

《鲸落·潮生》

—— 2024 年海外经济展望

2024 年全球经济将继续在湍流中着陆。通胀的整体回落和经济下行压力的持续将导致主要央行货币政策在节奏分化中转向，进而带动流动性和经济周期触底回升。在诸多央行逐步进入降息周期、美联储高利率“巨鲸”下潜的背景下，流动性之潮将再度翻涌，资产价格承受的相关压力将有所减轻。虽然如此，“潮水”之下依然暗流涌动：不仅宏观范式较疫情前变化显著，全球大选年中地缘政治、经济与各类资产价格仍面临诸多不确定性，波动和意外亦不容忽视。



中国银河证券首席经济学家 研究院院长：章俊

中国银河证券宏观分析师：高明、许冬石、詹璐、吴京

分析师助理：于金潼、吕雷、聂天奇

《鲸落·潮生》

——2024年海外经济展望

核心观点：

2024年全球经济将继续在湍流中着陆。通胀整体回落和经济下行压力的持续将导致主要央行货币政策在节奏分化中转向，进而带动流动性和经济周期触底回升。在主要央行逐步进入降息周期、美联储高利率之“巨鲸”下潜的背景下，流动性的“潮水”将再度翻涌，资产价格承受的相关压力将有所减轻。虽然如此，“潮水”之下依然暗流涌动：不仅宏观范式较疫情前变化显著，全球大选中地缘政治、经济与各类资产价格仍面临诸多不确定性，波动和意外亦是不可忽视的主题。

全球降息节奏的分化：2024年全球通胀将缓慢退潮，主要央行控制通胀的斗争进入观察期。在通胀回落的背景之下，经济的分化将决定货币政策转向的时点先后和利率调降的节奏差。考虑各经济体进入衰退状态的时间差距，预计2024年更多新兴经济体将率先开启降息周期，而欧洲和加拿大、澳大利亚等受高利率冲击更早的发达国家在通胀偏高的情况下仍有动力使利率高位保持一段时间，但货币政策转向时间要早于美国。此外，日本货币政策将继续“逆行”，挑战正常化。

美国经济与货币政策：基准情况下美国经济仍需“掠过低洼地”，2024年难以避免季度上的弱衰退，预计全年同比增长1.1%，通胀中枢为2.4%，失业率可能升至4.6%上方。因此美联储可能在2024年二季度进行首次预防性降息以对冲三季度的下行压力，全年降息幅度至少100BP。同时，美联储将灵活实施量化紧缩（QT），在金融风险可控的情况下QT可能与降息同时出现，但在金融稳定受到经济下行挑战的情况下QT也可能在2024年三季度停止。“二次通胀”与“硬着陆”两类意外情形发生概率较低，但应密切关注美国财政与金融稳定的变数。

美债收益率与美元：2023年四季度在美国经济韧性、通胀中枢上行抬升美国中性利率、国债市场供需变化的影响下，10年期美债仍易高位震荡，但随着经济数据走弱将在2024年开始下行并在二季度稳定降至4%以下，其中枢可能较疫情前出现抬升，弱衰退假设下在3.5%至4%左右，同时有阶段性低于3.5%的可能。美元指数方面，在美国经济韧性短期强于美元指数篮子货币国家的情况下，美元2023年四季度预计保持强势并在100至105震荡。2024年一季度，日央行尝试退出负利率以及美国经济边际走弱可能使美元指数下行，但在欧元区经济与通胀弱势的情况下均值仍有望维持在100上方。而随着美国弱衰退概率在二季度加深和通胀率进一步走弱，美元指数将稳定回落至100以下。

非美经济体：欧元区-2023年9月大概率是欧央行本轮加息周期最后一次行动。随着高利率更快冲击信用扩张渠道并加速经济走弱，欧央行稳定经济增长的“隐藏使命”不仅限制了进一步加息，也可能加快货币政策的转向。基准情况下，欧元区全年经济增长0.9%，失业率为6.8%。欧央行可能在通胀继续回落的基础上于2024年二季度初考虑降息，全年降息幅度在75BP左右；缩表将根据债市状况灵活推进。**日本-**经济和通胀均有向上的希望，但要达成2%的通胀目标仍然还不稳定。预计日央行在2024年初尝试退出负利率政策并回到零利率，其后续的加息将缓慢而慎重，预计全年不会超过50BP，如果全球价格回落也不排除日央行边际降息的可能。YCC方面，在日央行取消1%的“硬上限”后预计将尝试缩减实际购债规模以实质性取消YCC，而此操作同样灵活取决于日债市场的情况，如果私人部门对日债需求不足，日本政府财政扩张计划依然需要日央行购债的支持。**新兴市场-**部分新兴市场已经在经济压力或通胀回落之下开启降息，从风险指标显示重要新兴市场经济体的信用风险整体可控，经济依然具有韧性。

2024年的意外可能来自哪里？（1）全球大选年的不确定性：美国总统选举、欧洲议会选举、印度总理选举、俄罗斯总统选举以及潜在的乌克兰总统选举都会放大政治格局的波动。美国大选中拜登与特朗普的博弈将决定美国经济与外交思路是否发生根本性转变。（2）地缘政治超预期恶化并导致美国降息不及预期：如果美国卷入恶化的地缘政治冲突，那么其更大力度的财政支出将引发二次通胀的风险并导致美联储降息幅度十分克制。（3）美国商业地产与中小银行问题处置不及时：尽管目前商业地产和中小银行风险可控，但如果美联储在两者出现问题的情况下救助不及时，系统性风险的发酵可能引发经济硬着陆。（4）南欧债务危机再现：意大利与希腊的财政可持续性依然受到高利率挑战，如果两国国债遭到抛售，欧央行能否果断开启定向宽松及其效果依然有待检验。（5）日央行继续维持超宽松货币政策：日本通胀的内生动力仍然不足以独立支撑通胀目标，同时日央行可能因私人部门对日债需求不足而难以顺利退出YCC，仍需进行边际购买以支持财政扩张。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吴京

☎：010-8092 7767

✉：wujing_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080001

分析师助理：于金潼、吕雷、聂天奇

全球经济增速和资产表现预测：

	2022	2023E	2024E
全球 (%)	3.5	3.1	2.7
发达经济体	2.6	1.6	1.2
美国	2.1	2.3	1.1
欧元区	3.3	0.5	0.9
日本	1.0	1.8	1.0
新兴经济体	4.1	3.9	4.2
中国	3.0	5.2	5.2
韩国	2.6	1.5	2.4
印度	7.2	6.2	6.2
美元指数	103.5	104.1	96.5
10年期美债收益率 (%)	3.88	4.40	3.75
布伦特原油 (美元/桶)	86.0	80.0	75.0
伦敦黄金 (美元/盎司)	1823	1950	2500

资料来源：World Bank、Wind、中国银河证券研究院

风险提示

1. 海外地缘政治的风险
2. 意外流动性危机的风险

目录

一、全球降息节奏分化与国别风险.....	3
二、美国：掠过低洼地.....	4
（一）通胀的基准演化路径和面临的风险？.....	5
（二）劳动市场的演变方向和供需缺口闭合的时点？.....	6
（三）疫情间形成的超额储蓄何时消散和对需求的冲击？.....	7
（四）信贷紧缩对私人部门融资的冲击和潜在风险点？.....	7
（五）财政力度能否持续？.....	10
三、欧元区：负重前行.....	11
（一）经济与通胀：临近的衰退阴霾.....	11
（二）欧央行：站在利率的顶点.....	12
四、日本：挑战货币正常化.....	13
五、“大选年”的不确定性.....	15
（一）全球政治分化，民粹主义复苏.....	15
（二）美国大选：政策延续还是新的开始？.....	17
六、2024 年海外意外畅想.....	19

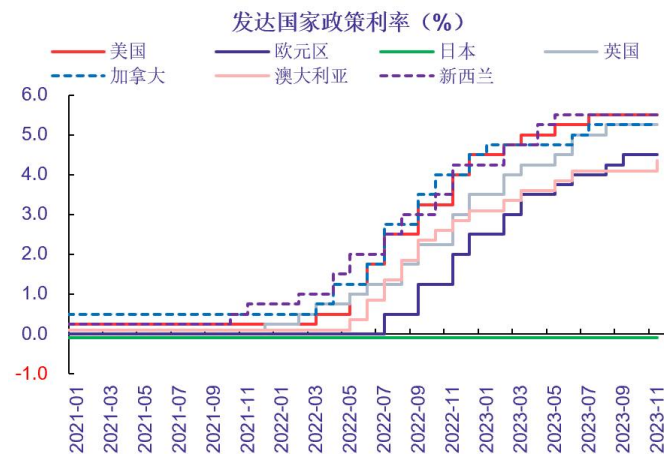
一、全球降息节奏分化与国别风险

2024 年通胀整体缓慢下行，全球央行抗通胀的斗争进入观察期。尽管不同经济体间的通胀情况有所分化，但物价增速整体继续趋于缓和。核心通胀的回落相对缓慢，不同国家间分化也更加明显：发达国家的服务需求因疫情间的财政刺激和通胀时期不弱的薪资增速而相对坚挺，劳动供给则受到了疫情和人口老龄化等因素的冲击，在供需不平衡下粘性明显强于名义通胀；同时，欧洲国家总体通胀对核心部分的传导较美国更慢，价格粘性更强。另一方面，通胀预期在价格放缓或回落、主要央行保持紧缩的情况下向长期中枢靠拢，没有出现反弹。

同时，金融紧缩对实体经济部门的传导分化更加明显。首先，全球主要国家制造业的下行程度快于服务业主要是由于商品消费产生的需求更易受到高利率的打击。其次，接近的高利率水平在不同国家间的传导速度也有明显分化，这很大程度上源自于各国融资渠道和情况的差异。总体上，紧缩政策形成的分化将导致不同部门和国家经济增长进入萎缩状态的时间差距。

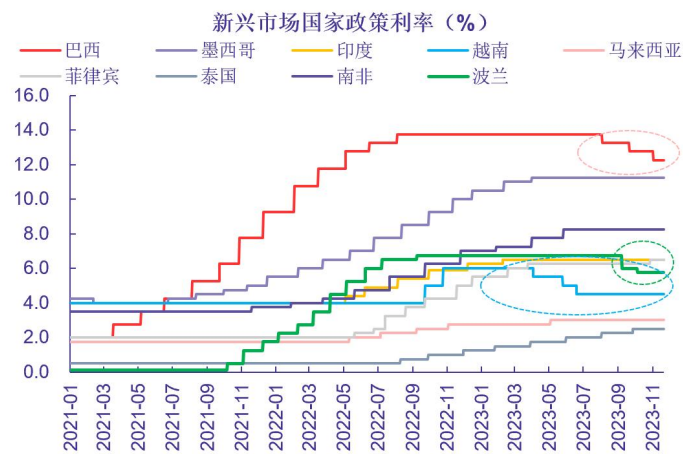
紧缩政策对经济周期传导的力度不同使各国经济的分化在未来愈发明显，也将决定货币政策转向的时点和利率降调的节奏差。首先，发达国家间的分化开始明晰，非美央行在经济和政治的双重压力下将会早于美联储降息。同时，包括越南、巴西、波兰在内的一些新兴市场国家已经开始降调利率，在通胀缓和与经济压力下降息者会继续增加。预计 2024 年更多新兴经济体将率先开启利率降调周期，而欧洲和加拿大、澳大利亚等受高利率冲击更早的发达国家在通胀偏高的情况下仍有动力使利率高位保持一段时间，但货币政策转向时间早于美国。美国由于短期经济内生动力偏强且核心通胀不弱，紧缩周期将拉长，但我们倾向于其增长仍面临较高下行风险，下半年将开启降息且幅度大于美联储 2023 年 9 月 FOMC 的引导。在以上的节奏之外，日本央行在通胀增速中期将高于 2% 目标的情况下可能进一步收紧货币政策并尝试正常化，其紧缩将进一步加剧全球流动性的逆风。

