

美国宏观展望：拨云见月，灼灼其华

摘要：整体经济展望上，预计美国经济增长水平将较 23 年有所减速，其中预计居民消费受重建储蓄、工资增速减少将出现边际下行。由于通胀的走低，美联储将于 24 年 5 月前后的货币政策会议上开启降息通道；但后续可能由于失业出现非线性增加等因素，降息节奏将显著加快。在此背景下，预期美债明年将出现牛市，节奏则上可能呈现先牛平、后牛陡的状态。其他策略上，受益于走低的核心通胀水平，股债间的高度正相关性将逐步减小，推荐 60/40 的资产配置策略；同时受益于利率走低财报表现改善，美国区域性银行将迎来情绪扭转。

一、美国宏观经济展望

回顾 23 年，美国经济展现出了持续的韧性，经济增长预期持续向上修正。由于 24 年为美国大选年份，为预测带来了相当的变数。下表为各家投行与金融机构预期的美国 24 年各季度经济表现情况，可以看到，各家机构预期 24 年美国经济增长同比增速则将降低至 1% 左右，节奏上来说则认为 24 年的前两个季度经济压力较大，后续随着降息过程的开启，经济将逐步开启恢复过程。

表 1：美国宏观经济 24 年表现预测

指标	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
实际 GDP	1.1%	0.4%	0.4%	1.0%	1.6%
PCE	3.1%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%
核心 PCE	3.5%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%
失业率	3.9%	4.1%	4.2%	4.4%	4.4%
平均时薪	4.0%	3.9%	3.5%	3.2%	3.1%

数据来源:永安研究, Bloomberg

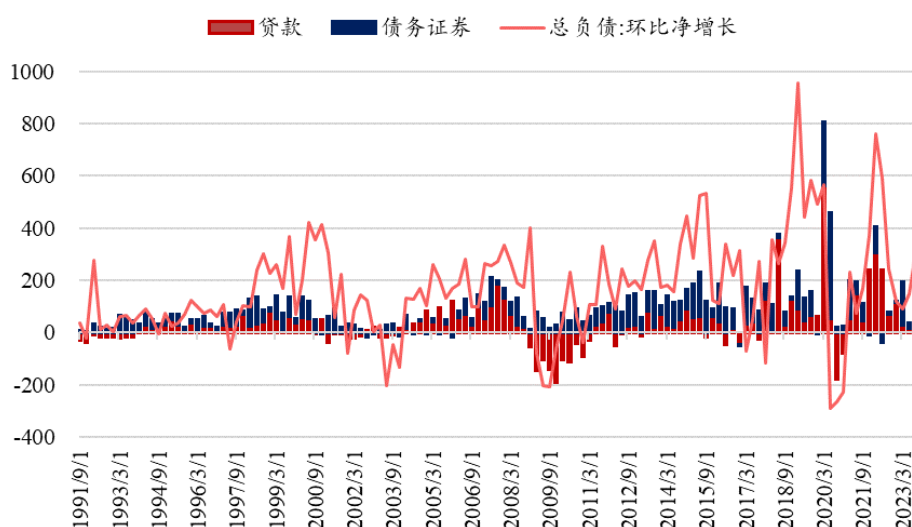
而 24 年下半年随着降息进程的逐步开启，经济是否就预期一般出现好转仍有疑问，其中核心在于以下两个问题：

第一个问题是，除了上述的各家投行一致预期之外，如何看待美国各部门经济表现。

首先从企业部门来看，由于此前疫情期间，美国企业利用低息成本融入大量资金，而加息周期开启后现金资产的收益增加，导致企业部门的净利息支出在本轮加息中反而出现了减少的现象。此外，除了现金收益的增加，由于高息环境的压制，使得企业利用债务融资扩张自身资产负债表的动力减弱，23 年后贷款负债、债券负债的综合增长额显著减少，与企业投资支出（除美国财政法案支撑的其他投资项目）下降相对应。

而企业部门的展望上，由于 24 年开始企业债券将出现大量到期，企业部门融资替换到期债务的需求逐步增加。随着融资需求的抬升，企业部门净利息支出下降的局面将出现扭转，货币政策的滞后效应将逐步体现在企业部门的损益表中。此外，目前来看企业破产数量已经越过疫情前高点，而随着经济增长动能的继续转弱，企业破产数量预计仍然增加，造成信用利差小幅走阔——即使美联储明年会开启降息通道，但由于信用利差走阔，实际上信用扩张的开启大概率迟于美联储降息。

