

海外年度展望

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

脆弱与反脆弱——2024 年海外宏观与大类资产展望

2023 年是疫后正常化“承启之年”：新冠疫情和地缘冲突引发的供给冲击基本消退，无风险利率上行和信用收缩产生的需求冲击尚未兑现；2024 年或是正常化的“收官之年”：去通胀终要“交卷”；经济如何“着陆”的路径之争或见分晓；世界重回“长期停滞”，还是进入“长期滞胀”的范式之争或初见端倪。

表象与真相：迟到的“周期律”和被证伪的“东升西降”

2023 年海外经济增长整体好于预期，结构上新兴与发展经济体好于发达经济体，前者的亮点在亚洲和拉丁美洲，后者美、日强，欧洲弱。商品贸易量、价两弱，同比增速均跌入负值区间。去通胀进程较为顺利，但“通胀战争”难言胜利。主要央行加息按下“暂停键”，资本市场金融压力最大的时期或已经过去，但银行信用收缩压力仍然偏高。2023 年美国经济增长远超市场预期，消费是“稳定器”，投资是“软着陆”的信心来源。消费之“源”可归纳为四点：1) 劳动力市场紧张；2) 超额储蓄+高平均消费倾向；3) 财政减税+增加支出；4) 家庭利率敏感性下降。但 2024 年，上述 4 个因素在不同程度上均出现了弱化。投资增速企稳的信号已经显现，但在高利率状态下能否回升仍需观察。美国去通胀是全面的而非结构的，预计租金通胀下行趋势可延续到 2024 年 3 季度，未来 2-3 个季度内工资增速有望延续下行态势。美国劳动力市场的再平衡进程持续推进，但供给修复空间已非常有限，需求转弱的信号还将继续强化。美联储叙事的重点转向“longer”，先降息的概率大于再加息。财政 2024 年或成消费的拖累项。

着陆的坐标：周期放缓+信用收缩，谁是“变局者”？

美国、日本与新兴经济体（中国除外）均处于扩张周期尾声。2024 年，周期向何处去？本文基于菲利普斯曲线和供求关系的动态变化，提出了“从供给修复到需求收缩”的分析框架，认为从 2023 年 3 季度开始，美国经济的运行已经转向需求主导阶段，将呈现出量、价同向向下的特征。美联储政策重点也将从抗通胀转向应对经济不确定性。2024 年，谁是“变局者”？关键还是高利率状态下的金融脆弱性。我们的基准假设是：美、欧实体部门和金融体系出现系统性风险的概率偏低。金融机构的资产对应着实体部门的负债，而私人部门的资产负债表和现金流状态依然较好。央行“最后贷款人”和“最后交易商”职能和宏观审慎监管框架日臻完善，可更有效地应对流动性冲击。美国商业银行信用风险边际上有所抬升，但整体可控，脆弱性集中在中型银行的商业抵押贷款和小银行的信用卡贷款。商业银行拖欠贷款总规模、拖欠率和坏账率都处于历史性低位。大中银行的商业地产贷款风险和小银行的信用卡贷款风险，两者的坏账率均已经升至疫情前水平。商业银行信用风险有待出清，但目前看较难触发银行危机。

交易胜负手：历史“组合解”，基准是“有惊无险”；

本次加息周期，美国经济会如何“着陆”？1958 至 2023 年，美联储共执导了 13 次加息周期。在前 12 次加息周期中，美国经济共出现了 9 次硬着陆（即衰退）和 3 次软着陆。机械地认为衰退概率为 75%，则高估了加息的负面效应，关键是加息周期中的宏观经济状态、以及是否会出现外生冲击。加息并非经济衰退的充分条件。美国经济，这次如何着陆？我们倾向于认为，仅考虑金融风险，美国经济“软着陆”的概率更高（70%），主要特征是“有惊、无险”：“惊”指银行危机，“险”指衰退风险；场景二是“不着陆”——也可能是“迂回的硬着陆”（概率 20%），主要特征是“无惊、无险”。场景三是“硬着陆”（概率 10%），主要特征是“有惊、有险”。不同的着陆场景基本决定了后疫情时代的“范式”。后疫情时代“范式”或可归纳为“三高”：高通胀、高利率和名义高增长。通胀中枢的上移源自 4 个结构性转变，新冠疫情冲击起到了催化作用：1) 去全球化和产业链重构；2) 人口老龄化；3) 资本开支长期收缩；4) “财政主导型”政策。但是，我们暂不建议类比“大滞胀”时代。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、表象与真相：迟到的“周期律”和被证伪的“东升西降”	5
（一）全球经济与金融状况：一次“反经验主义”的复苏，真相还是表象？	5
（二）美国经济：人为制造的“低效繁荣”，稳态或非稳态？	8
二、着陆的坐标：周期放缓+信用收缩，谁是“变局者”？	14
（一）一个解释框架：“周期律”缘何失效，去通胀与充分就业能否并存？	14
（二）绕不开的周期：经济扩张周期尾声+信用收缩周期“下半场”，谁是“变局者”？	16
三、交易胜负手：寻找历史“组合解”，基准假设是“有惊无险”	19
（一）历史“组合解”：美国经济，这次如何“着陆”？资本市场如何演绎？	19
（二）疫后“新范式”：重回“长期停滞”，还是“长期滞胀”？	22
风险提示	24
附录：美联储暂停加息与开始降息其后大类资产的表现	24

图表目录

图表 1：IMF 世界经济展望（2023-2024 年为预测值）	5
图表 2：制造业与服务业从分化到收敛	6
图表 3：全球服务业景气度已下滑至枯荣线附近	6
图表 4：全球商品贸易增速：量、价均落入负区间	6
图表 5：全球贸易与制造业景气更为相关	6
图表 6：发达经济体 CPI 扩散指数	7
图表 7：新兴与发展经济体 CPI 扩散指数	7
图表 8：从加息到降息的转换——IMF 预测	7
图表 9：从加息到降息的转换——市场一致预测	7
图表 10：银行信贷供求两弱	8
图表 11：美、欧商业银行“缩表”	8
图表 12：美国实际 GDP 增长及结构	8
图表 13：美国经济增长预测	8
图表 14：美国个人收入与支出同比增速	9
图表 15：个人可支配收入的分解	9
图表 16：加息周期与非住宅投资	9
图表 17：加息周期与住宅投资	9
图表 18：企业贷款需求与非住宅投资	10
图表 19：银行贷款标准与住宅投资	10
图表 20：美国“去通胀”的进程顺利推进	10
图表 21：通胀的结构（商品、住房与超级核心服务）	10
图表 22：租金通胀下行趋势或延续到 2024 年 3 季度	10
图表 23：工资增速下行趋势或将继续	10

图表 24:	工资增速与中期通胀中枢.....	11
图表 25:	美国劳动力市场的“再平衡”过程持续推进.....	11
图表 26:	失业人数的增长有所加速.....	12
图表 27:	Sahm 规则: 衰退信号“一步之遥”.....	12
图表 28:	1958 年以来美联储 13 次加息周期的细节.....	12
图表 29:	2023 年美国财政赤字的扩张源自增收减支.....	13
图表 30:	2023 年美国财政“顺周期”扩张.....	13
图表 31:	后疫情时代全球经济周期的“冲突”.....	13
图表 32:	美国“菲利普斯曲线”的陡峭化.....	14
图表 33:	美国“去通胀”与充分就业并存.....	14
图表 34:	一个解释框架: 后疫情时代去通胀的牺牲率为何偏低?	15
图表 35:	通胀的供给侧与需求侧分解 (PCE)	15
图表 36:	通胀的供给侧与需求侧分解 (核心 PCE)	15
图表 37:	美国再通胀与去通胀的结构 (PCE)	16
图表 38:	美国再通胀与去通胀的结构 (核心 PCE)	16
图表 39:	核心 PCE 通胀的分解: 周期与非周期.....	16
图表 40:	美国“去通胀”进入需求主导阶段.....	16
图表 41:	美国商业银行贷款拖欠率维持低位.....	17
图表 42:	美国商业银行坏账率维持低位.....	17
图表 43:	商业地产坏账率有所抬升.....	17
图表 44:	商业地产违约主要集中在前 100 大中银行.....	17
图表 45:	CMBS 违约率 (整体)	18
图表 46:	CMBS 违约率 (分类型)	18
图表 47:	2023 年商业地产债务到期规模最大	18
图表 48:	商业地产贷款到期规模里, 银行比重最大.....	18
图表 49:	信用卡拖欠率 (分年龄段)	18
图表 50:	汽车贷款拖欠率 (分年龄段)	18
图表 51:	AEs 非金融企业杠杆率趋于下行.....	19
图表 52:	AEs 非金融企业还本付息压力有一定分化.....	19
图表 53:	主要 AEs 家庭杠杆率稳中有降.....	19
图表 54:	还本付息压力分化, 美、德、英持续下降.....	19
图表 55:	这次如何着陆? 1958 年以来美联储的 13 次加息周期和美国经济的 9 次硬着陆、3 次软着陆.....	20
图表 56:	“软着陆”和“不着陆”场景	20
图表 57:	“硬着陆”场景.....	20
图表 58:	不同“着陆”场景下、美联储暂停加息前后大类资产的表现.....	21
图表 59:	不同“着陆”场景下、美联储开始降息前后大类资产的表现.....	22
图表 60:	美国非农商业部门劳动生产率增速.....	22
图表 61:	美国制造业劳动生产率连续负增长.....	22
图表 62:	全球化的起落.....	23
图表 63:	大危机后, 全球资本流动规模大幅收缩.....	23
图表 64:	全球人口老龄化的拐点已经出现.....	23

图表 65: 中国人口结构老低龄化的“斜率”更陡峭.....	23
图表 66: 美联储估计, 中性利率已经升至 2.3%.....	23
图表 67: 债务是后危机时代推升中性利率的主要变量.....	23
图表 68: 基于 ACM 模型预测的 10 年美债利率路径.....	24
图表 69: 美联储暂停加息前后美股的表现.....	25
图表 70: 美联储开始降息前后美股的表现.....	25
图表 71: 美联储暂停加息前后 10 年美债利率的表现.....	25
图表 72: 美联储开始降息前后 10 年美债利率的表现.....	25
图表 73: 美联储暂停加息前后美元汇率的表现.....	25
图表 74: 美联储开始降息前后美元汇率的表现.....	25

2023 年是疫后经济正常化的“承启之年”：新冠疫情和地缘冲突引发的供给冲击基本消退，“加息潮”继续演绎，但无风险利率上行和信用收缩产生的需求冲击尚未兑现；2024 年或是“收官之年”：去通胀终要“交卷”；经济“着陆”之争或见分晓；世界重回“长期停滞”还是“长期滞胀”的范式之争或初见端倪。

一、表象与真相：迟到的“周期律”和被证伪的“东升西降”

（一）全球经济与金融状况：一次“反经验主义”的复苏，真相还是表象？

2023 年海外经济增长整体好于预期，结构上新兴与发展经济体（EMDEs）好于发达经济体（AEs），前者的亮点在亚洲和拉丁美洲，后者美、日强，欧洲弱。截止到 3 季度，全球经济持续“爬坡”，呈现出前低后高形态。10 月 IMF 全球经济展望（WEO）预测 2023 年全球实际 GDP 增速为 3.0%（2015-2019 年均值 3.4%），较 2022 年 10 月和 2023 年 4 月预测分别上修 0.3 和 0.2 个百分点，较 2022 年小幅下行 0.5 个百分点；分经济体而言，预计 AEs 增速为 1.5%（均值 2.1%），EMDEs 增速 4.0%（均值 4.3%），差值 2.5%（均值 2.2%）。市场机构（彭博一致预测中位数）对全球经济增长的预测略低于 IMF，2023 年增速为 2.8%。分季度而言，市场认为发达经济体的经济增速从 2023 年 4 季度开始明显下行（从 2%下降到 0.8%），新兴市场经济体增速也有所下行，但斜率更为平缓。

图表 1：IMF 世界经济展望（2023-2024 年为预测值）

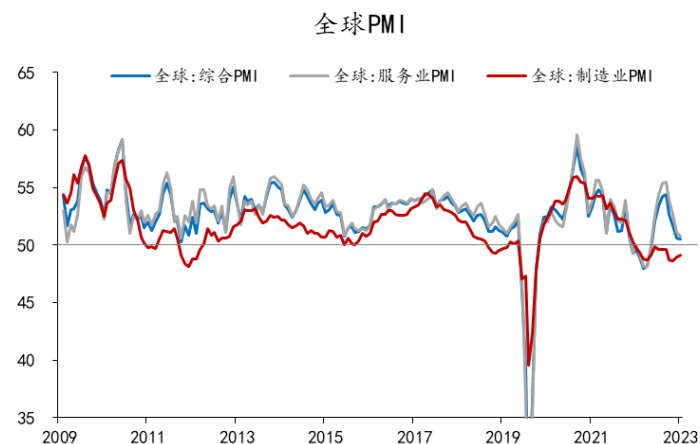
IMF 世界经济展望（预测）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023				2023F	2024F	2025F
													Q1	Q2	Q3	Q4F			
全球	4.3	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.8	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.5	-	-	-	-	3.0	2.9	3.2
发达经济体	1.7	1.2	1.4	2.0	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	-4.2	5.6	2.6	-	-	-	-	1.5	1.4	1.8
美国	1.6	2.3	1.8	2.3	2.7	1.7	2.2	2.9	2.3	-2.8	5.9	2.1	1.7	2.4	2.9	2.0	2.1	1.5	1.8
欧元区	1.7	-0.9	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.6	1.8	1.6	-6.1	5.6	3.3	1.2	0.5	0.1	0.2	0.7	1.2	1.8
德国	3.9	0.4	0.4	2.2	1.5	2.2	2.7	1.0	1.1	-3.8	3.2	1.8	-0.2	0.1	-0.4	0.1	-0.5	0.9	2.0
法国	2.2	0.4	0.7	1.0	1.0	1.0	2.5	1.8	1.9	-7.7	6.4	2.5	1.0	1.1	0.7	0.5	1.0	1.3	1.8
意大利	0.7	-3.0	-1.8	0.0	0.8	1.3	1.7	0.9	0.5	-9.0	7.0	3.7	3.2	0.3	0.1	0.2	0.7	0.7	1.0
西班牙	-0.8	-3.0	-1.4	1.4	3.8	3.0	3.0	2.3	2.0	-11.2	6.4	5.8	4.1	2.0	1.8	0.2	2.5	1.7	2.1
日本	0.0	1.4	2.0	0.3	1.6	0.8	1.7	0.6	-0.4	-4.2	2.2	1.0	1.9	1.9	1.4	2.1	2.0	1.0	0.7
英国	1.1	1.4	1.8	3.2	2.4	2.2	2.4	1.7	1.6	-11.0	7.6	4.1	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.6	2.0
加拿大	3.1	1.8	2.3	2.9	0.7	1.0	3.0	2.8	1.9	-5.1	5.0	3.4	2.1	1.1	0.6	0.5	1.3	1.6	2.4
其它	3.4	2.2	2.5	3.0	2.3	2.6	3.1	2.8	2.0	-1.6	5.7	2.6	-	-	-	-	1.8	2.2	2.3
新兴与发展经济体	6.3	5.4	5.0	4.7	4.3	4.4	4.8	4.6	3.6	-1.8	6.9	4.1	-	-	-	-	4.0	4.0	4.1
新兴和发展中亚洲国家	7.9	7.0	6.9	6.9	6.8	6.8	6.6	6.4	5.2	-0.5	7.5	4.5	-	-	-	-	5.2	4.8	4.9
中国	9.6	7.8	7.8	7.4	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	4.5	6.3	4.9	4.9	5.4	4.6	4.1
印度	6.6	5.5	6.4	7.4	8.0	8.3	6.8	6.5	3.9	-5.8	9.1	7.2	6.3	7.3	-	5.8	6.3	6.3	6.3
新兴和发展中欧洲国家	5.5	3.2	2.9	1.9	1.0	1.8	4.2	3.6	2.5	-1.6	7.3	0.8	-	-	-	-	2.4	2.2	2.5
俄罗斯联邦	3.9	4.0	1.8	0.7	-2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	-2.7	5.6	-2.1	-2.3	3.6	-	4.3	2.2	1.1	1.0
拉美和加勒比国家共同体	4.5	3.0	2.8	1.3	0.3	-0.8	1.3	1.1	0.2	-7.0	7.4	4.1	-	-	-	-	2.3	2.3	2.4
巴西	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.5	-3.3	1.3	1.8	1.2	-3.3	5.0	2.9	3.4	3.3	-	2.9	3.1	1.5	1.9
墨西哥	3.4	3.6	0.9	2.5	2.7	1.8	1.9	2.0	-0.3	-8.7	5.8	3.9	3.7	3.6	3.2	3.0	3.2	2.1	1.5
中东和中亚	4.7	4.8	3.0	3.3	3.0	4.3	2.5	2.8	1.6	-2.6	4.3	5.6	-	-	-	-	2.0	3.4	3.9
沙特阿拉伯	11.0	5.4	2.9	4.0	4.7	2.4	-0.1	2.8	0.8	-4.3	3.9	8.7	3.8	1.3	-	0.6	0.8	4.0	4.2
撒哈拉以南非洲	5.0	4.8	4.9	5.0	3.2	1.5	3.0	3.3	3.2	-1.6	4.7	4.0	-	-	-	-	3.3	4.0	4.1
尼日利亚	4.9	4.3	5.4	6.3	2.7	-1.6	0.8	1.9	2.2	-1.8	3.6	3.3	2.4	2.6	-	3.4	2.9	3.1	3.1
南非	3.2	2.4	2.5	1.4	1.3	0.7	1.2	1.6	0.3	-6.0	4.7	1.9	0.2	1.7	-	0.5	0.9	1.8	1.6

