



# 大重构（美国篇）

## 研究院

### 研究员

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

#### 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

### 投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

预计美国 2024 年经济的“韧性”仍在，从被动补库转向主动补库。劳动力市场的韧性和工资分配的结构性扩张有利于保持消费增速的稳定；而消费环境改善和金融环境宽松将支持企业部门的生产和投资活动逐渐修复，2024 年通胀水平维持在 3-3.5% 以上。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**杠杆周期：**美国政府部门已经从逆周期的调节进入到顺周期的主动扩张；家庭部门的杠杆空间受到 2008 年的金融危机的影响被抑制；企业部门经历了多轮扩张，整体结构保持稳定，未来若消费情况好转传递至企业补库存加速，则杠杆的再次回升依然可以预期。

**经济周期：**预计金融条件维持相对宽松，为经济韧性提供支撑；通胀预期的稳定回落将修复消费者的信心，整体价格环境呈现前低后高特征，带来经济周期从被动补库转向主动补库；随着经济动能的向上修复，美债收益率曲线或趋向于陡峭化。

**流动性：**美联储利率继续维持高位，但财政的再融资需求或结束美联储 QT 政策，预计 2024 年年中美国货币增速将逐渐修复；上半年宏观流动性总体将呈现偏宽松的预期，随着下半年美国经济的逐渐改善，货币政策存在继续转向“不再宽松”的可能。

**政策预期：**预计在政府主动扩张的顺周期环境下延续高债务模式，相应的高利率政策仍将延续；周期从被动补库向主动补库转变过程中，实际利率将重拾上行动能，关注脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造等领域的政府投资扩张。

### ■ 策略

上半年货币条件暂不宽松引导价格继续向下，市场和美联储的博弈增强背景下关注“衰退交易”对长端美债和黄金的向上驱动；随着美联储二季度结束 QT 改善货币斜率，关注经济逐渐恢复提供的“复苏交易”，实际利率回升预期对于工业金属和美股的向上驱动。

### ■ 风险

债务流动性风险，疫情风险

## 目录

核心观点 .....	1
宏观：国家资产负债表再平衡.....	4
美国 2024：经济“不着陆”，实际利率回升.....	5
杠杆周期：焦点还在政府性扩张.....	5
1.1 家庭部门 .....	5
1.2 企业部门 .....	6
1.3 政府部门 .....	8
经济周期：从被动转向主动补库.....	9
2.1 金融条件维持相对宽松 .....	9
2.2 经济状况或仍保持韧性 .....	10
2.3 通胀呈现前低后高特征 .....	10
2.4 通胀预期回落修复信心 .....	11
2.5 美债利率曲线或陡峭化 .....	11
流动性：QT 结束，但流动性中性.....	13
3.1 加息“暂停”和货币不紧.....	13
3.2 从衰退交易到繁荣交易 .....	14
政策预期：高利率或将延续更久.....	15
4.1 高债务政策延续 .....	15
4.2 政策的驱动增强 .....	16

## 图表

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题 .....	4
图 2：尽管美国家庭净财富出现了显著的改善，也不能带动杠杆率走出回落状态   单位：%GDP .....	6
图 3：美国债务的宏观部门分布   单位：%.....	6
图 4：美国宏观部门的额债务/GDP   单位：%GDP.....	6
图 5：美国企业杠杆率、杠杆率差值和债务增速   单位：%YOY，%GDP .....	7
图 6：政府杠杆和利率   单位：%GDP，%.....	8
图 7：政府杠杆和利率   单位：%GDP，% .....	8
图 8：金融状况维持在中性区间   单位：指数点 .....	9
图 9：加息暂停后分项指数显著改善   单位：指数点 .....	9
图 10：美联储逆回购用量降低   单位：千亿美元 .....	9
图 11：联邦基金利率期货空头持仓见顶   单位：万手 .....	9
图 12：同步指标中枢上移   单位：%，美元/盎司.....	10
图 13：高频经济活动显示经济环比改善   单位：%.....	10
图 14：美国产出缺口回落降低通胀压力   单位：%.....	11
图 15：投资驱动产出，核心通胀后期稳定   单位：%.....	11

图 16: 高利率下消费支出回归中性   单位: %.....	11
图 17: 通胀预期回落改善消费环境   单位: BP, %.....	11
图 23: M2 将回到原有趋势   单位: %, 万亿美元 .....	14
图 24: 资产负债表与利率增速对比   单位: %YOY .....	14
图 25: 衍生品市场隐含加息概率回落   单位: %.....	14
图 26: 衍生品市场隐含利率降息预期   单位: %.....	14
图 27: 美国财政赤字率和政府债务比重   单位: %_左, %GDP_右 .....	15
图 28: 美国政府未来季度到期债务规模   单位: 十亿美元 .....	15

