

潮退，风息——2024 海外宏观经济展望

报告要点：

● **2023 年的美国经济表现预期强劲不少，不仅没有出现衰退，甚至逐渐出现不着陆甚至是软着陆的预期。如此强劲的经济表现主要得益于疫情后劳动力市场的结构性变化以及疫情期间实施的大规模财政刺激措施。但向前看，这些支撑经济的因素在 2024 年均会有一些确定性的放缓。**

● **支撑美国 GDP 韧性的第一大因素劳动力市场在 2023 年整体呈现下降趋势：**

- 1) 2023 年美国的就业市场其实呈现的下滑状态，并且从家庭角度出发劳动力市场降温更为明显；
- 2) 薪资增速的放缓也意味着员工对薪资预期的杠杆效应正在消失，这无法再次支撑经济的韧性及推动通胀上升；
- 3) 往往在经济出现恶化的情况下，会有更多的人进入劳动市场寻找工作，但好在当下的劳动市场还能有消化这部分劳动力的空间。

● **2023 年经济的第二大支撑因素消费的作用也在逐渐消失：**

- 1) 疫情期间积累的超额储蓄正受到持续通胀和高利率的侵蚀，后续家庭流动资产缓冲能力将逐渐减弱；
- 2) 耐用品消费在近期有显著增长，而这种增长是一次性的，甚至是预支未来的消费这在 24 年是不具有持续性的。

● **当下的金融环境已然相当紧缩，主要表现在各种消费贷款的拖欠率显著提升，有些甚至达到 08 年金融危机水平。超过 50% 的银行已经开始收紧对企业的信贷，这一收紧趋势预计将在未来对金融环境有进一步影响。**

● **通胀在 2023 年得到了有效的控制，2024 年通胀可能不再是美联储面临的巨大威胁。在供应链逐渐修复的背景下，商品通胀的动力已经大幅减弱。同时，目前主要推动通胀上升的服务通胀在未来有望得到改善。**

● **预计 2024 年美国 GDP 增速约为 1%-1.5%，较 2023 年的 2.5% 有所降温。滞后的货币政策叠加上减弱的经济动能，让 2024 年的美国经济的脆弱性更加确定。那么在通胀放缓，经济减速的情况下，24 年美联储可能会在 6 月份开启降息周期，全年降息幅度在 75BP 左右。**

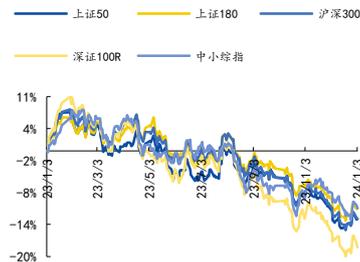
● **预计未来美债的机会要大于美股：**

- 1) 美国股市的走势相对复杂。在经济正式亮起红灯前，股市可能会迎来一个估值释放的窗口期。一旦经济走弱的势头确立，则美股就很可能转向下跌。
- 2) 在当前经济环境下，美国国债市场则相对乐观。未来持续走弱的经济数据

主要数据：

上证综指：	2967.25
深圳成指：	9330.86
沪深 300：	3378.30
中小盘指：	3513.37
创业板指：	1834.73

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《宏观与大类资产周报：再述 risk-on：逆行者突围》2023.12.31
- 《宏观与大类资产周报：当前的 Risk off, 实际上是 Risk on》2023.12.24

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

以及紧缩的财政计划均有利于债券市场。

● **2024 年一些灰犀牛事件依旧值得关注，它们的暴雷与否，会直接影响到经济是否会加速衰退：**

1) 区域性银行的流动性危机在银行危机之后暂时得以解决，但区域银行的商业地产贷款也一直在攀升，隐忧一直存在甚至是有些加剧，

2) 大选是否真的能让财政赤字的减少，没有一个定论。

风险提示：地缘政治风险超预期；全球经济衰退超预期。

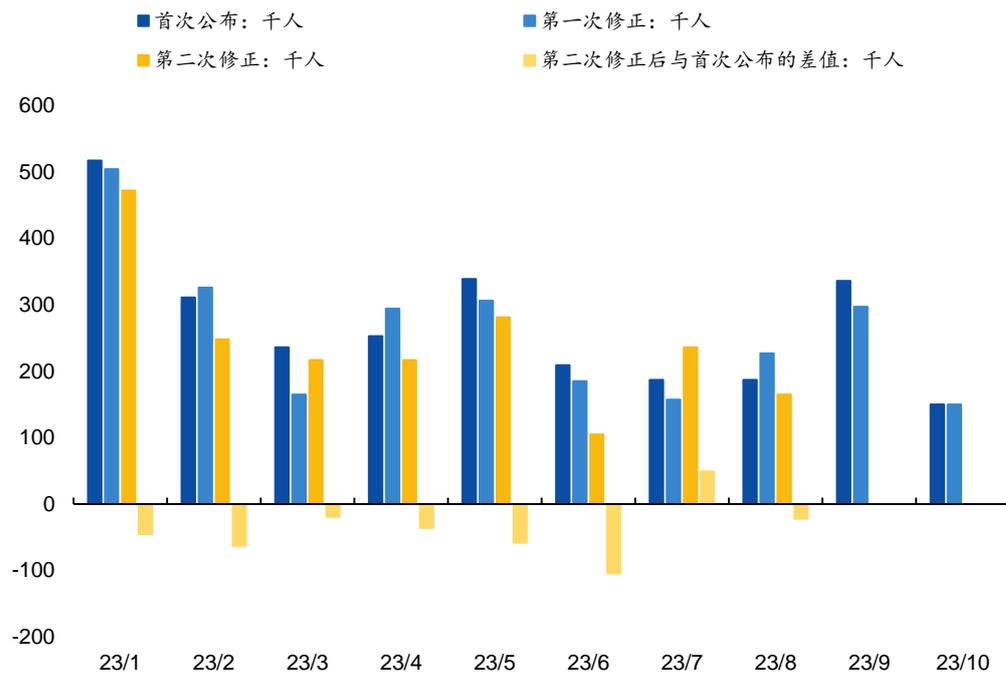
目录

1. 劳动力市场是改变整个金融环境方向的第一个按钮.....	4
2. 支撑经济韧性的因素在逐步减弱，货币政策的滞后性开始浮现.....	7
3. 货币政策的滞后性正在逐渐显现，金融环境已然相当紧缩.....	9
4. 通胀或将不再是最大的敌人.....	11
5. 我们是否对于软着陆和降息过于执着和乐观.....	13
6. 乐观，但也没有那么乐观的美债与美股.....	15
7. 灰犀牛事件的是经济更大的减速带.....	17
8. 2024 年海外宏观展望总结.....	19

1. 劳动力市场是改变整个金融环境方向的第一个按钮

美国劳动力市场尽管表面看似强劲，但其实际韧性并非如此。首先，2023年美国就业市场呈现逐步下滑的趋势，这反映了劳动力市场正在经历一定程度的降温。其次，非农就业数据的持续高估表明，市场的实际韧性并未达到预期水平。

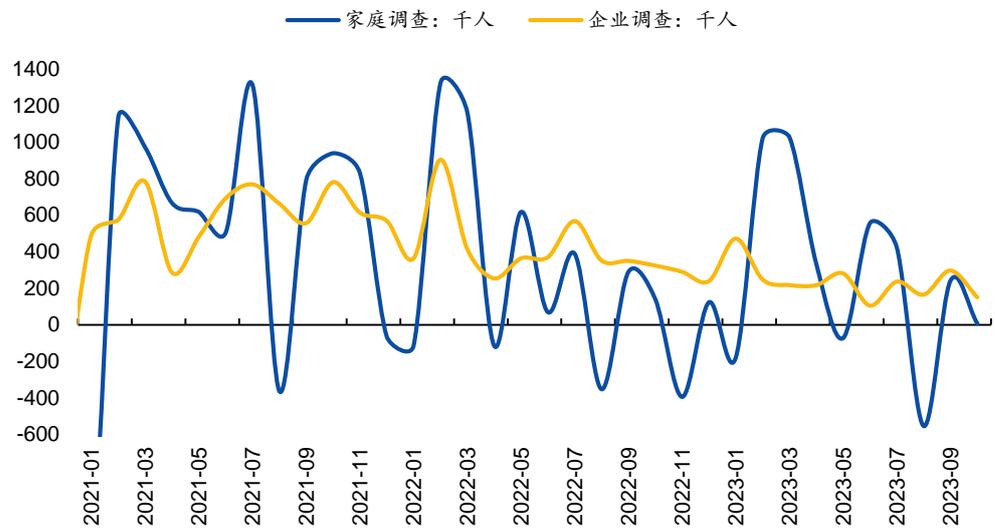
图 1： 2023 美国劳动力市场整体呈现下降趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

从家庭调查数据来看，劳动力市场的降温趋势更为显著。例如，当企业报告本月新增就业人数为 15 万时，家庭调查数据却显示仅新增不足 7 万，这暗示了可能存在个体兼职多份工作的现象。从季调后的全职和非全职工作人数变化来看，全职工作人数的减少和非全职工作人数的增加也进一步证实了劳动力市场并非如数据所显示的那样活跃。

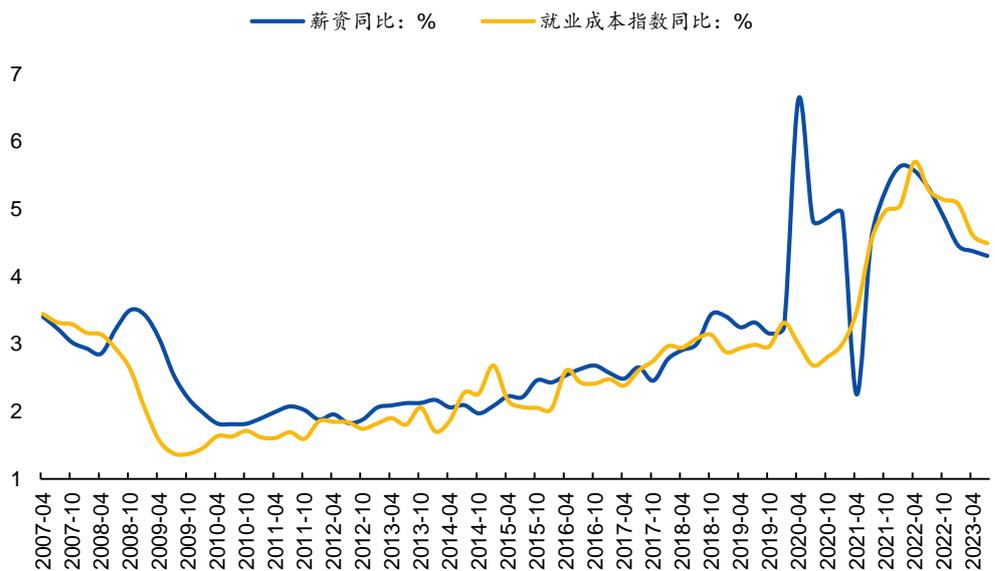
图 2：家庭调查和大非农数据有较大差异



资料来源：Wind，国元证券研究所

相较于新增就业人数，劳动力市场薪资增速的放缓趋势更值得关注。无论是同比还是环比，薪资增速都在放缓。尽管同比水平仍高于疫情前，但现在的利率比 2018 年高出一倍多，这对消费者未来的财务状况构成了很大的压力。薪资增速的放缓也意味着员工对薪资预期的杠杆效应正在消失。预计薪酬无法再次支撑经济的韧性及推动通胀的再度上升。

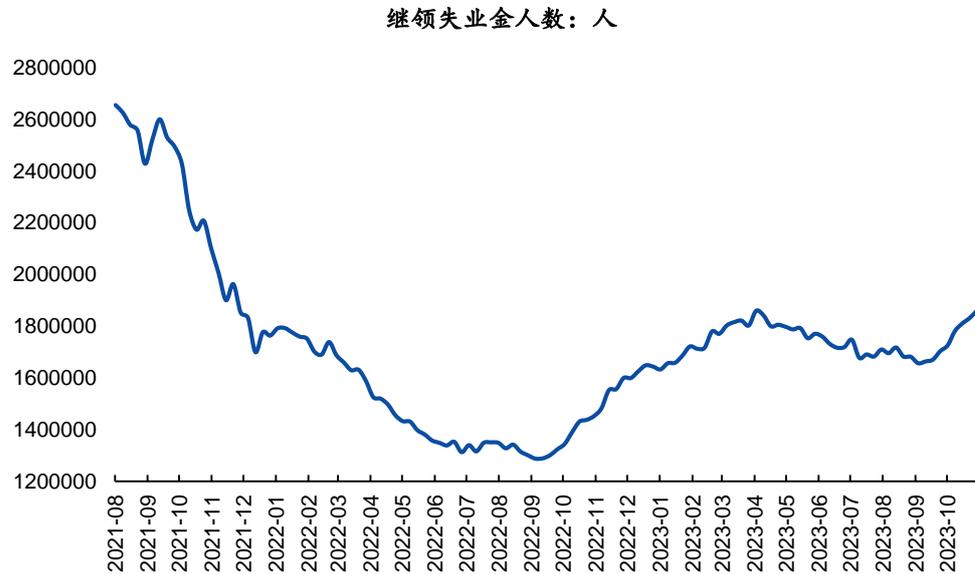
图 3：各项指标的薪资增速都在放缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

另一个指标，续领失业金人数，在 2023 年后期也呈现出连续上升趋势，表明找不到工作的人数在增加。相比裁员，就业市场的放缓速度更加令人担忧。

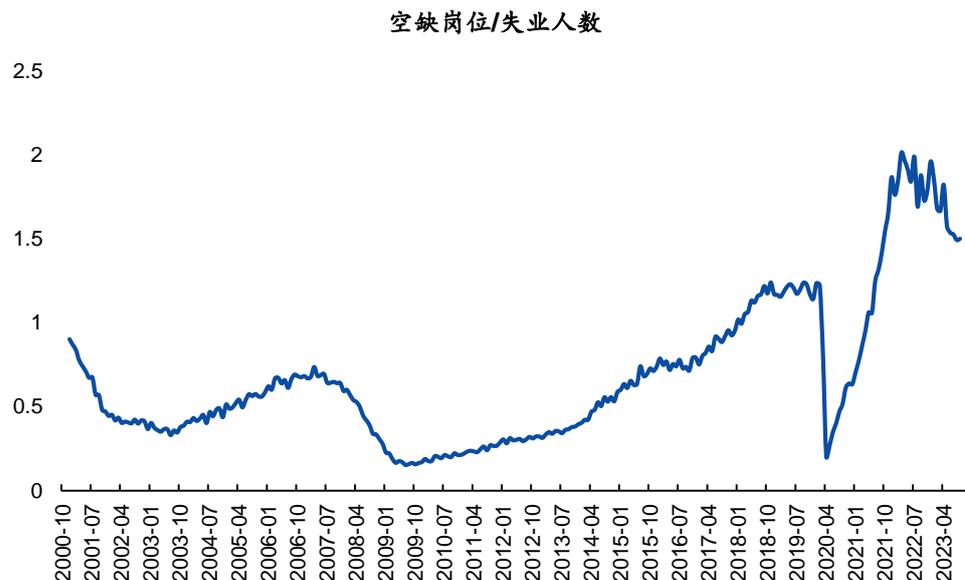
图 4：各项指标的薪资增速都在放缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

往往在经济出现恶化的情况下，会有更多的人进入劳动市场寻找工作。劳动参与率的持续上升，对于充分就业并不是一个乐观的信号。2023 年失业率的增加部分是由于劳动参与率的提高。幸运的是，岗位空缺数量仍然较多，能够吸纳这些劳动力。尽管 U/V 比率（空缺岗位/失业人数）保持在疫情前水平，但这一趋势的下降值得关注。

图 5：空缺岗位数量仍然可以消化部分劳动力

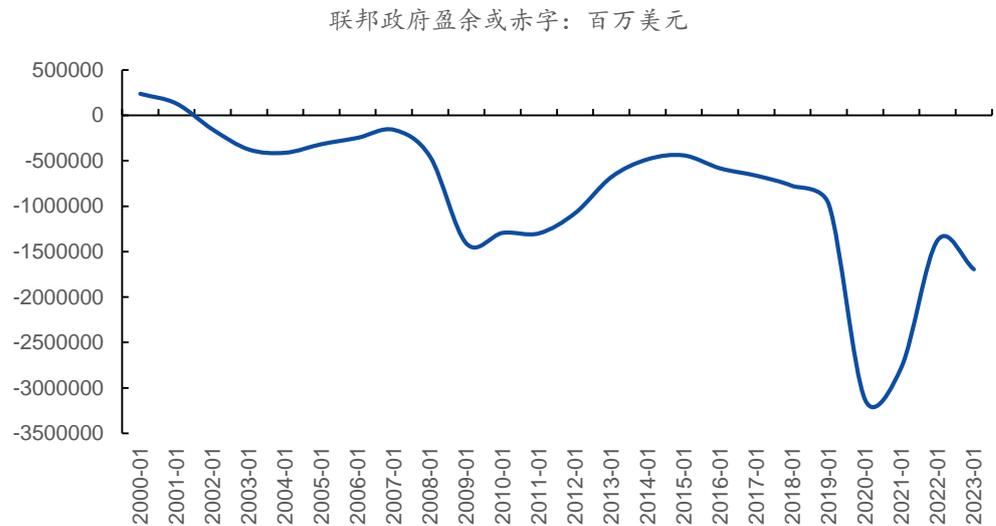


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 支撑经济韧性的因素在逐步减弱，货币政策的滞后性开始浮现

2023年美国经济的韧性在很大程度上要归功于财政刺激措施，而这一因素正在逐渐减弱。美国政府在新冠疫情期间实施了广泛的财政支持措施，这些措施导致美国财政赤字显著扩大，并为家庭提供了相对充裕的储蓄。然而，随着财政政策转向紧缩和通胀的上升，这些支持因素的效力开始减弱。

图 6：美国财政赤字在不断扩大

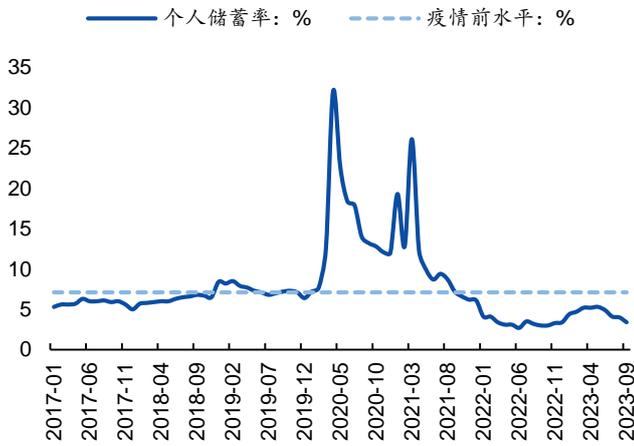


资料来源：Wind，国元证券研究所

注：负数代表政府赤字，正数代表政府盈余

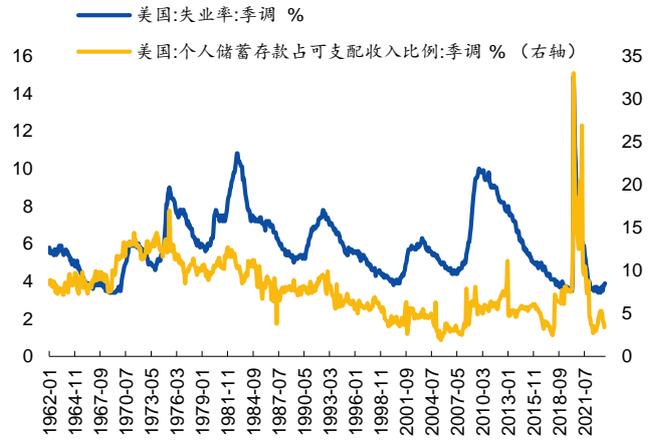
由于疫情期间积累的超额储蓄正受到高通胀的侵蚀，预计家庭流动资产的缓冲能力将在未来逐渐减弱。此外，美国居民的储蓄率与失业率之间存在长期一致的相关趋势。从历史数据来看，储蓄率与失业率呈现出大一致的走势。在失业率上升和收入前景变得不确定的情况下，我们预计储蓄率会随之增加，这可能会导致居民的消费意愿减弱。

图 7：个人储蓄已经低于疫情前水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

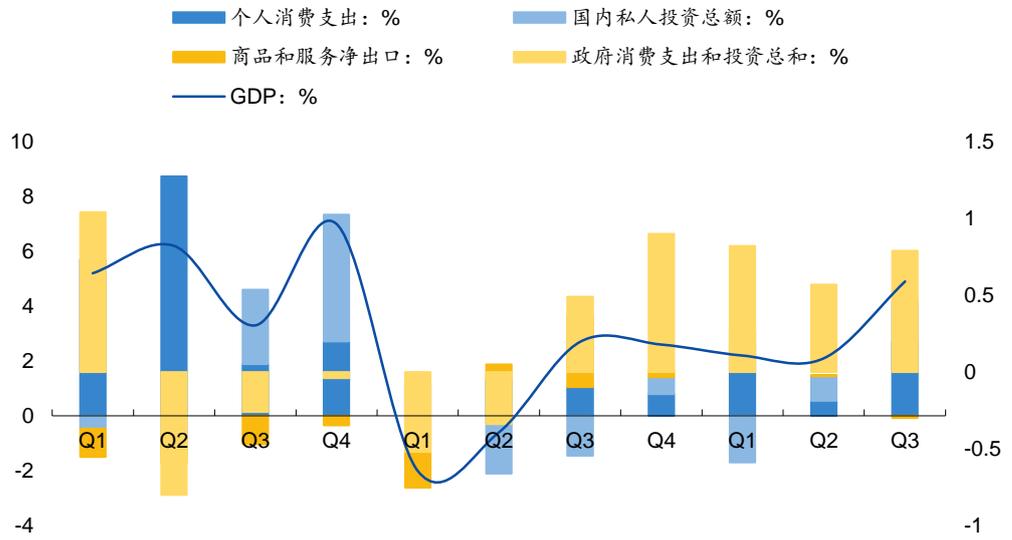
图 8：失业率和个人储蓄有着大体致的长期走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

消费一直是美国经济的重要支撑因素，特别是耐用品消费在 2023 年的亮眼表现。然而，这种增长可能是一次性的，甚至是预支未来的消费。考虑到薪资增长的放缓、学生贷款支付的恢复和高利率环境的影响，这些因素可能会进一步削弱消费的动力。基于这些观点，我们预测 2024 年的个人消费支出可能会出现走弱。

图 9：消费一直支撑着美国经济



资料来源：Wind，国元证券研究所

总体而言，在 2024 年，劳动力市场大概率是下行趋势，薪资增速和收入预期都在下降，同时疫情期间的超额储蓄也在减少，2024 年的消费料将不如 2023 年强劲。消费的放缓可能会导致美国 GDP 增长的减缓，这可能会改变货币政策制定者对经济前景的评估。

图 10：耐用品消费在 2023 年有较大幅度增长

	2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
个人消费支出	0	2	1.6	1.2	3.8	0.8	4
商品	-1.2	-0.3	-0.7	0	5.1	0.5	4.8
耐用品	1.5	-0.9	0.9	-1	14	-0.3	7.6
机动车辆及零部件	0.1	-6.1	-3.2	4.3	32.4	-9.1	1.3
家具和对用的家用设备	-4.8	0.1	-0.6	-1.1	1.7	0	7.2
休闲用品和车辆	9.9	1.9	7.5	-3.2	9.6	11.2	15.8
其他耐用品	-2.1	6	0.1	-8.7	0.9	-1.6	7.1
非耐用品	-2.7	0	-1.6	0.5	0.5	0.9	3.3
购买用于场外消费的食品和饮料	-3.3	-4.8	-4.3	-1.3	-3.2	1	2.1
服装鞋类	-4.4	5.4	1.7	0.7	1.3	-7.1	6.7
汽油和其他能源商品	-11.9	2.1	-4.8	1.6	3.2	8.9	-7.6
其他非耐用品	1.5	1.9	0.9	1.7	2.9	1.4	6.7
非耐用品	0.6	3.2	2.8	1.8	3.1	1	3.6
家庭消费支出（服务）	0.2	2.9	2.9	2.4	3.9	1.1	3.7
住房和公用事业	3.4	0.2	-0.8	1.6	-1.4	0.7	3.6
卫生保健	-0.7	0	4.9	6.4	10	2.5	3
交通服务	-4.4	3.1	-0.2	-3.8	-1.4	3.5	2.9
康乐服务	-3.3	5.8	0.3	5.1	7.5	1.5	1.3
餐饮服务 and 住宿	-3.5	20.5	4.8	2	3	-0.9	5.6
金融服务和保险	-4.8	-2.6	2.7	-0.2	1.7	4.5	6.1
其他服务	6.4	4.3	7.9	0.5	7.1	-2.8	2.9
为家庭服务的非营利机构（NPISH）的最终消费支出	10.4	9.7	0.6	-10.1	-11.8	-1.4	1.3
非营利机构总产出	-2.5	-0.6	6.4	3.2	-0.4	0.6	2.3
减：非营利机构销售商品和服务的收入	-6.9	-4.4	8.9	8.9	4.3	1.4	2.7