来源：IMF 世界经济展望（2023 年 10 月更新¹）、国金证券研究所

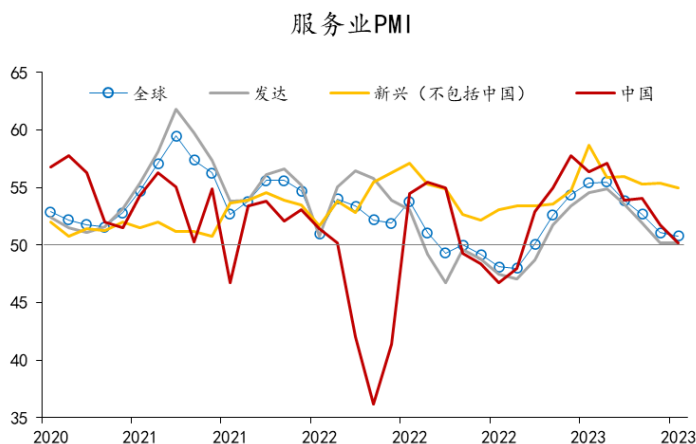
行业结构上，服务业明显好于制造业。EMDEs 的制造业与服务业的景气都好于 AEs。AEs 制造业整体偏弱，PMI 始终运行于“荣枯线”以下，但内部明显分化。美国相对更有韧性，稳中略有抬升，欧洲最弱，呈持续下行态势，日本基本持平。但从疫后修复的整体水平上看，欧元区与美国相当，均回到了 2019 年底水平。欧洲核心国服务业 PMI 已经领先美、日跌入 50 以下，其中法国 45.2，意大利 47.7，德国 48.2，西班牙、爱尔兰等边缘国的服务业仍高于 50（西班牙 51.1，爱尔兰 52.6）。

¹说明：10 月 26 日-11 月 17 日，IMF 将中国 2023 年 GDP 增速预期从 5.0%上调至 5.4%，2024 年增速预期从 4.2%上调至 4.6%。

图表2: 制造业与服务行业从分化到收敛



图表3: 全球服务业景气度已下滑至枯荣线附近



来源: Wind、国金证券研究所

全球商品贸易量、价两弱，同比增速均跌入负值区间。荷兰经济政策分析局（CPB）全球商品贸易指数显示，2023年2月以来，商品价格增速跌入负值区间，主要受大宗商品价格下行的拖累。数量上，2022年9月是疫情后全球贸易景气复苏的高点，其后则处于下行态势，至2023年3季度累计跌幅4%，但主要跌幅发生在2022年4季度。分经济体看，发达经济体进口量持续收缩，2023年前3季度累计下行3%。新兴经济体基本持平，除中国（5%）和中、东欧（1.5%）外，其它地区均有所下行。

从相关性和逻辑上而言，全球贸易与制造业景气度更为相关，因为制造业的贸易属性比服务业更强。由于今年全球经济的企稳主要由服务业带动，故贸易与制造业呈现出“双弱”的态势。展望2024年，美、欧制造业的企稳有助于中国制造业补库周期的启动，预计全球贸易景气或有抬升。

图表4: 全球商品贸易增速：量、价均落入负区间



图表5: 全球贸易与制造业景气更为相关

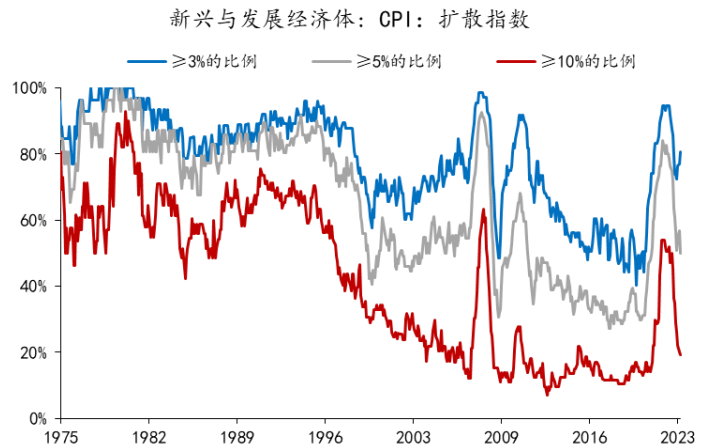
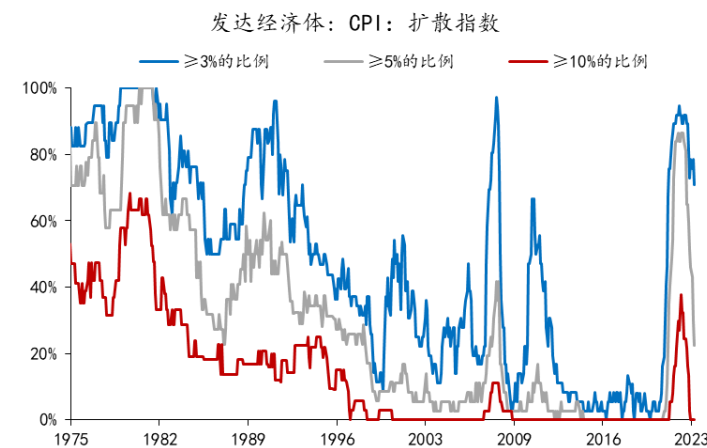


来源: CPB、国金证券研究所

全球去通胀进程较为顺利，但“通胀战争”难言胜利。去通胀过程难言结束，核心CPI粘性高，通胀继续回落的经济“牺牲率”趋于上升，全球经济更容易陷入“类滞胀”泥潭。2022年10月峰值时期，发达经济体CPI扩散指数中，大于10%、5%和3%的比例分别为38%、87%和95%，2023年10月分别下降至0%、23%和71%，但核心CPI扩散指数依然偏高，大于5%和3%的扩散指数依然位于49%和94%高位。新兴与发展经济体去通胀的进程略落后于发达经济体，2023年10月CPI三项扩散指数分别为20%、50%和81%，核心CPI扩散指数为26%、68%和81%。除加拿大、韩国和印尼之外，多数G20经济体去通胀的效果并不显著，核心CPI读数均为4%以上。所以，虽然全球通胀压力明显缓解，但去通胀任务难言完成。

图表6: 发达经济体 CPI 扩散指数

图表7: 新兴与发展经济体 CPI 扩散指数

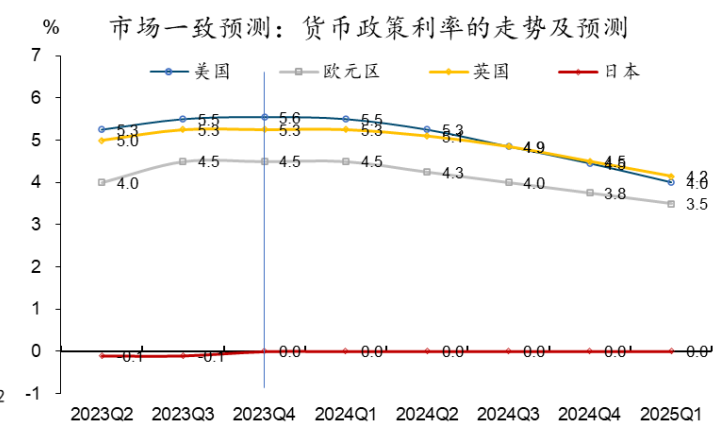
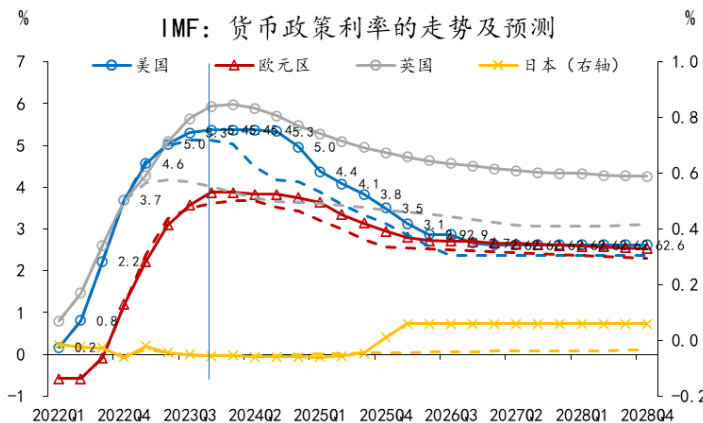


来源: OECD、Wind、国金证券研究所²

货币政策方面,全球加息潮的高峰期已过,主要 AEs 已陆续地按下“暂停键”,部分 EMDEs 已开始连续降息。10 月 IMF《世界经济展望》上调了主要 AEs 货币政策利率的路径,认为美联储于 2023 年 3 季度开始降息,共降息两次,累计 50bp,年底利率中枢为 500bp,2024 年再降息 150bp;欧元区降息时点落后于美联储,首次降息时点或推迟到 2025 年 1 季度;日央行于 2025 年初退出“负利率”,将政策利率设定为 0,并在 2026 年初提高到 0.1%。市场一致预测不尽相同,认为美联储短期偏鹰,中长期偏鸽——2023 年还会加息一次 (25bp),并于 2024 年 2 季度开始降息,全年累计降息 100bp。

图表8: 从加息到降息的转换——IMF 预测

图表9: 从加息到降息的转换——市场一致预测

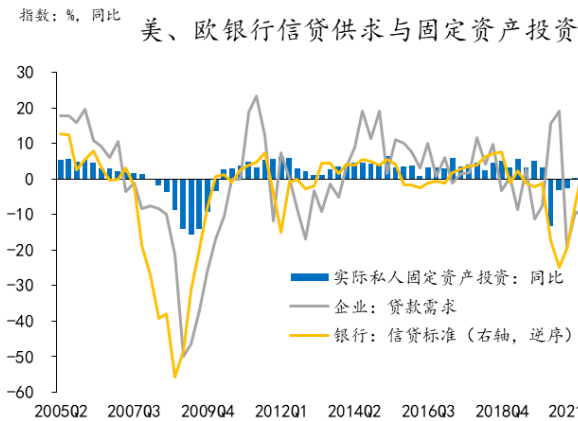


来源: 各国央行、IMF、国金证券研究所

资本市场金融压力最大的时期或已经过去,但银行信用收缩压力仍然偏高。央行加息可通过广泛的金融渠道影响实体部门融资需求。一般而言,无论是直接融资还是间接融资,都具有顺周期性,但本轮加息周期的一个特点是,直接融资与间接融资条件出现较显著的背离,前者偏松,后者趋紧。直接融资压力最大的时候出现在 2022 年 9-10 月,而后趋于下行,但间接融资压力从 2022 年初以来持续强化,银行信贷供给和企业贷款需求双双走弱,世界房价同比增速仍在下降区间,实际价格同比已转为负值。

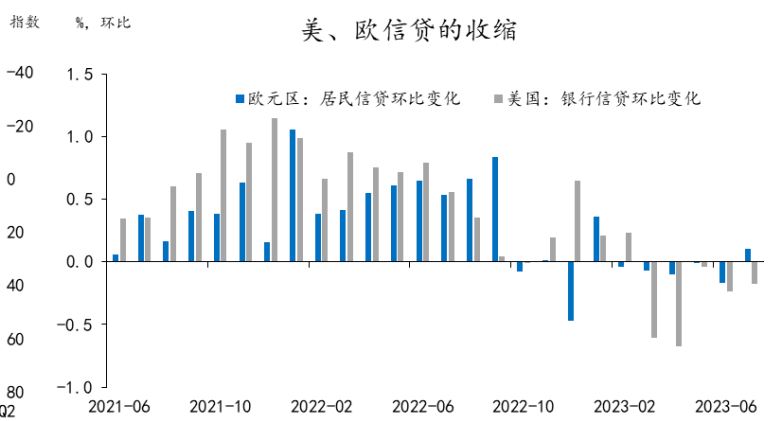
² 说明:发达经济体 (AEs) 包括 31 个样本,新兴与发展经济体包括 52 个样本 (下同)。

图表10: 银行信贷供求两弱



来源: IMF世界经济展望(2023年10月)、国金证券研究所

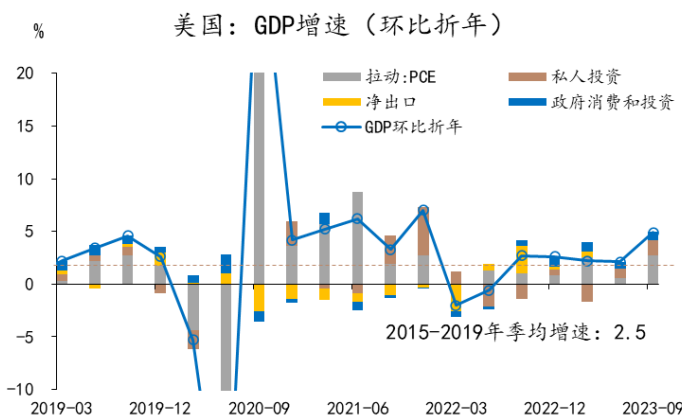
图表11: 美、欧商业银行“缩表”



(二) 美国经济: 人为制造的“低效繁荣”, 稳态或非稳态?