图 1：部分发达国家政策利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：部分新兴市场国家政策利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在发达经济体高利率环境的滞后作用继续外溢、多国内部政治分歧不断加大的情况下，仍然需要注意充满不确定性的 2024 年带来的挑战。部分发达和新兴市场经济体依然没有摆脱金融压力下的债务和国际收支平衡等一系列问题。因此，需要从经济基本面健康程度、财政和信贷情况、国际贸易和外部债务等角度观察评估发达和新兴市场经济体可能面临的风险与问题。结合穆迪主权信用评级和上述指标考虑，亚洲国家中土耳其风

险最大，出口依赖度高且经济偏弱的越南也需要警惕。欧洲国家中需继续警惕杠杆率偏高且受到外部制裁的俄罗斯，密切关注高债务低增长的意大利。美洲新兴市场国家中，高通胀难以缓解且有新极端总统上台的阿根廷和信用评级被降调的墨西哥相对更加脆弱。

表 1. 各国指标历史分位数和外部评级情况

指标得分		韩国	印度	亚洲					欧洲			南美洲		北美洲	
				越南	印尼	马来西亚	菲律宾	土耳其	沙特	俄罗斯	意大利	希腊	阿根廷	巴西	墨西哥
需要注意风险的国家 (红色)															
穆迪评级 Moody's	近三年信用等级 (数字越高信用等级越高) 下划线为近三年被降级	18 Aa2	11 Baa3	8→9→9 Ba3→Ba2 (非投资级)	12 Baa2	14 A3	12 Baa2	6→5→5 B2→B3 (非投资级)	16 A1	11→5→5 Baa3→B3 (非投资级)	11 Baa3	8→8→10 Ba3→Ba1 (非投资级)	1 Ca (非投资级)	9 Ba2 (非投资级)	13→12→12 Baa1→Baa2
宏观	经济增速	9	4	7	3	12	4	57	39	19	38	57	45	38	21
	通胀	58	57	13	7	32	74	84	67	19	95	64	76	70	81
	失业率	59	82	54	14	94	23	86	95	9	42	54	57	83	58
财政	赤字率	90	73	21	92	85	94	60	51	72	90	30	62	55	88
	政府债务比重	96	96	63	69	96	62	29	-	71	95	94	82	96	94
	政府杠杆率	92	78	-	69	91	-	34	58	76	89	62	69	80	91
信贷	企业杠杆率	99	13	-	58	6	-	65	89	65	31	39	36	91	68
	居民杠杆率	92	59	-	53	50	-	32	58	93	60	32	22	99	94
	信贷缺口	90	30	-	43	43	-	1	-	3	19	2	56	35	26
国际贸易/收支	外贸依赖	52	72	40	39	59	82	29	59	5	10	90	31	60	44
	出口依赖	60	60	95	20	12	12	93	9	27	96	93	47	94	96
	经常项目差额比重	64	61	78	59	24	21	66	46	96	72	31	58	43	96
金融地产	房价增速	1	19	-	40	43	90	95	74	70	6	85	-	71	95
	金融发展指数	60	92	55	91	95	93	95	45	48	82	19	41	94	93
外债	外债比重	98	2	-	27	75	22	52	62	1	-	-	46	5	-
	短债占外债比重	1	73	-	-	43	53	84	-	96	-	-	-	-	-
	短债占外债比重	61	48	-	-	23	51	94	-	60	-	-	-	-	-

各国宏观至外债六项数据均为最新季数据的三月均值在2000年以来数据中的分位数

资料来源: Wind、Moody's、IMF、中国银河证券研究院

表 2. 全球经济增速和资产表现预测

	2022	2023E	2024E
全球 (%)	3.5	3.1	2.7
发达经济体	2.6	1.6	1.2
美国	2.1	2.3	1.1
欧元区	3.3	0.5	0.9
日本	1.0	1.8	1.0
新兴经济体	4.1	3.9	4.2
中国	3.0	5.2	5.2
韩国	2.6	1.5	2.4
印度	7.2	6.2	6.2
美元指数	103.5	104.1	96.5
10年期美债收益率 (%)	3.88	4.40	3.75
布伦特原油 (美元/桶)	86.0	80.0	75.0
伦敦黄金 (美元/盎司)	1823	1950	2500

资料来源: World Bank、Wind、中国银河证券研究院

二、美国：掠过低洼地

综合美国的经济、劳动市场、通胀、财政状况和金融稳定五方面考虑，我们将美国经济分为基准、“二次通胀”情况和“硬着陆”情况。基准情况下美国经济仍需“掠过低洼地”，在 2024 年依然较难避免弱衰退，劳动缺口将弥合，通胀继续放缓，财政边际收缩且可持续性受到挑战，而金融稳定面临长端融资成本、商业地产和中小银行所产生的压力。这会导致美联储在 2024 年中开始转为降息，预计降息幅度至少为 100BP。我们认为这一基准假设有 75% 的概率发生，对应美国 2024 年季度 GDP 环比折年率为 1.8%、1.2%、-0.2%、1.5%（折算全年同比增长 1.1%），通胀中枢为 2.4%，失业率预计升至 4.6% 上方。

在美国“弱衰退”的基准假设之外，我们认为“二次通胀”在地缘政治风险频发、商品价格动荡的背景下依然值得警惕。如果地缘政治风险的“黑天鹅”导致全球商品价格中枢反弹，美国由于军费和产业政策进一步扩大财政赤字与支出，那么美国的通胀将伴随经济韧性而持续大幅高于2%的目标。因此，在地缘政治风险与“二次通胀”情况下，美联储2024上半年存在再度加息的风险，首次降息至少需要等到三季度，且全年降息幅度在50BP以内。我们假设这一情况有10%的概率发生，对应美国2024年全年经济增速2.5%，通胀中枢为3.5%，失业率在4.4%以下。需要注意的是“二次通胀”情况下美国虽然在2024年可能避免衰退，但更大的利率、通胀和财政压力将在2025年产生更大的下行风险。

最后，在美国经济超预期恶化、金融系统出现严重风险且美联储救助和降息不及时的假设下，美国可能出现“硬着陆”。这对应2024全年GDP负增长，通胀中枢回到2%，失业率上行至5%以上。我们认为这一假设实现的概率同样较低，为15%。下文将分析美联储的货币政策框架、美国经济现况和美联储货币政策反应公式中的核心变量在2024年的情况以支持“弱衰退”的基准假设。

表3.美国经济表现分情况预测

	发生概率	实际GDP增速	通胀均值	失业率高点
基准情况	75%	1.1%	2.4%	4.60%
二次通胀	10%	2.5%	3.5%	4.4%以下
硬着陆	15%	负增长	2.0%	5%以上

资料来源：中国银河证券研究院

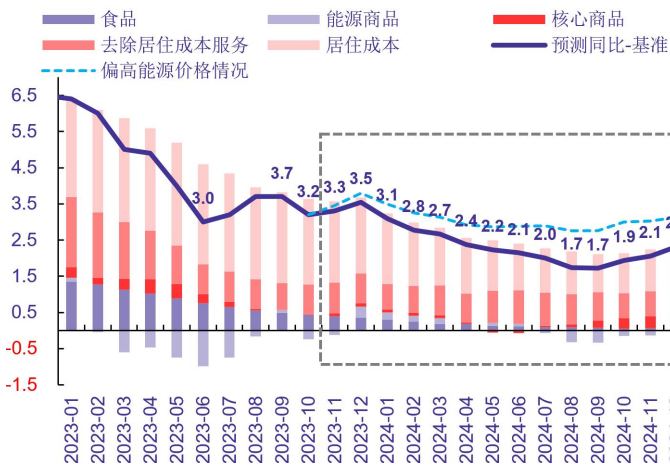
随着联邦基金利率进入顶峰，2024年美联储的货币政策转向的时点和力度依然是全球资本市场中举足轻重的变量。在价格稳定和就业最大化的基础框架下，美联储货币反应公式中的因子还包含经济增长、金融稳定和财政可持续性，而这五类因素的变化是决定2024年美国金融条件和流动性的关键。

（一）通胀的基准演化路径和面临的风险？

作为导致本轮加息周期的“元凶”，通货膨胀的变动依然在美联储的反应公式中占据主导地位，我们认为名义与核心CPI在地缘政治风险不超预期恶化的情况下仍将在2024年保持缓慢回落的路径，全年中枢在2.4%左右，并不会持续偏离2%的中长期通胀目标。因此，价格稳定因子在2024年并不支持美联储进一步加息，且在通胀稳定下行的情况下预留了充足的降息空间。我们通过环比特征和领先指标两类方式进行的通胀预测显示：（1）美国名义CPI在四季度呈现边际走高的趋势，而核心通胀依然保持缓慢回落，但名义CPI的上行依然可能对预期形成短暂扰动。（2）名义CPI在2024年二季度末至三季度初“弱衰退”且没有战争爆发的基准假设下降保持较为顺畅的回落，底部在三季度出现，而后小幅回升。（3）美国2024年全年通胀增速应在2.4%左右，核心CPI的水平也应类似，整体展现出稳定向2%靠拢的趋势，这可能将削弱利率在高位长期保持、美国通胀中枢和利率中枢显著抬升等带来的预期扰动，美联储2024年降息的幅度有望强于目前给出的引导。基础假设外的上行风险主要包括意外的地缘政治冲突导致能源价格大幅上行并破坏通胀预期的稳定、超预期的2024年财政刺激使经济增长持续强于潜在水平以及美国出现更大规模的持续性罢工，上述因素将导致“二次通胀”并使2024年CPI增速维持在3%以上，

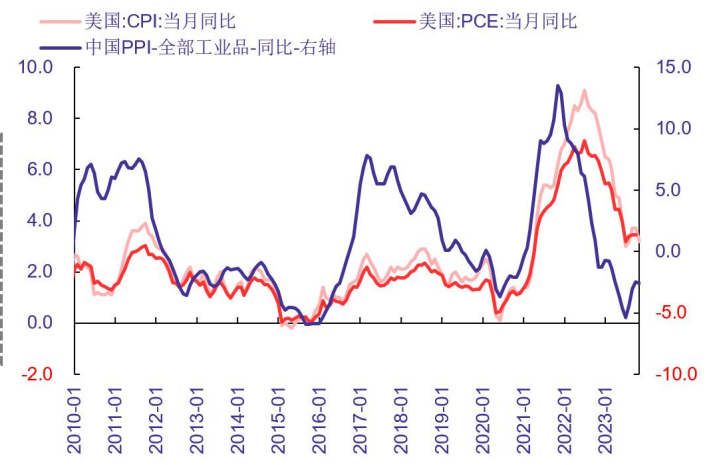
尽管我们认为“二次通胀”概率较低。

图3：基准假设下名义通胀同比增速预测（%）



资料来源：Wind、BLS，中国银河证券研究院

图4：来自供给端的压力有限（%）



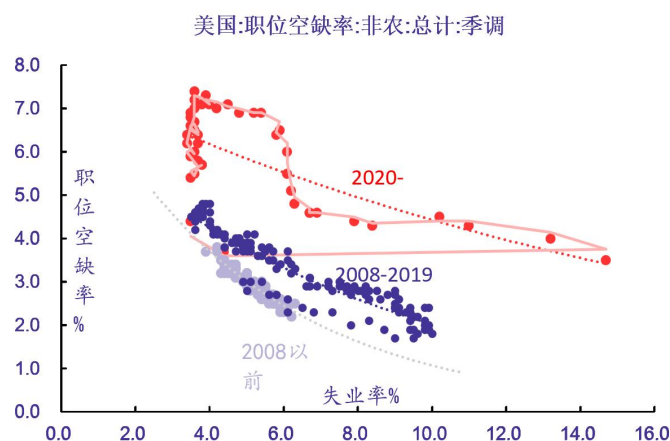
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）劳动市场的演变方向和供需缺口闭合的时点？

就业最大化背后的核心指标仍是新增就业、薪资增速和失业率，而决定以上指标走势的是劳动市场缺口闭合的情况。关于供需缺口闭合的时点，我们的测算显示随着移民的增加和职位空缺数量的降低，2024年中劳动缺口较2023年二季度可以收窄超过330万人，大致弥合疫情所产生的劳动缺口。随着贝弗里奇曲线正常化和劳动市场供需更加平衡，经济的下行在二季度末将导致失业率的进一步提升和新增就业萎缩，增大美国进入衰退状态的概率。由劳动数据构成的费城联储CEI也正在向衰退阈值缓慢靠近，预计2024年二季度初可能临近衰退状态，这也与劳动缺口闭合的时间较为接近。

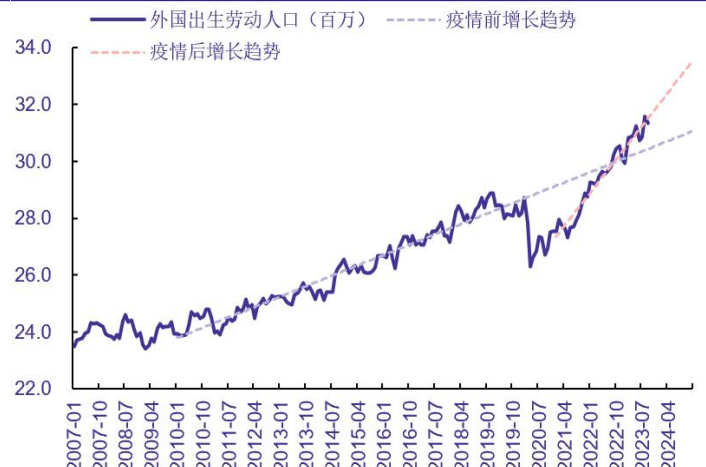
美国劳动市场仍处于缓慢降温状态，在贝弗里奇曲线回到疫情前水平前失业率不易大幅抬升，这对应着美国2023年四季度和2024年初的收入和消费韧性。新增就业的趋势方面，包括全职就业缓慢减少以及运输和帮工类领先就业的持续降低等诸多证据显示就业仍将保持缓慢弱化的方向，最终将美国经济推向环比负增长。薪资方面，预计2023年末非农时薪同比增速降低至3.8%左右，2024年中降低至3%以下并接近美联储2%通胀目标可以接受的范围。从失业率角度考虑，在贝弗里奇曲线通过降低需求使薪资和通胀降温的框架下，失业率短期抬升幅度有限，但仍要警惕2024年其超过自然失业率并引发弱衰退的可能，美联储货币政策转为预防性降息的时机也可能倾向于2024年二季度末。

图5：贝弗里奇曲线的正常化短期防止失业率大幅上行（%）



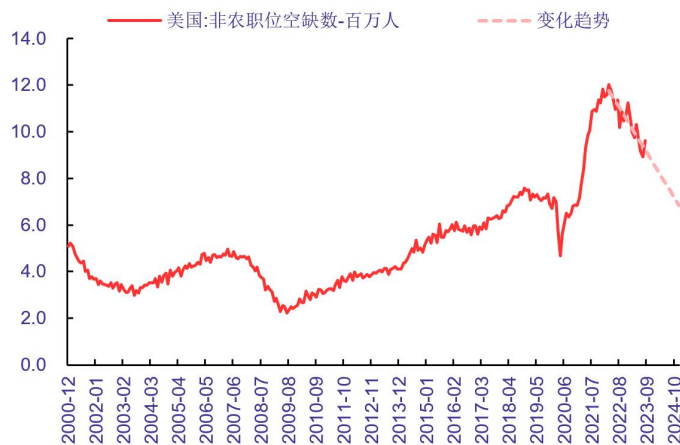
资料来源：Wind、BLS，中国银河证券研究院

图6：美国外国出生劳动人口是供给端的重要力量（百万）



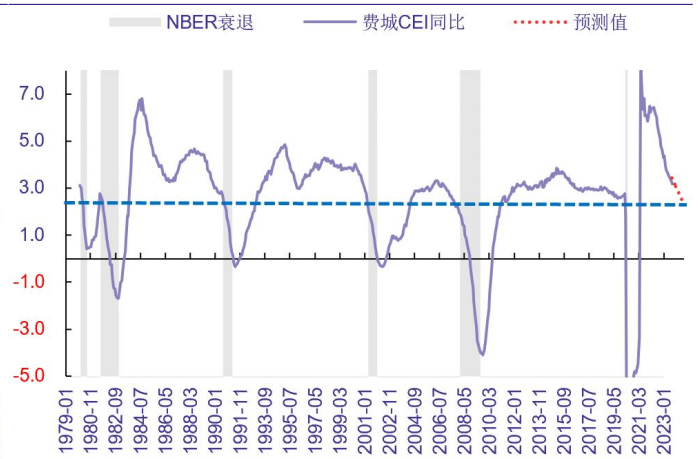
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 7：职位空缺率从需求端继续收紧，虽然道路曲折



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 8：费城劳动数据 CEI 也暗示经济缓慢走向弱衰退



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

（三）疫情间形成的超额储蓄何时消散和对需求的冲击？

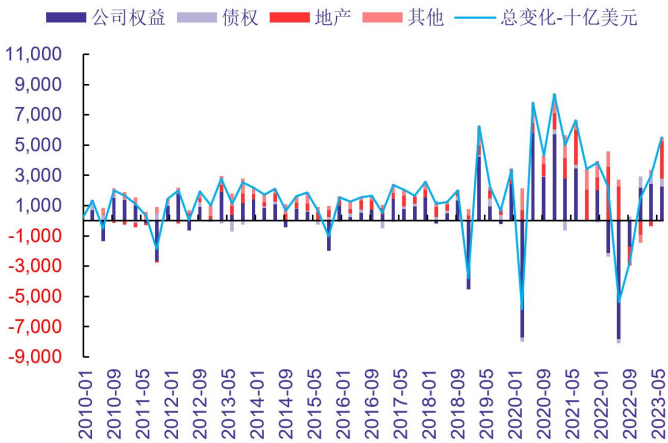
经济方面，消费和投资是美国产出增长的主要动力，其关键因素取决于超额储蓄的耗尽以及信贷紧缩对投融资的冲击。分析显示超额储蓄在学生贷款支付等因素下将在 2024 年二季度耗尽，这与劳动市场恶化的拐点时间接近；投融资方面，高利率成本将压制企业的工业投资和居民的房产消费，制造业和房地产建设周期在 2024 年均难以开启，经济面临持续下行压力并可能在三季度达到弱衰退状态。这也将迫使美联储进行高于 50BP 的降息。

估算显示美国实际超额储蓄在 2024 年一季度末至二季度完全消耗殆尽的可能性最高，但由于超额储蓄在贫富阶层分布不均匀和学生贷款重新支付产生的额外压力，对消费的紧缩效应有望从 2024 年一季度开始显现。鉴于需求缓慢下行的状态，尽管美国库存周期已经接近底部，但在底部区间的时间可能会持续到 2024 年中，从开启补库存节奏考虑零售商早于批发商，批发商早于制造商。因此，超额储蓄滞后影响的消散意味着美国经济下行压力从 2024 年一季度开始加大，二季度末至三季度可能进入零增长或弱衰退状态而鉴于美国经济 2022 年加息以来“滚动衰退、滚动回暖”的特点，去库存在 2024 上半年可能是加速经济下行的力量，而在美国经济弱衰退风险增强后，补库存则可以对冲下行压力，防止更深度的衰退。

（四）信贷紧缩对私人部门融资的冲击和潜在风险点？

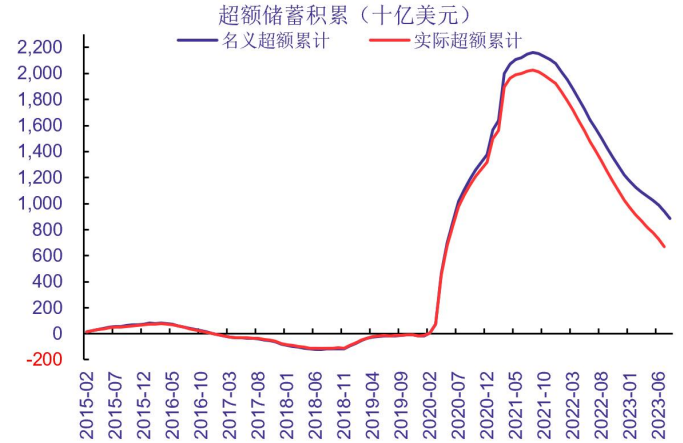
私人部门投融资方面，企业部门在信贷紧缩方面主要面临两类压力，第一是 2024 年更多到期债务需要以更高利率进行再融资和继续上升的利息成本可能压迫其财务状况，第二则是在紧缩的金融周期下投资在 2024 年扩张难度依然较大，尽管财政政策对投资仍有支撑。除了向企业部门施加压力外，信贷紧缩也将继续冲击居民购房能力。在购房需求进一步恶化之下，开发商和部分贷款购房者最终需要降价出售，而房产价格的下降也将进一步弱化美国居民的财富效应，减少支出。因此，虽然信贷紧缩对地产消费和投资的影响尚未在商业银行资产负债表中体现，但需求的弱势终将压低房地产相关就业与经济的增长。

图 9：美国居民和非盈利机构资产变动显示财富效应短期增强



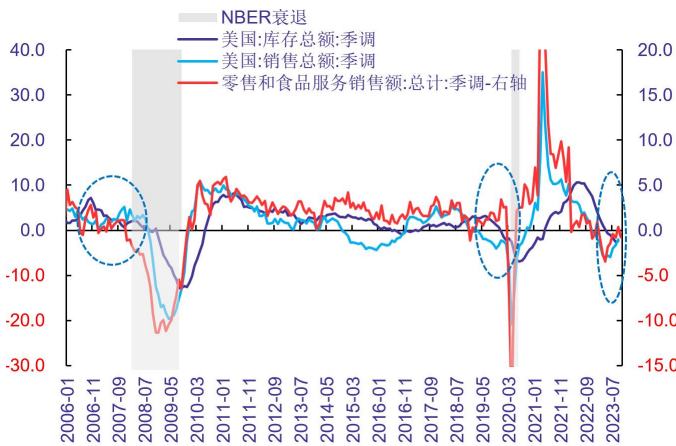
资料来源：FRBNY，中国银河证券研究院

图 10：旧金山联储方式估算显示超额储蓄 24 年 Q1 后用尽



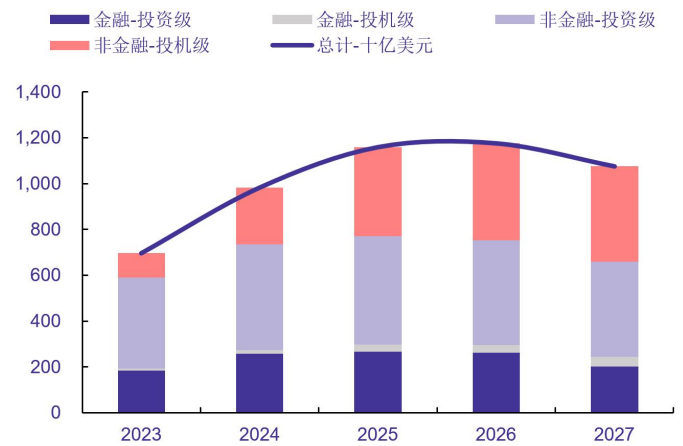
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：实际值显示总需求承压下去库存还将持续一段时间（%）



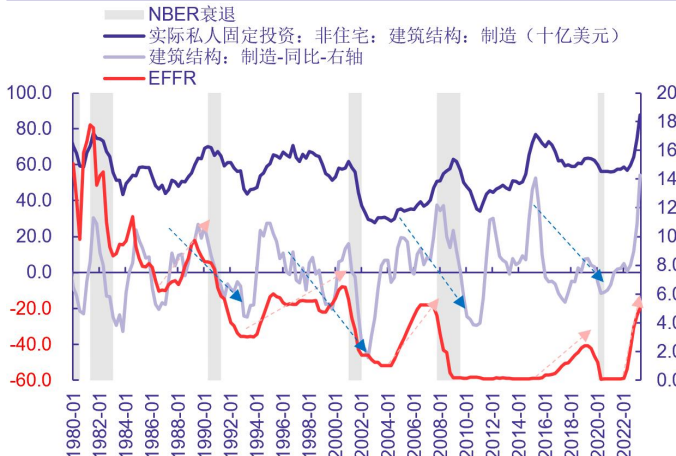
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：美国公司债再融资规模预计在 2024 至 2026 年连续上升



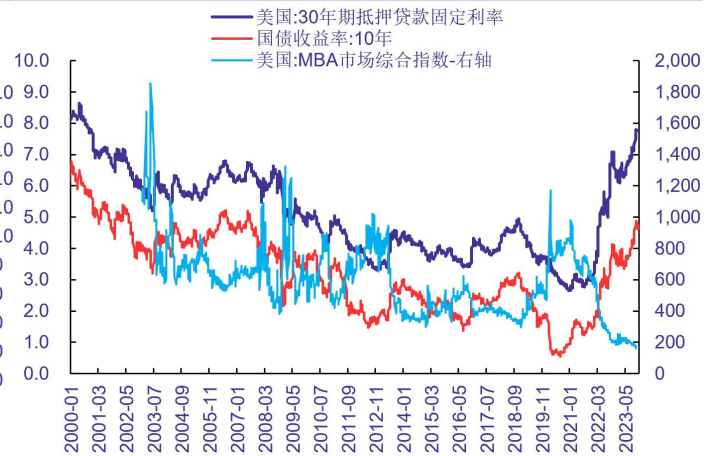
资料来源：S&P，中国银河证券研究院

图 13：实际值显示总需求承压下去库存还将持续一段时间（%）



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

图 14：高利率压制地产需求（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

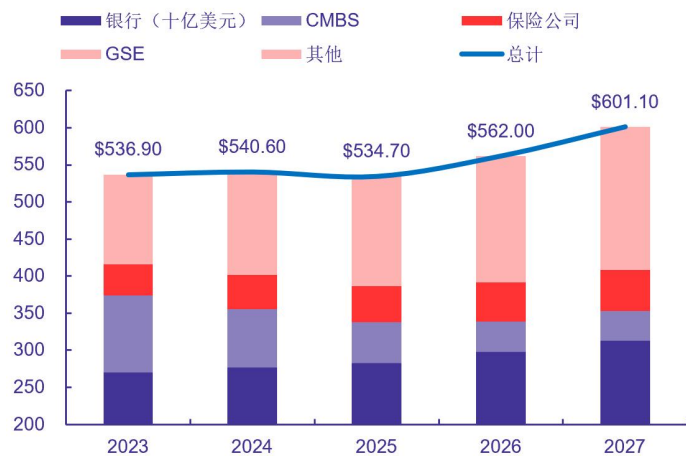
金融稳定方面，疫情后的范式转变和信贷紧缩压力下，商业地产价格可能进一步下行并和现金水平较弱的中小商业银行形成连锁反应。这一灰犀牛风险一旦实现，即需要美联储快速降调利率并为市场紧急提供流动性，灵活的量化紧缩（QT）也可能中止并转为对风险资产的边际量化宽松（QE）。不过，商业地产与中小银行问题出现的时间较难判断。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

商业地产在高利率环境下面临的主要压力包括空置率上升、价格下行和偿付压力引发的违约率上行。预计 2023 和 2024 年商业地产贷款到期量约 5369 亿美元和 5406 亿美元；在商业地产情况继续恶化且违约上行的情况下，危机可能向银行和 CMBS 及相关衍生品蔓延。同时，违约的上行将迫使更多商业地产的出售，继续冲击其价格并形成负向反馈，这将加大金融系统的动荡。不过，作为已经进入监管机构视野的“灰犀牛”，商业地产的整体风险预计仍然可控。通过违约率进行简单的“压力测试”显示，即使商业地产贷款撇账率达到 2008 年全球金融危机时期 3.13% 的峰值，CMBS 和其他融资渠道违约率上升至 6%，2024 年潜在违约规模约为 1050 亿美元（当然这并未考虑大量资产违约所产生的扩散效应）。对于在硅谷银行事件后通过贴现窗口扩充市场流动性近 3400 亿美元的美联储来说，1084 亿美元的潜在违约规模仍是可处理的，且灵活的量化紧缩（QT）也可以转为量化宽松（QE）承接出现问题的关联资产并防止系统性金融问题的形成。

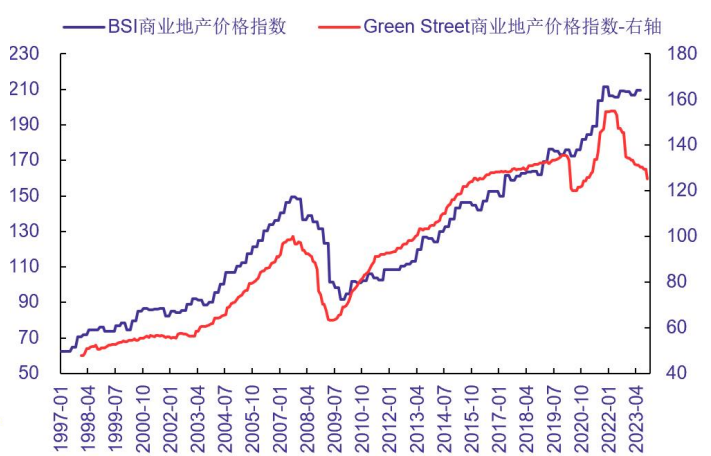
在对商业地产 2.84 万亿美元的贷款中，大银行仅占 8800 亿美元，中小银行则占 1.96 万亿美元，如果商业地产价格出现大幅下跌则可能蒙受大额损失，使本不富裕的现金流雪上加霜，形成从商业地产向银行系统稳定的风险扩散。中小银行的根本问题，即存款持续流失到货币基金和大银行，并未随着美联储的贴现窗口救助而解决。在商业地产出现问题后，现金比例较低的中小银行很可能是风险扩散的“重灾区”，在美国政府救助商业地产的基础上，美联储除了短期流动性支持外需要更大幅度的降息才可以缓解中小银行的长期问题，否则高昂的贴现窗口成本只会进一步恶化中小银行资产情况。总体上，在上述风险已经进入美联储和全球其他央行视野的背景下，美国仍然有能力通过流动性救助、通过 QE 购买风险资产和降息等手段防止系统性风险的蔓延，但“商业地产-中小银行”这一灰犀牛组合是 2024 年不容忽视的问题。

图 15: 商业地产再融资压力仍然持续



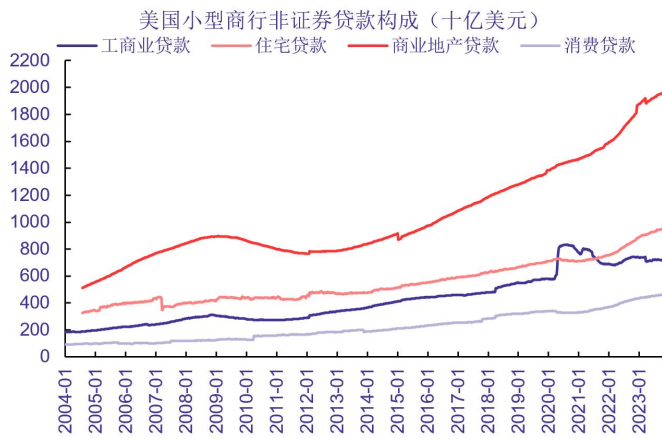
资料来源: CBRE, 中国银河证券研究院

图 16: 商业地产价格已经出现下滑



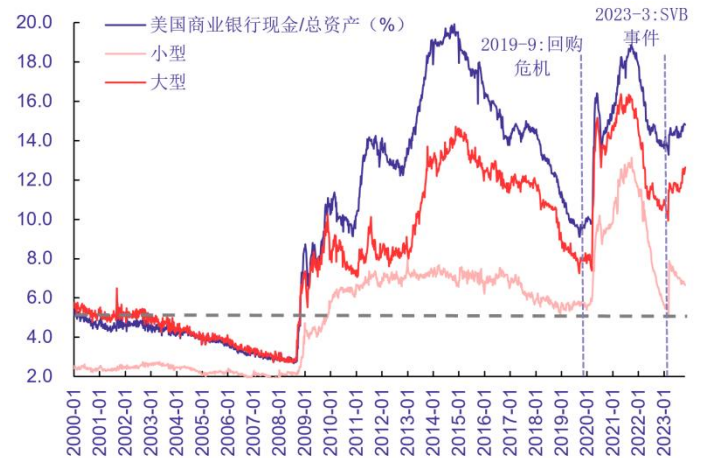
资料来源: Wind, Greenstreet, 中国银河证券研究院

图 17: 小型商业银行对商业地产贷款风险暴露较多



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 18: 小型银行现金资产持续流出, 接近危险水平

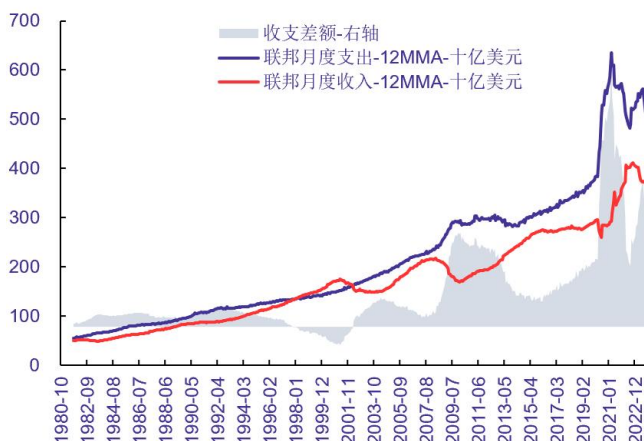


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

（五）财政力度能否持续？

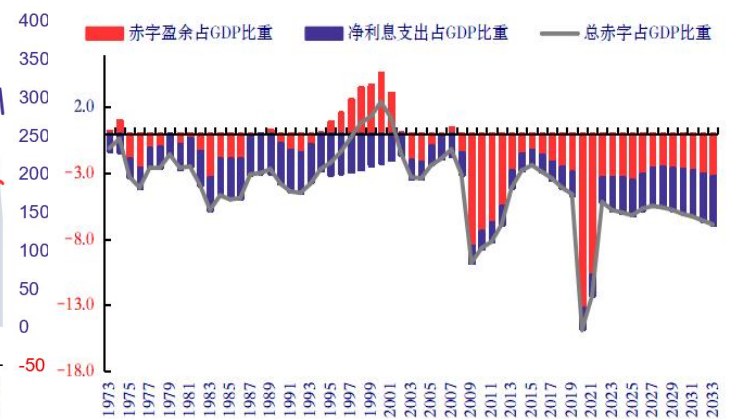
最后，美国在中长期难以控制的持续财政扩张也对紧缩货币政策形成制约。美国财政 2023 年反常的扩张部分对冲了货币政策紧缩的有效性，且除产业政策外的支出增长以被动为主，在中长期也不易收敛。虽然如此，美国长端融资成本的大幅上升、两党的政治分歧和关于财政可持续性的担忧正成为边际压制 2024 年财政支出力度的因素。在政策利率保持高位的情况下，财政支出的水平将成为美国经济下行的又一“缓冲垫”。短期来看，根据两党预算分歧和美国两院的政治结构，美国 2024 年赤字率可能边际收缩至 5.6% 左右，这将小幅弱化经济从财政部分获得的缓冲。同时，随着经济和通胀的回落，美国的名义和实际增长都在打破“多马稳定条件”的边缘，而解决短期的财政不可持续则需要美联储更大幅度的降息。从特别长期的视角来看，中长期财政框架对赤字率的控制依然是不可或缺的，否则长期举债成本和债务规模增速终将威胁财政稳定。如果中长期财政纪律无法实现，那么在无节制的美债增发下，美国可能最终将模仿日央行，走上收益率曲线控制（YCC）的老路；如此则需要长期的低利率、宽货币环境。

图 19: 美国 2023 年三季度支出已经开始放缓



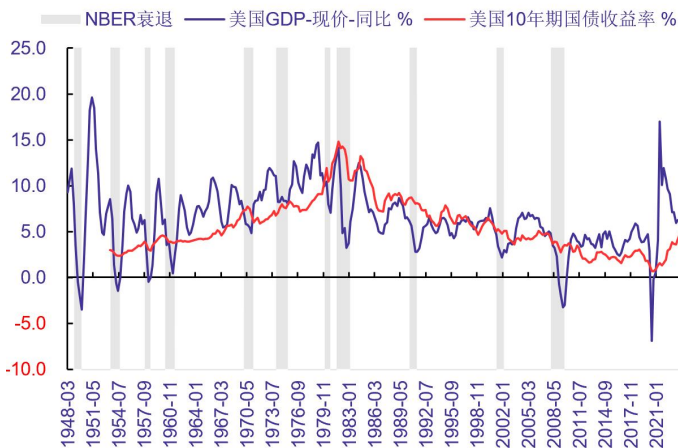
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 20: 1973-2033 年美国财政赤字及利息支出占 GDP 比重 (%)



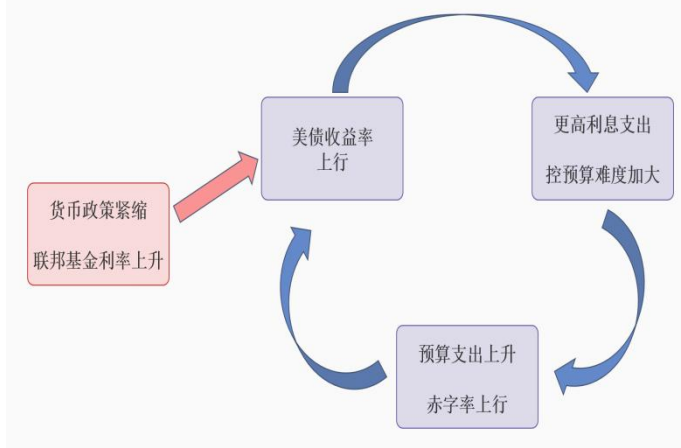
资料来源: CBO, 中国银河证券研究院

图 21：名义角度下美国多马稳定的破坏易伴随经济下行



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院

图 22：多马平衡被打破的负反馈在短期可以通过降息解决



资料来源：中国银河证券研究院

综合以上的五因子框架，我们的基准展望是美国经济在 2024 年中仍难逃离“弱衰退”，失业率也将出现温和抬升¹。因此，美联储在二季度末之前将保持 5.25%–5.50% 的利率水平不变以确保通胀回落与经济缓和，但随着经济持续的下行、财政压力上升以及潜在的金融稳定风险，美联储可能在 6 月份进行首次预防性降息以对冲第三季度的“弱衰退”，全年降息幅度至少 100BP。同时，美联储将灵活操纵数量型工具（量化紧缩），在金融风险可控的情况下 QT 仍可能与降息同时出现，但在金融稳定受到经济下行挑战的情况下，QT 也可能在 2024 年三季度停止；“灵活”仍是数量型工具最重要的特征。

三、欧元区：负重前行

欧央行在 2023 上半年保持了比美联储更鹰派的态度，开启了量化紧缩以进一步打压居高不下的核心通胀，同时对欧元区经济增长做出了弱恢复的展望。在高利率和供给侧压力进一步缓和之下，欧元区的名义与核心通胀的缓和趋势愈发确定，但代价是持续弱于预期的制造业表现和经济增长。在此背景下，欧央行于 9 月 20 日加息 25BP 使主要再融资利率升至 4.5% 后进入“观察期”，大概率为本轮加息周期的最后一次行动。随着高利率更快冲击信用扩张渠道并加速经济走弱，欧央行稳定经济增长的“隐藏使命”不仅限制进一步加息，也可能加快货币政策的转向。基准情况下，欧元区在 2024 年可能同样需要在上半年经历温和衰退，但相对紧凑的劳动市场和薪资增速将提供缓冲，全年经济增长 0.9%，失业率为 6.8%，而欧央行可能在通胀继续回落的基础上在 2024 年二季度考虑降息，全年降息幅度在 75BP 左右，其缩表仍将根据债市状况灵活推进。

（一）经济与通胀：临近的衰退阴霾

经济方面，欧元区 2023 年前三季度 GDP 环比折年增速仅为 0.0%、0.2% 和 -0.1%，明显弱于年初欧央行展望中 1% 的乐观预测。这表明欧元区经济下行动力和风险将掣肘进一步的货币政策紧缩，并可能加快其转向。在高利率环境下融资条件收紧、企业和消费者信心疲软以及国外需求低迷意味着欧元区经济短期将停滞不前，2024 年恢复程度仍然有限。同时，欧盟在欧元区债务风险仍存的情况下希望控制赤字，随着能源相关财政补贴的停止，预计 2024 年赤字率将降低至 3% 以下，比 2021 和 2022 年的 5.1% 与 3.7% 有明显下行，这也是继续限制欧元区经济表现的因素。

虽然欧元区经济表现不佳，其通胀控制的效果将进一步体现。在基数效应和能源价格回落等因素的贡献下，欧元区 2023 年 10 月 HICP 已经回落至 2.9%，核心放缓至 4.2%，

¹ 我们对“弱衰退”的定义是当季经济增长为负值，同时失业率高于长期自然失业率（约 4.4%）。

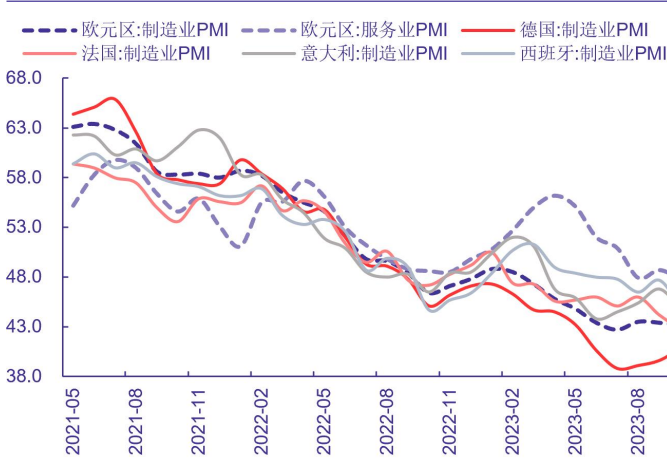
环比增速也相对稳定。欧央行经济展望认为 HICP 在 2024 年将下行至 3.2%，核心降至 2.9%，长期依然可以回到 2% 的目标范围。在欧元区经济压力加大，通胀继续缓和的背景下，欧央行暂无进一步加息的理由，但不及预期的增长可能加快降息的到来。

表 4. 欧央行 2023 年三季度经济数据预测

(%)	2023Q3					2023Q2			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
实际 GDP	5.6	3.4	0.7	1.0	1.5	3.5	0.9	1.5	1.6
个人消费	4.1	4.1	0.3	1.6	1.6	4.4	0.2	1.9	1.5
政府消费	4.2	1.5	-0.1	1.1	1.4	1.4	0.0	1.1	1.4
固定资本形成	3.1	2.9	1.7	-0.4	1.4	3.8	1.5	1.1	2.1
出口	11.3	7.3	1.3	2.5	3.1	7.4	2.7	3.4	3.2
进口	8.9	8.1	0.3	2.5	3.1	8.4	1.4	3.4	3.2
就业	1.5	2.3	1.2	0.2	0.2	2.3	1.3	0.5	0.4
失业率	7.7	6.7	6.5	6.7	6.7	6.7	6.5	6.4	6.3
单位劳动成本	-0.1	3.2	5.8	3.5	2.4	3.0	5.6	3.4	2.6
劳动生产率	4.1	1.1	-0.5	0.8	1.3	1.2	-0.3	1.0	1.3
通胀 (HICP)	2.6	8.4	5.6	3.2	2.1	8.4	5.4	3.0	2.2
核心通胀	1.5	3.9	5.1	2.9	2.2	3.9	5.1	3.0	2.3
经常账户/GDP	2.8	-0.8	1.1	1.4	1.6	-1.1	1.1	1.5	1.6

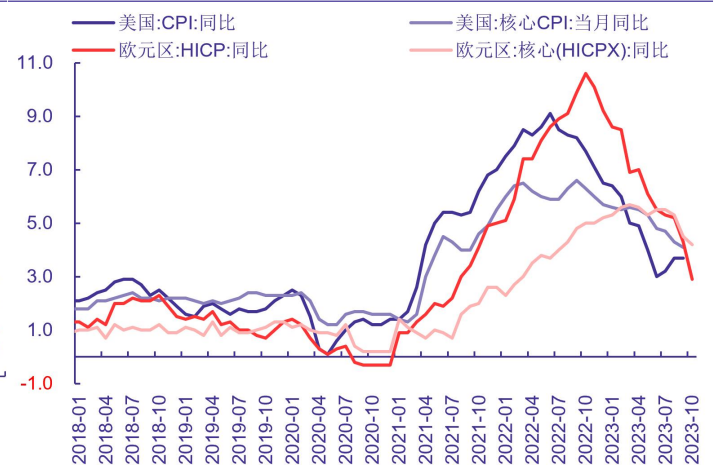
资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

图 23: 欧元区制造业 PMI 低迷, 服务开始承压



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 欧元区通胀近期回落较为顺利 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 欧央行: 站在利率的顶点

欧洲央行 (ECB) 于 9 月 20 日加息 25BP 后站在了其加息周期的顶点: 一方面, 名义与核心通胀下行相对顺利, 就业市场尚且稳定; 另一方面, 经济弱化的趋势明显, 制造业陷入低迷的同时服务消费也在快速放缓; 此外, 高利率环境下欧元区国家不仅财政扩张能力有限, 高昂的长期融资成本亦不利于长期财政可持续性。因此, 在经济下行明显的情况下, 欧央行可能在 2024 年二季度就需要开启降息周期, 可能略早或同步于美联储, 但幅度弱于美联储。同时, 欧央行的量化紧缩将持续进行, 但如果个别国家出现债务问题或美国金融风险蔓延, 则不排除灵活停止量化紧缩的可能。

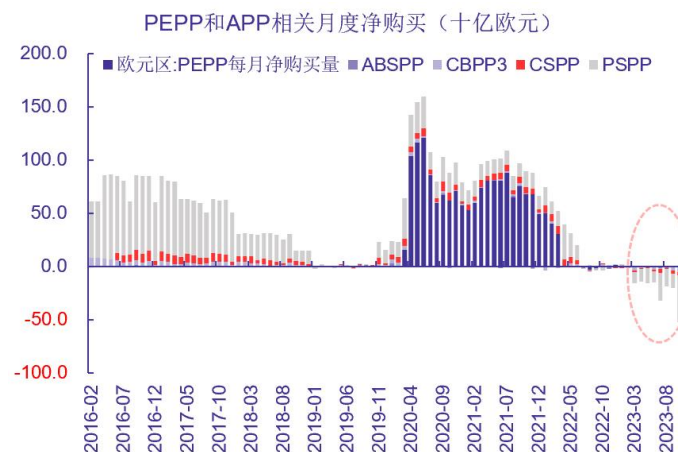
数量型工具方面, 欧央行在 2023 上半年进行了谨慎的尝试, 并在下半年扩大了量化紧缩的规模。2023 年 11 月至 2024 年 10 月到期的 APP 资产将超过 3100 亿欧元, 这将加大欧元区国债市场的压力, 意大利和希腊等财政状况偏弱的国家仍然承压。不过, 拉加德此前表示以 APP 目前庞大的资产规模, QT 方式彻底消化大约要 12-15 年时间, 因此 QT 操作短期对流动性影响有限, 目前也并未引发金融动荡。预计欧央行与美联储对数量

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

型工具态度类似，将根据债券市场和各国融资压力而灵活调整；因此基准情况下缩表贯穿全年，但如果金融稳定受到挑战则可能随之停止甚至转为边际量化宽松。

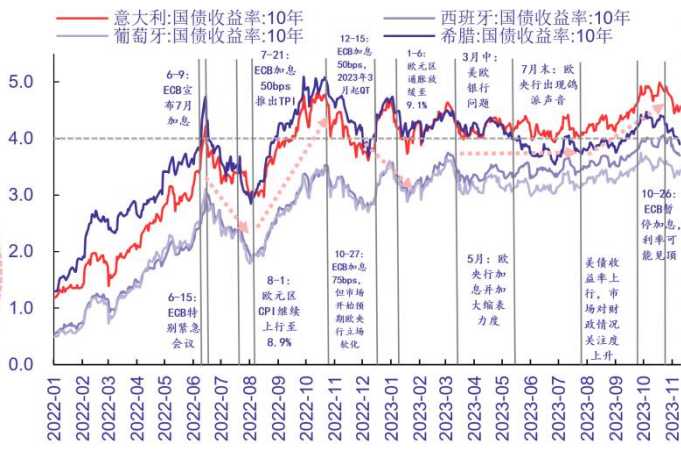
价格型工具方面，除了通胀的回落和经济的下行，欧央行也受到欧元区部分国家财政稳定性的挑战。欧元区“统一货币、不同财政”所产生的碎片化风险依然在中期困扰着欧央行。不过短期来看，货币政策传导的碎片化尚未形成冲击，意大利与德国10年期国债利差仍处于相对稳定水平，而欧央行停止加息并进入观察期后南欧国债收益率整体回落；这至少证明在缩表继续的情况下，南欧国债暂未面临显著的供大于求的压力。即使南欧国家出现债务风险，欧央行也有能力和决心通过更大幅度的降息以及特殊工具防止危机蔓延。

图 25：欧央行维持 PEPP 但通过停止 APP 再投资缩表



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26：南欧国债收益率开始回落，欧央行加息尽头浮现（%）

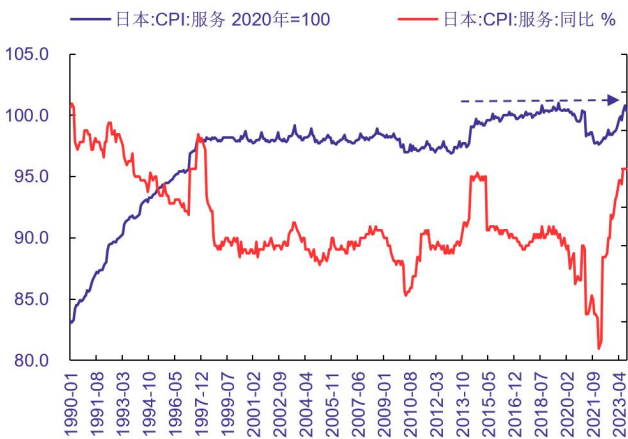


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、日本：挑战货币正常化

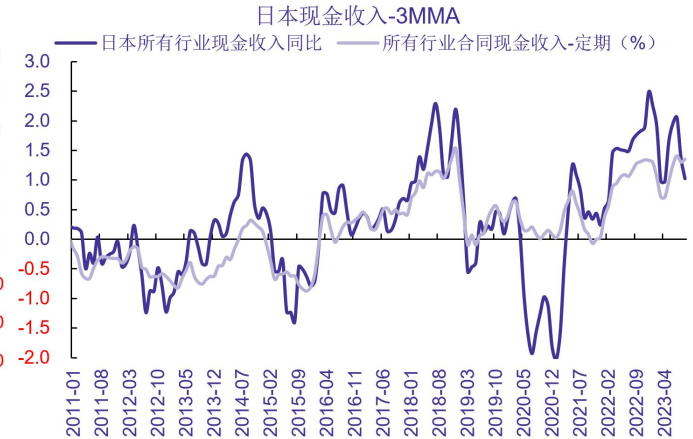
日本的经济增长与通胀在 2023 年前两个季度表现强于预期。首先，日本的实际薪资增长转正，名义薪资增速也快于疫情前水平，这有利于良性“薪资-通胀”螺旋带动中长期通胀中枢上行。其次，日本的通胀率上行不仅受到能源食品等外部冲击的影响，也有内部需求和通胀预期的改善。最后，日本的贸易条件同样回升，这有利于国民收入增长并带动需求和价格上行。尽管日本经济和通胀均有向上的希望，也需要注意达成 2% 的通胀目标并非“板上钉钉”。一方面，日本居民消费仍然弱势且短期无法确认通胀预期是否显著抬升，其“低欲望”型消费风格是否发生根本性转变也有待观察；另一方面，日本通胀上行中的输入性因素较多，薪资还未达到可以独立支撑 2% 通胀的水平。此外，2024 年美欧经济压力加大也可能对日本的需求和贸易表现形成负面冲击，商品价格也可能使日本通胀回落。因此，虽然日央行计划在 2024 年“挑战货币正常化”，其依然需要谨慎调整政策并密切观察数据表现。

图 27: 日本服务价格仅恢复至疫情前水平, 但同比改善明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

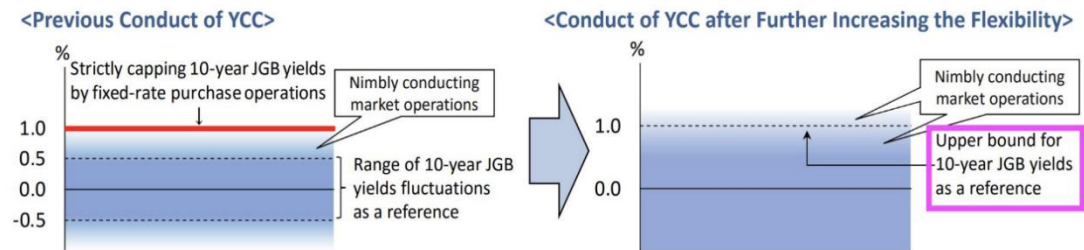
图 28: 日本薪资出现上行态势, 可持续性仍需观察



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在退出负利率前, 日央行率先多次调整了收益率曲线控制 (YCC) 政策, 期以改善国债市场流动性并观察市场对货币政策向正常化过渡的态度。从日央行的举措来看, 其在通胀和经济增长面临不确定性、日债市场问题繁多、基于日元的大量套息交易对全球流动性冲击不明朗等问题下将会保持小心谨慎的“灵活”态度。我们倾向于日央行在 2024 年初尝试退出负利率政策并回到零利率, 其后续的加息将缓慢而慎重, 预计全年不会超过 50BP, 而如果美欧经济恶化带动全球价格回落也不排除日央行边际降息的可能。YCC 方面, 在日央行取消 1% 的“硬上限”后预计将尝试缩减实际购债的规模以实质性取消 YCC, 而此操作同样灵活取决于日债市场的情况, 如果私人部门对日债需求不足, 日本政府的财政扩张计划依然需要日央行购债支持。在日央行尝试退出超宽松政策、美联储降息的过程中, 美元兑日元可能降至 130 下方。

图 29: 日央行灵活调整 YCC 的示意图-10 月 31 日, 1% 上限不再是硬性要求



资料来源: BOJ, 中国银河证券研究院

在货币正常化的短期影响上, 日本股市 2023 上半年的上行主要受益于日本较宽松的货币政策和当时对美国较高的衰退预期导致资金寻找更安全的市场, 而对 YCC 的调整可能将使日本股市在短期内面临资金流出压力, 之前的上涨会告一段落甚至出现一波调整。在美国经济继续偏强、日央行退出负利率政策概率上升的情况下, 日本经济的通胀有所改善, 仍需要警惕日本市场面临的下行压力。

日本调整 YCC 的重要原因之一仍是通胀的压力。在全球地缘政治风险上升, 大宗商品价格面临不确定性的情况下, 全球央行和投资者不宜低估美、日的经济韧性和通胀反复的可能, 这也暗示着全球的高利率环境仍会持续较长时间, 直至主要经济体增长速率显著下滑使通胀得到控制。从更长期角度看, 日央行的货币正常化终将回收全球的日元流动性, 这易使全球无风险利率成本有所抬升, 并逐渐加大经济下行的压力。美欧央行在经济进一步下滑的情况下可能需要考虑在压制通胀后更大幅度的降调货币政策以释放流动性, 缓解日元回流对全球资本市场构成的压力。因此也不宜低估 2024 年主要央行降

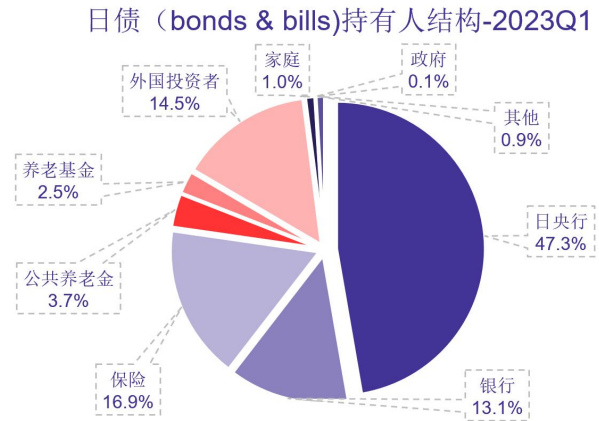
息的幅度。

图 30: 美日利差对日元的压力 2024 年将缓解 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31: 央行持有一半日债, YCC 如果停止需要观察私人需求



资料来源: BOJ, 中国银河证券研究院

五、“大选年”的不确定性

2024 年将是全球政治大年, 全球政治、经济和地区冲突将有极大的不确定性。有重要意义的选举有美国总统选举、欧洲议会选举、印度总理选举、俄罗斯总统选举以及潜在的乌克兰总统选举。在选举年, 执政党和在野党会为了提升自身民意和巩固党派地位而做出众多吸引眼球的行动, 为全球稳定性画上问号。在最关键的美大选, 拜登和特朗普的角逐将改变未来四年的世界政治经济格局, 但在此之前, 2024 年民调的波动会不断影响拜登政府的决策。

表 5. 2024 年全球重要选举

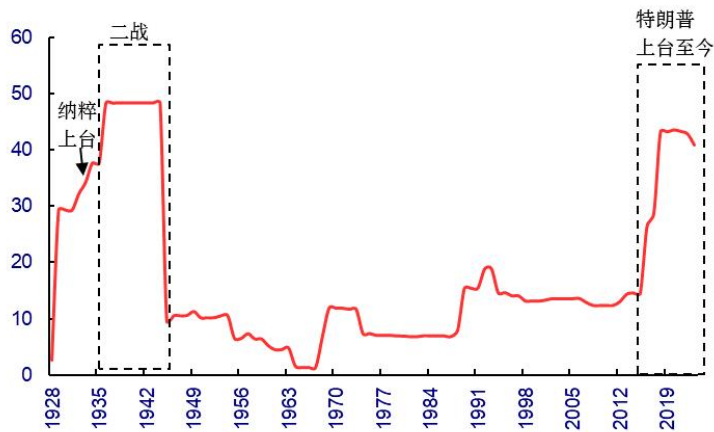
国家	周期	选举日
美国	四年	2024 年 11 月 5 日
欧洲议会	五年	2024 年 6 月 6 日至 2024 年 6 月 9 日
英国	五年	不晚于 2025 年 1 月 28 日, 大概率提前
印度	五年	2024 年 4 月至 2024 年 5 月
俄罗斯	六年	2024 年 3 月 17 日
乌克兰(可能取消)	五年	2024 年 3 月 31 日

资料来源: usa.gov, 中国银河证券研究院整理

(一) 全球政治分化, 民粹主义复苏

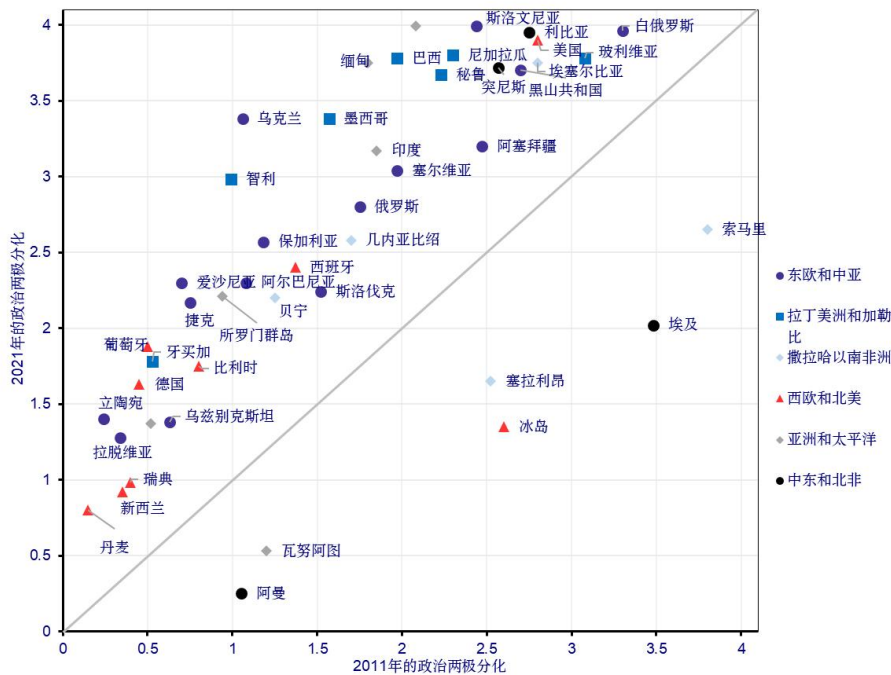
2016 年特朗普上台后, 全球民意迅速右转, 民粹主义盛行。我们根据桥水基金创始人雷伊·达里奥的方法拟合了全球民粹指数, 指数表明了目前的全球民粹思潮与二战时期相似。同时, 数据显示 2021 年全球政治相比于 2011 年更加两极分化。虽然拜登的当选遏制了快速抬升的民粹主义势力, 但 2022 年俄乌冲突又导致全球性的高通胀和能源价格危机, 再次为右翼民粹主义的抬头增加动力。

图 32: 全球民粹指数 (%)



资料来源: Ray Dalio, 中国银河证券研究院拟合

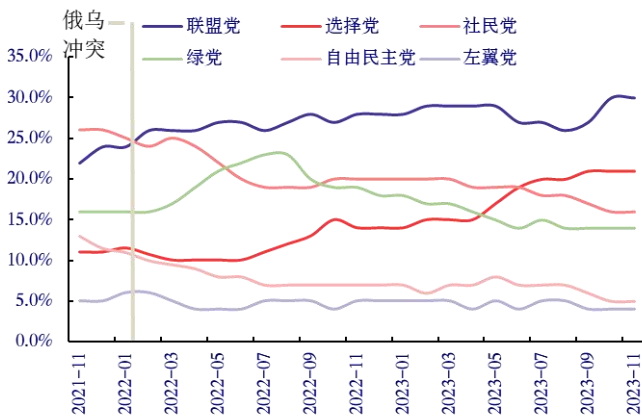
图 33: 全球政治两极分化情况 (2021 和 2011 对比)



资料来源: V-Dem Institute, 中国银河证券研究院

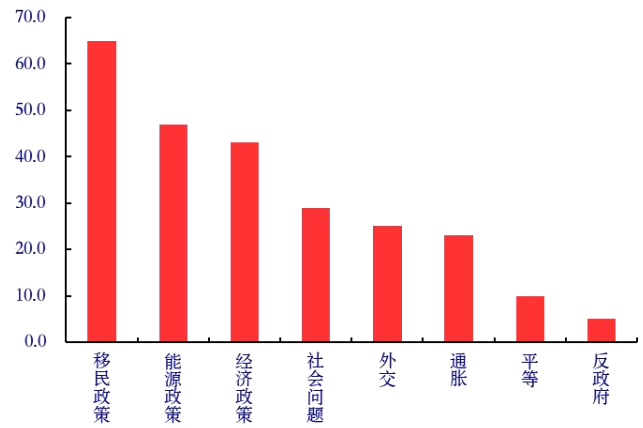
欧洲再度右倾将是未来两年欧洲政局面临的**最大问题**。自疫情以来，高通胀、经济衰退和能源成本飙升，到难民人口的激增，以及在此环境下政府依然实施大规模对外援助让右翼民族主义再次在欧洲政坛崛起。2022 年意大利极右翼政府当选；2023 年德国极右翼政党德国选择党支持率飙升至 22%，仅次于第一大党联盟党的 26%；2024 年将举行欧洲议会选举，届时欧洲或将掀起保护主义浪潮，对贸易保护主义议题以及本土产业支持的政策有可能会加强。同时“去风险”一词来自于欧盟委员会主席冯德莱恩，而在保守主义加剧的情况下，“去风险”一词的含义很有可能会继续扩大。

图 34：德国各党派支持率



资料来源：Politico，中国银河证券研究院

图 35：德国选民关注议题 (%)



资料来源：DW，中国银河证券研究院拟合

中东危机是否会扩大？俄乌冲突还能持续多久？ 2023 年 10 月巴以冲突再度爆发，海湾地区地缘局势再次恶化。原本于 9 月底沙特和美国关系接近缓和，增产石油已在日程，但巴以冲突中断了这一进程。但同时以色列问题上欧美不再统一站队，欧洲已经逐渐开始谴责以色列。另外，巴以冲突是否会扩散至伊朗、沙特等其他海湾地区产油国会国际油价、黄金价格以及通胀预期产生风险。最后，根据目前的战线，俄乌冲突在 2024 年预计还会持续。俄乌都没有达到自身目的，但乌克兰和俄罗斯在 2024 年均有选举。随着欧洲右翼势力的抬头，美国共和党保守派的掣肘以及巴以冲突对以色列的支持，西方对于乌克兰的援助有可能会大幅下降甚至中断。在此情况下俄乌局势有可能会缓解，那么对全球粮食、能源价格以及全球地缘政治将会有风险去除的意义。不过依然要注意任意一方在情况极度困难的情况下而做出孤注一掷的尝试。

（二）美国大选：政策延续还是新的开始？

2024 年美国最大的风险之一来源于总统大选。目前根据民主共和两党候选人情况，大概率还是重演拜登和特朗普对决。在共和党内，特朗普支持率高于其他候选人总和，而他在与拜登的民调比拼上亦不落下风。因此 2024 年的选举依旧会非常激烈，而往往在这种时刻黑天鹅或灰犀牛时间会时有发生，特朗普的诉讼危机、拜登之子的法律问题以及经济的潜在衰退风险均会导致胜利的天平向一方倾斜，而天平一旦倾斜，另一方会做出更大的反扑。目前我们认为拜登政府对华政策会在 2024 年趋于缓和，以避免潜在的通胀和经济风险，但如果天平倾斜，不排除拜登政府会通过对外输出压力来缓和自身的选举压力。

表 6. 美国大选各州情况

共和党票仓	选举人票	民主党票仓	选举人票	摇摆州	选举人票	2016年结果	2020年结果
阿拉巴马	9	加利福尼亚	54	亚利桑那	11	共和党	民主党
阿拉斯加	3	康涅狄格	7	科罗拉多	10	民主党	民主党
阿肯色	6	特拉华	3	佛罗里达	30	共和党	共和党
爱大华	4	华盛顿特区	3	乔治亚	16	共和党	民主党
印第安纳	11	夏威夷	4	艾奥瓦	6	共和党	共和党
堪萨斯	6	伊利诺伊	19	密歇根	15	共和党	民主党
肯塔基	8	马里兰	10	内华达	6	民主党	民主党
路易斯安那	8	马萨诸塞	11	新罕布什尔	4	民主党	民主党
密西西比	6	明尼苏达	10	新墨西哥	5	民主党	民主党
密苏里	10	新泽西	14	北卡罗来纳	16	共和党	共和党
蒙大拿	4	纽约	28	俄亥俄	17	共和党	共和党
内布拉斯加*	5	俄勒冈	8	宾夕法尼亚	19	共和党	民主党
北大科大	3	罗德岛	4	弗吉尼亚	13	民主党	民主党
俄克拉荷马	7	佛蒙特	3	威斯康辛	10	共和党	民主党
南卡罗来纳	9	华盛顿	12	缅因*	4	共和党	共和党
南达科他	3						
田纳西	11						
得克萨斯	40						
犹他	6						
西弗吉尼亚	4						
怀俄明	3						
总数	166		190		182		

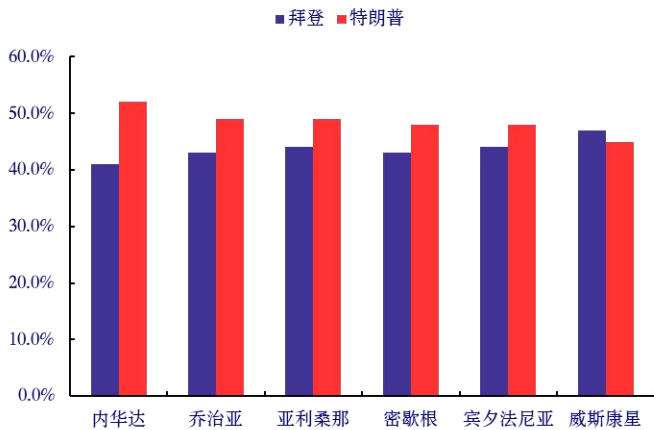
资料来源：2020 Census Apportionment Results，中国银河证券研究院整理

根据过去两届选举结果，关键摇摆州将是亚利桑那州、乔治亚州、密歇根州、内华达州、宾夕法尼亚州和威斯康星州。在目前的民调中，拜登在六个关键摇摆州的民调均落后于特朗普。在亚利桑那州、乔治亚州、密歇根州、内华达州、宾夕法尼亚州和威斯康星州中，拜登和特朗普的支持率分别为 44% 比 49%、43% 比 49%、43% 比 48%、41% 比 52%、44% 比 48% 和 47% 比 45%，拜登在五个州中全面落后。不仅如此，在总体民调上，特朗普也是 51% 比 48% 领先于拜登。

拜登全面落后的主要原因来自于选民对经济的不安。首先，民调显示美国选民对于外交议题的优先度很低，他们更多关注的是通胀、就业和经济等经济相关议题。然而两项民意调查都显示，拜登在包括经济以及国家安全在内的相关问题上都令选民不满。在 CBS 的民调中，更多选民认为，如果特朗普在 2024 年获胜，他们的经济状况会更好，支持特朗普的比例占到 45%，而拜登仅有 18%，这一夸张的比例也代表了选民对拜登经济学的不信任。诚然高通胀使美联储进入加息周期，但任何经济上的问题在选举上都会被归咎于现任政府。

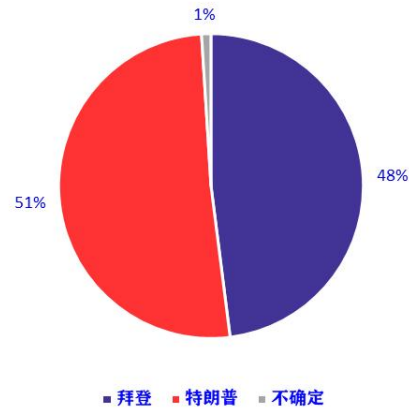
巴以冲突尤其导致了民主党的分裂，并可能拖累他在 2024 年竞选中的前景。共和党由于基本盘大多为白人选民，且信仰基督教福音教派的比例达到 30% 以上，因此对帮助以色列共识更强。而支持民主党的选民本身就更加左倾与自由化，年轻选民和有色人种也更多，对巴勒斯坦的同情使得部分选民对拜登政府过度支持以色列的行径有所不满。同时，也有部分选民开始怀念特朗普时期的战略收缩政策促使的相对和平的环境。

图 36: 拜登和特朗普在关键摇摆州支持情况



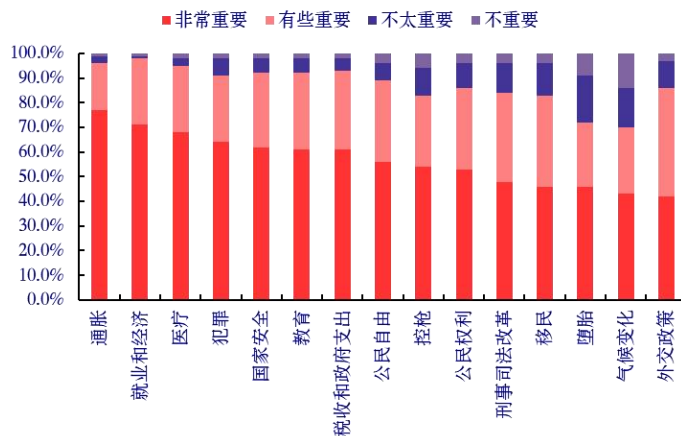
资料来源: New York Times, 中国银河证券研究院

图 37: 特朗普民调领先拜登 (2023 年 11 月数据)



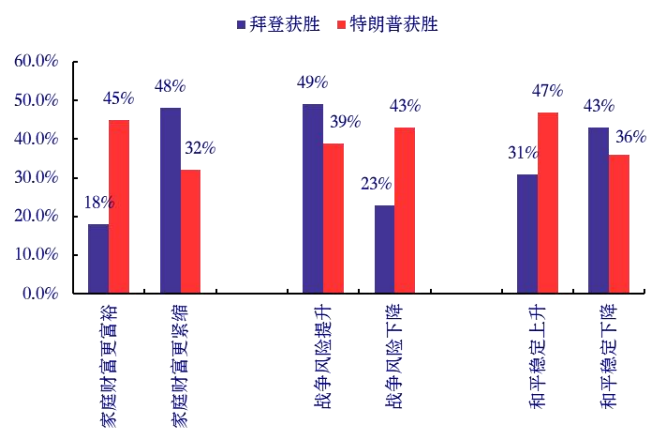
资料来源: YouGov, 中国银河证券研究院

图 38: 选民对各议题的关注程度



资料来源: The Economist/YouGov Poll, 中国银河证券研究院

图 39: 特朗普在关键议题均领先拜登



资料来源: CBS, 中国银河证券研究院

六、2024 年海外意外畅想

除了全球大选年的政治意外，我们也畅想了 2024 年海外可能出现的小概率事件：

1. 地缘政治冲击迅速消退：地缘政治保持相对紧张是上述宏观分析的基准假设。而 2024 作为选举大年的政治变局也有小概率会缓和地缘冲突，与之对应的是（能源）商品供需的进一步改善、价格水平的稳定和利率的回落。

2. 美联储不降息：2023 年美国的经济韧性、通胀粘性，美联储结束加息的时点一再延后；叠加美国政府债务扩张、美联储缩表等影响，美国 10 年期国债收益率一度升至 5.0% 的历史高位，也导致全球风险资产普跌。2024 年仍有可能再现。

3. 美国政府债务超预期扩张：目前预测美国 2024 年赤字率可能收缩至 5.6%，但 2023 年美国财政实际支出就远超预算。2024 年大选前不排除两党大打“福利牌”的可能，不论是对公司还是个人的减税等措施都可能加大财政支出。此外，产业政策推进与地缘政治不确定性也可能增加政府投资与军费支出。这对应着通

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

胀韧性增强、政策利率持续偏高的风险。

4. 美国经济硬着陆：在劳动收入放缓、超额储蓄消耗、财富效应减退的影响之下，美国经济正在下行，但这只是“软着陆”的情形。而美国积累多年的政府债务、中小银行与商业地产信用等风险暴露就可能在救助不及时的情况下引发“硬着陆”，传导顺序包括机构风险暴露、金融市场波动、美联储救助过晚、系统性风险，最终引发经济深度衰退。

5. 欧债危机再现：南欧国家债务问题依旧，意大利和希腊较弱的名义增长和4%以上的借贷成本已经打破多马稳定条件，财政可持续性受到高利率挑战。如果欧央行受制于通胀而在定向量化宽松方面束手束脚，意大利国债可能遭到抛售，而意大利经济体量与系统重要性要远高于曾引发了欧债危机的希腊。

6. 日央行维持 YCC 等超宽松措施：日央行退出 YCC 和负利率的前提是通胀维持在 2.0% 上方、薪资与消费上行的正向循环保持。然而日本通胀仍以输入性为主、服务项改善不明显，通胀可持续存疑。从日本国债持有者结构来看，日央行和日本银行保险业的比重近 80%，私人和海外投资者无法替代。退出 YCC 和负利率会导致大幅价值减损。因此，日央行在诸多风险面前可能意外维持部分超宽松措施。

图表目录

图 1: 部分发达国家政策利率变化.....	3
图 2: 部分新兴市场国家政策利率变化.....	3
图 3: 基准假设下名义通胀同比增速预测 (%).....	6
图 4: 来自供给端的压力有限 (%).....	6
图 5: 贝弗里奇曲线的正常化短期防止失业率大幅上行 (%).....	6
图 6: 美国外国出生劳动人口是供给端的重要力量 (百万).....	6
图 7: 职位空缺率从需求端继续收紧, 虽然道路曲折.....	7
图 8: 费城劳动数据 CEI 也暗示经济缓慢走向弱衰退.....	7
图 9: 美国居民和非盈利机构资产变动显示财富效应短期增强.....	8
图 10: 旧金山联储方式估算显示超额储蓄 24 年 Q1 后用尽.....	8
图 11: 实际值显示总需求承压下去库存还将持续一段时间 (%).....	8
图 12: 美国公司债再融资规模预计在 2024 至 2026 年连续上升.....	8
图 13: 实际值显示总需求承压下去库存还将持续一段时间 (%).....	8
图 14: 高利率压制地产需求 (%).....	8
图 15: 商业地产再融资压力仍然持续.....	9
图 16: 商业地产价格已经出现下滑.....	9
图 17: 小型商业银行对商业地产贷款风险暴露较多.....	10
图 18: 小型银行现金资产持续流出, 接近危险水平.....	10
图 19: 美国 2023 年三季度支出已经开始放缓.....	10
图 20: 1973-2033 年美国财政赤字及利息支出占 GDP 比重 (%).....	10
图 21: 名义角度下美国多马稳定的破坏易伴随经济下行.....	11
图 22: 多马平衡被打破的负反馈在短期可以通过降息解决.....	11
图 23: 欧元区制造业 PMI 低迷, 服务开始承压.....	12
图 24: 欧元区通胀近期回落较为顺利 (%).....	12
图 25: 欧央行维持 PEPP 但通过停止 APP 再投资缩表.....	13
图 26: 南欧国债收益率开始回落, 欧央行加息尽头浮现 (%).....	13
图 27: 日本服务价格仅恢复至疫情前水平, 但同比改善明显.....	14
图 28: 日本薪资出现上行态势, 可持续性仍需观察.....	14
图 29: 日央行灵活调整 YCC 的示意图-10 月 31 日, 1%上限不再是硬性要求.....	14
图 30: 美日利差对日元的压力 2024 年将缓解 (%).....	15
图 31: 央行持有一半日债, YCC 如果停止需要观察私人需求.....	15
图 32: 全球民粹指数 (%).....	16
图 33: 全球政治两极分化情况 (2021 和 2011 对比).....	16
图 34: 德国各党派支持率.....	17
图 35: 德国选民关注议题 (%).....	17
图 36: 拜登和特朗普在关键摇摆州支持情况.....	19
图 37: 特朗普民调领先拜登 (2023 年 11 月数据).....	19
图 38: 选民对各议题的关注程度.....	19
图 39: 特朗普在关键议题均领先拜登.....	19

表目录

表 1. 各国指标历史分位数和外部评级情况	4
表 2. 全球经济增速和资产表现预测	4
表 3. 美国经济表现分情况预测	5
表 4. 欧央行 2023 年三季度经济数据预测	12
表 5. 2024 年全球重要选举	15
表 6. 美国大选各州情况	18

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观分析师、宏观组组长。许冬石：宏观分析师。詹璐：宏观分析师。吴京：政策分析师。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn