

迎接新常态：大潮再起， 往日难寻



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

美元: 看跌

报告日期:

2023 年 12 月 26 日

元涛

宏观策略首席分析师

从业资格号:

F0286099

投资咨询号:

Z0012850

Tel:

8621-63325888-3908

Email:

tao.yuan@orientfutures.com

★美国: 温和衰退, 降息开启

美国 24 年预计实质性的温和衰退。美联储政策平衡导向增长, 降息重新释放流动性是主线。

★欧洲: 货币政策明显滞后

通胀问题 and 经济走弱之间的冲突导致欧央行政策滞后, 预计欧央行降息力度和节奏较为缓慢, 欧元被动上升。

★日本: 逆向行驶带来强势日元

日本很明显存在核心通胀修复的压力, 因此日本央行确定性退出宽松带来日元走强的机会。

★全球宏观: 迎接新常态

新冠疫情后的全球局势迎来新变局, 24 年广义美元流动性重新释放, 但是全球经济长期格局转向低增长高通胀, 资产价格波动加剧, 宏观时代到来。

★投资建议:

美元指数 2024 年处于非常明显的下行阶段, 随着实质性衰退的到来和广义美元流动性的再次释放, 美元指数的趋势性下跌不可避免。我们预计美元指数将在 24 年走弱至 100 以下水平, 95 可能是美元在 24 年的低位。随着美元指数的弱势, 欧元和日元会明显上升, 尤其是日元明显偏强, 我们认为欧元兑美元 24 年最高可能会到 1.2 水平, 日元则可能最高回到 110 水平。

随着美联储政策转向, 市场将会交易从衰退到修复的过程, 因此美债将面临明显的牛市, 预计 10 年期美债收益率可能会回到 3% 的水平, 新常态下大宗商品的走势会偏强, 原因不是增长加速, 而是高通胀常态化后对于实际购买力缺失带来的补偿。

★风险提示:

通胀超预期, 利率水平居高不下产生风险。

美元指数走势



目录

1、美国：衰退终至，降息到来.....	5
1.1、劳动力市场：韧性消失，回归常态.....	5
1.2、软着陆逐渐消失，硬着陆成为基准.....	7
1.3、美元：24 年明确弱势美元.....	10
2、欧元区和日本.....	13
2.1、欧元区：最艰难的时刻已经过去.....	13
2.2、日本：日元将摆脱颓势.....	18
3、全球宏观：迎接新常态.....	22
4、投资建议.....	25
4.1、美元走弱.....	25
4.2、流动性释放下的各类资产走强.....	25
5、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：非农就业逐渐走低.....	5
图表 2：美国劳动力市场结构性问题持续存在.....	5
图表 3：薪资增速缓慢降低.....	6
图表 4：劳动力市场远期压力明显上升.....	6
图表 5：职位空缺需要继续减弱.....	6
图表 6：劳动力市场长期陡峭化.....	6
图表 7：美国核心通胀降幅远不及整体通胀.....	7
图表 8：M2 走弱到通胀下行存在时滞.....	7
图表 9：供应压力放大商品价格波动.....	7
图表 10：美国商业银行贷款和政策利率持续背离.....	7
图表 11：美国实体企业下行压力明显.....	8
图表 12：美国服务业的韧性来自于劳动力市场.....	8
图表 13：美国居民部门消费增速必然走低.....	9
图表 14：利率敏感部门面临更大下行压力.....	9
图表 15：高增长高通胀后的高利率带来非线性走弱.....	9
图表 16：24 年财政支出受到限制.....	9
图表 17：加息已到顶部，限制性政策利率施压.....	10
图表 18：收益率曲线和信用利差还未计价衰退.....	10
图表 19：硅谷银行后注入流动性掩盖问题.....	11
图表 20：衰退压力强化后货币政策重要性加剧.....	11
图表 21：失业率加速上升阶段意味着持续降息.....	11
图表 22：衰退往往导致流动性冲击.....	11
图表 23：欧元区经济未能有效复苏.....	13
图表 24：欧元区核心通胀降低速度不足.....	13
图表 25：外围因素对于整体通胀影响基本结束.....	13
图表 26：欧元区劳动力市场存在一定紧缩.....	13
图表 27：欧元区居民和企业债务增速持续走低.....	14
图表 28：欧元区核心和边缘国家居民债务增速分化.....	14
图表 29：欧元区出口部门持续回落.....	15
图表 30：欧元区经常项被动回升.....	15
图表 31：边缘区实体经济好于核心区国家.....	15
图表 32：欧元区消费者和投资者信心持续回升.....	15
图表 33：欧央行缩表持续.....	16

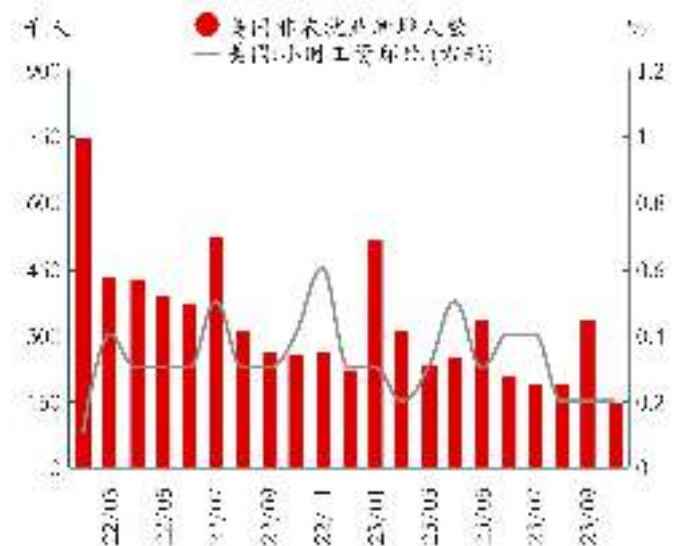
图表 34：欧央行政策节奏慢于美联储.....	16
图表 35：日本 GDP 增速回落.....	18
图表 36：日本核心通胀处于高位.....	18
图表 37：日本消费者信心和实际薪资背离.....	18
图表 38：日本通胀预期明显回升.....	18
图表 39：日本企业贷款和资本投资处于高位.....	19
图表 40：日本工业生产和机械订单趋势回落.....	19
图表 41：日本零售数据明显偏强.....	19
图表 42：日本地产部门持续弱势.....	19
图表 43：日本收益率曲线政策逐渐退出.....	20
图表 44：日本央行资产负债表调整相对灵活.....	20
图表 45：高增长低通胀转向低增长高通胀.....	22
图表 46：通胀制约将消失.....	22
图表 47：流动性转折点就要到来.....	22
图表 48：央行缩表的步伐预计放缓.....	22
图表 49：新冠疫情后中美结构性分化.....	23
图表 50：中美问题本身是居民部门的问题.....	23
图表 51：大宗商品资本支出结构性低位.....	23
图表 52：黄金价格和实际利率出现背离.....	23
图表 53：中国将增加政府部门的支出.....	24
图表 54：全球进入到政府支出长期增长阶段.....	24

1、美国：衰退终至，降息到来

1.1、劳动力市场：韧性消失，回归常态

美国劳动力市场在23年呈现出了超乎寻常的韧性，失业率持续的低位维持了较长时间。我们认为24年美国的劳动力市场韧性将基本上消失，失业率进入到主要的上升阶段。

图表1：非农就业逐渐走低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表2：美国劳动力市场结构性问题持续存在



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

23年美国劳动力市场超预期的韧性实际上主要是因为美国实体经济本身的走强导致，于此同时劳动力市场的结构性问题持续存在，高龄劳动参与率的问题还是没有得到解决。因此在整个23年职位空缺数量降低的幅度明显不足，这种不足使得劳动力市场一直面临结构性的供需错配，导致薪资增速处于高位。

这种情况在24年终于将发生明显的转变，因为在限制性政策利率的影响下，劳动力市场的韧性被逐步削弱，我们看到了新增就业中枢的降低，薪资增速环比的回落，因此通过降低职位空缺来平衡劳动力市场的政策取向被认为是有效的，这种过程在24年将迎来加速。

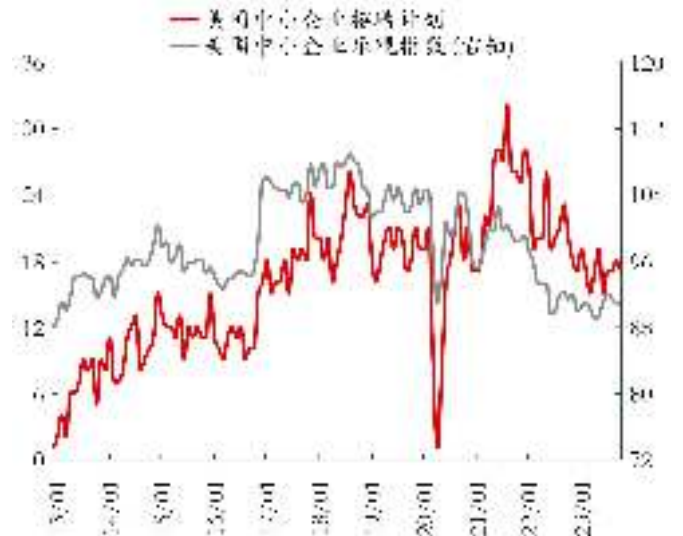
这就意味着随着劳动力市场韧性的降低，我们此前提到过的劳动力市场“断脆”的情况将在24年出现，劳动力市场走弱不再是渐进的，温和的，而是突然的，迅速的丧失韧性，这种断脆表明限制性政策利率对于劳动力市场的传导由量变引发质变，美国劳动力市场进入到失业率加速上升，薪资增速环比出现负增长，这使得菲利普斯曲线平坦化。