2023年美国经济的表现远超市场一致预期, 但相比历史又很“平庸”。2022年3季度-2023年3季度季均增速为2.9%(环比折年), 2023年1-3季度平均增速3.1%, 略高于2015-2019年均值(2.5%)。个人消费支出(PCE)是“稳定器”, 2023年前3季度拉动率2.5%、0.6%和2.7%, 平均拉动率1.9%(2015-2019年季均1.7%), 其中, 服务消费的拉动率分别为1.4%、0.4%和1.6%, 贡献率分别为60%、80%和55%。私人投资拉动的波动性较高, 2023年1季度拉动率-1.7%, 2-3季度拉动率0.9%和1.5%, 其中, 与制造业相关的非住宅投资较为稳定地位于正区间; 住宅投资在经历9个季度连续负增长之后, 于2023年3季度首次转正(0.15%)。存货在耐用品补库的推动下, 也在3季度转正(拉动率1.3%)。政府消费与投资拉动率稳定在0.6-0.8区间。

图表12: 美国实际GDP增长及结构



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

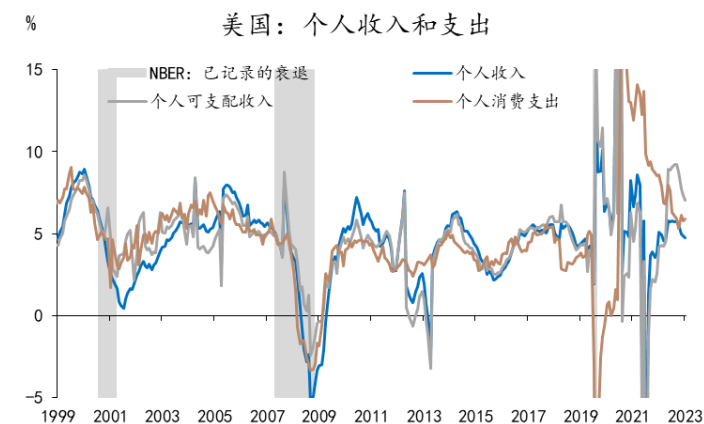
图表13: 美国经济增长预测

	美国经济预测(彭博一致预测)						
	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25
实际GDP(同比)	2.9	2.2	1.6	1.2	0.5	0.9	1.2
实际GDP	4.9	0.7	0.3	0.6	1.4	1.8	2.0
消费支出	4.0	1.0	0.5	0.7	1.2	1.6	2.0
政府支出	4.6	1.3	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9
私人投资	8.4	0.0	-0.5	0.8	1.5	2.6	3.8
出口	6.2	0.9	0.6	1.1	2.0	2.8	3.2
进口	5.7	0.0	0.6	1.3	2.4	2.5	3.4
工业产值(同比)	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.3	0.3	1.0
CPI(同比)	3.5	3.3	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4
PCE价格指数(同比)	3.4	3.2	2.8	2.6	2.5	2.3	2.3
核心PCE(同比)	3.9	3.5	3.0	2.8	2.6	2.5	2.4
失业率	3.7	3.9	4.1	4.2	4.4	4.4	4.3
经常账户(/GDP)	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.1	-3.2

个人消费超预期源自可支配收入的高增速, 具体可归纳为四点支撑³: 1) 劳动力市场持续保持紧张状态, 新增就业和工资增速保持高位, 实际工资增速转正, 且边际消费倾向更高的低收入人群工资增速也更高; 2) 超额储蓄持续下行, 边际消费倾向保持高位; 3) 个人所得税大幅下降, 致使可支配收入增速远高于个人收入增速; 4) 家庭资产负债表和偿债能力并未明显受到冲击, 其主要负债为固定利息住宅抵押贷款, 流动资产的收益率不断抬升, 净金融资产水平并未明显受到影响, 房地产与股票价格上行提升净资产水平。

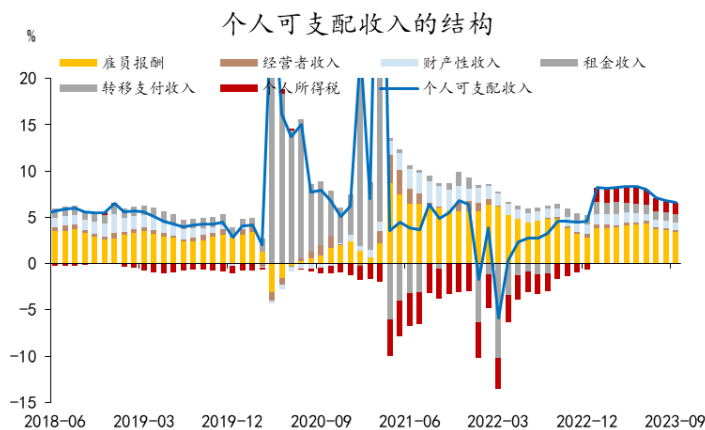
³ 详细分析可参考报告:《消费之“源”: 美国消费韧性的4个解释》。

图表14: 美国个人收入与支出同比增速



来源: Wind、国金证券研究所

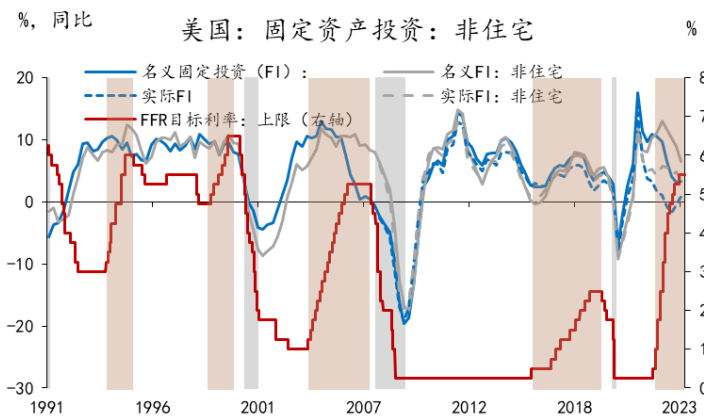
图表15: 个人可支配收入的分解



展望 2024 年，以上 4 个因素在不同程度上均出现了弱化：1) 劳动力市场的真实状况或弱于失业率或职位空缺所显示的水平，边际转弱的信号仍在强化，工资增速下行趋势仍在延续；2) 超额储蓄“消耗殆尽”，平均消费倾向难有进一步提升的空间；3) 个人所得税抵扣额的增加是“一次性”的，本质上是 2022 年“多征收”的部分在 2023 年的“退税”；4) 居民负债整体上对利率的敏感性下降，削弱了高利率对消费的“挤出效应”，但边际上在强化，其中，平均消费倾向更高的中低收入群体受高利率的负面影响更为显著。故 2024 年的消费在一定程度上取决于 2023 年劳动力市场转弱、利率上行的趋势能否得以扭转，以及股票市场上行的趋势能否得以延续。

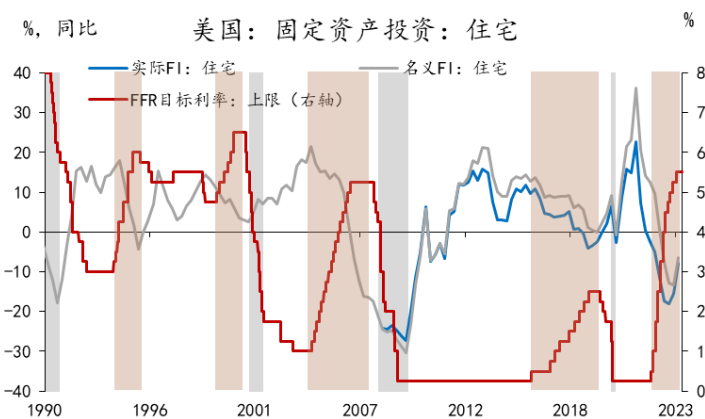
私人投资增速企稳的信号已经显现，但在高利率状态下能否回升仍需观察。美国私人投资分为固定投资（含非住宅和住宅）和库存投资，前者是主体（非住宅占私人投资的比重约 3/4，住宅投资占比约 1/5）。截止到 2023 年 3 季度，美国私人投资增速已经触底反弹至正值区间。其中，非住宅投资增速高位回落，下行斜率趋缓；住宅投资增速触底回升，同比仍在负值区间，环比已经转正。

图表16: 加息周期与非住宅投资



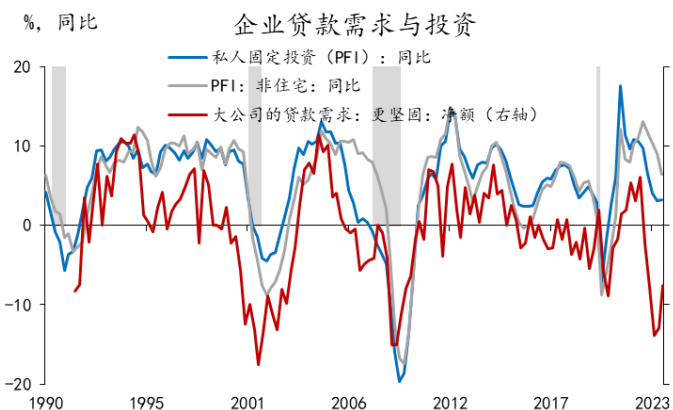
来源: BEA、Wind、国金证券研究所

图表17: 加息周期与住宅投资



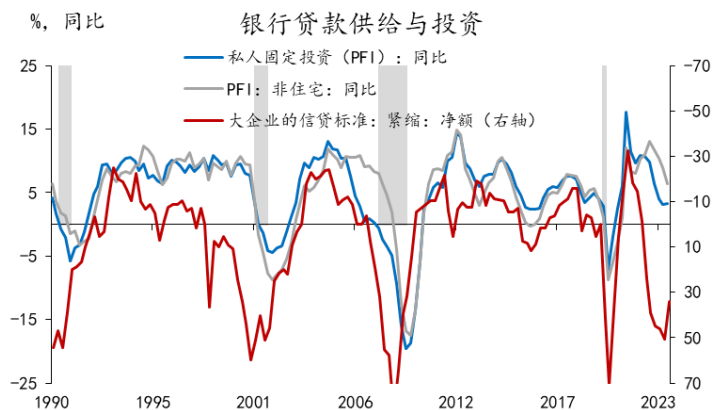
商业银行信贷供求能否持续改善是私人投资能否企稳或重新进入扩张周期的前提。银行信贷是固定投资的关键影响因素，其中，银行信贷标准有一定的领先性。美国商业银行高级信贷官调查的信息显示，2023 年 2-3 季度大企业贷款需求环比走弱的趋势已经放缓，3 季度环比显著改善，需求下行幅度收窄了 21 个百分点（从-51.6%回升至-30.5%）。针对工商企业（含大企业和小企业）的信贷标准虽然还处在收紧区间，但环比也开始改善，2 季度净收紧的比例为 50.8%，3 季度下降至 33.9%。美联储金融状况指数（FCI-G）也显示，综合信用条件最紧张的时期已经过去（2022 年 12 月是高点），但目前还在高位震荡，需要进一步观察其滞后效应。虽然工业产能利用率已经企稳，但企业短期内资本开支意愿仍然偏弱，预计高利率对私人投资的压制还将存在，投资的“V 型反转”较难在美联储降息和金融条件实质性转宽松之前实现。

图表18: 企业贷款需求与非住宅投资



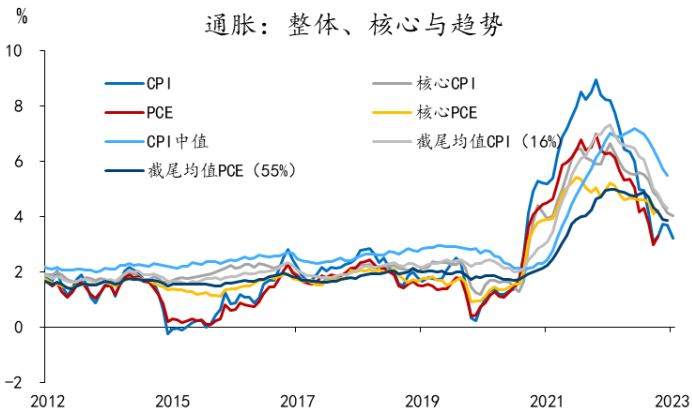
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表19: 银行贷款标准与住宅投资



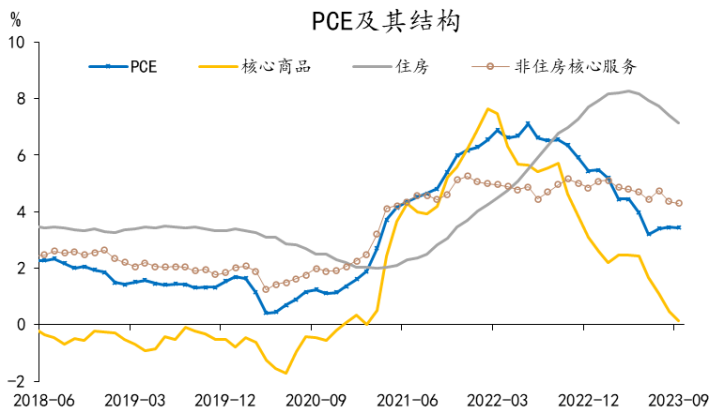
美国去通胀是全面的而非结构的。扩散指数方面，同比涨幅超过 3%、5%或 10%的科目数占比均在持续下行，其中，超过 10%的占比已回落到疫情前的低位 (2.4%)，6 个月环比中超过 5%的占比也已经回到疫情前水平，超过 3%占比也在快速下行。趋势指标方面，截止到 9 月底，CPI 中值、16%截尾平均 PCE 和 55%截尾平均 PCE 分别下行至 5.5%、4.3%和 3.9%，相比高点分别回落 1.7、3 和 1.1 个百分点。美联储 9 月经济预测摘要 (SEP) 预测，年底 CPI 为 3.3%，核心 CPI 为 3.7%。

图表20: 美国“去通胀”的进程顺利推进



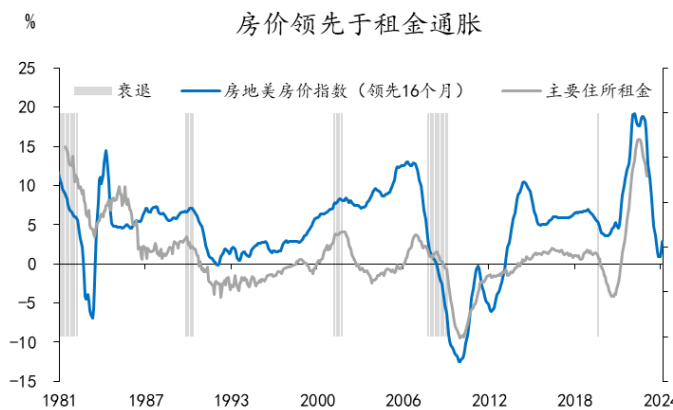
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表21: 通胀的结构 (商品、住房与超级核心服务)



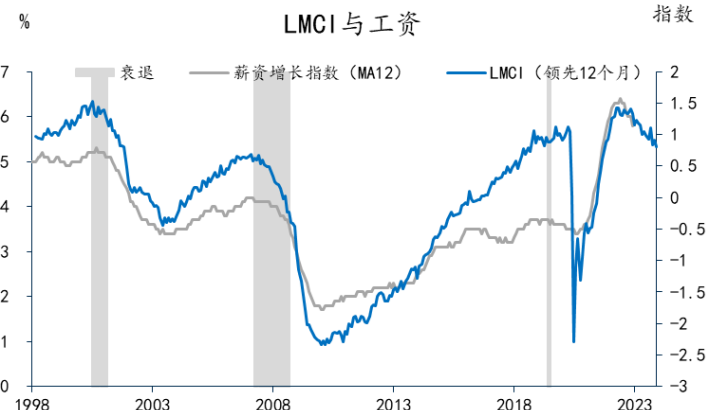
去通胀“下半场”的主要任务是核心通胀，主要贡献是与房价相关的租金通胀，以及与更广泛的服务通胀相关的工资增速水平。根据房价与租金通胀之间的领先关系，预计租金通胀下行趋势可延续到 2024 年 3 季度。工资下行趋势能否延续对于核心服务去通胀是否顺利至关重要。劳动力市场状况指数 (LMCI) 领先薪资增长指数约 12 个月，且目前仍在下行区间，未来 2-3 个季度内工资增速有望延续下行态势。

图表22: 租金通胀下行趋势或延续到 2024 年 3 季度



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表23: 工资增速下行趋势或将延续



市场担心的一个“尾部风险”是：如果美国经济“软着陆”，2024年的再通胀风险或再次超预期。工资增速在一定程度上“决定”了通胀的中枢（尤其是核心通胀）。截止到2023年3季度（或10月），工资增速所隐含的核心PCE通胀仍位于3.5-4.0%高位，但其下行趋势有望延续。短期货币政策含义是，在失业率上行幅度有限，以及金融风险可控的情况下，美联储既不需要继续加息，暂时也没有讨论降息的必要性。所以，我们倾向于认为，在美联储降息之前，核心通胀的路径大概率为“U型”而非“V型”，并且，“U型”的上行阶段大概率要等到降息之后才会兑现。所以，对于联储而言，只要劳动力市场再平衡的趋势未被扭转，再通胀和再加息的风险可控。

