

衰退继续延迟，海外进入降息通道

——2024年海外经济年度展望

2023年12月8日

宏观经济 深度报告

分析师 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

投资摘要：

海外实体经济：美国消费动能有所减弱，但仍可支撑实体经济，投资不再拖累GDP。商品冷服务热是今年全球普遍现象，服务业或略有减弱。商品制造有筑底迹象，明年有望略有转暖，但幅度不大。家庭资产负债表整体健康，随着利率上浮，信用消费债务偿还占比逼近6%经验阈值，预计明年美国私人消费仍处于长期增长趋势范围，但较今年有所减弱。加息周期结束减轻地产投资压力，投资不再拖累GDP。企业债务虽然处于高位，但利息支出极低，债务在明年较难对企业经营产生压制。岗位空缺数虽有回落，但与就业供给的差距仍旧过大，明年一季度就业仍旧尚可。另一方面，劳动力市场紧绷进入中后期，部分行业岗位空缺落至疫情前以下，服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。预计明年上半年劳动力市场仍旧稳健，但下半年不确定性较高。

油价低迷，明年上半年通胀压力不大。通胀取决于两个方面，一是政策面，包含货币和财政政策，二是基本面，包含需求方和供给方。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性预期，而财政政策受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增，明年财政政策较难宽松。基本面方面，由家庭消费主导的私人消费以及地产恢复利率弹性，总需求尚可；从大宗价格和供应链来看供给方得到极大的缓解，预计明年通胀总体水平压力不大，如果每月环比稳定在0.2~0.3%附近，则明年CPI同比应在2.5~3.5%之间。若明年降息幅度过大，将再次刺激地产，下半年有通胀反弹的可能。

海外货币政策：全球加息周期结束。今年年中美联储对通胀过于担忧，导致进一步加息。而实际通胀数据远好于当时美联储的预期，并没有看到核心通胀，特别是非住宅部分的粘性，数据与美联储担忧的不符。当核心CPI环比稳定在0.3以下则不会触发加息条件。明年一季度降息可能不大，二季度靠后段时间可开始考虑。由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要2~3年才能显现。家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。劳动力紧绷仍需一段时间。我们仍认为美国经济短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过5.25%衰退风险加大的观点。我们一直认为若要避免后期过早衰退，停留在5.25%上方的时间不宜过长。此外，鉴于地产市场已摆脱08年次贷危机阴影，恢复了对利率的敏感度，当前地产市场处于紧平衡状态，而非疲软。这意味着明年也不能降息太多，目前市场对明年降息幅度预期过于乐观，我们预计第一阶段降息幅度为50bp左右。

海外资本市场：美股短期风险不大，长期仍维持中性。美国十年期国债利率下限暂时看到3.65~3.85%。随着通胀中枢以及GDP增长中枢上移，美十债很难回到2008~2022年间的长期低利率水平。美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加AI技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，长期继续维持中性。由于全球加息周期结束，美元强势结束。但全球需求不旺，通胀压力下降，大宗商品仍以震荡为主。

风险提示：全球通胀超预期导致全球衰退。

目 录

1. 实体经济：消费动能略有减弱，但可支撑年内经济，投资有望短期止跌	4
1.1 商品制造有筑底迹象，明年有望略有转暖，但幅度不大	4
1.2 消费动能略有减弱，但仍将支持经济	5
1.3 投资不再拖累 GDP	8
1.4 就业紧绷程度下降，部分行业略显疲软，但总量离平衡尚远	10
2. 通胀与货币政策	12
2.1 通胀压力减轻	12
2.2 全球加息周期基本结束，明年首次降息周期或为幅度 50bp 左右	14
3. 资本市场	15
3.1 利率下降	15
3.2 股市短期风险不大，长期趋势性泡沫仍存	16
3.3 汇率与大宗	16
4. 风险提示	17
相关报告汇总	17

插图目录

图 1： 欧美制造业 PMI 均在底部震荡	4
图 2： 欧洲主要国家制造业 PMI 仍在底部，德国略有好转	4
图 3： 英美服务业 PMI 处于荣枯线附近	4
图 4： 欧盟主要国家服务业 PMI 继续保持在荣枯线以下	4
图 5： 美国 ISM 分项客户库存仍在高位	5
图 6： 历史上制造业 PMI 低于 45 即为经济危机	5
图 7： 日韩出口处于底部，但不再恶化（%）	5
图 8： 美国 Markit 制造业 PMI 不再恶化，接近 50	5
图 9： 实际人均可支配收入增速低于长期趋势	6
图 10： 实际人均可支配收入同比提高（%）	6
图 11： 有房人群存量房贷利率很低（%）	6
图 12： 十二月移动平均收入同比增速（四分位）（%）	6
图 13： 家庭部门杠杆率较低（左：十亿美元，右%）	7
图 14： 家庭总负债同比增速（%）	7
图 15： 家庭部门债务偿还占比处于低位（%）	7
图 16： 信用贷款利率升高（%）	7
图 17： 超额储蓄几乎耗尽（%）	8
图 18： 娱乐车辆消费高涨支撑商品消费	8
图 19： 消费处于长期增长趋势上	8
图 20： 耐用品消费止跌回升	8
图 21： 投资有望止跌	9

图 22: 非住宅投资分项	9
图 23: 住宅分项止跌 (十亿美元)	9
图 24: 存量房过低, 新房销售回升 (千套)	9
图 25: 受政策支持, 工业投资处于高位 (自然对数)	10
图 26: 融资成本上升 (%)	10
图 27: 企业杠杆处于高位 (疫情期间除外) (%)	10
图 28: 银行信贷放松 (%)	10
图 29: 企业利息负极低, 利润水平处于历史高位 (%)	11
图 30: 失业率略有回升 (%)	11
图 31: 政府就业加速, 制造业平台期 (千人)	11
图 32: 岗位空缺数下降明显 (千人)	11
图 33: 新增非农环比变化 (2020 年 2 月=100)	12
图 34: GDP、消费和劳动力恢复程度 (%)	12
图 35: 部分服务业岗位空缺数下降明显 (2020 年 2 月=100)	12
图 36: 非住宅核心服务通胀同比下滑 (%)	13
图 37: 可选消费通胀分项同比继续缓慢回落 (%)	13
图 38: 核心通胀环多月处于 0.3 以下 (%)	13
图 39: 需看到 CPI 环比稳定低于 0.3%, 目前连续 6 个月 (%)	13
图 40: 联邦政府利息支出迅速增长 (%)	13
图 41: 美国通胀与政策利率 (%)	14
图 42: SOFR1%、99%分位波动正常 (%)	14
图 43: 一年期国债利率回落至 FFR 下方 (%)	14
图 44: 时薪需稳定在 0.4% 以下 (%)	14
图 45: 欧洲通胀终于低于政策利率 (%)	15
图 46: 美十债模型 (%)	15
图 47: 利率正常化 (%)	15
图 48: 标普与长短利差 (%)	16
图 49: 美股与实体投资正相关	16
图 50: 标普 500 再次出现长期趋势泡沫 1	16
图 51: 标普 500 再次出现长期趋势泡沫 2	16

1. 实体经济：消费动能略有减弱，但可支撑年内经济，投资有望短期止跌

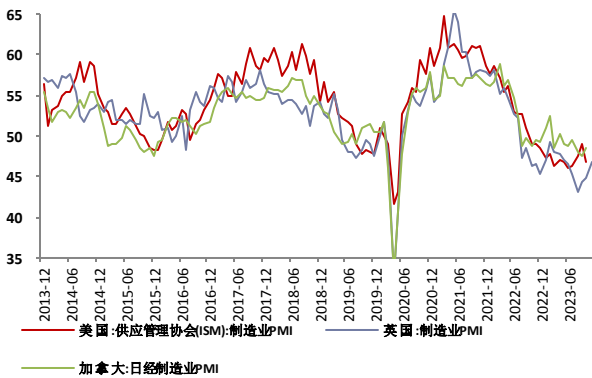
商品冷服务热是全球普遍现象，服务业或有所减弱。美国家庭负债健康是经济不陷入衰退的重要支撑。投资有望短期止跌，底部震荡。年内劳动力市场虽紧绷程度下降，但仍将较为紧张。下半年为传统消费旺季，年内衰退概率不大。