图表 3: 薪资增速缓慢降低



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

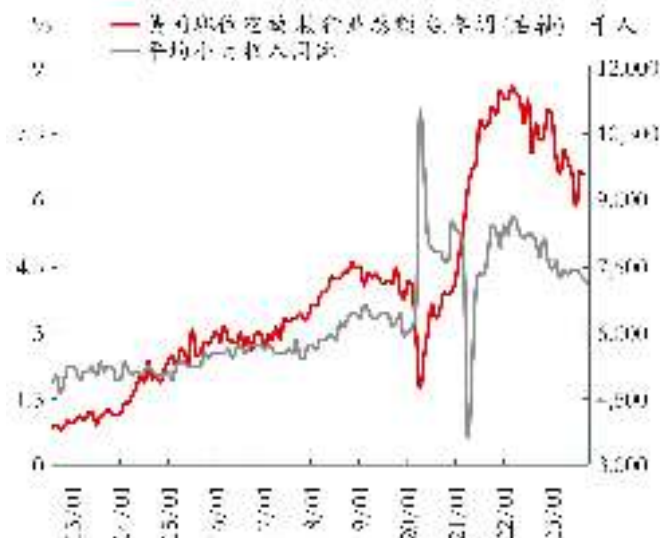
图表 4: 劳动力市场远期压力明显上升



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

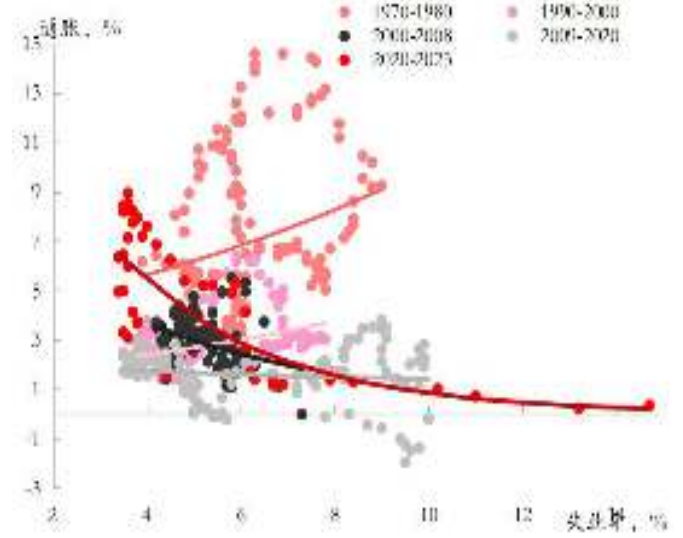
长期来看, 美国劳动力市场在新冠疫情后明显出现了改变, 08-20 年的低失业率、低通胀的极端平坦化未来很难重现, 整体菲利普斯曲线结构性陡峭化, 失业率和通胀之间的相关性明显上升, 这表明了财政政策替代货币政策造成的影响, 因此远期来看, 美国劳动力市场陡峭化的趋势不会改变, 甚至可以预计整体趋向向右上扩张。

图表 5: 职位空缺需要继续减弱



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

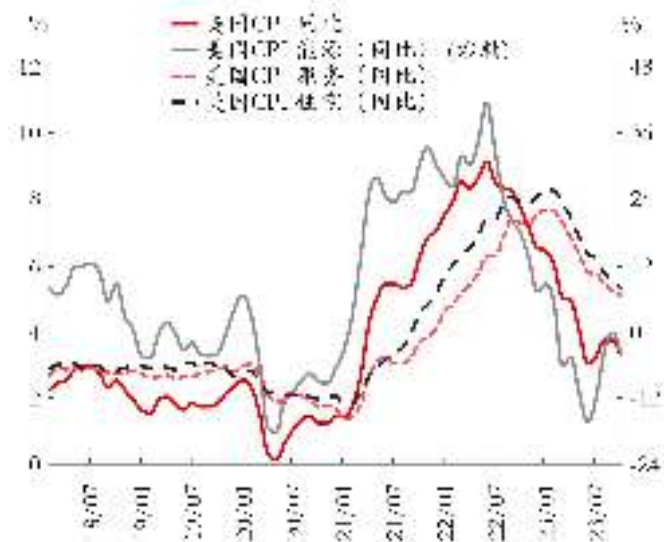
图表 6: 劳动力市场长期陡峭化



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

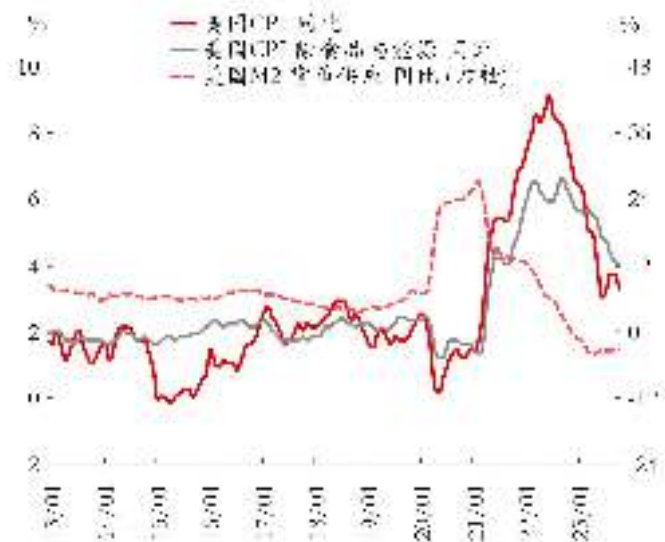
1.2、软着陆逐渐消失，硬着陆成为基准

图表 7：美国核心通胀降幅远不及整体通胀



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

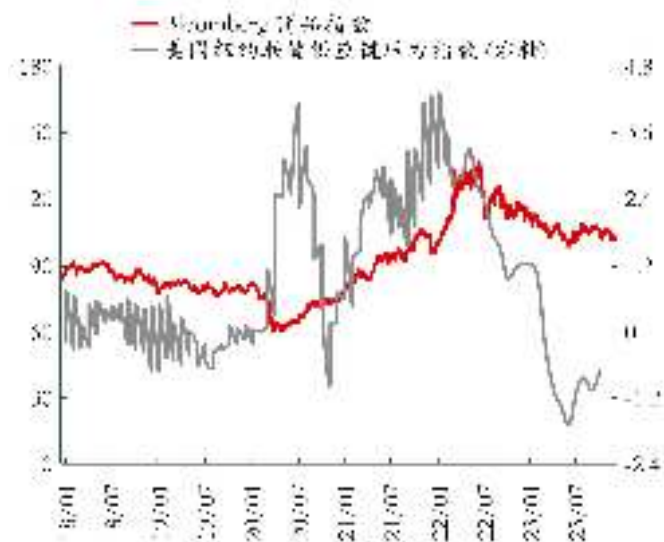
图表 8：M2 走弱到通胀下行存在时滞



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

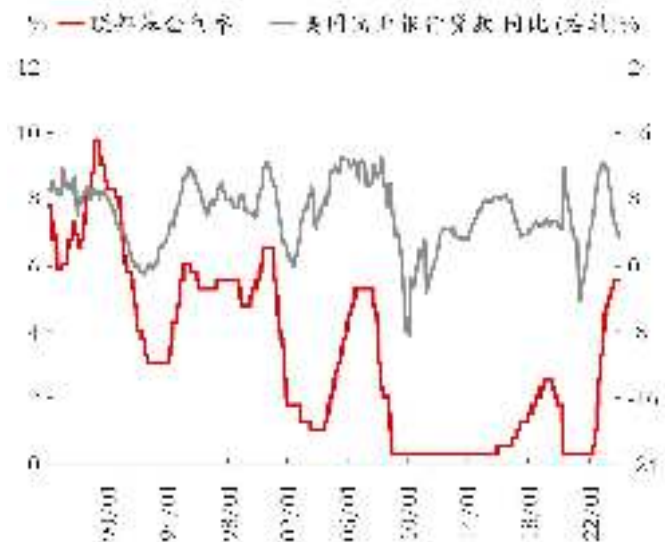
对于美国实体经济，我们认为硬着陆是 24 年的主线。最重要的因素在于目前美联储限制性货币政策对于经济的负面影响的非对称性体现的非常明显，我们可以看到在进入控制通胀的最后阶段，M2 增速已经处于非常低的水平，但是传导至通胀依旧出现了明显的时滞，这种时滞实际上就是由于劳动力市场的结构性问题导致的状况。

图表 9：供应压力放大商品价格波动



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

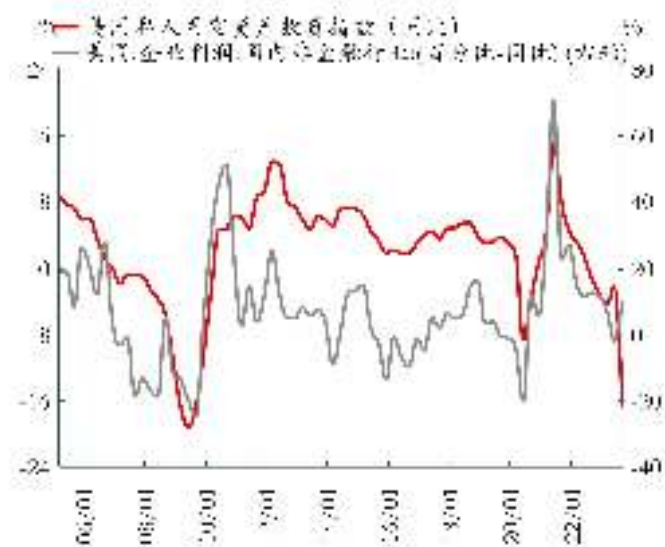
图表 10：美国商业银行贷款和政策利率持续背离



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

所以控制通胀必然选择时间更长，力度更大的政策导向，这种非对称性的压力使得实体经济出现了明显的下行压力，这种压力一度被硅谷银行风险事件爆发后的流动性注入所掩盖，但是实体经济的韧性无法抵消高利率的负面影响，随着时间的推移，利率敏感型的部门对于高利率的负面传导将非线性上升。