图表24：工资增速与中期通胀中枢

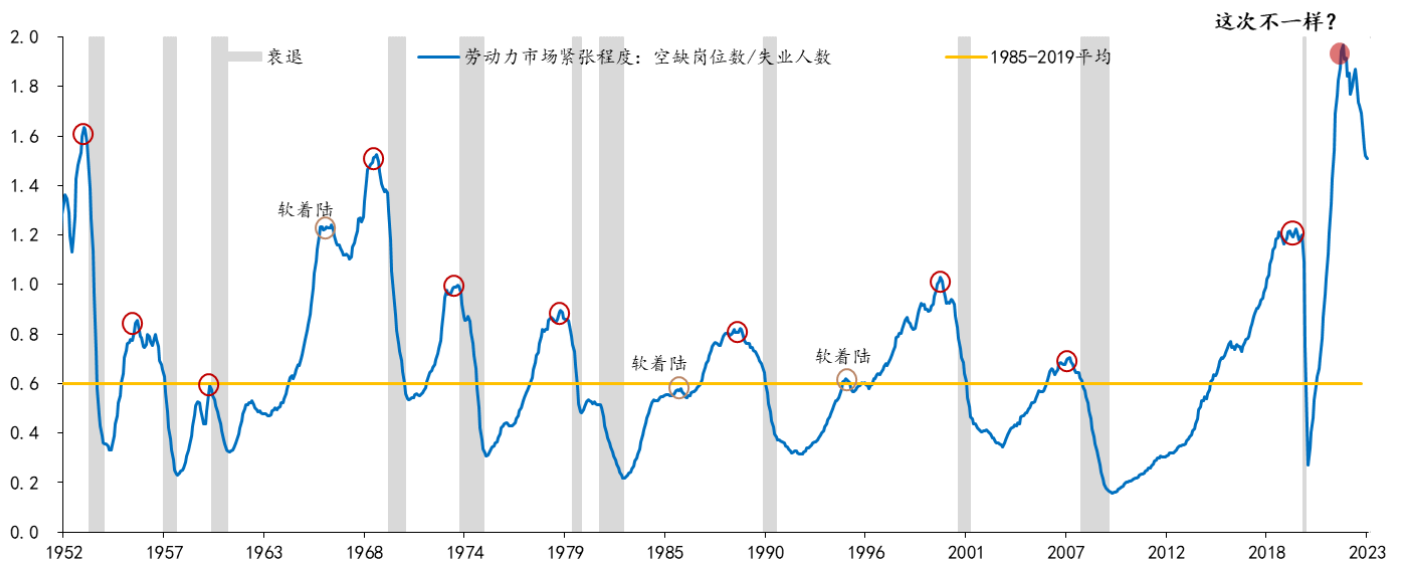
工资指标	2015-2019年平均值	工资增速 (2022年6月)	隐含的CPI	差值	隐含的核心PCE	差值	工资增速 (2023Q3/202310)	隐含的CPI	隐含的核心PCE
亚特兰大联储工资指数 (MA3)	3.4	6.7	5.3	1.4	5.1	1.6	5.2	3.8	3.6
ECI (全民)	2.5	5.2	4.8	0.4	4.5	0.7	4.4	4.0	3.7
ECI (全民, 激励除外)	2.5	5.1	4.7	0.4	4.5	0.6	4.6	4.2	4.0
ECI (私人工业生产)	2.5	5.7	5.4	0.3	5.0	0.7	4.4	4.1	3.7
ECI (私人工业生产, 激励除外)	2.5	5.6	5.2	0.4	4.9	0.7	4.3	3.9	3.6
平均时薪 (私人部门)	2.7	5.3	4.7	0.6	4.4	0.9	4.1	3.5	3.2
平均时薪 (生产与非管理工人)	2.7	6.7	6.5	0.2	5.9	0.8	4.4	4.2	3.6
均值	2.7	5.8	5.2		4.9		4.5	4.0	3.6

来源：PIIE、Jason Furman (PIIE) and Wilson Powell III, 2022. Wind、国金证券研究所

美国劳动力市场的再平衡进程持续推进，但依然紧张。无论是从失业缺口、供求缺口还是从单位失业人数对应的职位空缺等角度看，都可观察到，2023年美国劳动力市场的供不应求的状态都有缓解，以空缺岗位数/失业人数（求人倍数）的高点衡量，这一再平衡过程始于2022年6月。截止到2023年9月底，求人倍数已经从高点处的2倍下降到1.5倍，但纵向比较看，目前仍处于历史高位，相当于1969年的峰值。如前所述，从失业缺口、供求缺口等指标也能得到相似的结论。

图表25：美国劳动力市场的“再平衡”过程持续推进

美国劳动力市场紧张程度

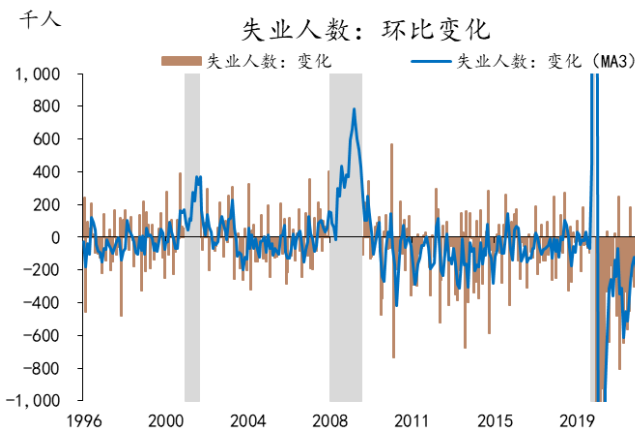


来源：Cecchetti et al., 2023. Managing Disinflation, U.S. Monetary Policy Forum discussion paper, wind、国金证券研究所

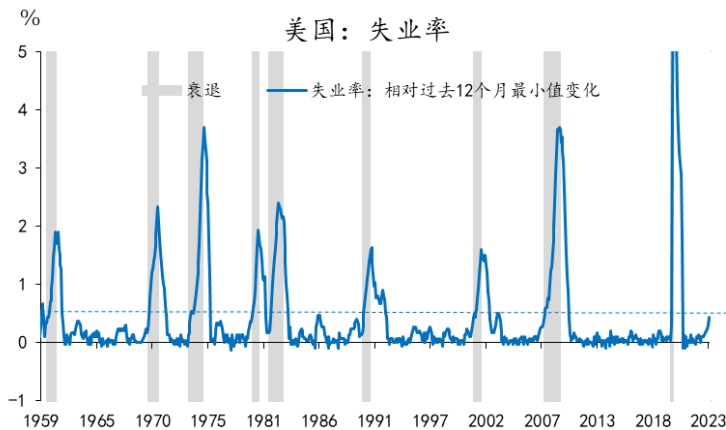
劳动力市场的再平衡是在供给持续修复和需求保持韧性的前提下推进的，但劳动参与率继续提升的空间已较为有限。劳动需求转弱的信号持续强化。失业人数环比8-10月连续3个月增加，总失业人数已经从580万增加至650万。失业率已经摆脱3.4-3.7%低位、

窄幅波动区间，升至 3.9% 相对高位。参照“Sahm 规则”，如果进一步升至 4.0%，则可以在 5% 的显著性水平认为美国经济开始衰退——即使最终没有兑现，至少可以确认劳动需求正在边际转弱，且 3 季度以来有所提速（含罢工的影响）。中小企业信心调查数据也显示，职位空缺、雇佣计划和实际就业变化都在转弱。微观角度而言，劳动需求转弱的信号会从职位空缺的下降传导至失业人数的增加，尤其是在劳动力市场紧张状态中。所以，失业人数和失业率的抬升，是劳动力需求转弱的“强信号”。

图表26：失业人数的增长有所加速



图表27：Sahm 规则：衰退信号“一步之遥”



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

美联储货币政策“正常化”已行至尾声，利率正常化大概率已在 2023 年 7 月完成，目前已经进入“longer”区间。多数情况下，通胀并非美联储降息的主要矛盾，3-4% 的 CPI 通胀率并非美联储降息的“硬约束”。历史上的 12 次降息案例中，CPI 大于等于 3% 的次数有 9 次，均值高达 5.8%，中位数等于 3.9%，另外 3 次中有 2 次（案例 1 和 12）通胀压力本就偏小，案例 11 则在通胀上行过程中连续降息。降息滞后于 CPI 拐点的时间平均为 4.8 个月，中位数 3.5 个月。

图表28：1958 年以来美联储 13 次加息周期的细节

序号	加息周期	周期长度 (月)	起点利率 (%)	终点利率 (%)	加息幅度 (bps)	维持高位的时间 (月)	衰退的起点	衰退的终点	衰退周期长度 (月)	实际GDP降幅 (%)	GDP负增长 (季)	加息起点至衰退 (月)	降息起点到衰退 (月)	降息至CPI拐点 (月)	降息前CPI水平 (%)	CPI是否处于下行区间
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	12	1960.05 (Q3)	1961.02 (Q1)	10	-1.34	2/3	24	3	4	1.4	✓
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	5	-	-	-	-	软着陆	-	-	3	3.4	✓
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	9	1970.01 (Q1)	1970.11 (Q4)	11	-0.66	3/5	29	2	1	6.4	X
4	1972.04-1974.10	31	4.75	12.00	725	3	1973.12 (74Q1)	1975.03 (Q1)	16	-3.14	4/5	22	10	-1	12	X
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	3	1980.02 (Q2)	1980.07 (Q3)	6	-2.18	2/2	34	2	0	14.6	X
6	1980.08-1981.09	14	11.00	21.50	1050	4	1981.08 (Q4)	1982.11 (Q4)	16	-2.63	3/5	12	2	18	10.9	✓
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	3	-	-	-	-	软着陆	-	-	6	4.3	✓
8	1988.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	4	1990.08 (Q4)	1991.03 (Q1)	8	-1.37	2/2	19	-1	1	5.3	X
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	5	-	-	-	-	软着陆	-	-	3	3	✓
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	8	2001.04 (Q2)	2001.11 (Q4)	8	-0.33	2/3	27	3	5	3.4	✓
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	15	2008.01 (Q1)	2009.06 (Q2)	18	-4.00	5/6	43	3	5	2.8	✓
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	7	2020.03 (Q1)	2020.04 (Q2)	2	-9.56	2/2	51	-5	13	1.7	✓
13	2022.03-	28	3.25	8.50	525	12	-	-	-	-	-	-	-	?	?	✓
	均值 (前12次)	24.4	6.3	10.8	452.1	6.5	-	-	11	-1.96	68.8%	29.0	-1	4.8	5.8	
	中位数 (前12次)	20.5	5.8	9.3	300.0	5.0	-	-	10	-1.78	-	27.0	2.0	3.5	3.9	
	软着陆	15.0	7.0	9.3	233.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	浅衰退	21.0	6.3	8.6	231.3	-	-	-	-	-	-	24.8	-3.0	2.8	4.1	-
	深衰退	30.0	6.5	15.4	893.8	-	-	-	-	-	-	27.8	2.5	5.5	10.1	-

来源：美联储、国金证券研究所⁴

2023 年美国财政明显发力，财政赤字规模仅次于疫情两年期间。2023 财年美国联邦政府财政赤字规模达到 1.7 万亿美元，较 2022 财年增长了 23%。赤字率升至 6.3%。预计 2023 年财政对 GDP 的拉动率为 0.8%，贡献率约 30%⁵。

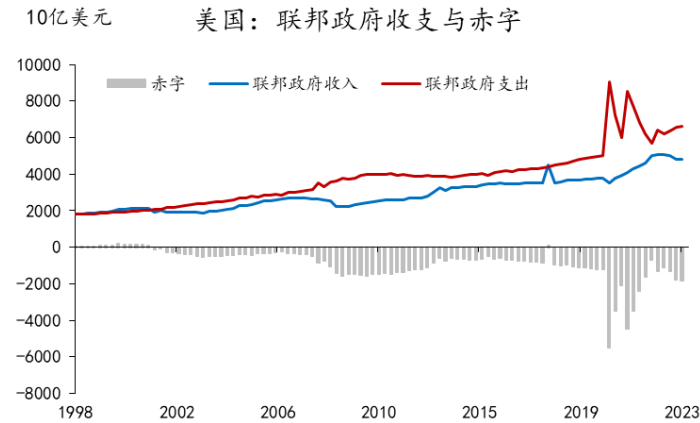
财政赤字的扩张源自增支减收，主因是通胀调整规则下，法定支出上涨、个人所得税收

⁴ 说明：1.关于加息周期的统计，参照“优惠贷款利率”（prime loan rate），从首次加息到首次降息为加息周期；2.序号填充色为“绿色”表示“软着陆”，“灰色”为浅衰退，“蓝色”为深衰退；3.如果降息时点滞后于 CPI 通胀的拐点大于等于 3，则认为“CPI 是否处于下行区间”；4.第 13 次“维持高位的时间”，假设 2024 年 6 月降息。

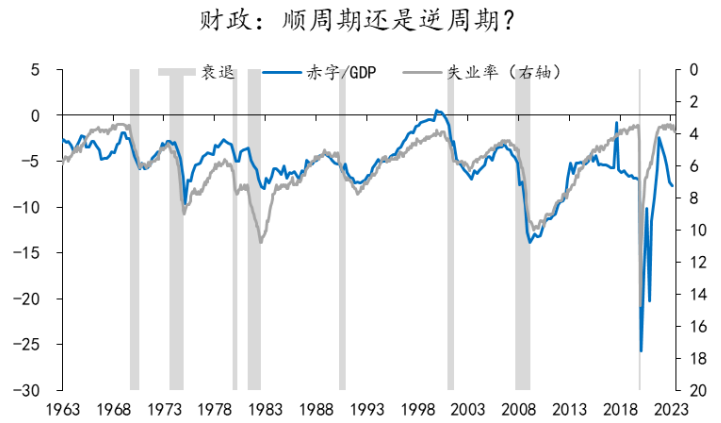
⁵ 参考报告：《2024 年美国财政有何变数？》。

入下降。2023 财年联邦财政收入下降了 9% 至 4.4 万亿美元，其中个人所得税收入下降 17% 至 2.2 万亿。个税的下降一是因为纳税扣除额上涨，2023 年扣除额大幅抬升 7%，明显高于近十年平均水平；二是由于资本市场表现较差，引起非预扣个人所得税下滑。此外，美联储上缴利润受加息的影响大幅下降，由 2021 年末的 1290 亿降至今年第二季度的 6 亿美元。支出方面，2023 财年总支出下滑 2% 至 6.1 万亿。其中，利息支出上涨 23% 达 8790 亿美元，社保支出上涨 10% 至 1.4 万亿美元。

图表29：2023 年美国财政赤字的扩张源自增收减支



图表30：2023 年美国财政“顺周期”扩张

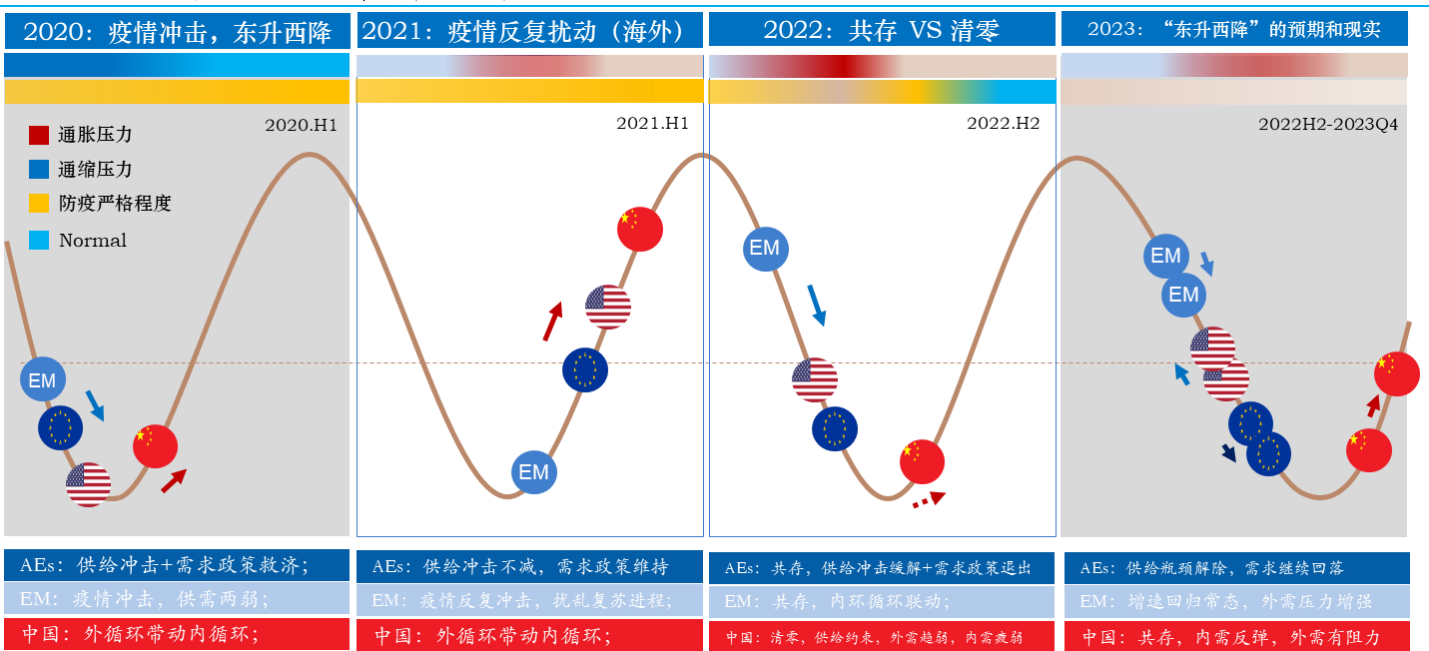


来源：Bloomberg、国金证券研究所

预计 2024 年财政对 GDP 的支撑放缓，预计全年拉动 GDP 增速 0.3 个点，财政对 GDP 增速的贡献率降至 24%，逐渐回归常态。参考彭博、IMF 等机构的预测，明年美国经济增速预计放缓至 1.3%。财政直接支出方面，明年财政付息压力上升，利息占 GDP 比重今年约为 2.5%。中性情景下，明年利息支出占 GDP 比重预计上升至 2.7%，占财政总支出比重预计上升至 13%。预计明年对 GDP 的拉动率预计降低至 0.2% 左右；间接渠道方面，对 GDP 增速的拉动率预计降低至 0.1% 左右，支撑作用较去年减弱。