图 1：美国非金融企业分项负债环比增长情况



数据来源:永安研究, Wind

其次从居民部门来看，由于疫情期间“直升机式”地撒钱，居民积累了大量的超额储蓄。而随着通胀的上行，IRS 自动调低居民收入的扣税标准，个人可支配收入随之小幅增加。此外，居民消费行为的变化，储蓄意愿的减少与信用卡消费的上升，也为美国 23 年消费的韧性提供了支撑。

而展望明年美国消费情况，随着超额储蓄的消耗完毕、劳动力市场逐步宽松后工资增速的下行、叠加储蓄过程的重建，居民部门的收入、消费意愿均会边际恶化，压制消费支出；但整体上居民部门整体上依然相对健康，即尽管近期居民的各类负债违约率出现了边际的上升，但压力不会传导到整个居民部门，反而是部分对该类资产敞口较大的部分保险公司更加值得关注。

图 2：居民部门储蓄倾向变化



数据来源:永安研究, Wind

第二个问题是美联储降息时间点与节奏。结论上，认为美联储的第一次降息时间点为 24 年上半年(大概率 3、5 月左右)，为随着通胀下行利率自然下降的预防式降息。而后续随着经济压力的增大，货币政策将逐步由应对通胀转变为对经

济增长更具敏感性，降息节奏或将大幅加快。

首先选择 24 年上半年进行预防式降息的理由在于：目前美联储仍处于盯紧核心通胀的限制性货币政策状态，其中服务类（包括租金）分项 CPI 依然较高，且近期住房价格的上行，意味着如果过早降息到 24 年下半年去通胀进程可能出现反复。因此，在去通胀进程的“最后一公里”，对于美联储而言，需要确保再通胀压力近乎消除、核心通胀逐步下行到可接受的区间后，才会考虑开始降息。

而鲍威尔在此前的讲话中提到，“紧缩不足与紧缩过度的风险已经相对平衡”。而根据通胀互换市场显示，市场对 24 年年中（6 月）的通胀定价为 2.4% 左右，随着通胀率的自然走低，实际利率将自发升高。因此，当通胀确认走低后，预计美联储并没有动机推动实际利率自发上行，反而会首先跟随通胀进行预防式降息，维持“higher for longer”承诺中“longer”的部分。

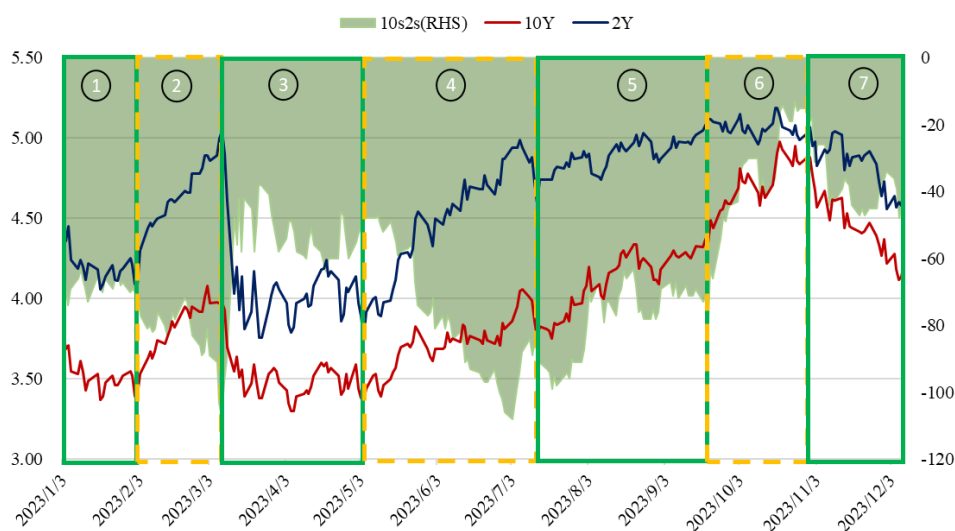
其次，对后续降息节奏的预测上，认为降息节奏或将逐步加快的原因在于：随着经济的持续转弱，预计周期性行业、消费的逐步走弱将逐步传导至服务业，服务消费的韧性将逐步减少。而结合就业的情况来看，疫后美国劳动力市场的增长主要贡献来源为低薪的低端劳动力市场，因此，在经济转弱的程度逐步扩散后，失业人数预计将出现非线性的上升，对经济形成就业转弱—消费减少的负向循环过程。在此背景下，美联储货币政策对增长的敏感性将逐步上升，货币政策转向宽松的速度也将大幅增加。