1.1 商品制造有筑底迹象，明年有望略有转暖，但幅度不大

三季度，受商品消费圣诞季影响，除法国以外，欧美制造业 PMI 多数有筑底迹象。受俄乌冲突影响最大的德国制造业 PMI 没有再创新低（图 1、2）。美国制造业 PMI 亦有转好，更能代表多数制造厂商的 Markit 制造业更是触及 50 荣枯线平衡点（图 8）。从美国制造业 PMI 的库存分项来看，欧美商品库存仍在高位（图 5），表明去库存尚未结束，意味着新的库存周期回暖幅度可能不大。从国际贸易链条看，韩日本出口仍在底部，但也不再恶化（图 7）。

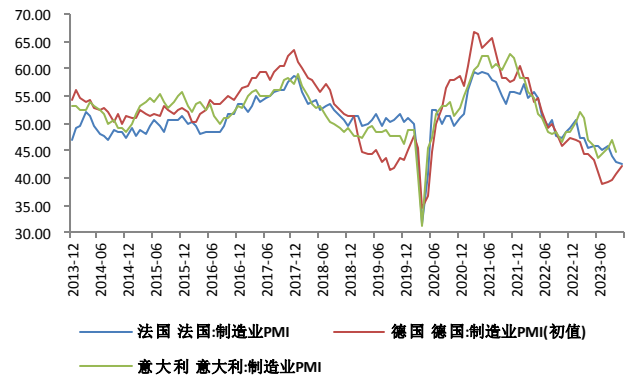
服务业方面，随着夏季旅游季结束，欧美普遍出现服务业 PMI 季节性回落的现象（图 3、4）。从美国服务业消费节奏看，自去年以来，服务业复苏速度一直均衡稳定，并未出现衰减。根据历史经验，制造业 PMI 低于 45 即为经济危机（图 6），本次经济复苏存在明显的商品和服务生产错位现象，存在这一相关性较弱的可能。

图1：欧美制造业 PMI 均在底部震荡



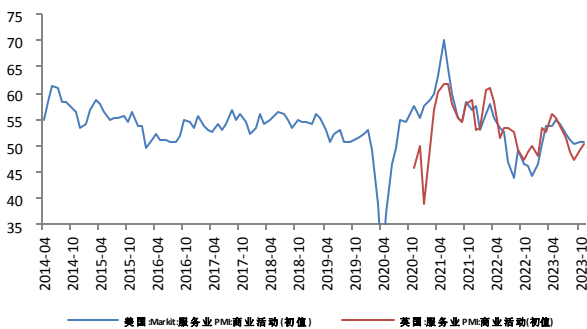
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：欧洲主要国家制造业 PMI 仍在底部，德国略有好转



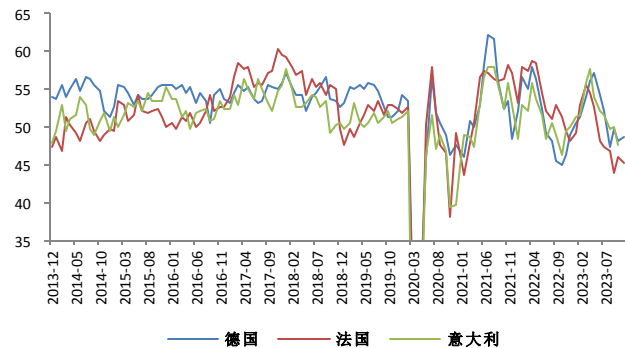
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：英美服务业 PMI 处于荣枯线附近



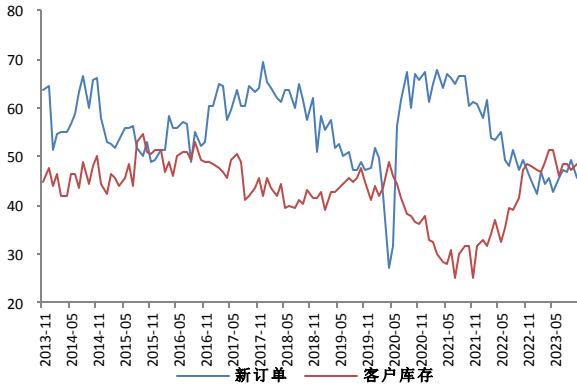
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：欧盟主要国家服务业 PMI 继续保持在荣枯线以下



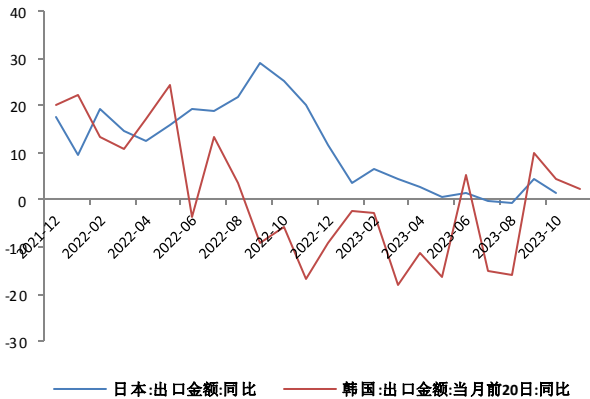
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：美国 ISM 分项客户库存仍在高位



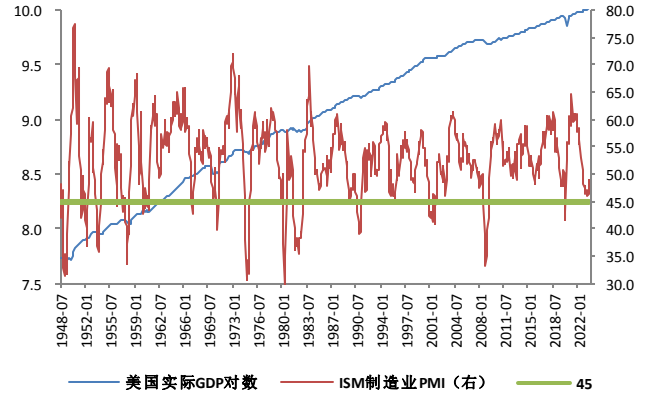
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：日韩出口处于底部，但不再恶化（%）



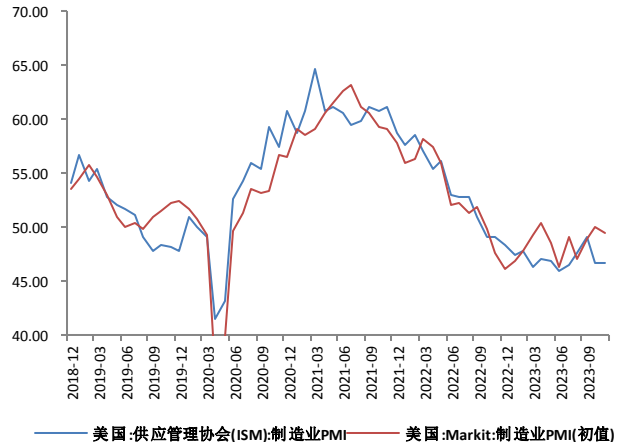
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图6：历史上制造业 PMI 低于 45 即为经济危机



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图8：美国 Markit 制造业 PMI 不再恶化，接近 50



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

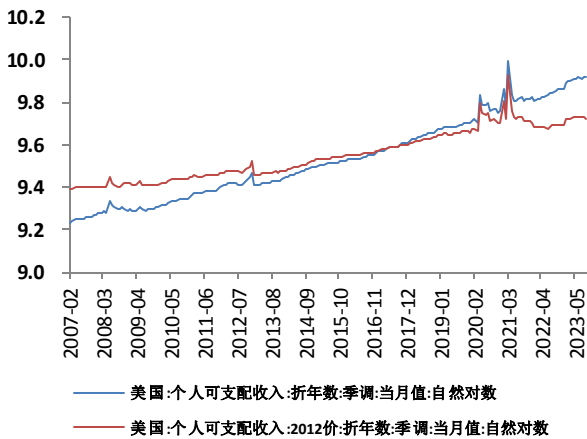
1.2 消费动能略有减弱，但仍将支持经济

随着通胀回落，实际收入压力减轻，消费仍有支撑。但储蓄率过低、空缺岗位数有所下降以及消费信用偿还占比太高，预计明年消费动能有所减弱。美国回到长期增长趋势通道，更受消费驱动。三季度美国商品消费强劲，主要受到耐用品中娱乐车辆和家居支撑，四季度为传统消费旺季，家庭资产负债表健康，明年消费虽有所减弱，但仍将支持整体经济；地产止跌，投资不再拖累经济；由于利息支出过多，联邦政府支出或略有减弱。

