

宏观深度报告

2024 年美国经济与市场展望：转弯与转型

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **展望 2024 年，理解和预判美国经济走向，需要结合不同周期视角——短周期看，因高利率与需求降温，美国经济面临“转弯”；中长期看，美国经济可能“转型”向上，增大美国经济“软着陆”概率。**
- **美国经济：转弯与转型。**2024 年，预计美国实际 GDP 增长 1.6%，经济结构有望相对均衡。**1) 消费：**预计美国实际私人消费温和增长 1.5%，主要支撑来自居民工资收入与“扩表”空间；“超额储蓄”对消费增长的解释力不足，美国居民消费倾向可能长期抬升；美国消费结构或步入新的均衡，服务消费基本回归疫情前，而商品消费有望迈上更高台阶。**2) 投资：**美国住宅投资复苏方向较为确定，预计全年实际住房投资同比转正至 2% 左右；非住宅投资（尤其基建及高端制造领域）继续获“再工业化”政策加持，预计全年实际非住宅投资增长 1.6%；美国制造业库存有望由“去库”切换至“补库”，全年私人库存变动或小幅增长。**3) 贸易：**美国出口有望继续温和增长，预计全年实际增长 1.9%；进口有望复苏，预计全年实际增长 1.4%。**4) 政府支出：**政府支出增速或仅小幅放缓，预计全年实际增长 1.9%。拜登政府在 2024 财年不寻求削减赤字，美国赤字率或继续上升，非利息预算支出占 GDP 的比重也将上升。
- **美联储：预防式降息。****1) 就业：**2024 年，美国就业市场将逐步走向平衡，劳动力供需关系或基本恢复至疫情前水平，全年失业率平均为 4% 左右。**2) 通胀：**美国通胀环比增速或小幅高于 2023 下半年及新冠疫情前水平，标题通胀率保持窄幅波动，预计年末 PCE 和核心 PCE 分别为 2.3% 和 2.4% 左右。**3) 降息：**美联储或“预防式降息”，首次降息或在二季度，全年降息 75BP 左右，节奏或非连贯。需要指出的是，不宜低估美联储在降息决策上的定力。**4) 缩表：**美联储在全年大部分时间里或保持缩表，但在下半年的某个时点可能实现“充足”准备金状态，伺机开始放缓缩表。
- **美元资产：拥抱新中枢。**2024 年，美国经济增长放缓与货币政策的适度转向，意味着美债利率和美元指数具备一定下行空间。不过，美国经济仍然具备韧性，中长期因素作用下，国际金融危机后的“三低经济（低增长、低通胀、低利率）”环境或已被打破，美元资产的价格中枢需要重估。**1) 美债：**预计 10 年美债收益率主要在 3.5-4% 区间波动。10 年美债利率的合理中枢或在 3.5% 附近，因实际利率与通胀中枢上升。**2) 美股：**配置机遇犹存，美国经济“软着陆”与美联储“预防式降息”营造良好环境，“人工智能”浪潮与新经济环境下，企业盈利能力有望消化更高估值。**3) 美元：**美元指数或在 96-102 区间波动，美国相对非美经济体的优势犹存、地缘政治事件高发赋予美元“避险属性”，尽管欧元和日元具备反弹空间。
- **风险提示：**美国经济韧性不及预期，美国通胀超预期反弹，非美经济金融出现危机，地缘政治风险超预期等。

正文目录

一、 美国经济：转弯与转型	5
1.1 消费：低储蓄，新结构	5
1.2 投资：高需求，慢复苏	7
1.3 贸易：进出同增	9
1.4 政府支出：留有余温	10
二、 美联储：预防式降息	11
2.1 就业：缓慢平衡	12
2.2 通胀：趋于稳定	13
2.3 降息：或非连贯	14
2.4 缩表：伺机放缓	16
三、 美元资产：拥抱新中枢	17
3.1 美债：波折回暖	17
3.2 美股：机遇犹存	19
3.3 美元：小幅走贬	20

图表目录

图表 1	2024 年美国 GDP 指标预测	5
图表 2	2023 年以来美国实际工资增速转正	6
图表 3	美国居民净资产充沛、负债率不高	6
图表 4	美国居民消费倾向持续高于疫情前水平	6
图表 5	不同假设下，超额储蓄的测算结果有较大区别	6
图表 6	美国服务消费回归疫情前，商品消费迈上新台阶	7
图表 7	美国实际商品消费与地产周期高度相关	7
图表 8	美国住宅投资经历早复苏、早衰退	7
图表 9	本轮美国新屋供需指标先后见底回升	7
图表 10	美国住房库存和空置率处于历史极低水平	8
图表 11	美国贷款利率与住房需求指标较为同步	8
图表 12	美国非住宅投资保持稳定增长	8
图表 13	美国企业利润与非住宅投资走势相近	8
图表 14	预计 2024 年拜登三大法案支出仍将增长	9
图表 15	美国公共和私人建造实际支出同步复苏	9
图表 16	美国私人库存变动与实际库存走势大致相同	9
图表 17	美国销售反弹，暗示“补库”将近	9
图表 18	美国出口前六大地区经济增长预期	10
图表 19	2024 年北美货物出口或将放缓，进口重回增长	10
图表 20	美元汇率影响美国出口表现	10
图表 21	美国制造业周期或将向上并拉动进口	10
图表 22	拜登政府预计 2024 年赤字率进一步上升	11
图表 23	美国政府利息支出占 GDP 比重短期或较平稳	11
图表 24	美国政府赤字在弥补产出缺口后仍偏高	11
图表 25	美国非利息预算支出仍高于疫情前	11
图表 26	2024 年美国通胀、就业及政策利率预测	12
图表 27	美国劳动力需求或继续放缓	12
图表 28	美国劳动力供给或继续修复	12
图表 29	美国劳动力供需关系与失业率走势基本匹配	13
图表 30	预计美国就业供需走向平衡、失业率稳定	13
图表 31	美国 PCE 通胀率基准预测	13
图表 32	美国核心 PCE 通胀率基准预测	13
图表 33	供给改善是本轮美国通胀回落的核心驱动	14

图表 34	油价波动对美国通胀产生有限影响	14
图表 35	当前 CME 市场预期 2024 年美联储降息 150BP 至 3.75-4% 区间	15
图表 36	历史上, 美联储首次降息时, 美国失业率高于自然失业率、或通胀低于 2%	15
图表 37	美联储长期政策利率预期并非一成不变	16
图表 38	10 年美债利率处于 2023 年 7 月以来最低水平	16
图表 39	当前美国银行准备金余额仍属“充裕”, 下降至“充足”后将引发市场利率上行压力	17
图表 40	预计 2024 年美国存款机构准备金回落	17
图表 41	预计 2024 年下半年美国隔夜逆回购规模接近 0	17
图表 42	美联储历次降息周期下的美债表现	18
图表 43	“预防式降息”下, 10 年美债利率跌幅较小	18
图表 44	美国自然利率或有上修空间	19
图表 45	2019 年四季度, 流动性紧张令美债利率回升	19
图表 46	“预防式降息”下, 美股通常表现积极	19
图表 47	近期标普 500 风险溢价小幅转正	19
图表 48	美股盈利增速有望重回正增长	20
图表 49	近一年标普 500 指数表现远好于等权重指数	20
图表 50	历次美联储降息周期下的美元指数表现	20
图表 51	国际油价牵动美元指数	20
图表 52	2023 年美债利差走阔, 但欧元呈现韧性	21
图表 53	日银两次调整 YCC, 但未能阻止日元贬值	21

回顾 2023 年，美国经济展现出意料之外的韧性，前三季度实际 GDP 环比年化增长均高于 2%，失业率保持在 3.8% 以下，通胀却顺利回落。这是“风雨前的平静”还是“好天气的预兆”？

我们认为，理解和预判美国经济走向，需要结合不同周期视角——短周期看，因高利率与需求降温，美国经济面临“转弯”；中长期看，美国经济可能“转型”向上，线索包括慷慨财政、地产及建筑周期、“再工业化”政策、以及“三低经济（低增长、低通胀、低利率）”的扭转等。

展望 2024 年，中长期因素增大美国经济“软着陆”概率，预计美国实际 GDP 增长 1.6%。在“完美去通胀”的背景下，美联储或将选择“预防式降息”，全年降息 75BP 左右。美国经济“转弯”决定资产价格的方向，而经济“转型”则决定资产价格的中枢：美债利率和美元指数具备有限的下行空间；美股机遇犹存，板块风格有望更加平衡。

一、 美国经济：转弯与转型

2024 年，预计美国实际 GDP 增长 1.6%，经济增长较 2023 年有所放缓，但保持韧性；经济结构有望相对均衡，以支出法解构的 GDP 分项“无短板”。分项来看，美国消费有望维持一定增长，居民薪资增长与扩表空间是主要支撑，居民消费倾向可能长期抬升；美国住宅投资有望温和复苏，受益于较低的库存与房屋空置率；非住宅投资也有望进一步增长，受益于“再工业化”政策加持；美国政府支出水平或难明显退坡，财政对经济的支撑“留有余温”。

图表1 2024 年美国 GDP 指标预测

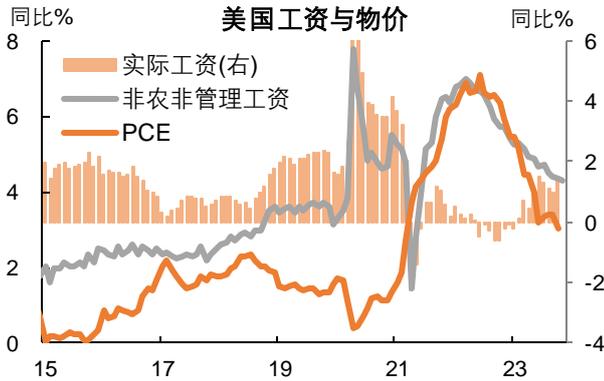
	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4E	2024 Q1E	2024 Q2E	2024 Q3E	2024 Q4E	2022	2023E	2024E
美国 GDP	2.2	2.1	4.9	0.9	0.7	0.9	1.6	1.9	1.9	2.4	1.6
私人消费	3.8	0.8	3.1	2.0	0.6	0.3	1.7	2.3	2.5	2.2	1.5
商品	5.1	0.5	4.9	2.0	0.0	-0.5	2.0	3.0	0.3	1.9	1.3
服务	3.1	1.0	2.2	2.0	1.0	0.8	1.5	2.0	3.7	2.2	1.4
私人投资	-9.0	5.2	10.0	-6.6	0.0	2.2	2.7	2.9	4.8	-1.7	1.1
非住宅	5.7	7.4	1.4	1.0	1.0	1.0	2.0	2.0	5.2	4.3	1.6
住宅	-5.3	-2.2	6.7	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	-9.0	-10.8	1.9
私人库存变化	27	15	78	10	0	10	15	20	128	32	11
出口	6.8	-9.3	5.4	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-12.6	2.5	1.9
进口	1.3	-7.6	4.2	2.0	1.0	0.5	3.0	4.0	7.0	-1.7	1.4
政府支出	4.8	3.3	5.8	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.6	3.9	1.9