二、美债走势复盘与展望

2.1 利率走势复盘

将长短端美债利率运动走势结合，可以大致分为以下几个阶段（截至 23 年 12 月），具体见下图：

图 3：美债利率年内走势情况



数据来源:永安研究, Wind

年内美债分阶段走势如上图所示，其中第一阶段为 23 年 1 月-23 年 2 月。由于本阶段内经济数据表现基本符合预期，美债呈现震荡走势，长短端债券利差同样平稳。

第二阶段为 23 年 2 月-23 年 3 月，主要驱动为经济数据超预期与货币政策

紧缩预期升温。2月美国公布非农就业数据新增517K（预期189K），新增就业大幅超过市场预期。由于担忧薪资-通胀螺旋，市场对美联储紧缩预期迅速升温，导致长短端美债利率均出现上行，整体曲线呈现熊平状态。

第三阶段为23年3月-23年5月，主要驱动为银行破产与衰退担忧。3月上旬SVB等银行由于年报公布时，所持投资债券浮亏严重，叠加存款持续流出，出现银行破产现象。市场担忧美国信用体系塌缩拖累经济进入衰退，认为降息可能快于预期，整体曲线呈现牛陡状态。

第四阶段为23年5月-23年7月，主要驱动为衰退预期证伪，美联储再度加息。由于3月-5月间整体经济表现相对平稳，其中商业银行信贷供应于4月后有所恢复，在此基础上美联储强调“higher for longer”，并于5月开始再度加息。在此环境下，市场对经济迅速进入衰退的预期证伪，长、短端美债利率开始重新上行，但由于经济转弱预期仍在（“金发女郎”式去通胀），因此利率曲线呈熊平走势。

第五阶段为23年7月-9月，主要驱动为经济数据超预期。在7月后，市场整体预期美国经济三季度增长将逐步出现转弱，接近0%左右的位置。而实际上由于服务业消费具有韧性，对利率敏感的周期性行业（如住房、制造业等）以及耐用品消费重新扩张，美国经济3季度表现持续超出市场预期。市场开始重新思考美联储货币政策宽松的可能时间点，本阶段内长、短端美债利率均出现上行，利率曲线呈熊陡走势。

第六阶段为23年9月-23年11月，主要驱动为美联储表态。9月20日美联储召开货币政策会议，点阵图显示美联储大幅上调24年年末利率中枢预测至5.125%左右。此外由于国债供给上行、需求的意外冲击增强了通胀的不确定性、利率路径的不确定性等原因，期限溢价大幅抬升。本阶段内长端美债利率大幅上升，利率曲线呈熊陡走势。

第七阶段为23年11月-23年12月，主要驱动为经济自然减速与通胀弱于预期。11月初美联储公布货币政策决议，强调由于金融环境的收紧在11月会议上决定不再加息。后续经济数据显示周期性行业与零售消费小幅转弱，且核心通胀低于预期，打消市场对通胀停滞甚至由于经济表现火热进入再通胀进程的担忧，通胀互换所定价的通胀率持续下行。总的来说，由于本阶段内经济减速、通胀不确定性减弱的原因，长、短端美债利率均有所下降，利率曲线呈牛平走势。

2.2 24年美债走势展望

目前来看，去通胀进程已经前进到了“最后一公里”。就像前文提到的，由于通胀的稳步下行，对美联储而言持续维持高利率环境的必要性有所减弱。在此背景下，总得来看，预计美债利率24年将出现明显下行，长期节奏上而言则是先牛平、后牛陡。

做出上述判断的理由则主要基于以下三点：

首先，是美债利率的走势判断上：在近期的美联储官员沃勒的发言中提到，“根据泰勒规则，当通胀逐步降低到可以接受的水平时，并不需要把利率维持在如此高的水平”、“如果目前去通胀进程持续，可能三到五个月，那么可以开始降低货币政策利率”。而根据历史统计数据，当美联储不再加息后，由于货币政策的转向预期，债券与现金类资产的比价一般上升（即国债吸引力高于逆回购、货币市场基金等类现金资产），美债走出牛市。