美国消费当前状态：耐用品中娱乐相关车辆、家具等支撑总消费环比超预期，非耐用品稳定缓慢回落至长期趋势线，但仍在趋势之上。服务业仍旧保持稳健复苏速度，并未减速。其中，娱乐相关车辆消费从未减速，并在今年保持环比加速上涨的态势，支撑了今年以来美国耐用品消费超预期的主要部分。（图 18~20）

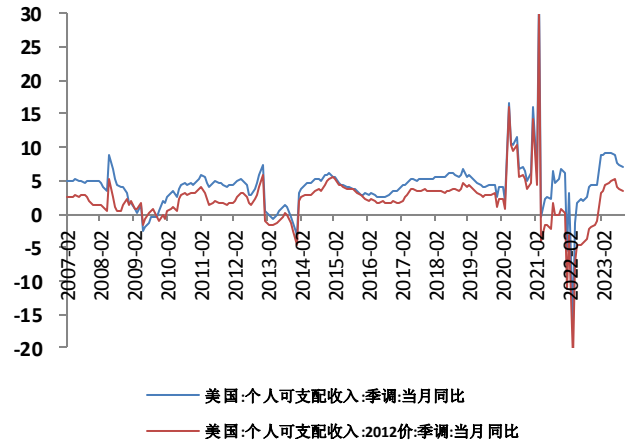
收入端：家庭部门收入增长同比下降，其中中高收入增速显著下降，中低收入增速高位稳定。从图 12 可以看出，12 个月移动平均收入同比回落主要集中在中高收入人群，而中低收入人群影响非常有限，这与岗位空缺数居高不下，服务业恢复速度不减相吻合。虽然岗位空缺数有所下降，但空缺数总量仍旧显著（图 32），服务业仍有复苏空间，预计中低收入人群收入仍将维持高位一段时间。受高通胀冲击，实际人均个人可支配收入仍低于长期趋势（图 9）。本轮经济周期中，低收入阶层名义收入与高收入同幅度增长，这与前两次经济周期完全不同，也是支撑消费的重要原因之一。

图9：实际人均可支配收入增速低于长期趋势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：实际人均可支配收入同比提高（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

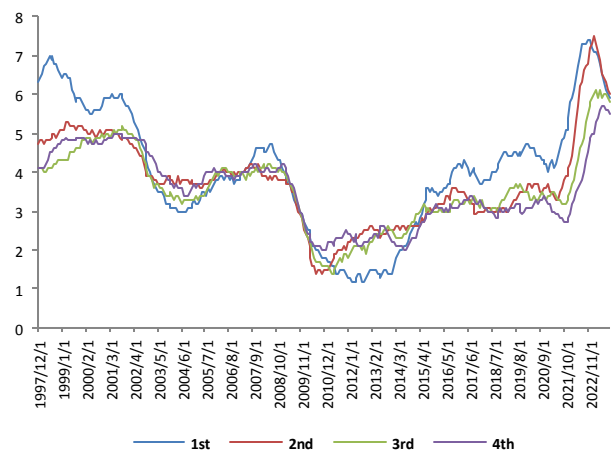
通胀对家庭部门消费的侵蚀作用减弱。通胀的有效下降可冲抵部分名义收入的下降，实际人均可支配收入同比仍处于较高位置（图 10）。通胀主要侵蚀底层消费，有房人群抵御通胀能力相对较强。2020-2022 年存量房贷置换成低利率，减少房贷的部分可以对冲通胀（图 11）。但房价上升，房产税也会渐渐提高，低利率存量房贷优势稍有减弱。而对于低收入人群，本轮周期中收入与其他收入人群一样均有明显增幅，这是与以往通胀周期有很大的不同，意味着低收入人群抵抗通胀中能力较以往周期略有提高。

图11：有房人群存量房贷利率很低（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

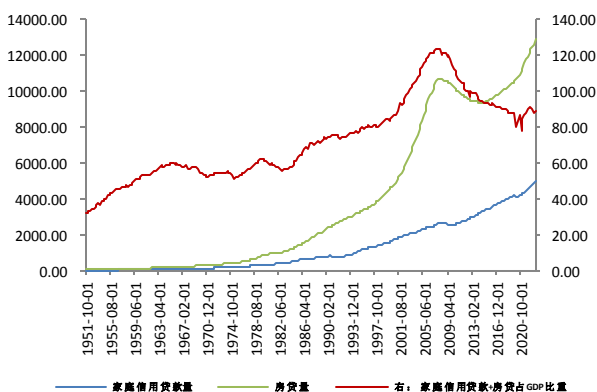
图12：十二月移动平均收入同比增速（四分位）（%）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

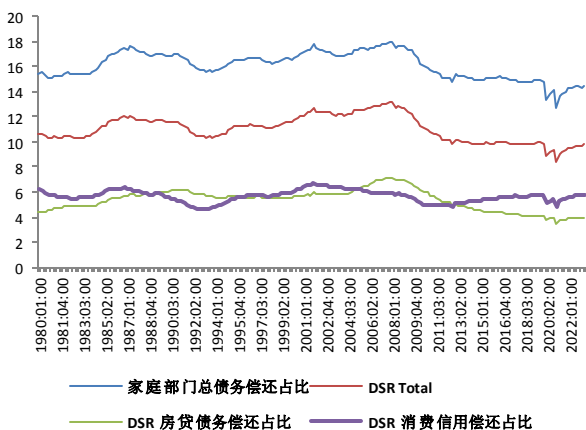
负债端：对消费能力总体不构成压制，但有所上升，信用消费将减弱。目前，家庭部门总杠杆率与 2001 年持平（图 13），总体可以承受目前的高利率，甚至更高。家庭部门低杠杆是支撑经济浅衰退/软着陆的主要来源。从债务增速看，家庭债务同比并未超过 10%（图 14），低于历次经济危机高点。从实际债务负担看，家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位（图 15）。根据历史经验，当消费债务偿还占比超过 6%，信用消费债务才会对消费起到压制作用。随着信用卡利率在今年二三季度加速走高（图 16），下半年至明年消费偿还占比可能突破 6%，届时消费债务将压制信用消费能力。目前负债数据更新至今年第二季度，可以看到无论是杠杆率、负债同比、偿还占比均较一季度有所升高，其中消费信用偿还占比升值 08 年以来新高 5.84，离经验阈值 6% 不远（图 15）。

图13：家庭部门杠杆率较低（左：十亿美元，右%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

图15：家庭部门债务偿还占比处于低位（%）



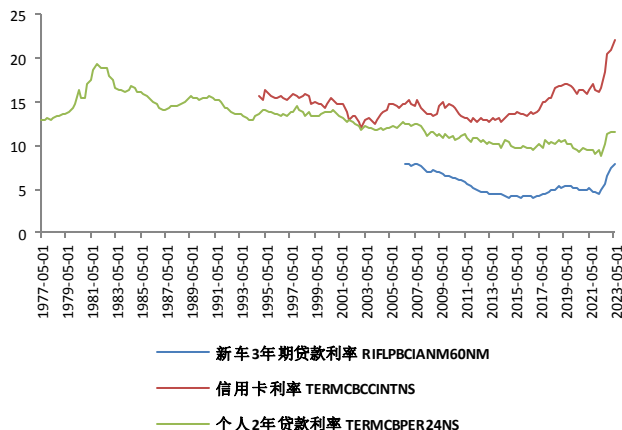
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图14：家庭总负债同比增速（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