图表 11：美国实体企业下行压力明显



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 12：美国服务业的韧性来自于劳动力市场

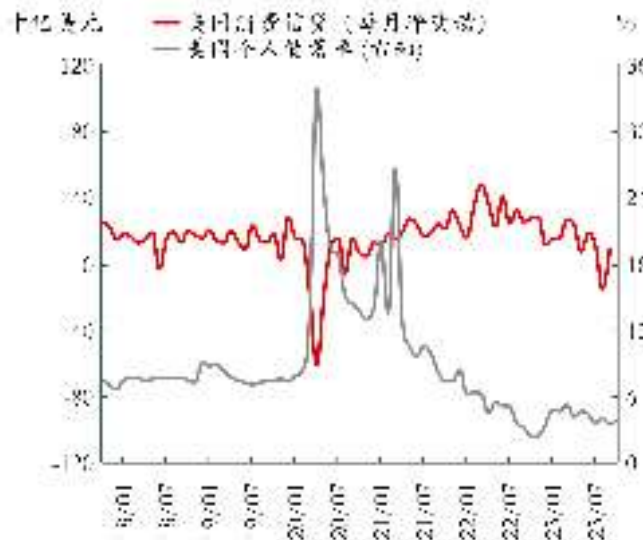


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

因此高通胀不会是 24 年市场关心的要素，在衰退压力的影响下，高通胀的内生性因素逐渐被瓦解。市场进入到对于衰退的深度以及对于的政策多大力度上的转向做出博弈。我们在前文提到过劳动力市场自身进入到明显的加速走弱阶段，因此这意味着实体经济本身的下行压力也存在一个逐步加速的过程，虽然我们目前看到的美国经济某些部门已经出现问题，但是距离 24 年本身带来的衰退压力，这些问题还没有到最严重的阶段。

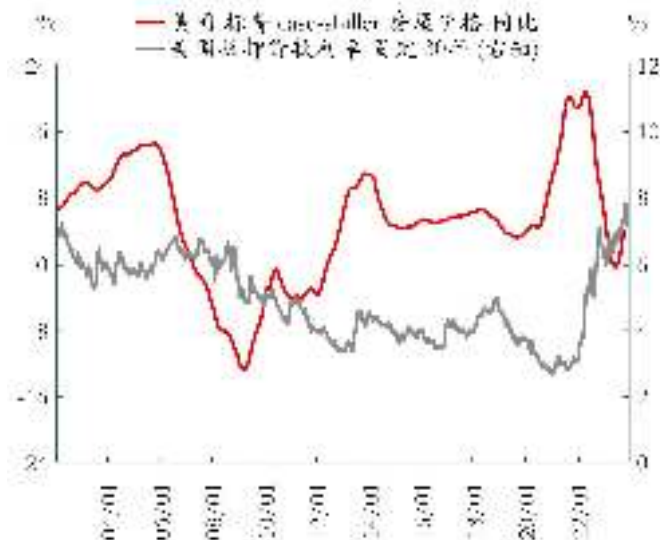
尤其是美国居民部门这个在加速加息阶段和此后明显维持韧性的部门，美国居民部门最大的倚仗就是新冠疫情期间注入的超额流动性，目前来看在 2024 年 1 季度左右就会完全用完，劳动力市场韧性减退下收入降低和经济衰退压力下预期走弱，这些因素叠加，形成了一个典型的负向循环，因此我们认为美国居民部门形成的负向循环在 24 年实际上就是一个非常明显的通缩压力，一旦进入到衰退带来的通缩压力强化下，非对称性的局面就会转向为负反馈循环，这对于美国经济本身而言是完全不同的局面。

图表 13: 美国居民部门消费增速必然走低



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

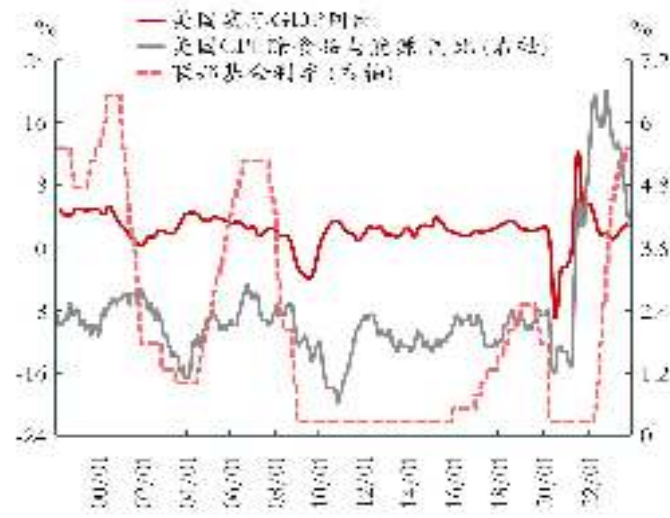
图表 14: 利率敏感部门面临更大下行压力



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

还需要考虑由于2024年是美国的大选年, 两党博弈的加剧使得目前的美国政府很难完成进一步的财政刺激, 除非衰退的压力非常明显, 衰退幅度非常高, 引发了经济体系的反噬, 按照目前美国居民部门的债务压力, 短期内剧烈的衰退还是小概率事件, 因此23年美国经济的边际上最大的动能-财政刺激的边际效益也会明显减弱。

图表 15: 高增长高通胀后的高利率带来非线性走弱



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 16: 24年财政支出受到限制



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

由于美国劳动力市场的韧性超过了我们此前的预计，导致我们提前判断美国经济进入到衰退的时间点，目前来看，实质性的经济前景并未发生彻底的变化，反倒是由于劳动力市场长期维持韧性，强化了限制性政策利率的高度，使得软着陆的难度上升。

1.3、美元：24 年明确弱势美元

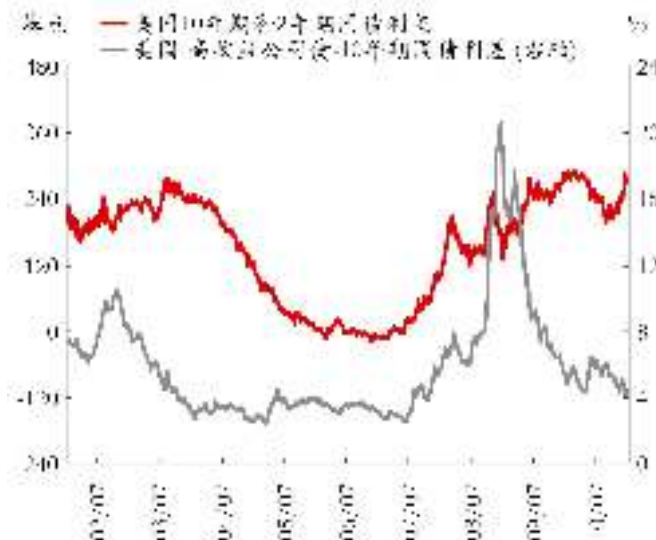
我们认为毫无疑问 24 年将是弱势美元的一年，众多因素在 24 年集中汇聚，形成了扭转。政策制定者的政策导向毫无疑问面临最为严重的平衡问题，由于我们上文分析到的不对称性，使得想要平衡通胀和增长之间矛盾的政策显得非常无力。

图表 17：加息已到顶部，限制性政策利率施压



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

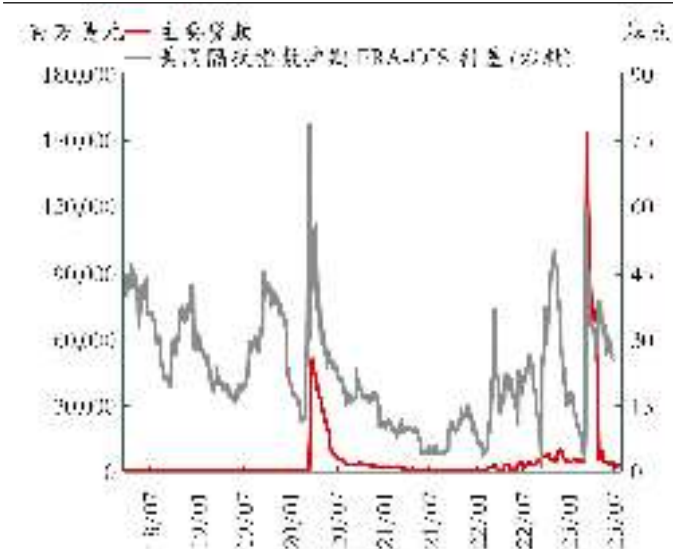
图表 18：收益率曲线和信用利差还未计价衰退



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

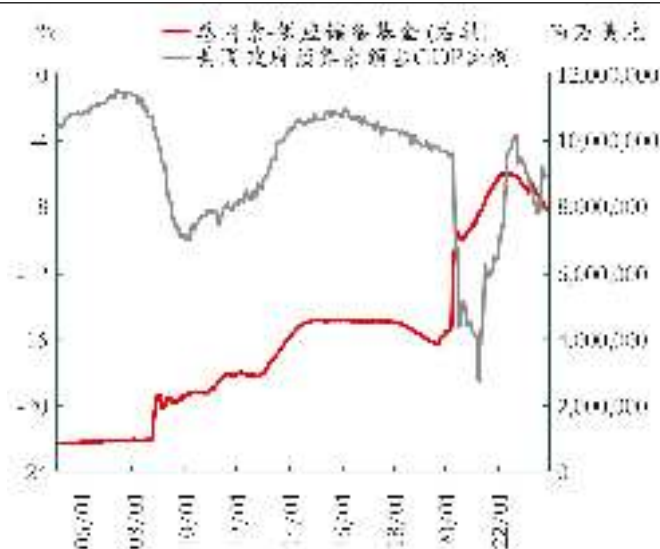
24 年衰退带来的通缩压力暂时压过了通胀的压力，美联储在实体经济周期和货币政策错配的情况下，以核心通胀为主要目标的政策导向走向了通缩的结局，因此我们认为这种错配也会使得即使问题逐步暴露出来，美联储解决问题的节奏依旧是缓慢的，因此在目前这个实际利率维持高位，衰退压力箭在弦上的时刻，我们依旧要说警惕衰退冲击在 24 年发生的可能性。

