



三立期货
SANLI FUTURES



2023 大类资产年报

中美金融周期趋于共振
2024 国内经济有望继续恢复

李一凡
从业资格号：F03118156

让每一个客户成为专业的投资者



摘要

宏观基本面：

1. 疫情防控放开后，我国需求不及预期，经济恢复率遇波折，在基数效应下全年GDP能达到5%的目标，不及年初市场预期的8%。面临房地产继续下行，房地产投资和地方债风险仍在、全球央行持续加息、地缘冲突不断、人民币下行压力等内外因素扰动。

2. 美国虽意外大幅加息，年内加息4次共100基点，但经济仍具韧性，第三季度实际GDP达4.9%，且有人工智能等新技术推动。

大类资产回顾：

1. 国内股市先涨后跌，上证指数降幅超5.5%，由于经济不及预期，十年期国债在各类风险刺激下涨幅超2.15%。

2. 纳斯达克指数年内涨幅超42.6%。而美债在衰退预期减弱以及美国大幅发债的情况下十年期美债收益率涨超3%。

3. 大宗商品表现分化，全球衰退预期、全球加息以及基数效应下国际原油跌幅超10%，全球制造业衰退下有色金属降幅超7%。黑色金属表现相对较强，黑色指数涨超8%。

4. 在全球央行持续购金和各类突发事件影响下，如美国银行业危机、巴以冲突、美国债务危机等，国际黄金年内涨幅超10%。



摘要

展望：

1. 展望2024年，虽然财政政策措辞更为谨慎，但国内宽松的政策不变，基调更加积极，叠加海外央行降息在望，内外合力下国内经济有望恢复。海外而言，美国经济虽然有放缓迹象（11月制造业PMI陷入收缩区间49.4），但美联储适时释放降息信号，降息有助于全球流动性的宽松，对欧美经济恢复有利。

2. 若美国经济仍具韧性，叠加美联储降息预期，海外风险资产表现相对较强，关注大宗商品机会。若美国经济步入衰退，建议重点关注国内政策发力所带来的人民币风险资产的做多机会，但也需要防范海外避险情绪蔓延所带来的冲击。在美联储降息、央行持续购金、地缘冲突加剧等因素下，可以关注金银贵金属的投资机会。



让每一个客户成为专业的投资者

CONTENTS

目 录

01

大类资产回顾

02

2023大类资产基本面

03

展望2024



01

大类资产回顾
——大类资产表现分化，海外资产较强



国内外风险资产分化，贵金属偏强

2023年大类资产表现 (%) (截止至12月15日)

国内股市		海外股市		大宗商品		债券市场		货币市场	
上证综合指数	-5.58%	道琼斯工业平均指数	12.58%	南华商品指数	5.77%	二年期国债期货	0.24%	离岸人民币汇率	-3.40%
上证50指数	-15.00%	标准普尔500指数	23.41%	南华工业品指数	2.52%	五年期国债期货	1.23%	美元指数	-1.12%
沪深300指数	-14.05%	纳斯达克综合指数	42.62%	南华能化指数	2.34%	十年期国债期货	2.15%	伦敦现货黄金	10.26%
中证500指数	-8.50%	东京日经225指数	28.21%	南华农产品指数	-4.38%	美国:国债收益率:2年	0.91%	伦敦现货白银	-0.43%
中证1000指数	-7.35%	德国法兰克福DAX指数	18.12%	南华黑色指数	8.63%	美国:国债收益率:5年	-0.76%	内盘黄金期货	14.87%
恒生指数	-16.64%	法国巴黎CAC40指数	14.69%	南华有色指数	-7.49%	美国:国债收益率:10年	3.17%	内盘白银期货	10.85%
恒生科技指数	-10.69%			WIT原油	-10.81%			南华贵金属指数	12.54%

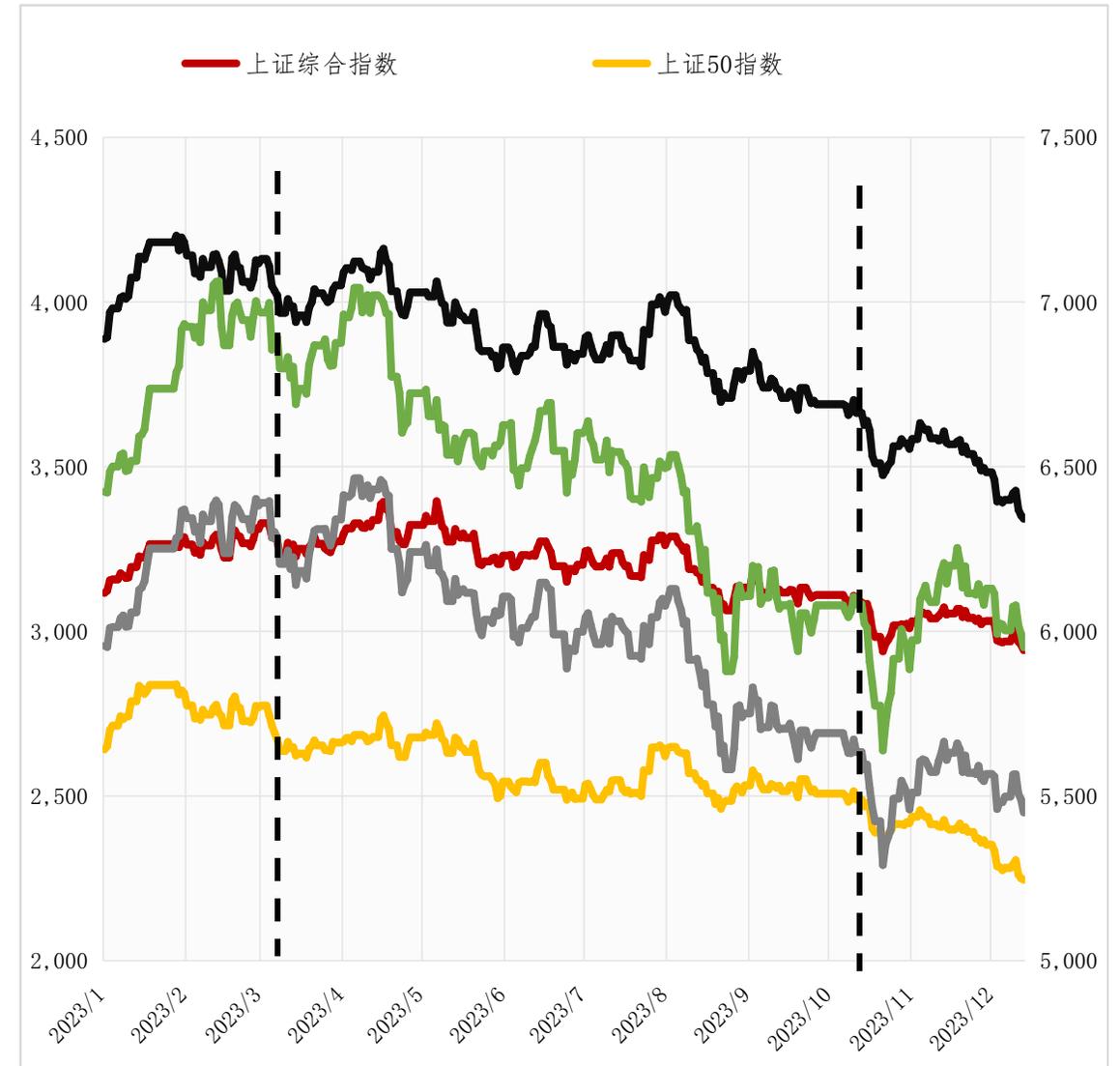
总的来看，2023年整年中，主要大类资产表现为海外股市>贵金属>大宗商品>国内债券>美国国债>美元指数>离岸人民币>原油>国内股市。

其中受美国经济意外保持韧性以及AI等科技概念的爆发，海外股市的收益率最高，相对的，美国国债价格有所降低。由于各国央行持续购金以及地缘冲突、政治冲突加剧，即使全球央行在持续加息，贵金属表现依然较好。国内因疫情防控放开后，市场对经济预期较高，而实际经济恢复波折，不及市场预期，国内股市在2023年总体呈现先涨后跌的行情，国内债市表现较好。



国内股市指数先涨后跌，总体表现不佳

- 2023年年初在新冠疫情扰动减弱叠加AI催化下，A股在年初有了较大好转，上证指数一度突破3400点，但随着AI热度的减弱以及经济恢复不及预期，A股市场在年中进入深度回调。
- 后续虽在7月底政治局会议、8月底印花税利好以及10月底中央金融工作会议利好下股市出现短期反弹，但全年经济恢复不及预期，叠加房地产及政府债务长期风险影响，市场情绪仍弱，各主要指数均收跌，总体呈现先涨后跌的倒“V”走势。
- 截止2023年12月15日，主要指数均以跌势收尾。上证综指收跌5.58%，上证50收跌15.00%，沪深300收跌14.05%，中证500收跌8.50%，中证1000收跌7.35%。





市场强预期与弱现实对立，股市先涨后跌

第一阶段：1月到5月初的上涨。年初疫情放开，市场情绪高涨，叠加政治局会议、中央经济工作会议、两会等均在释放政策暖意，全面降准、接连降息也使得政策暖意不断落地。叠加Chatgpt横空出世，人工智能新时代发展点燃了市场情绪。在科技股带动下，上证指数在5月初到达3418的高点。

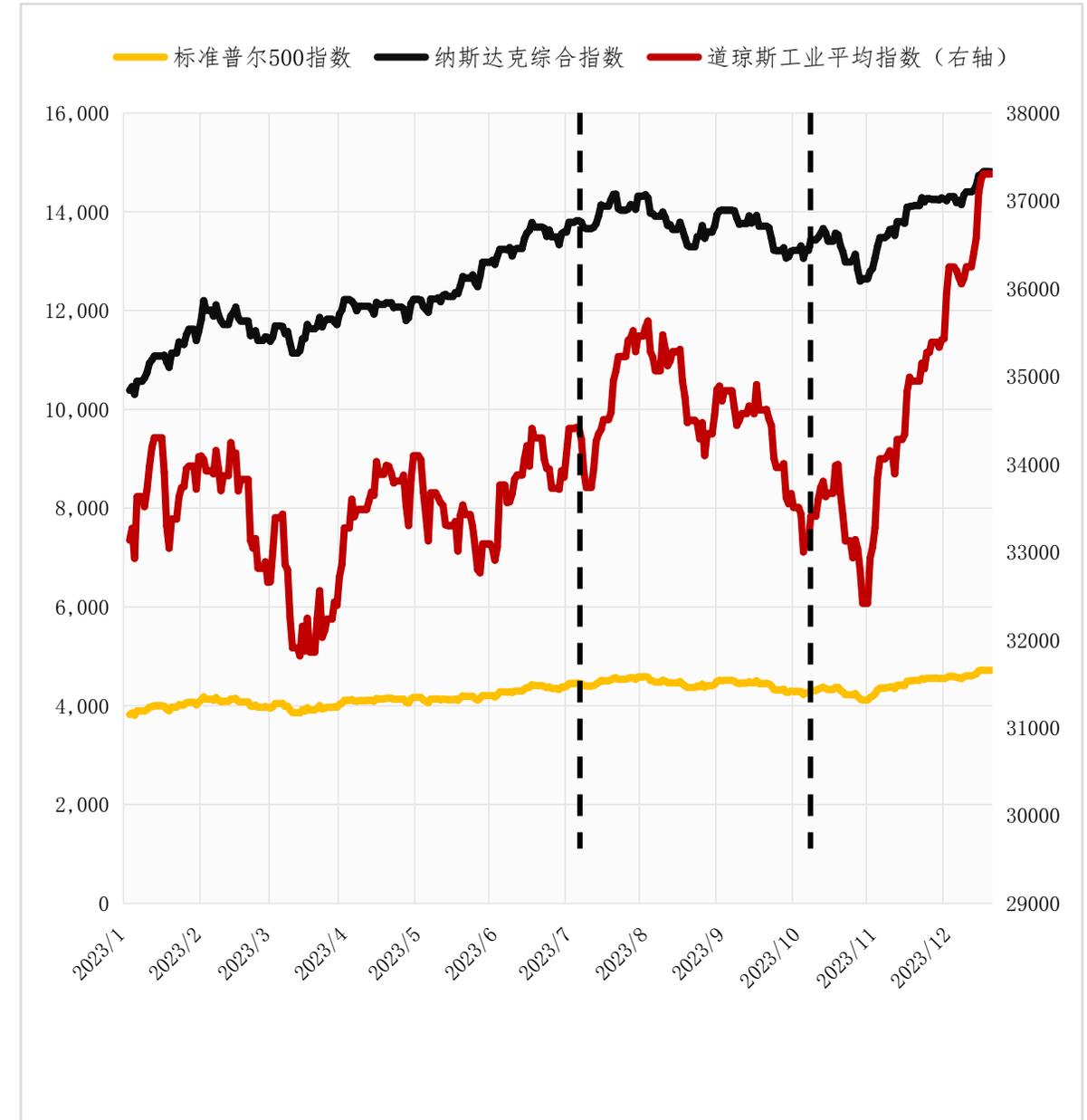
第二阶段：5月初至10月末的震荡下行。年中国内经济恢复突然遇阻，4月后制造业PMI迅速下滑至收缩区间，社融、消费也不及预期，房地产企业、中小金融机构多次暴雷，叠加美国经济意外保持韧性、美联储继续加息，导致国内股市震荡下行，中间虽然有7月政治局会议释放利好，8、9月房地产限购政策放松，8月末印花税减半等利好政策出台，但依然未能阻止股市长期下行趋势。

第三阶段：10月末到年末的倒“U”型行情。年末股市在长期下跌趋势后，一方面国家队入场增加信心，另一方面政府出台万亿国债政策、提高赤字率以推动财政支出，叠加年末重磅会议预期，股市出现了小幅的反弹。但年末中央经济工作会议利好不及预期，在财政支出、房地产托底方面言辞较为谨慎，打破了大幅财政支出刺激经济的预期，导致年末股市再度下探，一度跌破年内低点。



美国经济韧性十足，美股持续上涨

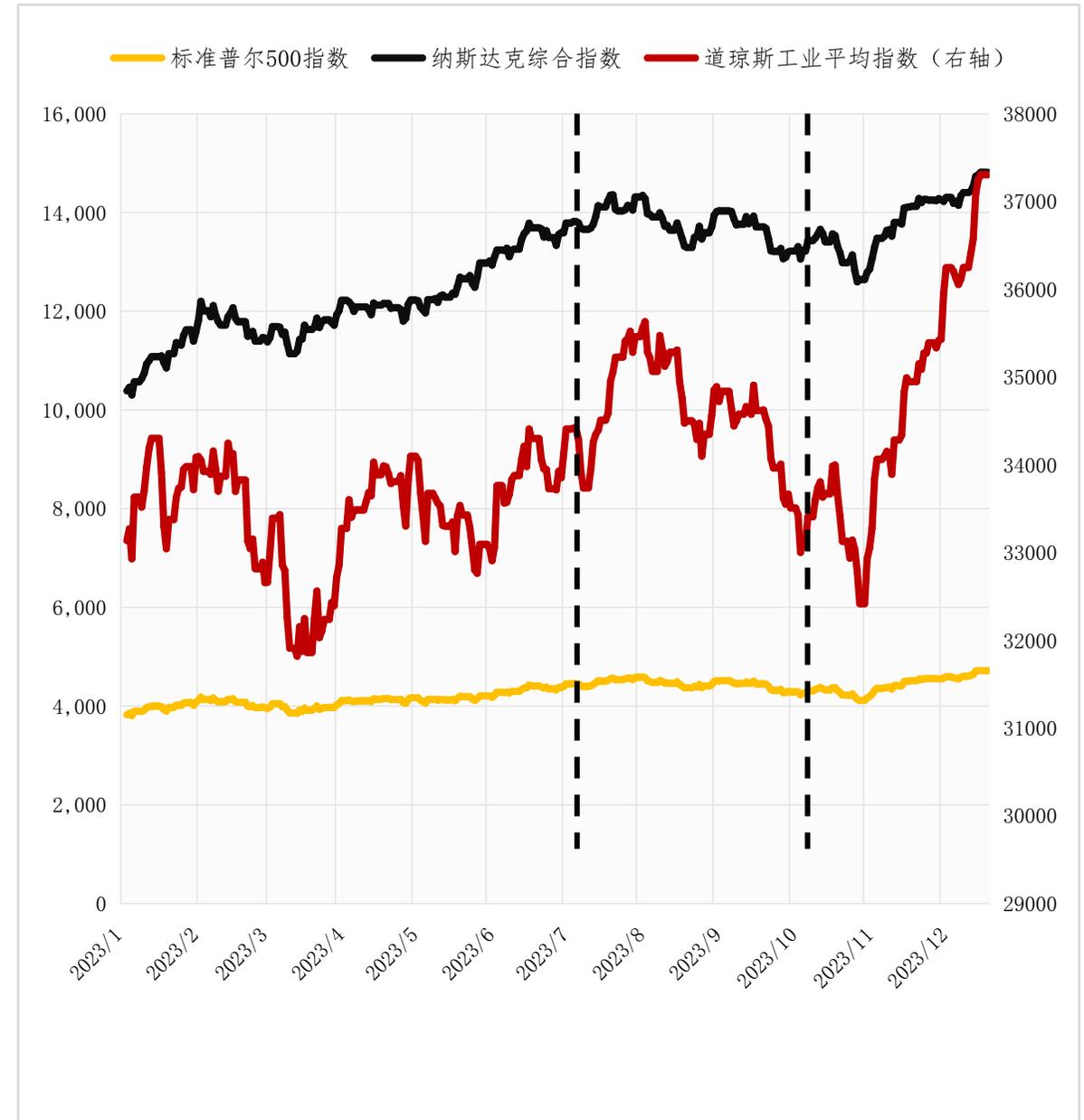
- 2023年美国股市总体走势向好，截止至12月15日，主要指数大幅升高，标准普尔500指数收涨23.41%，纳斯达克指数收涨42.62%，道琼斯工业平均指数收涨12.58%。
- 第一阶段。从年初到7月底，美股虽然在美联储意外加息之下稍有回调，但总体处于上涨阶段。其主要原因是美国经济在美联储持续加息之下依然保持较强的表现，以及以chatgpt为代表的人工智能科技股大爆发，带动股市大幅上升。