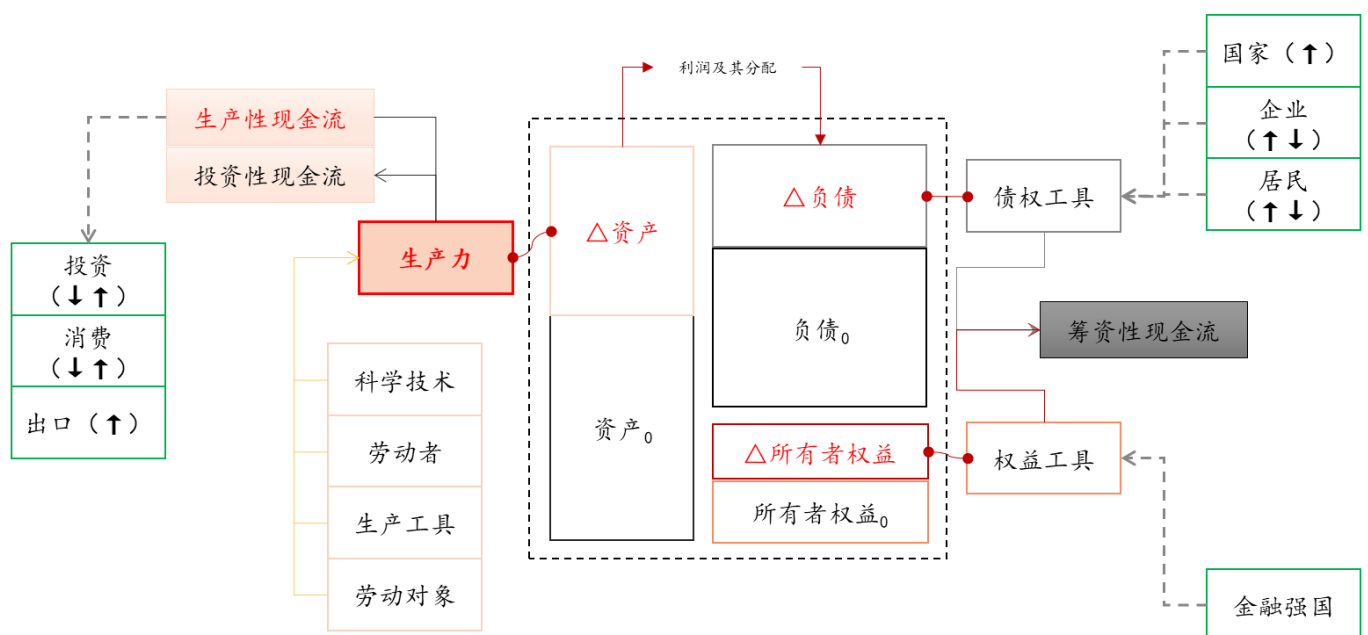
## 宏观：国家资产负债表再平衡

经济系统是从生产消费合一的自给自足经济系统演化而来。经过生产和消费分离、投资和储蓄的分离和结构化，通过技术和需求延伸和升级，形成“投资—生产—分配—消费—储蓄”的循环。观察经济的微观结构在于观察驱动经济运行的核心矛盾，拆解资产负债表是一个有益的尝试（见图1）。

交易构成了经济活动的基本单元，实现从投资、生产、分配到消费和储蓄的经济活动。通过交易形成了资产负债表结构的置换。对于宏观资产负债表的左侧是价值创造过程，生产力决定着经济长期运行的方向。对于宏观资产负债表的右侧是价值分配过程，生产关系决定着经济运行的路径，全球经济杠杆率的持续上升过程是既是资产负债表中价值分配的持续不平衡问题的直接反应，也是将全球生产力扩张到极致后的结果。

经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在衰竭。工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。回到经典的AK生产函数，工业文明中的经济增长通过技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本。而在人口老龄化、全球收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，全球生产力增长开始停滞，私人部门的需求出现了从增长放缓到债务通缩塌陷的转变，呈现出日本化现象。展望未来，有效需求不足仍将是常态。如果不考虑阶段性的库存周期波动形成的经济波动，全球经济仍处在并将长期处在生产过剩或需求不足的状况中，直到下一次平衡的到来。

图 1：从国家资产负债表看当前全球经济的问题



数据来源：华泰期货研究院

## 美国 2024：经济“不着陆”，实际利率回升

经历了 2022 年以来的利率快速上行，截止 2023 年 11 月美联储的基准利率水平已经上升到了 5.25-5.50% 的高位“限制性”区间。在美国财政政策 2021 年以来驱动家庭部门消费扩张，2023 年以来驱动企业部门投资扩张的带动下，美国经济在 2023 年的“韧性”不断证伪着市场的“衰退”定价，整体表现出超预期的特征，实际利率水平已经上升到了“2%”的高位区间。

展望 2024 年，我们预计美国经济的“韧性”仍在。高利率环境下，尽管家庭部门的杠杆率仍将保持在低位，但是劳动力市场的韧性和工资分配的结构性扩张有利于保持消费增速的稳定。同时消费环境的改善和金融环境的相对宽松将支持 2024 年企业部门的生产和投资活动逐渐修复，美国景气指数将环比改善，支撑通胀水平维持在 3-3.5% 之上。随着周期的持续改善，经济周期将逐渐从上半年价格回落压力下的被动补库转向下半年的主动补库。尽管如此，在 2024 年美国大选的特殊政治环境下，金融市场的流动性环境依然是值得关注的风险点。

## 杠杆周期：焦点还在政府性扩张

金融是一种国家能力。如果国家的制度，尤其是法律，较为完备的话，金融体系就通过层层抵押，运用杠杆，低成本地撬动其他国家的资源<sup>1</sup>。

——王永钦

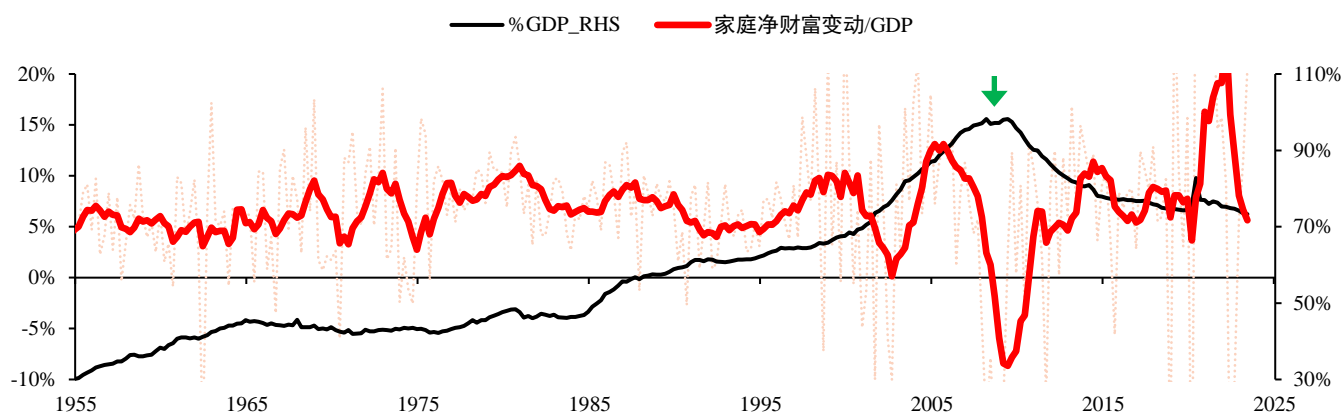
### 1.1 家庭部门

2008 年的金融危机可能消耗了美国家庭部门的杠杆空间。2001 年至 2003 年美联储基准利率从 6.5% 的高位回落至 1%，也带动了美国信用的再扩张，主要受益经济部门在房地产。随着 04 年开始对美国房价的担忧逐渐加强，美联储逐渐加息抬高利率，从 1.0% 持续加息至 2006 年的 5.25%。而这其中美国的总体杠杆率是没有下降的，只是加杠杆的斜率发生变平——高利率抑制了市场的脚步，但是并不能阻碍市场的疯狂。2008 年的次贷危机虽然从整体杠杆角度仅有小幅的回落——美联储通过提供创新融资工具、快速的降息以及非常规货币政策，再次将美国的杠杆增速拉回到了原有轨道上。但是从家庭的角度来看，我们认为已经消耗了空间（图 2）。