2023 年是注重信用分析的“周期律”被推迟和“东升西降”预期被证伪的一年。关于“东升西降”的预期和现实，我们认为：（1）于美国和日本是方向性错误，于中国和欧洲则是程度上的偏差；（2）预期本会成为现实，但政策的“有形之手”拒绝让市场自发出清。硅谷银行和瑞信银行的破产都是“加息-流动性冲击-金融危机-经济衰退”标准叙事中的一环，但美国与欧盟的政策干预迅速中断了流动性冲击到金融危机的传染链条。

图表31：后疫情时代全球经济周期的“冲突”



来源：Fidelity、国金证券研究所

这次为何不一样？标准叙事反复重演的原因在于，美联储既没有足够强烈的意愿、也没有有效的工具去应对流动性冲击。“硅谷银行”事件的启示是，在央行超大规模资产负债表和充足准备金操作框架下（流动性“软约束”），流动性冲击转化为金融危机的概率大大降低了。这不仅是因为当前的决策层既有强烈的意愿、也有有效的工具去应对流动性冲击。2008年“大危机”之后，美国决策层的反思是：一旦发现“火苗”，应第一时间扑灭。对于流动性危机，8万亿资产负债表规模的美联储只要应对及时，充分运用结构性流动性支持工具，化解风险的概率相较历史将显著提升。

二、着陆的坐标：周期放缓+信用收缩·谁是“变局者”？

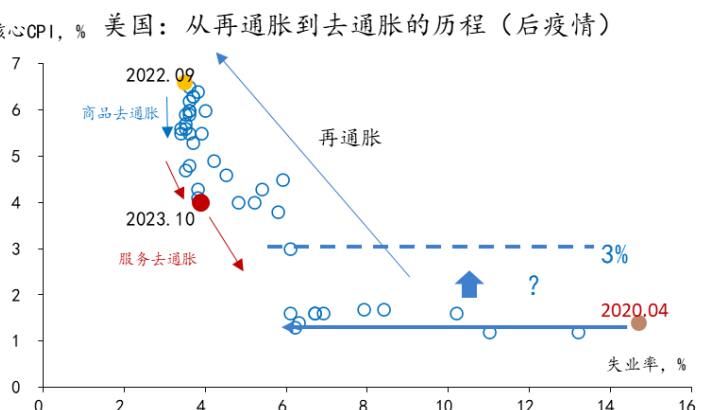
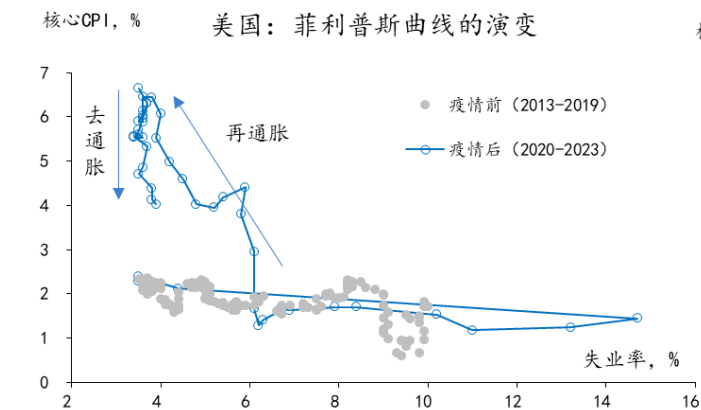
只有将2023年内嵌于后疫情时代的范畴才能更好的理解“这次为什么不一样”，只有在一个统一的框架下理解后疫情时代，才能回答2024年“会怎么样”。

（一）一个解释框架：“周期律”缘何失效，去通胀与充分就业能否并存？

截止到2023年底，美国、日本与新兴经济体（中国除外）均处于扩张周期尾声（late cycle）。2024年，周期向何处去？“菲利普斯曲线”框架有助于分析经济增长与通胀变化背后的主要驱动力。疫情后，美国和欧元区的“菲利普斯曲线”明显陡峭化——从疫情前的“平坦状”转变为疫情后的“垂直状”，其中，再通胀对应的是垂直部分的上行阶段，去通胀对应的是下行阶段。以核心PCE通胀为例，美国的去通胀进程始于2022年10月，至2023年10月累计下行2.6个百分点（6.6%下降到4%），期间失业率从3.7%升至3.9%，牺牲率不足0.1⁶。欧元区去通胀进程始于2023年5月，至10月累计下行了1.5个百分点（5.7%至4.2%），期间失业率维持6.5%不变，牺牲率等于0。

图表32：美国“菲利普斯曲线”的陡峭化

图表33：美国“去通胀”与充分就业并存

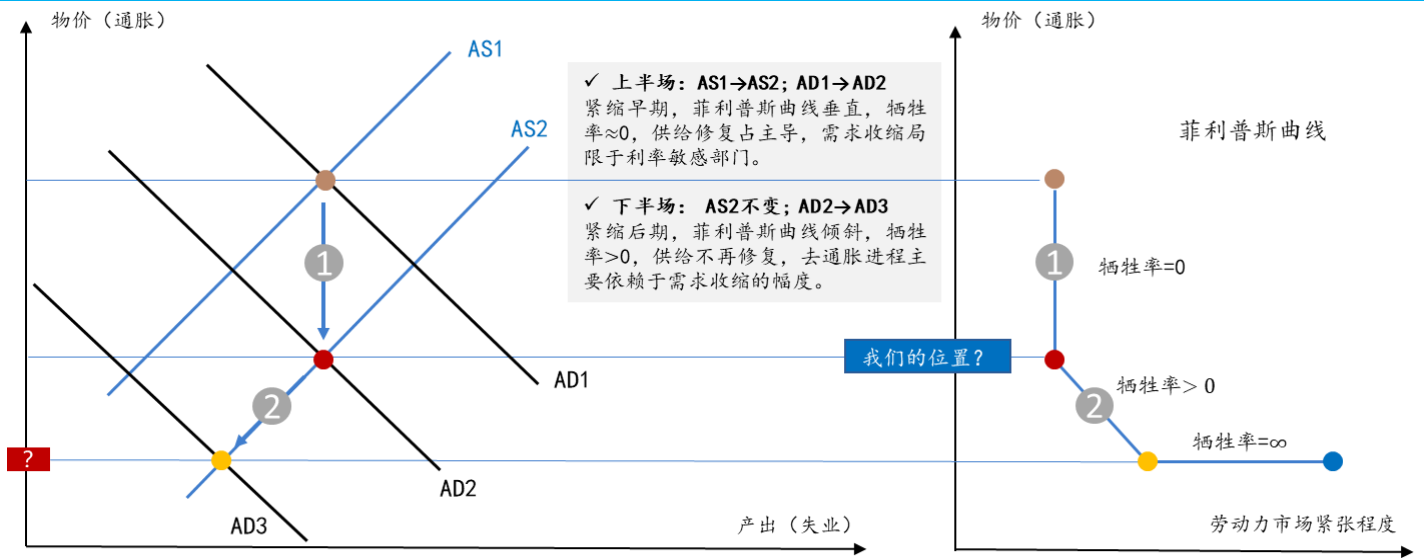


来源：Wind、国金证券研究所

总需求-总供给框架有助于理解去通胀与充分就业并存的现象。供给冲击对量和价的影响的方向是相同的，需求冲击是相反的。通胀下行与失业率保持不变，意味着供给的改善（AS1→AS2）对冲了需求收缩（AD1→AD2）在增长和就业方面的影响，但两者对物价的影响都是向下的。关键问题是：未来能否继续沿着垂线去通胀？美国劳动力市场近期的数据显示，供给修复的改善已接近尾声，但需求走弱的信号仍在强化，2023年7-10月失业率从3.5%升至3.9%，对应的牺牲率抬升至0.57，远高于0.1。

⁶ 参考深度报告：《注定衰退：去通胀“下半场”，美联储两难全》。

图表34：一个解释框架：后疫情时代去通胀的牺牲率为何偏低？



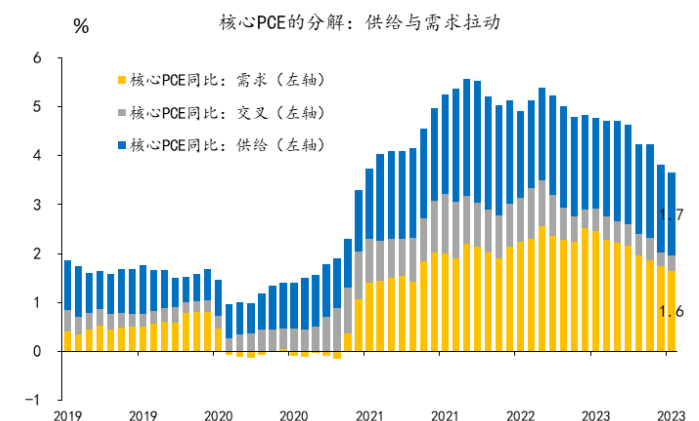
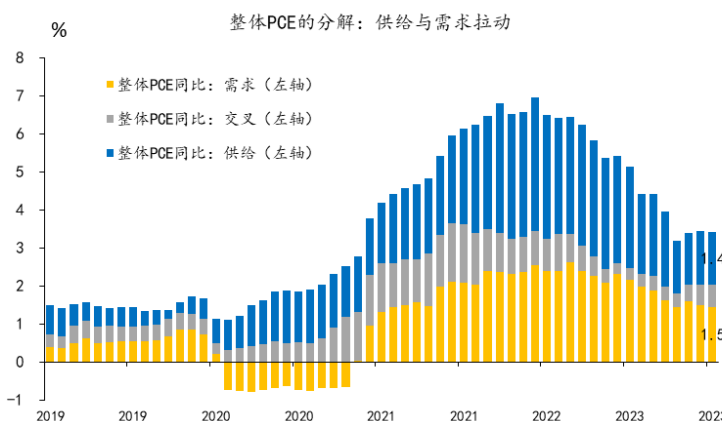
来源：笔者绘制、国金证券研究所

利用通胀的供给-需求分解，可以持续跟踪去通胀驱动力的切换⁷，进一步确认供给侧是再通胀和去通胀“上半场”的主要解释，而当前的 PCE 与核心 PCE 通胀中，需求已经成为主要拉动项。换言之，去通胀“下半场”的进程，以及中期内通胀的中枢都将主要取决于需求收缩的程度和持续性。

与疫情前相比，疫情后供给与需求对通胀的拉动率都显著提升。以 PCE 为例，疫情前分别为 0.4 和 0.6 个百分点，贡献率 31% 和 46%（交叉项贡献 23%），疫情后的再通胀阶段平均为 2.0 和 0.9，去通胀阶段平均为 2.2 和 1.9。所以，供给是后疫情时代再通胀的主要贡献。2022 年 6 月为 PCE 通胀的高点（7.12%），供给和需求分别拉动了 3.5 和 2.5 个百分点，分别贡献 49% 和 35%。在去通胀阶段，PCE 通胀累计下行 3.7 个百分点，供给和需求分别贡献了 2.1 和 1.1，贡献率 57% 和 30%。核心 PCE 略有不同，这主要表现在去通胀的结构。核心 PCE 通胀累计下行 1.8 个百分点，需求贡献了 0.9。截止到 2023 年 10 月，PCE 与核心 PCE 结构中，需求与供给“平分秋色”。

图表35：通胀的供给侧与需求侧分解（PCE）

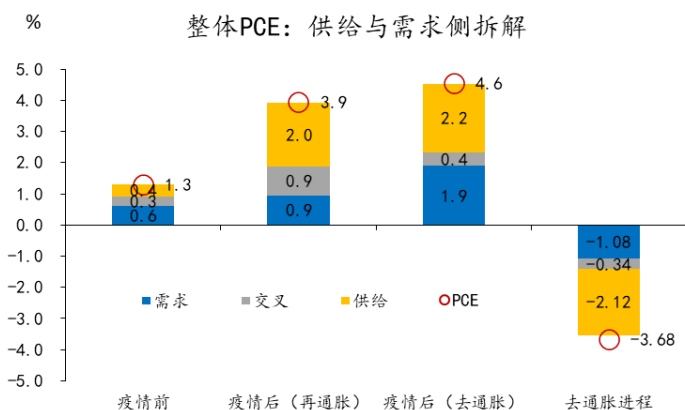
图表36：通胀的供给侧与需求侧分解（核心PCE）



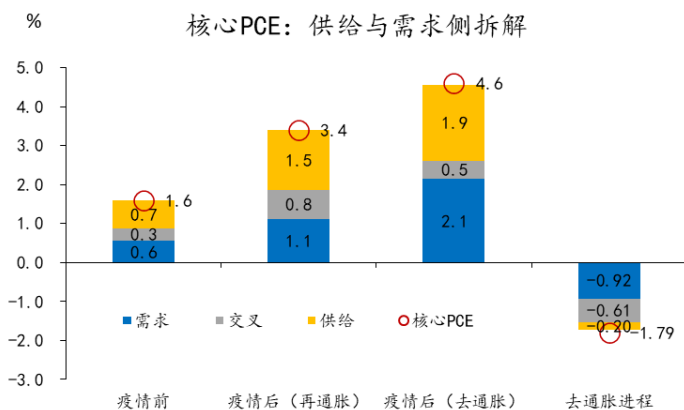
来源：美联储（旧金山）、国金证券研究所

⁷ 参考旧金山联储：<https://www.frb.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

图表37: 美国再通胀与去通胀的结构 (PCE)



图表38: 美国再通胀与去通胀的结构 (核心PCE)



来源: 美联储(旧金山)、国金证券研究所⁸

传统的周期框架注重需求侧, 核心通胀又具有较强的周期性⁹。所以, 可将核心通胀拆分为周期和非周期两部分进一步分析去通胀的驱动力。核心 PCE 中的非周期项的高点出现在 2022 年 2 月, 周期项的高点出现在 2023 年 1 月, 相隔近 1 年。2023 年 6 月, 周期核心 PCE 通胀的下行进入“快车道”。此前, 核心 PCE 通胀的下行几乎全由非周期(即供给侧)贡献。截止到 2023 年 9 月, 周期项和非周期项对核心 PCE 通胀的拉动率分别为 2.5% 和 1.3%, 贡献率分别为 71% 和 39%。

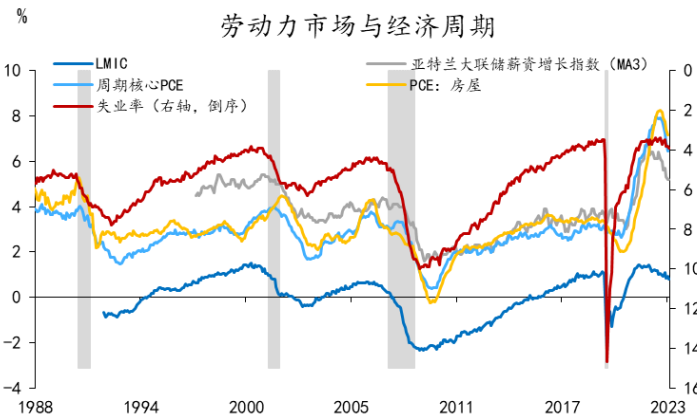
租金通胀和工资增速都具有强顺周期性。在样本期内, 房屋通胀与周期项的相关系数高达 0.88, 与非周期项的相关系数仅为 0.30。亚特兰大联储薪资增长指数(3 个月移动平均)与周期项的相关系数高达 0.79, 与非周期项相关系数仅为 0.11。换言之, 周期性通胀的下行, 或以房屋通胀或工资增速下行为前提。至 2024 年 3 季度, 租金通胀继续下降的确定性较高, 工资增速下行的趋势尚在延续, 何时进入“U 型”的底部区间依赖于劳动力市场状况的变化——在高利率状态不变的前提下, “V 型”并非基准假设。