美国经济韧性十足，美股持续上涨

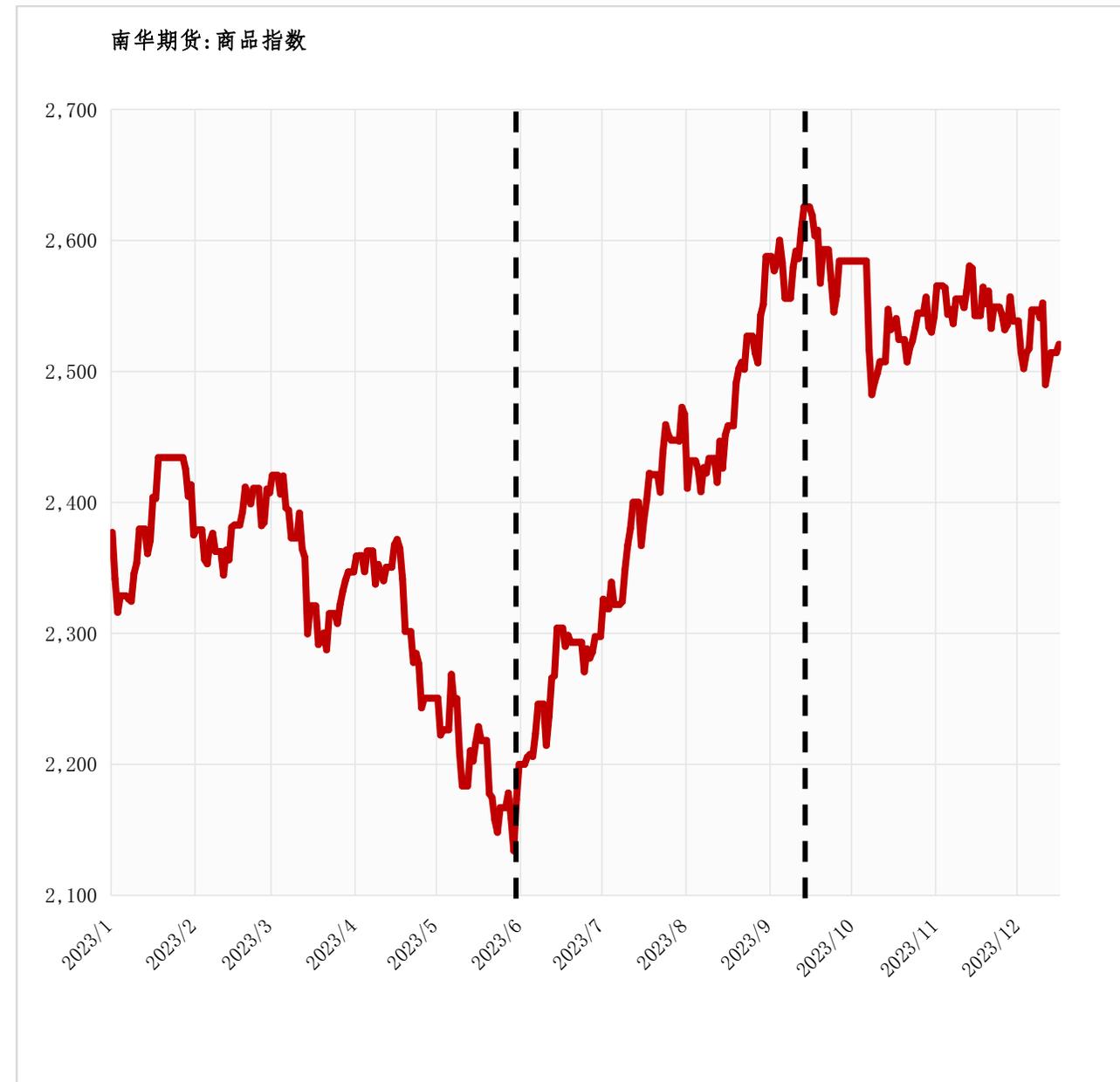
- 第二阶段，从8月初到10月底，美股小幅回调，一方面人工智能热度稍减，市场对于人工智能泡沫风险较为谨慎。另一方面美联储不断用鹰式态度收紧金融环境，美债收益率也上涨到年内新高。
- 第三阶段，从11月初到年末，美股大幅上涨。美联储态度由鹰转鸽，美国劳动力市场出现降温、通胀水平大幅下降，对美联储降息预期上涨。12月议息会议美联储意外宣布考虑降息，降息预期下美股获得上涨动力。
- 明年是美联储降息之年以及大选之年，美股一般处于较强位置，但目前高位风险以及美国衰退风险下美股明年的表现还要依赖经济数据的表现。





库存周期转换，商品“V”字反弹

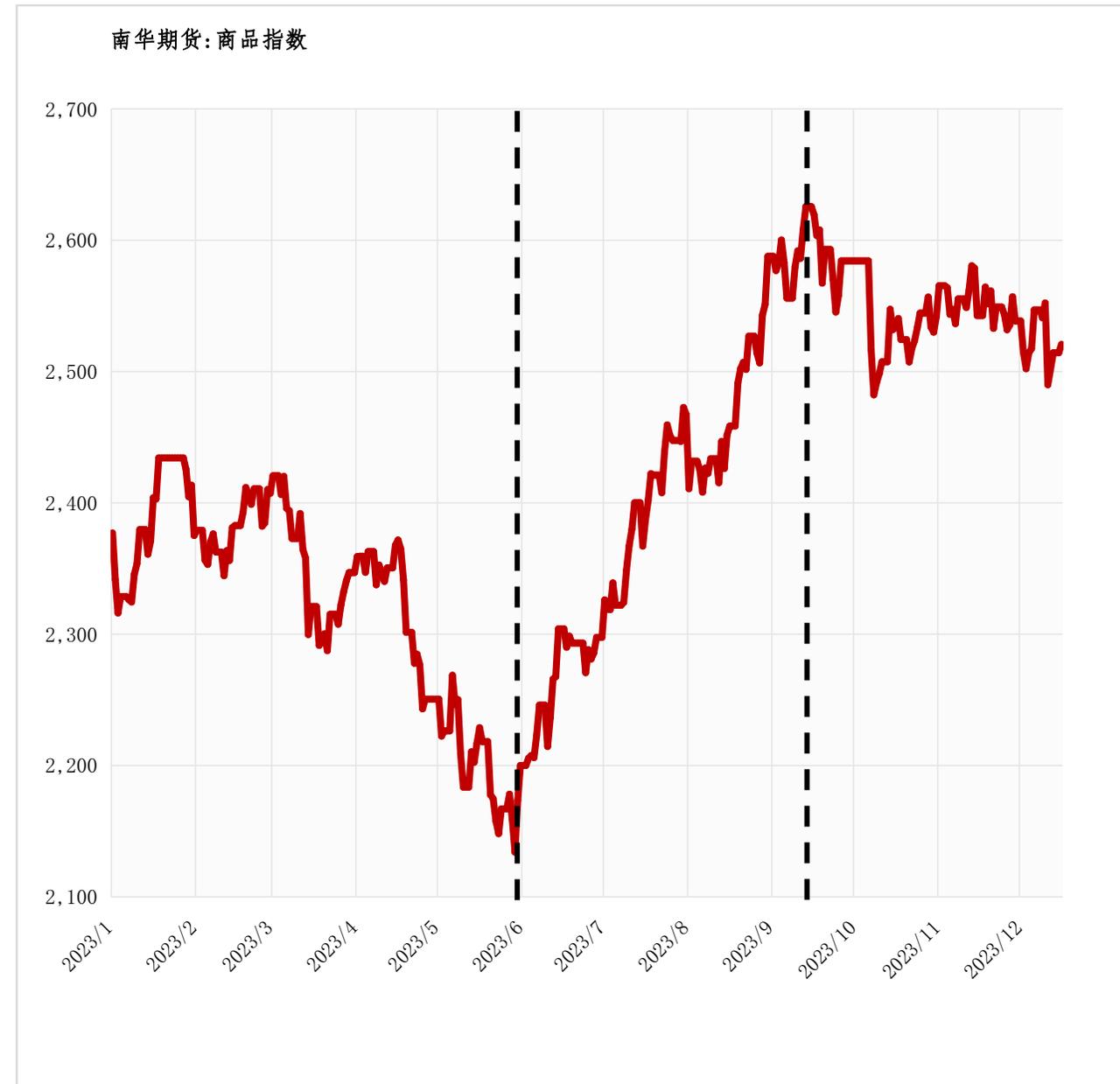
- 2023年国内期货市场大宗商品主要分为3个阶段，呈现“V”字型反弹加高位震荡的行情。
- 从年初到5月底，疫情放开后市场对于需求的提振预期较高，而实际需求恢复不及预期，叠加疫情放开后海外商品可以大幅流入，增加了国内供给，导致商品价格指数大幅下跌。





库存周期转换，商品“V”字反弹

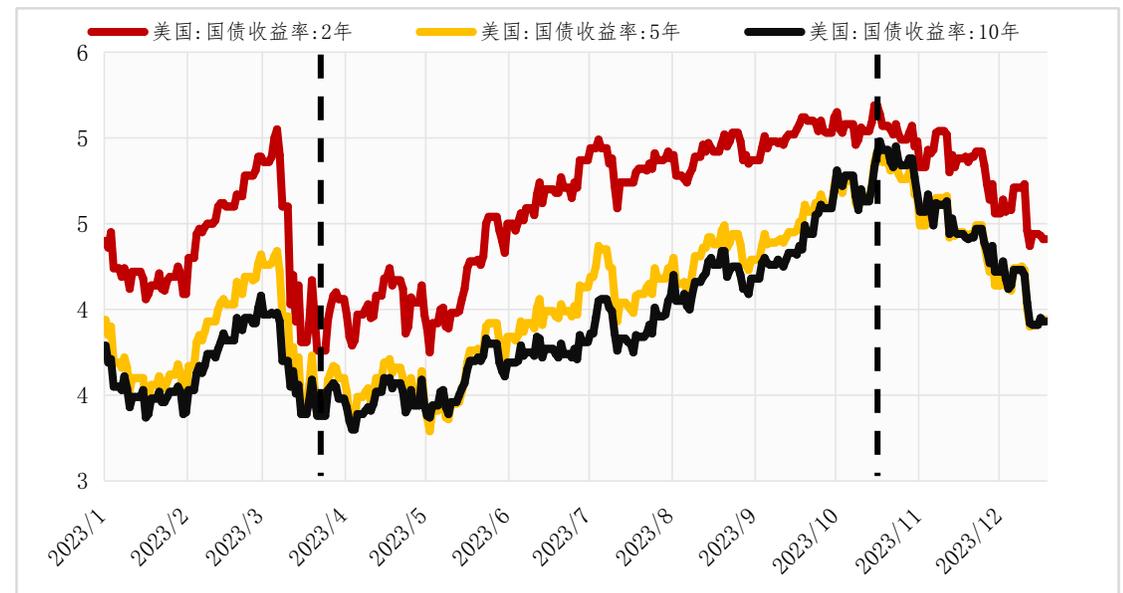
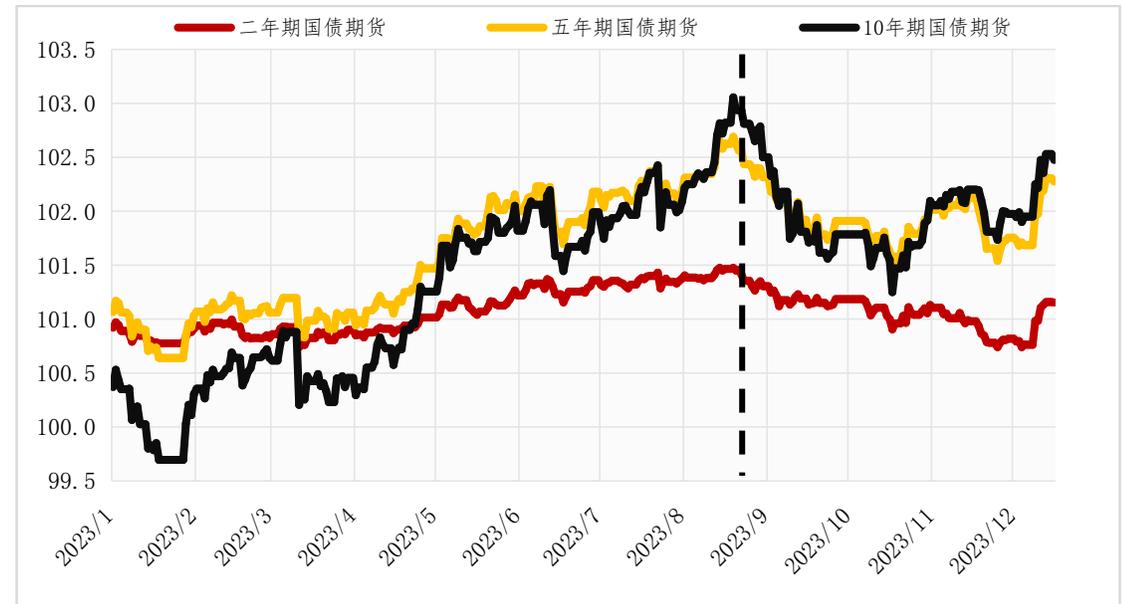
- 从6月初到9月中旬，商品超跌后有反弹动力，再加上实际需求在恢复，尤其是暑期带来的出行需求爆发，叠加库存周期从主动去库进入主动补库阶段，商品价格逐渐回暖，在九月中旬到达高点。
- 从9月末到年末，由于十一期间需求不及预期，金九银十的预期被打破，十一后商品出现普跌，之后在冬季补库以及万亿国债政策下商品表现逐渐分化，商品指数总体成震荡趋势。





美债供应增加，收益率持续上升

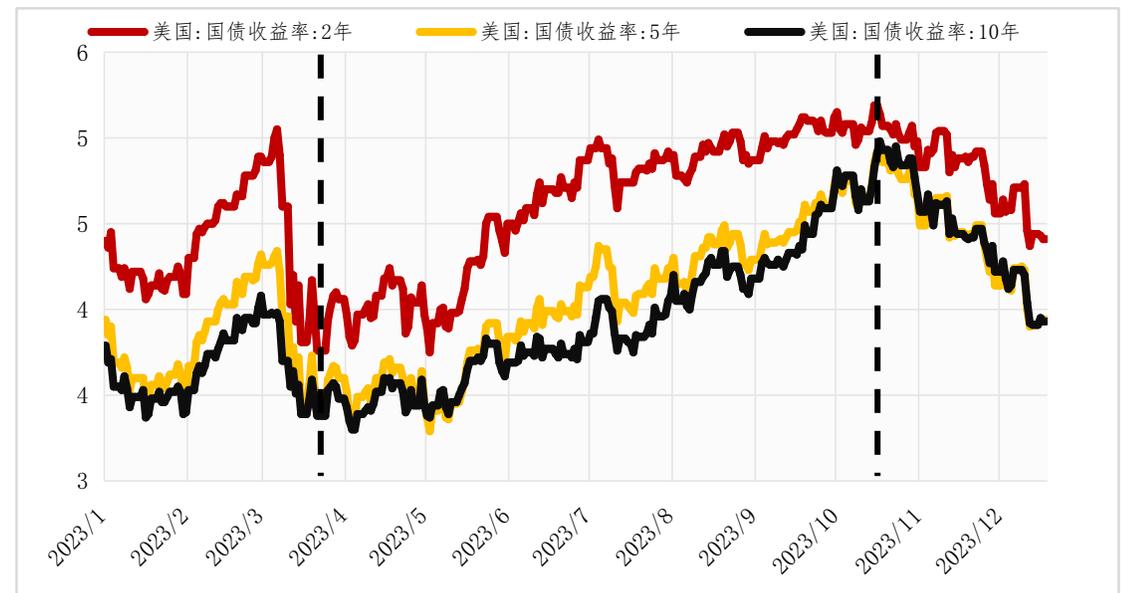
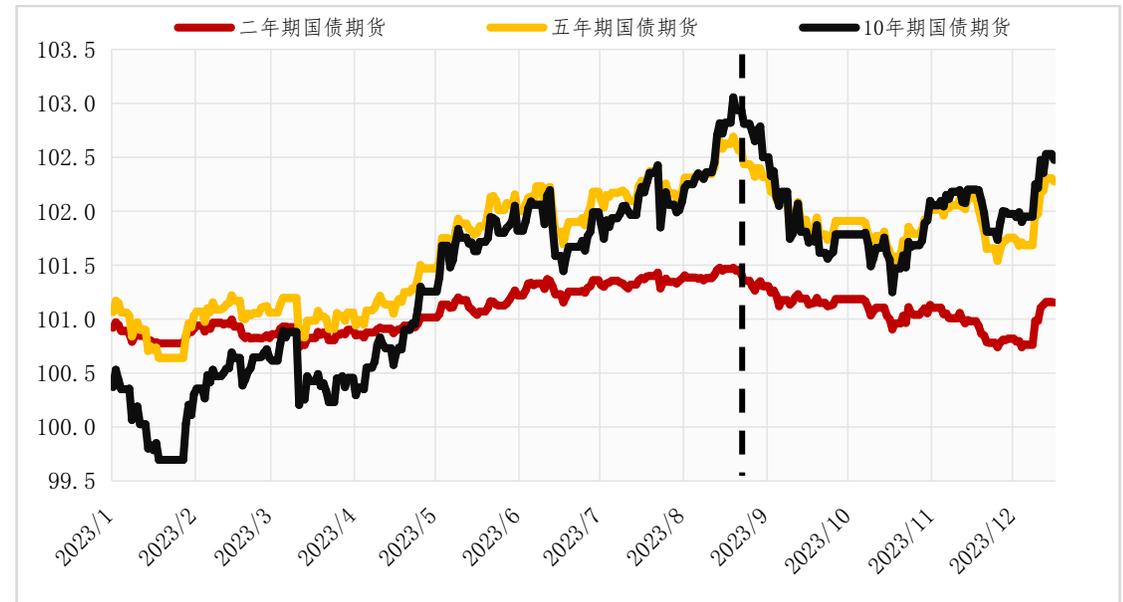
- 2023年国内债券大体呈现先上涨后高位震荡的行情。年初到8月底在央行宽松政策下降准降息，且国内经济恢复不及预期，债市主要呈现上涨行情。
- 9月初到年末，各类刺激经济的政策层出不穷，经济也逐渐缓慢复苏，债市有高位回落的压力，但央行宽松预期不改、房地产、地方债等长期风险担忧仍在，加上股市表现不佳，国债大体处于高位震荡态势。





