

2024 年海外宏观展望

政策换挡，周期将如何过渡

概要

2023年美国的宏观经济表现，颠覆了国内外机构在2022年底做出的普遍预测，成为了市场最超预期的存在。原因上看，在不断抬升利率的同时，美国货币数量始终保持了相对充裕，而财政端更是呈现出了显著发力的情况，这使得美国整体经济政策组合紧缩力度十分有限。

在2024年，我们首先会见证经济政策的“换挡”。前期主要支撑经济的财政扩张手段在2024年国会分裂状态下扩张受到限制的可能性较大，而货币端资金缓冲垫的耗尽也将带来流动性的冲击，因此美国实际上不得不通过降息的方式维持经济政策的支持作用，这可能也是市场预计3月就可能迎来降息的重要依据。

面对历史级的高通胀背景与经济后周期，从“高利率+宽财政”向“低利率+紧财政”的政策切换究竟能够实现周期的平稳过渡（软着陆），还是只是将周期的影响后延、无法改变历史经验中高通胀回落过程必然发生的衰退（硬着陆），是2024年海外宏观最牵动市场的问题。

对此，我们从历史经验和政策支持力度整体下滑的角度倾向于认为政策组合只是将周期影响后延这一情形发生的概率更大。但面对历史上无法克服的经济挑战，全新政策应对思路的出现，无论最终结果如何，都将成为历史上重要的一笔。

汇率专题报告

作者姓名：朱冠华

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019503

发布日期：2023 年 12 月 21 日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日上午 10 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

目录

一、综述：韧性、政策与周期	2
二、美国篇：下行压力下，政策将迎换挡	3
2.1 居民消费支撑面临下滑	3
2.1.1 居民消费韧性的三个来源	3
2.1.2 居民消费支撑不再	4
2.2 企业开支放缓、信心下降	6
2.3 美国经济政策将迎“换挡”	8
2.3.1 大选年约束下，财政刺激可能难以为继	8
2.3.2 缓冲垫消耗与 BTFP 结束，货币流动性面临拐点	10
2.3.3 经济政策接力将从降息入手	12
2.4 美国篇总结	14
三、欧洲篇：衰退局面下，政策难以转向主动	16
四、日本篇：货币政策转向阴影仍在	18
五、总结	20

一、综述：韧性、政策与周期

2023年，海外宏观最超预期的表现在于，美国经济承受住了加息后周期高利率的洗礼，保持了相当程度的韧性。国内外市场在2022年底做出的一致预测——美国经济将于2023年Q3左右陷入衰退——并未应验，取而代之的是美国Q3年化GDP增长率高达5.2%，这也成为了市场在四季度之前一致相信美国经济能迎来软着陆的关键因素。

原因上看，导致美国经济保持相当韧性的主要原因在于政策的余韵与加码。美联储在2022年开启了激进加息，这也成为了市场确认美国经济政策转向紧缩的关键。但实际上，抛开利率这一货币政策中的货币价格工具，进一步审视整体经济政策可以发现，美国货币数量政策难言紧缩，而财政端更是呈现出了显著发力的情况，这使得美国整体经济政策组合紧缩力度十分有限。

即便如此，随着利率到达绝对限制性水平、财政刺激面临退坡压力的背景下，无论是居民端、企业端还是政府端，对经济支撑的能力都在下降，美国经济也难以避免的在2024年更快的向着经济周期的下半场驶去。在此过程中，由于货币紧缩和财政受限，美国利率政策也不得不转向降息，失业率攀升将使得货币政策目标从前期通胀单目标制转向双目标制。

虽然有美联储政策利率下行的潜在利好在，但欧洲和新兴市场在2024年的经济形势难言乐观。欧洲已经迎来了经济显著衰退，但政策工具上需要面对外部高利率和内部赤字率限制双重约束，对经济的提振能力有限。日本则在2023年转向了财政货币双宽的强刺激政策组合，但其重回货币政策正常化的努力仍在，而这也可能成为扰动全球金融市场的重要宏观变量。

二、美国篇：下行压力下，政策将迎换挡

2.1 居民消费支撑面临下滑

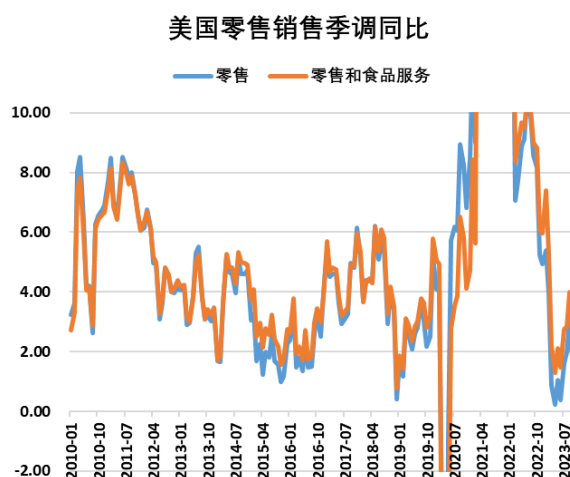
2023年，美国一至三季度GDP环比折年增长分别录得2.2%、2.1%、5.2%，其中对其增长支撑作用最强的便是居民消费。

数据上看，在经历了硅谷银行事件冲击之后美国消费数据持续反弹，美国零售销售数据及零售和食品服务销售总额的季调同比在11月份仍分别录得3.1%和4.1%，增速水平已经回归到往年正常波动区间。

图 1：美国 GDP 增速及分项贡献（%）

图 2：美国零售销售同比（%）

	2020	2021	2022	2023		
				Q1	Q2	Q3
GDP	-2.2	5.8	1.9	2.2	2.1	5.2
个人消费支出	-1.7	5.6	1.7	2.5	0.6	2.4
- 商品	1.0	2.5	0.1	1.1	0.1	1.1
- 服务	-2.7	3.1	1.7	1.4	0.4	1.4
私人部门投资	-0.9	1.5	0.9	-1.7	0.9	1.8
净出口	-0.2	-1.3	-0.5	0.6	0.0	0.0
政府消费支出与投资	0.6	-0.1	-0.2	0.8	0.6	0.9



来源：WIND，IFIND，彭博，中信建投期货

2.1.1 居民消费韧性的三个来源

综合来看，居民消费的韧性主要来源于以下三个方面：

一是超额储蓄的支撑。2020年以来，美国通过《新冠纾困法案》等一系列财政法案，指向的是政府向居民部门补贴和转移支付。政府部门加杠杆并向居民部门直接补贴的政策，带来了居民部门收入、储蓄的明显改善。根据美联储相关部门的测算，疫情期间政府转移支付叠加家庭支出下降，美国私人部门超额储蓄在2021年下半年达到巅峰的2.1万亿美元，这也支撑了美国居民的消费能力。

二是固定利率贷款降低了加息影响。在2008年金融危机之后，出于对金融危机时浮动利率贷款导致的违约情况的反省，恰逢美国基准利率降至极低水平，美国居民部门大规模转向了固定利率贷款。数据上看，根据美联储的披露，美国固定利率贷款占抵押贷款的比例已经超过了90%，因此虽然美国30年期房贷利率已经飙升至7%左右，但当前的利率水平并未影响到存量房贷的负担。

