



中信建投期货
CHINA FUTURES

CHINA FUTURES RESEARCH

【建投海外】美国经济政策组合对全球市场影响几何

目录

- 1、美国财政货币政策分化
- 2、经济政策组合下的“三高”经济
- 3、“三高”经济下的美联储行动
- 4、不同国家受美国经济政策影响不一
- 5、商品迎来需求与金融两端利好

宏观汇率专题报告

作者姓名：朱冠华

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019503

发布日期：2024年4月20日

报告体系

日报	每日8点50前发布
周报	每周日上午10点前发布
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

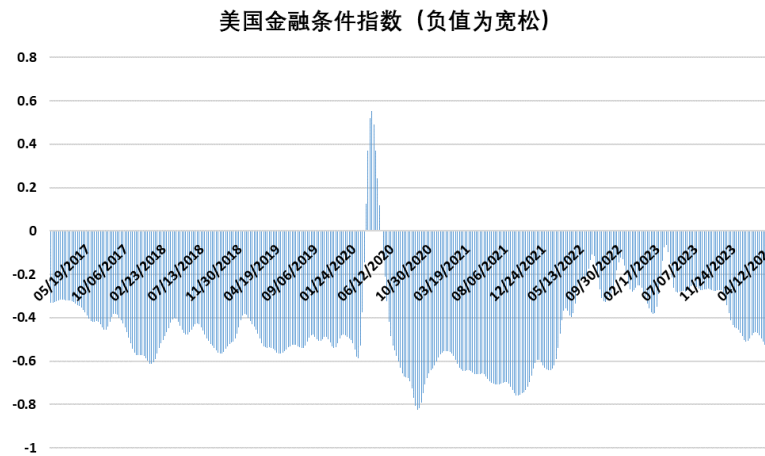
2024年一季度，美国财政政策仍旧保持激进

美国财政货币政策分化

2022年3月开始，美联储正式开启加息，新一轮的经济政策组合也开始浮现。

货币政策紧缩力度不一。本轮经济政策中，最令市场关注是美联储的激进加息。美联储自2022年3月开始至2023年7月截止，在一年多的时间内将基准利率从0-0.25%提高至5.25-5.5%，无论是加息力度还是速度都是主要市场中最激进的存在。但是，利率仅仅是货币政策工具中的货币价格工具，货币数量工具对市场影响同样重要。在货币数量和资产购买方面，美联储于2022年6月在加息开启后同样开始进行缩表步伐。与激进的利率政策相反，按照美联储公布的缩减资产负债表计划，其持有资产规模将从最高的8.9万亿至今年一季度缩减至7万亿美元，但仍远高于疫情前的3.9万亿美元。即便是相对温和的缩表计划，实际上执行也并不到位，截至2024年3月底，美联储资产仍有7.5万亿，远高于计划水平。整体上看，美联储货币政策虽然取向一致，但货币价格政策和货币数量政策紧缩力度分化明显，相对充足的流动性供应可能对加息政策效果形成掣肘。

财政政策积极发力。与货币政策紧缩的取向形成鲜明对比的是，美国财政取向扩张且发力极度积极。2021年底开始，随着加息预期升温 and 疫情期间宽松政策告一段落，美国经济开始显现出一定压力，GDP环比在一二季度均呈现了负增长，而代表金融环境的美国金融条件指数也从极度宽松快速降至2022年中的趋近紧缩。在此背景下，2021年底至2022年8月，美国先后出台了《基础建设投资与就业法案》、《削减通胀法案》、《芯片法案》和学生贷款减免等举措，在年度财政预算外大幅提高了财政支出规模。而从2023年开始，美国财政支出通过正常年度预算继续扩张，在2022年财政支出未回归常态的背景下，财政扩张进一步加码。



来源: FED, 中信建投期货

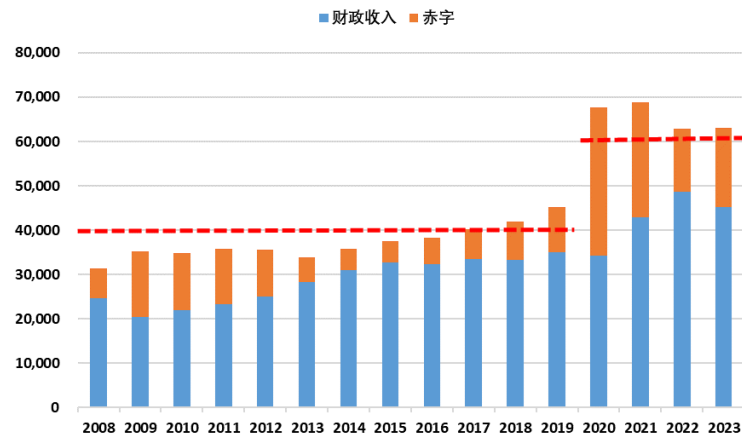
总的来看，美国经济政策组合对美国经济而言难言紧缩，相较于对经济影响相对间接的货币价格政策，其财政政策方面举措激进、对经济刺激作用极强。两者对冲之下，美国经济自2023年开始至今表现抢眼，各项经济数据呈现出了屡超预期的情况。

经济政策组合下的“三高”经济

在高利率+偏宽货币+宽财政的政策组合下，美国当前经济呈现出了明显的“三高”特征。

首先是高财政支出。如前所述，美国在2022年年中密集出台了多项法案抬高了支出规模，而在2023-2024年进一步加码。具体来看，疫情的爆发使得美国财政支出在2020-21年飙升至6万亿美元以上，远高于疫情前4万亿左右的水平，而2022年财政支出在补充法案作用下依然维持在了6.28万亿，明显超出原本预算法案中不到6万亿的水平。进入2023年，一方面从总支出规模看财政支出进一步加码到了6.30万亿，较2022年有所提升；另一方面结构上看，2023年美国政府的减税政策使得美国财政收入较2022年下降了3000多亿美元，而这也看做是财政扩张的一种方式。总的来看，2022年开始，经济压力下美国财政并未恢复正常水平，而财政的二次扩张自2022年开始贯穿至今，成为了美国“三高”经济的核心来源。

美国财政收入与支出（万亿美元）



来源：美国财政部，中信建投期货

高财政支出带来了经济高增长。在财政积极发力下，尽管美国政策利率已经到了具有绝对限制性的水平，美国经济的实际表现屡超预期。3月份经济数据显示，美国非农就业与通胀双双回升，经济再次出现了走强的迹象；分项中美国零售销售与工业产值也出现了反弹，与经济强势相互印证。实际上，从对美国经济贡献最高的居民消费情况入手可以看到，美国居民消费旺盛的一部分来源是美国政府对居民转移支付的增加。即在疫情期间，为了应对经济下滑，美国开启了以按人头发钱为主的巨额转移支付。2022年开始，虽然通过特别方式的转移支付告一段落，但按照正常教育、医疗、生育等项目的补贴依旧很高，远超疫情前的趋势水平。政府的高转移支付也演变成了居民部门转移支付收入的提升，而今年一季度的居民转移支付收入规模再迎小幅抬升。高财政带来的政府持续补贴，可能才是2022年以来美国居民消费旺盛的主要来源，并成为支撑美国经济增长的引擎。

高增长引发了高通胀。财政支出强劲带来的经济高增长带来了一个负面问题，便是通胀回落困难。虽然理论上高利率环境抑制经济增长，但其作用机制在于高利率抑制投资与消费需求，间接带动通胀回落。在美国财政积极发力的背景下，政府主导的需求扩张更直接的影响到了通胀表现，美国通胀也在今年迎来了二次反弹。数据上看，美国CPI自1月的3.1%反弹至2月的3.2%，并在3月进一步攀升至3.5%，通胀降温趋势变成了升温。更加不乐观的地方在于环比表现，今年以来通胀环比始终维持0.3%以上，而以0.3%增速类推美国通胀会在2024年保持稳中有增；更严重的是，最近两个月通胀环比攀升至了0.4%，这意味着类推下去今年美国CPI能进一步破4%。

总的来看，在美国高财政支出的刺激下，美国经济维持了较强的韧性，成为了高利率环境下表现最亮眼的主要经济体，但经济的强劲也意味着需求的旺盛，美国CPI由此回落困难。高财政、高增长、高利率便是当下美国经济的写照。

“三高”经济下的美联储行动

为了应对和保持“三高”的经济形势，美联储被迫采取了维持利率和调整资产购买的应对措施。

美联储降息预期一再回落。作为通胀的主要甚至唯一应对方案，通胀的反复也使得降息预期一再回落。美联储表态看，3月议息会议联储成员调整年度通胀展望，即将2024年核心PCE的预期从2.4%上调至2.6%，不同的联储成员也在近几个月表现鹰派，持续传达出年内降息减少的声音。市场方面，在2月和3月CPI数据出炉后，市场交易的降息预期持续下调，截至4月19日市场交易的年内降息次数仅剩1次，降息开启时间推迟到了今年4季度。实际上，美联储利率政策仅仅是通胀的应对措施，在高财政支持下的“三高”经济未出现变局的背景下，通胀的持续甚至反弹会继续刺激出更加鹰派的联储利率政策，年内只降1次甚至不降息的观点并非异想天开。

日期	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	94.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	17.9%	81.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.3%	38.2%	55.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	20.0%	45.5%	31.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.8%	25.9%	42.3%	24.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.4%	15.2%	33.1%	34.3%	13.6%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.3%	6.9%	20.6%	33.5%	28.1%	9.5%
2025/3/19	0.0%	0.6%	3.6%	12.5%	25.9%	31.3%	20.5%	5.6%
2025/4/30	0.2%	1.3%	5.8%	15.9%	27.2%	28.6%	16.8%	4.2%

来源：CME，中信建投期货

美联储资产调整方案浮现。3月1日，美联储理事沃勒在美国货币政策论坛上发表演讲，暗示了美联储可能的资产配置调整。论坛中，沃勒提出了其对美联储资产配置的两个建议：一是希望看到美联储的代理MBS持有量归零；二是希望看到联储持有的国债中的短期国债份额增加。与之形成呼应的是，鲍威尔在3月FOMC会议

后的答记者问表示，美联储长期目标是回归到一个主要由国债构成的资产负债表。两者的表态主要指向了一件事情，便是美联储可能将目前2.4万亿美元的MBS持有空间置换成美国国债。资产配置调整的最核心因素，可能是其将缓解美债一直面临的供需压力。2023年三季度，在加息预期未见增长的情况下，长端至短端国债收益率迎来不断攀升，其背后的主要原因在于高财政支出带来了国债发行增加而市场需求并不充足，由此长期债券发行屡屡出现“破发”，并带动收益率上行。减少MBS的持有至0释放的2.4万亿美元的资产配置额度，是从本轮美联储缩表至今减少美债购买的2倍有余，这也预期将有效缓解国债供需压力，为高财政支出政策保驾护航。

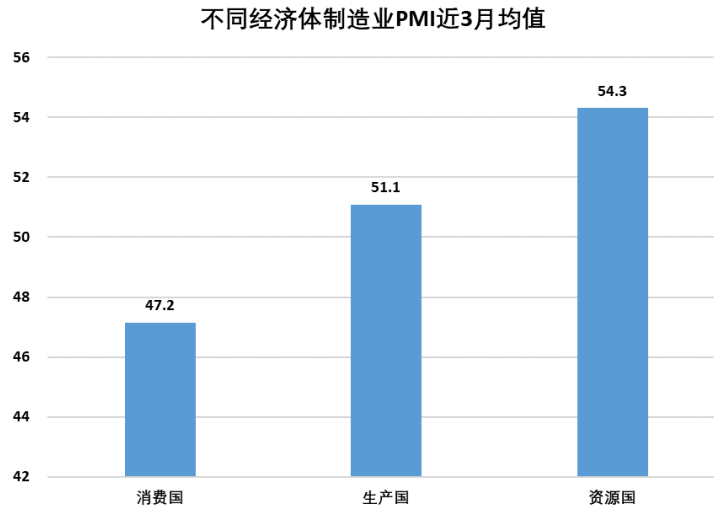
总的来看，美联储的政策取向与政策变动是以高财政为首的“三高”经济的应对措施。降息预期的一再推迟本质上受通胀难以回落的驱动，而沃勒与鲍威尔提出的美联储资产调整措施本质上是为高财政保驾护航。

不同国家受美国经济政策影响不一

全球整体来看，一季度制造业受到财政扩张的驱动出现回暖，但对于不同类型国家而言，影响程度显著分化。

美国商品需求带动进口增长。美国财政带动的需求扩张可以大致分成两个方面，服务业方面的需求主要通过国内供应进行弥补，这也是美国服务业PMI高增长和服务业就业岗位增加的来源；而商品需求则很难通过美国国内制造进行满足，其需求外溢出，拉动了其他市场的制造业增长。数据上看，过去一个季度，美国进口金额创了历史同期新高，2024年以来的进口较2023年明显增长，仅次于2022年俄乌冲突爆发时恶性通胀带来的历史最高水平。

一季度全球制造业显著回暖。理论上，根据摩根等35家主要机构和投行的4月预测，2024年全球经济增速预计从2023年的3.1%下行至2.8%，作为经济重要前瞻指标的PMI理应维持在荣枯线以下。但实际上进入2024年，全球制造业PMI非但没有因高利率环境出现下降，反而自1月开始回到荣枯线水平，2-3月持续反弹至50.6。制造业PMI的异常反弹可能对应了全球第一大需求国——美国在“三高”经济下需求增长，以及其带来的进口需求的明显增加。



来源: WIND, 中信建投期货

不同类型经济体表现分化。能够印证美国经济增长对全球市场拉动的是，虽然整体上全球PMI指数在一季度迎来反弹，但不同类型经济体之间分化趋势明显。具体来看，以美国、欧洲、日本为主的消费国制造业PMI均值为47，远低于荣枯线水平；以中国、韩国为主的生产国PMI达到了51，而以中东、巴西为主的资源国PMI进一步升至54的高水平。对此可能的解释在于，美国高利率政策带动了全球市场被迫跟随加息，这对于需求端是有明显抑制作用的。但美国财政扩张引发了其进口增加，这又对相关国家形成需求利好。对于欧洲一类消费国而言，其只受到了高利率对其内需的负面作用，享受不到高财政对其外需的正面影响；对于韩国一类生产国而言，虽然其内需受到抑制，但出口产业链的制造业需求迎来扩张，使得经济增长大致平衡；对于以巴西为主的资源国而言，其经济的相对落后使得内需占经济增长较低，经济增长受到外需拉动比例最高，而较好的出口形势使得其PMI有着最好的表现。

总的来看，在“高利率+高财政”的美国经济政策组合影响下，全球市场出口回升带动制造业PMI走强，但不同类型国家在此过程中受到的影响不一，经济对外依存度的高低影响到了一季度制造业的表现。

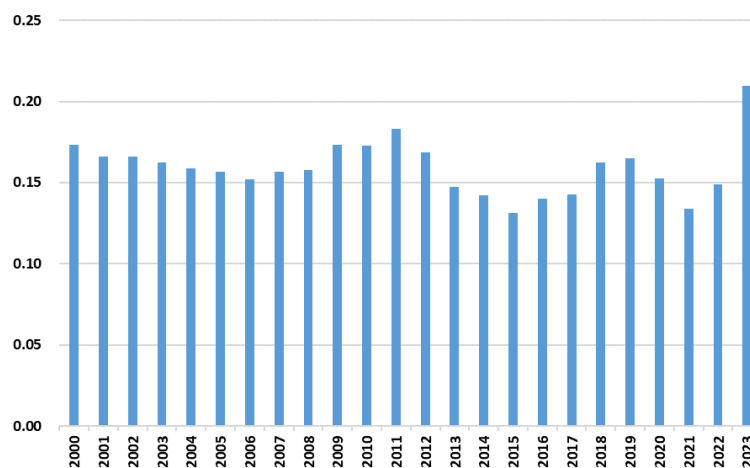
商品迎来需求与金融两端利好

在高财政支出政策的引领下，大宗商品一端面临需求端回落的暂停，另一端则受到了金融属性的拉动。

商品需求回落进程可能被打断。美国财政支出扩张，可能推动了商品需求端的一轮反弹。这一情况可能侧面体现在三个方面：一是美国进口金额在过去一个季度创了历史同期新高；二是产业链中上游的生产国与资源国PMI迎来大幅反弹；三是全球粗钢产量自今年1月开始大幅反弹，其较去年12月产量增长16%，剔除季节性因素的同比来看，前两个月全球粗钢产量较去年同期也上升了4.3%。因此，虽然高利率的宏观环境理论上对全球需求形成持续利空，但财政发力可能使得需求下降在今年一季度出现一定逆转。

商品金融属性也迎增长。今年一季度，黄金价格无视美联储一再推迟的降息预期，出现了屡创新高的走势。引发黄金对美元升值的一个重要内在因素是美元的内在价值下降，即美国为了通过财政手段刺激经济不断提高债务规模，虽然其引发的国债市场波动可以通过央行资产购买进行平抑，但同样带来了美元的内在价值下降。在信用货币体制下，美元的内在价值与美国政府信用挂钩，而美国债务飞速增长带来的债务泡沫化趋势越发明显：美国政府利息支出占财政收入比例再次超过20%，随着财政持续扩张和利率高位维持，低息债券被替换后这一比例在2024年预计迎来更大程度提升。在此背景下，虽然欧元、日元等美元指数构成货币的疲弱使得美元指数保持高位，但实际美元内在价值的下降仍旧引发其他央行和市场对于黄金的追逐和重新定价。黄金的重新定价，实质上是美元的重新定价，而大宗商品也因此迎来一定程度再定价。从商品比价角度，金铜比、金油比在黄金价格上涨过程中保持了稳定，这也意味着商品的金融属性在一季度也对其价格产生了推升作用。

美国政府利息支出/财政收入



来源：美国财政部，中信建投期货

未来走势关键仍在于美国政策调整。展望未来，美国政策变动对当前市场影响至关重要。如果2024年财政支出不会较23年明显增长，全球经济和需求在高利率环境下的回落将较为顺畅，带动商品供过于求的局面凸

显，且美元信用下降的速度会迎来放缓，商品金融属性方面利好有限。但如果2024年美国财政进一步加码，其将对大宗商品市场带来需求与金融两端利好，带动商品市场持续保持动能和通胀的居高不下。在此背景下，美联储可能需要采取更加激进的利率手段提高美元的实际利率以达到给通胀降温的目的，一旦没有及时采取行动，高通胀时期可能再次开启。当然，在当前金融环境紧缩背景下，全球风险事件的爆发可能对高增长和高通胀带来的直接冲击，目前可以见到埃及、土耳其和中东等地区货币和经济出现崩盘迹象，其他市场的风险也亦难避免。

总的来看，美国经济政策尤其是高财政对一季度大宗商品带来了需求层面与金融属性两端的利好，而其后续政策的变动对商品市场也非常重要。另外，当前环境下地缘冲突与金融恶化风险也在加剧，这也将对商品市场构成影响。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。