

经济从超预期轨道回归

2024 海外经济展望

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：何帅辰

邮箱：heshuaichen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

◆2023年以来，美国经济展现出超出市场预期的韧性，这导致美联储不敢轻言结束加息，使得10年期美债利率和美元指数持续波动上涨，从而抑制了全球风险资产的表现。

◆美国经济的韧性很大一部分重要来源是政府采取的财政加杠杆政策，包括居民端的转移支付、产业端的三大产业法案等成为推动美国经济复苏的重要因素。

◆结果上来看，在全球制造业周期下行背景下，美国制造业的建筑投资仍然表现出较强的韧性。一方面是财政发力领域呈现明显逆周期性。另一方面企业在海外低利率阶段增加了固定利率融资规模，利率上调对企业的影响也未能渗透；居民端，受益于政府转移支付、就业紧张下的薪资增长以及个税减免等因素，推动居民实际可支配收入的增加。以及长期固定利率合同的抵押贷款和成熟的再融资机制，居民部门还本付息压力并未明显升高。

◆展望2024年，2023年以来屡超预期的经济所展现出的韧性或将逐步步入尾声，美国经济将面临三大制约因素：第一是大选年难以持续实施宽松的财政政策；第二是居民部门超额储蓄耗尽，导致消费能力下降；第三是公司债券将陆续到期，预期较高的利息支付负担或将抑制资本投资。

◆随着联邦财政扩张的支撑效应或将进一步减弱，而货币紧缩的滞后效应仍会进一步加剧，因此这决定了美国经济下行是一种趋势。不过，这也并非等价于衰退的开启，2024年美国经济也存在几大支撑因素。一方面新移民填补劳动力供给缺口的同时也为经济注入新的活力。另一方面，美国制造业即将步入补库周期，而经济的弹性也取决于企业补库存的力度。我们预计补库周期最早会在2024年上半年开始。但是，在高利率的情况下，企业进行补库的力度可能会相对有限。更加强劲的补库周期可能会源自于美联储开启降息或者原材料价格特别是原油价格的波动幅度。

◆2024年美国经济、就业市场转弱的过程或仍将“一波三折”，整体呈现出有韧性的下滑。从节奏上看，预计美国经济在2024上半年面临下行压力较大，下半年有望边际改善。一方面，我们认为，加息的滞后影响在2024上半年仍将继续显现，但是按照我们测算，美联储大概率从2024年中开始降息，货币紧缩对经济的抑制作用有望在下半年轻。

⊕风险提示：地缘局势变化超预期，美国经济金融风险超预期，国际金融市场波动超预期，美国财政紧缩幅度超预期等

内容目录

1. 2023 年回顾：财政加杠杆塑造经济超预期的韧性.....	3
1.1. 疫情期间大量财政补贴支持企业端和居民端.....	3
1.2. 财政发力领域呈现明显逆周期性.....	4
1.2.1. 利率上调对企业的影响也未能渗透.....	4
1.3. 个人可支配收入增加支撑居民消费.....	5
1.3.1. 居民部门还本付息压力并未明显升高.....	6
2. 展望 2024，美国经济将面临那些制约因素？.....	7
2.1. 大选年收缩财政支出.....	7
2.2. 超额储蓄已被大量耗尽.....	8
2.3. 企业债券还本付息压力明显增加.....	9
3. 中性情形假设下，美国经济硬着陆风险不高.....	10
3.1. 移民增加填补供给缺口，带来经济新活力.....	10
3.2. 经济的弹性取决于企业补库存的力度.....	12
4. 总结.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：美国 GDP 增速 (%).....	3
图 2：美国经济增速分项贡献率 (%).....	3
图 3：美国制造业建筑支出加速上升 (百万美元).....	4
图 4：计算机、电子设备制造建筑支出显著上升 (百万美元).....	4
图 5：非金融企业净利息支出明显减少 (百万美元).....	5
图 6：美国非金融企业固定利率融资规模 (百万美元).....	5
图 7：2023 年美国居民个人所得税支出明显降低 (十亿美元).....	6
图 8：居民杠杆率持续下降 (%).....	6
图 9：居民可支配收入增长高于趋势线 (十亿美元).....	6
图 10：美国居民债务总额及其构成 (万亿美元).....	7
图 11：家庭债务还本付息占可支配收入的比例并未明显提升 (%).....	7
图 12：固定利率抵押贷款在美国房贷市场上占主导地位 (%).....	7
图 13：美国市场再融资机制较成熟.....	7
图 14：CBO 预测 2024 财年赤字率将略微收缩 (%).....	8
图 15：CBO 预测 2024 财年赤字分项情况 (%).....	8
图 16：旧金山联储测算居民超额储蓄基本耗尽 (百万美元).....	9
图 17：美国居民不同贷款拖欠超 30 天比例 (%).....	9
图 18：美国居民不同年龄段信用卡贷款拖欠超 90 天比例 (%).....	9
图 19：美国企业尚未偿还债务规模 (十亿美元).....	10
图 20：外国出生人口劳动参与率已恢复至疫情前 (%).....	11
图 21：美国月度新增外国出生人口就业人数大幅超越疫情前 (千人).....	11
图 22：美国 25-54 岁劳动参与率已超过疫情前 (%).....	11
图 23：美国就业市场供需不平衡仍待修复 (千人, %).....	12
图 24：美国非农薪资增速放缓 (%).....	12
图 25：历史上，库销比与制造业 PMI 表现相同步 (%).....	13
图 26：历史上，库销比领先库存同比 2-5 个季度 (%).....	13
图 27：全球供应链压力已明显缓解.....	14

2023 年以来，美国经济展现出超出市场预期的韧性，这导致美联储不敢轻言结束加息，使得 10 年期美债利率和美元指数持续波动上涨，从而抑制了全球风险资产的表现。对国内投资者而言，美债利率的上升成为制约人民币走势的重要因素，促使北向资金加速外流，相较年初的预期，国内权益市场负重前行。

