

全球宏观与大类资产 2024 年展望

全球经济放缓与货币政策转向之际的大类资产配置机会

超配

核心观点

全球经济放缓，核心通胀压力犹存。2023 年全球经济增长放缓至3%，其中亚洲新兴经济体增长强劲，发达经济体增长疲软。预计 2024 年全球增速将继续小幅放缓，工业生产维持疲软，服务业消费对经济的支撑动能减弱。全球通胀预计持续回落，但核心通胀压力仍然存在。此外，2024 全球迎来超级大选年，需警惕各国政策和地缘政治风险的变化。

美国经济软着陆成为基础假设。美国经济当前面临放缓，短期内通胀将继续回落，但需警惕能源价格波动和房租带来的通胀反弹风险。美国大选年财政赤字易上难下，政府债务持续攀升，高利率下政府付息压力将增大，主权信用水平恶化。美联储有望二季度开启降息，利好风险资产。

欧元区在高利率影响下经济震荡筑底。欧元区今年经济实际衰退程度好于预期。然而能源危机和制造业危机尚未完全解决，高利率对经济增长的抑制作用仍在持续，通胀快速回落叠加经济增速已处于磨底阶段，预计欧央行最早将于明年二季度末开始降息。

日本经济正常化趋势值得关注。日本经济在经历低利率、低通胀、低增长时代后，今年出现经济增速和通胀均向上发展的态势，带动消费改善和企业盈利增加，形成正向循环。展望明年，日本经济和货币政策正常化趋势值得关注，日央行有望于二季度退出 YCC 政策，3 月春斗谈判结果将成为关键因素。

美债：黄金配置窗口期，中资美元债优选投资级短久期债券。美债利率预测模型显示不同情形下未来 1 年内10 年期美债利率有望下行至 3.3%-3.8%，利率下行期间美国国债和投资级公司债均有更好的回报表现，建议优先配置美国国债以及收益率较高且信用资质较好的美国投资级企业债。中资美元债建议优选估值处于绝对高位，受益于国内经济复苏、利差有收窄空间的短久期投资级债券，可逢高拉长久期。

美股：货币政策转向之际或面临震荡。美联储的货币政策转向和净流动性的消耗对冲了缩表的影响，助推了年末美股的上涨。预计美联储将在明年二季度开始降息并停止缩表。综合市场一致预期和风险溢价模型测算，我们预计 2024 年标普 500 运行区间为 4100-5200 点。

港股：有望迎来估值和基本面共振。随着政策刺激的加码，以及海外确定性的利率下行，港股的流动性和基本面已经在复苏的路上。恒生指数，恒生科技、汽车、消费行业前瞻业绩的上修已经证明了这一点。我们预计 2024 年恒指运行在 16000-23000 点之间，维持超配评级。

商品：原油预计区间震荡，看好黄金的中长期配置价值。全球经济放缓带来需求减弱，但供应端因减产和地缘冲突存在扰动，预计明年原油价格或在 70-90 美元间震荡。黄金具有商品、金融和货币多重属性，各国央行购金量增加，对金价有推力且美元触顶和实际利率下行对黄金有利，建议保持超配。

加密货币：减半日临近叠加美联储降息周期，比特币有望进一步上行。

风险提示：能源价格波动引发通胀反弹的风险；地缘政治风险；美国经济超预期风险；美联储货币政策的不确定性；美国大选年财政政策的不确定性；极端情形下的海外资产没收风险；加密货币资产的价格波动风险、法律监管风险。

全球大类资产

超配 · 维持评级

证券分析师：王学恒

010-88005382

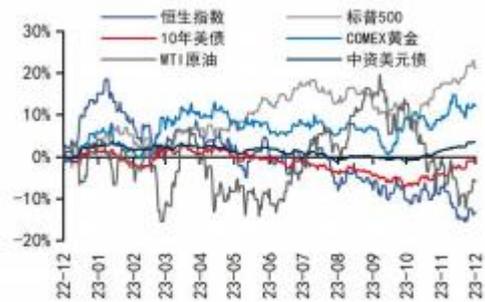
wangxueh@guosen.com.cn
S0980514030002

证券分析师：徐祯霆

010-88005494

xuzhenting@guosen.com.cn
S0980522060001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《港股 2024 年投资策略-从周期错位到共振，港股开启希望之旅》——2023-12-18

