

蓄势待发：相对价格视角看 2024 年人民币汇率

中国经济复苏之势遇上美联储“朦胧”转向，以国内“确定性”应对海外“不确定性”，内外力量之间的比拼仍存变数，2024 年人民币汇率走势存在三种可能性。

- 中性情形是中国经济恢复比较好，美国经济软着陆，美联储延续紧缩立场，不加息或小幅降息。2024 年的主线逻辑将是中美经济向各自的长期趋势回归。中国方面，居民消费活力持续复苏、结构性就业压力缓解、内外库存周期共振、支持性政策优化和抓落实以及跨境资本流动趋稳等五大因素将有助于中国经济基本面进一步向好。美国方面，超额储蓄持续消耗、大选周期财政“难产”和货币紧缩效应持续释放等因素使得美国经济仍有下行压力。当前市场对美联储大幅宽松的预期来自于通胀持续下行，但实际情况可能是美联储比预期更加“鹰派”，美国国内政治因素也不允许美联储大幅降息，而且美强欧弱的格局可能在 2024 年延续。此情形下，美联储维持紧缩立场缓慢降息，人民币兑美元或是一个有涨有跌、震荡走势。
- 乐观情形是中国经济持续回升向好，美国经济硬着陆，美联储大幅转向。激进加息后实现美国经济“软着陆”在历史上是比较少见的。美国经济的“弱点”依然不少，企业再融资压力将在 2024 年明显上升，资产价格估值压力较大，部分金融机构杠杆仍处高位。此情形下，美国经济陷入衰退，甚至可能引发金融危机，逼迫美联储大幅降息。虽然美元短期受流动性需求激增有所走强，但是中长期表现可能较为疲软。12 月中央经济工作会议已经就各种海外不确定性做出安排，坚持结果导向，能够保证实现中国经济持续回升，内外利好因素将支撑人民币走强。
- 悲观情形是美国经济不着陆，美联储不降息甚至重新加息，中国经济继续面临下行压力。美国居民债务结构较为健康和银行系统超额流动性是再通胀的“隐患”。12 月议息会议美联储主席鲍威尔“大转向(great pivot)”已经有初步征兆，认为美国经济几无可能衰退等同于变相保证尽一切所能保证经济“软着陆”，这反而会提升美国经济“不着陆”的概率。其乏力对抗市场降息预期的表现让金融条件持续转松，可能 2024 年再次重演 2022 年底市场预期 2023 年衰退，结果却是经济依然过热。中国国内大循环堵点已经被国内各界充分讨论，国际机构也深入解析当前中国房地产和地方债务所面临的挑战。当国内经济中长期结构性、体制性、周期性因素与疫情“疤痕效应”交织影响，经济挑战不容小视。2024 年大国博弈将迎来美国总统大选，不确定性较多。此情形下，2024 年下半年美国可能出现再通胀风险，美联储紧缩预期升温重现 1995 年情形，人民币汇率可能还会继续承压。
- 风险提示：美联储货币政策调整超预期；全球经济结构性转变；地缘政治风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

目录

一、中性情形：中国经济恢复比较好，美国经济软着陆，美联储延续紧缩立场，不加息或小幅降息.....	5
1.1 从中国来看，国内经济修复有五点利好因素支撑.....	5
1.2 从美国来看，经济下行压力依然存在是基本共识.....	9
二、乐观情形：中国经济持续回升向好，美国经济硬着陆，美联储大幅转向.....	14
三、悲观情形：美国经济不着陆，美联储不降息甚至重新加息，中国经济继续面临下行压力.....	18
3.1 从美国来看，政策失误可能导致通胀卷土重来.....	18
3.2 从中国来看，美国经济不着陆可能放大投资者对中国经济的审视力度.....	21
四、主要结论.....	23

图表目录

图表 1. 名义 GDP 累计同比和城镇居民可支配收入累计同比	5
图表 2. 应届毕业生投递职位与企业新发职位的差值	6
图表 3. 中国出口（美元）同比和美国制造业 PMI 新订单	6
图表 4. 中国工业企业产成品累计同比和美国制造商库存同比	7
图表 5. 非金融企业部门和政府部门杠杆率同比变动	7
图表 6. 非金融企业部门和居民部门杠杆率同比变动	7
图表 7. M2、M1 同比和剪刀差	8
图表 8. 中美利差和债券通月度环比变动	8
图表 9. 华尔街大行对 2024 年底美债收益率预期值	9
图表 10. 美国居民超额储蓄	9
图表 11. 美国失业率和居民就业充沛指数	10
图表 12. 2 年期与 3 个月期限利差和制造业 PMI 指数	11
图表 13. 美元指数和联邦基金目标利率	12
图表 14. 全球公司债务到期情况	15
图表 15. 美国高收益债券和杠杆贷款的到期情况	15
图表 16. 美国非金融企业债务负担和联邦基准利率	15
图表 17. 美国长债实际利率与自然利率的偏离和非农新增就业	16
图表 18. 美国失业率和萨姆定律	16
图表 19. 美国股债性价比	17
图表 20. 美股波动指数和美债流动性指数	17
图表 21. 美国居民杠杆率和偿债备付率	18
图表 22. 美国个人消费实际支出和家庭金融资产总额	19
图表 23. 芝加哥联储金融条件指数与纽约联储周度经济指数	19
图表 24. 美国 TGA 账户年度最大存款规模	20
图表 25. 美国设备投资与制造业产能	20

2023 年，人民币汇率（本文均指人民币兑美元双边汇率，直接标价法）延续了 2022 年的调整行情。复盘 2023 年人民币汇率走势可以发现，内因占据主导地位，同时被不利的外部环境进一步放大。7 月至 11 月美债、美股和美元大起大落，带动全球金融市场震荡，表明美联储依然是人民币汇率绕不开的外部核心因素。境内金融周期嵌套在美联储主导的全球金融周期，会产生何种反应，可能会对 2024 年人民币汇率产生较大影响¹。此外，即便联邦基金利率大部分时间“按兵不动”，但是美联储官员们的叙事和市场“脑补”造成了与货币政策调整相似的结果。根据彭博社的统计，2023 年 11 月高盛美国金融环境指数等同于美联储联邦基金利率下跌 90 个基点，至少创 1982 年以来单月最大跌幅，近似于美联储在 11 月降息 100 个基点的作用²。鉴于汇率是两种货币的比价关系，我们尝试从相对价格的视角，结合中美经济和政策最新形势的各种叙事，对 2024 年人民币汇率走势做出三种“猜想”。

¹ 2020 年 5 月，BIS 发布的工作论文给了我们新的启发，美联储主导的金融周期对应传统经济周期或者美国的短周期经济波动，而境内以房地产价格为主要观测指标的金融周期对应中长期经济周期。由于时长的差异，两者在时空上既有可能共振，也有可能背离。

² 彭博意见专栏，‘Everything rally’ brings out the mealy-mouth in Powell, Bianco Research, 2023-12-04. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2023-12-04/everything-rally-upends-powell-s-hopes-markets-will-do-fed-s-work?sref=fcy7dx5V>。

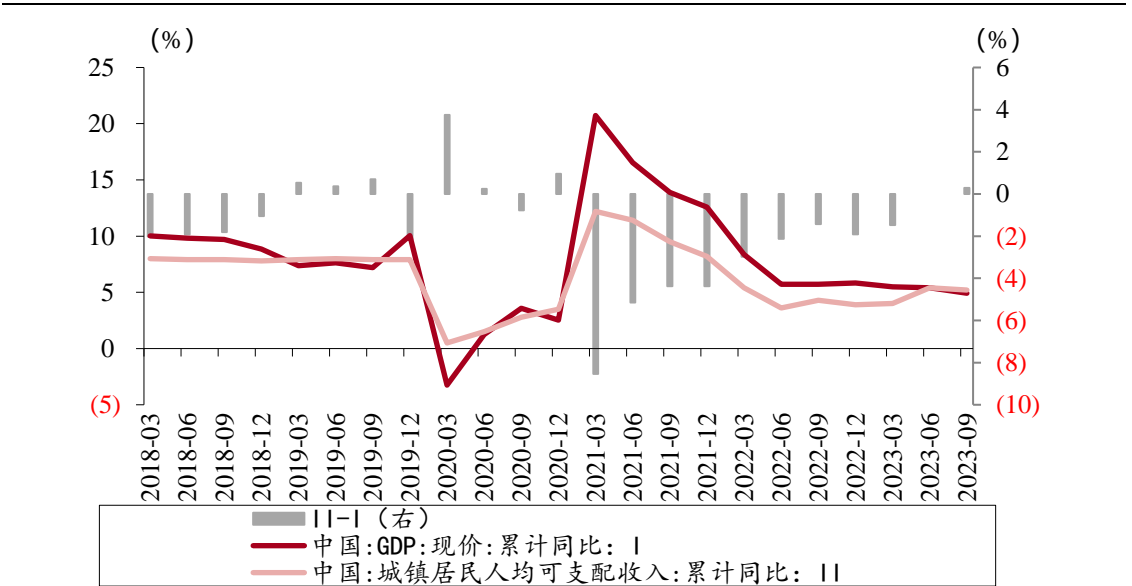
一、中性情形：中国经济恢复比较好，美国经济软着陆，美联储延续紧缩立场，不加息或小幅降息

2024 年的主线逻辑将是中美经济向各自的长期趋势回归。

1.1 从中国来看，国内经济修复有五点利好因素支撑

一是居民消费活力逐渐恢复。2023 年一至三季度，城镇居民消费倾向（四个季度消费性支出移动均值/四个季度可支配收入移动均值）分别为 60.1%、60.3%和 60.9%，虽然较 2019 年底仍低了 3.6 个百分点，但呈现逐季回升之势。前三季度，城镇居民可支配收入增长 5.2%，高于名义 GDP 增速 0.3 个百分点（见图表 1）。12 月中央经济工作会议指出，推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，提振大宗消费。习近平总书记在中央经济工作会议上阐明深意，“总的看，2024 年世界经济增长和贸易动能依然不足。所以我们要更加重视扩大内需，增强国内大循环的内生动力和可靠性。”³