图表 19: 硅谷银行后注入流动性掩盖问题



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

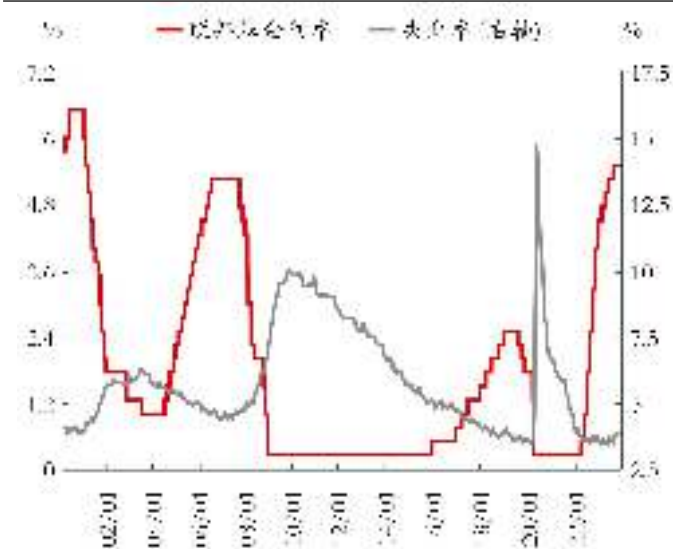
图表 20: 衰退压力强化后货币政策重要性加剧



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

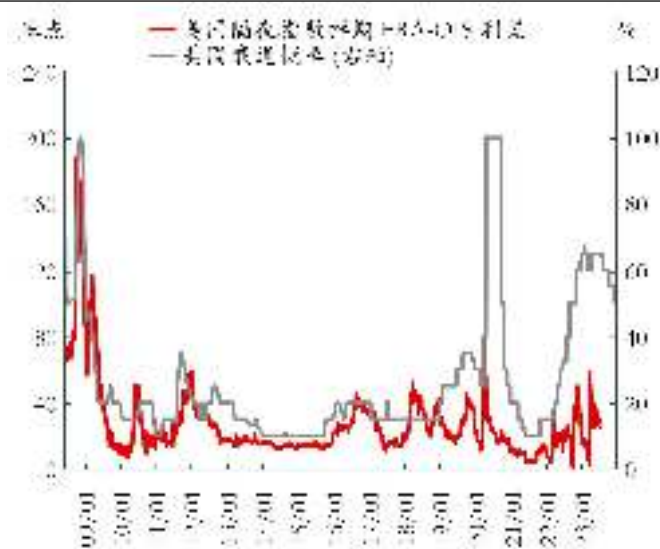
虽然市场已经开始计入美联储转向的部分定价，但是目前市场和政策制定者之间最大的矛盾在于时间节奏。美联储对于核心通胀的执念和通胀预期的反复带有非常明显的滞后考量，面对局面的变化，我们认为美联储最开始的反应是不足的，但是市场过早的去确定政策的转向路径，导致其中的时间差问题出现。

图表 21: 失业率加速上升阶段意味着持续降息



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 22: 衰退往往导致流动性冲击



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

所以在软着陆逐渐被证伪的情况下，这种时间差的节奏问题会带来明显的波动，流动性还在继续收紧，但是基本面发生了巨大的转变，这种情况下我们强调了很多次的流动性冲击可能会发生，市场将会意识到虽然衰退是温和的，但是通胀的降低速度和美联储被迫转向之前的一段时间，存在因为基本面走弱带来的流动性冲击。这种流动性冲击不同于加速加息阶段流动性收紧导致，更倾向衰退局面下实体部门缺少支出扩张转向收缩带来的流动性真空。

因此我们可以判断这一次美联储在政策周期上所存在的问题，实际上是之前问题的变种，因为新冠疫情注入巨大的流动性产生的通胀，叠加控制通胀抽取流动性造成的衰退，这是一个镜像，因此我们可以判断24年衰退的时间点要比市场普遍预期的要早，同时美联储被迫转向降息的时间点比此前预计的也要早。

所以信用利差的上升依旧是可以预见的，这并不是说温和的衰退就可以避免信用利差上升，实体经济加速下行的状况，虽然24年政策必然和会最终转向宽松，但是这个过程可能会伴随在流动性重新释放前的流动性冲击。我们看到美联储在加息进入到限制性政策利率区间后，政策的平衡问题依赖于数据而非明确的目标引导，这就是说实际上的政策进入到未知区间，在风险平衡的背后是愈发扩大的矛盾和问题，我们看到在目前的环境下，美联储甚至注意到了不同寻常的期限溢价带来的流动性收缩，信用紧缩带来的加息负面效应对于政策的影响，因此一旦衰退产生的压力足够强，我们可以预计美联储会转向政策的另一面。

当然这个流动性冲击一旦发生，将是市场右侧最终的确认拐点。衰退导致的通缩压力短期内压制住长期通胀的结构性问题，面对系统内的流动性短缺，政策制定者一旦意识到行动上的滞后，节奏上的转变就会出现。

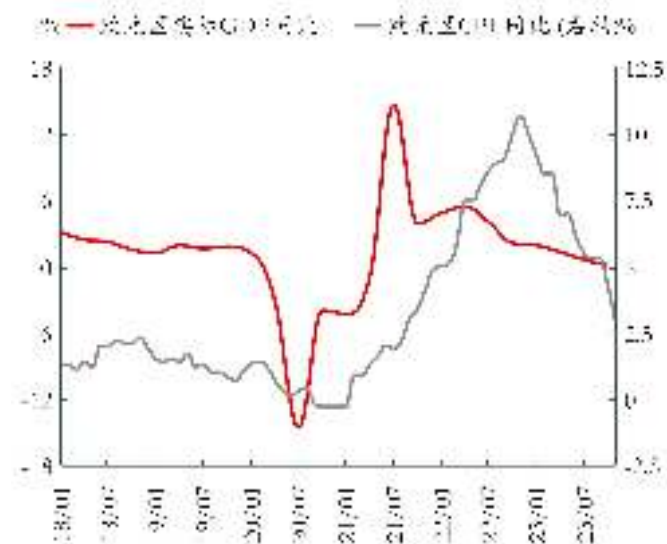
所以“higher for longer”的政策框架在24年将被废止，进入到新的缓慢重新释放流动性来应对衰退的阶段。我们认为政策制定者不但会停止加息转向降息，如果短期通缩的压力上升，美联储非常有可能停止缩表。

2、欧元区和日本

2.1、欧元区：最艰难的时刻已经过去

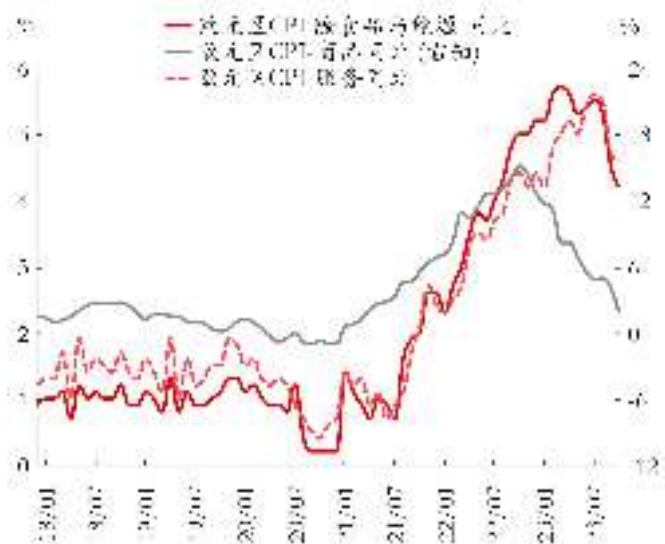
欧元区经济面临持续的压力，我们看到欧元区整个GDP增速出现持续的降低，整体通胀明显下降但是核心通胀降低的速度不及预期，核心通胀降低速度缓慢主要还是因为通胀惯性所导致，这意味着欧央行面临和美联储一样的问题，就是核心通胀控制到最后的难度明显上升的局面。

图表 23：欧元区经济未能有效复苏



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

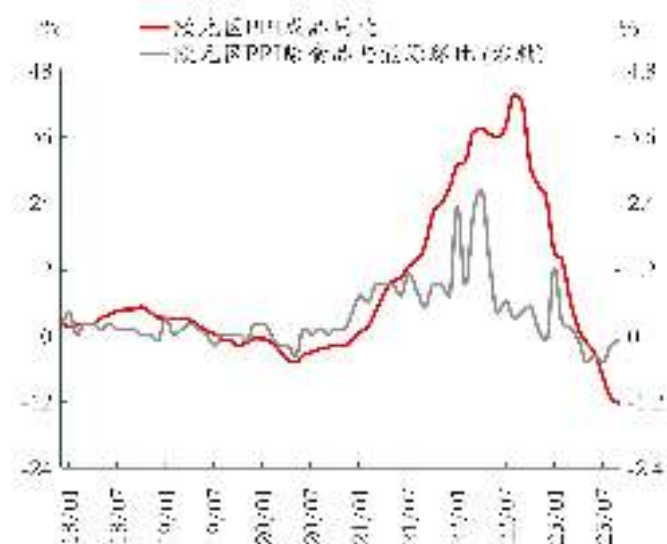
图表 24：欧元区核心通胀降低速度不足



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

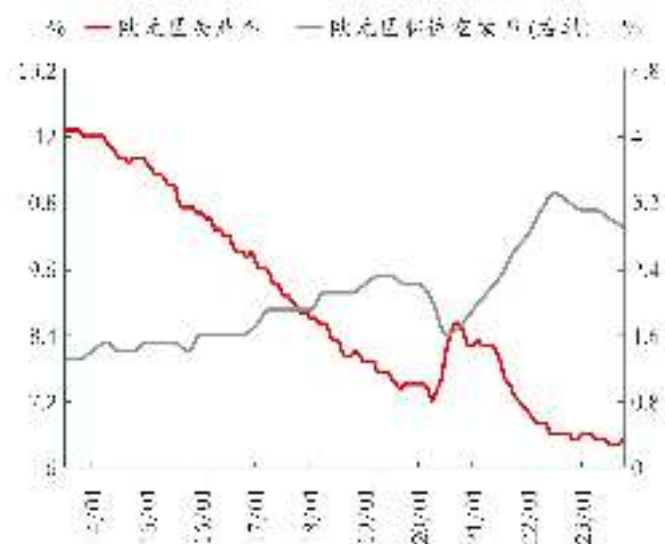
俄乌冲突带来的供应冲击完全被消化，PPI 的走弱明显表明目前的状况就是上游能源价格走弱后对于整体通胀的负面影响。