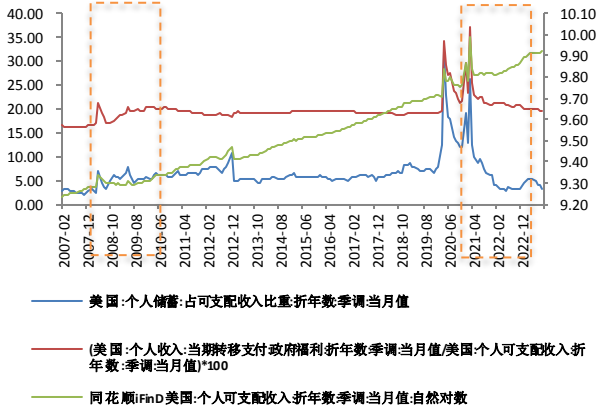
图16：信用贷款利率升高（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

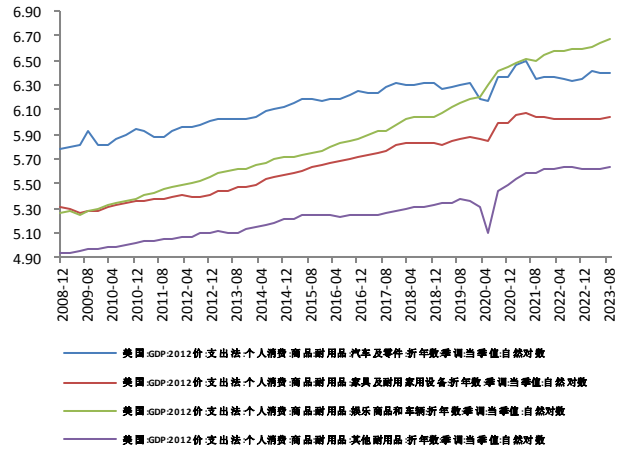
财富方面，超额储蓄几乎耗尽，储蓄率继续下降。今年二三季度，储蓄率持续下降，接近历史低位，明年消费将不再有来自储蓄方面的助力（图 17）。

图17：超额储蓄几乎耗尽（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

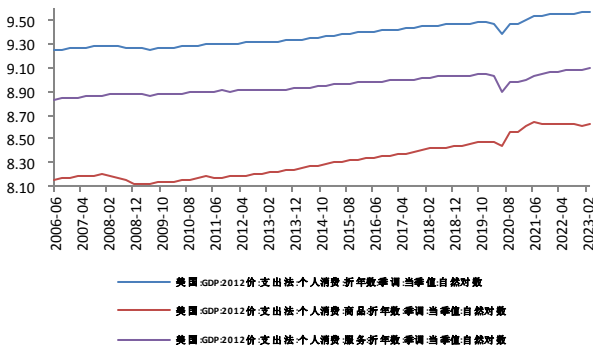
图18：娱乐车辆消费高涨支撑商品消费



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

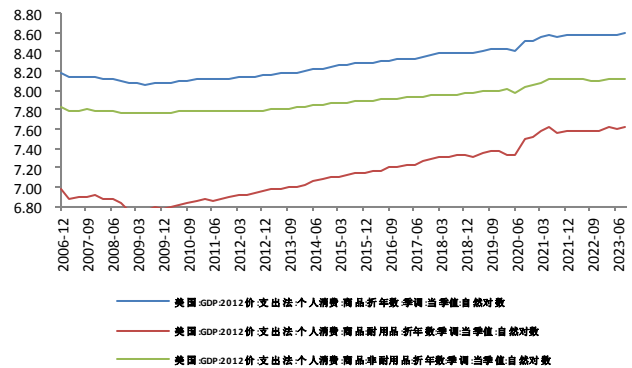
我们预计明年美国私人消费仍处于长期增长趋势范围，但较今年有所减弱。欧美消费更受服务消费影响。服务业继续受到疫情管控放开的刺激稳步复苏，服务业就业紧绷限制服务消费恢复速度。同时，受耐用品消费环比超预期影响，商品消费放缓不及预期，2023年1季度环比已止跌略有回升，表明疫情管控结束后服务消费对商品消费的替代作用已经完成。目前，美国宏观经济总量并未过热，过热集中于部分消费和服务业劳动力短缺。三四季度为传统消费旺季，三季度为旅游高峰，会加剧低收入服务业人手的短缺，四季度为传统感恩节和圣诞节商品消费高峰，继续支撑经济。明年商品消费很难有今年亮眼的表现，消费支撑将仅由稳健的服务业消费提供。

图19：消费处于长期增长趋势上



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：耐用品消费止跌回升

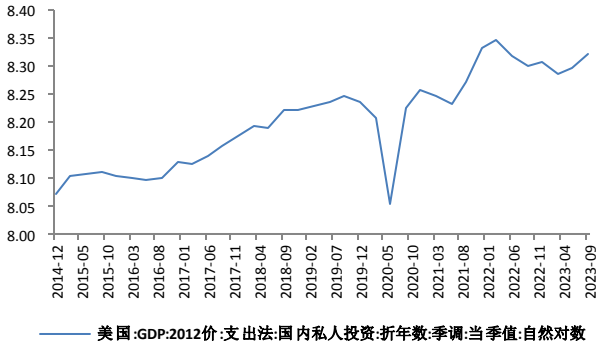


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 投资不再拖累 GDP

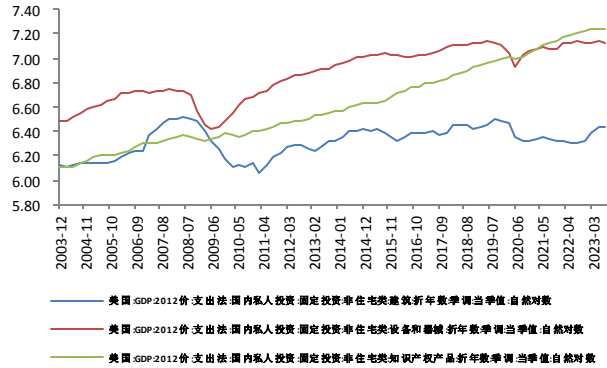
前期投资回落主要受地产回落影响，非住宅分项回落幅度远不及住宅，今年下半年地产如期底部止跌震荡，企业设备投资放缓不明显，R&D 增长波动较小，部分基建项目开工，建筑分项稳健。预计明年投资不再拖累 GDP，有望继续小幅增长。

图21：投资有望止跌



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

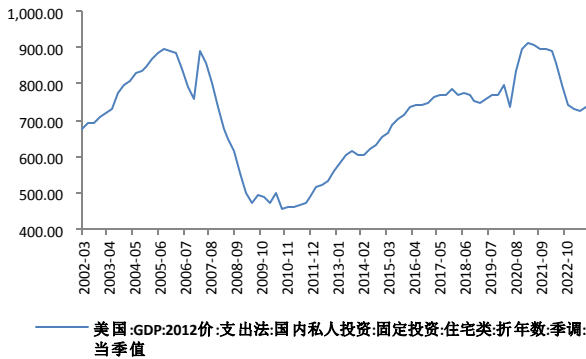
图22：非住宅投资分项



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

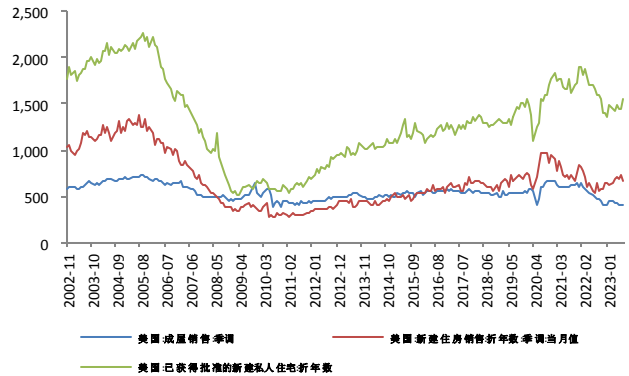
地产底部止跌震荡，若明年降息，则会再次小幅上扬。08年以后历经10多年的人口更新换代，购房适龄人群的家庭资产负债表没有受到次贷危机影响，非常健康。2019年以来，美国地产投资活力已完全恢复，脱离2008年次贷危机影响，恢复了对利率的敏感度。因此本次降息对地产的影响与08年完全不同。受高利率影响，地产高位震荡1年左右后出现显著下滑。但由于家庭部门收入端持续增长，虽然高房价和高利率抑制了部分地产需求，但在存量房太低的背景下，住宅市场仍处于紧平衡状态，住宅投资止跌（图23），近期新房销售亦超预期（图24），房价出现反弹（图11）。因此，住宅投资有望止跌震荡。若明年开启降息，房贷利率下降可能会再次刺激地产。

