



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2023 年第 88 期总第 1123 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 12 月 5 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
国务院常务会议研究加快内外贸一体化发展的若干措施	2
中央金融工作委员会发文表示必须全面加强金融监管	2
2022 年全国教育经费总投入为 61329.14 亿元	2
美国 11 月 ISM 制造业指数为 46.7	3
加拿大 11 月失业率为 5.8%	3
货币市场	3
11 月央行对金融机构开展常备借贷便利操作 48.71 亿元	3
央行开展 1190 亿元 7 天期逆回购	3
监管动态	3
易会满发声证监会将全力维护资本市场平稳运行	3
中证协发布证券公司操作风险管理指引	3
金融行业	4
央行发布银行间债券市场债券估值业务管理办法	4
财政部等三部门联合发布新版国债承销团组建管理办法	4
热门企业	4
江淮汽车与华为签署合作协议	4
字节跳动或将推出开放平台用户可自创聊天机器人	4
地方创新	4
上海：关于促进新建居住建筑光伏高质量发展的若干意见	4
浙江：虚拟现实与行业应用融合发展五年行动计划	5
深度分析	5
2024 年宏观经济展望：复苏之路	5

宏观经济

国务院常务会议研究加快内外贸一体化发展的若干措施

12 月 1 日, 国务院总理李强主持召开国务院常务会议, 会议研究明确关于加快内外贸一体化发展的若干措施。会议强调, 加快调整完善国内相关规则、规制、管理、标准等, 推进内外贸产品同线同标同质。切实打通阻碍内外贸一体化的关键堵点, 助力企业在国内国际两个市场顺畅切换。会议听取生物育种产业化有关情况汇报, 强调要进一步细化完善相关措施, 在严格监管、严控风险前提下, 稳慎有序推进相关工作。

中央金融工作委员会发文表示必须全面加强金融监管

12 月 1 日, 中央金融委员会办公室、中央金融工作委员会《求是》发文表示, 必须全面加强金融监管, 切实解决监管“宽松软”问题, 努力做到监管一贯到底、一严到底、一查到底, 让金融监管真正“长牙带刺”。必须有效防范化解金融风险, 有力有效强化重点领域、重点行业、关键环节、关键岗位的风险管控, 猛药祛痼治已病, 抓早抓小治未病, 持续完善金融风险监测、识别、预警、处置体制机制, 强化风险源头管控。

市场监管总局修订发布特殊医学用途配方食品注册管理办法

近日, 市场监管总局修订发布《特殊医学用途配方食品注册管理办法》, 自 2024 年 1 月 1 日起施行。修订后的管理办法进一步严格产品注册条件、要求、程序, 保证产品质量安全和临床效果, 鼓励企业研发临床急需产品, 不断扩展特殊人群的可及性。

1-10 月我国服务进出口总额 53445.3 亿元

12 月 1 日, 商务部发布消息称, 1-10 月我国服务进出口总额 53445.3 亿元, 同比增长 8.7%。其中出口 21826.7 亿元, 下降 7.4%; 进口 31618.6 亿元, 增长 23.5%; 服务贸易逆差 9791.9 亿元。

2022 年全国教育经费总投入为 61329.14 亿元

12 月 2 日, 教育部联合国家统计局、财政部发布了 2022 年全国教育经费执行情况统计公告。公告显示, 2022 年全国教育经费总投入为 61329.14 亿元, 首次超过 6 万亿元, 比上年增长 5.97%。国家财政性教育经费为 48472.91 亿元, 比上年增长 5.75%, 占国内生产总值的比例为 4.01%, 做到了“一般不低于 4%”。全国一般公共预算教育经费为 39256.96 亿元, 比上年增长 4.79%, 占一般公共预算支出的比例为 15.07%。其中, 中央财政教育经费 5715.56 亿元, 比上年同口径增长 2.7%。2022 年全国按在校学生人数平均的一般公共预算教育经费为 15731.97 元, 比上年增长 2.44%。

美国 11 月 ISM 制造业指数为 46.7

12 月 1 日, 美国供应链管理协会(ISM)发布的数据显示, 美国 11 月 ISM 制造业指数持平于 46.7, 连续 13 个月萎缩, 创最近 20 年来最长萎缩周期, 预期为回升至 47.6。新订单指数为 45.5, 已连续 15 个月收缩, 为 1981-1982 年以来最长纪录。

加拿大 11 月失业率为 5.8%

12 月 1 日, 加拿大统计局发布的就业报告显示, 加拿大 11 月失业率为 5.8%, 预期 5.8%, 前值 5.7%。11 月就业人数增 2.49 万人, 预期增 1.5 万人, 前值增 1.75 万人。

货币市场

11 月央行对金融机构开展常备借贷便利操作 48.71 亿元

12 月 1 日, 央行披露消息称, 11 月对金融机构开展常备借贷便利 (SLF) 操作共 48.71 亿元, 其中隔夜期 19.41 亿元, 7 天期 22 亿元, 1 个月期 7.3 亿元, 期末常备借贷便利余额为 26.1 亿元, 隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别为 2.65%、2.80%、3.15%。

央行开展 2100 亿元 7 天期逆回购

12 月 5 日, 央行公告称, 为维护银行体系流动性合理充裕, 以利率招标方式开展了 2100 亿元 7 天期逆回购操作, 中标利率 1.80%。另外, 当日有 4150 亿元逆回购到期, 因此单日净回笼 2050 亿元。

监管动态

易会满发声证监会将全力维护资本市场平稳运行

12 月 4 日, 证监会主席易会满重磅发声表示, 全力维护资本市场平稳运行, 更好发挥资本市场枢纽功能。将加强对股市交易行为、资金流向的监测, 建立健全风险综合研判和预警机制。完善一二级市场逆周期调节机制, 鼓励和引导上市公司回购、股东增持, 发挥好各类经营主体内在稳市作用。强化对大股东资金占用、过度杠杆、产业资本与金融资本缺乏隔离等潜在风险隐患的源头治理。坚决消除监管真空。

中证协发布证券公司操作风险管理指引

12 月 1 日, 中证协发布《证券公司操作风险管理指引》, 对重点领域提出指导意

见, 强调操作风险管理统筹与协作, 对操作风险管理工具的应用给予一定灵活性, 提出对新业务、新产品和新系统的操作风险管理要点。

金融行业

央行发布银行间债券市场债券估值业务管理办法

12 月 1 日, 央行制定发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》, 自明年 1 月 1 日起施行。《办法》要求估值机构应当始终保持客观中立, 持续提升债券估值产品的公允性, 建立清晰、规范、透明的数据使用标准和层级, 所选用的数据能真实反映市场情况, 强调市场波动较大的情况下应谨慎使用数据源并关注价格的可靠性。

财政部等三部门联合发布新版国债承销团组建管理办法

12 月 4 日, 财政部、中国人民银行、中国证监会三部门联合发布新版《国债承销团组建管理办法》。根据《办法》, 拟作为储蓄国债承销团成员的, 应当为依法开展经营活动, 近 3 年内在储蓄国债、个人储蓄存款、理财产品销售等经营活动中没有重大违法记录, 注册资本不低于人民币 10 亿元或者总资产不低于人民币 300 亿元, 营业网点在 50 个以上的存款类金融机构。

热门企业

江淮汽车与华为签署合作协议

12 月 1 日, 江淮汽车发布公告称, 与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》。公告表示, 双方将基于华为智能汽车解决方案, 在产品开发、生产制造、销售、服务等多个领域全面合作, 着力打造豪华智能网联电动汽车。

字节跳动或将推出开放平台用户可自创聊天机器人

12 月 4 日, 字节跳动宣布将推出一个开放平台, 允许用户自主创建自己的聊天机器人, 这一举措是为了在激烈的生成式人工智能竞争中迎头赶上。据字节跳动内部备忘录显示, 这个名为“机器人开发平台”的项目计划在本月底推出公开测试版。

地方创新

上海: 关于促进新建居住建筑光伏高质量发展的若干意见

近日, 上海市发展和改革委员会印发《关于促进新建居住建筑光伏高质量发展的

若干意见》。《意见》提出，发展目标为 2023-2025 年，新建居住光伏规模超过 10 万千瓦。2026-2035 年，推动光伏薄膜、光伏幕墙等光伏建筑一体化示范和规模化、市场化应用，新建居住光伏规模超过 50 万千瓦。

浙江：虚拟现实与行业应用融合发展五年行动计划

近日，浙江省经信厅等五部门印发《浙江省虚拟现实与行业应用融合发展五年行动计划》，明确到 2027 年，浙江虚拟现实及相关产业规模超过 1000 亿元，全产业链供给能力大幅提升，与千行百业融合应用不断深化，培育若干具有较强国际竞争力的骨干企业，打造一批可复制推广的创新示范应用场景，成为推动浙江省数字经济高质量发展的重要动能。

深度分析

2024 年宏观经济展望：复苏之路

黄文涛（中国首席经济学家论坛理事，中信建投证券首席经济学家）

来源：首席经济学家论坛

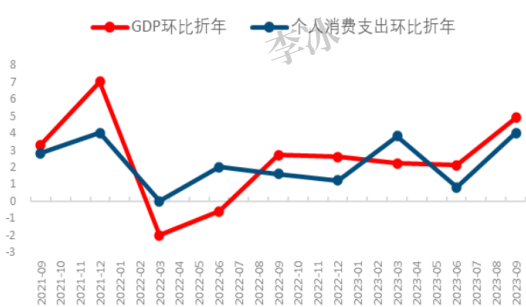
一、海外局势：复苏与动荡

（一）海外经济：美欧货币政策边际转向

联储加息结束，高利率立场下仍有降息空间。联储本轮快速和大幅加息，是造成目前美债利率和美元指数大幅走高并长期维持的宏观背景；随着通胀的回落和紧缩滞后效应的显现，联储有望结束本轮加息周期、并与 2024 年开启降息周期。联储一再强调将通胀控制到 2% 的最终目标，联邦基金利率将在较长时间内处于紧缩位置。在不发生衰退的前提下，预计快速和大幅降息不会出现。但随着去通胀进展顺利，经济边际上仍有滞后风险，联储依旧会进行操作上的平衡。预计不会再有新一次加息，且在通胀不大幅反弹基础上，2024 年降息 2-3 次。

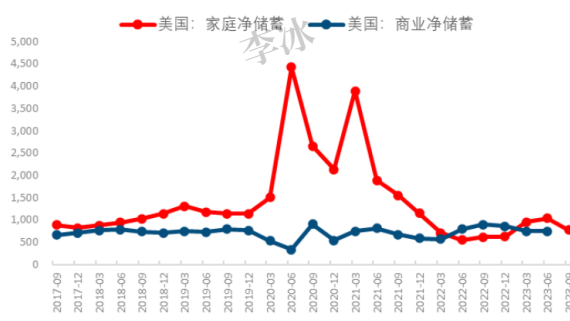
美国经济不衰退依然是基准假设。2023 年初，市场对于美国衰退的预期非常强烈，但实际表现非常亮眼，前三季度 GDP 环比折年率均超过 2%，三季度甚至高达 4.9%。在联储加息、硅谷银行危机等负面压制下，美国居民部门在财政帮助下未受到太大冲击，或是经济韧性的主要原因。展望 2024 年，货币政策的逆转或是利率和美元边际拐点的重要催化剂，随着多项指标的边际好转，美国仍有很大概率延迟或避免本轮衰退。

图表 1：美国 GDP 增速 (%)



数据来源：Wind，中信建投

图表 2：美国居民部门储蓄为经济提供缓冲 (%)



数据来源：Wind，中信建投

美债利率见顶，美元或有回落空间，人民币贬值压力缓解。从历史走势来看，在加



息周期内,10Y 美债收益率通常在触及政策利率高点后逐渐回落。随着联储加息结束,本轮美债利率上行有望见顶,从而推动美元走软。对人民币而言,贬值的外部压力缓解,中美利差或有收敛,资金流入环境边际改善。

欧央行跟随美联储,加息进程走向尾声。欧元区通胀降至 3% 以下,但核心通胀仍有一定韧性。欧央行在连续 10 次加息至 4% 后,于 10 月会议维持利率不变。市场预计加息可能就此停止,且 2024 年中可能开始降息,但过程不确定性较高。

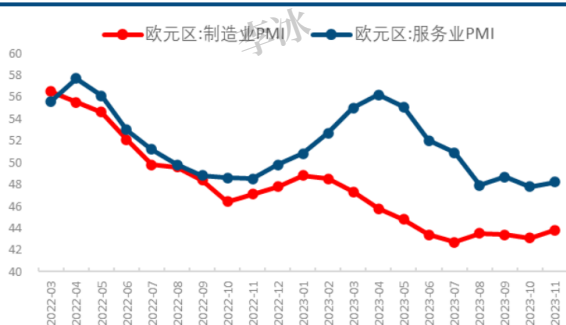
欧洲经济持续降温。欧洲经济三季度落入负增长区间,融资条件收紧的影响不断扩大,劳动力市场走弱,新增就业岗位减少。随着能源危机消退,各国政府于 2023 年四季度逐渐退出财政支持措施,财政压力略有改善的同时,经济也将进一步承压。

图表 3: 欧元区 GDP 增速及拉动率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图表 4: 欧元区 PMI (%)



数据来源: Wind, 中信建投

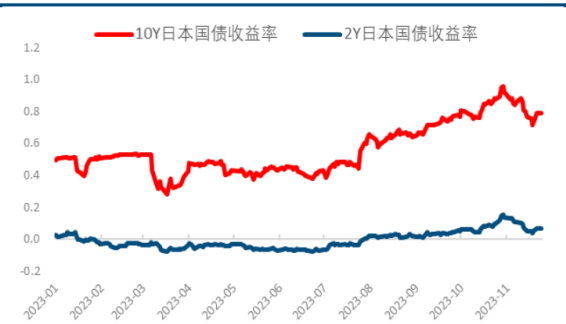
日央行货币政策紧缩节奏加快。日元汇率贬值趋势难抑,持续跌破 1 美元兑 150 日元大关,持续贬值压力推高进口成本,促使央行加快货币政策正常化进程。2023 下半年,日央行已经基本解除了通过收益率曲线控制对长端利率的压制。日元持续疲软引发市场对日本政府再度干预汇率的猜测。展望 2024,随着联储加息结束和降息预期上升,日本货币政策正常化继续演进,下一步,预计日本央行将继续推进货币政策正常化,2024 年可能采取的政策措施有二:一是调整 2% 的通胀目标表述;二是短端政策利率放弃 -0.1% 的负利率目标。同时,日元有望高位企稳并逐渐回升。

图表 5: 美日利差与日元汇率



数据来源: Wind, 中信建投

图表 6: 日本国债收益率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

(二) 大国博弈: 中美关系曲折演绎

中美关系短期边际向好,中长期博弈态势未改。下半年中美关系边际向好,双方均充分展现缓和意愿。美国官员密集访华释放缓和信号,习近平总书记在美国 APEC 峰会期间与美国总统拜登会晤,显示出双边关系在外交层面显示出较大缓和意愿。但在微观层面,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。

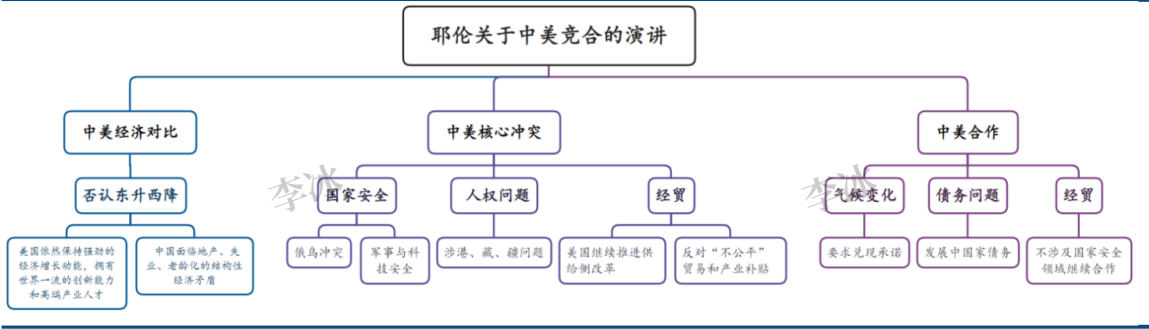
中期来看,中美关系的发展仍取决于能否在双方底线问题上达成共识,但全方位竞争格局难以发生逆转。今年 4 月 20 日,耶伦在约翰·霍普金斯大学演讲,主张建立中美竞合新框架。在中美冲突部分,耶伦主要关切国家安全、人权问题和经贸产业领



域。在中美合作部分，耶伦提及气候变化、发展中国家债务问题和中美贸易基本盘的稳定。

随着 2024 年美国大选的临近，美国两党仍有动力炒作对华议题，且两党在方向上可能出现更大分歧，中长期走势仍存不确定性。此外，2024 年亚洲、欧洲和拉美多国将进行大选，外部环境仍存不确定性。

图表 7：耶伦关于中美竞合的新框架



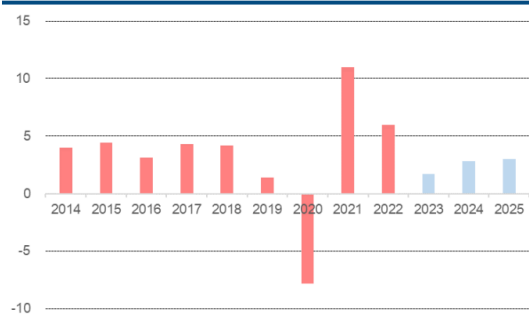
数据来源：美国政府网站，中信建投

（三）对外开放：拓展多元化外部发展空间

全球贸易出现复苏迹象，有望推动中国出口触底回升。2023 年中，美、日、韩和东南亚等多数出口国出现了商品出口的显著萎缩，我国出口增速也出现负增长，世界银行预计 2023 年全球贸易增长率 1.7%，远低于 2022 年的 6%。下半年，随着中美衰退预期消退、地缘政治局势缓和和供给侧限制解除，全球贸易开始缓慢回升，美、日、韩、印度和越南出口增速均转负为正，我国出口跌幅也开始收窄，特别是美国自华进口止跌反弹。

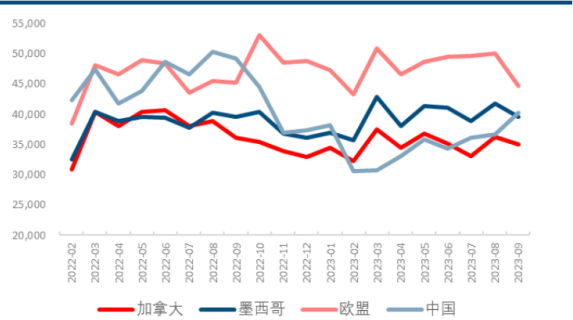
2024 年，中国增长动能强化和美国持续复苏背景下，全球贸易增速有望延续温和回升态势，叠加低基数的影响，我国出口也有望回归正增长区间。

图表 8：全球贸易增速（含世界银行预测值）（%）



数据来源：Wind，中信建投

图表 9：美国自主要贸易伙伴进口商品金额（百万美元）

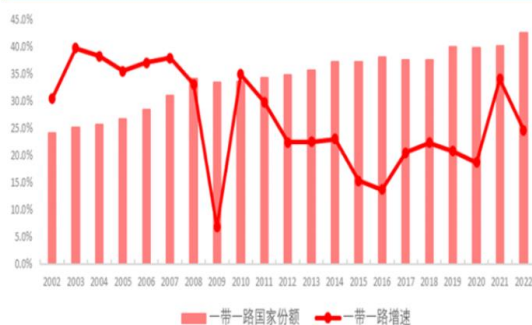


数据来源：Wind，中信建投

全球产业链供应链格局调整带来新机遇与挑战。联合国贸发会议《2023 年世界投资报告》称，2022 年全球外国直接投资下降 12%，今年仍面临较大下行压力。根据 OECD7 月发布的报告，初步估计 2023 年一季度全球外商投资同比下降 25%。逆全球化背景下，我国积极探索多元化外部发展空间，将继续以“一带一路”倡议、RCEP 等为抓手，进一步推进高水平制度型对外开放。

“一带一路”倡议推动国际贸易质效双升，打造国际投资新通道。“一带一路”倡议十周年之际，中国已经与 151 个国家、32 个国际组织签署了共建“一带一路”合作文件。2021-2022 年，中国与沿线国家年度贸易额从 1.8 万亿美元扩大到 2.1 万亿美元，增长 16.7%，占我国外贸总值的比重达 32.9%。同时，进博会、广交会、消博会、服贸会等一系列国际经贸盛会持续折射出中国超大规模市场的魅力。

图表 10: 我国对“一带一路”出口份额及增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图表 11: 中国非金融类对外投资增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

新形势下,“一带一路”建设带来新机遇。未来,基础设施建设的联通效应将为我与相关国家的经贸联系带来持续的收益,东南亚、中亚等周边地区有望继续成为共建“一带一路”的亮点。海陆新通道的加快建设也为进一步拓展海外贸易和投资合作奠定基础,而“小而美”的民生和文化项目合作空间巨大,多层次对外合作的格局有望进一步打开。

贸易和投资环境持续优化,推动对外开放再上新台阶。当前我国已签署 18 个自由贸易协定,其中包括 RCEP。外资准入负面清单持续缩短,实现自贸试验区负面清单制造业条目清零。

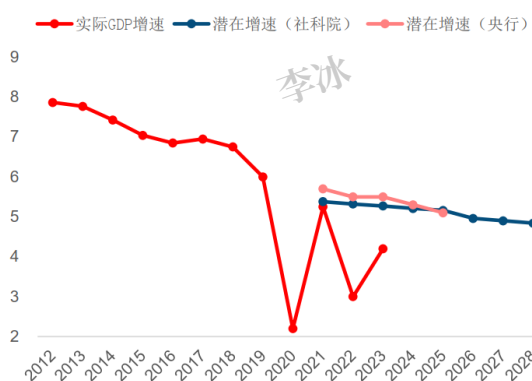
二、中国经济: 增长与动能

(一) 政府: 内外形势演变, 主动保增长诉求上升

国内多年存产出缺口,金融风险总体水平被动上升,需要经济较高增长化解。疫情三年 GDP 缺口本已较大,叠加 2023 年疫后修复不及预期,我国 GDP 连续四年低于潜在水平,巨大产出缺口导致宏观杠杆率被动上升,势必推高金融风险总体水平,地方政府债务、中小金融机构、房地产等领域矛盾暴露突出,保基本民生、保工资、保运转压力加大,冲击着不发生系统性风险的底线。发展仍是解决我国一切问题的基础和关键,保持量的合理增长的重要性、迫切性明显上升。

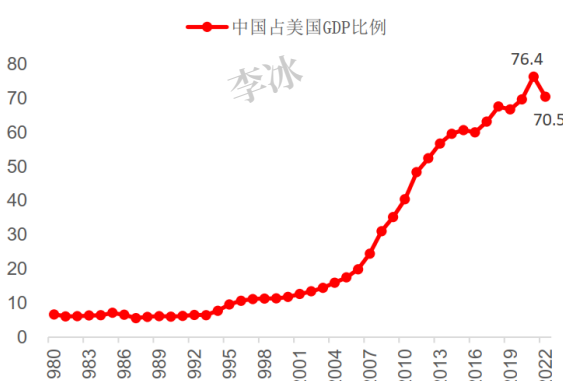
中国 GDP 占美国比值回落,需要经济较高增长塑造更有利国际环境。2022 年,我国 GDP 占美比例由 76.4% 回落至 70.5%,2023 年我国疫后修复偏慢,而美国经济韧性超预期,叠加人民币贬值,致使我国经济总量占美比例进一步下降。从大国竞争的角度看,我国需制定合理较高的经济增长目标,保持“东升西降”大趋势,一方面可提高自身的竞争实力与底气,另一方面一个具有较强成长性的中国大市场持续向世界释放增长红利,无疑会形成强大的吸引力,有利于拓展在投资、贸易、技术等领域的国际合作空间,塑造国际竞合优势。

图表 12: GDP 实际、潜在增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投 (注: 2021、2023 为两年平均)

图表 13: 中国占美国 GDP 比 (%)



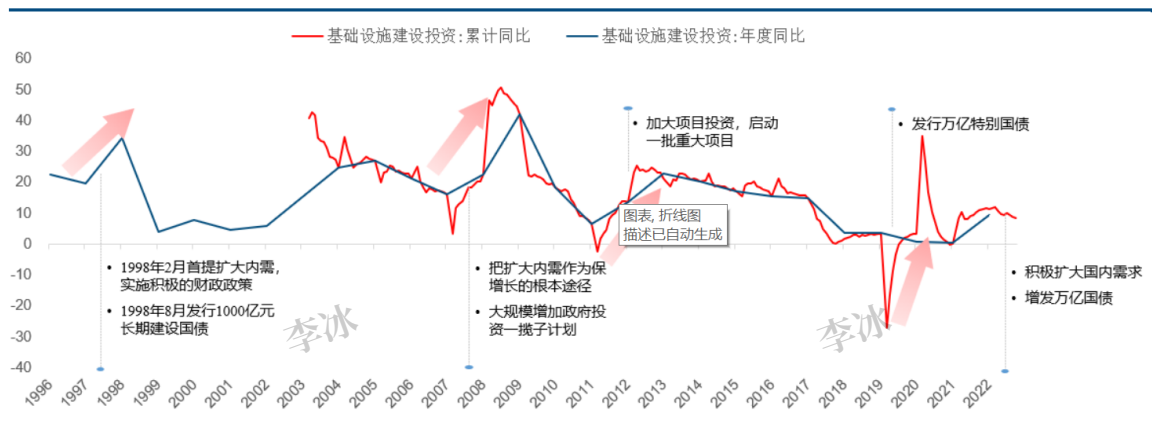
数据来源: Wind, 中信建投



内外形势演变之下，预计 2024 年经济增长目标制定在 5% 左右的较高水平。在国内经济运行偏弱、大国竞争格局阶段性演变、市场预期不稳的关键节点，要改善社会心理预期、提振发展信心，客观上需要从制定较高的经济增长目标入手，如政府继续下调预期增速，则易引导预期进一步转弱。实际上，政府稳增长诉求也确实开始提升，从人大常委会批准增发万亿国债兴修水利，到中央金融工作会议提出加快“三大工程”建设，要求一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，预计重量级稳增长政策会越来越多，保障 2024 年实现 5% 左右增速。

政府主动保增长诉求上升，基建作为关键抓手，预计投资增速将回升。1998 年，亚洲金融危机对我国经济发展造成较大冲击，我国提出“立足扩大国内需求，加强基础设施建设”，实施积极的财政政策，发行长期建设国债，稳定了经济增长。2008 年、2020 年针对国际金融危机、新冠疫情的冲击，我国坚持实施扩大内需战略，基建投资也相应加快，促进了经济稳定。2023 年 7 月 24 日，政治局会议强调积极扩大国内需求，10 月 20 日，全国人民代表大会常务委员会批准增发一万亿国债，用于防洪治理工程等八大方面，加强基础设施建设的特点突出，国债项目申报将于 11 月中旬结束，预计将推动 2024 年基建投资实物工作量的增长，基建投资增速有望上行至 8.7% 左右。

图 14：基础设施投资增速 (%)



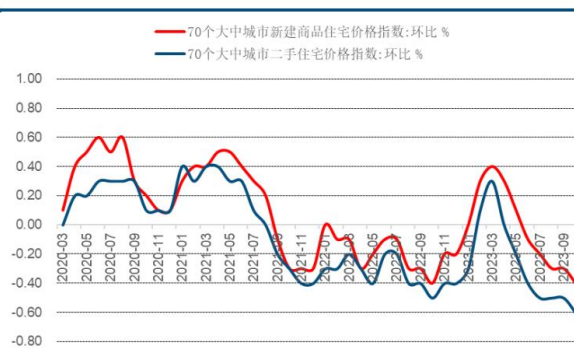
数据来源：Wind，中信建投

图 15：商品房成交面积增速仍在低位 (%)



数据来源：Wind，中信建投

图 16：商品房住宅价格指数环比增速仍在负区间 (%)



数据来源：Wind，中信建投

三大工程加速推进，融资端强化支持民企，2024 年地产投资增速降幅有望收窄。今年以来，地产行业仍然面临供给与需求双弱的局面。从供给端观察，房地产企业主体的风险释放进程仍未结束，由于短期内楼市销售复苏较慢，销售现金流不足以补血，众多中大型房企的现金流健康状况堪忧，保交楼工作面临较大考验。地产企业融资难的问题并没有得到根本性的改善，逐利性的市场主体依然选择用脚投票，不愿对资质较差的地产企业暴露太多风险敞口。从地产的需求端观察，居民收入增长乏力、地产金融增值属性降低、新楼盘交付难产等问题均是居民不愿加杠杆买房的核心痛点。疫情之后，居民资产负债表和现金流量表一定程度受损，难以支持杠杆撬动比例大、占

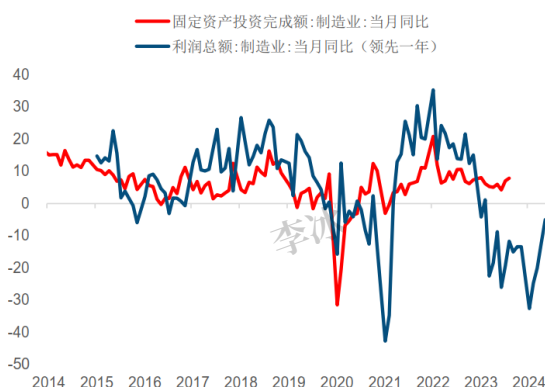
用流动性资金较多的地产购置。11 月 17 日,中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会,再一次明确要一视同仁满足不同所有制地产企业的合理融资需求。预计在融资政策进一步放宽、三大工程大规模启动之下,2024 年地产投资增速降幅有望收窄至-5.2%。

(二) 企业: 利润下行周期结束, 投资动能望回升

企业利润增速转正, 基本面改善有望驱动制造业投资回升。2022 年以来国内外经济走弱, 叠加物价走低, 制造业企业利润持续萎缩, 连续五个季度负增长。2023 年 8 月以来, 随着需求边际好转, 价格回暖, 制造业企业利润当月同比增速转正。从历史数据规律看, 企业利润领先投资约一年, 今年三季度以来制造业利润周期好转, 虽有波折但已结束低迷周期, 未来一方面投资、消费、出口等需求回暖, 另一方面 PPI 改善, 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, 预计 2024 年年前有望在 0.8% 左右。量、价上行将带动制造业企业利润进一步回暖, 有望引领 2024 年制造业投资的回升至 8.2% 左右。

出口筑底改善, 外需回暖有望驱动制造业投资回升。我国仍是世界工厂和制造出口大国, 出口形势对企业投资有明显影响, 从历史数据规律看, 出口领先投资约一季度, 三季度以来我国出口增速降幅大幅收窄, 预计四季度及 2024 年出口形势总体改善(见下文), 也将带动 2024 年制造业投资的回升。

图表 17: 企业利润领先制造业投资 (%)

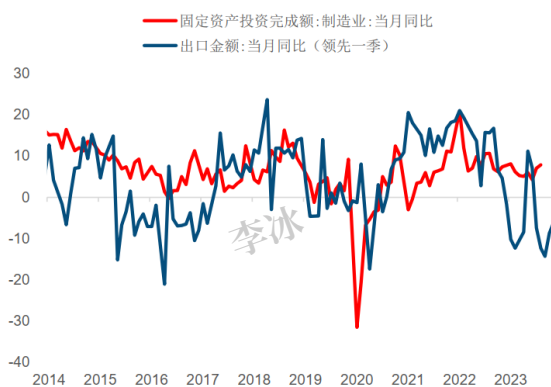


数据来源: Wind, 中信建投 (注: 2021 年为复合增速)
图表 19: 原油中枢较 2023 年有所抬升

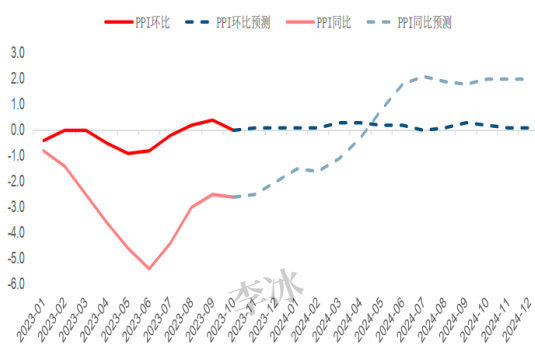


数据来源: Wind, 中信建投

图表 18: 出口领先制造业投资 (%)



数据来源: Wind, 中信建投 (注: 2021 年为复合增速)
图表 20: PPI 同比及预测 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

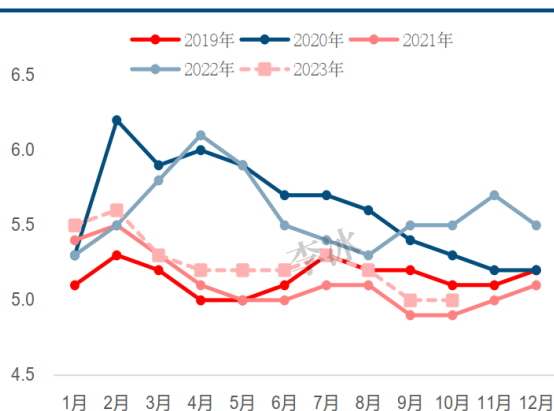
(三) 居民: 就业收入改善, 消费动能将继续修复

居民部门就业经营改善, 疤痕效应渐弱, 消费有望继续修复。二、三季度以来, 随着疫情影响大幅减弱, 居民部门就业持续改善, 9 月和 10 月城镇调查失业率回落至 5%, 已低于 2019 年同期水平, 二、三季度居民人均可支配收入增长快于名义 GDP, 说明居民部门修复快于政府、企业, 尤其是工资性收入、经营性收入实现较高增长, 疫后工薪阶层、个体户等现金流量表改善明显。以居民消费支出占可支配收入比例衡量的消

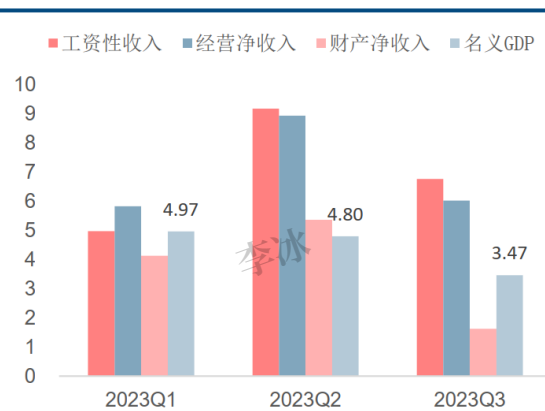


费倾向指标也达到近年同期最高水平。考虑到当前消费增速与常态化水平仍有差距,从重要节假日人均消费支出看,也仍未达到 2019 年同期水平,因此未来居民就业、收入和信心的持续改善,现金流量表持续修复,疤痕效应逐步减弱,消费动能有望继续向常态化水平靠拢,预计社零增速达到 6.4% 左右。

图表 21: 城镇调查失业率 (%)

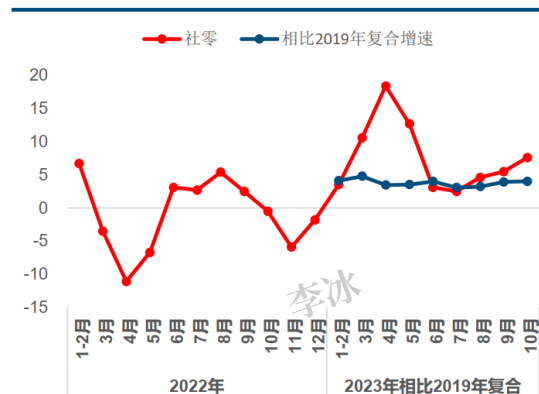


图表 22: 居民收入增速与名义 GDP 增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

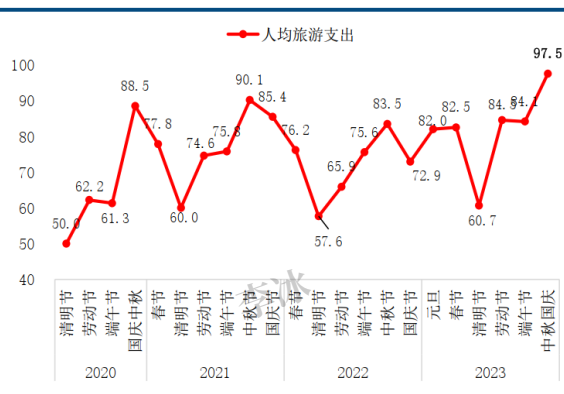
图表 23: 社零同比、复合增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

数据来源: Wind, 中信建投

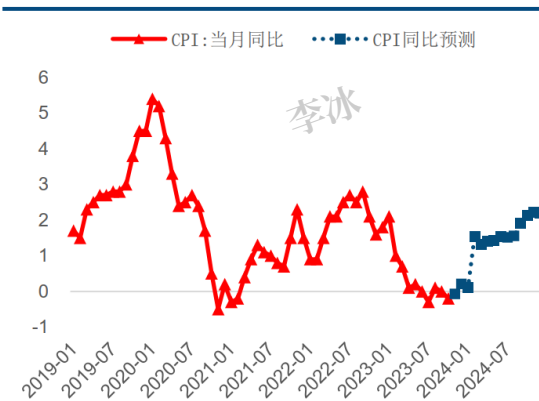
图表 24: 人均旅游支出相比 2019 年同期 (%) (%)



数据来源: Wind, 中信建投

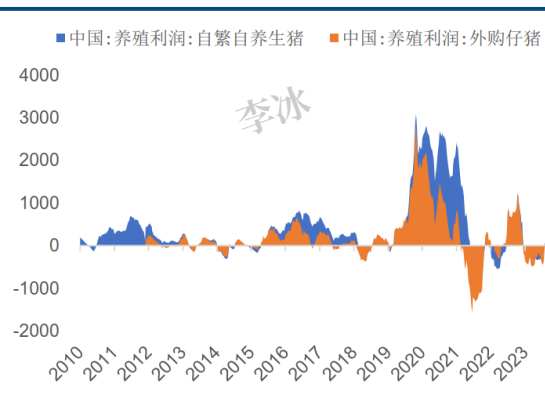
居民消费的回暖也将带动 CPI 回升, 预计 2024 年 CPI 同比中枢在 1.6% 左右。一是 PPI 上行带动成本回升; 二居民消费需求继续向均衡水平贴近, 供需格局改善; 三是低基数影响, 尤其是 2023 年 2 月春节错位导致基数大幅走低, 相应地 2024 年 2 月 CPI 同比也将跃升。此外, 2023 年以来猪价持续低迷, 生猪养殖连续亏损, 能繁母猪开始去化但截至当前幅度不大, 如未来去化加快, 2024 年猪价上涨或超预期, 带动 CPI 可能超出基准预期。

图表 25: CPI 同比及预测 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图表 26: 生猪养殖亏损周期已较长 (%)

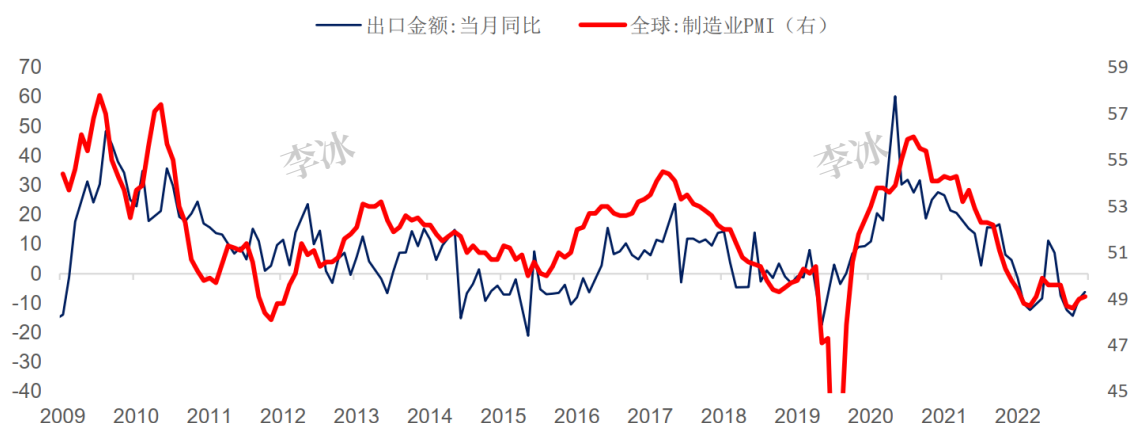


数据来源: Wind, 中信建投

(四) 外需：全球制造业周期筑底，出口有望回暖

全球制造业和商品贸易周期触底，出口有望边际改善。从制造业运行的历史规律看，3.5~4 年为一个周期，自 2020 年开启的新一轮周期预计在 2023 年 7 月已触底，未来有望波动回升。全球商品贸易、我国出口均和全球制造业景气度高度相关，因此预计我国出口本轮下行周期也基本结束，未来波动中回升，2024 年总体好于 2023 年，增速达到 5% 左右。WTO 也预计全球商品贸易 2024 年增长 3.3%，好于 2023 年的 0.8%。

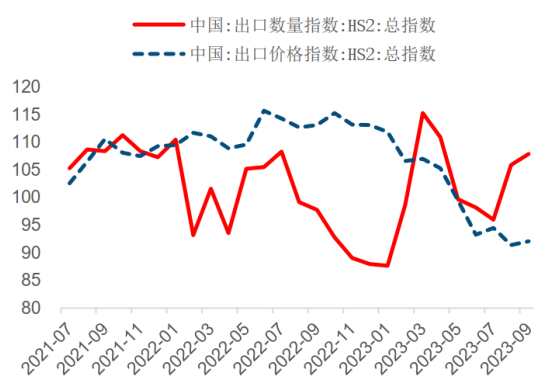
图表 27：全球制造业周期与我国出口增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

价格周期回暖，也将拉动出口增速改善。商品价格增速与我国出口增速高度相关，大致领先一个季度左右。首先，贸易增速为名义增速，出口商品价格的变动对出口增速也有影响。其次，商品价格的上涨有助于资源出口型国家提高进口能力，进而扩大全球贸易以及对中国商品的进口需求。最后，商品价格上涨有助于改善预期，增强企业生产投资意愿或者家庭消费意愿，最终扩大贸易规模。2023 年价格周期下行拖累我国出口表现较多，反而出口数量指数下行有限，2024 年价格周期总体回暖，有利于提振出口增速。

图表 28：出口数量与价格指数 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图表 29：PPI 与出口增速 (%)

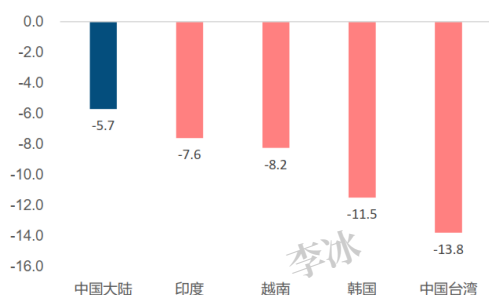


数据来源: Wind, 中信建投

“一带一路”贸易规模不断扩大，高质量共建“一带一路”将持续激发出我国外贸新动能。2023 年，在世界经济下行的大环境下，我国外贸顶住压力，以美元计价的出口前三季度下降 5.7%，好于其他亚洲出口型经济体表现，如印度 (-7.6%)、越南 (-8.2%)、韩国 (-11.5%)、中国台湾 (-13.8%)。从区域上，我国对俄罗斯 (56.9%)、土耳其 (18.4%)、沙特阿拉伯 (17.3%)、新加坡 (7.1%)、阿联酋 (5.2%)、墨西哥 (4.7%)、印度 (-0.9%) 等地出口大幅好于整体 (-5.7%)、法国 (-10.6%)、德国 (-13.2%)、荷兰 (-13.5%)、美国 (-16.4%)、加拿大 (-18.6%)。按人民币计价，前三季度我国对共建“一带一路”国家进出口 14.32 万亿元，同比正增长 3.1%，占进出

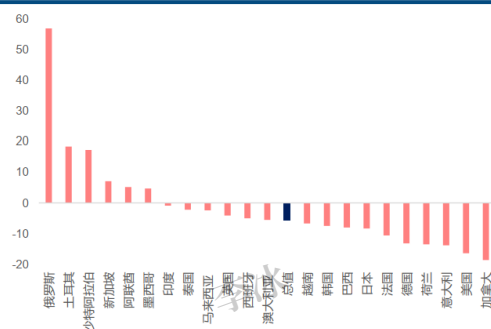
口总值达到 46.5%。目前“一带一路”的朋友圈扩展至 152 个国家，随着“一带一路”贸易规模不断扩大，结构持续优化，高质量共建“一带一路”将不断激发出我国外贸新动能。

图表 30：主要经济体前三季度出口增速（%）



数据来源: Wind, 中信建投

图表 31：我国前三季度分地区出口增速（%）



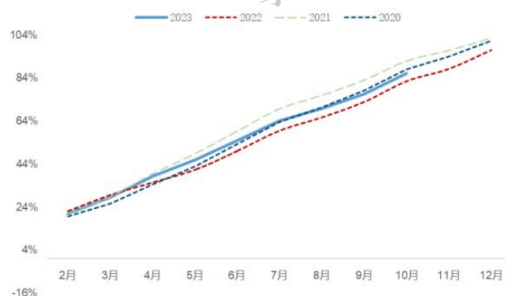
数据来源: Wind, 中信建投

三、经济政策：护航与启航

（一）财政政策加码扩张，稳增长与防风险并重成为下一阶段主旋律

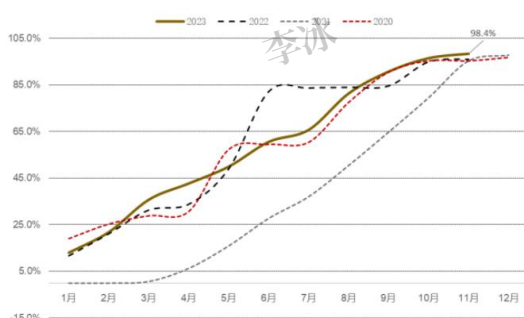
2023 年开年伊始,财政面临着紧平衡的压力,两会定下的财政政策基本符合预期。由于 2022 年的财政收入预算执行情况低于预期,2022 年广义财政中的一般公共预算完成度不足 100%,期待大额跨年资金结转并不现实,央行资产负债表的其他负债项降至低点意味着 2023 年可上缴利润空间同步压缩,国有企业利润上缴也基本完毕。因此,2023 年开年可以用于周转的财政资源与疫情前几年相比绝对量已大幅下降,而年初依然面临稳增长、防疫情、保民生等多重压力,财政的收支紧平衡问题较为严峻。年初两会期间,“预算赤字率 3%、新增专项债额度 3.8 万亿”的政策组合基本符合预期,市场也普遍预期今年的财政基调与经济复苏相一致,基本维持“均值回归”的特征。

图表 32: 一般公共预算收入进度贴合往年进度



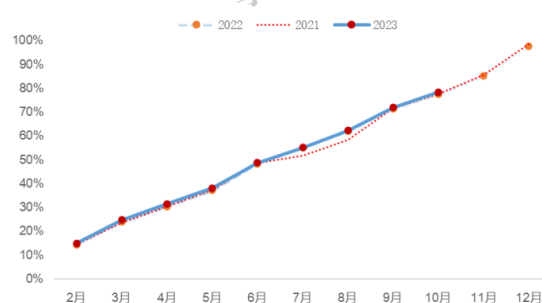
数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 34: 今年新增专项债发行进度稳步提升



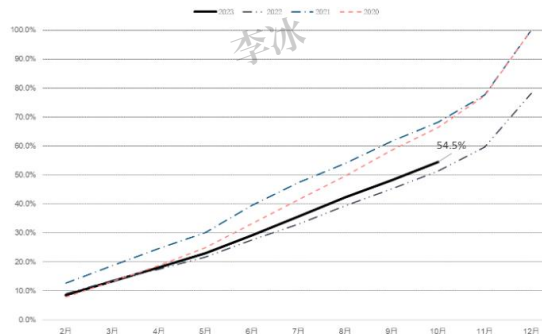
数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 33 一般公共预算支出进度贴合往年进度



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 35:前十月政府性基金预算收入进度仅达预算目标 55%



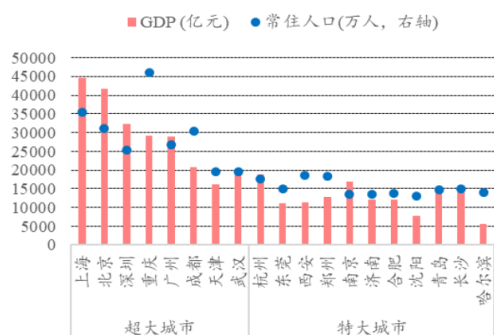
数据来源: Wind, 中信建投证券

行至年中，财政政策已尽力在上半年开启稳增长模式，专项债发行进度稳步抬升，但部分区域的财政风险不断提升，地产风险、城投债刚兑、隐债化解等一系列短期和中长期问题浮出水面。7月24日召开的政治局会议针对地方债务问题提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，和4月政治局会议“加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”的表述相比，此次中央表态更进一步，化债工作已“箭在弦上”，年中的一系列政策储备和研判为年末的财政风格转变和政策发力做了进一步铺垫。

年底之前，财政政策亮点不断，特殊再融资债券的大规模发行平抑了区域信用风险，赤字调整至3.8%大超预期，为明年留足政策空间。3%的赤字率约束打破是审时度势之后的政策动态调整，自2020年疫情爆发之后，“赤字率压制下的中央赤字+不断膨胀的政府性基金”成为债务膨胀的主要特征，但在地产投资不振的背景下，国有土地出让收入锐减，今年前三季度的政府性基金收入仅达到年度预算的48.1%，政府性基金账本的自平衡越发困难。因此，从长期债务化解和央地债务一盘棋的角度出发，中央主动承担一定的加杠杆责任是有必要的，2023年的年中调整为24年财政政策制定拓宽了空间，解放了思路。

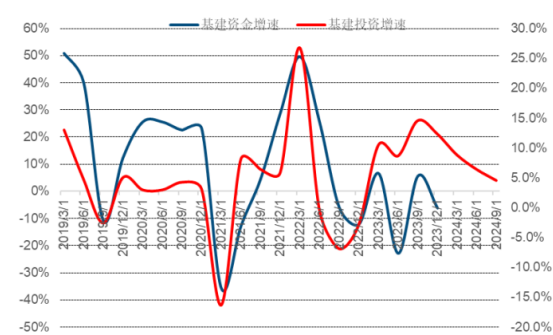
从稳增长的角度出发，经济复苏的动能尚未稳固之前，财政稳增长的举措就不会退场。我们预计2024年开年财政政策组合可能以“3.5%左右赤字率+3.8万亿以上新增专项债”的形式出现，其主要原因在于明年经济增长的动能仍需要财政逆周期调节进行提振。由于2023年年末进行了预算赤字调整，新增一万亿国债发行预计会在2024年全年形成大批实物工作量，可以阶段性对冲基建投资增速中枢下滑的趋势，但要维持基建投资增速的稳定，2024年财政方面仍需要有不低于今年的基建资金供给。同时，包括城中村改造、保障房建设和平急两用项目在内的“三大工程”建设也是拉动区域房地产投资和基建投资的重要抓手，急需财政内资金和货币财政组合资金的增量供给。总之，考虑到隐债化解、三大工程、基建逆周期发力等因素，2024年财政政策的稳增长压力并不轻，整体基调宜宽不宜紧。

图表 36: 超特大城市的城中村改造仍需财政发力



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 37: 万亿国债发行后, 基建资金供给增速下滑趋势扭转



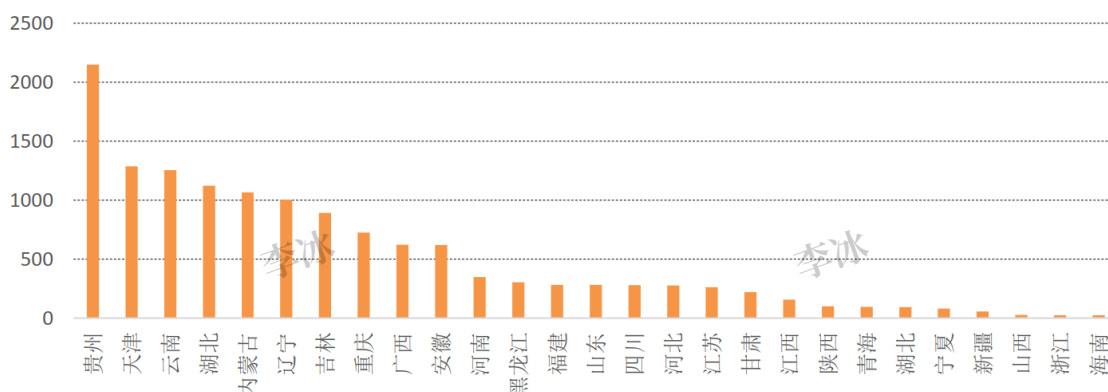
数据来源: Wind, 中信建投证券

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。今年10月到11月24日，已有28个省区市累计公告发行特殊再融资债券1.37万亿元，且本轮隐债化解呈现出发行总量大、发行期限长（5-10年期债券占比80%以上）、区域性明显的特征。未来几年发更多的债、利息更低的债已经成为共识，但化债并非财政一家之事，特殊再融资债只能解燃眉之急。一方面，隐债余额减少至零并非终点，隐债减少的同时，经营性债务增速和余额大幅上行，后续的全口径债务管控难度仍较大。另一方面，隐债显性化必然带来当地债务率的上行，部分地方政府可能会面临信贷受限、再融资能力不足、项目规划能力削弱、投资能力下



降的局面。2023 年金融街论坛年会上，潘功胜行长表示必要时央行将对债务负担相对较重的地区提供紧急流动性支持，预计后续化债工作将由各个部门打出组合拳，财政发债、央行提供流动性工具、银行展期降息等均会配套执行。

图表 38: 截止 11 月 24 日，特殊再融资债发行规模已过 1.3 万亿



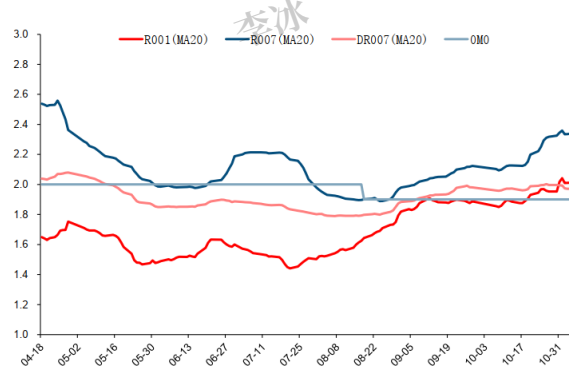
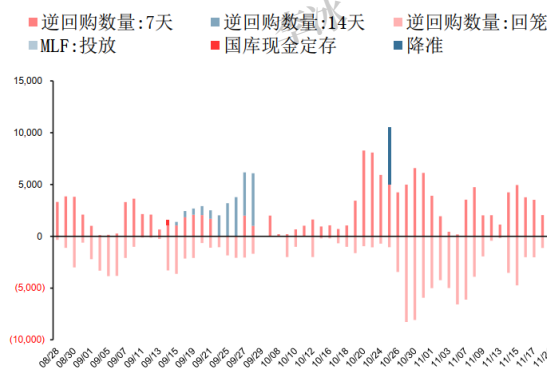
数据来源: Wind, 中信建投证券

(二) 内外多重约束下，货币政策致力于调结构、稳增长

货币端，央行短期面临外部紧缩和内部增长的平衡，长期又要兼顾疏通货币传导机制与防范金融风险。回顾 2023 年全年货币政策的表现，央行仍然以经济增长为主要目标，兼顾金融风险 and 外部平衡。四季度以来，考虑到外部环境压力和债务发行节奏，央行货币政策采取长端保守、短端宽松的方式稳定资金面，OMO 余额维持在 3 万亿以上的历史高位，MLF 余额上升约 1 万亿元，而降准降息等操作相对较为谨慎。

图表 39: 央行公开市场操作日均上千亿

图表 40: 资金面价格近期有所上行



数据来源: Wind, 中信建投证券

数据来源: Wind, 中信建投证券

展望 2024 年货币政策，有如下六条主线：

第一，财政接棒稳增长背景下，资金面需合理充裕以做好配合。下半年以来，财政政策在债务发行和支出节奏方面持续发力，对冲经济增速下行压力。其中，四季度赤字率提高至 3.8% 并增发 1 万亿国债，而特殊再融资债也增发超过 1.5 万亿，在此背景下，财政政策对明年上半年基建和经济增速的托底作用明显增强。而货币端由于净息差大幅收窄、海外紧缩造成的流动性压力仍存，而难以大幅降息降准支持经济增长。近期金融工作会议和央行三季度货币政策执行报告更为注重熨平经济波动的“跨周期调节”，说明短期宽松操作的动机有所下降。

第二，从 2024 年全年来看，中美利差收窄和外资流出放缓有持续性，对货币政策的制约减弱。11 月以来，中国经济企稳，而美国通胀和就业走势有所走弱，人民币汇率企稳，中美利差亦有所收窄。金融机构的境内外币存款数量、代客结售汇顺差都出



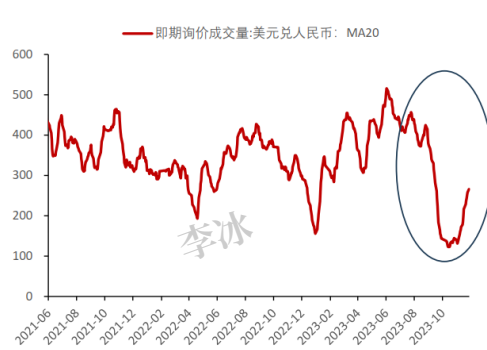
现低位企稳迹象，而银行间市场的外汇交易流动性亦有所恢复。展望 2024 年，海外压力料较 2023 年有所好转，通过流动性渠道和外资渠道对国内货币政策的压力料将减弱。但也需要注意 2024 年年中美国降息预期能否兑现，以及美国大选对于政治经济关系的影响会否对外资信心产生新的波动。

图 41: 境内金融机构外币存款有所稳定



数据来源: Wind, 中信建投证券

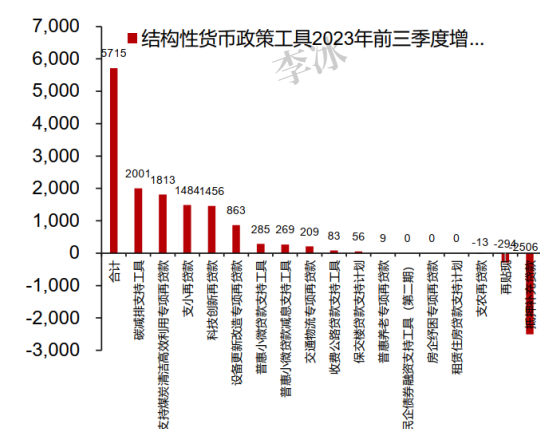
图 42: 境内外币流动性逐渐恢复



数据来源: Wind, 中信建投证券

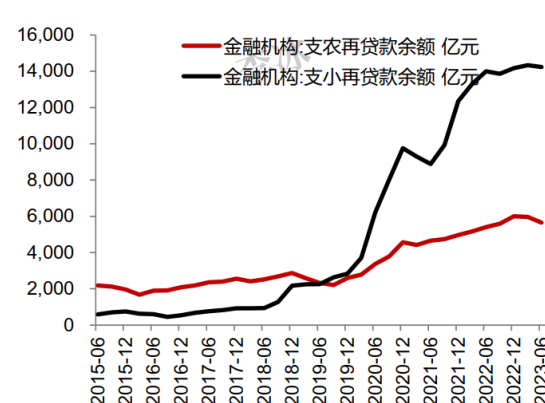
第三，做好“五篇大文章”及防范化解金融风险的重要使命，都需要结构性再贷款工具从量价两个层面发力。金融工作会议指出要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融五篇大文章，就需要实施好存续的结构性货币政策工具，并积极创新新的工具。此外，防范化解金融风险，特别是地产风险，都需要包括 PSL 等在内的结构性再贷款工具发力。因此，预计 2024 年结构性再贷款工具将继续扩容，并针对包括城中村改造等在内的重点领域进行扶持。

图 43: 结构性货币政策工具持续发力



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 44: 支农支小再贷款余额近年快速上行



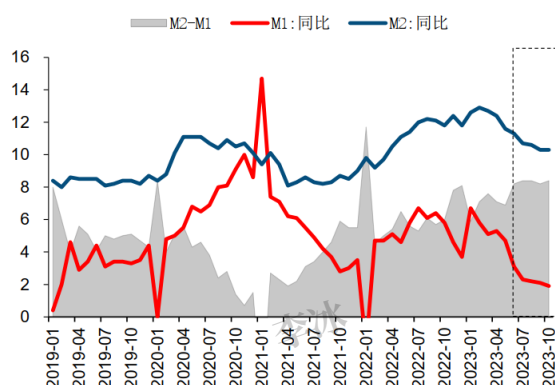
数据来源: Wind, 中信建投证券

第四，“货币空转”对于稳健货币政策的制约不强。23 年全年，M1 增速由年初的 6.7% 下降到 10 月的 1.9%，M2 与 M1 剪刀差全年亦持续下滑，中央提出货币空转问题引起市场高度关注。我们认为，本轮“货币空转”的成因与 2019 年及之前的状况存在明显不同。本轮 M2 与 M1 剪刀差扩大，但非银存款未见明显上升，显示金融体系内加杠杆并非导致本轮空转的主要原因。观察存款分项的走势可以发现，企业需求和资金活化不足是导致 M1 走低的主要原因。此外，也要注意本轮 M1 增速大幅下滑发生在连续两轮存款利率调降和高息存款产品压降之后，猜测部分企业活期存款可能正定期化，或是逐步被货币基金等其他流动性产品所替代。最后，进入下半年，融资端主要依赖政府债务支撑，地方债、再融资债、国债和增发国债相继密集登场，在此背景下政府成为主要的融资方，而密集发行的政府债传导到企业收入还需要时间。基于以上三点原因，再考虑到 M1 并非央行主要的政策目标，面对货币空转的问题，央行的主



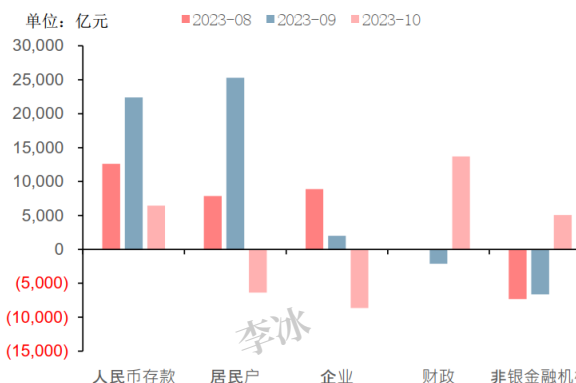
要任务或是提高资金使用效率、盘活存量资金而非简单的紧缩来压降同业杠杆。

图表 45: M2M1 剪刀差大幅上升



数据来源: Wind, 中信建投证券

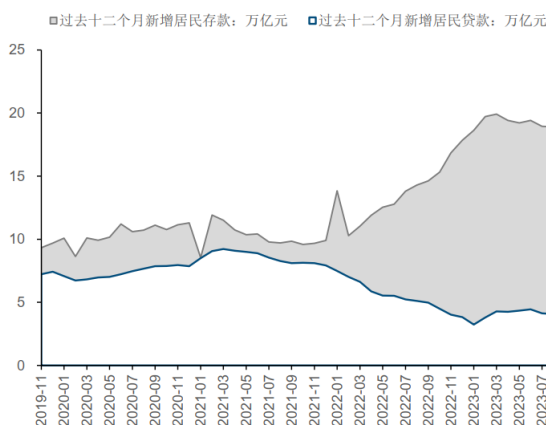
图表 46: 但表征货币空转的非银存款反而同比多减



数据来源: Wind, 中信建投证券

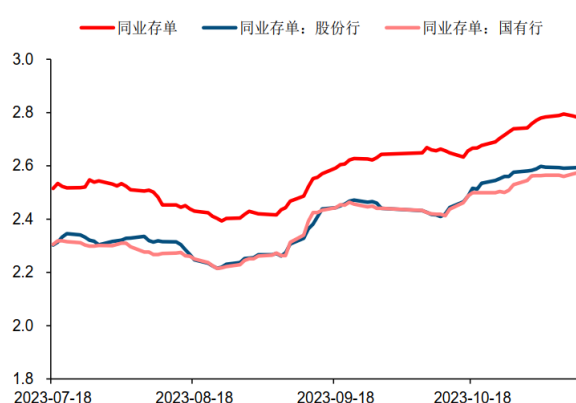
第五, 超额储蓄增速收敛, 资金面极度宽松的局面终结, 部分发债高峰时点银行同业负债压力上升。自疫情以来, 我国居民储蓄存款快速积累, 2022 年居民存款增量和增速明显超过往年季节性, 按照滚动的过去一年新增居民存款数量定义新增居民存款进行研究, 2022 年居民新增存款 17.84 万亿。但 2023 年下半年以来, 随着经济和消费需求的恢复, 以及存款利率的调降, 超额储蓄的增速见顶回落。叠加下半年的债务发行高峰, 银行反而出现了同业负债紧张的局面。展望 2024 年, 存款特别是定期存款利率较高背景下, 银行揽储的意愿不高, 超额储蓄增速料继续回落, 对资金面的长期支持减弱, 可能造成资金面的波动增大, 同业存单发行压力上升。

图表 47: 超额储蓄增速明显放缓



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表 48: 存单发行需求增加, 价格上行



数据来源: Wind, 中信建投证券

第六, 净息差仍将是银行经营的主要风险, 预计 2024 年仍将有存款利率的调降。随着银行存款定期化和贷款利率的回落, 银行 2022 年以来净息差降至 1.8% 左右的考核线水平。2023 年存款利率经历了两轮整体调降, 但净息差仅企稳并未明显回升。实际上, 在利率下行的周期, 存款有定期化的黏性而贷款往往有重定价的弹性, 从而造成净息差易下难上。在此背景下, 央行降低政策端贷款利率的努力势必需要搭配存款端的降息举措, 稳定净息差成为金融体系重要的防风险举措。

综上所述, 扩需求、防风险, 都要求货币政策提供较为宽松的流动性环境和适宜的稳定的融资利率, 央行不存在长期收紧流动性的动机。外部制约方面, 在美联储加息

周期的末期，我国央行的货币政策操作空间逐步加大，明年货币政策受外部环境制约减弱，更为关注国内经济增长和金融业供给侧结构性改革。预计 2024 年还将继续降准降息，幅度可能与 2023 年类似，即降准 50BP，降息 20BP 左右，并带动存款利率调降。

四、周期与行业：政策发力，经济周期上行

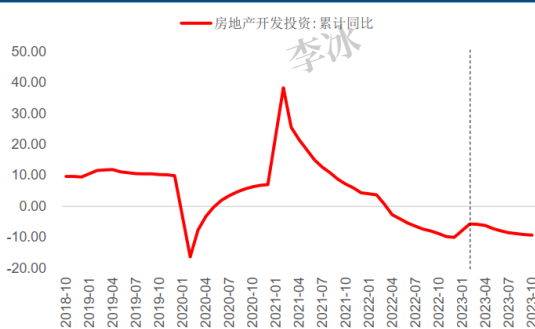
(一) 库存周期：明年上半年进入主动补库存

2023 年经济温和修复，主动去库存延长 2 个季度。2023 年二季度开始，地产下行压力增加；4 月房地产投资增速下行至 -6.2%，之后房地产累计投资增速逐月下行，10 月房地产投资增速下行至 -9.3%。地产产业链承压，拖累经济复苏。同时 PPI 回落，使得名义值修复放缓。库存周期拐点由 5 月延后至 10 月份。

三季度经济修复，四季度政策发力，库存周期切换至被动去库存。10 月经济出现波动，PMI 回落，工增价格平稳，修复节奏出现放缓。10 月底，人大常委会调整 2023 年年度赤字率，新增一万亿国债释放刺激信号。10 月工业产成品库存增速回落至 2.0%，收入增速转正，周期进入低点与 10 月数据呼应。后续从数据趋势以及政策预期来看，库存周期进入上行阶段，当年至明年年初库存数据大概率低位震荡，收入等其他指标逐步改善。

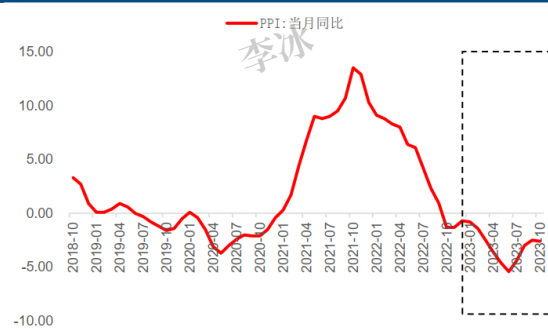
宽财政延续，2024 年上半年有望进入主动补库存。随着一万亿国债发行落地、2024 年国债提前批发行、2024 年两会宽财政政策持续，中性预期，库存周期将在 2023 年 3 月至 4 月进入主动补库存阶段。从长周期角度来看，潜在经济增速下行，库存周期高度受到制约，因此需要一定力度的政策对冲，才能保持高度。在 2024 年政策发力的情况下，库存周期上行的高度好于之前的预期。

图表 49：地产投资增速下行



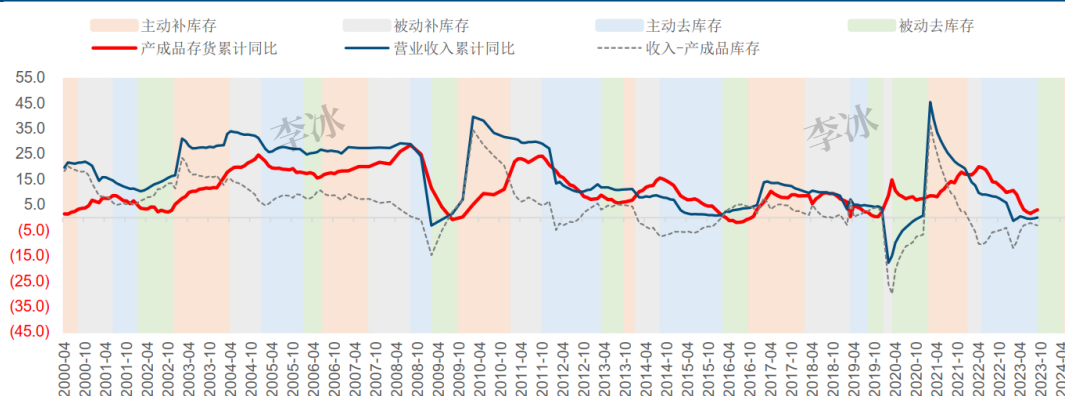
数据来源：Wind，中信建投

图表 50：PPI 下行超预期



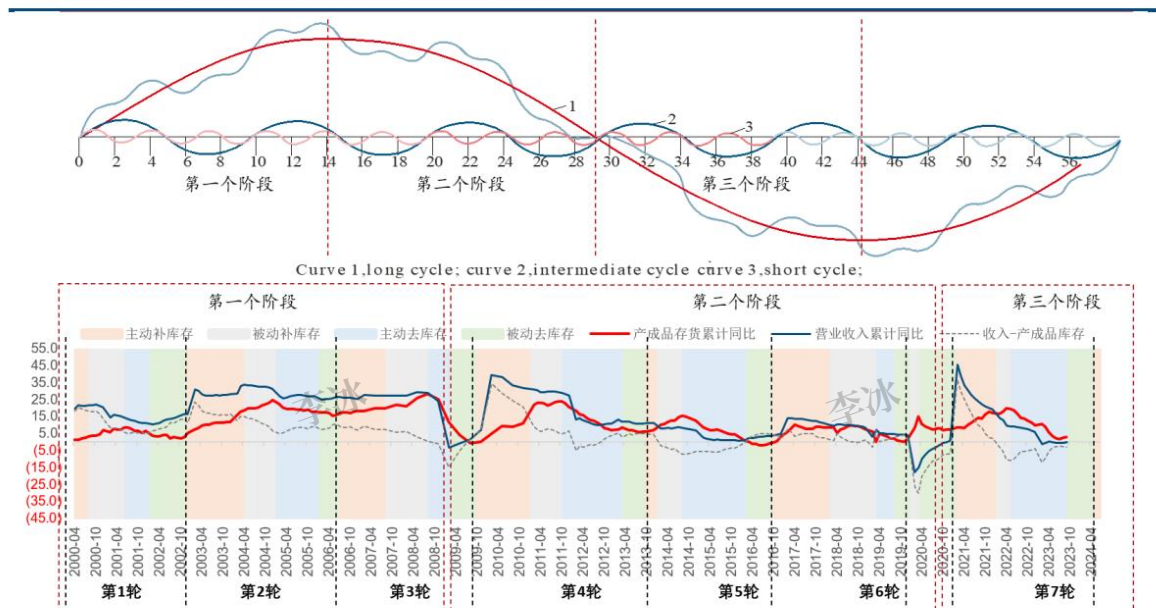
数据来源：Wind，中信建投

图表 51：四季度进入被动去库存，2024 年上半年进入主动补库存



数据来源：Wind，中信建投

图表 52：从长周期角度来看，政策依然需要维持一定力度



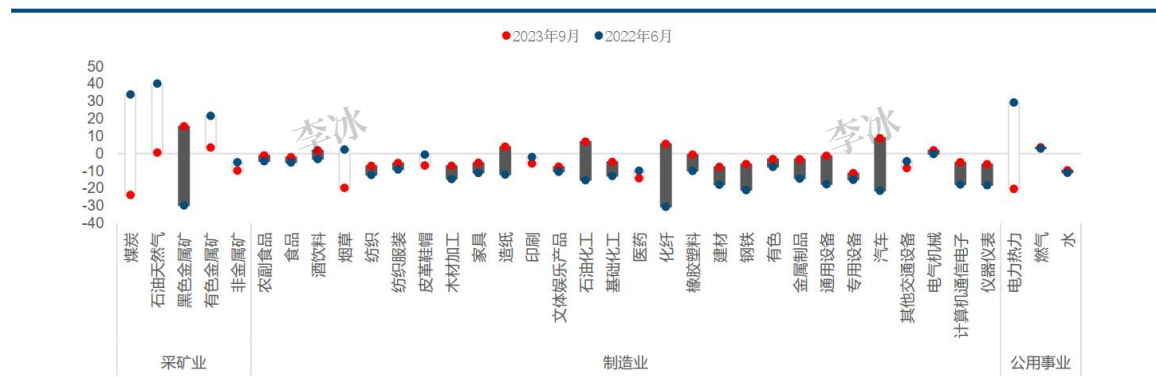
数据来源：Wind，中信建投

(二) 行业选择：战略新兴产业与消费重点关注

从库存周期角度来看，短期内周期行业普遍修复，但周期内部行业分化。当前进入被动去库存阶段，从历史经验来看，整个周期上行阶段，周期行业修复幅度未来高于其他行业。但目前周期行业受到地产下行的压制，后续需要关注两个方面：（1）主动补库存高度的预期，需要等到明年两会来判断；（2）周期行业自身产能的限制。从产能角度俩看，重点关注上游采矿业。

从中长期来看，产业升级和内需是经济增长的重要动力，重点关注战略新兴行业和消费行业。近年，现代产业体系建设重要性日益凸显，十九大报告、十九届五中全会公报、十四五规划、二十大报告等一系列重大政策文件中多次针对现代化产业体系做出重要论述。2023 年 5 月二十届中央财经委员会第一次会议继续研究加快建设现代化产业体系等问题，并明确现代化产业体系是现代化国家的物质技术基础。现代化产业体系具有智能化、绿色化、融合化三个基本特征。战略新兴行业是现代化产业体系建设的重要领域，具有长期价值。另一方面，在外部环境压力日增情况下，内需尤其是居民消费对经济贡献不断提升。经历了整年的经济修复，居民消费的“疤痕效应”减弱，消费进一步改善。

图表 53：周期行业普遍修复



数据来源：Wind，中信建投



图表 54：消费和设备行业平稳

门类	大类	2023-09						2023-09		
		行业基本面的（同比增速）						财务（同比增速）		
		工增	PPI	投资	出口	营收	成本	产成品	利润总额	利润率
采矿业	煤炭开采和洗选业	1.4	-15.6	9.4	-55.7	-14.4	-8.4	9.3	-26.5	22.5
	石油和天然气开采业	3.4	-3.3	20.3	-6.1	-8.3	1.1	-8.9	-9.4	33.9
	黑色金属矿	1.3	6.8	-4.4	0.0	-2.7	-2.9	-18.4	-18.5	10.6
	有色金属矿	-0.9	9.7	34.3	1014.7	0.5	-2.4	-3.0	5.0	23.2
	非金属矿	-5.9	-2.3	20.1	-14.2	-5.6	-5.5	4.1	-6.6	10.4
制造业	农副食品加工业	1.2	-1.8	6.5	-4.4	3.3	4.0	4.3	-15.1	2.0
	食品制造业	6.4	-0.7	7.5	2.6	2.0	1.7	4.1	2.2	7.8
	酒、饮料和精制茶制造业	2.7	1.1	4.1	22.1	5.7	3.8	3.8	5.6	20.7
	烟草制品业	1.9	1.3	43.4	81.8	4.1	1.2	23.8	5.5	13.8
	纺织业	0.8	-2.3	-2.2	-4.9	-3.3	-3.4	3.8	-10.2	2.8
	纺织服装、服饰业	-8.1	0.7	-4.7	-11.5	-8.1	-8.8	-2.7	-7.2	4.4
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-6.5	1.6	1.4	-10.8	-7.2	-7.7	-0.4	1.1	5.3
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-2.6	-1.6	5.8	-8.5	-3.0	-3.3	4.1	10.5	3.3
	家具制造业	-5.3	0.6	-8.4	-4.9	-7.8	-9.2	-2.5	-14.0	4.7
	造纸及纸制品业	8.8	-7.2	9.6	2.8	-3.6	-3.1	-7.6	-25.3	2.2
	印刷和记录媒介复制业	-2.9	-0.4	-5.6	-2.8	-6.3	-7.1	-0.7	-7.4	4.8
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-2.5	5.7	-1.3	-5.8	-3.4	-3.6	4.1	-5.3	4.4
	石油、煤炭及其他燃料加工业	9.4	-6.7	-22.7	59.8	-2.1	-2.8	-9.0	-40.4	0.9
	化学原料和化学制品制造业	13.4	-7.1	13.5	-2.2	-5.6	-2.0	-0.9	-46.5	4.9
	医药制造业	-7.7	0.8	-0.2	-7.4	-3.4	-2.1	10.7	-17.5	13.9
	化学纤维制造业	11.7	-1.8	-11.6	-0.9	2.8	2.4	-2.8	-10.8	1.7
	橡胶和塑料制品业	6.0	-3.6	3.8	4.7	-1.5	-2.9	-0.9	14.8	5.5
	非金属矿物制品业	-1.7	-7.0	-1.9	-2.9	-7.3	-6.4	0.3	-26.7	5.4
	黑色金属冶炼和压延加工业	9.9	-5.0	1.6	21.1	-4.8	-4.8	1.2	-1.8	0.4
	有色金属冶炼和压延加工业	8.4	2.7	9.9	3.9	2.5	3.4	5.6	-15.1	2.7
	金属制品业	3.7	-2.4	1.7	-6.5	-2.9	-3.3	0.3	-2.8	3.5
	通用设备制造业	0.0	-0.4	5.1	-4.1	2.0	0.3	3.3	11.0	6.9
	专用设备制造业	1.6	-0.3	8.2	-3.7	0.9	-0.3	12.1	2.4	7.8
	汽车制造业	9.0	-1.4	20.4	27.6	10.4	10.8	1.6	0.1	4.9
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.6	0.1	3.1	13.8	6.6	5.2	14.9	24.7	5.9
	电气机械和器材制造业	11.5	-2.3	38.1	-5.0	11.1	9.8	9.2	24.9	5.7
	计算机、通信和其他电子设备制造业	4.5	-1.8	10.2	-8.3	-3.4	-3.0	1.6	-18.6	4.0
	仪器仪表制造业	-1.1	0.3	24.3	-3.3	4.1	2.5	10.2	5.2	10.2
公用事业	电力、热力生产和供应业	4.6	0.5	29.2	-14.9	4.7	3.0	25.0	50.0	6.0
	燃气生产和供应业	-2.9	-1.4	22.9	-2.6	3.8	4.3	0.2	2.8	5.5
	水的生产和供应业	0.2	0.5	9.8	7.4	3.8	3.8	13.4	5.5	9.7

数据来源：Wind，中信建投

五、资本市场：偏向乐观

2024 年，海外和国内都在逐步正常化：欧美去通胀有望避免衰退，加息周期结束；国内经济继续复苏有望再通胀，货币政策宽松护航。相较于 2023 年的海外紧缩、国内类“通缩”的组合，2024 年的宏观环境存在明显边际改善。无论海外还是国内，风险资产在流动性和基本面方面都有支撑，相对更有优势。考虑到海外加息周期的结束和国内经济增速中枢长期下移的压力，债券资产的配置机会彰显，但交易性机会可能仍需要等待。商品内部分化，供需博弈、地缘博弈等干扰较大。

（一）美股在高利率环境下具备进攻机会

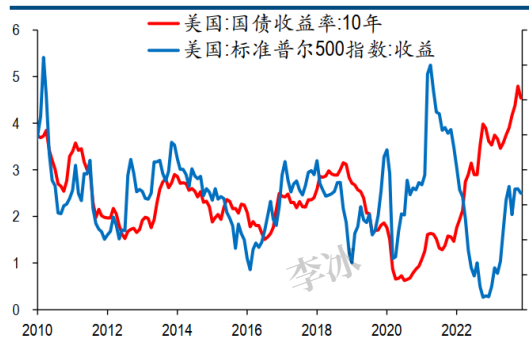
高利率并非一定会压制美股，基本面潜在改善空间提供盈利端的支撑。联储加息周期结束基本成为一致预期，但同时宣称要保持高利率较长时间，因此市场对于降息的期待不敢太高。那么，加息结束与降息难启这两个事件，哪一个对于美股关键呢？市场普遍担忧，利率高企对于美股估值压制较大，此外，债券相对股票的性价比也处在历史高点，或减少对股票的投资需求。我们认为，估值的压制肯定存在，但只要加息结束，这部分冲击的影响高峰可能过去，短期美股的主要矛盾可能在于盈利端。高利率能够维持，一大背景来自美国经济和通胀的韧性，这意味着盈利端不会出现很大恶化甚至有边际改善的空间，这对于美股构成支撑。实际上，历史经验来看，美债利率与美股的关系并非简单的负相关，多数时候反而呈现同向走势。

此前类似的高利率历史环境，美股也曾收获可观的涨幅。针对联储所宣称的 higher for longer，比较类似的一段历史可能是 2006-2007 年，当时联储同样快速加息到 5.25-



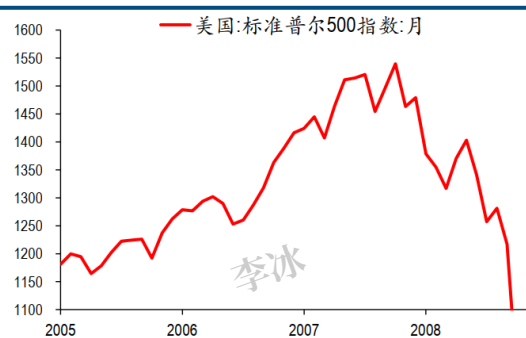
5.5%的高位，随后虽然结束加息，但长达 5 个季未开始降息，直至后续次贷危机爆发。这段时间中，美股涨势喜人，标普 500 一度涨幅超过 30%。因此，只要美国不出现重大危机，单纯高利率未必会成为美股进入熊市。

图表 55：利率与美股在中期走势上并非负相关



资料来源：Wind，中信建投

图表 56：2006 年加息后的高利率阶段，美股依然走出牛市



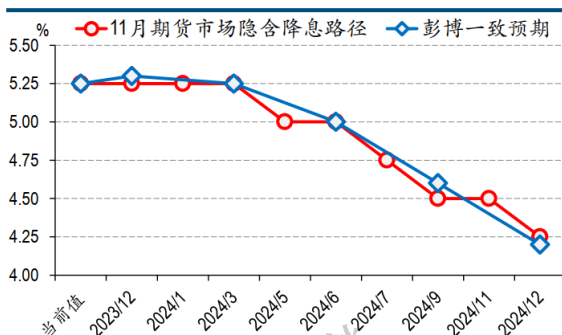
资料来源：Wind，中信建投

(二) 美债配置价值彰显，但趋势机会或需等待

加息结束决定美债的配置价值，降息开启决定美债的交易价值。在 2022 年美债利率一度升破 4% 以后，美债就吸引了大量关注，但 2023 年美债市场未能取得较好的表现，核心原因在于预期中的衰退并未出现。从 2023 年的经验教训来看，美债的价值需要区分配置和交易两个维度，4% 以上、甚至前期 5% 的美债的配置价值毋庸置疑，尤其是目前加息周期大概率已经结束，但是，如果想立刻博弈美债利率回落的交易性价值，事实证明单纯加息结束的预期似乎不够。今年 8 月份开始，市场对于继续加息的预期并未升温，但降息的预期有所削弱，在这个背景下，10 年期美债利率依然出现大幅上行。因此，趋势性的降息，可能是美债收益率全线回落的核心催化之一。如果衰退暂时得以避免，我们认为美债利率高位震荡的概率仍较大，交易价值还需等待。

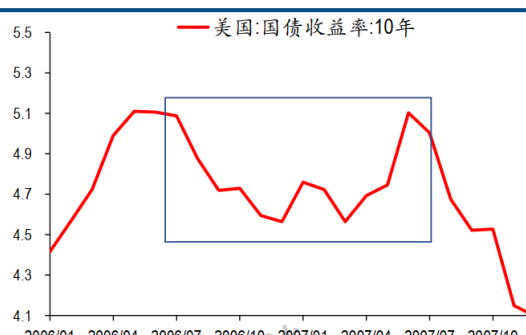
此前类似的高利率历史环境，美债波动较大但趋势机会有限。2006-2007 年类似的高基准利率环境下，10 年美债利率虽然阶段性下行，但迅速反弹，后期在危机出现、美联储开始降息后，长端利率才出现再度下行。

图表 57：对于降息的预期和幅度，还缺乏有效共识



资料来源：Wind，中信建投

图表 58：若联储不降息，美债收益率很难趋势下行



资料来源：Wind，中信建投

(三) 原油或欲扬先抑，黄金寻短期机会

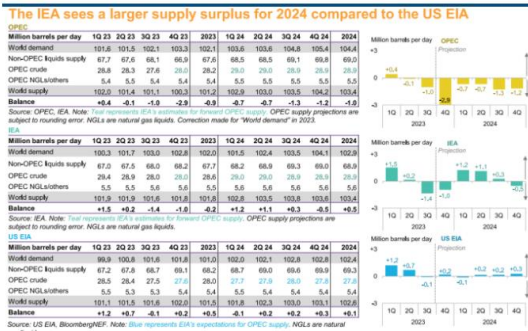
原油供需在短期仍有恶化可能，明年若非美经济体逐步修复，压力或逐步减轻。原油的基本面矛盾在过去两年主要集中在供应端，随着美国产能无法释放，俄乌冲突放大俄罗斯产能的边际影响，OPEC+在定价端的话语权重新增加，沙特主导的减产成功对原油价格形成较强的支撑，在全球需求尚未恢复到疫情前的背景下，持续高于页岩油的成本中枢。今年三季度以来，原油价格开始大幅震荡并一度下跌，和 OPEC+内部成员的减产意愿出现分化有关。短期来看，在油价出现一波回调和冬季需求清单的



背景下，减产协议的维系可能仍会有一定阻力和波折，不排除油价出现震荡走低。但随着中国、欧洲等需求的逐步回暖，以及 OPEC+ 成员国在财政压力下无法容忍油价持续下行，后续联合减产依然是最优解，叠加年中前后潜在的降息窗口，油价或再度爬升。

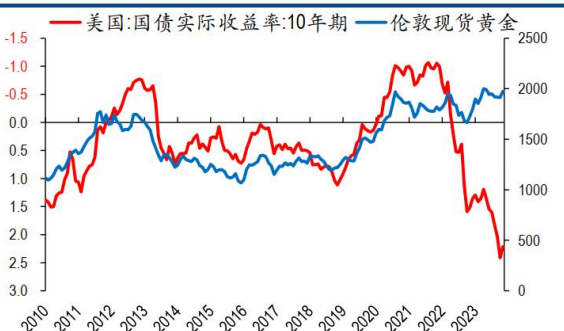
黄金传统逻辑生变，地缘、去美元化、降息或催化短期交易机会。类似美债，黄金在加息周期的尾声，同样获得市场高度的关注。过去两年，在联储快速加息、实际利率大幅攀升、美元冲高、通胀回落的不利环境中，金价相对坚挺，并未出现系统性的下行。尤其是实际利率这一最传统的解释变量，近两年失效严重。我们判断，在尽管金价没有下跌，但如果实际利率继续保持高位、无法趋势性下行，金价创新高的难度依然存在。因此，短期黄金的机会可能来自于其他一些逻辑的演绎，例如地缘冲突带来的避险需求、去美元化的讨论阶段性升温、以及年中潜在的联储降息，都可能带来金价的短期上行。

图表 59：主流机构预测 2024 年下半年供需或边际改善



资料来源：彭博，中信建投

图表 60：实际利率高位，黄金逻辑转向地缘等催化



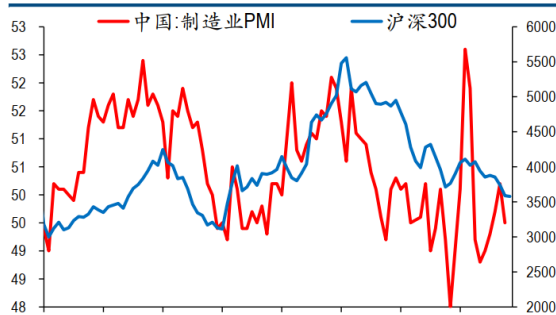
资料来源：Wind，中信建投

(四) A 股有望迎来转机

海外流动性紧缩、国内复苏偏慢，共同压制 A 股在 2023 年的表现。第一，全球流动性紧缩，美联储大幅加息缩表。美国经济强势和通胀韧性超出市场预期，美联储连续加息 4 次，上调目标利率 100BP。10 年期美国国债收益率从 4 月初 3.3% 一路上冲，10 月下旬一度突破 5%。全球流动性紧缩对全球风险资产造成负面冲击，推动外资流出，也在今年 5-8 月带来人民币汇率巨大的贬值压力，限制了国内货币政策空间。第二，国内经济复苏偏缓，企业盈利受拖累。4 月以来，PMI 等指标低于季节平均水平，通胀、社零、投资数据均未能尽快回到正常水平，A 股企业盈利预测则出现了明显下修，目前预计全年业绩增速为 -5%~0%。分子端向下背景下，即使市场下跌也并未跌至估值最低位置。第三，增量资金不足。今年以来 A 股增量资金流入明显不足，权益基金发行近 1800 亿，8 月中旬以来外资持续大规模流出，全年净流入仅 550 亿。股权融资和股东减持两个方向的资金流出较高。

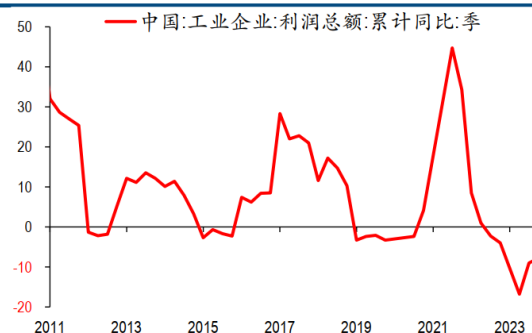
2024 年 A 股面临的环境边际改善，可以更加乐观。从盈利层面看，今年 A 股盈利总体偏弱，多个季度负增长，明年 A 股盈利有望实现正增长，基本面好于今年。从估值层面看，中性假设下明年无风险利率持稳，风险偏好小幅提升，因此估值也基本平稳或小幅提升。从政策层面看，地方债务和房地产市场风险化解持续，政策工具箱的空间也非常丰富，有利于提振投资者信心。从中美关系看，乐观预期下美国在大选前会推动中美关系进入稳定或是边际缓和状态，对市场情绪、外资流动等方面形成有利支撑。从美联储货币政策看，紧缩态势在明年将有边际缓和，甚至进入降息周期，有利于人民币汇率和 A 股的表现。综合来看，明年市场大概率好于今年，实现小幅的正收益，在活跃资本市场政策的推动下，上涨幅度也可能超出基准预期。

图表 61: 2023 年国内复苏偏慢是股市受挫原因之一



资料来源: Wind, 中信建投

图表 62: 利润增速在 2024 年能否转正非常重要

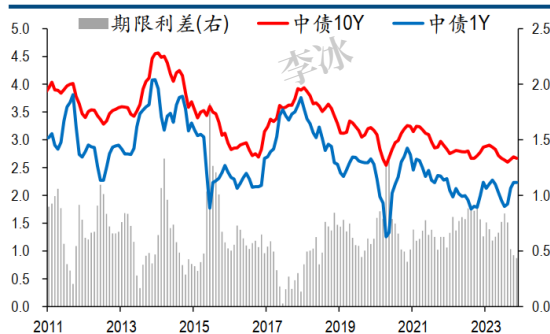


资料来源: Wind, 中信建投

(五) 国债收益率长期下行，短期波动，利率上行即是配置机会

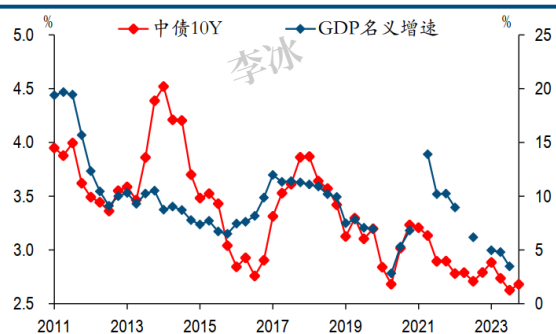
债市环境依然较为复杂，多空因素交织，阶段性若出现收益率的上行，则是长期的配置机会。短期来看，随着稳增长措施的效果继续显现，海外压制边际改善，国内经济仍有继续上行的空间；PPI 降幅或继续收窄、CPI 难以持续负增，价格在 2024 年也有望向上；此外，由于财政持续发力，国债发行需求旺盛，供给端也有扰动可能；这些因素叠加，利率仍有上行的空间。但从全年和长期来看，收益率压制的因素也依然存在：货币政策料将配合积极财政政策维持宽松，流动性整体充裕，人民币汇率贬值压力缓解也有利于央行在选择宽松操作时避免后顾之忧；经济结构优化依然是政策主线，房住不炒基调不变，基建对冲力度无法持续高位；我国经济增速中枢缓慢下移的趋势或将延续；与此同时，中国金融机构普遍存在“资产荒”尚未解决；收益率缺乏大幅和持续上冲的基础，一旦向上突破，是潜在的配置机会。

图表 63: 期限溢价目前处于偏低位置



资料来源: Wind, 中信建投

图表 64: 名义增速短期或反弹，对利率下行构成牵制



资料来源: Wind, 中信建投

免 责 声 明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。