图表39: 核心 PCE 通胀的分解: 周期与非周期



来源: 美联储(旧金山)、国金证券研究所

图表40: 美国“去通胀”进入需求主导阶段



(二) 绕不开的周期: 经济扩张周期尾声+信用收缩周期“下半场”, 谁是“变局者”? ¹⁰

2024 年, 谁是“变局者”(game changer)? 关键还是高利率状态下的金融脆弱性。我们的基准假设是: 相比历史上的加息周期, 美、欧实体部门和金融体系¹¹更加稳健, 出现系统性风险的概率偏低。这主要是因为金融机构的资产对应着实体部门的负债, 而私人部门的资产负债表和现金流状态依然较好。并且, 大危机后, 央行“最后贷款人”和“最

⁸ 说明: 疫情前为 2015-2019 年平均。PCE 的“疫情后(再通胀)”阶段为 2020 年 3 月-2022 年 6 月, 核心 PCE 为 2020 年 3 月-2022 年 9 月。PCE 去通胀阶段为 2022 年 6 月-2023 年 10 月, 核心 PCE 去通胀阶段为 2022 年 9 月-2023 年 10 月。

⁹ 为了确定哪些支出更具周期性或非周期性, Mahedy-Shapiro (2017) 建立了一个菲利普斯曲线模型, 认为, 如果某一支出类别的通货膨胀率与失业缺口负相关, 并且在统计上显著, 则该类别被认为是周期性的。反之, 则认为是非周期性的。参考:

<https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/cyclical-and-acyclical-core-pce-inflation/>

¹⁰ 详细分析请参考报告:《谁是“变局者”: 高利率状态下的资产负债表风险》。

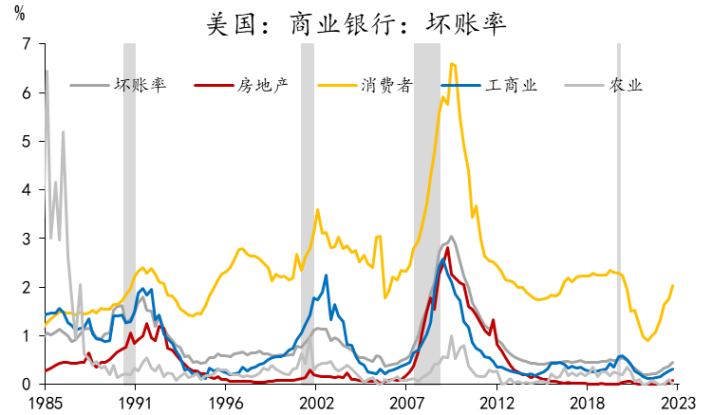
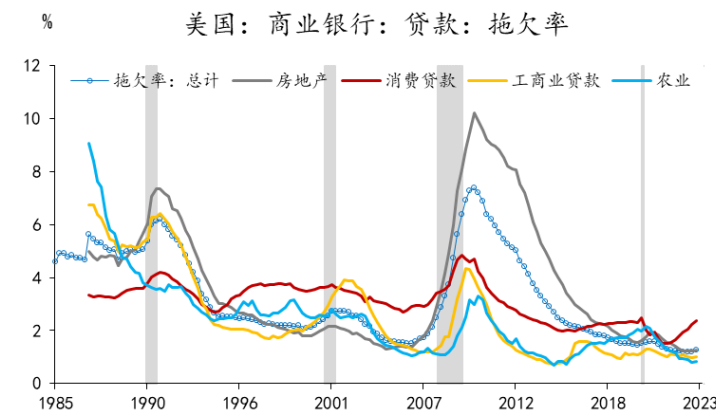
¹¹ 主要抓手是商业银行——历史上的经济衰退多数与银行危机有关(虽然有可能只是其中一环)。

后交易商”职能和宏观审慎监管框架日臻完善，资产负债表作为一套工具可有针对性的缓冲流动性风险的传染。但是，这只能起到延迟与缓冲作用，虽然金融条件已经在改善，但仍有充足的数据表明，在高利率、银行信用收缩、“债务墙”和流动性趋紧情况下，2024 年全球金融压力难言减弱。

美国商业银行信用风险边际上有所抬升，但整体可控，脆弱环节主要集中在中型银行的商业抵押贷款和小银行的信用卡贷款。截止到 2023 年底，商业银行拖欠贷款总规模、拖欠率和坏账率都处于历史性低位，仅消费贷款拖欠规模上行至疫情前水平，坏账率持续回升至 2.0%（总体坏账率 0.46%），但仍比疫情前低 26bp。备受关注的是大中型银行（Top 100）的商业地产贷款风险和小银行的信用卡贷款风险，两者的坏账率均已经升至疫情前水平，前者为 0.26%（疫情前 0.01%）——商业地产拖欠率 0.16%，小银行拖欠率 0.03%，后者为 8.5%——超过了 2008 年大危机时期的峰值（8.1%）。

图表41：美国商业银行贷款拖欠率维持低位

图表42：美国商业银行坏账率维持低位

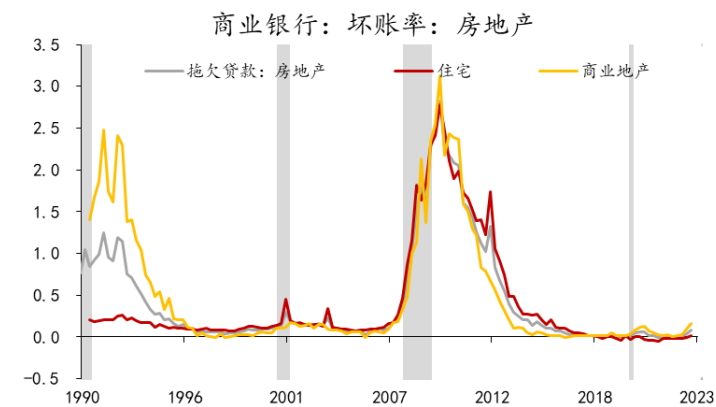


来源：Wind、国金证券研究所

房地产贷款拖欠率与坏账率均较低，商业地产（CRE）的信用风险备受关注。截止到 2023 年 6 月底，美国 CRE 抵押贷款规模为 3.6 万亿，存款机构 2.1 万亿，占比近 60%。美国本土特许银行的房地产贷款为 5.4 万亿，占总资产的比重 27%，其中，住宅贷款 2.6 万亿，CRE 贷款 2.8 万亿。值得关注的是，2008 年大危机之后，大型银行的 CRE 贷款规模保持平稳，小银行 CRE 贷款规模已经增加到 1.9 万亿，占比从 54%提到了 70%。第一共和银行的破产暴露了 CRE 的风险——CRE 贷款是第一共和银行浮亏的主体。CRE 贷款违约率趋于上行，压力渐增，主要集中在规模前 100 的大中型银行。

图表43：商业地产坏账率有所抬升

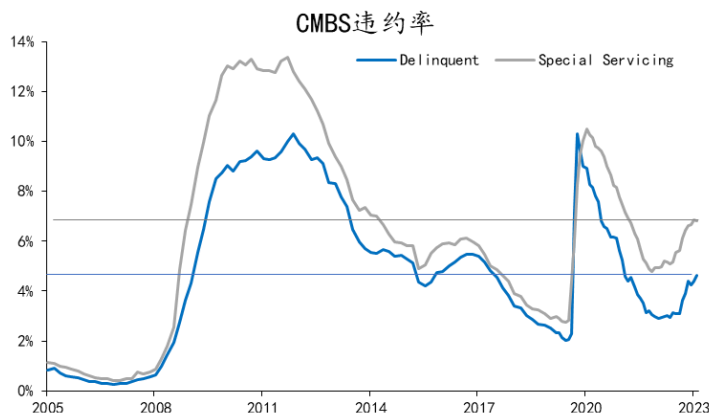
图表44：商业地产违约主要集中在前 100 大中银行



来源：美联储、国金证券研究所

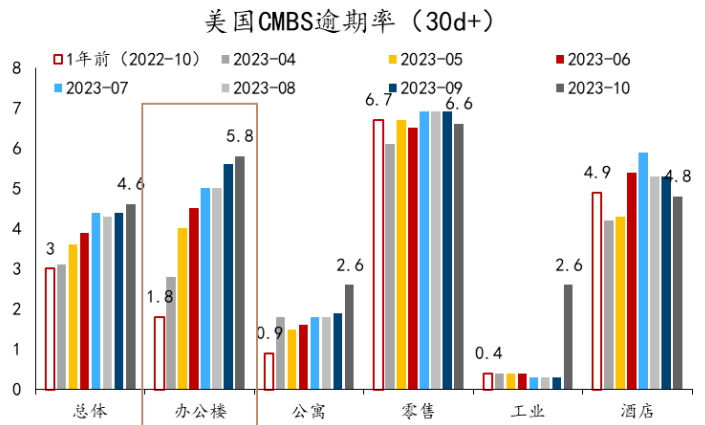
商业地产的基本面、市场估值（LTV）和债务再融资等维度均面临压力测试，违约风险主要集中在零售、办公楼和酒店。2023 年 10 月，美国 CMBS 总体违约率升至 4.6%，相比 1 年前提升了 160bp，为 2021 年以来的新高。分类别看，零售的违约率最高，但趋势较为平稳。办公楼违约率上行幅度最快，从 1 年前的 1.8%上升到了 5.8%。

图表45: CMBS 违约率 (整体)



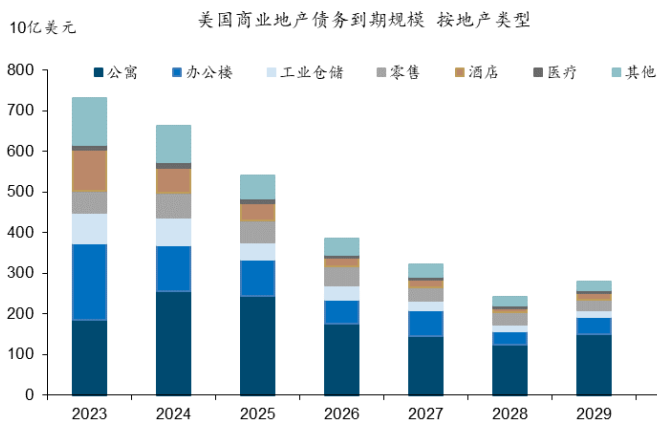
来源: Bloomberg、Trepp、国金证券研究所

图表46: CMBS 违约率 (分类型)



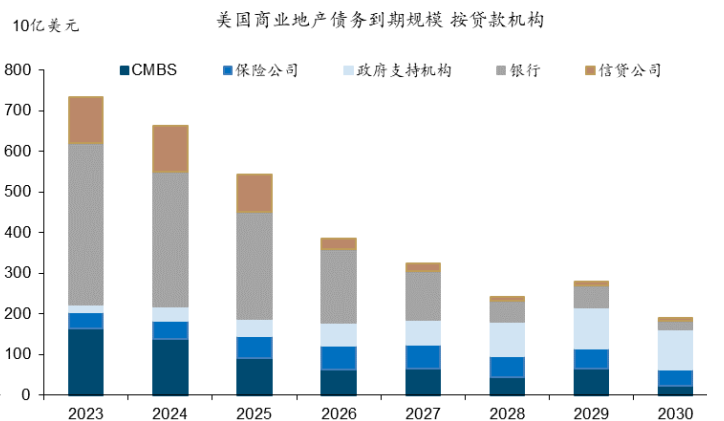
2024-2025 年, 商业地产债务到期压力相对较高。美国 MBA 协会的数据显示, 约 7280 亿美元的商业地产贷款将于 2023 年到期, 另有 6590 亿美元将于 2024 年到期。酒店贷款在 2023 年到期的贷款中份额最大 (34%), 其次是写字楼贷款 (25%)。从贷款方看, 银行业敞口最大, 银行贷款占商业地产债务比重达 52%。

图表47: 2023 年商业地产债务到期规模最大



来源: Mortgage Bankers Association、国金证券研究所

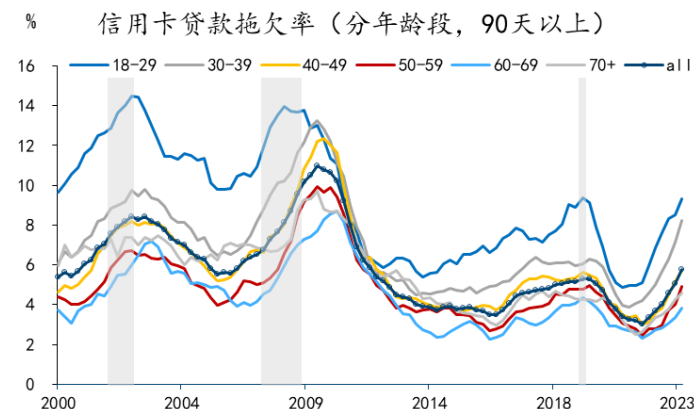
图表48: 商业地产贷款到期规模里, 银行比重最大



来源: Mortgage Bankers Association、国金证券研究所

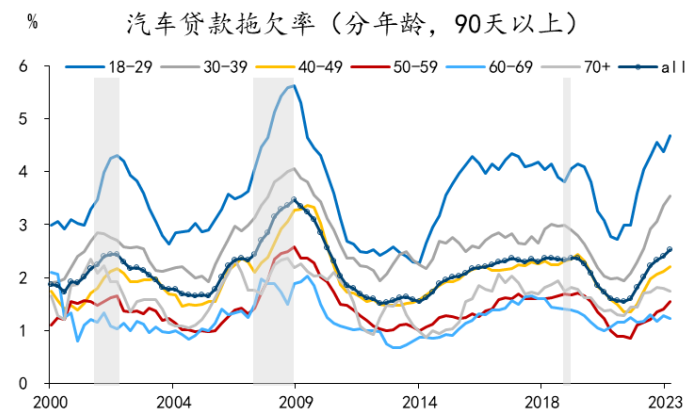
消费贷款拖欠率和违约率的上行与利率上行和劳动力市场边际转弱有直接关系。截止到 9 月, 新车贷款利率 (48 个月) 和信用卡贷款利率分别升至 8.3% 和 21.2%, 较加息前夕分别上行了 3.4 和 6.6 个百分点, 前者回到了 2001 年 9 月的水平, 后者为二战结束以来的峰值 (1985 年的前高约 19%)。分年龄段看, 拖欠率相对偏高的主要集中在 18-29 岁和 30-39 岁人群。考虑到青年失业率的快速上行, 消费贷款 (尤其是汽车贷款) 的违约风险短期内或难有改善。

图表49: 信用卡拖欠率 (分年龄段)



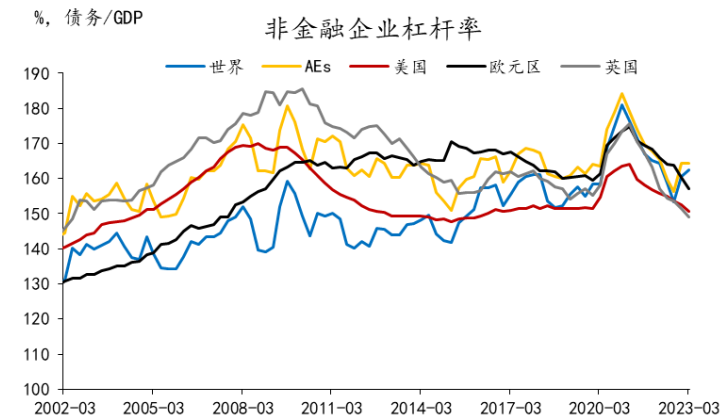
来源: 美联储 (Household Debt and Credit)、国金证券研究所

图表50: 汽车贷款拖欠率 (分年龄段)

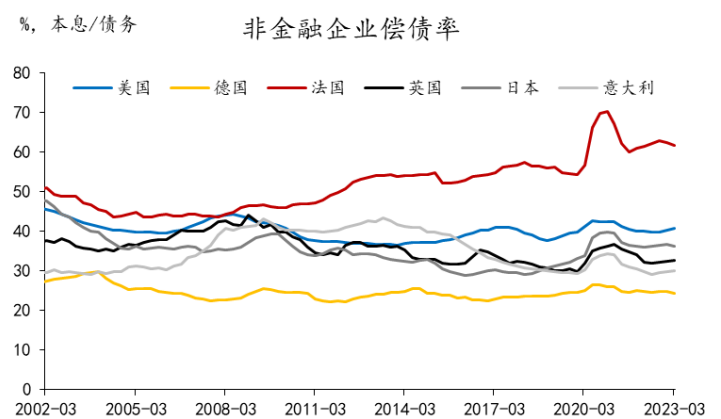


银行的资产对应着实体经济部门的债务，金融体系的稳定性建构在实体部门资产负债表的健康程度上。截止到2023年底，美国私人实体部门的资产负债表依然“殷实”：1) 企业杠杆率“名增实降”，偿债压力（本息/债务）略有上行，利息覆盖倍数仍位于历史较高区间，利润率增速有企稳迹象，工商业贷款违约率并无上行苗头，故违约风险偏低——中小企业存在一定的融资难、融资贵问题；家庭部门长达十余年去杠杆，杠杆率较高位下行约25个百分点（1/4），偿债压力处于十余年低位，且劳动力市场仍然偏紧，仅40岁以下年龄人群的信用卡、汽车贷款存在一定违约风险。国家间比较而言，美国在绝大多数维度上都比欧元区更有韧性，例如银行资本充足率和息差更高、企业利息覆盖倍数更高，居民固定利率抵押贷款占比更高等。

