

2025 年全球宏观年报

冬不至，春不来

概要

2008年以来，全球政府在面对经济下行周期时都选择将其界定为“市场失灵”而进行积极的干预。这一做法的问题在于阻碍了经济的出清过程，新的增长也就无从谈起。自2020年开始的本轮周期由此体现出L型的增长曲线。

对于美国而言，其在疫情后的2022-24年连续三年动用了历史级的财政支出与赤字去刺激经济增长，造成了其与其他国家的差异化。但是，这也使得在面对当前下行压力时，财政政策与货币政策均面临了不同掣肘。

对于非美国国家，货币政策受到来自美联储的压制仅仅是冰山一角，财政政策的融资空间也被美国经济政策所挤占，同时美国的关税政策、贸易政策、地缘冲突、产业政策、外交政策等对其他国家构成了全面施压的效果。

展望2025，只要主要政府干预思路不变，经济走向无非是L型的缓慢滑落亦或是短暂衰退与救助后继续缓慢滑落。但这种做法只会让周期后延，直到真正的冬天到来。

海外宏观专题报告

报告信息

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	2024 年 12 月 15 日

报告体系

周报	每周日发布
季报	每季度末发布
年报	半年与年底发布两次
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

全球篇：逆周期调节的后遗症	2
一、全球经济增速展望悲观	2
二、高利率环境下的增长困难	4
三、逆周期调节干扰了出清与增长	6
美国篇：那么代价是什么	10
一、财政、还是财政	10
二、美债市场的阴霾	12
三、降息带来的债汇双杀	15
四、政策空间耗尽后的困局	18
五、展望：四条道路、各自艰难	20
非美国国家篇：他的美元，我们的问题	21
一、货币政策的众生平等	21
二、财政政策的软约束	23
三、什么是真正的美元潮汐	25
结语：冬不至，春不来	27

全球篇：逆周期调节的后遗症

2024年，全球经济增速在2023回落的基础上进一步下了台阶。但是，相比过去经济周期中增速的大幅回落，2024年的下行力度相对有限，除去利率政策的影响外，可能也与全球主要政府逆周期调节发力有关。从好的方面看，全球经济在2024年并未迎来衰退式触底；但从坏的方面看，经济的复苏也变得更加困难，2025年将继续陷于艰难磨底的阶段当中。

一、全球经济增速展望悲观

对于2025年全球经济增速，无论官方类的IMF、联合国、世界银行，还是私营类的银行、投行、学校、咨询机构，均一致给出了悲观的预期。

图 1：IMF 全球经济预测

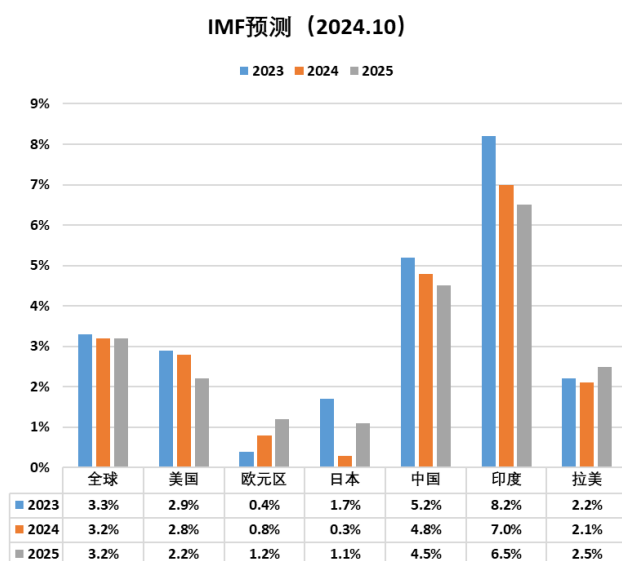
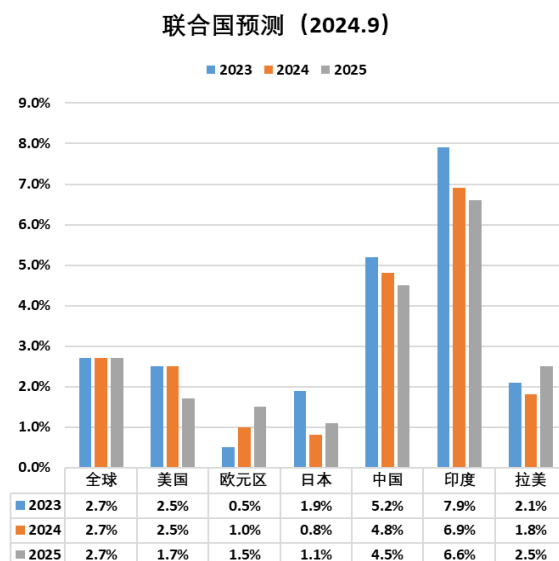


图 2：联合国全球经济预测



来源：WIND, iFind, Bloomberg, IMF, 联合国, 中信建投期货

以IMF和联合国两个官方机构为例，总体上看，其对2022-25的全球经济预测都呈现出了L型曲线，即经历下行之后稳在底部。分国别来看，经济的回落有先后之分。欧元区在2022-23已经受俄乌冲突、能源危机、产业外流等影响迎来了经济的率先回落，2024-25反而呈现出了弱复苏的趋势。日本和拉美市场在2023-24经济回落显著，2025年相较2024年低基数呈现出一定的反弹。美国、中国、印度等国家在此前其他国家回落时自身经

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

济表现亮眼，但这也带来了后续下台阶式的下行压力。

与官方机构预测形成呼应的是，包含商业银行、投资银行、学校研究所、评级机构、咨询机构和证券公司在内的31家海外机构也给出了对全球经济增速自2022-26的L型预测。

图 3：31 家海外机构的经济预测汇总

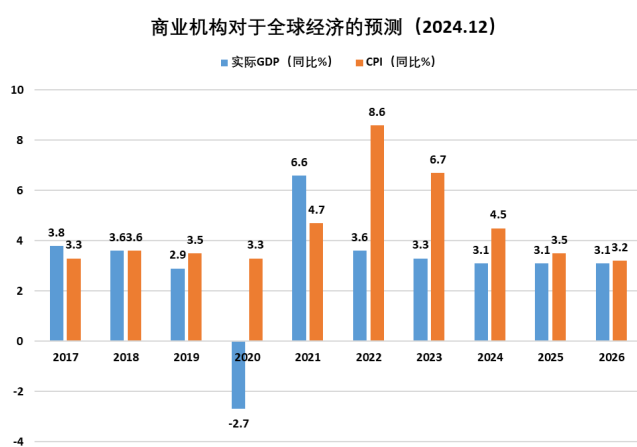


图 4：31 家海外机构的经济预测

机构	2024	2025	2026
Commerzbank	3.2	3.2	3.2
Julius Baer	3.1	3	3.1
Natixis	2.9	2.9	2.9
Fitch Ratings	2.7	2.5	2.4
Barclays	3.2	3	3
Berenberg Bank	2.5	2.6	2.7
BMO Capital	3	3.2	3.2
Scope Ratings	3.2	3.3	3.3
Bank of America Merrill Lynch	3.2	3.3	3.3
Citigroup	2.6	2.2	2.7
Dai-ichi Life Research Institute	3.1	3.1	3.1
Desjardins Financial Group	3.1	3.3	
EconForecaster	2.8	3.3	4.7
HSBC Holdings	2.7	2.6	2.7
JPMorgan Chase	2.7	2.3	
Lonski Group	2.8	2.9	2.9
MacroFin Analytics & Rutgers Business Sch	4	4.3	4.3
Oxford Economics	2.7	2.8	2.9
Scotiabank	3.1	3	
SMBC Nikko	3	3	3.1
SouthState/DuncanWilliams	2.5	2.8	2.5
Standard Chartered	3.1	3.2	3.4
University of Texas/El Paso	3	3.2	3.8
Wells Fargo	3	2.7	2.8
UBS	3.2	3.1	3
Conference Board	3.1	3.1	
Deutsche Bank	3.2	3.2	
Erste Group Bank	3.2	3.3	
National Bank Financial	3.1	2.9	
Natl Truck Equipment	3	3.5	4
TD Bank	3.2	3.1	3.1

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

值得注意的是，从2025-26增速预测绝对值上看，无论是官方机构还是私营机构，对增长的形势预计均较为悲观。

以IMF的统计与预测为例。自2000-19的二十年时间里，全球经济平均增速水平为3.7%；剔除掉2008年金融危机，只统计2011-19的九年时间，全球经济增速平均水平仍有3.5%。以此为潜在增速水平去看，无论是IMF预测的3.2%还是私营机构预测的3.1%，都指向了全球经济在2025年仍将处在低增长的压力氛围中，而且增长曲线的平坦也预示了下行周期至少持续到2026年。

一个亟需讨论的问题是，为何主要机构对全球经济增长持续悲观，以及为何经济增速的模式从以往的波浪型变成了本轮的L型。

二、高利率环境下的增长困难

从全球宏观整体环境看，目前最显著的增长负面影响因素来源于高利率环境造成的经济增长困难。

2022年开始，全球高通胀环境带动了多数市场加息的脚步，主要国家将利率加至4%以上，以美国为首的国家更进一步将基准利率提升至5%上方。自2023年开始，全球主要国家通胀进入下行通道，这也促使了多数国家与地区自2024年纷纷进入了降息周期。