三是劳动力市场供需失衡。2020年以来，美国劳动力市场出现了显著的失衡现象。这一方面可以归结于需求端政府大量补贴导致的居民消费和企业投资意愿旺盛，拉动了雇佣岗位的增长。更重要的则是劳动力供给端出现了疫情导致的提前退休和长新冠对劳动力的破坏，两者叠加使得劳动力市场一直保持了紧平衡的状态（详见《【建投专题】供需失衡之下，美国劳动力紧张难以缓解》）。劳动力的紧缺，使得工资增速始终未能放缓，而这也传导至了居民收入端，带来了消费能力的旺盛。

图 3：美国个人储蓄情况

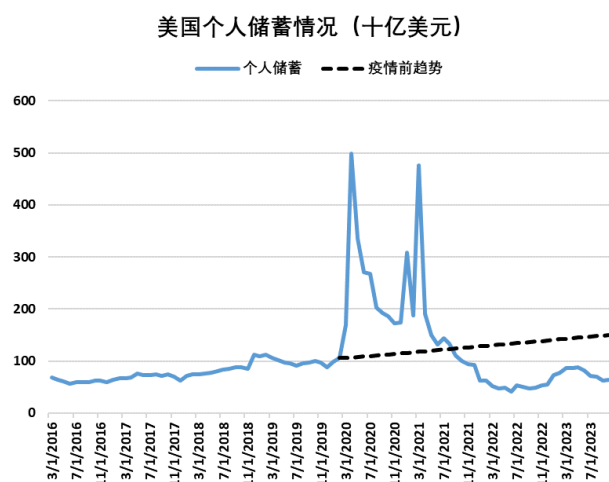
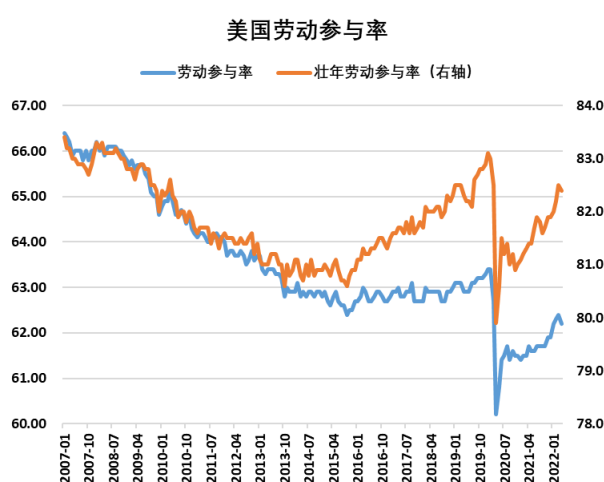


图 4：美国劳动参与率



来源：WIND，IFIND，彭博，美联储，中信建投期货

2.1.2 居民消费支撑不再

虽然超额储蓄、固定利率贷款和劳动力市场供需失衡等因素推动了美国居民消费在2023年的强劲表现，但往后看，三者对后续消费数据的支撑力度迎来不断减弱甚至逆转。

首先是超额储蓄面临见底。数据上看，自2021年底开始，美国居民端就从累积超额储蓄转向了消耗超额储蓄

蓄。根据美联储相关工作论文测算，截至2023年10月，美国居民消耗了疫情期间累积的2.1万亿美元中的1.8万亿美元，目前仅剩余约3500亿美元的超额储蓄。而按照过去半年的平均消耗速度计算，目前累积的超额储蓄仅够维持至2024年一季度末，即距离居民超额储蓄见底仅有一个季度时间。

二是高利率仍然抑制了居民购房需求。虽然对于居民存量房贷而言，较高的固定贷款比例抵消了高利率的负面影响，但是高房贷利率水平下，居民购房意愿仍然受到极大抑制。数据上看，购房意愿下降导致美国新房库存已经抬升至44万套，接近2008年金融危机时的水平。库存的不断堆积迫使开发商选择降价出售，虽然带动了新房销售数据近几个月的走升，但对于高企的存量房屋仍未形成明显的去化。

三是劳动力市场的不断再平衡。进入2023年四季度，随着金融环境持续趋紧、经济活动不断降温，美国就业市场也出现了明显缓和的情况。数据上看，虽然美国官方非农就业数据表现尚可，但其他来源的数据表现并不乐观。12月公布的美国私人部门ADP就业报告显示，美国11月ADP就业人数增加10.3万人，不及预期的13万人，同样不及前值10.6万人，连带工资增速出现连续14个月下降。与之相呼应的是，美国JOLTs职位空缺在经历连续两个月上涨之后，最新数据下降至873.3万人，远低于预期的930万人，创下2021年3月以来新低。

图 5：美国超额储蓄

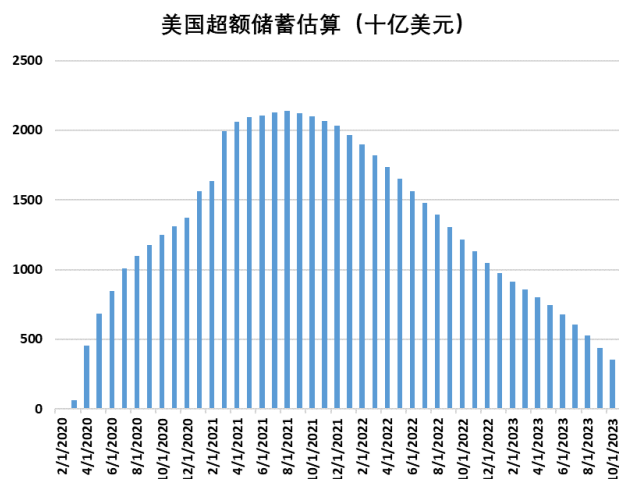
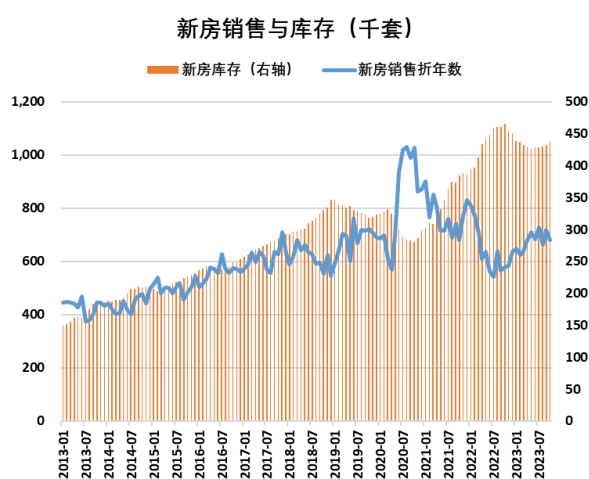


图 6：新房销售与库存



来源：WIND，IFIND，彭博，中信建投期货

总的来看，随着超额储蓄不断被消耗、购房需求受到抑制、劳动力市场再平衡，美国居民消费受到高利率、高通胀的冲击也越发明显。尤其随着居民超额储蓄在明年一季度见底，居民端消费能力的损失也将越发明显，这也将为2024年美国居民消费形成压力。

