

2024年美国经济展望

在软着陆与温和衰退之间

2023年美国大超预期，剧烈加息周期尚未遏制家庭消费、企业投资和政府支出扩张步伐。但随着货币信贷紧缩效应释放、超额储蓄和企业流动性衰减、就业和收入前景弱化及财政赤字率下降，2024年美国经济增长将明显回落。房地产和汽车、消费电子等耐用消费在加息周期中已率先收缩，服务业未来将迎来放缓。尽管不能完全排除温和衰退可能性，但各部门下行不同步和实体资产负债表强劲降低了经济衰退风险。通胀将延续回落，因房租、工资涨幅下降和商品价格保持低位。美联储或在5、6月开启降息周期，美债收益率和美元指数将有所回落。

- 经济介于软着陆与温和衰退之间。名义GDP增速从2023年6.2%降至2024年3.1%（市场中值3.6%），实际GDP增速从2023年2.3%降至2024年0.8%（市场中值1%），2024年上半年GDP环比小幅负增长。失业率从2023年末4%升至2024年末4.7%（市场中值4.3%）。
- 就业强劲、超额储蓄释放、资产价格繁荣和财富效应、存量房贷固定利率保护等支撑2023年消费不变价增速达到2%。但随着就业降温、收入放缓、储蓄率回升、超额储蓄释放完毕和消费信贷收缩，2024年消费不变价增速将降至0.8%（市场中值1%），其中商品和服务消费增速分别从2023年的1.5%和2.3%降至2024年的0.9%和0.7%。
- 利率大幅攀升和信贷条件收紧推动房地产销售2023年进入下行周期，但住房供应短缺支撑房价尚未下跌。2024年住房销售或因利率回落和供应改善而小幅改善，但难以进入新一轮繁荣周期，住宅投资增速从-13.5%升至-3.5%。办公楼等商业地产市场将延续承压。
- 2023年制造业建设投资支撑企业投资快速增长，预计非住宅投资不变价增长3.3%。2024年企业投资可能温和放缓，因信贷紧缩效应、成本压力居高、消费需求放缓和政策刺激效应递减，非住宅投资不变价增速或降至1.8%。
- 出口增速放缓，进口增速回升，因基数效应。出口增速从2023年2.8%降至2024年1.1%（市场中值0.5%），进口增速从2023年的-1.9%升至2024年1.4%（市场中值0.4%）。去库存结束、工业价格止跌回升和海外需求改善支撑出口。
- 去通胀延续。2023年能源通胀降幅最大，房租通胀降幅较小，其他大部分商品和服务通胀均明显下降。2024年去通胀将延续，因房租、工资涨幅回落和商品价格保持低位。预计PCE通胀与核心PCE通胀分别从2023年3.8%和4.2%降至2024年2.3%和2.4%（市场中值2.6%和2.7%）。PCE通胀与核心PCE通胀或在3Q24降至2.5%以下。
- 政府支出增速下降，因基数效应和国会对联邦政府扩大赤字的限制。政府消费和投资不变价增速从2023年的3.4%降至2024年的1.3%，联邦政府赤字率从2023年的6%小幅降至2024年的5.8%（市场中值5.8%）。尽管拜登政府希望延续财政扩张以提升民众支持率，但共和党势必对财政预算施加限制。
- 美联储加息见顶，明年二季度开始降息。联邦基金利率从2023年末5.25%-5.5%下降1.5个百分点至2024年末3.75%-4%（市场中值4.25%-4.5%），10年国债收益率从2023年末4.5%降至2024年末3.9%（市场中值为3.74%）。美联储可能维持或小幅放慢每月缩表至多950亿美元的QT计划。由于美欧经济增速差缩小及俄乌战争可能缓和，美元指数或从2023年末的103下跌5%至2024年末的97.8。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

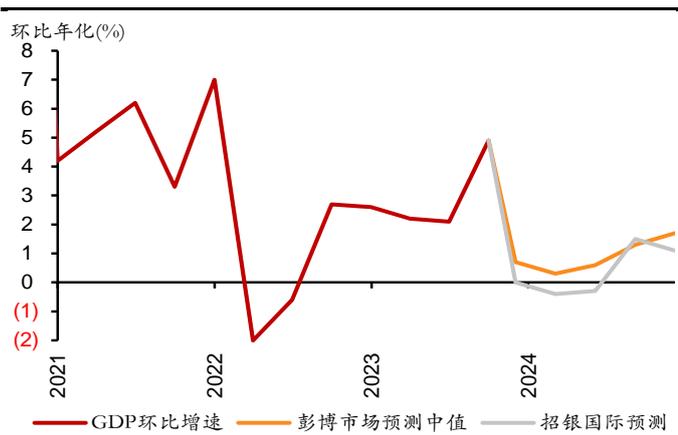
图 1: 美国经济预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 YTD	过去10年平均	彭博市场预测中值			招银国际预测		
													2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
名义GDP(万亿美元)	16.9	17.6	18.3	18.8	19.6	20.7	21.5	21.3	23.6	25.7	27.2	-	27.3	28.3	29.4	27.3	28.2	29.4
人均GDP(万美元)	5.3	5.5	5.7	5.8	6.0	6.3	6.5	6.4	7.1	7.7	8.1	-	8.2	8.4	8.7	8.2	8.4	8.7
GDP增速(%)	2.1	2.5	3.0	1.8	2.5	3.0	2.5	-2.2	5.9	2.0	2.3	2.3	2.3	1.0	1.8	2.3	0.8	2.2
消费增速(%)	1.7	2.8	3.4	2.5	2.6	2.7	2.0	-2.5	8.6	2.6	2.1	2.6	2.2	1.0	1.8	2.0	0.8	2.2
投资增速(%)	7.4	6.5	6.3	-0.1	4.4	5.8	3.1	-4.7	9.1	5.0	-2.2	4.3	-1.9	1.0	3.0	-1.8	0.9	3.6
住宅投资	12.8	4.3	10.6	7.1	4.3	-0.7	-0.9	7.2	11.3	-9.0	-13.8	4.7	-	-	-	-13.5	-3.5	5.0
非住宅投资	4.7	8.1	3.3	1.8	4.6	6.9	3.7	-4.7	6.0	5.2	4.3	4.0	-	-	-	3.3	1.8	3.2
出口增速(%)	3.0	3.9	0.3	0.5	4.1	2.9	0.5	-13.1	7.1	7.0	3.1	1.6	2.3	0.5	3.0	2.8	1.1	2.0
进口增速(%)	1.2	5.2	5.2	1.5	4.7	4.0	1.2	-9.0	15.2	8.7	-2.1	3.8	-2.3	0.4	3.0	-1.9	1.4	2.6
政府支出增速(%)	-2.4	-0.9	2.0	2.0	0.6	2.0	3.9	3.2	-0.3	-0.9	3.8	0.9	3.3	1.3	0.9	3.4	1.3	1.0
联邦政府赤字率(%)	4.1	2.8	2.4	3.2	3.5	3.8	4.6	14.9	12.3	5.5	4.7	5.7	6.1	5.8	6.0	6.0	5.8	6.1
PCE通胀(%)	1.3	1.4	0.2	1.0	1.7	2.0	1.4	1.1	4.2	6.5	4.1	2.1	3.8	2.6	2.1	3.8	2.3	2.0
核心PCE通胀(%)	1.5	1.5	1.2	1.6	1.6	1.9	1.6	1.3	3.6	5.2	4.5	2.1	4.2	2.7	2.2	4.2	2.4	2.1
失业率(%)	6.7	5.6	5.0	4.7	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.9	4.8	3.7	4.3	4.2	4.0	4.7	4.2
联邦基金利率(%)	0.1	0.1	0.2	0.6	1.3	2.4	1.6	0.1	0.1	4.3	5.3	1.07	5.33	4.33	3.33	5.33	3.83	3.33
10年国债利率(%)	3.0	2.2	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.9	4.4	2.33	4.52	3.74	3.60	4.50	3.90	3.55
美元指数	80.2	90.3	98.7	102.4	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	103.5	94.6	105.7	100.2	96.8	103.0	97.8	96.4

资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

注: 消费、投资、出口、进口和政府支出增速均为不变价增速。

图 2: 美国 GDP 环比增速



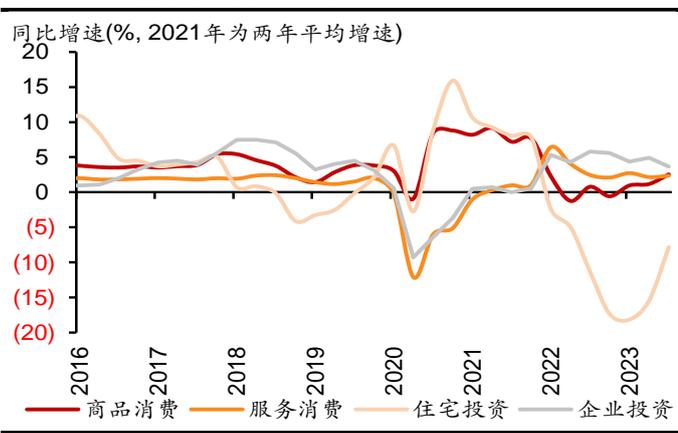
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国 GDP 同比增速



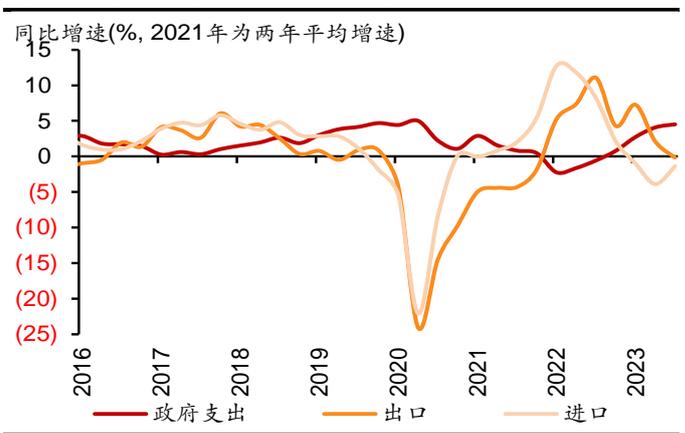
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 4: 私人消费与投资不变价增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 5: 政府支出与进出口不变价增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

目录

消费的韧性与隐忧	4
房地产降幅逐步收窄	8
企业投资与库存周期	11
去通胀延续	13
宏观政策	15

消费的韧性与隐忧

2023年家庭消费较快增长是美国经济超预期的关键。2023年前三季度消费不变价同比增速为2.1%，低于2022年的2.6%，但超过疫情前2019年的2%。商品消费在2020-2021年宅经济时代爆发式年均增长8.2%后，2022年增速骤降至0.3%，2023年前三季度增速又升至1.6%，其中汽车消费因供应链修复和新能源车替代而大增5.7%，家具家电消费因去库存趋缓和住房销售反弹而转为增长0.6%，娱乐商品消费保持6%的较快增长，但计算机、消费电子等其他耐用消费走弱而下降1.2%，服装消费小幅增长0.5%，能源价格回落刺激能源产品消费增速小幅升至1.3%。服务消费进一步修复，2023年前三季度增长2.4%，低于2022年的3.8%，但高于2020-2022年平均增速1.5%和2017-2019年平均增速1.9%，其中家庭服务、娱乐和餐饮住宿消费分别增长2.8%、4%和4%，均显著超过2017-2019年平均增速，高端服务延续回升，医疗护理和金融保险消费分别增长5.5%和1.9%，大幅超过2017-2019年平均增速。

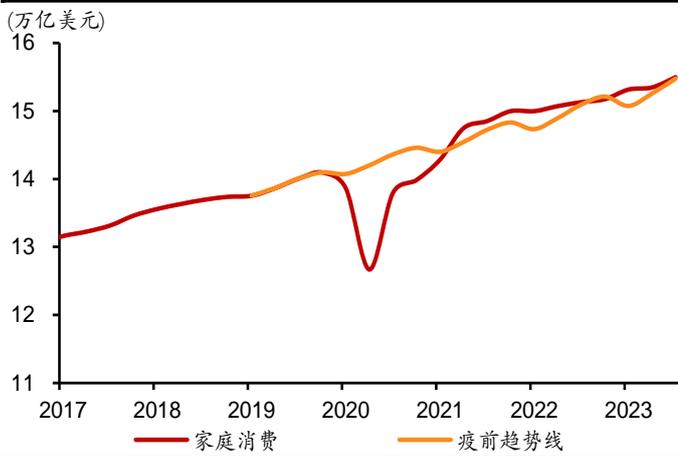
2023年家庭消费韧性来自五大因素支撑。一是就业强劲与薪资较快增长。就业市场降温但依然强劲，职位空缺/失业数量比从2022年末的2倍降至2023年9月末的1.5倍，但仍高于2017-2019年的1.1倍，劳动报酬名义增速从2022年的4.9%降至2023年前三季度的4.5%，但通胀回落幅度更大，薪资实际增速从0.6%升至1.8%。劳工供求缺口收窄但仍存在，服务业占比回升和部分企业窖藏劳工推升劳工需求，但劳工供应恢复较慢仍显著低于疫情前趋势线。一些大龄劳工可能因疫情、大规模财政补贴和资产价格繁荣周期而提前退休，55岁以上人口劳动参与率恢复缓慢，而川普时代移民政策和疫情导致2018-2021年移民数量显著下降，2022年外国出生劳工占劳工供应的18.1%。二是超额储蓄释放。2020-2021年财政刺激规模高达GDP的25%，大规模转移支付和线下消费场景受损令家庭积累超过2万亿美元的超额储蓄，2022年以来超额储蓄持续释放成为消费的重要支撑。三是资产价格繁荣及财富效应。2020-2021年超级宽松政策推动股市、房市和养老金资产大涨，家庭财富在两年间累计上涨近30%，2023年3月以来资产价格再度反弹，收回2022年跌幅，家庭财富上半年末创新高达到154.3万亿美元，比2019年末值高出32.2%。四是家庭长债中固定利率借款占比较高，高利率对偿债负担的影响尚未完全显现。30年固定利率住房抵押贷款利率已从2021年四季度的3.08%升至2023年第三季度的7%以上，但同期存量住房抵押贷款利率仅从3.4%升至3.7%，因家庭在2009-2021年低利率时期申请的抵押贷款近90%为固定利率贷款，近60%为再融资贷款（以利率更低或期限更长的新贷款偿还存量贷款）。家庭存量长债的利率被锁定在历史低利率时期的水平，家庭偿债负担率从2021年第一季度的8.3%仅小幅升至2023年第二季度的9.8%。五是消费信心较强，储蓄率保持低位。前面四大因素支撑家庭消费信心，储蓄率从2022年的3.3%小幅升至2023年上半年的5%，第三季度又降至3.8%，大幅低于2021年的11.1%和疫情前2019年的7.4%。

2024年家庭消费将有所放缓，因信贷紧缩及财务压力、失业风险和收入不确定性上升。金融条件和信贷供应持续收紧，消费贷款三个月环比年化增速从2022年3月的15.9%降至2023年7月的1.1%，8-10月逐步反弹至3.9%，但反弹可持续性值得观察。家庭固定利率存量房贷到期再融资，将面临融资利率大幅上升问题，利率每上升1个百分点，家庭偿债负担率上升0.6个百分点。信贷紧缩、成本压力和需求不确定性降低企业劳工需求，劳动参与率和移民流入回升支撑劳工供应逐步恢复，工资增速将进一步放缓。储蓄率已降至极低

水平，随着未来就业和收入不确定性上升，储蓄率可能温和回升。超额储蓄已释放殆尽，对消费的支撑作用将逐步减弱。房价面临进一步下调压力，股市波动性上升，财富效应可能转弱。总体来看，家庭部门流动性条件和财务状况将逐步恶化，消费增速将有所放缓。

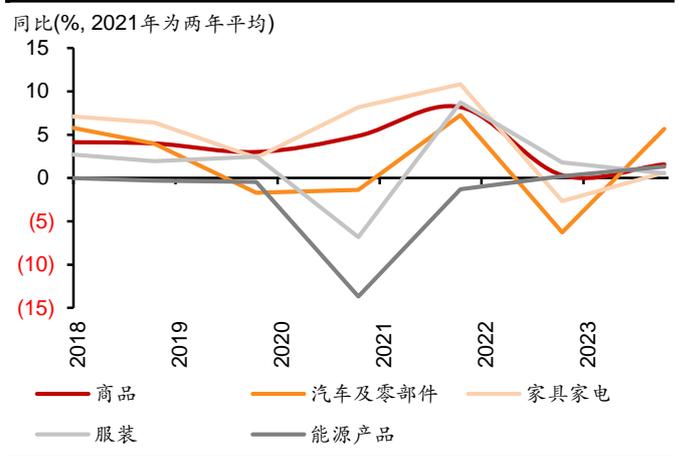
2024年家庭消费结构将更趋平衡，服务消费增速将有所放缓，并略低于商品消费增速，但服务通胀高于商品通胀，服务消费占比或进一步小幅上升。过去几年消费结构经历剧变，2020-2021年宅经济火热和服务场景受损支撑商品消费尤其是耐用消费热潮，2022年上半年俄乌战争冲击全球商品供应链，商品价格大涨助推美国通胀创40多年新高。2022年下半年以来商品消费逐渐退潮，服务消费回归，出行、娱乐、医疗等服务消费接棒成为需求扩张的主力，服务通胀则成为去通胀主要障碍。2024年消费结构将更趋平衡，服务消费占比小幅上升，进一步趋近疫情前趋势。

图 6: 美国家庭消费较早恢复



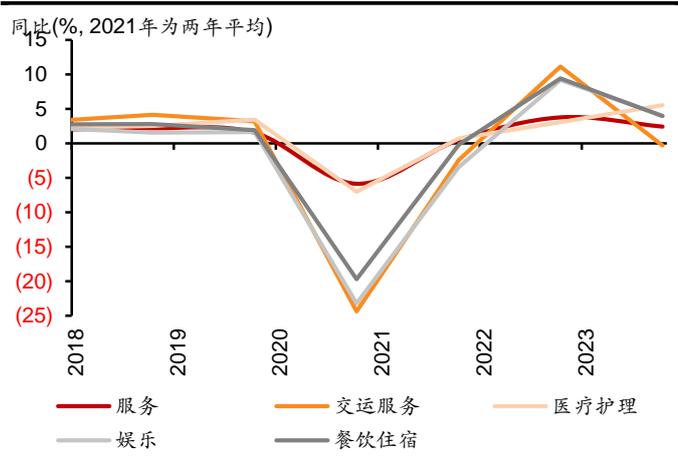
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 7: 主要商品消费不变价增速



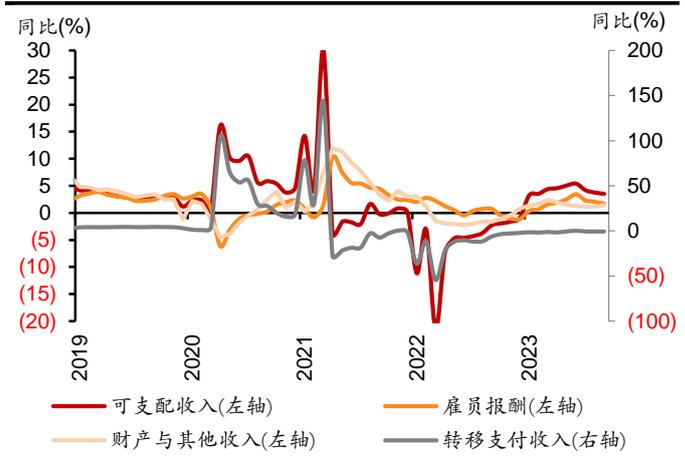
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 8: 主要服务消费不变价增速



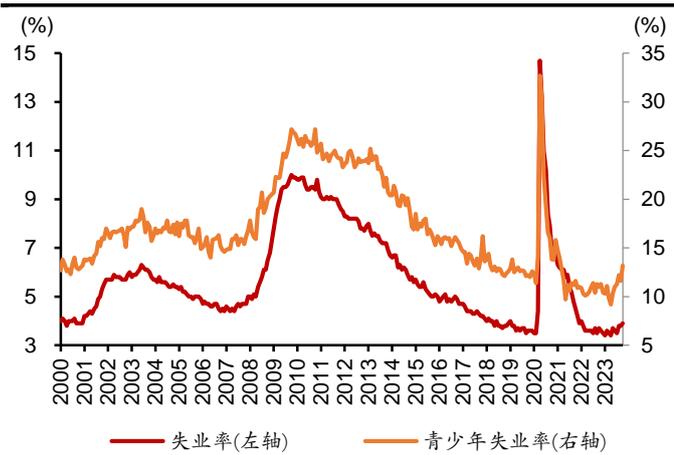
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 9: 家庭收入不变价增速



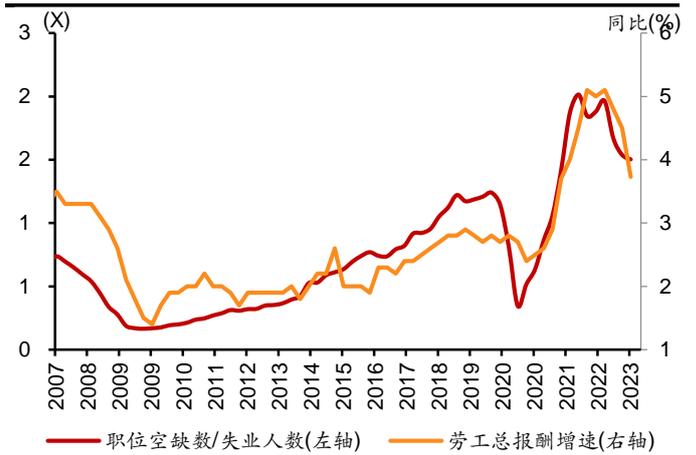
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 10: 失业率



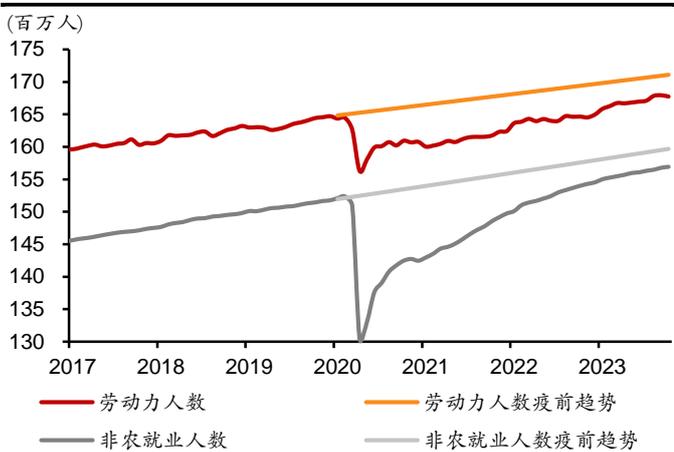
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 11: 就业供求与薪资增速



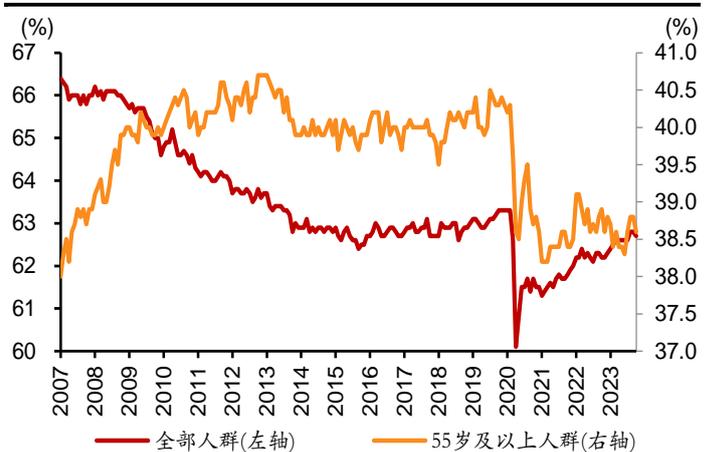
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 劳动力供应缺口



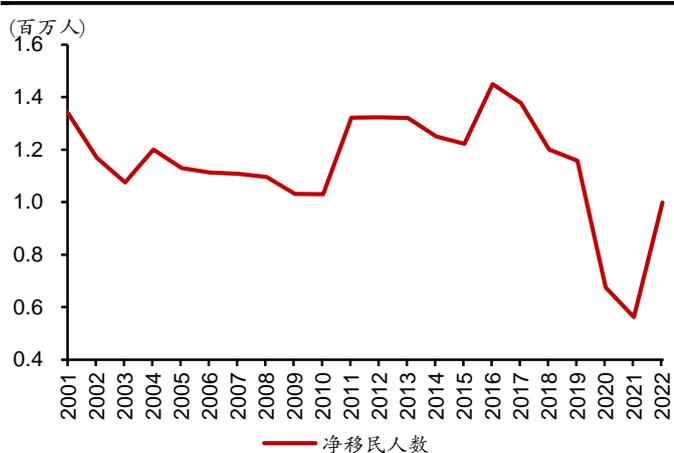
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 13: 劳动参与率



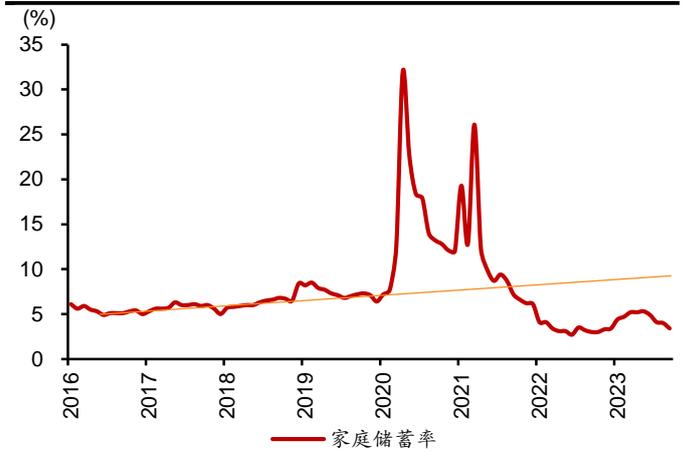
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 14: 净移民人数大幅下滑后开始反弹



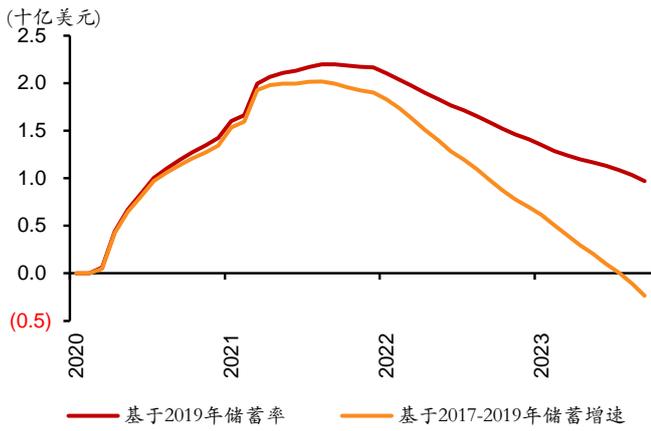
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 15: 家庭储蓄率大幅低于疫前趋势



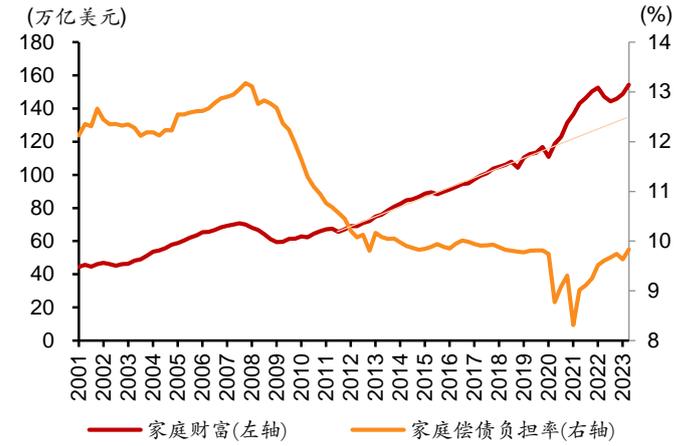
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 16: 家庭累计超额储蓄



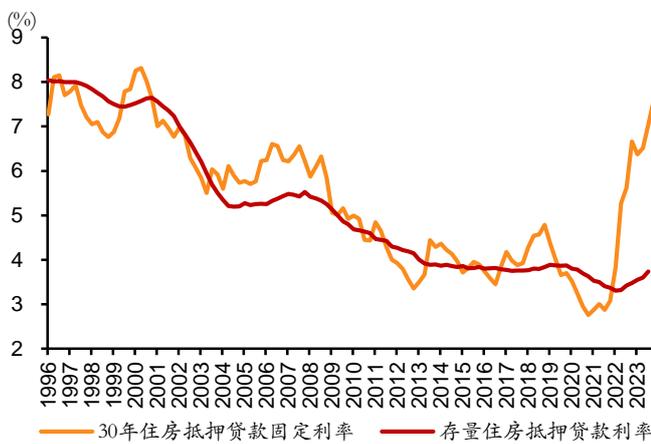
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 17: 家庭财富与偿债负担率



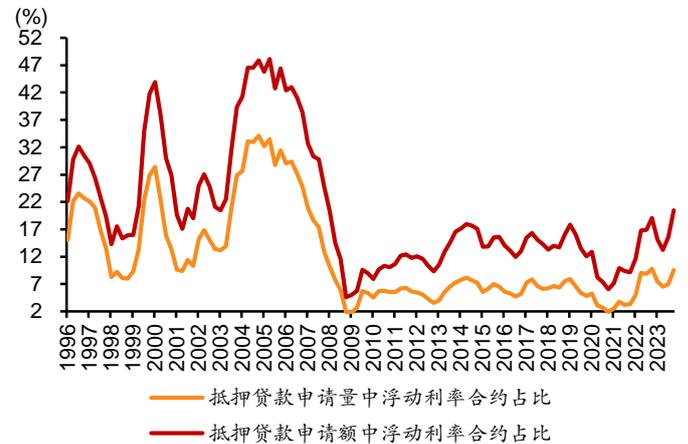
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 18: 新住房抵押贷款与存量住房抵押贷款利率



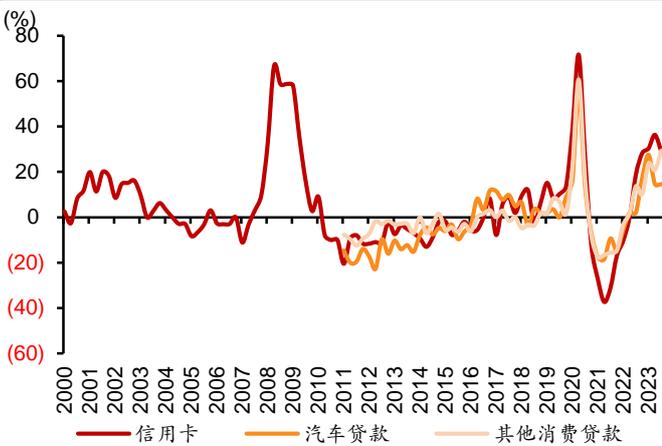
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 19: 住房抵押贷款申请中浮动利率合约占比



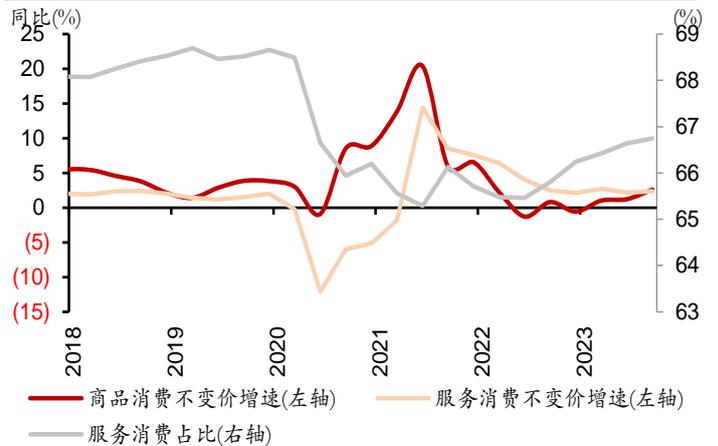
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 20: 银行收紧消费贷款标准净占比



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 21: 商品和服务消费不变价增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

房地产降幅逐步收窄

房地产部门因杠杆率较高对利率周期相对敏感，利率大幅攀升和信贷条件收紧推动房地产销售进入下行周期。2022年，新住房销量、新建住房获批量和成屋销量分别下降17.2%、4.2%和17.1%；2023年前三季度，新住房销量同比反弹5.3%，但新建住房获批量和成屋销量进一步下跌16.3%和21.9%。商业地产销售降幅更大，National Association of Realtors估计2022-2023年商业地产成交额累计下降50%左右¹。

住房价格涨幅趋缓，但尚未明显下跌，因住房供应尤其是成屋供应短缺。成屋库存从2019年月均174.2万套降至2022年月均109.8万套和2023年前三季度的106.3万套，可供销售月数从2019年月均3.9个月降至2022年月均2.7个月，2023年前9个月因成屋销售进一步大幅萎缩而小幅升至3个月。成屋供应短缺，一方面制约住房销量并推升房价，另一方面促使更多居住需求转向租房市场，支撑房租水平。房地美房价指数从2019年末至2021年末两年期间累计大幅上涨31.6%，2022年上半年累计上涨6.5%后，下半年累计下跌1.6%，但2023年前三季度再度上涨5.8%。Zillow市场租金指数2022年月均环比年化上涨7.8%，2023年前10个月降至2.6%，但尚未开始下跌。

成屋供应短缺主要因为存量房贷利率大幅低于新房贷利率带来“金手铐效应”。大量房主被锁定在过去十几年低利率存量房贷中而不愿出售房屋，造成成屋供应短缺。截止2023年9月存量住房抵押贷款平均利率仅为3.74%，比30年新住房抵押贷款利率低3个百分点以上。据Zillow调查，住房按揭贷款利率降到5%可以将房主售房意愿提升至原来的两倍；据John Burns Research & Consulting调查，71%计划贷款买房的潜在购房者认为不能接受高于5.5%的利率。5%-5.5%似乎是住房抵押贷款利率的重要临界值，但新住房抵押贷款利率降至5%-5.5%仍需时日。

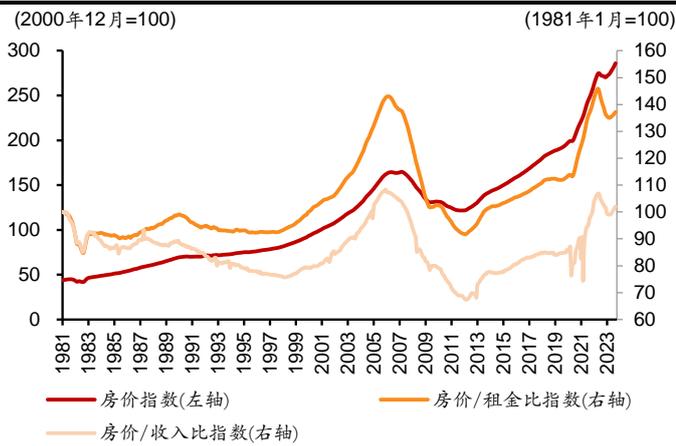
2024年房地产市场可能小幅改善，但很难进入新一轮繁荣周期。随着美联储降息和长期国债利率下降，房贷利率将有所回落，房贷条件或温和改善，但利率仍在限制性水平，对需求形成抑制。房地产供应尤其是成屋供应将有所改善，助推住房销售可能转为小幅正增长。新建住房开工可能延续下降，因2023年新房屋库存可售月数升至历史较高水平，但新房开工的降幅将大幅收窄。多户住房可能面临一定供大于求压力，2023年前三季度私人部门多户住宅建造支出同比增长22.1%，9月在建公寓达到近100万套处于历史高位，多户住房到期债务从2023年的1850亿美元升至2024-2025年年均2500亿美元左右，再融资成本压力将有所上升。

2024年商业地产市场将延续承压，其中办公楼市场压力依然最大。疫情令许多公司流行远程办公，降低办公楼需求，但办公楼建设和供应仍在增加，2023年前三季度私人部门办公

¹ <https://www.nar.realtor/newsroom/nar-chief-economist-says-commercial-real-estate-will-revitalize-calls-on-federal-reserve-to-consider-cutting-interest-rates>

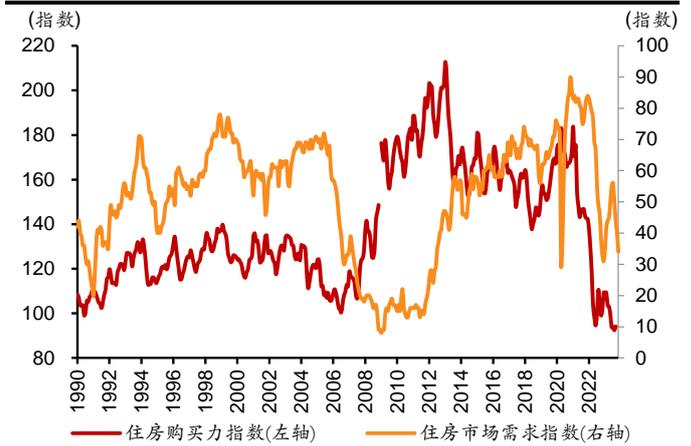
建筑建造支出增长 7.4%，2023 年 10 月美国办公楼空置率达到 17.8%²。商业地产价格自 2022 年 3 月见顶以来累计下跌超过 15%，超过 70% 的业内人士认为美国商业地产价格见底可能要到 2024 年下半年或者更晚³。截至 2023 年 10 月末，商业地产贷款余额近 3 万亿美元，未来两年年均到期规模 6000 亿美元，再融资成本压力上升。商业地产市场疲弱对小银行拖累超过大银行，2023 年 10 月末大银行和小银行的商业地产贷款余额分别为 0.9 万亿美元和 2 万亿美元。

图 22: 房价及泡沫化指数



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 23: 住房购买力与市场需求指数



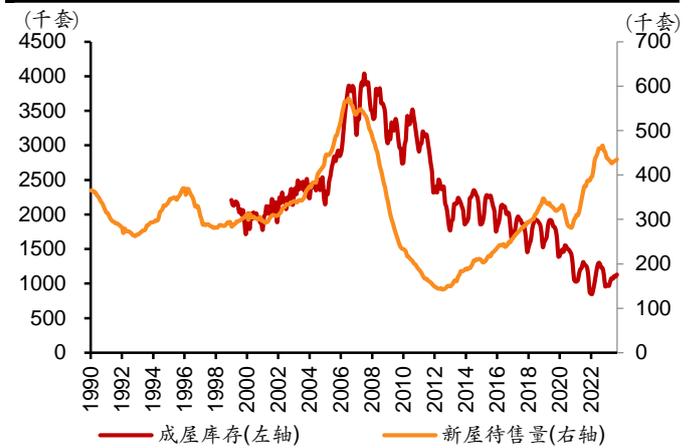
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 24: 房屋销量和新建住宅获批量



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 25: 成屋和新房供应

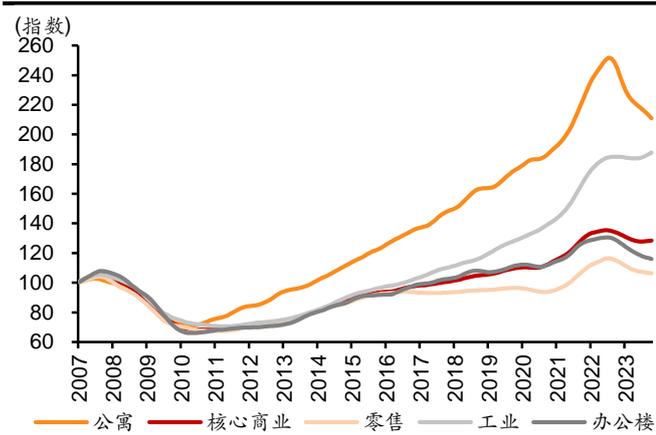


资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

² <https://www.commercialedge.com/wp-content/uploads/sites/75/2023/11/CommercialEdge-Office-National-Report-November-2023.pdf>

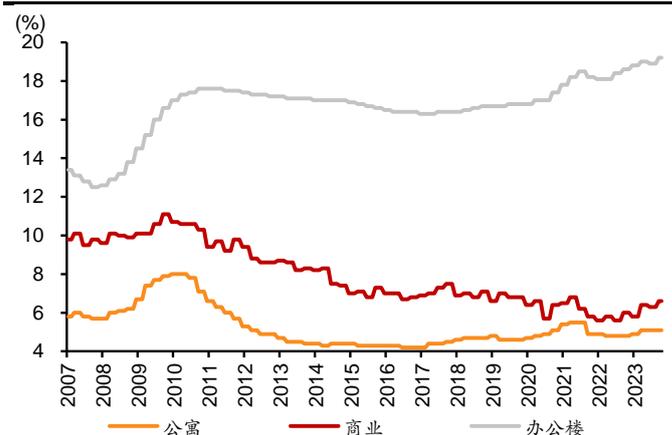
³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-02/us-office-market-is-poised-for-a-crash-investors-say-in-survey>

图 26: 商业地产价格指数



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 27: 都市区商业地产空置率



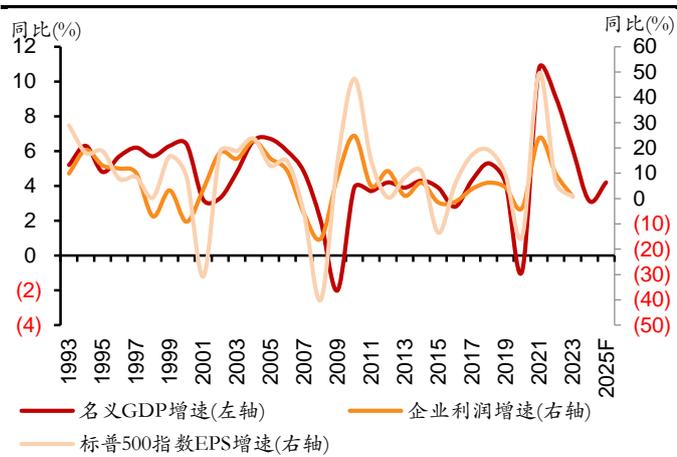
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

企业投资与库存周期

2023年企业投资保持较快增长，制造业建设投资是最大亮点。2023年前三季度非住宅固定资产投资不变价同比增长约4.3%，低于2022年的5.3%，但高于2020-2022年平均的2.2%，略低于2013-2019年平均的4.7%，在剧烈加息周期中表现出色，平均拉动GDP环比年化增速约0.6个百分点。分类别来看，建设投资和知识产权投资分别增长11.2%和5%，但设备投资下降0.1%。从对前三季度非住宅固定资产投资名义增速的贡献率来看，制造业建设、知识产权和运输设备分别贡献66.2%、28.2%和22.8%，而信息处理设备、采矿业建设和工业设备的贡献率均为负值。制造业建设投资强劲增长主要来自计算机、电子设备和电气设备行业拉动，可能受益于《通胀削减法案》3690亿美元补贴对电动汽车、关键矿物、清洁能源及发电设施业和《芯片法案》2527亿美元补贴对半导体、人工智能等领域的投资支持。从库存周期来看，伴随PPI延续下跌，企业仍延续去库存，前三季度企业库存变化平均拖累GDP环比年化增速0.3个百分点。

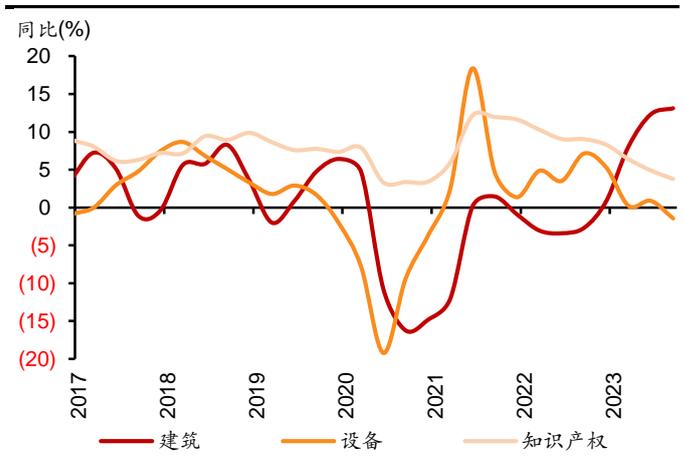
2024年企业投资可能温和放缓，因信贷紧缩效应显现、成本压力居高、消费需求放缓和政策刺激效应递减。企业信贷条件持续收紧，工商业贷款余额同比增速由2022年末的12.7%大幅降至2023年10月末的-0.3%，尽管下半年以来环比略有改善，但年化增速仍不到2%。在过去十几年低利率时期，企业普遍选择固定利率借款，债券发行中浮动利率债券占比从次贷危机前的近30%降至过去十年的15%左右，加上大企业充裕的现金资产在加息周期中收益上升，企业净利息支出占净利润比尚未开始上升，但随着企业低利率存量债务不断到期，未来再融资成本将明显上升。企业用工成本依然较高，上半年企业利润同比下降0.8%，可能拖累企业投资活动。随着消费需求放缓和前景不确定性上升，企业对未来资本支出可能更加谨慎。两党在大选前激烈斗争，共和党将努力限制拜登政府支出和企业补贴的进一步扩张，加上新能源和半导体行业中期内产能过剩风险上升，产业政策对企业投资的刺激效应可能递减。2024年企业去库存周期可能结束，但因需求前景不确定性上升，企业加库存意愿可能仍在低位，库存投资可能录得小幅正增长。

图 28: 名义 GDP 与企业利润增速



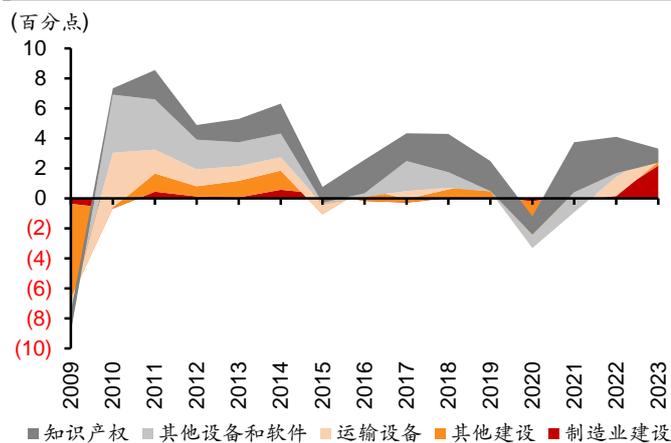
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 29: 各类投资不变价增速



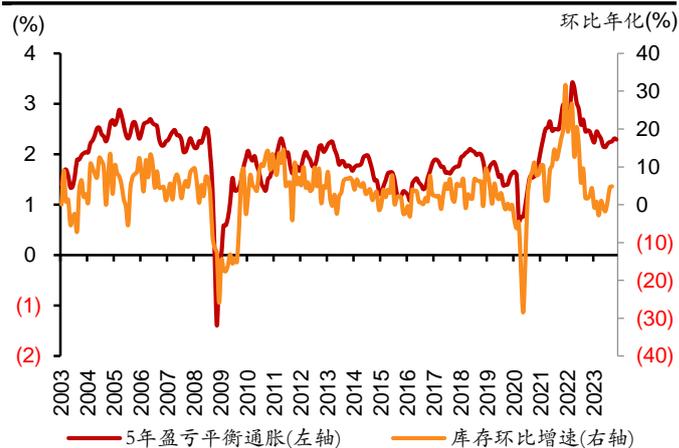
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 30: 主要项目对企业投资同比增速的拉动



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 31: 通胀预期与企业库存环比增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

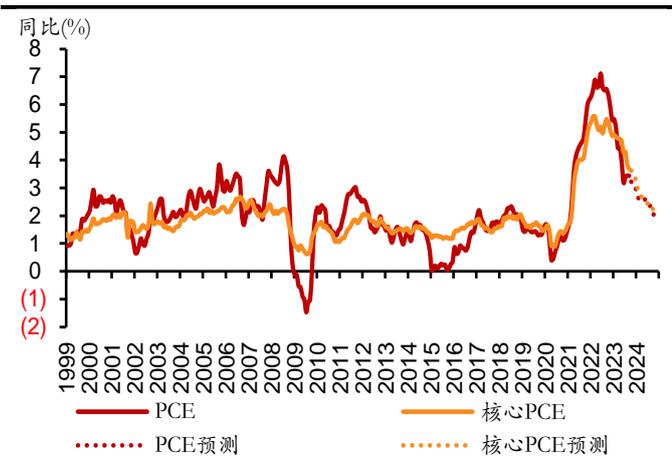
去通胀延续

2023年通胀显著回落，能源通胀降幅最大，非能源商品和除房租外服务通胀下降明显，但房租通胀降幅较小。CPI与核心CPI同比增速从2022年12月的6.4%和5.7%分别降至2023年10月的3.2%和4%，其中能源和食品CPI同比增速分别从7.1%和10.5%降至-4.5%和3.3%，其他商品和除房租外服务CPI同比增速分别从2.2%和7.5%降至0%和3%，房租CPI同比增速仅从7.6%降至6.8%。随着经济超预期、大宗商品波动和基数效应变化，下半年去通胀趋缓，各部门通胀走势分化，核心CPI环比增速近4个月稳定在2.4%左右，食品CPI环比增速从第二季度的2%升至8-10月的2.8%，能源CPI环比增速先升后降，其他商品CPI环比增速从4.4%大幅降至-2.4%，因汽车、手机等耐用品供给竞争加剧，房租CPI环比增速从5.6%降至4.8%，但除房租外服务CPI从0.4%跳升至5.6%，主要因能源价格反弹推升运输服务价格，医疗护理业罢工和健康险价格重计算推升医疗护理CPI。

2024年去通胀将延续，最大贡献可能来自房租项。CPI中房租来自对租户和房主的问卷调查，反映存量租约价格或等价租金，由于存量租约价格调整具有时滞，加上劳工部对同一个样本住宅的租金每6个月才进行一次抽样，CPI中房租变化滞后市场租金10-12个月。ZILLOW市场租金指数环比涨幅在2021年9月前后见顶，同比涨幅在2022年3月前后见顶，下半年以来大幅下行，最近两个月同比增速降至3%左右，预示CPI房租通胀未来仍有较大下降空间。除能源外的服务通胀与劳工成本涨幅密切相关，随着就业市场走弱和劳工成本涨幅下降，除能源外服务通胀将进一步回落。

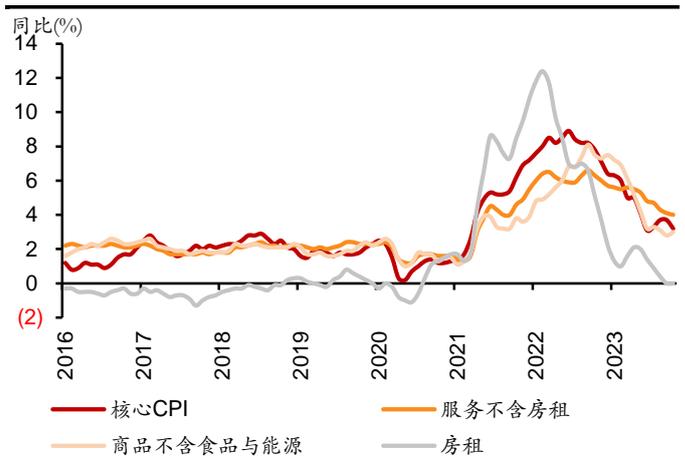
商品通胀可能在低位波动，预计大宗商品小幅下跌，工业品价格止跌回升。可能提振商品价格的宏观因素包括：全球货币政策边际放松，美欧央行开始降息，中国央行进一步放松货币信贷政策；中国和欧元区需求温和改善，中国可能实施更加积极的财政刺激；天气、地缘政治等因素对大宗商品供应的扰动。可能打击商品价格的因素包括：美国信贷条件可能依然偏紧，总需求可能放缓；俄乌战争可能缓和，中美关系或阶段性改善，全球商品供应链或进一步修复。

图 32: PCE 与核心 PCE 同比增速



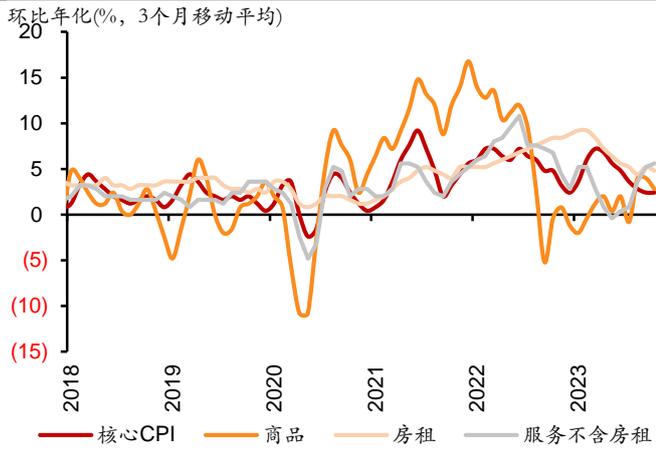
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 33: CPI 主要项目同比增速



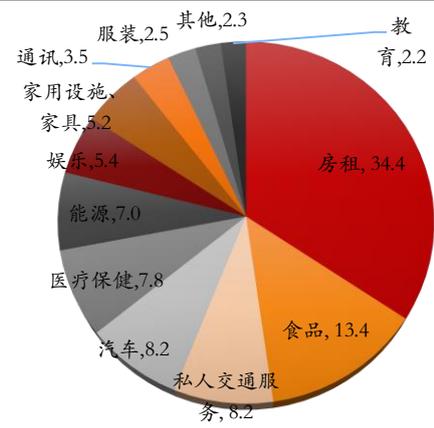
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 34: CPI 主要项目环比年化增速



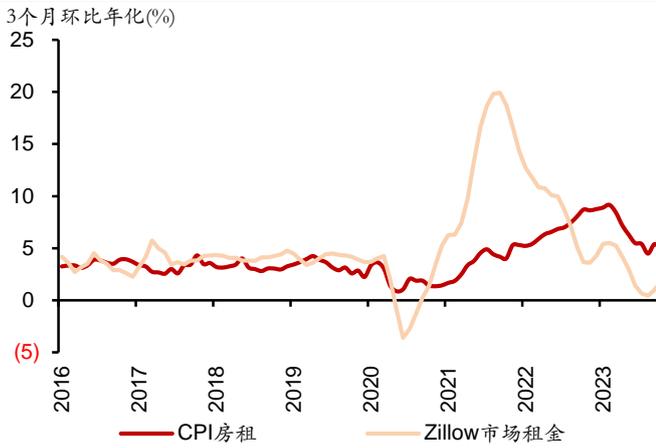
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 35: CPI 分项权重



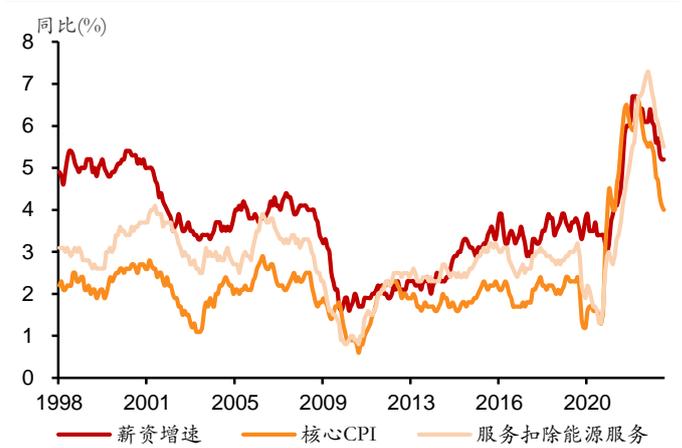
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 36: 房租环比年化增速



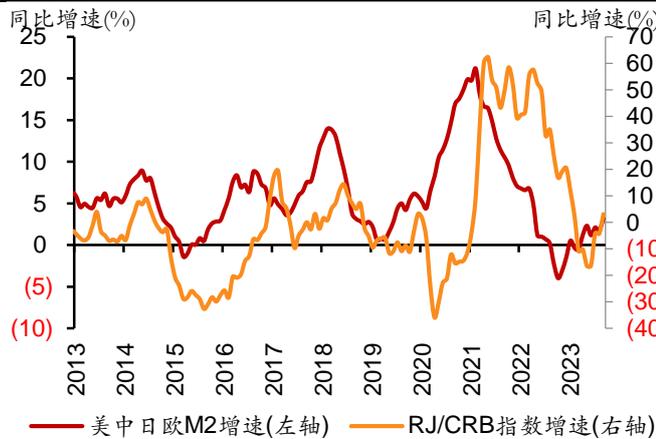
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 37: 薪资增速与核心通胀



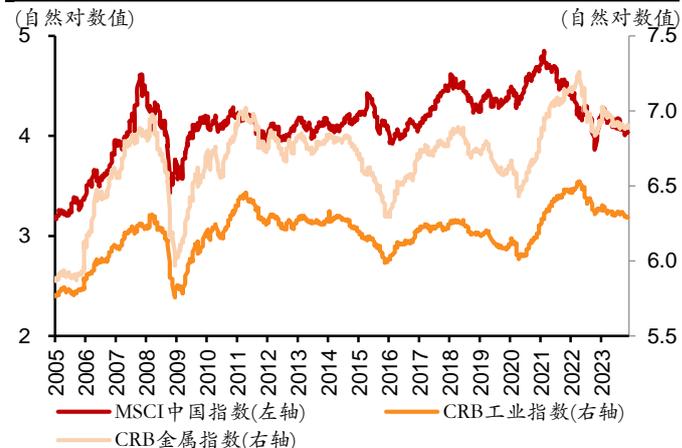
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 38: 全球货币周期与大宗商品周期



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 39: 中国因素对工业品和金属价格具有重要影响



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

宏观政策

财政政策扩张力度下降。联邦政府赤字率从2023年6.1%降至2024年5.8%，政府支出增速从3.4%降至1.3%。疫情期间大量紧急拨款和救济支出结束，家庭儿童支出等税收抵免到期，2023年6月债务上限协议将降低未来两个财政年度联邦支出2340亿美元。伴随剧烈加息，联邦政府偿债负担率显著上升，2023年联邦政府利息支出占收入比近15%，未来几年伴随债务规模膨胀可能升至20%以上。政府预算和债务可持续问题引发高度关注，两党在大选前将围绕财政预算展开激烈斗争，尽管拜登政府希望进一步扩张财政政策以延续经济景气周期和提升民众支持率，但共和党势必努力对此施加限制。布鲁金斯研究会认为财政扩张力度减弱将年化拖累2024年GDP增速约0.6个百分点。但联邦政府很难大规模削减支出，因为约三分之二支出是社会保障、医疗保险和医疗补助等强制性福利支出，人口老龄化、医疗和养老成本居高以及贫富差距扩大令相关福利性支出面临上升压力，削减这些支出面临巨大的政治压力。

美联储加息周期已经到顶。随着通胀显著回落、信贷条件收紧、金融压力上升和就业放缓，美联储已重拾控通胀自信，更加关注金融风险和经济不确定性，对进一步紧缩非常谨慎。目前好于预期的经济指标多是滞后或同步指标，例如就业、消费和服务业，但一些先行指标如收益率曲线、制造业PMI、信贷条件和消费者信心指数均给出经济下行乃至衰退风险预警。货币政策完全依赖滞后指标，将失去前瞻性，容易犯紧缩过头风险。美联储10月和11月连续暂停加息，显示其不愿以金融动荡风险为代价过度加息，而选择耐心等待高利率紧缩效应进一步释放，关注点已经从利率峰值多高转向当前高利率持续多久。鲍威尔在11月记者会上表示，本轮加息周期已接近结束但将继续谨慎行事并重申通胀目标。

美联储将在2024年开启降息周期。随着经济增速和通胀水平显著回落，实际利率将升至非常高水平，银行体系与金融市场可能持续承压，降息条件将逐步形成，美联储可能在5、6月开始降息，全年降息1.5个百分点左右。由于通胀降至目标水平仍需一段时间，高利率将维持数月时间。但随着实际利率持续上升和信贷条件不断收紧，家庭部门财务状况可能恶化，消费或逐步放缓。房地产市场尽管环比反弹，但很难进入新一轮繁荣周期。企业面临成本压力和远期不确定性，对增加资本支出更加谨慎，尽管去库存接近完成，但企业加库存意愿仍然较低。长期贷款固定利率令中小银行承压，银行体系仍有局部动荡风险，但主要部门资产负债表稳健，银行资产质量和资本充足率优良，银行体系发生危机概率较小。

美元指数可能周期性回落。首先，美欧经济增速差和利差可能小幅收窄。美国经济增速、通胀和利率可能显著回落，GDP增速从2023年的2.3%降至2024年的0.8%；欧元区经济延续疲弱，但2023年已率先大幅放缓，GDP增速可能从2023年的0.6%小幅升至2024年的0.8%。其次，俄乌战争可能走向缓和，对欧元压制可能减轻。俄乌战争对双方的消耗持续增加，巴以冲突可能进一步分散美国精力与资源，欧美国内反战力量上升。最后，中美关系可能阶段性改善，利好欧元。中国希望改善中美关系以修复市场信心和重振经济。美国政府希望延续当前经济扩张周期并缓解工商界和中小企业压力，对中国长期发展前景预期有所改变，对华战略可能从全面遏制转向“小院高墙”，重点打击高科技，但重启其他领域沟通合作。欧元区对中国供应链和中国市场依赖度比美国更高，中美关系阶段性改善将利好欧元。

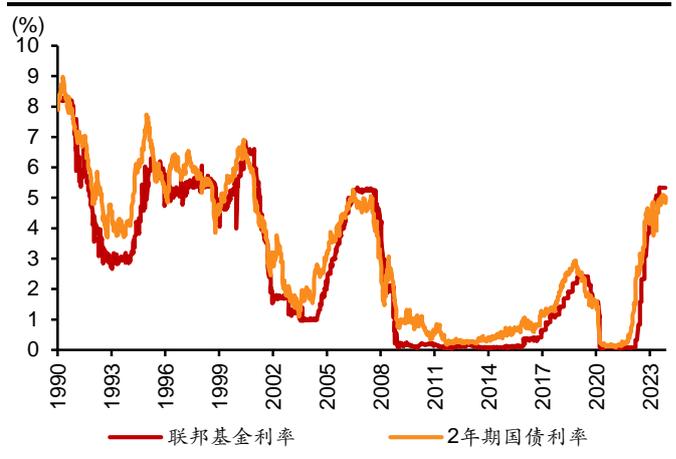
图表

图 40: 拜登 2024 财年预算计划

2024 财政计划一览	
总支出	6.9 万亿
自由裁量性支出	1.7 万亿
国防支出	8864 亿
非国防支出	8091 亿
赤字	1.8 万亿
赤字/GDP	6.8%
未来十年减少赤字总量	2.9 万亿

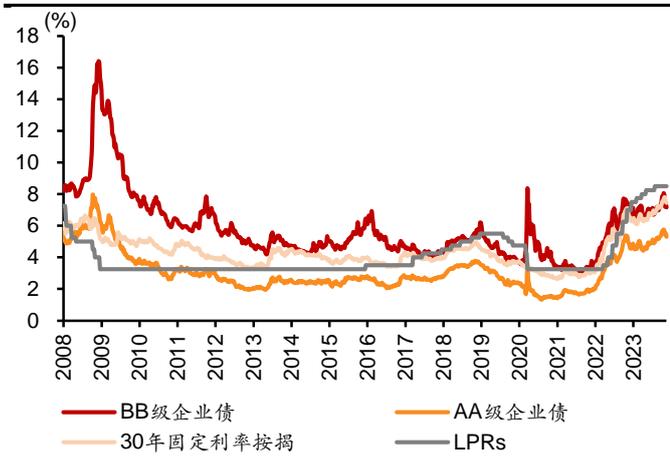
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 41: 2 年国债利率反映对政策利率预期



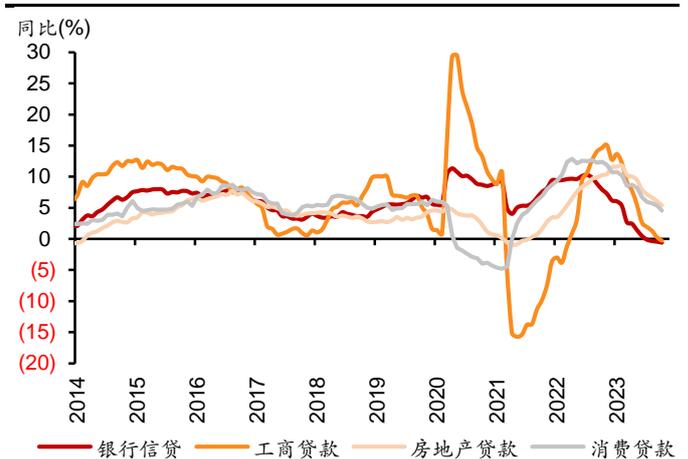
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 42: 美国实体部门融资成本



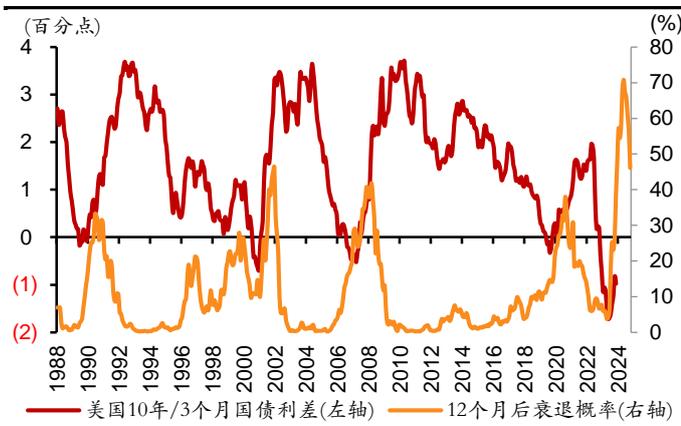
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 43: 美国信贷增速



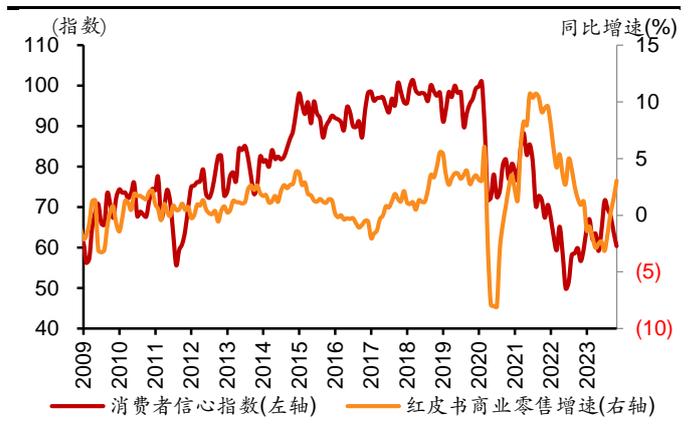
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 国债期限利差与未来 12 个月衰退概率



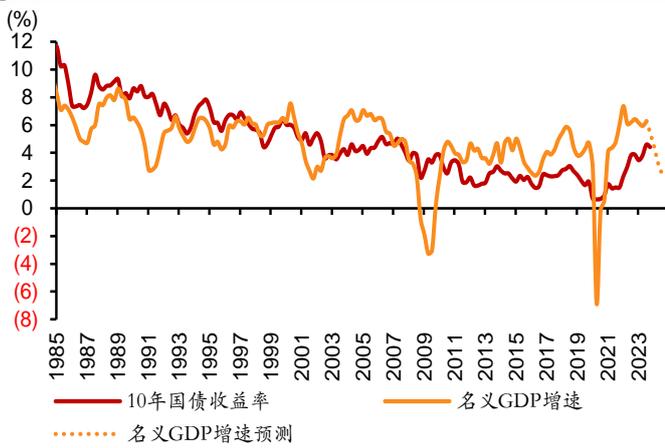
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 消费者信心与商业零售销售实际增速



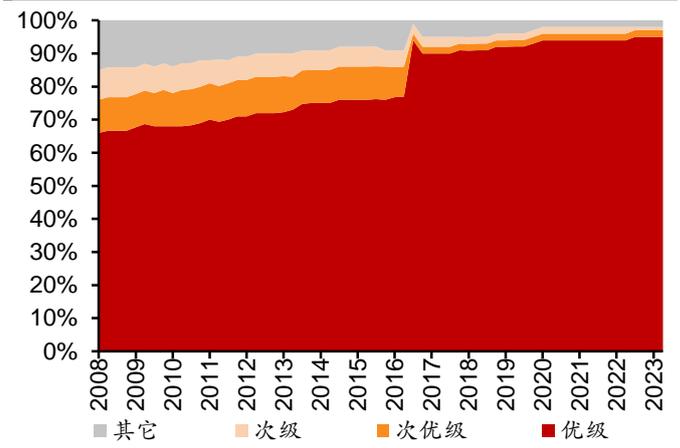
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 46: 美国 10 年国债收益率与名义 GDP 增速



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 47: 美国住房抵押贷款信用质量分布



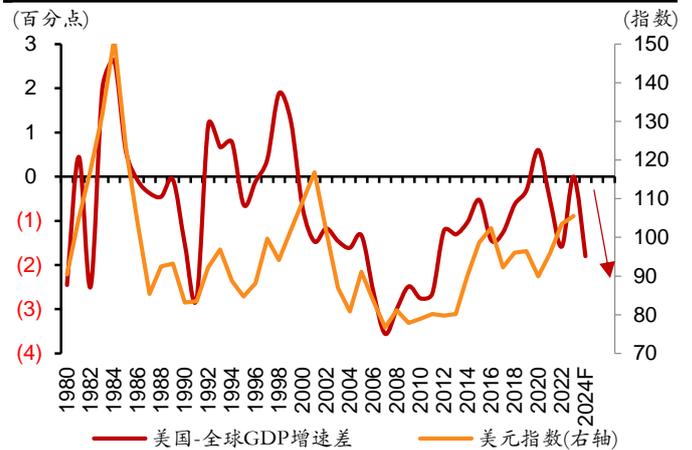
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 48: 美国银行业净息差与资本充足率



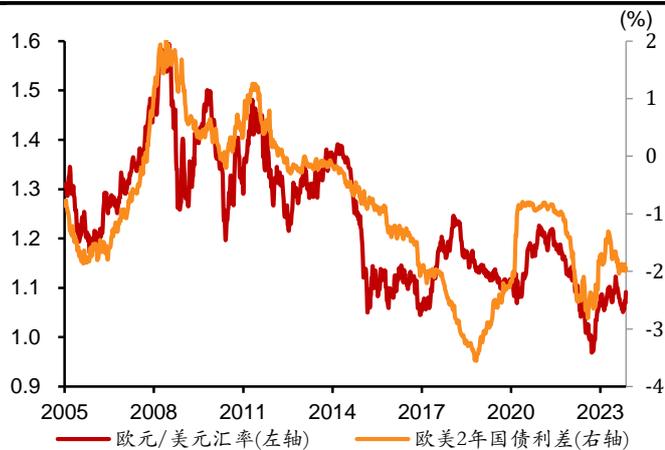
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 49: 美国经济相对强弱与美元指数



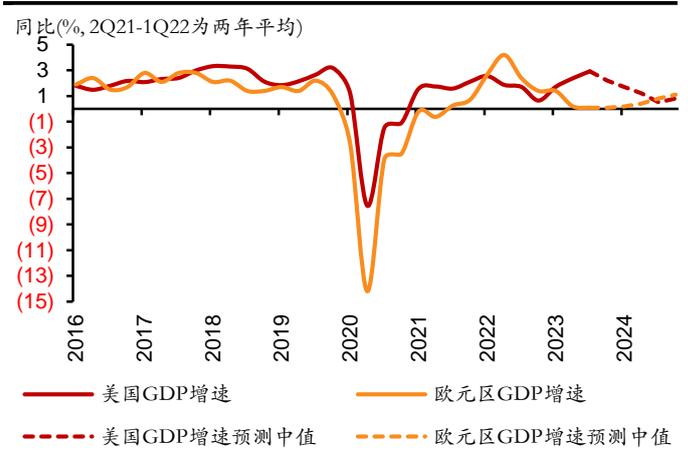
资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 50: 欧元/美元汇率与利差



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 51: 2024 年美欧经济增速差将明显缩小



资料来源：彭博, Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。