

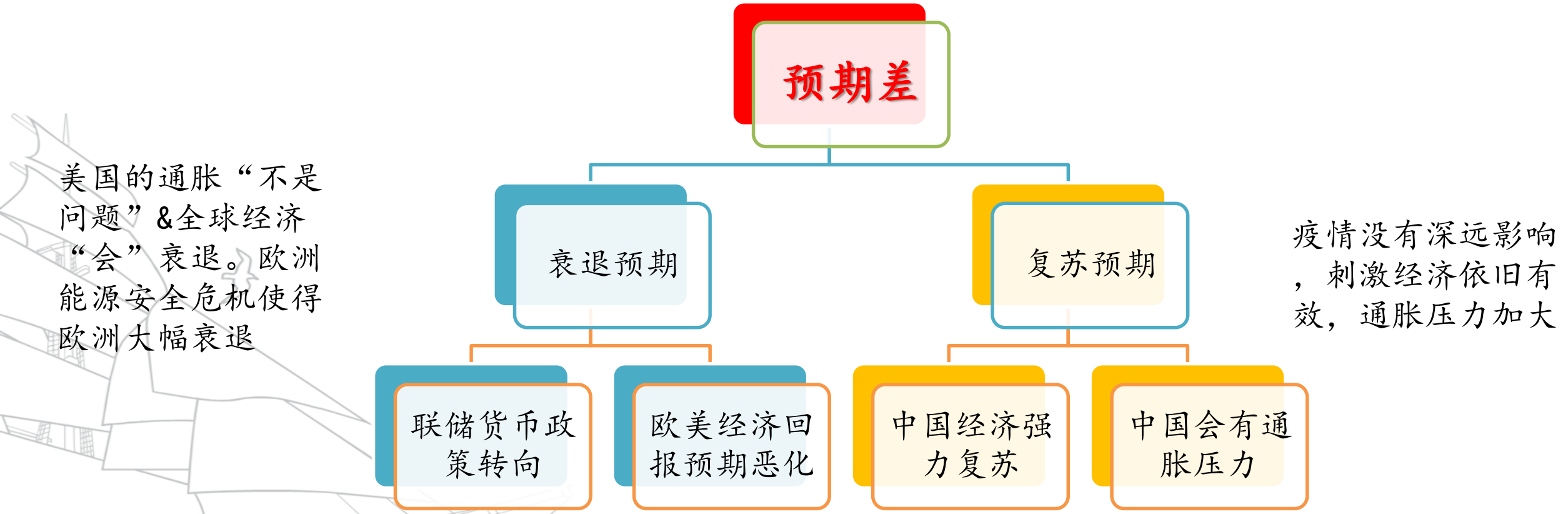


# 2024年全球宏观经济形势与大类资产配置展望

新湖研究所

2023年12月20日

# 2023年以来海内外宏观经济预期差：海外“弱”而未衰，中国温而不暖



美国的通胀“不是问题”&全球经济“会”衰退。欧洲能源安全危机使得欧洲大幅衰退

疫情没有深远影响，刺激经济依旧有效，通胀压力加大

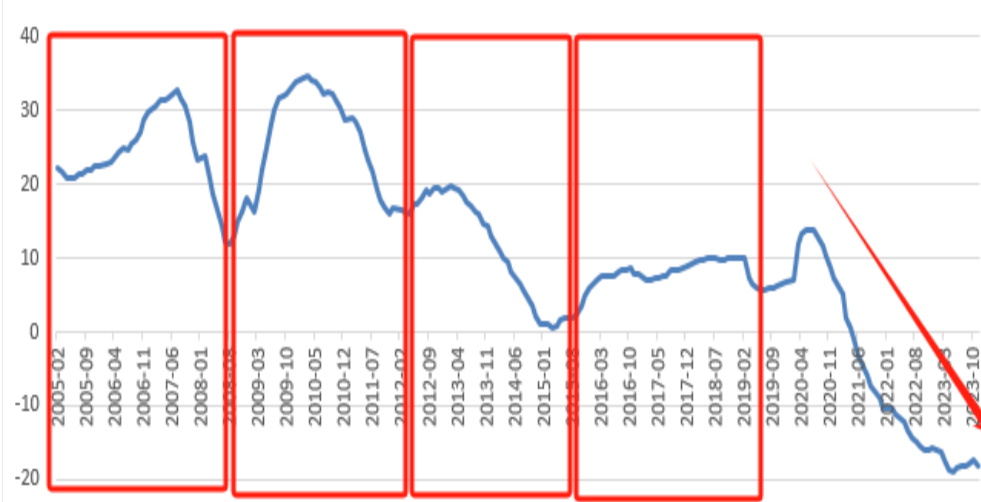
美国、欧洲的经济表现超出很多人的预期，美国就业市场稳定，通胀有较强的粘性；欧洲制造业相对取得了稳步增长；美国原本缓慢的信用收缩在财政“被迫”发力下再度扩张，解释了经济的韧性和“再加速”；中国从疫情政策转向，到经济复苏的预期没有那么强；中国“紧”财政和“弱”地产延后了信用宽松和增长修复的进展，经济呈现弱复苏局面。

# 海内外宏观经济预期差背后原因：中美经济、政策和利率的背离

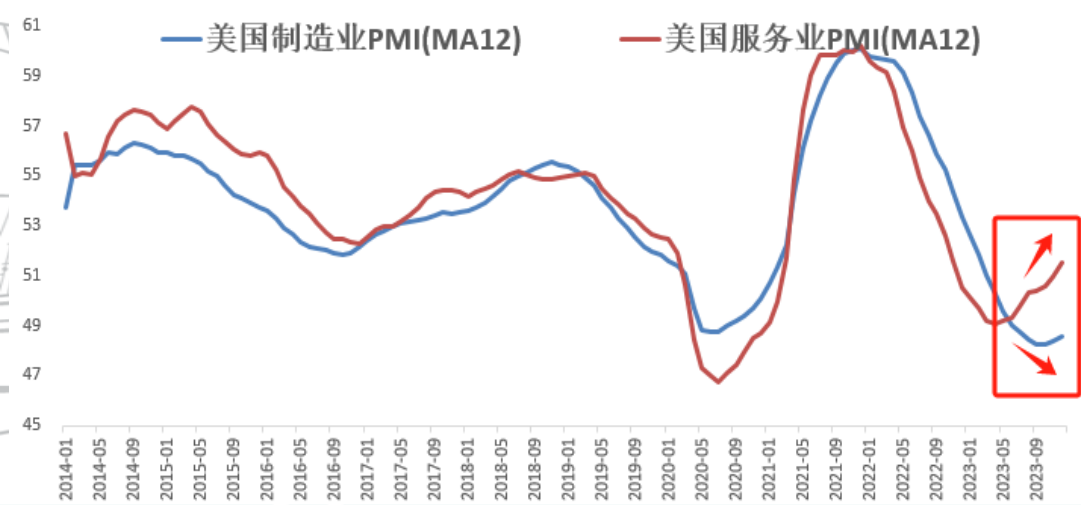
中美国债收益率走势



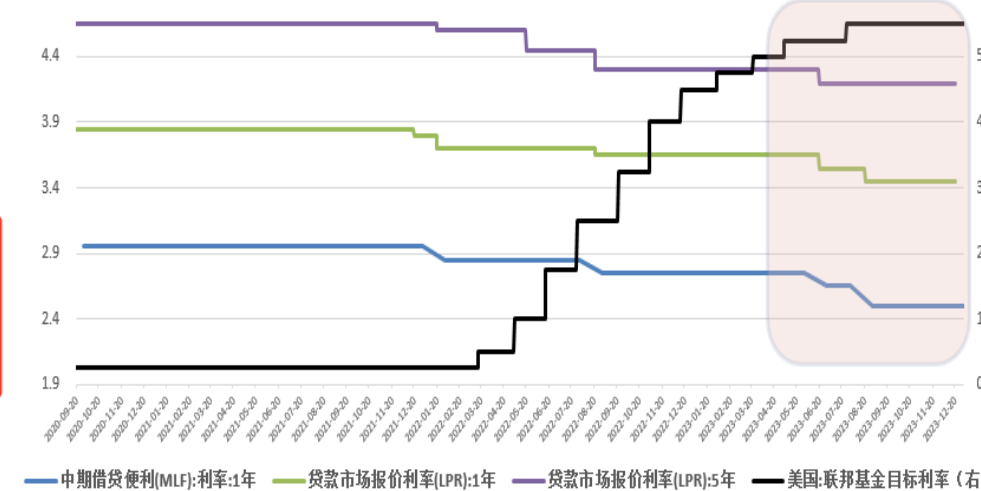
房地产投资当月同比



美国制造业与服务业错位



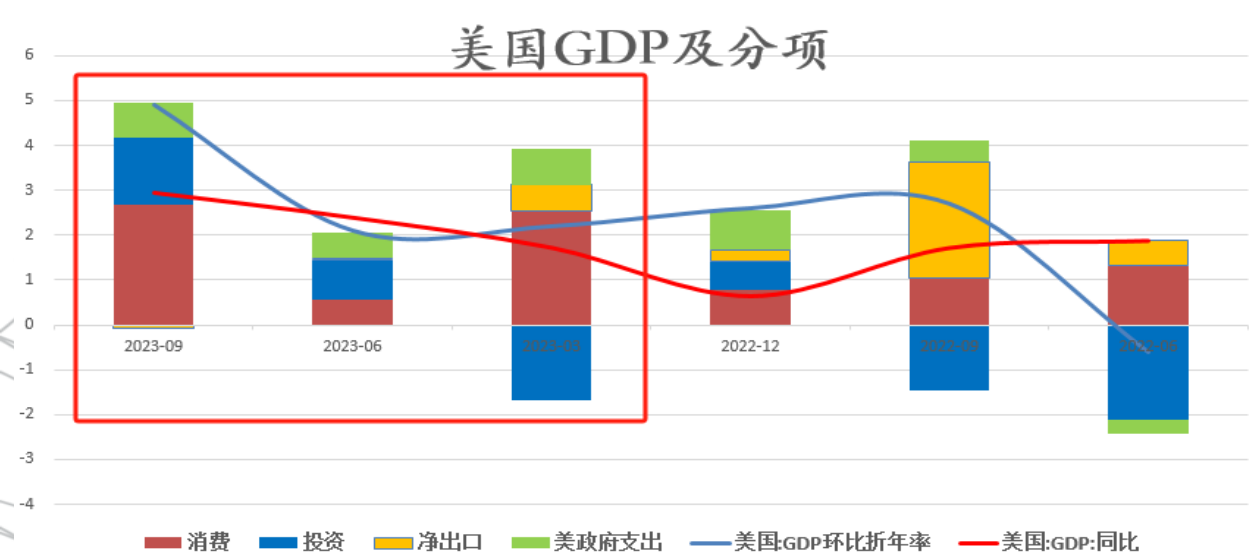
中美货币政策延续分化



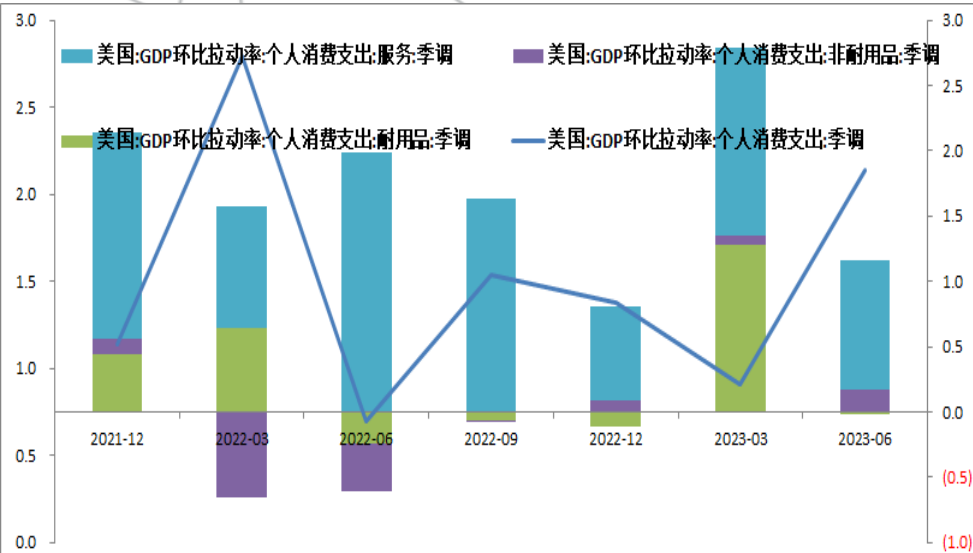
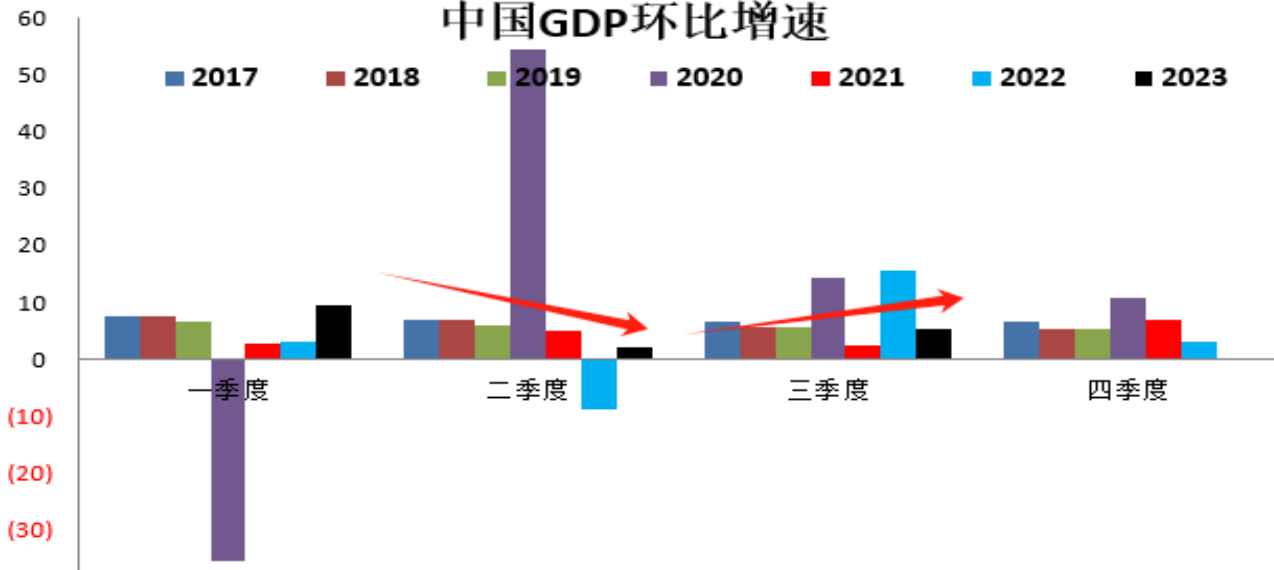
- 过去一年中美经济 and 政策的背离是宏观经济的主要矛盾
- 国内以往3年一轮的信用周期被打破（房地产）
- 美国周期同样被打破，主要体现在服务业和制造业的错位，美国财政宽松带来的转移支付以及居民超额储蓄支撑服务业，导致美国以往制造业和美债利率的顺周期变成了逆周期

# 海内外宏观经济预期差：海外“弱”而未衰，中国温而不暖

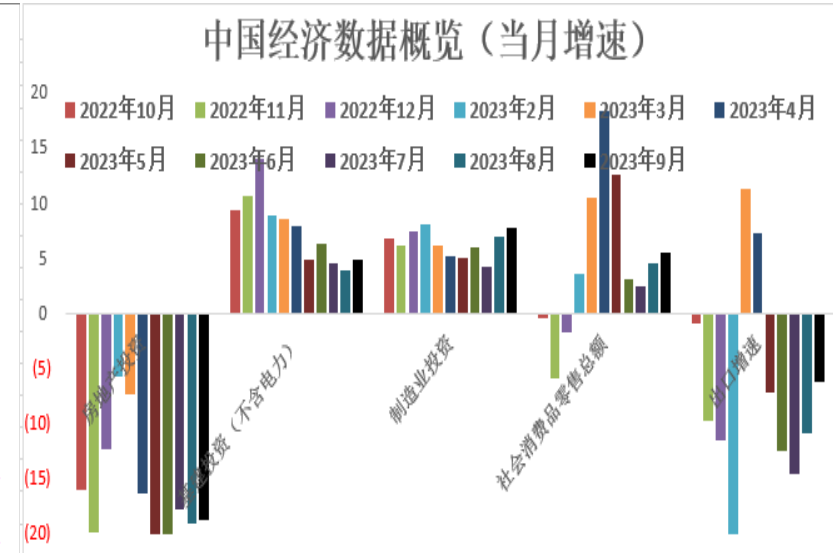
美国GDP及分项



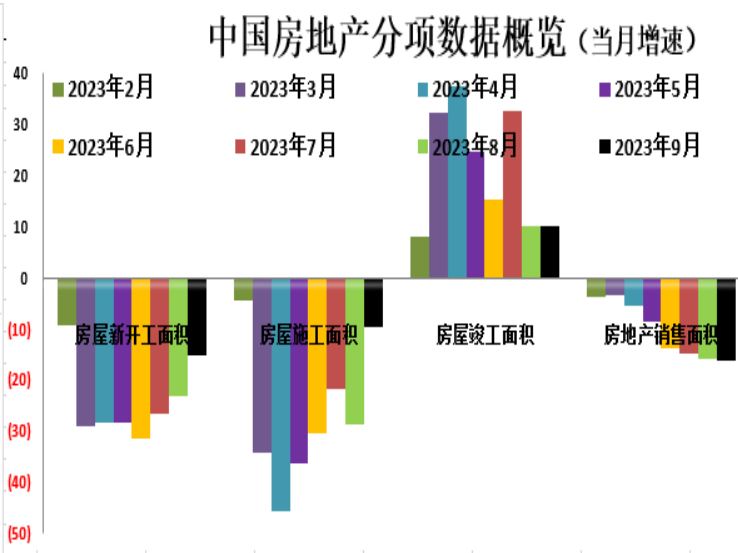
中国GDP环比增速



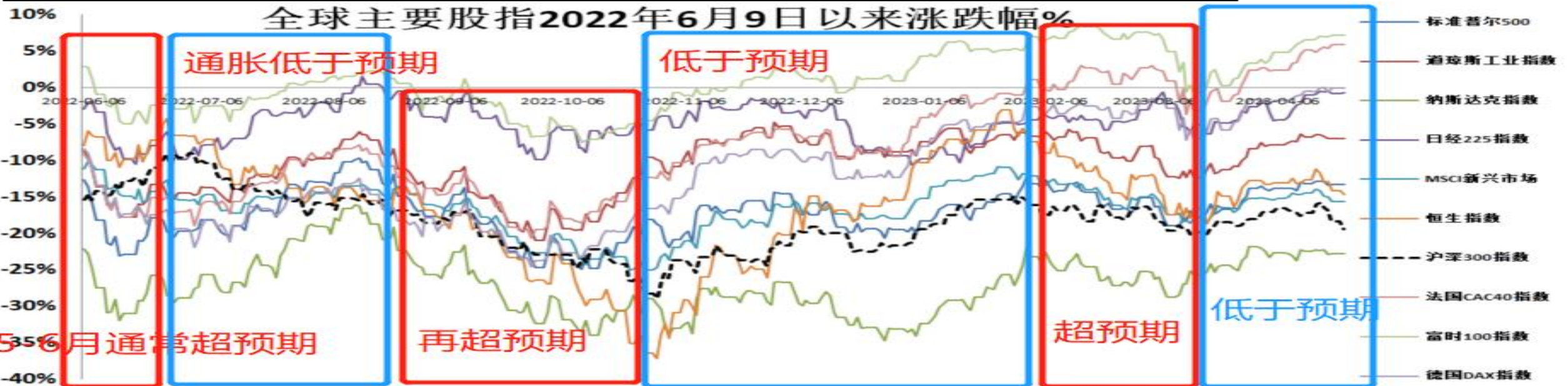
中国经济数据概览（当月增速）



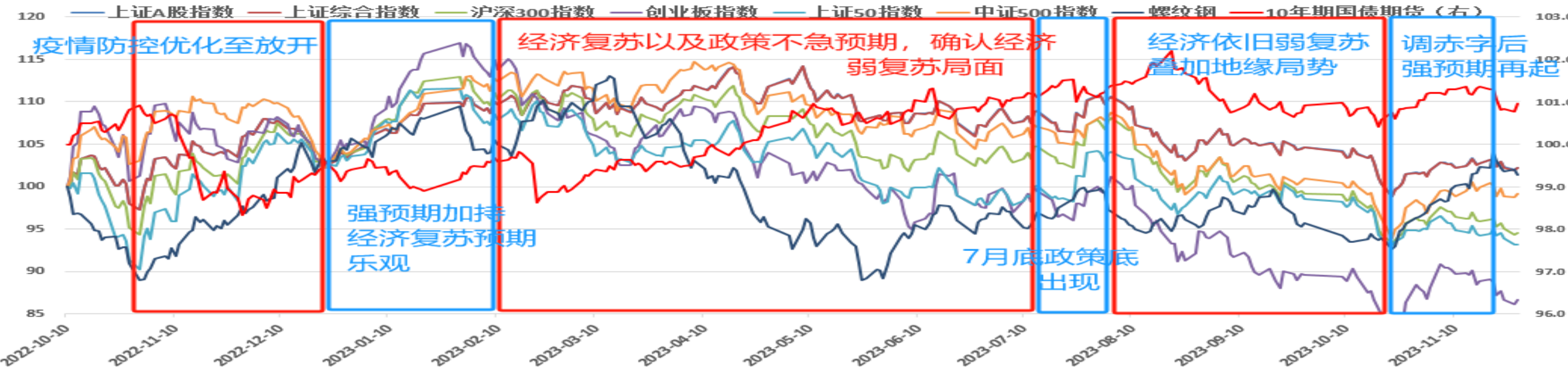
中国房地产分项数据概览（当月增速）



# 大类资产交易逻辑：海外围绕联储，国内围绕复苏

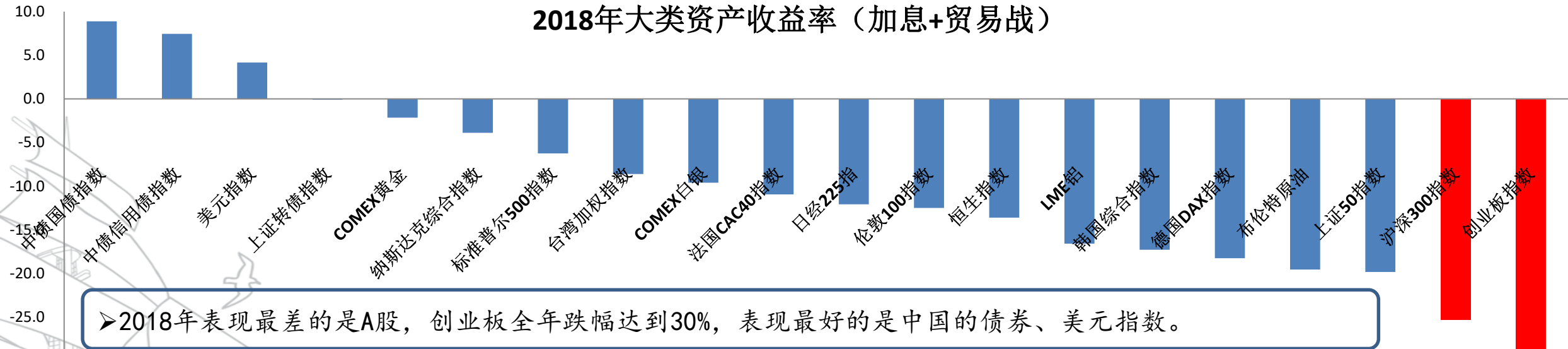


国内大类资产走势（2022年10月10为基期）

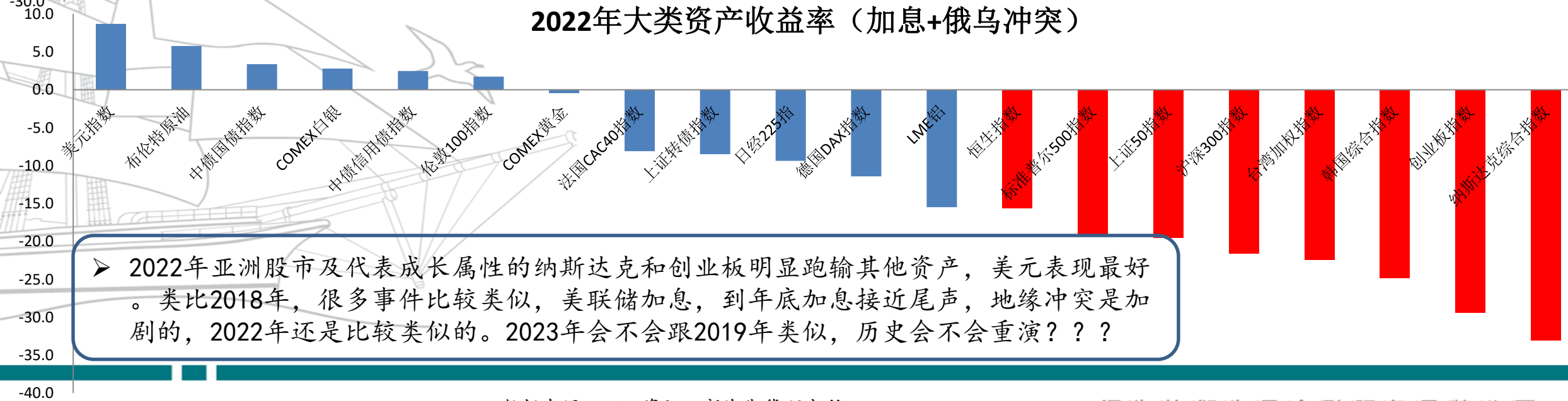


# 全球大类资产的轮动效应

2018年大类资产收益率（加息+贸易战）



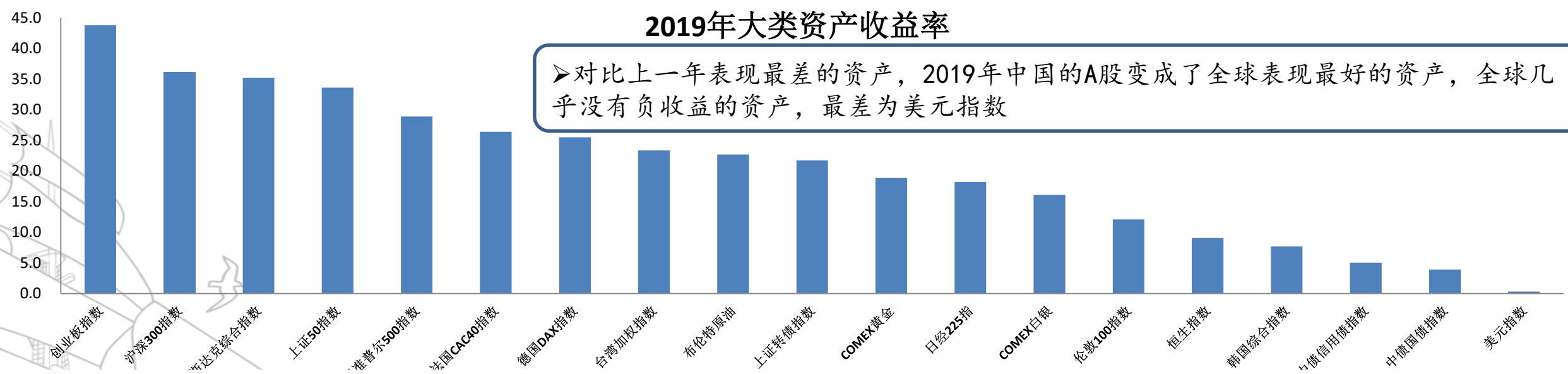
2022年大类资产收益率（加息+俄乌冲突）



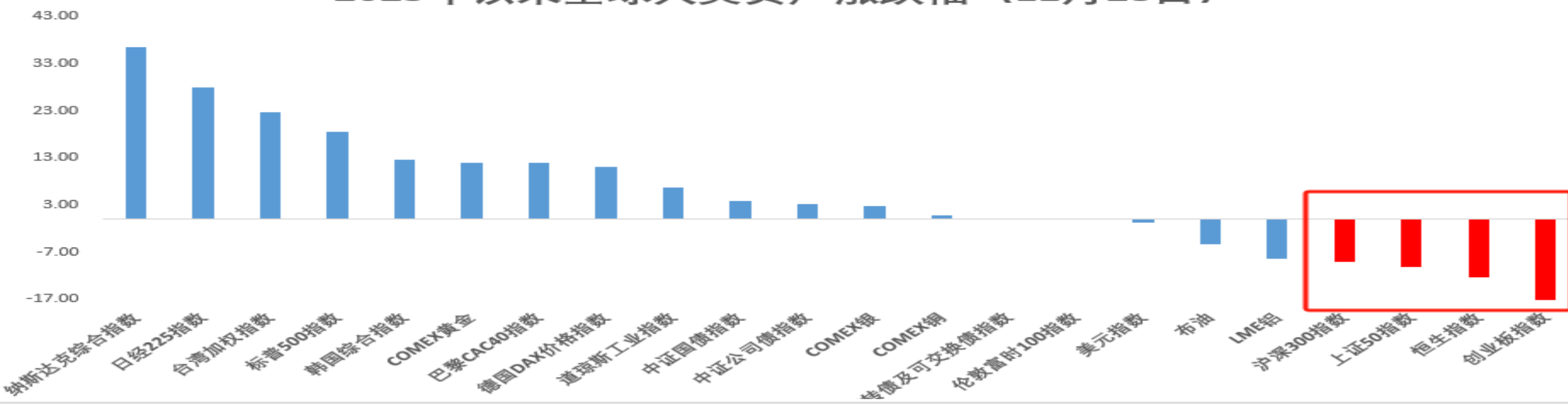
# 全球大类资产的轮动效应(预期差致使大类资产表现不及预期)

2019年大类资产收益率

➤对比上一年表现最差的资产，2019年中国的A股变成了全球表现最好的资产，全球几乎没有负收益的资产，最差为美元指数



2023年以来全球大类资产涨跌幅 (11月28日)

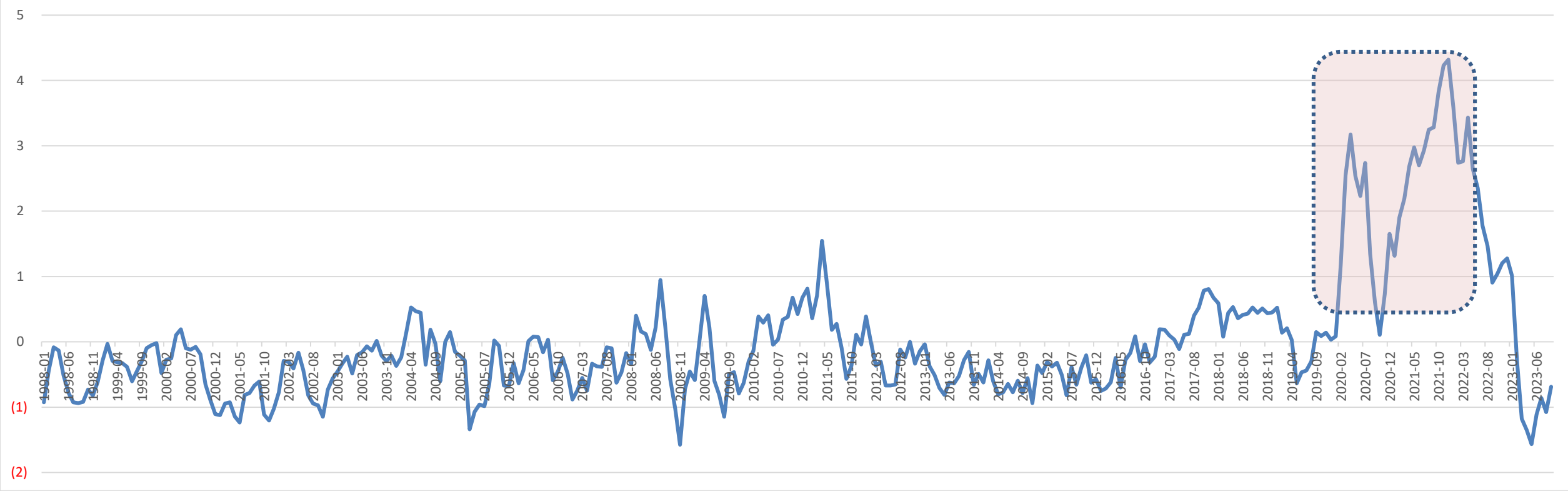


地缘政治风险指数

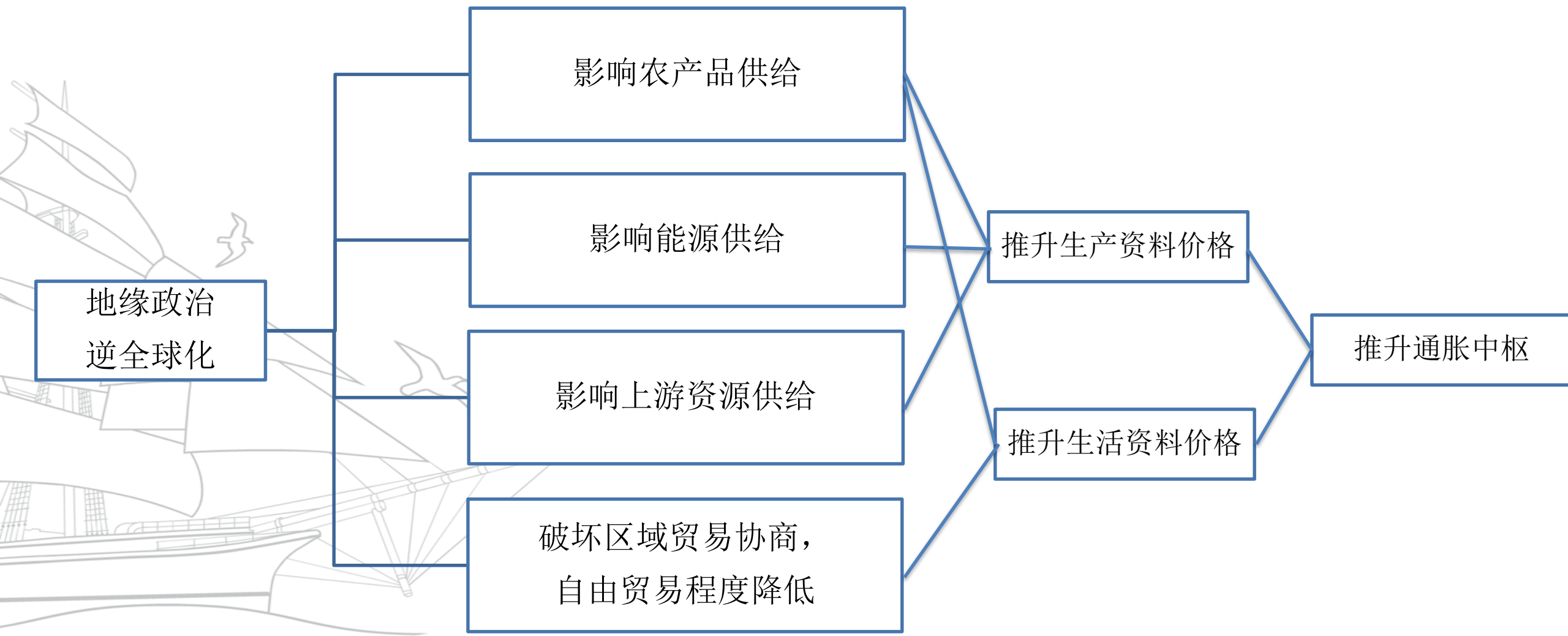


➤ 2022年的俄乌冲突很大程度上改变了冷战之后的地缘政治格局，欧美发达国家基本上都加入制裁俄罗斯的行列。中国同样受到波及，被美国视为最大竞争对手，这也导致我国近20年的战略机遇窗口或已关闭。去年巴厘岛会面之后，本以为中美关系会缓和，但是年初的流浪气球事件使中美关系急转直下，美国也是继续拉小圈子围堵中国，继续通过“小院高墙”战略对核心技术卡脖子。特别是今年G7以及G20会议上的重要议题都是对中国的“去风险化”，软脱钩的可能性正在上升。巴以冲突的外溢影响仍待观察……。本月的元首会晤之后，形势出现阶段缓和，避免进一步恶化……24年美国大选仍不排除打压中国来争取选票

