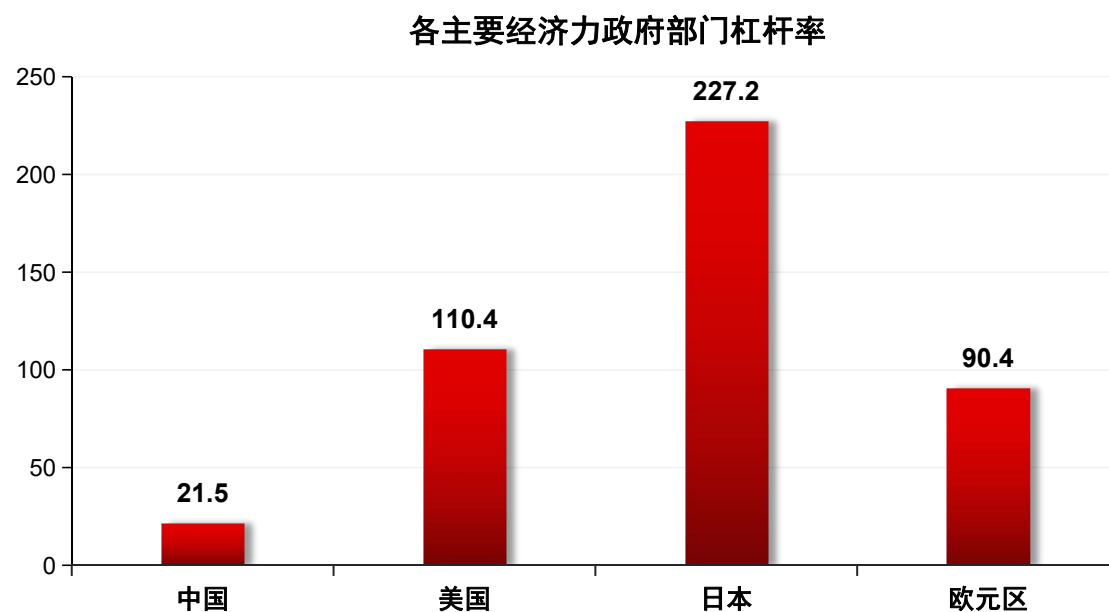
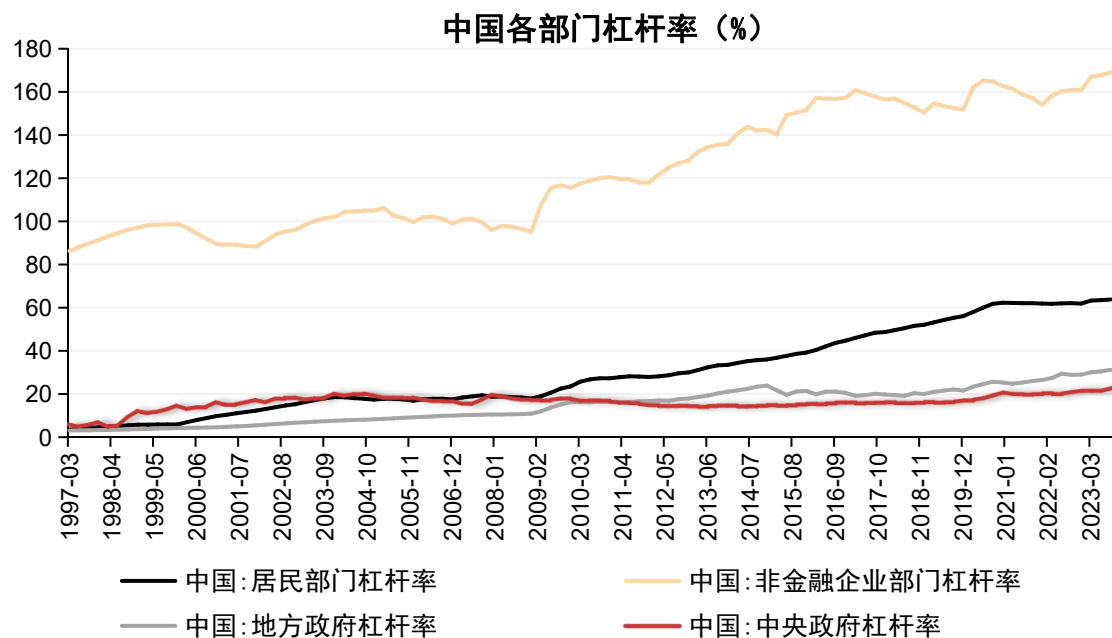
月 份	政府债券净融资金额（亿元）	同比增减（亿元）
1月	4140	-1886
2月	8138	5416
3月	6015	-1059
4月	4548	636
5月	5571	-5011
6月	5371	-10845
7月	4109	111
8月	11759	8714
9月	9920	4387
10月	15638	12847
11月	11500	4980
12月	9324	6515

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所



中央政府或将成为财政加杠杆主力

- **我国中央政府加杠杆仍有空间**：国内各部门杠杆率及全球各主要经济体政府部门杠杆率横向、纵向分析，我国中央政府杠杆率都偏低。
- 2024年财政政策延续积极政策基调概率较大，赤字率大概率继续高于3%，**中央政府或接替地方政府成为财政加杠杆主体**。
- 节奏上：**2024年财政支出端将前置发力**，以对冲2023年一季度GDP高基数影响。





财政三大着力点：中央加杠杆，地方化债务

中央加杠杆

- **着力点一：基建投资与城中村改造**
 - 聚焦“三大工程”，2024年基建仍将为稳增长托底发力；
 - “准财政”性质资金或将继续成为支撑2024年重大项目开工建设等主要支出的来源。
- **着力点二：产业升级与民生保障**
 - 扩大内需，政府将继续强调产业结构的优化升级、加大民生保障、促进居民消费。

地方化债务

- **着力点三：防范化解地方政府债务风险**
 - 2024年财政工作的重心；
 - **政策基调：**省级负总责，地方政府各负其责，中央给予适度支持，更多在特殊再融资债、应急流动性工具等角度给予地方一定倾斜。





03

货币政策

——重结构及效能 协同财政发力



货币政策：支持实体经济，更重视结构与效率

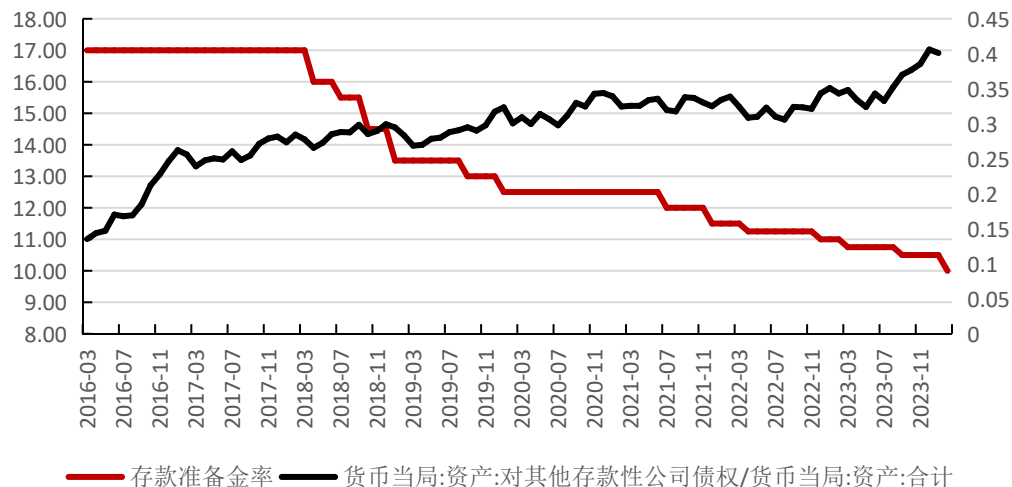
政策基调

- 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；（“有力” → “有效”）
- 更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境；
- 预计后续央行制定货币政策将更加重视短期经济稳增长和地方债务化解、房地产风险、信贷可持续性 etc 长期问题的平衡，**2024年货币政策总体上仍将维持宽松的政策取向。**

政策配合

- 积极主动加强货币政策与财政政策协同；
- 2024年货币政策配合财政或从以下几个方面进行：
 - （1）为政府债券发行提供适宜的流动性环境；
 - （2）保持偏低的融资成本，控制财政成本；
 - （3）发挥货币政策工具箱功能。

债权工具大量投放，央行超预期降准





货币政策：支持实体经济，更重视结构与效率

“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”

货币政策中介目标

“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”

信贷存量

- “盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”；
- **信贷结构有增有减**：“增”主要集中在高质量发展相关的行业；“减”主要体现在去地产化和化解地方政府债；
- 后续将更多关注信贷的资金使用情况，信用端不会出现大幅扩张。

信贷增量

- 相比之前对于货币和信贷调控目标的拆解更细，在低通胀、信贷需求较弱的环境下信贷增速可能下行；
- 从长期来看信贷持续高增长的必要性降低，将更重视信贷的投向和实际效果，对总量的诉求有所下降，对2024年社融增长产生一定约束。

信贷节奏

- “着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动”；
- 2024年信贷增速将着力避免大起大落，通过季度平滑满足实体需求。



稳货币+稳信用，央行超预期降准降息

- 货币政策仍将维持宽松以支持实体经济，化解风险，协同产业、财政政策发力。

稳货币

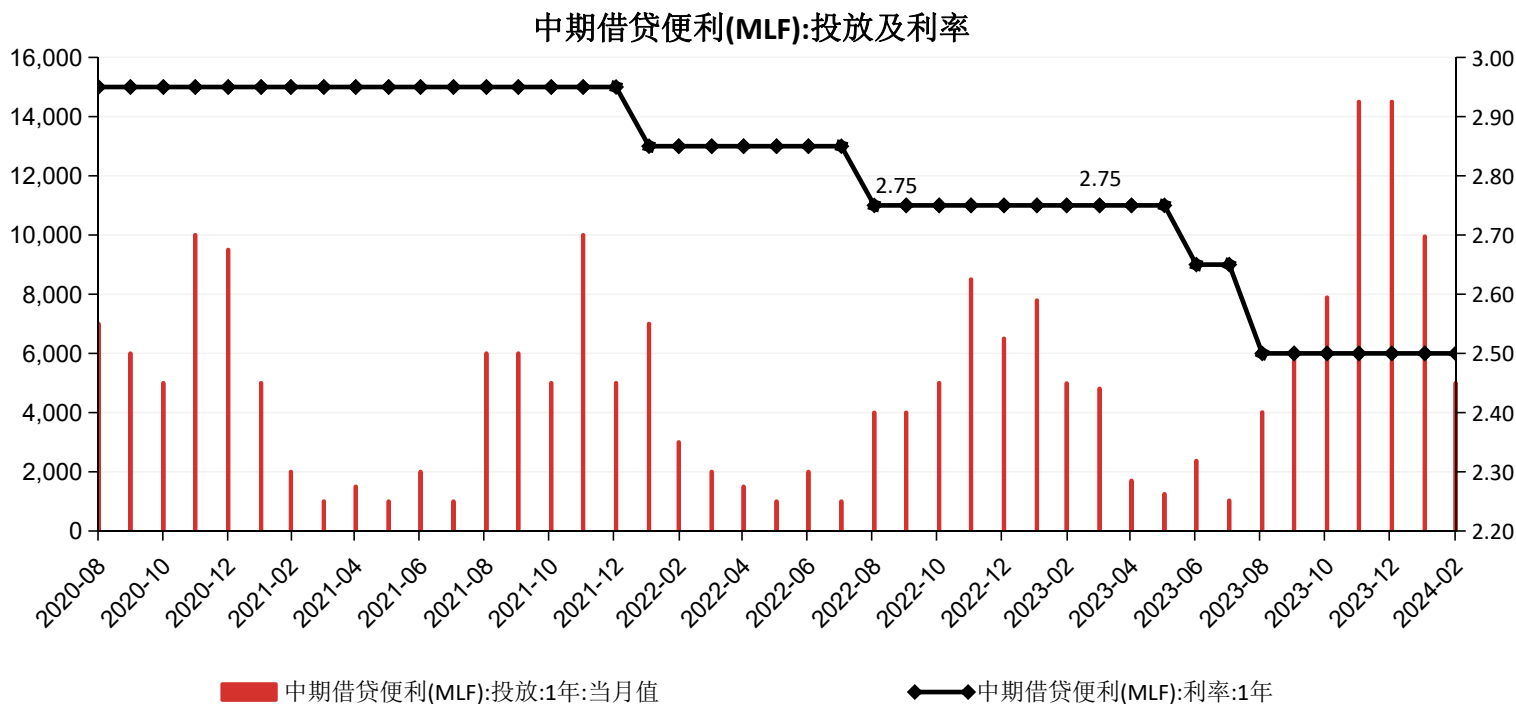
- 考虑到跨周期、逆周期调节及内外平衡，**数量型货币政策工具（存款准备金、再贷款）**的运用频率将高于价格型工具（MLF利率、OMO利率、SLF利率）
- **全年结构性政策工具仍将发挥核心作用。**

稳信用

- **稳信用包括总量与结构双重含义**：2024年信贷增速避免大起大落，增量“缓下坡”，存量结构优化将成为助力经济增长的新特点。
- **信用结构优化**将体现在三个方面分别是：
 - （1）工业稳增长，为重点支持行业提供信贷资金支持；
 - （2）协同财政政策，为基建项目提供信贷支持及政策性金融工具额度；
 - （3）加大保交楼、城中村改造和保障性住房建设资金支持。

货币政策工具：存款准备金

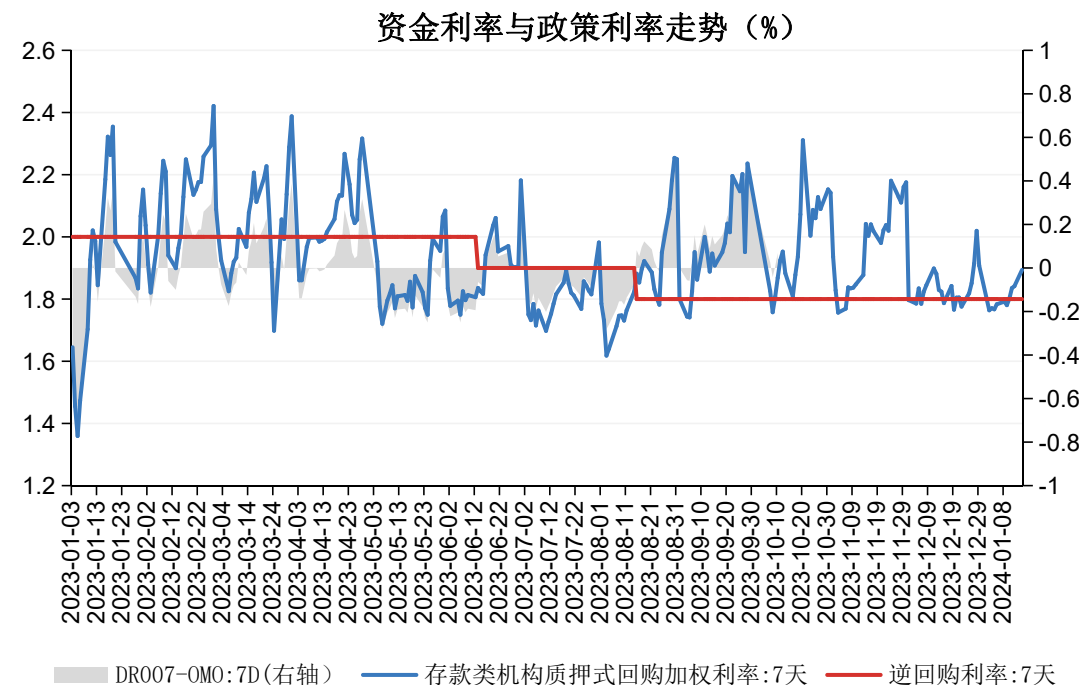
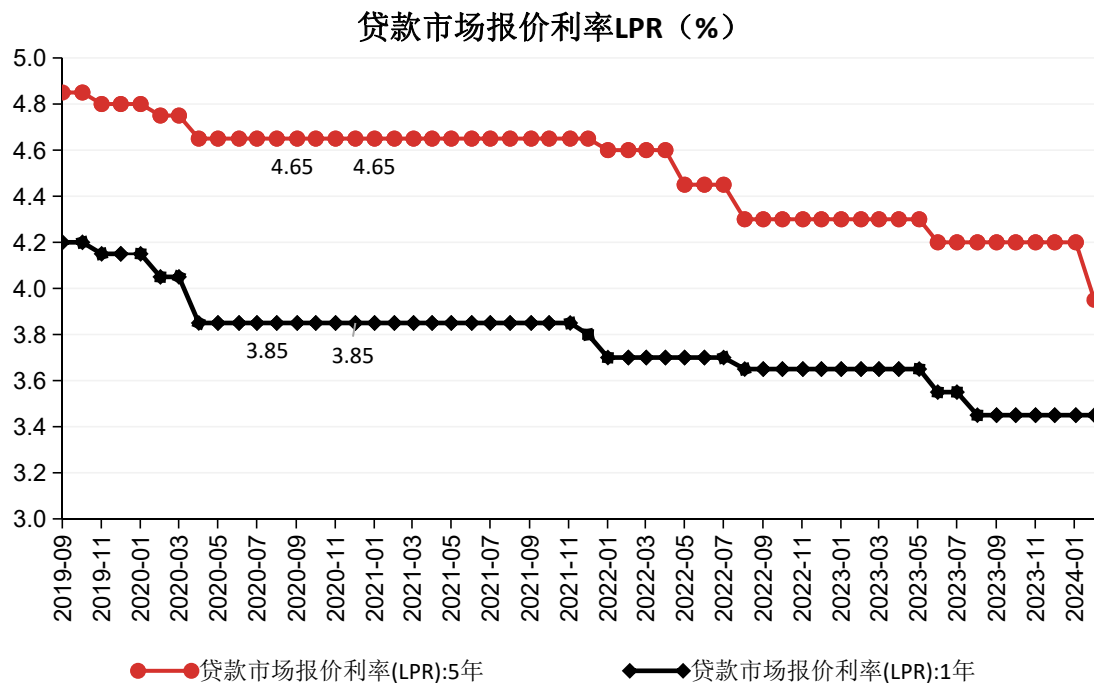
- **降准2-3次，全年调降50-75BP左右**：2024年积极财政政策发力、地方政府债务化解推进，调降存款准备金率等释放中长期资金，调节流动性，为银行负债端成本减负；
- **时间窗口方面**，政府债券发行前置，一季度降准；4月“两会”召开政府债券规模冲高叠加传统缴税大月，10-11月中期借贷便利大量到期，都会对流动性产生扰动，需降准对冲压力。





货币政策工具：政策利率

- **降息仍有空间**：为了降低企业融资成本、缓解居民存量债务压力及刺激居民部门信贷需求，2024年稳增长仍需要综合融资成本的继续下行，政策利率仍有下行空间；
- **落地时点方面**：经济修复情况、中美货币周期节奏，内需恢复不及预期，美国加息周期结束都可能成为政策利率调降的因素。中美利差倒挂的局面短期较难扭转，2月LPR非对称降息，既保持对实体经济合理的支持力度，又兼顾内外均衡。同时考虑到主要银行均已下调存款利率，对银行净息差产生负面影响较小，非对称降息较好兼顾了支持实体经济和银行健康发展的需要。

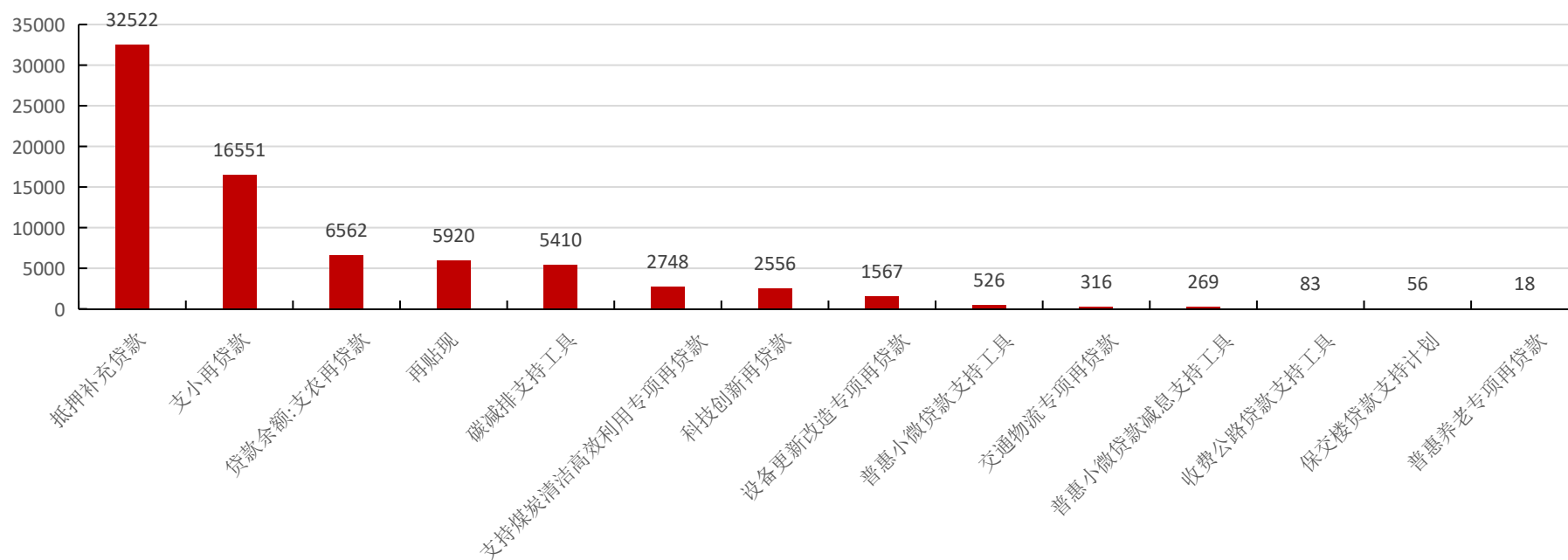




货币政策具体工具：结构性政策工具

- 结构性政策工具兼具总量及结构功能，**2024年结构性工具仍将是主要发力点，精准支持重点领域和薄弱环节**，如绿色低碳、科技创新、先进制造、普惠养老、数字产业等领域；
- 政策性金融工具用作基建项目资本金有望新增额度，作为专项债资金的接续，**PSL再次重启放量**；
- 工具种类可能进一步丰富，房地产三大工程与地方化债也可能获得结构性工具的专项支持。

结构性工具余额2023年四季度





2024年信贷：政府债券为社融主要贡献项



政府部门

- 预计2024年财政支出将前置发力；
- 政府债券净增量较2023年同比多增，或为2024年社融主要贡献项。



企业部门

- 2024年上半年进入补库存周期，预计企业融资有望逐步修复；
- “三大工程”等财政发力方向带来的投资需求回升或带动配套贷款回升；
- 受2023年基数影响，2024年一季度企业贷款同比多增可能略低于同期，二季度起将逐步企稳。



居民部门

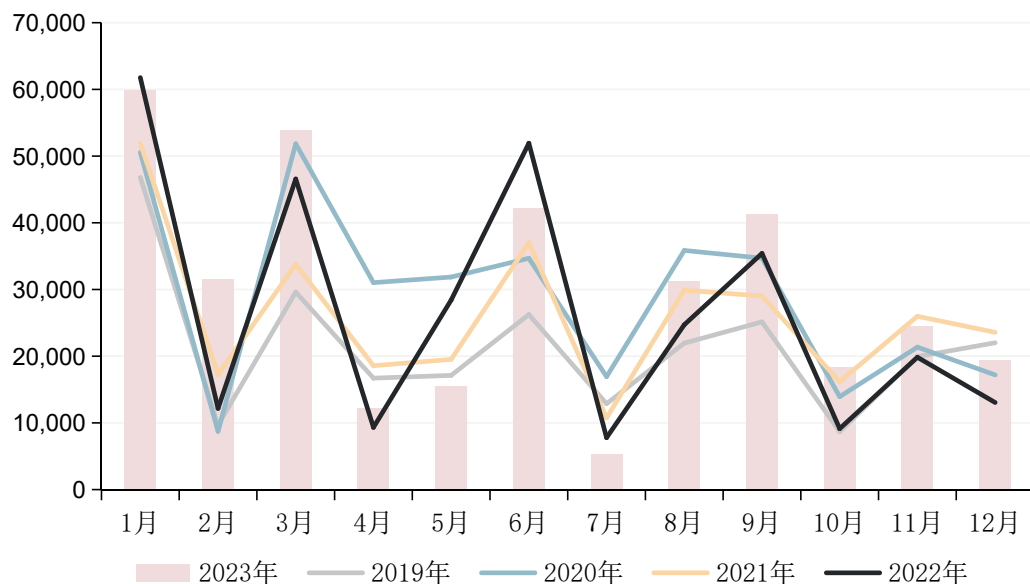
- 居民短期贷款：随着经济环境改善及居民收入提升，预计2024年居民消费将保持上升态势；
- 居民中长期贷款：2024年房地产上半年仍处于筑底状态，下半年同比降幅或将收窄；
- 2024年居民部门贷款或有小幅提升。



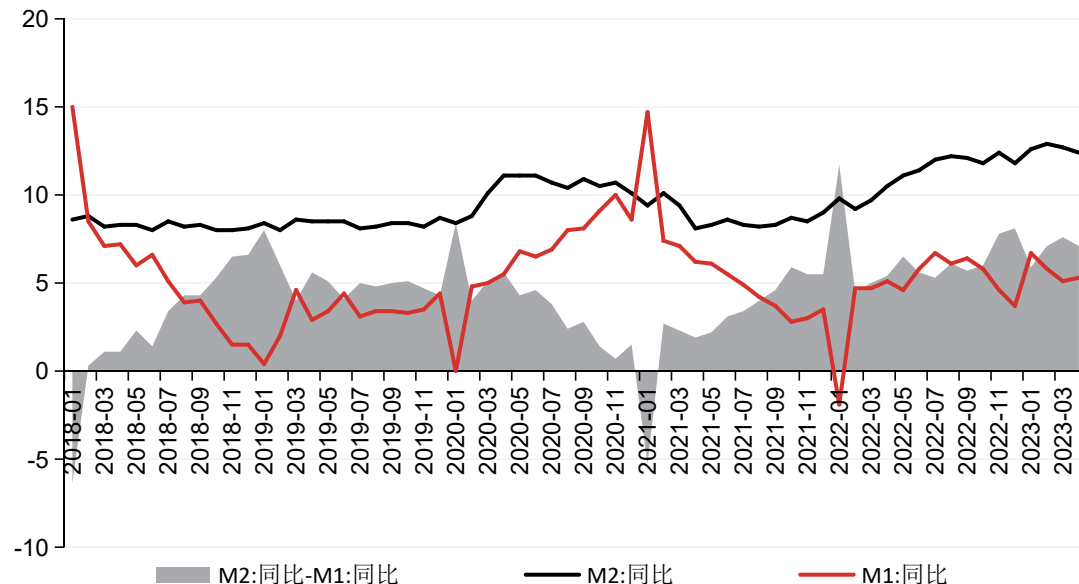
流动性：M1-M2剪刀差收窄，资金活化程度提升

- 综合考虑政府部门、非金融企业和居民融资形势以及货币、财政政策的发力节奏，预计**2024年全年社融总量增速在9.5%左右，节奏上先上后下，受基数影响7月或为全年高点**；
- 财政支出高强度，居民消费倾向持续修复将会支撑货币供应量总体稳健。但受2023年年初高基数影响，**M2增速或仍有下行压力，上半年逐步企稳，下半年有望震荡微升**。今年春节与2023年春节错位关系，**M1增速触底回升，M1-M2剪刀差收窄**，企业资金实际活化情况仍有待观察。

社会融资规模当月值（亿元）



M2-M1剪刀差（%）





04

国内经济

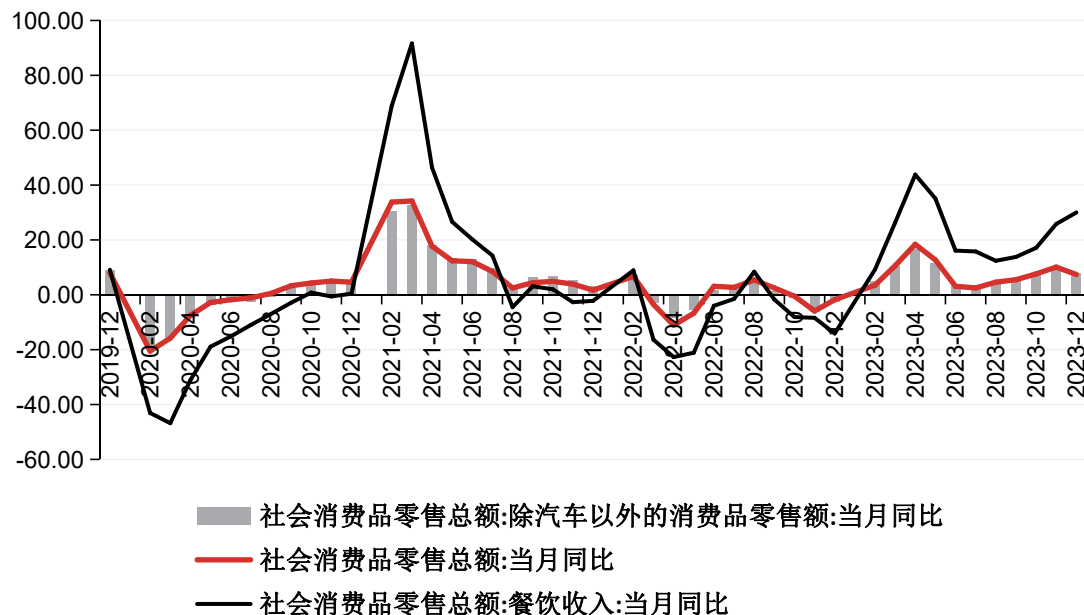
——内能蓄势 寻找新稳态



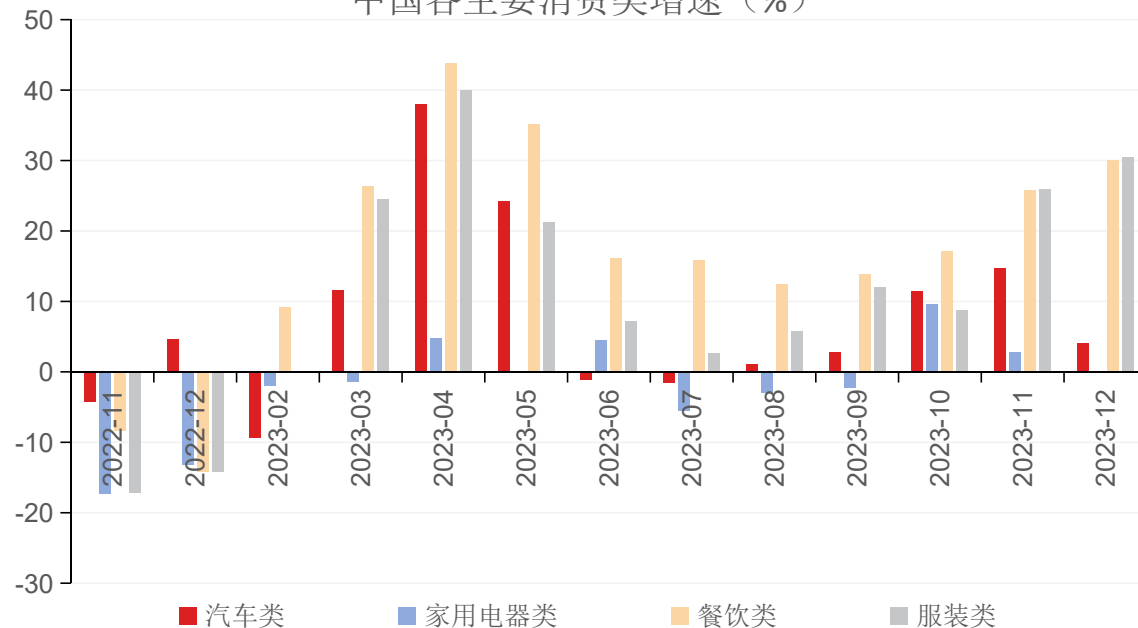
消费：居民收入改善 消费渐进修复

- 四季度数据显示，最终消费支出对GDP累计同比贡献率达到82.5%，为拉动GDP的主要贡献项。1-12月社会消费品零售总额累计同比增长7.2%，当月同比数据较前值小幅回落，**仍未完全修复至疫情前水平，但消费复苏已进入正向循环阶段；**
- **服务消费为消费增量主要来源**，商品消费中，汽车消费全年表现不俗；而受地产周期下行影响，地产链相关商品消费增速不及预期。

社会消费品零售总额变化（%）



中国各主要消费类增速（%）

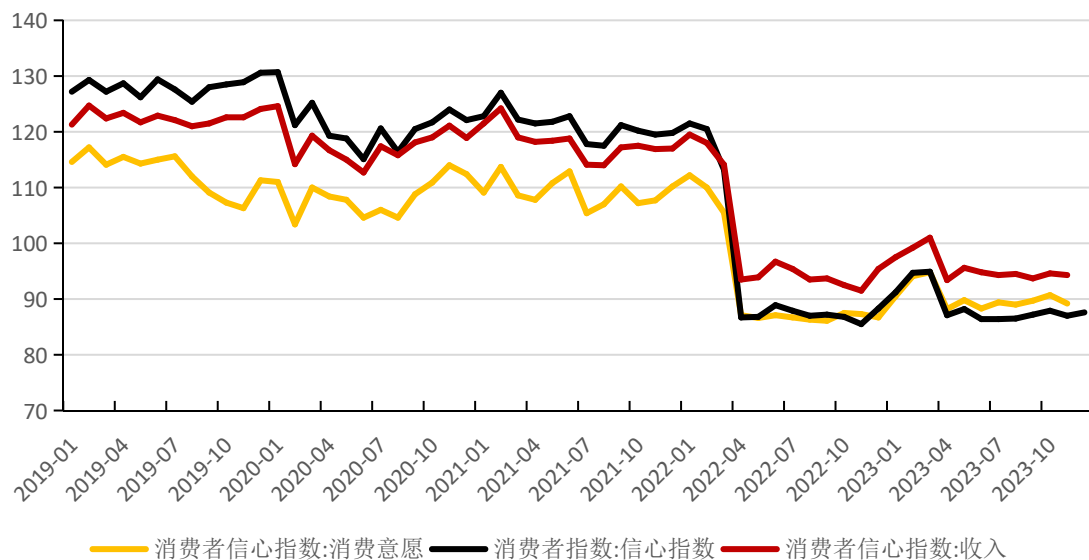




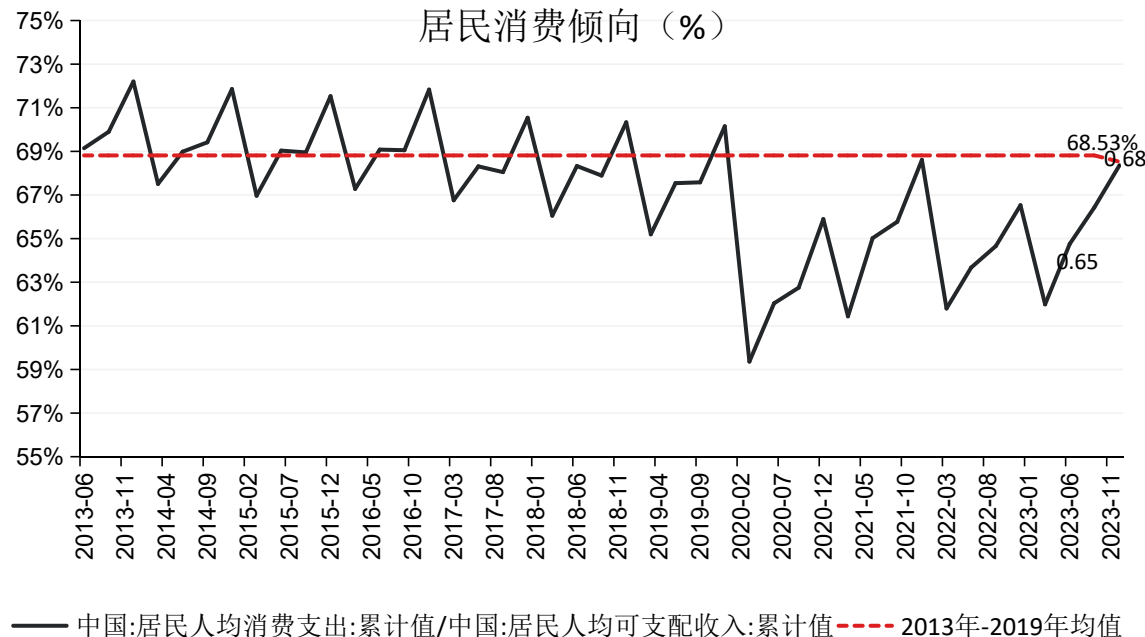
消费：居民收入改善 消费渐进修复

- 2024年居民消费仍有继续修复的基础，但将是一个渐进改善的自然增长过程，回升的斜率较为平缓。随着系列稳增长政策的发力，居民收入、居民资产负债表都将有所改善，助力消费向疫情前中枢水平回归；
- 短期来看，出行链消费和政策拉动的汽车消费仍将保持领先。随着经济环境改善及居民收入提升，国内消费市场将进入再平衡阶段，餐饮收入随着低基数效应消退增速回落。

消费者信心指数（%）



居民消费倾向（%）

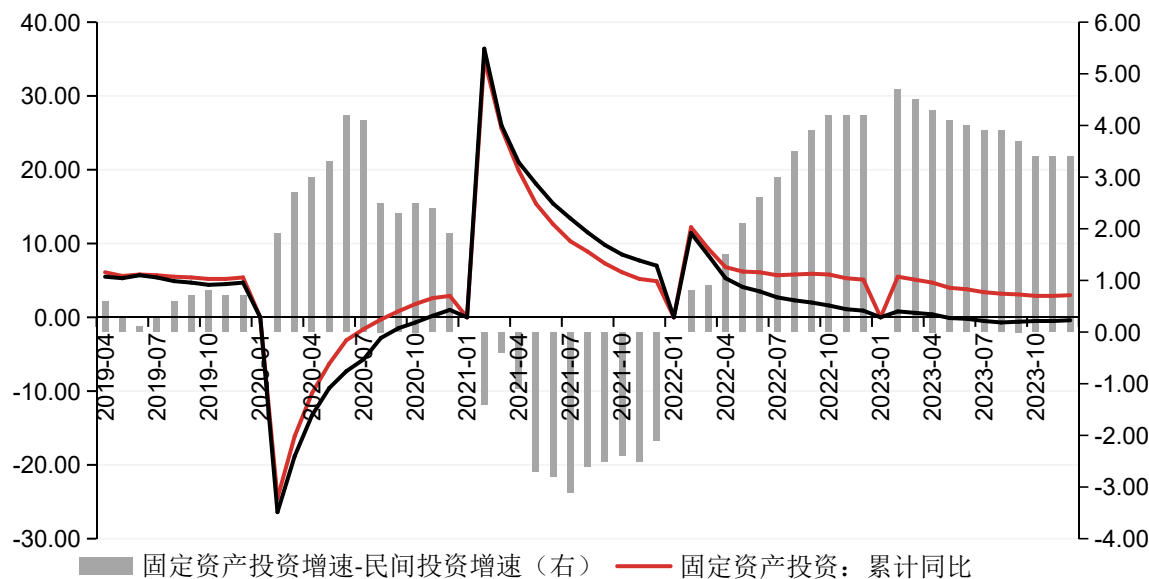




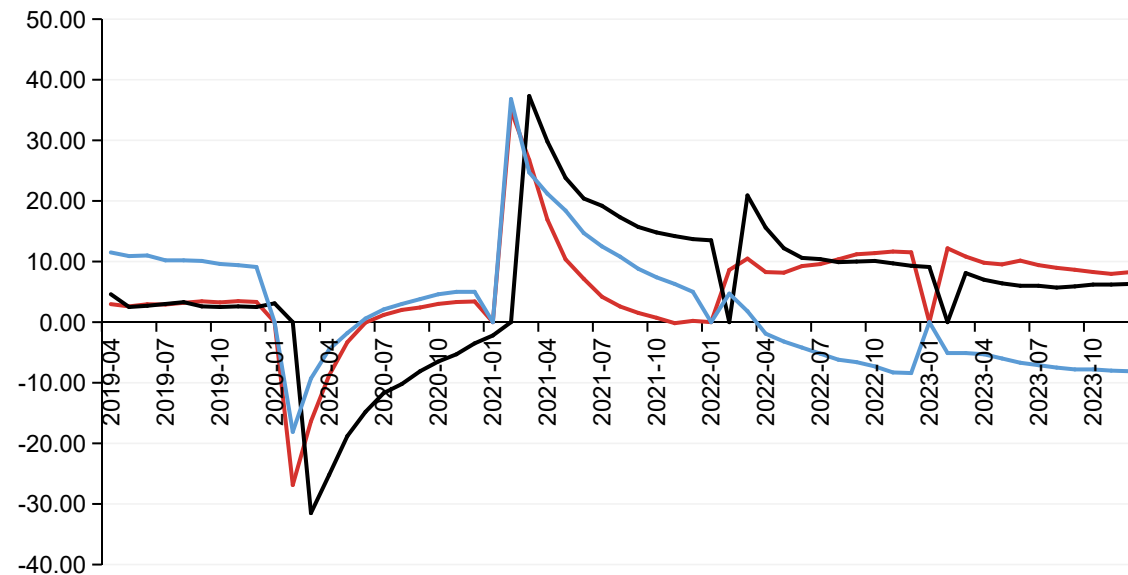
投资：2023年国内投资动能弱修复

- 1-12月固定资产投资完成额同比增速为3%，对经济增长的支撑作用持续弱化；1-12月民间固定资产投资完成额同比增速为-0.4%，降幅有所收窄但连续8个月位于负增长区间，**民营企业投资的意愿和能力均不足，仍需政策加力提振信心、改善预期；**
- 从内部结构上来看，三大类投资增速呈现出**“制造业、基建支撑略降、房地产拖累加剧”**的结构性分化特征，房地产市场低迷是投资动能偏弱的主要拖累。

全国及民间固定资产投资累计同比（%）



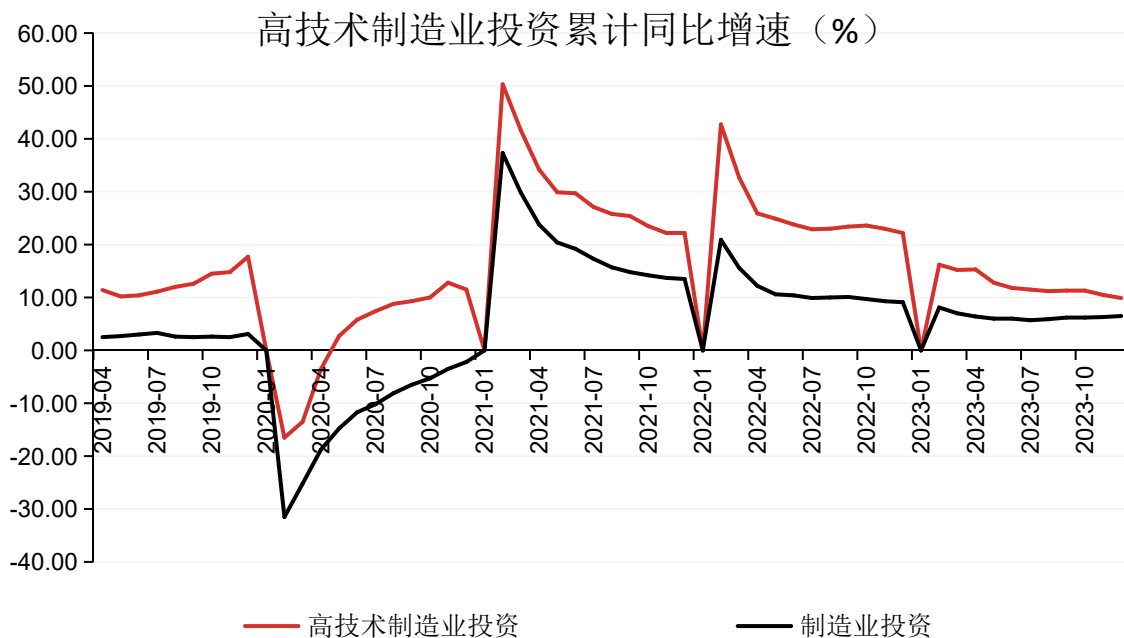
三大类投资累计同比增速（%）





制造业投资：高技术制造投资持续推动投资增长

- 2023年1-12月份制造业投资同比增长6.5%，年内延续缓慢修复趋势。**受益于国内经济转型加快和政策支持，高技术制造业等新动能投资持续领跑**，1-12月高技术制造业投资累计增长9.9%；
- 考虑到现阶段国内需求弱企稳、PPI处于低位及企业利润降幅收窄的状态，整体制造业仍处于筑底阶段，后续制造业投资或更多依赖内生增长动能，结构上仍然更多以高技术制造业投资拉动；
- 2024年制造业投资将保持相对较高的增速，有效支撑总需求侧的修复。**





基建投资：中央财政将成为重要动力

2023年1-12月份基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长8.24%和5.9%，增速仍然保持高位但呈现逐步放缓态势。

2023年基建投资增速

2023年年内基建投资增速放缓原因

2024年基建发力重点关注项目充足情况及资金来源情况

- 土地市场低迷导致政府性基金对基建投资的支撑力度降低；
- 随着一揽子化债方案出台，城投新增融资用于政府投资的规模明显受限，用于项目建设的比重下降。

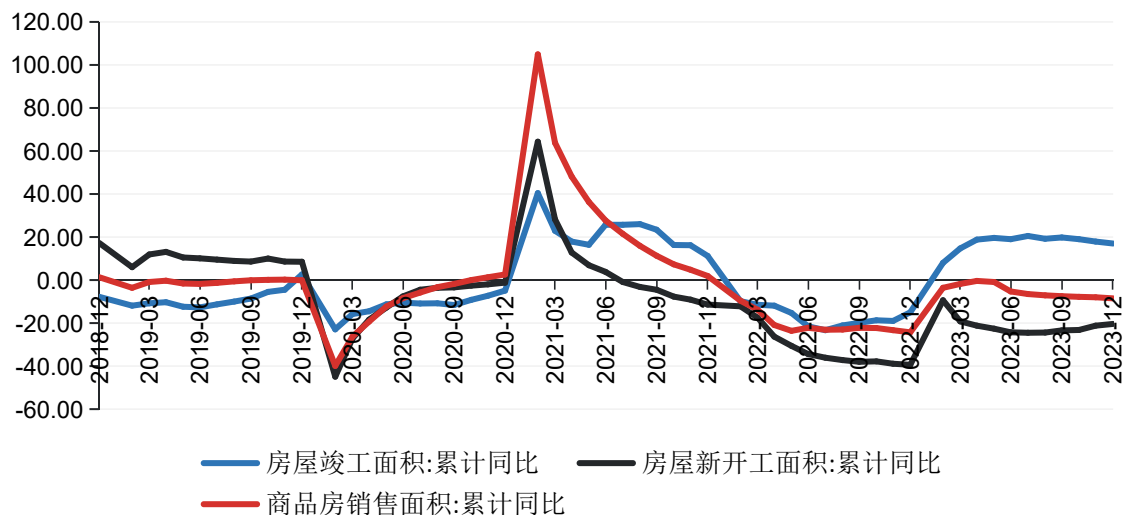
- 2024年基建作为扩大内需的重要政策抓手，仍将在促进经济增长过程中作为重要发力方向。2024年基建投资增速将进一步提升。
- 基建项目储备情况来看，2024年将会是新老基建发力，“平急两用”补充。
- 基建投资的资金来源中，财政支撑力度将会提升，**中央财政将成为2024年拉动基建投资的重要动力。**



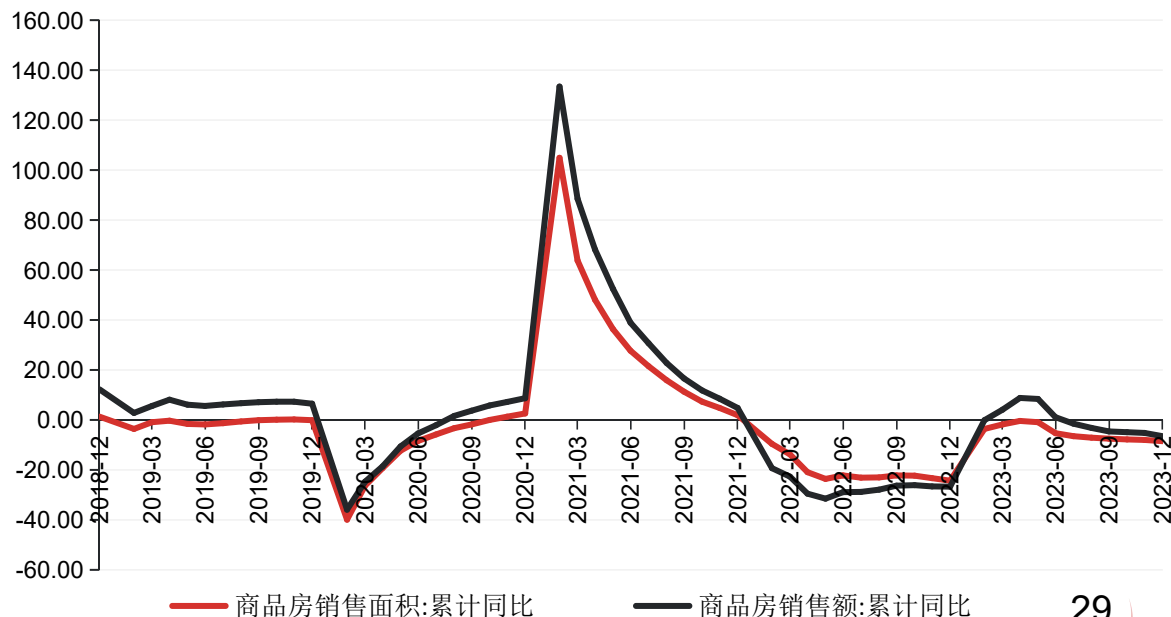
房地产：仍处筑底阶段，去库存压力较大

- 2023年8月起一系列稳定房地产市场政策密集出台，但新开工、施工、销售、投资增速仍处于深度调整中，市场预期恢复仍显不足，仍需观察政策止跌效果；
- 房价上涨预期不足、居民收入预期波动及资产负债表承压；房企现金流承压，对供给端信心产生影响，交房预期不足，仍是2024年房产需求抑制项；
- 2024年上半年房地产销售继续处于筑底状态，并随着地产放松政策和持续发力的其他稳经济政策为市场注入长期信心，下半年同比降幅或将收窄。**

房地产新开工、竣工及销售面积累计同比增速（%）



房屋销售面积/销售额变化（%）





房地产投资：仍处筑底阶段，去库存压力较大

- 2024年上半年，销售筑底叠加高增速竣工，预计房地产市场库存压力仍较大，下半年或会有所下降。
- 高库存背景下，2024年房地产投资增速仍难回正，或将维持保持同比负增速。

房地产市场去库存压力较大

- 受保交楼政策和配套措施落地显效影响，2023年房屋竣工面积增速相对稳健，保持了正增长。2023年新开工面积、施工面积年内仍然疲弱，处于深度调整中。

新开工也将维持相对低位

- 新开工与销售正相关
- 2024年上半年销售依然处于筑底阶段

竣工面积增速前高后低

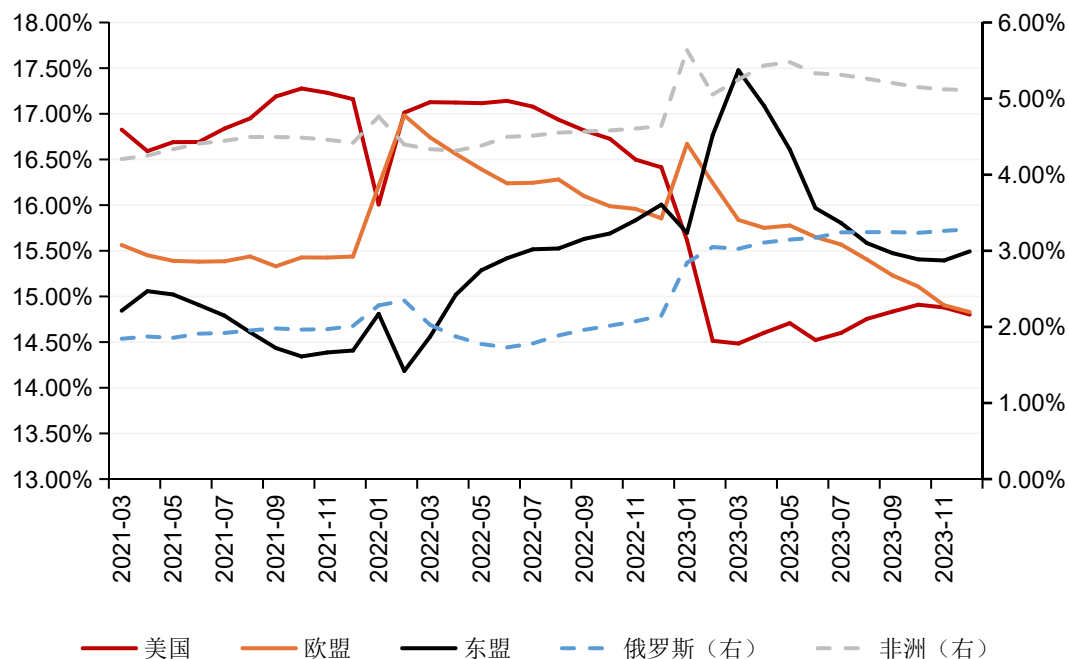
- 保交楼问题尚未得到妥善解决，预计竣工面积增速上半年仍然会维持高增速。
- 23年起持续收缩的新开工也会逐步在24年下半年竣工端体现，竣工面积同比增速将呈现回落态势。



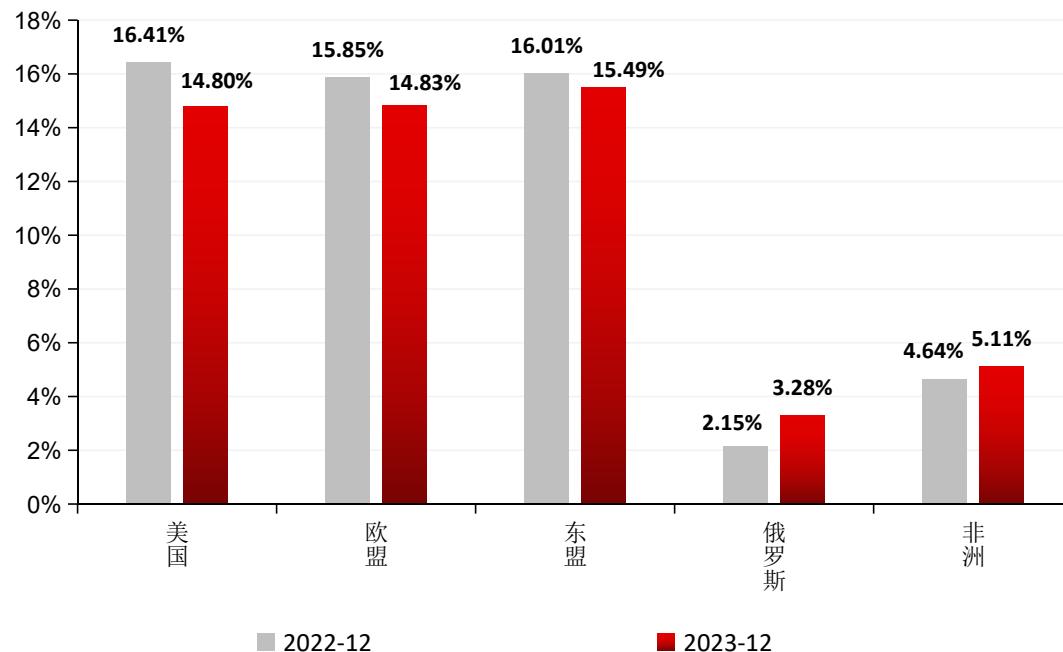
出口：份额维持韧性，增速或将转正

- 随着欧美持续加息，全球经济增速放缓，经贸转入下行周期。但2023年中国出口金额及占全球份额依旧保持韧性（15%），总体表现并不差，内部结构呈现此消彼长；
- 从我国出口结构上来看，在传统贸易伙伴出口回落的情况下，新贸易伙伴对出口形成有力支撑。全球产业链重塑，一带一路进一步驱动中国新动能，俄罗斯和非洲地区占我国出口比例有望继续上升，对冲部分欧盟、美国需求的下降。

各经济体在我国出口中所占份额的变化（%）



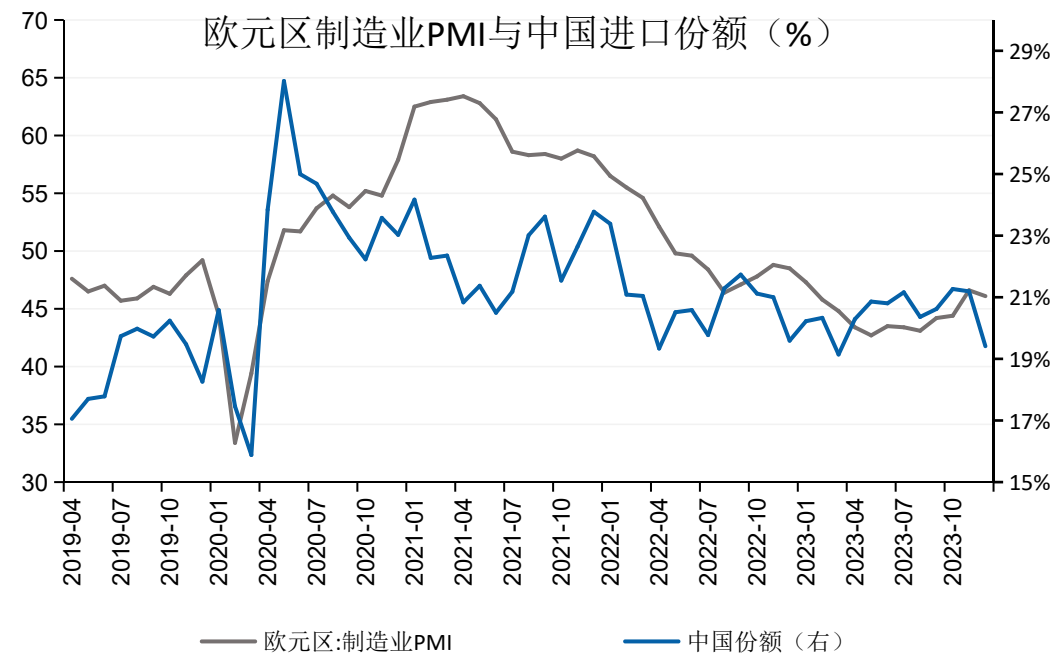
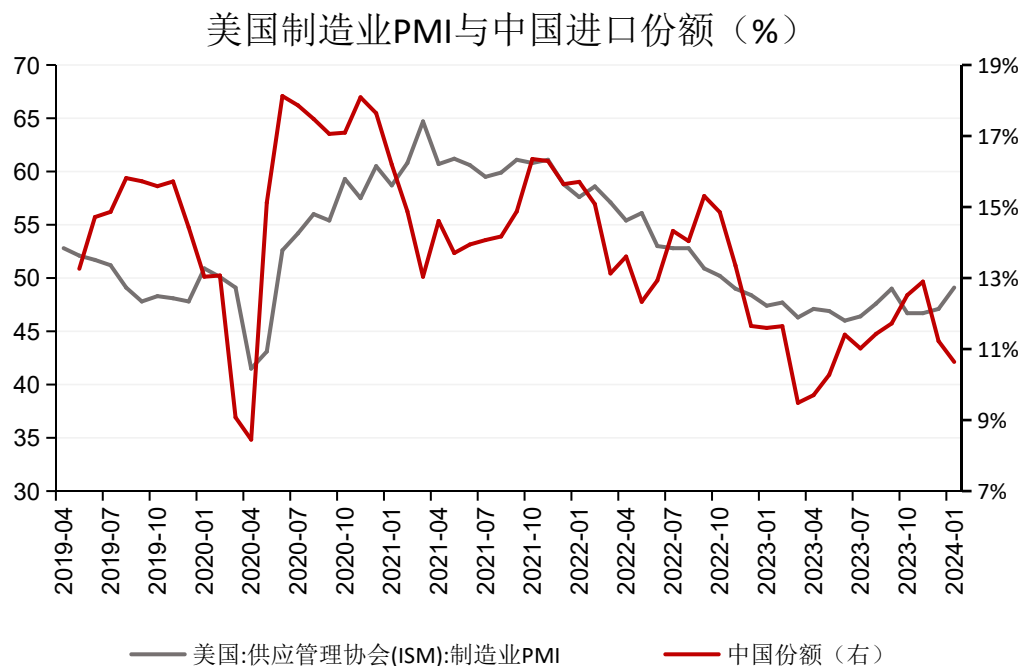
各经济体在我国出口中所占份额（%）





出口：份额维持韧性，增速或将转正

- 2024年我国出口总量的总体回暖仍需重点关注欧美终端消费的情况：
 - (1) 美国补库周期逐步开启以及中美关系边际改善，我国在美国进口中的份额有望企稳回升。
 - (2) 欧盟对中国进口限制目前主要集中在清洁能源、关键矿物领域，对于出口份额的影响有限。
- 预计2024年随着欧美商品消费企稳，**我国出口增速或将逐步转正。在基数逐步走低的背景下、出口同比增速呈现前低后高。**





05

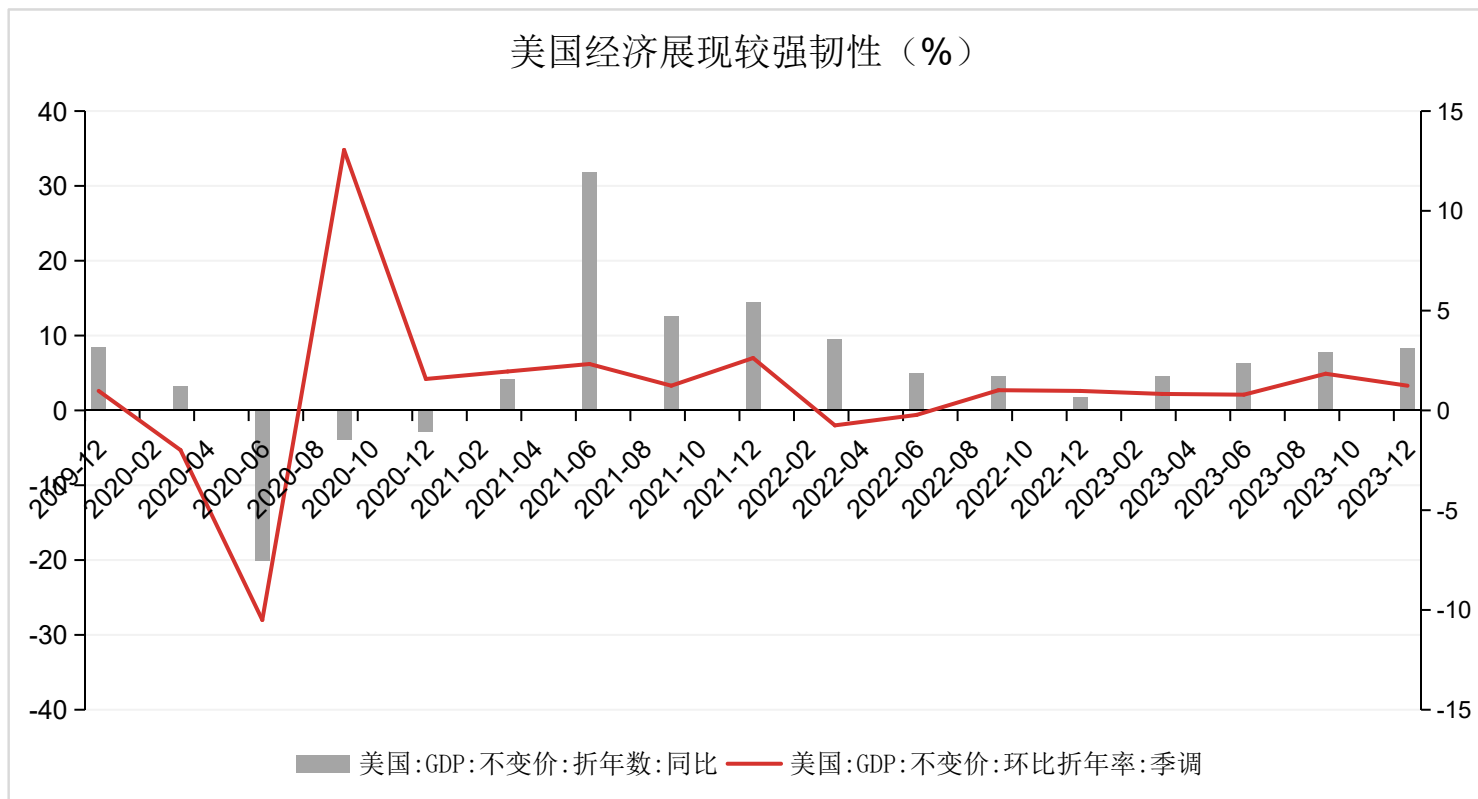
海外经济

——加息周期进入尾声 经济韧性较强



美国：消费支撑弱化vs补库开启 经济“软着陆”

- 由于个人消费未过多受到高利率影响，2023年美国经济增长持续超预期，展现出较强韧性。美国四季调后实际GDP增速强于预期，环比折年增速为3.3%。
- 美联储加息并未显著“挤出”消费，美国私人消费支出强劲，主要是因为：（1）2023年上半年劳动力市场的持续紧张支撑着较高的工资增速和个人收入增速；（2）超额储蓄持续下行抬升边际消费倾向。





美国：消费支撑弱化vs补库开启 经济“软着陆”

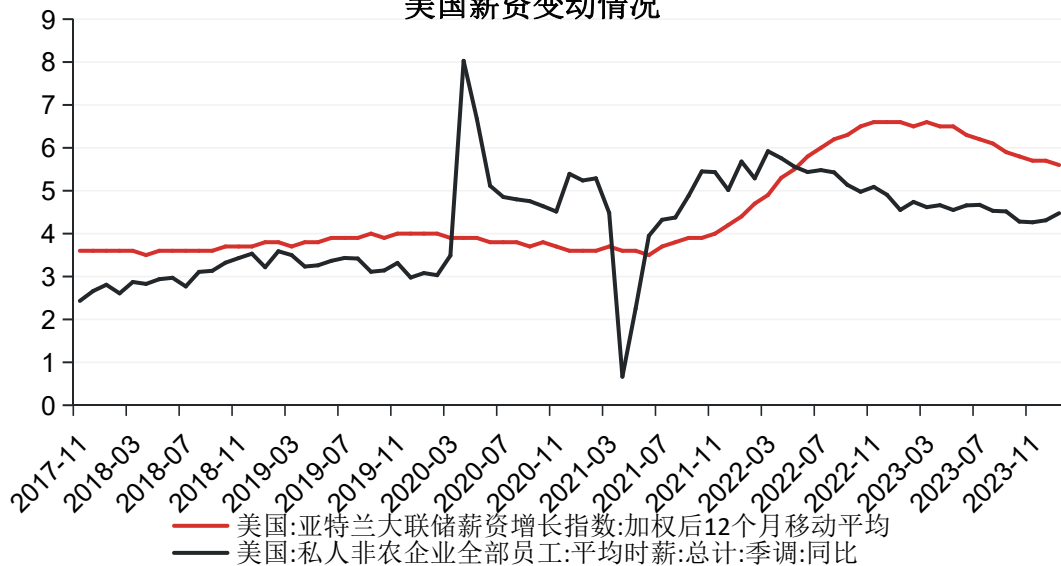
“着陆”

• 2024年消费端的支撑因素都将出现不同程度弱化：

- (1) 就业紧张持续缓解，居民薪资增速放缓；
- (2) 超额储蓄或将消耗殆尽，消费倾向提升有限；

- 高房贷利率抑制居民增量购房需求；
- 疫后财政扩张红利逐渐消退。

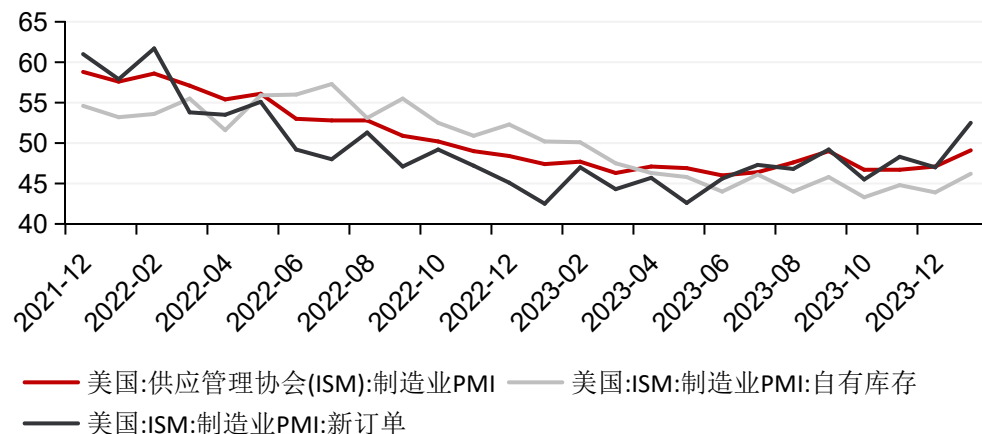
美国薪资变动情况



“软”

- 美国大选年：拜登政府为赢取选票可能会采取刺激政策以支持就业和保持经济稳定增长；
- 2024H1有补库驱动：11月库存指数正处于两年低点，下半年新订单指数震荡上行，企业库存相对订单来说已处于低位，后续订单回升有望带动企业在2024年上半年前后进入补库阶段。

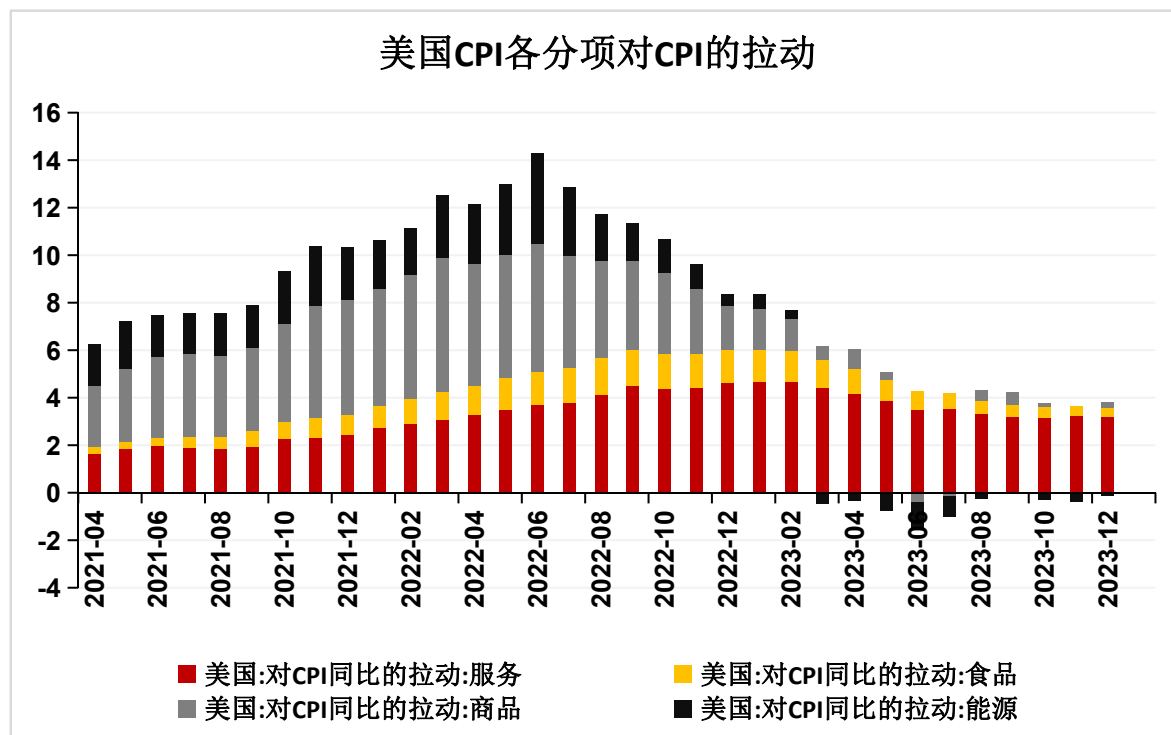
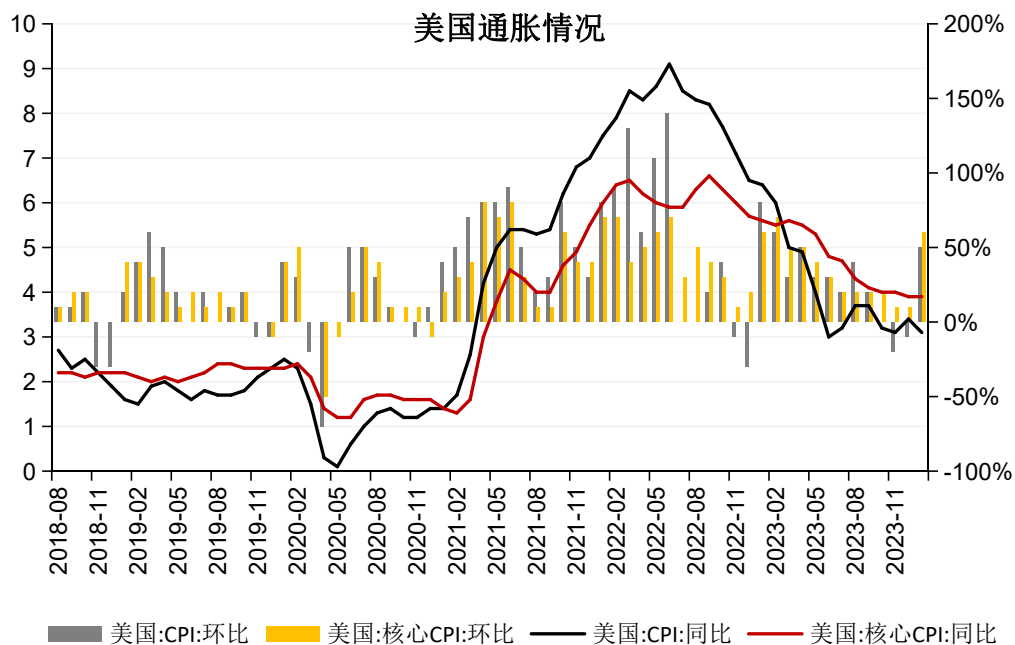
美国供应管理协会（ISM）PMI





美国：通胀依然具有压力

- 1月美国CPI同比为3.1%，较2023年12月下行0.3个百分点。然而，1月核心CPI季调环比以及折年率回升至0.4%和4.8%，分别为2023年5月和4月以来高点。**核心通胀下行受阻的根源在于核心服务**。1月核心服务通胀有所反弹，同比为5.4%，较2023年12月上行0.1个百分点，环比上行0.3个百分点至0.7%。此外，CPI权重调整也有一定影响，美国劳动局调整了CPI的权重分布，明显上调了核心服务的权重，权重上调2.7个百分点至60.9%，**美国核心服务通胀韧性较强，其权重的上调或为整体通胀下行带来阻力。**



美国：下半年或将开启降息

- **本轮加息周期进入尾声基本确定**，但从经济软着陆和中长期通胀中枢抬升的角度来看，2024年降息周期的开启仍然受到较强约束。
- 美联储可能需要提高通胀容忍度。**下半年开始**，随着经济增长降速、通胀降温、就业市场再平衡的完成，为防止经济因过度紧缩而走向衰退，**在通胀相对可控时开始考虑转向降息，年内降息2-3次，年末预计利率水平在4.5-4.75%之间。**

CME利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率(数据截至2024年2月25日)												
美联储会议日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.5%	97.5%	0.00%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.5%	20.2%	79.4%	33.80%	2.80%
2024/6/12	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.60%	0.3%	11.8%	54.2%	33.8%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	0.20%	7.4%	36.9%	41.8%	13.7%	0.00%	0.00%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	5.00%	29.4%	40.9%	21.00%	3.6%	0.00%	0.00%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	2.90%	17.9%	35.2%	30.3%	11.9%	1.70%	0.00%	0.00%
2024/12/18	0.00%	0.00	0.00	2.00%	13.20%	29.80%	31.9%	17.7%	4.9%	0.5%	0.00%	0.00%

数据来源：CME

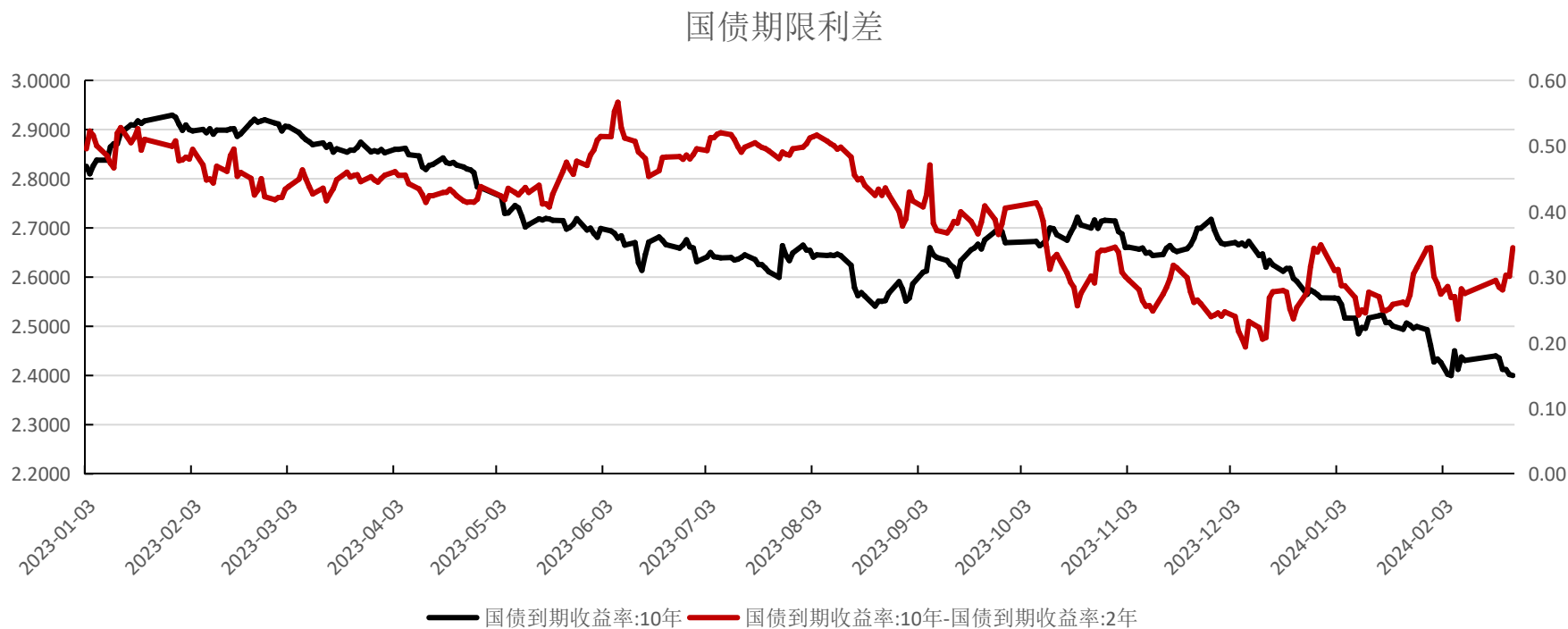


06

国债及在大类资产配置展望

国债及在大类资产配置展望

- 2023整体来说是一个债市牛市年，10年期国债收益率或者30年期国债收益率均处在下降趋势中，虽然这个这个这个中间有波折有波折，但是最低点低于比2022年的最低点。
- 未来将处于一个降息趋势中，虽然中间可能受到经济复苏的节奏的影响会有波折，但我们认为降息趋势还会延续。



国债及在大类资产配置展望

A股

- 随着各指数的再度回落，目前A股市场估值再次进入历史极高配置性价比区间。
- 流动性和资金层面，国内市场相比海外主要经济体复苏向好趋势明显，且随着美国通胀数据持续回落，加息结束预期升温，广义外资层面压力将会边际好转，北向资金连续三周持续净流入。
- 高净值人群资产配置将从房地产向证券市场转移，2024年A股市场估值回归行情值得期待。

利率

- 货币政策总体稳中略松，逆周期、跨周期调节将保证2024年流动性处于合理充裕状态。
- 稳增长仍需要综合融资成本的继续下行，政策利率仍有下行空间。
- 2024年底10年期国债收益率中枢有望下行至2.5%左右。

美元指数

- 随着美国通胀继续下降、经济增长动能减弱，美债利率或将迎来一定下行。
- 欧央行降息时点可能早于美联储，美元指数有一定上行动力，但空间不会很大，大概率宽幅震荡。

国债及在大类资产配置展望

黄金

- 在全球增长预期下调的阶段，黄金的相对表现往往强于“生产型商品”。
- 避险属性和金融属性预计将是主导黄金价格上行的主要因素。
- 关注美联储降息时点与美元拐点带来的配置窗口。

人民币汇率

- 考虑到美元指数可能高位震荡，以及央行维持汇率大体平稳的承诺，预计2024年人民币兑美元汇率持平于7.1左右。
- 2024年国内经济修复动能有望进一步增强，国内基本面对汇率的支撑或逐步凸显；
- 关注2024年美国大选等事件性扰动。

商品

- 美联储降息有望强化铜、原油等大宗商品的金融属性进而带动其价格回升。
- 原油基本面增量有限，但是低库存导致季节性影响加大，地缘冲突和美国大选扎堆或增加波动。
- 建议关注内需驱动型商品在国内基建、制造业发力促进经济增长的背景下的做多机会，外需驱动型商品价格承压。同时需要关注美联储降息时点带来的影响。

国债及在大类资产配置展望

- 常见的股债性价比指标有两种，一是股息率与十年期国债收益率的差值；二是市盈率倒数与十年期国债收益率差值：

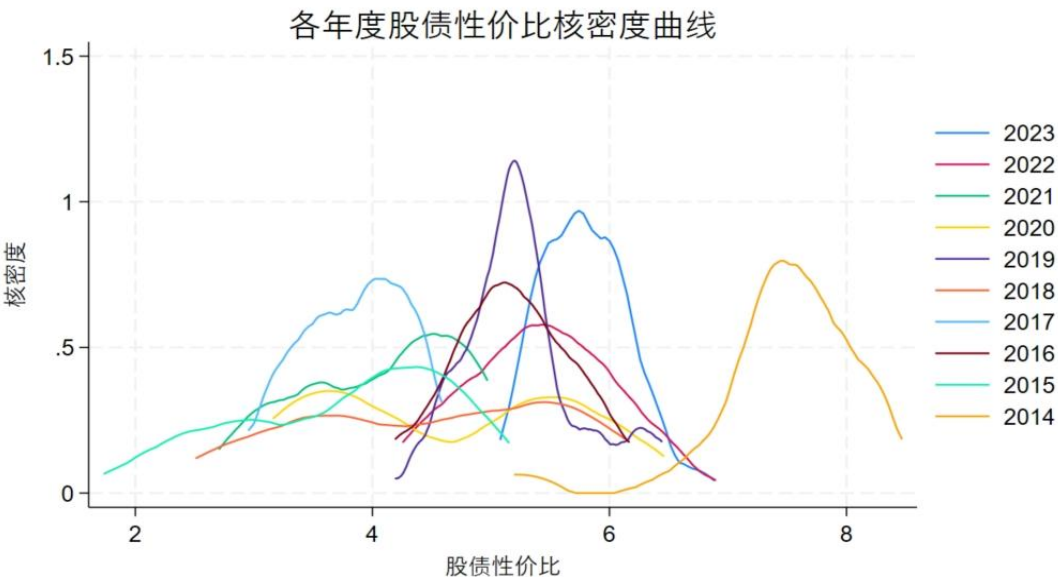
股债性价比=股息率-十年期国债收益率

股债性价比=1/市盈率-十年期国债收益率。

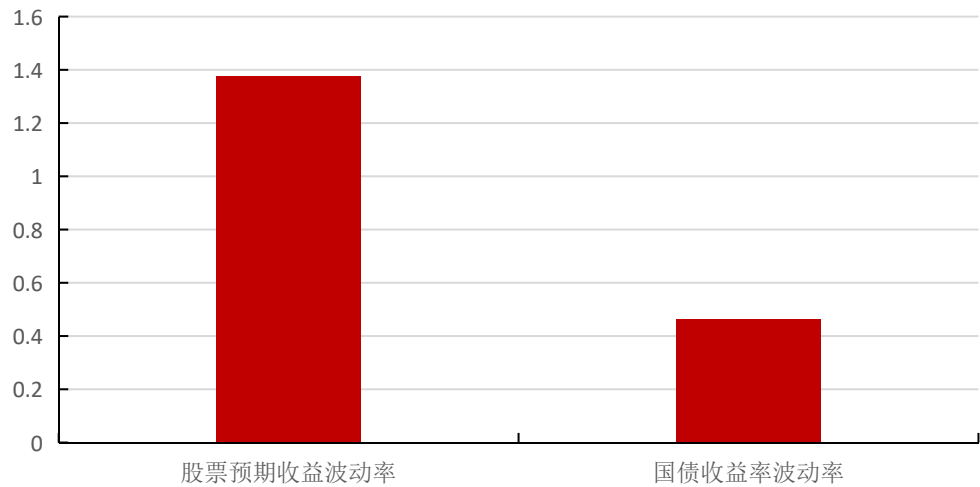
- 从均值回归角度看，当指标逐渐走低接近-2倍标准差时，股债对于经济未来乐观预期已释放至极值区间，此时债券市场收益率继续上行可能性较低，同时股票市场可能出现过热情形。反之，如果股债性价比逐渐走高接近2倍标准差时，代表股市市场已经基本调整到位，债券市场相对强势行情接近尾声，股票市场配置性价比较高。
- 从风险溢价水平角度看，如果采用股息率代表股票市场预期收益率，模型假定未来股利的永续流入，为投资者的必要收益率，折现公司预期未来支付给股东的股利来确定股票的内在价值，即股息率为股票市场潜在收益水平的表征指标。如果采用市盈率倒数代表股票市场预期收益率，则为美联储提出的FED溢价模型。
- 由于股息率的核心假设为企业是理性且成熟的，但是现实情况股息率具有高度不确定性，所以相比较于股息率，采用市盈率倒数将忽略股利支付的影响减小一定局限性。

国债及在大类资产配置展望

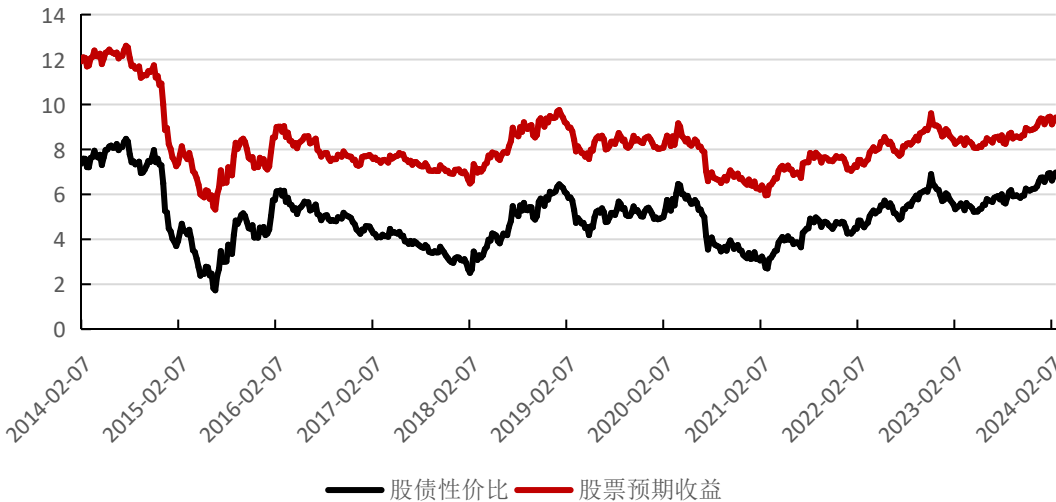
- 传统股债性价比存在三点主要局限性：
 - 1、股债性价比回归中枢并不稳定，且股票预期收益和国债收益率对指标解释力不均衡。



国债收益率波动率与股票预期收益率波动率



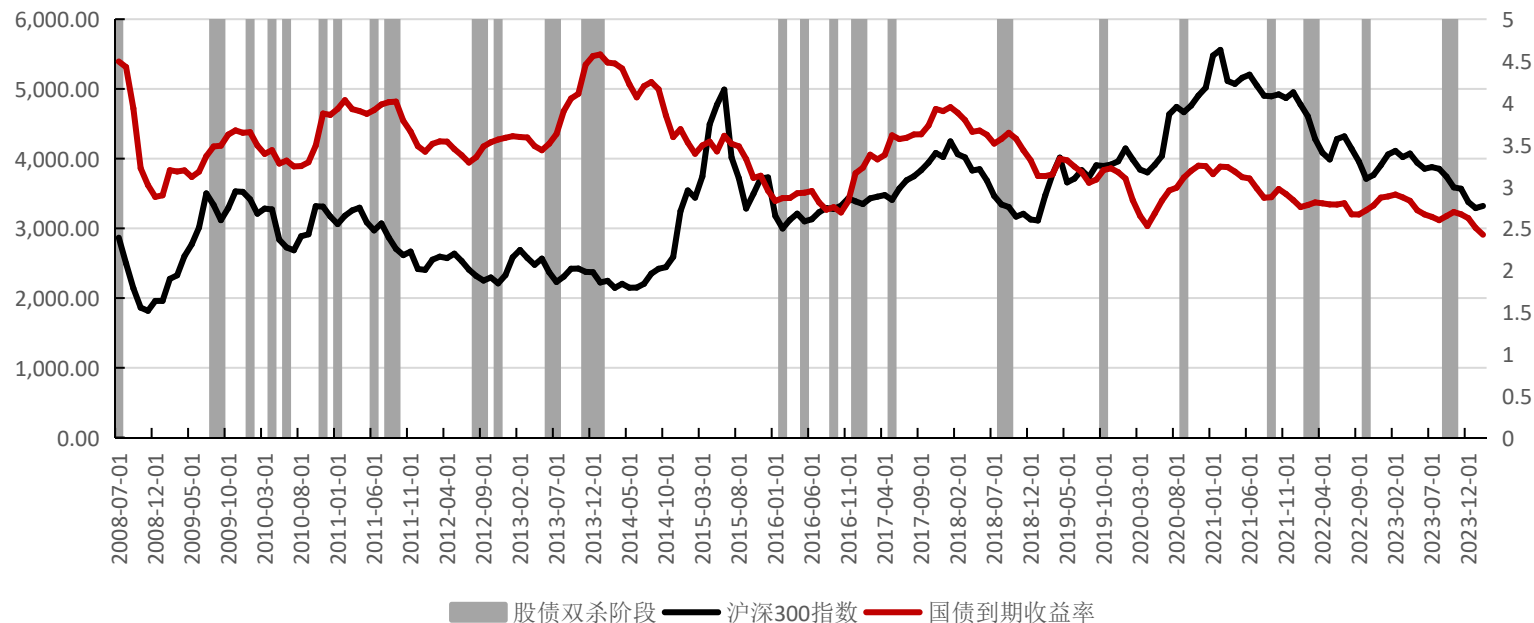
股债性价比与股票预期收益



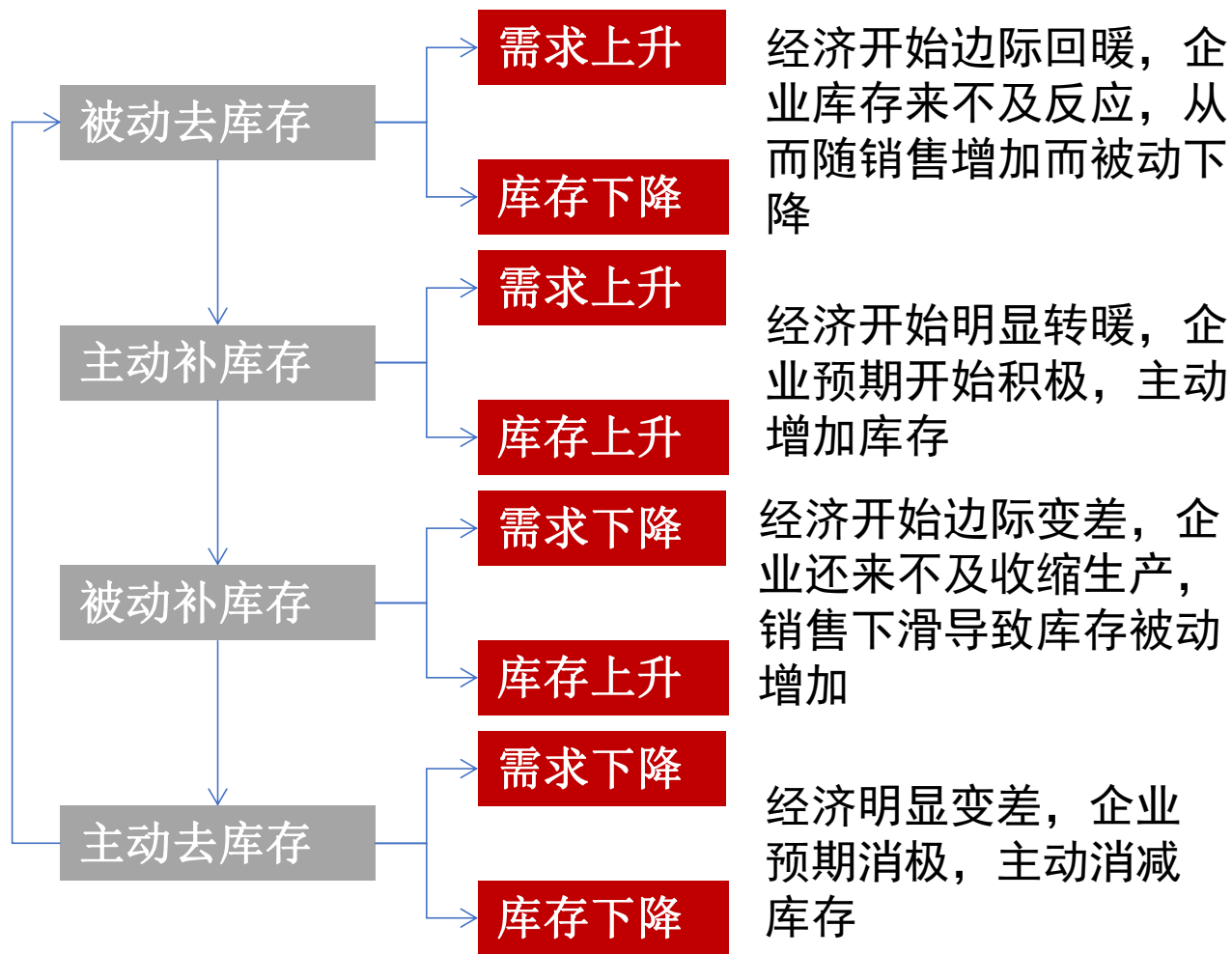
国债及在大类资产配置展望

- 传统股债性价比存在三点主要局限性：
 - 2、单一依据股债性价比策略并没有考虑其他重要资产和全球范围流动性影响
 - 3、单一依据股债性价比策略并没有考虑通胀对于股票和债券资产选择中的影响

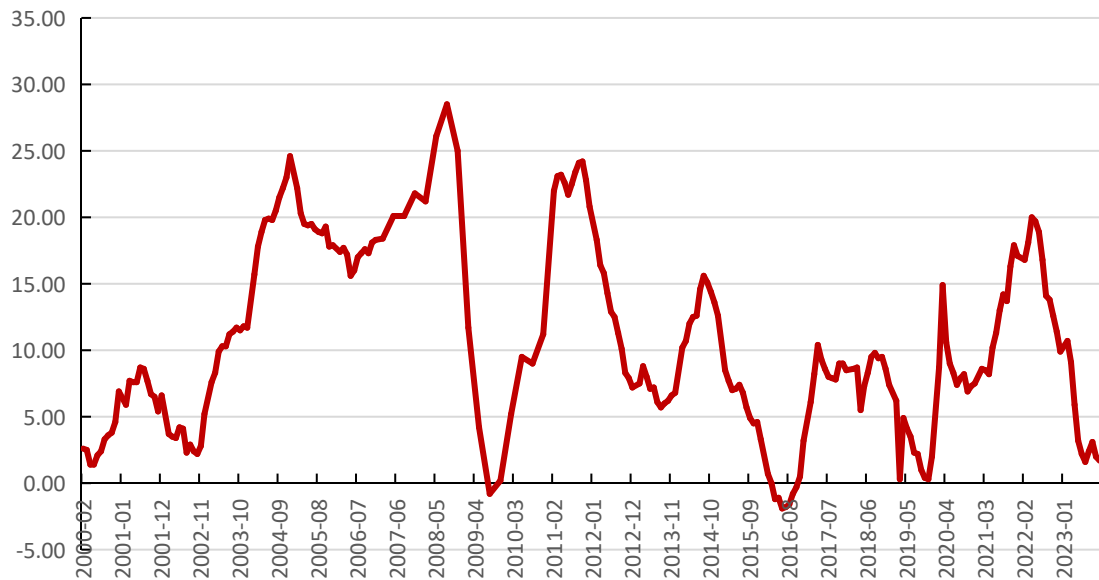
股债互相替代表现频率分布



👑 国债及在大类资产配置展望

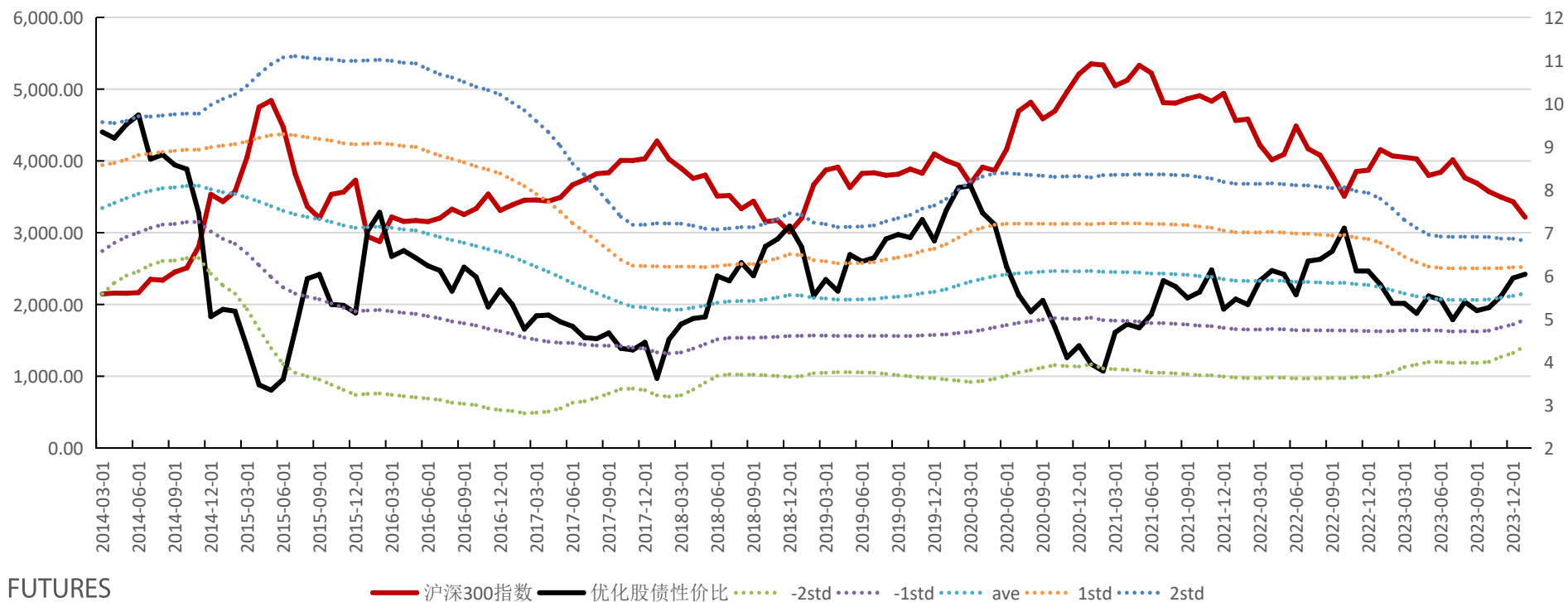


产成品存货累计同比



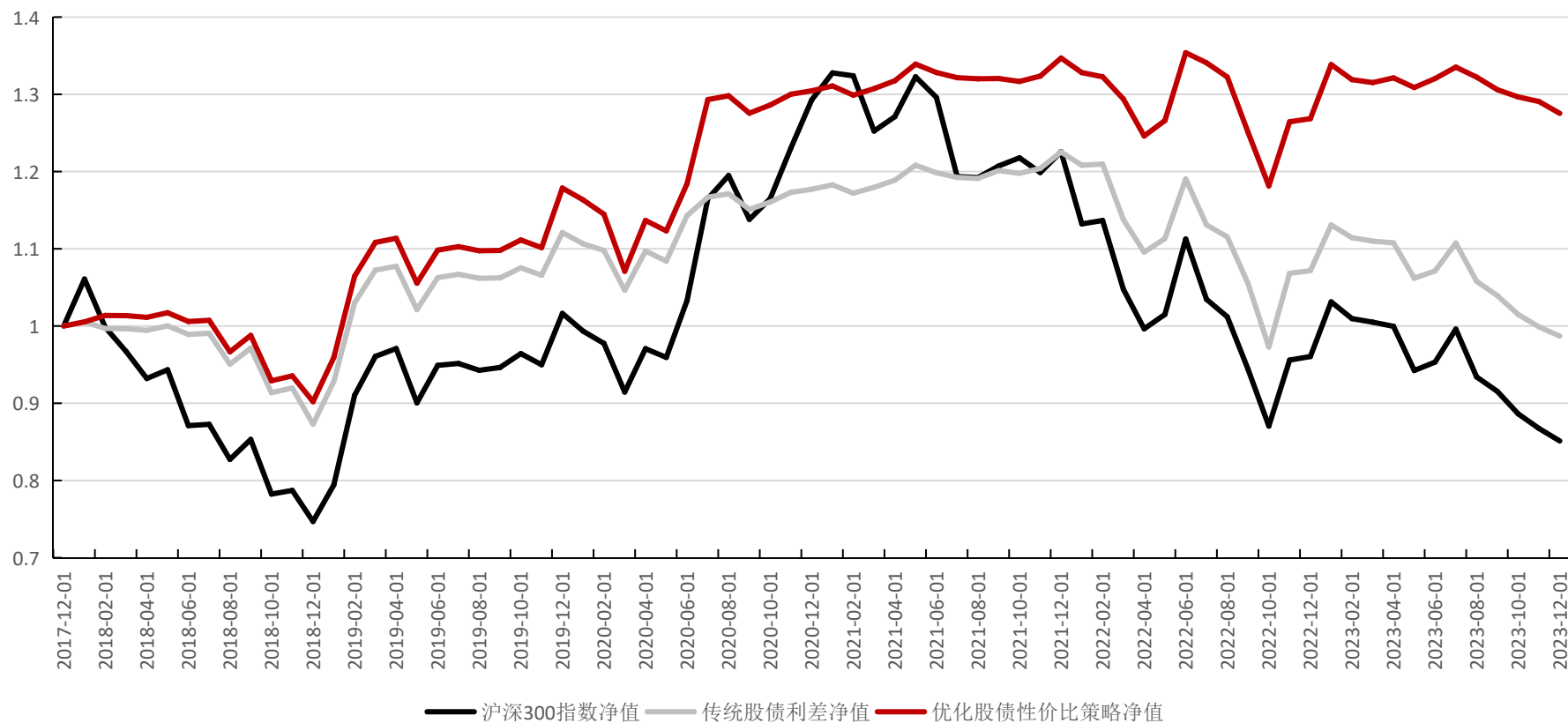
国债及在大类资产配置展望

- 股债性价比=1/市盈率-0.6*十年期收国债收益率-0.4*十年期美国国债收益率+0.3*CPI
- 优化股债性价比指标可以发现，2023年下半年以来股票市场并不具备明显的超配优势，主要原因在于国内通胀水平持续维持低位，同比数据长时间维持0轴之下，同时美国国债收益率依然处于高位，均支撑国债依然具有重要的配置权重。2024年美联储大概率进入降息周期，同时国内经济整体持续向好复苏趋势不变，通胀水平大概率回升，国债在相对股票市场配置中或将缩小一定权重。



国债及在大类资产配置展望

- 2018年1月至2023年12月该策略收益率超27%，收益净值稳定，超额收益超42%，超额效果明显。同时相比较于通过传统股债性价比指标择时策略（同为进行3年滚动均值和标准差），在股指上涨趋势中跟随股指收益趋势更为明显，在股指下跌趋势中抗风险特性更为突出，总体优化结果较为可观。





Thanks

感谢观看

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险投资需谨慎