图表 25：外围因素对于整体通胀影响基本结束



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 26：欧元区劳动力市场存在一定紧缩

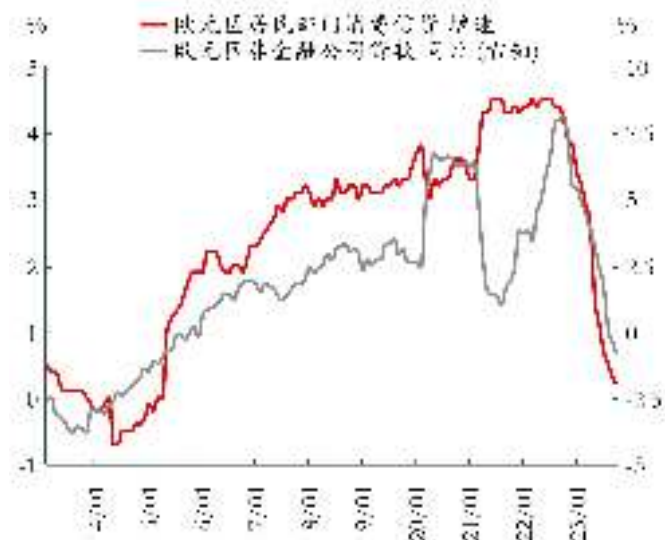


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

劳动力市场持续处于偏向紧张的状态，这可能是为何欧元区的核心通胀维持高位的重要原因，失业率继续走低，职位空缺处于高位，劳动力市场的紧张造成了薪资增速的上升，我们看到整体欧元区的薪资水平出现了持续的上升，但是这中间结构性的问题较为明显，那就是德国的薪资增速明显较低，边缘国家的薪资增速明显升高，这表明了新冠疫情后德国经济的弱势。

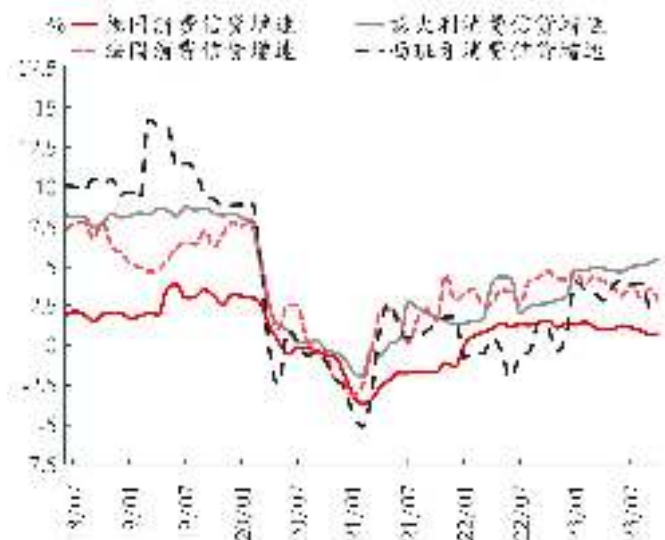
虽然劳动力市场面临一些紧张的压力，但是我们观察到欧元区居民和企业部门非常明显的降低债务的增速，自2023年以来，欧元区的居民和企业部门明显降低债务增速，目前欧元区企业部门的债务增速进入负增长，居民部门债务增速接近0%的水平，这表明了欧元区企业和居民部门在加息的过程中减少债务的行为，这将导致实体经济面临明显的下行压力，尤其是我们看到了欧元区核心国家居民消费动能的明显缺失。

图表 27：欧元区居民和企业债务增速持续走低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 28：欧元区核心和边缘国家居民债务增速分化

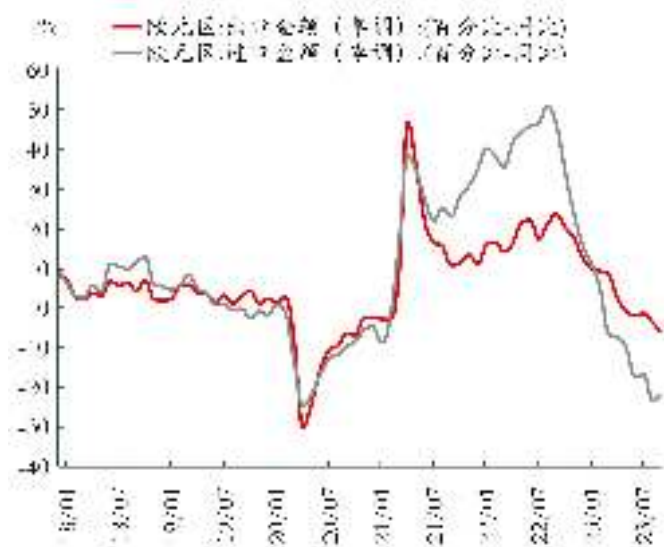


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

于此同时，我们看到欧元区出口部门由于外需的走弱持续的出现降低的情况，但是由于进口物价持续降低的影响，欧元区的经常项账户出现了盈余，因此这种盈余是更加倾向于衰退式顺差的特点。

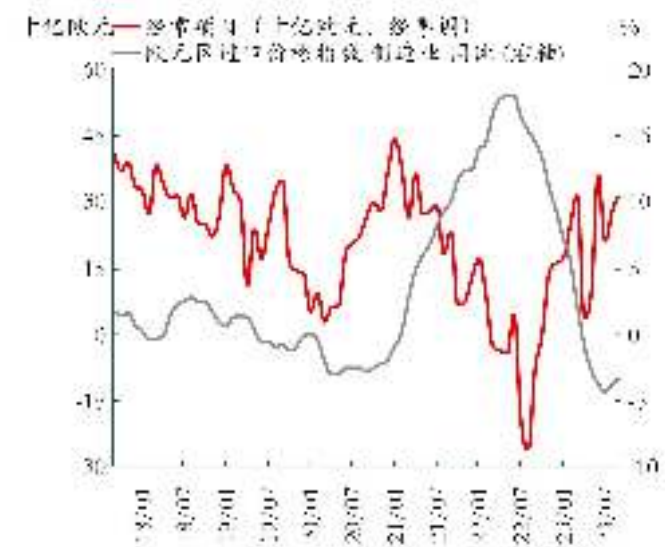
因此我们并不能静态的去观察欧洲经济所产生的的问题，欧元区经济最大的问题在于核心通胀压力导致的高利率环境，这和美国相一致，只不过欧元区经济更加脆弱，经济可以承担的利率水平上限更加低，所以居民和企业部门面临的压力更加明显。同时边缘国家相对表现好于核心国家，因此这种情况下我们可以预计经济短期下行的压力并不会明显放缓，但是从预计的角度出发，欧元区的最坏的状况可能在24年不会发生。

图表 29：欧元区出口部门持续回落



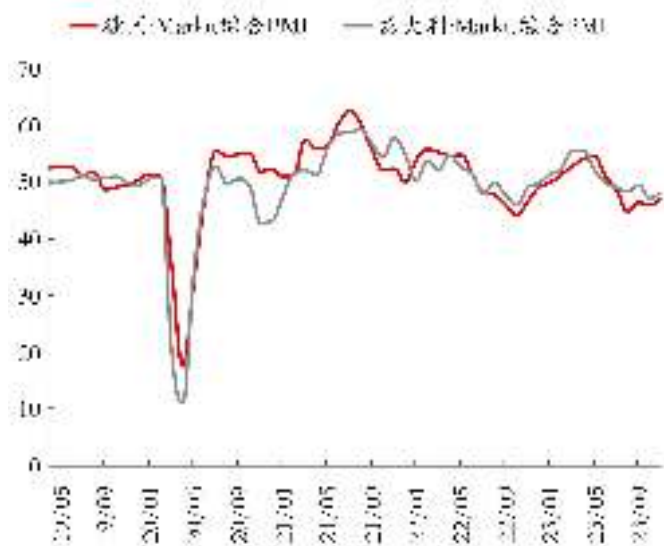
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 30：欧元区经常项被动回升



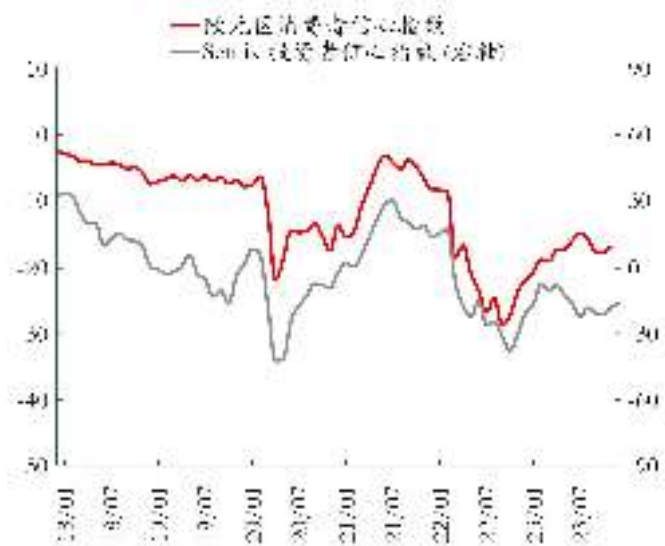
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 31：边缘区实体经济好于核心区国家



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 32：欧元区消费者和投资者信心持续回升



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

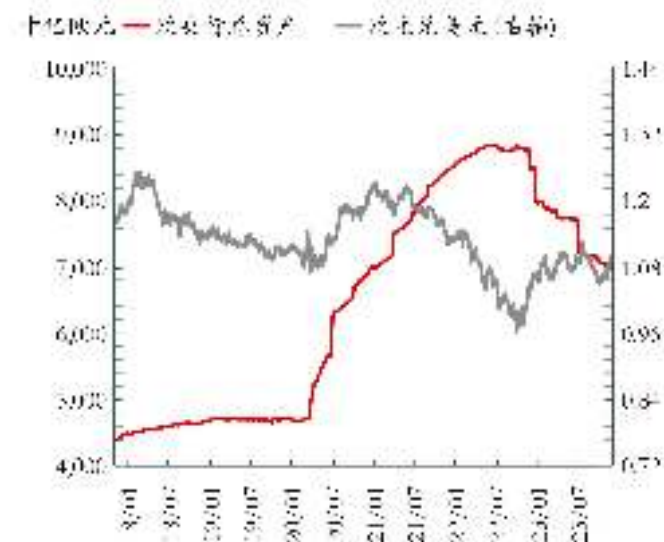
因为目前的经济水平和强大的通缩压力对于实体经济的影响将导致政策制定者更加迅速的调整目前的政策节奏，我们看到欧央行本轮加息的幅度虽然低于美联储，但是远远超过了此前的水平，同时欧央行明显缩表，资产规模整体降低了接近20%的水平，这种紧缩的力度意味着实体经济必然遭受明显的负面影响。

欧央行的政策尤其是缩表实际上也存在不对称性的问题，我们看到欧央行的政策节奏更加缓慢和滞后，这是由经济基本面所决定的。

目前欧元区的经济下行压力和潜在的通缩风险可能还是需要美国经济出现衰退之后才可能完全体现出来，随着外需的迅速降低冲击，居民和企业部门缩减债务带来的问题将反映在企业生产上。

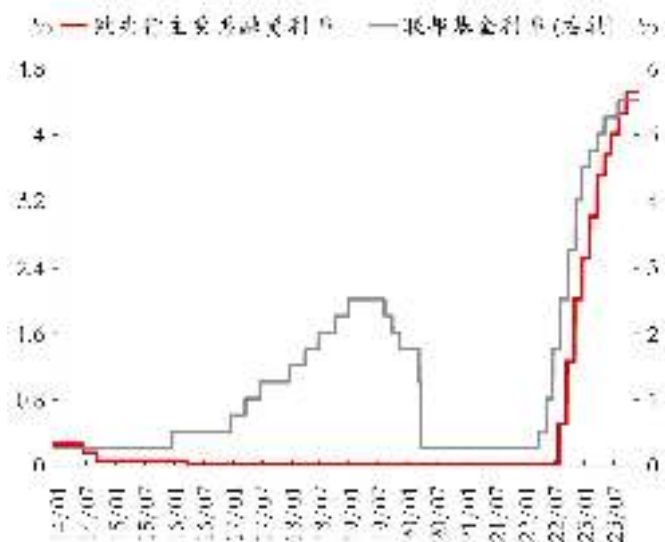
因此目前欧元区面临的局面就是居民，企业和外贸部门实际上都面临着下行的压力，只不过这些压力还没有形成事实上的共振，随着时间的推移和欧央行限制性货币政策的维持，这种压力将在24年明显上升。因此目前实体经济的表现还没有到最严重的时候。

图表 33：欧央行缩表持续



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 34：欧央行政策节奏慢于美联储



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

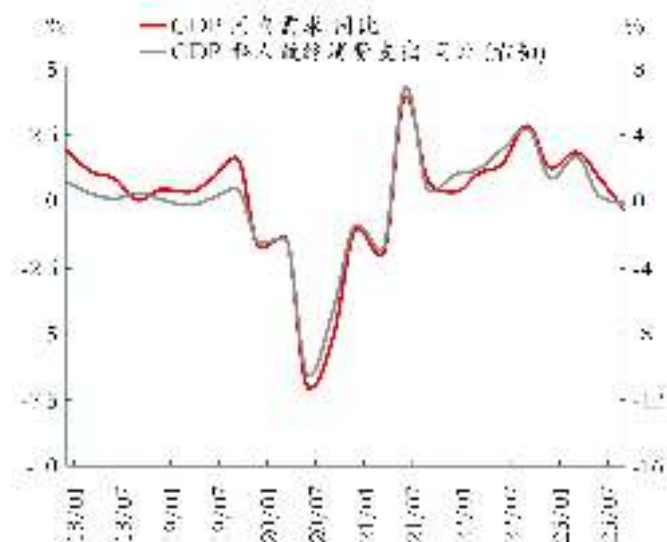
但是对于欧央行而言，目前的政策决定具有明显的滞后特征，欧央行的政策倾向显著滞后于经济形势，我们看到欧央行的加息时间点明显晚于美联储，政策的幅度也要弱于美联储，实际上美欧经济周期的共同性特征在欧元区经济方面表现的非常明显，因此欧央行的货币政策周期上和美联储基本一致，但是节奏上要比美联储来的更加缓和。

所以我们并不认为24年欧元区比美联储后降息这个状况会真的影响到欧元的走势，这只是节奏上的变化，并不是周期上的错配。预计欧央行降息的时间点要比美联储晚，降息的力度也会不及美联储，同时整体经济在降息后的复苏节奏相对也会更为缓和，但是24年真正的重点还是美联储的政策转变，这种情况下欧央行的政策节奏很难出现明显的逆周期行为，欧元的走势还是会因为美元弱势呈现出相对的强势，直到美国经济完成修复。

2.2、日本：日元将摆脱颓势

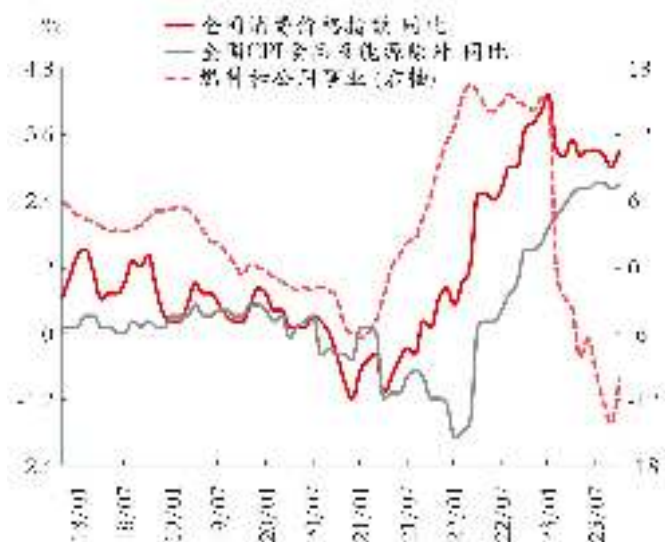
24 年日本的情况可能会超出市场预期，我们看到了日本存在一些变数开始逐渐明晰的进程。日本目前毫无疑问出现了经济下行的状况，在全球经济明显走弱的情况下，日本经济很难独善其身，尤其是目前内需的降低值得关注。

图表 35：日本 GDP 增速回落



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

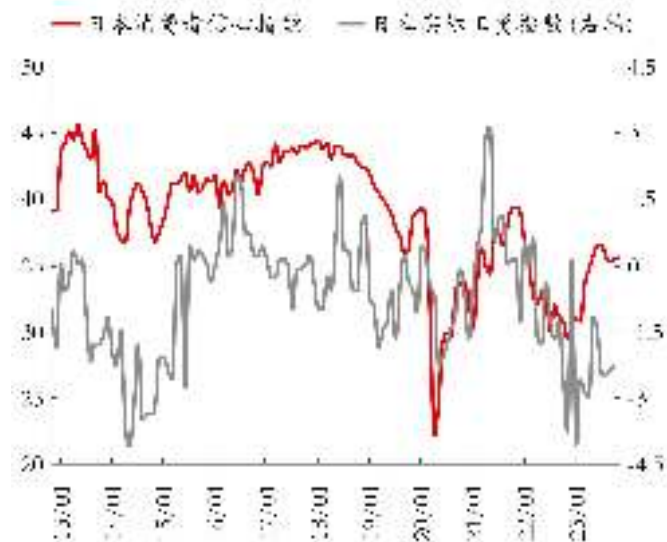
图表 36：日本核心通胀处于高位



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

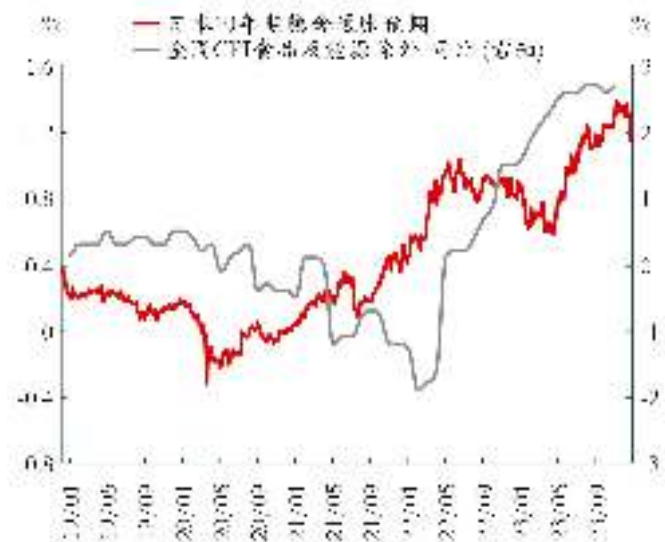
但是明显变化的在于日本的通胀体现出了不一样的状况，在外围因素逐渐消散后，日本的通胀尤其是核心通胀依旧维持在较高的水平，这表明了新冠疫情后日本核心通胀存在一定的韧性。

图表 37：日本消费者信心和实际薪资背离



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 38：日本通胀预期明显回升



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

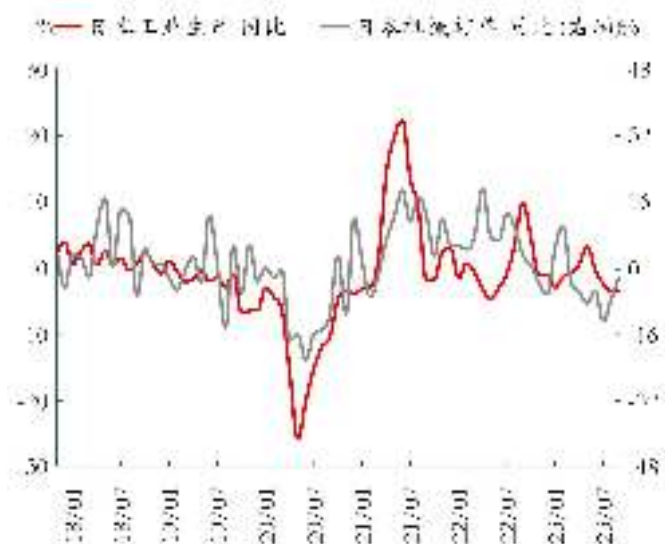
但是从日本居民部门来看，我们没有看到日本居民部门存在明显的强化支出的意愿和倾向，日本居民实际开支水平持续处于低位，实际工资水平也就是薪资增速的增长速度低于通胀，因此日本居民部门没有发现明显的改善，并不是日本通胀上升的原因。

图表 39：日本企业贷款和资本投资处于高位



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

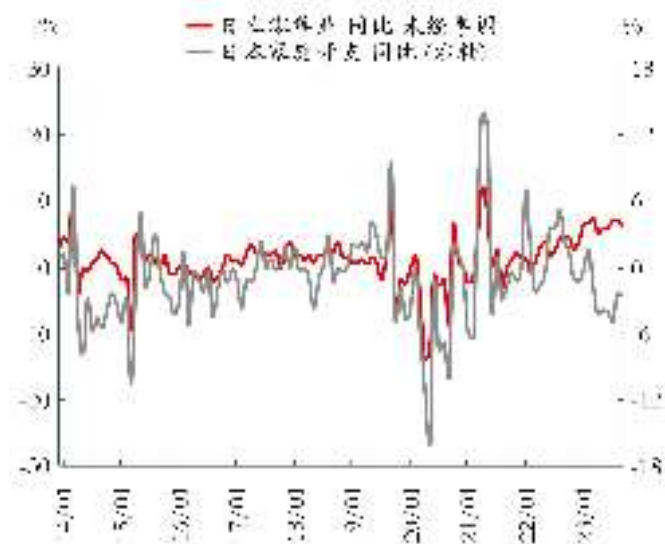
图表 40：日本工业生产和机械订单趋势回落



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

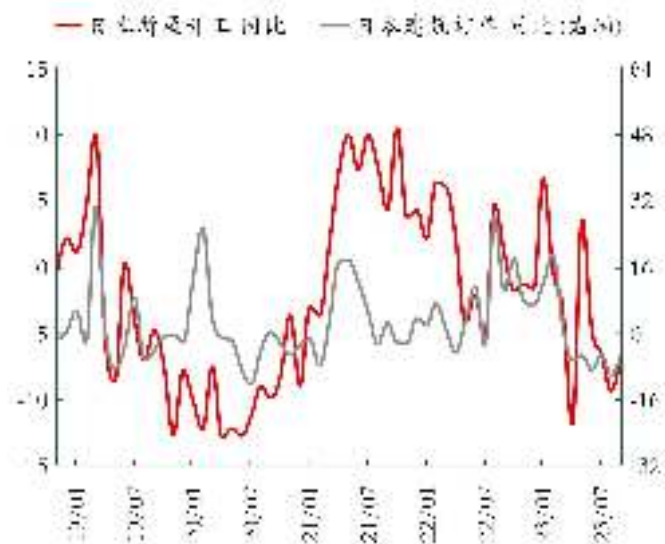
如果我们把视角转向日本的企业部门，看看能否寻找到通胀上升的因素，我们看到日本的企业贷款维持在比较高的水平，企业部门的投资也维持在一个相对较高的水平，但是工业生产和机械订单的情况在持续走弱，日本工业生产和机械订单的情况明显是由于外需的逐渐走弱带来。同时日本外贸部门出口在持续的降低，因此我们认为虽然企业部门投资水平较高，但是并不是核心通胀走强的原因。

图表 41：日本零售数据明显偏弱



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 42：日本地产部门持续弱势

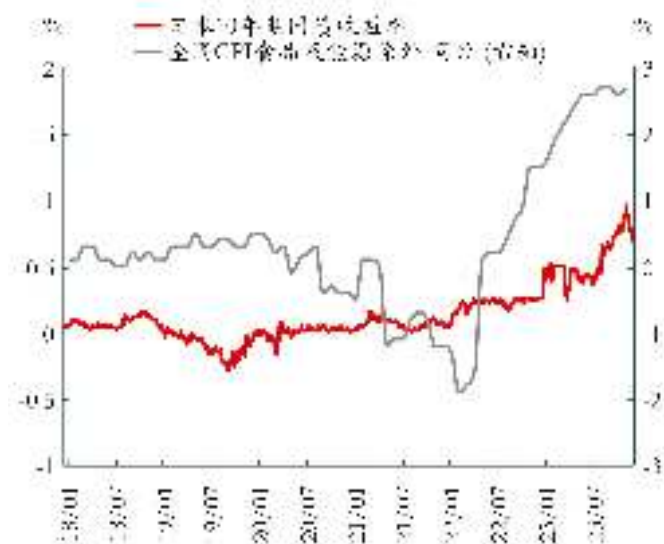


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

日本的地产部门并未出现复苏，新屋开工和建筑订单处于持续下行的状况，目前处于低位，因此实体经济的状况对于核心通胀还未形成有效支撑。

非常值得注意的是日本的零售数据出现了明显的明显的上升，而且和居民支出形成了背离，这表明零售上升并不是居民部门的购买力上升，而是物价推动导致，于此同时我们看到日本通胀预期出现了持续明显的上升。

图表 43：日本收益率曲线政策逐渐退出



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 44：日本央行资产负债表调整相对灵活



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

这就表明目前来看，日本的确出现了非常明显的变化，就是在经济体本身的通缩导向存在的局面下，通胀超乎寻常的上升，因此这种通胀的上升意味着日本央行政策层面上将出现明显的变化，相较于黑天时代超宽松的货币政策导向，目前的日本央行将逐步退出超宽松的货币政策。

因此我们看到了日本央行逐步退出收益率曲线控制，将收益率曲线控制的目标水平逐步上移，我们认为远期来看日本央行的目标应该是彻底退出收益率曲线控制，收益率曲线控制的水平应该和通胀预期维持一致，所以当通胀预期稳定处于2%水平的时候，日本央行的确没有必要继续维持收益率曲线控制。

因此日元在24年应该是继续走强的状态，日本的通胀预期出现回升的状况会明显影响日本央行的政策行动，美日利差会逐步下行，日元作为融资货币的成本将上升。随着美联储逐步进行货币政策转向，日本央行温和的退出宽松政策明显和美联储降息形成对比，我们预计即使日本经济出现衰退冲击，日本央行边际上的政策节奏也是缓慢的，这就使得日元的主要逻辑发生了变化，除了美日利差被动受到美联储政策影响之外，日央行自身的行为模式发生了转变，不再寻求持续提高通胀预期，因此在通胀预

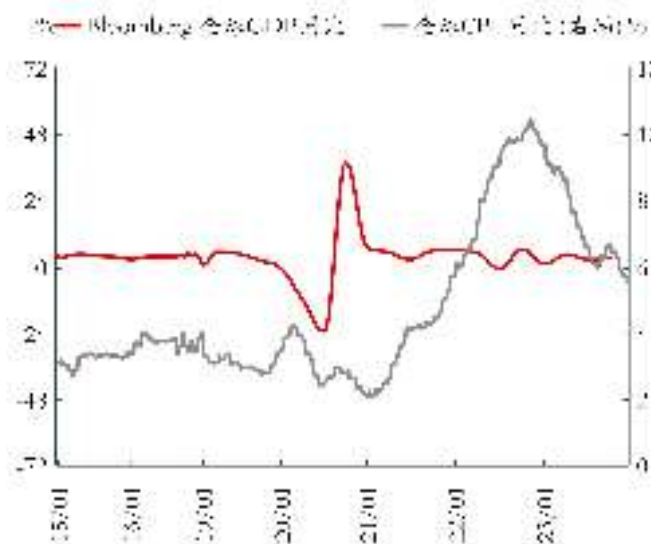
期前景没有受到明显的破坏下，日本央行将持续退出宽松货币政策。

当然，24 年面临的一个问题是衰退对于通胀预期的影响，我们认为美联储货币政策的转向也会影响日本央行的行为，日本央行退出超宽松的节奏会受到明显的压力，但是对于日元而言，过去走弱的因素还是发生了逆转，这意味着日元将持续的上升。即使我们看到日本央行实际上在资产购买的节奏上边际发生了变化，也不会影响日元的走势，日本央行的整体政策倾向和美联储背离的趋势已经结束。

3、全球宏观：迎接新常态

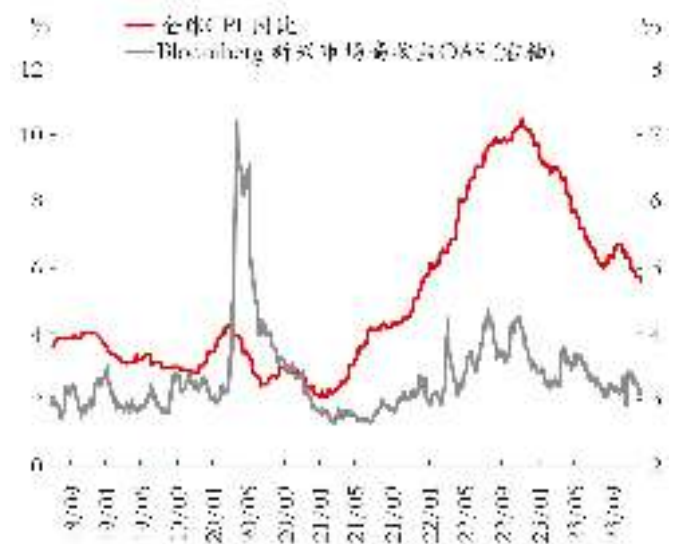
在短周期的问题一次又一次被解决后，24年可能也并不例外，因为美联储的政策转向带来的流动性释放将解决目前全球经济面临的经济下行问题，一旦流动性重新释放，可以预计衰退的时间并不会太长，经济将被修复。

