

# 衰退继续延迟，海外进入降息通道

--2024年海外经济年度展望

分析师

康明怡

联系方式：13795374754

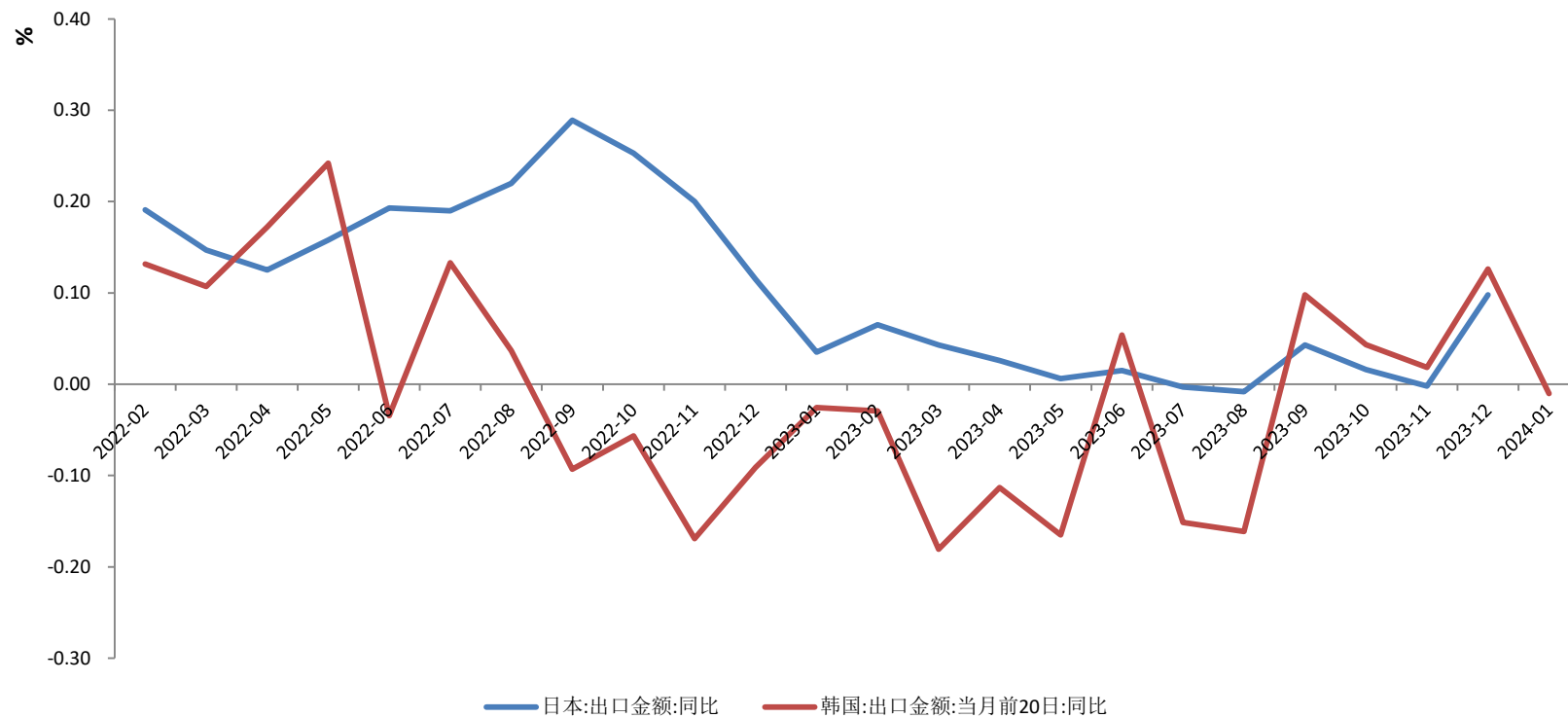
执业证书编号：S1480519090001

- 海外衰退推迟：消费动能仍在，仍可支撑短期经济，投资短期止跌略有回升。
  - 实体经济：全球商品库存周期开始正常化，美国上半年衰退概率不大。
  - 货币政策：最快二季度下半程降息（先看50bp）。
  - 美股：短期没有明显风险点；长期再次出现趋势性泡沫，2023年年底从中性谨慎转为中性。
  - 美债：下限3.65~3.85%。