图23：住宅分项止跌（十亿美元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

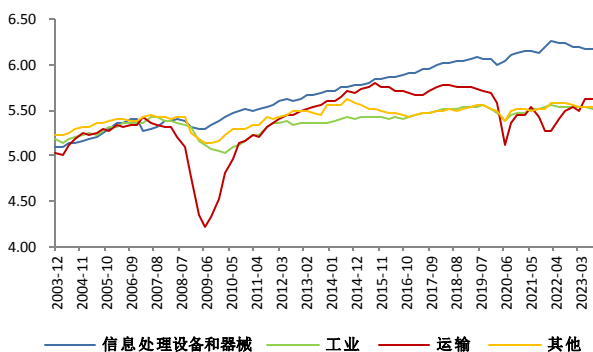
图24：存量房过低，新房销售回升（千套）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

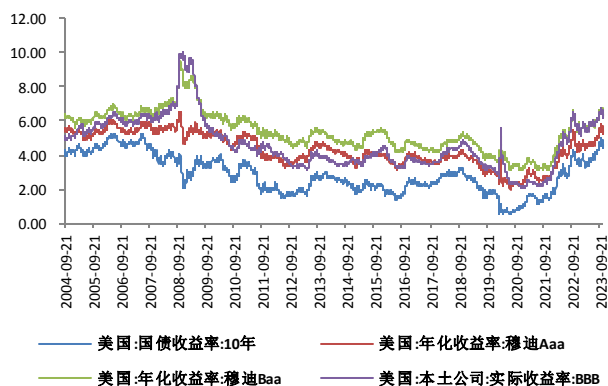
单纯看信息设备和R&D投资，今年确实经历了类似经济轻微衰退的一年，但由于建筑和运输投资逆势上涨，今年非地产投资总体略超预期（图25）。受产业政策扶持，工业投资一直处于高位，对利率不敏感，如芯片、新能源、电子产业不受周期影响。明年继续小幅增速回落，但总量继续稳步增长。

图25：受政策扶持，工业投资处于高位（自然对数）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

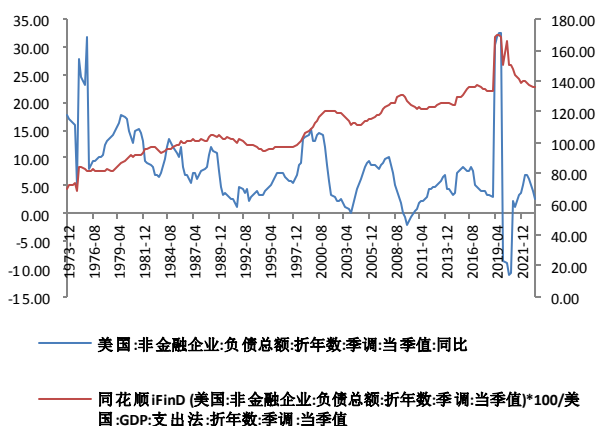
图26：融资成本上升（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

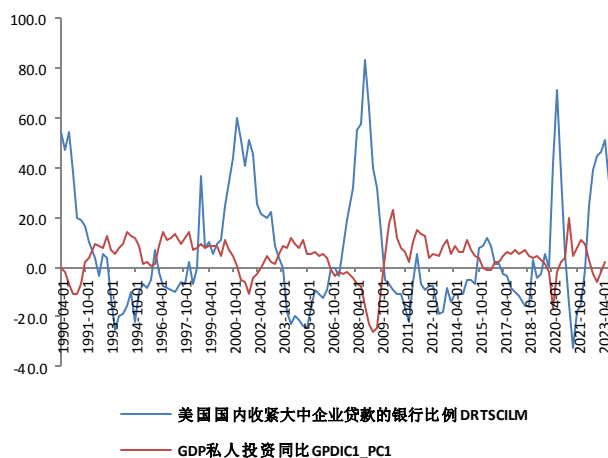
金融环境有所放宽，利率对企业债务影响暂时不大。今年企业杠杆稳定略下降（图 27），债务并未对企业盈利产生压制。银行信贷从去年三季度开始收紧，今年四季度略有放宽，利于投资反弹（图 28）。利率升高对位于较高位的企业杠杆尚未产生压力，企业利息支出占 GDI 比处于历史低位。至少在今年二季度以前，企业利息支出占比仍在下降，受益于此，企业利润仍处于历史较高水平（图 29）。利率升高对存量企业贷款/债券的影响是逐年显现的（如 3~5 年更新贷款利率），与 08 年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。企业部门杠杆高位，未来对利率敏感度远高于家庭部门。可以预见，明年利息支出占比将会略有回升，但离前期平均水平尚远，即企业债务在明年较难对企业经营产生压制。

图27：企业杠杆处于高位（疫情期间除外）（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：银行信贷放松（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

1.4 就业紧绷程度下降，部分行业略显疲软，但总量离平衡尚远

岗位空缺数虽有回落，但与就业供给的差距仍旧过大，明年一季度就业仍旧尚可。10月岗位空缺数不及预期，但仍有 873 万（图 35），显著高于疫情前。疫情管控导致的经济错位复苏，使得各行业恢复速度有明显差异。（恢复最快的行业：制造业和运输业、地产、科技行业。较慢的行业：餐饮、酒店、地方政府。）先期快速复苏的行业已明显减速或小幅回落，紧绷主要集中于服务业人群，10月非农就业继续由餐饮、商业服务以及

教育医疗行业贡献，除建筑业以外，其他行业就业略显疲软。总量上，GDP 和消费分别超过 2019 年四季度的 8.1%、6.8%，而 9 月非农仅超过 3.1%，差距明显（图 34）。

另一方面，劳动力市场紧绷进入中后期，部分行业岗位空缺落至疫情前以下，失业率略有回升。宏观上，消费的迅速恢复与就业市场固有的缓慢复苏特征是造成去年至今劳动力市场紧绷的主要原因。自 4 月略有反弹后，10 月岗位空缺数代表的就业缺口持续回落，总量是疫情前的（125% vs 133%（前值）），短期仍难以下降至合理范围（图 35）。细分行业中，明显下降的行业显著增多，贸易运输能源（100% vs 108%）、零售（74% vs 88%）、医疗保健和社会援助（130% vs 151%）、艺术娱乐休闲（129% vs 138%）、住宿餐饮（129% vs 145%）；明显上升仅有，专业和商务服务（134% vs 127%）（图 35）。值得注意的是，零售业下降最为显著，岗位空缺数已低于疫情前，仅为疫情前的 74%；受基建项目支持，建筑业（140% vs 142%）虽略有下降，但整体仍在高位。（图 35）

与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 v.s 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。预计明年上半年劳动力市场仍旧稳健，但下半年不确定性较高。

