



2024年宏观经济形势及市场展望

—— 广州金控期货有限公司 ——

程小勇

经纪业务

客户服务 / 交易服务 /

结算交割 / 期现业务 /

投资咨询

咨询服务 / 研究报告 /

交易策略 / 管理咨询 /

资产管理

资产配置 / 财富管理 /

主动管理 / 产品定制 /

风险管理

基差贸易 / 仓单服务 /

保险+期货 / 场外衍生品 /

目 录

01、回顾：内外经济周期错位

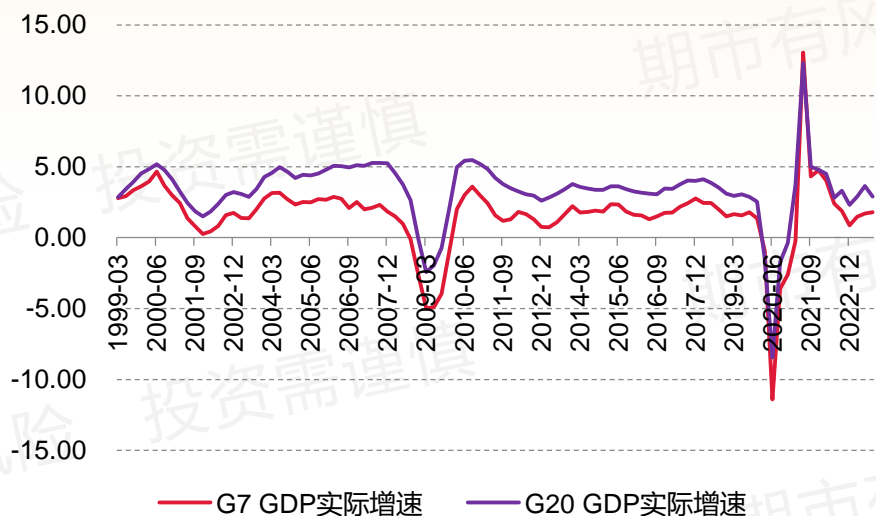
02、展望：国内经济破局

03、展望：海外经济与政策反转

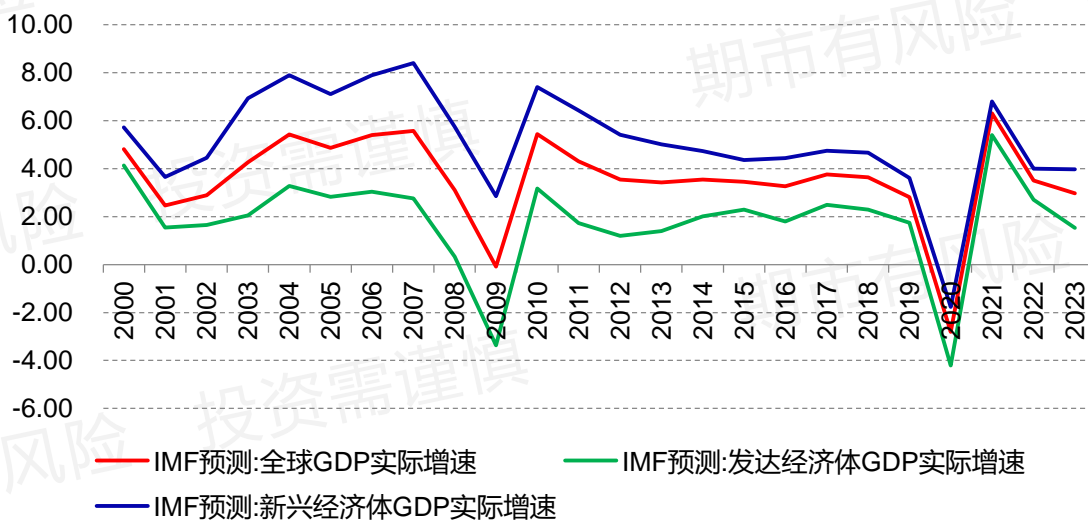
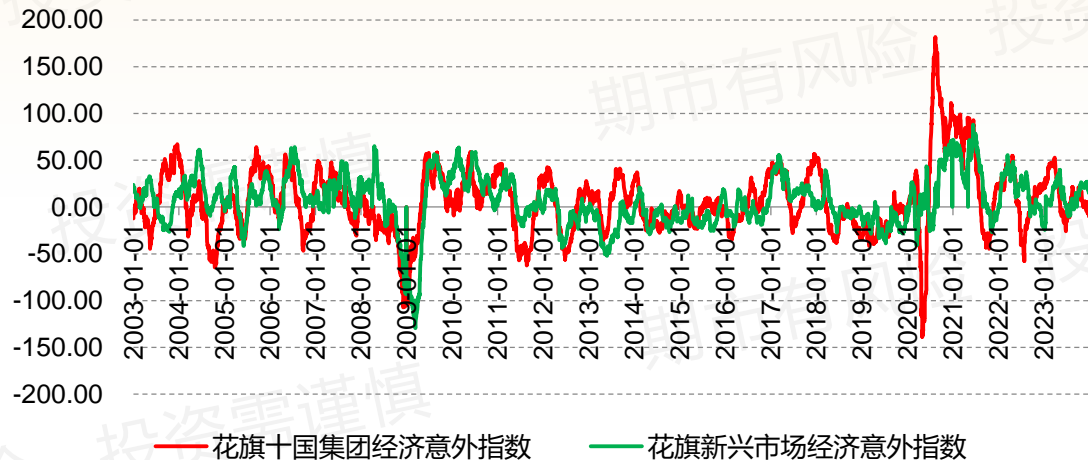
04、配置：利率和权益资产轮转



□ 2023年海外经济拐头向下



- ✓ 2023年三季度，代表全球主要经济体的二十国集团（G20）GDP同比增速较二季度回落0.7个百分点，环比增速分别较二季度加快0.8百分点。
- ✓ 2023年四季度，全球经济明显减速。截至12月29日，G10花旗经济意外指数下滑至-10，9月末在10以上；新兴市场花旗经济意外指数升下滑至14.9，10月曾升至26上方。
- ✓ IMF预测2023年全球经济增速下滑至3%，而2022年增速高达3.5%，其中发达经济体和新兴经济体增速分别降至1.5%和4%，均低于疫情前水平。



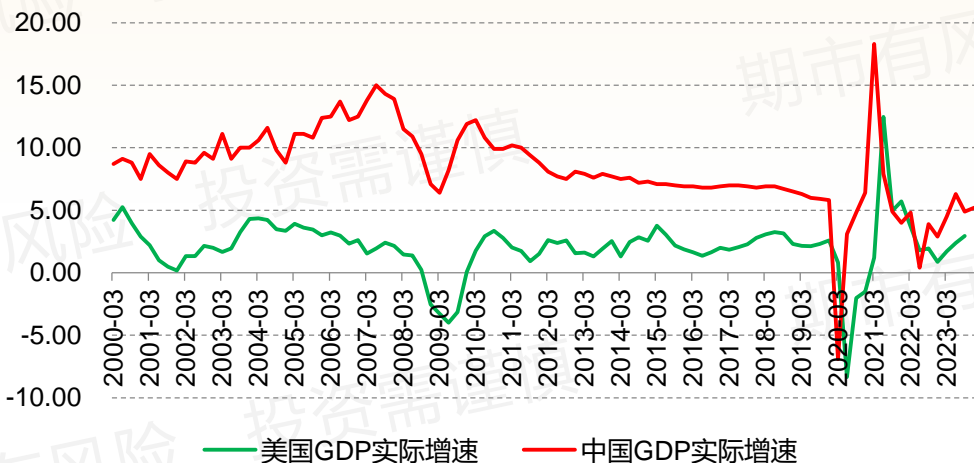
■ 内外经济周期错位

规范 | 务实 | 稳健 | 发展

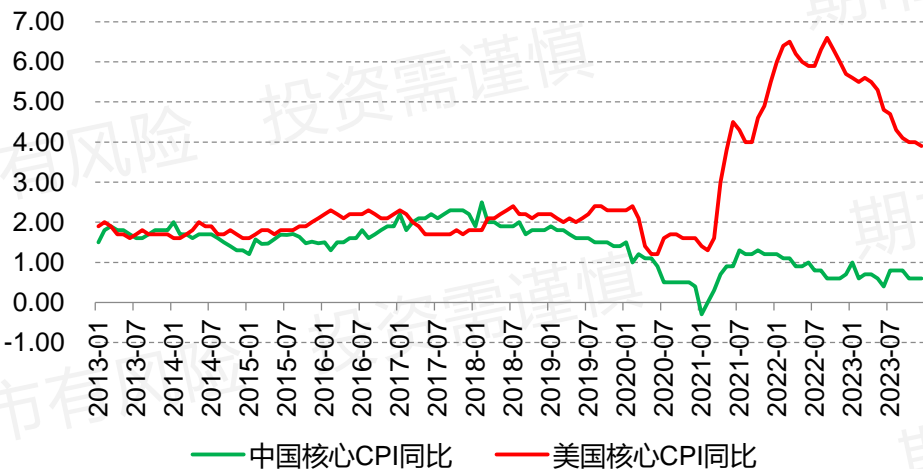
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金
期货

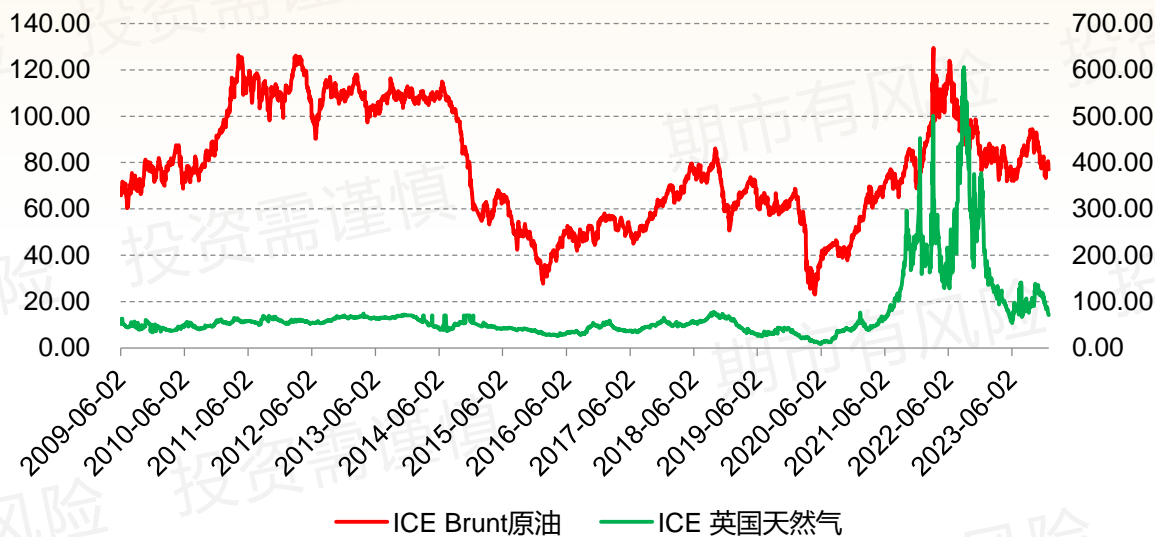
□ 中美经济周期错位，权益资产亦步亦趋



- ✓ 2023年，中美经济错位，美国经济相对坚挺，而中国经济复苏力度相对温和。三季度美国GDP实际增速加快至4.9%，而中国GDP实际增速在四季度才加快至1.3%。
- ✓ 2023年，中美通胀情况也出现分化，美国通胀自高位缓慢回落，但中国通胀持续在低位徘徊，存在通缩的风险。截至2023年12月，中美核心CPI同比增速分别为0.6%和3.9%。
- ✓ 股市反应经济增长前景。中美两国股市也出现明显的反差，其中既有美国实施财政政策、中国房地产调整等有关，但主要是与两国经济周期背离有很大关系。

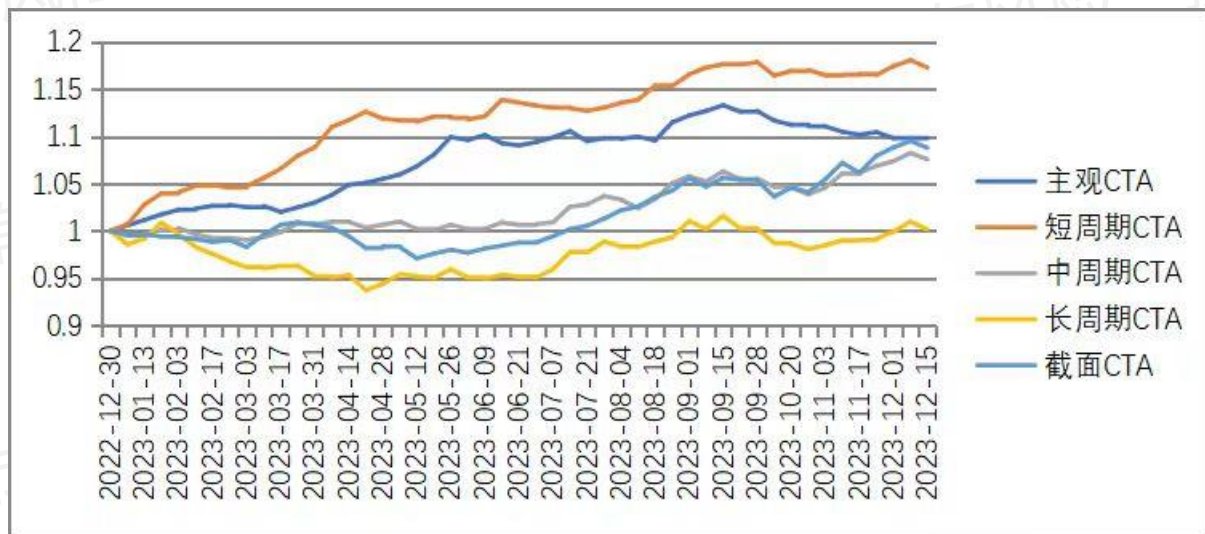


□ 大宗商品走势分化明显，趋势策略负收益



- ✓ 2023年大宗商品表现偏弱，下半年在国内经济复苏和美联储暂停加息两大利好驱动下缩减跌幅。人民币贬值也导致国内商品走势强于国际商品，2023年CRB指数和Wind商品指数分别下跌了5%和2.5%。
- ✓ 需求不足导致大宗商品整体表现不佳，2023年能源价格持续低迷，地缘政治危机都没能带来能源价格上涨。2023年，ICE Brunt原油和IPE天然气价格分别下跌10.3%和57%。
- ✓ 供给约束的商品和供给过剩的商品走势出现了明显的分化，导致商品CTA中的趋势策略收益为负。其中表现最为明显的是纯碱和碳酸锂。

观点仅供参考，不构成投资买卖依据。请自主决策，风险自担。



内外经济周期错位

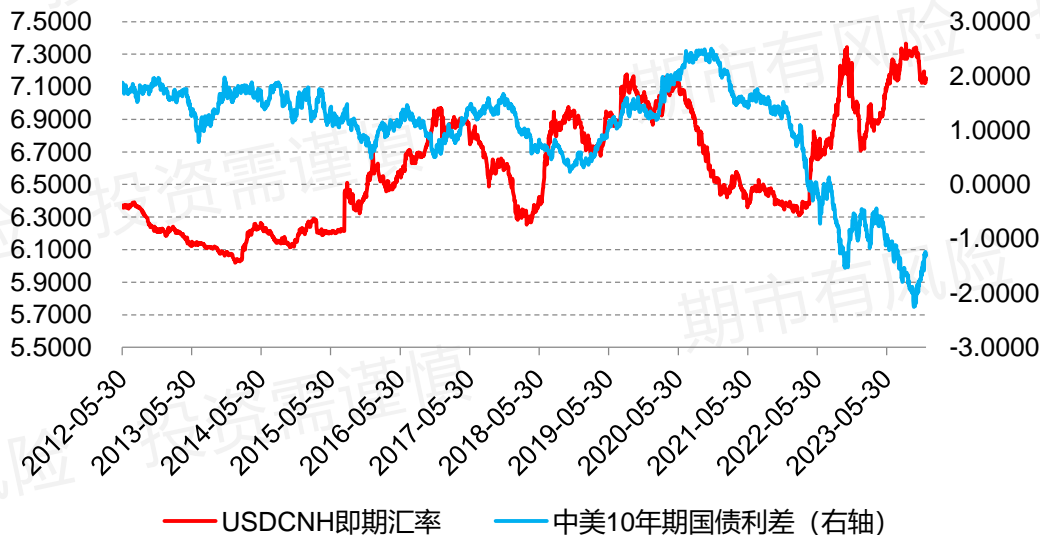
规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金
期货

□ 强势美元临近尾声，人民币贬值告一段落

- ✓ 2023年，美元汇率延续去年的强势，其中3-8月一度大幅贬值，因美联储加息力度减弱和经济指标走弱。7-10月再度大幅升值，因美国经济存在韧性，且通胀回落缓慢。
- ✓ 人民币汇率在1-9月持续贬值，因中国经济复苏力度温和，叠加中国为扶持经济复苏而降息降准，中美利差倒挂，出发资金外流。
- ✓ 11月至今随着中国增发国债等财政政策发力，市场对经济复苏信心改善，人民币兑美元汇率出现拐头向上，出现升值的趋势。



目 录

01、回顾：内外经济周期错位

02、展望：国内经济破局

03、展望：海外经济与政策反转

04、配置：利率和权益资产轮转



中国经济问题剖析：周期性和结构性问题共振

中国经济	周期性 问题	疫情冲击	企业和居民资产负债表受损			
		房地产长周期拐点	多方面冲击			
		海外货币紧缩	资金外流			
	结构性 问题	逆全球化	供给约束	中国产业偏中下游，需求不足（顺差）	产业重构降低对中国出口的依赖	供给侧改革降低低端产能过剩，内循环扩大内需
			产业重构			
		资源错配		美国产业偏科技型上游，供给不足（逆差）	对中国高科技的限制	创新，解决卡脖子的关键技术
		人口老龄化				
		收入分配				

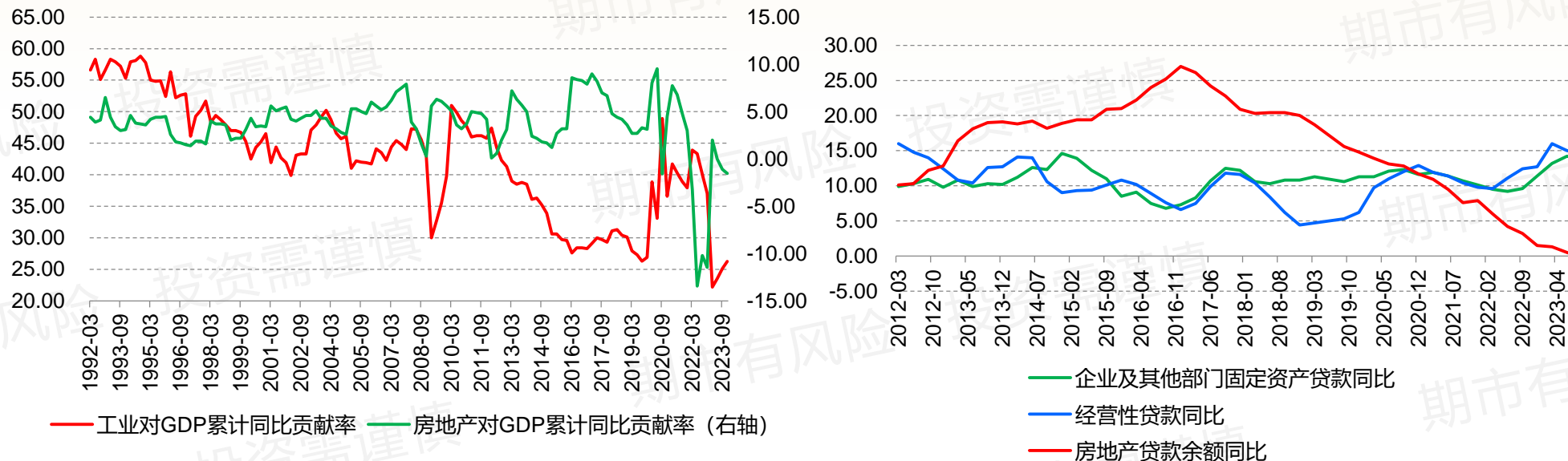
2024年国内经济破局

规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金
期货

□ 资源错配现象因房地产调整而改善



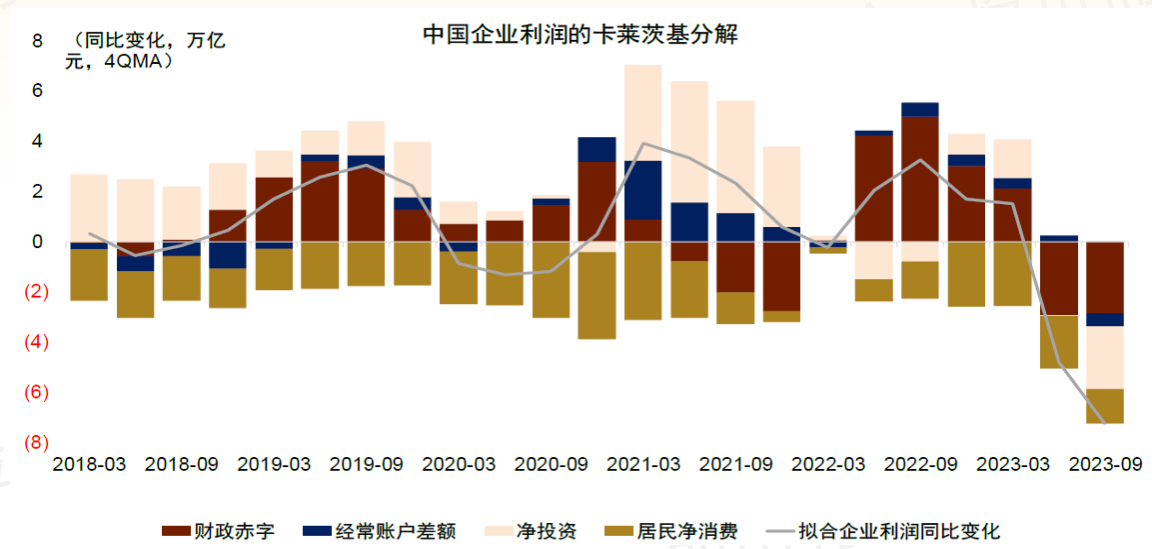
- ✓ 从新古典经济来看，全要素生产率的提升是经济稳健发展主要驱动力。过去20年中国经济结构性失衡问题突出，与地产深度捆绑，在资金、土地和人才等方面的资源配置存在着对其他产业的资源挤占情况，导致经济依靠高投资、高债务驱动，且出现房价暴涨，流动性问题等。2023年，房地产对我国GDP贡献率为-1.152%
- ✓ 2017年流向房地产的新增银行信贷占总新增信贷之比达到45%左右，之后趋势下行。截至2023年三季度末，房地产贷款余额同比下降0.2%，而企业及其他部门固定资产贷款和经营性贷款同比分别达到13.8%和14.6%。

2024年国内经济破局

□ 财政发力，有效需求会得到改善



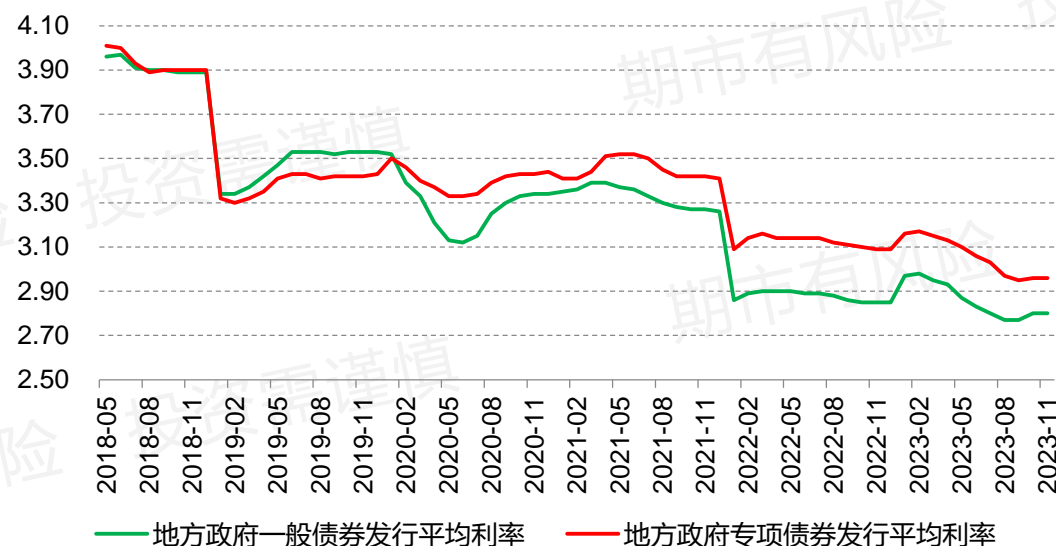
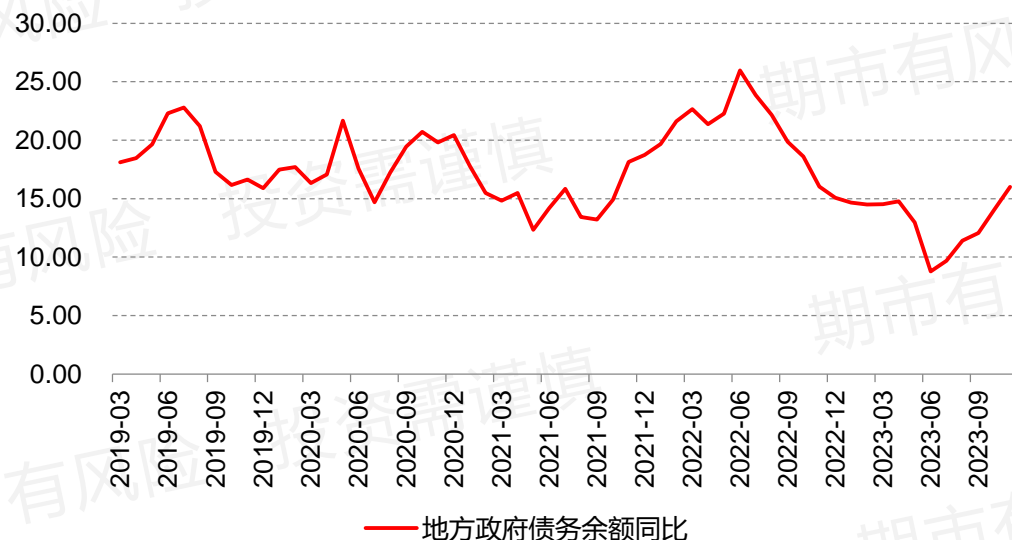
- ✓ 从历史经验来看，财政扩张时期我国经济增长强劲甚至可能出现过热。因财政扩张直接作用于需求，而货币扩张作用于资产价格。
- ✓ 财政属于逆周期的政策，属于公共部门加杠杆，增加政府部门负债，但相对于企业是资产，有利于企业利润的改善。包括减税、转移支付、政府采购等增加了居民和企业当前的收入和净资产。
- ✓ 信贷扩张增加居民和企业的当前现金流，是以增加未来债务、缩减未来现金流为代价的。相反的，财政扩张包括减税、转移支付、政府采购等，都实实在在地增加了居民和企业当前的收入和净资产。



	周期	非政府部门资产/负债	传导机制	宏观经济	约束
政策性金融	逆周期	增加负债	利率下降 汇率贬值	制造业/投资	最终需求
房地产	顺周期	增加负债	利率下降 汇率贬值	房地产/投资	债务/人口
财政	逆周期/跨周期	增加资产	绕过利率下降	消费/投资	通胀

□ 地方政府债务暴雷风险下降

- ✓ 2023年，由于地产下行，地方政府土地财政难以为继，加之财政支出相对刚性，引发部分地区城投债暴雷，例如贵州，地方政府债务担忧升温。
- ✓ 在地方政府债务压力下，2023年10月，地方政府存量债务化解工作快速推进，用于偿还到期的地方债务的特殊再融资债券重新启动。截至11月22日，共有28个省区市累计公告发行特殊再融资债券13657.158亿元，包括8646.6364亿元再融资一般债和5010.5216亿元再融资专项债。
- ✓ 2023年下半年，地方政府债务余额同比大幅攀升，但是政府再融资债券发行利率明显下行，融资成本下行，还本付息压力下降，有利于增加地方政府债务的可持续性。



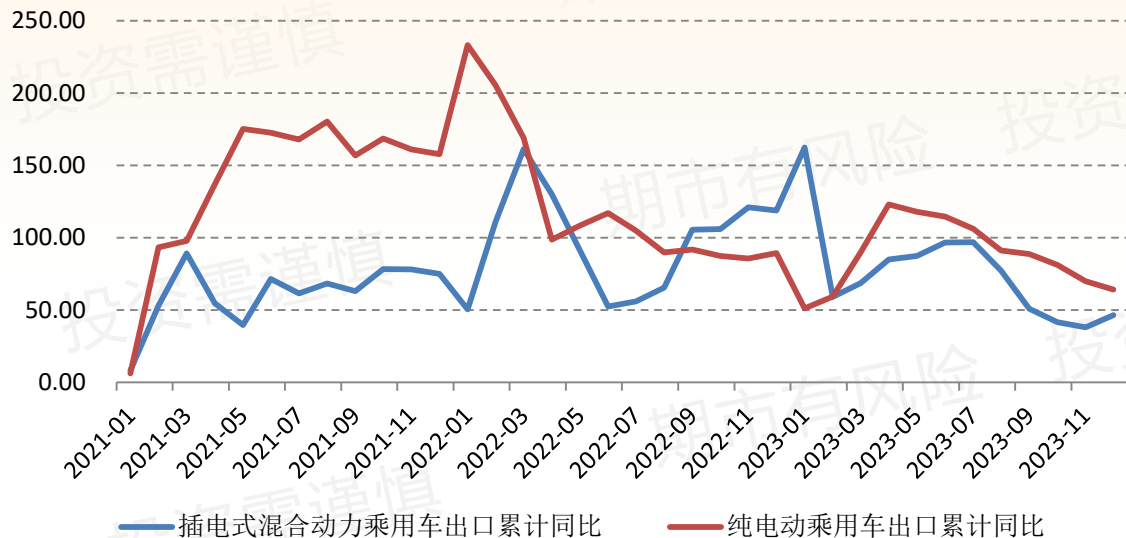
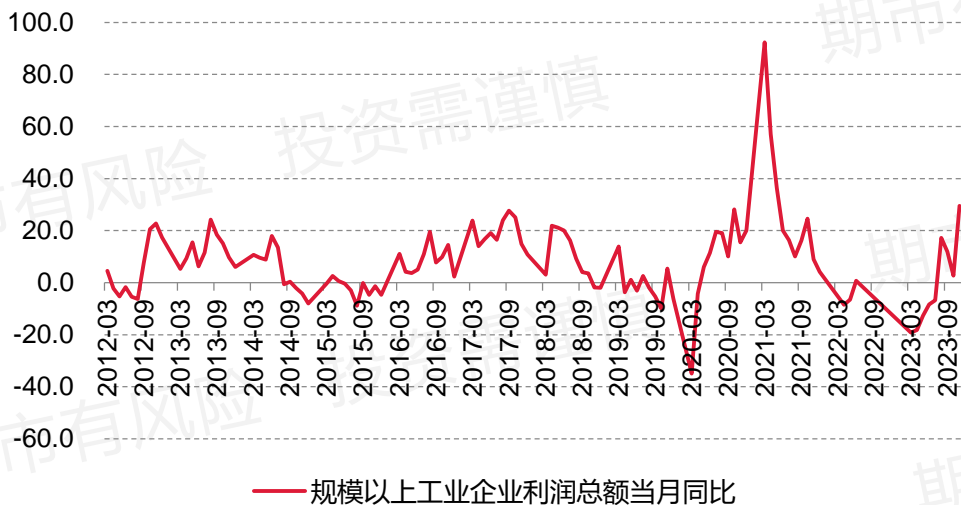
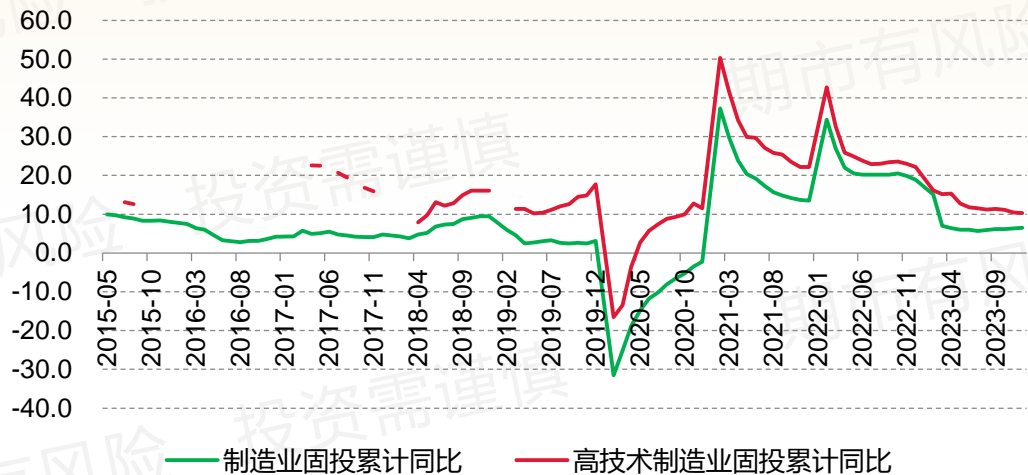
2024年国内经济破局

规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金期货

□ 高端制造业、新能源产业发力



- 2023年，高技术制造业固定资产投资累计增速（10.3%）远高于整个制造业（6.5%）。
- 中国新能源产业发展迅猛，包括光伏、风电和新能源汽车。其中传统汽车缺乏关键技术，但是新能源汽车技术、产量和出口位居全球前列，其中2023年出口同比增速在50%左右。
- 规模以上工业企业利润触底回升，有利于提升制造业对经济增长的贡献率。2023年11月，规模以上工业企业利润同比增速攀升至29.5%。

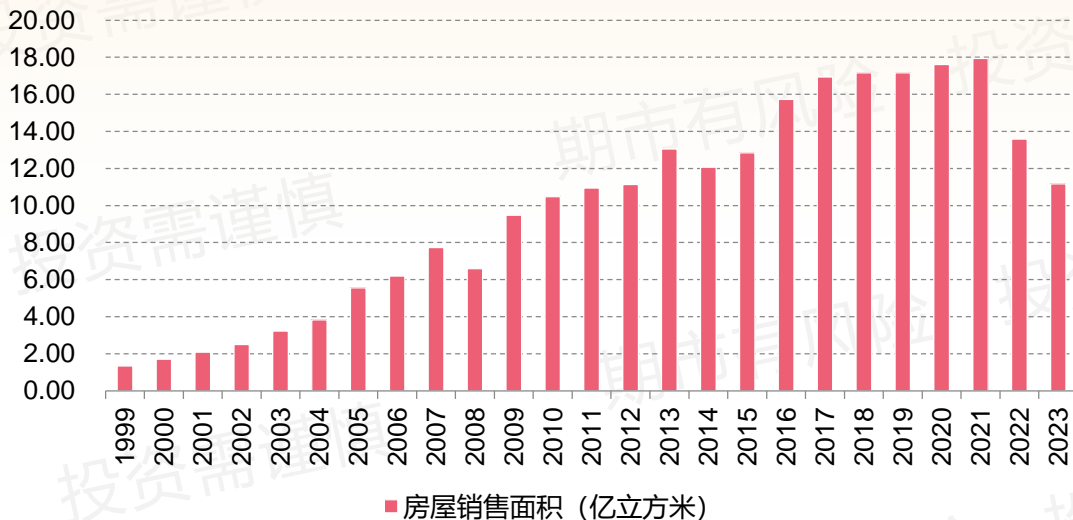
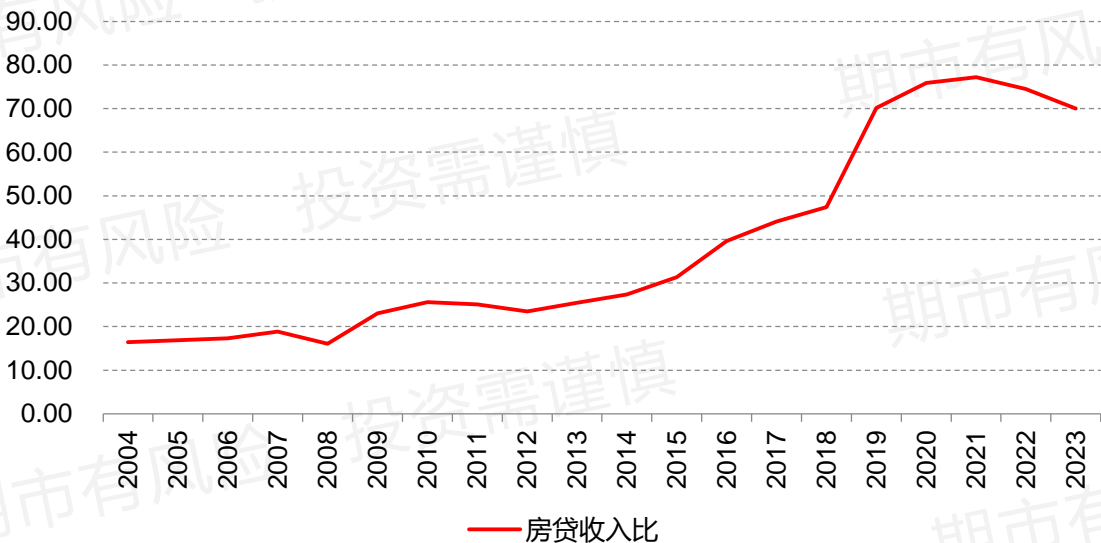
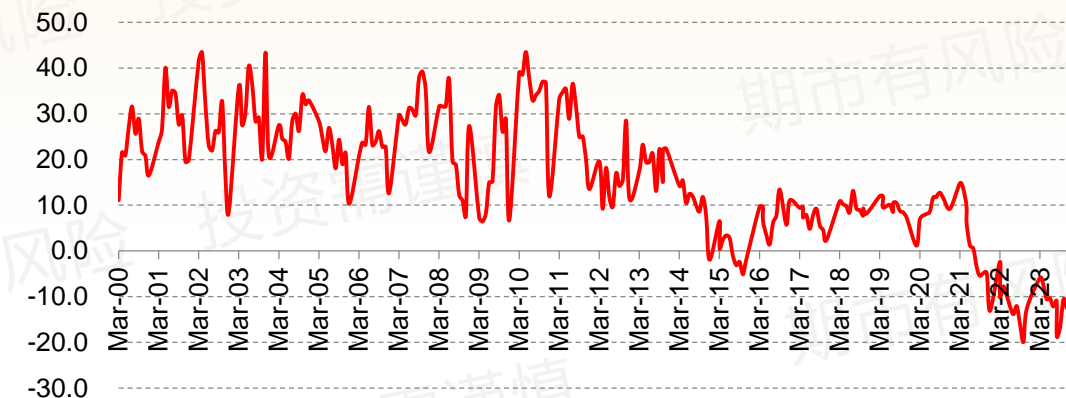
2024年国内经济破局

规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金
期货

□ 地产对经济的拖累边际递减



- ✓ 房地产修复还需要时间，截止去年12月房地产投资当月增速还处于历史低位，为-12.5%。2023年房屋销售面积降至11.17亿平方米，较2022年下降8.5%，但预计触底。
- ✓ 随着房价调整，居民房贷收入比有所回落，这会使得地产调整的压力会明显减弱。据我们测算，居民房贷收入比回落至70%左右
- ✓ 中央政治局会议、国务院常务会议等重要会议上多次提及房地产发展新模式，租售并举类似新加坡的模式正在形成。

2024年国内经济破局

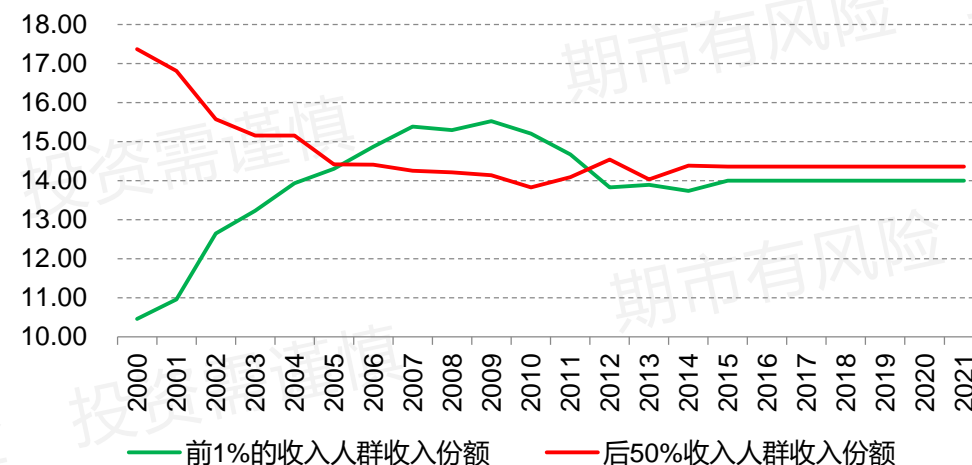
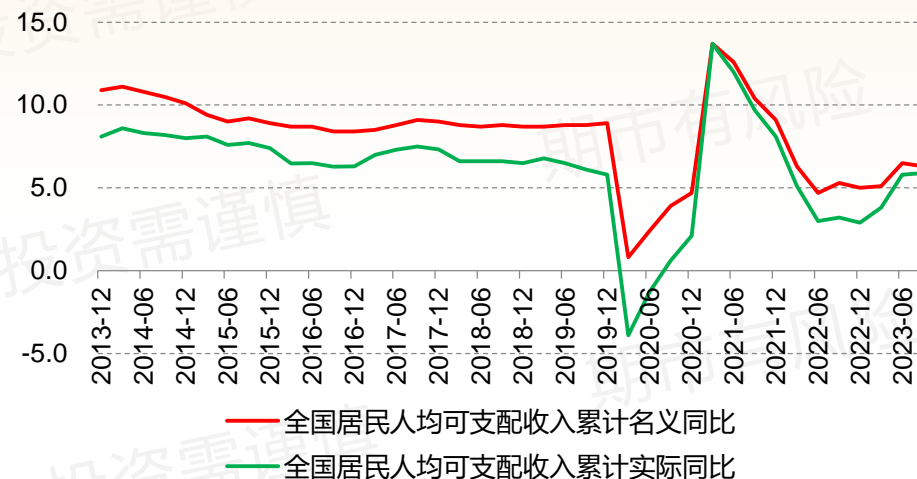
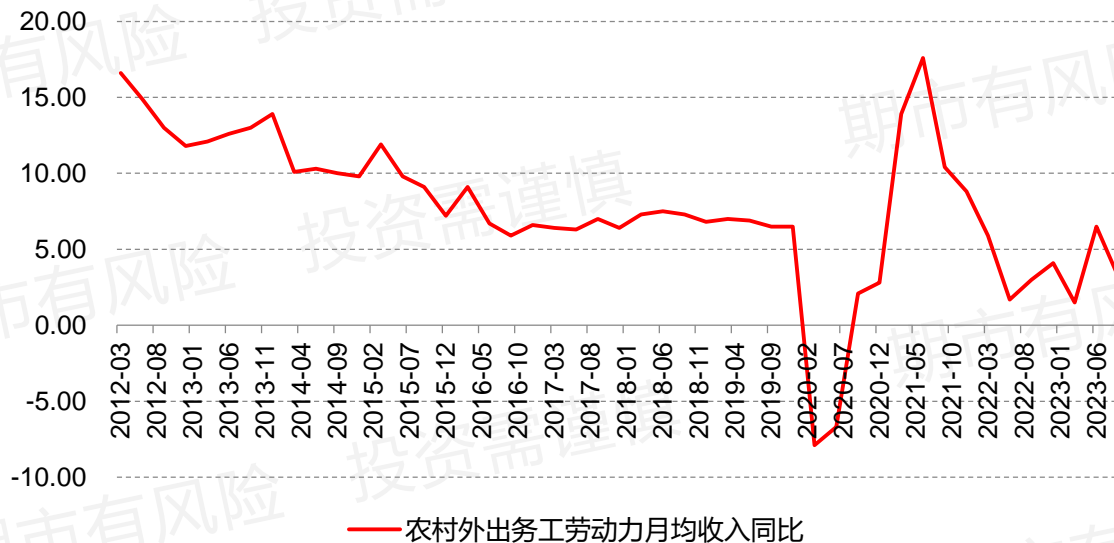
规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金
期货

□ 收入分配改革需要进一步发力

- ✓ 2023年，中国经济增长之所以不及美国，还有一个重要的原因是疫情带来的疤痕效应，居民收入增长回升缓慢，导致有效需求不足。
- ✓ 2023年，全国居民可支配收入累计名义同比和实际同比分别回升至6.3%和6.1%，好于2022年的5%和2.9%，但低于疫情前2019年的8.9%和5.8%。
- ✓ 由于中国居民收入存在较大的差距，大约9亿多群体处于低收入状况，需要加大收入分配改革。截止去年12月，外出务工人员月均收入增长仅有3.6%，远低于全国居民可支配收入6.3%的名义增速。



目 录

01、回顾：内外经济周期错位

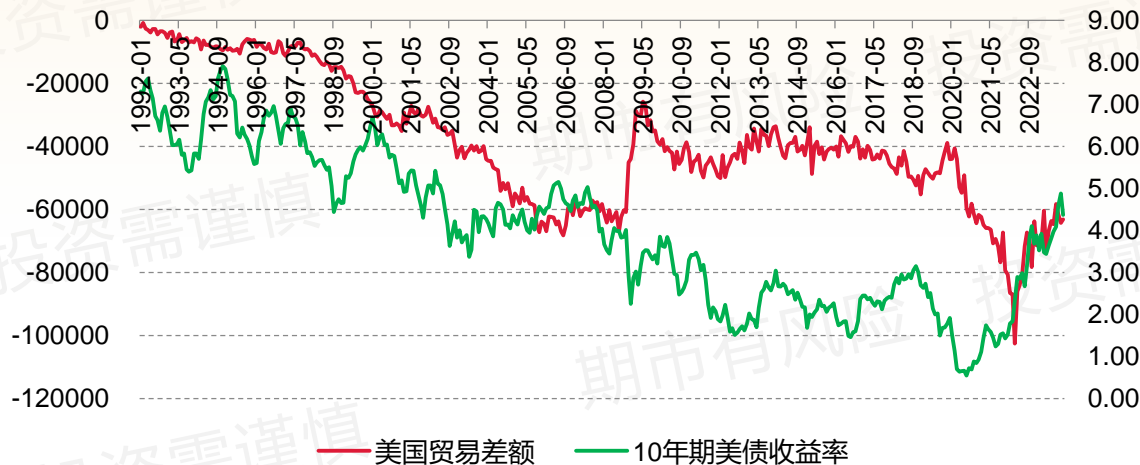
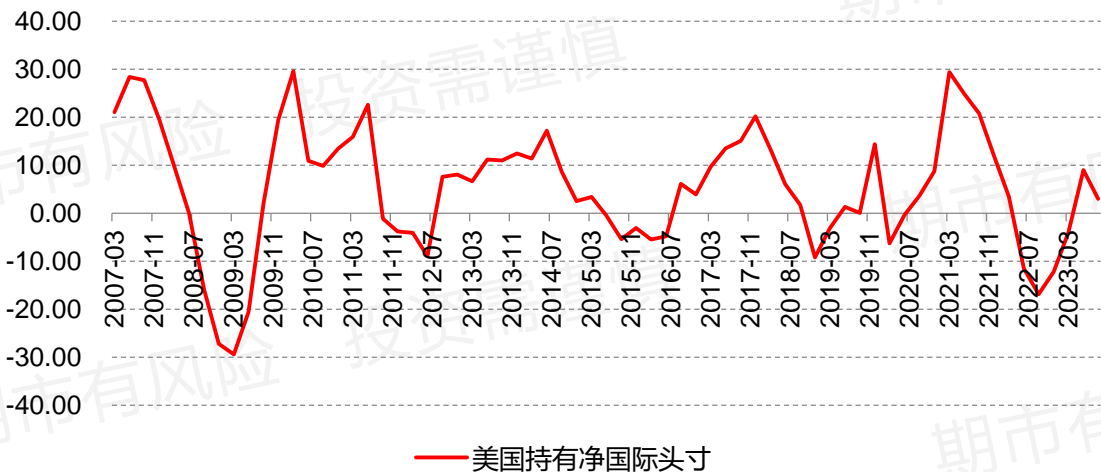
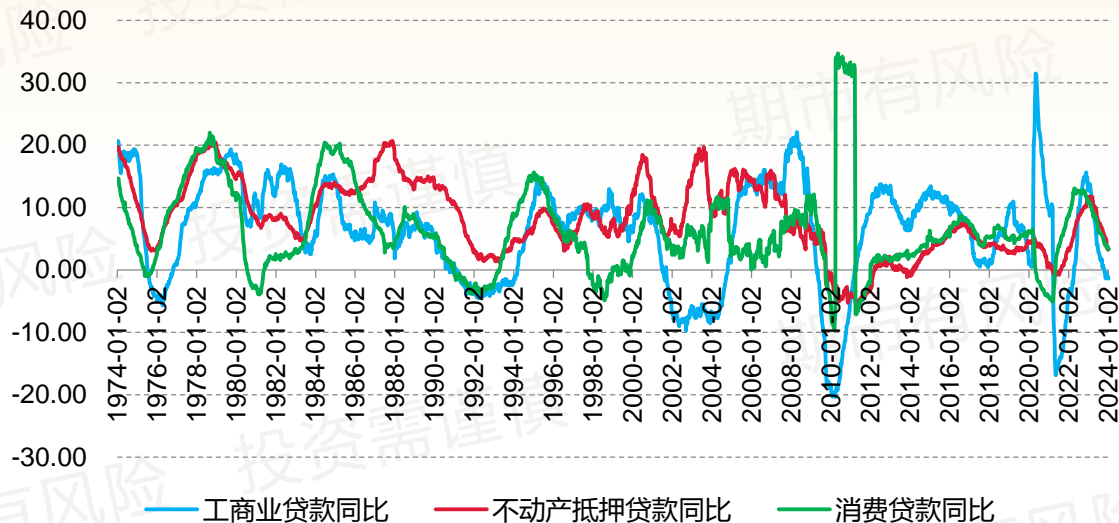
02、展望：国内经济破局

03、展望：海外经济与政策反转

04、配置：利率和权益资产轮转



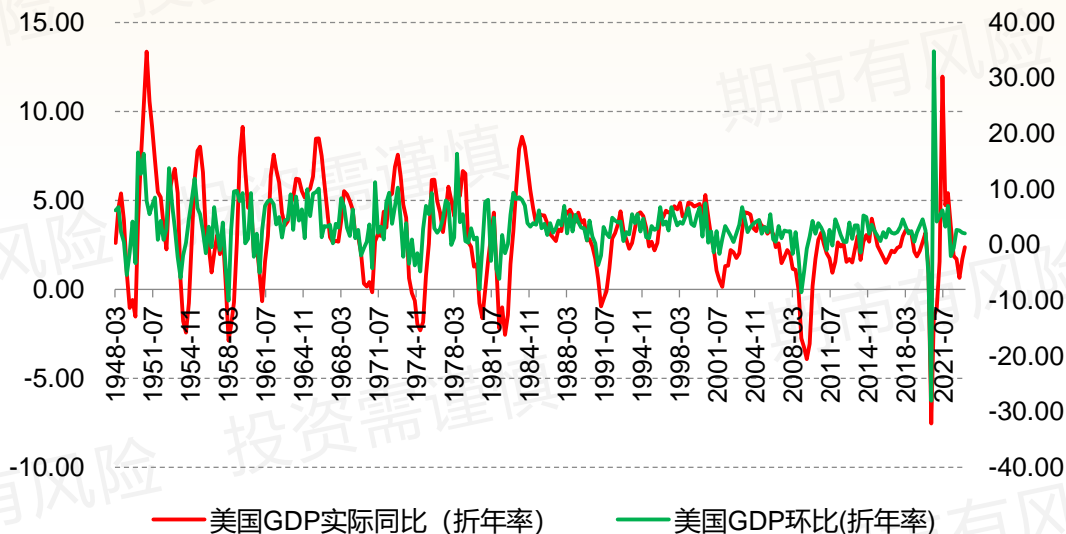
美国遭遇信用收缩，高利率冲击



美国信用收缩明显

- ✓ 信贷继续收敛。美国所有商业银行三大贷款板块：工商业贷款，不动产抵押贷款和消费贷款他同比增速在2023年持续下滑，截至1月10日当周，三者同比增速分别下滑至-1.37%、3.3%和3.36%，去年同期增速都在10%以上。
- ✓ 由我们构建的美元信用指标显示美元信用收缩在金融市场表现的非常明显。美元信用扩张分为境内和境外，而境外扩张主要通过对外贸易逆差和持有净国际头寸来实现，二者都出现明显的收敛。
- ✓ 美国贸易差额代表美国通过国际贸易输出美元流动性，去年11月，美国贸易逆差收敛至632亿美元。由于美元融资渠道多元化，我们把美国私人部门和公共部门合计持有包括信贷产品、债券等合计的净国际头寸视为通过金融市场输出的美元流动性，去年三季度同比增速下滑至2.96%。

□ 美联储加息不可避免带来经济衰退



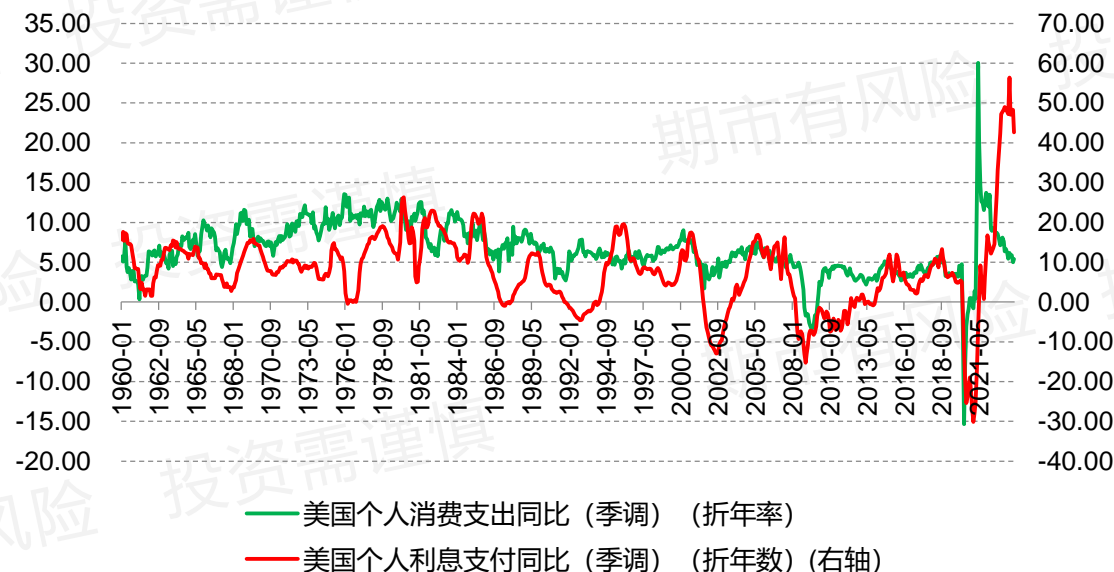
- ✓ 三季度，美国GDP实际同比和环比分别为2.93%和4.9%，同比较一季度加快0.5个百分点，环比加快2.8个百分点。
- ✓ 三季度消费对GDP环比拉动2.11个百分点，较二季度略有反弹；私人部门投资对GDP环比1.74个百分点，净出口对GDP环比拉动减弱，仅有0.03个百分点；政府部门投资和消费对GDP环比拉动仅有1个百分点，这意味着高利率居民消费和地产的负面影响越来越大。
- ✓ 历史上美联储加息基本上都会引发美国经济减速或衰退，衰退时间有可能是同步，也有可能是滞后。这一轮加息美国经济之所以存在韧性在于美国财政扩张。

	加息幅度 (BP)	GDP增速变动	CPI增速变动
71-02-19至74-04-25	750	同比增速从2.7%下降至-0.21%	4.7%升至10.1%
76-11-26至81-05-08	1525	同比增速4.31%下降至-1.62%，结束加息后两个季度环比负增长	5.1%先升至14.6%，然后略微回落至8.5%
82-11-22至84-03-29	150	同比增速从-1.44%升至5.58%，结束加息后连续三个季度环比减速。	4.5%先下降至2.4%，然后升至4.9%
86-08-21至89-02-24	388	同比从3.12%略微升至4.31%，但稍后引发89年储贷危机和90年经济危机	1.6%升至4.6%
94-02-04至95-02-01	275	同比从3.43%至3.48%，结束加息后两个季度环比减速	2.5%略微升至2.9%
98-11-17至00-05-16	175	同比从4.88%略微上升至5.24%，但引发01年互联网泡沫破灭	1.5%升至3.8%，后回落至3.1%
03-06-25至06-06-29	425	同比从1.96%略微升至2.98%，引发1年后的次贷危机和2年后的金融危机	1.9%先升至4.7%，然后回落至4.2%
15-12-17至18-12-20	200	同比从1.88%略微升至2.32%，环比在加息结束后连续两个季度负增长。	0.6%升至2.9%，后回落至1.9%

□ 美国超额储蓄消耗殆尽，债务压力攀升

消费受高利率冲击的滞后影响逐步显现（私人部门消费占美国GDP的70%左右）

- ✓ 超额储蓄的消耗殆尽意味着美国居民实际可支配收入下降。2023年三季度，美国居民部门储蓄率下降至4.2%，上半年超过4.5%。在2020年二季度，美国政府给居民部门进行财政补贴，储蓄率一度攀升至26.4%。
- ✓ 高利率导致私人部门利息支出处于历史高位，进一步削弱了美国私人部门的投资和消费能力。11月，美国个人消费支出同比增速回落至5.4%，与之对应的利息支出同比增长42.66%，



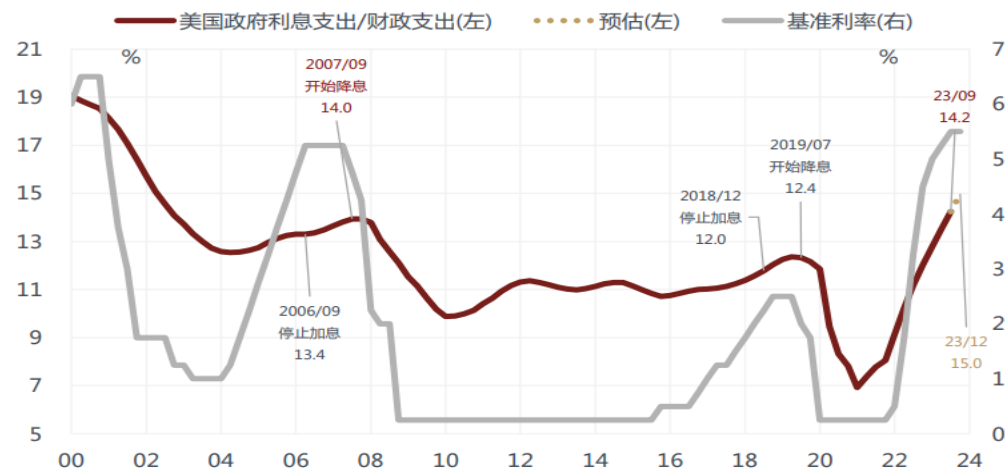
海外经济与政策反转

规范 | 务实 | 稳健 | 发展

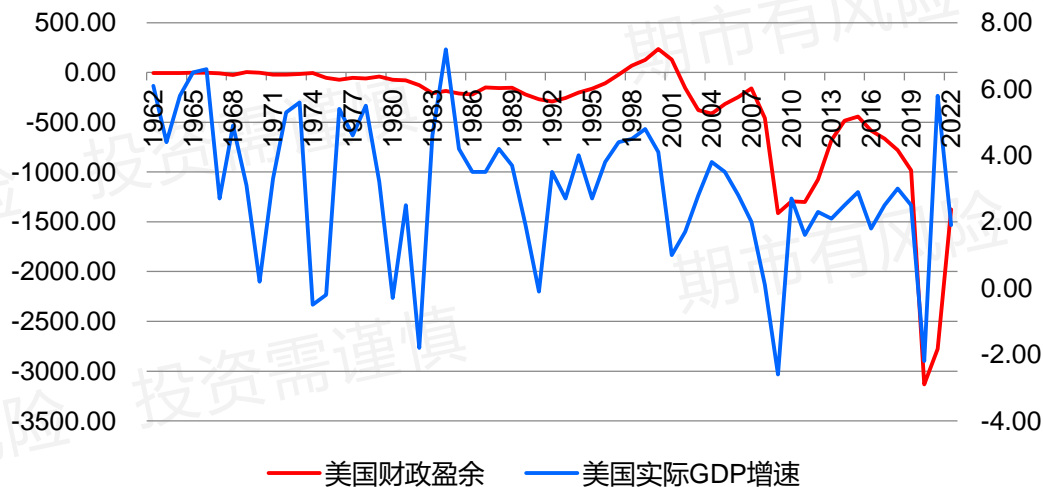
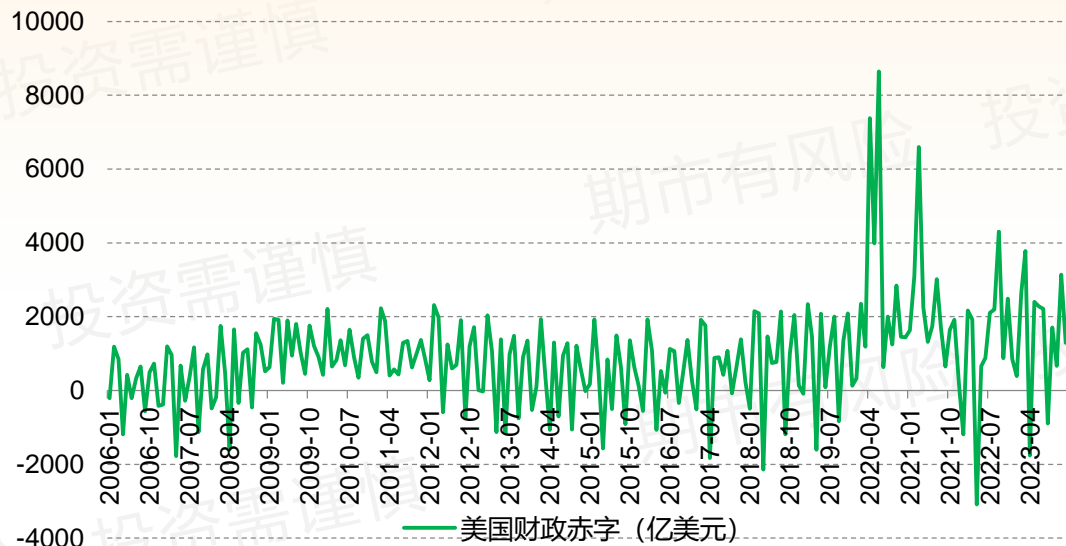
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金期货

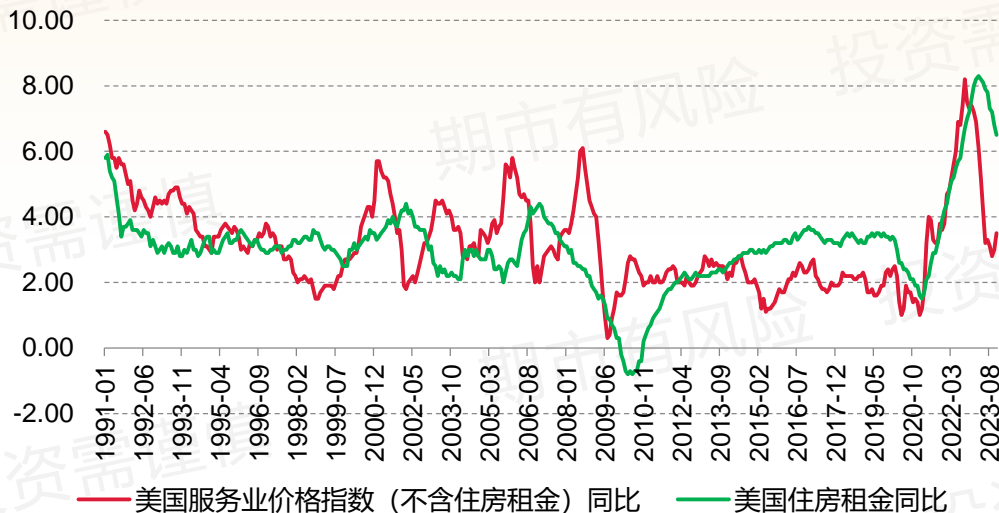
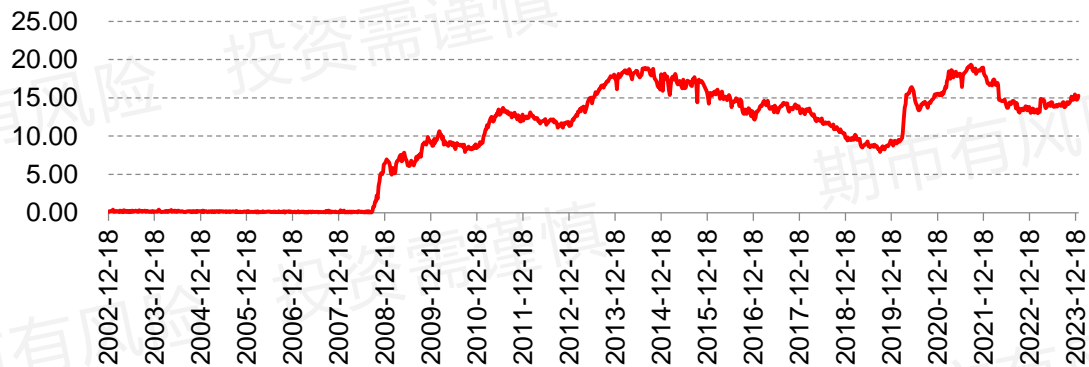
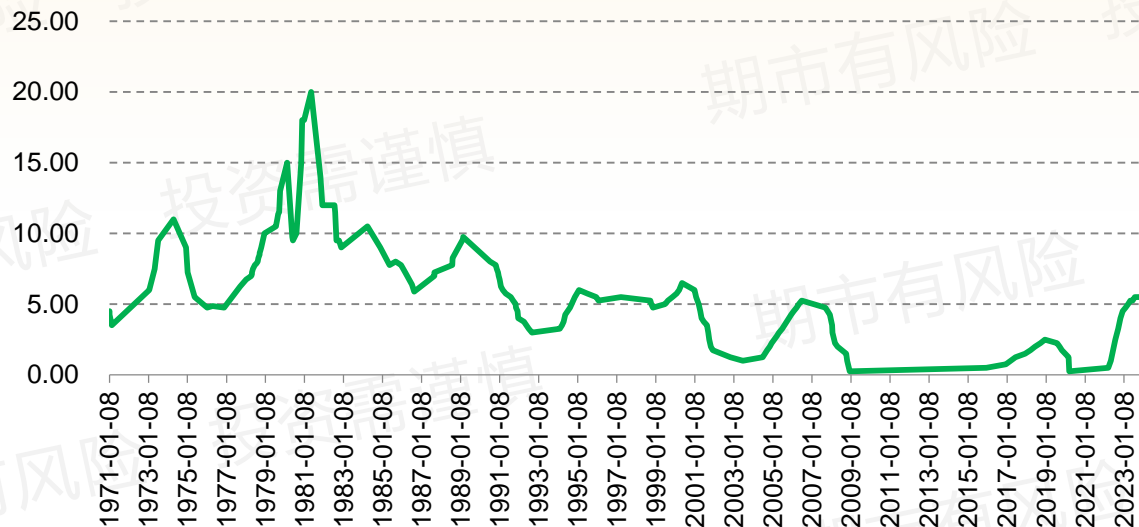
□ 利息负担和大选年，美国财政扩张难以持续



- ✓ 高利率下美国政府利息支出占财政支出的比例在2023年不断攀升，9月已经升至14.2%，这会加剧政府部门债务压力，抑制美国财政扩张。
- ✓ 从美国政府实际发生的财政赤字来看，12月已经下降至1293亿元亿美元，在1-7月，除了4月出现短暂盈余之外，其他时间美国财政赤字都在2000亿美元以上。
- ✓ 美国每四年举行一次总统选举，从历史经验来看，大选之年美国国会两党几乎都不会在财政方面达成一致的提议，2024年美国财政赤字预计会大幅缩减。而财政赤字扩大的年份，美国经济大概率都是先减速后加速。例如2015-2020年，财政赤字先扩张然后美国GDP增速滞后一年回升。如果财政赤字缩进，那么美国经济大概率是减速的。例如2010-2015年。



□ 美联储紧缩周期结束，将结束缩表和降息



- ✓ 从历史经验来看，美联储按照泰勒法则来调整货币政策，加息与否看通胀，降息预防看就业。
- ✓ 下半年美国核心通胀在持续回落，尤其是12月美国剔除住房租金的服务价格指数同比增速回落至3.4%，这意味着美联储进一步加息的必要性下降。
- ✓ 历史上出现过在通胀还处于高位的情况下美联储降息的情况。例如1971年-1973年、1976-1977年、1980-1981年、1998-1999年等。纽约联储研究表明，2010年来经验显示，当准备金下降到商业银行总资产11%以下时，显示准备金短缺。截至1月10日，美国存款机构准备金约为3.54万亿，约占商业银行总资产的15.2%，到二季度将跌至11%以下。

目 录

01、回顾：内外经济周期错位

02、展望：国内经济破局

03、展望：海外经济与政策反转

04、配置：利率和权益资产轮转



配置：利率和权益资产轮转

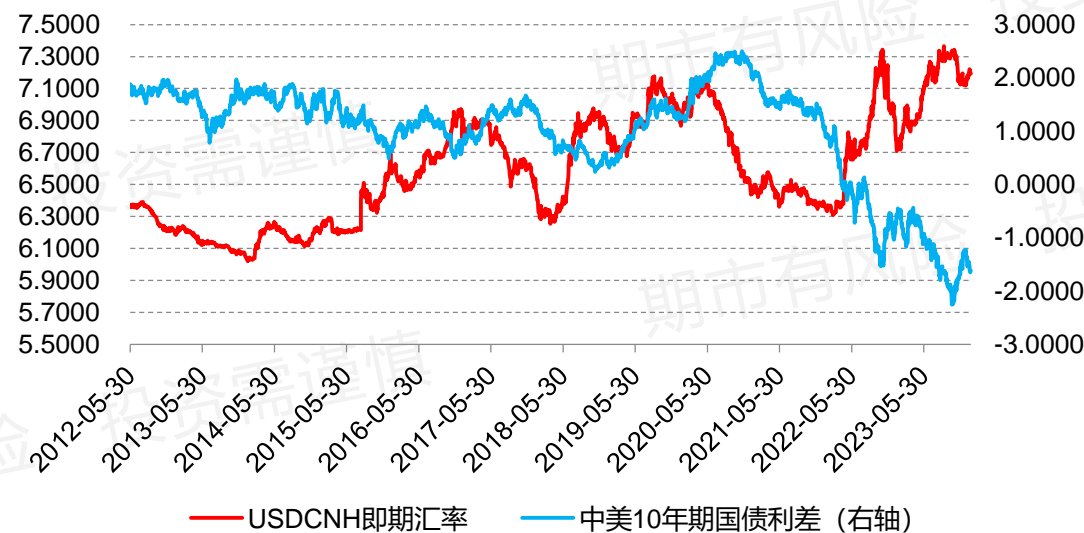
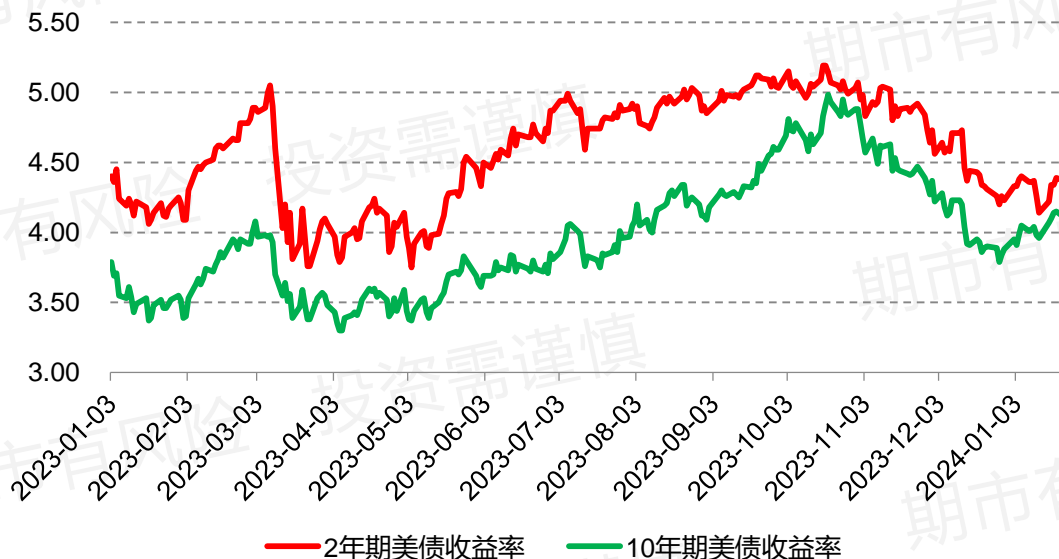
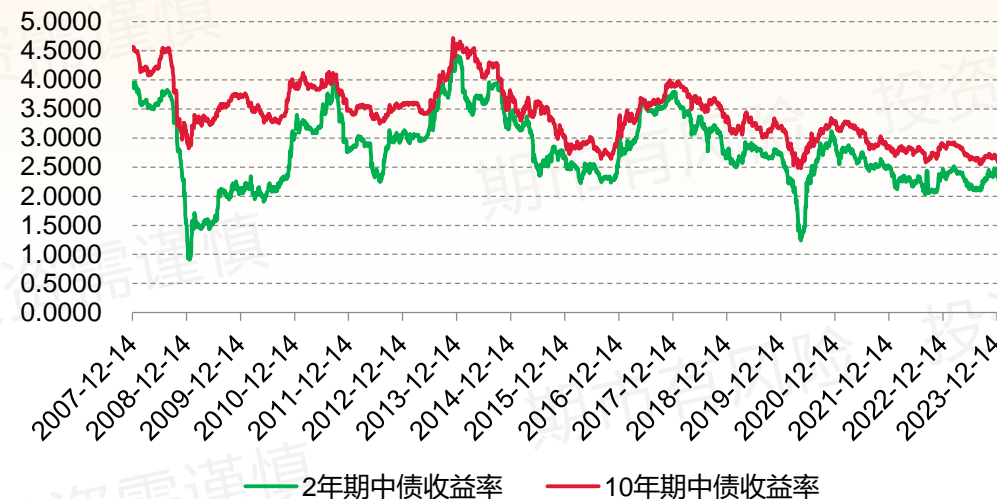
规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金期货

□ 中美利差收敛，人民币汇率升值

- ✓ 2024年美债有望扭转熊市，转为牛市，债券收益率会持续下降。
- ✓ 中国债券收益率先抑后扬，伴随经济复苏力度增强，长端国债收益率有望回升，由此中美利差缩窄。
- ✓ 人民币汇率与经济增长基本面、货币政策和国际资本流动性有关系，中美利差缩窄有望扭转资金外流压力，人民币汇率有望升值。



观点仅供参考，不构成投资买卖依据。请自主决策，风险自担。

配置：利率和权益资产轮转

规范 | 务实 | 稳健 | 发展

GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO.,LTD.

广金
期货

□ A股触底反弹，拖累因素减弱



- ✓ 2023年A股之所以持续下跌，除了经济复苏缓慢之外，还包括多个因素共振：居民资产负债表受损导致居民投资意愿下降、上市公司盈利下降导致分红不足、中美货币政策背离导致资金外流等。
- ✓ 下半年居民储蓄存款余额增速放缓意味着居民预防性储蓄意愿有所下降，外来居民财富管理需求会导致股市增量资金回暖。
- ✓ 从市盈率角度来看，随着上市公司利润触底反弹，目前市盈率处于回升的阶段，有望出现估值修复的行情。
- ✓ 目前不确定性的是资金外流合适逆转，欧美对我国金融安全的威胁是存在可能的。



□ 大宗商品迎来内外利好

- ◆ 从历史经验来看，美联储紧缩的货币政策会导致美元融资成本攀升，抑制社会总需求，引发非美国国家资金外流，从而打压全球经济和大宗商品的需求。反过来，美联储宽松的货币政策有利于权益资产价格上涨，大宗商品同样受益。例如09-10年美联储启动量化宽松，叠加中国四万亿大规模刺激计划的实施，全球大宗商品价格暴涨。从海外市场来看，这一轮自2022年5月以来启动紧缩的货币环境正出现拐点，这意味着货币环境对大宗商品投资需求和消费需求的抑制力量减弱。
- ◆ 从历史经验来看，中国经济复苏力度增强或者增长加快时期，就算欧美经济减速甚至衰退，大宗商品价格还是处于上升周期。例如2002-2006年、2009-2010年、2016-2017年，这三个时期美国经济都在减速，但是大宗商品价格都出现了牛市，因中国对大宗商品需求占全球的很大，部分品种，如有色金属、钢材等的占比超过50%。
- ◆ 对于大宗商品而言，供需失衡会导致其价格出现持续上涨或持续下跌。2023年，中国经济复苏力度温和，大宗商品消费需求疲软，处于去库存阶段，多数商品是供过于求的。展望未来，全球大宗商品供给端约束会明显增强。疫情过后，全球从过去的合作与共同发展为主，变为愈发重视竞争与安全，叠加疫情与地缘政治事件的冲击，逆全球化和基于产业安全的产业重构导致全球供给成本上升。
- ◆ 各大板块来看，这一轮全球经济复苏偏弱，中国经济缺乏房地产的加持而复苏温和。未来有色金属、贵金属、能源和部分农产品受益于国际流动性收缩拐点的到来而反弹幅度更大，未来需要关注低库存、高成本、高基差的品种机会。

不确定性因素：中国经济超预期下行、中美关系再度紧张、能源危机和欧美通胀失控

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管广州金控期货有限公司（以下简称“我公司”）相信报告中资料来源的可靠性，但我公司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，也不保证所提出的意见和建议不会发生任何的更改。在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议，以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货投资的依据。由于报告在编写过程中融入了我公司分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与我公司发布的其他信息有不一致及不同的结论，请谨慎参考。本报告所载的观点并不代表我公司的立场，我公司不承担因根据本报告所进行期货投资而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映我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。未经我公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。本报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且广州金控期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

THANKS

广州金控期货有限公司

地址：广州市天河区体育西路191号中石化大厦B塔25层

广州金控期货有限公司成立于2003年，是广州金融控股集团有限公司的控股子公司。公司注册资本为8亿元人民币，具有商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询以及资产管理业务资格。公司以传统期货经纪业务为基础，同时深耕资产管理业务和风险管理业务。依托控股股东广州金融控股集团有限公司的强大资源背景和品牌美誉，联合广州金控集团各下属企业，集结公司优势资源，为客户提供全方位财富管理服务，发挥期货经营机构服务实体经济的作用。



电话：020-85592686

客服热线：400-930-7770

广州金控物产有限公司

地址：广州市天河区体育西路191号中石化大厦B塔40层

广州金控物产有限公司是广州金控期货有限公司的全资子公司，注册地位于广州市南沙区万顷沙保税区内，注册资本和实缴资本均为 2 亿元。目前，公司在中国期货业协会已完成基差贸易、仓单服务和场外衍生品业务的试点业务备案，并以此为基础合规开展涵盖期货交易所所有上市品种及产业链相关现货贸易、远期交易、期货交割和场外衍生品业务。公司将以实业贸易经营为基础，不忘“金融服务实体”之初心，利用期现结合、场内场外市场及各种金融衍生品工具，结合股东和集团的优质资源，积极创新、深挖内涵，致力于为产业客户提供全面、深入、有效的风险管理服务，将自身打造为国内领先的风险管理服务商和大宗商品交易商。

网址：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司