风险提示：全球通胀超预期导致全球衰退。

# 一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

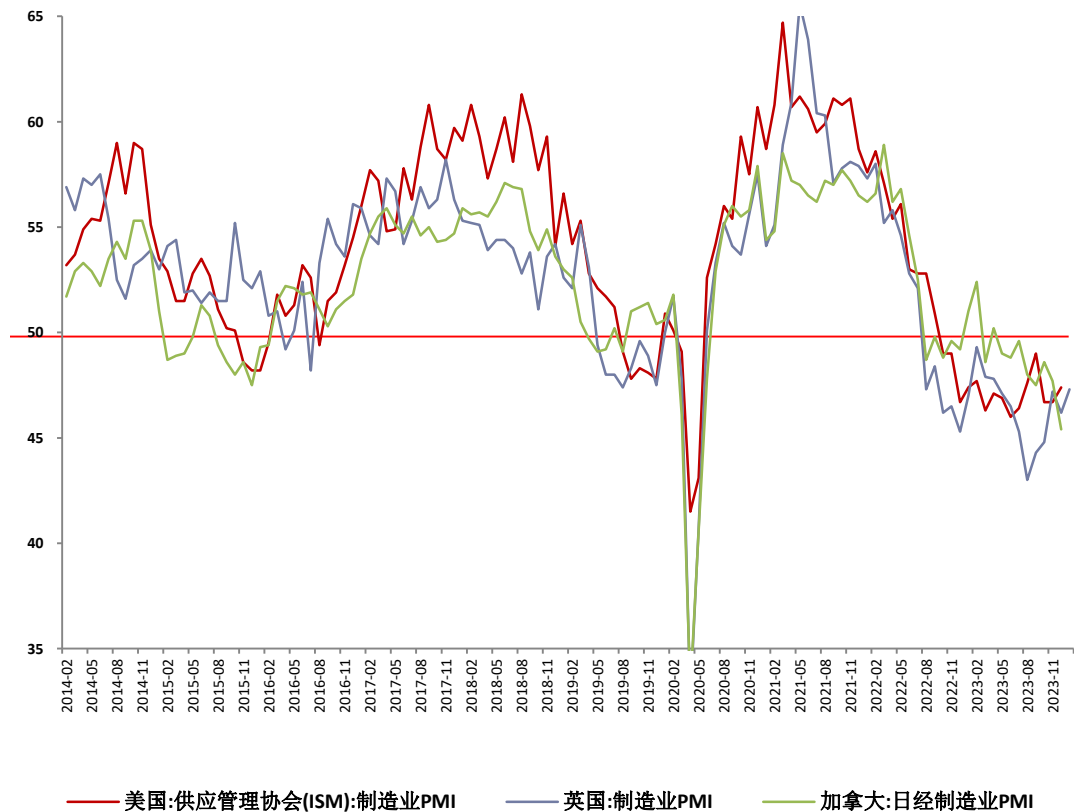
- 韩日出口走出底部，全球商品库存周期开始正常化。



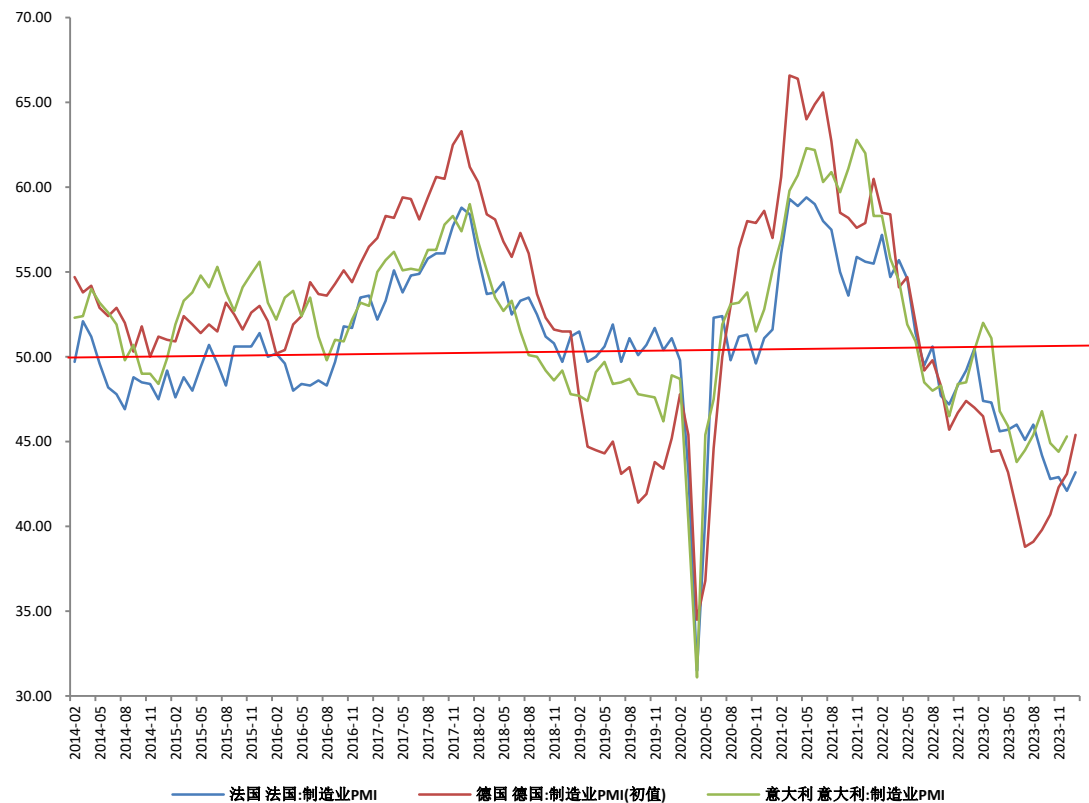
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

- 欧美制造业PMI底部暂缓下跌。



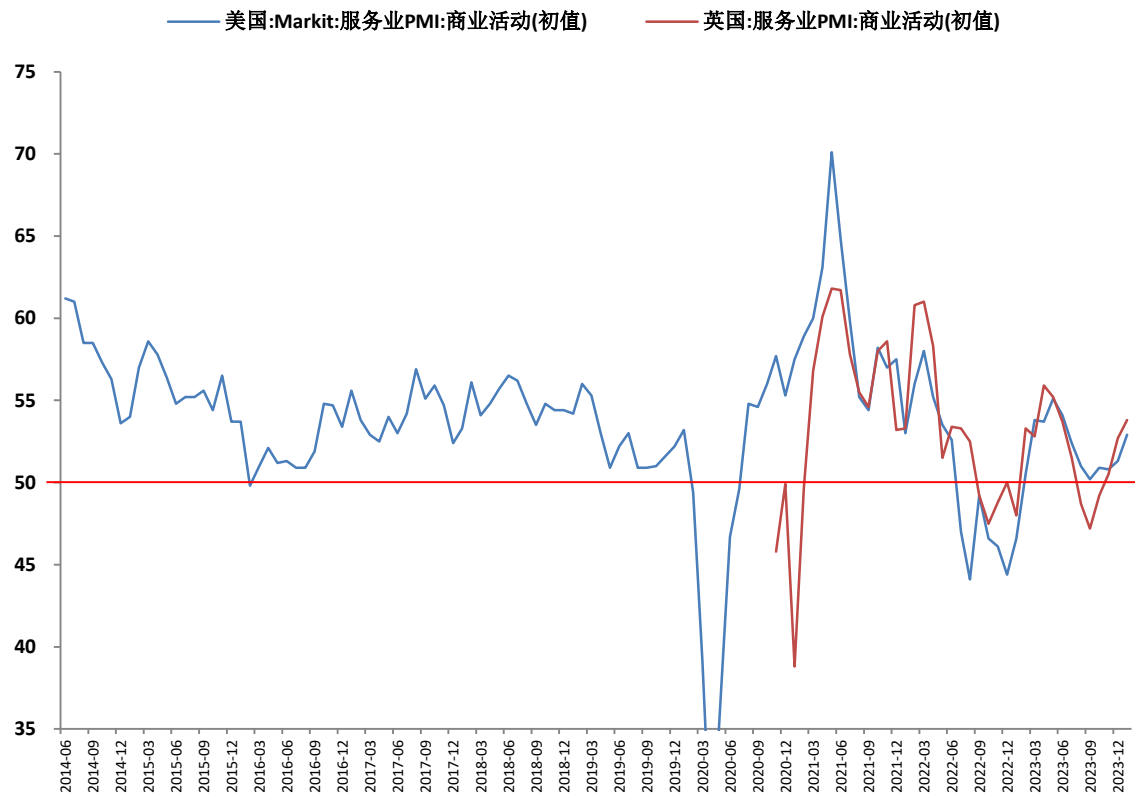
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



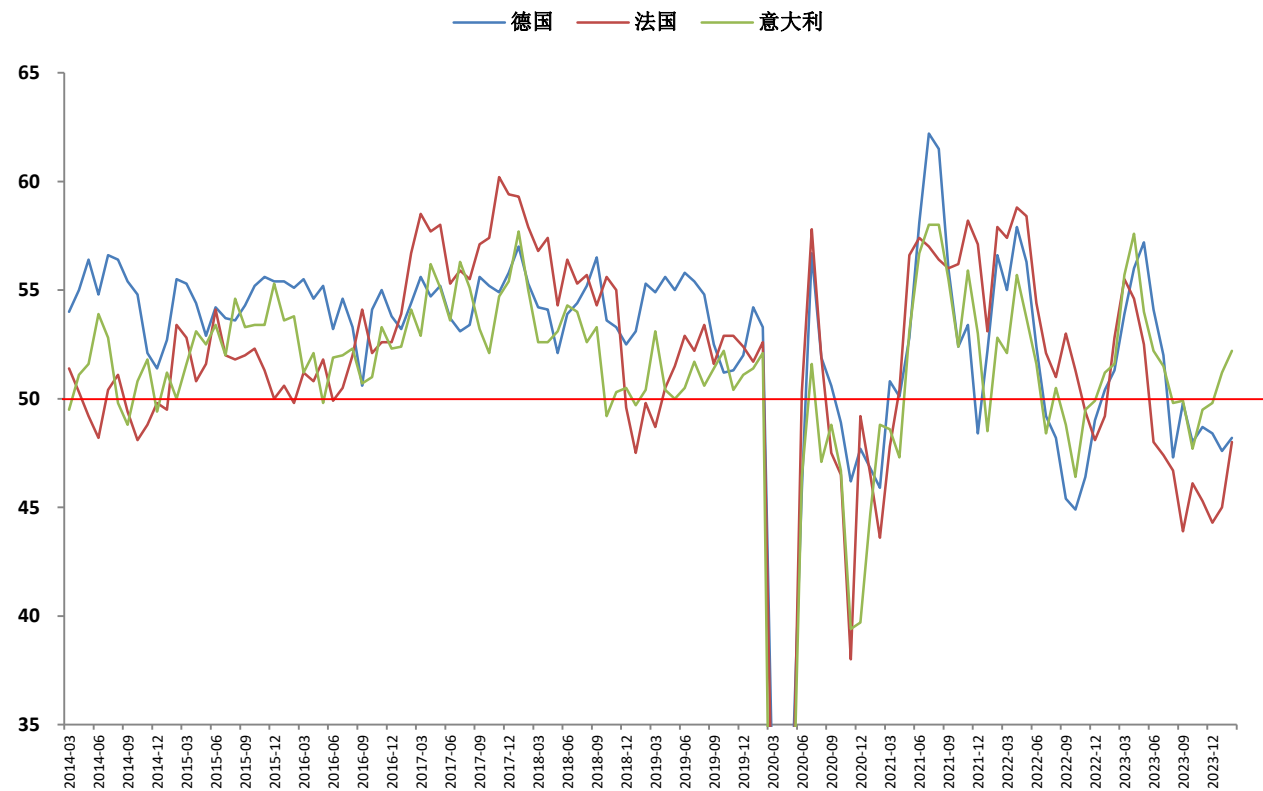
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

- 欧洲服务业PMI有所企稳。



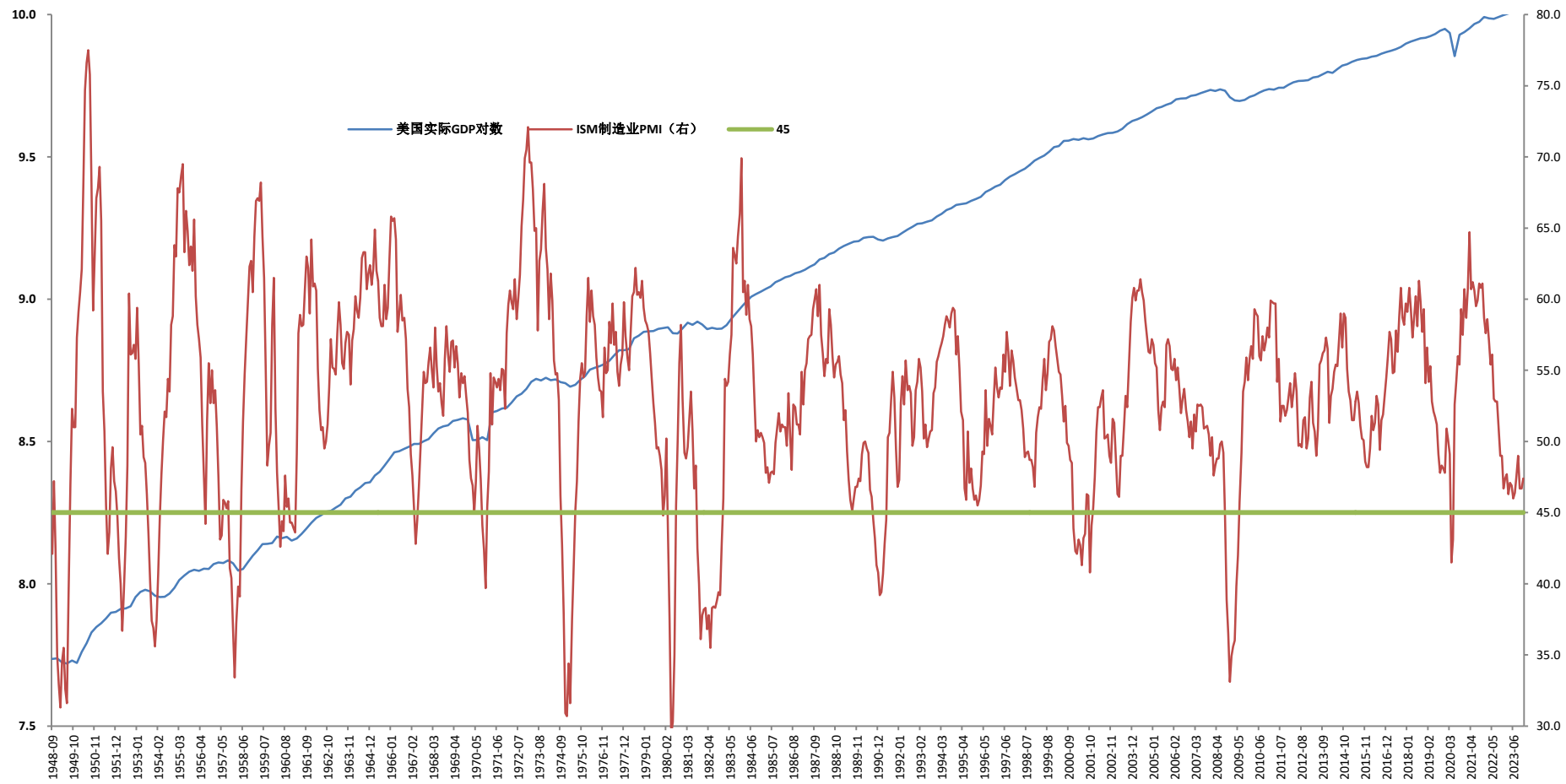
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

- 制造业PMI：根据历史经验，低于45即为经济危机。

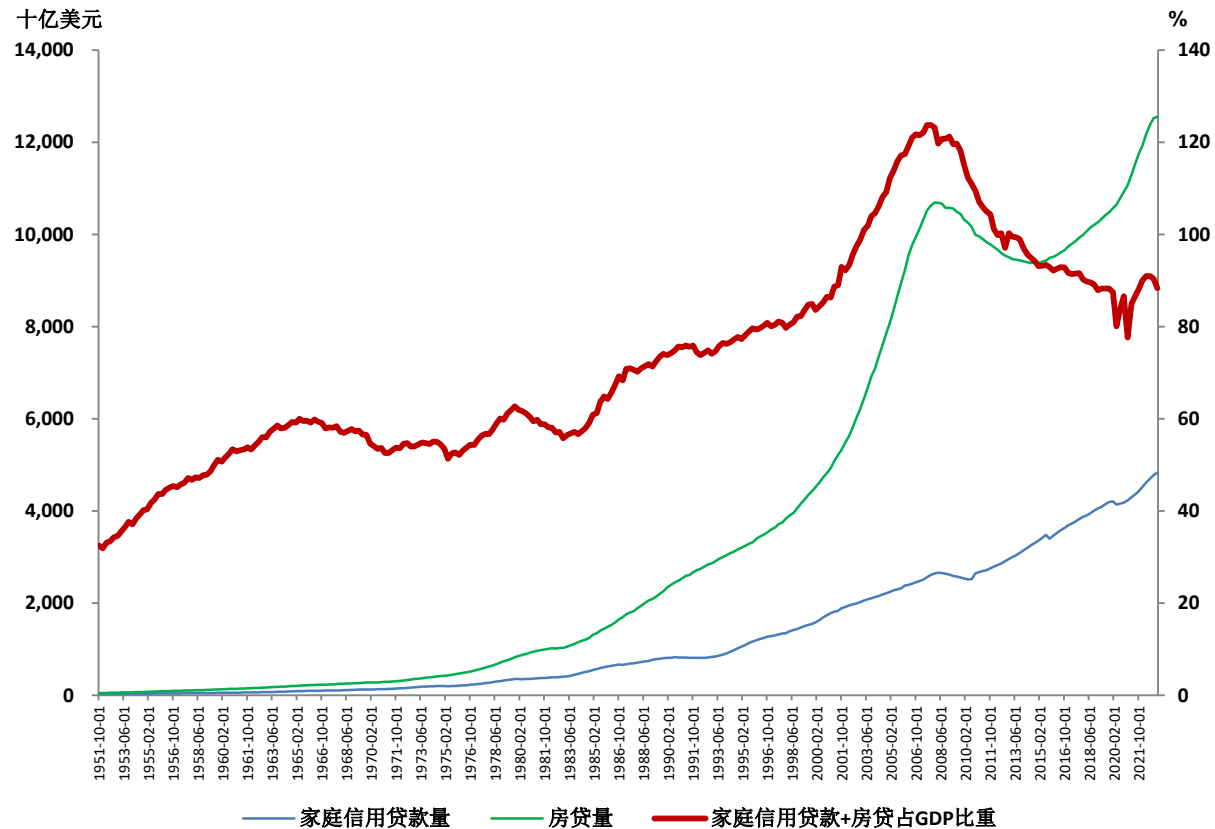


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

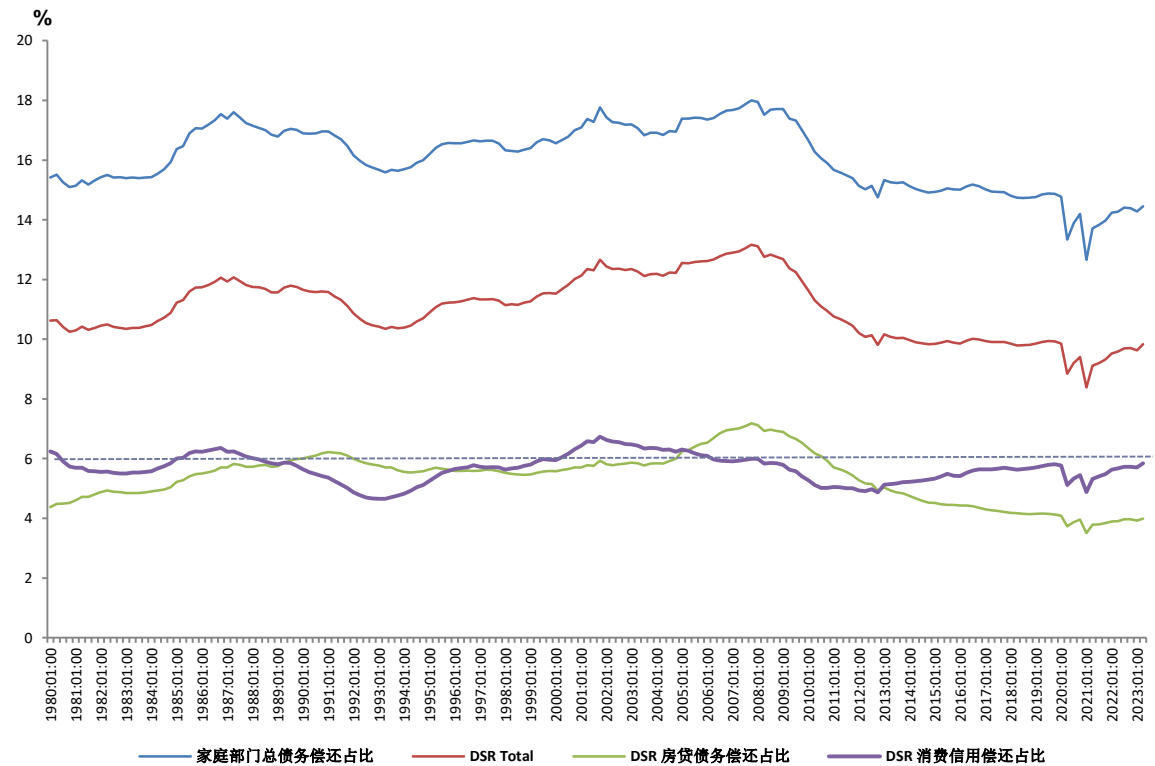
# 一、实体经济：消费动能仍在，继续支撑短期经济（以美国为例）

## ➤ 负债端对消费能力总体不构成压制。

1. 家庭部门总杠杆率与2001年持平，总体可以承受目前的高利率，是支撑经济浅衰退/软着陆的主要来源。
2. 家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。
3. 根据历史经验，当消费债务偿还占比超过6%，信用消费债务才会对消费起到压制作用：随着消费利率抬高，后期可能接近。



数据来源：Fred，东兴证券研究所

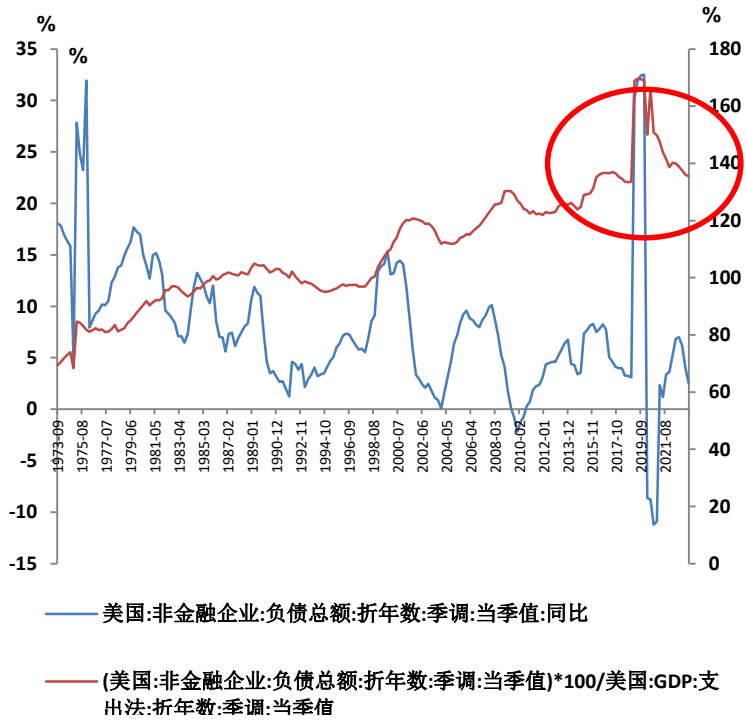


数据来源：Fred，东兴证券研究所

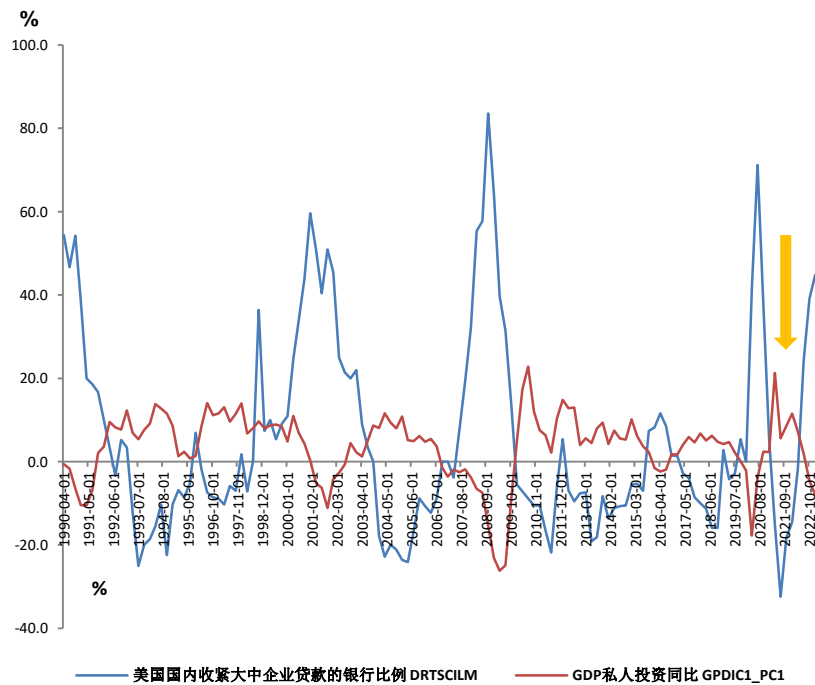
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

➤ 企业部门实际债务负担处于历史地位，短期尚可。

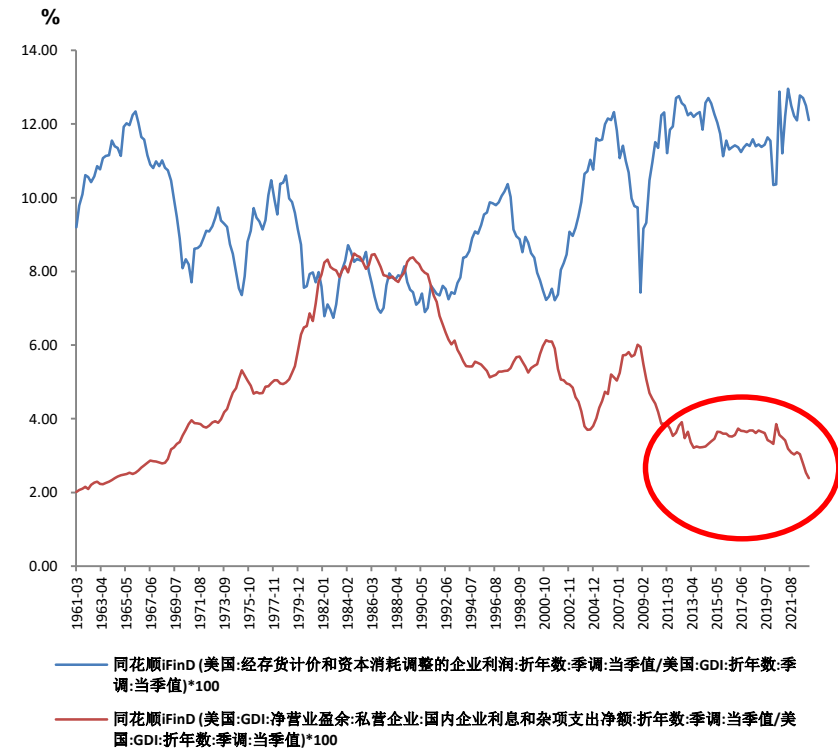
1. 企业部门杠杆高位，未来对利率敏感度远高于家庭部门。
2. 银行信贷从去年三季度开始收紧，目前继续维攀升。
3. 利率升高对**存量**企业贷款的影响是逐年显现的（如3~5年更新贷款利率），与08年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。



数据来源: iFinD, 东兴证券研究所



数据来源: Fred, 东兴证券研究所



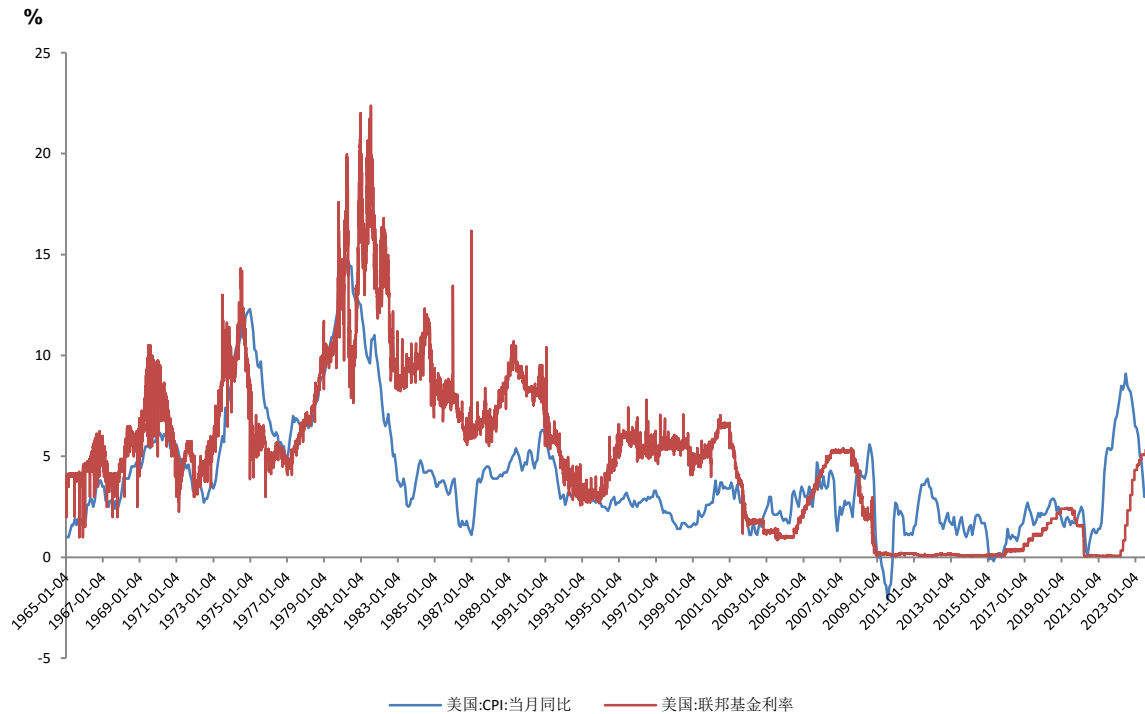
数据来源: Fred, 东兴证券研究所



## 二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度下半程开始

➤ 经济短期可以承受较高利率水平。

1. 非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要2~3年才能显现。
2. 家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。
3. 劳动力紧绷仍需数月。
4. 短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过5.25%衰退风险加大的观点。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度下半程开始