---

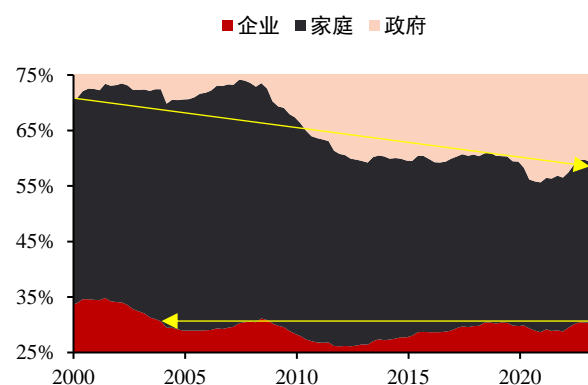
<sup>1</sup> 引自王永钦《杠杆周期如何影响金融和实体经济：兼论中国经济困局和出路》

图 2：尽管美国家庭净财富出现了显著的改善，也不能带动杠杆率走出回落状态 | 单位：%GDP



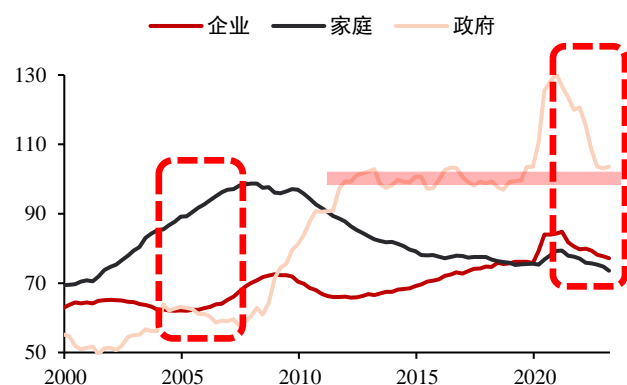
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 3：美国债务的宏观部门分布 | 单位：%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 4：美国宏观部门的额债务/GDP | 单位：%GDP

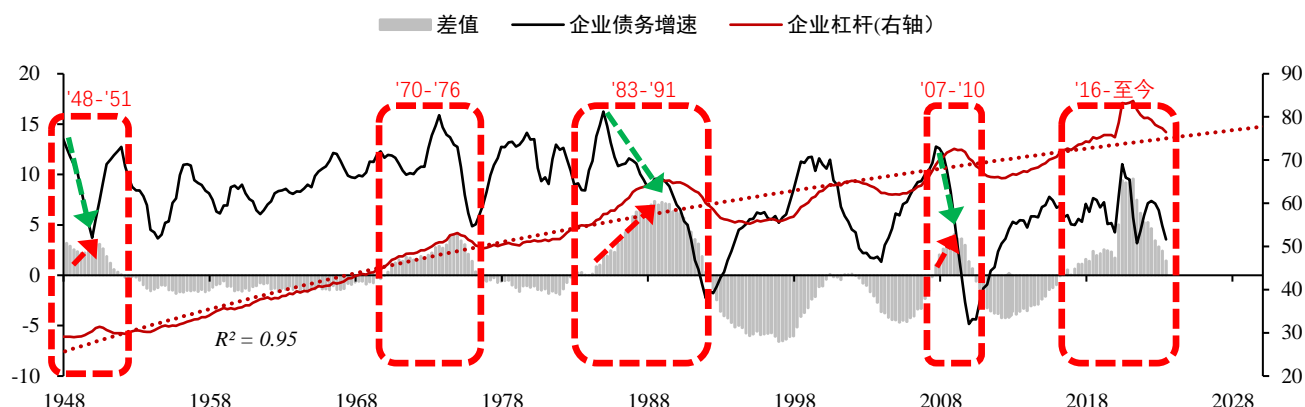


数据来源：BIS 华泰期货研究院

## 1.2 企业部门

美国企业部门的杠杆经历了多轮扩张，整体结构保持稳定，等待加杠杆的契机（图 3）。对企业杠杆全样本数据做对数趋势拟合（ $R^2=0.95$ ），以实际值超过拟合值作为企业杠杆扩张的样本区间，可以发现自 1948 年以来，美国企业部门经历了五轮主要加杠杆过程——1948 年至 1951 年、1970 年至 1976 年、1983 年至 1991 年、2007 年至 2010 年，以及 2016 年至今。从货币政策的角度前两轮加杠杆都伴随着美联储的大幅降息——82 年美联储在逐步抑制住通胀（供给因素）的背景下开始放松货币政策，01 年美联储在互联网泡沫破灭（供给因素）后进行货币宽松——但是始于 2011 年的最新一轮杠杆扩张处在美联储货币政策收紧、监管加强的状态之下。

图 5：美国企业杠杆率、杠杆率差值和债务增速 | 单位：%YOY，%GDP



数据来源：BIS 华泰期货研究院

### 1950 年-1980 年

战后美国经济大幅增长，企业杠杆持续回升，截止 1963 年上升至 39%。但是其后的高赤字和通胀却引起市场担忧，黄金开始持续流出、美元和黄金的联系本位制受到质疑，企业杠杆出现大幅调整。随着 68 年黄金总库的崩溃和美元黄金的脱钩，缓解了黄金流出的压力。但是其后 70 年代的石油危机和货币危机抑制了企业的加杠杆行为——直到 80 年代初沃克尔的强势政策重拾了美元信用，经济的复苏带来了企业重新加杠杆。

### 1980 年-2010 年

80 年代美国经济重拾升势，85 年广场协议的弱美元更是提振了市场信心，美股信心高涨，企业杠杆延续上升势头。但是这一切止步 80 年代后期的储贷危机，企业杠杆增长放缓，但是在美联储低利率刺激下并没有收缩。而当 01 年科网泡沫破裂后美联储更大幅宽松到来时，企业加杠杆的步伐终于再次开启。

### 2010 年-至今

08 年的次贷危机不仅刺破了房贷泡沫，而且令企业部门加杠杆过程因为经济的悲观预期而停止。这种转折发生在 15 年底或 16 年初一季度，企业部门杠杆率首次超过 08 年调整以来高点，并在 2021 年创下了新高（差值达到 9.6%）。截止目前，美国企业杠杆率差值自回落至 1.5%。