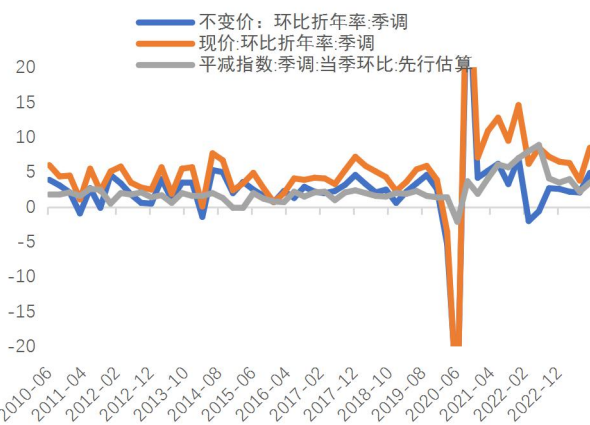
回首 2023，市场与美联储之间的“预期差”成为影响上半年全球风险资产走势的重要因素。而随着失业率降低、经济增速提高，这种预期差终在下半年达成了共识。在 9 月的 FOMC 会议上，美联储全面上调了对美国经济的预测值，美联储认为美国经济实现软着陆是大概率事件。更高的经济增速伴随着更高的利率水平，因此利率将会“长时间保持高位”，成为市场的共识。

进入年尾，我们再次面临全球大类资产配置的方向性选择。回首 2022 年末，对海外经济的判断误差会对大类资产走势的预判产生负面影响。那么在当前货币紧缩尚未转向前的环境下，美国经济的韧性还能维持多久？也将成为我们在选择方向时需要探讨的关键问题。

1. 2023 年回顾：财政加杠杆塑造经济超预期的韧性

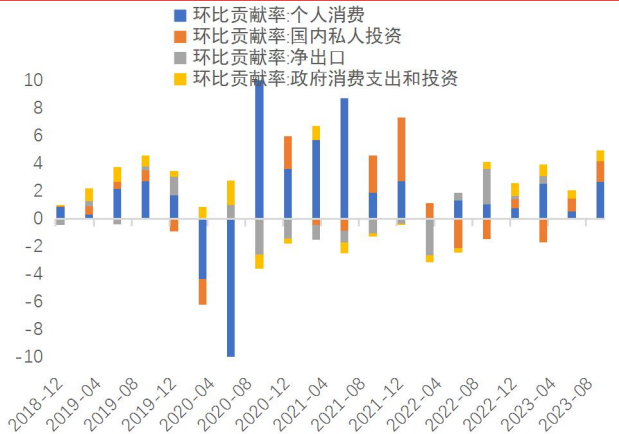
美国经济的韧性很大一部分重要来源是政府采取的财政加杠杆政策。在疫后，财政扩张和转移支付成为推动美国经济复苏的重要因素。政府部门的加杠杆行为既抵消了美联储紧缩货币政策的影响，也改善了居民部门的财务状况。具体表现在，针对再工业化的产业补贴，刺激了制造业投资，推动了私人部门投资的超预期的增长；居民端，超额储蓄和个税减免间接提高了居民收入，进而持续支撑了居民消费等因素，共同塑造了经济的韧性。

图 1：美国 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：美国经济增速分项贡献率 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.1. 疫情期间大量财政补贴支持企业端和居民端

联邦政府在企业、居民保护和产业政策方面采取了多项举措。首先国会通过了《冠状病毒援助、救济和经济安全 (CARES) 法案》，该法案额度约为近三年美国 GDP 的 10% (约 2-2.2 万亿美元)。CARES 法案中，主要措施包括现金补助、失业救济和薪水保护计划。其中现金补助方面，第一批约 3000 亿美元向年收入低于 7.5 万美元的家庭一次性派发。后续《美国救援计划》再度要求向符合条件的个人发放 1400 美元的直接刺激金，两者共计 8150 亿美元。失业

救济方面，一次性向符合条件的个人发放 600 美元，总额 2060 亿美元。薪资保护方面，以 3500 亿美元用于小企业贷款计划的（Paycheck Protection Program）为主，企业使用贷款支付员工工资、带薪病假、租金、水电费或其他债务，后续又分别增加 3100 亿美元和 3080 亿美元用于补充 PPP 额度。

在产业政策方面，拜登政府实施了三大产业法案以支持美国的再工业化投资。这些法案包括《通胀削减法案》，对于太阳能发电场、风能和电动汽车等绿色能源项目可以获得资金支持。《芯片和科学法案》为在亚利桑那州、新墨西哥州、俄亥俄州和纽约州等建设新半导体工厂提供资金。同时还为半导体设计公司和原材料供应商以及封装和精加工公司（整个半导体供应链）提供资金。《基础设施法案》则是修复道路、桥梁、铁轨、机场和海港的重要资金来源。这三项法案的总投资额接近 1.2 万亿美元，旨在增强美国的基础设施建设、提升制造业竞争力，特别是在半导体和新能源领域的竞争力。

1.2. 财政发力领域呈现明显逆周期性

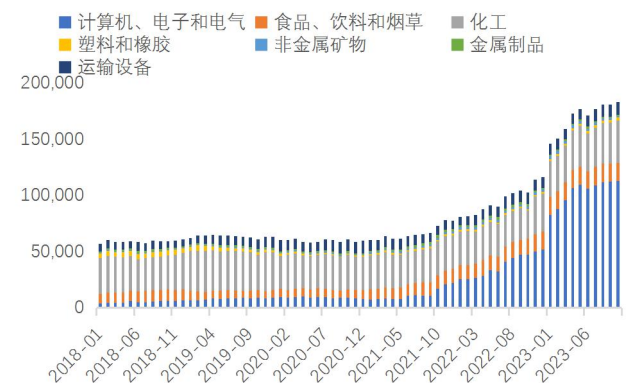
从结果上来看，建筑业的投资支出迅速增长。一方面建筑行业是典型的周期性行业，尽管全球制造业周期下行，但美国制造业的建筑投资仍然表现出较强的韧性，在美联储开始加息之后，继续加速增长，这一增长趋势可能主要受益于芯片法案（CHIPS）、通胀削减法案（IRA）对于美国计算机、电子和电力设备制造的生产支持。具体来看，芯片法案（CHIPS）颁布后，计算机、电子相关建筑支出显著上升，带动整个制造业建筑支出的加速。