2.2 企业开支放缓、信心下降

美联储不断提高基准利率的过程中，企业受到高利率冲击更加明显。

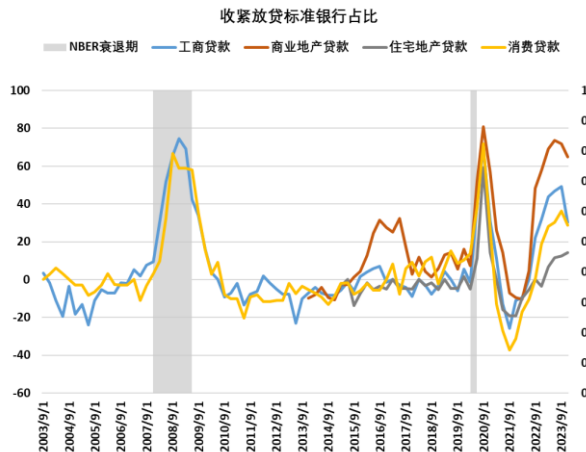
贷款成本方面，企业融资成本随加息不断提升。间接融资方面，美国中小企业工商贷款利率自加息前的5%以下一路攀升至当前的9%上方，贷款成本迎来了大幅提升。直接融资方面，企业债利率随着基准利率的提升和十年期美债收益率的抬升也不断上调，目前投资级企业债和高收益企业债利率分别上升至5.43%和6.58%，相对十年期美债收益率的利差也自2021年年中的低位有所上升。

贷款成本提升的同时，企业面临的信贷标准也在提高。自2021年底开始，处于对实体运营状况的担忧，银行对于贷款的放贷标准便不断提升。数据上看，收紧放贷标准的银行占比自2021年开始攀升，在年初硅谷银行事件的扰动下，至2023年年中达到巅峰，最高时已经接近过往历史上经济衰退时的水平。分项来看，风险聚集的商业地产领域被收紧贷款的比例最高，截至年底仍有65%左右；而工商贷款紧随其后，收紧放贷标准的银行比例一度达到50%，截至年底仍有30%以上。

图 7：不同贷款利率



图 8：收紧放贷标准的银行比例



来源：WIND，IFIND，彭博，中信建投期货

企业融资规模面临明显萎缩。融资成本的提升叠加放贷标准的收紧，使得企业融资的难度大大提升。与此同时，以制造业PMI、工业生产总值、地产开工等数据为表征的部分行业形势也在恶化，这也导致了企业融资意愿的下降。资金需求与供给端的双双下降，最终呈现出企业融资规模的下降。数据上看，美国商业银行的贷

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

款和租赁数据，继今年年中因银行业危机导致的负增长之后，至年底再次陷入连续2个月的负增长。其中，工商业贷款更是出现了同比连续7周的负增长。直接融资方面，2023年美国企业债发行规模屡次突破过去5年规模区间的下沿，扣除通胀因素后的累计发债规模达到近5年最低水平。

与企业贷款规模形成呼应的是，企业的信心也面临较大打击。截至2023年11月底，美国中小企业乐观指数仅有90.6，低于2020年疫情冲击时的水平和2008年金融危机爆发前的水平，企业信心极端不足。分项上看，美国中小企业的信用条件预期达到了2015年以来的最低分位水平，而盈利趋势方面的信心也是同时期最低分位水平。

图 9：工商贷款规模及同比

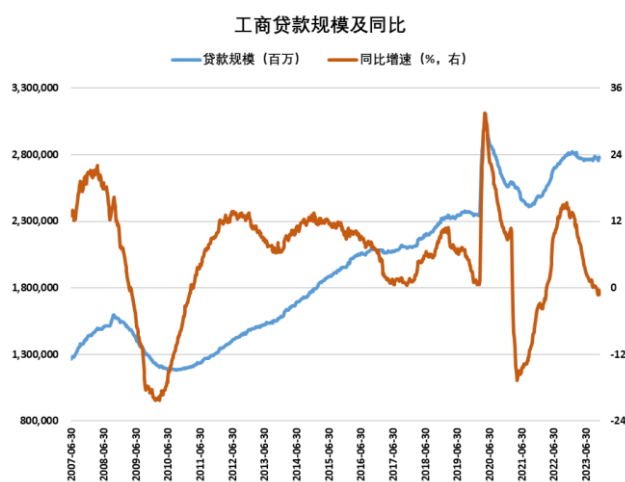
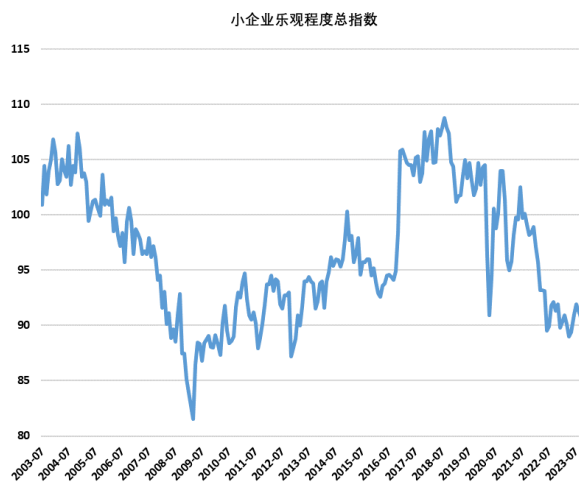


图 10：中小企业乐观指数



来源：WIND，IFIND，彭博，中信建投期货

总的来看，美国企业部门面临了加息之后融资难度和融资成本的提升的挑战，无论是直接融资还是间接融资，均发生了融资规模的下降。于此同时，高利率也通过抑制居民端消费，间接影响到了企业端对未来的信心。企业开支与企业信心的双双下滑，也将对2024年美国经济的投资、雇佣等方面形成压力。

2.3 美国经济政策将迎“换挡”

2023年，美国经济保持相当韧性的主要原因在于经济政策的余韵与加码。利率政策方面，美联储在2022年开启了激进加息，这也成为了市场确认美国经济政策转向紧缩的关键。但实际上，抛开利率这一货币政策中的货币价格工具，进一步审视整体经济政策可以发现，美国货币数量政策难言紧缩，而财政端更是呈现出了显著发力的情况，这使得美国整体经济政策组合紧缩力度十分有限。

图 11：美联储资产负债表

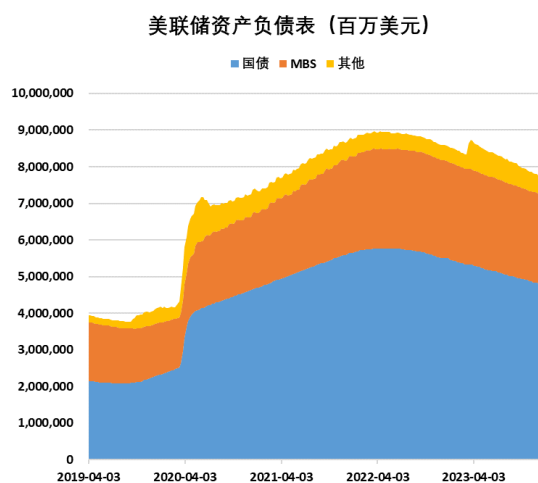
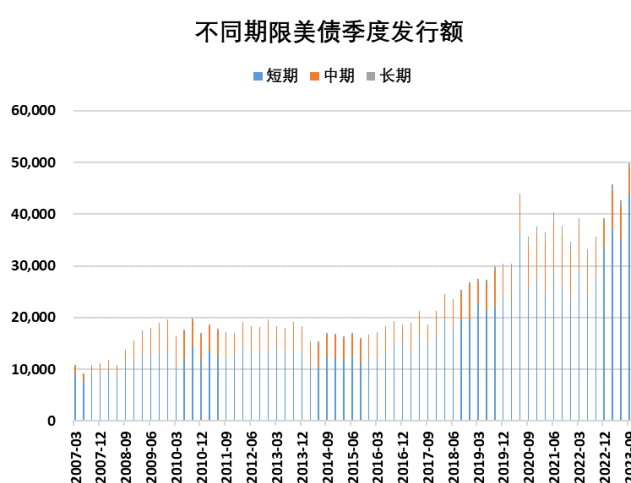