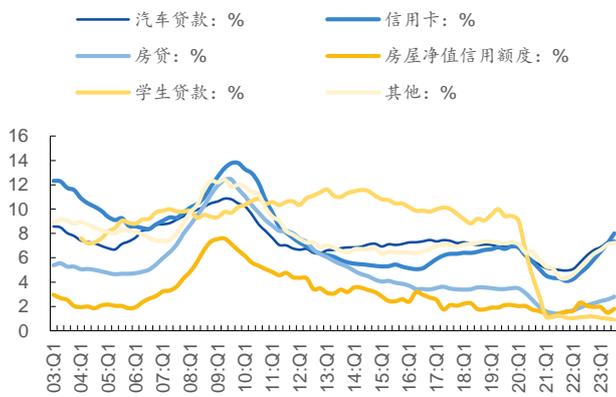
资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 货币政策的滞后性正在逐渐显现，金融环境已然相当紧缩

当前，金融环境的持续紧缩已成为一个严峻的问题，对经济的中长期增长带来了显著的挑战。货币政策的滞后性正在逐渐显现其影响力。这一趋势在货币政策的持续紧缩下得到了进一步的印证，其中信贷市场的违约率开始增长和银行贷款标准的大幅收紧是关键指标。

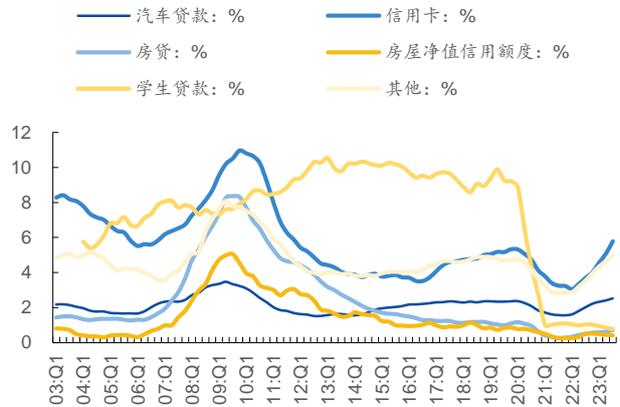
30 天内信用卡和汽车贷款的拖欠率不容乐观。这一势头不仅在持续上升，而且已经超越了疫情前的水平，表明消费者信贷压力正在加剧。历史数据显示，消费者在经济困难时期往往先出现信用卡和汽车贷款拖欠的问题，随后才会传导到房屋贷款的拖欠上。因此，尽管当前房贷拖欠率仍处于相对较低水平，但是关注 90 天以上的其他贷款拖欠率——坏账形成的一个关键指标，这一结果和 30 天内信用卡拖欠率有着一样的趋势。

图 11：各类贷款 30 天以上拖欠率



资料来源：Wind，国元证券研究所

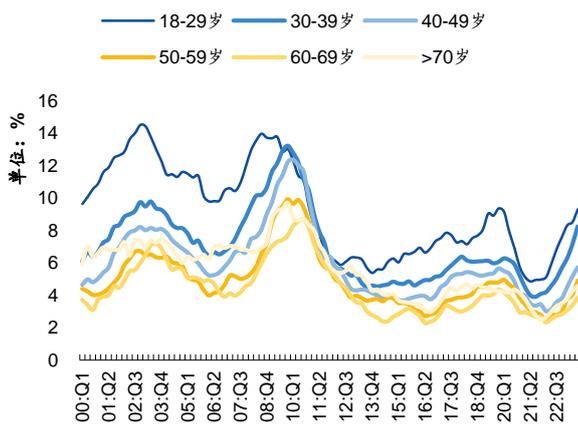
图 12：各类贷款 90 天以上拖欠率



资料来源：Wind，国元证券研究所

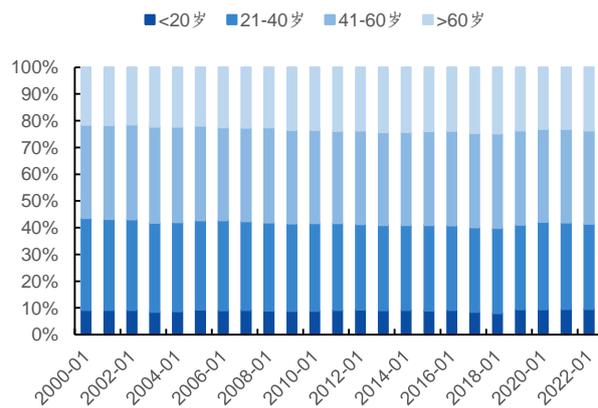
分析不同年龄段的数据，30-39 岁群体的贷款拖欠率增速甚至高于 18-29 岁群体。考虑到这部分人群在美国消费结构中的重要性，这一趋势的持续可能对零售和消费者服务行业产生下行压力。当前的数据显示，消费者信贷拖欠状况已经恢复至疫情前水平，甚至在某些年龄段的拖欠率已经超过了之前的水平。考虑到货币政策对实体经济的影响存在时间滞后，短期内这一趋势不会出现根本性改变。值得注意的是，尽管面对这些后滞的经济指标，美联储当下依然暂时不会立刻转向。这增加了经济实现软着陆的难度，未来几个季度的经济走势值得密切关注。

图 13：信用卡拖欠率按年龄分类



资料来源：Wind，国元证券研究所

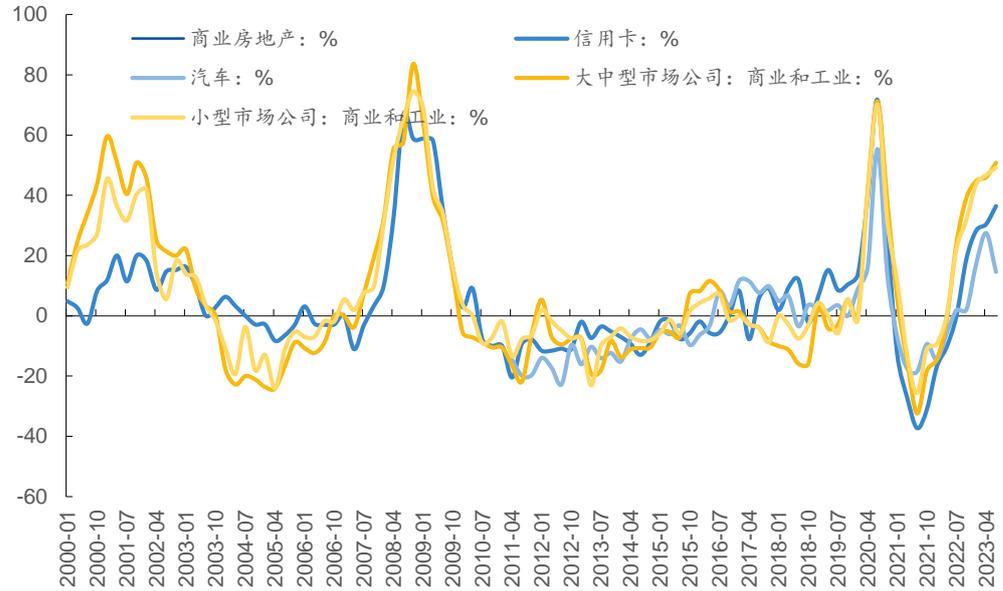
图 14：美国消费群体占比-按年龄分类



资料来源：Wind，国元证券研究所

最后，信贷市场的数据也支持了这一观点。目前，大约 50% 的银行已经开始收紧对企业的信贷，这可能对企业投资和经济增长产生更加深远的影响。

图 15: 美国收紧贷款标准的银行净占比在上升

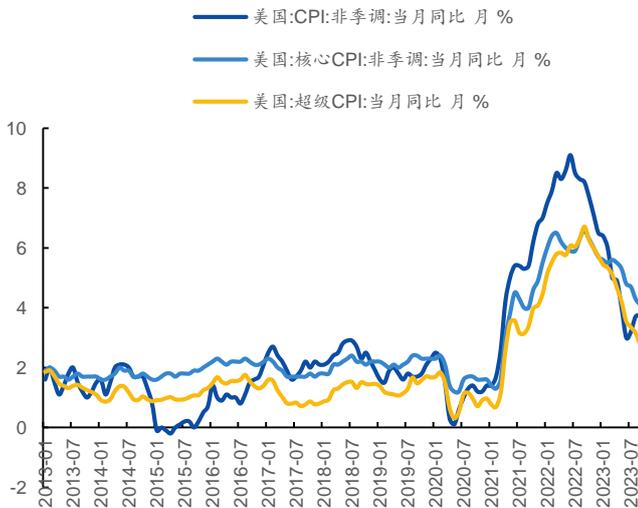


资料来源: Wind, 国元证券研究所

4. 通胀或将不再是最大的敌人

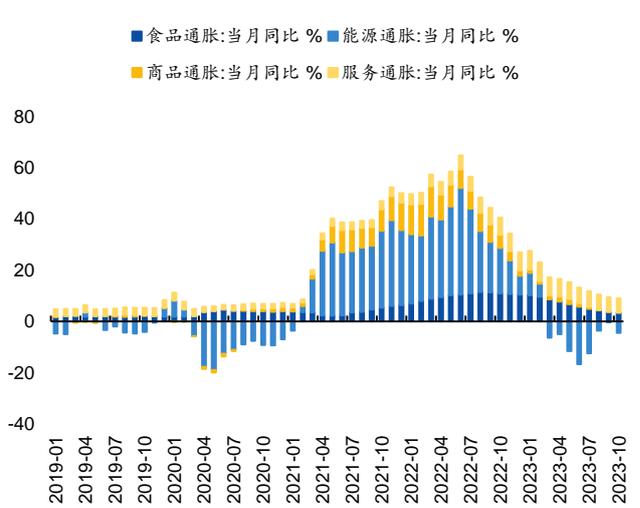
2023 年美国通胀率显著回落。虽然尚未达到 2% 的目标，但其下降趋势已在一定程度上符合美联储的预期。

图 16: 通胀下行趋势基本符合美联储预期



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 17: 美国消费群体占比-按年龄分类

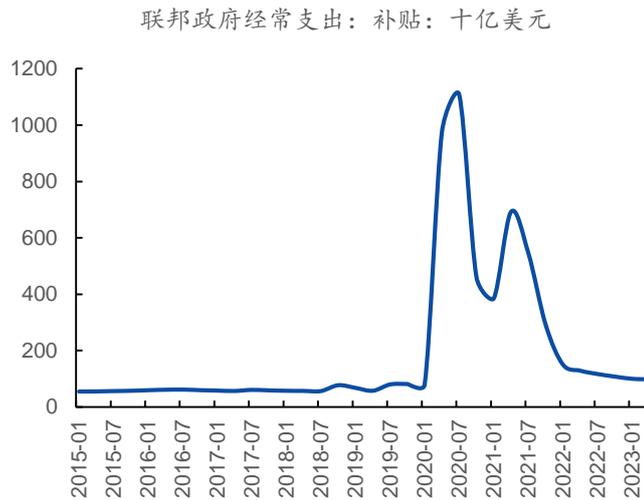


资料来源: Wind, 国元证券研究所

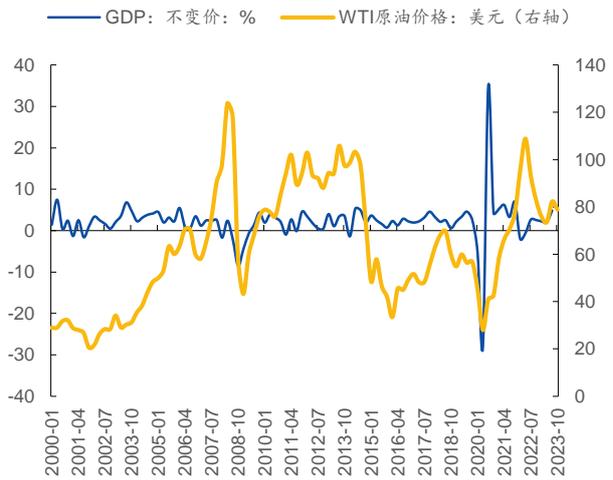
进入 2024 年，通胀已经不再是美联储最大的敌人。食品通胀在 2023 年逐步减缓并向疫情前水平靠近，能源通胀甚至在 2023 年对整体通胀的影响已转为负面。尽管地缘政治等因素可能会导致油价上涨，但当前形势相对乐观。在没有政府补贴的情况下，油价上涨可能会抑制其他开支，对消费产生抑制作用。与 2022 年相比，企业将成本转嫁给消费者，但现状可能已变，消费者或不再愿意承担这些成本。

图 18：政府大撒钱计划在逐年递减

图 19：更高原油反而会抑制经济的增速



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

此外，推动商品通胀的供应链问题在近期得到了有效解决，因此在过去几个月中，商品通胀对总体通胀的影响已大幅减弱在商品通胀中的大头，二手车，即使经历了 UAW 的罢工，其价格也一直呈现出放缓的趋势，证明早已不是推升通胀上行的原因。

图 20：Manheim 显示二手车价格并未受 UAW 罢工而再次抬头

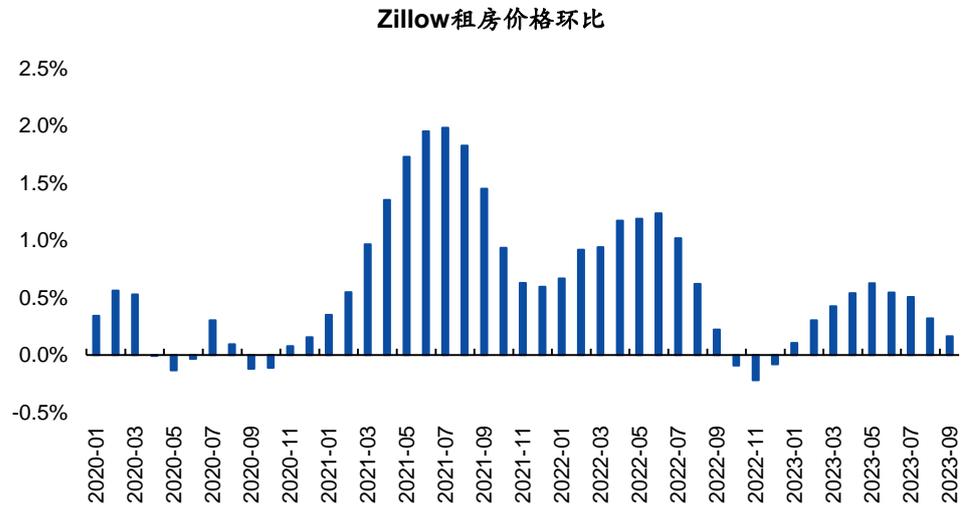


资料来源：Manheim，国元证券研究所

那么其他分项不变的情况下，2024 年通胀能否保持当下的趋势，服务通胀将成为关

注的重点。尤其是其与 2% 的目标中枢还有一定差距。然而，服务通胀中最大的组成部分——房租，根据 Zillow 的数据，过去三年的环比增速并未超过前一年的峰值，这预示着房租通胀增速的进一步放缓，从而导致服务通胀的持续减缓。

图 21：房租在未来能预计回落

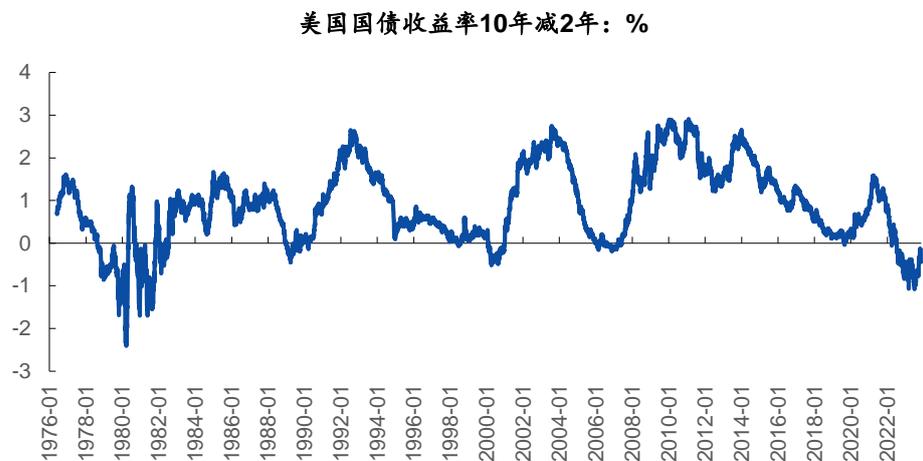


资料来源：Zillow，国元证券研究所

5. 我们是否对于软着陆和降息过于执着和乐观

在当前的宏观经济环境中，我们可能需要重新评估对于实现软着陆的执着和乐观态度。从历史经验来看，央行在高利率环境下实现软着陆的情况相对罕见，整年 GDP1.5% 的增速依然是 24 年的大概率情况。

图 22：每当收益率出现倒挂的时候经济都会有出现一定程度的降温



资料来源：Wind，国元证券研究所

考虑到高利率情况下，美国经济在 2024 年抵御内外部风险的脆弱性加剧，通胀在有序的放缓，叠加就业市场逐渐趋于平衡，我们认为美联储 2024 年会有 50-75BP 的降息幅度，市场押注的 3 月份开启的第一次降息或许相对乐观。过度鸽派的市场预期可能带来的是美国十年期国债收益率快速下滑，而这并不是美联储当下想看到的。

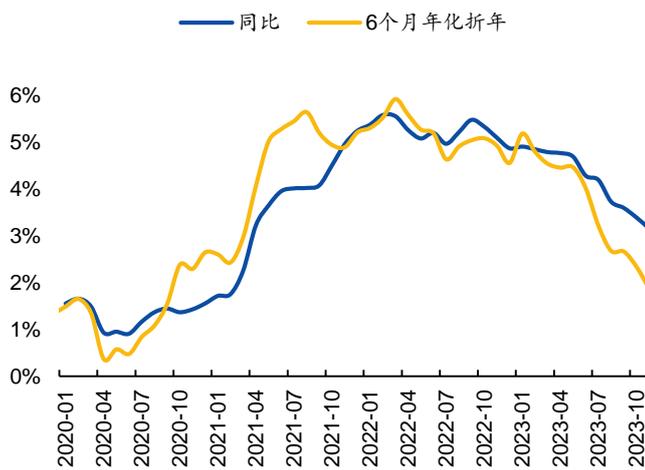
图 23：市场现在押注的降息时间或许过于乐观

FOMC会议日期	CME降息预期										
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	87.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	68.5%	21.8%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	35.1%	48.4%	12.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	20.9%	42.3%	28.9%	5.7%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	18.8%	39.9%	30.4%	8.3%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.8%	17.3%	38.0%	31.3%	10.3%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.0%	10.4%	28.8%	34.3%	19.6%	5.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.9%	9.2%	26.5%	33.6%	21.4%	7.1%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，国元证券研究所

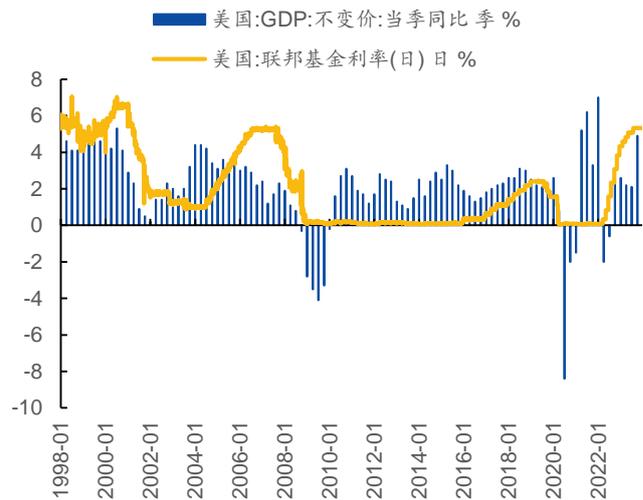
随着核心 PCE 从高点开始回落，以及六个月年化的核心 PCE 已经降至 1.9%，通胀正呈现出明显的下降态势。与此同时，经济数据显示出走弱的迹象，包括 GDP 增长的放缓、就业市场趋于平衡、企业投资的减少和消费者信心的下降。这些指标共同指向经济增长动能的减弱。在这样的背景下，美联储可能会在第二季度末考虑实施防御性降息，以避免由于加息过度而引发的深度经济衰退。在这之后，美联储可能会继续采取逐步降息的策略，每个季度进行一次，以进一步支持经济。这种策略的目标聚焦经济平稳过渡并维持长期健康增长。

图 24：6 个月年化核心 PCE 已经降到 2%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 25：美联储可能会考虑防御性降息

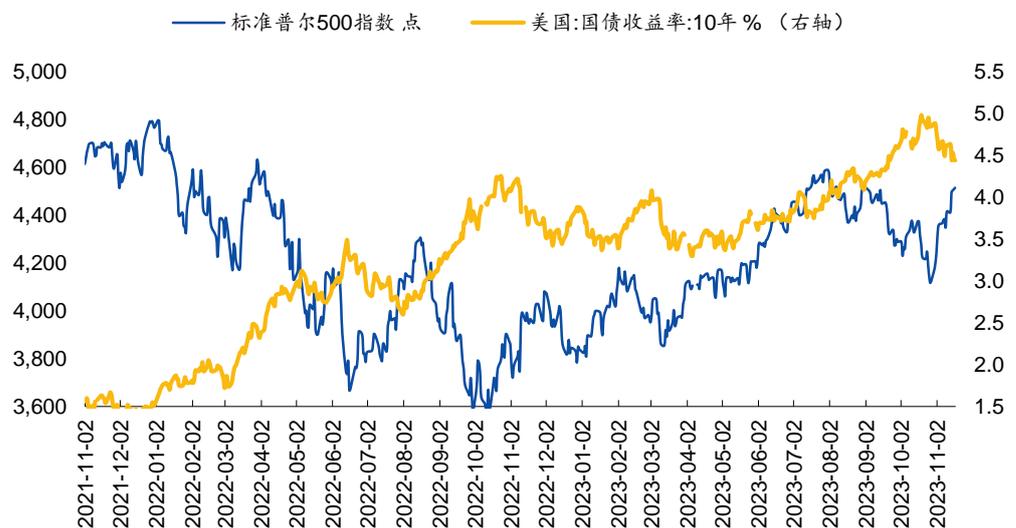


资料来源：Wind，国元证券研究所

6. 乐观，但也没有那么乐观的美债与美股

从 2021 年 11 月到 2023 年 3 月，美国十年期国债收益率与美股市场呈现出明显的负相关性。SVB 事件后，美债收益率与美股逐渐曾在短时间内显现出正向相关，火热的经济数据推升了美股的增长，同样也使得降息周期开启的预期不断延后，从而让美债收益率一度飙升。在美联储极度鹰派的 9 月议息会议重新确立了对经济的影响力，股债再次回归负相关。这种现象反映出投资者对于股债市场中好坏消息的交易逻辑反复反转。未来，如果降息周期的开启是因为通胀控制，那么对于美股来说未来走势不会有太大的影响，但是如果其原因是当经济疲软或衰退真正降临时，股债间的负相关性可能会逐渐消散，美股和十年期国债收益率可能再次呈现出相同的向下走势。

图 26：股债对于宏观数据的交易逻辑一直在发生变化

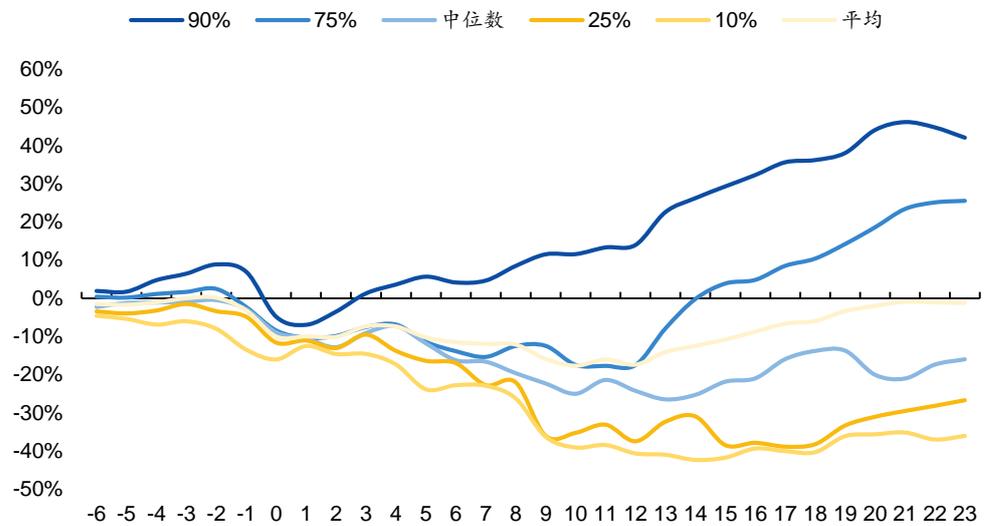


资料来源：Wind，国元证券研究所

回溯 NBER 定义的衰退前 6 个月至衰退开始后的 24 个月的资产走势可以发现：

美国股市在 NBER 定义的经济衰退前六个月内通常表现出相对的韧性，涨跌不一。然而，衰退一旦开始，股市走势通常是下滑的，尤其是在衰退开始后的第四个月，跌幅平均达到 10% 左右，之后则呈现低位震荡的趋势。对于最糟糕的 10% 分位数的股票，它们在衰退开始后的一年内可能下跌约 40%，并在低位徘徊。只有极少部分的情况下，股市会在整个衰退期间持续上涨。

图 27: NBER 定义的衰退下, 标普 500 历史走势

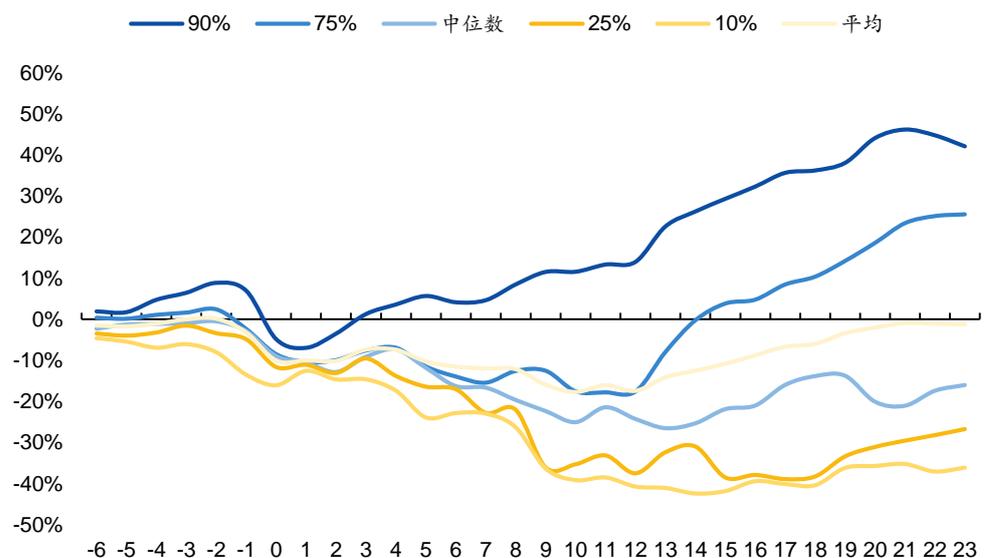


资料来源: Wind, 国元证券研究所

对于美国国债, 其走势与股市有显著不同, 反映了市场在利率上涨和衰退预期之间的复杂互动。在衰退确立时, 美债收益率通常会略有下降。从统计数据来看, 衰退前 12 个月内, 美债收益率的中位数下降幅度约为 10%。这意味着, 如果原先利率为 4.5%, 它可能下降至 4% 左右。在更坏的情况下, 利率下降幅度可能更为显著。

此外, 衰退期间的利率曲线通常变得更陡峭, 这是由于市场预期中央银行可能会降低短期利率以刺激经济, 而长期利率下降幅度相对有限。因此, 即使在衰退期间, 若市场预期衰退幅度不深, 10 年期国债的收益率下行空间也可能有限。

图 28: NBER 定义的衰退下, 十年期国债收益率历史走势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

结合当前经济环境，美国国债市场呈现出相对乐观的景象。如果美国经济继续处于总劳动力供给曲线的垂直部分，未来劳动力需求的下降、失业率的上升和工资增长的放缓，加之加息周期的结束，这些因素均有利于债券市场。只有在经济再次过热的情况下，债券收益率可能持续上升，但鉴于最近金融状况的收紧，这种情况的可能性已减少。

相对地，美国股市的走势更为复杂。在经济尚未亮起红灯的情况下，股市可能会迎来一个估值释放的窗口期，在这一时期内市场相对平静，甚至可能出现上涨。然而，一旦经济持续疲软，市场情绪可能就会转向，股市随之下跌。

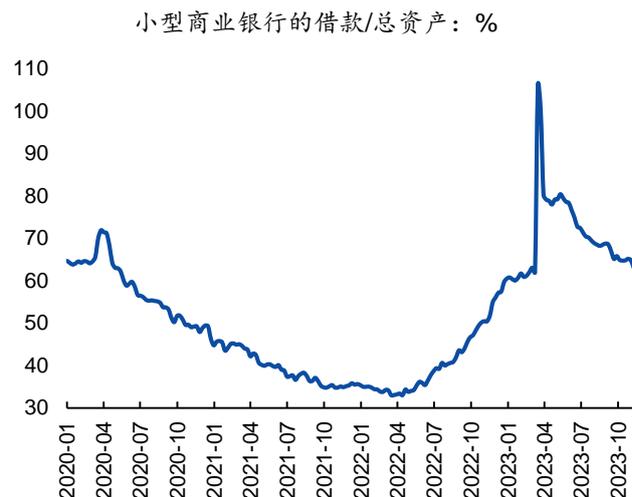
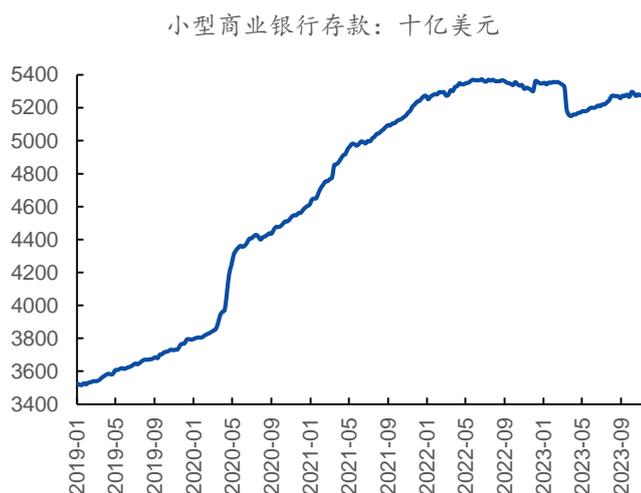
7. 灰犀牛事件的是经济更大的减速带

在当前经济降温近乎定局的背景下，金融市场的脆弱性和潜在的灰犀牛事件值得我们密切关注。历史数据显示，紧张的金融状况经常导致市场风险急剧增加，尤其是在特定领域，例如区域性银行的压力、商业房地产市场的波动以及政治因素如大选的党派之争，这些因素都有可能加剧经济衰退的速度和深度。

区域性银行在经历了 SVB 事件之后，其流动性问题暂时得到了缓解。分析表明，自 3 月银行危机以来，这些银行的存款额度呈现企稳回升趋势，与危机前相比差异不大。此外，借款占总资产的比例自第二季度的高位开始回落，显示区域性银行在流动性缓解的背景下开始降低杠杆。

图 29：小型银行存款在 SVB 事件之后存款没进一步流失

图 30：小型商业银行的借贷也在下降

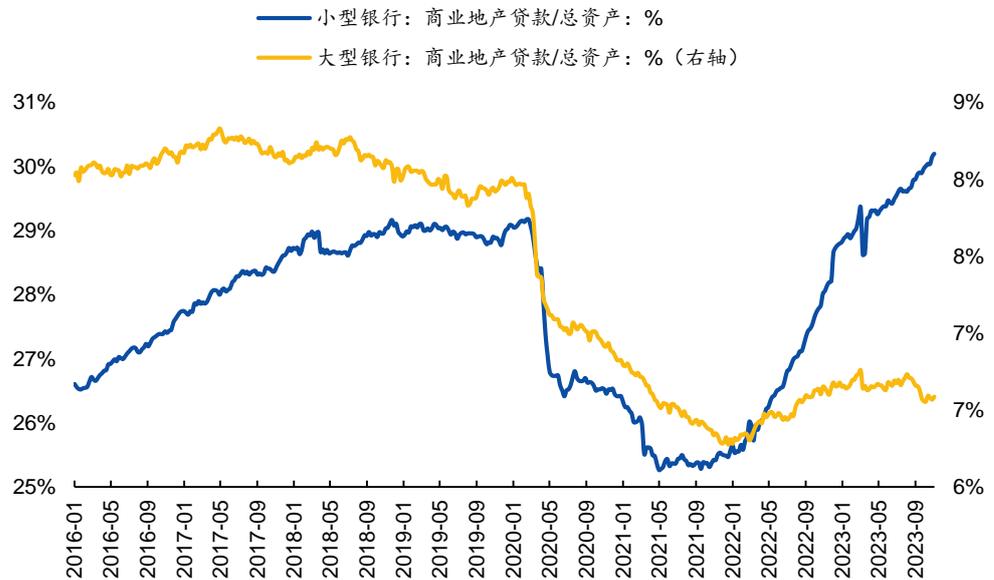


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

区域银行的商业地产的隐忧一直存在甚至是有些加剧。商业地产贷款占区域性银行总资产的比重自 3 月以来一直在攀升，到 23 年年底达到了 30%，这是自 2020 年以来的最高点。

图 31：相比起大型商业银行，小型银行的商业地产贷款压力还是不小

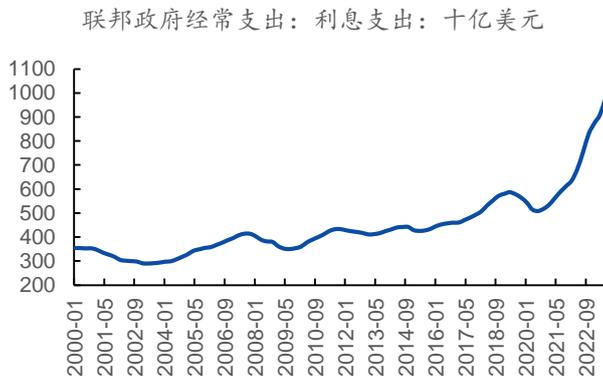


资料来源：Wind，国元证券研究所

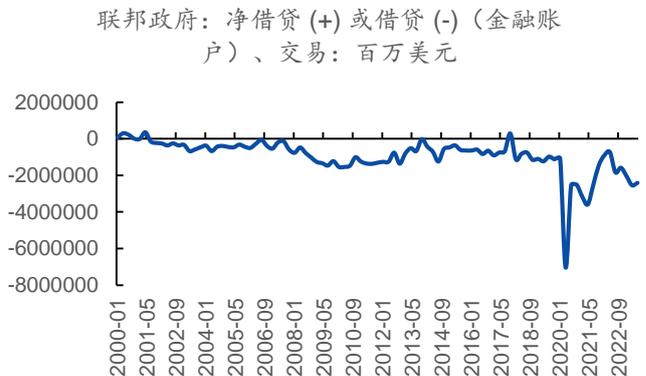
总体来说目前美国区域性银行的流动性暂时还在一个相对充足的水平，而且美联储的流动性工具依旧可以给这些银行提供暂时的流动性赋能，因此在高利率的环境下，中小银行还能暂时顶住压力。但商业地产贷款进一步攀升，是否会引起更大的波动，而真正压垮骆驼的最后一根稻草会在什么时候出现，会在哪里出现都是值得继续耐心关注的。

政府的财政支出是 2023 年美国保持韧性的另一个重要因素。展望 2024 年，财政支出对经济的支撑面临压力。在高利率环境下，政府的利息支出面临加大的财政压力，随着偿债成本的上升，财政支出的空间将受到限制。同时，两党分歧的加深已经导致未来两年财政支出的减少计划，但财政赤字的减少是否能实现仍存在历史上的不确定性。

图 32：小型银行存款在 SVB 事件之后存款没进一步流失 图 33：小型商业银行的借贷也在下降

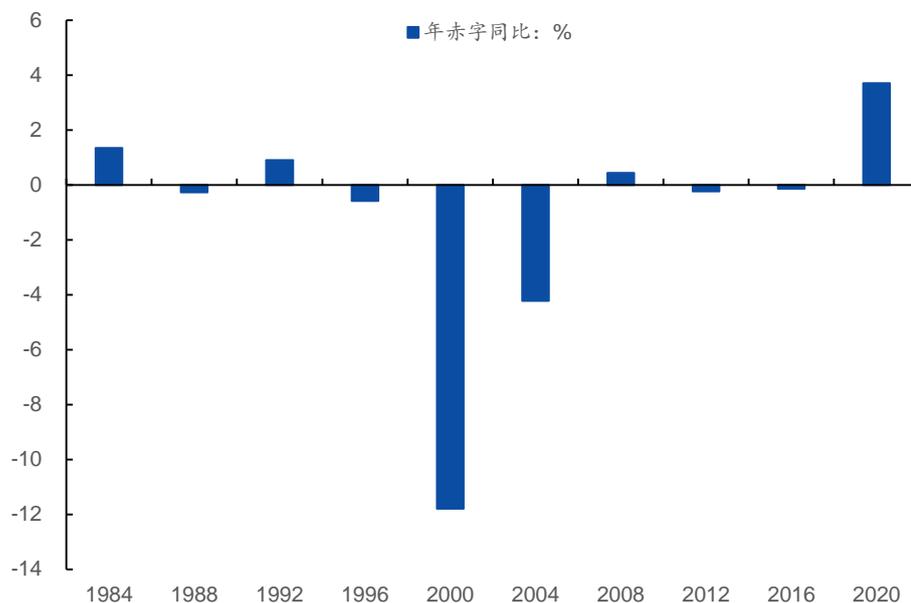


资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：回溯历史来看，大选是否真的能让财政赤字的减少，没有一个定论



资料来源：Wind，国元证券研究所

8. 2024 年海外宏观展望总结

目前来看，美国经济的基本面在 2023 年相对稳健，但伴随着高利率滞后性影响的显现，我们预期美国 2024 年整体宏观经济相较于 2023 年会明显走弱，全年 GDP 增速会在 1%到 1.5%左右。这种看法不单单来自四季度美国宏观数据逐步显现下行趋势，更是源于美国经济在当前紧缩的金融环境下展现出的脆弱性，一系列因素共同作用于经济，对其稳定和增长构成挑战。

首先，支持经济增长的动能正在逐步减弱。这包括但不限于劳动力市场的松动伴随着薪资下滑、消费者支出的下降、以及政府和企业投资的收缩。随着这些经济增长引擎的减速，整体经济活动可能会进一步放缓。

其次，当前金融市场的紧缩环境对经济构成额外压力。美联储为了抑制通胀，采取了史上最快速的加息等货币紧缩政策，这导致借贷成本上升，进而影响企业的融资和扩张计划，以及家庭的消费和投资决策。此外，高利率环境也可能对资本市场价格产生负面影响，从而抑制经济增长。

最后，内外部 X 因素，如区域性银行以及商业的不稳定性、地缘政治紧张以及大选年的财政波动等，也对美国经济构成干扰。这些因素不仅影响美国的宏观环境，更有可能推升系统性风险和通胀水平。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188