《港股市场速览-回升趋势初现，重点关注成交量》——

2023-12-17

《港股 ROE 量化投资策略（四）-攻守兼备的低价蓝筹股投资攻略》——2023-12-13

《港股市场速览-风险溢价模型维持港股强烈抄底信号》——

2023-12-10

《海外市场速览-港股风险溢价模型发出强烈抄底信号》——

2023-12-03

内容目录

全球宏观经济展望	6
全球经济放缓，核心通胀压力犹存，警惕地缘政治风险	6
美国：经济软着陆成为基础假设	8
欧元区：高利率影响下经济震荡筑底	17
日本：经济正常化趋势值得关注	20
全球大类资产展望	23
美元债：美债处于黄金配置窗口期，中资美元债建议关注投资级短久期债券	23
美股：货币政策转向之际美股或面临震荡	26
港股：流动性改善和政策持续加码有望带动估值和基本面共振	30
商品：原油预计区间震荡，看好黄金的中长期配置价值	34
加密货币：减半临近叠加降息周期，比特币有望进一步上行	37
风险提示	39

图表目录

图 1: IMF 全球 GDP 同比增速预测	6
图 2: IMF 全球 CPI 同比增速预测	7
图 3: 全球地缘政治风险指数	7
图 4: 美国经济意外指数与 10 年期美债利率	8
图 5: 美债期限利差倒挂与美国经济衰退时期	8
图 6: 商业银行各类型贷款同比增速 (%)	9
图 7: 小型工商企业信贷压力最大	9
图 8: 美国居民超额储蓄走势 (经核心 PCE 调整)	9
图 9: 美国实际 GDP 同比增速各分项贡献拆分	10
图 10: 非制造业 PMI	10
图 11: 失业率	10
图 12: 美国 CPI 与核心 CPI 同比走势	11
图 13: 原油价格波动率加大	11
图 14: 美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比企稳回升	12
图 15: 美国 CPI 房租分项与核心服务环比反弹	12
图 16: 美国联邦政府债务率预测	12
图 17: 美国国债年度净发行量创历史第二高	12
图 18: 美国联邦政府赤字率预计长期上行	13
图 19: 美国国债拍卖倍数走低	13
图 20: 美国大选年财政赤字率变化 (负值代表赤字扩大)	14
图 21: 美国大选年政府负债率变化	14
图 22: 三位控制了赤字率的美国总统在执政第三年时期的支持率 (对比拜登政府)	14
图 23: 美债月度发行规模略滞后于财政赤字	15
图 24: 美债余额/GDP	15
图 25: 美国 1 年期、5 年期和 10 年期 CDS 走势	15
图 26: 美联储对于美国实际 GDP 同比增速的预测	16
图 27: 美联储对于美国失业率的预测	16
图 28: 美联储对于美国核心 PCE 同比增速的预测	16
图 29: 美联储对于联邦基金目标利率中值的预测	16
图 30: CME 美联储观察加息概率矩阵 (蓝色代表基础假设)	17

图31： 联邦基金利率期货隐含的美联储未来降息路径	17
图32： 欧洲电力价格回落至冲突爆发前水平	18
图33： 欧洲工业产能利用率和生产指数仍在下滑	18
图34： 欧央行开启加息时点晚于美联储	18
图35： 欧洲银行信贷规模同比增速仍在下滑	19
图36： 欧元区 CPI 同比增速回落快于美国	19
图37： 欧元区信心指数下半年再度走弱	19

图38: 欧元区实际工资收入增速在 23Q2 才回正	19
图39: 隔夜指数掉期隐含的欧央行未来降息路径	20
图40: 欧元区主要经济体经济增速预期	20
图41: 美日利差和美元兑日元汇率自 22 年美联储加息以来相关性较高	20
图42: 日本 CPI 与 PPI 走势	20
图43: 日本零售销售额同比持续增长	21
图44: 日本企业收入和雇员薪资同比增长	21
图45: 日本经济有望走向正常化	21
图46: 日本年度实际 GDP 增长率预测	22
图47: 日本季度实际 GDP 增长率预测	22
图48: 隔夜指数掉期隐含的日央行未来降息路径	22
图49: 日元汇率在触及 150 关口后回落, 日美套利指数回落	22
图50: 2022H2 以来美债利率走势	23
图51: 10 年期美债利率拟合模型	23
图52: 10 年期美债利率预测结果	24
图53: 美债 ETF 近 3 年资金流入规模 (百万美元)	25
图54: 10 年期美债利率见顶后不同时间内的美国各类型债券回报表现 (1994 至今)	26
图55: 标普 500 回购金额	27
图56: 标普 500 回购金额的同比变化	27
图57: 美国市场净流动性 (十亿美元)	27
图58: RRP 账户 (十亿美元)	27
图59: TGA 账户 (十亿美元)	28
图60: 美国货币市场基金规模	28
图61: 标普 500 的估值	29
图62: 标普 500 的风险溢价	29
图63: 2023 年以来港股与主要指数表现	30
图64: 恒生指数 EPS 展望较年初分析师预期高出 6.5%	31
图65: 恒生科技指数 EPS 展望较年初分析师预期高出 41%	31
图66: 恒生指数 PE	31
图67: 港股通资金买入情况	32
图68: 恒生指数的风险溢价	33
图69: 原油期货结算价格	34
图70: 原油价格同比	34

图71: 美国战略原油储备持续下降	34
图72: 美国页岩探区已开钻但未完钻数量	34
图73: 美国能源设施和资源分布地图	35
图74: 美国各州大选民调地图	35
图75: 黄金多重属性和主要影响因素	36
图76: 实际利率变化与黄金价格走势(%, 美元/盎司)	36
图77: 中国官方黄金储备持续攀升	37
图78: 美元指数与黄金价格	37

图79： 美元实际有效汇率见顶 12 个月后的黄金表现（基于 1969 年至 2022 年 12 月之间的月度数据）	37
图80： 比特币前三次减半事件后价格涨幅	38
图81： 比特币价格走势与实际利率负相关	39
表 1： 美国宏观经济的市场预期（按季度）	11
表2： 美国选举年的财政赤字率与政府负债率变化	13
表3： 美国主权评级概况	14
表4： 不同情形组合下的 10 年美债利率预测结果	24
表5： 标普 500 的盈利预测	28
表6： 恒生指数的预期	32

全球宏观经济展望

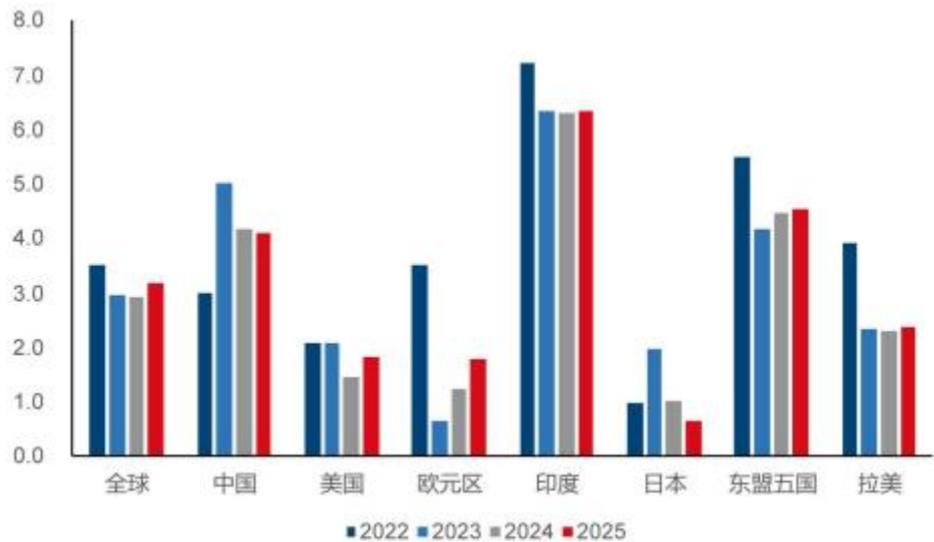
全球经济放缓，核心通胀压力犹存，警惕地缘政治风险

全球经济增长预期较年初有所上升，尽管仍呈现放缓迹象。具体而言，亚洲新兴经济体的增长表现普遍强劲，而相对而言，欧元区和美国的经济增长相对较弱。

根据国际货币基金组织（IMF）于 10 月 10 日发布的数据，2023 年的全球经济增长预期已经上调至 3.0%，较 4 月的预测值高出 0.2 个百分点，较 2022 年的 3.5% 下降了 0.5 个百分点。然而，在逆全球化的背景下，全球经济相对于疫情前的 2000 年至 2019 年年均增长率 3.8% 依然显示出降速迹象。横向对比来看，亚洲新兴经济体的增长表现令人瞩目，增长率有望升至 5.2%。与之相对，发达经济体由于货币政策收紧开始产生负面影响，以及成本高企和下游需求低迷导致的制造业疲弱抵消了服务业活动的增长，依然扮演着一定的拖累角色。展望 2024 年，预计全球经济增速将继续放缓，工业生产将表现疲软，服务业消费对发达经济体的支持作用将有所减弱。

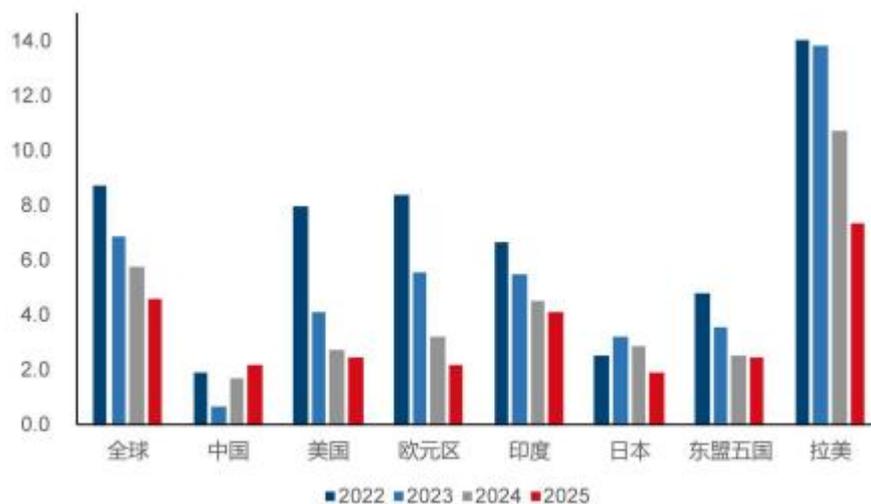
在通胀方面，IMF 的预测显示，全球通胀将从 2022 年的 8.7% 下降至 2023 年的 6.9% 和 2024 年的 5.8%。这一下降主要源于货币政策的收紧以及国际大宗商品价格的回落。然而需要注意的是，核心通胀压力仍然存在，主要是由于总体通胀向核心通胀的传导效应、企业利润保持较高水平以及劳动力市场紧张等原因，预计核心通胀将从 2022 年的 6.5% 缓慢下降至 2023 年的 6.0%，大多数国家的通胀预计要到 2025 年才能回到目标水平。

图1：IMF 全球 GDP 同比增速预测



资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

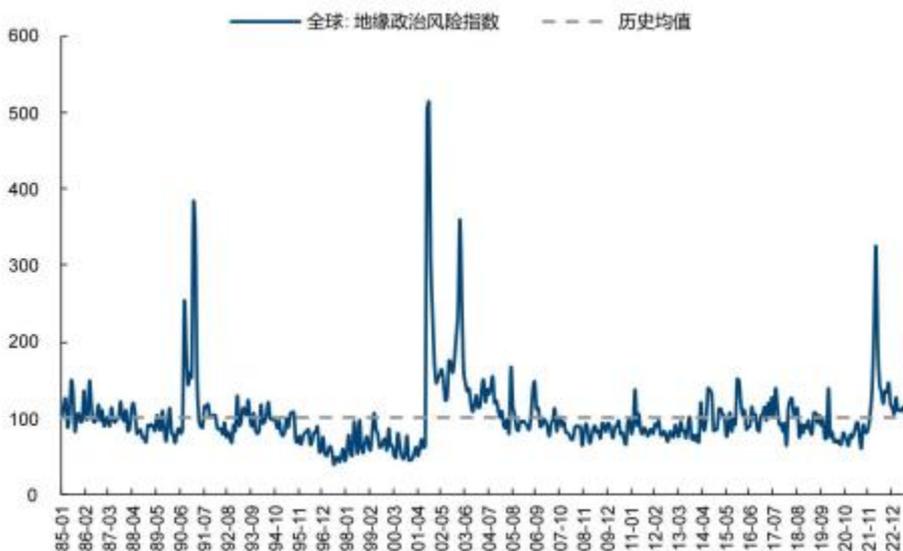
图2: IMF 全球 CPI 同比增速预测



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

政局变化和地缘政治冲突在 2024 年仍将是潜在风险。中美战略竞争长期化、俄乌冲突陷入拉锯战、巴以冲突尚未有妥善解决迹象, 近期红海局势更造成地缘紧张加剧, 地缘政治风险指数在近两年都居于高位, 显著超过历史均值。展望 2024 年, 全球将迎来“超级大选年”, 包括美国、印度、英国在内将有超过 40 个国家和地区将举行大选, 合计人口和GDP 约占全球四成。