图 12：美国国债季度发行额（亿美元）



来源：WIND，IFIND，彭博，财政部，中信建投期货

展望2024，财政端无约束扩张和货币数量供应相对充裕的局面预计将迎来转折，刺激经济的主要政策抓手预计将转向降息。

2.3.1 大选年约束下，财政刺激可能难以为继

拜登政府期间，美国在2021年初通过《美国救助计划法案》对私人部门进行补贴的同时，政府在2021年底至2022年中先后通过《基础设施投资和就业法案》、《芯片和科学法案》、《通胀削减法案》以及对学生贷款减免的方式进行大规模转移支付。尤其是2022年中通过的几个法案及学生贷款减免，政策的后续落地以及效果的发挥一直延续至了2023年，这带来了2023年美国国债发行远超往年，也推动了美国经济维持强势。

由于美元和美债是全球各国进行大类资产配置的主要选择之一，尽管美债总规模不断突破新高，其实际对美国继续发债形成的约束并不大。因此在2023年6月美国两党解决债务上限这一问题之后，美债的发行似乎失去了实质性约束，美国财政存在继续扩张以刺激经济的理论基础。但实际上，2024年的总统选举可能成为制约美国财政扩张的关键。

历史上看，对比大选年份的政府赤字率 and 此前3年非大选年的赤字率，多数年份大选年财政赤字率都出现了明显上升的情况，即财政出现了扩张行为。需要注意的是，在90年代互联网革命影响下，政府赤字率自1992年-2000年出现了连年下降的情况，这也使得1996、2000年两次大选年出现了赤字率下降。数据上看，大选年情形下，财政支出扩张概率超过70%。而剔除掉90年代异常趋势后，大选年财政扩张的概率达到83%。

但是，在考虑2024年财政政策可能的情形时，需要注意的另外一点是当前分裂状态下的美国总统与参众两院。进一步细分大选年份政府内部党派分化情况，即回顾不同年份下美国总统与国会/参众两院所属派别，可以发现自1968年至2023年，美国总统与参众两院派别总共出现过3种情况：美国总统与参众两院同派别；参众两院同派别但与美国总统派别不同；美国总统和参议院同派别、但与众议院派别相对。

图 13：大选年财政赤字较非大选年变动

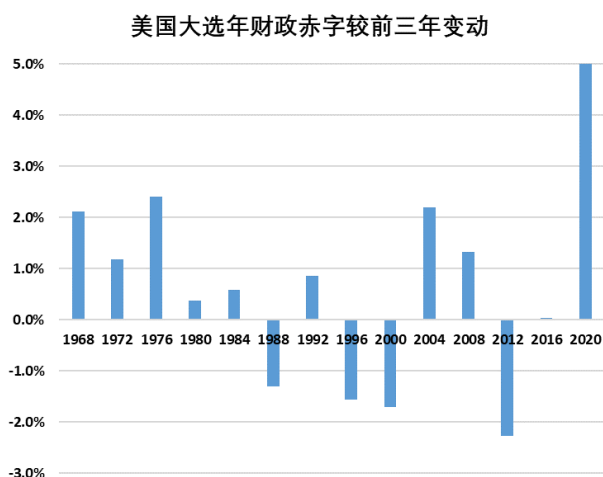
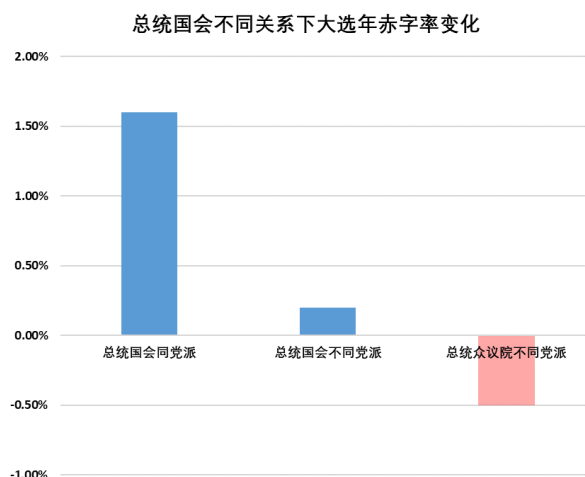


图 14：政府不同党派下赤字率变化



来源：WIND，IFIND，彭博，美国国会，中信建投期货

剔除2020年疫情导致的极端扩张行为，分别测算在美国政府内部党派的三种情形下美国大选年财政赤字率表现，可以发现当总统与国会同党派时，是政府财政扩张最明显即财政赤字率提升最多的情形，大选年美国财政赤字率较前三年平均上升1.6%。当国会参众两院统一但与总统不同党派时，大选年美国财政赤字率较前三年

平均上升幅度也下降到了0.2%。更进一步的，当发生2024年的情况，即总统与参议院同党派、但与众议院不同党派的情形时，历史上大选年平均会迎来赤字率下降0.5%，美国大选年财政支出甚至会出现收缩。

总的来看，就大选年可能产生的财政扩张这一问题而言，过去60年里大选年财政支出扩张概率明显增加。但当出现总统与参议院同党派、但与众议院不同党派的情形时，国会内部两党分歧会导致财政法案落地困难，财政支出可能出现下降情况。展望2024年，基于2024年总统与众议院党派分裂的特殊情形，美国财政扩张受到限制的可能性较大，对经济的支持力度也将下降。

2.3.2 缓冲垫消耗与 BTFP 结束，货币流动性面临拐点

在本轮美联储加息进程开始之后，联储缩表行动也相应开展。但是，相比于十分激进的加息过程，美联储对于缩表的规划却十分克制。美联储计划在2022年6月开始每月减少所持475亿美元的国债及MBS，自2022年9月将减持幅度提升至950亿美元，按照这一规划，截至2023年底，联储资产负债表规模将减少至7.2万亿。但是，作为对比，疫情期间联储资产负债表从3.9万亿扩张至了8.9万亿，每个月950亿美元的缩表计划远远不能达到对等收缩货币数量的效果。更严重的是，即便是相对温和的缩表目标，美联储完成的依旧不及预期。截至2023年底，美联储减少了1.1万亿美元的资产，这一数据仅占1.6万亿美元应缩表规模的71%。

图 15：美联储计划与实际缩表情况（百万美元）

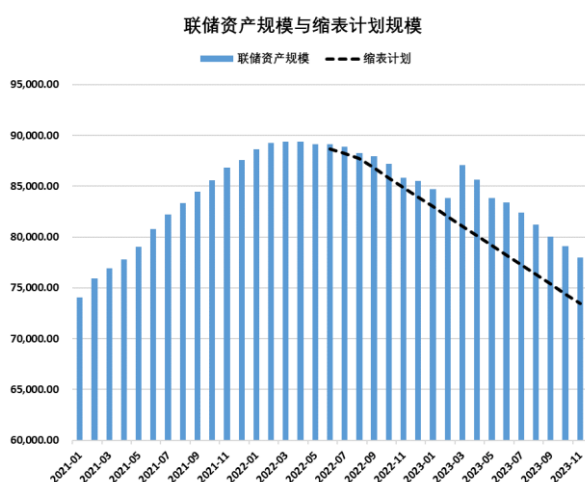


图 16：截至不同时间缩表进度（亿美元）

	截止 2022 年 12 月	截止 2023 年 11 月
应缩	5,225	15,675
实际	3,639	11,189
进度	70%	71%
差额	1,586	4,486