图29：企业利息负极低，利润水平处于历史高位（%）

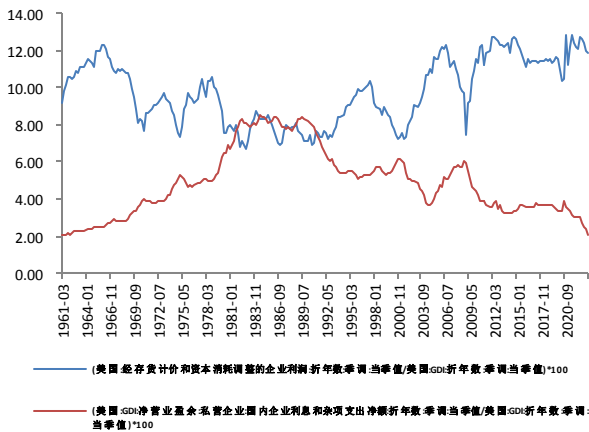


图30：失业率略有回升（%）

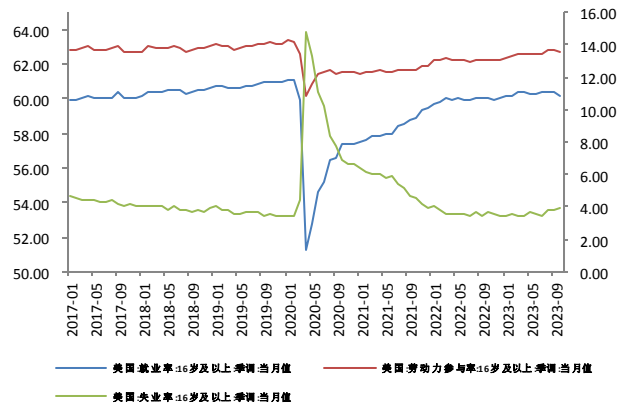


图31：政府就业加速，制造业平台期（千人）

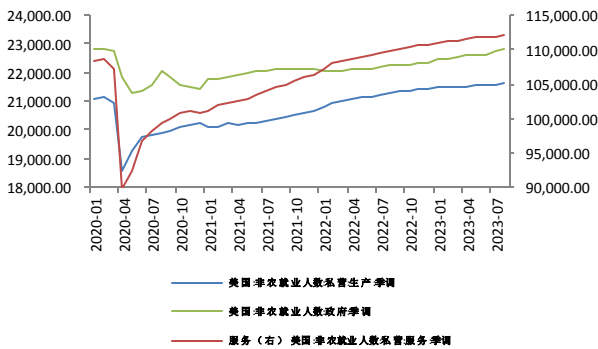


图32：岗位空缺数下降明显（千人）

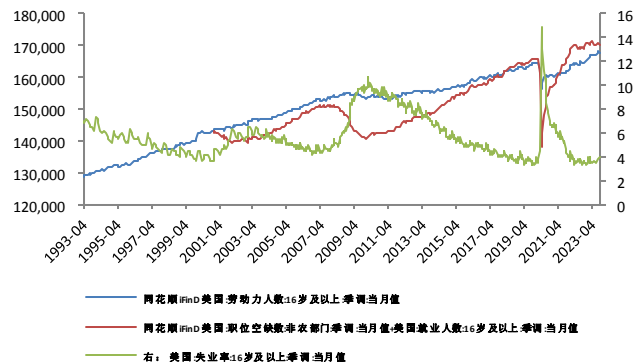
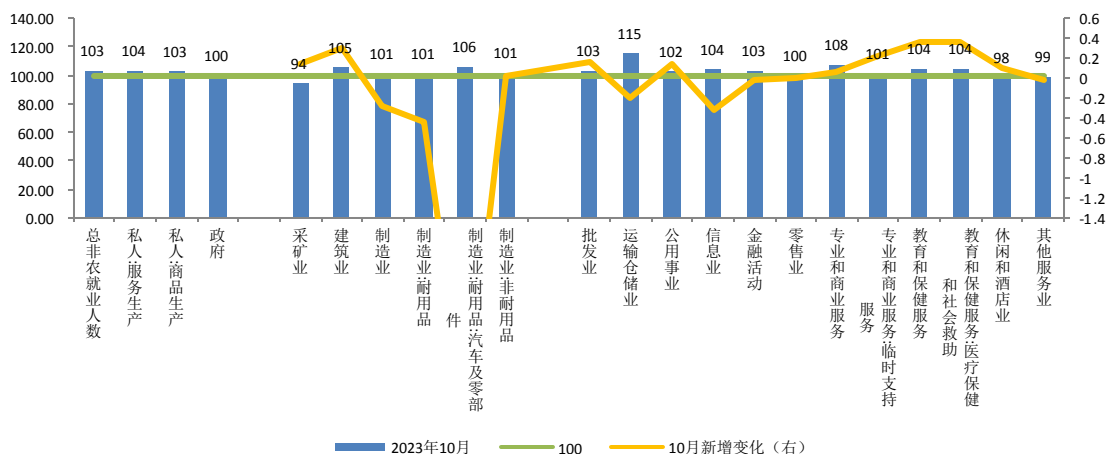
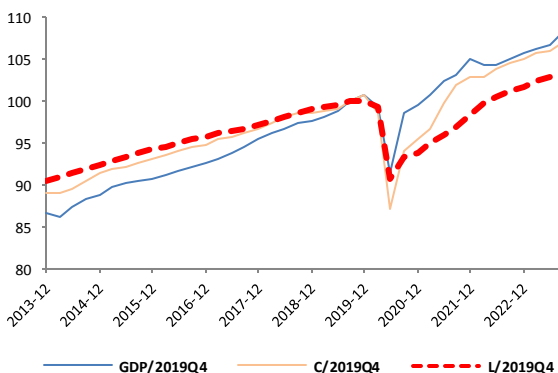


图33：新增非农环比变化（2020年2月=100）



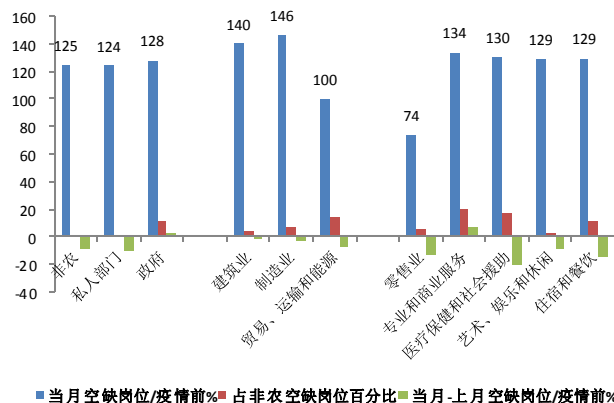
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图34：GDP、消费和劳动力恢复程度（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图35：部分服务业岗位空缺数下降明显（2020年2月=100）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

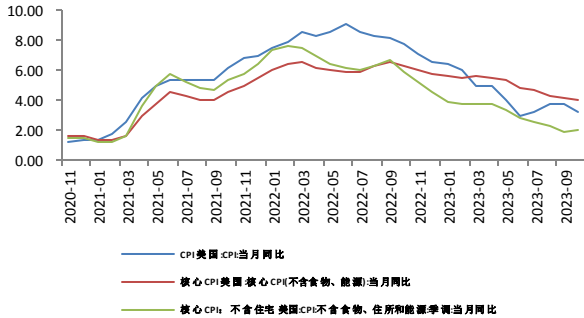
2. 通胀与货币政策

2.1 通胀压力减轻

我们从2020年始贯穿本轮疫情周期的通胀观点有二：一、通胀维持高位的时间比美联储预期的要长；二、通胀回落的幅度比美联储预期的要小。长期通缩环境使得欧美货币财政政策对通胀略显麻痹，易于过度宽松。政府机构忽视了次贷危机和本次疫情危机的背景的区别，忽视了地产恢复了对利率的敏感度。此外，俄乌冲突刺激原油上涨，疫情期间供应链受阻，也都延长了通胀时间。从背景和触发缘由看，当前通胀形势为70年代的快进版。经济的易通缩体质消失，通胀中枢或抬升至2.5%。

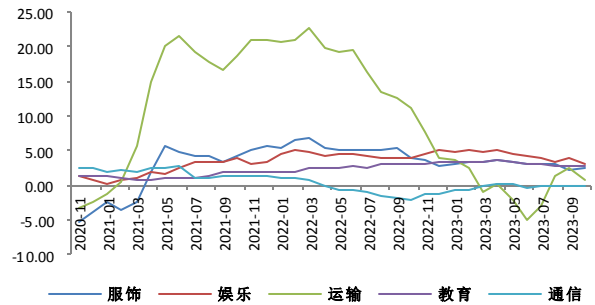
今年下半年，通胀的基数效应结束，7-10月的CPI同比反复远好于预期。受住宅分项的有限回落，核心CPI下半年也没有反弹，继续回落。可选消费通胀同比已下降，非住宅核心CPI已明显回落。目前核心通胀的粘性主要来自住宅分项，终于见顶回落，可部分对冲核心通胀和原油价格的粘性（图36、37）。由于油价低迷，明年上半年通胀压力不大。