美债供应增加，收益率持续上升

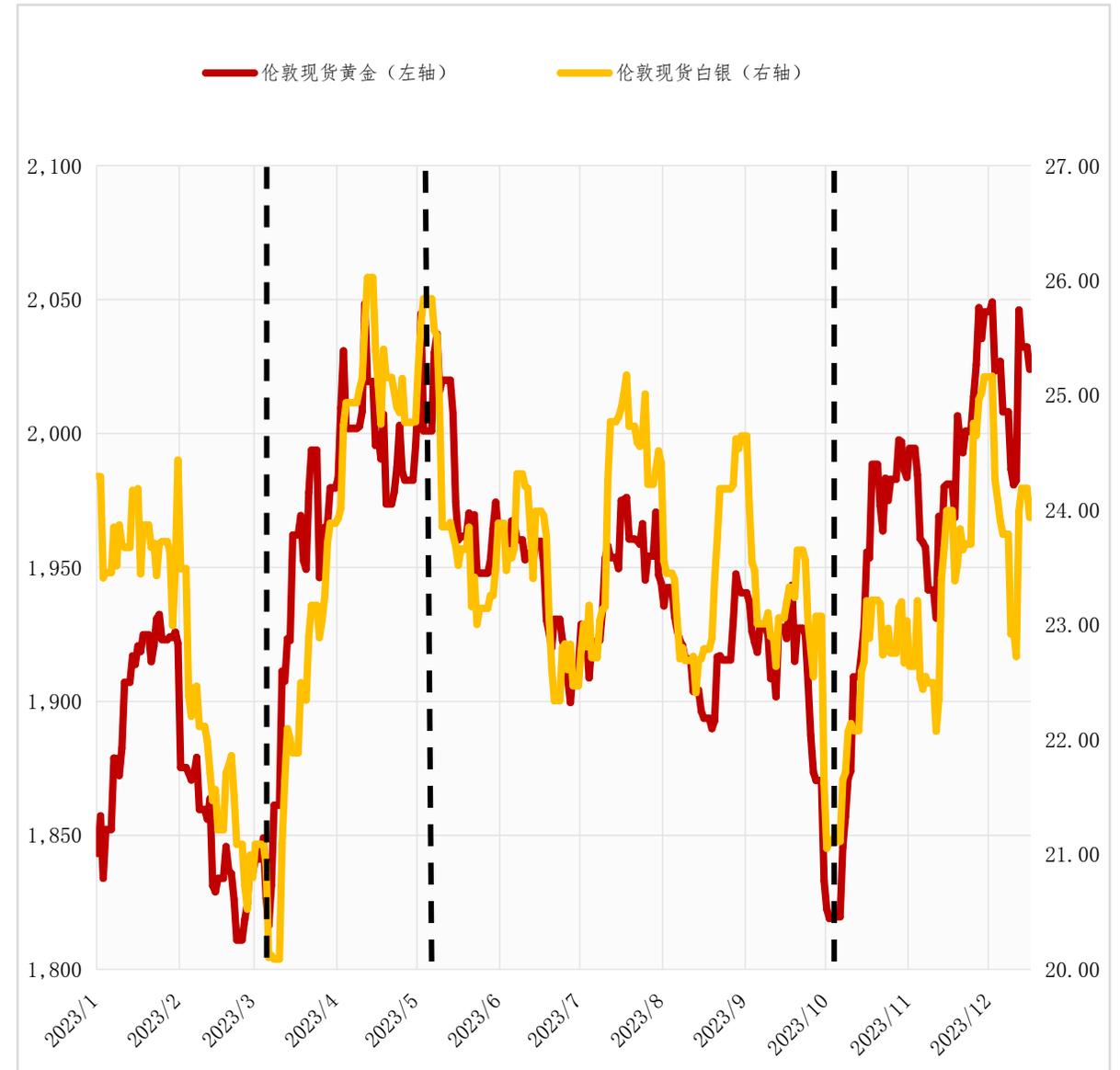
- 美债在2023年大体分为3个阶段。
- 从年初到3月末，主要是由于美联储继续加息导致美国国债价格下跌，而3月的银行业危机使得避险情绪高涨，美债价格回升。
- 从4月初到10月中旬，美债呈现持续下跌态势。主要原因是美国经济仍强、美联储加息预期不减以及巴以冲突带来的合力导致。
- 从10月底到年末，美债从低位回升，主要是美国通胀减弱，美联储态度转变引起的。





加息压制下金银仍波动式上涨

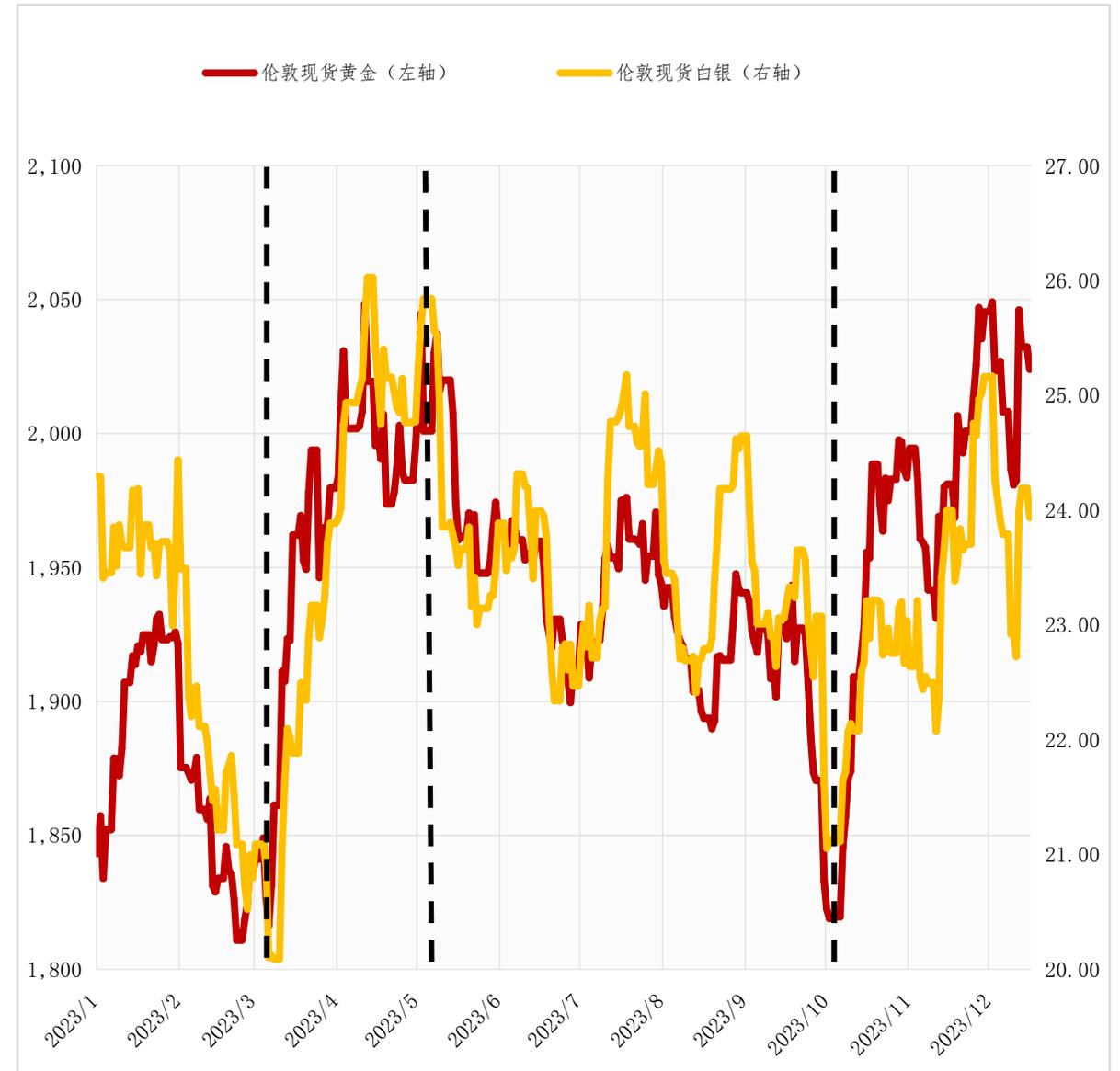
- 2023年贵金属金银走势较为复杂，大体可以分为四个阶段，总体呈现波动式上涨行情。
- 第一阶段，从年初到3月初，美国经济意外保持韧性，衰退预期被打破，金银在美联储持续加息下走弱。
- 第二阶段，从3月初到5月初，欧洲经济衰退风险上升，美联储加息预期下降，叠加硅谷银行破产带来的全球金融风险预期上升，金银大幅上涨。
- 第三阶段，从5月初到10月初，一方面银行破产风波并未扩大，另一方面美联储出乎市场预期的继续加息，金银不断走弱。

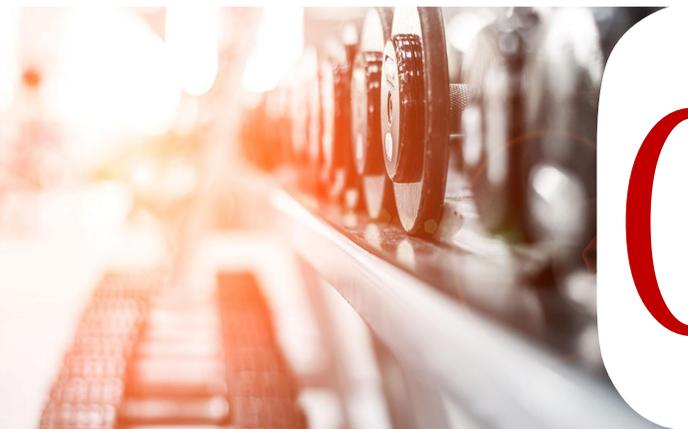




加息压制下金银仍波动式上涨

- 第四阶段，从10月初到年末，在10月巴以冲突加剧后金银价格随之大幅上升，巴以冲突热度减缓后美国通胀降低以及美联储降息预期继续推动金银价格上行。
- 今年在加息压制下黄金依然表现较强，2000美元/盎司从国际金的上方压力变为了下方支撑，表明后续黄金的走势依然偏强，但国内贵金属还要关注在中美金融周期共振后的人民币升值力度。





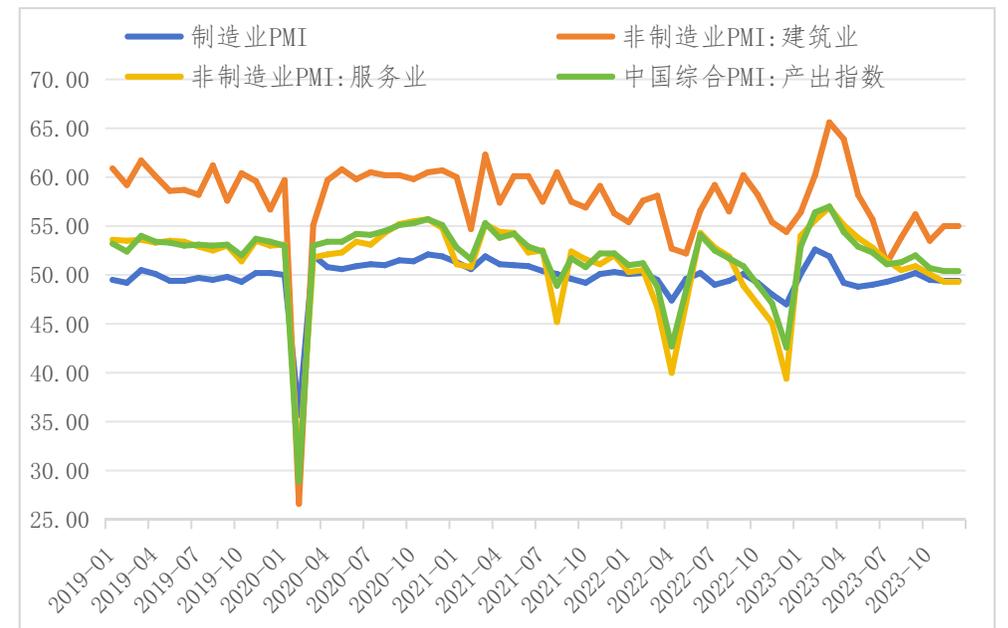
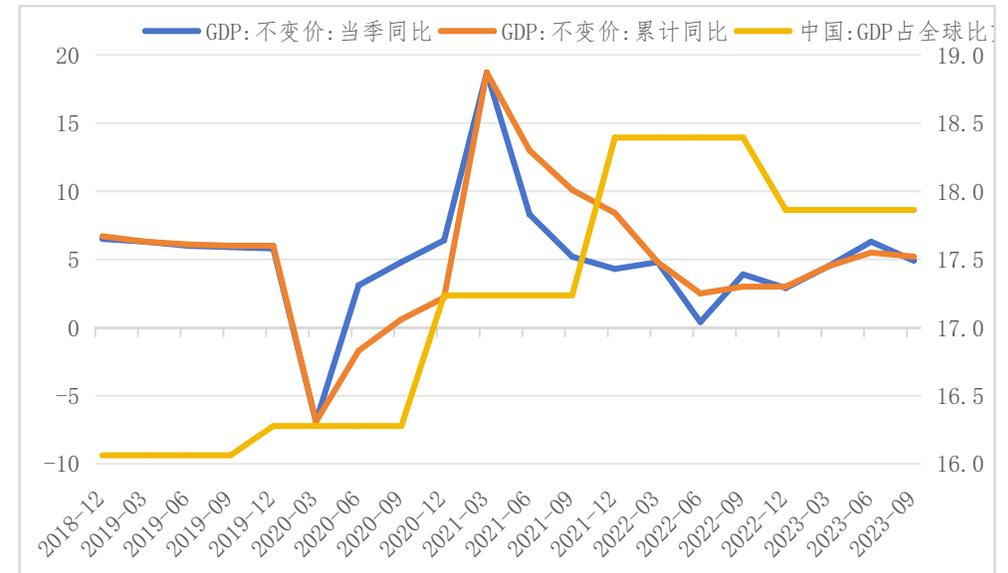
02

2023宏观经济基本面
——国内曲折复苏，美国继续加息



2.1.1 国内经济基本面——波折中复苏

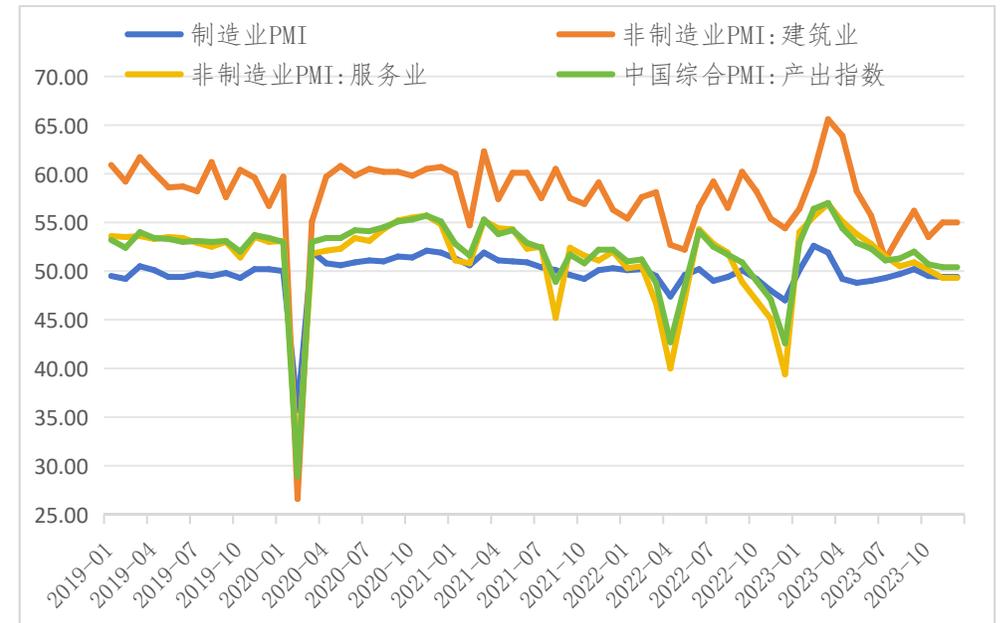
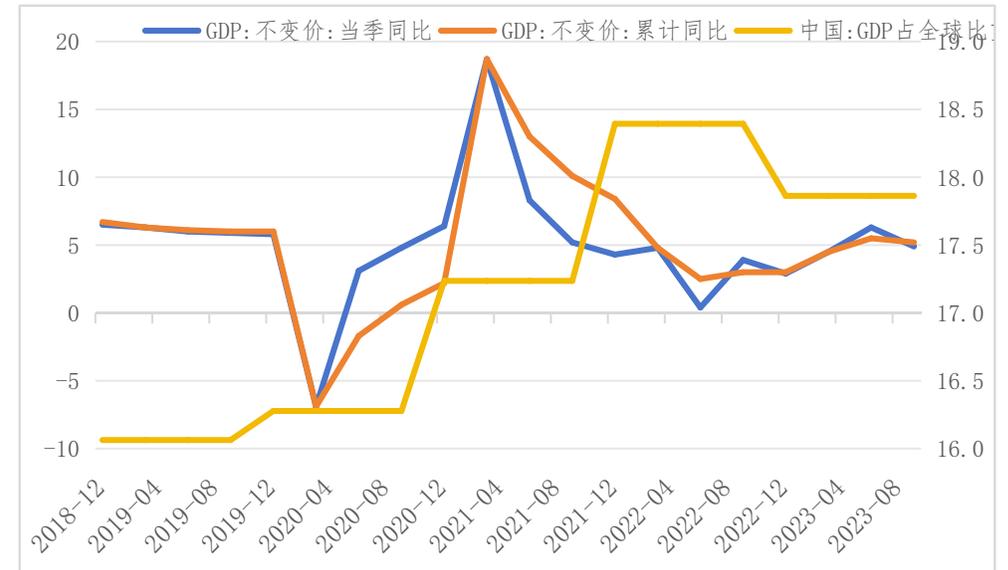
- 2023年整年国内经济基本保持波折性复苏，虽然疫情政策放开，但收到全球央行加息以及欧洲制造业衰退影响，以及疫情对于企业资产负债表的损伤，国内经济并没有如市场预期般迅速恢复，这也在一定程度上导致国内股市表现不佳。
- 从GDP走势看，GDP走势较为曲折。第一季度GDP增长4.5%，不及去年同期的4.8%，第二季度GDP在低基数效应下远超去年同期，达到了6.3%，但不及市场预期的8%左右。第三季度在基数较高（去年为3.9%）的情况下依然保持在4.9%，预计第四季度GDP在较低基数（去年为2.9%）下或略超GDP增长目标达到5.2%-5.5%。





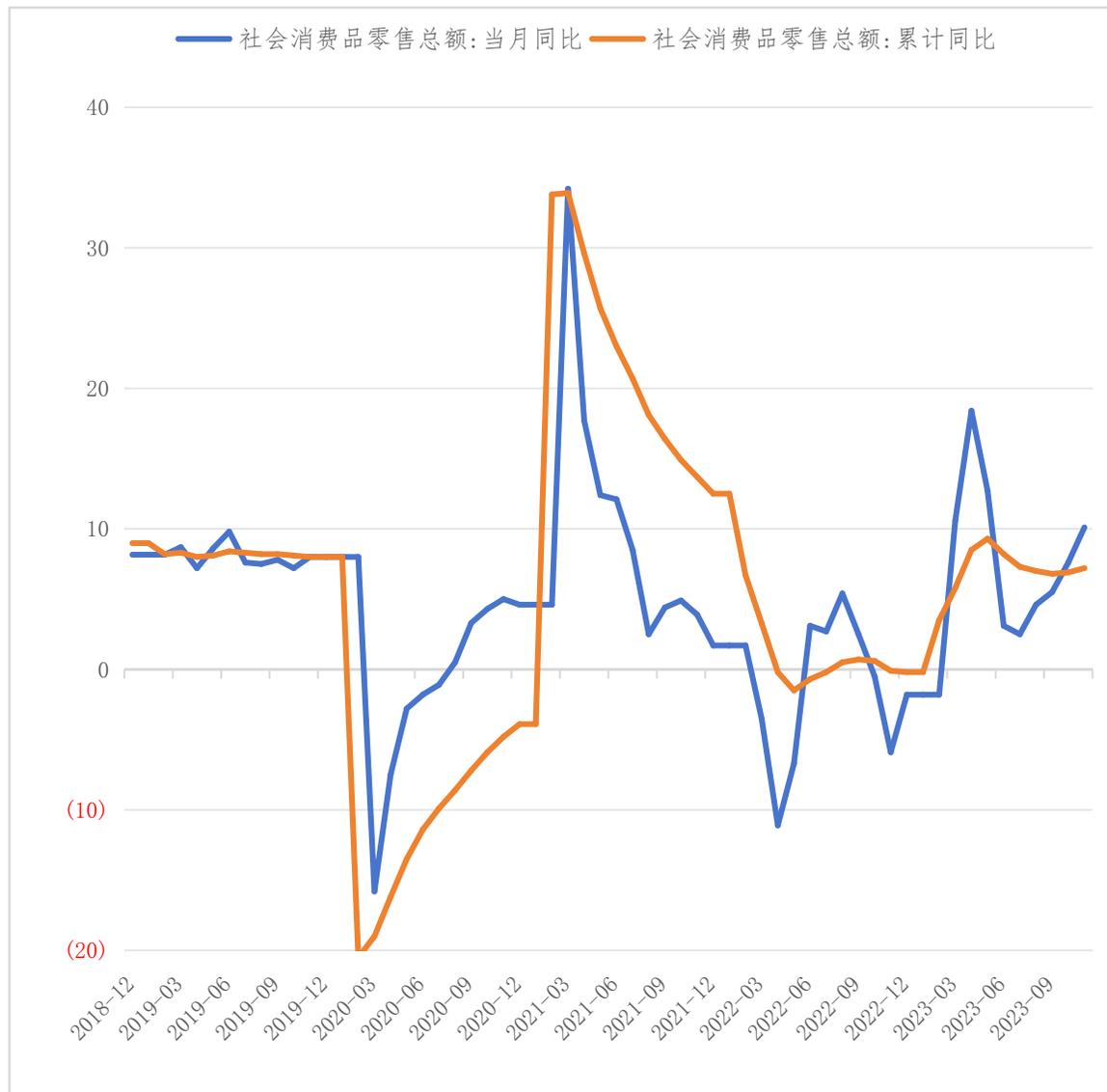
2.1.1 国内经济基本面——波折中复苏

- 而PMI指数也呈现先上升后回落然后企稳的态势，在2月份达到52，5月份回落至48.8，在9月份又回升至扩张区间50.2。服务业和综合PMI自年初达到高位（3月录得56.9）后持续回落（至11月回落至49.3），显示出经济动能仍然不足，也显示出经济恢复的复杂性。市场信心较弱，也带动股市下半年持续回落。
- 从年末政策表现看，明年发展依然是主线，年初在高基数以及欧美衰退影响下经济恢复较难，待主要央行开始降息后中外金融周期共振、政策持续发力下经济恢复有望，GDP和PMI或显示出先弱后强的趋势。





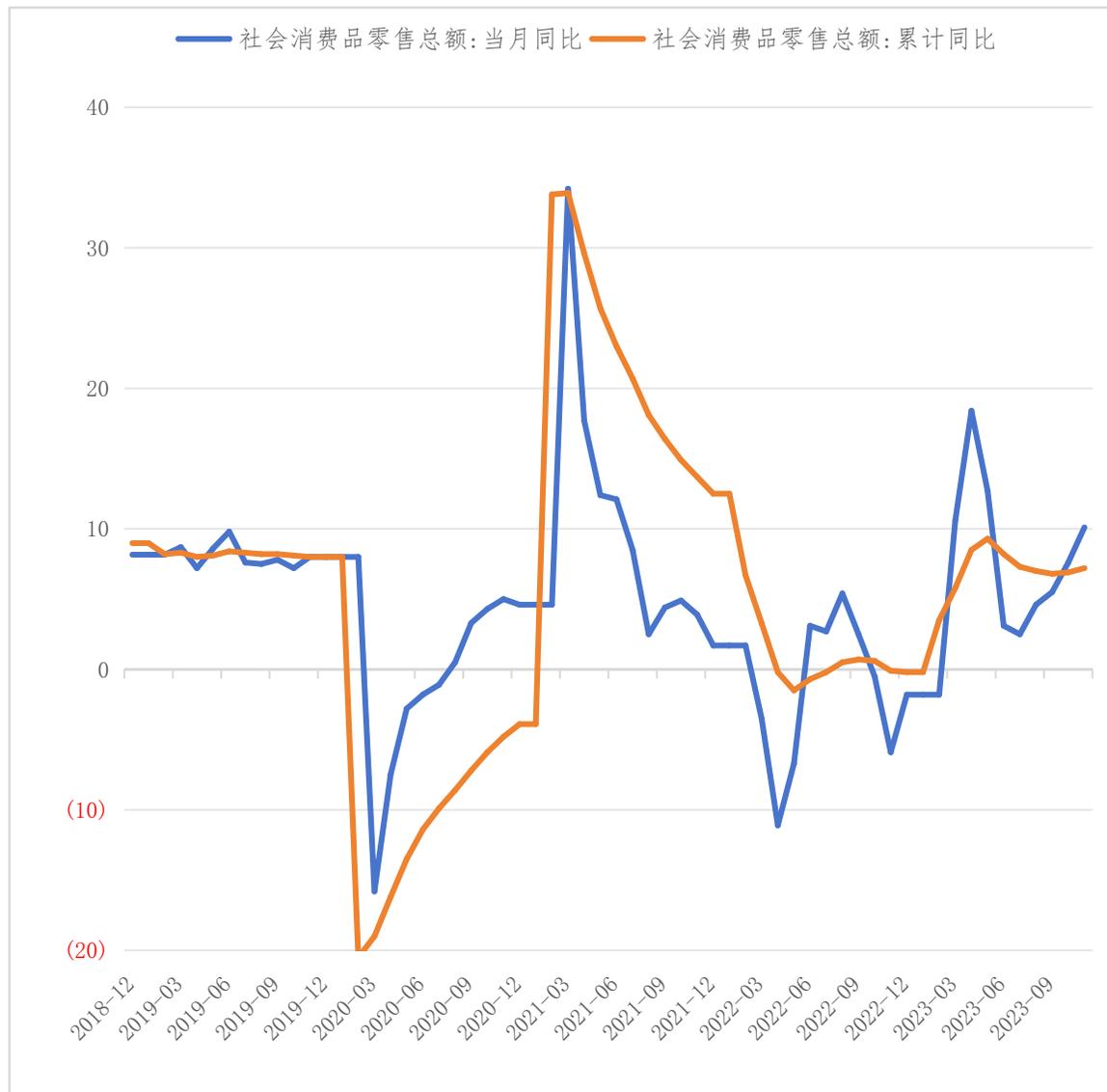
消费——内需有所恢复，但速度不及预期



- 从三驾马车的角度看今年经济增长，波动最大的无疑是消费。在年初疫情放开后消费恢复不及市场预期，虽在基数效应影响下在年初4月达到了18.4%的高位，但年中7月大幅回落至2.5%，表明实际需求恢复仍有不足，仅是在基数效应影响下的好转。
- 年末，在各种消费政策的扶持和刺激下居民收入逐渐好转，消费意愿有所增强，在11月份社会零售品总额在基数较高的情况下依然增长了10.1%。



消费——内需有所恢复，但速度不及预期

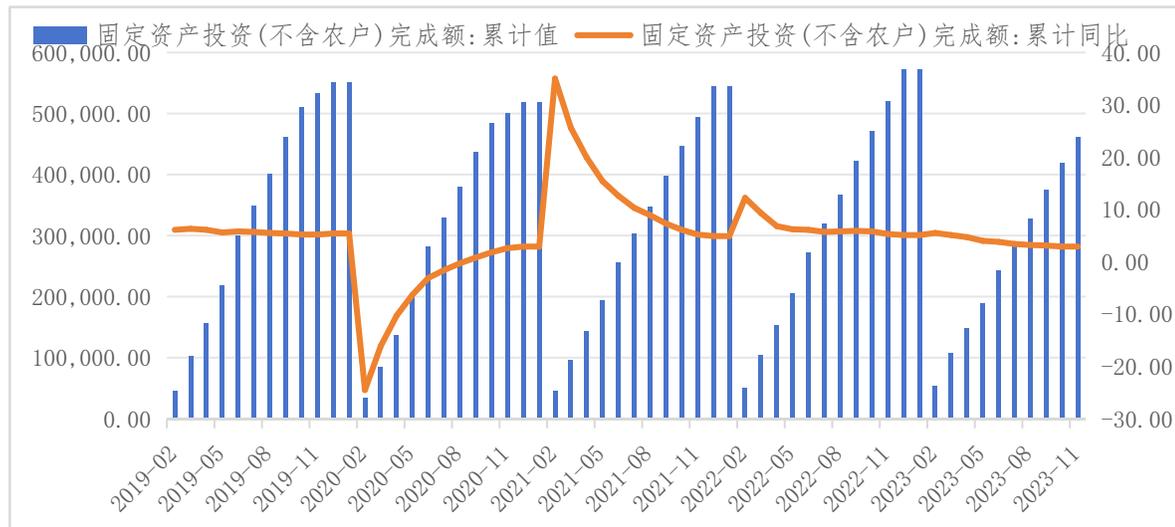


- 内需恢复不及预期，表明疫情对于居民资产负债表带来的损伤大于市场预期，叠加房地产处于下行周期，居民消费意愿与消费能力的双重损失导致市场信心薄弱，对于风险资产偏好性下降，也能解释股市在5月涨至3418的高点之后迅速回落。
- 后续随着各类宽松政策效应的逐渐显现以及居民信心的回升，实际需求或缓慢恢复，有助于明年股市等风险资产价格的回升。



投资——固定资产投资增长放缓，企业扩张意愿不足

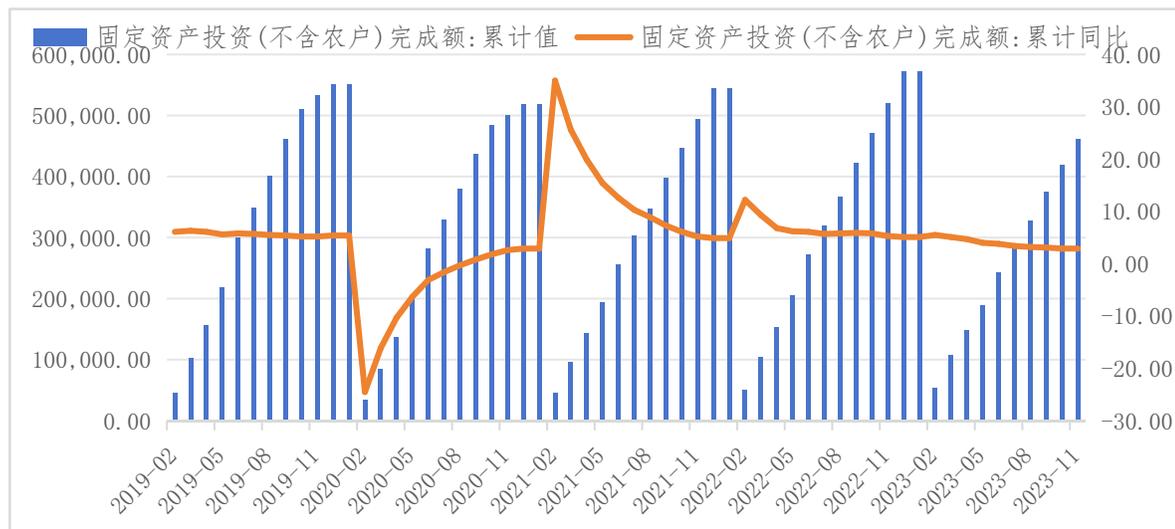
- 2023，固定投资总体不及去年，到11月固定资产累积同比仅录得2.9%，不及去年同期的5.3%以及今年年初的5.5%。一方面去年扩张的产能在今年实际需求不及预期的情况下导致了商品价格的下跌，今年企业的扩张意愿有限。另一方面房地产正式步入下行周期也使得投资受到较大拖累。
- 明年房地产下行周期或难改，固定资产投资增加主要还是依靠需求恢复下的企业扩张和三大工程等基建增长，在财政加码下基建或能带动固定投资。





投资——固定资产投资增长放缓，企业扩张意愿不足

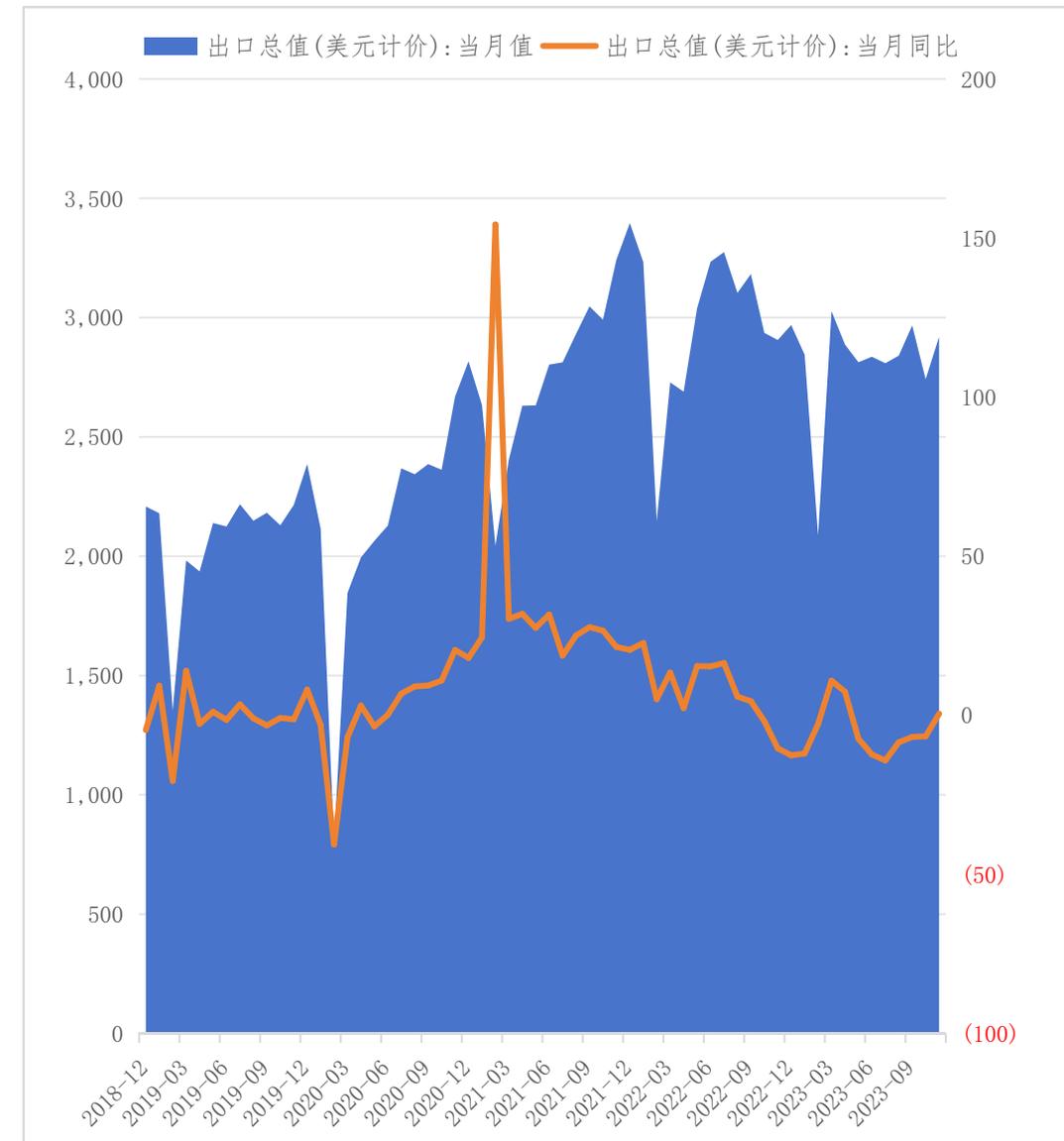
- 从基建投资来看，今年依然保持宽松的财政政策，在年末增发了一万亿国债，并将财政赤字率提高到了3.8%。但地方政府债务问题依然严重，政府财政投资受限，另一方面年末增发的万亿国债将有一半用于明年的预算，导致今年基建投资总体不及去年。
- 从房地产投资来看，今年房地产投资继续下行，11月房地产投资累计下降9.4%。中央去掉了“房住不炒”的表述，认为房地产市场目前处于供过于求的格局。虽然在年末进行了降低存量房贷利率、放松限制政策、“认房不认贷”等利好措施，但短期内依然没有拉动房地产需求，房地产行业处于下行周期的形势没有改变。股市上升拖累加大。





进出口——欧美持续加息，进出口先跌后涨

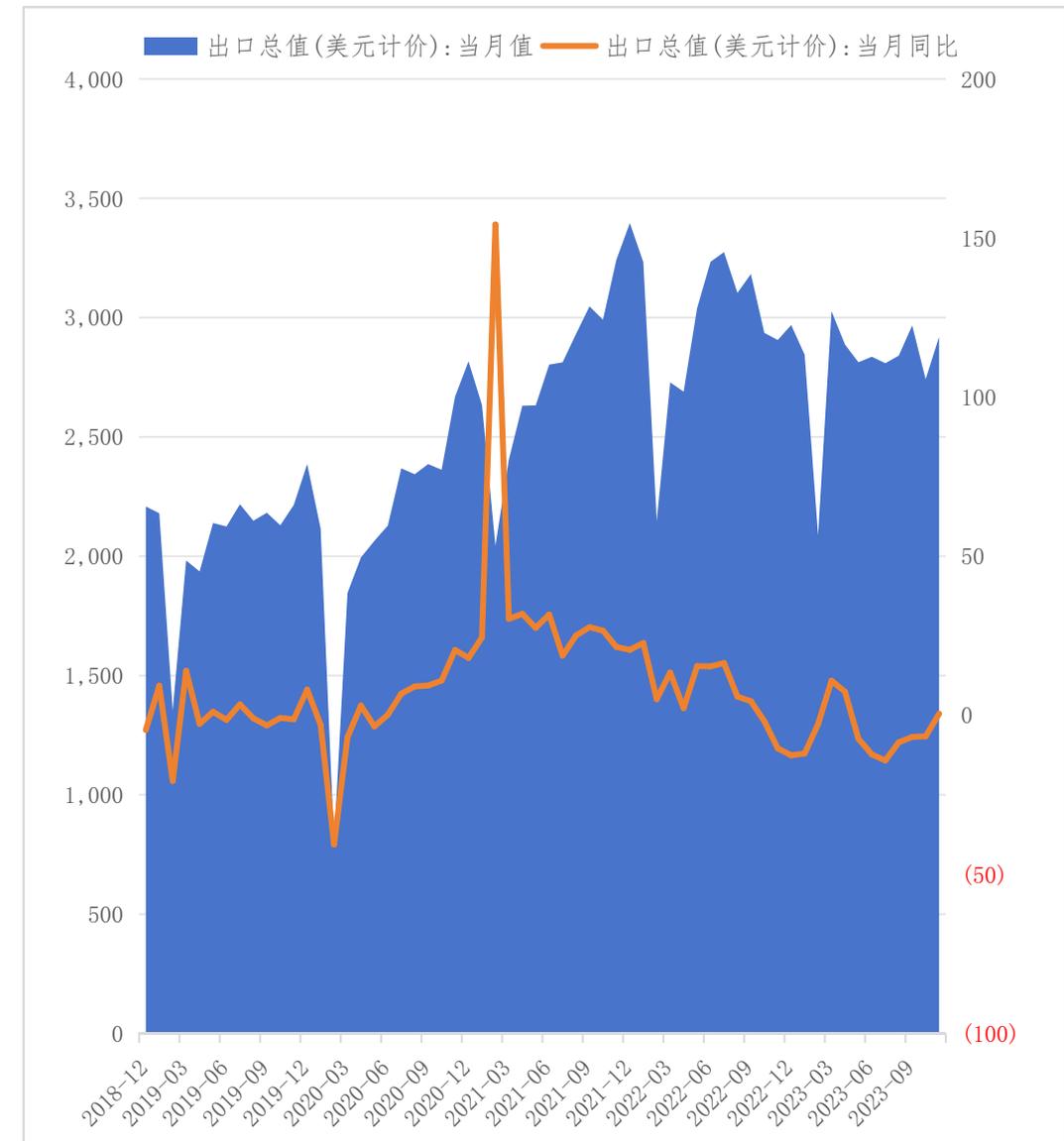
- 2023年，外需也呈现年初增长年中下降的趋势。
- 第一阶段，是年初因疫情积压的订单需求大量释放，使得出口数据同比有了较大增长，在3月出口总值同比增长了10.9%（以美元计价），为经济增长提供了大量动能。
- 第二阶段，随着欧美央行的持续加息，欧洲正式步入衰退，同时欧美不断加深与中国的“脱钩断链”，导致年中出口总值大幅转弱，6月出口同比下跌14.2%。





进出口——欧美持续加息，进出口先跌后涨

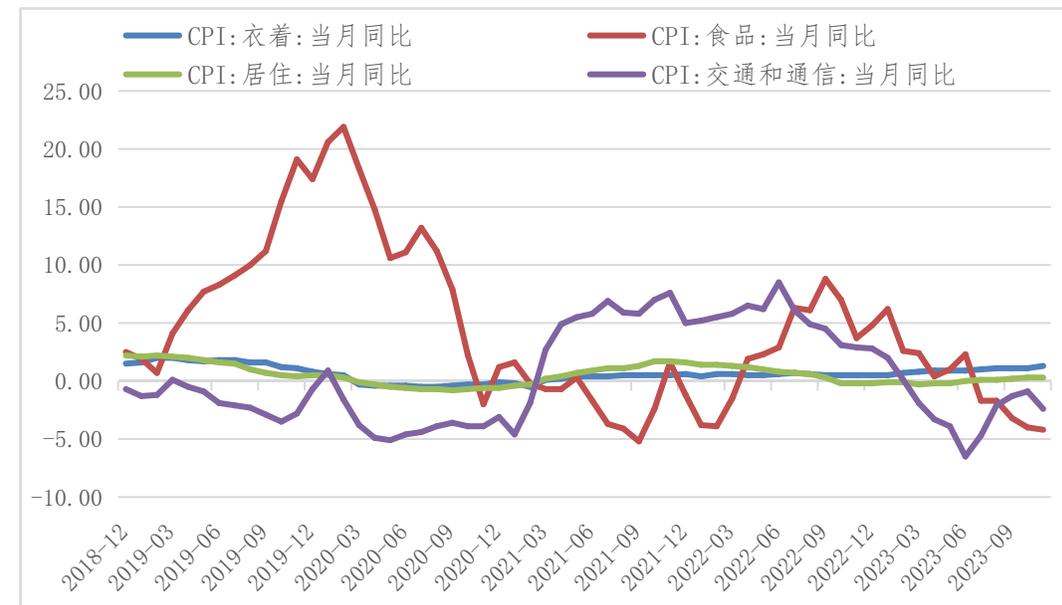
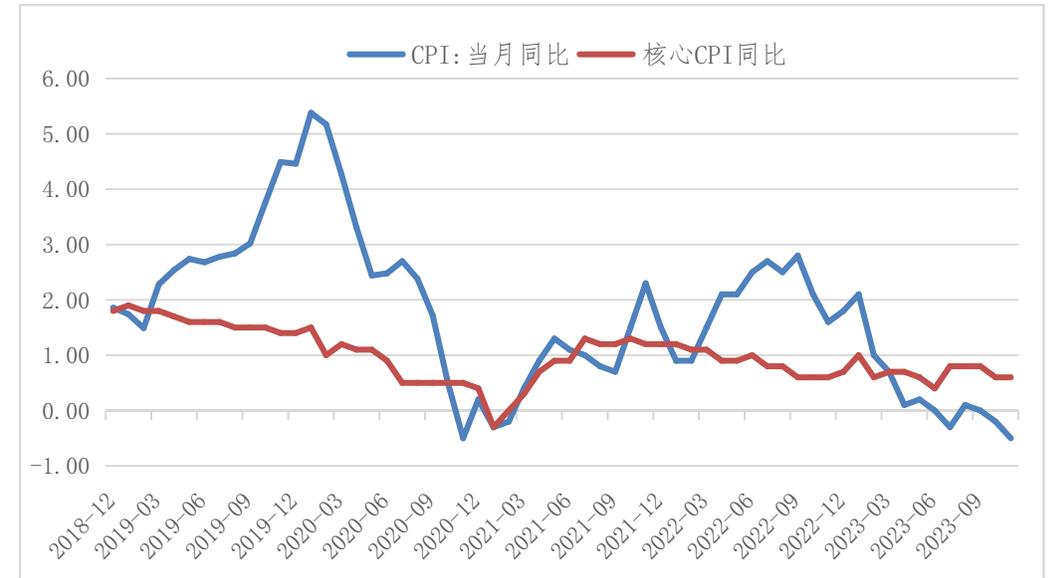
- 第三阶段，后半年中美关系有所好转，美国经济有转弱迹象，欧美通胀持续下降，加息之路已看到终点，出口量缓慢好转，在11月出口额已转正至0.5%，12月有望继续好转。
- 展望2024年，欧央行降息预期较低，明年上半年大概率继续衰退，而美国经济压力较大，对进出口的影响较大。明年进出口的恢复或主要依靠印度等新兴经济体的拉动。





通胀——食品价格拖累，物价小幅通缩

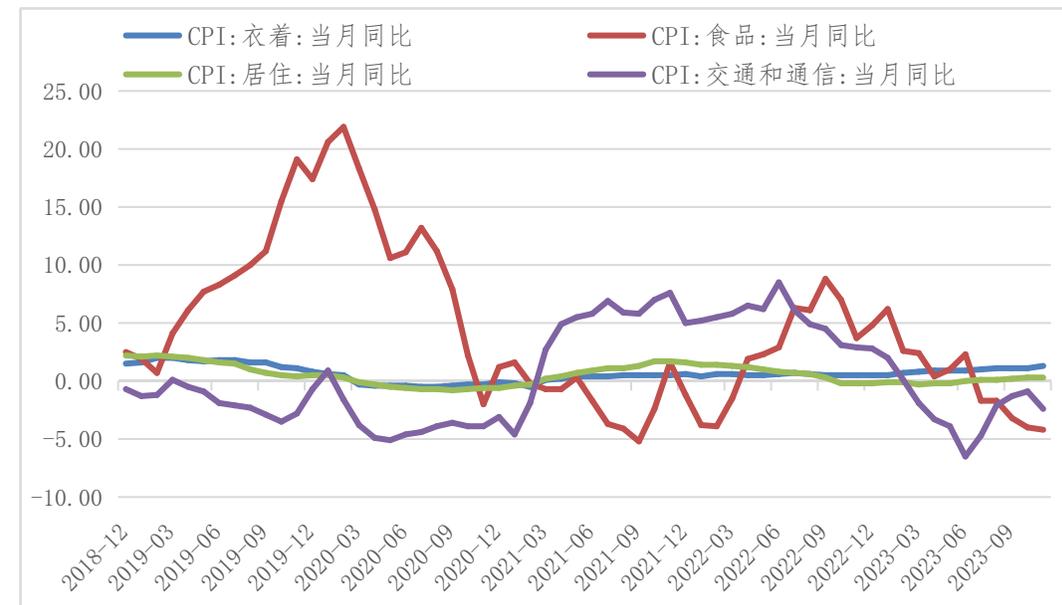
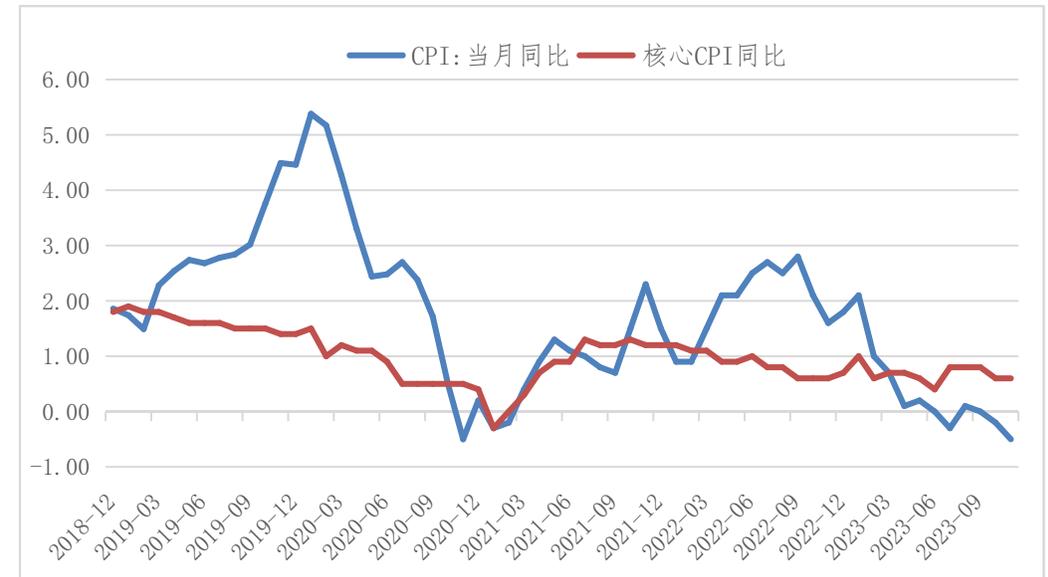
- 2023年通胀总体呈现下降趋势，主要是食品项的拖累，11月CPI同比下降0.5%，为全年降幅最大的一个月，同月不包含食品和能源的核心CPI同比依然上涨0.6%。
- 分项来看，食品项中拖累最大的是畜肉类，由1月份的同比上涨6.6%一路跌至11月的同比下降19.2%，生猪期货也是全年降幅最大的商品品种，其主要原因一是生猪产能过剩，而今年疫情后的需求不及预期，二是去年同期畜肉类价格同比增幅较高，基数效应下今年CPI降幅较大。





通胀——需求恢复下通缩有望缓解

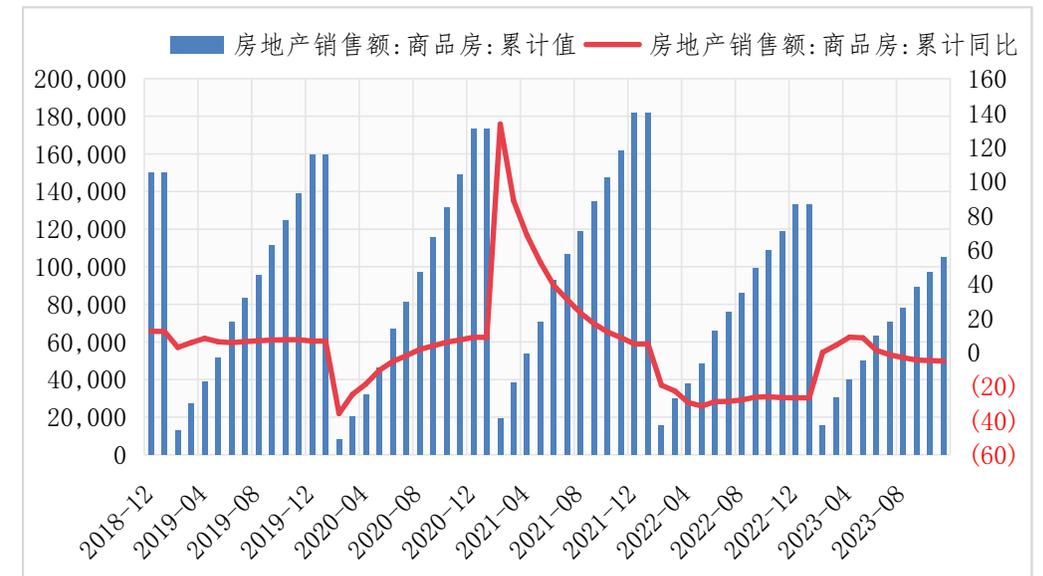
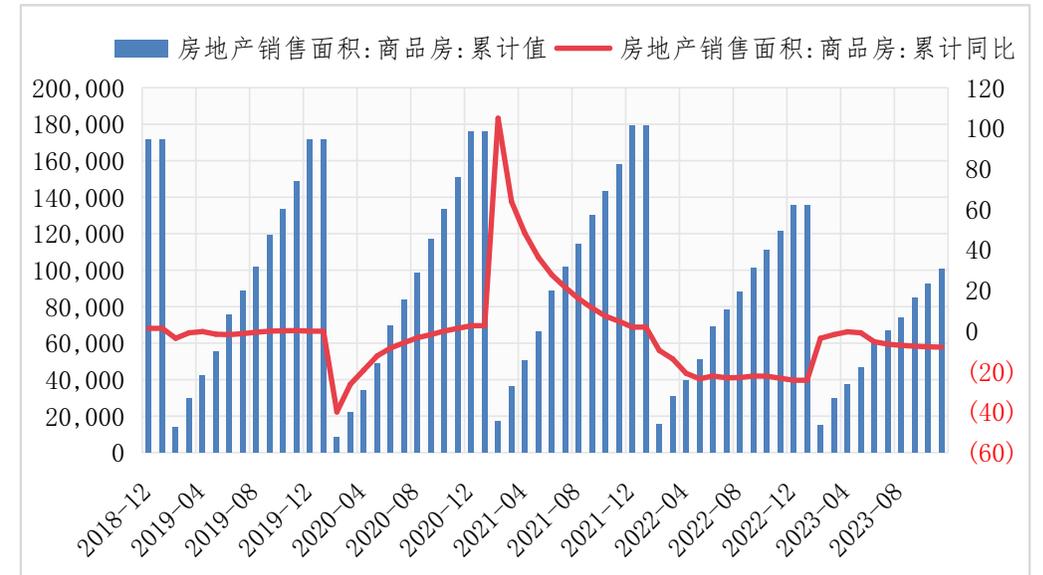
- 除食品项外，衣着、居住项的CPI依然处于同比上涨，11月衣着类同比上升1.3%，居住同比上升0.3%。交通通信则同比下降4.2%，其中最主要的拖累项是交通工具以及燃料，分别下降5%和2.9%。主要是由于政府对于汽车消费的刺激政策导致汽车价格降价促销以及全球石油价格的下降导致。
- 数据表明我国的需求其实处在缓慢恢复中，暂时的通缩只是在食品超供给、世界范围内的原油价格下跌、需求恢复不及预期导致的。展望明年，央行将通胀水平加入货币政策考虑范畴，且蓄肉类价格下跌空间有限叠加内需恢复有望，物价水平在明年有望温和回升，尤其是全球央行降息后有助于全球流动性的提升，有助于物价恢复，阶段性通缩有望结束。