观察美国经济的走势可以发现，企业库存投资收缩、企业盈利水平放缓的状态自 2016 年开始已明显改善——企业（尤其是金融企业）利润环比开始回升，同时伴随着前瞻指数的超预期好转，劳动力市场紧张状态下进一步吸引劳动力加入。未来若消费情况好转传

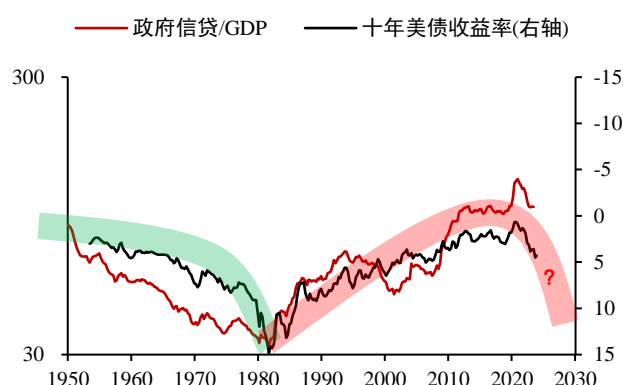


递至企业补库存加速，则杠杆的再次回升依然可以预期（虽然当前整体已经不低）。

### 1.3 政府部门

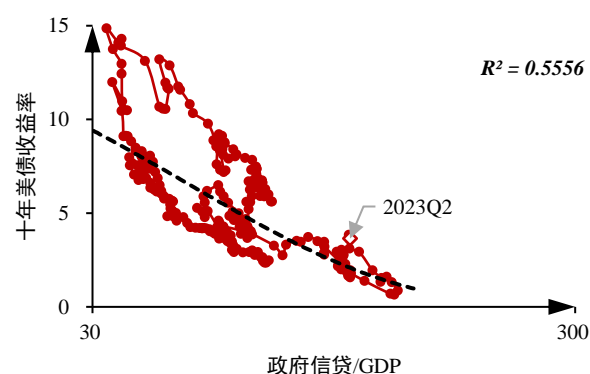
美国政府部门已经从逆周期的调节进入到顺周期的主动扩张（见总论篇）。作为逆周期调节的主力，自凯恩斯经济学流行以来，政府部门就充当经济下行的缓冲。根据 BIS 数据，1950 年以来，美国经历了两轮主要的政府加杠杆周期：1980 年里根经济学政府扩大财政支出，带来经济的新繁荣；2001 年后为应对科网泡沫破裂财政继续发力，而 2007 年的金融危机使得财政重新加码，而且从力度来看，为应对金融危机后私人部门的去杠杆，2007 年的政府加杠杆程度空前——截止 2021 年政府杠杆达到 128.8%，较 2007 年低点 57%、2001 年低点 49%、1981 年低点 32% 出现显著抬升；2023 年虽有所回落，但仍处在 2000 年以来的扩张轨道上（图 4）。

图 6：政府杠杆和利率 | 单位：%GDP，%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 7：政府杠杆和利率 | 单位：%GDP，%



数据来源：BIS 华泰期货研究院

如此强劲的加杠杆，和居民部门杠杆（地产杠杆、消费谨慎等）的湮灭以及政府定位的转变不无关系。2001 年科网泡沫破灭后美联储的低利率吹起了地产市场的再繁荣，我们注意到随着这种繁荣，居民部门的杠杆斜率呈现陡峭化，而 2004 年美联储开始的加息也仅仅是小幅平缓了这种斜率，并没有改变这种趋势。真正将居民部门杠杆扭转至历史增速曲线是，2008 年危机引发的泡沫破裂，可谓实现了降杠杆——将杠杆增速调整至了曲线之上。



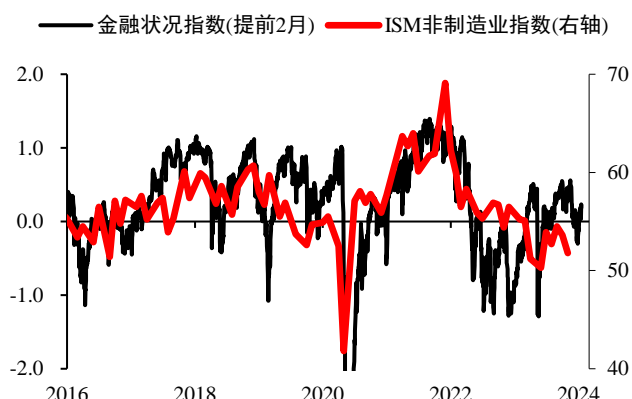
## 经济周期：从被动转向主动补库

### 2.1 金融条件维持相对宽松

尽管美联储将名义联邦基金利率维持在 5.25-5.50%、实际联邦基金利率维持在 2.0% 左右的高位，但是由于目前财政 TGA 账户的补充接近中性水平，在资本市场相对充裕的流动性环境延续的情况下（图 10），整体金融条件仍维持在相对宽松的状态中（图 9）。主要经济景气指数也保持在环比扩张的状态之中，11 月 ISM 非制造业指数虽有走低，但仍保持在 52.7 的强劲扩张状态之中（图 8）。

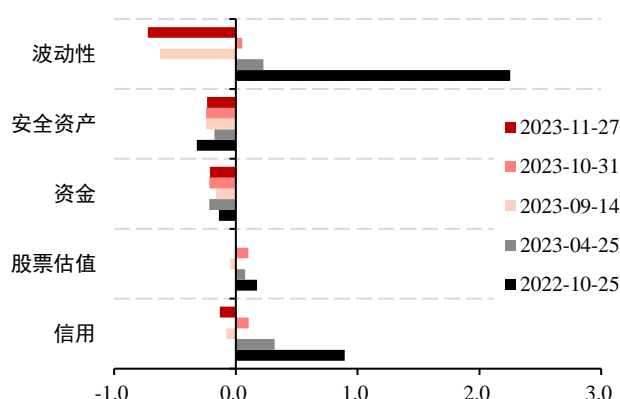
预计 2024 年随着高利率的货币状态延续，叠加市场超额流动性水平的回落，整体金融条件将保持中性略偏紧的状态。随着 2024 年的金融环境没有 2023 年如此充裕流动性背景，限制性利率对于实体经济活动的影响将逐渐增加，经济数据的波动将提升市场的敏感神经，令市场的波动性趋向于逐步回升。