图3: 全球地缘政治风险指数



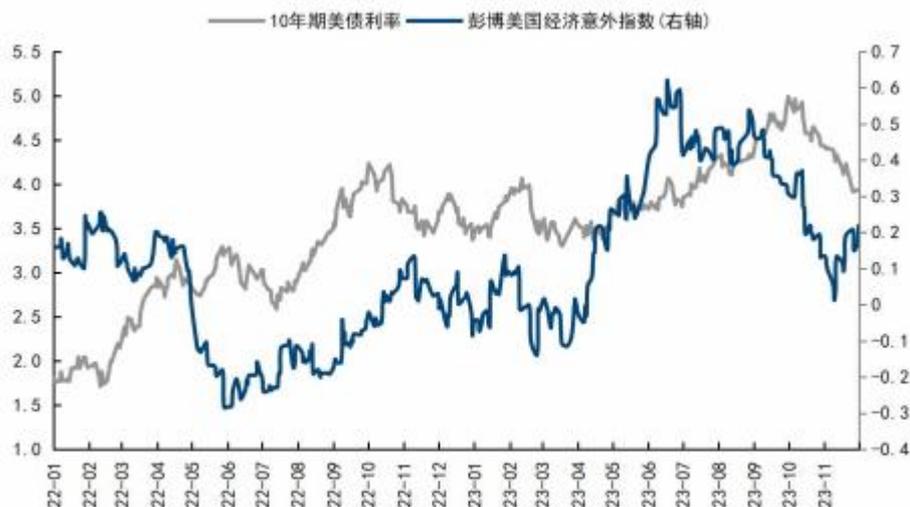
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

美国：经济软着陆成为基础假设

1. 经济已然放缓但衰退仍遥远

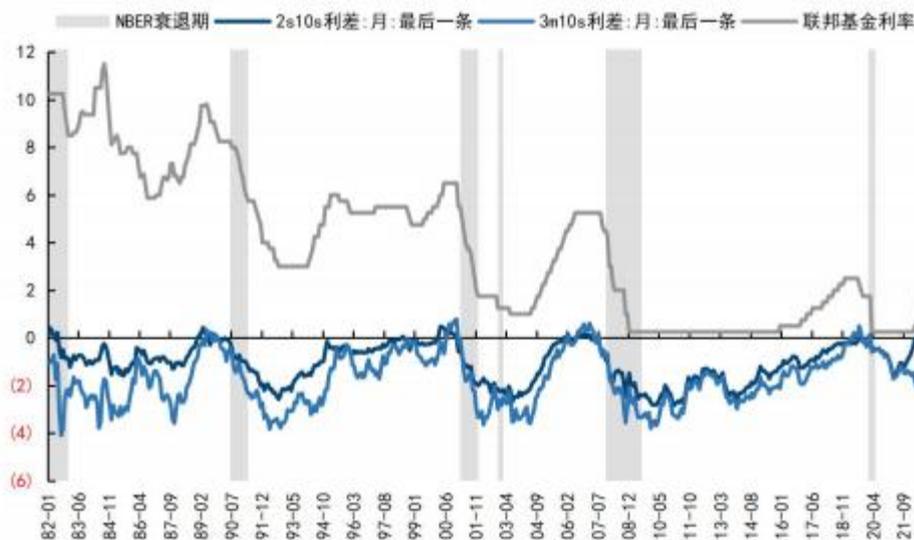
关于美国的经济指标，今年多数时间都保持超越市场预期的强势，综合了各项经济数据与市场预期的差值的彭博经济意外指数自年初起即开始震荡上行，且加速上行的时点往往与美债利率变动节奏一致，而这一指标在 8 月份开始有走弱的迹象，这意味着经济数据超预期的幅度在逐渐收敛。此外，作为预告经济衰退的可靠信号之一——期限利差倒挂幅度的快速收敛也预示了经济放缓的临近。

图4：美国经济意外指数与 10 年期美债利率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图5：美债期限利差倒挂与美国经济衰退时期



资料来源：Wind, NBER, 国信证券经济研究所整理

其他宏观指标方面，美国信贷环境收紧正在给房地产市场、投资和经济活动带来

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/377135111101006163>