图36：非住宅核心服务通胀同比下滑（%）



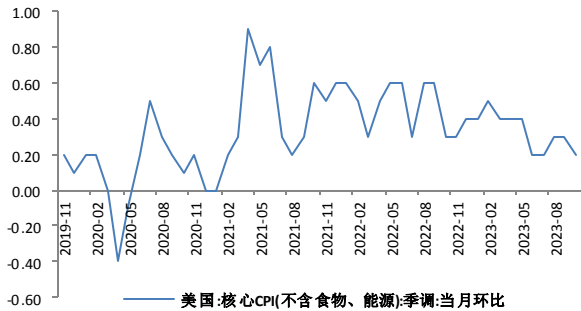
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图37：可选消费通胀分项同比继续缓慢回落（%）



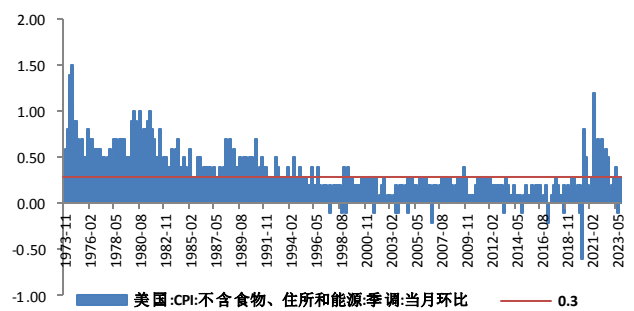
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：核心通胀环多月处于0.3以下（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

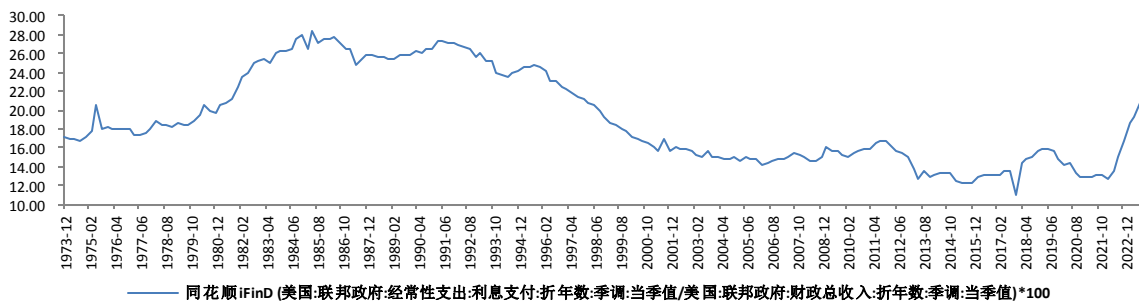
图39：需看到 CPI 环比稳定低于0.3%，目前连续6个月（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

通胀取决于两个方面，一政策面，包含货币和财政政策；二基本面，包含需求方和供给方。毫无疑问，目前的货币政策处于限制性预期，财政政策受制于高杠杆叠加高利率导致利息支出占联邦财政收入比激增(图40)，明年大概率支出会受到限制。基本面方面，由家庭消费主导的私人消费以及地产恢复利率弹性，总需求尚可，供给方从大宗价格和供应链来看都得到极大的缓解，预计明年通胀总体水平压力不大，如果每月环比稳定在0.2~0.3%附近，则明年CPI同比应在2.5~3.5%之间。若明年降息幅度过大，则下半年有通胀反弹的可能。

图40：联邦政府利息支出迅速增长（%）

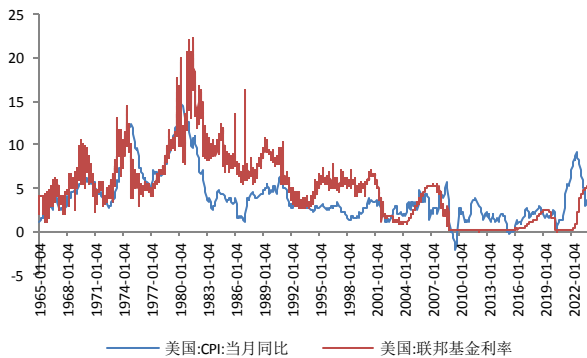


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 全球加息周期基本结束，明年首次降息周期或为幅度 50bp 左右

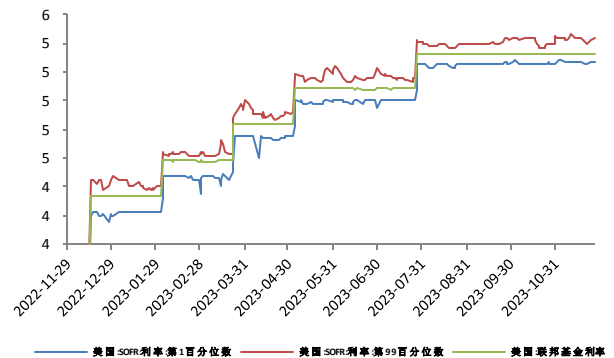
若岗位空缺如 10 月一样继续回落，则加息的必要性下降。我们今年一直认为政策利率高于 5.25% 的时间不会太长。今年中美联储对通胀过于担忧，导致进一步加息。实际通胀数据远好于当时美联储的预期，并没有看到核心通胀，特别是非住宅部分的粘性，数据与美联储担忧的不符。非金融企业部门杠杆率长期无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要 2~3 年才能显现。家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。劳动力紧绷仍需一段时间。我们仍认为美国经济短期可承受介于 2000 年和 2007 年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过 5.25% 衰退风险加大的观点。时薪至少需要稳定的回落至 4% 附近。当核心 CPI 环比稳定在 0.3 以下则不会触发加息条件。

图41：美国通胀与政策利率（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

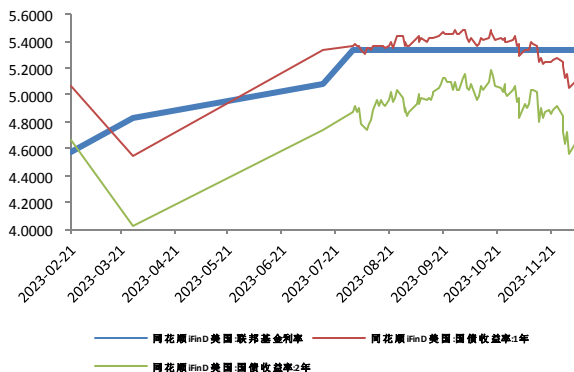
图42：SOFR1%、99%分位波动正常（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

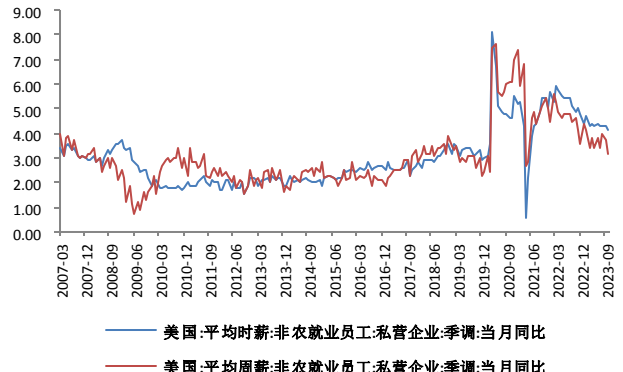
明年一季度降息可能不大，二季度靠后段时间可开始考虑。若要避免后期过早衰退，停留在 5.25% 上方的时间不宜过长。此外，鉴于地产市场已摆脱 08 年次贷危机阴影，恢复了对利率的敏感度，当前地产市场处于紧平衡状态，而非疲软。这意味着明年也不能降息太多，目前市场对明年降息幅度预期过于乐观，我们预计第一阶段降息幅度为 50bp 左右。市场方面，短端利率再次倒挂，显示市场定价已隐含降息预期。1 年期国债利率再次回落到 FFR 下方，倒挂利差约为 27bp（图 43）。

