

研报精选

2024年3月10日 第161期

宏观专栏

重视政策变化的深远意义——2024年政府工作报告点评

3月5日，国务院总理李强向十四届全国人大二次会议作政府工作报告，GDP目标被设定为5%左右。报告认为，2024年政府工作报告表明政策大方向仍是结构性政策和周期性政策协同发力，标本兼治。同时，财政政策力度在加大，有望在中长期持续为经济发展提供支持。

降息预期“摇摆”，风险变数仍存

报告认为，降息交易的回摆背后仍存变数与风险。一方面，2月份美国ISM与Markit制造业PMI出现背离；另一方面，如果美联储转鸽，将很容易造成金融条件过于宽松，经济和通胀数据也可能再显弹性。

专题聚焦

流动性变局重塑资产规律

报告认为，当下我国流动性运行出现一些新趋势和新现象，在流动性变局的影响下，信用扩张效率下降。在新的宏观环境下，财政脉冲可能为资产轮动提供关键指引，对信贷脉冲的信号形成补充。

美元的上行动能或有所减弱

报告认为，市场已经将美联储全年的降息预期下调到了3次，隐含降息启动的时间点在6月或以后。如果数据显示美国经济的强劲势头有所放缓，可能导致美元利率的回落和美元指数的回调。

宏观专栏

重视政策变化的深远意义——2024年政府工作报告点评

2024年3月5日，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大二次会议作政府工作报告¹（以下简称《报告》）。统筹考虑短期与长期需要和条件，GDP目标被设定为5%左右。我们认为政策大方向仍是结构性政策和周期性政策协同发力，标本兼治，但我们也观察到财政政策的力度加大，而且中长期持续为经济发展提供支持，我们要重视这个变化的积极意义，当然其他方面的新提法也需多加关注。在此基础上，《报告》对2024年消费、投资、房地产等领域做出了具体部署。中长期来看，我们认为，创新是提高全要素生产率的关键，《报告》将“加快发展新质生产力”和“深入实施科教兴国战略”放在了工作任务的前两项，同时通过进一步改革开放增强内生动力。

《报告》肯定成绩，直面问题，对当前的经济形势的诊断客观准确，并合理设定经济增长目标。《报告》肯定了2023年工作取得的成绩，但也指出“经济持续回升向好的基础还不稳固”，并把“有效需求不足”这一问题放在突出的位置，同时也强调了“部分领域产能过剩、社会预期偏弱，风险隐患仍然较多”。2024年GDP增长目标被设定为5%左右，一方面是“考虑了促进就业增收、防范化解风险等需要，并与‘十四五’规划和基本实现现代化的目标相衔接”，另一方面“也考虑了经济增长潜力和支撑条件，体现了积极进取、奋发有为的要求”。我们在2023年9月的专题报告《[传统思维或低估潜在增长](#)》中指出，金融周期下半场，依赖于物价指标来判断增长持续性的传统框架会低估潜在增长。2023年12月23日《经济日报》金观平的署名文章《正确处理速度和质量的关系》²指出“研究显示，现阶段我国经济潜在增长率在5%至6%左右。”

我们认为，实际增长往潜在增长靠拢固然离不开经济自发力量，但政策引导也至关重要。《报告》强调政策取向的一致性，增强储备政策前瞻性。总基调是“稳中求进、以进促稳、先立后破”。一方面，“稳是大局和基础”，要谨

¹ <http://www.news.cn/politics/20240305/0c58733165ce43afb4f66bbab5748eb4/c.html>

² http://m.ce.cn/ttt/202312/23/t20231223_38840303.shtml

慎出台收缩性抑制性举措，清理废止有悖于高质量发展的政策规定。另一方面，“进是方向和动力”，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。同时，强调要加强政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，确保同向发力、形成合力。同时，要强化协同联动、放大组合效应，储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱。