图表 1. 名义 GDP 累计同比和城镇居民可支配收入累计同比



资料来源：万得，中银证券

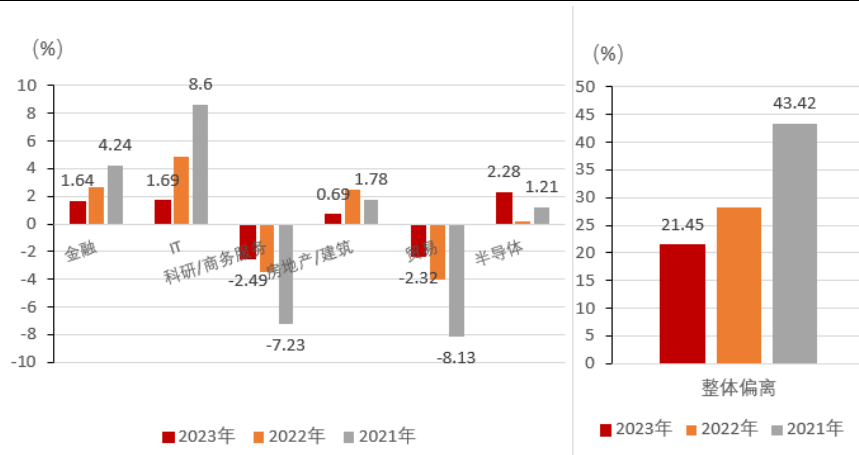
二是结构性就业压力可能正在逐渐缓解。10 月 11 日，猎聘大数据研究院发布《全国高校毕业生就业趋势与展望 2023》⁴，结构性就业再平衡是该报告的一大亮点。2023 年整体偏离（投递简历比例减去新发职位比例的绝对值求和）从 2021 年的 43.3%降至 2023 年的 21.5%⁵（见图表 2）。其中，金融、IT 和房地产的供大于求明显回落，表明结构性就业失衡有所改善。2021 年正是全球供应链断裂和出口需求旺盛时期，大量的招聘需求难以被满足。随着贸易景气回落，供大于求的情况有所缓解，而疫后服务业正常化快速推高了科研和商务服务的招聘需求。此外，受政策导向影响，半导体行业对应届生吸引力逐渐上升。2023 年投递简历比例较新发职位比例高了 2.3 个百分点，明显好于 2021 年和 2022 年的 1.2 个百分点和 0.2 个百分点。而机械制造从 2021 年的供大于求（-0.9 个百分点）演变成 2023 年的供不应求（0.6 个百分点）。预计未来在政策导向、服务实体和新动能增长的带动下，结构性就业压力矛盾有望进一步改善。

³ 新华社，引领中国经济大船乘风破浪持续前行——2023 年中央经济工作会议侧记，2023-12-14，http://www.news.cn/fortune/2023-12/14/c_1130026098.htm。

⁴ 详见链接：<https://www.techweb.com.cn/it/2023-10-11/2934875.shtml>。

⁵ 这里着重强调结构匹配的情况。由于缺乏数量数据，无法测算总量的匹配情况。如果新发职位下降或者应届毕业生大幅上升，真实就业压力可能依然不小。此外，猎聘报告数据可能受区域、公司服务对象和行业布局等因素影响。

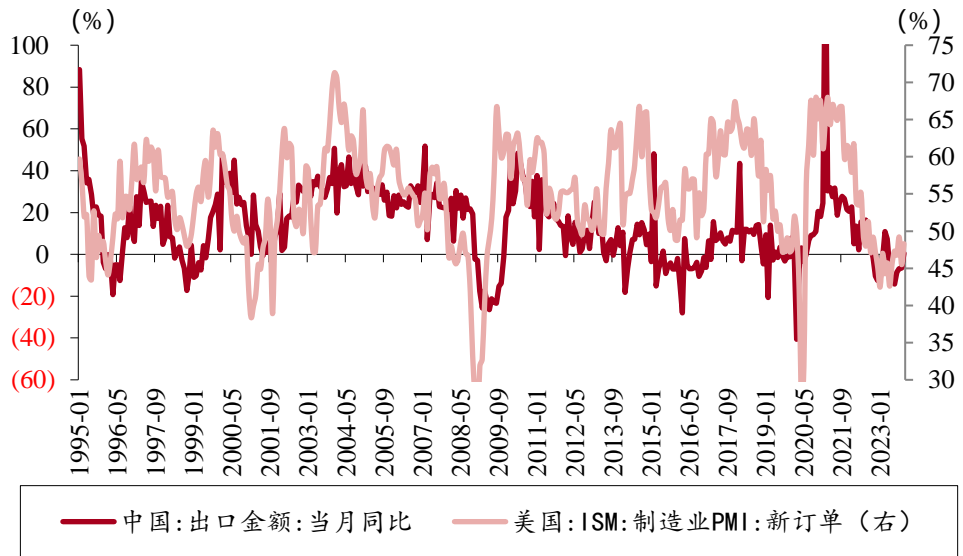
图表 2. 应届毕业生投递职位与企业新发职位的差值



资料来源：猎聘《全国高校毕业生就业趋势与展望2023》，中银证券

三是欧美补库需求可能带来出口改善。美欧 PMI 指数有筑底迹象，11 月份美国制造业 PMI 录得 46.7%，较年内低点回升 0.7 个百分点；欧元区制造业 PMI 录得 44.2%，较年内低点回升 1.5 个百分点。从美国 PMI 新订单与自有库存比值看，美国库存低位和消费不弱有望支撑补库需求，11 月美国 PMI 新订单录得 48.3%，较年内低点回升 5.7 个百分点，是 PMI 回升的主要贡献。此外，9 月美国制造商库存销售比为 1.46，已经低于 2019 年底的 1.53。在不发生危机的情景下，平均 3~4 年一轮回的美国 PMI 新订单将有望迎来上行趋势，欧美补库需求将带动中国出口改善⁶（见图 3 和图表 4）。11 月，素有全球经济“金丝雀”的韩国出口同比增长 7.8%，连续两个月录得正增长。同期，中国出口结束“六连跌”，同比增长 0.5%，其中对美出口增长 7.4%。10 月 5 日，世贸组织公布最新展望，预计 2024 年全球商品贸易增长 3.3%，虽然低于 2010 年至 2019 年全球“三低”时期年均 4.7% 的贸易增长，但高于 2023 年的 0.8%。根据世贸组织最新数据，2023 年前三季度，中国出口额虽然同比下降 5.7%，但出口市场份额为 14.2%，与上年同期基本持平。考虑到中国制造业韧性强、具备较高的国际竞争力和 2023 年低基数效应，2024 年出口增速可能会好于全球平均水平。

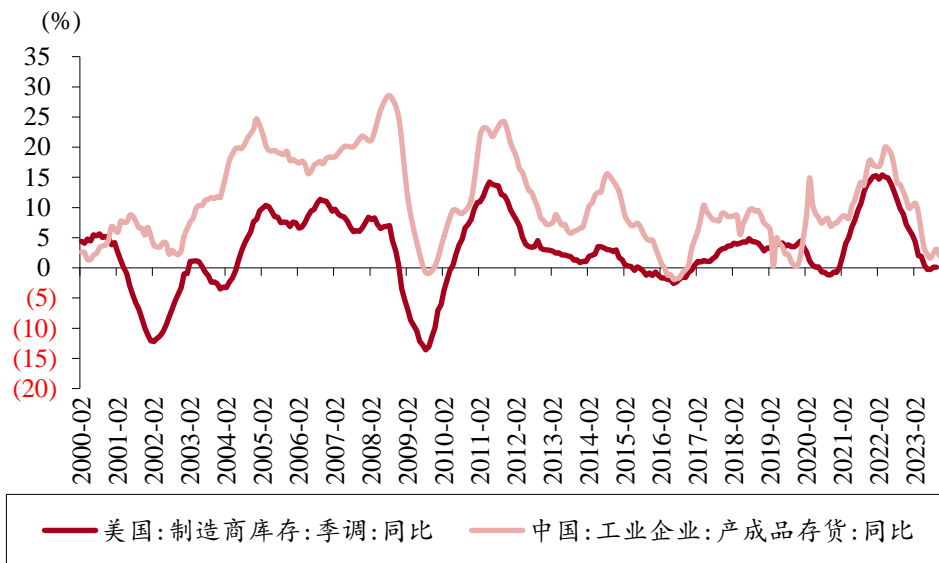
图表 3. 中国出口（美元）同比和美国制造业 PMI 新订单



资料来源：万得，中银证券

⁶ 美国经济小周期（两个谷峰或谷底距离）一般是 3 至 4 年，既有 1980 年和 1982 年的一个小周期“双衰退”，也有 2009 年至 2019 年超过 11 年的三个周期不衰退。2019 年四季度美国经济实际上有企稳回升的迹象，但最终因新冠疫情冲击而陷入衰退。

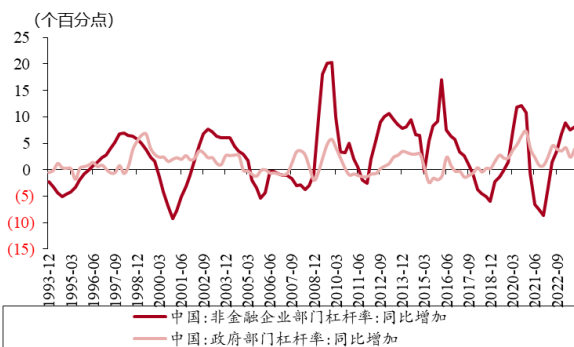
图表 4. 中国工业企业产成品累计同比和美国制造商库存同比



资料来源: 万得, 中银证券

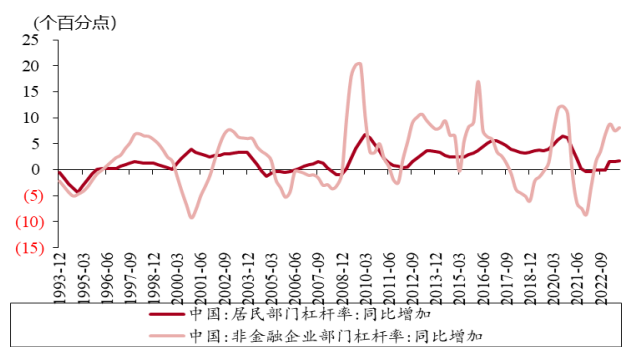
四是政策优化和抓落实有望带动居民杠杆行为进一步修复。据社科院编制的中国宏观杠杆率数据显示, 2023 年三季度末, 中国居民杠杆率为 63.8%, 环比和同比分别上升 0.3 和 1.7 个百分点, 在“躺平”两年后再次温和上升。不同于美国的政府杠杆(逆周期)与非金融企业部门(顺周期)负相关, 中国国有企业在经济中的占比较高, 非金融企业部门和政府部门的杠杆行为呈现一定的正相关, 即稳增长同时发力和退出同时收力⁷(见图表 5)。但是, 中美在企业部门杠杆领先居民部门方面是一致的, 即企业加杠杆投资扩产, 带动居民收入增长和预期向好。这一轮企业加杠杆对居民的带动作用较为有限, 既有企业收入不足、“以旧换新”的被动加杠杆, 也有金融资源使用低效、部分空转的“套利”行为(见图表 6)。11 月份, M2 和 M1 同比分别为 10.0% 和 1.3%, 两者“剪刀差”达到 8.7 个百分点(见图表 7)。只有信贷资源落到实处并形成实物工作量才能给居民创造更多收入, 同时居民才会有更多动力加杠杆和购买大件商品。三季度货币政策执行报告指出, 着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率, 更多关注存量贷款的持续效用, 盘活被低效占用的金融资源, 提高资金使用效率, 盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要。