图表 45：高增长低通胀转向低增长高通胀



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

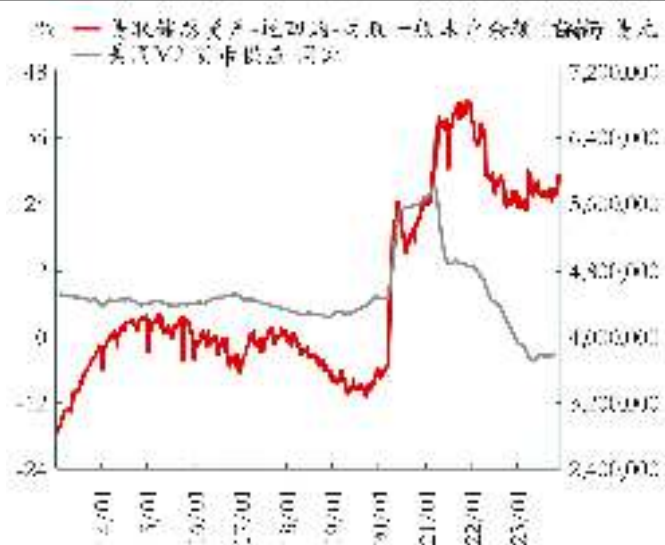
图表 46：通胀制约将消失



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

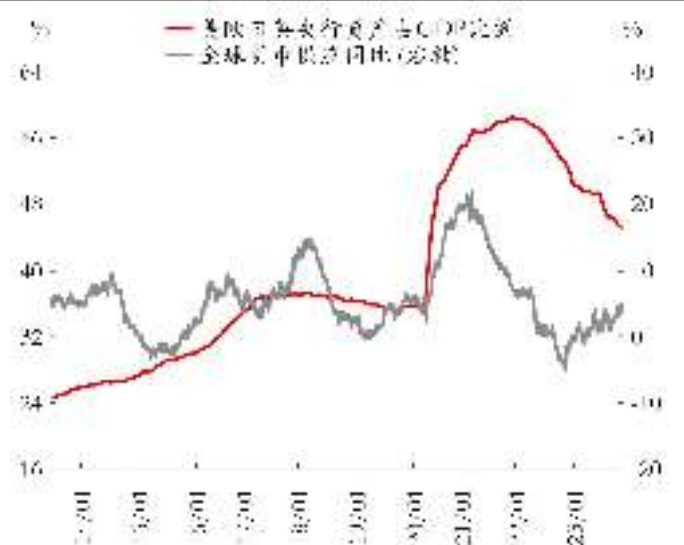
流动性的拐点带来的是美元的下行，美元走弱和美债收益率降低在 24 年是较为明确的，广义美元流动性重新释放是 24 年最为重要的因素。广义美元流动性重新释放将使得进入到典型的 risk on 模式，由于衰退带来的通缩缺口弥补了对于通胀的担忧，带来了市场进入到各类资产上涨。

图表 47：流动性转折点就要到来



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 48：央行缩表的步伐预计放缓



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

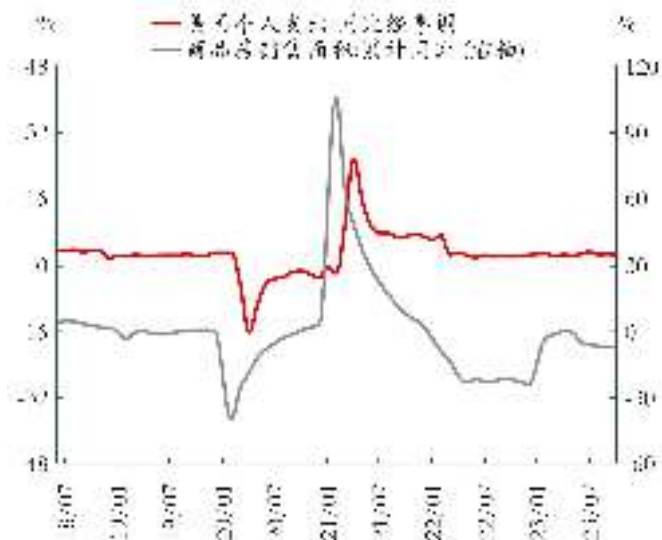
我们此前的报告已经强调过未来的全球宏观的格局发生了明显的变化，24 年也不例外。我们在 23 年没有看到中美结构性的问题出现改善，美国经济面临的劳动力市场结构性不足和中国面临的居民部门债务过高造成了中美间经济周期和货币政策的差异，这种结构性问题是长周期的，而非短周期的问题。

图表 49：新冠疫情后中美结构性分化



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

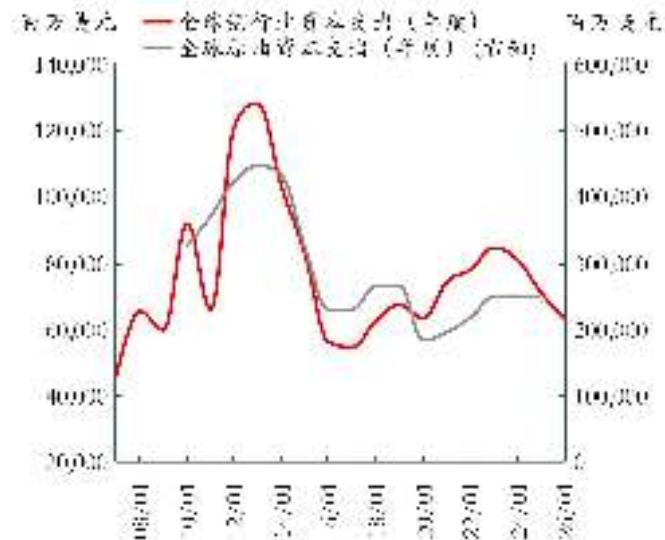
图表 50：中美问题本身是居民部门的问题



资料来源：Bloomberg，国家统计局，东证衍生品研究院

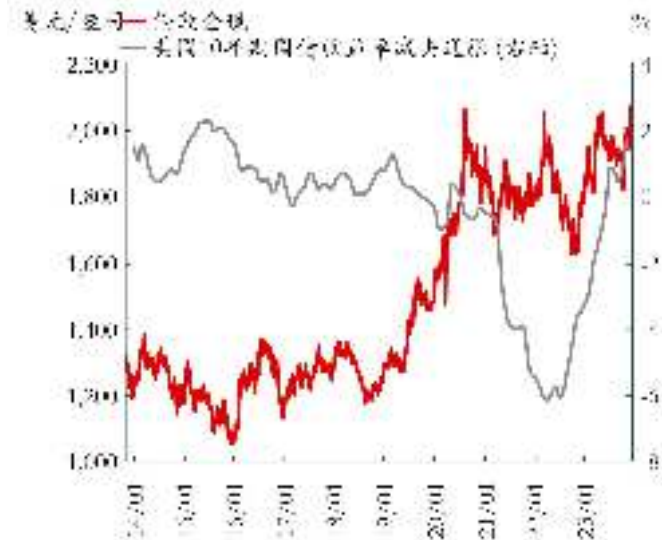
虽然 24 年衰退带来的广义美元重新释放会暂时性的掩盖这个问题，市场关注的焦点不再是经济的不足之处，转向经济修复的节奏问题，我们预计 24 年还是不太能够看到经济在衰退冲击下完成完全的修复。

图表 51：大宗商品资本支出结构性低位



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 52：黄金价格和实际利率出现背离

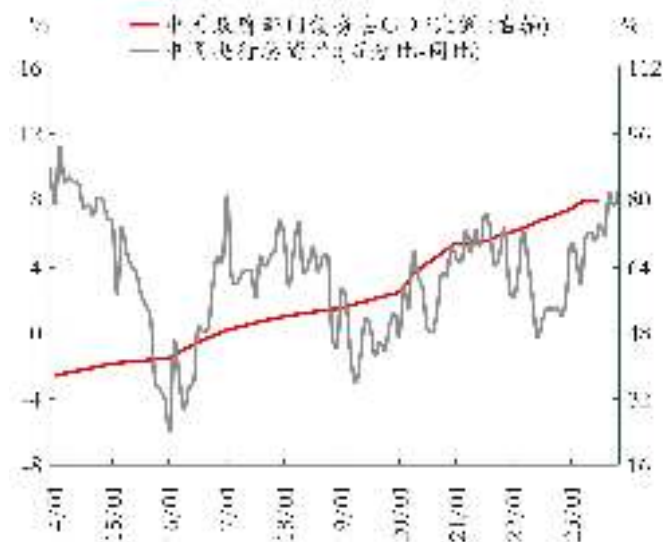


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

长期来看，我们需要迎接新常态的到来，新常态意味着新冠疫情之后的世界发生了明显的变化，随着新冠对于美国劳动力市场造成的结构性损失和中国经济转型面临的挑战，以及地缘问题和逆全球化的加速，这都表明全球经济的长期潜在产出中枢受到了下行压力，同时通胀中枢面临上行压力。因此新常态指的是08年金融危机到新冠疫情前长期的类通缩导致的货币政策宽松，带来的相对高增长和低通胀被新冠疫情后的种种因素转变逐渐转化成相对低的增长中枢和相对高的通胀中枢。

因此这意味着经济运行的范式出现了明显的改变，我们可以理解成即使存在通缩的压力，中期来看通胀中枢的上升是必然的，中期通胀中枢的上移和新冠疫情后的结构性矛盾是一致的，经济潜在增速下移和债务压力迫使政府部门采取逆周期的政府债务增长来对冲结构性的经济下行压力，这种对冲导致财政政策长期来看不可避免的取代货币政策对于经济的支撑作用。

图表 53：中国将增加政府部门的支出



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 54：全球进入到政府支出长期增长阶段



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

财政政策带来的效应是通胀问题的长期化，因此24年虽然衰退压力导致通缩局面占据主导，但是长期来看通胀一定是结构性的，长期化的现象。这种相对低增长，高通胀的新常态会改变大类资产长期的走势，我们认为大宗商品和避险资产的长期牛市可能才刚刚起步。在24年我们将再一次看到经济周期转折带来的流动性周期反转，各类型的资产都将迎来明显的上涨，虽然基本面的修复过程绝非顺利，但是流动性和基本面之间的关系本来就不是时间上的相互应对。

我们认为新冠疫情后世界发生的变化如此巨大，导致此前约定俗成的模式和周期性波动已经开始变得不明晰。新常态的到来本质上新旧问题剧烈博弈的结果，不是最优选择但是绝对是现实的最可能路径。新常态下全球资产波动的剧烈度明显上升，单一持

有某一类型资产就可以持续获得超额收益的情况不复存在。新常态下宏观择时的重要性明显上升，宏观的重要性更加上升。“The truth is rarely pure and never simple”，真相很少存粹，也绝不简单。

4、投资建议

4.1、美元走弱

美元指数2024年处于非常明显的下行阶段，随着实质性衰退的到来和广义美元流动性的再次释放，美元指数的趋势性下跌不可避免。我们预计美元指数将在24年走弱至100以下水平，95可能是美元在24年的低位。随着美元指数的弱势，欧元和日元会明显上升，尤其是日元明显偏强，我们认为欧元兑美元24年最高可能会到1.2水平，日元则可能最高回到110水平。

4.2、流动性释放下的各类资产走强

随着美联储政策转向，市场将会交易从衰退到修复的过程，因此美债将面临明显的牛市，预计10年期美债收益率可能会回到3%的水平，新常态下大宗商品的走势会偏强，原因不是增长加速，而是高通胀常态化后对于实际购买力缺失带来的补偿。

5、风险提示

地缘冲突加剧导致通胀压力反复。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com