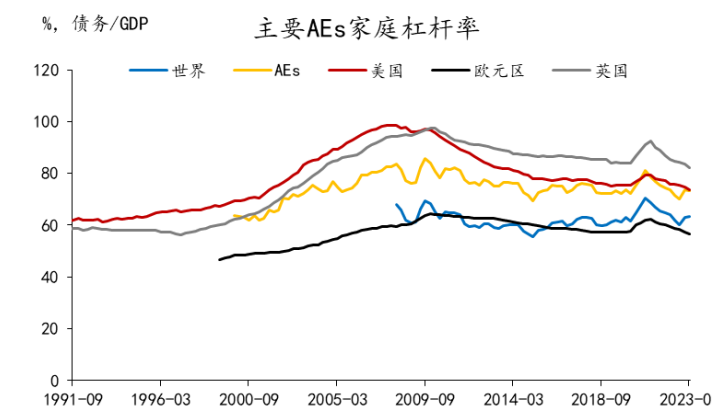
图表51: AEs 非金融企业杠杆率趋于下行



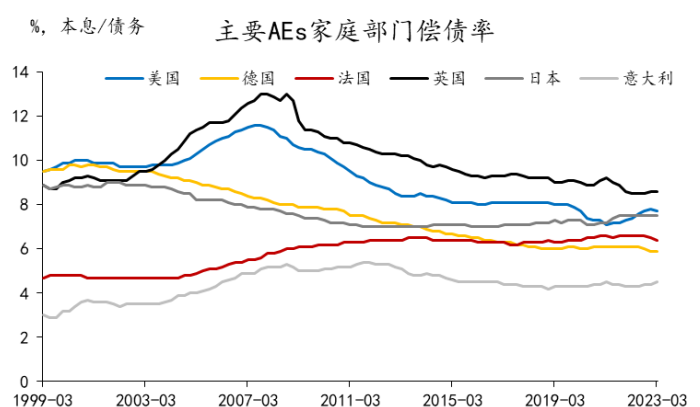
图表52: AEs 非金融企业还本付息压力有一定分化



图表53: 主要 AEs 家庭杠杆率稳中有降



图表54: 还本付息压力分化, 美、德、英持续下降



三、交易胜负手：寻找历史“组合解”，基准假设是“有惊无险”

本次加息周期，海外经济会如何“着陆”？历史的教训是：“这次不一样”与“这次也一样”两种观念的代价都是高昂的。经验只提供了某些可能性，但远未穷尽所有可能，严谨和务实做法是构建历史的“组合解”，寻找不同阶段的最佳参照系。

（一）历史“组合解”：美国经济，这次如何“着陆”？资本市场如何演绎？¹²

上世纪50年代末以来的60余年里（1958至2023年），美联储共执导了13次加息周期。在前12次加息周期中，美国经济共出现了9次硬着陆（即衰退）和3次软着陆（1965年、1983-84年和1993-95年）。机械地计算，美联储加息背景下美国经济硬着陆和软着陆的概率分别为75%和25%。但这显然高估了加息引发的硬着陆的概率¹³。假如2020年没有新冠疫情冲击，2015-2019年加息周期可能对应着一次软着陆；如果再考虑2001年案

¹² 详细分析参考报告《历史的“组合解”：美国经济，这一次如何“着陆”？》。

¹³ Alan S. Blinder, 2023. Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022, Journal of Economic Perspectives—Volume 37, Number 1—Winter 2023—Pages 101-120.

例（叠加“911”事件冲击），次数将被修正为7和5，概率将修正为58%和42%。所以，经济如何着陆的关键是外生冲击，常见的形式为包括金融危机、地缘冲突等。

图表55：这次如何着陆？1958年以来美联储的13次加息周期和美国经济的9次硬着陆、3次软着陆

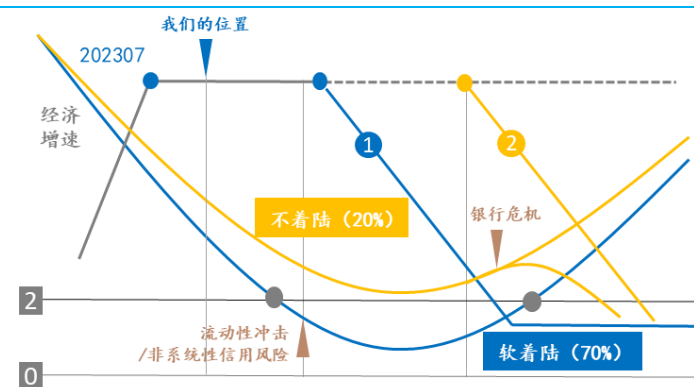


来源：美联储、NBER、Wind、国金证券研究所

美国经济，这次如何着陆？我们倾向于认为，如果仅考虑金融风险，这次美国经济“软着陆”的概率更高（主观概率 70%），主要特征是“有惊、无险”：“惊”指金融风险（主要指银行危机），“险”指衰退风险，具体而言：（1）牺牲率显著上行，失业率显著高于4%、但低于5%¹⁴，GDP 增速明显低于 1.8%¹⁵但最多只出现一个季度负增长；（2）核心通胀持续下行至 2.5-3%区间，再通胀风险偏低；（3）非美经济体出现系统性风险，或美国境内出现非系统性风险/流动性冲击；

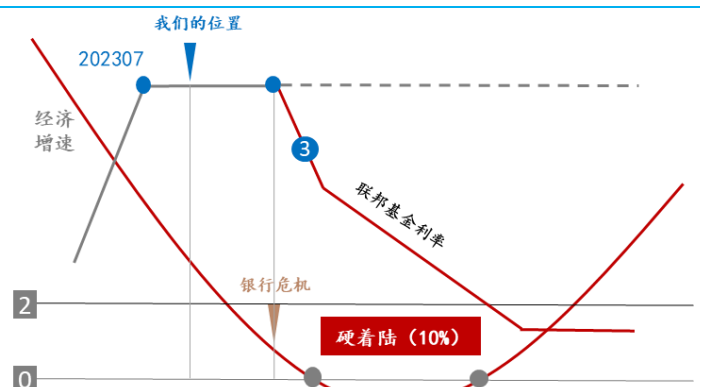
在高利率状态下，潜在金融风险显性化的概率依然偏高，但出现系统性银行危机的概率依然偏低。由于 2024 年的通胀与就业环境不同 2023 年 3 月 SVB 破产时期，若再次出现金融风险事件，美联储降息的概率会明显上升，并通过结构性贷款工具有针对性地提供流动性支持，防止风险传染，避免经济衰退。银行危机往往始于流动性危机。历史上，“美联储加息-金融危机-衰退”反复重演的一个根据是美联储没有有效的工具应对流动性危机（如贴现窗口），但 2008 年之后，资产负债表工具已较为完备，并且美联储受道德风险的约束显著弱于从前¹⁶。

图表56：“软着陆”和“不着陆”场景



来源：笔者绘制、国金证券研究所

图表57：“硬着陆”场景



¹⁴ 1960 年来的 9 次衰退中，失业率上升幅度的最小值为 1.5 个百分点。

¹⁵ 4%为自然失业率，1.8%为潜在 GDP 增速，参考美联储经济预测摘要（SEP）中的长期估计。

¹⁶ 参考伯南克《21 世纪货币政策》、伯南克等《灭火》。

场景二是“不着陆”(no landing)——也可能是“迂回的硬着陆”¹⁷，主观概率 20%，主要特征是“无惊、无险”，具体而言：(1)“牺牲率”略有上行，但保持低位，失业率缓慢上行至 4%上方，GDP 增速仅小幅低于 1.8%；(2)核心通胀下行一段时间后走平，再通胀风险更高，时点上需关注 2024 年 2 季度¹⁸；(3)无大中型银行破产事件；这是政策决策者的完美场景，但对市场而言并非如此，因为美联储大概率会推迟降息时点、且降息空间也会受限，进而推动市场重新定价美联储政策转型。

场景三是“硬着陆”，主观概率 10%，主要特征是“有惊、有险”，即美国本土出现银行危机，或其它非经济金融的外生冲击，导致美国经济衰退。如前文分析，美国商业地产、信用卡风险仍有待出清，但大概率是非系统性的，(直接)“硬着陆”的概率偏低。

2023 年 4 季度初以来，美联储叙事的重点已经从“higher”转向“longer”¹⁹。在不再加息预期持续强化、财政融资规模放缓和基本面数据转弱的推动下，11 月 10 年美债收益率下行超 80bp。市场定价降息的基准是：2023 年 7 月为最后一次加息，首次降息的时点为 2024 年 5 月(概率 50%)，至 2024 年底累计降息约 100bp。美债利率走势符合一般经验——最后一次加息前后 1 个季度以内见顶回落。这一次，我们建议以 2006-07 年案例为基准，在美联储暂停加息区间，10 年美债利率或呈现“W 型”震荡形态。再通胀压力是区间震荡形态的关键变量。

图表 58: 不同“着陆”场景下、美联储暂停加息前后大类资产的表现

距离暂停加息月份		t-6	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
标普 500	衰退	1.00	0.99	1.00	1.00	0.99	1.01	0.95	0.95	0.95	0.98	1.00	0.98
	平均	1.03	1.02	1.02	1.02	1.00	1.02	0.97	0.97	1.00	1.02	1.03	1.05
	不衰退	1.06	1.05	1.05	1.04	1.01	1.02	0.99	0.99	1.05	1.06	1.07	1.11
10 年美债利率	衰退	0.96	0.97	0.98	0.98	1.01	1.02	0.97	0.98	0.96	0.90	0.91	0.87
	平均	0.95	0.96	1.00	1.01	1.03	1.03	0.99	0.97	0.94	0.86	0.87	0.86
	不衰退	0.93	0.95	1.01	1.04	1.05	1.03	0.95	0.95	0.93	0.83	0.82	0.85
美元指数	衰退	0.98	0.99	0.99	0.98	0.98	0.98	1.01	1.01	1.00	1.02	1.01	1.00
	平均	0.99	1.00	1.00	0.97	0.99	1.00	1.01	1.00	1.00	1.02	1.01	1.01
	不衰退	1.01	1.01	1.01	0.97	0.99	1.01	1.00	1.00	1.00	1.02	1.02	1.02
大宗商品	衰退	0.96	0.96	0.97	0.96	1.01	1.01	1.02	1.05	1.06	1.09	1.10	1.07
	平均	0.97	0.97	0.98	0.98	1.00	1.01	1.00	1.01	1.03	1.04	1.04	1.03
	不衰退	0.99	0.99	0.98	0.99	0.99	1.01	0.99	0.97	1.00	0.99	0.99	1.00
COMEX 黄金	衰退	0.97	0.95	0.98	0.97	0.98	1.02	1.00	1.04	1.02	1.00	1.00	1.00
	平均	0.99	0.99	1.02	0.99	1.00	1.02	1.00	1.04	1.02	1.01	1.01	1.02
	不衰退	1.01	1.04	1.05	1.02	1.01	1.02	1.00	1.04	1.03	1.02	1.03	1.03

来源: NBER、Wind、国金证券研究所²⁰

¹⁷ 参考报告《历史的“组合解”: 美国经济, 这次如何“着陆”? 》。

¹⁸ 一是因为原油价格低基数效应; 二是 2024Q3 租金通胀触底的扰动; 三是工资增速下行斜率或趋于放缓。

¹⁹ 参考报告《美联储叙事的转变: 从 higher 到 longer》。

²⁰ 黄色填充为最大值。

图59: 不同“着陆”场景下、美联储开始降息前后大类资产的表现

距离开始降息月份		t-6	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
标普500	衰退	1.06	1.06	1.07	1.07	1.05	1.01	1.04	1.02	1.01	1.04	0.99	0.99
	平均	1.00	1.00	1.00	0.99	1.00	0.99	1.04	1.03	1.03	1.06	0.99	0.99
	不衰退	0.95	0.95	0.94	0.92	0.96	0.97	1.03	1.04	1.06	1.08	1.00	0.99
10y美债利率	衰退	1.10	1.24	1.16	1.22	1.14	1.07	1.01	0.96	0.94	1.01	0.97	0.88
	平均	1.20	1.21	1.16	1.19	1.15	1.09	0.96	0.96	0.96	0.99	0.97	0.94
	不衰退	1.26	1.23	1.18	1.15	1.13	1.00	1.03	1.02	1.00	0.97	0.95	0.91
美元指数	衰退	0.97	0.98	0.99	1.00	1.01	1.02	0.99	0.98	0.99	1.01	1.01	1.00
	平均	0.98	0.99	0.99	0.98	1.00	1.01	1.01	1.01	1.02	1.00	1.02	1.03
	不衰退	1.00	1.00	0.99	0.97	0.99	1.01	1.02	1.05	1.05	0.99	1.01	1.03
大宗商品	衰退	0.96	0.97	0.98	0.98	1.01	0.99	1.03	1.05	1.03	1.05	1.05	1.06
	平均	0.91	0.93	0.95	1.00	1.00	1.00	1.02	1.03	1.03	1.03	1.04	1.08
	不衰退	1.00	1.01	1.01	1.02	1.02	1.01	1.01	1.02	1.03	1.02	1.04	1.09
COMEX黄金	衰退	0.98	0.97	0.98	0.96	0.95	0.99	1.05	1.05	1.05	1.08	1.13	1.17
	平均	0.99	0.98	0.98	0.99	0.98	1.00	1.03	1.03	1.03	1.04	1.07	1.09
	不衰退	1.00	0.98	0.98	1.02	1.01	1.01	1.01	1.00	1.00	1.00	1.01	1.01

来源: NBER、Wind、国金证券研究所

(二) 疫后“新范式”: 重回“长期停滞”, 还是“长期滞胀”?