房地产——需求继续下降，价格降幅收窄

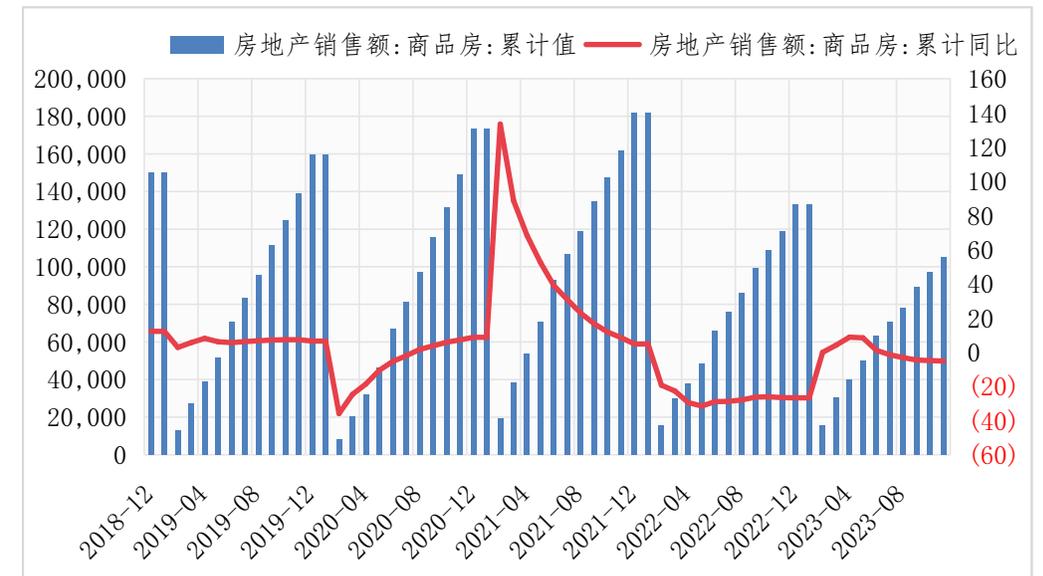
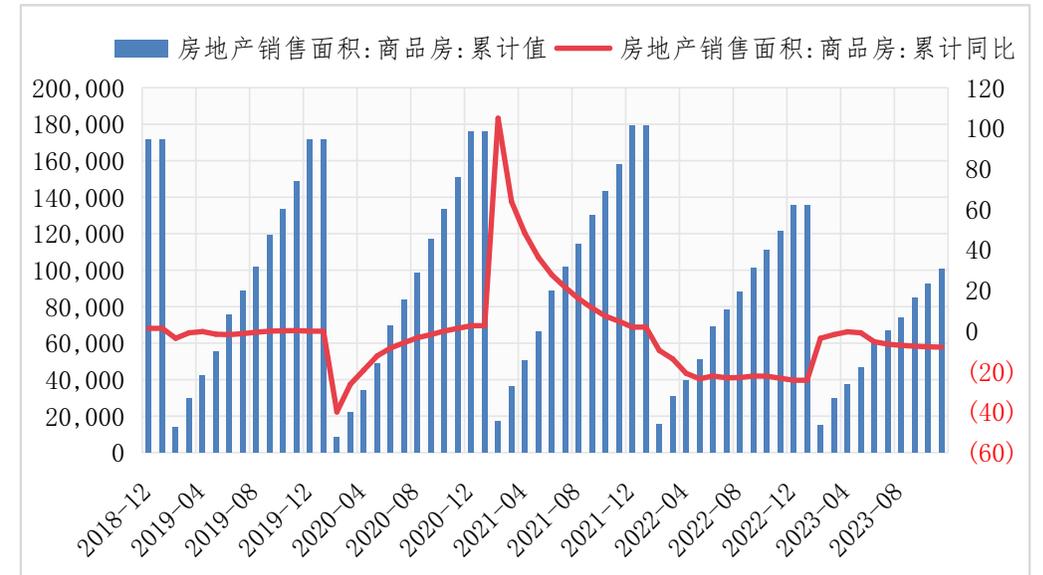
- 近两年房地产需求明显下降，房地产行业总体处于下行周期。
- 但在中央超预期去掉“房住不炒”表述后，今年3、4月份房地产销售较去年同期有了明显回升，4月累计销售面积同比仅降低0.4%，销售额却同比增加了8.8%，房价出现企稳迹象，支撑了股市上涨。
- 但在5月后房地产销售面积及销售额急转直下，截止至11月，房地产销售面积累计同比下降8%，销售额累计下降5.2%，对股市产生压制。





房地产——需求继续下降，价格降幅收窄

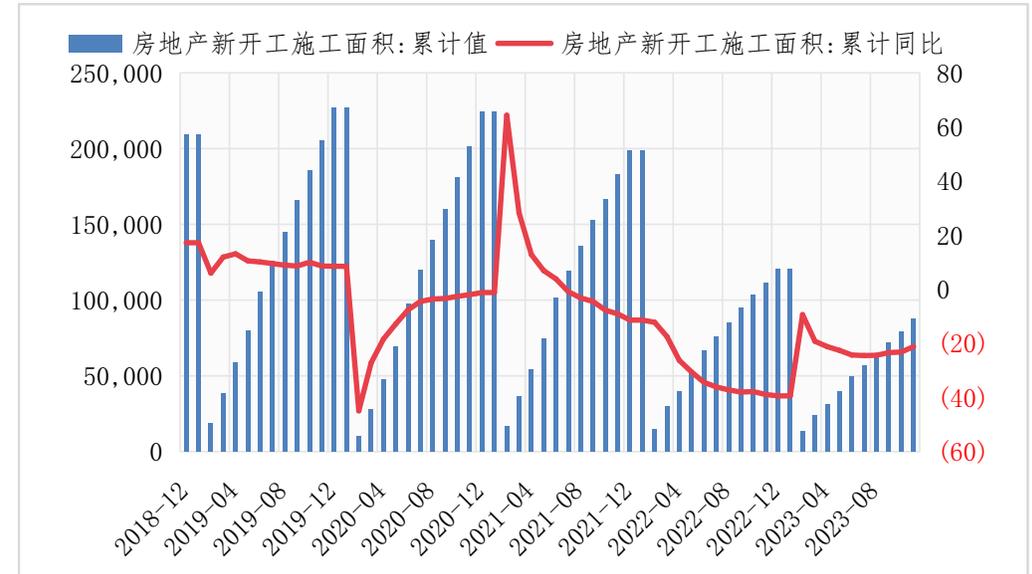
- 总体来看，房地产需求继续收缩，但程度比去年要轻，销售价格降幅也较小（2022年末商品房销售面积累计同比下降24.3%，而销售额累计同比下降26.7%）。展望明年房地产需求依然处于下降趋势，但降幅或进一步收窄，在中央“先立后破”的基调上对房企的融资扶持力度会加大，房地产发生风险的可能性较低。





房地产——竣工端继续增长，新开工不足

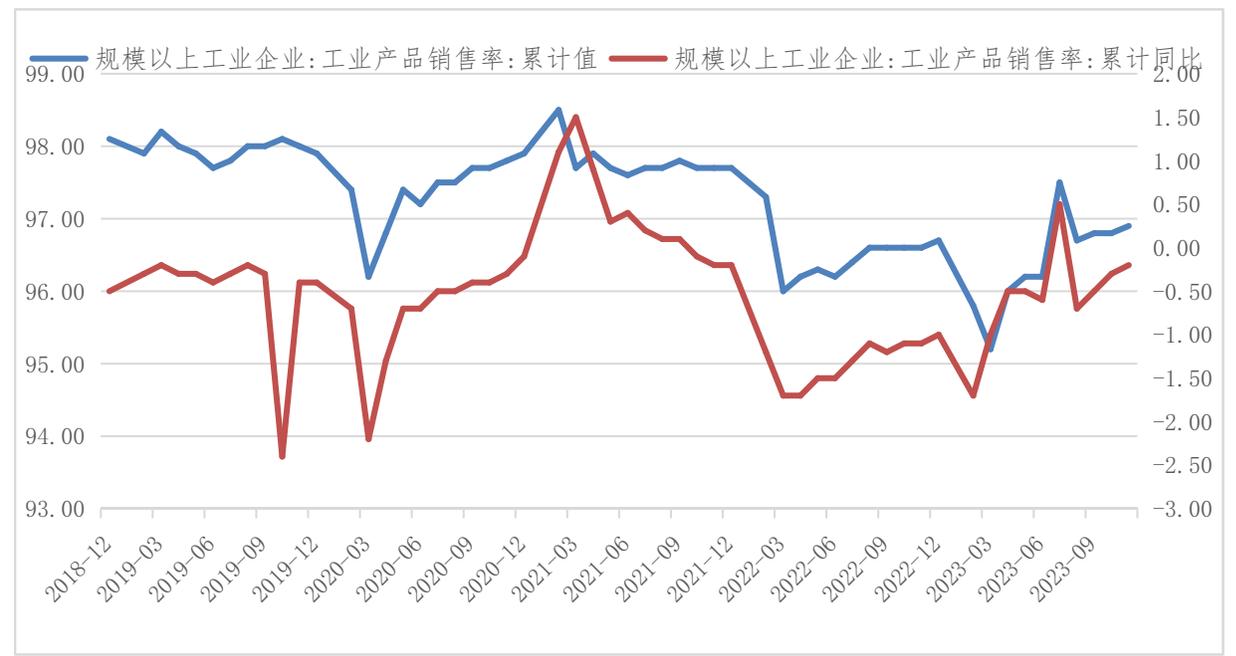
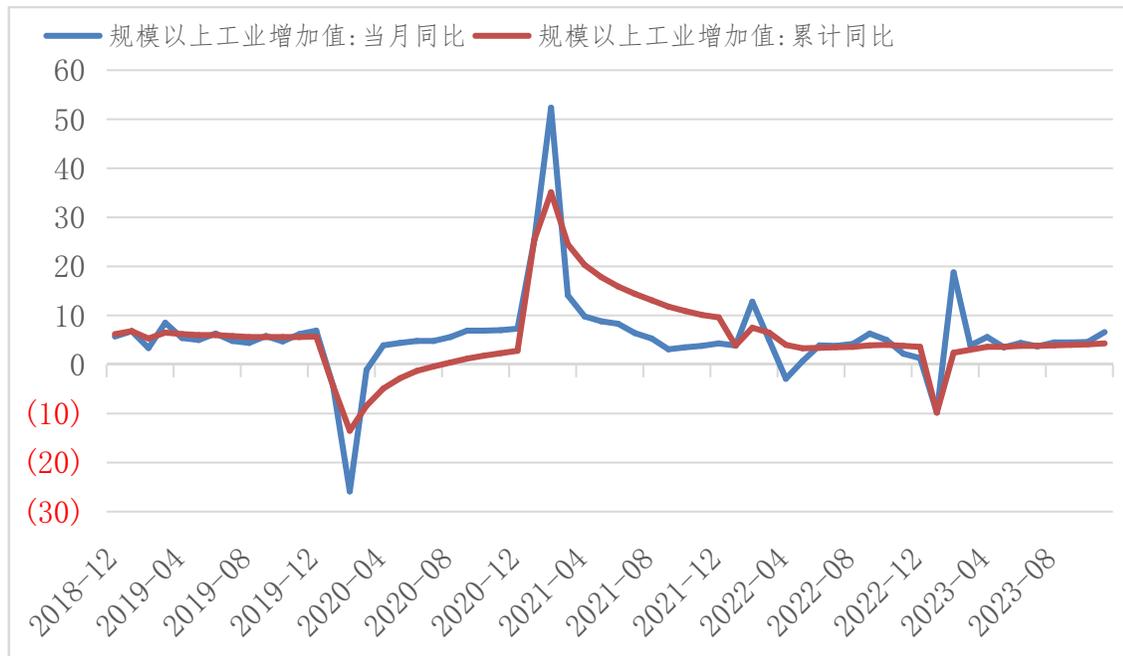
- 房地产供给层面对大宗商品影响较大，近两年房屋新开工面积以及施工面积大幅下降，今年房地产供给侧表现依然薄弱。截止至11月份，房地产新开工面积累计下降21.2%，施工面积累计下降7.2%，也使得今年房地产链条上的螺纹钢等表现相对较弱。
- 而在保交楼等一系列政府措施下，房地产竣工端表现较好，全年竣工面积稳步提升，截止至11月房地产竣工面积累计增长17.9%。因此今年房地产竣工端商品如纯碱、玻璃等表现较强。
- 展望2024年，房地产长期供过于求的格局很难改变，明年地产供给端需求端或依然较弱，相关性较强的商品如螺纹钢等长期基本面较弱，对财政支出和基建投资依赖度较强。





工业——汽车工业表现较好，增加值降幅收窄

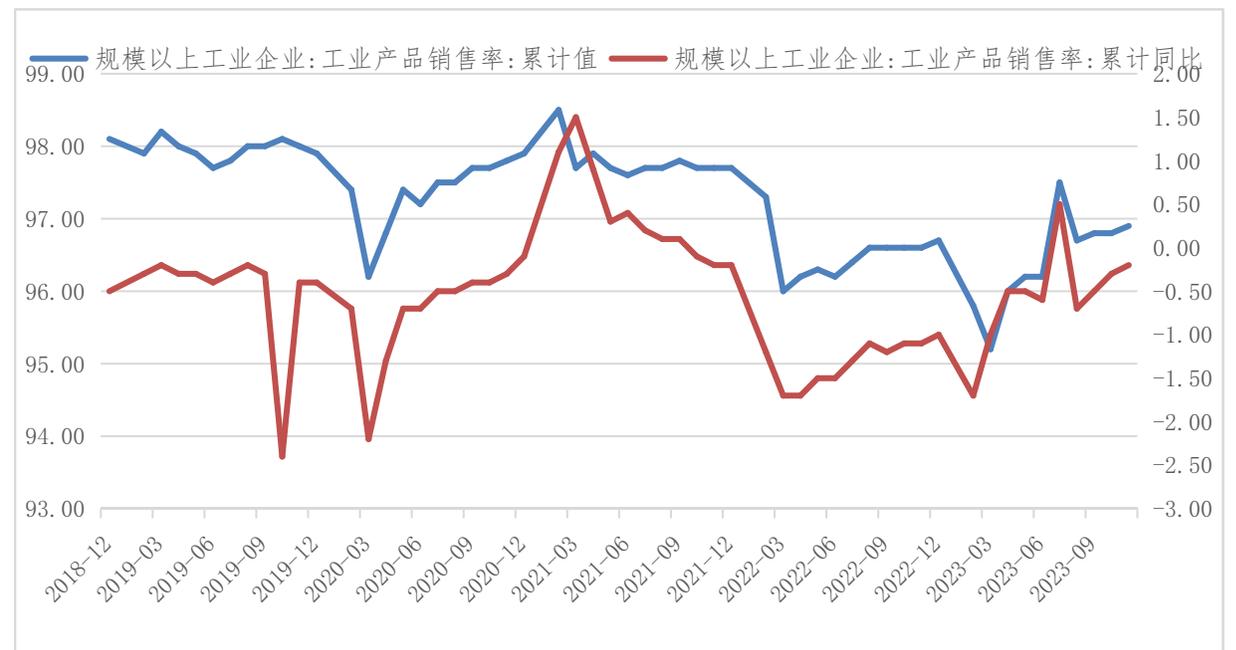
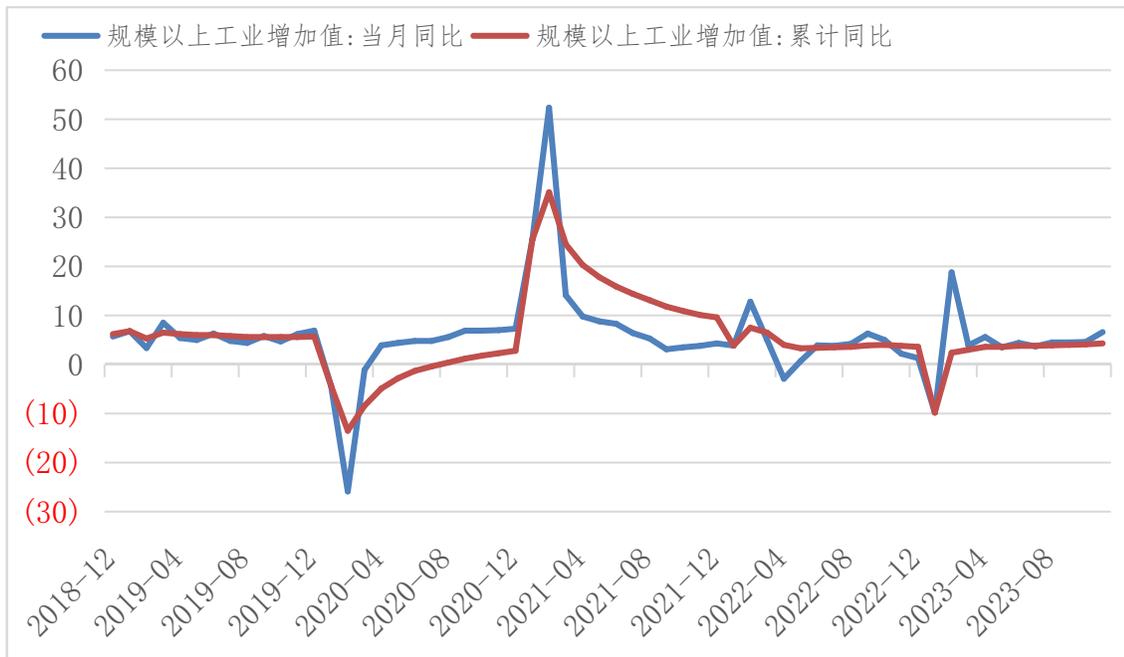
- 2023年，工业增加值累计同比从年初的下降9.79%，平稳上升至11月的同比增长4.3%，
- 其中粗钢、钢材的产量逐月下降，粗钢产量从1月的9500余万吨，降低到11月的7600余万吨，钢材、水泥等建材产量也逐月降低。但同比来看疫情后钢材产量依然有所增长，截止至11月，粗钢产量累计同比增加1.5%，钢材产量累计同比增加5.7%。





工业——汽车工业表现较好，增加值降幅收窄

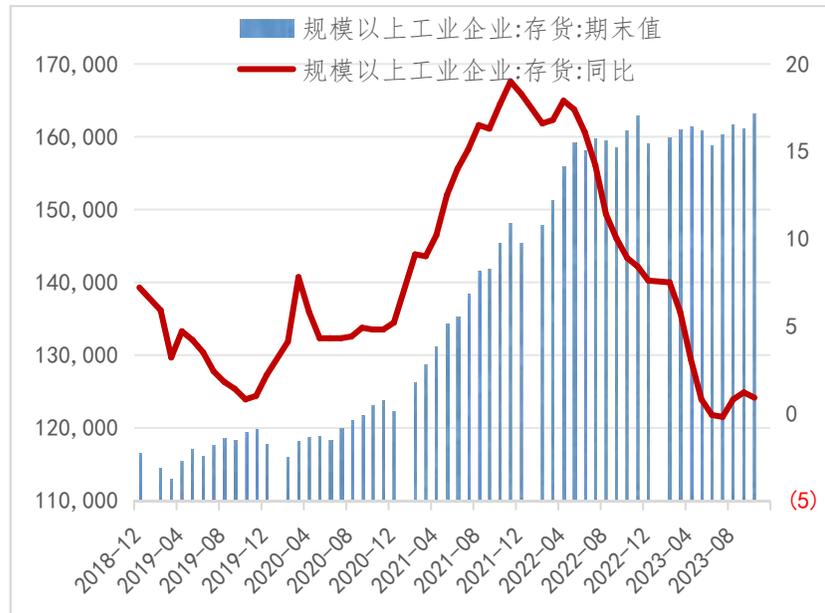
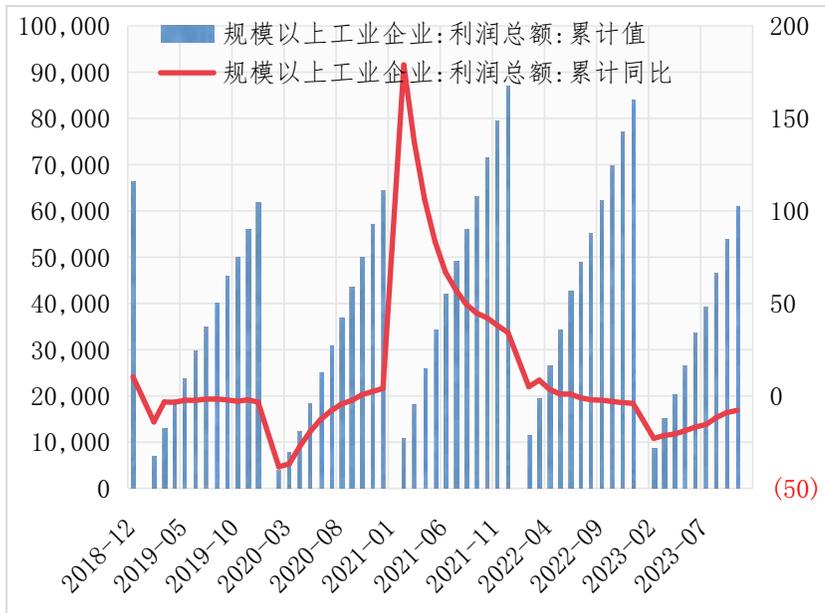
- 从产销率看，今年产销率总体不如去年，但在持续回升，2月产销率95.8，累计同比降低1.7，到11月产销率回升至96.9，累计降幅收窄至0.2。
- 一定程度反映了今年钢材需求虽不及预期，但依然比去年要好，因此随着经济的逐渐回暖以及政府财政的发力，明年的需求有望增长，带动工业品价格的回升。





工业——利润不断恢复，库存周期转变

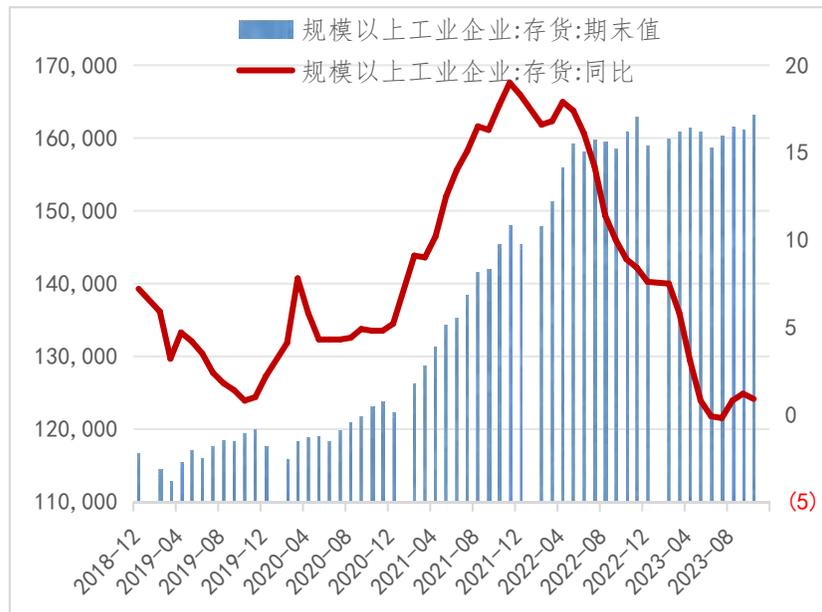
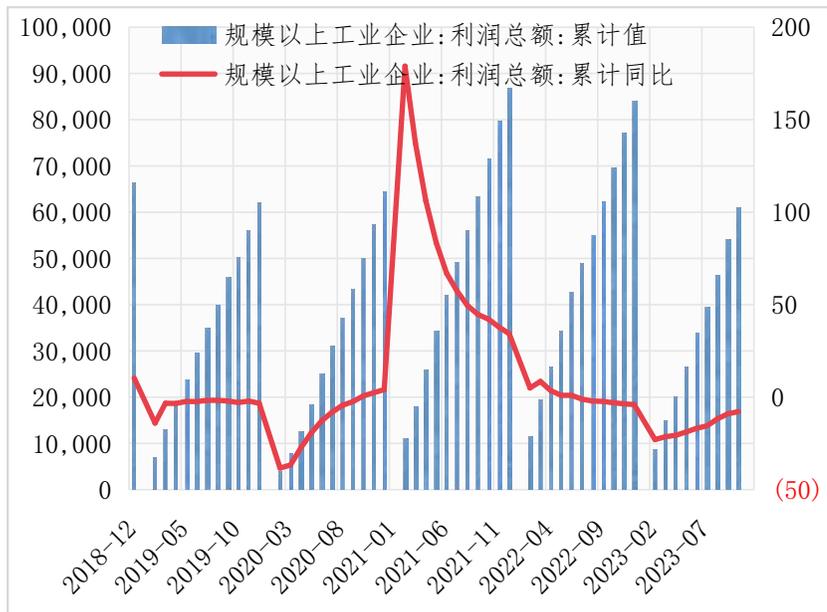
- 2023年，在内外需均不及预期，且全球通胀较强，输入性原材料价格高企的情况下，规上工业企业的利润不如去年同期，但在6月以后国内大宗商品价格上涨行情下，工业企业利润有所回升。
- 年初2月份规上工业企业利润累计同比下降22.9%，截止至11月份，同比降幅收窄至4.4%。在年初至6月左右，工业企业存货相较于去年同期处于高位，但需求不及预期，企业开始主动去库，大宗商品价格不断回落，到6月开始，企业存货逐渐转为升高，库存周期由主动去库转为主动补库，大宗商品指数也在6月开始上升，但总体来看物价水平依然偏低。





工业——利润与增加值的分化有望收窄

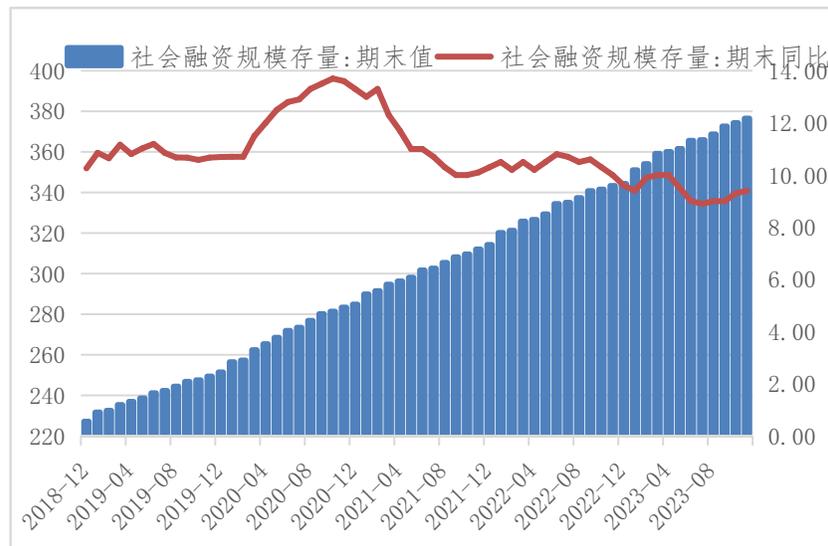
- 工业企业增加值是生产的商品价值，以实际价值计算，而工业企业利润相当于销售商品价值，以名义价格计算。因此，规上工业利润与增加值出现分化，一是因为产销率有所降低，二表明工业品价格降低。其中产销率降低幅度较小，因此PPI的持续下降是引发工业利润与增加值分化的主因。
- 展望明年，供给侧改革和物价水平回升均是经济发展的主要方向，随着需求的逐渐回暖以及政策发力，物价有望缓慢回升，工业企业增加值与工业企业利润分化程度将收窄。





货币——供应继续增长，但信用仍偏紧

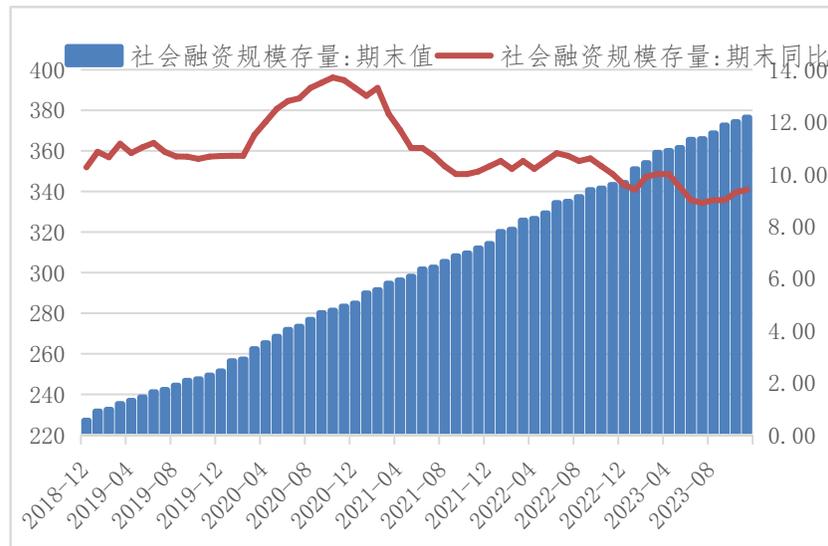
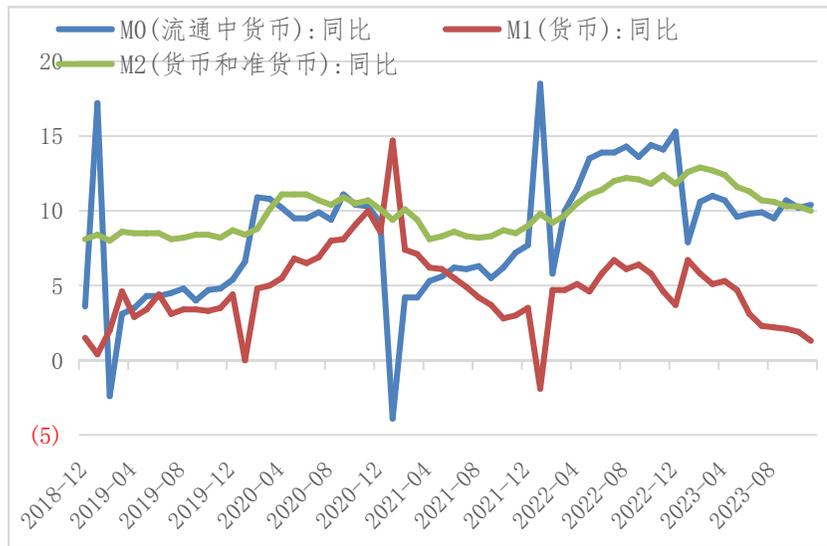
- 2023全年，在宏观流动性方面，整体处于宽货币、紧信用的状态。虽然货币供应继续增长，但通胀水平下降，表明货币的增长并未流入实体经济以推动物价上涨，货币政策的有效性下降，未来经济恢复对财政政策的依赖度上升。
- 从货币视角来看，宽货币下，银行间保持着充足的流动性，但涨幅不及预期。M1、M2增幅逐月收窄，1月M1同比增长6.7%，11月增幅则收窄至1.3%，M2在1月同比增长12.6%，到11月仅同比增长10%。同时，M1、M2剪刀差在走阔，表明企业扩张意愿不足，这种情况下单独的货币政策效力有限，财政政策的重要性提升。





货币——供应继续增长，但信用仍偏紧

- 从信用视角来看，全年社融存量增速呈现年初高企，年中回落，年末又缓慢增长的局势。年初社融存量同比增幅最高达23.86%，到7月增幅收窄至1.34%，在11月增幅又恢复至9.58%。而分项来看，社融的恢复主要是由政府债务带动，企业债务及居民贷款占比较低，反映今年民间信用依然偏紧，也是股市表现较弱的原因。相对的，国债表现则相对较好。
- 展望2024年，财政支撑力度加大是确定性的利好，加上政府对民营企业的支持力度增加，有望从政府宽信用开始，慢慢过渡到企业宽信用，最终到居民宽信用，但应当是个较长的过程，经济和市场信心恢复需要时间。

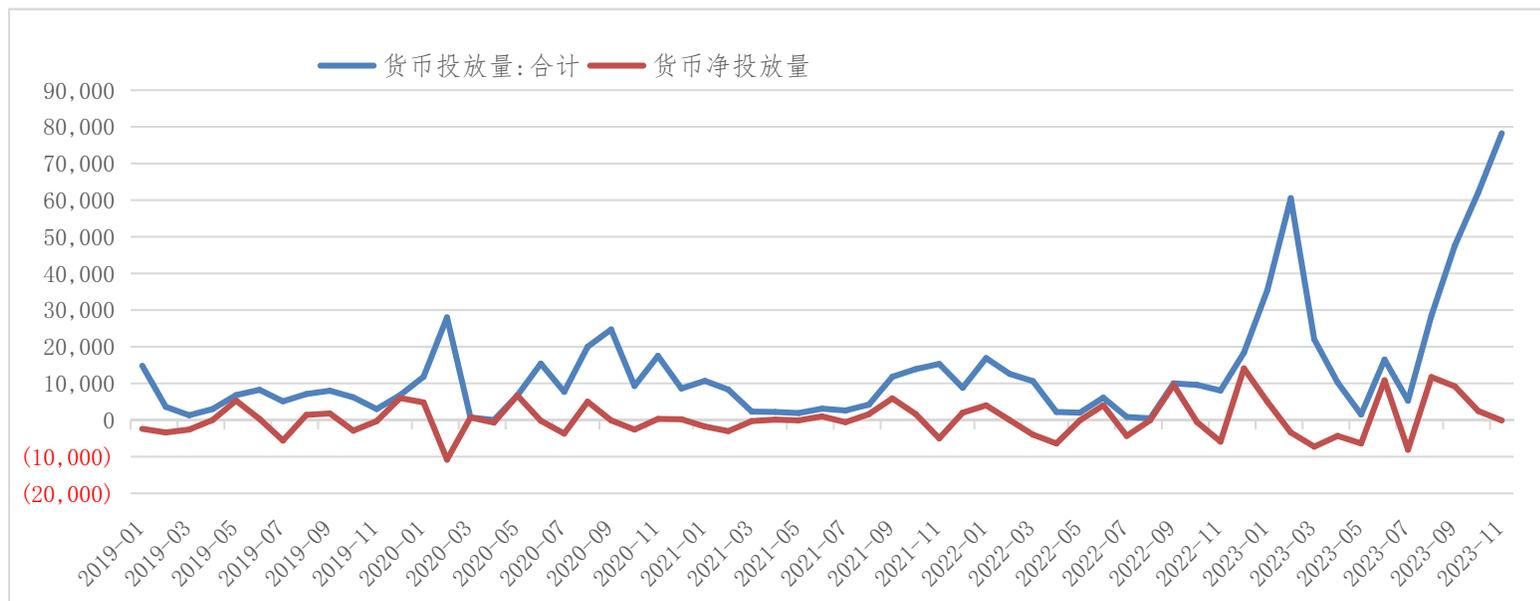




货币——国内政策继续宽松

- 2023全年，央行保持宽松的货币政策，在年内两次降息降准，并通过公开市场操作向市场释放了大量流动性，带动国债价格上升。
- 全年货币投放量速度在年中开始加速，而净投放量在8月超1.17万亿，为全年最高，带动了社融在8月后的逐渐恢复，而之后的净投放量逐渐下降，体现了货币政策精准有效的总基调。也带动国债期货价格在8月达到年中高点后高位震荡，在年末才恢复上涨。

时间	货币政策	幅度
2023.06	第一次降息	一年期LPR降低5个基点 五年期LPR降低15个基点
2023.08	第二次降息	一年期LPR降低10个基点 五年期LPR未变
2023.03	第一次降准	0.25个百分点
2023.09	第二次降准	0.25个百分点





货币--美联储意外继续加息

- 2023年，美联储意外继续维持加息步伐，在年内进行了4次加息，态度一直偏鹰。压制了贵金属的表现，也带动人民币持续贬值，离岸人民币汇率最高超7.3，使得人民币资产收益相对降低，外资有离场趋势。

时间	货币政策	幅度
2023.02	第一次加息	加息25个基点 上调至4.5%-4.75%
2023.03	第二次加息	加息25个基点 上调至4.75%-5%
2023.05	第三次加息	加息25个基点 上调至5%-5.25%
2023.06	第一次暂停加息	保持在5%-5.25%
2023.07	第四次加息	加息25个基点 上调至5.25%-5.5%
2023.09	第二次暂停加息	保持在5.25%-5.5%，表明仍会加息
2023.11	第三次暂停加息	保持在5.25%-5.5%
2023.12	第四次暂停加息	保持在5.25%-5.5%，表明将降息



货币--劳动力降温使美联储降息预期上升

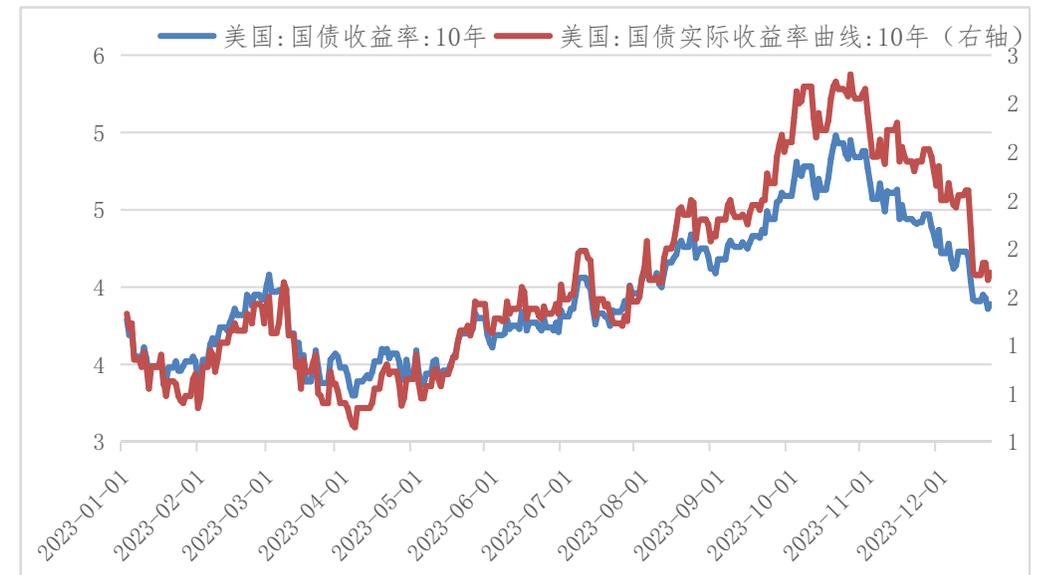
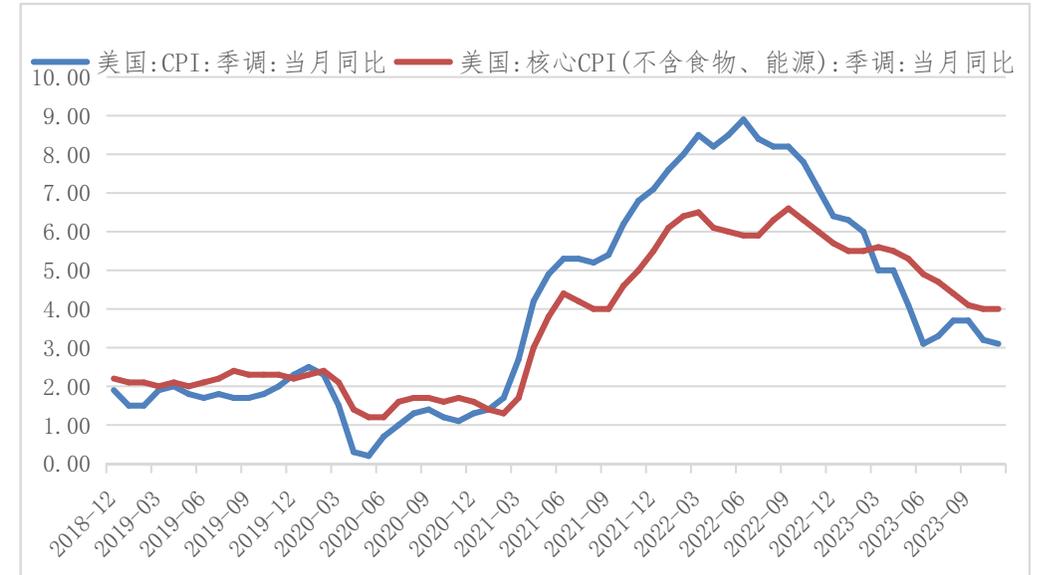
- 10月美国劳动力市场出现降温迹象，通胀也在持续降低，美联储态度转鸽，12月议息会议点阵图表示明年或降息三次，带动贵金属上涨。也使得人民币止跌回涨。
- 展望明年，中美有望进入金融周期的共振，双方均保持货币宽松的情况下汇率取决于经济的表现以及降息的幅度。而美国大概率经济放缓、且降息幅度大于中国，人民币将相对进入上涨行情，人民币资产收益相对提高，有利于对外资的吸引。

时间	货币政策	幅度
2023.02	第一次加息	加息25个基点 上调至4.5%-4.75%
2023.03	第二次加息	加息25个基点 上调至4.75%-5%
2023.05	第三次加息	加息25个基点 上调至5%-5.25%
2023.06	第一次暂停加息	保持在5%-5.25%
2023.07	第四次加息	加息25个基点 上调至5.25%-5.5%
2023.09	第二次暂停加息	保持在5.25%-5.5%，表明仍会加息
2023.11	第三次暂停加息	保持在5.25%-5.5%
2023.12	第四次暂停加息	保持在5.25%-5.5%，表明将降息



货币--美国国债收益率冲高回落

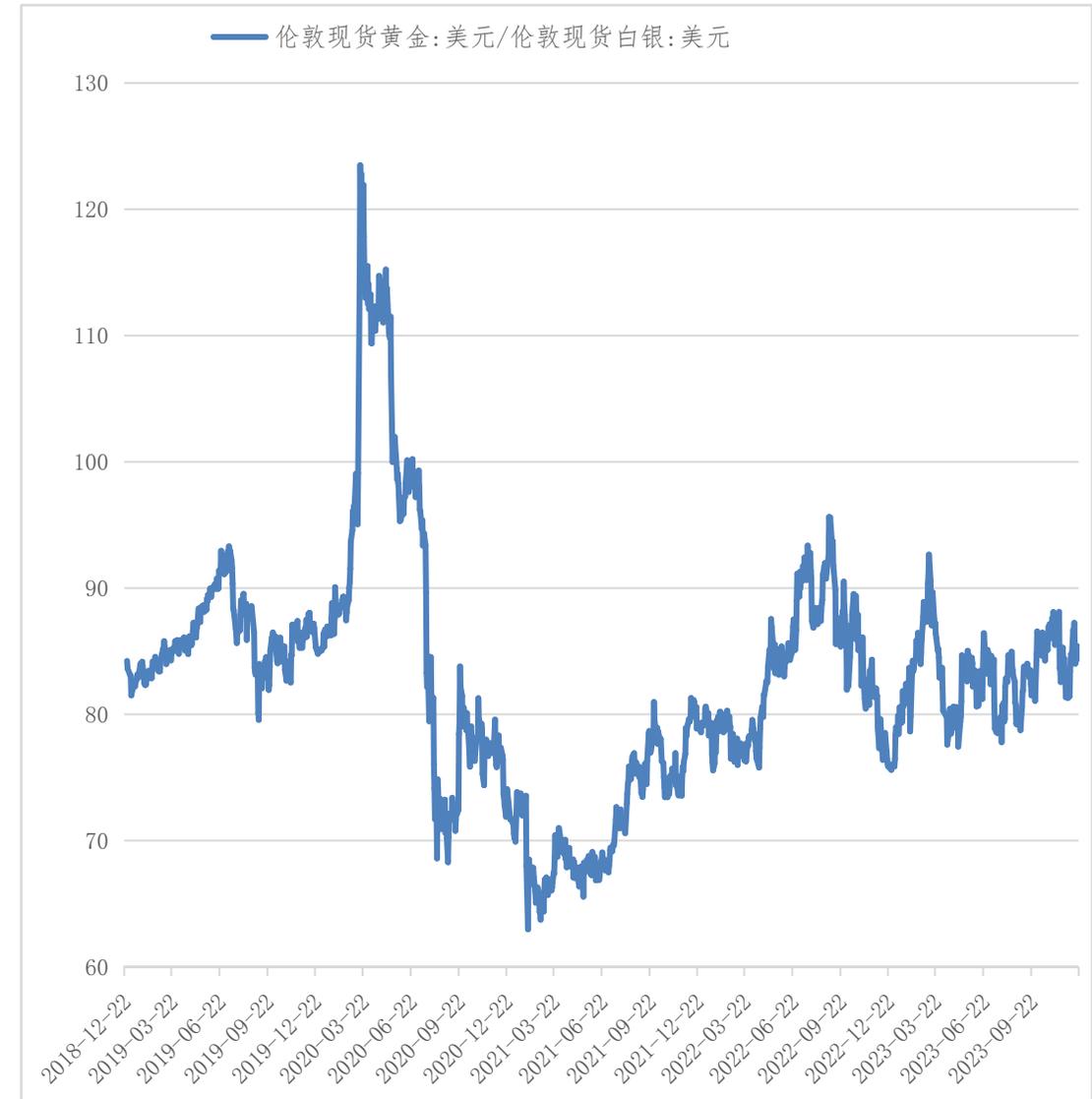
- 2023年，美国通胀在加息等因素影响下保持回落态势，从年初的7%快速下降到了年末的3.1%，而抛开能源和食品的核心CPI仅从年初的5.5%降低到了4%，距离2%的美联储长期目标还有一定距离，或意味着明年美联储的降息步伐不会过快，贵金属虽然在美联储降息影响下易涨难跌，但上涨之路或曲折。
- 从实际利率来看，美国10年期国债实际收益率与黄金价格之间的负相关性较强，从历史数据看可达80%以上，在年末10年期国债实际收益率走低的情况下黄金将获得较强的上涨动力。





货币——金银比处于高位，长期有均值回归动力

- 从表现上看，金银之间强弱对比一部分是白银的工业属性，相对而言白银的工业属性更强。而另一部分是黄金的避险属性，无疑黄金相对而言避险属性更强，在危机发生时具有更大的价值。
- 从避险属性来说，在2020年全球疫情刚刚爆发以及2022年初俄乌战争突发时贵金属因避险属性价格大涨，其中黄金的涨幅要远高于白银，也带来了金银比价的走阔，最高在2020年4月初达到115。在今年年初美国银行业危机以及巴以冲突意外爆发后金银比也在避险情绪下短线走阔，在避险情绪降温后回落。

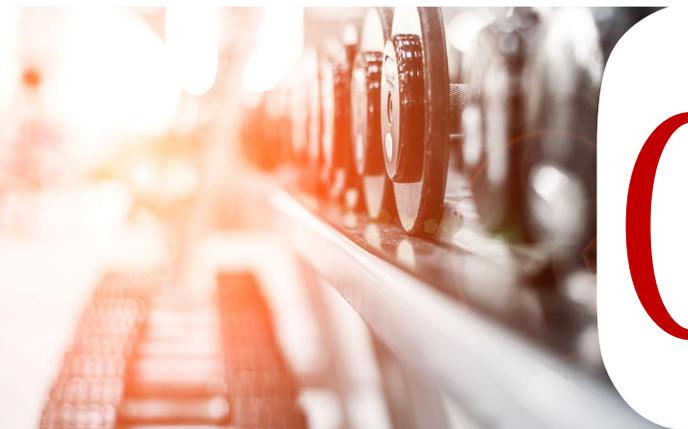




货币——光伏需求下白银工业属性增强

- 从白银的工业属性来看，白银供需结构长期处于供过于求的状态，但在光伏等行业需求上涨后，白银的供需结构发生改变，白银的供给逐渐跟不上需求的扩张。
- 目前金银比在衰退风险、地缘冲突影响下依然处于较高位置，在避险情绪降温以及光伏行业需求继续上涨的情况下金银比在长期或处于下跌趋势。





03

展望2024

——全球降息有望，人民币资产可期



国内——发展重要性提升，经济继续恢复

- 2023年12月中央经济会议基调的变化：
- 基调更加积极，不仅“稳中求进”更要“以进促稳”，发展的重要性上升，明年或更加注重经济恢复发展。
- 措辞更加谨慎，财政强调“适度加力，提质增效”。货币政策强调“灵活适度、精准有效”，对明年财政货币政策力度表述减弱，这也在一定程度影响了明年财政支出预期。
- “先立后破”的新提法，代表落后产能的出清重要性下降，为先的是建立新的增长点，对新技术、新能源等行业扶持力度增加。
- 货币政策指向稳定物价指数。代表24年物价会在政策支撑下保持在合理稳定的水平。



国内——发展重要性提升，经济继续恢复

- 2024年国内经济展望：
- 经济发展重要性提升，24年3月的两会大概率会提出一个较高的经济增长目标，对新行业的扶持力度也会增加。
- 宽松的政策不变，24年或依然保持宽松的货币和财政政策，会以额外增发国债等方式继续扩张财政支出，但年初提出的赤字目标可能不及今年的3.8%。货币政策方面降息降准有望，12月底进一步降低存款利率，为降息打好提前量。
- 经济会缓慢恢复，在今年年中以来消费、投资、社融、工业利润等指标均在缓慢恢复，年末还增发了万亿国债，明年财政对经济的支撑效应会更强，带动经济缓慢恢复。
- 房地产依然保持“房住不炒”“托而不举”的立场。迎合房地产供过于求的新格局，国家会继续放松限购政策以及对房企提供必要的融资支持，房地产有望在后半年迎来短期“底”，但房地产行业占经济的比重将会缓慢降低。



海外——欧美步入衰退，全球降息有望

- 美联储降息在即：
 - 美联储加息之路基本终结，明年降息已是箭在弦上，问题仅在于何时降息以及降息幅度，目前市场的主流论调是明年3月份议息会议美联储将会开始降息，年内将会有四次降息。但美国通胀距离2%的目标仍有距离，经济及劳动力市场仍有韧性，或明年美联储的降息时机或幅度有概率不及市场预期，需要注意风险。
- 2024海外经济展望：
 - 美国劳动力市场、经济发展出现放缓迹象，通胀也逐渐下降，有望实现经济的“软着陆”。但在此基础上仍有一些不确定性，比如美国债务危机高企、银行业压力较大，加上通胀距离目标仍有距离，美国明年经济的放缓以及美联储的政策节奏或对市场产生较大影响。
 - 欧洲经济已经陷入衰退，且通胀放缓速度不及美国，欧央行对降息的态度仍保守，在此情况下欧洲经济复苏的节奏可能较慢，或在明年二季度甚至下半年才会有所好转，因而我国进出口在第一季度的表现或较弱，后续会在全球经济复苏以及中美关系边际缓和的情况下慢慢好转。



总结——中美金融周期趋于共振，国内经济复苏有望

大类资产：

明年大类资产的主线是美联储降息以及全球经济体表现的分化。

目前美国经济仍具韧性，但在如此高利率以及国债收益率倒挂情况下美国经济步入衰退的可能性大增，从历史上看美联储几乎每次降息周期都伴随着经济的恶化。欧洲经济已然衰退，复苏程度也是明年关注的重点之一，海外风险仍在。国内政策逆周期、跨周期支持力度较强，在中美金融周期共振预期下人民币汇率压力减弱，宏观经济有望继续恢复。

若美国经济仍具韧性，叠加美联储降息预期，海外风险资产表现相对较强，关注大宗商品机会，若美国经济步入衰退，建议重点关注国内政策发力所带来的人民币风险资产的做多机会，但也需要防范海外避险情绪蔓延所带来的冲击。

在美联储降息、央行持续购金、地缘冲突加剧等因素下，可以关注金银贵金属的投资机会。

风险点：地缘冲突加剧；欧美深度衰退等。



近期——股指有望触底反弹，贵金属注意冲高回落风险

近期：

2024年年初国内降息概率较大，叠加股指目前处于低位，有望在年初走出反弹上涨行情。国债在降息预期下有上涨动力，但目前国债位置较高，且在降低存款利率时一定程度定价了降息预期，因而相较之下股指表现或更好。

明年国家财政发力叠加美联储降息有望带动大宗商品上涨，但短期内涨幅可能有限。国内外金融周期共振以及美国经济衰退预期下美元指数偏弱，人民币有走强趋势。贵金属在美债收益率走低、全球降息预期下偏强，但国内金银在人民币升值预期下涨幅较国际金银弱，需注意短期内有高位回调风险。

风险点：国内央行1月暂不加息；市场扰动事件等。



三立期货
SANLI FUTURES



免责声明

本报告数据和信息来源于交易所，合法媒体或资讯机构的公开资料，以及我公司付费授权的数据信息，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证。我公司力求对市场分析、判断做到客观公正，但市场千变万化，本公司不承担任何依据此报告内容进行操作投资而导致的损失。本报告未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如需引用、刊发，须注明出处为“山西三立期货经纪有限公司”，且不得对本报告进行有悖意愿的删节和修改。

让每一个客户成为专业的投资者