我们认为政策大方向仍是结构性政策和周期性政策协同发力，标本兼治，长短结合，但我们也观察到财政政策的力度加大，而且中长期持续为经济发展提供支持。2024年1月30日人民日报发表钟才文的署名文章《必须坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力》³，指出供给和需求是经济发展的一体两面。我们认为，当前中国经济总需求不足具有跨周期的特征，背后有全球产业链调整、金融周期下半场等超越传统经济周期的因素，财政扩张是应对当前问题的关键举措。今年财政预算赤字率拟定为3.0%（对应赤字规模4.06万亿元），新增3.9万亿元地方专项债，此外“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，今年发行规模为1万亿元。结合去年4季度集中增发的1万亿元国债或主要用于今年，综合财政两本账来看，财政政策强度（新增债务/GDP）约7.5%，高于去年的6.1%。财政对民生福祉的支持力度也有加码，如加大对社保的支持力度，分别提高城乡居民基础养老金月最低标准、医保财政补助20元和30元，上调幅度比较大，有效改善1.7亿多城乡老年人的生活待遇⁴，从而也间接有助提振消费。

货币政策方面，新增“增强资本市场内在稳定性”，回应市场关注的焦点问题。货币政策总基调延续了此前中央经济工作会议的基调，即“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”，《报告》明确地指出要“加强总量和结构双重调节”，并新增表述“增强资本市场内在稳定性”。今年以来，货币政策已经连续降准降息，并且积极通过新闻发布会、主管媒体评论等方式与市场进行预期沟通。

³ <http://cpc.people.com.cn/n1/2024/0130/c64387-40169143.html>

⁴ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/33436/tw/>

向前看，我们认为降准降息的空间仍然存在，但也要关注结构性货币政策加码。

结构性政策和周期性政策协同发力在统筹消费和投资、着力扩大国内需求等方面也有具体体现。《报告》指出从“增加收入、优化供给、减少限制性措施”等方面激发消费潜能。积极扩大有效投资方面，《报告》指出“重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳”等领域，更加向科技与产业发展倾斜。2月23日，中央财经委会议⁵指出“对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节”；3月1日，国务院常务会议⁶审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要求“加大财税、金融等政策支持”，推进几大领域的设备更新改造。我们预计，设备更新和消费品以旧换新，或将成为今年促消费扩投资的一个重要政策抓手。

化解房地产风险方面也强调标本兼治，除了融资支持与需求支持，也要打造新模式和基础性制度。《报告》首提“完善商品房相关基础性制度”，从制度入手，构建供需匹配、人房地钱良性循环的机制。加快“构建房地产发展新模式”，保障房建设和城中村改造将加速，释放结构性住房需求。短期供求政策方面，融资对接机制落地，继续强调“对不同所有制房企合理融资需求要一视同仁”，房企支持“三个不低于”和房地产项目“白名单”政策将继续实施。需求端继续强调满足刚性和多样化改善性需求，相关政策或将继续优化。

中长期来看，我们认为，创新是提高全要素生产率的关键，《报告》将“加快发展新质生产力”和“深入实施科教兴国战略”放在了工作任务的前两项：

《报告》将现代化产业体系建设放在了工作任务首位，体现了对科技创新的重视。对优势产业“推动产业链供应链优化升级”，“增强产业链供应链韧性和竞争力”。我国具有“产业体系完备的供给优势”，提升优势产业的供给优势，高端化、智能化、绿色化将是重点发展方向。2023年12月，中央经济工作会议提出“以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力”。在具体行业上，我们认为，《报告》指出的智能网联新能源汽车、新兴氢

⁵ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6933834.htm?ddtab=true

⁶ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6935504.htm?menuid=104

能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济等将是重点发展产业。《报告》还重点强调了数字经济创新发展，提出开展“人工智能+”行动，将进一步促进我国人工智能产业的发展。平台经济方面，《报告》提出“支持平台企业在促进创新、增加就业、国际竞争中尽显身手”。

发挥“人才优势”，释放“人才红利”。虽然我国总人口规模自2022年以来略有下降，但是我国具有“高素质劳动者众多的人才优势”，人才红利正在形成。科技创新离不开人才，《报告》提出要“创新链产业链资金链人才链”一体部署，在教育、科研、人才政策等方面加大支持力度。我们认为，这些举措有助于释放我国的人才红利。

通过进一步改革开放增强内生动力。《报告》在“激发各类经营主体活力”方面，突出强调了对于民营企业的支持，“全面落实促进民营经济发展壮大的意见及配套举措”，在金融支持层面“提高民营企业贷款占比、扩大发债融资规模”；在“加快全国统一大市场建设”方面，要“专项治理地方保护、市场分割、招商引资不正当竞争等突出问题”；在“推进财税金融等领域改革”方面，则延续中央经济工作会议，“谋划新一轮财税体制改革”。《报告》进一步强调了“扩大高水平对外开放”，通过“继续缩减外资准入负面清单，全面取消制造业领域外资准入限制措施，放宽电信、医疗等服务业市场准入”等制度型开放措施加大吸引外资力度，同时“推动加入《数字经济伙伴关系协定》、《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》”。