图 3：美国制造业建筑支出加速上升（百万美元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：计算机、电子设备制造建筑支出显著上升（百万美元）

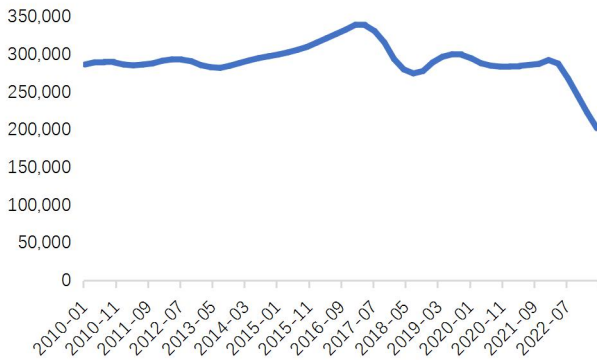


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.1. 利率上调对企业的影响也未能渗透

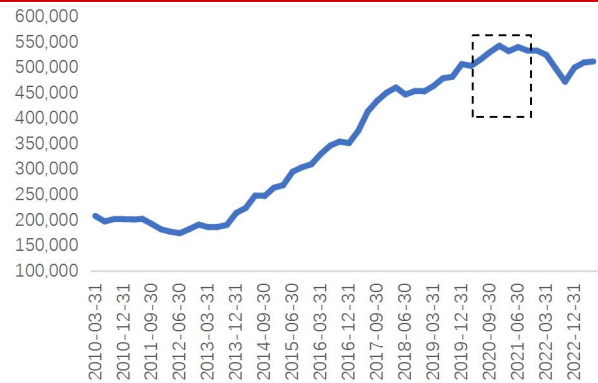
财政补贴很大程度上支撑了制造业投资的韧性，但 2021 年以来政策利率大幅上调后，未能造成对企业融资成本的显著渗透也是支撑因素之一。企业的净利息支出自 2022 年以来下降了 30%。这个趋势的出现或有几个原因：首先，除了利率上调带来的利息收入大幅增加外，最重要的是企业在海外疫情刚放松之后低利率阶段增加了固定利率融资规模，截至 2021 年底固定利率债务在债务总额中所占比重比疫情前增加了 5% 左右。这一举措有效地避免了自 2022 年以来由于借贷利率提高而导致的还款负担急剧增加的问题。

图 5：非金融企业净利息支出明显减少（百万美元）



资料来源：BIS，华宝证券研究创新部

图 6：美国非金融企业固定利率融资规模（百万美元）



资料来源：Fred，华宝证券研究创新部

1.3. 个人可支配收入增加支撑居民消费

美国作为以消费为主导的经济体，疫后美国政府采取的宽松财政政策，一部分资金被用于支持再工业化，推动了私人部门投资的增长；另一部分直接进行转移支付惠及民众，支撑居民超额储蓄的形成，财政政策的宽松在一定程度上抵消了货币政策收紧的影响。

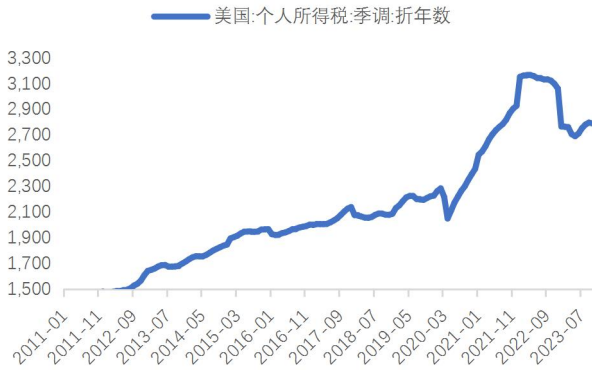
同时，劳动力市场的供需紧张，推动劳动力工资不断上涨，也对美国居民的购买力产生了支撑作用。

此外，在 2023 年，美国国税局通过大幅减税，也促进了可支配收入的增加。通常每年美国国税局（IRS）会根据通货膨胀情况对个人所得税中的标准扣除额进行调整。在通货膨胀高企的年份，这一数额可能会被大幅提高。从美国国税局（IRS）发布的《2023 纳税年度税收通货膨胀调整》的表述来看，“鉴于高涨的通货膨胀”，IRS 将个税的标准扣除额有所提高，从结果上来看，2023 年美国居民个人所得税支出显著减少。

从杠杆率来看，2019 年以前美国政府部门的杠杆率大致稳定在约 100% 左右。但自 2020 年以来，这一比率最高飙升至 122%，目前在 110% 到 120% 之间波动。相比之下，居民部门的杠杆率并没有上升，甚至有所下降，显示其资产负债表相对比较健康。

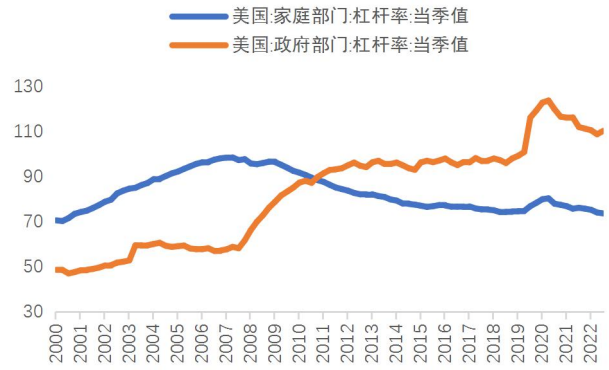
综合下来，居民部门的杠杆率下降一定程度上抵消了高利率对其影响，叠加居民实际可支配收入的增加，提高了居民的消费能力，最终对经济增长产生了明显支持作用。

图 7：2023 年美国居民个人所得税支出明显降低(十亿美元)