图 8：金融状况维持在中性区间 | 单位：指数点



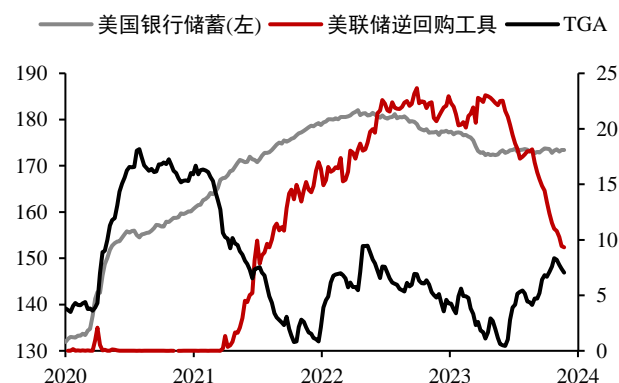
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：加息暂停后分项指数显著改善 | 单位：指数点



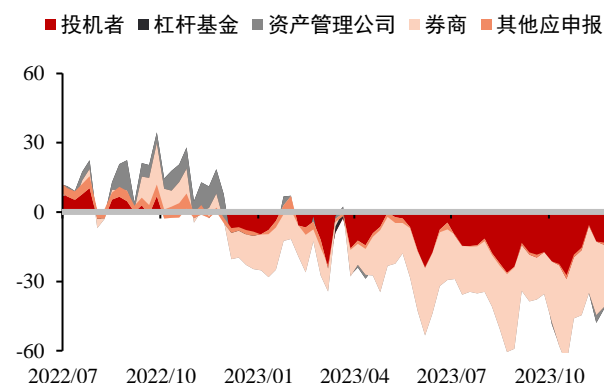
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：美联储逆回购用量降低 | 单位：千亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：联邦基金利率期货空头持仓见顶 | 单位：万手



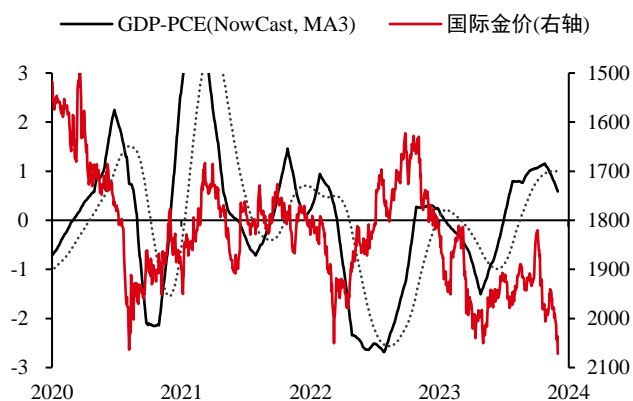
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 2.2 经济状况或仍保持韧性

预计 2024 年在中性金融条件下美国经济环比维持“韧性”。根据美联储 NowCast 模型，利用 GDP Nowcasting 和 PCE Nowcasting 指标间接拟合的“实际利率”指标显示，自 2022 年三季度以来持续回升，2023 年四季度虽面临一定的调整压力，仍处在“正值”区间。

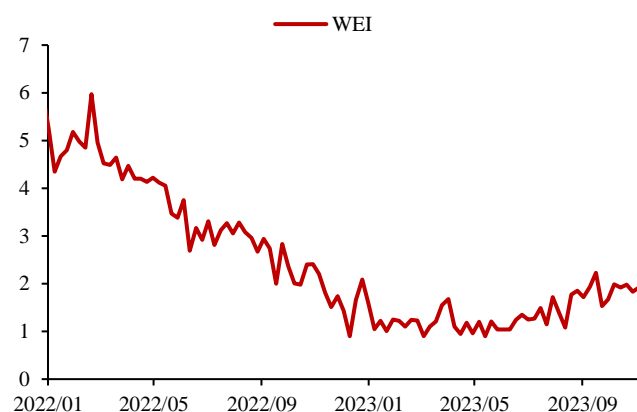
这点从跟踪美国周度经济活动的高频 WEI 指标也得到印证，自 2023 年年初以来虽然美联储基准利率维持在相对高位，导致经济活动动能受到限制，但是经济持续处在环比改善的状态之中。

图 12：同步指标中枢上移 | 单位：%，美元/盎司



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：高频经济活动显示经济环比改善 | 单位：%



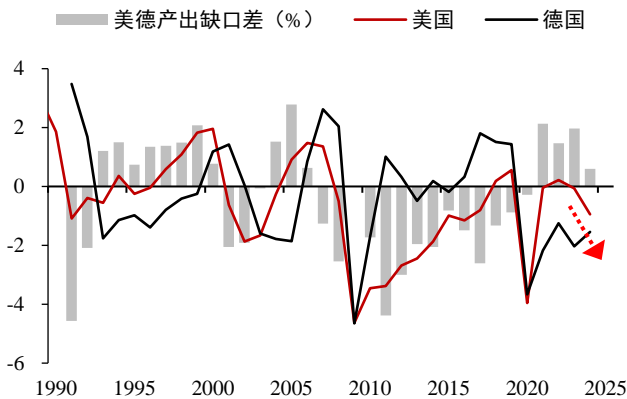
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 2.3 通胀呈现前低后高特征

预计 2024 年美国通胀表现出“前低后高”特征。2023 年上半年在美国“中小银行危机”带来的宏观政策阶段性扩张影响下，财政驱动的投资周期呈现快速扩张状态，带来美国经济表现超预期的同时，也一定程度上改善 2024 年开始的美国潜在产出缺口——正缺口的降低，推动价格压力在 2024 年有所降低。

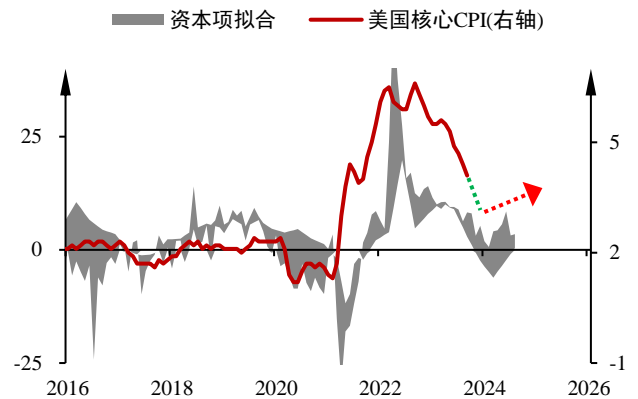
同样的，由于 2016 年以来政府主导的投资驱动型经济增长模式对经济活动的持续拉动，可能正在提升美国经济的潜在产出水平，我们预计美国“投资-消费”经济结构的改变将有利于提升美国的潜在经济增速。而在投资驱动型的经济模型下，美国核心通胀或仍将保持相当的韧性，2024 年或将保持在 3% 以上。

图 14：美国产出缺口回落降低通胀压力 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：投资驱动产出，核心通胀后期稳定 | 单位：%

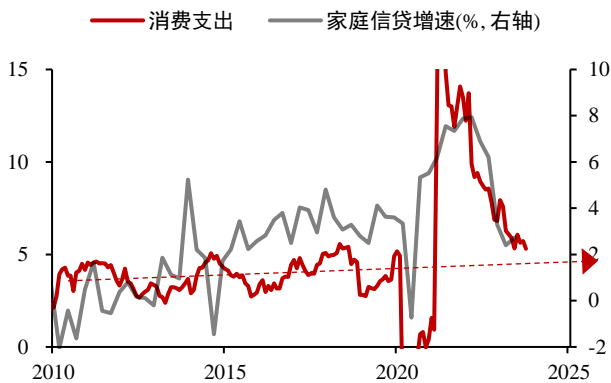


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 2.4 通胀预期回落修复信心

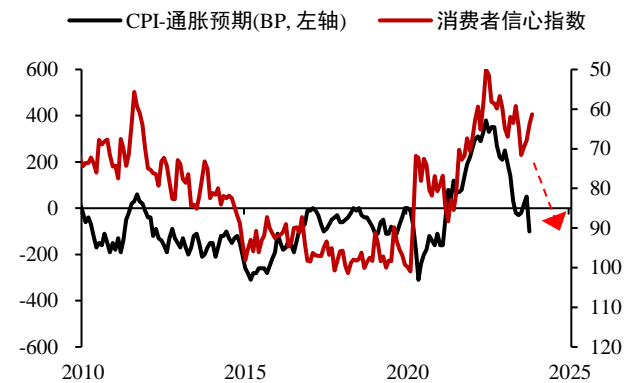
预计 2024 年美国消费者信心继续改善，消费支出增速回到 4.5% 的正常状态（图 16）。虽然核心通胀中枢相比较过去十年有所回升，但是随着名义高通胀压力的逐渐缓和，市场的通胀预期趋于改善，十月通胀超预期指数已经再次转入负值（图 17）。通胀预期的继续改善，叠加当前美国劳动力市场保持相对“韧性”的状态之下，我们预计美国经济在 2024 年的高利率环境中整体消费仍将维持韧性，去除掉基数效应影响之后将回到 2020 年之前的增长状态。

图 16：高利率下消费支出回归中性 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：通胀预期回落改善消费环境 | 单位：BP，%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 2.5 美债利率曲线或陡峭化

倒挂增加市场“衰退”定价。从 2021 年开始，随着美联储货币政策逐渐趋向于正常化（加息+QT），美债收益率曲线的扁平化逐渐成为市场关注的热点。“控通胀”的政治要求下，

美联储持续的收紧货币政策驱动短端收益率的抬升；以及由于高收益率增加了市场金融条件的收紧、经济扩张压力的担忧，长端收益率持续回落推动收益率曲线扁平化。

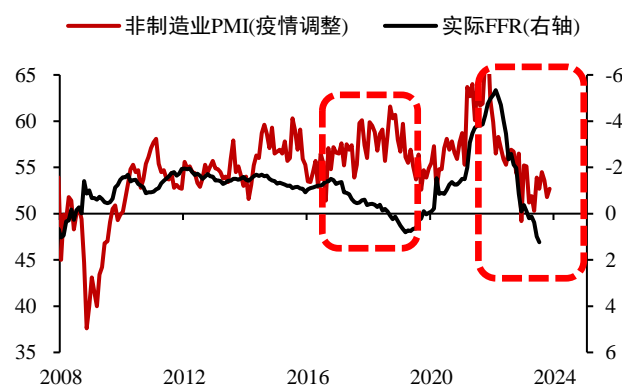
2023 年需求持续放缓但未衰退，关注临界点前政策的对冲，收益率曲线或将转向陡峭化。“金融是经济的核心”，定价曲线的倒挂反馈的是经济实体对于长期经济扩张信心的缺乏——相对短端高流动性溢价，市场无法给出长端更高的风险溢价。2024 年对于曲线交易，需要关注的是带动收益率曲线预期改善的政策力量，特别地，是否有类似于 2023 年一季度一样的触发点以增加政策的扩张力度。

图 18：黄金价格显示周期逐渐改善 | 单位：%



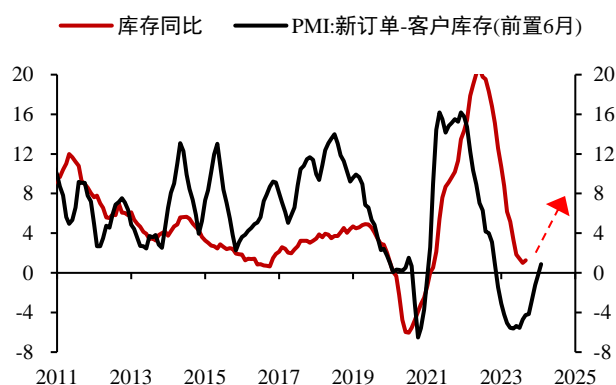
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19：实际利率走强下经济韧性 | 单位：%



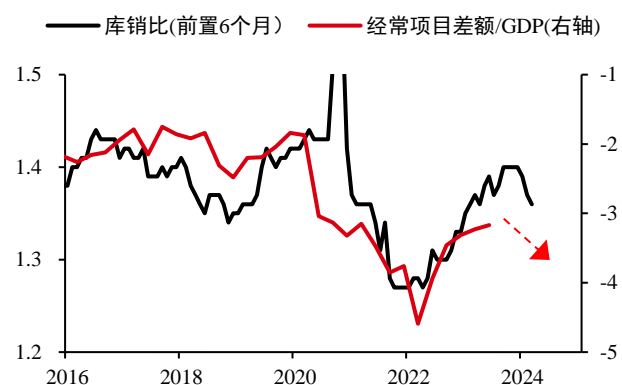
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20：景气指数预示美国临近补库周期 | 单位：%