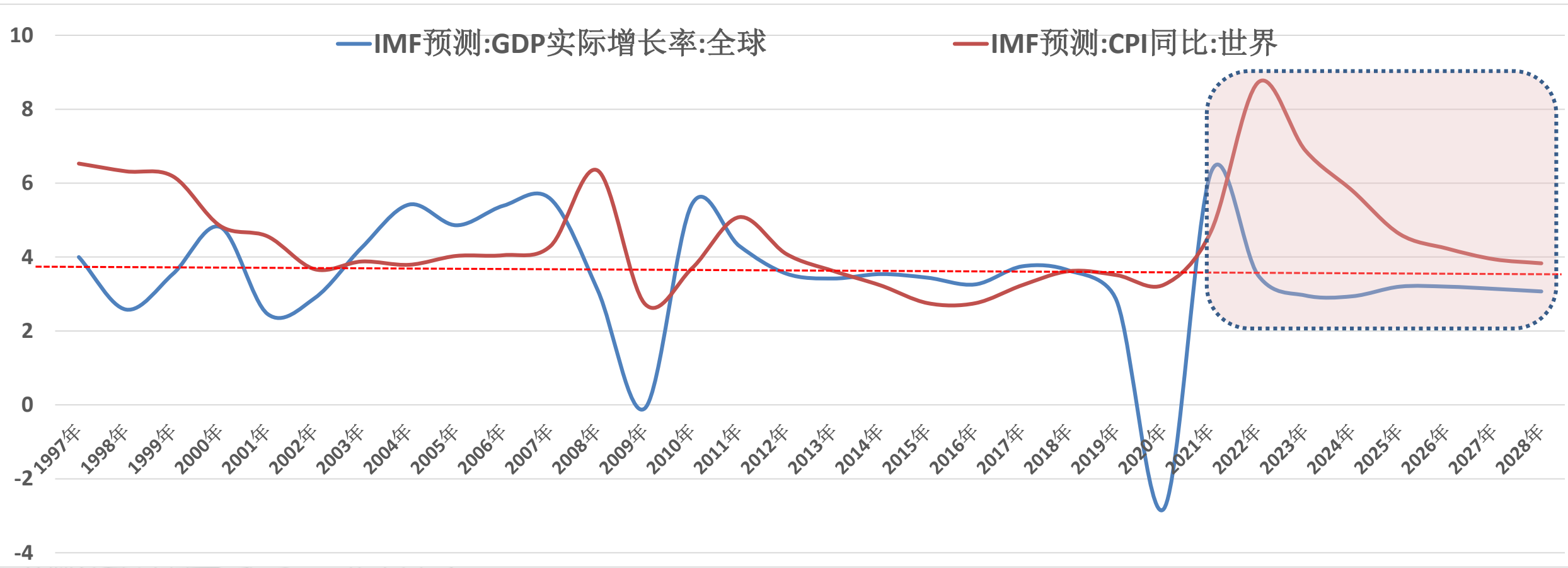
美国:全球供应链压力指数(GSCPI)



➤ 疫情之后，逆全球化的背景下，全球供应链运行逻辑由疫情前的比较优势和资本逐利主导的模式发生变化，此前的“即时性生产”模式正在向“保障性生产”模式过渡。发达国家推行近岸、友岸甚至在岸生产并重构价值链，力图摆脱对海外制造的依赖。特别是近年来美国制造业回流的趋势还是比较明显的。



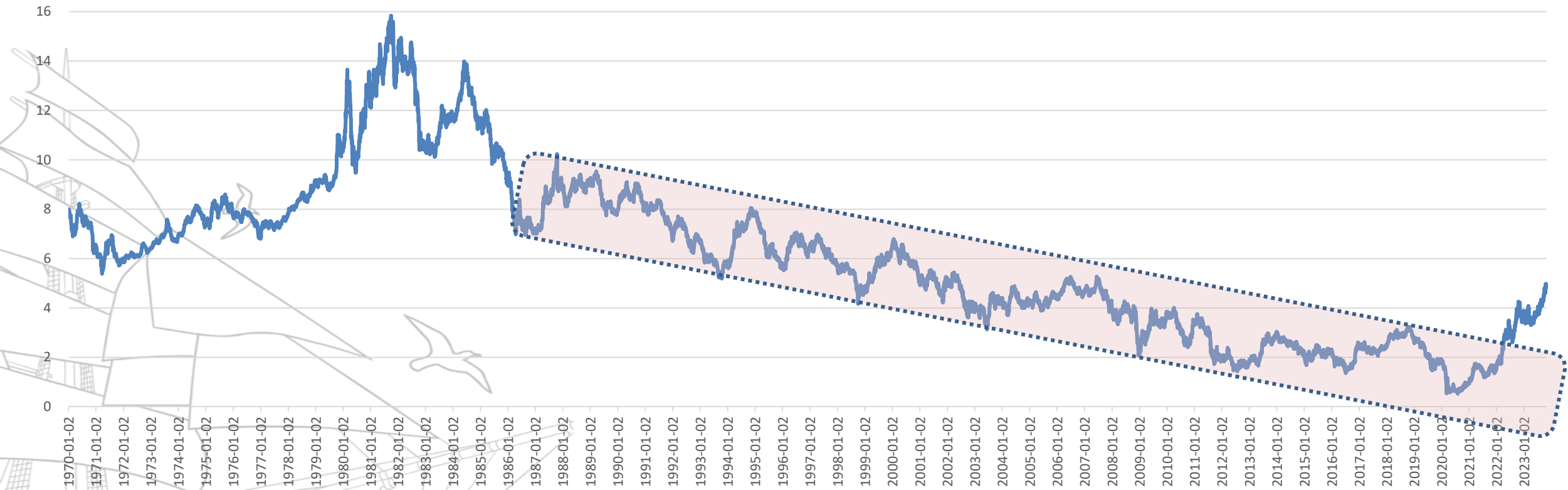
# 未来全球经济面临的趋势之三：海外滞胀短期恐难消除



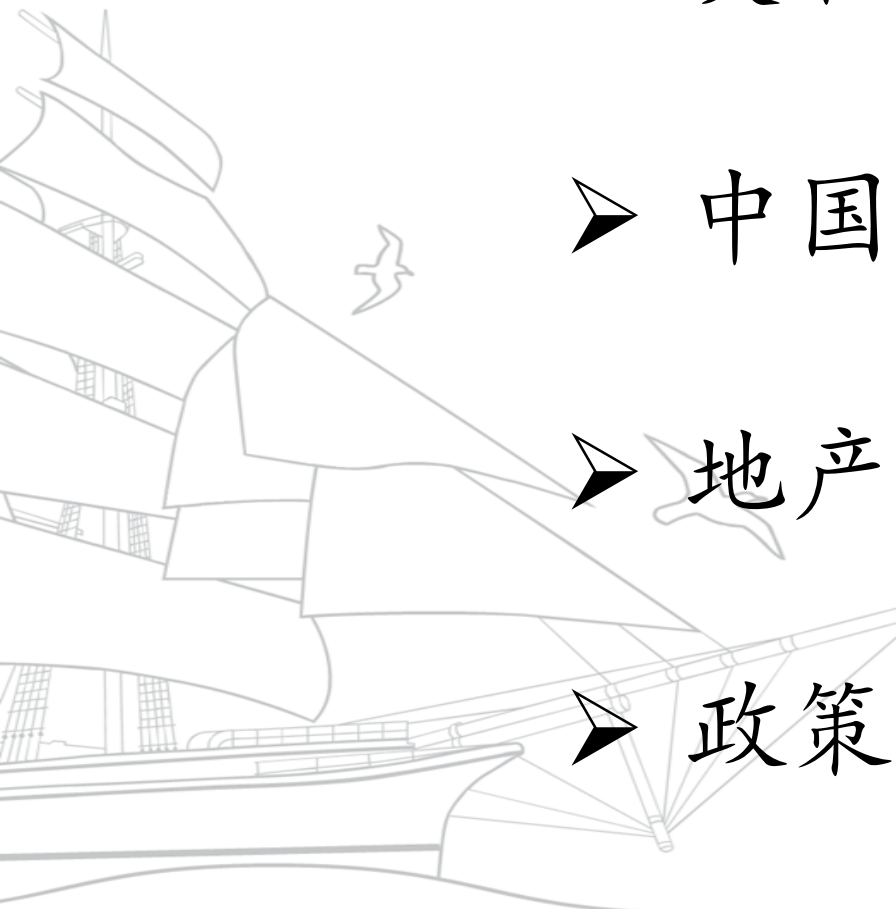
➤ 全球经济将面临近几十年来最低的中期增速，但物价压力仍然居高不下。老龄化以及贫富差距加剧导致的潜在增速下降，逆全球化和能源转型造成的生产成本上升，使“滞胀”面临长期化的趋势。

# 未来全球经济面临的趋势之四：高利率（紧缩）维持更长时间

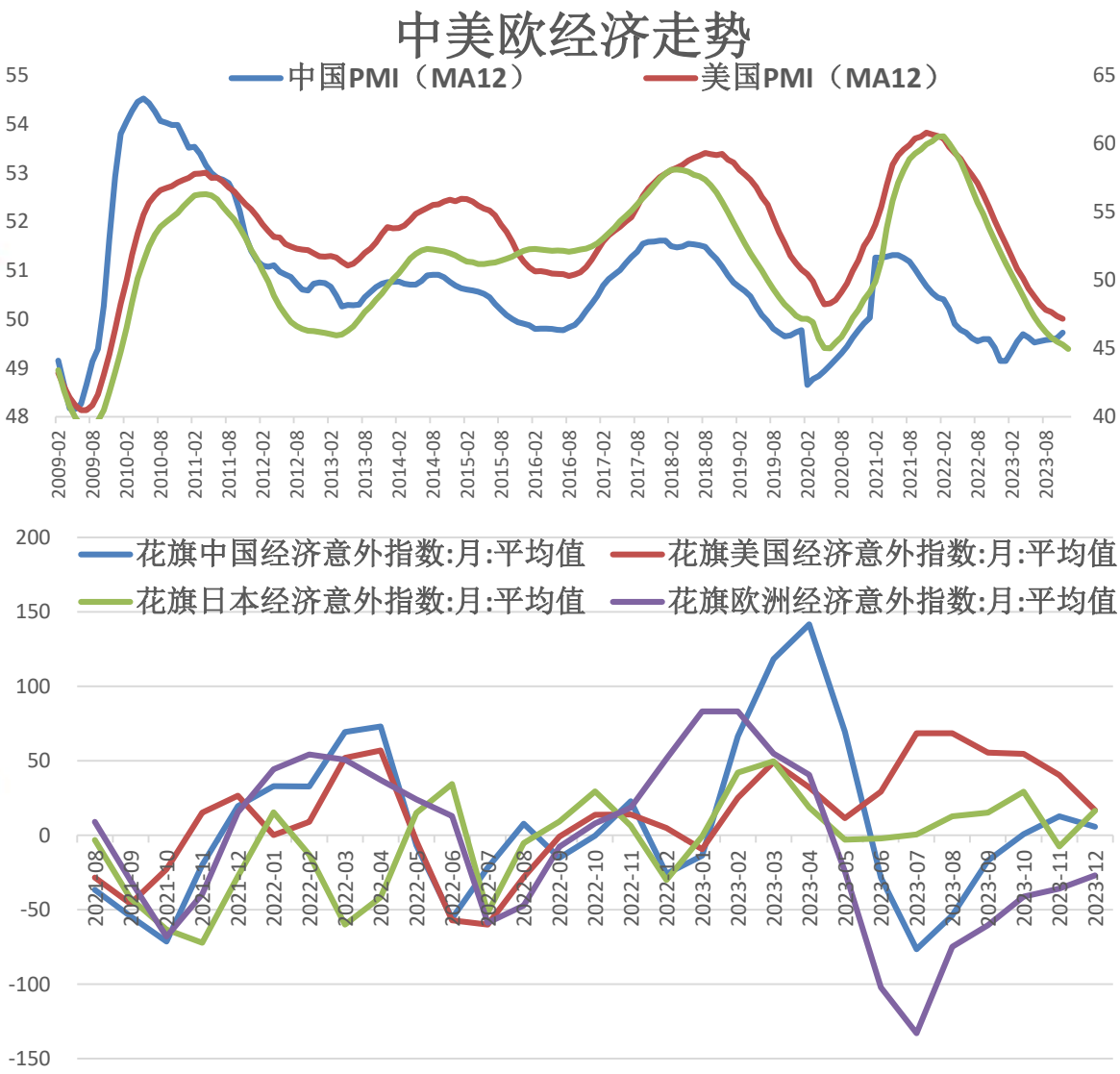
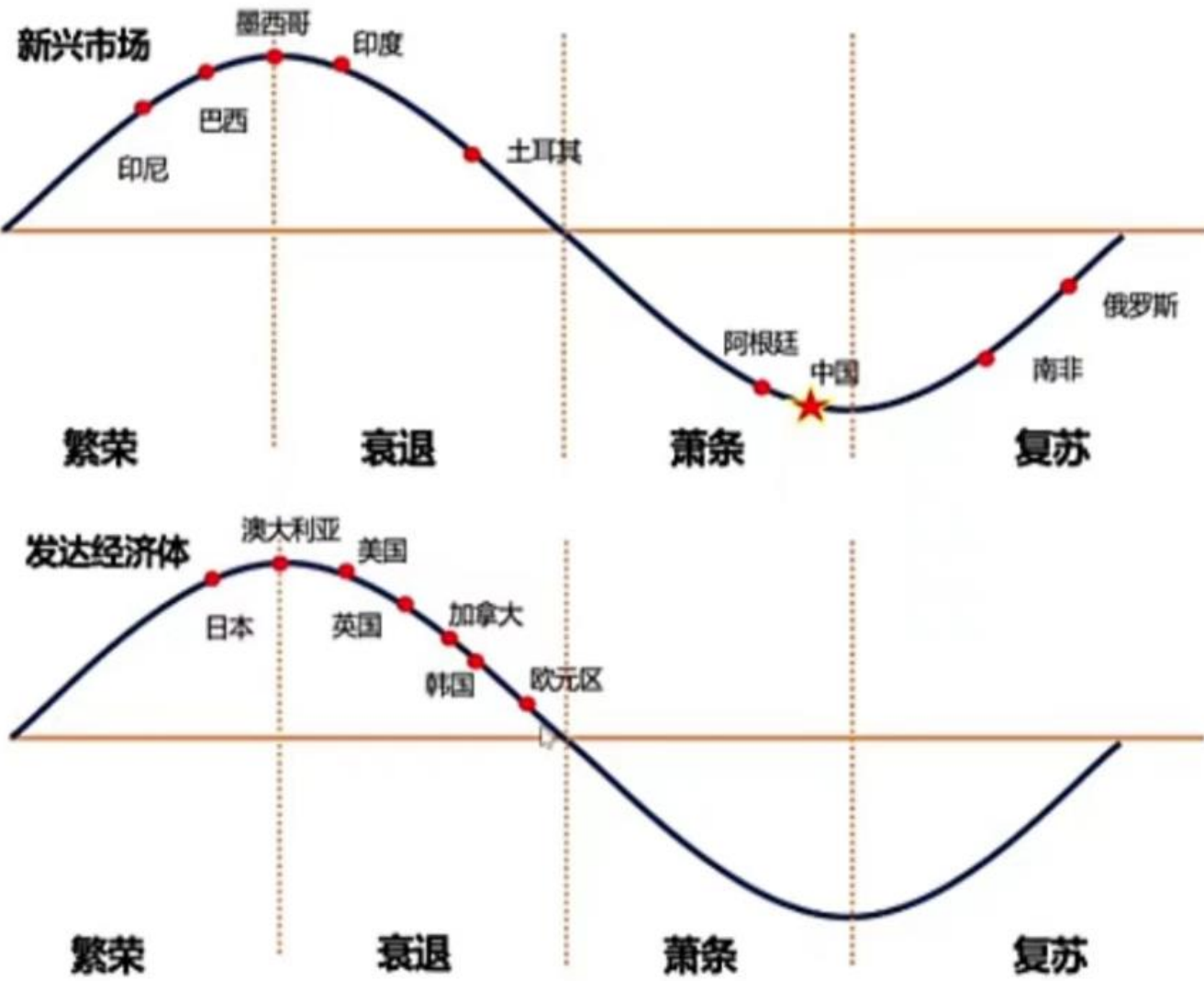
美国:国债收益率:10年