以上观点来自：2024年3月5日中金公司研究部已发布的《重视政策变化的深远意义——2024年政府工作报告点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

降息预期“摇摆”，风险变数仍存

1月份鲍威尔发表鹰派言论之后，美国经济数据普遍较好，市场对降息的预期受到打压。但上周ISM制造业PMI指数和消费者信心下降，叠加沃勒等美联储官员发言偏鸽，使得降息交易“重回牌桌”。但我们认为，降息交易的回摆背后仍存变数与风险，一方面ISM与Markit制造业PMI出现背离，沃勒的发言也没有市场解读得那样鸽派，另一方面，如果美联储再像去年12月份那样转鸽，那么将很容易造成金融条件过于宽松，经济和通胀数据也可能再显弹性。最后的结果可能是，美联储越鸽，降息的时间点越往后推。

上周五公布的2月份ISM制造业PMI指数只有47.8，不及1月的49.1，也明显低于市场预期的49.5，显示制造业复苏道路坎坷，但仔细来看，这或并非一份全然悲观的报告⁷。首先，相比于疲软的数据，ISM调查受访企业的反馈要显得温和很多。来自化工、机械、运输设备、电气设备、金属加工业的受访企业均表现出了积极态度，他们要么预计销售将保持强劲，要么称订单和需求在稳步增长。只有来自计算机和电子产品行业的受访者表示海外需求持续疲软。

其次，2月份制造业PMI自有库存指数为45.3，较上月46.2进一步回落，当前较低的库存意味着未来存在补库潜能。从受访者的反馈看，一些企业也表示愿意增加库存投资，以改善交付准时性、提高营收预测准确度、以及增强客户满意度，进而减轻“断供”风险。最后，这份报告背后还暗藏一定通胀风险，52.5的PMI价格指数继1月后再度落在扩张区间。如果制造商的成本压力在未来几个月内未能缓解，加之需求持续扩张，也将对通胀带来支撑。

另一个值得注意的是，2月份ISM与Markit制造业PMI背离，后者为52.2，显示美国制造业持续扩张。两者的背离可能和编制方法的不同有关，具体来看⁸：1) 样本数量不同。ISM覆盖了400多家企业，Markit覆盖了800多家企业；2)

⁷ <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-report-on-business/pmi/february/>

⁸ <https://cdn.ihsmarkit.com/www/pdf/1019/US-mfg-PMI-19-10-02.pdf>

调查对象不同。ISM的调查针对其下属会员，多为规模较大的跨国企业，Markit的调查包括各种规模的企业，样本更加均衡；3) 回复涉及的市场不同。ISM不要求受访者的回答只限于其在美国的工厂，但Markit要求所有回复必须与美国工厂相关，因此有可能ISM制造业PMI调查更会受到企业在海外的生产表现的影响。4) 分项的权重不同。ISM的分项被赋予等权重（新订单、产出、就业、供应商交付、库存各20%），Markit的权重更偏重于前瞻性的指标，分布为新订单（30%）、产出（25%）、就业（20%）、供应商交付（15%）、库存（10%）。由于ISM的统计中大企业占比更高，且其与海外市场联系更加紧密，一种可能是海外制造业偏弱，致使覆盖美国企业海外设厂的ISM受到更多影响，而Markit更代表美国本土的生产情况，所以相对表现更强。

美联储方面，上周发言的官员态度大都偏鸽，他们目前的基本论调是，虽不急于降息，但仍倾向在年内降息2~3次。例如，亚特兰大联储主席博斯蒂克称今年夏天开始降息可能是合适的⁹。美联储今年的票委、克利夫兰联储主席梅斯特说，1月PCE通胀数据显示，决策者在降低物价压力方面还有更多工作要做，但她说这不会改变她对美联储今年将降息三次的预期¹⁰。芝加哥联储主席古尔斯比也称不要过度解读1月PCE通胀数据的反弹，随着供应链正常化，可能会看到通胀进一步放缓¹¹。