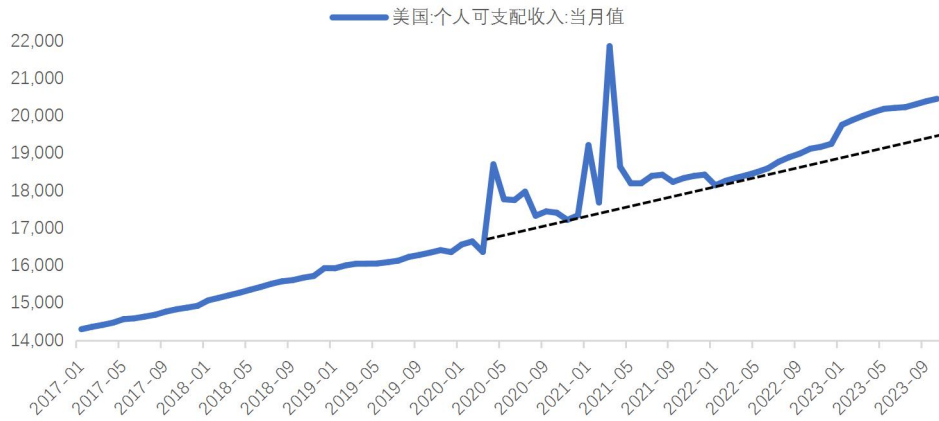
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：居民杠杆率持续下降 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：居民可支配收入增长高于趋势线 (十亿美元)

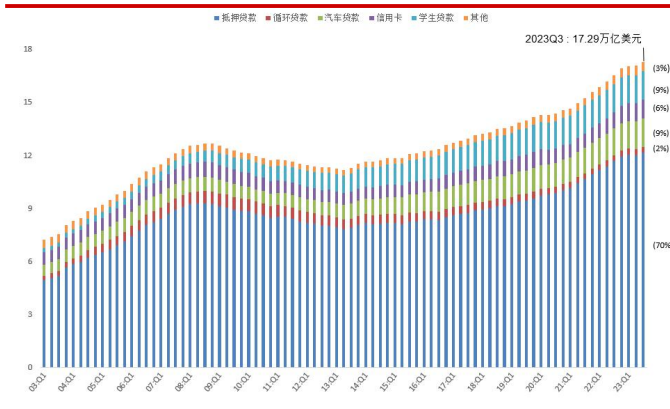


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3.1. 居民部门还本付息压力并未明显升高

此外，我们还通过拆解美国家庭债务结构来看，截至第三季度，美国家庭的抵押贷款占了家庭债务的 70%，其次是学生贷款和汽车贷款，占比 9%，信用卡贷款占比约为 6%。尽管自美联储开始加息以来，美国抵押贷款利率已经显著上升，但截至第二季度，美国家庭支出在债务还本付息上所占可支配收入的比重为 9.8%，相较于疫情前并未明显升高。

图 10：美国居民债务总额及其构成（万亿美元）



资料来源：纽约联储，华宝证券研究创新部

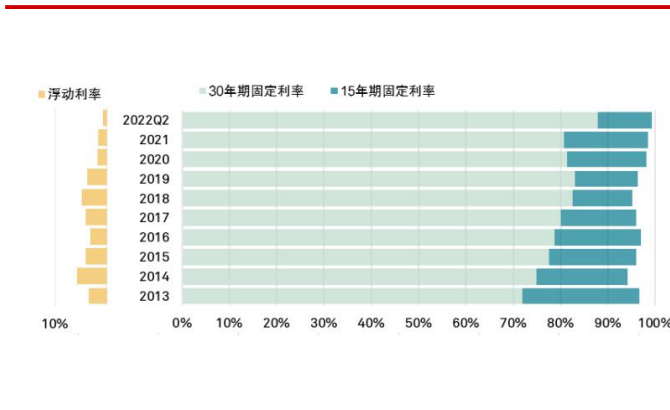
图 11：家庭债务还本付息占可支配收入的比例并未明显提升（%）



资料来源：Fred，华宝证券研究创新部

这种低负担状态部分是由于美国居民普遍选择了长期固定利率合同的抵押贷款。根据美国联邦住房金融局的统计数据显示，美国 95% 以上的房贷为固定利率。其中，传统的标准 30 年期固定利率抵押贷款在美国房贷市场上占主导地位。从历年住房抵押贷款的新发放量来看，FHFA 数据显示，2013 年至 2022 年 Q2，固定利率贷款（FRM）的发放量占总发放量的比例基本维持在 90% 以上，特别是随着市场利率环境的变化该比例进一步上升，2022 年第二季度达到 99% 左右。此外，美国市场拥有成熟的再融资机制，使居民能够在利率下降期间重新协商更优惠的贷款。

图 12：固定利率抵押贷款在美国房贷市场上占主导地位（%）



资料来源：美国联邦住房金融局（FHFA），华宝证券研究创新部

图 13：美国市场再融资机制较成熟



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 展望 2024，美国经济将面临那些制约因素？

从当前的角度来看，美国经济前景存在 3 个主要的制约风险：第一是难以持续实施宽松的财政政策；第二是居民部门超额储蓄耗尽，导致消费能力下降；第三是公司债券将陆续到期，预期较高的利息支付负担或将抑制资本投资。

2.1. 大选年收缩财政支出

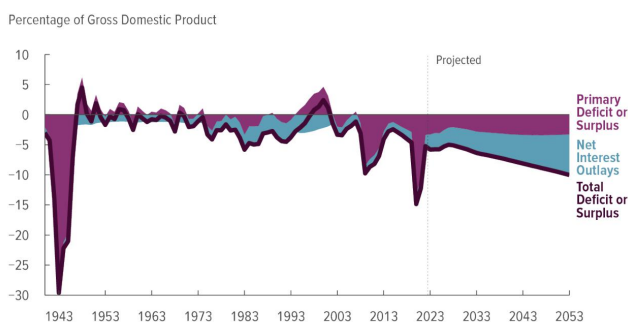
2024 年是美国的大选年，根据历史经验，当参众两院分属不同党派时，两党合作意愿下