来源：WIND，IFIND，彭博，美联储，中信建投期货

隔夜逆回购形成的资金池抵消了缩表进程。从缩表的影响上看，由于美联储减少了对国债及MBS的购买，

联储缩表行为将带来流动性的回收，并冲击到美国债券及金融市场。但是，疫情期间货币超发已经促进了以隔夜逆回购为主的资金池的形成，由此形成流动性的缓冲垫。

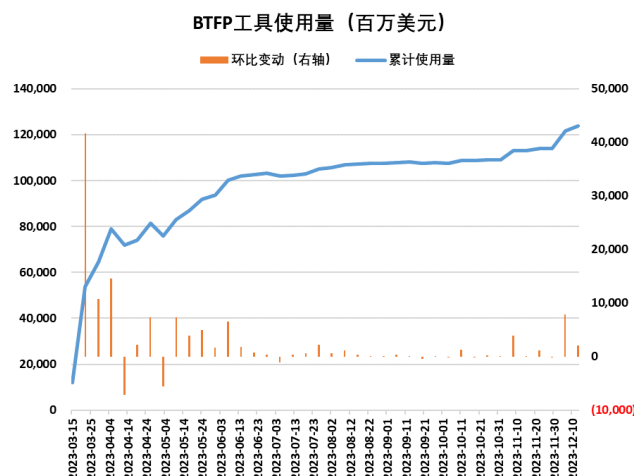
原理上看，美国财政部新发短期融资债券时，会吸引隔夜逆回购资金购买，而资金从美联储向财政部资金账户的转移，又会形成基础货币的投放。因此，隔夜逆回购的存在与转移，实际上对冲了美联储缩表对市场流动性的冲击。数据上看，美联储隔夜逆回购规模自2022年底的2.6万亿下降至2023年底的1.2万亿美元，而同期美国短债发行则创下了历史新高。

另一个可能对市场带来流动性冲击的因素是BTFP的结束。银行期限融资计划（BTFP）是美联储为了维护金融系统稳定于2023年3月推出的紧急借贷计划，旨在向美国存款机构提供紧急流动性支持。参与BTFP的机构可以以美国国债、机构债、抵押支持证券（MBS）等符合要求的资产作为抵押，借入与其抵押品面值相等的资金，用以防范可能发生的挤兑等流动性冲击情况。

图 17：美国隔夜逆回购规模



图 18：BTFP 使用情况



来源：WIND，IFIND，彭博，美联储，中信建投期货

警惕BTFP到期时点。银行期限融资计划推出以来，其使用规模便在今年3-6月份快速攀升至1000亿美元以上。由于其利率定价为一年期隔夜指数掉期（OIS）利率加上10个基点，超过了银行正常渠道的资金价格，因此其需求量在6月之后相对稳定。进入11月，由于联邦住房贷款银行（FHLB）宣布不再充当金融机构的最后贷款人、避免与美联储的职能发生重叠从而限制了对垫款的获取，银行不得不转向贴现窗口和BTFP等融资渠道，BTFP的使用规模迎来小幅攀升。根据设立之初的计划，BTFP将在2024年3月11日终止，美联储暂未有作

出续作决定的迹象，因此需要警惕工具到期时市场面临的流动性冲击。

展望2024，流动性方面有两个时间点需要关注。一是Q1将迎来BTFP的结束，如果美联储未决定进行展期续作，则3-6月份中小银行可能面临流动性的冲击。二是美元流动性的缓冲垫可能将于Q2耗尽。按照今年美国债务上限问题解决后美国隔夜逆回购的消耗速度，当前逆回购规模还能支撑5个月左右，即在2024年5月前，前期累积的历史级逆回购资金池预计将用来耗尽。在缓冲垫消耗殆尽后，美联储缩表的冲击将真正到来，这也可能成为市场爆发流动性风险和美联储结束缩表进程的关键时点。

2.3.3 经济政策接力将从降息入手

如前所述，2023年虽然有高利率对经济形成的负面干扰，但财政政策的积极扩张与货币数量保持充裕，支撑了美国经济相对全球市场的较强表现。但是，随着大选年的到来，美国国会内部分化之下财政进一步扩张的概率不大，同时，支撑美国流动性充裕的缓冲垫隔夜逆回购也在2023年下半年开始被快速消耗，预计在2024年5月前被耗尽。

财政政策的退坡，叠加货币紧缩的持续进行，将使得美国政策支撑显著下滑。而从居民部门和企业部门的状况分析中可以看到，支撑居民部门消费的主要因素超额储蓄将在明年一季度见底，而企业部门的自身信心和面对的融资压力已经接近往年衰退前的水平，这无不意味着美国经济政策仍需发力以防止经济陷入深度衰退。

图 19：美国经济数据总览

美国经济数据总览															
	指标	单位	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12
GDP	实际GDP	折年同比%				3			2.4			1.7			0.7
	实际GDP	折年季调环比%				5.2			2.1			2.2			2.6
生产	工业总产值	季调同比%		-1.2	-1.9	-0.6	-0.2		-1	-0.2		-0.7	0.1	1.3	1
	制造业新订单	季调同比%		-2.1	2.6	0.4	-0.7	-0.2	-0.9		0.5	2.1	3.9	5.4	5.4
	工业产能利用率	%	78.8	78.7	79.5	79.5	79.6	78.9	79.5	79.8	79.5	79.5	79.6	78.9	78.9
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%		3.9	3.8	3.9	4.3	5.3	5	4.5	4.4	3.5	3.2	-0.9	
	个人实际消费支出	季调同比%		2.2	2.2	2.2	2.6	2.1	1.8	1.6	1.7	2.3	2.3	1.3	
	零售销售	季调同比%	3.1	1.3	3.1	2	1.6	0.4	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	
	零售与食品服务销售	季调同比%	4.1	2.3	4	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6	
地产	新房销售	折年季调同比%		17.7	26.8	3.8	34.1	21.3	11.6	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	
	成屋销售	折年季调同比%		-14.6	-15.6	-15.3	-16.6	-18.9	-20.4	-23	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	
	新房开工	折年季调同比%	9.3	-5.1	-7.3	-13.3	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	
	标普/CS房价指数	同比%			3.9	2.1	0.2	-1.2	-1.7	-1.6	-1	0.5	2.8	4.8	
就业	新增非农就业	季调/万人	199	150	262	165	236	105	281	217	217	248	472	239	
	失业率	季调%	3.7	3.9	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	
	U6失业率	季调%	7	7.2	7	7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	
通胀	CPI	同比%	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3	4	4.9	5	6	6.4	6.5	
	核心CPI	同比%	4	4	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	
	PCE	同比%	3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.2	4	4.4	4.4	5.2	5.5	5.4	
	核心PCE	同比%		3.5	3.7	3.8	4.3	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.9	
	1年通胀预期	季调	3.1	4.5	4.2	3.2	3.5	3.4	3.3	4.2	4.7	3.6	4.2	3.9	4.3
景气	ISM制造业PMI	季调		46.7	46.7	49	47.6	46.4	46	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4
	ISM服务业PMI	季调		52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2
	Markit制造业PMI	季调	48.2	49.4	50	49.8	47.9	49	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2
	Sentix投资信心指数	季调	5.6	5	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5
	消费者信心指数	季调	69.4	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62	67	64.9	59.8

来源：WIND，IFIND，彭博，美联储，中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

因此，在财政政策与货币数量手段双双受到制约时，货币数量工具——利率便成为了2024年政策发力的最重要工具。

实际上，在2023年底召开的12月FOMC会议上，美联储也表达了这方面意向。12月FOMC首次出现了加息结束与降息指引，即在会议后的记者招待会上，美联储主席鲍威尔首次提出相信政策利率处于或接近本周期的峰值；降息方面，相较于前期多次会议表明的没有对降息进行讨论，此次会议首次提出降息讨论已经逐步进入视野。同时，在对未来利率路径的预期方面，委员成员对2024年年末的利率预期从 5.125%调整至4.625%，即预计明年将迎来三次降息。

对此，市场降息预期明显更强。自美联储在12月会议上基本确认了加息结束及降息讨论开启后，市场随之将首次开启降息时间的预期节点放到了明年3月会议上，同时预期显示市场认为2024年3月后基本每一次会议都会伴随一次降息发生，至年底基准利率将下降至4%以下，远低于议息会议成员预测的4.625%。

图 20：12 月议息会议利率点阵图

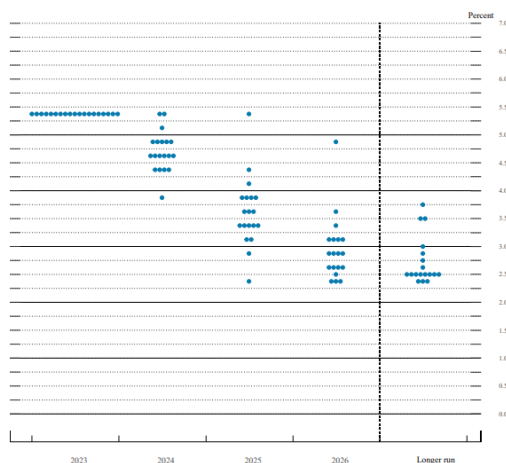


图 21：市场预测的未来利率路径（2023. 12. 20）

美联储未来议息会议加息路径推测-20231220								
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	67.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	60.0%	30.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	7.5%	59.4%	29.9%	3.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	6.2%	50.4%	35.0%	7.7%	0.5%
2024/9/18	0.0%	0.1%	5.4%	44.2%	37.2%	11.5%	1.5%	0.1%
2024/11/7	0.1%	3.4%	29.6%	39.8%	21.2%	5.3%	0.6%	0.0%
2024/12/18	2.6%	23.5%	37.4%	25.5%	9.0%	1.7%	0.2%	0.0%

来源：WIND，彭博，CME，美联储，中信建投期货

展望2024，联储利率政策将真正转向双目标制。根据美联储公布的《关于长期目标和货币政策框架的声明》，实现充分就业与稳定物价是美联储货币政策实施的两个目标。但实际上，在2022-2023年，由于美国劳动力市场供需失衡问题存在，就业形势始终保持强劲，失业率也在低位徘徊，充分就业并未成为利率政策实施的限制性因素，这一阶段中美联储货币政策仅指向了通胀的进展。然而，随着时间推进到2024年，经济受到的限

制性因素进一步增加，失业率预计也将站上4%，联储货币政策考量也将从此前的物价单目标真正转向就业与通胀的双目标制。

降息开启时间上，3-5月是合适的窗口。根据前面的分析，美国在明年3月左右要面临居民部门超额储蓄耗尽后的消费端冲击和BTFP到期后银行业流动性冲击，5月份则要面临隔夜逆回购这一资金蓄水池耗尽后更大的市场流动性冲击。对此，在经济并未面临其他扰动背景下，美国可以选择在3月开始进行预防式降息，也可以在5月相关影响凸显后再进行降息。

降息速度上，此次降息周期存在快速降息的可能。历史上看，决定降息速度的关键因素是衰退能否发生。衰退的发生一方面会降低商品需求、压低通胀，另一方面则会带来失业率的飙升，从而自美联储政策目标的两端为利率带去压力。此次降息周期的降息速度预计也将取决于美国经济的进展，虽然目前经济在财政刺激和货币充裕的支撑下仍显强势，但两者在2024年的退坡可能带来经济超预期下滑的情况。因此，无论从经济面临压力的角度，还是利率政策接力的角度，此次降息周期可能是一次快速降息。

图 22：历史上的降息周期

图 23：历史上的降息周期



开始时间	结束时间	是否衰退	起始利率	终点利率	降息力度
1989.6	1992.9	是	9.75	3.00	6.75
1995.7	1996.1		6.00	5.25	0.75
1998.9	1998.11		5.50	4.75	0.75
2001.1	2003.6	是	6.50	1.00	5.50
2007.9	2008.12	是	5.25	0.00	5.25
2019.7	2019.1		2.25	1.50	0.75
2020.3	2020.5	是	1.50	0.00	1.50

来源：WIND，IFIND，彭博，NBER，中信建投期货

2.4 美国篇总结

展望2024，居民端美国要面临超额储蓄耗尽、购房需求受到抑制、劳动力市场再平衡的三重压力，居民消费预计将面临较大幅度的下行。企业端则面临了加息之后融资难度和融资成本的提升的挑战，至2023年Q4已

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

经发生了企业开支与企业信心的双双下滑的情况，这也将拖累企业部门在2024年美国经济增长中的表现。

经济政策层面，财政积极扩张和货币供应充裕是2023年支撑美国经济的两大经济政策，但财政端2024年国会分裂状态下扩张受到限制的可能性较大，而货币端资金缓冲垫的耗尽也将带来流动性的冲击，因此美国只能通过降息的方式维持经济政策的支持作用。

降息开展方式上，预计随着失业率站上4%，2024年开始美联储政策目标真正转向实现充分就业与稳定物价的双目标制。而时间窗口上，由于美国在明年3月左右要面临居民部门超额储蓄耗尽后的消费端冲击和BTFP到期后银行业流动性冲击，5月份要面临隔夜逆回购这一资金蓄水池耗尽，因此提前至3月开始进行预防式降息的概率更高。降息力度上，出于对政策退坡后美国经济的悲观预期，以及经济政策将以利率为主要抓手，预计2024年将迎来相对激烈的降息，至年底降息至4%的概率并不低。

三、欧洲篇：衰退局面下，政策难以转向主动

相较于美国经济在2023年保持了一定程度的韧性，欧洲经济在2023年遭遇了明显的衰退。

2023年，在内部高通胀和外部美元高利率的双重压力下，欧央行也开始追赶加息进度。其在年初两次议息会议上连续进行了2次50bp的加息，并在美联储7月完成加息的时点后继续维持加息，直至今年9月才完成最后一次加息。后期激进的加息虽然帮助欧元区维持欧元汇率的以及抑制通胀，但其也导致了经济的持续低迷。

数据上看，自2022年Q4至2023年Q3，欧元区GDP实际环比增速持续在-0.1~0.1%之间徘徊，经济增长陷入明显停滞。前瞻指数方面，欧元区制造业PMI自2022年中开始进入荣枯线以下，至今仍保持在45以下，离扩张区间差距遥远；服务业PMI虽然也受到政府补贴和劳动力供给减少等因素影响，但其在今年银行业事件爆发后也开始加速下滑，至Q3开始滑落至荣枯线以下并保持至今。分领域信心方面，截至2023年11月，调查显示的工业、营建、零售、消费者信心指数均跌入负值，且除营建外的信心指数陷入负值时间均达到一年；服务业信心虽然仍是正值，但下行趋势也十分明显。

图 24：主要央行基准利率

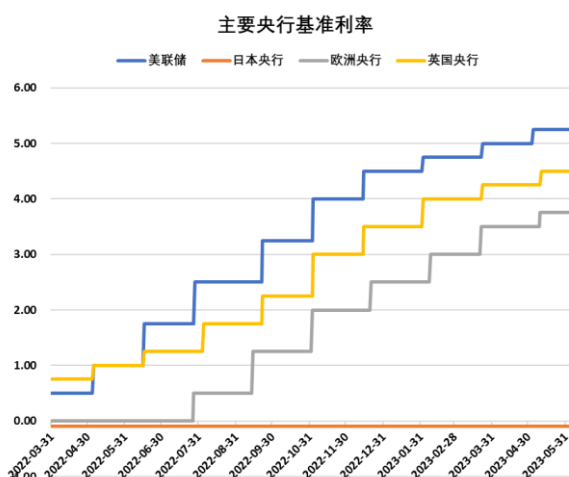
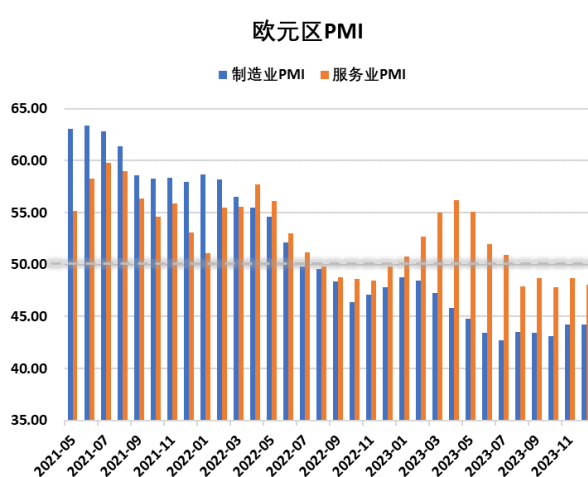


图 25：欧元区 PMI



来源：WIND，IFIND，彭博，中信建投期货

通胀方面，在经济衰退和全球大宗商品整体回落的背景下，欧元区通胀数据也稳步回落。其中，欧元区调和CPI至11月已经下降至2.4%，接近2%的合理目标水平；核心CPI虽仅回落至3.6%，但整体回落趋势也贯穿了

今年下半年。分项上看，目前通胀主要来源于服务及食品，但二者也处在明显的下行趋势当中。

展望2024，欧洲经济刺激政策的出台将面临较多约束。首先是货币政策，尽管目前通胀回落相对顺畅，经济形势也需要支撑，但降息的开展仍面临其他限制。欧央行降息方面主要的制约是美联储的货币政策，一旦欧央行更早更快的开启降息，欧美利差的再次走扩会压制欧元走势，2022年欧元兑美元跌破平值的状况可能重演，而这会使得欧洲面临通胀反弹问题。因此，在利率路径决策上，欧央行始终要面临来自美联储的制约。

其次是财政政策约束。2020年开始，为了刺激经济恢复，欧盟委员会暂时放松了成员国对于《稳定与增长公约》的遵守，允许成员国暂时突破赤字率和债务率上限。这也使得欧元区赤字率在2021年达到顶峰并开始回落，由于2022年开始欧洲经济面临了俄乌冲突影响面临压力，自2022年Q3至今，欧元区整体赤字率又迎来一波走升，部分成员国一直超出了约定的债务水平。但是，根据目前欧盟委员会的表态，2024年成员国需要重新遵守《稳定与增长公约》，这也意味着财政无法再次进行积极的扩张。

图 26：欧元区通胀构成

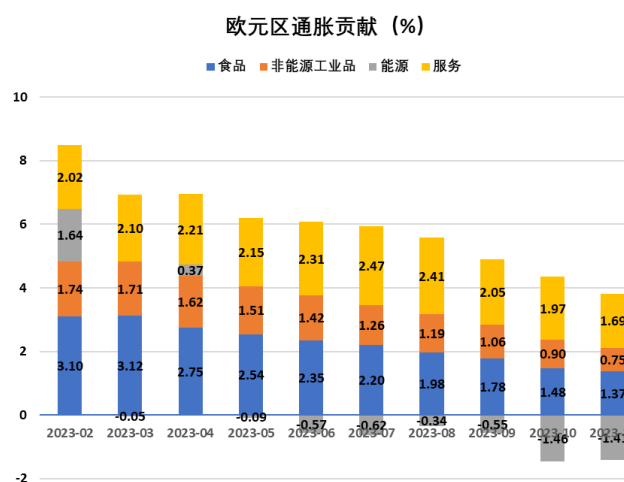
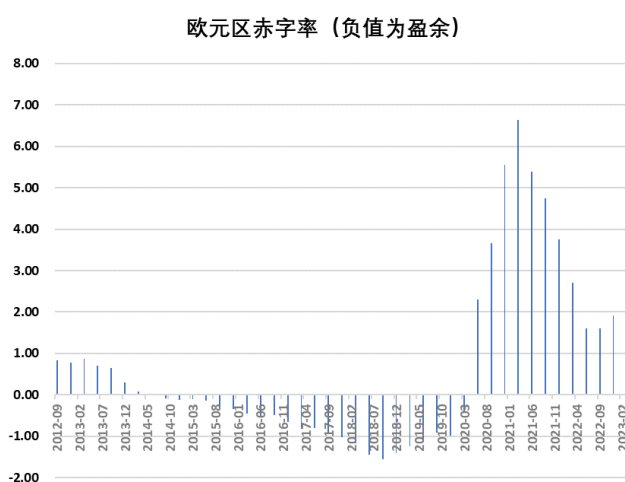


图 27：欧元区财政赤字率



来源：WIND，IFIND，彭博，中信建投期货

总的来看，虽然欧洲面临了更大的经济下行压力，通胀回落也放松了经济刺激的约束，但分析具体政策可能性可以发现，无论是降息还是财政扩张，都面临一定的外部约束。叠加俄乌冲突的持续和中东地区冲突影响，欧洲经济在2024年表现依旧难言乐观。

四、日本篇：货币政策转向阴影仍在

2024年，国际宏观方面一个重要变量，即是日本货币政策正常化的可能性。一旦日元开始加息，跨市场套利资金将迎来回流，对欧债美债等资产及市场货币流动性都构成压力。

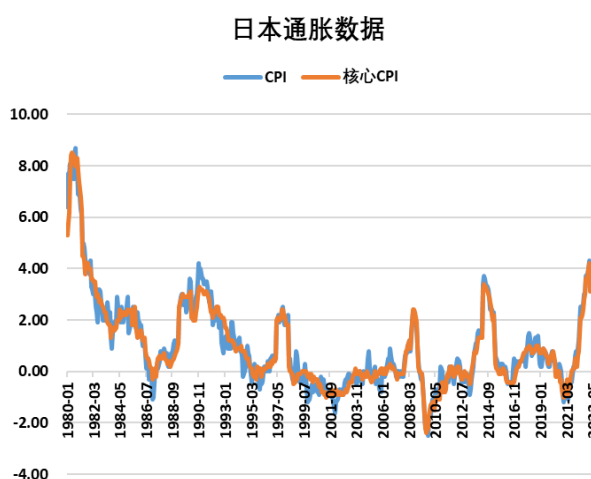
实际上，有关日本货币政策转向的预期在2023年已经形成。从政策目标上看，全球高通胀的背景使得日本央行为货币宽松政策设立的2%的通胀目标得以完成，继续维持的必要性减弱。从利率水平的角度看，全球主要市场从2022年开始进行了大规模加息，时至2023年加至高位，这使得日本年内进行货币政策正常化的行为符合宏观趋势，对其金融市场的负面作用将较小。从汇率角度看，日本-外围市场利差收缩将改变低位徘徊的日元汇率，这对缓解输入通胀亦有帮助。

但是，被市场寄予厚望的7月议息会议却只迎来相对谨慎的货币政策调整，而10月会议也只进行了进一步微调。货币政策方面谨慎的原因一方面与日本经济方面一些问题有关，另一方面，美国财政部长耶伦在7月议息会议前与日央行进行了密切沟通，这都可能限制了日本的政策调整。时至11月初，日本首相岸田文雄公布了一项约17万亿日元的经济刺激计划，展现出了新一轮财政扩张的决心。至此，年内日本经济政策维持了财政货币双宽的局面，政策组合效果指向了保增长稳债市。

图 28：日本货币政策调整

日本货币政策变化	
2013年5月	央行开启QQE，设立60-70万亿日元/年的基础货币总量增速目标
2014年10月	购债力度加码，基础货币总量增速目标上调至80万亿日元/年，日本央行持有国债存量每年净增长额同时被上调至80万亿日元
2016年1月	央行对超额准备金账户采取-0.1%的利率，日本成为亚洲首个实施负利率的国家
2016年9月	施行收益率曲线控制政策：短端利率目标为-0.1%，长端（10年）利率目标为0%左右，同时引入固定利率无限量购债操作
2018年7月	将10年期国债利率的变动幅度由 $\pm 0.1\%$ 扩大至 $\pm 0.2\%$
2021年3月	将有关10年期国债利率上限的明确在了0.25%（10年期国债利率上限实际由0.2%被扩大至0.25%），同时导入连续固定利率无限量购债操作
2022年12月	将10年期国债利率波动区间扩大至 $\pm 0.5\%$ ，将2023年将1-3月日本国债购买规模提高至9万亿日元/月
2023年7月	10年期国债利率波动区间保持 $\pm 0.5\%$ ，但日本央行称未来该上下限仅作为参考，YCC操作弹性放宽至0.5-1%之间
2023年10月	10年期国债利率波动区间保持在0左右，央行将把10年期日本国债收益率1.0%的上限作为市场操作的参考

图 29：日本通胀数据



来源：WIND，IFIND，彭博，日央行，中信建投期货

虽然货币政策正常化在2023年基本无望，但展望2024，这一转向仍可能成为现实。

日央行成员转向鹰派。12月7日，日本央行行长植田和男在国会发言称，从年底到明年在货币政策的处理问题上将变得更具有难度，如果加息的话有多种选项可以用于调整政策利率。此前一天，副行长冰见野良三在新闻发布会上，阐述了退出超宽松货币政策可能对经济产生的影响。两者的发言打破了前期日央行在货币政策转向方面的模糊立场，相对明确的指出了货币政策正常化的时间节点临近。虽然在12月11日央行表示在12月议息会议将按兵不动，但这并不会影响到2024年的转向可能。

财政发力也支持货币端相对紧缩。如前所述，日本首相于11月公布了新一轮的财政扩张计划。根据日本内阁府当天发布经济刺激计划文件，此次计划提出旨在促进经济转型的一系列措施，其中包括减税和向低收入家庭发放补贴等即从明年6月起每人临时减税40,000日元，并向低收入家庭发放70,000日元补贴，以及对汽油和公用事业费用进行补贴。如同美国在2022-2023年采取的“宽财政+高利率”的政策组合，日本财政端持续发力也将减轻利率提升对经济的负面作用。

图 30：日本财政扩张积极

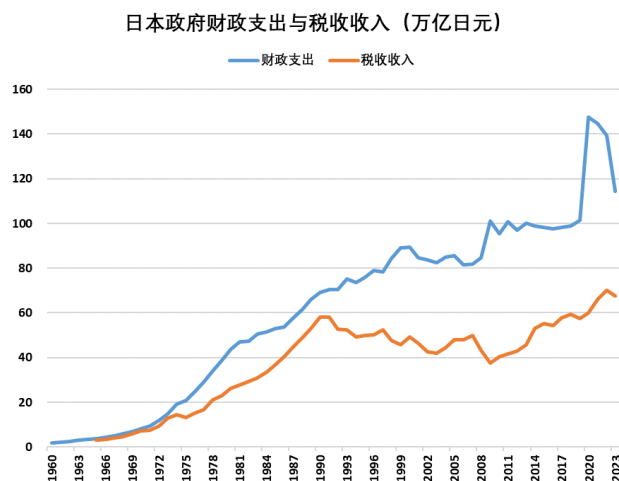
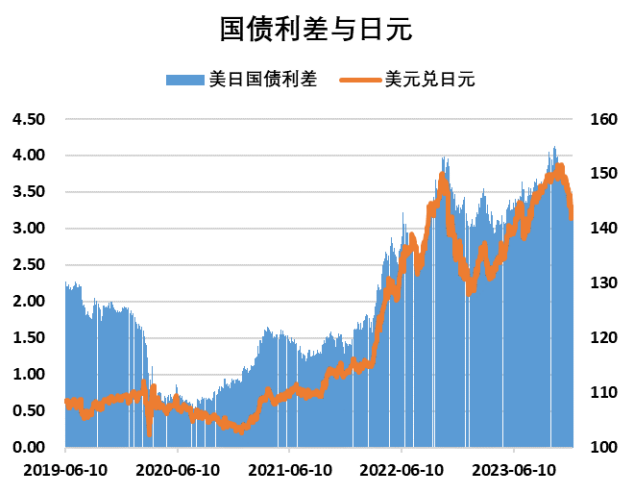


图 31：日元汇率



来源：WIND，IFIND，彭博，日央行，中信建投期货

影响方面，一旦日本开启货币政策正常化，前期配置于跨市场套利的资金将迎来大规模回流，引发美欧债券市场的大规模波动，增加金融市场的不稳定性。在宏观前景越发不乐观的2024年，这始终会成为金融市场需要面对的风险。

五、总结

2023年美国的宏观经济表现，颠覆了国内外机构在2022年底做出的普遍预测，成为了市场最超预期的存在。原因上看，在不断抬升利率的同时，美国货币数量始终保持了相对充裕，而财政端更是呈现出了显著发力的情况，这使得美国整体经济政策组合紧缩力度十分有限。

在2024年，我们首先会见证经济政策的“换挡”。前期主要支撑经济的财政扩张手段在2024年国会分裂状态下扩张受到限制的可能性较大，而货币端资金缓冲垫的耗尽也将带来流动性的冲击，因此美国实际上不得不通过降息的方式维持经济政策的支持作用，这可能也是市场预计3月就可能迎来降息的重要依据。

面对历史级的高通胀背景与经济后周期，从“高利率+宽财政”向“低利率+紧财政”的政策切换究竟能够实现周期的平稳过渡（软着陆），还是只是将周期的影响后延、无法改变历史经验中高通胀回落过程必然发生的衰退（硬着陆），是2024年海外宏观最牵动市场的问题。

对此，我们从历史经验和政策支持力度整体下滑的角度倾向于认为，政策组合只是将周期影响后延这一情形发生的概率更大。但面对历史上无法克服的经济挑战，全新政策应对思路的出现，无论最终结果如何，都将成为历史上重要的一笔。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、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报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。