图表 5. 非金融企业部门和政府部门杠杆率同比变动



资料来源: 万得, 中银证券

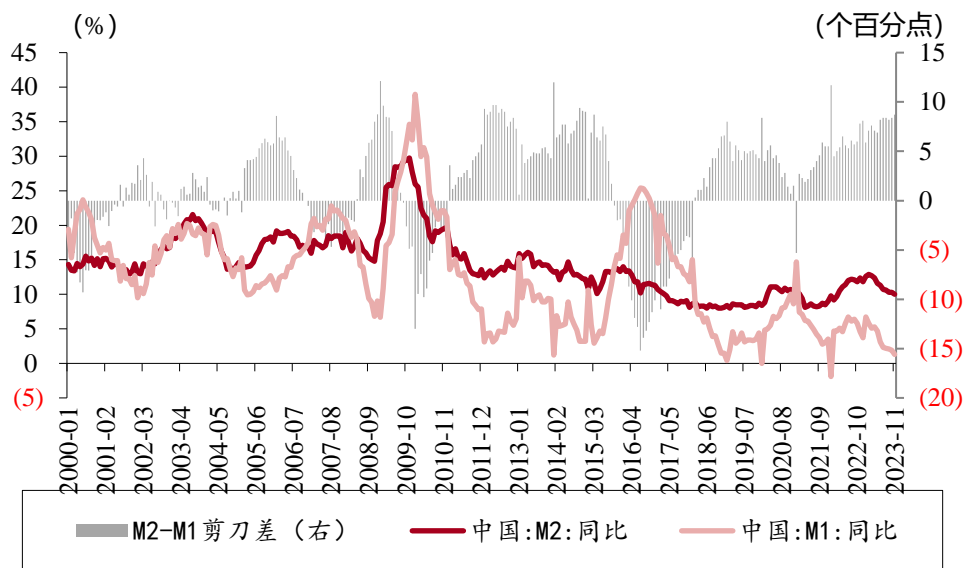
图表 6. 非金融企业部门和居民部门杠杆率同比变动



资料来源: 万得, 中银证券

⁷ 正向关系可能导致中国稳增长进去较快较强、退出也是如此。不过, 2022 年至 2023 年, 虽然财政受限于灵活性不足, 节奏起伏较大, 但是整体未出现同比负增长或者收缩, 而且国企主导的非金融企业部门杠杆行为并不弱。

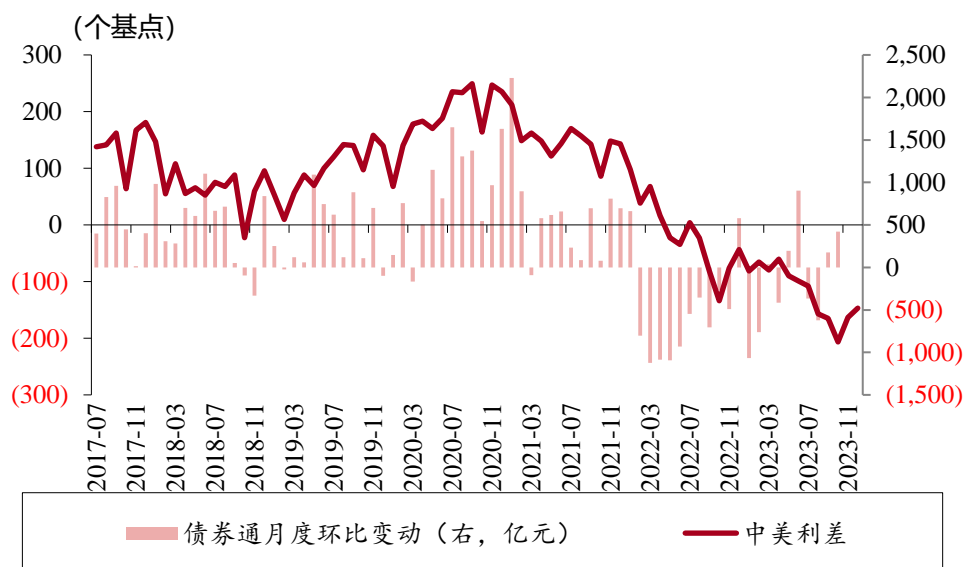
图表 7. M2、M1 同比和剪刀差



资料来源：万得，中银证券

五是中美利差触顶回落，有助于降低资本流出压力，改善市场信心。2021年至2022年，受中美利差收窄乃至负利差走扩的影响，债券通外资净流入逐渐放缓并转为持续净流出。2023年，受美联储货币政策紧缩接近尾声的影响，尽管中美负利差呈现先升后降的趋势，但是债券通外资转为“有买有卖”的震荡格局，形势较2022年明显改善（见图表8）。尤其是，9月以来，在人民币稳中有升和美联储转向信号逐渐明朗等因素的作用下，外资重新转为净买入中债。债券通项下，9到11月份连续三个月净增持境内人民币债券资产，其中11月份单月净增持2513亿元，创单月最大增持记录。此外，中国债券市场的稳健表现可能会进一步提升对外资的吸引力，减少外资对资产组合净值大幅变化的担忧。美联储在12月释放较强的政策转向信号，迫使主要华尔街机构纷纷下调2024年底美债收益率预期⁸（见图表9）。当然，华尔街机构之间仍存在较大分歧，10年美债预期区间上下限相差近135个基点，既有认为2024年底10年美债收益率可能跌至3%，也有认为会回升至4.35%，主要是美国通胀和经济增长前景存在较大不确定性⁹。

图表 8 中美利差和债券通月度环比变动



资料来源：万得，中银证券

⁸ Bloomberg, Treasury Analysts' 2024 Outlooks Aged Poorly: Research Roundup, 2023-12-19.

⁹ 新浪财经，美联储转鸽信号搅动美债预期 华尔街对2024年收益率前景缺乏共识，2023-12-19，<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2023-12-19/doc-imzypzhs2724952.shtml>.

图表 9. 华尔街大行对 2024 年底美债收益率预期值

End-2024 Treasury Yield and Monetary Policy Forecasts					
	fed funds band	2Y	5Y	10Y	30Y
Bank of America	4.25%-4.50%	4.00%	4.15%	4.25%	4.75%
Barclays	4.50%-4.75%	3.80%	3.95%	4.35%	4.60%
BMO Capital Markets	4.5%-4.75%	3.00%	2.75%	3.50%	3.75%
Citi	4.25%-4.5%	3.70%	3.75%	3.90%	4.10%
Deutsche Bank	3.5%-3.75%	3.15%	3.55%	4.05%	4.50%
Goldman Sachs	4%-4.25%	3.70%	3.70%	4.00%	4.20%
JPMorgan	4%-4.25%	3.25%	3.35%	3.65%	4.15%
Morgan Stanley	4.25%-4.50%	3.70%	3.85%	3.95%	4.40%
NatWest Markets	3%-3.25%	3.05%	3.40%	4.00%	4.55%
TD	3.25%-3.5%	2.30%	2.75%	3.00%	3.85%
Dec. 18 closing levels	5.25%-5.5%	4.46%	3.95%	3.95%	4.06%

资料来源：彭博，中银证券

1.2 从美国来看，经济下行压力依然存在是基本共识

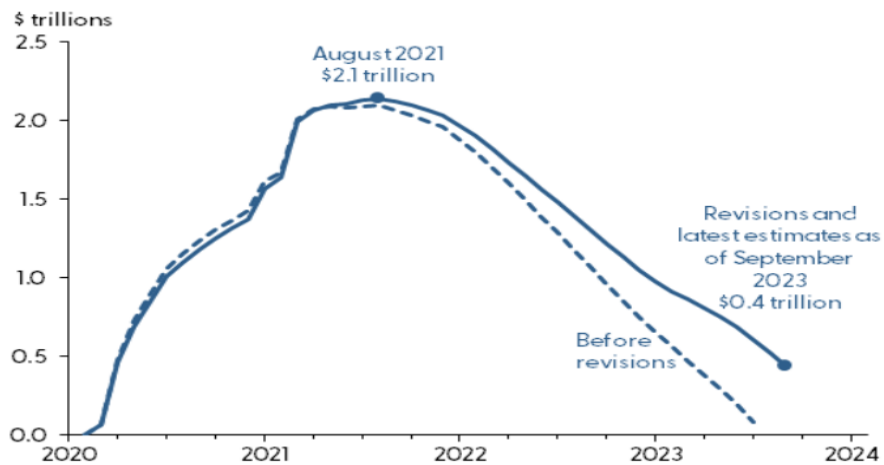
据美联储最新预测，2023 年美国经济增长 2.6%，2024 年增长 1.4%。据 2023 年四季度费城联储《专业调查者预测》问卷调查结果显示，2024 年各季美国实际 GDP 环比折年率分别为 0.8%、1.3%、1.5%和 1.7%，明显低于 2023 年前三季度季均 3.2%。市场预期则更为悲观。据彭博问卷调查(12 月 15 日)显示，市场机构预计 2024 年各季美国实际 GDP 环比折年率分别为 0.4%、0.4%、1.0%和 1.6%，同比分别为 2.0%、1.5%、0.6%和 0.7%。

支撑 2023 年美国韧性因素的三大因素在 2024 年均存隐忧。

一是超额储蓄持续被消耗。11 月份，旧金山联储发布最新美国居民超额储蓄情况，由于疫情以来美国居民财富整体水平被美国经济研究局显著向上修正，此前预计的 2023 年三季度超额储蓄耗尽将被推迟至 2024 年上半年(见图表 10)¹⁰。2023 年以来，旧金山联储在 5 月、8 月和 11 月先后更新超额储蓄情况，超额储蓄耗尽时点不断被后移，主要是美国居民财富增长容易受金融市场和劳动力市场表现的影响。随着劳动力市场更趋平衡和经济增长放缓，美国居民可能会适当增加储蓄，但同时会削弱消费这一美国经济增长的最大动力。

图表 10. 美国居民超额储蓄

Figure 1: Cumulative aggregate excess savings



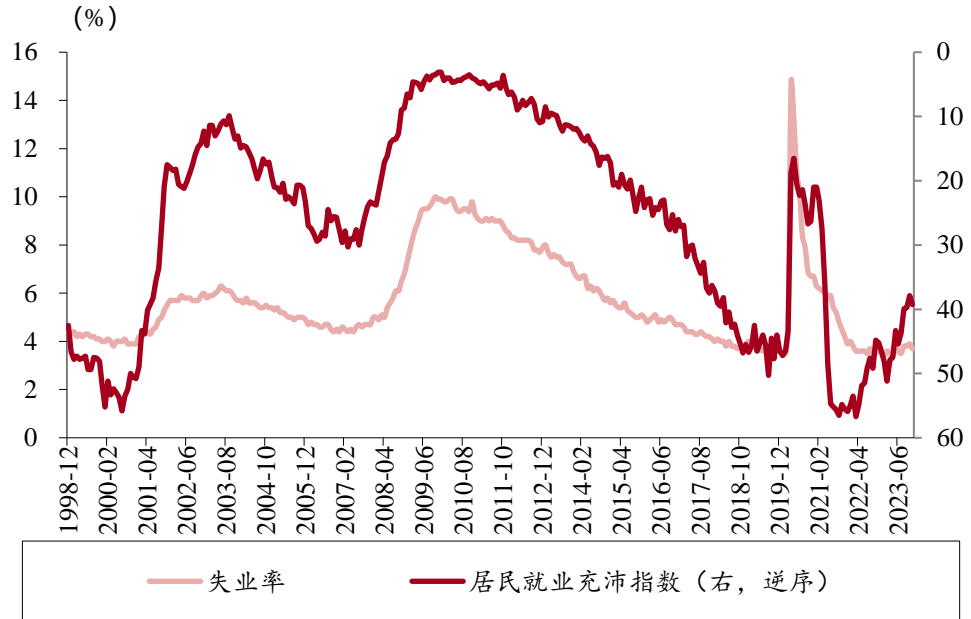
资料来源：旧金山联储，中银证券

¹⁰ SF FED BLOG, Data Revisions and Pandemic-Era Excess Savings, 2023-11-08, <https://www.frbsf.org/our-district/about/sf-fed-blog/data-revisions-and-pandemic-era-excess-savings/>.

二是总统大选周期难以出台较大的财政政策。1970年至2019年，美国总统大选年的政府赤字率基本与上年持平（-0.02%），而大选前一年的赤字率会小幅扩张（0.35%）。市场普遍预计2024年在国会与白宫政府对立的情况下，总统大选年难有重大财政政策出台。

三是劳动力市场仍处于走弱状态。2023年10月和11月新增非农就业平均17.5万人次，较上季度月均23.3万人次下降25%。尽管11月美国失业率超预期环比回落0.2个百分点至3.7%，但仍较2022年底上升了0.2个百分点。同期，咨询商协会的消费者就业充沛指数录得39.3%，较2022年底下降了7.1个百分点，预示失业率仍有上升压力（见图表11）。

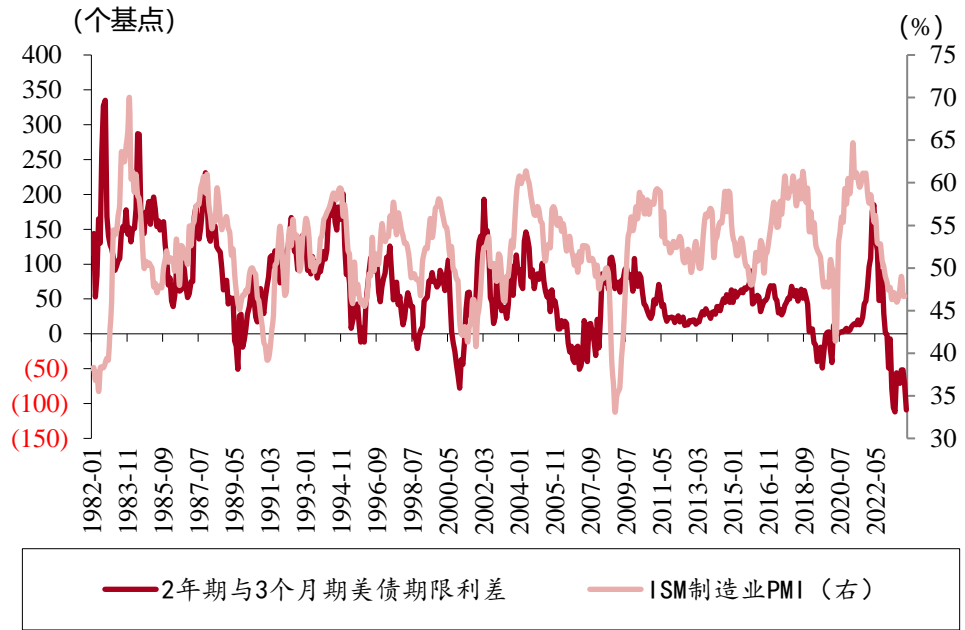
图表 11. 美国失业率和居民就业充沛指数



资料来源：咨询商协会，万得，中银证券

美联储会比市场预期更加偏“鹰派”。12月15日，CME期货价格显示，美联储可能最早于2024年3月降息（可能性70%），并于年底降至3.75%至4.00%区间，相当于当前水平的六次降息。而12月美联储点阵图显示2024年仅降息至4.5%至4.75%区间，两者存在巨大“鸿沟”。以2年期美债收益率与3个月美债收益率的期限利差看宽松预期，目前市场宽松预期较此前历次经济衰退前夕更为强烈，12月15日期限利差倒挂100个基点，12月日均倒挂100个基点，距离5月最大幅度仅差12个基点，而且此轮期限利差倒挂幅度和持续时间是1980年代以来最为强烈的（见图表12）。市场相信只有快速大幅降息，并以此推动期限利差至曲线正常化，PMI才真正具备触底反弹的能力。这也对应了上述美国经济下行压力依然存在。不过，由于经济增长和通胀前景存在高度不确定性，美联储可能难以如市场所愿。如果8月至10月美债收益率大幅上升相当于加息，那么11月以来美债收益率大幅下降就是帮助美联储提前完成了降息。这可能导致2024年美联储不得不“拉着”市场宽松预期。

图表 12.2 2年期与3个月期期限利差和制造业 PMI 指数



资料来源：万得，中银证券

大选年有可能抬高大幅降息的门槛。市场如此激进押注美联储会大幅转向，除了通胀预期下行至“二”区间、降低实际利率保障企业再融资和避免经济衰退等因素以外，2024 年大选年政治因素也是重要催化剂。由于前期财政货币政策刺激过度，美国通胀大幅上升迫使美联储激进加息。当利率居高不下和劳动力市场逐渐受影响时，忧心忡忡的美国老百姓对拜登的支持率大幅落后于特朗普，大部分原因是拜登糟糕的国内经济工作¹¹。历史上，在任总统候选人都会希望美联储在大选来临前大幅降息造“泡沫”。2019 年，时任美国总统特朗普对美联储的攻击就没有停过，一度迫使沃尔克、格林斯潘、伯南克和耶伦四位前任美联储主席在华尔街日报上刊文力挺美联储的独立性。时过见迁，2023 年 12 月份以来，美财长耶伦和国家经济委员会主任布雷纳德已经公开提示美联储通胀治理工作已经完成¹²。不过，美联储需要尽量保持政治中立，大幅转向只能是在经济危机爆发以后。否则，大幅转向打了“提前量”却未见经济危机，反而是治通胀半途而废，不仅会损害美联储的公信力，还会招致共和党人员的尖锐批评。2024 年共和党候选人大概率是“海人不倦”的特朗普，这导致美联储大幅降息的门槛可能很高，甚至任何一次降息都可能会被批评是对拜登的帮助。

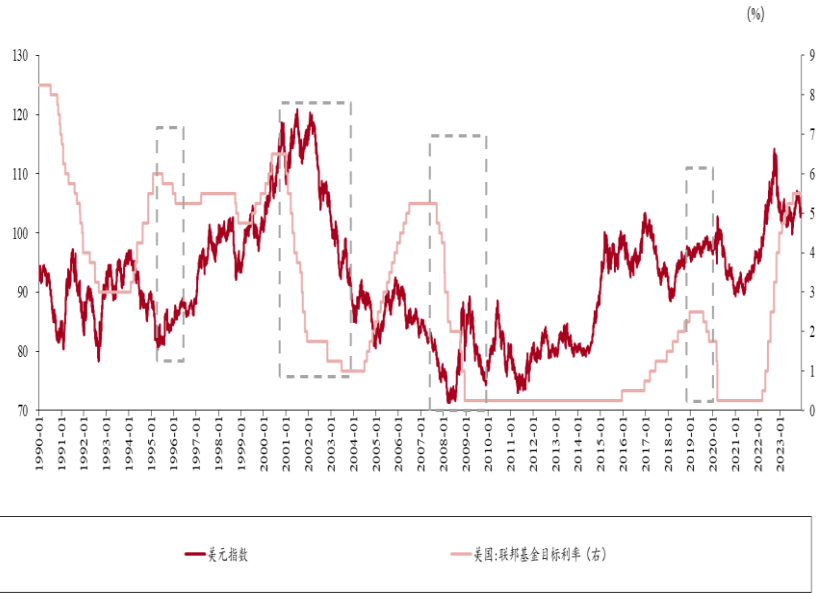
¹¹ 新浪资讯，美联储转向降息对拜登是好消息 但对鲍威尔却是隐患，2023-12-18，

<https://finance.sina.cn/hkstock/gsxw/2023-12-18/detail-imzykuwh0953945.d.html?source=hfquote>。

¹² 新浪资讯，被质疑为政治“服务”！鲍威尔陷入棘手境地，<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2023-12-18/doc-imzykuwh0975949.shtml>。

1995 年和 2019 年美联储的“预防式降息”并未推动美元走弱。1995 年 2 月，美联储延续 1994 年以来的加息进程，尽管认为经济增长有所放缓，但经济活动依然稳步上升，为了保证通胀可控、经济可持续增长再次加息 50 个基点¹³。但是，在当年 7 月份，美联储迎合市场大幅转向，宣称基于前期紧缩效应已经使得通胀压力下降足够多的判断，决定降息 25 个基点¹⁴。而根据 1995 年 7 月议息会议录音文字披露显示，与会者认为当时的美国经济信号比较复杂，积极信号和负面信号并存，且金融市场和信贷数据并不指向美国经济会衰退，从而担忧降息会进一步推动金融条件转松引起通胀风险。这与当前的美国经济颇为相似。最终，时任美联储主席格林斯潘一锤定音，7 月降息 25 个基点可能是平衡市场风险和经济压力的最佳决策，但不能给予市场短期会大幅降息的预期，有必要暗示下一次降息会发生在 1995 年 8 月以后¹⁵。实际上，尽管美联储“如期”在 1995 年 12 月和 1996 年 1 月降息两次，但是美元在 1995 年 7 月首次降息落地之后就呈现“利空出尽”的行情。而 2019 年的转向依然历历在目。2018 年 12 月美联储经济预测 (SEP) 显示 2019 年仍有加息两次的可能，2019 年 3 月转为不加息和保留 2020 年加息一次的可能，2019 年 6 月转为 2020 年降息一次。最终在当年 7 月底开启所谓的“预防式降息”，连续三次会议降息 75 个基点。回头看，2019 年美国实际 GDP 增长 2.5%，较上年回落 0.5 个百分点，表现不差；2019 年底失业率为 3.6%，较 2018 年底下降 0.3 个百分点，显示劳动力市场依然偏紧；核心 PCE 则是下降了 0.5 个百分点至 1.5%，可能是唯一支撑美联储 2019 年降息的核心数据。这两次转向并开启降息进程均未引发美元走弱，关键是美国经济数据好坏参半，市场预期酝酿充分，降息时都“甩锅”海外风险偏向下行（见图表 13）。同时，虽然 1995 年和 2019 年美联储随了市场所愿，但是均保持了未来货币政策路径的灵活性。

图表 13. 美元指数和联邦基金目标利率



资料来源：万得，中银证券

¹³ FED Press Release, 1995-02-01, <https://www.federalreserve.gov/fomc/19950201default.htm>。

¹⁴ FED Press Release, 1995-07-06, <https://www.federalreserve.gov/fomc/19950706default.htm>。

¹⁵ 1995 年 7 月 5 日至 6 日美联储议息会议讨论内容记录，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19950706meeting.pdf>。

与其他发达国家央行相比，美联储也更有底气维持紧缩立场。12月15日，尽管欧央行在议息会议后的发布会上打压市场宽松预期，但是欧元区利率互换（OIS）隐含利率显示，市场已经定价欧央行将在2024年3月首次降息（可能性50%），此后对隔夜存款利率连续降息至10月的2.5%至2.75%区间，相当于当前基准利率的五次降息。此外，2年期德国国债收益率从2023年4月起开始与ECB基准利率倒挂，12月15日达到199个基点（2.51%~4.5%），倒挂幅度大幅超过美债市场。随着市场对美联储宽松预期的升温，日本银行的加息预期也出现“退潮”。日本银行行长植田和男在12月19日议息会议后表示，尚不能肯定通胀能达到2%的目标，实现2%通胀率目标的可能性正在上升；目前很难确定退出负利率政策的计划；日本消费出现一些疲软，但总体上仍在持续恢复。11月份，欧元区核心CPI同比录得3.6%，较上月下降0.6个百分点，为2022年6月以来首次掉入“3区间”；CPI同比仅2.4%，环比和同比分别下降0.5和7.7个百分点。10月份，日本核心CPI同比录得2.9%，虽较上月小幅回升0.1个百分点，但是同比下降0.8个百分点。相较于美国需求过热、产出正缺口，欧元区和日本经济前景堪忧，三季度实际GDP环比折年率分别下降0.5%和2.9%。

此种情形下，2024年美元的经济基本面优势可能继续领先欧元和日元，美联储可能不得不对抗市场过于激进的宽松预期。但中国的外部货币条件会整体好于2023年，美联储已经给出了2024年三次25个基点降息的预期，海外主要央行不加息甚至小幅降息将收敛内外货币政策立场的差异。在外需小幅修复和美国经济“软着陆”的情况下，如果中国经济在政策刺激和结构性改革下修复比较好，获得市场参与者认可并提振社会预期，人民币兑美元或是一个有涨有跌、震荡走势。至于汇率中枢趋向升值还是贬值，取决于中美两国产出缺口的收敛情况。

二、乐观情形：中国经济持续回升向好，美国经济硬着陆，美联储大幅转向

中国政策底已经非常明确，不确定性在于经济回升的斜率。如果美国经济陷入较为严重的衰退，中国作为贸易出口大国，势必会感受到更大的扩大内需压力。但是，美联储货币政策会在经济危机时期大幅转向，这将快速释放货币政策内外平衡的压力，进一步打开国内货币政策空间。而且，在海外危机时期，我国政府的执行力优势更为突出。12月中央经济工作会议指出，要准确把握2024年经济工作的政策取向，在政策实施上强化协同联动、放大组合效应，**在政策储备上打好提前量、留出冗余度，在政策效果评价上注重有效性、增强获得感**，着力提升宏观政策支持高质量发展的效果。在国内通胀温和上升和各方期盼下，财政政策的力度可能在海外经济危机期间明显超预期。此情形的关键是，美国的“弱点”能否足够引发经济衰退，甚至更严重的金融危机。

历史经验显示，美国经济“软着陆”是低概率事件。1965年至今，美联储一共实施了十二轮加息进程。排除这一轮加息，此前的十一轮加息进程只有在1965年、1983年和1995年成功实现“软着陆”，其余八次均引发了经济衰退，可见“软着陆”难度之大。如果美联储能够在史无前例的刺激后急速“刹车”并实现“软着陆”，鲍威尔可能很快就会争夺大多数正统经济学家认为属于沃尔克或格林斯潘的“最佳主席”桂冠¹⁶。2023年2月底前美国财长萨默斯接受媒体采访时表示，“人们可能对当前的经济强度过度解读。”“当你稍微看得长远一点，你就会发现有些事情让人非常担忧，甚至会出现类似威利狼的情况。”¹⁷威利狼是美国一个卡通形象，是一匹跑在悬崖边的狼，跑在平地上时一切正常，一旦跑出了悬崖边就是自由落体。

美国企业“债务墙”即将来临。根据最新的IMF《全球金融稳定报告》数据显示，2024年全球企业债务到期可能超过5万亿美元，其中过半为美国企业债务，而2023年企业到期债务不足2万亿美元，并提示如果市场参与者所希望的全世界经济“软着陆”未能实现，那么金融体系中的细小裂缝就可能演变成令人担忧的巨大断层（见图表14）。据彭博数据显示，2024~2025年，美国高收益债券和杠杆贷款的再融资规模将显著上升（见图表15）。随着企业收入下降和债务集中到期，美国企业债务负担可能会在2024~2025年明显上升。1983年以来，美联储五次加息起点领先非金融企业利息负担约9.6个季度，正好对应2024年二、三季度（见图表16）。值得注意的是，近两次（2000年和2008年）实际利率高于自然利率超1个百分点时均引爆了危机（见图表17）。如果美联储维持紧缩的货币政策立场，企业在撞上“债务墙”前可能率先通过裁员来节省支出，这将加速触发“萨姆定律”¹⁸。一旦美国失业率上升趋势确立，可能呈现非线性加速上升之势（见图表18），历次经济危机期间失业率高点将至少比低点高出2个百分点（1975年~2008年五次危机平均上升3.7个百分点，最低为1980年经济危机的2.2个百分点）。

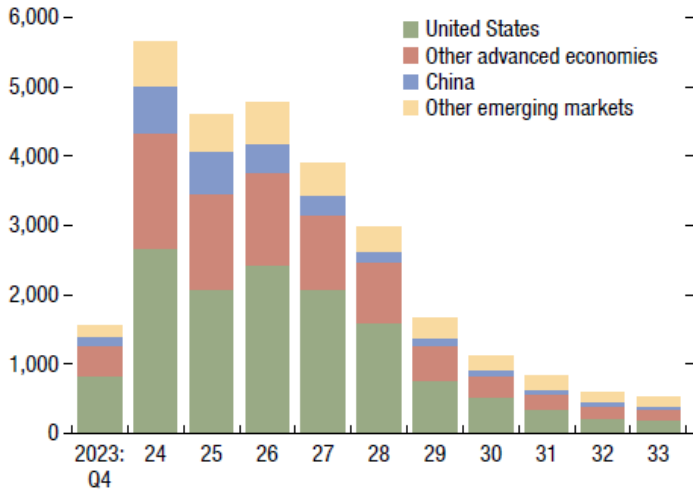
¹⁶ 新浪资讯，软着陆可能近在眼前！鲍威尔将成“最成功”的美联储主席？，2023-07-19，<https://finance.sina.com.cn/roll/2023-07-19/doc-imzcfvhm6718337.shtml>。

¹⁷ 新浪资讯，大佬戳爆美国经济假象！警惕“断崖式”崩塌，2023-02-24，<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2023-02-24/doc-imyhuqpr2192830.shtml>。

¹⁸ “萨姆定律”显示，一旦近3个月移动均值较过去12个月低点高出0.5个百分点，美国经济大概率会陷入衰退。

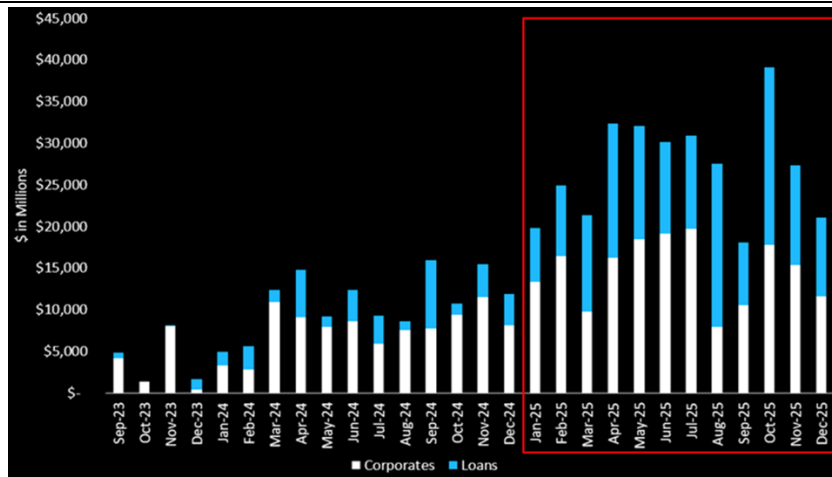
图表 14. 全球公司债务到期情况

1. Global Firms' Bonds and Loans Maturity Wall
(Billions of US dollars)



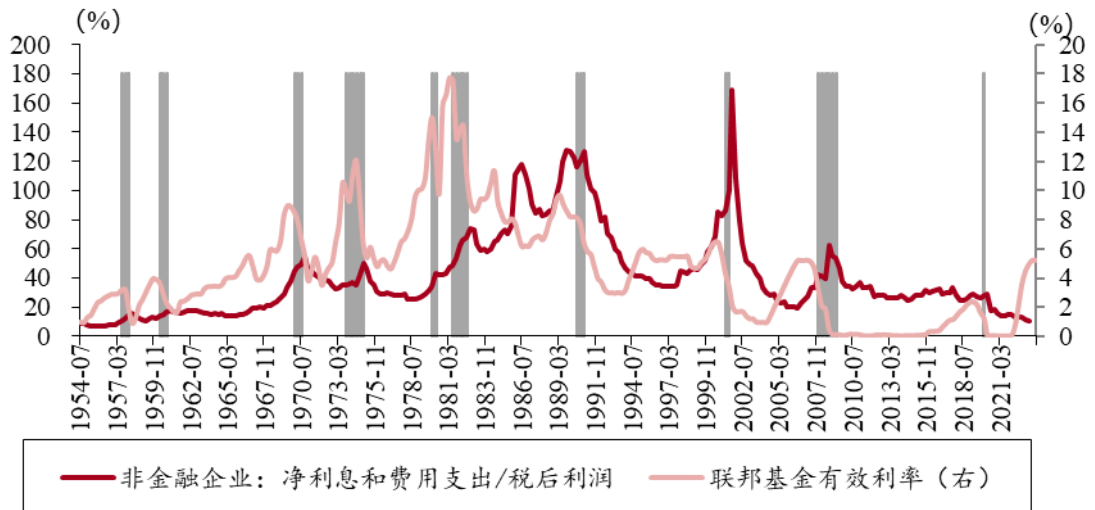
资料来源：2023 年 10 月 IMF 《金融稳定报告》，中银证券

图表 15. 美国高收益债券和杠杆贷款的到期情况



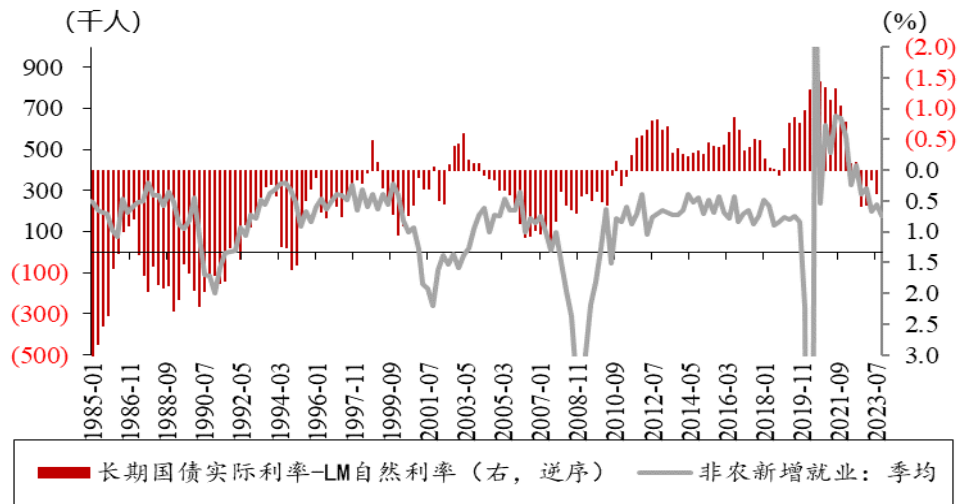
资料来源：彭博，中银证券

图表 16. 美国非金融企业债务负担和联邦基准利率



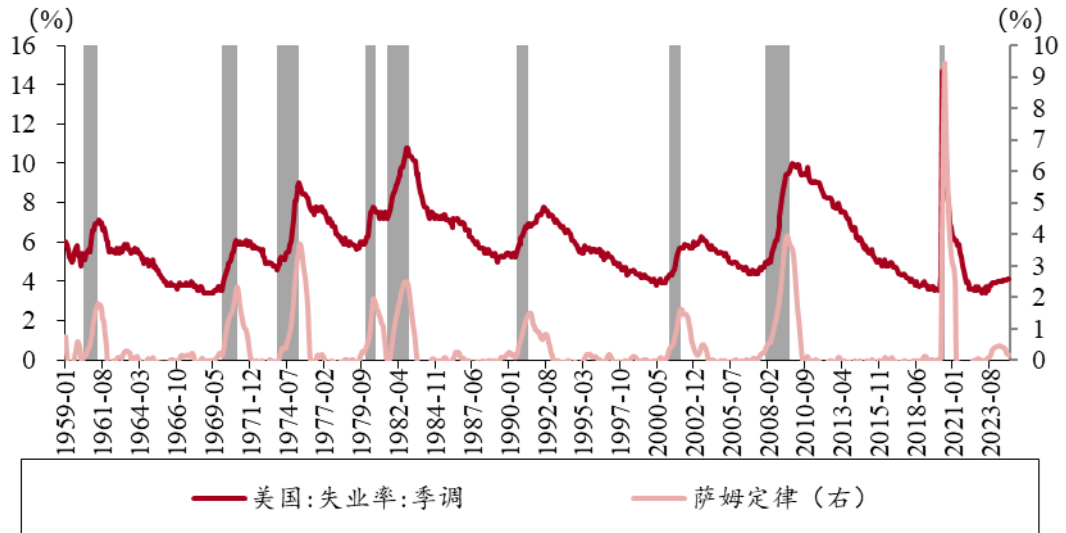
资料来源：美联储，万得，中银证券

图表 17. 美国长债实际利率与自然利率的偏离和非农新增就业



资料来源：纽约联储，FRED，万得，中银证券

图表 18. 美国失业率和萨姆定律



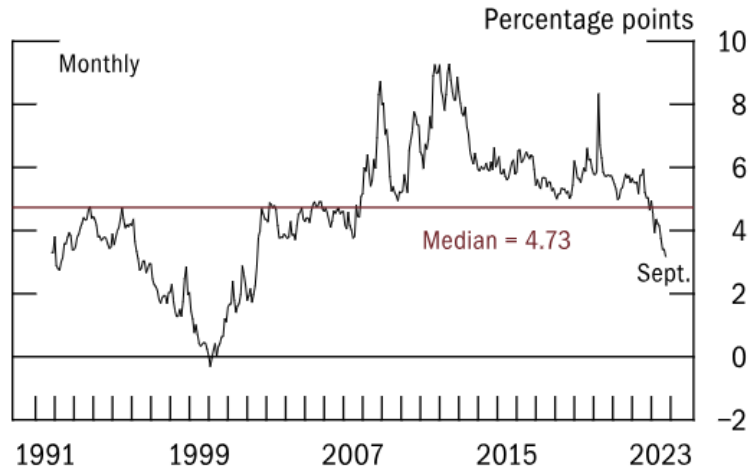
资料来源：万得，中银证券

美国金融市场需要警惕预期逆转的风险。由于货币紧缩效应尚未完全释放，美国经济依然有下行压力。但是，市场普遍预计 2024 年可能不会出现经济危机，尤其是在 12 月 13 日美联储主席鲍威尔说出“现在几乎没有理由认为经济会陷入衰退”¹⁹之后，风险偏好更是居高不下。然而，2023 年 10 月份，美联储发布半年度《金融稳定报告》，重点关注四个领域的风险，其中之一就是资产价格的估值压力较高，即股价上涨速度快于预期收益，住宅和商业地产价格仍然居高不下，9 月底标普 500 指数风险溢价（未来 12 个月预期市盈率倒数-10 年美债收益率）依然显著低于 1991 年以来的中位数（见图表 19）。如果债券收益率明显下行从而推动股市风险溢价向中值回归，市场较高的风险偏好也看似合理。但是，当前美联储依然在缩表，美债市场流动性并不好，波动性甚至高于美股，表明债券市场投资者情绪依然处于“脆弱”状态（见图表 20）。“经济坏消息就是政策好消息”的过度演绎可能推动美债收益率明显下行。不过，考虑到美债期限利差的倒挂幅度，只有美联储降息才能实现。如果美联储宽松不及预期，市场可能会突然转变为“坏消息就是坏消息”，风险偏好明显下降。这也会导致盈利改善有限的企业融资难度进一步上升。此外，风险偏好骤然下降将会影响高杠杆运行的金融机构。美联储在前述《金融稳定报告》中提示金融部门杠杆风险，即最大型的对冲基金的杠杆率仍然处于高位。

¹⁹ 证券时报，离岸人民币暴拉！美联储释放重要信号，道指创新高，全球资产狂嗨……，2023-12-14，<https://www.stcn.com/article/detail/1064181.html>。

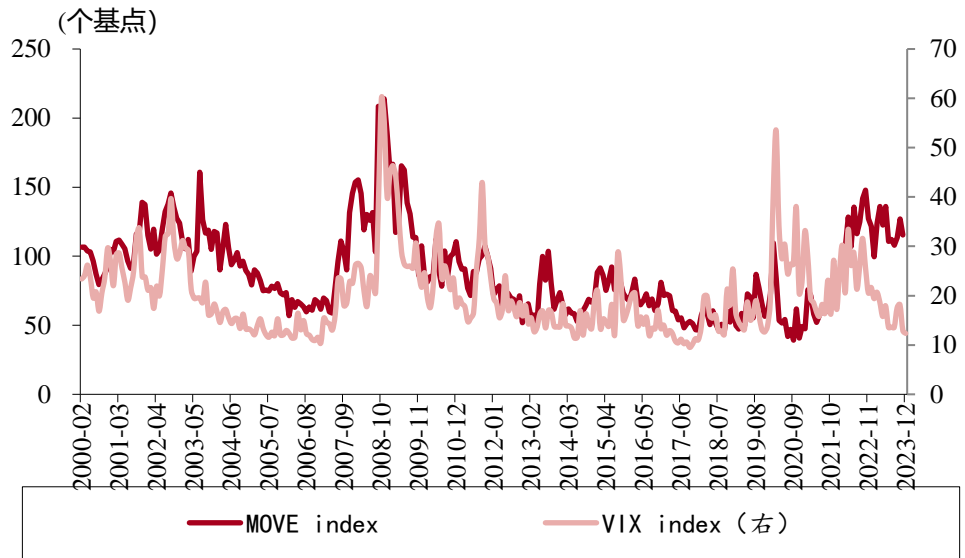
图表 19. 美国股债性价比

Figure 1.5. An estimate of the equity premium fell further below its historical median



资料来源：美联储《金融稳定报告》，中银证券

图表 20. 美股波动指数和美债流动性指数



资料来源：彭博，中银证券

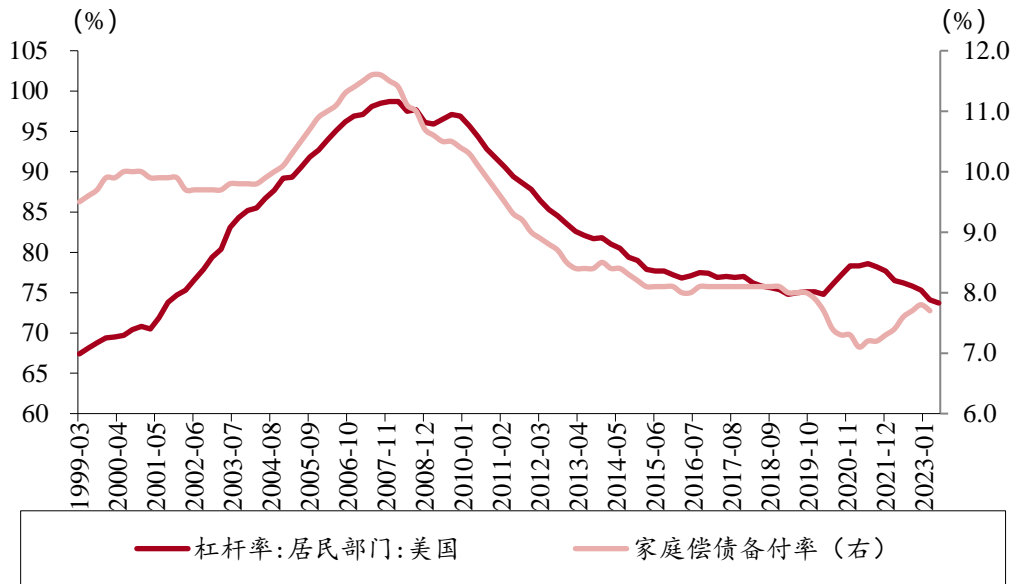
此情形下，如前所述，若美联储如市场预期的那样大幅转向、快速降息，大概率是美国经济陷入危机，否则无法证明其行为的合理性。而在危机初期阶段，高度不确定性让投资者“现金为王”，股债市场遭遇抛售，美元需求短期内激增，导致美元指数显著走强（见图表 13）。不过，美国经济陷入危机后美联储大幅转向、多次降息就足以支撑人民币汇率走强。

三、悲观情形：美国经济不着陆，美联储不降息甚至重新加息，中国经济继续面临下行压力

3.1 从美国来看，政策失误可能导致通胀卷土重来

当前美国居民部门的财务状况比 2008 年更为健康。根据 BIS 数据显示，2023 年二季度，美国居民杠杆率为 73.7%，较 2007 年底低了 25 个百分点，且较 2019 年底也低了 1.4 个百分点；2023 年一季度，家庭偿债备付率为 7.7%，较 2007 年底低了 3.8 个百分点，且较 2019 年底低了 0.2 个百分点（见图表 21）。居民债务结构也较 2008 年有所优化。根据标普信评报告、IMF 最新的金融稳定报告、美国货币监理署和彭博数据²⁰显示，美国住户按揭房贷 95% 以上为固定利率，且接近九成贷款是 2022 年以前发放的；2023 年 1 月时仅 15% 左右的存量房贷利率高于 5%，而当月 30 年期按揭贷款固定利率平均值已经达到了 6.3%。此外，美国房地产危机才过去十五年，部分美国人依然“记忆犹新”，炒房热情也不高。根据 2023 年三季度 Case-Shiller 房调数据显示，受访者认为未来五年美国房价平均涨幅为 3.3%，至 2027 年累计上涨 17.8%，与密歇根大学问卷调查居民未来五年通胀预期（3%）相差无几，而 2007 年时期四个郡的受访者认为未来十年房价年均涨幅在 10% 左右²¹。

图表 21. 美国居民杠杆率和偿债备付率



资料来源: BIS, 中银证券

超预期宽松货币政策可能会产生较大财富效应。据美联储 Z1 表数据显示，2023 年三季度，美国居民财富同比净增长 8165 亿美（5.7%），其中金融资产增长 6433 亿美元（6.1%）。2023 年金融市场大幅反弹也一定程度上带动了居民消费增长，支撑美国消费不着陆（见图表 22）。如果 2024 年货币立场显著软化导致金融条件进一步转松，经济状况可能会像 2022 年底预测 2023 年经济衰退那样，结果再次超预期（见图表 23）。12 月 18 日，前纽约联储主席比尔·达德利在彭博专栏点评“鲍威尔转向是一次重大赌博”，美联储将信誉压在“软着陆”上，让市场相信“衰退风险会有美联储兜底”，通过放松金融条件来降低市场衰退预期，这在降低衰退概率的同时显著提升了“不着陆（no landing）”风险。在他看来，鲍威尔更像伯恩斯而非沃尔克²²。

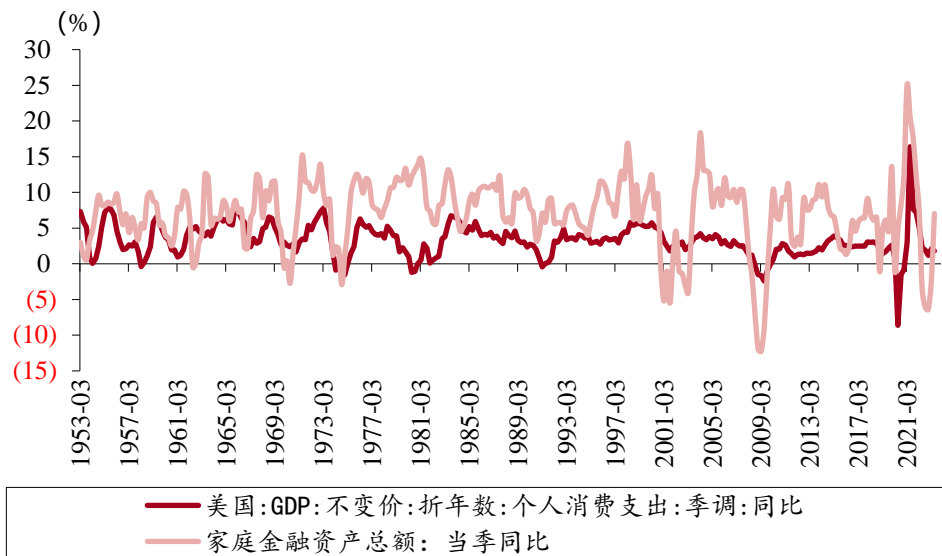
²⁰ 2023 年 5 月 4 日标普信评: https://dev.ali.spgchinaratings.cn/research/pdf/20230504_commentary_us-mortgage-and-rmbs-faq_cn.pdf.

彭博新闻- Sorry, Fed, Most US Mortgage Rates Were Locked In During Pandemic Lows, 链接为 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-03/most-us-mortgages-are-pandemic-vintage-locked-beyond-fed-reach?sref=fcy7dx5V>。

²¹ Case K. Shiller R. and Thompson A., What have they been thinking? Homebuyer behavior in hot and cold markets. Brookings Papers and Economic Activity, Fall 2012.

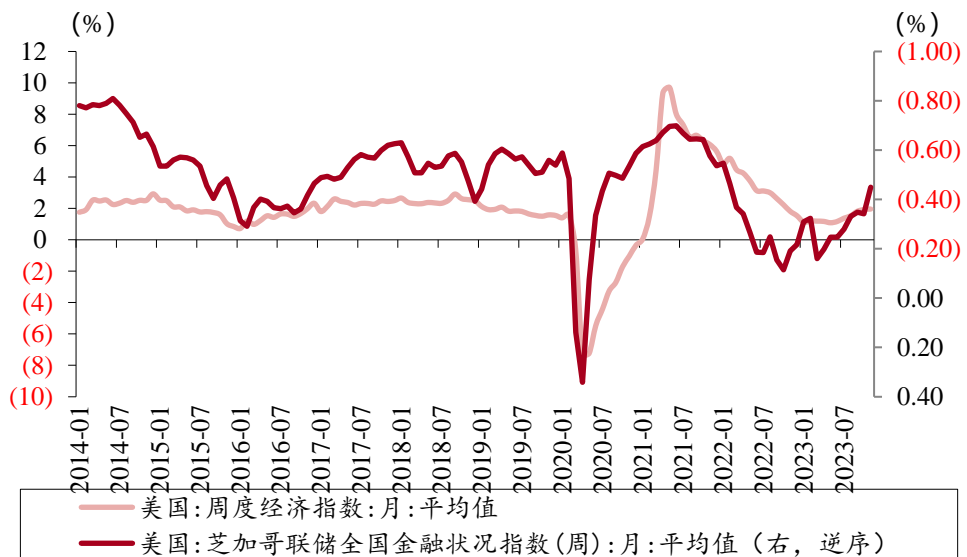
²² Bill Dudley, Jerome Powell's Pivot is a Pretty Big Gamble, Bloomberg, 2023-12-18,

图表 22. 美国个人消费实际支出和家庭金融资产总额



资料来源：美联储，万得，中银证券

图表 23. 芝加哥联储金融条件指数与纽约联储周度经济指数



资料来源：美联储，万得，中银证券

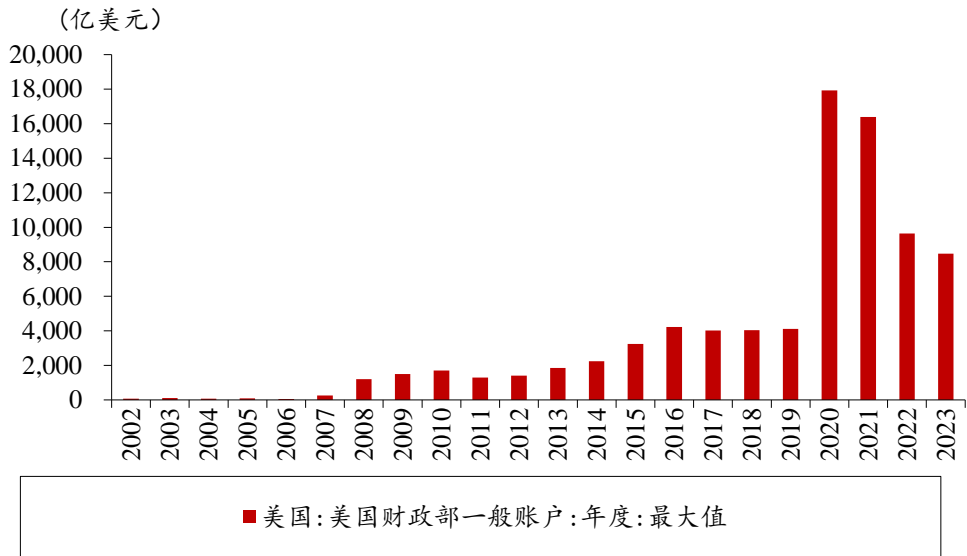
注：金融状况指数负值代表宽松，正值代表紧缩。

财政失衡改善存在较大难度。根据国会预算局（CBO）测算，在 3.8% 的利率假设下，2024~2033 年十年间美国政府赤字率均值为 5.6%，其中利息支出与名义 GDP 比重为 3.1%，主要账户赤字率为 2.5%。截至 2023 年 12 月 13 日，美国政府一般账户仍有 6306 亿美元存款，年内最高达到 8477 亿美元，而 2019 年时期最高规模为 4114 亿美元（见图表 24）。即便如此，美国政府依然有在 2024 年 1 月初关门的风险，可见美国政府的钱有多么不经花²³。美联储货币政策调整对美国政府的影响较为有限，核心还是美国政治分裂格局。以重建美国制造业为例，民主党偏好定向补贴，直接给企业钱，共和党偏好减税，让企业有更多自主空间。如果两党形成共识要振兴美国制造业，产业政策可能仅是调整支持方式，实际减少赤字空间较为有限，一旦方式出现分歧，甚至可能出现既减税又补贴的情况。当然，如上所述，总统大选期间可能无较大政策出台，但不代表参选双方不会漫天开“空头支票”拉选票。

<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2023-12-18/fed-chair-jerome-powell-s-pivot-is-a-pretty-big-gamble>.

²³ 美国 TGA 账户大部分存款实际上已经预支在未来落地的项目上，只有改预算才能“挪用”。

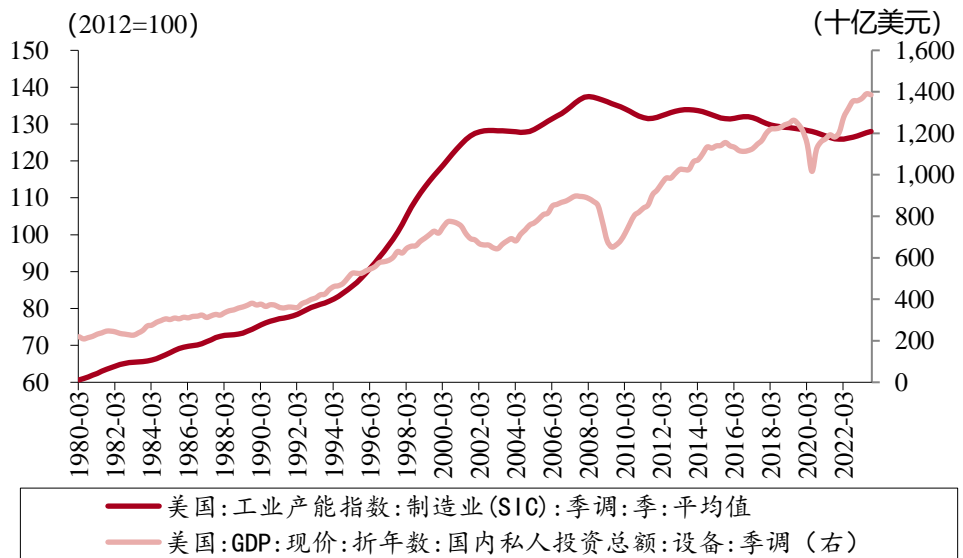
图表 24. 美国 TGA 账户年度最大存款规模



资料来源: 万得, 中银证券

美联储货币政策“火上浇油”风险犹存。美国商业银行整体准备金规模依然明显高于疫情前水平。截至 2023 年 12 月 6 日, 美国商业银行现金资产为 3.47 万亿美元, 几乎是 2019 年底的两倍。美联储放松货币政策可能会使超额流动性迅速转化为通胀压力。而且, 市场乐观预期高涨, 前述风险都会构成美联储降息的理由。如果梦想照进现实, 预期自我实现、自我强化机制不仅使得企业“债务墙”压力会明显缓解, 金融资产财富效应将进一步推高通胀压力。值得注意的是, 以房地产为首的美国周期类行业已经等待已久, 国债收益率(市场利率)曲线的下降可能会带动耐用品消费再次上涨。如果美联储指望“拜登经济学”的制造业投资和产能扩张, 从而提升供给并降低通胀压力, 结果存在较大不确定性。我们在《从三组数据看美国制造业回流现状》²⁴中指出, 美国的人力成本总体偏高, 缺乏国际比较优势, 国内也竞争不过服务业薪资, 而且制造业技能培训需要时间。自进入 21 世纪以来, 美国制造业支出更多是以无形资产、科技创新为主(见图表 25)。一旦美联储“误信”了“拜登经济学”的供给侧改革, 美国可能会出现 1995 年至 1997 年的“软着陆+再通胀”。前瞻指引的接连犯错会损害美联储的公信力, 导致市场预期大起大落。

图表 25. 美国设备投资与制造业产能



资料来源: 万得, 中银证券

²⁴ 详文见链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/wucttdlsRHngoALjPxFmxQ>。

3.2 从中国来看，美国经济不着陆可能放大投资者对中国经济的审视力度

国内政策是相当偏积极的。宏观政策方面，10月三个万亿级财政政策出台，包括万亿特殊再融资债券、继续提前下达2024年新增债务限额和增发一万亿元国债，其中万亿国债结转5000亿元于2024年使用；2023年每个月MLF都是超额续作，12月净投放了创纪录的8000亿元，三季度金融机构加权贷款平均利率依然处于有数据以来最低的4.14%。更为重要的是，12月中央经济工作会议对2024年的政策基调依然是偏积极的，提出“稳中求进、以进促稳、先立后破”，“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”、“要增强宏观政策取向一致性”、“抓住一切有利时机，利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些”。12月13日，中财办有关领导表示，我国宏观政策空间仍然较足，物价水平较低，中央政府债务水平不高，财政政策、货币政策还有较大的空间。

结构性改革是慢变量。当国内经济中长期结构性、体制性、周期性因素与疫情“疤痕效应”交织影响，仅靠刺激性政策效果有限，改革势在必行。12月份中央经济工作会议将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在九大任务之首，强化在新赛道上不能掉队的决心。同时，会议提出，不断完善落实“两个毫不动摇”的体制机制，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力；加快全国统一大市场建设，着力破除各种形式的地方保护和市场分割。然而，科技创新、促进民营企业壮大和加快全国统一大市场建设等结构性改革见效慢于宏观刺激政策，且需要时间验证改革成果。

中国经济面临的另一大挑战是社会预期偏弱。背后形成的因素是多方面的，包括“土地财政”、疫情“疤痕效应”、结构性改革阵痛、大国博弈和经济复苏不平衡不充分等。其中，房地产市场不稳是当前预期偏弱的主要根源。IMF在2023年10月的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》均提及了中国房地产和地方债务问题，两者是一体两面，带来复杂的政策挑战。12月15日，世界银行发布中国经济简报，指出随着消费者信心逐步恢复以及政策刺激发挥作用，经济增长势头近期有望企稳，但房地产行业 and 外部需求的持续疲软会给短期增长前景蒙上阴影；日益增加的结构性制约将限制中国增长潜力，包括债务水平过高、人口老龄化和持续的经济失衡；要解决地方财政的结构性失衡并有效处理地方政府融资平台的债务问题，还需要深化财政体制改革。7月政治局会议、10月金融工作会议和12月中央经济工作会议均未回避房地产和地方债务风险。房价是境内金融周期的重要观察指标之一。然而，国内外经验均不可以完全借鉴，国内房地产市场未来走向依然存在较大的不确定性。

动态思考地方债务问题。土地出让收入下降虽然会降低地方政府收入，但同时也会减少地方相应的支出。与公共财政较多“必选消费”不同，政府性公共基金更多表现为“可选消费”的特征，是地方争取KPI的主要途径。经济高速增长时期过度举债的冲动难以避免，容易造成收益与负债不匹配。据IMF《全球金融稳定报告》测算，公开数据显示2022年地方平台公司债务合计占GDP的45%左右，过去三年超过30%的地方平台公司债务只能靠中央政府“接济”，过半的地方平台公司债务难以承受3%以上的利率²⁵。在7月底中央政治局会议提出一揽子化债计划以后，万亿再融资债券发行置换不合理地方债务。但时间换空间只能解“燃眉之急”，关键是政府债务管理体制的改革。10月中央金融工作会议提出，建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。12月中央经济工作会议指出，要谋划新一轮财税体制改革，统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。总而言之，中国结构性改革急不来也等不起。

地缘政治风险可能会扰动我国社会预期。经济复苏的程度和政策的效果如何，不仅要靠执行者如何做，还要看市场怎么想。只要美国经济增速高，中国就难以低，否则难以用“增长优势弥补地缘政治风险溢价”来说服境内外投资者。而且，中美关系是2024年美国大选绕不开的议题。12月18日，美财长耶伦在中美贸易全国委员会成立50周年晚宴上表示，“在过去的三年里，拜登总统推动（美国）国内投资，在印太地区建立了强大的经济关系，并从这一实力地位出发，寻求对中国采取务实的经济方针”；“但这种方针也认识到我们在观念和政策上存在着鲜明的差异，处理这一关系并非易事，对此我们不抱任何幻想”；重申“继续以有的放矢、认真谨慎的方式负责任地管理我们的经济关系”²⁶。

²⁵ 详文见2023年10月IMF《全球金融稳定报告》。

²⁶ 美国驻华大使馆，美国财政部长珍妮特·耶伦关于美中经济关系的讲话，2023-12-18，<https://china.usembassy-china.org.cn/zh/remarks-by-secretary-of-the-treasury-janet-l-yellen-on-the-u-s-china-economic-relationship-2/>。

此种情形下，美元可能再度走强，人民币汇率还会继续承压。自 11 月份以来，市场找了多个理由支持 2024 年美联储降息，与 12 月美联储最新点阵图的区别在于降息次数。如果美联储高估了经济下行压力，选择提前降息，市场可能会要求更多，导致金融条件明显宽松。超额流动性可能会导致治理通胀工作半途而废。随着美国通胀前景恶化和经济回升，市场预期扭转将支撑美元中长期走强，这也会间接凸显中国经济中长期周期因素的调整压力。

四、主要结论

2023年人民币汇率走势“一波三折”，既有美元走势偏强、中美利差走阔和跨境资本流动“逆风”等外因影响，但也有经济预期调整、波浪式复苏走势的内因影响。不过，美联储货币政策主导的全球金融周期已经行至紧缩尾声阶段，而全球金融市场波动在一致预期、不断反转中进一步提升，尤其是三季度以来美股和美债的大起大落让我们不得不重新审视海外风险。考虑到美联储货币政策的不确定性可能会导致形势骤变，我们以相对价格视角展望2024年人民币汇率的三种可能性：

一是中国经济恢复比较好，美国经济软着陆，美联储不加息或小幅降息，人民币兑美元或是一个有涨有跌、震荡走势。中国经济利好因素逐渐增多，疫情“疤痕效应”有所缓解，居民消费活力和杠杆行为均有修复迹象，产业结构性改革在就业转换上初见成效，且跨境资本流动有望进一步稳定。此外，不管是预期引导还是出台落地，宏观政策稳增长的决心不可谓不强。如果政策支持力度稳定和经济持续回升，信心改善将进一步巩固经济向好的趋势。美国经济依然有下行压力是基本共识。鉴于市场对美联储宽松的激进“抢跑”预期，美联储可能会时常出来“拉住”不必要的金融条件松弛，表现得比市场预期的要“偏鹰”。美联储“预防式降息”也符合总统大选期间政治中立。关键是，美强欧弱的格局在2023年进一步凸显，美国经济前景较其他发达经济体的领先优势也使得美联储更有底气维持偏紧的货币政策立场。

二是中国经济持续回升向好，美国经济硬着陆，美联储货币政策大幅转向，人民币兑美元有可能出现趋势性的反弹走势。考虑到货币政策周期尾部阶段多“风雨”，美联储存在低估经济下行的可能性。居民部门和劳动力市场息息相关，属于相对滞后的经济指标。美国企业“债务墙”即将到来，“萨姆定律”也将亮起“红灯”，美联储反应不及时可能导致市场预期骤变，金融市场陷入剧烈动荡。如果宏观模型预测都是对的，理性预期假设下就不会出现经济危机，经济主体会趋利避害，政策也会及时应对。但是，历史经验显示，危机不仅是非线性演绎的，而且总会出现在不起眼的地方。一旦遭遇“黑天鹅”或者某个领域结构性断裂，美联储货币政策调整可能为时已晚。如果美联储大幅转向，就有可能支撑人民币汇率走强，因为虽然中国经济可能因外需大幅萎缩而承压，但是政策空间完全打开，执行力优势进一步凸显。

三是美国经济不着陆，美联储不降息甚至重新加息，中国经济继续面临下行压力，人民币汇率有可能会继续承压。美国居民财务状况整体要好于上一轮金融危机时期，房地产预期也较为稳定。由于前期释放的超额流动性和激进的财政政策，美国经济和金融系统像上紧了发条的钟摆，中间路线反而显得过于合理，最终既有可能大幅摇摆到危机模式，也有可能大幅摇摆到“不着陆”状态。美联储的“只言片语”并让金融市场欢欣鼓舞。如果货币政策再次轻微打开“水龙头”，产生的财富效应不仅会提振居民消费，而且高企的风险偏好可能让企业“债务墙”形同虚设。寄希望于加大制造业投资提升供给存在较大不确定性。而且，为了保证增加的美国产能有去处，美国政府大概率需要加强贸易保护政策。过热的需求和逆全球化将支撑美元。外部因素掣肘下，中国经济结构性矛盾可能会被进一步放大，需要更大的政策艺术来应对。

风险提示：美联储货币政策调整超预期；全球经济结构性转变；地缘政治风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371