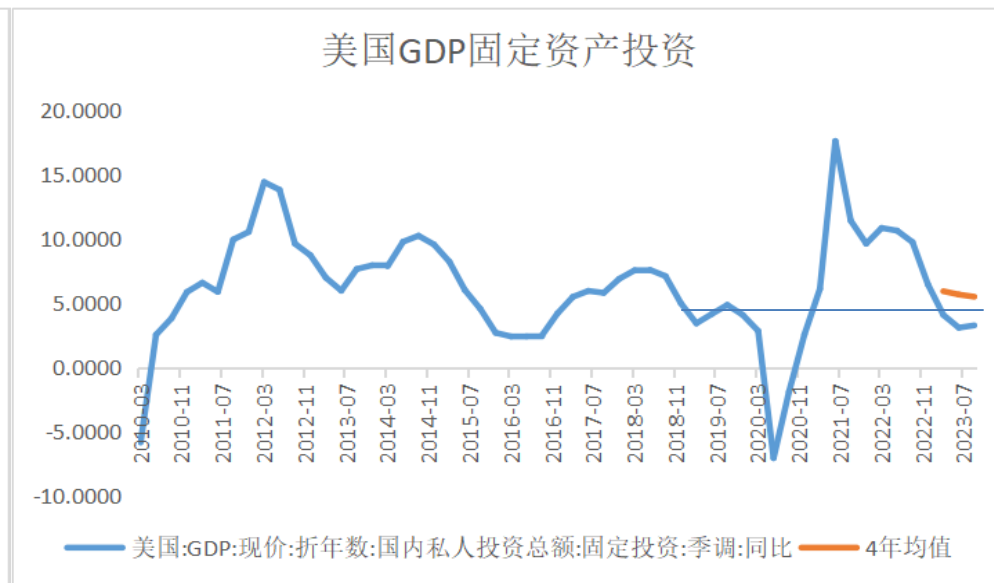
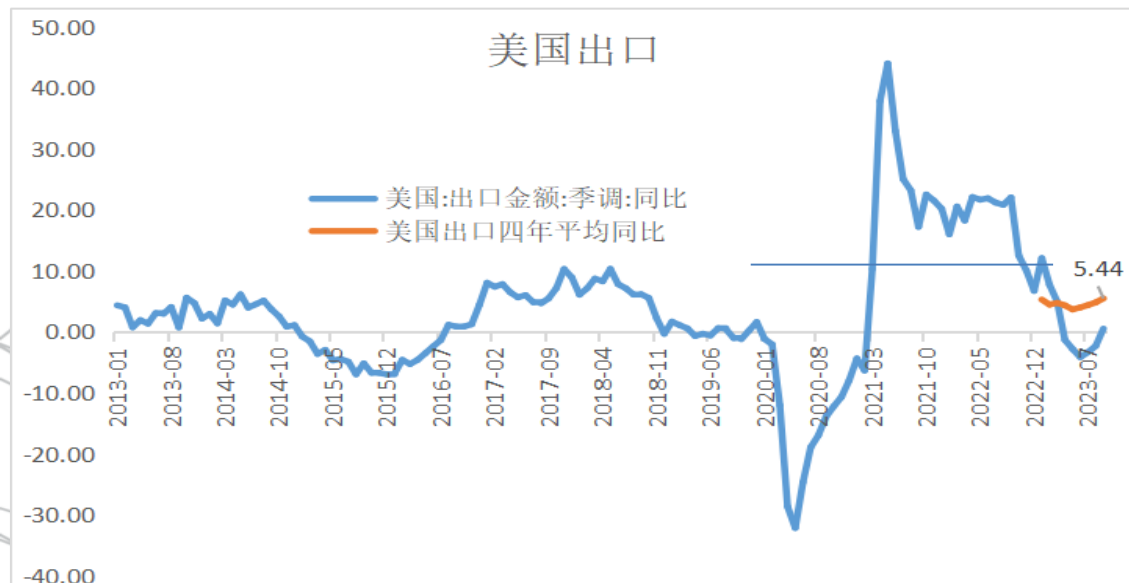
➤ 1980年代以来国债收益率单边下降的局面已经终结，发达国家在应对滞胀压力时优先选择抑制物价，无风险利率可能“higher for longer”，主要国家货币紧缩的时间可能会延长，降息没那么快。

- 
- 美联储货币政策、美元及美债
  - 中国经济复苏情况
  - 地产、出口决定复苏斜率
  - 政策强预期下，政策空间再度打开？

# 发达经济体与新兴经济体所处经济周期位置：中美从背离到收敛



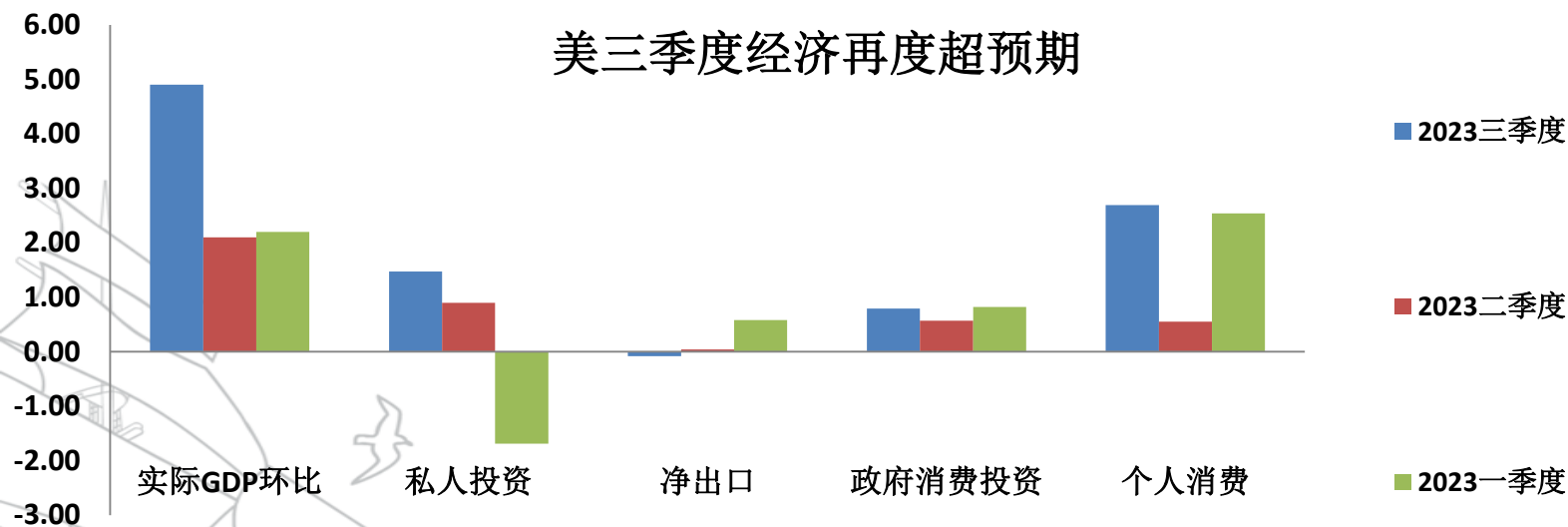
# 美国版的三驾马车支撑经济有韧性



- 中美贸易冲突制造业回流，叠加俄乌冲突带来投资增量。
- 疫情期间财政补贴居民带来消费增长。
- 俄乌冲突，制裁俄罗斯，推动美国出口增长

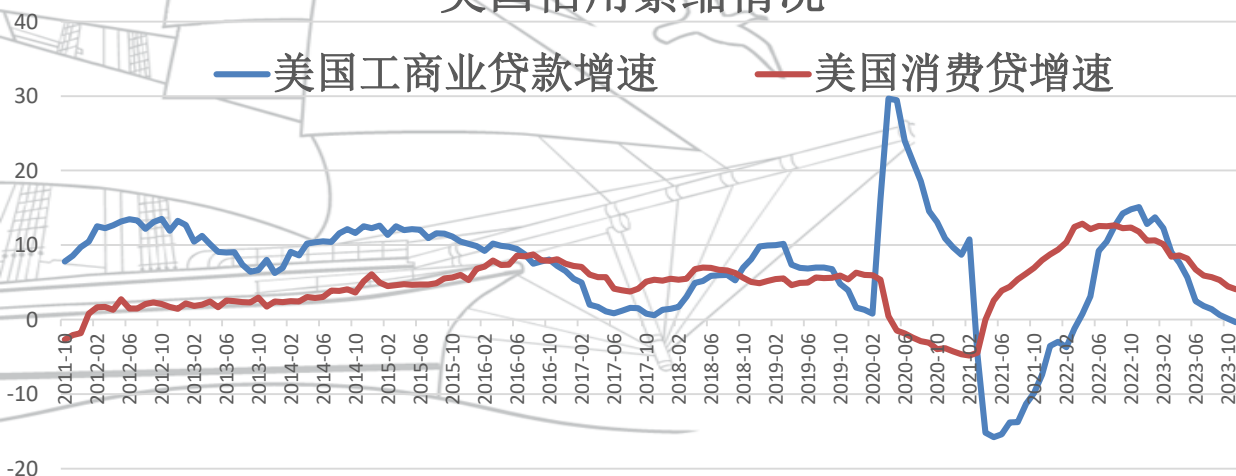
# 美国经济软着陆成共识，虽无“近忧”，或有“远虑”

## 美三季度经济再度超预期

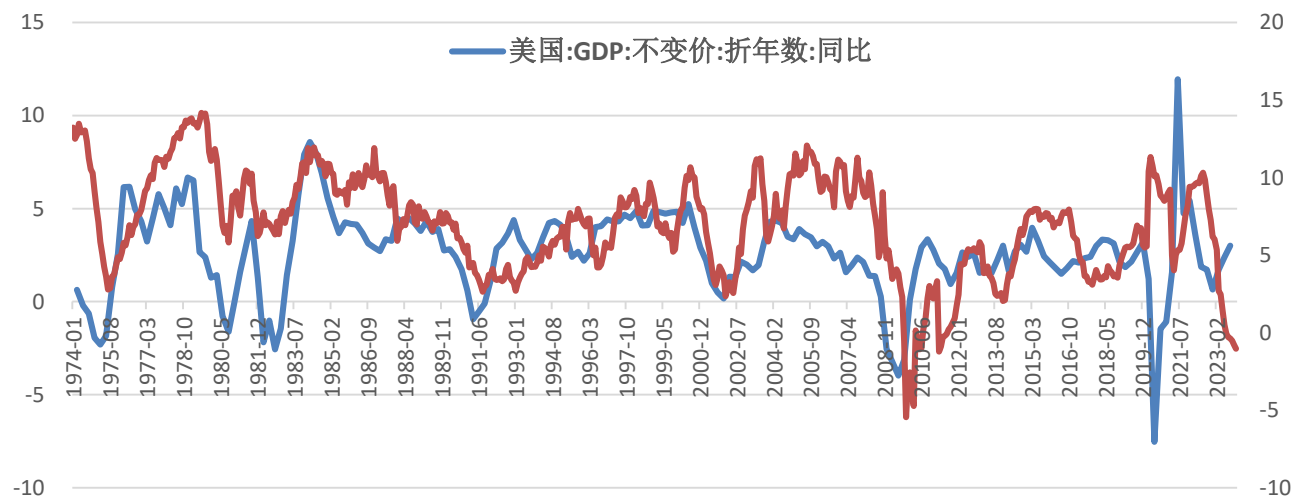


➤ 货币紧缩造成的金融条件收紧，在欧元区和美国的传导却是大相径庭，也导致美欧未来一年的经济走势可能截然相反。对于美国，由于货币政策传导可能更为滞后，经济增速在明年更可能是“前高后低”的。

## 美国信用紧缩情况

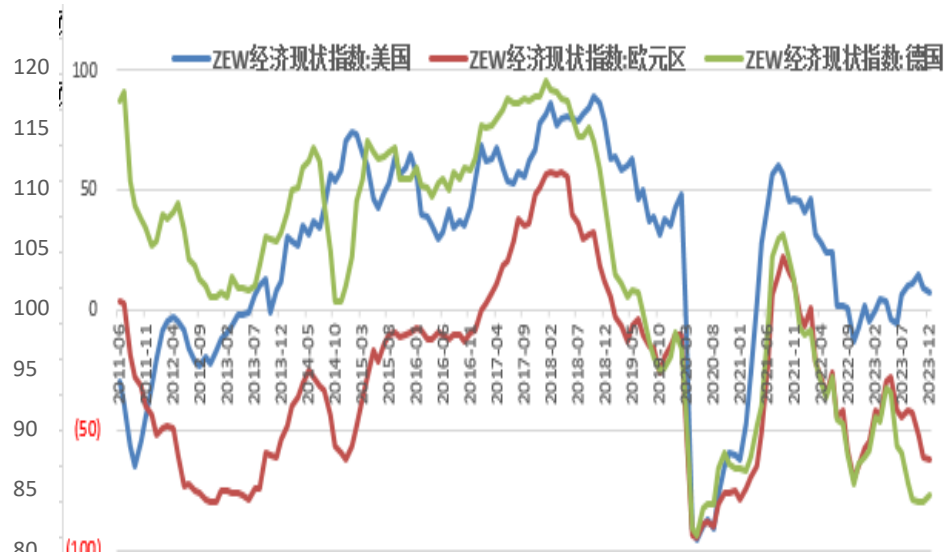
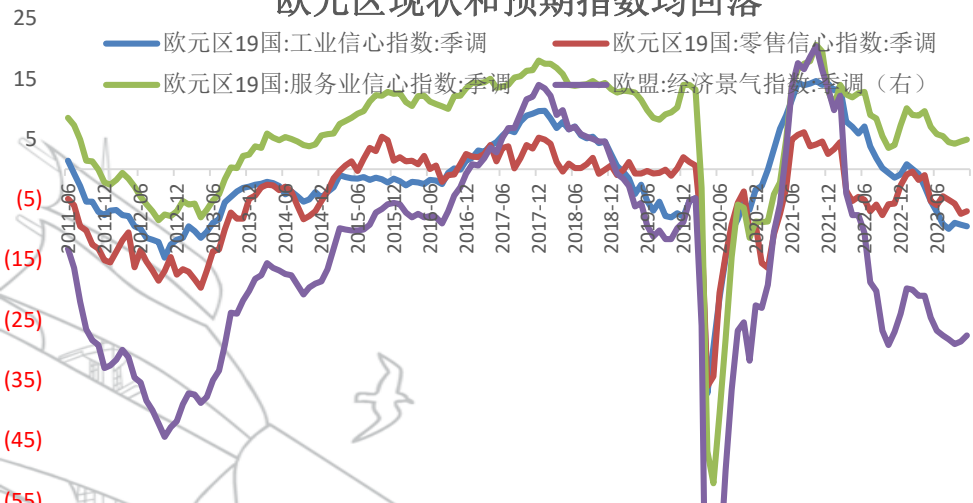