此外，随着通胀的逐步下行，特别是核心通胀低于约3.3%的区间后，通胀本

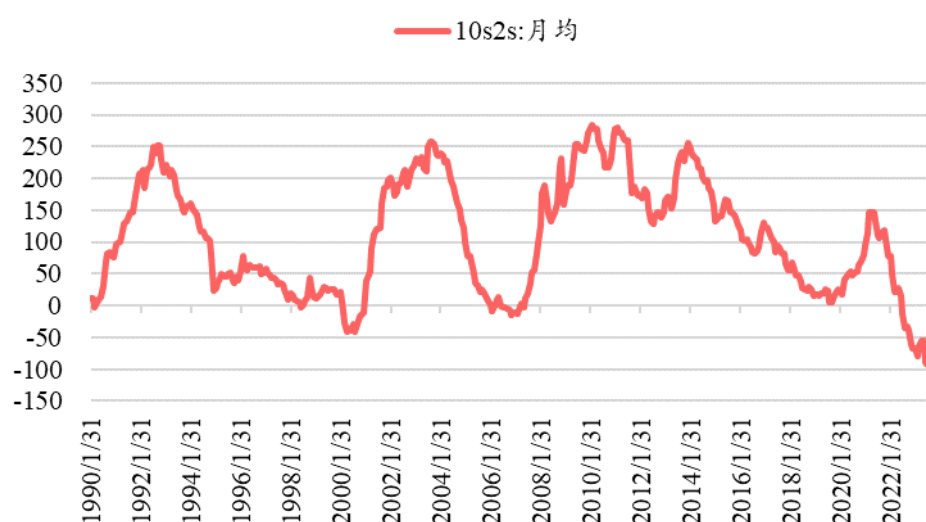
身的波动性将大幅减小，市场对于持有债券所要求的通胀不确定性的补偿也将显著下行，美债需求也将出现大幅增加。因此综合来看，预期 24 年美债利率将出现明显下行。

其次，在节奏的判断上，认为利率曲线首先走出牛平的理由在于：从经济意外指数近期走势来看，目前美国经济意外指数已从高点持续回落，这也促进了 11 月后长端美债利率的下行。在此基础上，高增长下再通胀的风险将逐步减小，鲍威尔的发言中也提到“紧缩过度与紧缩不足的风险已经相对平衡”，而我们在上一节中提到，随着通胀风险持续下行后，美联储预计将进行“防御式降息”，这意味着牛平阶段内的降息并不是由于经济风险，而更多是对通胀的自然反应。因此，预计短端美债利率仍受到较高货币政策的掣肘。

由于无论是美联储还是各家投行均在预期经济将在接下来的几个季度逐步走弱，劳动力市场将逐步宽松。在此背景下，预计经济意外指数出现持续下行趋势，长端美债利率将跟随增长数据保持下降，下降幅度超过受货币政策利率掣肘的短端利率，利率曲线首先走出牛平状态。

最后，认为美债利率后续将走出牛陡的理由在于：前文提到，由于可能的失业人数非线性增加、对经济形成就业转弱—消费减少的负向循环过程背景下，美联储货币政策对增长的敏感性将逐步上升，货币政策转向宽松的速度也将大幅增加，使得短端美债利率快速下行。即如下图所示，当经济转弱速度上升时，随着美联储快速降息，美债利率往往呈现牛陡走势，不过该规律在衰退中更为明显。