降，财政拨款上的分歧增多且更难调和，共和党认为拜登政府的支出规模巨大，导致美国财政持续恶化，在其控制的众议院要求削减更多财政支出。民主党则强调支出削减将对美国经济和国家安全造成冲击，在其控制的参议院主张放缓支出削减的速度。大选年份收缩财政支出是较有可能发生的情况。

从美国的财政支出的组成部分来看，主要分为强制性支出 (Mandatory Spending)、自主性支出 (Discretionary Spending) 和利息净支出 (Net Interest Spending)，平均占比分别为 62.3%、30.7% 和 7.0%。其中，强制性支出和利息支出是固定的，不受每年拨款法案的影响，主要包括医保、国债利息等。而自主性支出则由国会拨款程序决定，主要包括国防、交通、教育、住房、社会服务、环境和科技等各个领域。两党的分歧最终或将在自主性支出上产生影响。

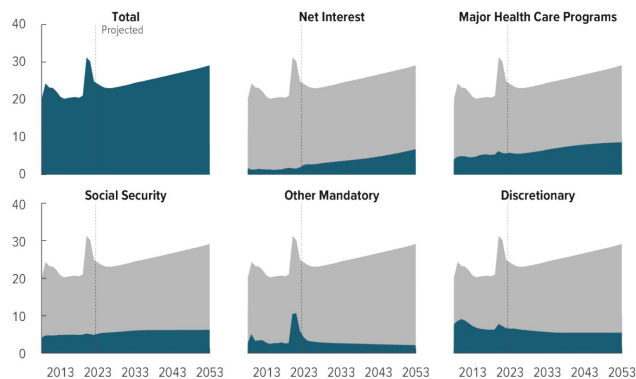
从绝对规模来看，我们根据美国国会预算办公室 (CBO)，11 月份的《CBO's Analysis of the Long-Term Budgetary Outlook》报告中的预测信息作为参考。预计 2024 财年赤字率将略微收缩，其中利息支出占 GDP 比例略微上升，除利息支出外的支出占 GDP 比例也将略微收缩。虽然国会预算办公室 CBO 的预测结果基于现行政策不变的假设，不包含未来政策的影响，可能与未来长周期的实际数据有所偏差，但 CBO 对 2024 财年支出的预测仍值得参考。

图 14: CBO 预测 2024 财年赤字率将略微收缩 (%)



资料来源：CBO，华宝证券研究创新部

图 15: CBO 预测 2024 财年赤字分项情况 (%)



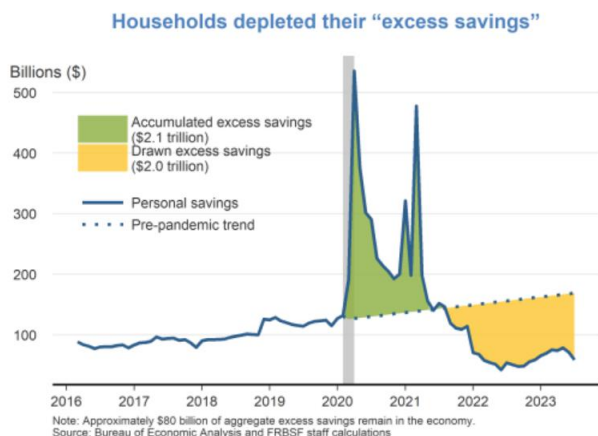
资料来源：CBO，华宝证券研究创新部

2.2. 超额储蓄已被大量耗尽

就居民部门超额储蓄来看，据旧金山联储测算，美国超额储蓄于 2023 年 3 季度基本消耗完毕，意味着前期的支撑消费的重要因素之一将消退，高利率对消费的抑制作用将会很快显现出来。

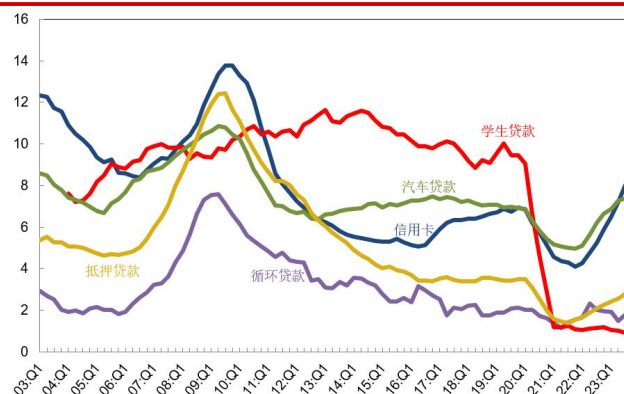
此外，从个人债务视角来看，美国居民主要债务拖欠率都有所上行。截至 3 季度，美国居民债务规模最大的抵押贷款拖欠率上升至 2.56%，为 2020 年 2 季度以来高点。而汽车贷款和信用卡贷款拖欠率则上升更高，汽车贷款拖欠率上行至 7.28%，为 2018 年 1 季度以来高点；信用卡贷款拖欠率上行至 7.2%，为 2012 年 1 季度以来高点。

图 16: 旧金山联储测算居民超额储蓄基本耗尽 (百万美元)



资料来源: 旧金山联储, 华宝证券研究创新部

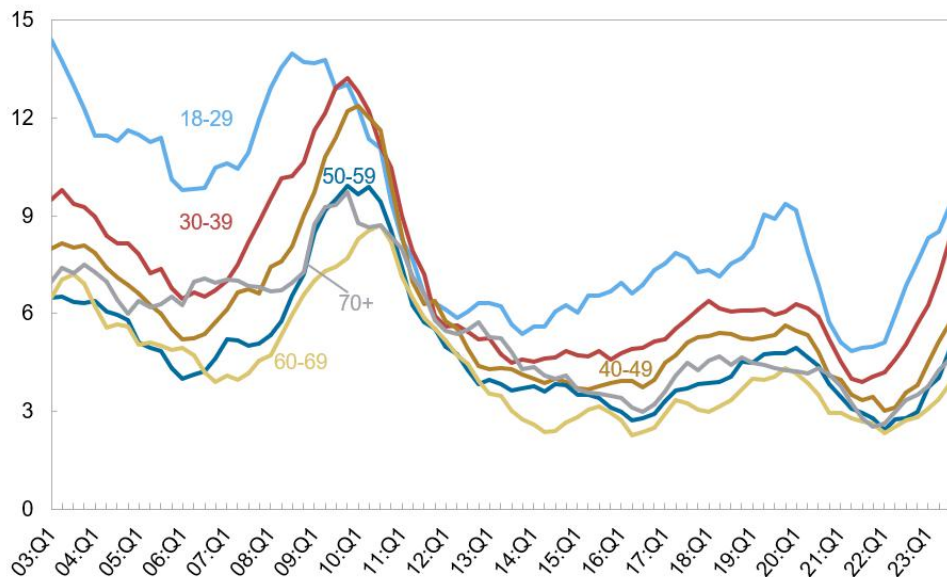
图 17: 美国居民不同贷款拖欠超 30 天比例 (%)



资料来源: 纽约联储, 华宝证券研究创新部

具体来看, 年轻人面临更大的偿债压力。从信用卡贷款来看, 截至 3 季度, 18-29 岁群体拖欠率上升至 8.52%, 为 2010 年 4 季度以来高点; 30-39 岁群体拖欠率也上升至 7.14%, 为 2011 年 3 季度以来高点。

图 18: 美国居民不同年龄段信用卡贷款拖欠超 90 天比例 (%)



资料来源: 纽约联储, 华宝证券研究创新部

总的来说, 美国居民前期积累了一定的财富和超额储蓄, 为消费提供了较大的支撑。但随着家庭超额储蓄也已经被大量消耗; 加之, 美国居民各项贷款拖欠率明显上升 (部分已经远超过疫情前水平), 学生贷款计息重启。我们预计, 美国居民承担的压力已经在加大。

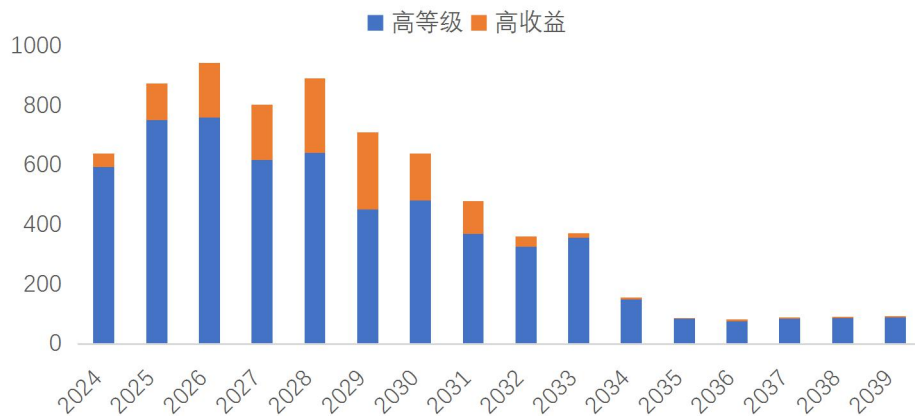
2.3. 企业债券还本付息压力明显增加

利率上升对经济造成的下行压力或将在企业部门显现。从 2024 年开始, 许多公司的公司

债券将陆续到期。2024年到期的公司债券约为6000亿美元左右，预计将比2023年（2000亿美元左右）大幅增长。此外，预计到2026年，这一数字将达到近1万亿美元。公司债券的再融资，需要采用当前的高利率而不是加息前的利率，大幅增加了公司的融资成本。

预期较高的利息支付负担或将抑制资本投资。需要注意的是，如果企业利润因利息支付负担增加而恶化，资本支出的下行压力将进一步加大，企业面临去杠杆的压力。

图 19：美国企业尚未偿还债务规模（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

3. 中性情形假设下，美国经济硬着陆风险不高

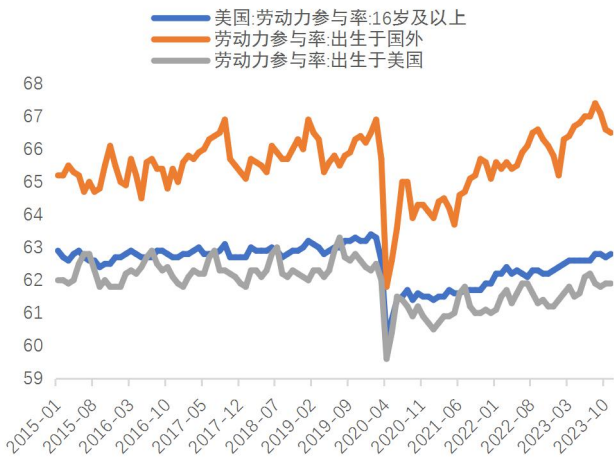
首先，联邦财政扩张的支撑效应或将进一步减弱，而货币紧缩的滞后效应仍会进一步加剧，因此这决定了美国经济下行是一种趋势。不过，2024年美国也存在几大支撑因素。

3.1. 移民增加填补供给缺口，带来经济新活力

2023年以来美国移民人口以及移民工作人数增速迅猛，加之居民持有超额储蓄减少、返工意愿提升，共同推动美国就业参与率触底回升，截至2023年11月末，美国劳动力参与率为62.8%，接近恢复到疫情前的水平。

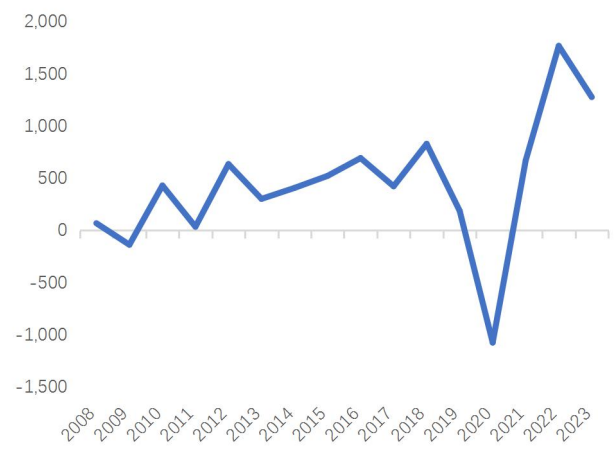
具体来看，美国移民就业人数的迅速恢复贡献作用较大。从数字上来看，2023年以来，月度新增外国出生人口就业人数为12.7万人（2017-2019月均水平为4.79万人）。劳动参与率上，外国出生的劳动力参与率跃升了2%左右，达到67%，已经恢复至疫情前的趋势均值区间。移民通过对劳动力、创业活动以及购买商品和服务的贡献，促进经济增长、就业增长带来新的经济活力。

图 20：外国出生人口劳动参与率已恢复至疫情前 (%)



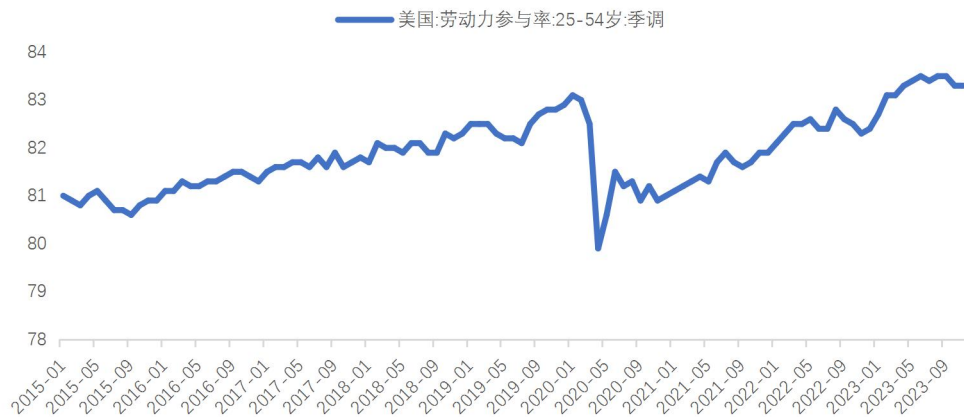
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 21：美国月度新增外国出生人口就业人数大幅超越疫情前 (千人)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 22：美国 25-54 岁劳动参与率已超过疫情前 (%)

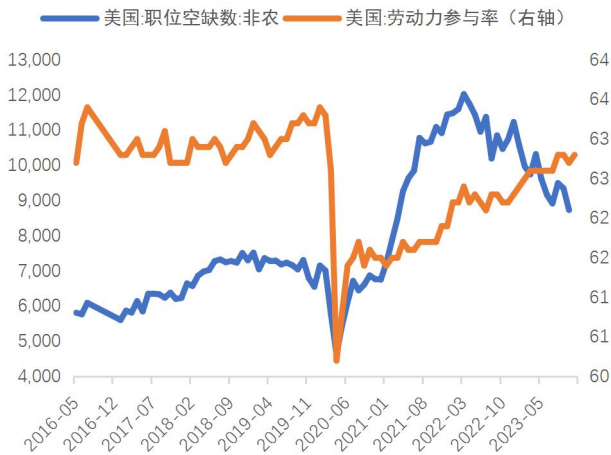


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

此外还需关注的是，当前美国劳动力参与率接近恢复到疫情前的水平。然而，职位空缺率仍远高于疫情前水平，显示出就业市场供需之间仍存在未解决的不平衡。

往后看，我们认为，后续美国本土出生劳动参与率提升的空间或有限。这主要受到一些不可逆转的因素影响，比如婴儿潮一代的逐渐老龄化和提前退休（永久离开劳动力市场）。此外，截至 2023 年 11 月的数据显示，美国主力的劳动力群体，即年龄在 25 到 54 岁之间的人群，劳动参与率已经恢复至 83.3%，已经超过了疫情前的高峰水平的 83%。在这种情况下，我们预计美国就业市场将保持韧性中有序降温。也意味着薪资增速大方向依然是下行，但节奏可能偏慢，从而支撑消费不会迅速降温。

图 23：美国就业市场供需不平衡仍待修复（千人，%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 24：美国非农薪资增速放缓（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2. 经济的弹性取决于企业补库存的力度

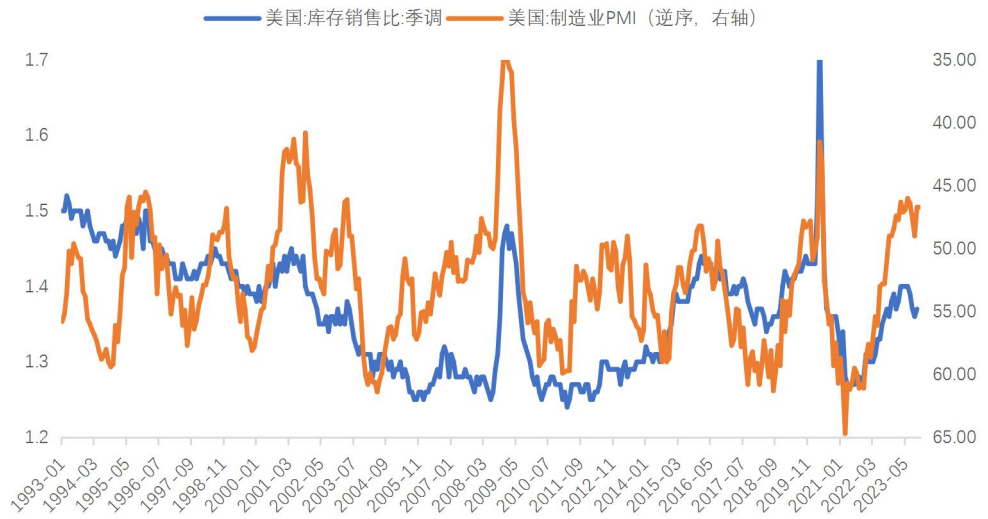
2024 年美国制造业即将步入补库周期。根据库存周期的观察，自 2022 年 7 月起，美国已经开始了新一轮的去库存周期。按照历史规律来看，过去的几轮库存周期的平均持续时间约为 34 个月，其中去库周期持续在 12 到 18 个月之间；按照历史规律来看，本轮去库周期以及企业资本支出下降的趋势可能会一直持续到 2023 年底或 2024 年初。

从领先指标来看，库存销售比率领先于同比库存的变动 2 到 5 个季度。而库存销售比率与制造业 PMI 是同步变动关系。制造业 PMI 已经在 2023 年 6 月份触底，而库存销售比率也从 2023 年 7 月开始下降，这或将意味着补库周期最早会在 2024 年上半年开始。

但是，在高利率的情况下，企业进行补库的力度可能会相对有限。更加强劲的补库周期可能会取决于美联储开启降息或者原材料和大宗商品价格的变化幅度。根据我们测算，美联储在 2024 年年中开启降息的可能性较高。因此，尽管补库周期可能在 2024 年上半年开始，但最初阶段的补库力度可能会仍受制约，大规模的补库行为可能要等到美联储在 2024 年下半年降息之后才能出现。

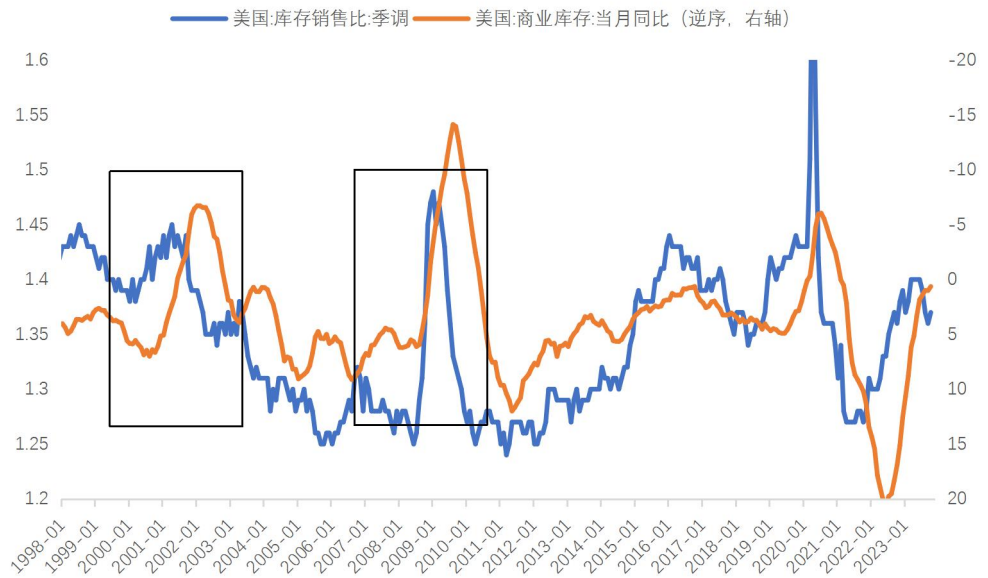
此外，大宗商品原材料价格变化也是影响企业补库力度的因素之一。如果原材料价格处在持续上涨趋势中，出于成本预期的考量下也会一定程度上推动企业端整体的补库力度。我们认为，在全球供应链持续修复的背景下，我们预计绝大多数商品价格波动或较为平稳，因此主要受供给、地缘政治等“预期外”因素扰动比较大的原油价格，也可以成为我们预判补库力度的指标之一。

图 25: 历史上, 库销比与制造业 PMI 表现相同步 (%)



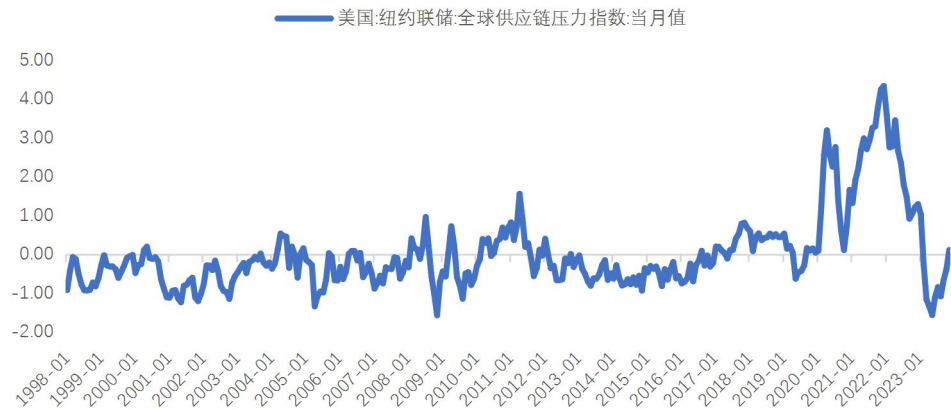
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 26: 历史上, 库销比领先库存同比 2-5 个季度 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 27：全球供应链压力已明显缓解



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 总结

展望未来，2023 年以来屡超预期的经济所展现出的强势或将逐渐步入尾声，但这也并非等价于衰退的开启，未来美国经济、就业市场转弱的过程或仍将“一波三折”，整体呈现出有韧性的下滑。一方面，联邦财政扩张的支撑效应或将进一步减弱，而货币紧缩的滞后效应仍会进一步加剧，因此这决定了下行是一种趋势；但另一方面，新移民填补劳动力供给缺口的同时也为经济注入新的活力，以及有望步入补库周期的制造业等又构成了边际支撑。

从节奏上看，预计美国经济在 2024 上半年面临下行压力较大，下半年有望边际改善。一方面，我们认为，加息的滞后影响在 2024 上半年仍将继续显现，但是按照我们测算，美联储大概率从 2024 年中开始降息，货币紧缩对经济的抑制作用有望在下半年减轻。

5. 风险提示

地缘局势变化超预期，美国经济金融风险超预期，国际金融市场波动超预期，美国财政紧缩幅度超预期等

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。