图43：一年期国债利率回落至 FFR 下方（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图44：时薪需稳定在 0.4% 以下（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

不可否认，目前联邦政府利息支出面临压力，虽然尚未超过 80 年代的历史峰值，但随着明年存量国债的展期，即使政策利率有所回落，利息支出占比仍会有所上升（图 40）。从历史经验来看，80 年代初，利息支出长期处于 25% 以上，并未引起衰退和通胀，反而 80 年代初是通胀开始回落的开始。这意味着利息支出过高暂时对经济不会产生太大影响。明年，美联储面临通胀和联邦政府利息支出的两难选择，当经济特别是地产开始恢复对利率的敏感度时，降息应更为谨慎。

此外，欧洲初步满足不加息的必要条件，即通胀同比低于政策利率。欧洲经济基本面更为疲软，通胀的迅速下降避免了经济增长和通胀之间的两难选择（图 45）。至此，全球主要发达国家加息周期基本结束。

图45：欧洲通胀终于低于政策利率（%）



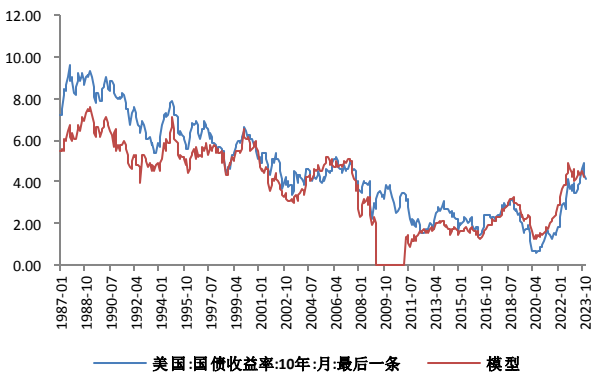
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 资本市场

3.1 利率下降

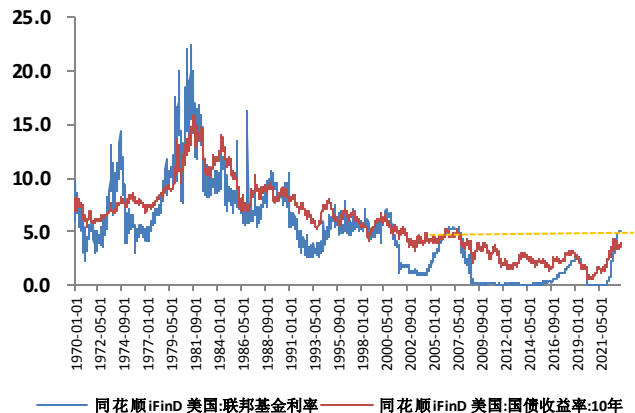
美国十年期国债利率下限暂时看到 3.65~3.85%（图 46）。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平。

图46：美十债模型（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：利率正常化（%）

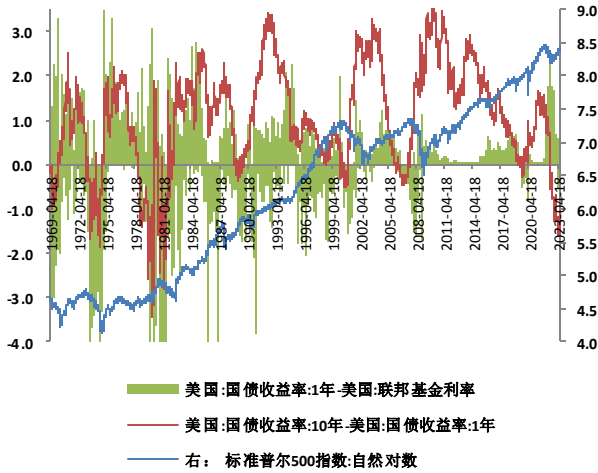


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 股市短期风险不大，长期趋势性泡沫仍存

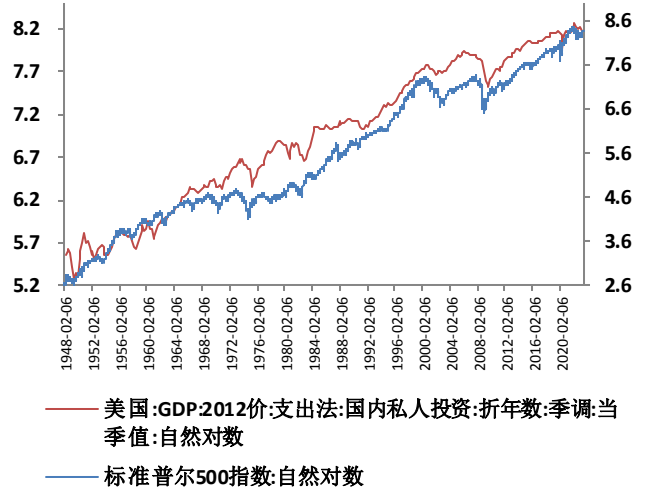
美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期（图 50、51）。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，长期继续维持中性。

图48：标普与长短利差（%）



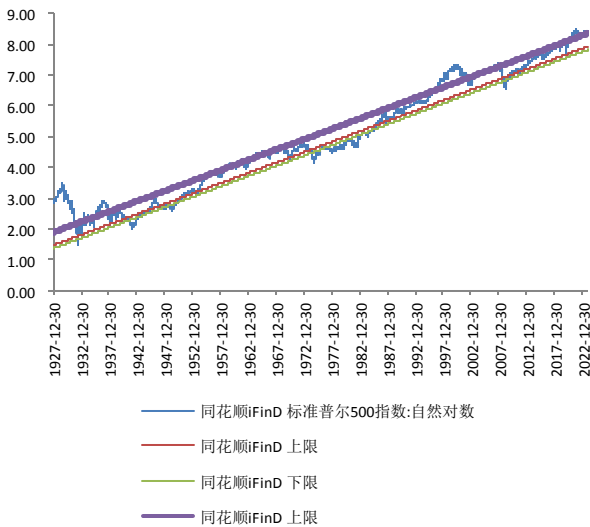
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：美股与实体投资正相关



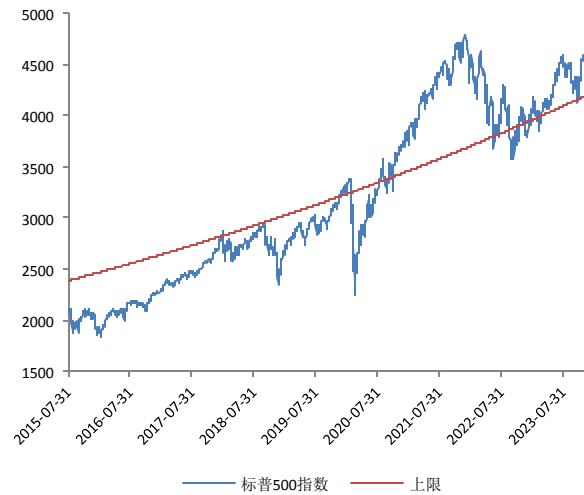
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图50：标普 500 再次出现长期趋势泡沫 1



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图51：标普 500 再次出现长期趋势泡沫 2



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.3 汇率与大宗

由于全球加息周期结束，美元强势结束。但全球需求不旺，通胀压力下降，大宗商品仍以震荡为主。

4. 风险提示

全球通胀超预期导致全球衰退。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：加息周期接近结束	2023-11-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期偏鹰	2023-09-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀数据尚可，关注9月	2023-09-15
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能略有减弱	2023-09-13
宏观深度报告	宏观深度报告：衰退继续延迟，消费动能略有减弱	2023-09-12
宏观普通报告	宏观普通报告：美国劳动力市场紧绷进入中后期	2023-09-05
宏观普通报告	宏观普通报告：美国服务业就业快速恢复期结束	2023-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储保留进一步加息空间	2023-07-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀压力下降	2023-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告：非农质量略降	2023-07-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526