图 4：历史美债利差走势



数据来源:永安研究, Wind

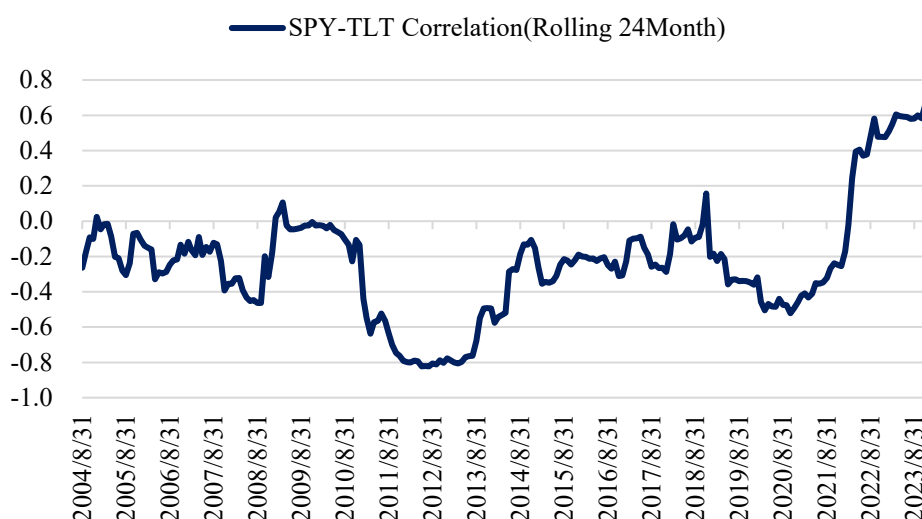
三、 其他策略展望

展望 24 年，除了预期美联储将开启降息，美债进入牛市外，依然有其他综合性策略值得参考。

第一个策略为 60/40 策略（60 股/40 债）均衡配置。过往来说，一般认为股、债的分散配置有助于分散资产配置的风险，降低资产组合的波动率，同时适合长期持有以达到资产稳步增长的目的，而过往 20 年间这一策略表现优秀。但从 2022 年开始，由于通胀快速上行，来源于通胀的不确定性迅速增加；此外全球央行开启加息周期，限制性的货币政策冲击叠加通胀不确定性走强，股债相关性开始迅

速由负转正，60/40 策略所依赖的“股债负相关”以分散组合风险的思想受到挑战（标普 500ETF 与国债 ETF 滚动相关性见下图）。

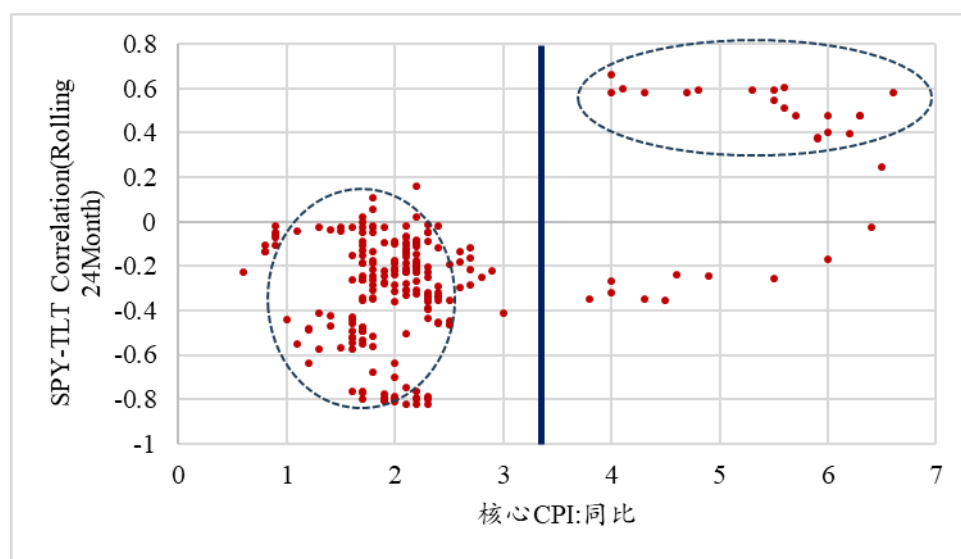
图 5：标普 ETF 与国债 ETF 滚动相关性



数据来源:永安研究, Wind

而展望 24 年，由于核心通胀将逐渐下行至 3.3% 以下，货币政策由限制性区间（对通胀数据更为敏感）转向非限制性区间（对增长数据更敏感）后，预计股债间的正相关性将显著下行。具体节奏上来看，首先随着通胀的自然下行与预防式降息预期的发酵，股、债之间将仍然保持正相关状态，但由于通胀不确定性下行，正相关程度将会减少；而后随着失业的非线性增加，股票的 EPS 预期倾向于随之下调，叠加需求担忧、通胀预期下行后债券需求上升，将导致股、债之间的相关性由正转负。在此基础上，60/40 策略将提供资产组合的分散配置功能，而非 22/23 年下面临相同风险源下的同步变化。

图 6：股债相关性与核心 CPI 之间的关系



数据来源:永安研究, Wind

第二个策略则推荐做多美国的区域性银行。由于 23 年开始存款的持续流出压力、叠加各家区域性银行所持有的债券由于收益率上行纷纷进入亏损状态财报

压力增大，区域性银行明显承压；随着硅谷银行等多家银行的破产，则明显加剧了市场对区域性银行的恐慌情绪，开始抛售相关资产。

在美联储 BTFP 工具控制下，银行存款流出趋势于 23 年 5 月后有所减缓，同比开始小幅回升，但市场仍然担忧其亏损问题。而站在 23 年底，鲍威尔于 12 月货币政策会议上的鸽派表态，则明显点燃了市场情绪，美债利率迅速下行，并且为讨论 24 年降息的可能空间打开通道——因此，展望 24 年，随着债券收益率的逐步下行，预计区域性银行财报中 AFS (Available-for-Sale) 与 HTM (Held to Maturity) 项目中的亏损开始将慢慢转为盈利，财报表现预计将持续改善。