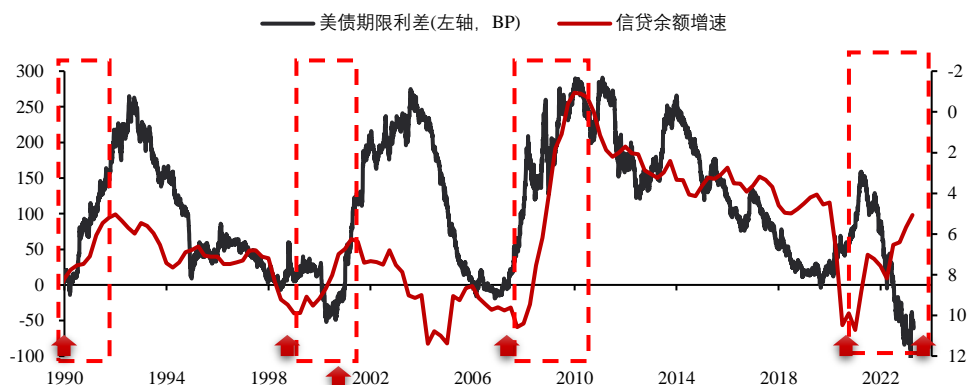
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 21：政策空间将决定补库存的强度 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：美债收益率曲线倒挂和信贷增速的回落 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 流动性：QT 结束，但流动性中性

1945 年以来的国际货币体系一直处于美国主导的演变或演进过程当中，并未出现有违美国国家利益及其愿望的“国际货币体系改革”<sup>2</sup>。

——李晓

### 3.1 加息“暂停”和货币不紧

观察美联储 2023 年下半年以来加息节奏的持续放缓，我们注意到，即使美国不断上修经济增长的表现（三季度 GDP 环比折年率增速从 4.9% 提高到 5.2%），也阻止不了市场继续不断提前的“降息”交易——美股接近新高、黄金接近新高，其背后体现出的是经济金融条件继续表现出宽松的预期特征。

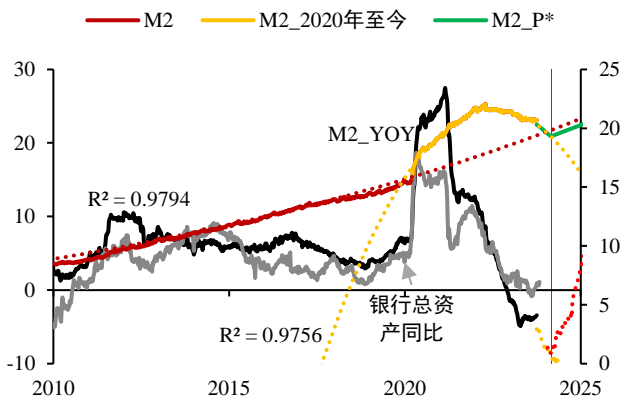
展望 2024 年，我们预计美联储货币政策上半年将从今年的“收紧”转向“不再收紧”，即修正市场对于降息的预期；并随着下半年美国经济的可能改善，货币政策存在继续转向“不再宽松”的可能。2024 年上半年美国 M2 的回落节奏预计将放缓，资产负债表政策结束当前的 QT 紧缩政策而进入到观望状态。鲍威尔在 12 月初的演讲稿中明确指出，当前美联储的紧缩行动已经让政策利率“深入”（well into）限制性区域。未来的宏观交易将在经济数据和金融市场的波动中持续测试美联储政策的行动预期。在政策预期切换的过程中，关注市场波动的增加，宏观交易的机会预计将在“不再收紧”到“不再宽松”之间产生。

<sup>2</sup> 引自李晓《地缘政治冲突时代的国际货币体系演进：困境与出路》

### 3.2 从衰退交易到繁荣交易

在美国价格条件 2024 年上半年继续放缓（从高通胀回到中性通胀）的状态下，预计市场在上半年将增加对美国经济衰退的交易。随着年中价格的企稳，以及温和的金融条件将改善市场的预期，预计 2024 年年中美国货币增速将逐渐修复（结束疫情期间快速扩张和缩表，回到疫情前的指数增长过程）。一方面，对于美国而言，正如美联储在 10 月的金融稳定报告中指出的，3 月份美国爆发银行业危机过后，虽然部分银行继续面临资金压力，美国银行业的存款流量已趋于稳定。另一方面，当前新兴市场也表现出韧性，IMF 在其 2023 年的全球金融稳定性评估报告中指出三个原因：一是因为基础资源成为了疫情和战争的受益者，二是部分国家发生的债务危机在 2023 年已经得到了较好的解决，相当于风险已经释放，三是资本从中国市场撤出，给新兴市场带来了资本机会。

图 23：M2 将回到原有趋势 | 单位：%，万亿美元



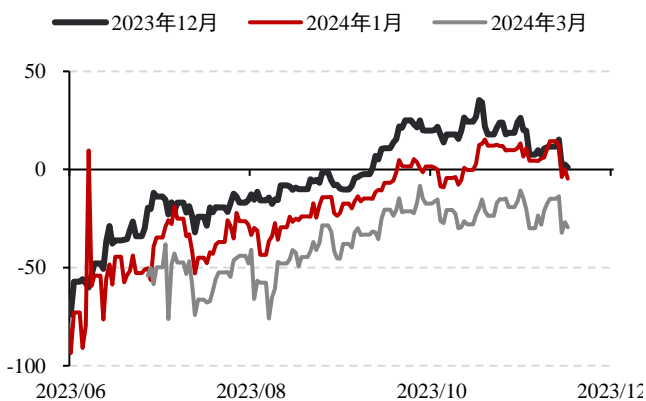
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 24：资产负债表与利率增速对比 | 单位：%YOY



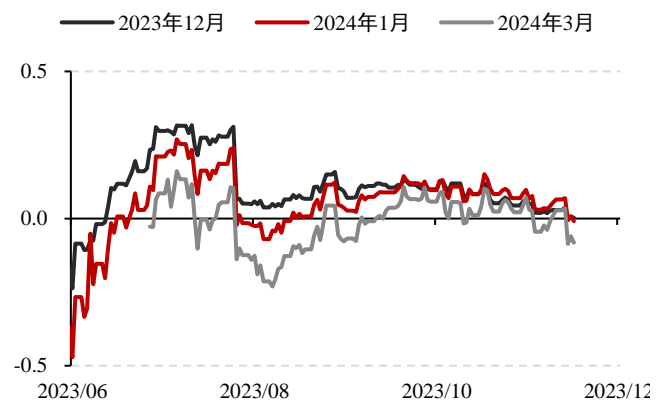
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 25：衍生品市场隐含加息概率回落 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 26：衍生品市场隐含利率降息预期 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 政策预期：高利率或将延续更久

从美国的角度来看，美元周期的背后是美国的财政因素。在 2020 年疫情大流行的影响下，美国政府通过大幅加杠杆的方式（政府加杠杆抵消实体去杠杆的影响）稳定经济总需求，政府债务率迅速超过 1940 年代的水平，达到 128%（图 4-7）。当前美国政府债务规模已经达到 31.4 万亿美元，根据白宫管理和预算办公室（OMB）的预估，未来债务仍将保持在高位。

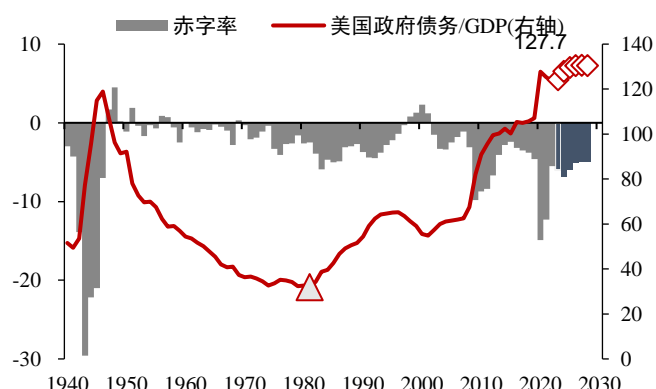
### 4.1 高债务政策延续

展望 2024 年，我们预计不管政治博弈如何，美国政府都很难退出高债务政策。一方面，从平衡资产负债表的角度而言，在美国私人部门缺乏加杠杆意愿（图 2）的背景下，作为逆周期的宏观政策需要持续发力。

另一方面，从驱动技术生产力的角度而言，美国杠杆周期自 2016 年已经发生转变（见总论篇）——从私人部门加杠杆转向官方部门加杠杆——意味着宏观政策不仅仅承担着为平衡宏观总需求的逆周期职能，更转向了跨周期的顺周期政策。我们预计短期内技术还未达到大范围的扩散条件，未来美国财政将继续保持着净增量的扩张，美债的再融资需求或将持续保持在相对高位。

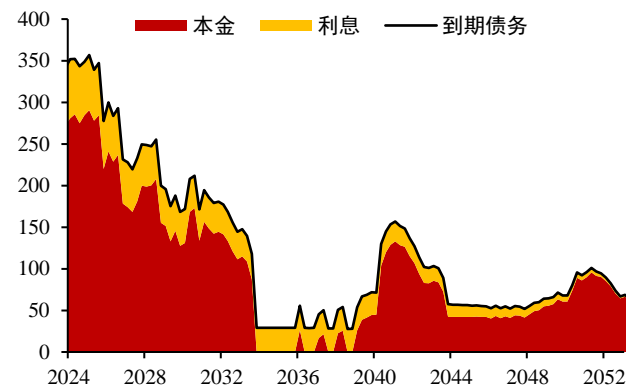
财政政策的扩张对于美联储紧缩性的货币政策带来挑战，我们预计 2024 年在美国宏观周期从被动补库存转向主动加库存的过程中，价格条件的继续回落虽然会增加上半年市场的“降息交易”空间，但下半年随着核心通胀的趋稳，以及库存周期的逐渐趋向回升，实际利率阶段性调整之后或将重拾上行动能。

图 27：美国财政赤字率和政府债务比重 | 单位：%\_左，%GDP\_右



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 28：美国政府未来季度到期债务规模 | 单位：十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院



## 4.2 政策的驱动增强

长期来看，美国宏观政策的转变（一大战略+三大法案）将驱动行业的结构性扩张，关注脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造等领域的投资扩张。

（一）一大战略。2022 年 10 月 7 日白宫发布《先进制造业国家战略》，对美国先进制造的愿景与目标进行新的顶层规划，提出美国仍是先进技术的领导者，但在一些高科技制造领域的生产能力以及就业吸纳能力急剧下降，突出强调为美国制造业注入新活力的重要性及构建制造业供应链弹性的紧迫性。《战略》明确了开发和实施先进制造技术、壮大先进制造业劳动力队伍、提升制造业供应链弹性的三大战略目标，把先进制造技术的研发和应用作为首要任务，重点发展脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造五大先进制造业领域。

（二）三大法案。2022 年 8 月 16 日拜登签署了总价值 7400 亿美元的《通胀削减法案》，该法案提出将 3690 亿美元投资于气候变化和新能源项目，旨在通过引导美国在未来十年内向能源安全和气候变化领域投资，发展在岸绿色工业生产和刺激绿色消费，支持和保护本土制造业，扶持新能源汽车等新兴产业。2022 年 8 月 9 日拜登签署授权资金总额高达约 2800 亿美元的《芯片与科学法案》，旨在向美国本土芯片产业提供巨额补贴和减税优惠，同时向尖端科研领域提供资金支持。法案分为 2022 年芯片法案、研发与创新法案、美国最高法院安全资金法案，A、B、C 三部分。其中，A 部分总拨款为 542 亿美元，其中 527 亿美元用于支持半导体（芯片）建设；B 部分总拨款为 1699 亿美元，与制造业相关拨款近 1000 亿美元。2021 年 11 月拜登签署《基础设施投资和就业法案》，将重振本土制造业视为重要任务。法案要求在联邦资助的基础设施项目中使用美国制造的材料和产品。2022 年 11 月白宫发布法案实施一年成果清单，称已投入超过 1850 亿美元资金，启动 6900 多个具体项目，覆盖全部 50 个州、特区和地区的 4000 多个社区。

相应的，美国货币政策自 2020 年开始也发生了框架转变——转向平均通胀，背后是财政作为顺周期政策进行的财政货币化，预计美联储 QE 将呈现出常态化特征，在 2024 年结束 QT 之后关注 2025-2026 年库存周期回升末端再次重启的可能。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)