## 美国商业银行信贷收缩比较明显

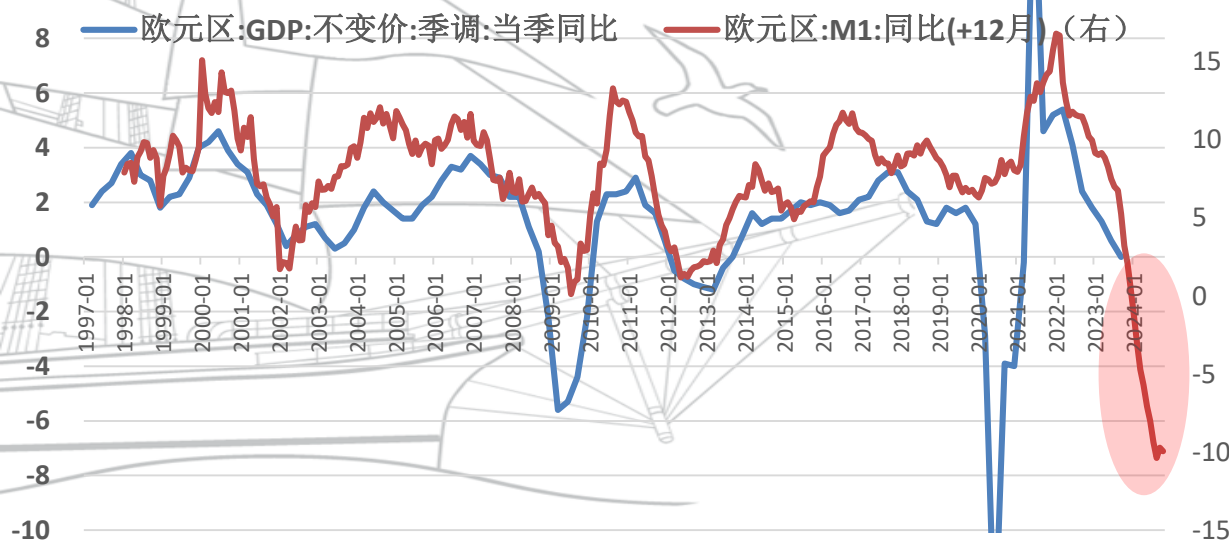


# 欧洲经济有“近忧”无“远虑”

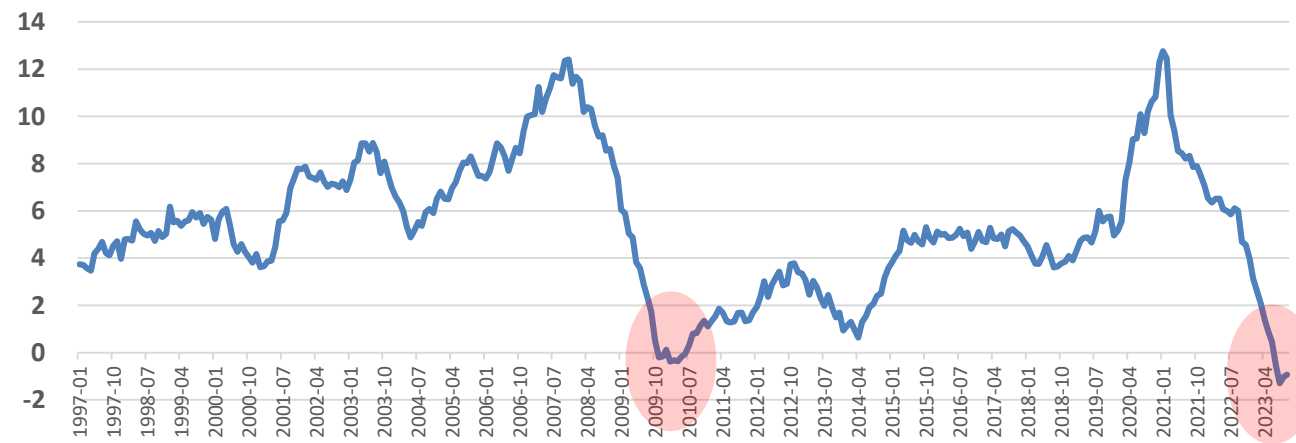
### 欧元区现状和预期指数均回落

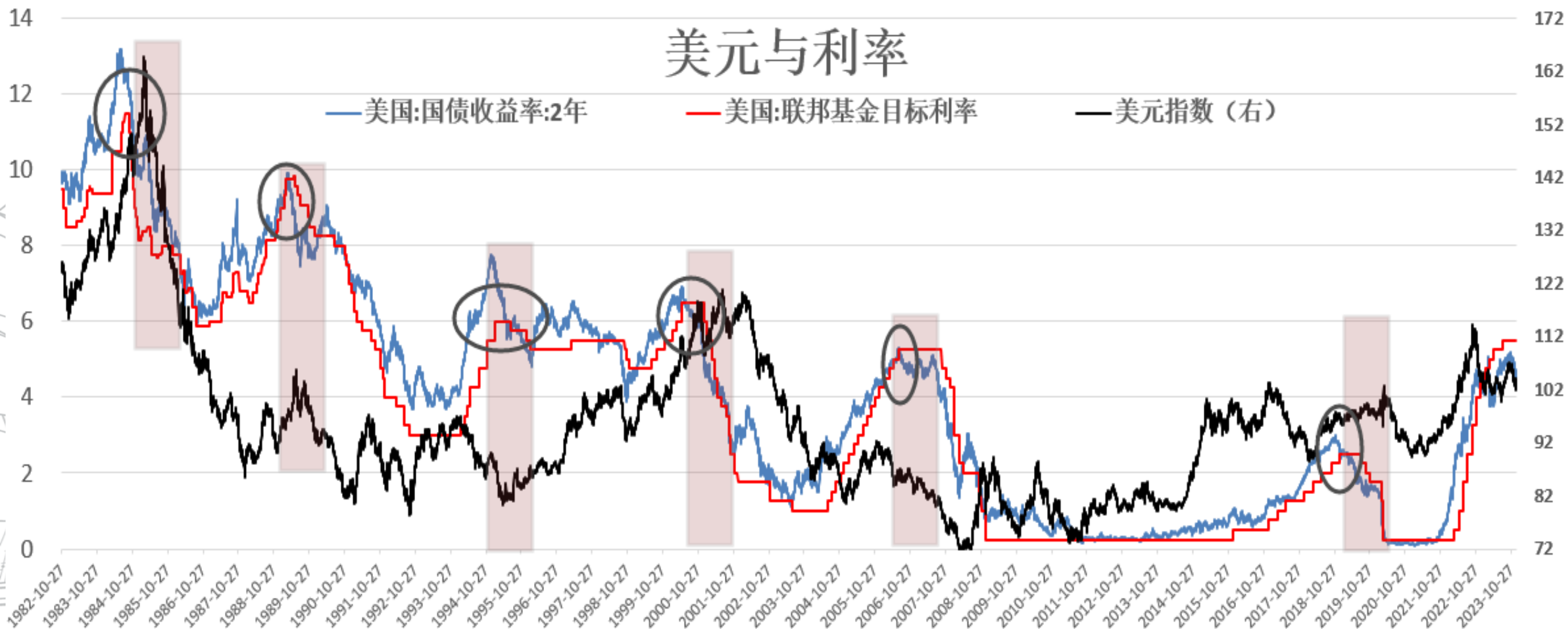


➤ 对于欧元区来说，信用紧缩早已对经济造成压力，同时随着欧央行停止加息，甚至是率先开启降息，信用紧缩幅度反而可能略微缓解，欧元区经济在明年是“前低后高”的。



### 欧元区:M3:同比





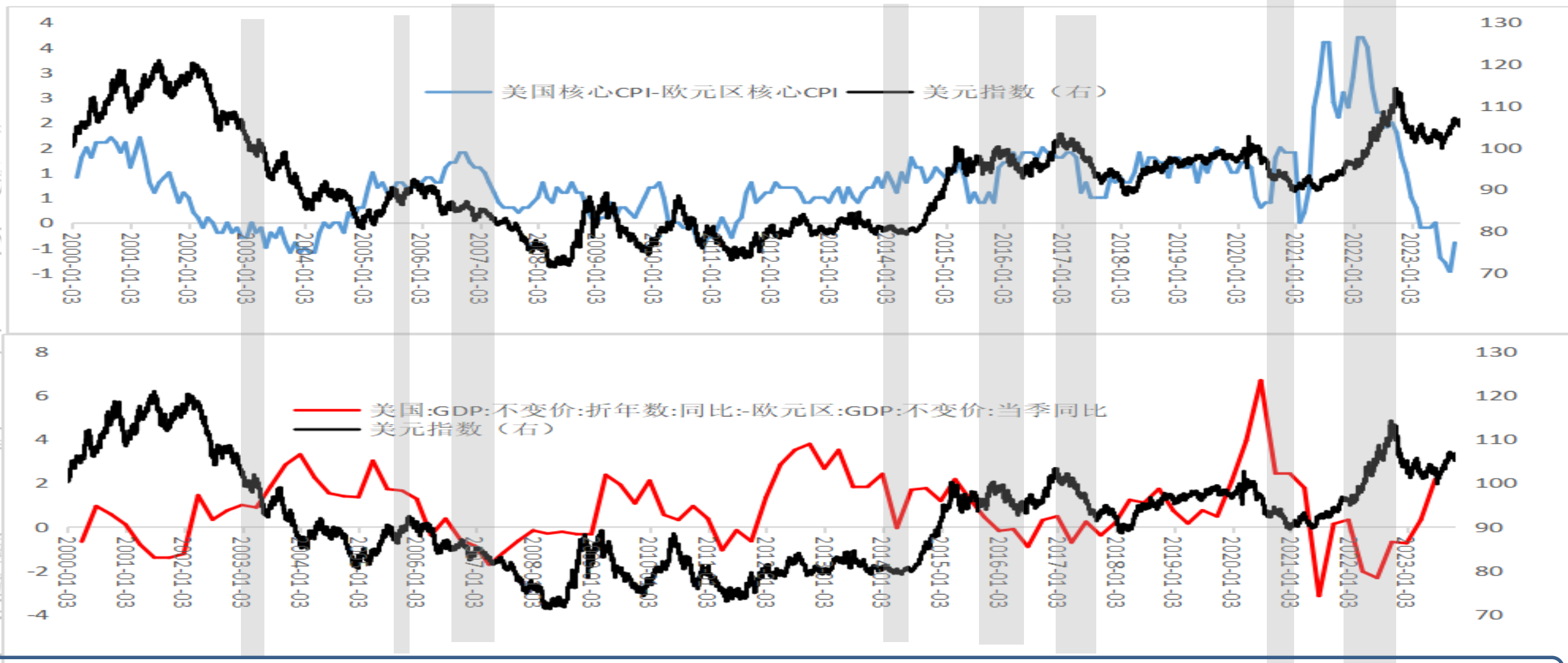
➤ 利率见顶往往意味着美元也进入顶部阶段，市场利率往往前瞻于政策利率。美元回落，对于商品的估值有利的

# 国际投行金融条件指数预示美元见顶



➤ 高盛金融条件指数回到100以上，往往意味着美元阶段性见顶。

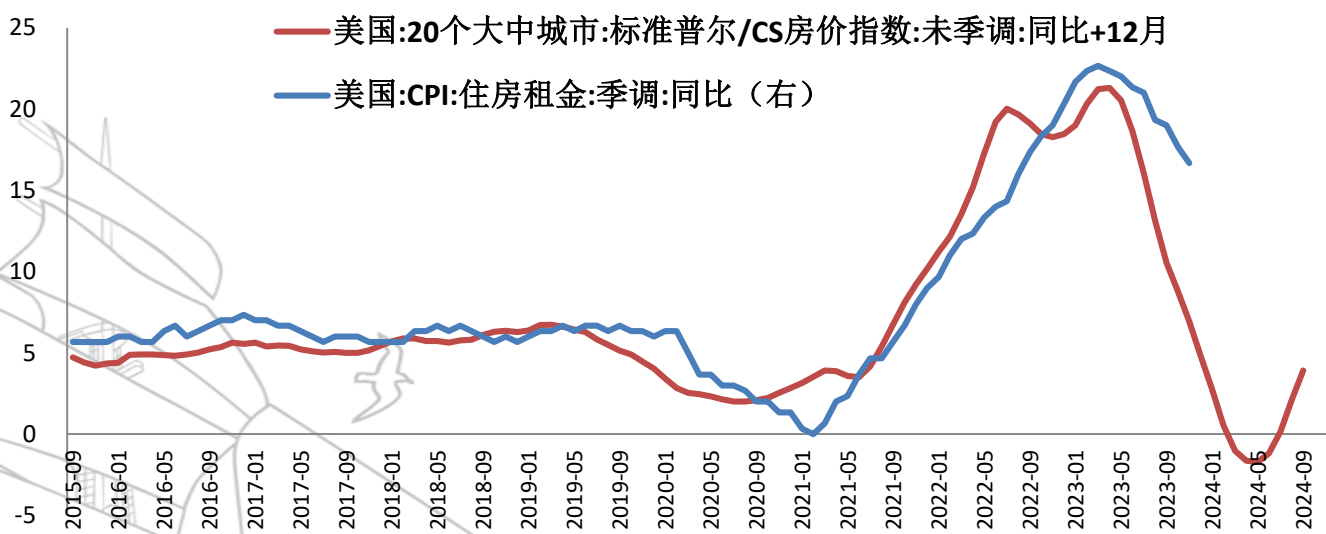
# 除了通胀还有经济影响美元



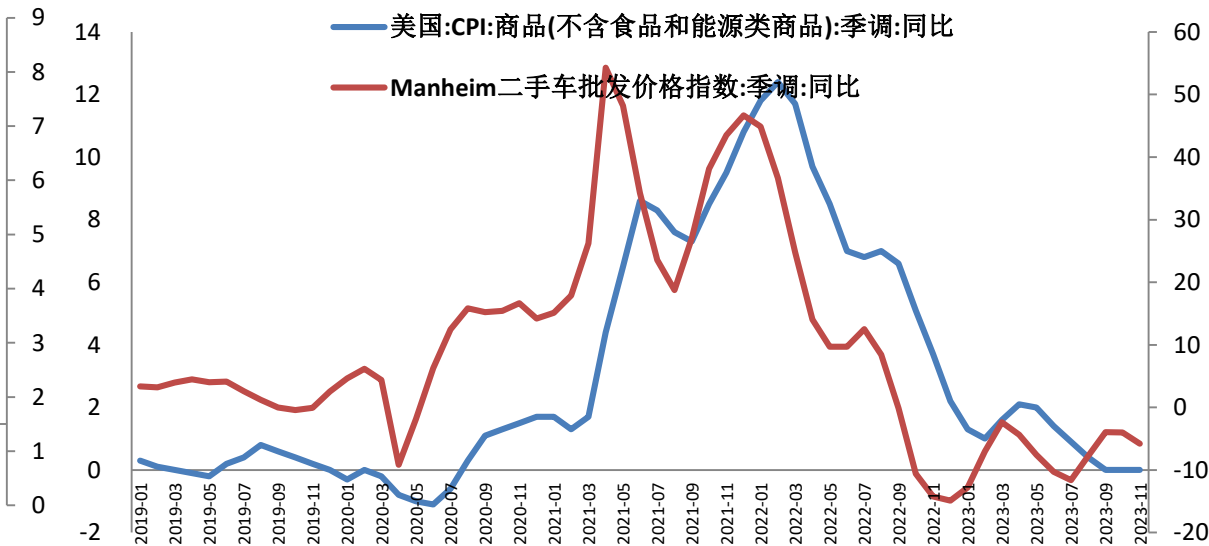
➤ 欧美通胀回落，货币政策从通胀比较转向经济比较，美国仍强于欧洲，美元回落可能并非行云流水。

# 经济软着陆共识下：加息周期基本结束

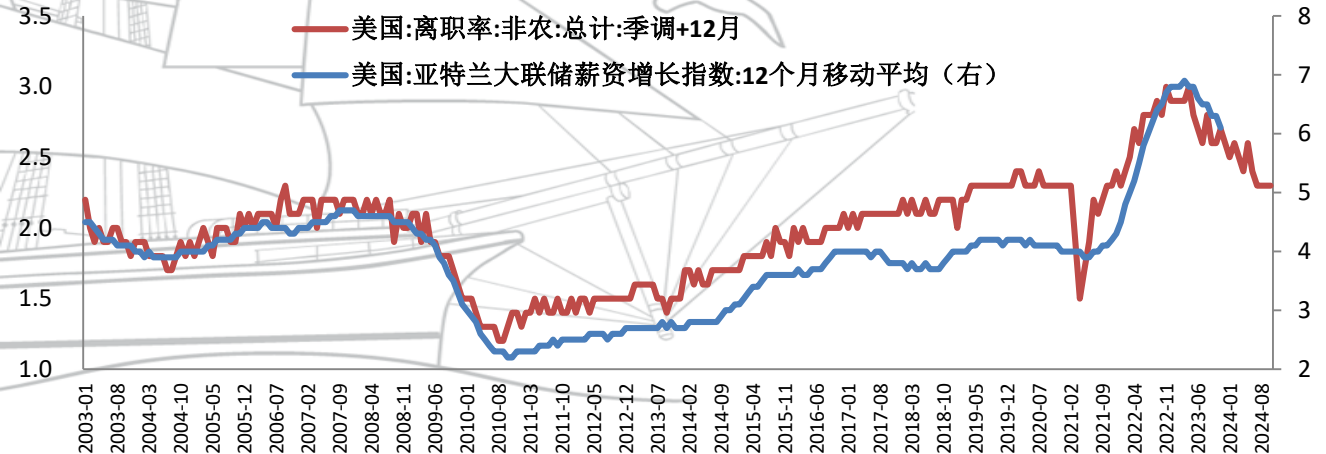
## 房租通胀：未来12个月延续下行态势



## 商品通胀：占比较高的二手车价格大幅回落

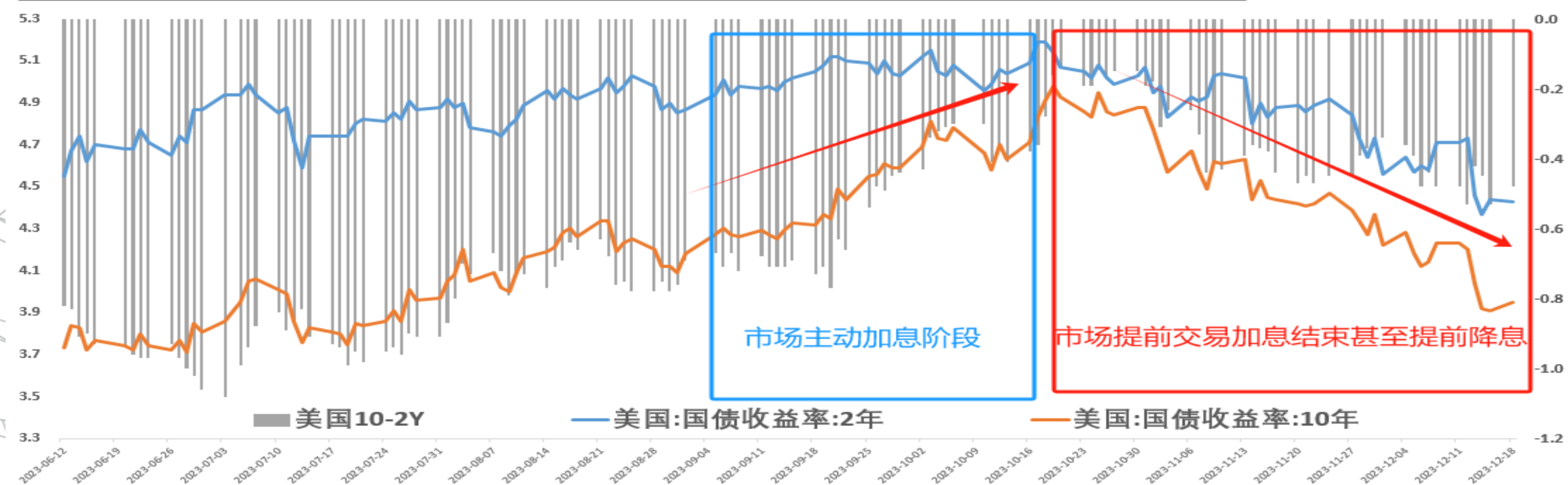


## 服务通胀：薪资增速领先指标未来12个月持续下降



- 鲍威尔核心通胀三因子模型中已经找不出来再继续加息的理由了……
- 美国宏观经济处于转弱的过程中，但弱而未衰使得市场对经济仍保持一定乐观情绪。但经济总体处于下行周期，高利率和高通胀的环境让经济承压，经济韧性可能难以维持较长时间，比如很难到24年下半年。我们的基准假设是年中降息！！

# 加息周期结束基本成共识，降息时点及幅度是未来最大的不确定性



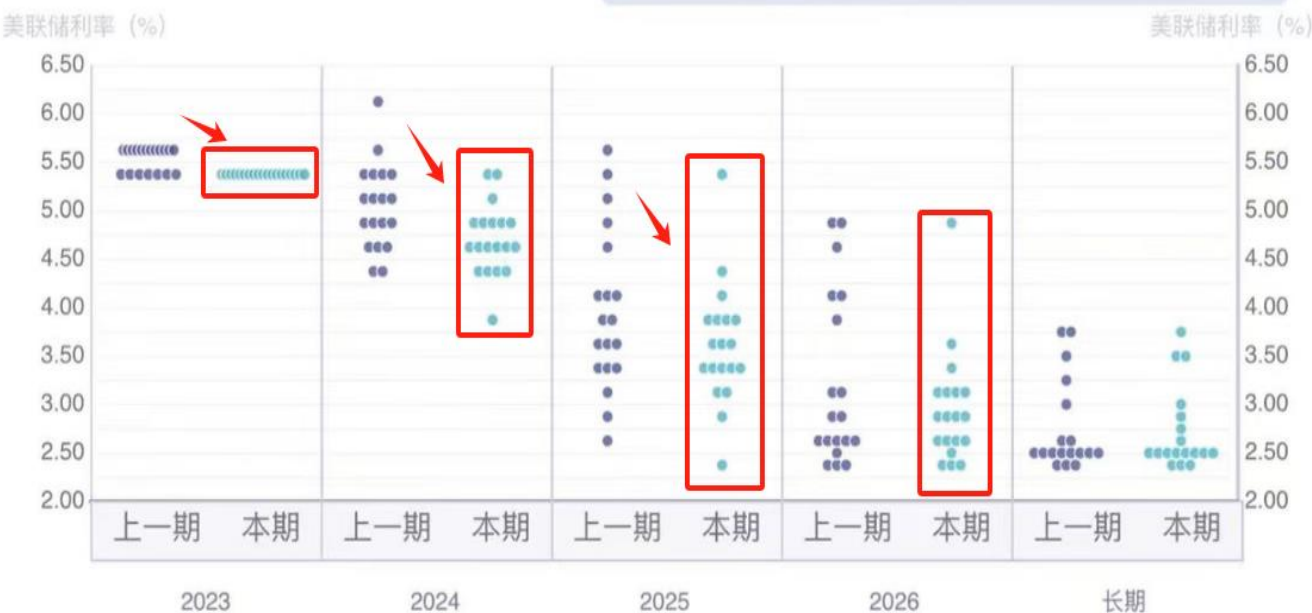
- 12月美联储如期继续停止加息，7月加息25bp后连续第三次暂停加息，也被市场视为事实上的加息停止。相比已经成为既定事实的加息结束，市场更关心的是何时降息，毕竟市场已经开始提前交易明年3月开始总计降息5次了。在这一点上，此次美联储姿态比我们预想的更“鸽”，不仅点阵图暗示可能2024年有三次降息，而且相比两周前鲍威尔认为讨论降息依然不成熟，此次表示降息讨论“逐步进入视野”也有明显变化。市场表现看，短期走在联储前面反应明显过于乐观了。

# 加息周期结束基本成共识，降息时点及幅度是未来最大的不确定性



● 美联储官员(上一期) ● 美联储官员(本期)

当前对比版本：2023年09月20日 - 2023年12月13日



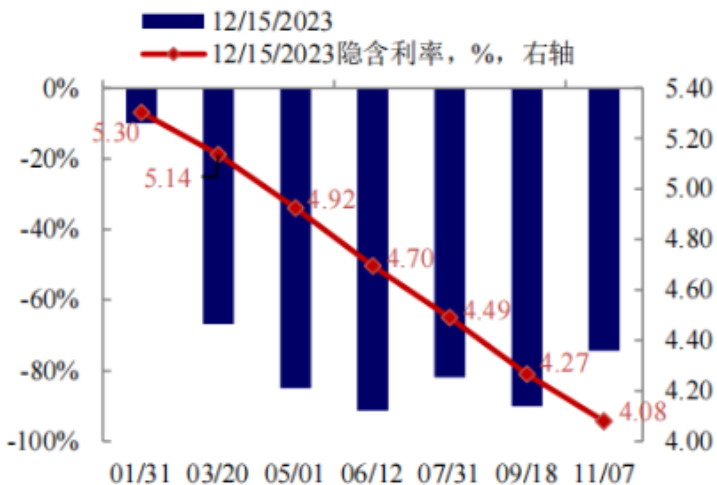
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

12月20日数据

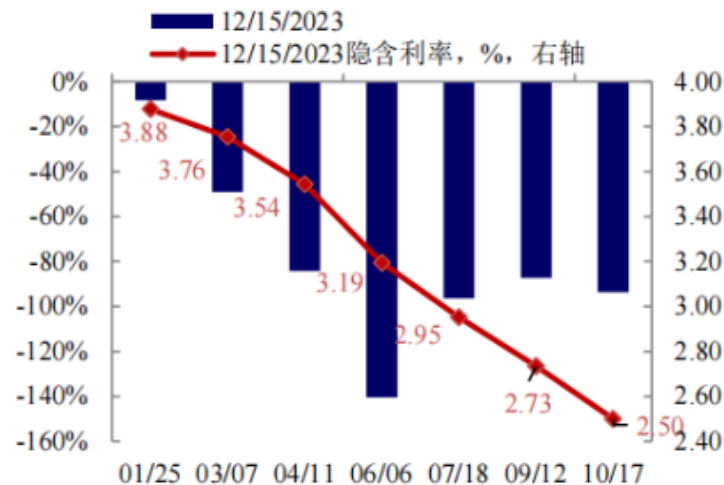
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024-01-31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	92.8%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	64.5%	30.6%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.4%	60.8%	27.2%	0.0%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.8%	44.1%	38.6%	9.2%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	38.2%	39.5%	14.0%	1.5%	0.0%
2024-09-18	0.0%	0.0%	0.3%	5.9%	34.7%	39.3%	16.8%	2.9%	0.2%	0.0%
2024-11-07	0.0%	0.2%	4.0%	25.4%	37.8%	24.1%	7.4%	1.0%	0.1%	0.0%
2024-12-18	0.1%	3.2%	20.8%	35.1%	27.1%	6.0%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

➤ 本次会议点阵图看2024年利率终点降至4.6%，较2023年隐含3次降息，对比之下，9月份点阵图隐含2024年2次降息。虽然这一幅度低于期货市场会前交易的5次，但不论是鲍威尔的表态还是点阵图的变化，联储的态度都在往市场“靠拢”而非在“敲打”市场。尽管考虑到疫后财政扩张红利已行至末端、劳动力市场仍在降温阶段，将带动美国通胀趋势性降温。但当前美国经济仍呈现较强韧性，明年软着陆的概率依然较大特别是上半年，考虑到美国房价反弹、劳动力供给刚性约束、美国库存周期的切换，可能会导致明年通胀中枢难以快速回落并稳定在2%目标区间，届时降息时点和幅度也将受限。未来降息时点、降息幅度依旧有较大不确定性。目前市场预期的降息150BP，市场的乐观情绪仍在进一步发酵，警惕修正可能，进而带来市场波动。（会后联储官员已在不断释放鹰派信号）

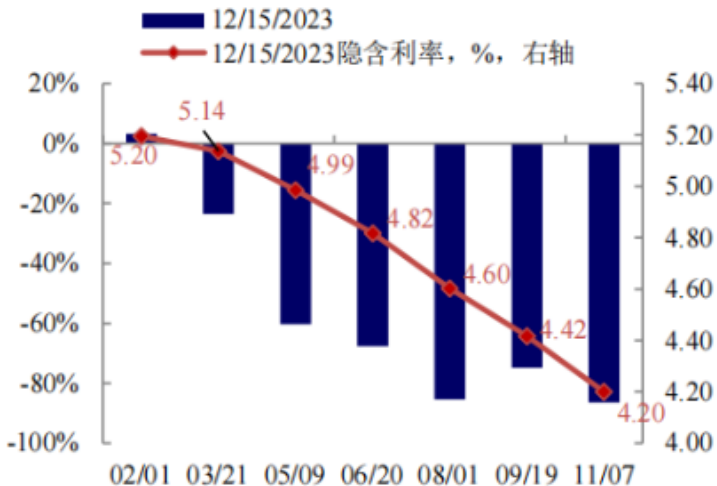
市场预期美国加息/降息幅度概率



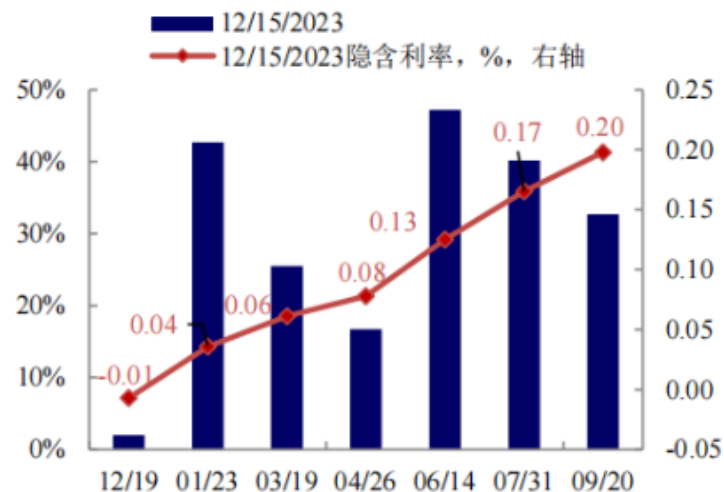
市场预期欧元区加息/降息幅度概率



市场预期英国加息/降息幅度概率



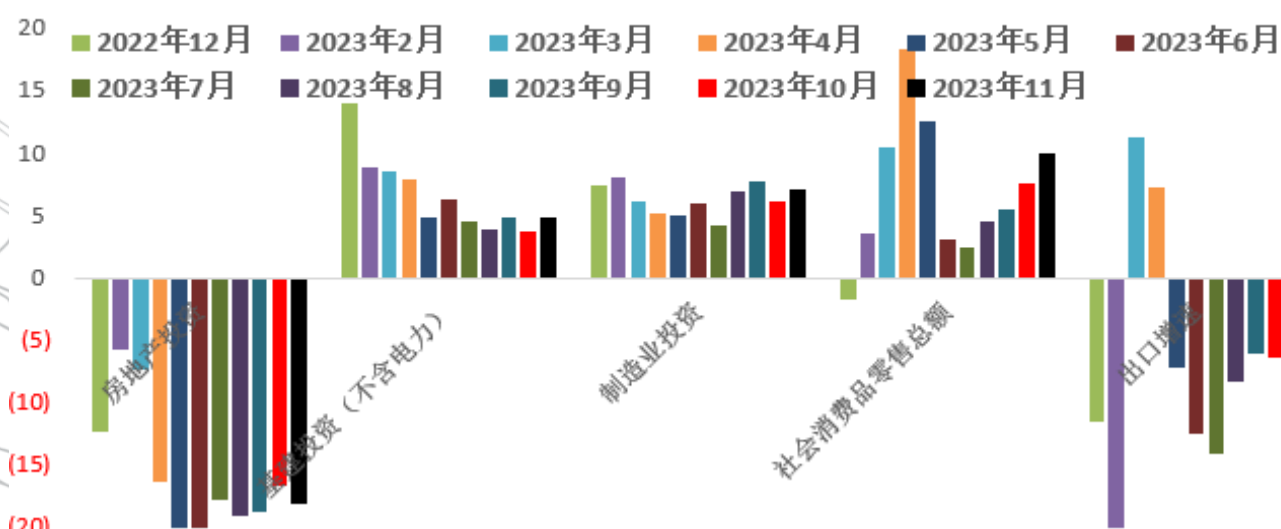
市场预期日本加息/降息幅度概率



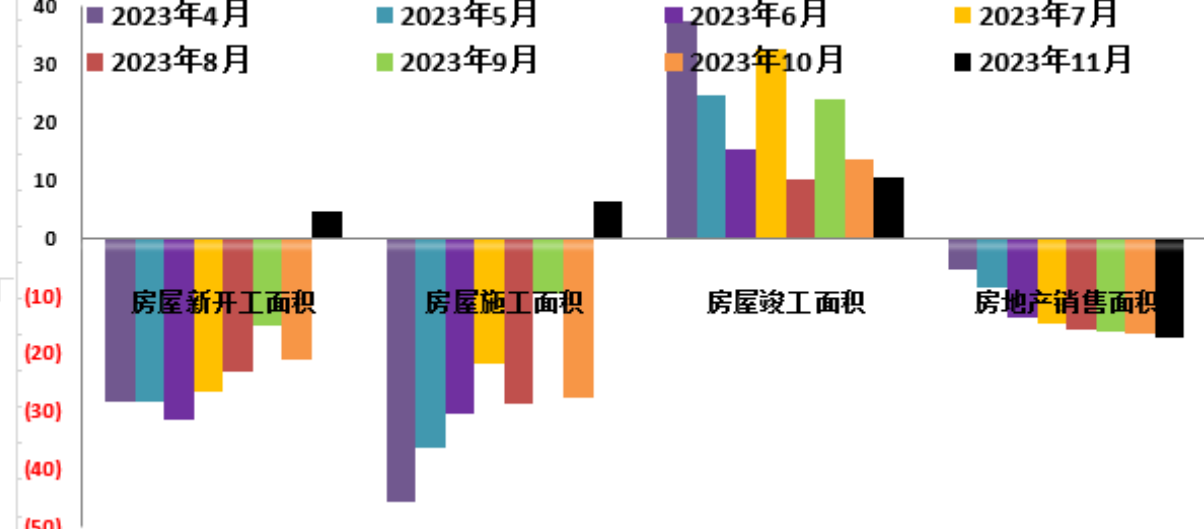
- 欧央行可能率先降息
- 日本央行基本已经在开始预期引导

# 中国经济温而不暖：修复基础不牢固，政策发力空间或再度打开

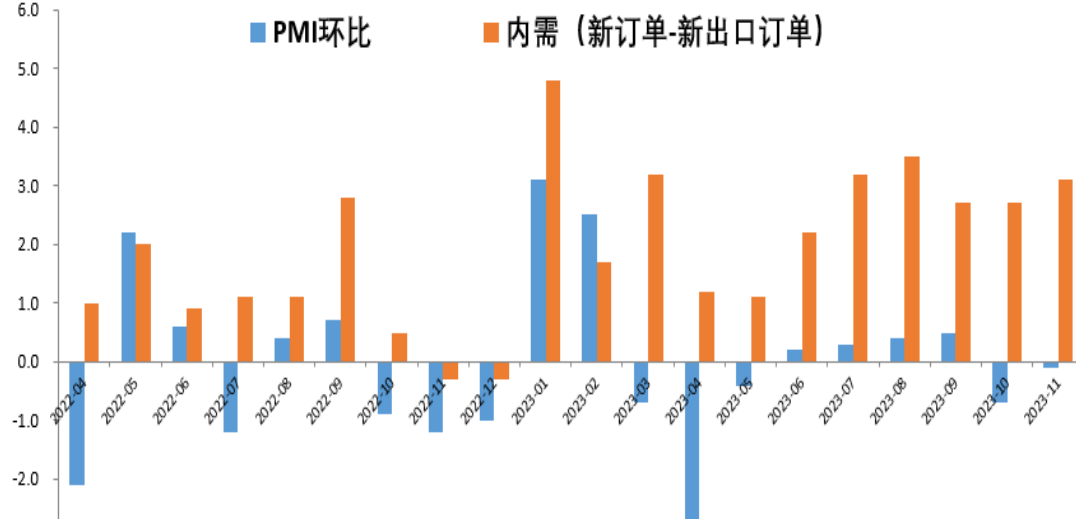
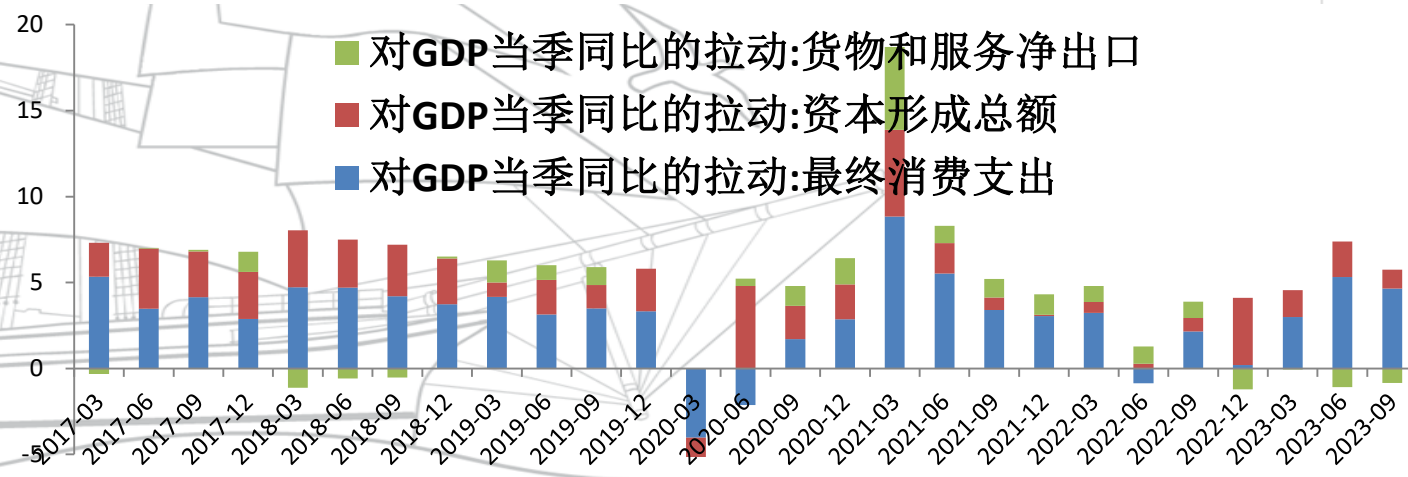
### 中国经济数据概览（当月增速）

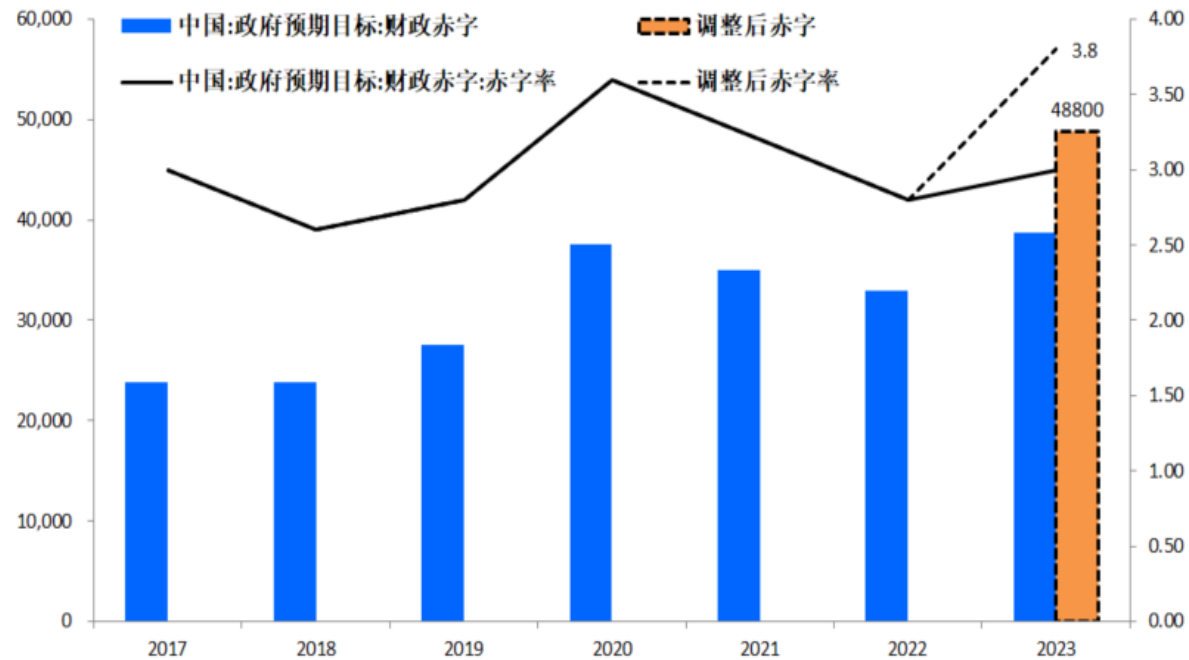
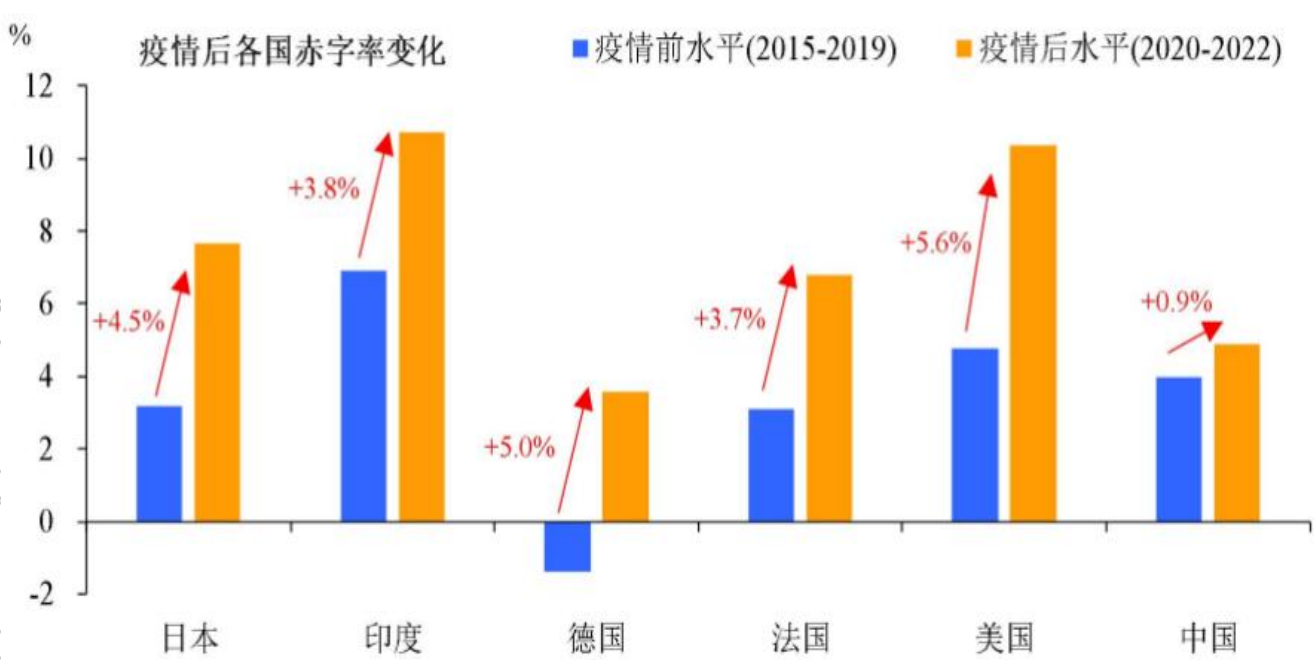


### 中国房地产分项数据概览（当月增速）



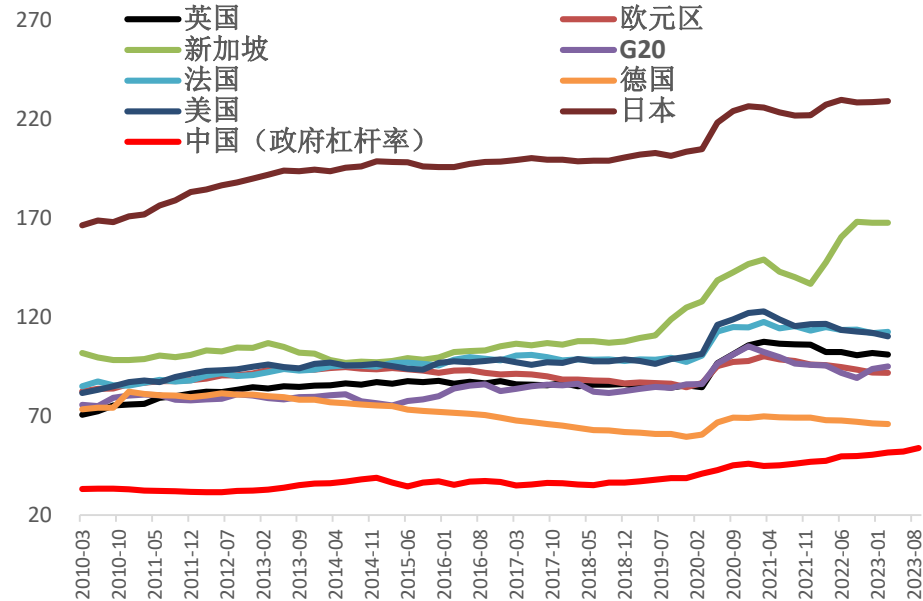
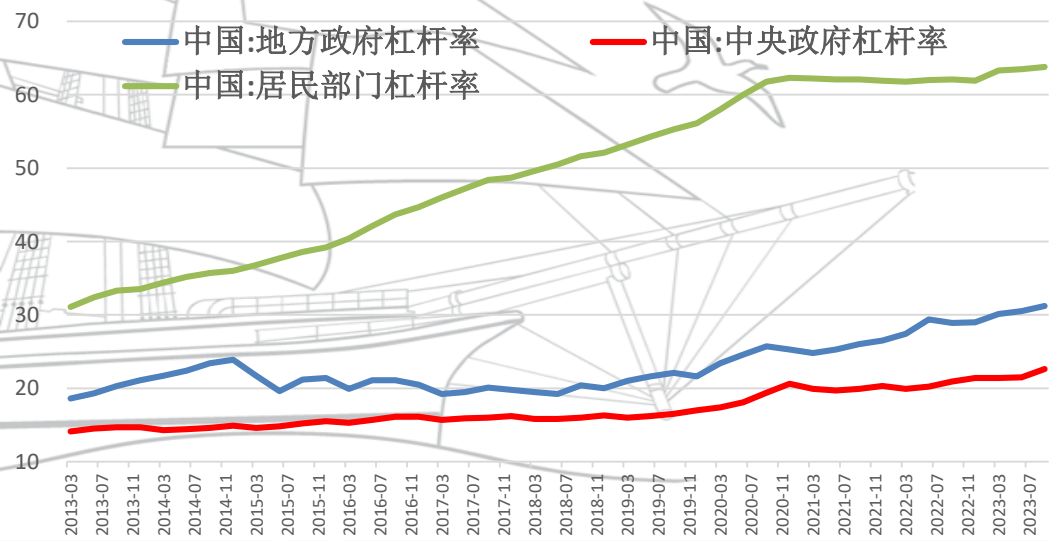
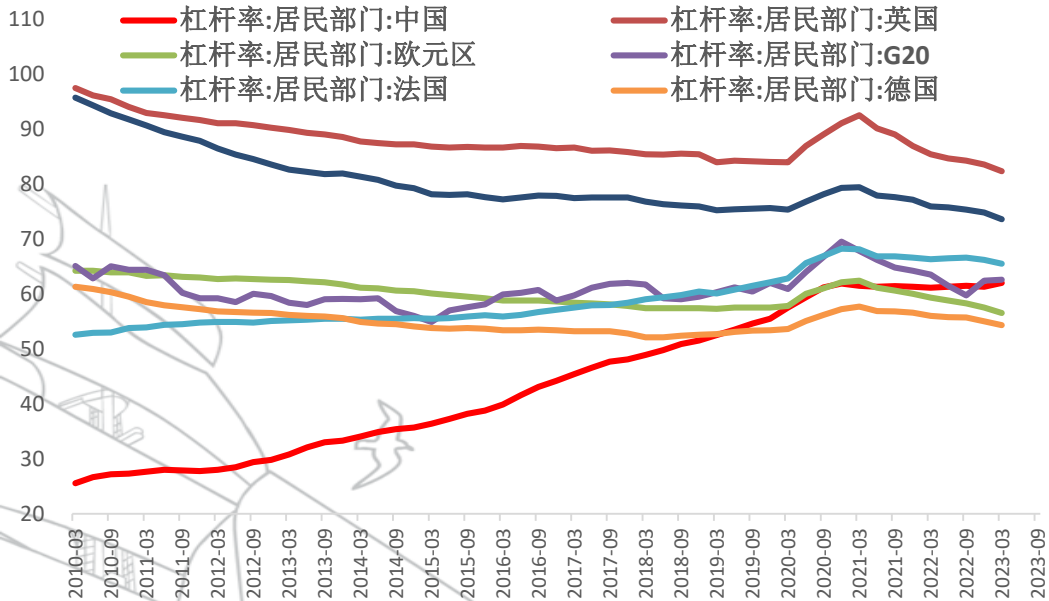
对GDP当季同比的拉动:货物和服务净出口  
对GDP当季同比的拉动:资本形成总额  
对GDP当季同比的拉动:最终消费支出



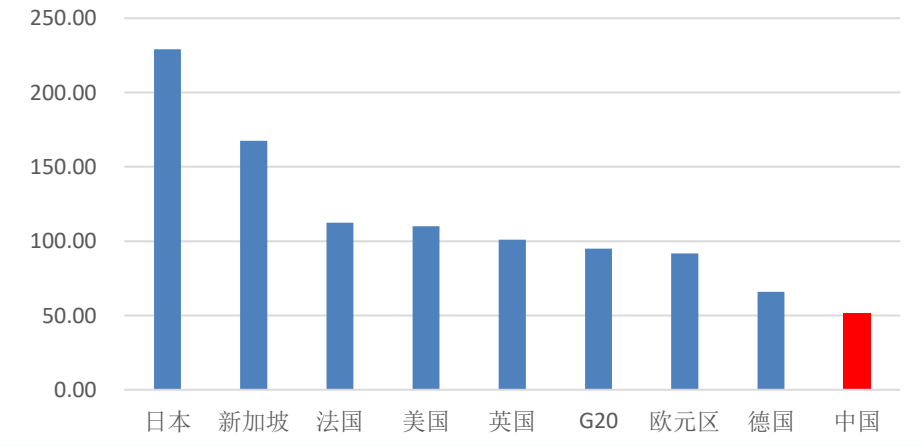


- 中国这次四季度新增国债发行，与历史三轮财政扩张周期比较，本次调增赤字或是财政思路转变的“前哨”，指向3%可能不再是“硬约束”、打开了明年政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。
- 海外主要经济体的政策偏好明显从之前的“宽货币”转向了“宽财政”。疫情后主要经济体在货币政策上更加谨慎，但是财政上则明显更加“大方”，这背后的原因可能主要来自于两个方面：一方面，长期的宽松之后，货币政策的效果已经大打折扣；另一方面，持续的宽货币带来了高通胀，更加令人民苦不堪言；此外对于国家安全和国际竞争的重视和强调，让主要国家政府放下了对于积极财政的“芥蒂”。

# 中国经济温而不暖：中国财政可能进入新时代



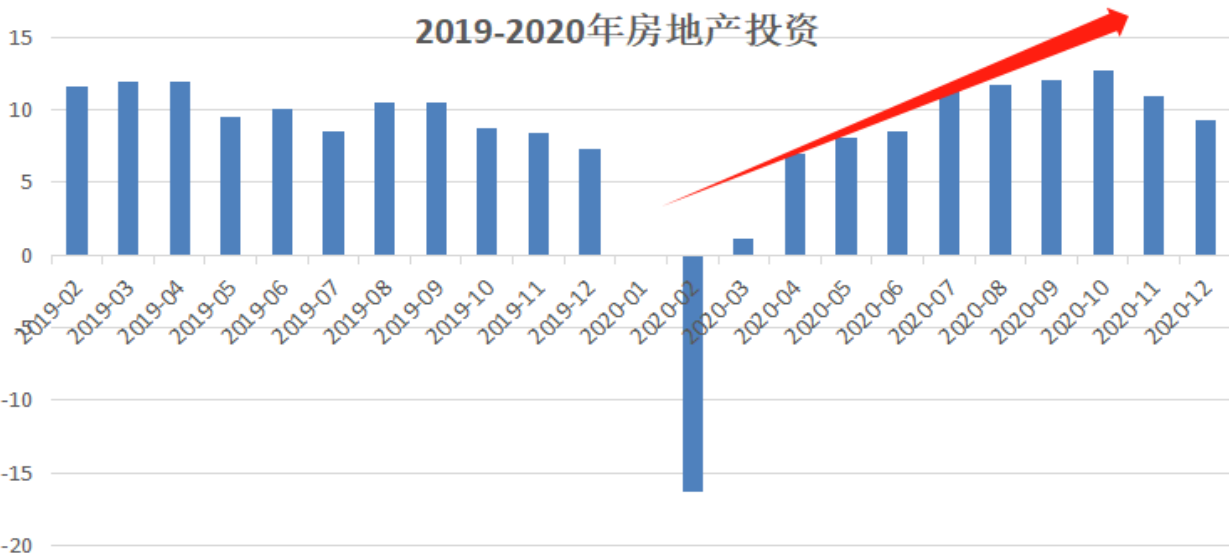
政府杠杆率



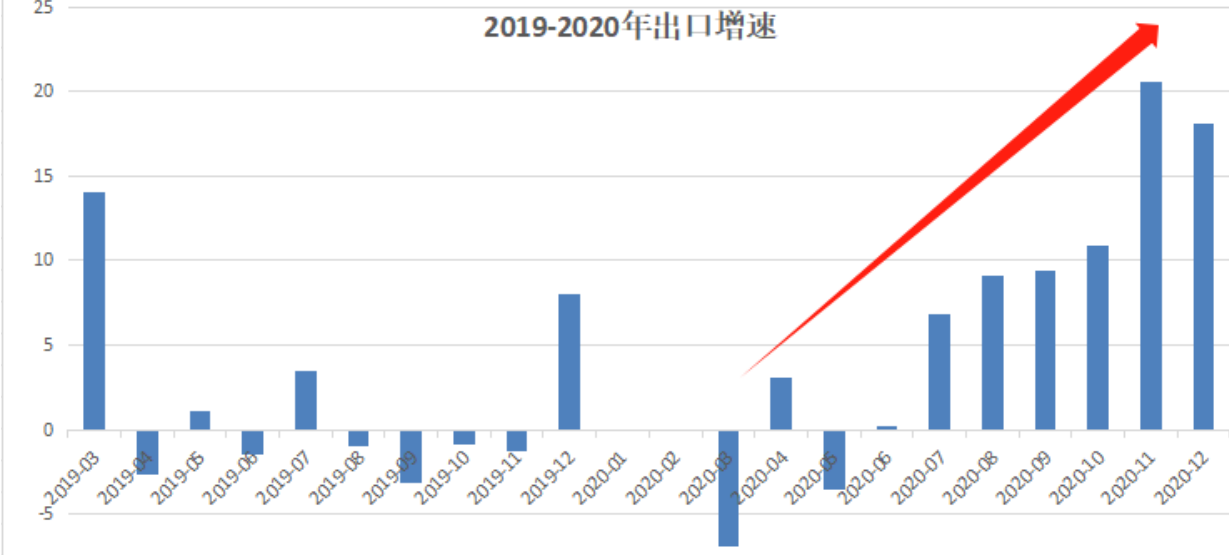
- 国际比较看，我国政府还有加杠杆空间。
- 央地比较来看，中央政府仍有举债空间。2022年底，我国中央政府债务率仅为21.4%。
- 我们判断2024年中央有望打开加杠杆空间。扩大内需下，中国财政赤字可能会提升到3.5-4.0%，专项债可能增至4-4.5万亿。

# 地产、出口决定中国经济与周期定位

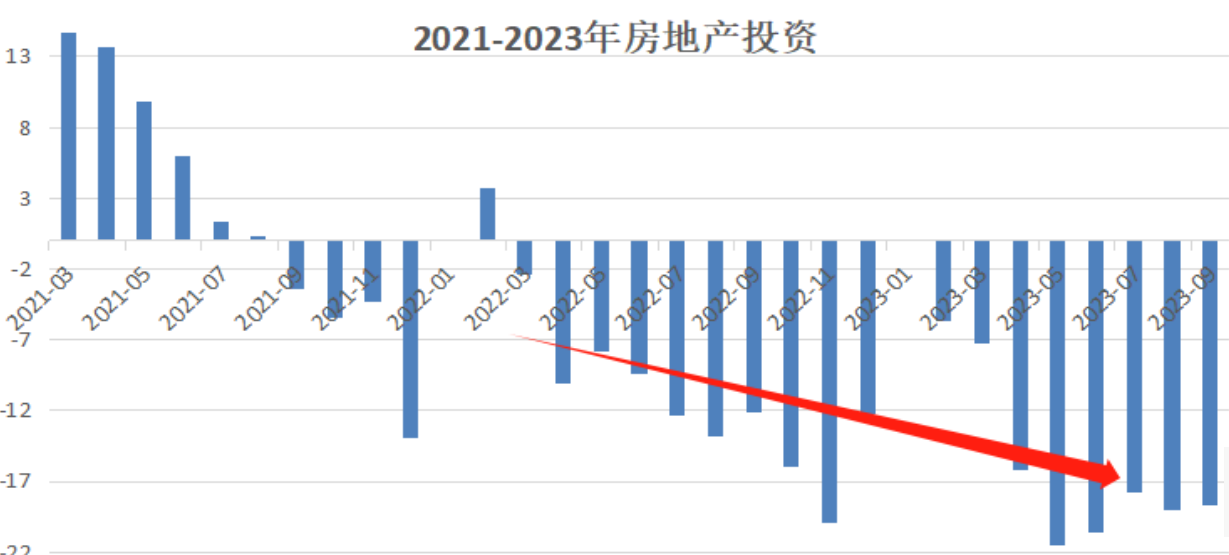
2019-2020年房地产投资



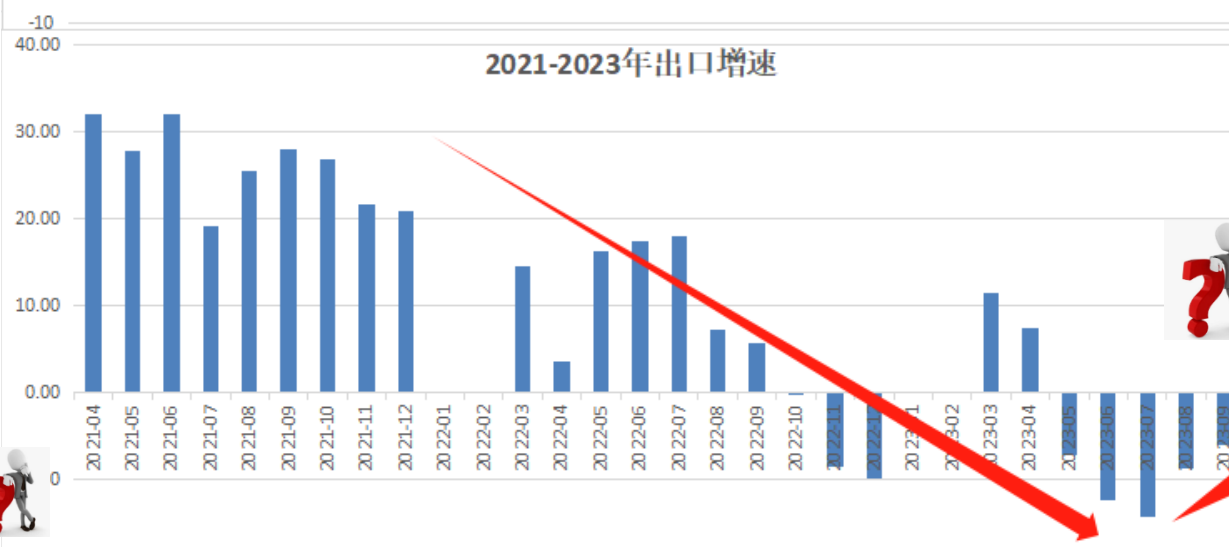
2019-2020年出口增速

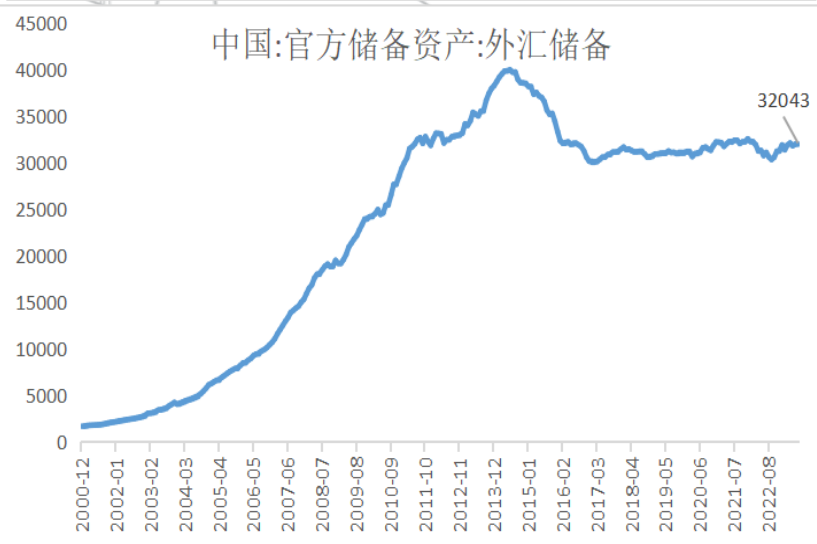
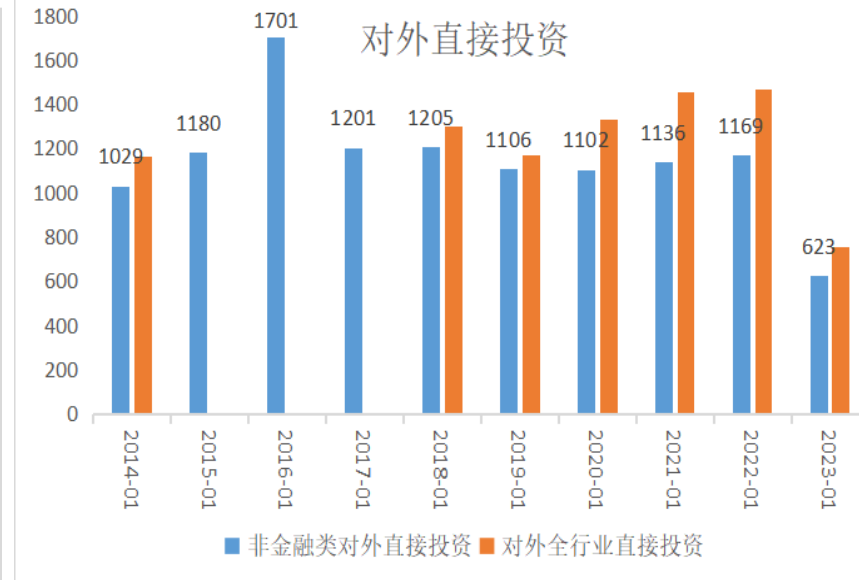
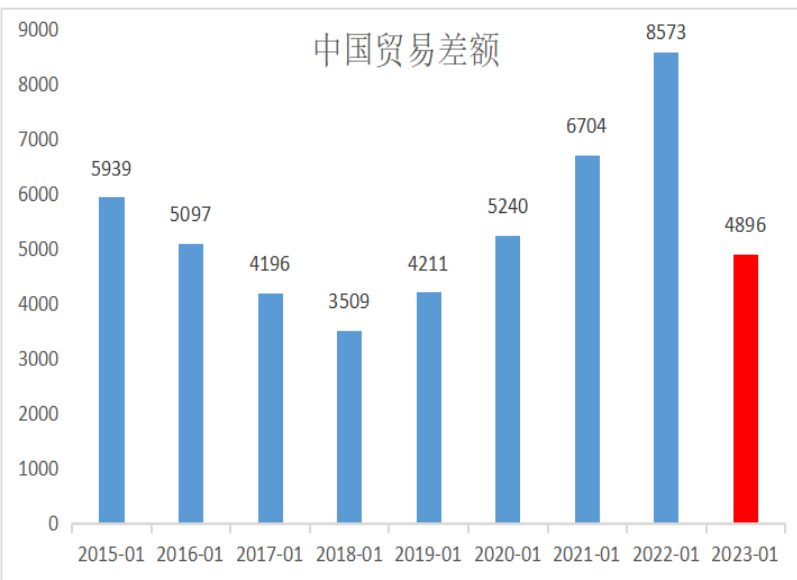
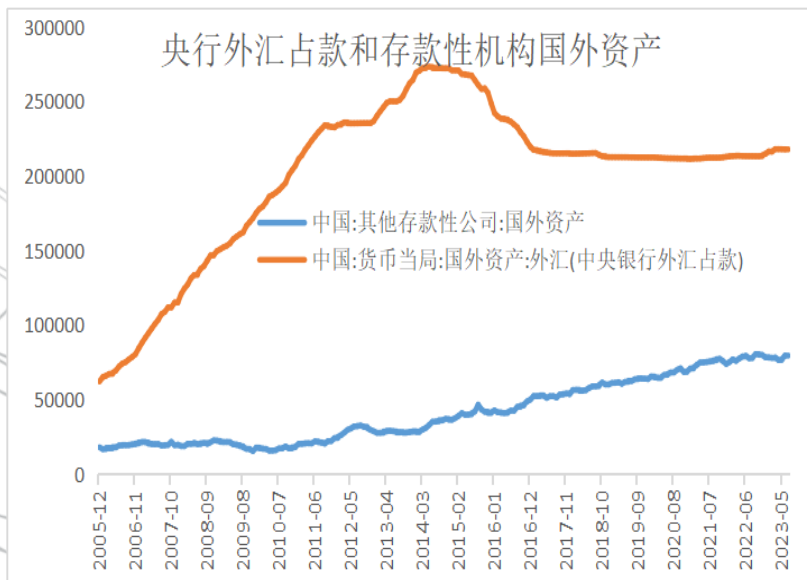


2021-2023年房地产投资



2021-2023年出口增速



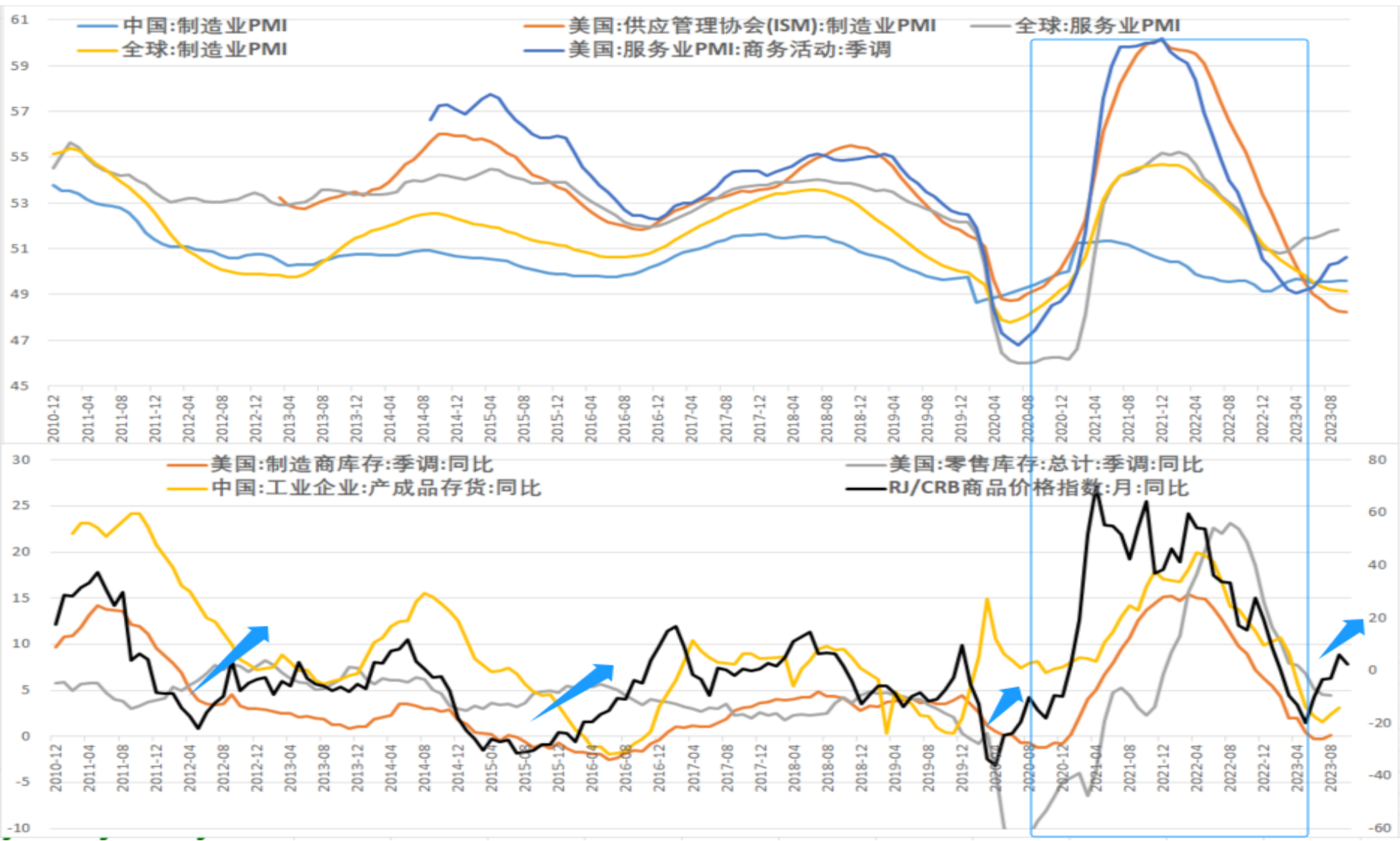


- 2017年外汇占款大幅下滑后走平，自2017年至今，贸易顺差3.7万亿美元，一般存款性金融机构增加2.9万亿人民币（约超4000亿美元），中国对外直接非金融投资7541亿美元，预估全部投资9000亿美元。FDI直接投资约1万亿美元。因此，中国显性的外汇储备和隐形的外汇资产保证汇率不会出现系统性风险。且当前仍保持着贸易顺差。
- 今年人民币贬值压力加大，市场交易的主要是地产、政府债、出口带来的中国经济结构转型压力。但这种交易往往受经济层面的情绪影响较大。因此，一旦中国经济数据企稳，可能会带来人民币高弹性的升值。

## ➤ 未来人民币汇率的变化，主要看几个点：

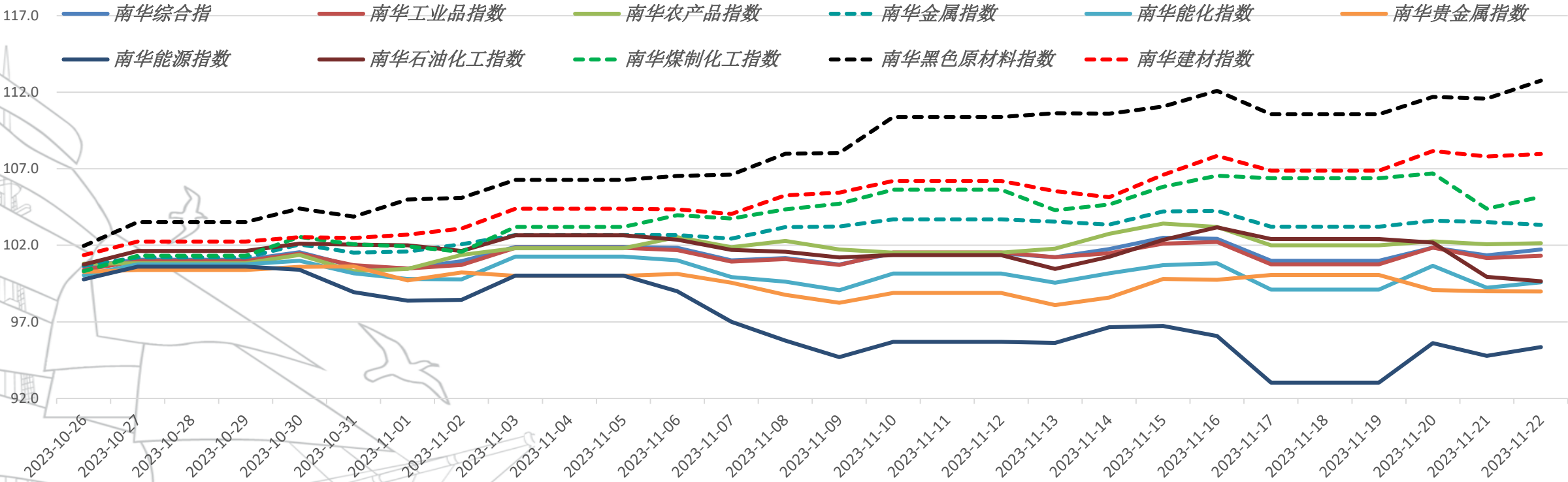
- 1，美国经济数据，特别是消费数据是否会出现明显走弱，带动降息预期增强，套利资金会大幅减缓，甚至逆向流动。这个点可能需要等待今年底明年初；
- 2，中国经济数据能企稳，交易中国经济转型的不确定性资金修正，这个要看四季度，原因在于之前的政策往往具有滞后性，在四季度期间会有体现，如果数据不佳，或仍有压力，若数据企稳，实体扩表、居民消费回升，则人民币会企稳；
- 3，美元自身的周期接近尾声，但欧美经济比较上，美国经济相对强劲令美元贬值不会那么顺畅。
- 4，如美元周期拐点叠加中国经济企稳，可能人民币升值会很快。

# 当前海内外库存周期与大宗商品价格



- 大宗商品价格受到多方面的影响，其中供需决定大宗商品价格走势，库存是供需的结果。当库存进入过高和过低的区间就会放大供需矛盾，对价格产生较大的影响。
- 从库存周期来看以往大宗商品价格转势都伴随着中美库存周期的回落，大宗商品价格指数略微领先库存周期。

10月24日以来大宗商品指数走势（10月24日为基期100）



➤ 海外扰动暂时消除，中美关系暂时缓和有助于发展国内经济；国内方面，房地产“三大工程”（保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）相关部署将加快落地；政策空间再度打开以扩大内需：赤字率突破了常规年份3%的红线约束、打开了未来政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。赤字将明显提升……

- 2023年以来，海内外经济形势均存在较大的预期差，海外弱而未衰，国内温而未暖，导致资产价格产生了一定的波动，包括人民币的贬值；
- 全球面临四大趋势：地缘政治格局的重塑；全球供应链面临重构；海外滞胀短期恐难消除，趋于长期化；高利率（紧缩）维持更长时间；
- 美联储再度暂停加息，种种迹象表明本轮加息周期已经结束，市场已经走在了美联储的前面，市场已经开始定价未来联储的降息，降息时点以及降息幅度可能是未来最大的不确定性，也将是后续市场波动的关键；
- 美元大周期转向，但美国经济依然表现的韧性令市场从通胀逻辑转向经济逻辑，欧洲经济弱于美国，仍对美元形成一定的支撑；美元以及美债收益率拐点基本已经确认；
- 国内经济向好的趋势没有改变，只是快与慢的区别；拖累主要是地产和出口：地产以及出口依旧决定未来中国经济修复斜率；万亿国债政策出台预示着国内政策空间再度打开：赤字率突破了常规年份3%的红线约束、打开了未来政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。扩大内需下，中国财政赤字可能会提升到3.5-4.0%，专项债可能增至4-4.5万亿。
- 商品方面，新的亮点突出变现在新能源等领域的带动，以及中国的外汇资产的多元化配置，中国对外依存度较高的商品是一种替代，看好有色中铜等品种；
- 黑色长期受制于地产需求的压制和需求走弱，但供给端故事较多，包括矿产供给端以及平控下的成材供给端，行情阶段性特征明显；
- 农产品仍有天气因素影响，是值得关注的焦点。

总体来看，从大类资产投资角度分析，商品投资在当下具有大类资产投资的比较优势。顺序：黄金>有色>农产品  
>黑色/化工

- 1. 地缘政治风险超预期：若俄乌冲突升级、中美关系阶段性调整，可能对国内经济和市场情绪造成扰动；巴以长期化甚至扩大化对资源品通胀以及欧洲经济拖累超出预期。
- 2. 中国经济复苏不及预期：若国内政策执行不及预期叠加海外需求回落的大背景下，可能会制约我国经济修复弹性；
- 3. 美国经济韧性超预期，美联储维持高利率时间超预期，市场预期的降息时点以及幅度向联储预期修正；

李明玉 执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

# 创新服务 价值共享

一切为了提升客户盈利能力  
一切为了优秀员工持续成长

## 免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号**32090000**）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。