从大衰退之后低增长、低通胀、低利率的“三低经济”到后疫情时代的“三高经济”, 似乎表现出异于常规的韧性。我们需要将短期扰动剥离再做审视, 方能认清疫后“新范式”。

2022-2023 年美国经济的超预期表现是一种“低效的繁荣”, 持续性有待确认, 劳动生产率增速暂不支持技术进步带来的“范式转变”一说。2020-2023Q3, 美国非农商业部门劳动生产率平均增速为 1.4%, 与 1973-1980 年“大滞胀”时代相等, 都是二战结束以来的低位, 远低于战后“黄金时代”和 90 年代以来的信息技术革命时期, 甚至低于 2008 年大危机之后的“长期停滞”时代。2022Q1-2023Q3, 制造业劳动生产率同比连续 7 个季度负增长。这是一种“低质量增长”, 主要依靠的是劳动力“人数”的增长和“工作小时数”的提升。技术进步层面, 制造业已经重回“大衰退”时期的“停滞”状态。

图60: 美国非农商业部门劳动生产率增速

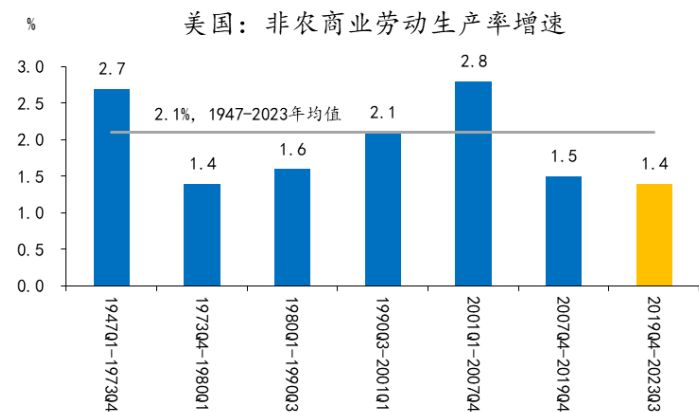
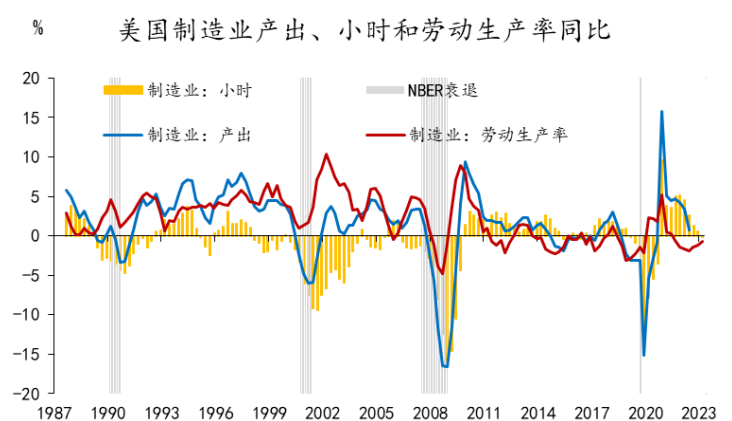


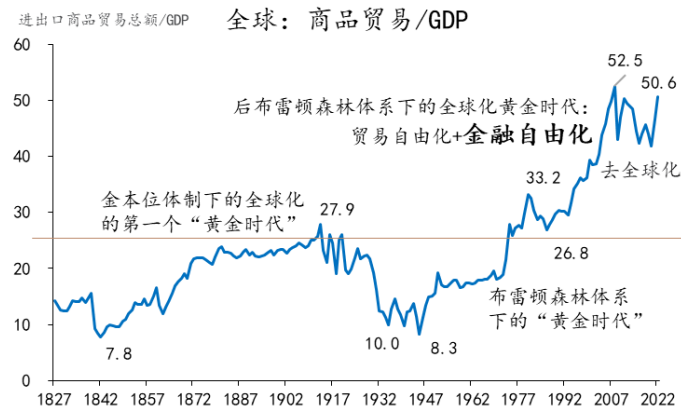
图61: 美国制造业劳动生产率连续负增长



来源: BLS、Wind、国金证券研究所

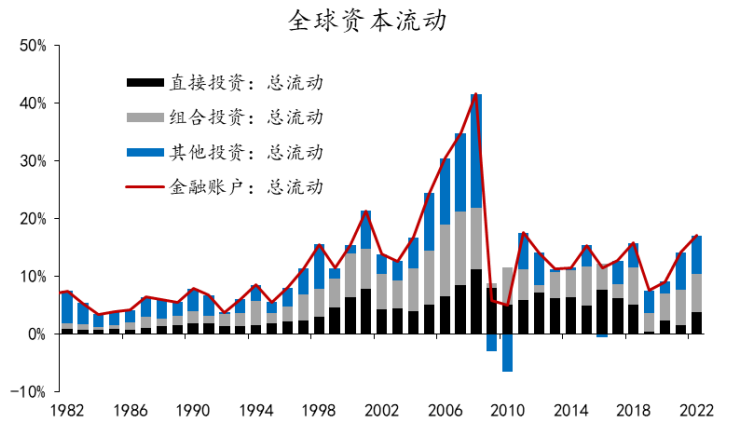
通胀中枢的上移或是后疫情时代“新范式”的关键特征。上世纪 80 年代以来, 建立在美元信用本位下的全球化是全球通货大缓和的重要背景。中间品贸易的全球化, 资本要素价格的下降, 劳动力供给的增加和货币政策规则的变化都是解释全球范围内去通胀和菲利普斯曲线平坦化的重要原因。然而, 全球化已经在 2008 年出现逆转; 全球人口红利渐行渐远, 老龄化社会的负担越来越重; 货币流动性长达十多年宽松。通胀中枢上移的条件越来越充分, 与之相对抗的力量是贫富分化和技术进步。

图表62: 全球化的起落

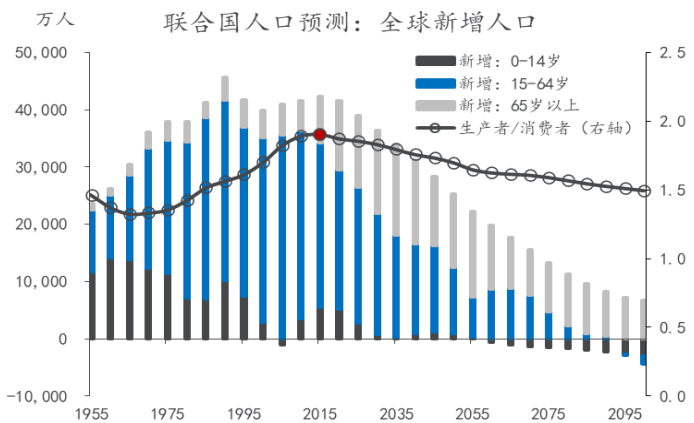


来源: OWID、IMF、国金证券研究所

图表63: 大危机后, 全球资本流动规模大幅收缩

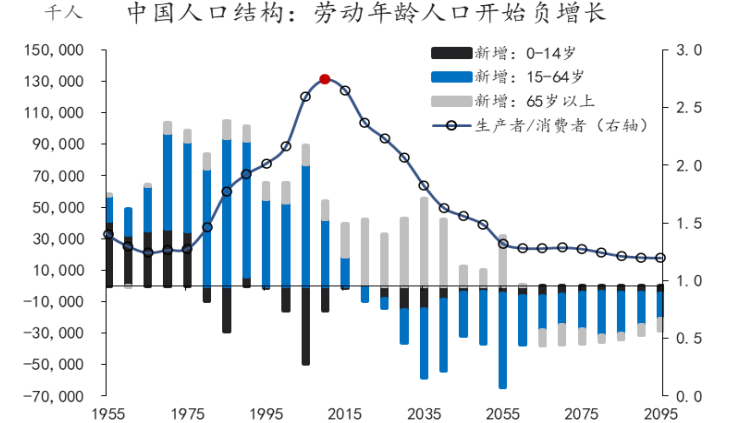


图表64: 全球人口老龄化的拐点已经出现



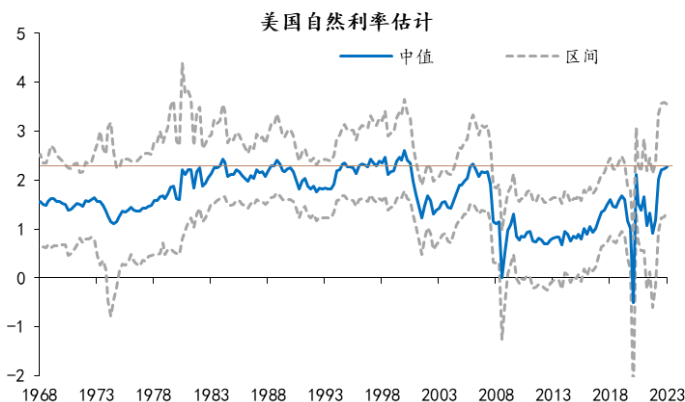
来源: 联合国、国金证券研究所

图表65: 中国人口结构老龄化的“斜率”更陡峭



伴随着通胀中枢的上移, 无风险利率也会“水涨船高”。后疫情时代的“新范式”的另一个典型特征是, 货币政策利率较难回到“负利率”时代, 长端无风险利率的中枢也会明显抬升。美联储的模型估计认为, 当前美国自然利率已经升至 2.3%, 基本回到了上世纪 60 年代以来的高位, 与 2008 年大危机之前相当。后危机时代推升自然利率的最关键因素是债务的积累, 2008 年至今, 债务累计拉动自然利率 1.8 个百分点。

图表66: 美联储估计, 中性利率已经升至 2.3%



来源: 美联储、Thiago R.T. Ferreira and Carolyn Davin (2022)、国金证券研究所

图表67: 债务是后危机时代推升中性利率的主要变量

	1995-2007	2008-19	2020-22
区间变化	-2.3	0.2	0.5
债务供给	-0.4	1.4	0.4
安全资产需求	-0.7	-0.1	0.1
生产率	-0.1	0.1	0.4
人口	0	-0.3	-0.1
全球外溢效应	-0.6	-0.4	-0.2
其它	-0.5	-0.4	0

后疫情时代全球经济的特征事实或可归纳为“三高”²¹：高通胀、高利率和高增长（名义），关键变量是“高”通胀——相对于大衰退时期而言。通胀中枢的上移源自 2008 年大危机以来的 4 个结构性转变，新冠疫情冲击起到了“催化剂”的作用：（1）去全球化和产业链重构带来的投资拉动和成本推动的通胀；（2）人口老龄化趋势难以逆转，疫情冲击加剧了劳动力供给的短缺，55 岁以上人群的劳动参与率或难回到疫情前，工资增速水平或难回到疫情前低位；（3）上世纪 80 年代末以来，投资在发达国家 GDP 中的比重持续下降，2008 大危机之后资本开支显著收缩，AEs 经济体或面临供给侧约束；（4）“赤字货币化”的实践和公共部门债务的积累在中期内抬升了财政赤字率的中枢，“财政主导型”政策也易于推升通货膨胀，但不建议类比“大滞胀”时代。

风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

附录：美联储暂停加息与开始降息其后大类资产的表现

图表68：基于 ACM 模型预测的 10 年美债利率路径

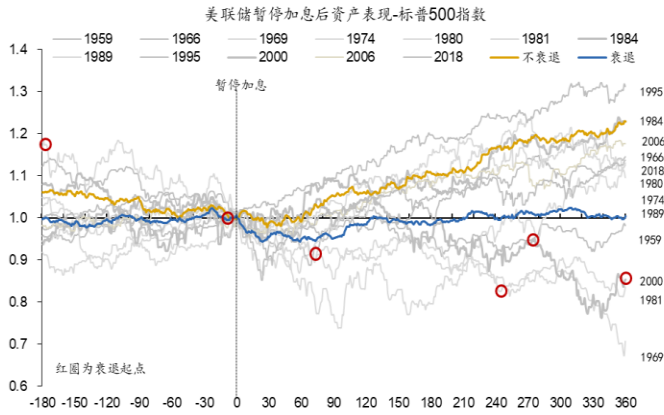
	2024年GDP增速	2024年通胀	潜在增速	长期通胀中枢	自然利率	FFR路径	美债利率分解	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
场景一 (基准情形)	1.0%	2.7%	1.8%	2.0%	0.6%	2024年降息3次	10年美债利率	4.7	4.3	3.9	3.5	3.4
							风险中性利率	4.6	4.4	4.2	3.7	3.6
							期限溢价	0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1
场景二 (通胀中枢上移)	2.0%	3.1%	1.8%	2.5%	0.6%	2024年加息2次	10年美债利率	5.2	5.7	5.2	4.9	4.8
							风险中性利率	4.9	5.6	5.2	4.7	4.6
							期限溢价	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2
场景三 (潜在增速上移)	2.0%	2.9%	2.3%	2.0%	1.2%	2024年降息1次	10年美债利率	5.2	5.2	5.0	4.5	4.3
							风险中性利率	4.9	5.0	4.9	4.3	4.0
							期限溢价	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2

来源：美联储、Wind、国金证券研究所²²

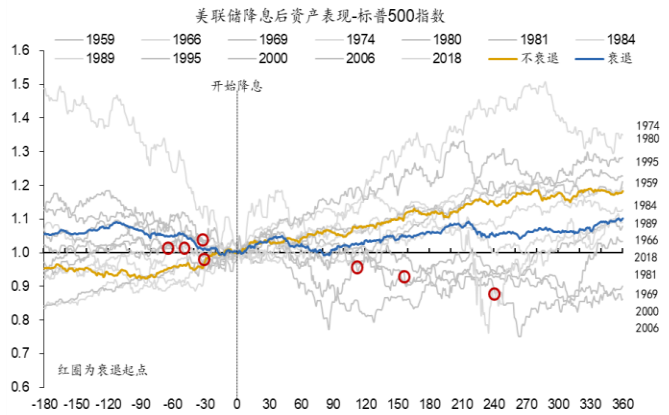
²¹ 相对于 2008 年之后的“三低”而言，且不宜类比“大滞胀”时代。

²² 模拟场景与正文中美国经济着陆的三种场景不完全一致（仅场景一相匹配）。

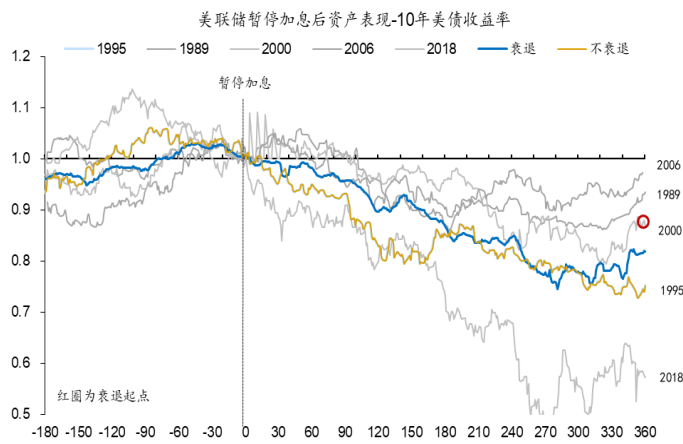
图表69: 美联储暂停加息前后美股的表现



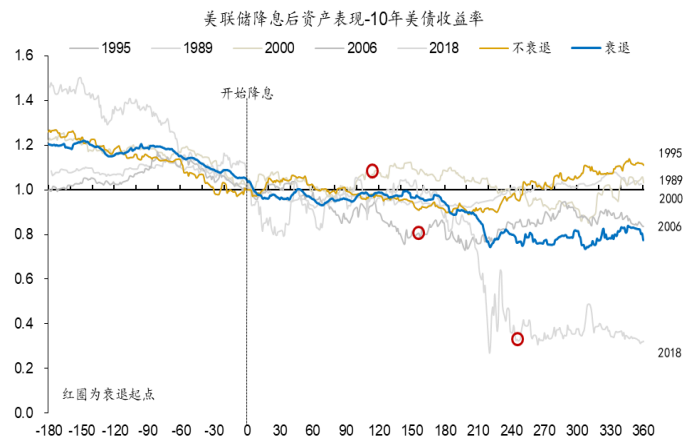
图表70: 美联储开始降息前后美股的表现



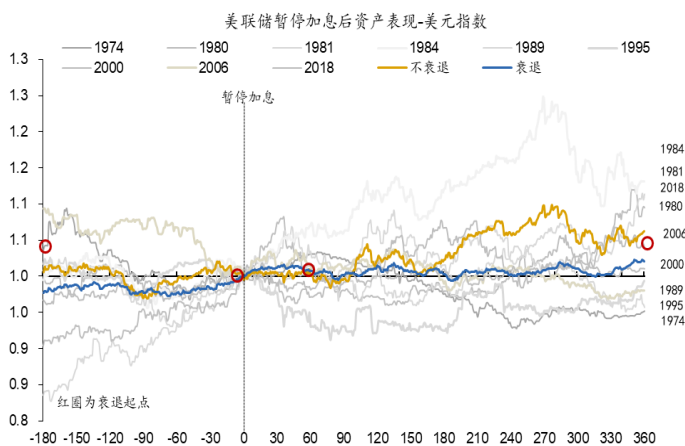
图表71: 美联储暂停加息前后10年美债利率的表现



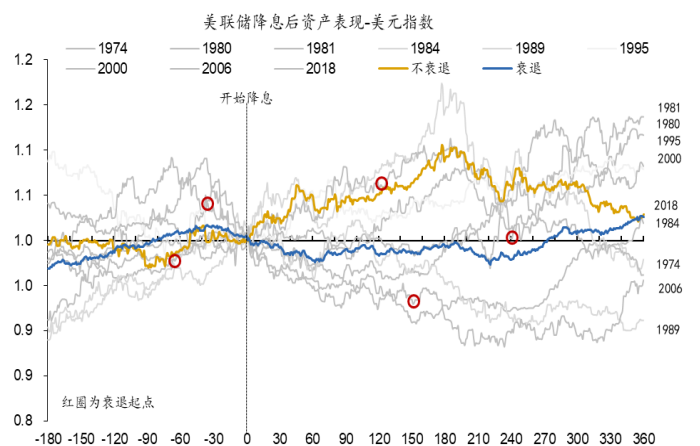
图表72: 美联储开始降息前后10年美债利率的表现



图表73: 美联储暂停加息前后美元汇率的表现



图表74: 美联储开始降息前后美元汇率的表现



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究