图 5：主要发达市场利率水平

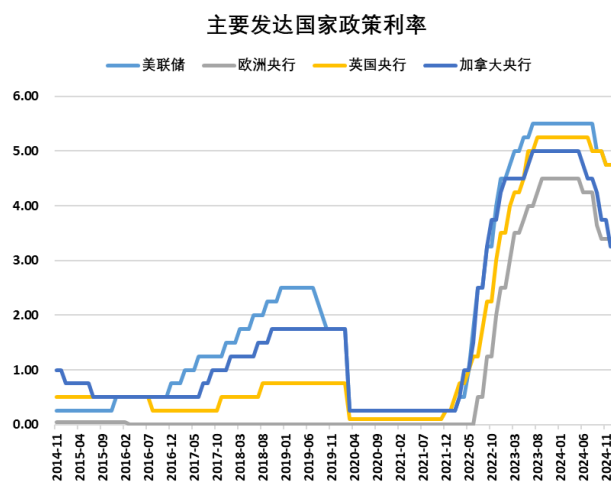
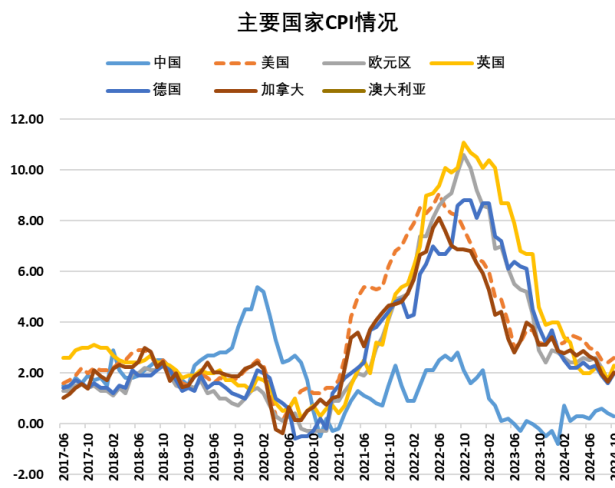


图 6：主要市场 CPI



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

但是，随着时间的进展，利率政策与通胀水平的不一致的矛盾越发显现。

站在2024年年底的时点，全球主要国家通胀水平已经回到了2%左右，这一水平也是欧盟、美国、英国、日本、新西兰等央行通过政策文件和官方表态认可的长期通胀目标水平。与之形成明显差异的是，主要央行的利率水平远远未降到与通胀类似的“长期利率中枢”水平。

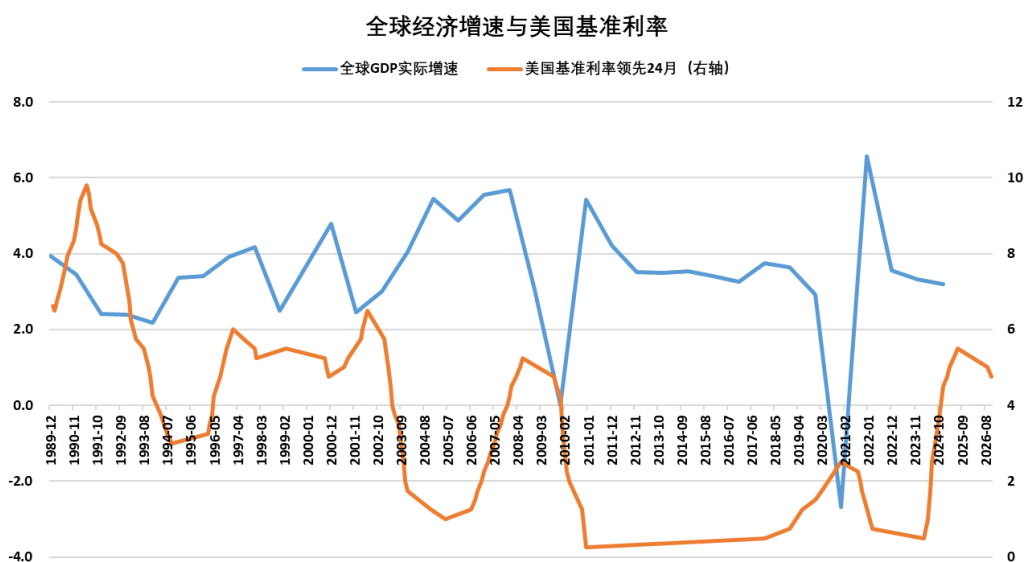
造成这一矛盾最主要的诱因是美联储设立的高利率水平。相比资本项目管制较为严格的发展中市场，发达经济体主要保持了资本项目的对外开放，而根据克鲁格曼提出的“三元悖论”，保持资本项目开放与汇率稳定同时，这些经济体只能选择放弃货币政策的独立性。实践当中，在2022年俄乌冲突爆发、欧洲经济受损的背景

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

下，欧元区曾试图放缓加息步伐，减少加息对经济的刺激。但这一尝试也被后续发生的资金外流、欧元对美元跌破平值和货币贬值下的输入型通胀抬头所打破，最终欧央行被迫跟上美联储加息的脚步，实质上放弃了货币政策的独立性。

从全球的视角看问题也是一样。对于发达市场而言，资本项目开放的后果一定是货币政策独立性的丧失，虽然日本在本轮周期中并未选择跟随美联储加息的行为，但其低利率政策引发了国内外旺盛的套息交易，导致货币政策的宽松无法转化为对实体的刺激力量。对于非发达市场而言，即使主要非发达经济体并未选择资本项目完全开放，但全球一体化水平下资本项目的半开放难以避免，其与美国利差的拉大在部分市场体现为资本以各种形式的流出，在少部分市场直接导致外汇储备的枯竭。

图 7：全球经济增长与美国基准利率



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

从经验的角度看，美联储利率水平对全球经济影响明显。自2000年全球迈入新阶段之后，美联储的利率水平相比全球经济增长呈现出了明显的领先效应，领先的时长大致为24个月。这也意味着，虽然2024年底全球经济已经呈现出明显压力，但其背后对应的美联储利率水平只有4.5%，从4.5%加息至5.5%并维持一年的压力还未完全释放给市场。

因此，对于2025年的全球经济增长，其显性的主要压力来源为利率水平与通胀水平/经济增长水平的不一致，尤其考虑利率政策的时滞性，这一不一致的影响更加深远。

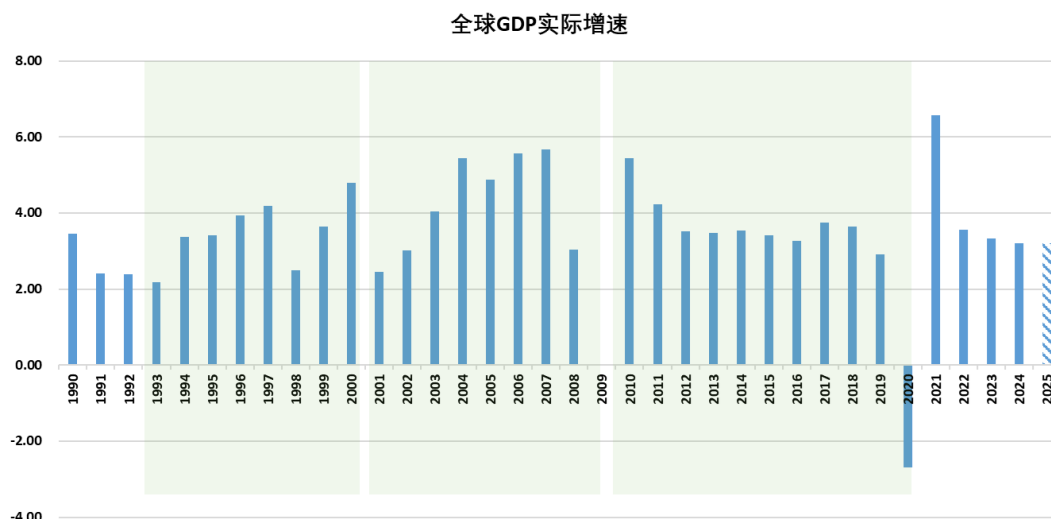
期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

三、逆周期调节干扰了出清与增长

相较于利率政策对全球经济的扰动，我们认为，更深刻、更长远的影响来源于全球逆周期调节政策下的经济出清不彻底阻碍了复苏。

观察全球经济周期的形态，根据IMF对2024的预估和2025年预测，本轮经济增长趋势更接近于L型。其他机构虽然在增速水平上给出了不一样的答案，但2021-2026增长的曲线同样呈现出L型。

图 8：IMF 预测的全球经济增速变化



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

L型曲线在过往已有经验。实际上，自2008年金融危机以来，全球经济格局经历了深刻的周期性变迁，由传统的四阶段经济周期（复苏、繁荣、衰退、萧条）逐步向拖尾的L型增长模式转型。具体而言，2009 -2019年期间，全球经济在2010年短暂复苏繁荣后又缓慢回落，并稳定在3.4%左右的增速，呈现典型的拖尾L型特征。这与本轮增长形态十分类似。

L型增长的成因可能在于全球的逆周期调节。

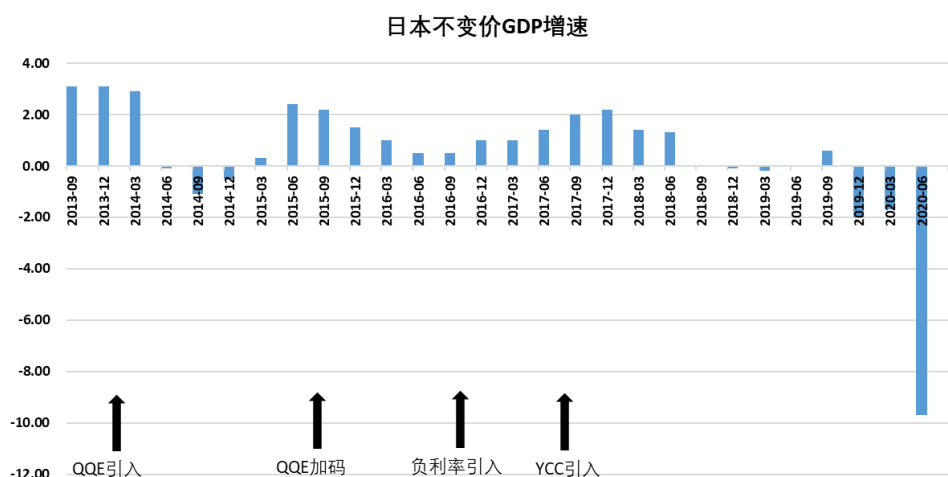
理论上，在正常的经济周期中，经济可以分为上行期与下行期，既存在高于潜在中枢水平的波峰，也存在

低于潜在中枢水平的波谷。随着这种周期性波动被观察，越来越多政府选择了逆周期调节政策，旨在经济相对过热期削峰，经济下行周期填谷。但是，实践中各国政府更倾向于在经济下行周期进行财政/货币政策刺激的逆周期调节政策，且填谷时刺激力度远高于削峰。现实中，2008年全球金融危机和2020年新冠疫情冲击之下，各国政府和央行普遍采取了量大管饱的财政刺激、超低利率以及大规模量化宽松（QE）的逆周期调节“组合拳”。短期内，各国的财政和货币刺激有效地拉动总需求并助力经济复苏，帮助经济脱离谷底。

但是，基于大规模刺激的经济增长，依赖于短期内货币和财政杠杆的过度扩张，造成衰退的实体经济结构性问题并未得到改善。长期来看，这阻碍市场出清的自然进程，削弱了经济配置效率，并导致未来增长空间的提前透支。

首先，大规模的财政刺激、低利率环境以及量化宽松政策可能导致资本流向低生产率、低效率的行业或企业，尤其是那些依赖廉价融资的“僵尸企业”。这些企业往往依赖债务融资，其盈利能力较差，无法进行有效的资本积累和技术创新。长期的低利率环境未能促使这些企业退出市场，而为其提供通过债务再融资或政府补贴而维持运营的机会，从而阻碍了市场的自然资源重组和生产率提升，导致资源配置的低效。

图 9：日本货币政策与 GDP 增速



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

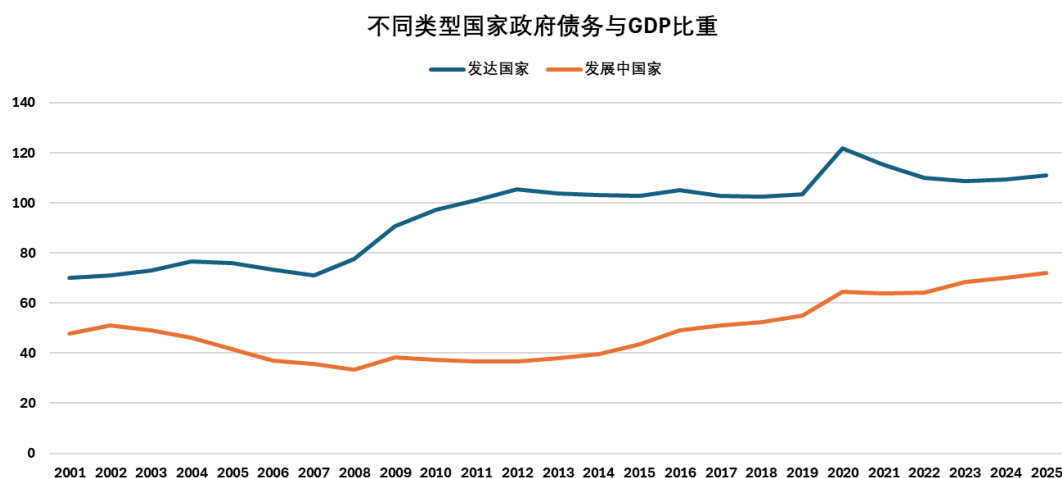
日本是刺激政策导致出清与增长始终无法实现的最典型案例。上世纪90年代开始，日本政府已经多次出手救助日本的银行与相关企业。自2001年以来实施的零利率政策导致许多低效企业得以存续。在经济长期低迷的背景下，这些效率低下的企业并未破产，而是通过低成本融资维持生存。据日本银行及学者研究，约有20%-

30%的日本企业可被视作“僵尸企业”。这些企业的特点是长期没有盈利，债务负担较重，但仍依赖低利率环境维持运作。这种对经济不断刺激的增长模式，也导致了货币政策方面从QQE到负利率再到YCC，每次加大的宽松力度有效期仅有1-3年。

欧美面临同样的问题。在欧洲，特别是在欧债危机后的货币宽松期，欧洲央行实施了大规模的量化宽松政策以刺激经济增长。然而，低利率环境下，一些盈利能力差、债务过高的企业得以继续存活。这种现象在欧洲的南欧国家例如意大利、西班牙、希腊尤为突出，特别是在房地产和传统制造业中。而对于美国，在2008年金融危机后就开始实施量化宽松政策，并且在2020年疫情爆发后力度再次加大，实施无限量化宽松。美国的零售业和餐饮业中也因此出现了大量“僵尸企业”，例如传统百货公司如J.C. Penney、Sears等和餐饮连锁如Red Robin。在疫情期间通过借债保持运营，但它们的市场需求在疫情后依然疲弱，无法进行有效的转型或创新。这些企业持续占用大量如劳动力、资本、土地等市场资源，但由于缺乏创新，市场竞争力下降，进一步拖慢了经济复苏的步伐。

其次，“僵尸企业”的存活挤压了其他富有潜力企业的增长空间。“僵尸企业”将大批资源如资金、劳动力和土地等被低效企业牢牢占据，使得具有更高增长潜力的创新型企业 and 高效企业难以获取足够的资源和市场空间来实现快速扩张与突破。因为，新进入的创新型企业往往依赖新的技术和商业模式来打破旧有市场格局，但在市场空间不足和资源有限的情况下，许多新兴企业无法获得足够的发展空间。最终，市场可能会变得僵化，缺乏新兴产业的崛起，经济增长将因此受到长期抑制。

图 10：全球整体债务与 GDP 比重



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

最后，大规模财政刺激和货币援助背景下，全球诸多国家的政府债务水平飙升，直接压缩了未来的加杠杆空间。2008年和2020年两次经济衰退期间，各国政府纷纷通过扩大财政支出及减税等手段刺激需求，然而，这种做法伴随着赤字的持续扩张与借贷规模的激增。高债务水平无疑预示着未来政府不得不以通过提高税收或实施财政紧缩政策来逐步清偿债务，而这些措施势必会进一步削弱经济增长的潜力。

与此同时，政府通过大规模借债来扩大财政支出，可能使得金融系统对债务融资的过度依赖。金融市场在这种情况下趋于谨慎，尤其对高风险主体的融资愈发保守，不愿向高风险主体提供融资，这将直接限制企业和个人的加杠杆能力。在这种情况下，企业可能会面临融资困境，投资规模缩小，创新和发展受限。长期来看，这种债务依赖的局面会使金融市场的脆弱性显著上升。一旦外部环境发生变化，例如利率上升或全球经济波动，债务成本的增加可能引发连锁反应，导致金融体系承压甚至危机爆发。上一轮周期中的欧债危机、本轮周期中的英国国债、法国国债、美国国债危机，都是政府加杠杆下的危机呈现。

总的来看，全球各类机构对本轮经济增长呈现出L型的预期并非空中楼阁。2008年金融危机后全球政府施政思路从新古典主义向凯恩斯主义回归，虽然使得危机后经济可以快速被政策刺激回中枢水平，但也导致了市场出清的自然进程受阻，资源配置效率被削弱，从而导致未来增长空间的提前透支。这可能是未来2025-26年全球经济增长最显著的压力。

美国篇：那么代价是什么

2024年，美国经济增长的主引擎仍是财政政策的发力。但是，这在促成美国经济在全球经济下行大背景下独树一帜的同时，也带来了快速扩张的财政赤字与不断破纪录的债务规模。美债供给端的扩张无法与需求端的萎缩相匹配，带动了美债市场的反复波动，这一特征在2024年9月首次降息后更加明显。虽然特朗普政治主张有着明显的财政平衡特征，但2025年内美债供需问题难以自然逆转，提前耗尽的财政政策空间将转化为经济增长的主要掣肘。

一、财政、还是财政

去年此时，在展望2024年的海外宏观年报《政策换挡，周期将如何过渡》中，我们曾指出2023年美国经济保持相当韧性的主要原因在于经济政策的加码，如果2024美国大选年的国会内部分化造成财政扩张困难，经济下行压力将带来降息的更快进展。

时至2024年，我们看到美国财政并未受到来自大选年的国会内部分化的影响。

图 11：美国自由预算支出上限变化

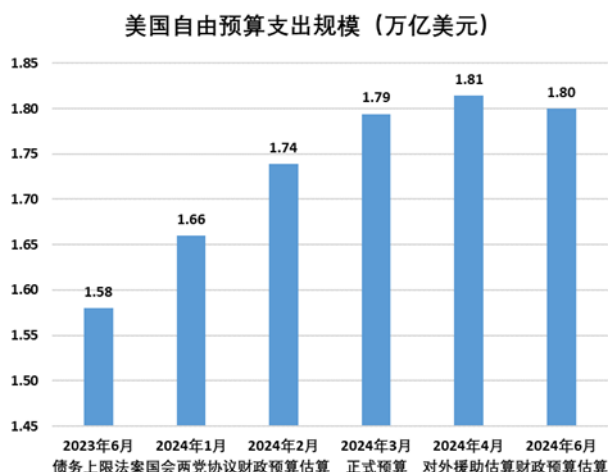
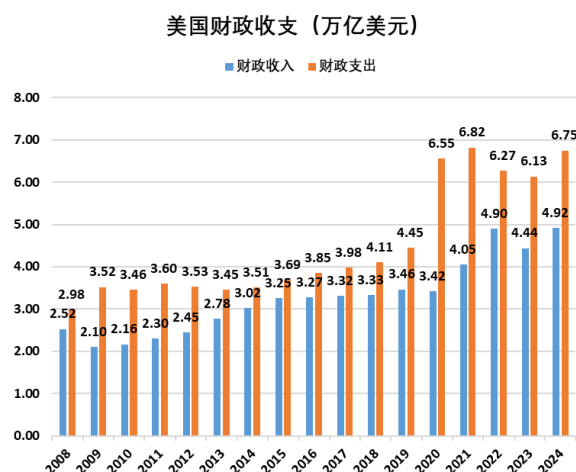


图 12：美国财政收支



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美国财政部, 中信建投期货

自由预算支出预算规模显著扩张。在2023年美国两党围绕债务上限法案的博弈中，根据当时达成的协议，

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

2024财年的自由预算支出被限制在1.58万亿美元。但在2024年1月，为了签署新的持续决议避免政府关门，美国国会两党领导人达成的2024财年新的支出协议将自由预算支出提高至1.66万亿美元。2月，美国财政部对预算支出的预测显示，2024财年的自由预算支出提升至1.74万亿美元；3月，2024财年正式预算法案最终通过之后，自由预算支出提升至了1.79万亿美元；4月，美国通过了《2024 财年国家安全补充拨款法案》，中信建投期货测算自由预算支出进一步提升至1.81万亿美元。而根据财政部6月的最终数据，自由预算支出规模已经提升至1.8万亿美元，与4月测算基本一致。

2024年财政刺激力度距历史最高仅一步之遥。在财政预算制度将2024财年自由预算支出提升至1.8万亿美元、总预算上限拉高至6.81万亿美元的背景下，2024财年实际财政预算支出最终达到了6.75万亿美元。美国财政部虽然没有用尽预算制度创造的财政发力空间，但仍然创造出了自2021年疫情导致的政府承担经济运转责任的6.82万亿美元之外，美国历史第二高的财政支出。

财政发力使得“三高”的经济模式得以维持至2024年上半年。此前的海外宏观系列报告我们曾指出，纵观2022-24年H1，正是在极度积极的财政支出背景下，美国经济得以在5.5%左右的利率水平维持一年的情况下得以保持相对健康，甚至引发市场对于美国经济能在高利率下实现软着陆甚至不着陆的预期。但是，作为财政积极发力的幅面作用，美国通胀亦摆脱了过去高利率环境下顺畅下跌的历史经验，CPI在上半年出现了反弹的局面。美国延续了“高财政-高增长-高通胀”的经济局面。

图 13：美国通胀数据

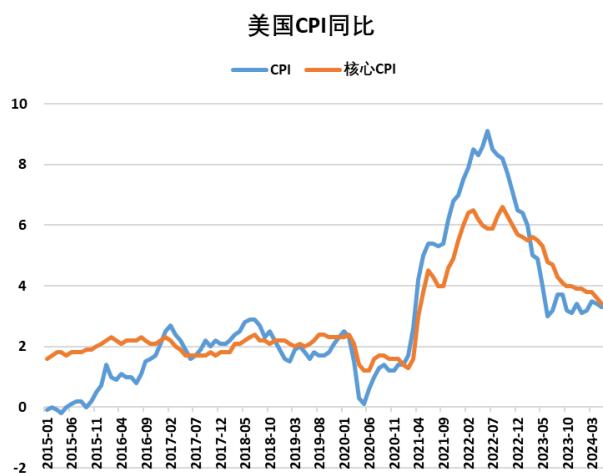
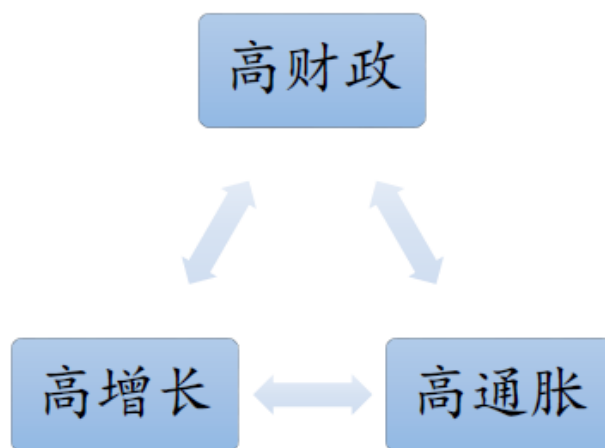


图 14：三高经济模式



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

二、美债市场的阴霾

伴随着财政支出规模的历史第二高，一同到来的是财政赤字创下了除2020-21年以外的历史第三高，美国国债规模也自2024年11月初正式突破36万亿美元大关。

图 15：美国财政赤字情况

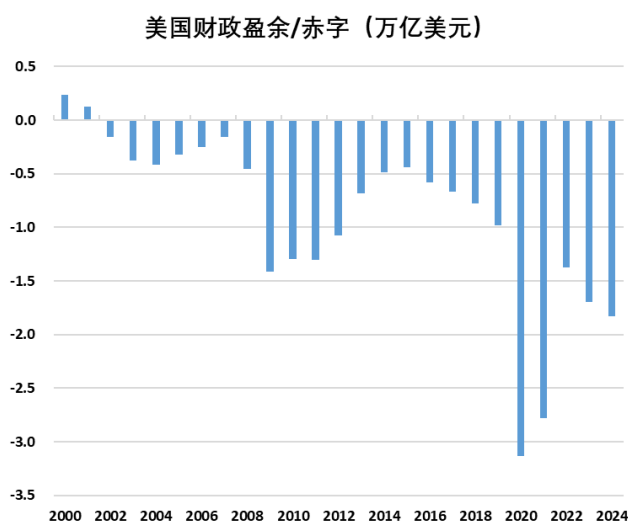
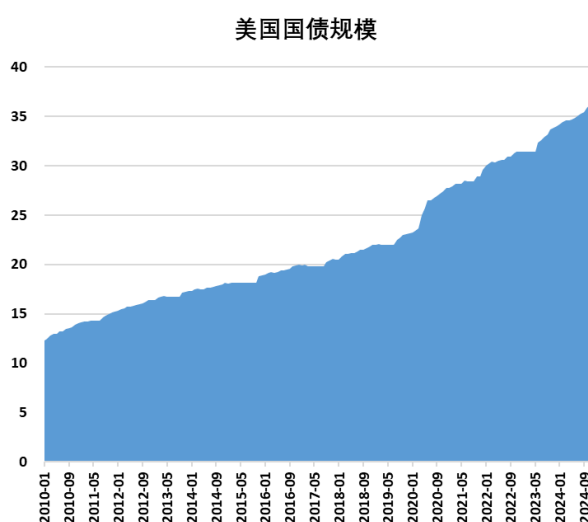


图 16：美国国债规模（万亿美元）



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美国财政部, 中信建投期货

理论上，美国财政支出没有硬性约束。即在美元成为全球最主要储备货币的背景下，美债自然而然成为了全球主要配置资产。因此，虽然美国国债接连突破10万亿、20万亿、30万亿大关，市场似乎总是可以容纳越来越高的美债规模。

但实际上，美债供需问题自2023年至2024年H1多次出现。

2023年三季度，在美联储加息预期未见增长的情况下，长端至短端美国国债收益率迎来不断攀升。其背后的主要原因在于，在彼时的美国两党债务上限争端解除后，美债供给端迎来了国债大规模发行而市场需求并未扩张。这一问题最直接的体现于长端美债之上，市场套利/避险资金主要配置于短端美债，短端美债需求相对充足；相比之下，美国债务规模膨胀造成的信用损失主要体现在长端美债溢价中，且长期限配置资金相对有限，由此长期限债券发行屡屡出现“破发”。长债的破发一方面导致了长短期美债收益率快速收敛，另一方面也带动了债券收益率的整体上行。

此轮供需问题的缓解来自供需两端的共同努力。

供给端的努力在于发债结构调整。面对长债供需失衡导致的债券市场波动，美国政府虽然没有减少财政开支压缩国债整体发行规模，但仍然进行了发行结构端的调整。即在2023年下半年长债破发与收益率上行的过程中，悄悄减少了长期国债发行比例而增加短期国债发行。数据上看，自此之后，虽然国债发行总额出现了明显抬升形势，但长期债券发行金额却有所收缩，长债占比也持续下降。

图 17：美债收益率

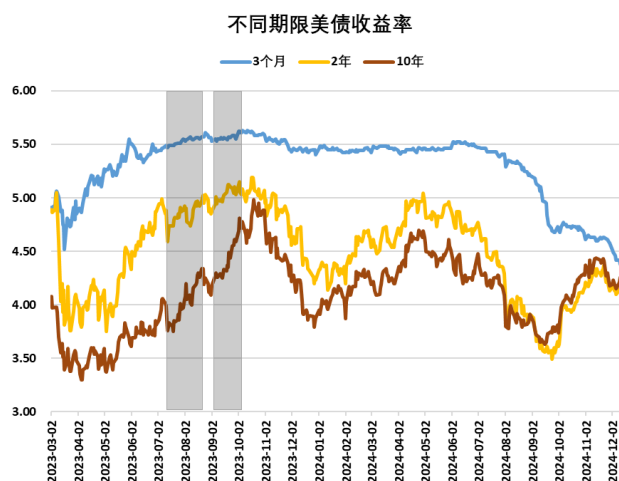
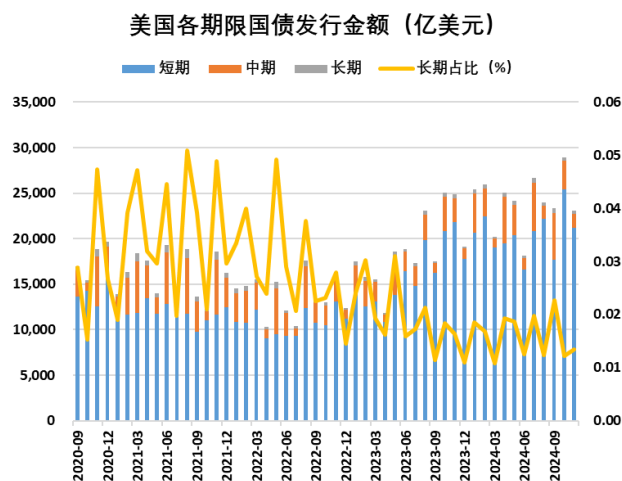


图 18：美债发行金额与长债占比

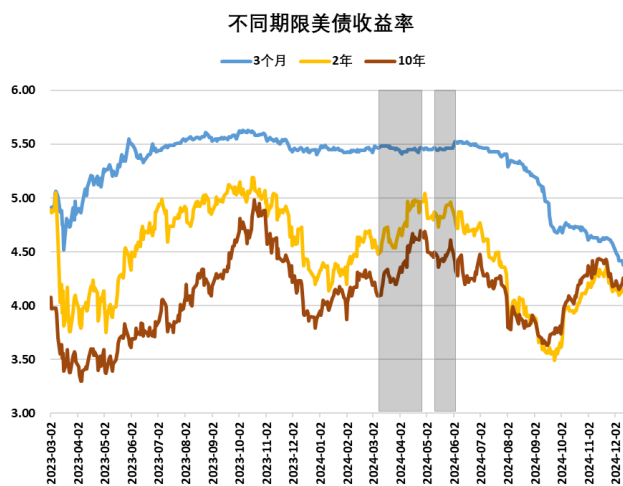
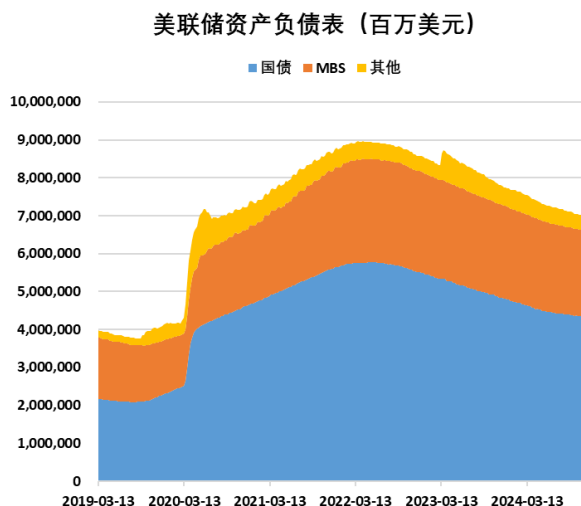


来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

需求端的变数则来源于日本货币政策突然鸽派。2023年以来，市场一直担忧日本央行进行大幅度货币政策正常化可能带来的跨市场套利资金回流，即当日央行开始加息，投向美债等海外高息债券的资金将回归，并带动美债迎来抛售潮。由于日本投资者是美债第一大海外资金来源，这一担忧也引发了市场对美债价格的悲观。但是，10月底至11月初，日本先后公布了10月议息会议不及预期调整以及财政继续扩张，财政货币双宽的政策基调得以确立，打消了市场此前对于日央行11月开启加息之路的预期。

美国财政部和日本央行的共同努力短暂打消了美国长债市场的供需压力，美债收益率此后明显回落。但值得注意的是，长短端债券利差并未收敛暗示了市场对长债的不信任并未消失，与此同时，美国财政部的这一做法仅仅是将长债市场的供需问题向短债市场进行转嫁，美国财政与赤字快速扩张的根本性问题没有得到解决。

因此，时至2024年，随着供给端面临美国国会不断拔高年度财政预算上限，需求端面临高利率与美联储缩表带来的流动性收紧继续，美债供需问题卷土重来。

图 19：美债收益率

图 20：美联储资产负债表


来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

面对2024年上半年卷土重来的美债问题，解决的主要主体变成了美联储。

3月1日，美联储理事沃勒在美国货币政策论坛上发表演讲，阐述了美联储货币数量政策变革的相关演讲。沃勒提出，虽然希望继续推进量化紧缩的缩表政策，但对美联储资产配置有两个建议：一是希望看到美联储的代理MBS持有量归零，二是希望看到国债持有中的短期国债份额增加。

表观原因方面，根据沃勒本人在演讲中的阐述，其希望看到美联储的代理MBS持有量归零，是因为MBS底层抵押贷款的利率非常低、提前还款非常小，因此代理MBS持有量减少得过慢。而其希望看到国债持有中的短期国债份额增加，一方面是因为对比全球金融危机之前投资组合中短期国债大约三分之一的占比，当前短期国债仅占国债持有量的5%；另一方面，持有更多短期国债将使到期结构更接近美联储的政策利率，并使美联储的收入和支出随着FOMC提高和降低基准利率而上升和下降；同时，这种结构还有助于未来的资产购买计划实施，因为短期限资产可以随时到期，而不占用资产负债表空间。

深层原因方面，美债供需压力卷土重来，此前美国财政部在供给端的结构性调整对此无能为力，需求端也

需要一定的举措与之相匹配。根据沃勒宣布时的美联储资产配置结构，减少MBS的持有至0将释放2.4万亿美元 of 资产配置额度，而本轮美联储开启缩表至当时其美债购买仅从5.7万亿减少至4.6万亿美元，即MBS释放的购买空间将远超缩表的影响，美债供需也将明显改善。同时，美联储增加短期限国债的购买，也是对美国财政部发行更多短期国债的一种配合行为。

5月FOMC将美联储资产配置改革政策落地。5月FOMC中，沃勒的政策建议得到推进：一方面美联储决定对缩表进行差异化调整，即将国债的缩表上限从每月600亿美元降至每月250亿美元，MBS的缩表规模不变仍为每月350亿美元；另一方面推进国债与MBS持仓置换，即美联储决定其可能将对MBS的持有减少提升至350亿美元/月以上，而超出部分将用于投资国债。

在2023年至2024年H1两轮的美债市场冲击中，美国财政部、美联储、日本央行虽然对其政策的突发变革原因三缄其口，仿佛并不知道美债市场存在的问题，但其各自的行为在供给端与需求端很好的帮助美债市场平复风波。再一次，美债供需问题暂告一段落。

三、降息带来的债汇双杀

经济表现看，2024年Q3，美国经济衰退压力第一次大规模浮现。

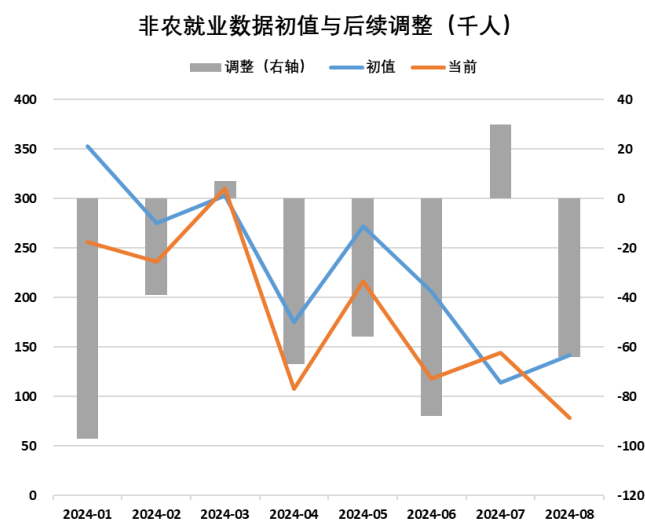
非农就业的“去水分”是引爆点。8月21日，美国劳工统计局公布的非农就业数据基准修订的初步估计显示，在2023年4月至2024年3月统计周期内，美国新增就业岗位比之前预估的减少了81.8万个。这使得12个月期间的总非农就业增长从此前预估的290万降至约210万，使该期间的平均每月净新增就业岗位减少了约6.8万个，从约24.2万降至约17.4万。

与之形成呼应的是，2024年以来，美国劳工部在每月公布的非农就业初值增长人数均相对较高，但后续月份均出现了对初值增长人数的大幅下调。调整后的非农就业数据与初值公布时具有极强刺激力度的水平相去甚远，部分月份甚至出现了对单月新增就业负10万人的下调力度。

图 21：美国就业基准数据调整

对2024年3月就业基准数据的初步调整（千人）		
	基准修正	修正比例
非农就业总计	-818	-0.5
私营部门	-819	-0.6
采矿和伐木	-11	-1.7
建筑业	-45	-0.6
制造业	-115	-0.9
贸易、运输和公用事业	-104	-0.4
批发贸易	-33.6	-0.6
零售贸易	-129	-0.8
运输和仓储	56.4	0.9
公用事业	1.7	0.3
信息业	-68	-2.3
金融业	-76	-0.8
专业和商业服务	-358	-1.6
私人教育和医疗服务	87	0.3
休闲和酒店业	-150	-0.9
其他服务	21	0.4
政府部门	1	-2

图 22：分月的就业终值与初值变化



来源：WIND, iFind, Bloomberg, BLS, 中信建投期货

经济威胁推动了9月大幅降息。与非农就业突然“脱水”相似，8月同期公布的工业总产值、新房开工、成屋销售、制造与服务业PMI等数据也出现了全面跳水，最终带动了9月议息会议的50bp降息。

此前，市场对美国首次降息力度众说纷纭，但对不同力度降息背后的情形分为大致三类：25bp代表了soft landing软着陆，即指向美国经济韧性，这一力度有助于维护市场信心；50bp代表了hard landing硬着陆，即指向美国经济问题明显，需要足够的刺激力度，但这对市场信心是极大打击；75bp代表了head landing头着陆，即指向美国实际已经进入衰退，政策需要最大力度将经济拉回正轨。因此，虽然更大的降息力度对经济刺激作用更明显，但对市场信心构成了更大的挑战。

实际上，9月大幅降息带来的市场信心负面影响相对有限，但资金外流却引爆了债汇市场。

大幅降息让美国面临资金外流。此前美国市场资金相对充裕的背后，是两种主要资金的流入。其一是套息资金，自美联储加息开始，美国-外围市场利差逐渐拉大，并引发了以日本为代表的其他国家普遍的套息交易行为。其二是避险资金，美联储的高利率通过国际市场蔓延至全球，使得非美市场普遍面临了经济压力，市场资金也因此流入相对增速更高的美国市场进行避险。但是，一旦美联储开启大幅降息，两种资金均会出现回流。前者主要因降息带来的息差收缩，而后者因利率压力缓解带来的外部市场触底反弹。此次9月的大幅降

息，也引发了资金外流行为并直接体现在债汇市场。

首先是债券市场，9月降息加重了美债供需失衡。二级市场方面，虽然50bp降息理论上推动市场利率下降并带动美债收益率下行，但在9月下旬美联储传声筒Nick基本确认降息幅度达到50bp开始至9月FOMC会议结束后的一周时间里，美国10年期国债收益率自3.63%一路上行至3.81%，收益率增长了近20bp。与之形成呼应的是，10月美国中长期国债竞拍倍数下降、美国20年期美债竞拍尾部利差极高，均显示了一级市场美债供需亦不乐观。

图 23：不同期限美债收益率

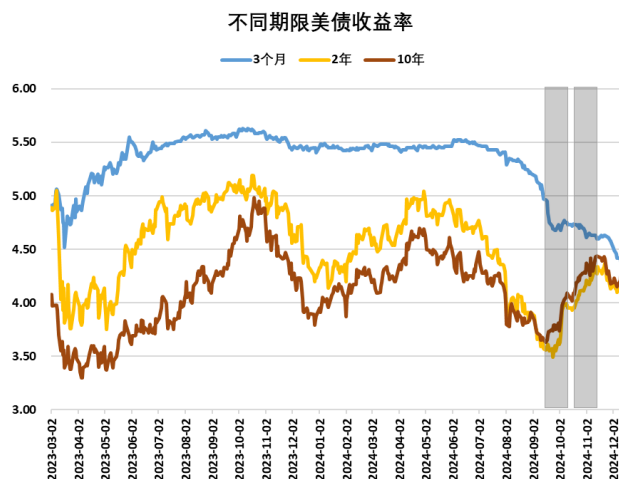
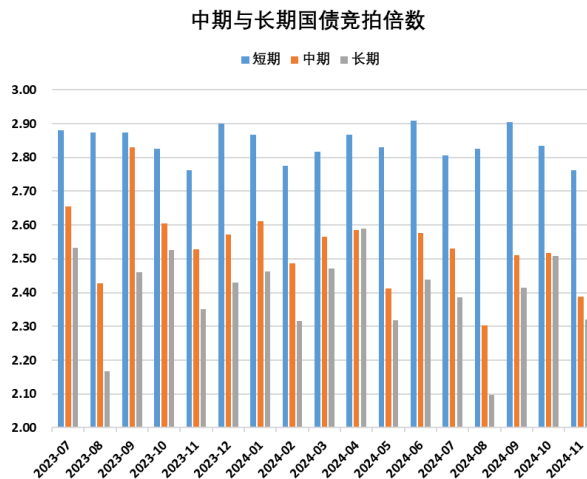


图 24：美债竞拍倍数



来源：WIND，iFind，Bloomberg，中信建投期货

其次是外汇市场，9月降息险些让美元指数破100位置。在美联储降息一周后，9月26日与9月28日，美元指数盘中均触及100.1，接近100的关键位置，几乎回到2022年4月刚开始加息的水平。这也意味着，如果不作出应对措施，在美元跌破100的关键位置后，后续美元维持币值的难度大大增加。尤其是在美债问题越演越烈的背景下，美债的大幅贬值本身也是对美元内在价值构成的破坏，两者可能形成负向循环，引发更无可预料的后果。

从后续事态发展看，平息9月底大幅降息市场风波的主要是非经济因素。其一是数据可能重新迎来“注水”，如前所述，10月初公布的超预期非农就业和零售销售背后统计上问题极大；其二是日本新首相的突然鸽派，即10月2日石破茂在获选为首相后第二天便突然作出了货币政策方面的鸽派表态，既未选择其一贯的鹰派主张也未选择保持日央行独立性；其三是地缘冲突突然加剧，在美元面临关键位置的9月底至10月初，巴以、

朝韩均迎来一定的事态升级。在三种事件的共同作用下，美元迎来了触底反弹，最终脱离了危险区间。详细解读参见我们的线上会议《【华观全球】两次摇摆，美联储货币政策为何举步维艰？》。

四、政策空间耗尽后的困局

如前所述，时至2024年H2，美国经济数据问题显著暴露出来。

或许是为了对冲经济的过快下行，美国财政支出在10-11月再次发力，两月的财政支出规模不仅创下了各自单月历史同期最高，也推动2024年1-11月累计财政支出达到6.4万亿美元，超越2021年成为历史同期累计财政支出的最高水平。

图 25：美国单月财政支出规模

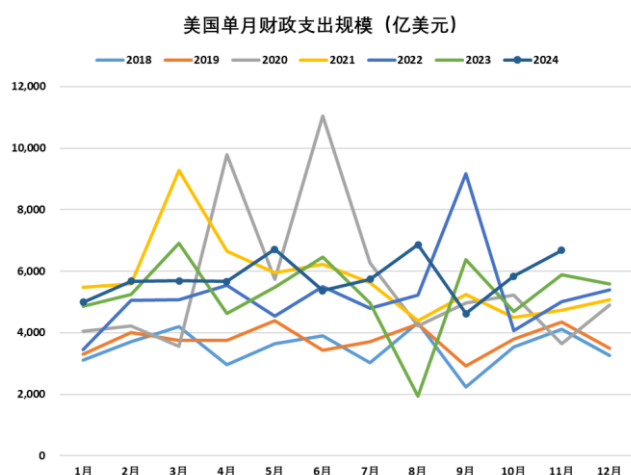
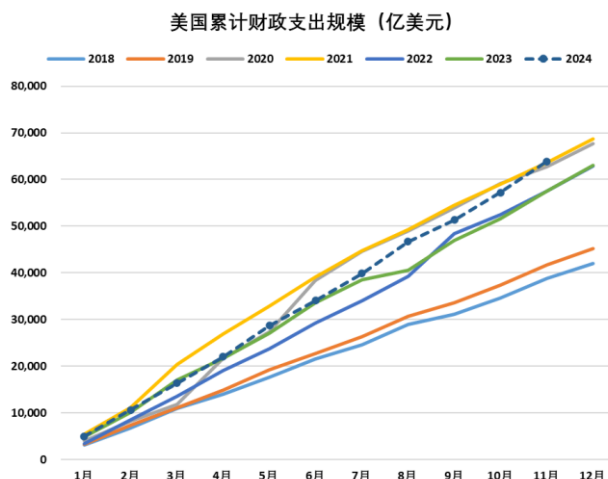


图 26：美国累计财政支出规模



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

这一行为使得美国经济再一次表现出了与其他市场不一样的特性，部分数据一举扭转前期下行趋势，美国例外论也再次悄然出现。但是，如前所述，国债需求的边际扩张困难与供应端与月剧增压力形成明显反差，四季度开始的特朗普交易和地缘动荡虽然将一部分外流资金重新赶回美国市场，但从美债收益率表现看，这部分资金的规模无法扭转债券市场失衡的大势。

问题的本质在于财政发力空间的过分透支。

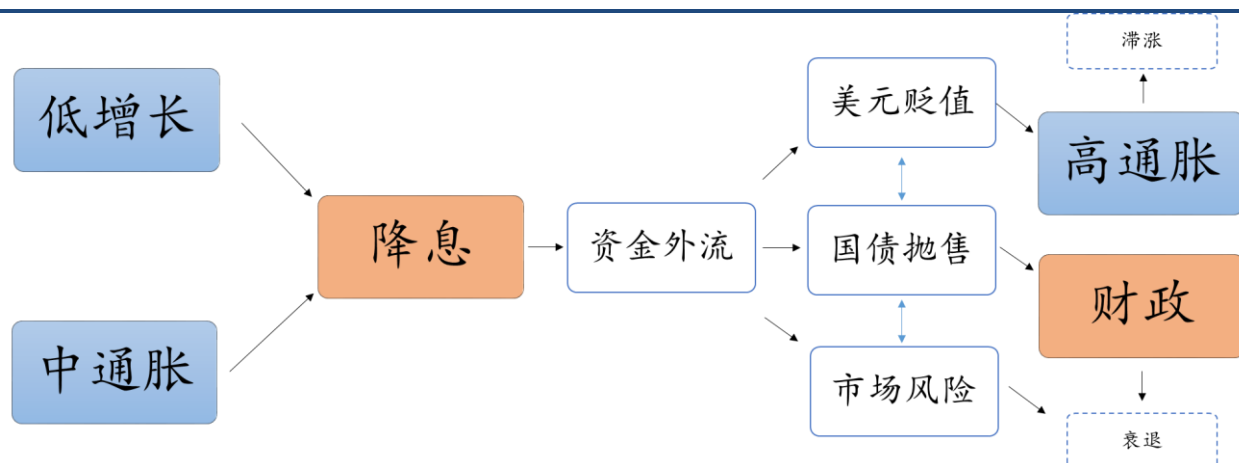
诚然，在疫情的扰动过去后，2022-24年，美国通过财政端的积极扩张达到了在全球经济下行周期以及高利率环境下的亮眼表现，这使得美国例外论甚嚣尘上，美元与美股也在这一过程中重塑了其在全球投资者心目中的地位。

那么，代价是什么呢？

最明显的代价在于美债市场的显著失衡。如前所述，美债市场问题自2023年开始便全面暴露，实际上，2022年开始随着财政再次发力就已有苗头。此后，美国财政部调整发债期限结构、美国央行调整资产配置结构、日本央行与日本新首相在引爆套息交易回流后的超预期鸽派，都只能暂时推迟和延缓美债市场供需问题，时至今日这一问题还未得到全面解决。

隐形的代价在于影响货币政策发力。在展望2024年的海外宏观年报《政策换挡，周期将如何过渡》中，我们曾指出随着财政扩张受限，经济下行压力将带来降息的更快进展。但站在展望2025的时点看，前期财政的积极作为甚至透支了全球资金/避险带来的需求增量，这使得一旦美联储货币政策相较其他市场更加鸽派，套息资金的回流和避险资金的回归便会带崩美元与美债。在美元崩盘的背景下，原本已经存在内生反弹动能的中等规模通胀会再次转化为高通胀。由此，本该用来接棒财政政策的降息空间由此变得很难被动用。

图 27：降息的负面影响路径



来源：WIND，iFind，Bloomberg，中信建投期货

代价便是财政与货币手段无法被动用。

五、展望：四条道路、各自艰难

展望2025年，一旦脱离了当前屡屡刷新单月历史最高水平的财政刺激规模，美国经济下行压力将更加明显的体现出来。在此背景下，无论是财政手段、还是货币手段，在当前的美国金融环境下都难以被使用。提前透支的发力空间终成为美国经济的主要掣肘，美国稳经济的矛盾变成边际上不断扩张的国债规模与难以扩张的国债需求间的矛盾。对此，主要的破局思路有四条。

一是完成财政的再平衡。从特朗普的政治主张看，其对于财政端主要有两方面诉求：一是通过马斯克的财政效率部门减少美国政府财政雇员与财政浪费，达到减少财政支出的目的；二是通过对各贸易国外加征关税补充财政收入。双管齐下有助于达成整体债务规模下降，且减少边际上的国债供应规模，减轻国债市场的供应压力。但是，财政支出的下降意味着经济更大水平的回落，提高关税将导致输入型通胀，并引发其他国家的对等制裁。

二是加强对外合作。从需求的角度看，边际上可以提供增量购买的是其他国家政府。过去几年，美国创造的国际贸易、经济、地缘摩擦，连同美国国债的无限制超发，一同损害了美元的国际信誉，全球政府整体上明显出现了增配黄金、减配美元的行为。一旦美国扭转思路，不再通过武力胁迫与极限施压强迫美元与美债购买，而是减少各种摩擦、增强对外合作，新的购买力将被释放出来。

三是继续加剧地缘动荡。2021年底，北约与美国将乌克兰纳入北约的主张引爆了俄乌冲突，美联储开启顺畅加息。2024年底，面对债汇双杀，中东、东亚、俄乌接连迎来波澜，资金再次避险回流至美国市场，美元避免了破位压力。2025年，逆周期调节的副作用下全球经济难以有起色，部分国家政坛已经出现了动荡情形，继续加剧地缘动荡可能成为为降息护航的手段。

四是美联储开启扩表之路。2024年6月，美联储正式开始减少对国债的缩表，同时开始将MBS置换成国债。在2025年可能面临的美债需求压力下，美联储甚至可以开启高利率下的扩表之路，为降息与财政刺激保驾护航。但是，这一做法也必然引发通胀的再起与政策效果的对冲，同时长期看债务问题仅仅被后延，且周期出清不彻底的问题依然存在。

非美国国家篇：他的美元，我们的问题

对于非美市场而言，相较美国财政刺激下的一枝独秀，其他国家2023-24呈现出了各自不同的经济问题。究其原因，其他国家经济、货币政策、财政政策全方面受到美联储紧缩政策的约束，美元化背景下丧失的不仅仅是“独立的货币政策”。与之形成反差的是，美联储货币政策仅仅参照美国自身冷暖制定，尤其是在本轮财政刺激的背景下，美国货币政策与其他国家现实需求的割裂也越发明显。这种非对称性，可能是“美元潮汐”与“美元收割”的真正区别。

一、货币政策的众生平等

在2022-24的加息周期中，全球主要政府的货币政策方针分为三类：一是例如欧元区的资本项目开放国家跟随美联储加息；二是例如日本的资本项目开放国家不跟随美联储加息；三是例如中国的资本项目不完全开放国家不跟随美联储加息。

图 28：主要发达国家政策利率

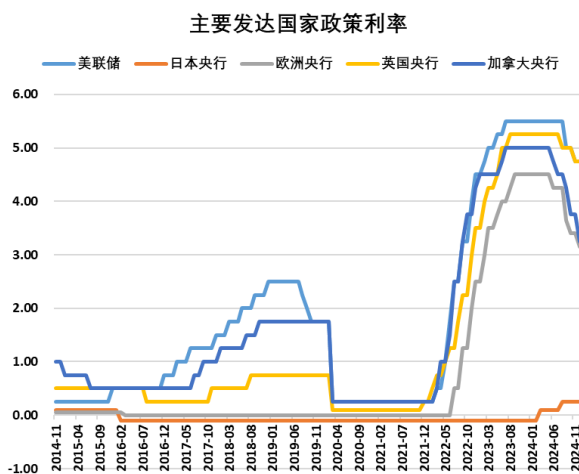
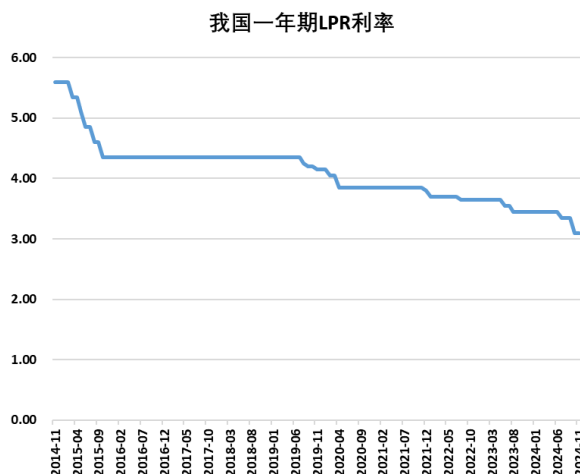


图 29：我国一年期 LPR 利率



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

实际上，无论上述哪种政策方针，货币政策都难完全达到刺激经济的目标。

第一类国家的困境在于货币政策完全无法用于刺激经济。以欧元区为例，其在2022年加息周期中就面临过

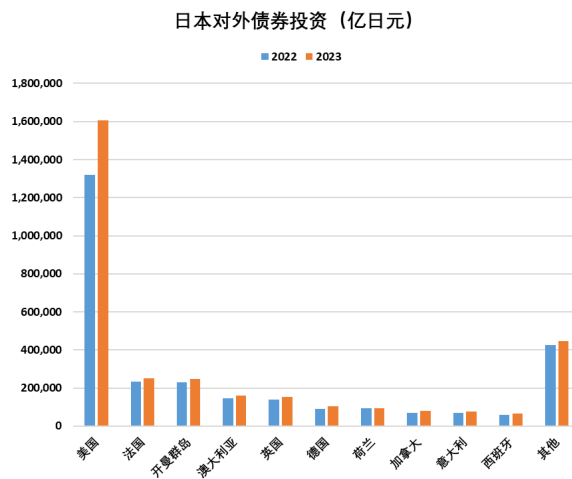
类似的问题，即在当时欧洲面临俄乌冲突下的经济冲击，不得不放缓加息速度。但在美联储激进加息的背景下，欧央行的放慢脚步导致了美欧利差的拉大，欧元跌破对美元的平值，致使欧元区在能源危机的基础上还要面临输入型通胀的问题。最终，欧央行被迫提高了加息速度，但这也使得其货币政策与经济增长疲弱的矛盾误解。本轮降息周期中，欧元区部分国家在2023年已经经历了经济衰退，理应在2024年初便开启降息，但美联储的按兵不动使得欧央行难以擅自行动，致使其当前利率水平与通胀、经济完全脱钩。

第二类国家的困境在于货币政策成为了美国市场提款机。以日本为例，虽然出于经济保护的日本并未选择在美联储加息的同时选择跟随，但其产生的正面效果有限，负面影响反而与日俱增。正面效果上看，日本GDP环比增速自2022年开始就出现正负交替特征，从2023年至今同环比增速水平明显再下一台阶，低利率对经济难言刺激。造成这一问题的主因是低利率下信贷资源的扩张并未投向实体，而是通过套息交易流入以美国为主的高息市场。负面影响上看，一方面日元受美日利差影响跌至历史低位，对日本消费造成冲击；另一个方面日本信贷资源成为了美国金融市场的“血包”，两者之间的绑定造成了2024年8月日本套息交易逆转的国际冲击，进一步限制了货币政策的行动。

图 30：日元汇率



图 31：日本对外证券投资



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 日本财务省, 中信建投期货

第三类国家的困境在于货币政策有效性受到影响。对于以资本项目半开放为主的发展中国家来说，对资本跨境流动的控制可以减少内外利差造成的资金流出，为货币政策的施展创造空间。但是，内外利差的拉大对货币政策有效性产生影响。整体上看，在美联储加息背景下，主要发展中国家面临了不同程度的外汇储备的下降问题，这背后体现出的仍是资本通过正常与非正常途径的流失。对于部分国家来说，居民和企业出口创汇之

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

后并未选择直接结汇，而是在境内做美元存款，内外利差越大这一趋势越明显，这一行为实际上对货币政策想要达成的信贷扩张目的造成拖累。

因此，虽然全球不同政府在美国激进加息背景下采取了不同的货币政策手段，但整体上看，美国基准利率对各国货币政策造成的干扰实际上无法通过不同的选择消除。

二、财政政策的软约束

或许是模仿美国一边高利率一边高财政的经济政策组合，亦或是难以忍受经济持续衰退的进程，2023年12月，欧盟于就改革财政规则达成协议，而相关法案在2024年4月最终通过。

图 32：《稳定与增长公约》变化

《稳定与增长公约》变化		
	改革前	改革后
赤字限制	成员国年财政赤字不得超过GDP的3%	维持3%的赤字/GDP比率，但在特殊情况下允许超标，例如在国防、科研、发展援助、维和行动等方面的支出
债务限制	公共债务不得超过GDP的60%，作为长期债务可持续性的标准	维持60%的债务/GDP比率，但引入了财政缓冲机制，要求成员国建立占GDP 1.5%的财政缓冲，以及更灵活的债务降低要求
预防性措施	规定了预防性措施来避免财政赤字超标，包括中期预算目标	强化了预防性措施，包括基于谈判的债务削减途径和中期财政计划，要求成员国制定可信的财政调整路径
纠正性措施	对于违反赤字限制的成员国，实施过度赤字程序	引入了逆向投票程序和无息保证金制度，在过度赤字程序早期阶段适用，增加了对成员国的约束力
中期预算目标	引入了中期预算目标，旨在实现财政平衡或盈余	要求成员国制定中期财政计划，以实现财政赤字的逐步减少
年度计划提交	成员国需要每年提交趋同与稳定计划，供欧盟委员会和理事会评估	成员国需提交基于最新信息和务实预测的财政计划，增加了透明度和可信度
特殊情况考虑		在评估和决定对超额赤字国家的惩罚时，考虑如利率增加等经济因素对国家财政的影响
财政缓冲		成员国必须建立财政缓冲，以应对经济冲击和支持经济增长
调整期延长		通过复苏计划中的投资和改革，将调整期从四年延长至七年，给予成员国更多时间适应和调整
债务降低要求		债务占比90%以上的国家每年需降低1个百分点，60%到90%之间的国家降低0.5个百分点

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

改革之前，欧盟成员国应当遵守《稳定与增长公约》，即欧盟成员国年度财政赤字不得超过其国内生产总值的3%，公共债务不得超过GDP的60%。自新冠疫情以来，预算规则被暂停执行，帮助成员国获得回旋空间，

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

使其能在经济动荡时期增加开支。而在2023年欧洲经济复苏乏力的背景下，多个成员国呼吁对欧盟财政规则进行改革，赋予各国更大的灵活性和空间。

改革的重点是放松财政约束。稳定与增长公约的改革方向在于增加财政规则的灵活性，允许成员国在特定情况下超出赤字限制，延长超标国家恢复赤字水平的期限至五年，建立财政缓冲机制以应对经济波动，引入中期财政计划以确保债务逐步减少，延长调整期以适应经济复苏，根据债务比例设定年度降低目标，考虑经济因素在评估惩罚时的影响，以及强化预防性和纠正性措施，确保成员国在促进经济增长的同时保持财政纪律和债务可持续性。整体上看，稳定与增长公约改革给出了成员国突破前期预算赤字限制以及债务规模限制的机会，这也能带动多数国家进行更为激进的财政刺激。

但实际表现上看，欧洲经济难言走上正轨，而其背后是赤字率的扩张并不积极。

图 33：欧元区 PMI

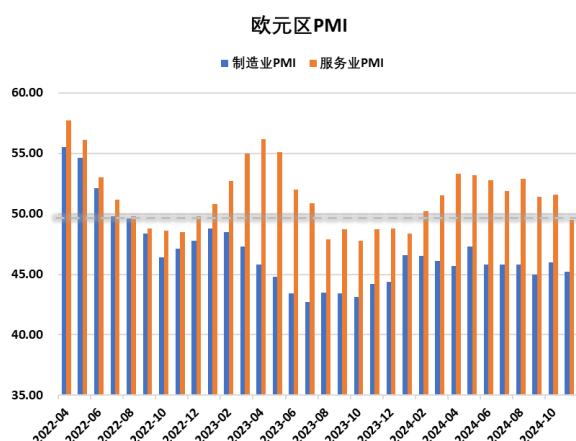
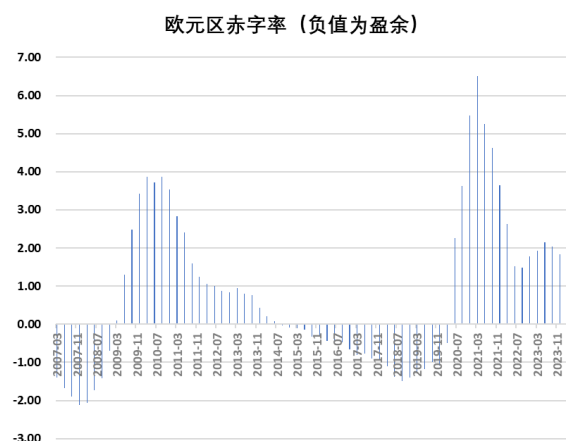


图 34：欧元区赤字率



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

财政不积极背后可能是债券市场约束。早在2022年底，刚上任的英国首相特拉斯连续推出了两项计划，一是能源账单补贴，二是英国半世纪以来最激进的减税计划。两者分别指向了扩大财政开支与减少财政收入，是明显的财政积极发力行为。但是，特拉斯的计划立刻引爆了英国债汇市场，10年期国债收益率自其上任时的3.13%在短短一个月内飙升至4.65%，直至其就任44天辞职后才逐渐平息。2024年11月，随着法国总理巴尼耶试图削减赤字的方案难产，2024年已高达6%的财政赤字似乎将向2025财年继续推进，法国也迎来了股债市场崩盘。11月底，法国10年期国债收益率一度超过希腊，同时，德法10年期国债利差创下2012年欧债危机以来最阔水平，法国国债政府信用告急。

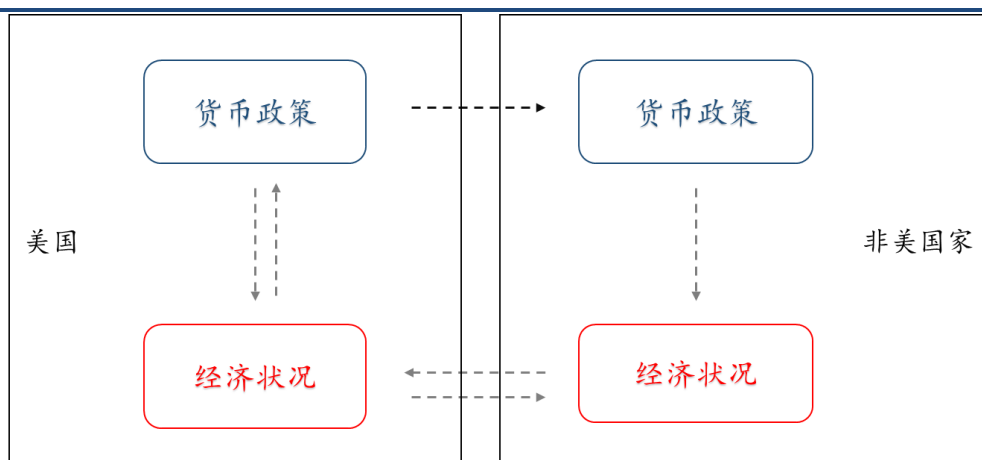
期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

债券市场约束仍指向美国经济政策。对于多数国家的政府而言，像日本一样让央行购买并持有绝大多数国债的政策选择当世罕见，多数国家国债仍然依赖市场的配置资金。但是，全球市场债券配置资金有限，在美债已经经历多次供需失衡的背景下，配置资金需求基本上已经实现了现阶段的充分释放。由此，虽然英国和法国扩大财政赤字/削减财政赤字失败的规模放在正常年份下很难引起金融市场波澜，但在债券市场流动性已经被美债基本吸纳的背景下，市场对边际上的新增供应将无比敏感，这可能也是导致两国尝试财政扩张刺激经济但失败的关键。

三、什么是真正的美元潮汐

在全球主要货币变成美元之后，美国货币政策一定会对其他市场产生影响，美国与非美国国家的经典经济互动模型如图所示。

图 35：美国经济与非美市场货币-经济互动



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

正常情况下，由于全球经济高度一体化，美国的经济周期与其他国家经济周期较为一致，借鉴美国经济状况制定的货币政策与其他国家的内在需求较为一致，美联储的政策制定并不会对其他市场构成额外的压力。

但是，一旦受到外部因素的影响，美国经济状况与其他国家经济状况出现分化，依据美国经济制定的利率政策反而会成为其他国家的拖累。

更严重的问题问题在于，经济运行并非只受利率政策影响，财政政策、地缘冲突、贸易摩擦、产业发展、金融稳定、政治稳定、科教文卫水平等其他诸多因素也共同对经济产生作用。而占据了全球主要货币、最大经济体、最大军事力量的美国实际上可以对其他国家的诸多经济影响因素产生影响。

图 36：美国与发达经济体增速差

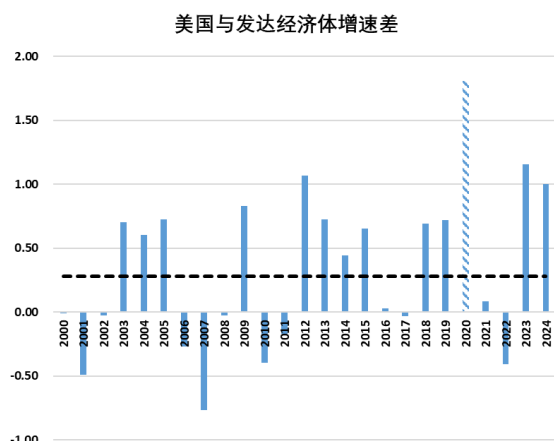
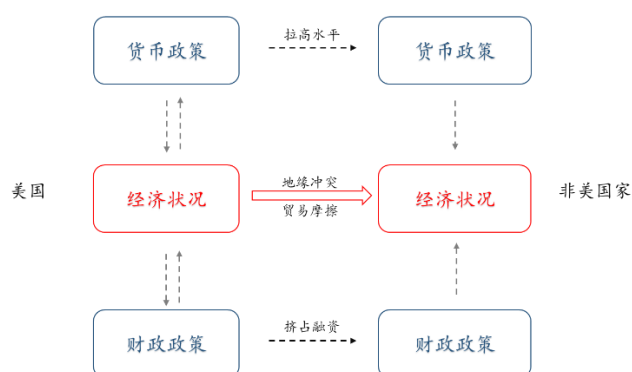


图 37：更加复杂的经济互动模型



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

在本轮周期中，美国经济一枝独秀、美国与其他国家经济差和由此导致的美联储基准利率超过了其他国家需要水平一直是各国面临的共同困境。但继续深挖经济差形成的原因可以发现，美国滥用市场地位进行财政政策历史级发力，是美国经济主要的外生动力；美债超发对全球债券市场的资源挤占、美国主导的地缘冲突与贸易摩擦，是其他国家面临的主要外生拖累。至于产业发展、金融稳定、政治稳定等难以直接度量的次要变量，在此不做探讨。

由此，表面上当前非美国国家面临的主要问题是美国超量财政刺激造成的经济非对称引发的非美国国家面临了超水平利率，实质上则是来源于美国财政政策、货币政策、地缘政策、贸易政策、产业政策、外交政策等的组合对外政策。虽然政策指向性的不同造成不同国家面临的压力有别，但实际上所有非美经济体正在面临来自美国的极限施压。

这可能才是美元潮汐的全部，而非单纯的离岸市场美元信用的扩张与收缩。

结语：冬不至，春不来

从自然界的视角看，衰退与冬天并无区别，冬天会淘汰一批身体较弱的生物个体，但这也为春天时新生命的成长创造出了空间。但在现实状态下，企业总是有所归属，其背后的资本/地方政府/国家政府总是希望在冬天保护住属于自己的产业企业，寄希望于归属于其他势力的产业出清后释放出增长空间和生存资源。

这一做法的主要问题类似囚徒困境。即当少数参与者选择在冬天庇佑自己的势力时，其可以获得春天到来时的势力最大化。但是，一旦所有参与者都选择在冬天实施保护与庇佑，那么新生命的增长空间与生存资源永远将无法释放。春天永远无法到来，所有参与者均是输家。

更大的问题是，参与者的地位并不均等。以美国为代表的国家在冬天到来之际借助其金融地位进行了2020-24连续五年历史级的财政刺激，同时其货币政策、产业政策、贸易政策与地缘冲突都指向了非美国国家，逼迫其他国家无法熬过这个冬天。

但世事难料，子弹的提前用尽使得美国自身颓势难以继续掩盖，被财政刺激起来的还是各类服务业而非具有核心竞争力的制造业，对底层人民教育的漠视使得产业承接与升级难度极大，对外发动的关税与贸易战可能成为滞涨的根源。

展望2025，基准情形仍是L型增长。即较大概率全球经济继续在各国政府呵护下缓慢滑落，即便发生例如硅谷银行/套息交易回流类的风险事件，只要政府灭火足够及时有力，对经济的影响也并不大。小概率事件是政府无法解决的大规模风险，全球经济可能迎来快速探底进入衰退期。但是，政府与最后贷款人——央行对经济不会视而不见，2008/2020后的局面可能重新到来，全球经济进入更新的L型增长周期——直到无法被调节的冬天降临。

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。