### ➤ 短端利率再次倒挂。

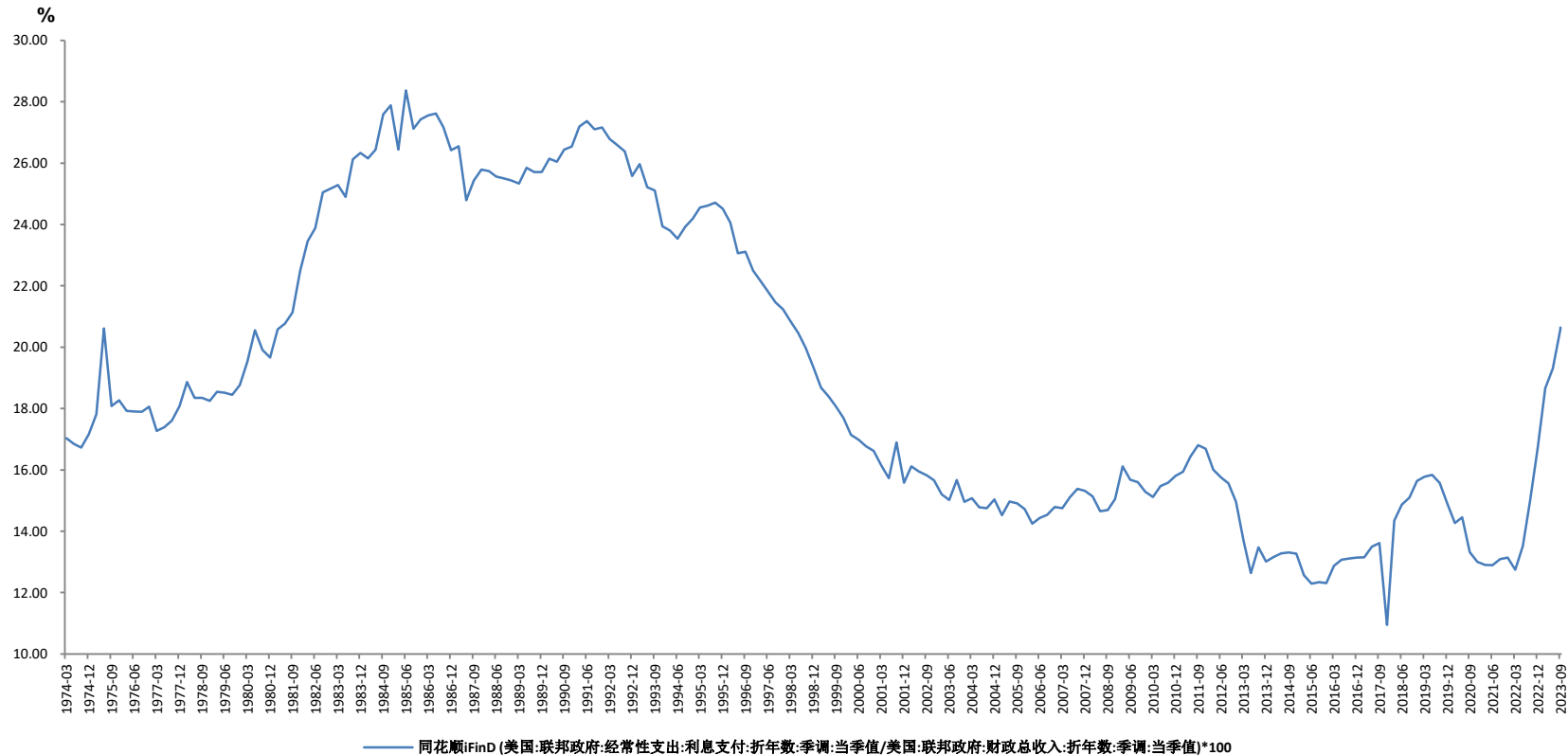
5. 1年期国债利率跌落FFR下方，表明市场一开始计入降息预期。
6. 最快二季度后期开始降息（50bp）



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度下半程开始

➤ 联邦政府债务水平已达到二战时期，利息负担压力增加：2024年政府非利息支出增长存在一定压力。

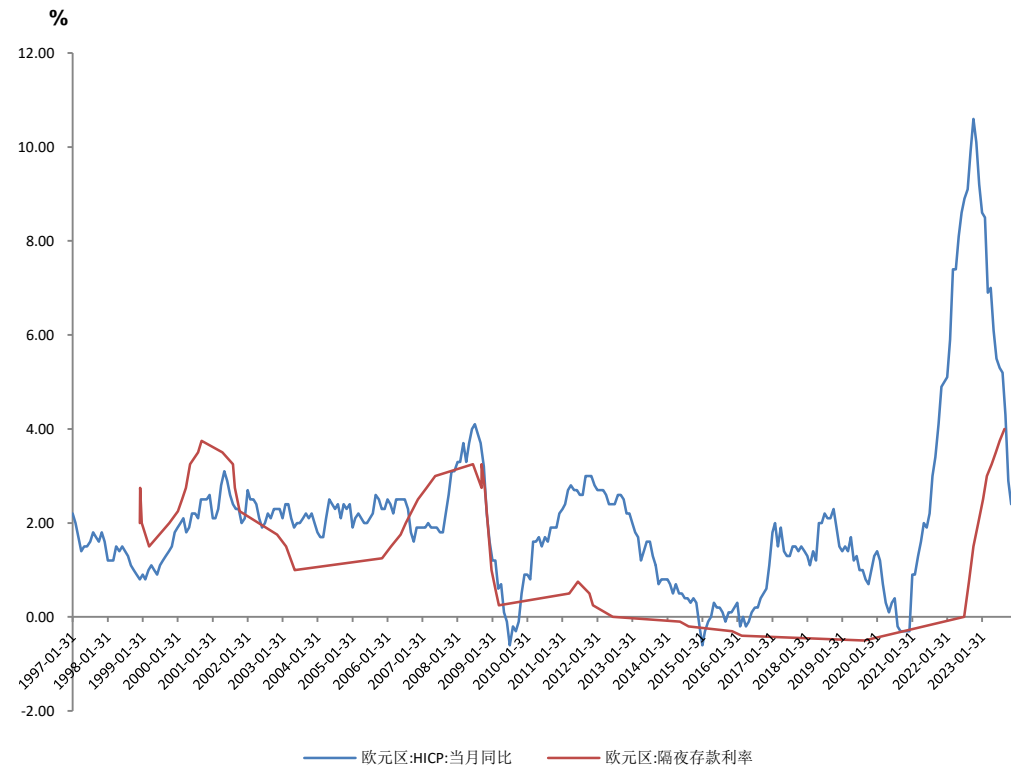
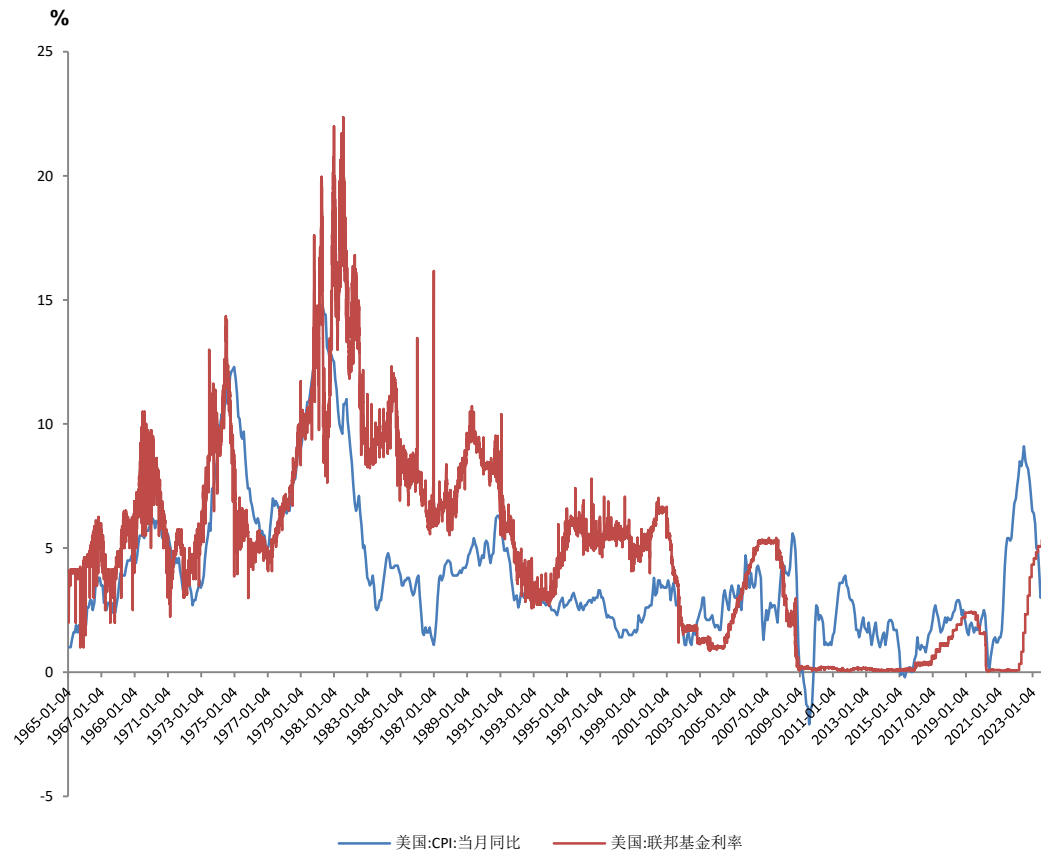


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度下半程开始

➤ 本轮周期欧洲可能与美国同步降息。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

数据来源：iFinD，东兴证券研究所

- 利率            美十债下限3.6~3.85%。
- 美股            半年内衰退风险不大，股市短期风险不大。  
                    长期泡沫再次出现，长期从中性谨慎转为中性。
- 美元            加息结束，美元指数回落

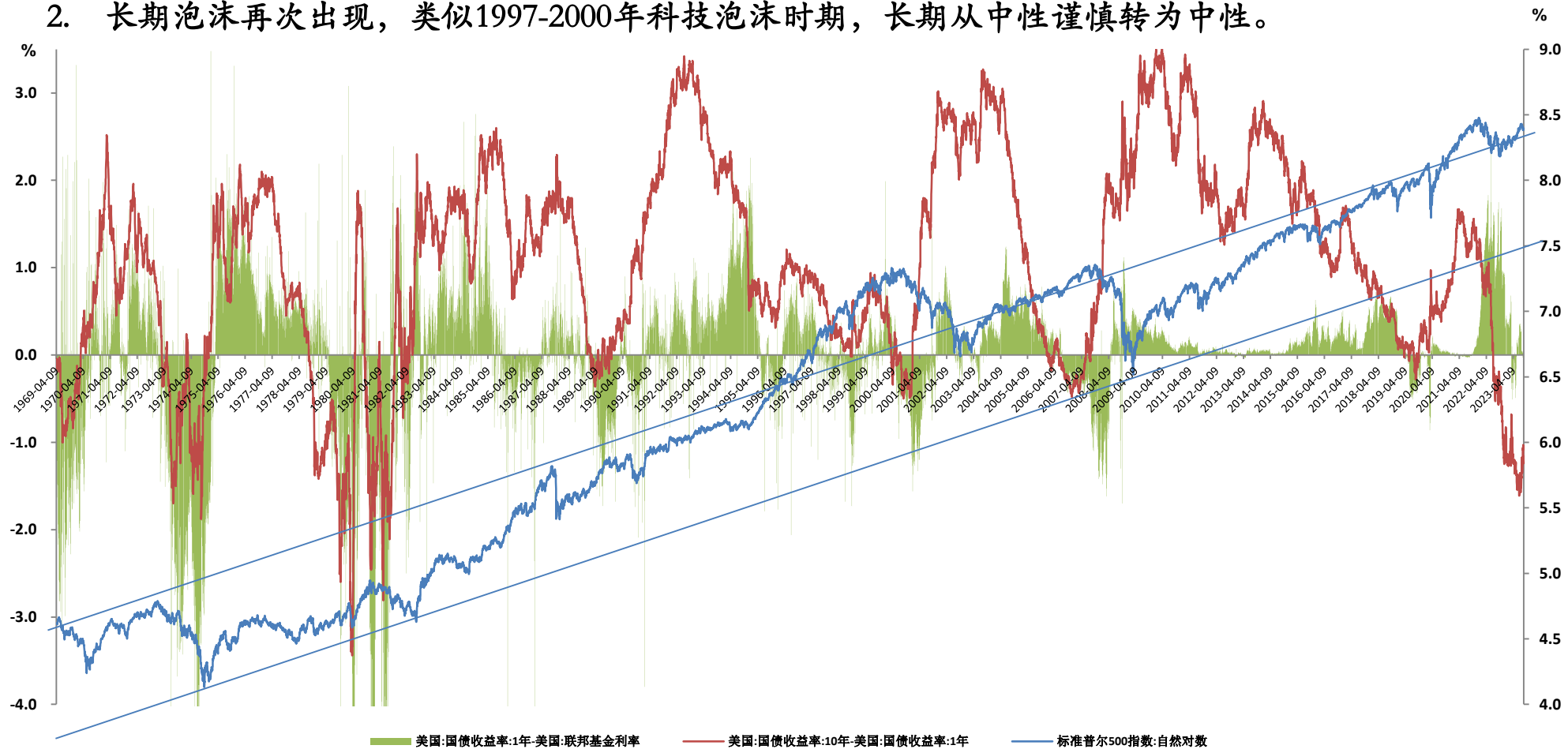
➤ 美十债下限3.6~3.85%。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

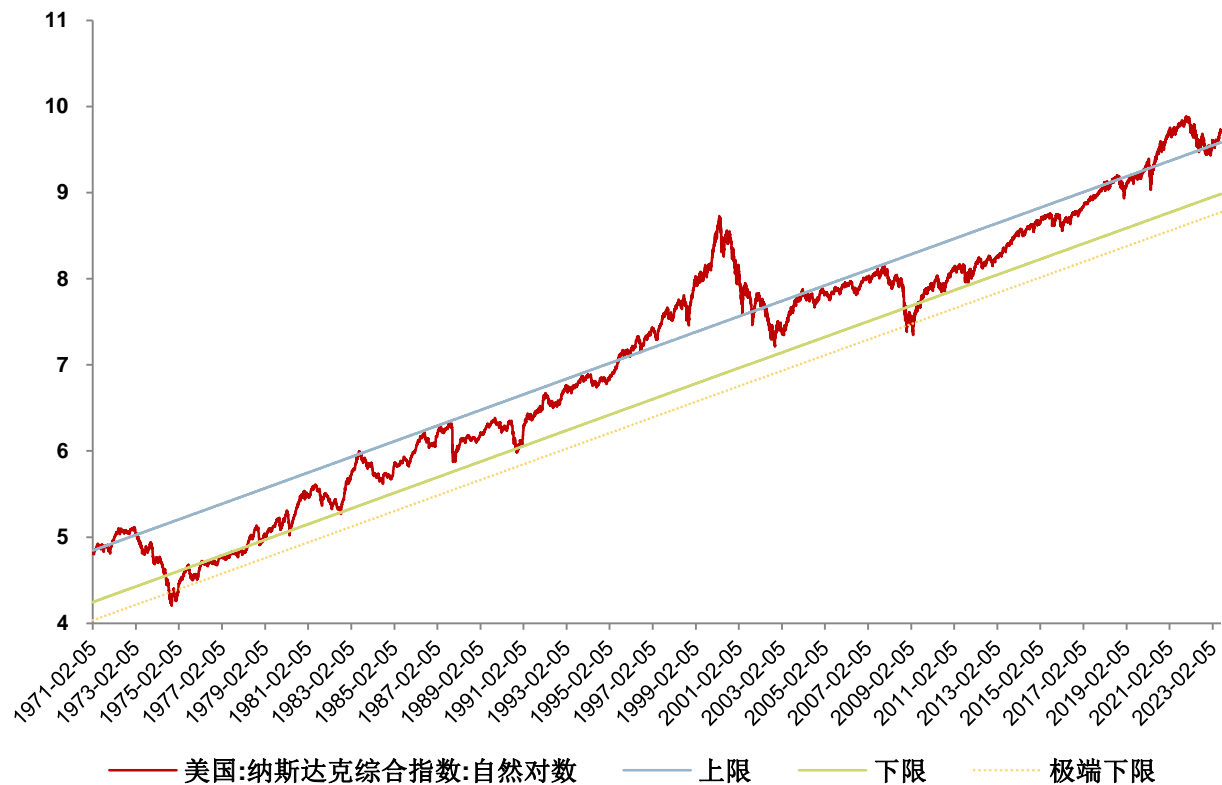
# 三、资本市场：美股

1. 短期衰退风险不大，股市短期风险不大。
2. 长期泡沫再次出现，类似1997-2000年科技泡沫时期，长期从中性谨慎转为中性。

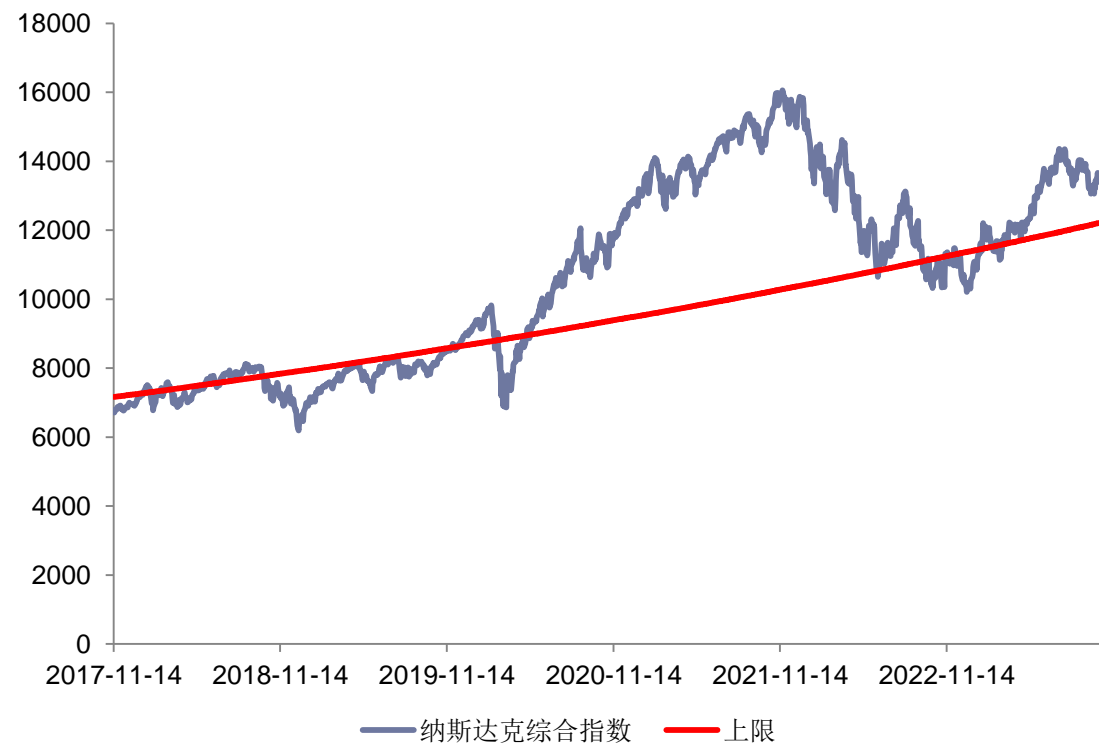


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 趋势性泡沫再次出现，长期从中性谨慎转为中性。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



全球通胀超预期导致全球衰退。

## 分析师简介

康明怡, S1480519090001

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

## 免责声明

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

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

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

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

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

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

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

# 感谢观看，欢迎交流

## 东兴证券研究所

---

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526

东兴宏观

2024年3月14日