资料来源：Wind, BEA, 平安证券研究所。注：“私人库存变化”单位为十亿美元（折年数）；其余季度指标单位为环比折年率（%），年度指标单位为年增长率（%）。

1.1 消费：低储蓄，新结构

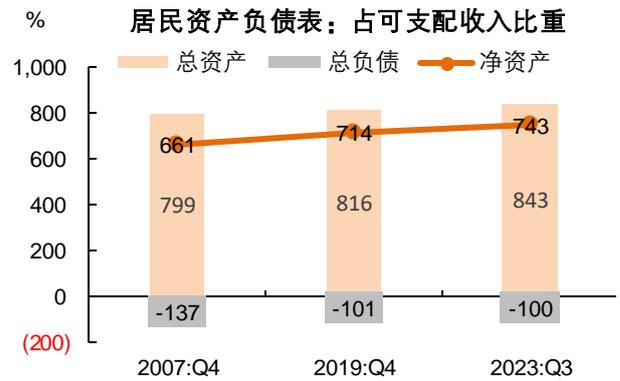
2024 年，预计美国实际私人消费温和增长 1.5%，主要支撑来自居民工资收入与“扩表”空间。2023 年以来，伴随财政补贴的逐渐消耗，据 BEA 数据，美国居民收入中“雇员报酬”占比回升至 62% 左右，基本回到疫情前水平，未来工资收入将成为美国居民收入水平与消费能力的核心影响因素。一方面，伴随通胀改善、就业市场维持韧性，美国实际工资同比增速转正，截至 2023 年 11 月，经 PCE 调整的非农非管理人员工资同比达 1.4%。我们预计，2024 年美国实际工资增速有望维持在 1.5% 左右，略低于 2019 年均值的 2.1%。另一方面，美国居民资产负债表强健，具备“扩表”空间。截至 2023 年三季度，居民总资产占可支配收入比重达 843%，较疫情前高出 27 个百分点；负债占比仅 100%，略低于疫情前水平。

图表2 2023年以来美国实际工资增速转正



资料来源: Wind, 平安证券研究所

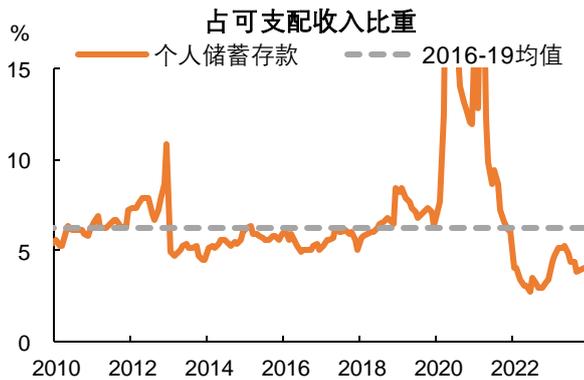
图表3 美国居民净资产充沛、负债率不高



资料来源: 美联储, 平安证券研究所。注: 因四舍五入, 加总略有出入。

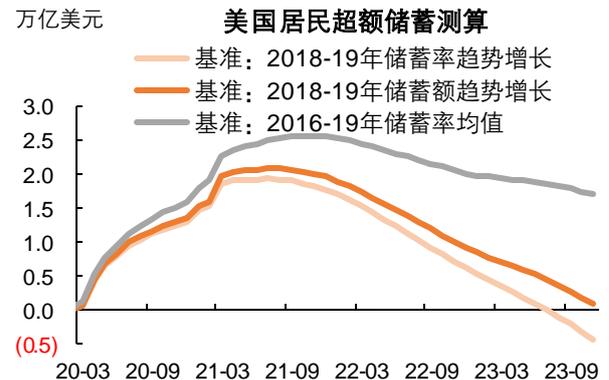
“超额储蓄”对消费增长的解释力不足，美国居民消费倾向可能长期抬升。2020-2021年，美国消费场景受限，加上财政对居民慷慨补贴形成“超额储蓄”，美国居民储蓄率（储蓄存款占可支配收入比重）激增；2021年下半年至2022年上半年，消费场景修复与超额储蓄释放，令居民储蓄率大幅回落并明显低于疫情前水平；2022年下半年至2023年上半年，居民储蓄率出现回升，被视为超额储蓄逐渐耗尽、居民消费回归“旧常态”的信号。然而，2023年5月以后，尚未恢复至疫情前水平的美国居民储蓄率意外回落。值得一提的是，“超额储蓄”模型对美国消费增长的解释力正在下降：首先，波士顿联储文章指出，“超额储蓄”的测算有很强的主观性，不同基准假设下的测算结果区别很大¹。其次，无论基于何种假设，超额储蓄均处于不断消耗的过程，难以解释2023年储蓄率的意外回落。最后，随着时间推移，当前美国居民对2021年财政补贴的感受可能已经淡化，当下的消费习惯可能更为独立。我们认为，由于乐观的经济预期、“由奢入俭难”的消费习惯养成、强健的资产负债表、更均衡的收入分配等，美国居民消费倾向有可能持续高于疫情前水平。

图表4 美国居民消费倾向持续高于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 不同假设下，超额储蓄的测算结果有较大区别



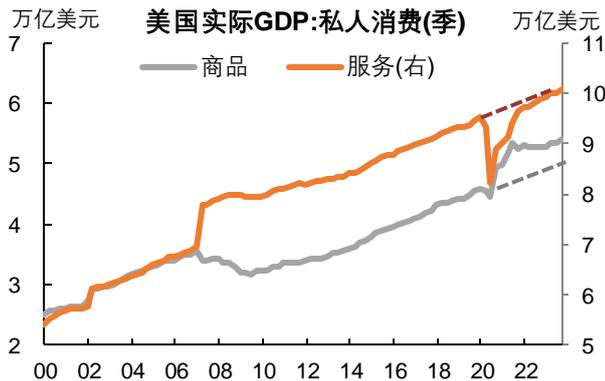
资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国消费结构或步入新的均衡，实际服务消费基本回归疫情前，而商品消费有望迈上更高台阶。回顾历史，次贷危机后，美国消费结构的均衡也曾被打破，商品消费中枢下移、服务消费中枢上移。商品消费长期下滑的原因颇为复杂，包括地产周期

¹ Have US Households Depleted All the Excess Savings They Accumulated during the Pandemic? Federal Reserve Bank of Boston. November 7, 2023.

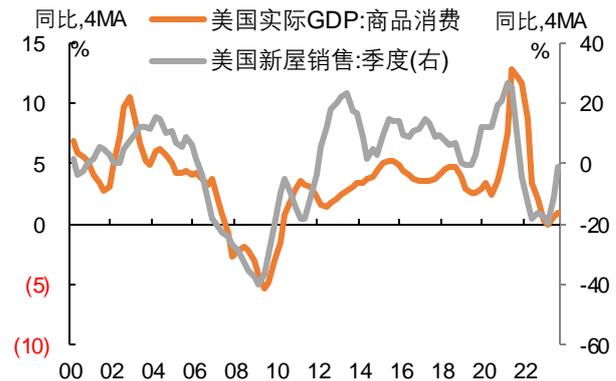
衰退、居民资产负债表受损、制造业萎靡与“去工业化”、人口老龄化引发商品需求减弱等；服务消费的上升，则可能受益于低利率环境下对金融服务需求的提振，美国“金融服务和保险”实际消费在 2007 年增长 28%、此后并未明显回落。总之，在重大经济金融危机后，美国消费格局有望出现结构性变化。新冠疫情后，美国实际商品消费在 2020-21 年爆发式增长，主因财政刺激及服务消费场景受限；2022 年，美国实际商品消费连续四个季度环比萎缩；但 2023 年前三季度，商品消费环比重回正增长。我们认为，美国实际商品消费有望较疫情前水平迈上新的台阶，可能受地产周期复苏、“再工业化”等因素的加持。从数据上看，商品和服务消费增长很可能已经回归新的稳态。截至 2023 年三季度，美国实际商品消费同比增长 2.5%，已经连续三个季度回升，接近 2018-19 年均值的 3.0%；实际服务消费同比 2.2%，连续五个季度保持在 2-3% 区间。

图表6 美国服务消费回归疫情前，商品消费迈上新台阶



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国实际商品消费与地产周期高度相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 投资：高需求，慢复苏

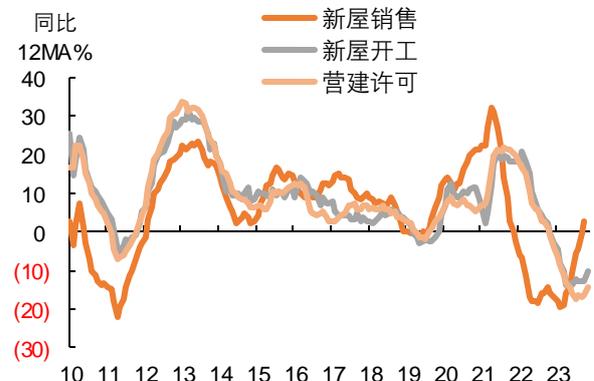
2024 年，美国住宅投资复苏的方向较为确定，预计全年实际住房投资同比转正至 2% 左右。新冠疫情后，美国住房市场呈现“早复苏、早衰退”特征，截至 2023 年已出现由衰退到新一轮复苏的征兆。美国实际 GDP 住宅投资分项在 2023 年三季度环比转正，同比跌幅也连续两个季度缩窄。从高频和前瞻指标看，美国住房价格、新房需求、新房开工等指标均已见底。美国 20 城房价指数自 2023 年 2 月以来环比持续回升、7 月已同比转正；新房销售、新房开工和营建许可同比增速 (12MA) 分别在 2023 年 2 月、6 月和 7 月见底。展望 2024 年，预计美国住房投资将延续复苏。除周期规律外，历史极低水平的库存和住房空置率，以及美国金融市场条件边际转松，令本轮美国住房市场的复苏更为确定。

图表8 美国住宅投资经历早复苏、早衰退



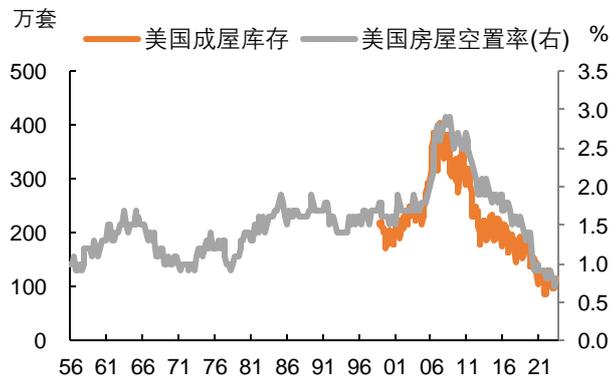
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 本轮美国新屋供需指标先后见底回升



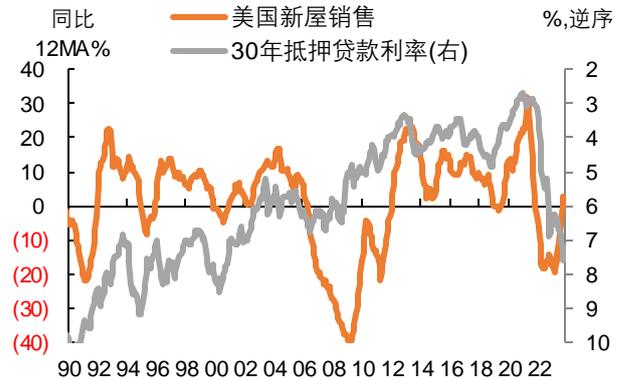
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国住房库存和空置率处于历史极低水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美国贷款利率与住房需求指标较为同步



资料来源: Wind, 平安证券研究所

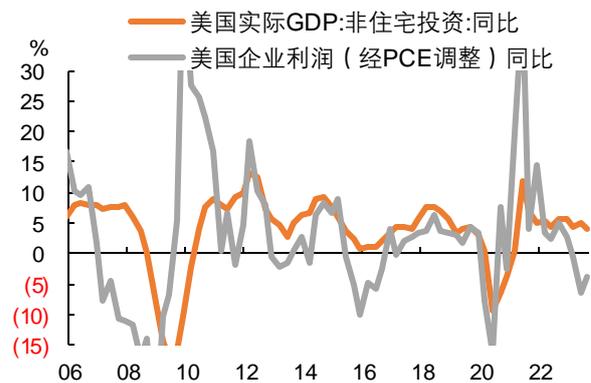
2024年,美国非住宅投资(尤其基建及高端制造领域)继续获“再工业化”政策加持,预计全年实际非住宅投资增长1.6%。2022年以来,尽管美联储激进加息,美国非住宅投资连续七个季度保持同比4%以上的稳定增长。2023年以来,美国企业利润(经PCE调整)实际同比转负,鉴于美国非住宅投资与企业利润的高度相关性,本轮非住宅投资的韧性尤为难得。2023年,美国非住宅建造支出表现亮眼,计算机、电子和电气类的制造业建造支出激增,离不开拜登政府的“再工业化”政策。拜登政府重点出台的《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》和《通胀削减法案》三大法案,计划于未来5-10年增加1.2万亿美元支出;三大法案的支出高峰或在2024-2027年,期间每年新增支出高达600-900亿美元(参考我们报告《拜登时代下,美国“再工业化”能否突破》)。值得一提的是,美国公共与私人的非住宅建造支出走势趋同,凸显出政府投资对私人投资的“挤入”效应。展望2024年,虽然偏高的实际利率水平或对企业利润和投资意愿形成一定压力,但受益于基建及高端制造领域的政策支持,预计美国非住宅投资仍可实现小幅正增长。

图表12 美国非住宅投资保持稳定增长



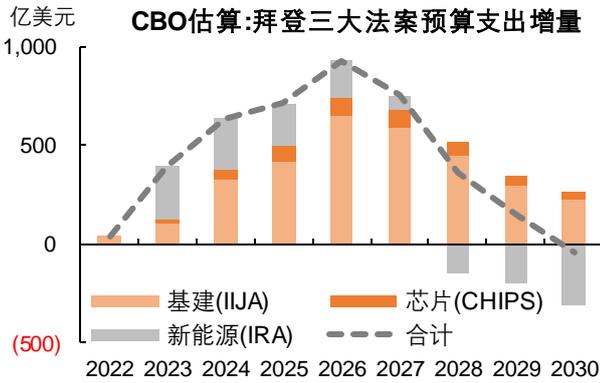
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美国企业利润与非住宅投资走势相近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 预计 2024 年拜登三大法案支出仍将增长



资料来源: CBO,平安证券研究所

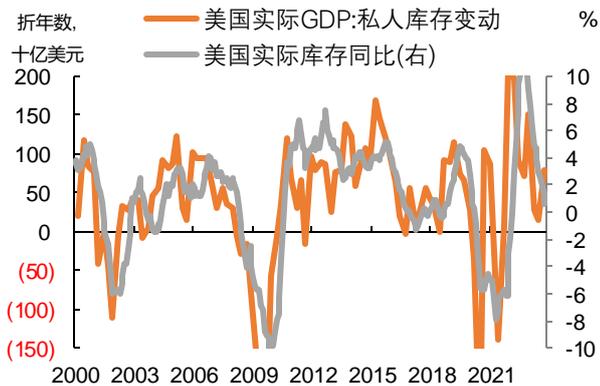
图表15 美国公共和私人建造实际支出同步复苏



资料来源: Wind,平安证券研究所。注: 数据经“PPI-中间需求-制造业材料和部件”调整

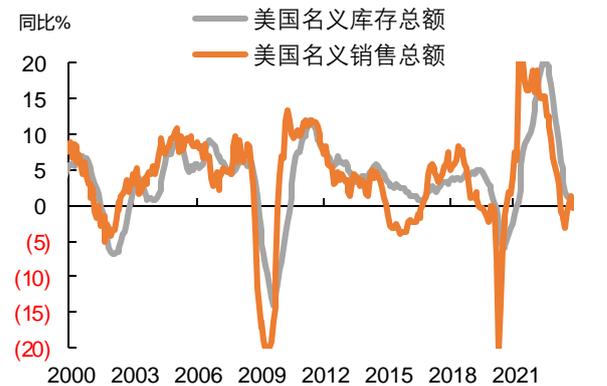
2024 年, 美国制造业库存有望由“去库”切换至“补库”, 全年私人库存变动或小幅增长。2023 年, 美国制造业库存处于“去库”周期, 前三季度实际私人库存变动(折年数)平均增加 400 亿美元, 明显低于 2022 年的 1280 亿美元。美国私人库存变动走势的波动较大, 但整体与实际库存(经 PPI 工业原料分项调整)同比增速走势大致相同。本轮美国库存周期规律受到原材料价格暴涨、供应链阻塞、以及制造业投资周期开启等扰动, 制造业上下游各环节的库存周期明显错位(上游高库存、下游低库存), 因此“去库存”节奏迟缓、“战线”拉长(参考报告《美国库存周期: 这一次有什么不一样》)。不过, 从库存的领先指标来看, 美国销售总额同比增速已于 2023 年下半年触底回升。我们预计, 2023 年四季度至 2024 年一季度, 美国或处于“被动去库”阶段, 2024 年二季度有望切换至“主动补库”, 全年实际库存变动或增加约 100 亿美元, 对全年投资增长产生微小拖累。

图表16 美国私人库存变动与实际库存走势大致相同



资料来源: CBO,平安证券研究所

图表17 美国销售反弹, 暗示“补库”将近



资料来源: Wind,平安证券研究所

1.3 贸易：进出同增

2024 年, 美国出口有望继续温和增长, 预计全年实际增长 1.9%。2023 年, 全球经济负重前行, 但供应链改善、通胀回落、美元回调等利好因素, 令美国实际出口保持较高水平。展望 2024 年, 全球经济虽然仍有压力, 但美国的外需环境相对稳定。参考 2022 年美国出口结构以及 IMF 等经济预测, 我们测算, 2024 年美国前六大出口地区(加拿大、欧盟、墨西哥、中国、日本和英国, 累计占美国出口的 64%) 加权平均经济增速为 2.0%, 基本持平于 2023 年水平, 得益于欧洲、加拿大等地区经济的温和复苏。根据 WTO 预测, 2024 年北美地区货物出口有望增长 2.7%, 略低于 2023 年的 3.6%。此外, 2024 年美

元汇率或仍有一定回落空间，助力美国出口增长。

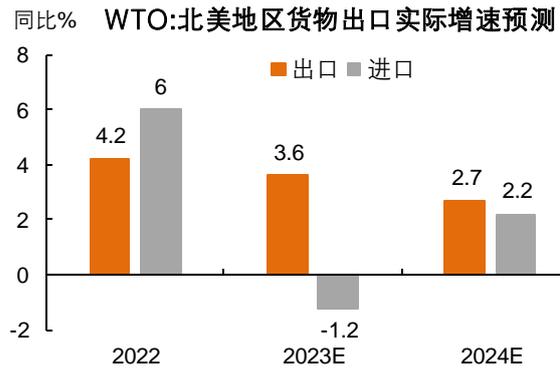
2024年，美国进口有望复苏，预计全年实际增长1.4%。展望2024年，如前所述，美国居民收入增长、消费倾向和扩表空间，均是内需的重要支撑。除终端需求外，美国制造业景气复苏，亦将支撑原材料和中间品的进口需求。2023年下半年以来，美国ISM制造业PMI已有触底回升迹象，历史上制造业景气的复苏平均可持续2年左右；此外，美国制造业库存有望从去库切换至补库，叠加“再工业化”政策的加持，令本轮制造业复苏的开启更为确定。参考WTO预测，北美货物进口实际增速将由2023年的-1.2%，回升至2024年的2.2%。

图表18 美国出口前六大地区经济增长预期

地区	权重	2022	2023	2024
加拿大	17%	3.4	1.3	1.6
欧盟	17%	3.6	0.7	1.5
墨西哥	15%	3.9	3.2	2.1
中国	7%	3.0	5.3	4.8
日本	4%	1.0	2.0	1.0
英国	4%	4.1	0.5	0.6
加权平均		3.4	2.0	2.0

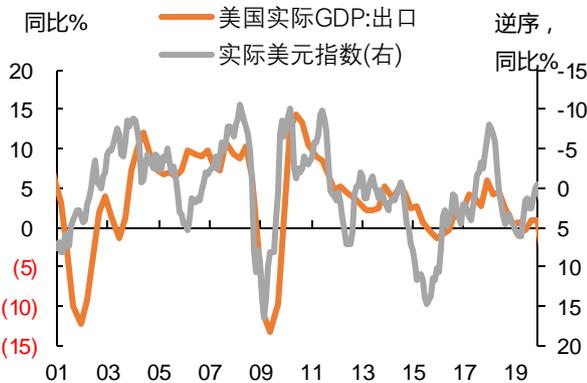
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所。注: 中国经济预测源自报告《2024年中国经济展望: 东风化雨》, 其余地区为IMF预测; 单位为年增长率(%)

图表19 2024年北美货物出口或将放缓，进口重回增长



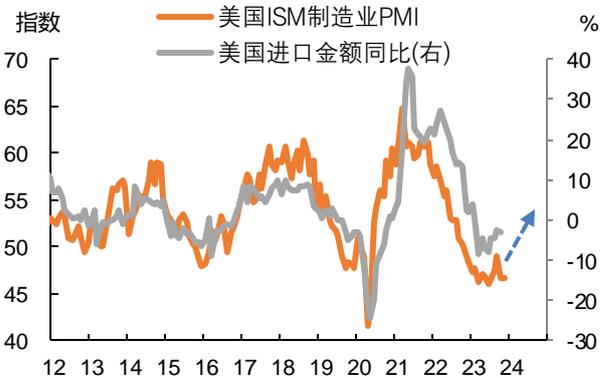
资料来源: WTO(2023.10), 平安证券研究所

图表20 美元汇率影响美国出口表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 美国制造业周期或将向上并拉动进口



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 政府支出：留有余温

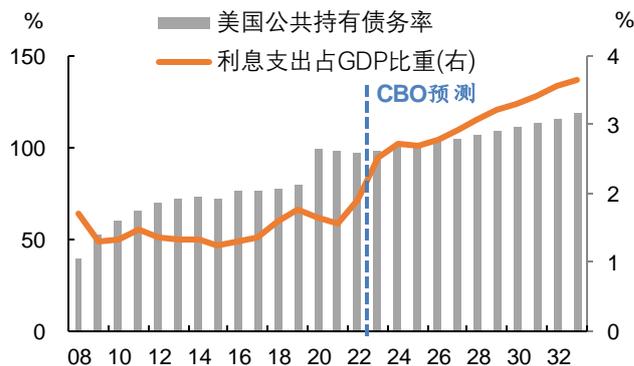
2024年，美国政府支出增速或仅小幅放缓，预计全年实际增长1.9%。截至2023年三季度，美国实际政府支出GDP连续四个季度环比折年率高达3-6%。美国财政部2023年10月公布数据显示，美国2023财年实际赤字高达1.7万亿美元，较2022财年增加3200亿美元(占2022年GDP的1.2%)，赤字率由5.5%扩大至6.3%。2024财年预算尚未公布。参考美国白宫2023年4月公布的预算方案，2024财年赤字计划上升至1.85万亿美元、赤字率上升至6.8%。这一测算或说明，拜登政府在2024财年不寻求削减赤字。此外，根据CBO在2023年5月公布的十年预算展望，其预计2023年及以后十年，美国公共持有债务占GDP比重持续上升，但利息支出占GDP比重的上升是非线性的，在2026年以前基本稳定在2.5-2.8%，2027年及以后才加速上升。如果未来3-5年美国债务付息压力相对可控，美国政府在2024年或也无需急于启动财政紧缩。

图表22 拜登政府预计 2024 年赤字率进一步上升



资料来源：Wind, 白宫(2023.4), 平安证券研究所

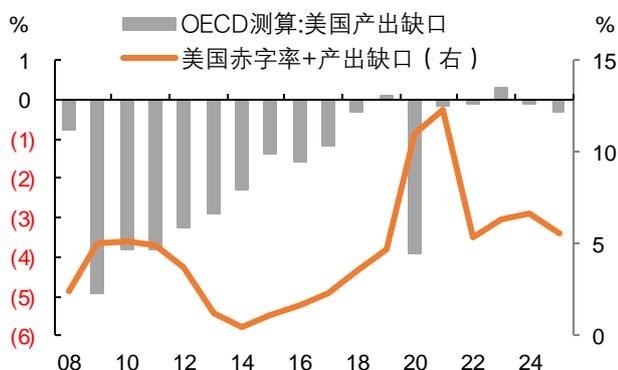
图表23 美国政府利息支出占 GDP 比重短期或较平稳



资料来源：Wind, CBO(2023.5), 平安证券研究所

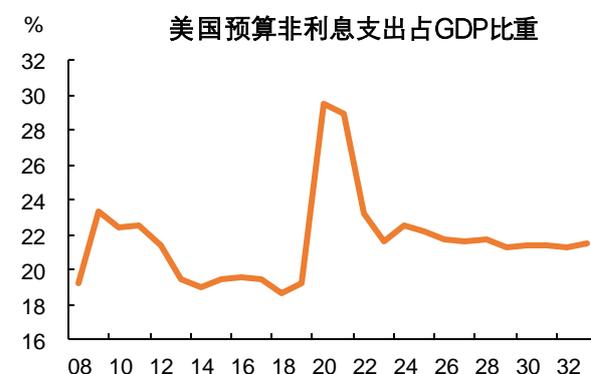
即便不明显加力，美国财政对经济的支持仍“留有余温”。美国在 2020-2021 年动用了远超出产出缺口的赤字，2021 年以后赤字率虽然回落，但仍高于疫情前水平。这使得赤字率和产出缺口的总和在 2021 年迈上更高台阶，此后高位回落但仍处较高水平。那么，偏高赤字是否是利息支出上升后的被动体现？结合白宫预算与 CBO 预测，排除利息支出后，未来几年美国非利息预算支出占 GDP 的比重也将上升，这一数字在 2023-25 年平均为 22.1%，高出 2015-19 年均值 2.8 个百分点。可见，美国赤字率的上升不仅是利息压力所致，也是财政主动增支的体现，继而财政对美国经济仍可能持续产生正向拉动。

图表24 美国政府赤字在弥补产出缺口后仍偏高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表25 美国非利息预算支出仍高于疫情前



资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、美联储：预防式降息

2024 年，美国就业市场仍将处于走向平衡的过程，就业市场有序降温但不过快冷却；美国通胀有望趋于稳定，因供给改善效应减弱，通胀环比增速或小幅高于 2023 下半年及新冠疫情前水平，标题通胀率或保持窄幅波动。在此背景下，预计 2024 年美联储或将开启“预防式降息”，全年降息 75BP 左右，节奏或非连贯；美联储在全年大部分时间里保持缩表，但在下半年的某个时点可能实现“充足”准备金状态，伺机开始放缓缩表。

图表26 2024年美国通胀、就业及政策利率预测

	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4E	2024 Q1E	2024 Q2E	2024 Q3E	2024 Q4E
PCE (%)	5.0	3.9	3.4	2.7	2.2	2.2	2.2	2.3
核心 PCE (%)	4.8	4.6	3.9	3.2	2.5	2.2	2.3	2.4
新增非农 (万人)	31	20	22	16	17	17	17	17
失业率 (%)	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1
政策利率 (%)	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50

资料来源: Wind,平安证券研究所。注: 政策利率为季末值, 其余指标为季度均值。

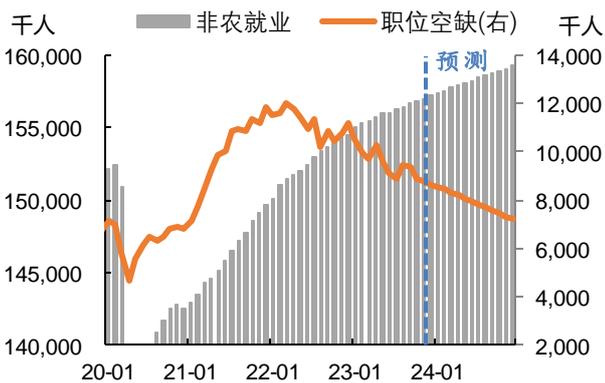
2.1 就业：缓慢平衡

2024年，美国就业市场将逐步走向平衡，劳动力供需关系或基本恢复至疫情前水平，全年失业率平均为4%左右。

先看劳动力需求，伴随高利率环境与经济温和下行，美国就业需求或将继续放缓。预计2024年美国平均每月新增非农就业17万人，低于2023年1-11月均值的23.2万人，略高于2019年均值的16.3万人；预计岗位招聘需求继续下降，职位空缺数在2022年11月至2023年10月期间平均每月减少14.5万人，预计2024年平均每月减少12万人，总职位空缺数在年末下降至720万人左右，基本持平于2019年均值水平。

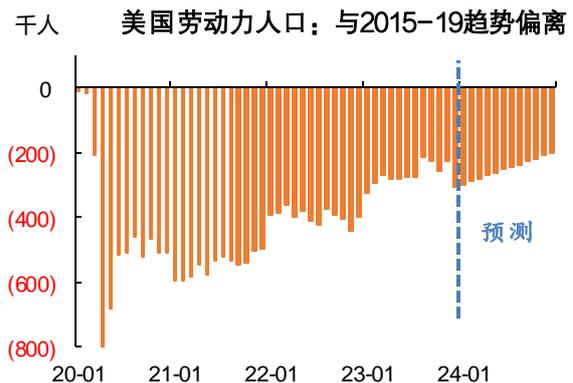
再看劳动力供给，伴随居民储蓄消耗与收入压力上升，美国劳动力人口仍有修复空间，预计2024年平均每月新增劳动力人口22万人，低于2023年1-11月的30万人，高于2015-19年趋势增长水平的13万人。

图表27 美国劳动力需求或继续放缓



资料来源: Wind,平安证券研究所

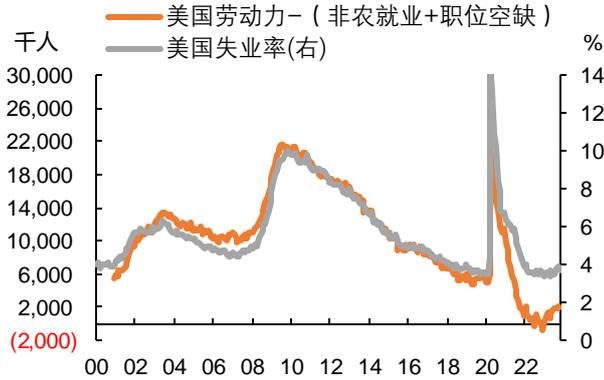
图表28 美国劳动力供给或继续修复



资料来源: Wind,平安证券研究所

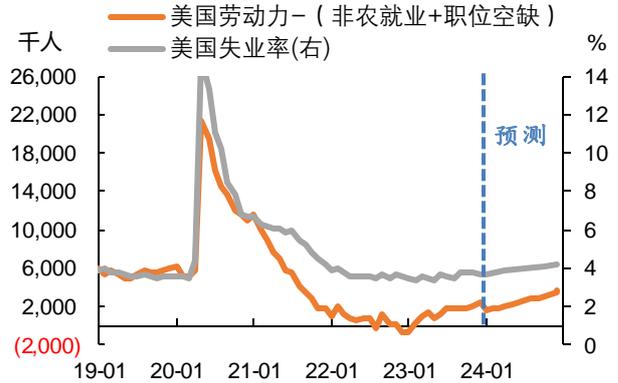
最后看供需平衡，美国就业市场将逐步由“供不应求”走向供需基本平衡。我们以劳动力人口为供给，以非农就业与职位空缺之和为需求，二者相减得到“就业供需平衡”指标，这一指标与美国失业率走势基本匹配。2019年，就业供需平衡指标平均为550万人，失业率平均为3.7%；2022年以来截至目前，这一指标基本在200万人以下，凸显美国就业市场“供不应求”的格局。展望2024年，预计就业供需平衡指标将逐步回升至360万左右，全年失业率主要保持在3.8-4.2%区间波动。

图表29 美国劳动力供需关系与失业率走势基本匹配



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 预计美国就业供需走向平衡、失业率稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

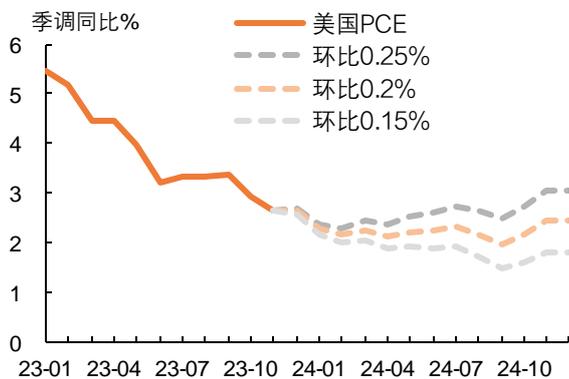
2.2 通胀：趋于稳定

2024年，美国通胀走势有望趋于稳定，预计年末PCE和核心PCE分别为2.3%和2.4%左右。

2023年以来，美国通胀顺利回落，主要受益于供给端改善。2023年，纽约联储公布的全球供应链压力指数基本处于负区间，美国ISM制造业供应商交付分项持续保持43-49区间，加之国际油价整体企稳，为美国通胀回落创造了良好环境。同时，美国通胀降温也离不开需求的稳定：在美联储营造的高利率环境下，美国经济虽有韧性，但需求并未过度升温。叠加金融市场条件偏紧，通胀预期维持稳定，最终使得通胀顺利回落。截至2023年11月，美国PCE和核心PCE的近六个月平均环比分别为0.17%和0.15%，年化分别为2.0%和1.9%。

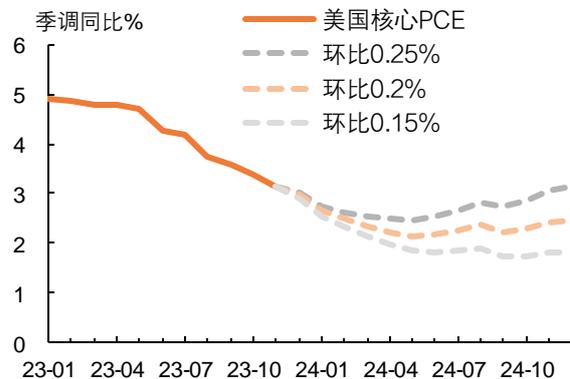
展望2024年，预计需求仍然维持稳定，但供给改善的利好有所消退，意味着通胀环比可能小幅回升。中性假设下，预计美国PCE和核心PCE环比增速平均为0.2%，对应全年PCE同比为2.0-2.4%，核心PCE同比为2.2-2.5%。上述假设与美联储2023年12月的预测中值（PCE为2.4%、核心PCE为2.5%）基本一致。此外，考虑油价波动对PCE通胀率的影响，假设2024年WTI油价波动区间为70-90美元/桶，基于2000年以来油价与通胀率的相关性，预计油价波动对美国PCE通胀率的影响在-0.4至0.5个百分点，整体影响较为有限。

图表31 美国PCE通胀率基准预测



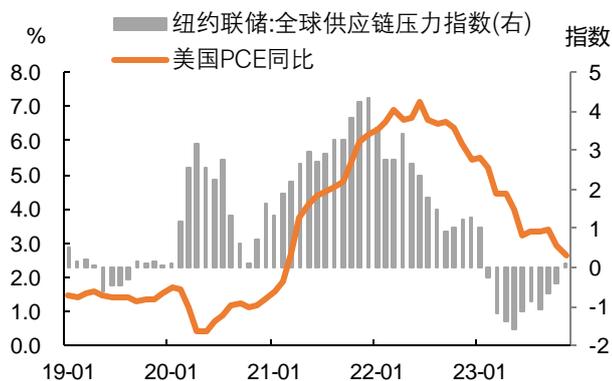
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 美国核心PCE通胀率基准预测



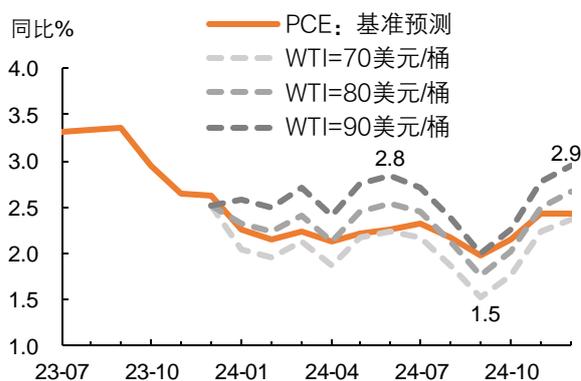
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 供给改善是本轮美国通胀回落的核心驱动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 油价波动对美国通胀产生有限影响



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 降息：或非连贯

2024年，美联储或“预防式降息”，首次降息或在二季度，全年或降息三次（75BP）左右。

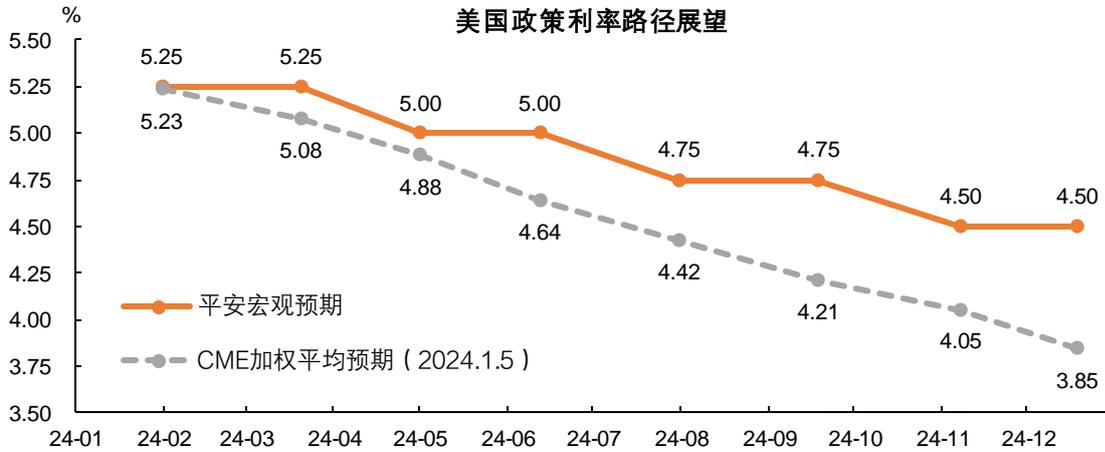
先看降息动机。我们在报告《2024年美联储利率政策展望》中指出，即使美国经济保持韧性，美联储仍可能选择“预防式降息”，即在经济走弱信号增多时，选择适当降息以防经济过快降温，类似1989年、1995年和2019年。1989年或最有参考意义，彼时格林斯潘领导的美联储也在抗击通胀，但随着经济数据走弱，美联储于1989年6月首次降息。在2023年12月议息会议后，鲍威尔领导的美联储更为清晰地传达出“预防式降息”的理念。其称，经济走弱、甚至“弱于趋势的增长”都不是降息的必要条件，降息可能是货币政策正常化的需要，会在通胀回落至2%以前降息以避免紧缩过度。

再看降息幅度。参考美联储2023年12月经济预测，展望2024年，假设美国经济增长1.4%、失业率小幅回升至4.1%、PCE通胀率顺利回落至2.4%的背景下，美联储多数官员预计年末政策利率为4.5-4.75%、合计降息75BP。上述经济假设与我们对美国经济的判断基本一致。此外，从实际利率的角度看，4.6%左右的名义政策利率，扣除2.4%的PCE通胀率后，对应实际政策利率为2.2%，基本符合美国实际GDP的趋势增长水平（2011-2019年平均增速为2.4%）。换言之，美联储降息75BP左右，或能在减少经济增长负担的同时，避免对经济产生不必要的“刺激”。

最后看降息节点。我们倾向于认为，美联储可能在二季度首次降息，下半年再降息两次，降息节奏并非连贯。首先，美国经济下行压力在2024上半年较大，美联储在上半年首次降息更有利于平抑经济周期，防止经济惯性下滑。其次，由于基数效应，PCE通胀率可能在2024年中处于相对高位（2.4-2.5%左右），三季度有望进一步放缓至2.0%附近，美联储在三季度后降息的基础更好。最后，美国失业率在下半年回升的压力更大，进一步支撑美联储下半年降息两次。

如何看待近期市场降息预期“抢跑”？自美联储2023年12月会议以来，CME利率期货市场持续押注，美联储将于2024年降息150BP左右，降息幅度是美联储最新预测的两倍。我们认为，市场降息预期走得更远的原因在于：一是，市场或许认为美联储低估了美国经济下行压力。美国咨商会在2023年12月预测，2024年美国实际GDP增速仅0.9%，且上半年或连续两个季度环比萎缩、陷入“技术性衰退”。截至2023年12月，德意志银行（0.6%）、摩根大通（0.7%）等机构预计2024年美国经济增长不高于1%，弱于美联储最新预测的1.4%。二是，市场或许高估了美国通胀回落的速率和持续性。美国标题通胀在2023年下半年大幅下降，市场容易对通胀前景判断乐观。密歇根1年通胀预期在2023年12月大幅回落至3.1%、创2021年3月以来新低。但展望2024年，供给改善利好消散，服务价格黏性不减，加上基数效应，令美国标题通胀率回落难度加大。三是，美联储目前认为的“中性利率”水平不高，从而降息空间较大。截至2023年12月，美联储经济预测认为“长期政策利率（longer run policy rate）”为2.5%，即便从当前水平降息150BP至3.75-4%区间，该利率水平仍远高于2.5%而可能被视为“限制性利率”。

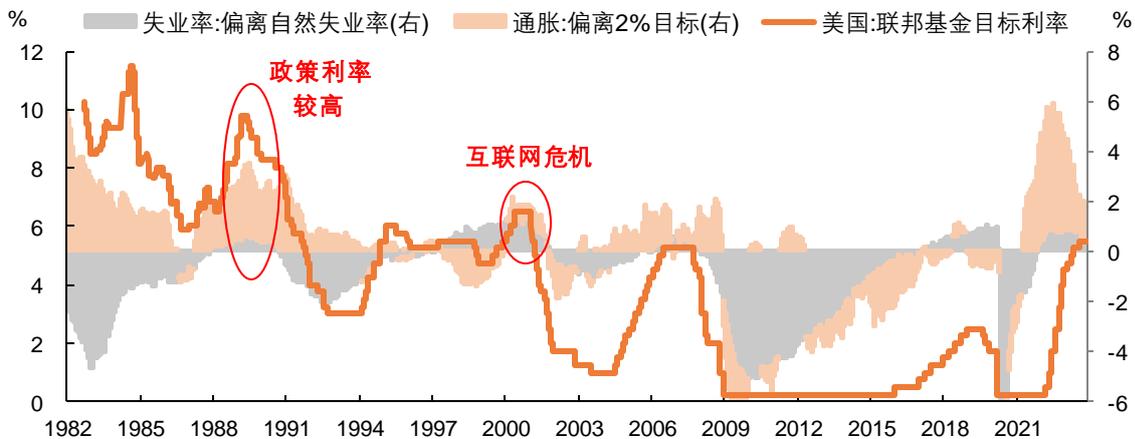
图表35 当前 CME 市场预期 2024 年美联储降息 150BP 至 3.75-4% 区间



资料来源：CME, 平安证券研究所

但是，我们认为不宜低估美联储在降息决策上的定力。首先，纵观历史上美联储首次降息的背景，美国失业率高于“自然失业率”，或 PCE 通胀率低于 2%，在大多数情况下二者至少满足其一。仅有的例外是 2001 年（互联网危机、美股大幅调整）和 1989 年（政策利率高达 9.81%、降息空间充足），与当下均有明显区别。如果 2024 年美国失业率稳定在 4%（低于 CBO 预测的自然失业率 4.4%）、PCE 通胀率略高于 2%，且金融市场环境保持稳定，那么美联储将缺乏大幅降息的理由。其次，美联储“中性利率”存在被低估的可能。2013-2015 年，美联储长期政策利率的预测中值在 3.5-4%，2016-2018 年下降至 2.8-3.3%，2019 年二季度以后下降至 2.5%。在后疫情时代，伴随美国财政发力、“再工业化”启程、AI 应用场景拓宽等，美联储的“中性利率”可能需要上修。事实上，美联储内部对中性利率的判断也存在分歧。美联储 2023 年 12 月点阵图显示，在 18 位官员中，有 7 位预计长期政策利率会高于 2.5%，其中有 3 位预测将达到 3.5% 及以上。若中性利率可能上修，则适宜的政策利率水平亦应随之上移。最后，考虑美联储与华尔街的博弈，如果市场利率因降息预期抢跑而快速回落，那么美联储可能需要通过推迟降息，以免金融市场条件过快放松。截至 2024 年 1 月上旬，10 年美债利率已回落至 4% 附近，基本处于 2023 年 7 月美联储末次加息以来的最低水平。

图表36 历史上，美联储首次降息时，美国失业率高于自然失业率、或通胀低于 2%



资料来源：CME, 平安证券研究所

图表37 美联储长期政策利率预期并非一成不变



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 10年美债利率处于2023年7月以来最低水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 缩表：伺机放缓

美联储停止缩表 (QT) 的条件存在较大不确定性, 较有可能在 2024 下半年的某个时点宣布并逐渐放缓缩表。

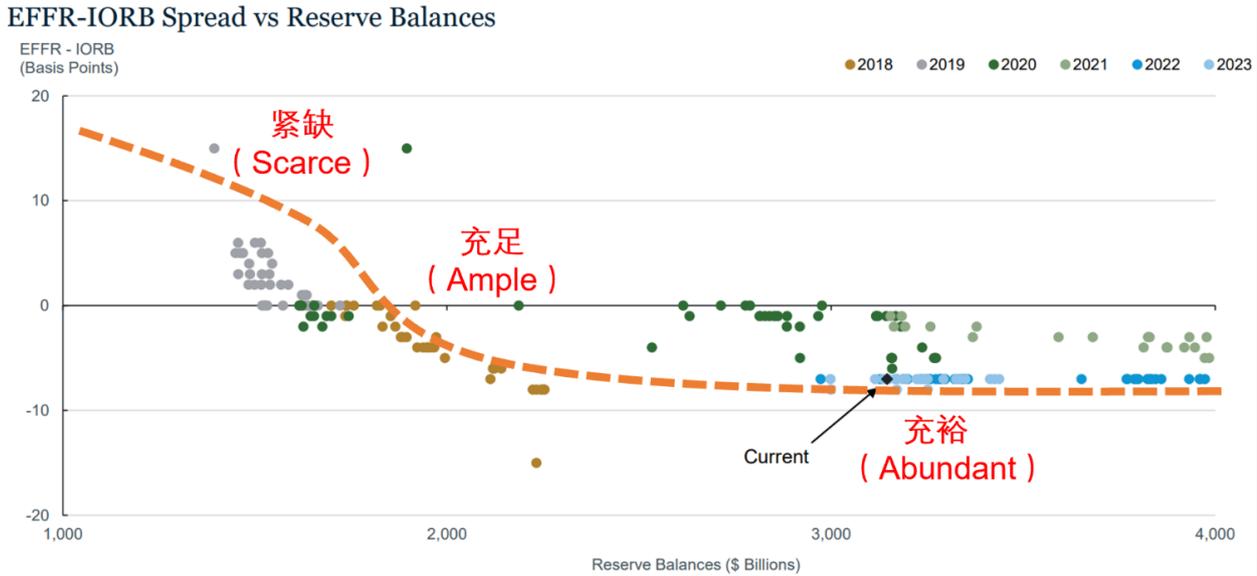
CNBC 在 2023 年 12 月的调查显示, 市场调查者平均预计美联储或于 2024 年 8 月开始减缓缩表、11 月停止缩表, 但市场分歧显著, 认为停止缩表的时点在 2024 年上半年、下半年及 2025 年的受访者分布较为均匀。

美联储 2023 年 12 月会议纪要显示, 联储内部首次讨论了结束缩表的条件, 认为当银行准备金从当前的“充裕 (abundant)”下降至略高于“充足 (ample)”水平时, 可以开始放缓并最终结束缩表。根据纽约联储 2023 年 10 月的演讲², “充足”准备金水平是一个抽象概念, 在此环境下银行需要更积极地管理不那么充裕的准备金, 货币市场利率可能略微上升; 在准备金供需图中, “充足”准备金水平对应需求曲线开始温和上行的部分。截至 2023 年 11 月, 美国银行准备金总额仍有约 3.4 万亿美元。参考 2018-19 年, 当时美国银行准备金水平在 2 万亿美元左右, 可以观察到联邦有效基金利率 (EFFR) 和准备金利率 (IORB) 的利差上行, 由此推测银行体系的准备金应该达到“充足”水平。然而, 众所周知准备金需求是动态变化的, 历史水平的参考价值较为有限。此外, 尽管美联储缩表节奏保持相对稳定, 但美国银行准备金却呈现较大波动 (尤其 2023 年地区银行危机后, 美联储启动银行定期融资计划, 令银行准备金快速回升), 这进一步加大了预判达到“充足”准备金所需时长的难度。

假设美联储维持当前每月 950 亿美元的速度缩表, 预计 2024 年美国银行准备金平均每月下降 400 亿美元、年末降至 2.9 万亿美元左右, 有可能接近“充足”的准备金水平。在“充裕”准备金水平下, 美联储隔夜逆回购 (ON RRP) 工具将吸收多余流动性; 当准备金没那么充裕时, 由于 ON RRP 利率 (5.3%) 低于 IORB (5.4%), 这一工具的使用应非常有限, 但即便 ON RRP 接近于 0, EFFR 也可能靠近 ON RRP 利率、未必明显上行; 只有当准备金继续下降, 令 EFFR 上升、EFFR 与 IORB 利差缩窄甚至转正时, 准备金水平才接近或达到“充足”状态。换言之, ON RRP 耗尽是实现“充足”准备金的必要非充分条件 (美联储理事沃勒亦称, ON RRP 下降至 0 之后, 美联储仍可以继续 QT 一段时间)。2023 年 6 月以来, ON RRP 规模快速下降, 照此趋势, 预计 2024 年三季度以后这一工具规模或将接近 0。综合判断, 美联储较有可能在 2024 年下半年的某个时点宣布并逐渐减缓缩表。

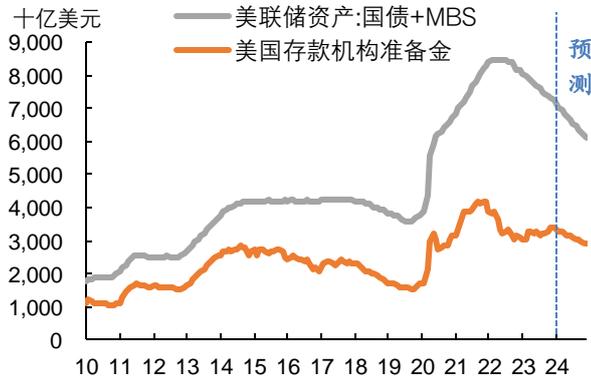
² Implementing Monetary Policy: What's Working and Where We're Headed. Federal Reserve Bank of New York. October 10, 2023.

图表39 当前美国银行准备金余额仍属“充裕”，下降至“充足”后将引发市场利率上行压力



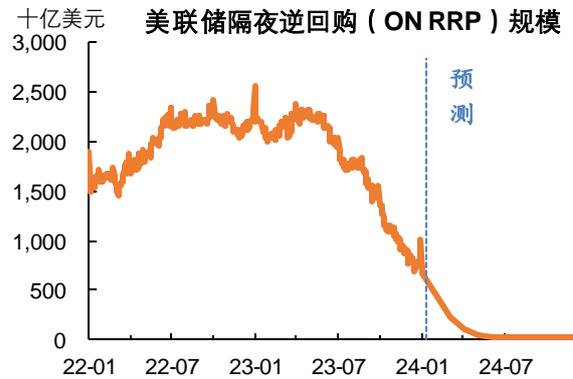
资料来源：纽约联储(2023.10),平安证券研究所。注：EFFR与IORB利差

图表40 预计2024年美国存款机构准备金回落



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表41 预计2024年下半年美国隔夜逆回购规模接近0



资料来源：Wind,平安证券研究所

三、美元资产：拥抱新中枢

2024年，美国经济放缓与货币政策的适度转向，意味着美债利率和美元指数具备一定下行空间。不过，美国经济仍然具备韧性，中长期因素作用下，国际金融危机后的“三低经济（低增长、低通胀、低利率）”环境或已被打破，美元资产的价格中枢或需重估：10年美债利率的合理中枢有望上升至3.5%左右，因实际利率与通胀中枢上升；美股配置机遇犹存，“人工智能”浪潮与新经济环境下的企业盈利能力，有望消化更高估值；美元指数或仅小幅走贬，美国相对非美经济体的优势犹存、挥之不去的地缘政治风险赋予美元“避险属性”，尽管欧元和日元具备反弹空间。

3.1 美债：波折回暖

2024年，10年美债收益率或主要在3.5-4%区间波动。

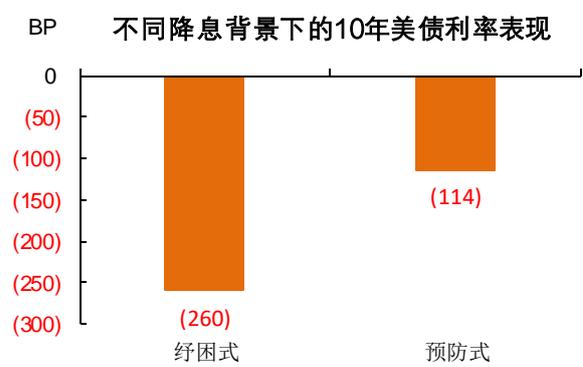
第一，参考历史降息周期，2024年10年美债收益率或有35-40BP的下行空间。在1980年以来的7次美联储降息周期，10年美债利率自首次降息前一个月至最后一次降息期间，均出现下行。其中，在“预防式降息”周期平均下降114BP，在“纾困式降息”周期平均下降260BP。自1995年以来，10年美债利率的降幅大致等于政策利率降幅的一半。据此，假设2024年美联储降息75BP左右，10年美债利率有望下降35-40BP。

图表42 美联储历次降息周期下的美债表现

	降息背景	降息幅度 (BP)	10年美债利率 (BP)
1984.9-1986.8	纾困式	-562.5	-573
1989.6-1992.9	预防式	-681.25	-259
1995.7-1996.1	预防式	-75	-48
1988.9-1988.11	纾困式	-75	-22
2001.1-2003.6	纾困式	-550	-214
2007.9-2008.12	纾困式	-500	-231
2019.8-2019.10	预防式	-75	-34
平均变动		-360	-197

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 “预防式降息”下，10年美债利率跌幅较小

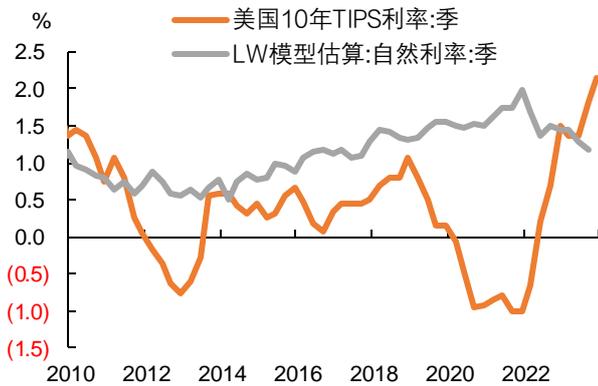


资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二，中长期看，10年美债利率的合理中枢或在3.5%附近。10年美债利率本质上反映市场对中长期实际利率和通胀走势的判断。我们在报告《2024年美联储利率政策展望》中，讨论了中长期美国政策利率中枢上行的可能性。我们认为，美国中长期名义政策利率的合理水平，可能从2.5%上修至3.5%左右：一方面，美国（实际）自然利率约为1.5%左右。纽约联储LW模型估算，2019年美国自然利率为1.5%左右。另一方面，美国中长期通胀水平可能接近2%（甚至很多学者和机构预测美国通胀可能在较长时间内略高于2%），突破2015-2019年1.5%的波动中枢。因此，10年美债利率的合理中枢或在3.5%附近，包含1.5%左右的实际利率，以及2%左右的通胀预期。

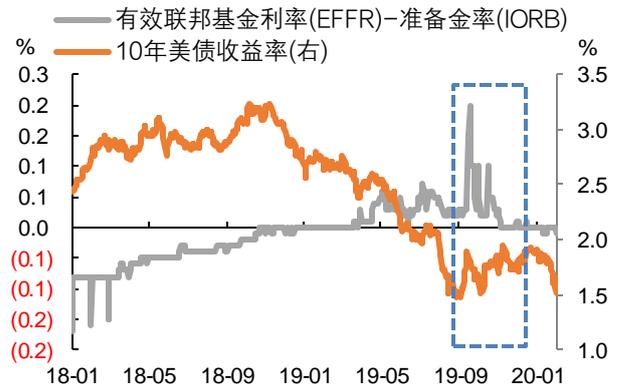
第三，节奏上，预计10年美债利率在一季度下降空间有限，二季度及以后较快下行；下半年需关注QT接近尾声时带来的流动性压力及美债利率阶段回升风险。2024年一季度，市场对美国经济韧性及美联储政策定力的预期或出现修正（譬如3月“首次降息”落空），美债利率或有止跌反弹压力；二季度及以后，伴随首次降息临近、兑现，美债利率或能更顺利地下行。在下半年某个时点，如果美国银行准备金水平由“充裕”转化为“充足”，流动性收紧或令10年美债利率阶段性止跌回升。参考2019年9月，美联储缩表引发流动性压力激增，联邦有效基金利率（EFFR）与准备金率（IORB）的利差冲高，迫使美联储停止缩表、重启定期和隔夜回购操作。而2019年四季度，受流动性环境影响，10年美债利率波动回升，由1.5%左右最高升至1.94%。

图表44 美国自然利率或有上修空间



资料来源: Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

图表45 2019年四季度,流动性紧张令美债利率回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

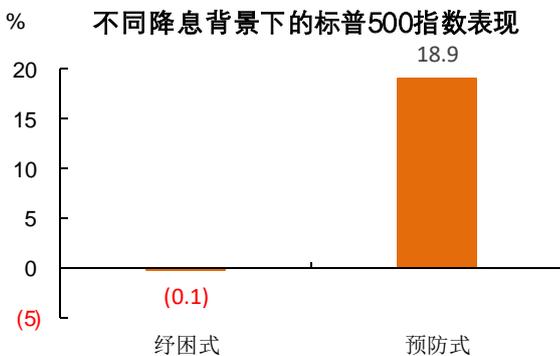
3.2 美股：机遇犹存

2024年，标普500指数有望取得正收益，板块表现有望相对平衡。

第一，美国经济“软着陆”与美联储“预防式降息”，或为美股营造良好环境。参考历史降息周期，“预防式降息”周期下，标普500指数自首次降息前一个月至末次降息的平均涨幅为18.9%，明显优于“纾困式降息”周期下的美股表现。

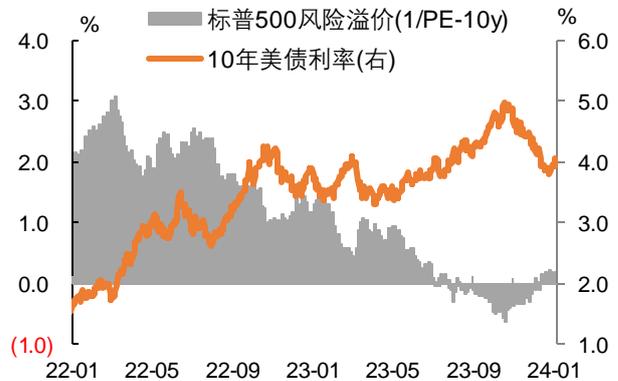
第二，从风险溢价看，10年美债利率适当下行，标普500指数风险溢价或保持正值，美股估值压力有所缓解。2023年12月中旬以来，随着10年美债利率回落至4%以下，标普500风险溢价转正，美股表现积极。

图表46 “预防式降息”下，美股通常表现积极



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表47 近期标普500风险溢价小幅转正



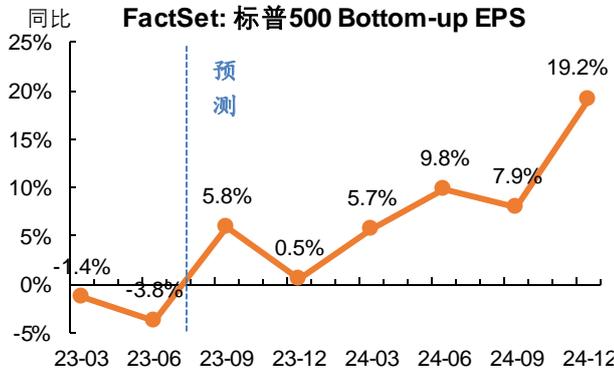
资料来源: Wind, 平安证券研究所

第三，从盈利预期看，2024年美股盈利有望加速增长，支撑美股表现。2023上半年，标普500公司EPS同比增速连续两个季度为负，陷入“盈利衰退”；据FactSet数据，截至2023年三季度，标普500公司盈利同比增速强势转正，预计2023年四季度至2024全年有望保持正增长。

第四，从板块风格看，美股价值板块表现有望优于成长板块，令美股风格更加平衡。2023年，受“人工智能”浪潮加持，美股科技公司领涨，“美股七巨头”（英伟达、Meta、特斯拉、亚马逊、Alphabet、微软和苹果）全年上涨48-239%。截至2024年1月5日，标普500指数近一年上涨23.4%，远超标普500等权重指数的9.6%，也远超近3-10年的年化回报率。展望2024年，科技股的高估值或加大股价波动风险，但成长股在美国经济韧性的底色之下仍有上涨机会。据FactSet数据，

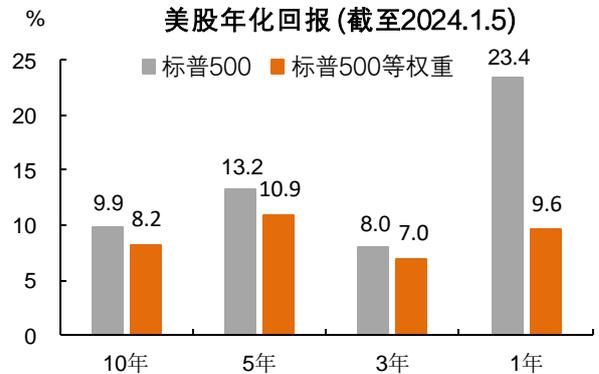
截至 2024 年 1 月 5 日，市场预计 2024 年标普 500 中所有 11 个子行业的盈利增速均为正，较 2023 年的盈利增速预测，材料（上调 27.3 个百分点）、能源（上调 30.7 个百分点）等价值板块均大幅上修。更有弹性的盈利增长有望助力价值股交出更优异的答卷。

图表48 美股盈利增速有望重回正增长



资料来源: FactSet(2024.1),平安证券研究所

图表49 近一年标普 500 指数表现远好于等权重指数



资料来源: 标普,平安证券研究所

3.3 美元：小幅走贬

2024 年，美元指数或主要保持在 96-102 区间波动。

第一，美联储降息未必会令美元指数走弱，尤其在“预防式降息”背景下。参考历史降息周期，三次“预防式降息”中，有两次（1995 年、2019 年）美元指数自首次降息前一个月至末次降息期间不跌反升。在美国经济“软着陆”背景下，美元表现更加取决于美国与非美经济 and 政策的相对走势。

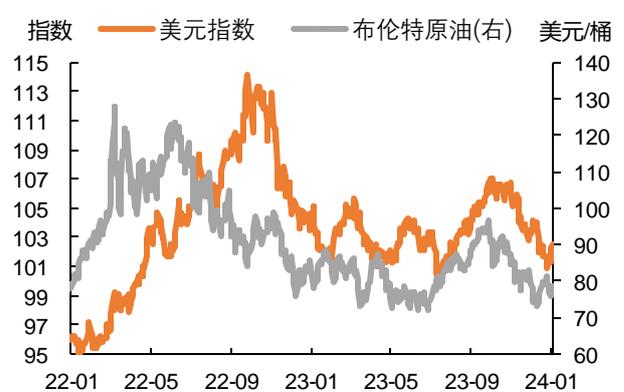
第二，能源价格走势的不确定性，亦会增加美元走势变数。2022 年以来，国际油价与美元指数的相关性强化：首先，国际油价走高增大美国通胀压力，强化美联储紧缩预期，对美元提供支撑。其次，欧洲和日本的能源对外依赖性强，高油价增大欧日经济负担，加大美国与欧日经济基本面差距，进一步支撑美元指数上行。最后，高油价增大全球经济和政策不确定性，激发美元的避险属性。展望 2024 年，如果国际油价趋于稳定，将会创造美元走弱环境；如果油价超预期走高或暴跌，宏观风险上升或激发美元避险属性，令美元反弹。

图表50 历次美联储降息周期下的美元指数表现

降息周期	降息背景	美元指数(%)
1984.9-1986.8	纾困式	-23.7
1989.6-1992.9	预防式	-19.9
1995.7-1996.1	预防式	6.1
1988.9-1988.11	纾困式	-5.2
2001.1-2003.6	纾困式	-17.8
2007.9-2008.12	纾困式	-1.3
2019.8-2019.10	预防式	0.5
平均变动	纾困式	-12.0
	预防式	-4.4

资料来源: Wind,平安证券研究所

图表51 国际油价牵动美元指数

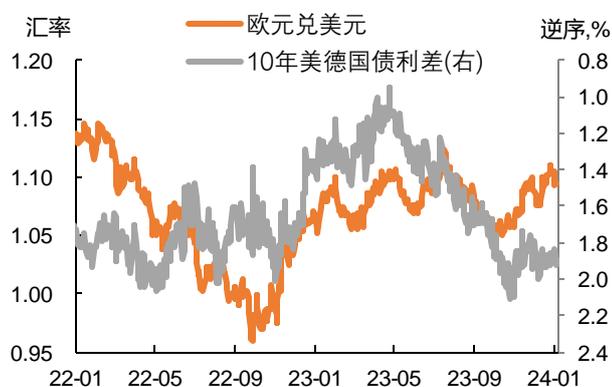


资料来源: Wind,平安证券研究所

第三，从欧元角度看，欧洲经济前景并不过度悲观，欧元具备一定反弹空间。2022年，欧洲先后经历地缘冲突、能源危机、欧债波动风险等，令欧元兑美元汇率一度跌破平价。2023年，“美强欧弱”的经济现状仍然明显，尤其在2023年下半年，10年美德国债利差走阔并超过2022年水平，不过欧元汇率整体呈现韧性，2023全年欧元兑美元升3.1%。展望2024年，欧洲经济下行空间不大，有望实现弱复苏；美国经济下行预期反而更浓，美欧经济差距有望收敛，欧元或仍有反弹空间。

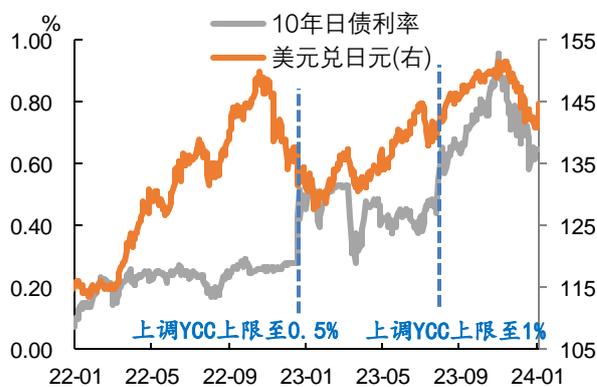
第四，从日元角度看，日本货币政策转向兑现或助日元汇率修复，但日元反弹节奏或有波折。我们在报告《如何看待日银转向与日元走向》指出，基准情形下，日本银行或于2024年4月左右退出负利率，同时不过早放弃收益率曲线控制（YCC），以防止日债市场过度波动。不过，日银政策选择变数较大，较多因素或将干扰日银转向决心：首先，如果日本通胀有序回落，或者日本工资增速不及预期，日银紧缩的必要性将下降；其次，如果美联储降息节奏不及市场预期，美债利率阶段回升，日银转向将更受制于流动性风险；最后，鉴于日元是重要的国际融资货币，以及日债规模庞大，日银不得不高度重视转向风险，可能在正式转向前不断口头试探市场，从而扰动市场预期。日银2023年12月议息会议意外不谈转向，以及植田行长此后的鸽派表态便是一例。2022年末以来，日银两次调整YCC政策，但步伐均落后于市场预期，未能阻止日元贬值。2024年，如果日银转向过程谨慎、表态反复，那么日元反弹可能出现波折。

图表52 2023年美债利差走阔，但欧元呈现韧性



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表53 日银两次调整YCC，但未能阻止日元贬值



资料来源：Wind, 平安证券研究所

四、风险提示

- 1、美国经济韧性不及预期：高利率的负面作用可能滞后显现，叠加可能突发外生性经济冲击，令美国经济大幅走弱甚至衰退。
- 2、美国通胀超预期反弹：美国需求韧性较强、金融市场条件较快放松等可能阻碍通胀回落，叠加可能发生新的供给冲击，令物价超预期反弹。
- 3、非美经济金融出现危机：欧洲、日本和新兴市场等经济增长或不及预期，叠加可能发生超预期金融风险，波及美国外需及金融稳定。
- 4、地缘政治风险超预期：美国及全球多国政治换届，以及地缘冲突与供应链扰动持续，可能影响美国经济、财政与资产表现。
- 5、日本货币政策超预期转向：日本货币政策意外收紧，或引发全球流动性冲击，波及美国经济和金融市场。
- 6、美国科技股超预期调整：美国科技公司盈利不及预期、人工智能发展遇到瓶颈、科技公司监管环境变化等，可能引发科技股深度调整，威胁美国金融市场稳定等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层