最引入瞩目的言论来自美联储理事沃勒（Waller），他称希望看到美联储的国债持有结构向更大份额的短期国债转变（**I would like to see a shift in Treasury holdings toward a larger share of shorter-dated Treasury securities**）¹²。他进一步表示，2008年之前，美联储持有的短期国债约占整个投资组合的三分之一。如今，短期国债在美联储的国债持有量中不到5%，在整个证券持有总量中不到3%。转向持有更多的短期国债将使到期日结构更趋向于美联储的

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-29/bostic-repeats-fed-easing-will-likely-be-appropriate-this-summer?embedded-checkout=true>

¹⁰ <https://www.nasdaq.com/articles/feds-mester:-three-rate-cuts-in-2024-about-right>

¹¹ <https://www.marketwatch.com/livecoverage/pce-inflation-for-january-s-p-500-futures-slip-ahead-of-key-report/card/fed-s-goolsbee-says-supply-factors-that-pushed-down-inflation-in-2023-still-at-work-Vp6JP9nVe1AqYezrOO5m>

¹² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20240301a.htm>

政策利率，并使美联储的收入和支出能够更紧密地随着利率的变化而变化。

市场将沃勒的讲话解读为鸽派，原因是财政部此前表示将发行更多的短期国债，如果沃勒称美联储也应该购买更多的短期国债，这相对于货币与财政相辅相成，有财政赤字货币化的嫌疑。受之影响，上周美债收益率普遍下跌，短期限收益率下跌更多，收益率曲线有所陡峭化。

偏弱的数据与美联储官员们的表态巩固了市场的降息押注，上周美股上涨，美元回落，黄金反弹，降息交易“重回牌桌”。但我们提示，降息交易的回摆背后仍存在变数与风险。回想去年12月份，鲍威尔曾释放鸽派言论，结果导致金融条件大幅放松，资产价格全线上涨，在这之后美国经济和通胀数据展现弹性，倒逼鲍威尔在1月份收回了此前的鸽派言论。当时我们就曾提示，对于美联储降息预期不宜过度乐观，得到印证（参见报告[《美联储会提前降息吗？》](#)和[《美联储降息的逻辑、变数与风险》](#)）。这一次，我们建议继续保持冷静，这是因为美联储越鸽，美国经济弹性就越强，降息的时间点就可能越往后推。如果最后因为经济的韧性和资本市场的强劲表现导致美联储今年没有降息，也或许并非令人意外。

以上观点来自：2024年3月4日中金公司研究部已发布的《降息预期“摇摆”，风险变数仍存》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

流动性变局重塑资产规律

钱不是“存出来”的，而是“转出来”的：2022年以来，我国M2-M1增速剪刀差明显走阔。尽管1月M1跳升导致剪刀差有所收窄，但可能更多反映春节错位效应，持续性尚待观察。M1包括流通中的现金和单位活期存款，反映实体经济景气度，与地产周期紧密相连；M2包括M1、单位定期存款、储蓄存款和其他存款，反映社会整体流动性。目前经济增长呈现波浪式复苏，M1增速下降较好理解，因此M2-M1剪刀差扩大主要由于M2增长过快。部分观点把M2大增归因于居民预期转弱，减少消费和卖出风险资产，继而增加存款，我们并不赞同：假设居民A缩减开支，虽然A的存款增加，但这会导致企业销售收入（企业存款）下降，进而企业可能会减少工资发放，又把压力转嫁到其员工B身上，导致居民B存款下降。因此，居民个体增加存款的净效果是私人部门之间的存款再分配，而社会存款总量并未增加。还有一种理论认为由于居民把原本配置到住房和股票的资金转化为存款，从而导致社会总存款增加，我们也持怀疑态度。从个体角度，单个居民卖出自有股票和房产的确会增加该居民存款，但从该居民手中买入房产和股票的居民存款将会同步减少。因此从总量上讲，居民资产再配置也不会增加社会总存款。我们把上述两种机制总结为“存款的悖论”与“配置的幻觉”：居民个体增加存款，总体存款却不会增加，微观行为和宏观结果南辕北辙，是凯恩斯提出的“储蓄的悖论”¹³的当代演绎。需要注意的是，如果每个经济主体都增加储蓄，社会总需求下降，可能会导致部分经济主体信心转弱开始去杠杆，此时社会总储蓄（存款）甚至存在下降的可能性。那么，既然M2和存款增加不是“存出来”的，又是从哪里来的呢？我们认为答案在于当下我国流动性运行出现一些新趋势和新现象，流动性在经济各主体之间多轮运转，明显扩张社会信用总量：根据会计恒等式，银行体系的资产等于负债。由于银行体系明显扩张信贷和资产，贷款创造存款，最终导致社会总存款和M2高增。

¹³ Keynes, J. M. . (1936). The general theory of employment, interest and money.

流动性变局的3种新机制：流动性扩张无法有效转化为实体部门的投资和消费需求，导致信用扩张效率下降和M1偏低，主要受3种机制影响：

- 1) “大银行放贷、小银行买债”：**部分资质较好的企业从大银行获取低息贷款，转存入存款利率更高的小银行，小银行在二级市场上购买债券。从宏观角度，大、小银行各完成了一次资产负债表扩张，相比传统银行间的资金空转加倍了货币创造，但资金仍停留在金融体系，并未流入实体经济。从微观层面看，大银行完成了信贷目标，大企业获取了大小银行间的存款利差，小银行也补充了存款、通过加杠杆获得了收益。但是在这个过程中，并没有实体部门投资和消费的增加。
- 2) 企业和城投平台借新还息。**根据BIS测算，截至2023年6月，中国非金融部门总债务约380万亿元，债务积压叠加经济增速放缓，付息压力攀升，企业借新贷款还本付息的比例也随之增加。贷款增加推升M2，但借款付息并不形成新的投资需求，降低了信用扩张效率。
- 3) 理财等表外产品回表。**当理财产品被赎回后，银行购买理财产品持有的债券和其他资产，会把原本的理财等表外产品的资产收回到表内，银行资产规模扩大对应M2增加。资金在金融机构之间流动，不进入实体经济，也不会转化为真实投资消费需求。

流动性变局导致信贷脉冲失灵：信贷扩张效率降低对资本市场运行规律存在重大启示。在2021年末发布的[《2022年大类资产配置展望：稳中求进》](#)中，我们提出信贷脉冲对中国主要大类资产走势具有关键性指引效果，并解释了背后传导机制。在典型信用周期中，信贷脉冲向实体经济与资产价格的传导过程可大致分为4个阶段：1) 政策边际转向；2) 市场信心企稳；3) 投资生产增加；4) 经济全面改善。在历史几轮典型信贷周期中，信贷脉冲与利率人民币汇率同期反向变动，领先PMI和股市6个月左右，领先商品市场10个月左右。信贷脉冲传导链条的关键在于第3阶段——信用会转换为实体需求，扩大投资生产。但在本轮周期中，以上三种信贷扩张新形式导致信用扩张很大程度上只是在不同经济主体之间多轮运转，并未在第3阶段明显扩大实体投资需求。观察到第3阶段的堵点后，经济主体信心改善较少，导致传导链条在第2阶段就提前结束。因此，我们在数据上仍观察到信贷脉冲升高伴随利率下行(第1阶段传导通畅)，但PMI和股票指数回升低于指标预测(第2阶段传导受阻)——作为中国资产轮

动的核心指标，信贷脉冲在本轮资产周期中的指引效果明显下降。

从信贷脉冲到财政脉冲：信贷脉冲曾在过去几轮经济周期中体现较好的预测指引效果，但在本轮周期中的指引效果下降，反映经济结构转变中的资产运行规律变化。在新的宏观环境下，我们也需要更新市场分析框架，寻找新的资产运行规律。我们认为财政脉冲可能为资产轮动提供关键指引，对信贷脉冲的信号形成补充。从基本面来看，信贷扩张新形势下，财政比信用对经济动能影响更大：一方面，财政可以直接为生产消费不足的经济主体提供支持（如财政直达消费与减税降费）。另一方面，财政扩张可以直接形成投资需求（如基建投资支持与政策性金融工具）。在[《财政变局下的市场方向》](#)中，我们构建中国“财政脉冲”指标，发现“财政脉冲”大约领先PMI、沪深300 6个月左右，领先南华商品走势10个月左右，与利率汇率走势基本同步。随着政府债券加速发行，财政脉冲底部拐点已现。我们认为如果财政政策持续发力，财政脉冲或在未来几个季度保持上行势头。需要注意的是，我们的“财政脉冲”指标中不包含地方融资平台等准财政主体。如果地方与中央财政协同扩张，财政脉冲或为股票市场表现提供一定支撑。财政脉冲与利率负相关，反映财政发力也需要货币宽松配合，因此债市总体也不逆风。财政脉冲上行也利好国内商品，产能过剩问题相对较轻的上游资源品或存在阶段性机会（详见[《产能过剩的资产启示》](#)）。

以上观点来自：2024年3月6日中金公司研究部已发布的《大类资产配置月报(2024-3)：流动性变局重塑资产规律》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

专题聚焦

美元的上行动能或有所减弱

美国经济数据: 我们在上月的月报中判断美元可能会继续维持一段时间的强势，理由是美国经济数据的强势可能会引发市场对于美联储降息时间点的重新定价。在2月的前半，我们的确观察到了强于预期的美国就业和通胀数据对美债收益率和美元汇率的带动。但是在2月后半，美元似乎失去了上行动能。我们认为，其背后的一个重要原因是美国的经济数据显示出了放缓的苗头。1月的零售销售、消费者信心、耐用品订单等数据都在显示美国的消费需求有所弱化。而2月ISM制造业指数的不及预期也给3月美国即将公布的经济数据蒙上了阴影。由于市场已经将美联储全年的降息预期下调到了3次，隐含降息启动的时间点在6月或以后，如果数据显示美国经济的强劲势头有所放缓，我们认为这或将导致美元利率的回落和美元指数的回调。

主要央行的货币政策: 在经历了政策空窗的2月后，G10央行都将在3月迎来政策会议。我们预计美联储和欧央行或继续维持利率不变，日本央行则会开始与市场交流退出负利率。考虑到美国通胀回落的大方向没有变化，我们认为美联储可能不太会大幅修改预期指引，其点阵图的降息隐含预期次数也可能会维持在3次。而缩表计划的调整则可能是3月会议中最有可能讨论的实质政策变化。缩表速率的放缓或压制美债收益率的上行空间，利好非美货币。我们认为欧洲央行可能会在3月的会议上下修经济和通胀预测，但会继续跟市场沟通6月左右降息，这也是目前市场定价的时间点。我们认为欧洲今年总体的降息幅度并不会超过美国太多。我们认为日本央行是较有可能在3月份有所动作的主要央行。考虑到日本的工资增长逐步回到正常水平，多位日本央行官员提示他们对通胀长期回到目标以上的信心更足。因此，我们判断日银有一定可能会在3月份与市场交流退出负利率的时间点。对退出负利率日期的指引可能会导致日元汇率的波动提升。

中国两会的一系列政策指引：中国股市在春节前后恢复性反弹，显示出了市场对于政策的期待有所增加。进入3月份，我们将关注“两会”给予中国经济的指引。GDP目标、财政赤字目标、地方专项债、房地产和地方平台风险的化解、设备更新和耐用品以旧换新等消费支持政策的具体细则都是我们需关注的对象。人民币汇率在2月份弹性有所下降，在岸汇率一直在7.20附近徘徊。我们须关注相关监管部门在新闻发布会上对汇率和利率政策指引的变化。总的来看，我们认为“高质量发展”仍然是今年经济工作核心原则。



以上观点来自：2024年3月3日中金公司研究部已发布的《美元的上行动能或有所减弱》

李刘阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

丁瑞 分析员 SAC 执证编号：S0080523120007 SFC CE Ref: BRO301

王冠 分析员 SAC 执证编号：S0080523100003

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.3.4 海外宏观周报：降息预期“摇摆”，风险变数仍存
- 2024.3.4 中国图说中国宏观周报：春节因素加大结构分化——1-2月经济数据前瞻
- 2024.3.5 联合解读：2024年政府工作报告联合解读
- 2024.3.5 中国宏观热点速评：重视政策变化的深远意义——2024年政府工作报告点评
- 2024.3.7 中国宏观热点速评：出口改善多半或由基本面驱动——2024年1-2月进出口数据点评
- 2024.3.8 中国宏观专题报告：从货币变局看金融由“大”而“强”

策略及大宗商品

- 2024.3.4 A股和港股行业首选：2024年3月
- 2024.3.6 大类资产配置月报（2024-3）：流动性变局重塑资产规律
- 2024.3.8 海外策略：从企业盈利看美股新高前景——美股4Q23业绩回顾
- 2024.3.8 大宗商品：能源：天然气：暖冬影响再显，供给调节托底

固定收益

- 2024.3.4 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.3.4 招投标备忘录：国开债24年第1期新发，第2、3期增发——利率债招标分析
- 2024.3.5 简评：龙星转债上市定价分析
- 2024.3.5 简评：经济发展重质重量，政府债券降本增效——2024年政府工作报告点评
- 2024.3.5 招投标备忘录：贴现国债24年第13、14期新发，附息国债24年第3期续发，农发债23年第9、20期、24年第1期增发——利率债招标分析
- 2024.3.6 简评：利率久期策略成为基金投资的胜负手——公募基金月度分析
- 2024.3.6 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.3.6 招投标备忘录：国开债24年第5、14期增发——利率债招标分析
- 2024.3.7 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.3.7 简评：外需仍有韧性，出口和贸易顺差偏坚挺，利于汇率稳定——1-2月贸易数据分析

- 2024.3.7 招投标备忘录：贴现国债24年第15期新发，付息国债23年第23期续发——利率债招标分析
- 2024.3.8 简评：化债下的城投债发行与收益探寻
- 2024.3.8 中国城投债券月报：再融资回落，化债表态升级——2月城投债券月报
- 2024.3.9 信用债收益率跟踪周报：理财规模回升，收益率平坦化下行
- 2024.3.9 简评：春节因素推动CPI反弹，通胀前景仍待改善——2月通胀数据分析

行业

- 2024.3.4 科技硬件：服务器：戴尔AI服务器积压订单高增，关注国内外AI服务器需求共振向上
- 2024.3.4 有色金属：美国经济数据低于预期，国内金价创历史新高
- 2024.3.4 机械：中金通用自动化周报：2月制造业PMI受春节影响回落，大模型融合人形机器人迎催化
- 2024.3.4 有色金属：印尼镍矿审批缓慢，短期锂价有望延续上涨
- 2024.3.4 交通运输物流：出行月报第7期：航空客座率表现亮眼，网约车延续高增长
- 2024.3.4 机械：解读新一轮大规模设备更新激励政策（2）
- 2024.3.4 REITs：公募REITs月报（2024-2）：强势反弹后，需关注基本面变化
- 2024.3.4 化工：AI芯片迭代助力电子氟化液需求提升
- 2024.3.4 煤炭：煤炭周度观察（2.25-3.1）：山西能源工作会议定调2024年煤炭“稳”产保供
- 2024.3.5 不动产与空间服务：周评#380：新房销售延续低位运行
- 2024.3.5 交通运输物流：双周报#385：干散货运价节后大幅反弹
- 2024.3.5 博彩及奢侈品：2月总博彩收入低于预期
- 2024.3.5 东南亚研究：国别研究系列之越南篇（三）：消费市场机遇洞察
- 2024.3.5 电力电气设备：新能源车月度观察：中美欧1月销量同比提升，产业链2月排产环比下降
- 2024.3.5 银行：《政府工作报告》的金融信号
- 2024.3.5 软件及服务：人工智能十年展望（十七）：大模型兴起之后，多模态涌现之前
- 2024.3.5 不动产与空间服务：完善新形势下制度建设，兼顾保障和商品房
- 2024.3.6 机械：机械行业政府工作报告解读：逆周期政策延续，新质生产力及人工智能成新亮点

- 2024.3.6 交通运输物流：《政府工作报告》交运物流简评：对内降本增效，对外物流出海
- 2024.3.6 科技硬件：AI和数字经济焕新产业，信息基建加速推进——2024年政府工作报告点评
- 2024.3.6 主题研究：政府工作报告点评：财政如期发力
- 2024.3.6 银行：区域行观察：兼并重组有利于风险防范化解
- 2024.3.6 公用事业：《政府工作报告》速评：双碳路线坚定不移；碳排放加码及推动绿电国际互认超预期
- 2024.3.6 机械：人形机器人3月专题：英伟达入主人形机器人赛道，关注3月GTC大会相关产品发布
- 2024.3.7 汽车及零部件：受益政策利好，氢能重卡有望加速上量
- 2024.3.7 金融：优配业务结构更具弹性的成长标的——资本市场行业3月报
- 2024.3.8 科技硬件：MWC24: 5G-A加速演进，端侧AI百花齐放
- 2024.3.9 半导体：全球观察-Rohm：日本模拟/功率IDM龙头，车用碳化硅激发新活力
- 2024.3.9 化工：MDI供需保持较好格局，盈利中枢有望提升



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn