



2024 年海外宏观与外汇半年报

政策分化下，多数市场压力继续

概要

2024年上半年，在美国财政支出预算持续加码的背景下，美国经济虽然在二季度有所回落，但仍相对其他市场表现突出。美国及其他市场在经济增长与通货膨胀方面的分化，也演变成为在货币政策方面的强弱异化，最终带来了美元指数持续回升。

2024年上半年，在高利率的抑制作用下，日本迎来了经济的衰退，日央行因此在利率政策上始终出现不及市场预期的结果，并带动日元对美元跌破160。欧盟迎来了财政政策方面的变革，而这可能是其经济有所反弹的来源，但欧央行仍无法避免在年中开启降息，欧元也迎来了进一步走弱。

2024年上半年，人民币兑美元汇率出现了逐渐走弱的局面。但形成反差的是，衡量人民币兑24种主要货币的人民币汇率指数在上半年震荡走强。两种指标的相互背离，体现出了在美元强势的大背景下，多数货币均迎来了对美元的走弱，在国内稳汇率的决心与能力下，人民币成为了国际货币中较为强势的存在。

宏观汇率专题报告

报告信息

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6月29日

报告体系

周报	每周日发布
季报	每季度末发布
年报	半年与年底发布两次
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

目录

美国宏观及美元走势	2
一、美国“三高”经济持续	2
二、美联储放缓缩表，但降息预期继续推迟	4
三、美国-外围市场分化将继续推升美元	6
日元及欧元走势	9
一、日本终结负利率，但经济压力下鸽派基调未改	9
二、欧盟财政协议改革，欧央行开启降息	11
人民币走势回顾与展望	14
一、人民币对美元走弱，但汇率指数迎来走强	14
二、下半年汇率或迎拐点	15

美国宏观及美元走势

2024年上半年，在美国财政支出预算持续加码的背景下，美国经济虽然在二季度有所回落，但仍相对其他市场表现突出。美国及其他市场在经济增长与通货膨胀方面的分化，也演变成成为在货币政策方面的强弱异化，最终带来了美元指数持续回升。

一、美国“三高”经济持续

图 1：美国经济数据总览

		美国经济数据总览													
指标	单位	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	
GDP	实际GDP				2.9			3.1			2.9			2.4	
	实际GDP				1.3			3.4			4.9			2.1	
生产	工业总产值	0.5	-1.1	0.5	0.5	-0.5	0.7	-0.5	-1.8	-0.7	-0.4	0.1	-1	-1	
	制造业新订单			1.3	1.5	0.8	-2.3	1.6	3.4	-2.4	2.8	0.5	-0.8	-0.8	
	工业产能利用率	%	78.7	78.2	78.3	78.4	77.9	78.6	79	78.8	79.4	79.4	79.5	78.9	
消费	个人实际可支配收入			1	1.3	1.6	2	3.8	3.9	3.7	3.9	4.1	4.4	5.3	
	个人实际消费支出			2.6	2.8	2.2	1.9	3.3	2.9	2.1	2.1	2	2.5	2.1	
	零售销售	2	2.3	3.3	1.4	-0.3	4.6	3	1.8	3.3	2.2	1.7	0.5	0.5	
	零售与食品服务销售	2.3	2.7	3.6	2.1	0.3	5.5	4	2.7	4.2	3	2.9	1.6	1.6	
地产	新房销售	-16.5	1.6	6.2	2.9	3.9	3.5	2.5	16.6	24.8	1.2	34.9	22.7	22.7	
	成屋销售	-2.8	-1.9	-3	-3.3	-1.7	-3.7	-5.1	-13.3	-15	-15.5	-17	-19.9	-19.9	
	新房开工	-19.3	-1.2	-3.2	10.1	1.1	17	6.3	-5.2	-7.3	-14.1	5.8	-8.2	-8.2	
	标普/CS房价指数			7.2	7.5	7.4	6.7	6.3	5.5	5	4	2.2	0.2	-1.2	
就业	新增非农就业	季调/万人	272	165	310	236	256	290	182	165	246	210	184	240	
	失业率	季调%	4	3.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	
	U6失业率	季调%	7.4	7.4	7.3	7.3	7.2	7.1	7	7.2	7	7.1	6.7	6.9	
通胀	CPI	同比%	3.3	3.4	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3	
	核心CPI	同比%	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	4	4	4.1	4.3	4.7	4.8	
	PCE	同比%	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	
	核心PCE	同比%	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	
	1年通胀预期	同比%	3.3	3.3	3.2	2.9	3	2.9	3.1	4.5	4.2	3.2	3.5	3.4	3.3
景气	ISM制造业PMI	季调	48.7	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49	47.6	46.4	46	
	Markit制造业PMI	季调	51.7	51.3	50	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50	49.8	47.9	49	46.3
	ISM服务业PMI	季调	53.8	49.4	51.4	52.6	53.4	50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	
	Markit服务业PMI	季调	55.1	54.8	51.3	51.7	52.3	52.5	51.4	50.8	50.6	50.1	50.5	52.3	54.4
	Sentix投资信心指数	季调	14.9	16.3	18.9	16.9	12.1	6.2	5.6	5	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7
	消费者信心指数	季调	65.6	69.1	77.2	79.4	76.9	79	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.2

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

2024年一季度，美国经济整体回落但仍呈现韧性。具体来看，工业生产、房屋销售呈现持续下行的情况，但下行速度相对有限；消费数据在经历了1月的同比负增长后，2月呈现小幅反弹。景气指标上看，一季度Markit制造业与服务业PMI保持在荣枯线以上，投资信心指数与消费信心指数也出现了走强。

时至二季度，经济下行的趋势开始显现。生产、消费、地产端数据继续下行，下行速度开始加快；就业方面虽然非农就业表现尚佳，但失业率上升至4%；CPI数据在5月首次出现了环比0%的增速水平。但与此同时，PMI指标出现了一定反弹。

财政是经济韧性的核心来源。纵览美国经济，虽然其在2024年二季度表现欠佳，但考虑到5.25-5.5%的高利率水平已经持续了一年，其经济表现无论是与历史加息周期还是较其他市场表现仍更为优异。究其原因，我们认为美国财政积极发力对冲了利率的负面影响，对美国经济起到了较强的支撑作用。

图 2：美国年度财政收支

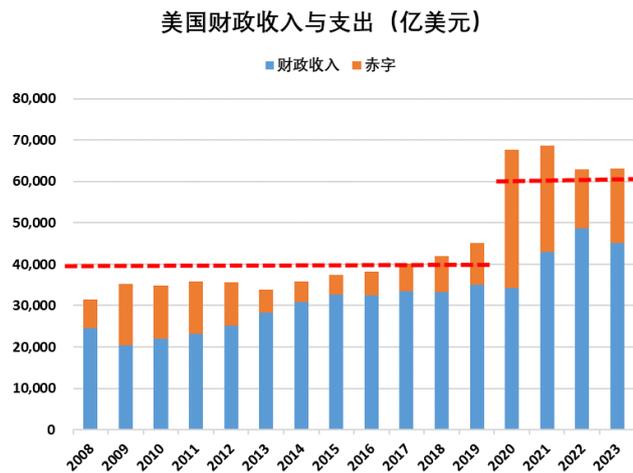
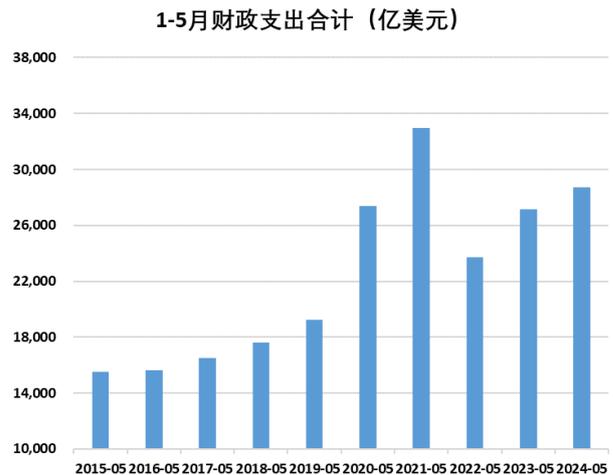


图 3：1-5 月财政支出



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

美国财政疫情后维持积极扩张。为了应对疫情冲击，美国将财政支出总额从疫情前的4万亿美元左右一举提升至2020-21年的6万亿美元，财政扩张超过50%。2022年开始，在疫情扰动逐渐消失的背景下，美国自年中开始密集出台了《削减通胀法案》、《2022年芯片和科学法案》、以及学生贷款减免政策，将支出水平维持到6万亿以上。2023年，虽然财政支出较2022年变化不明显，但政府的减税政策使得财政收入大幅降低3000多亿美元，刺激规模迎来变相加码。

2024年财政进一步发力。从美国财政部公布的今年前5个月财政支出看，2024年财政支出规模较2022-23大幅上涨，也较疫情扰动下的2020年出现增加，仅次于疫情影响最严重的2021年。应当注意的是，2020-21财政的积极扩张是为了应对部分经济活动暂停下的极端情形，在经济活动完全正常的2024年，财政积极扩张的目的抑或是为了对冲高利率的幅面影响。

“三高”的经济模式越发明显。在极度积极的财政支出背景下，美国经济得以在5.5%左右的利率水平维持一年的情况下得以保持相对健康，甚至引发市场对于美国经济能在高利率下实现软着陆甚至不着陆的预期。但

是，作为财政积极发力的幅面作用，美国通胀亦摆脱了过去高利率环境下顺畅下跌的历史经验，CPI在上半年出现了反弹的局面。总的来看，财政为经济注入韧性，美国通胀也开始反复，美国呈现出了“高财政-高增长-高通胀”的经济局面。

图 4：美国通胀数据

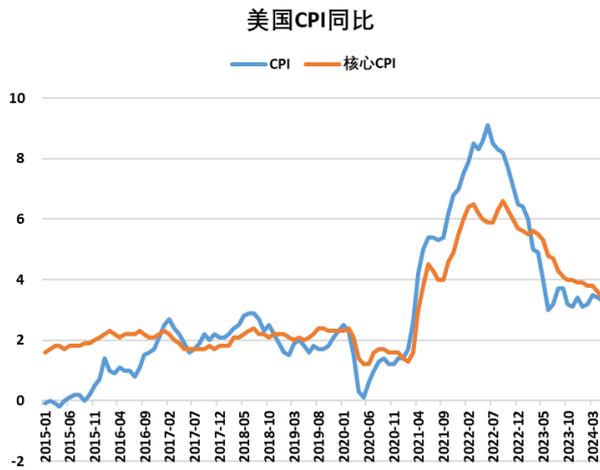
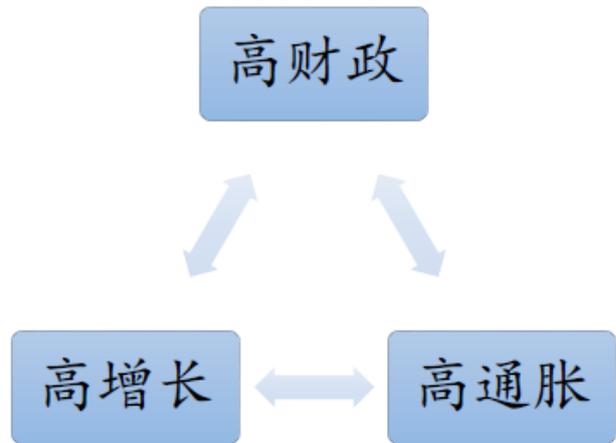


图 5：三高经济模式



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

二、美联储放缓缩表，但降息预期继续推迟

相较于货币政策价格工具——加息手段积极推进，美联储对货币政策数量工具——缩表的规划和使用均维持了保守态势，且缩表计划自今年6月开始放缓。

2022年3月，伴随加息开启的还有美联储缩表计划。根据计划，美联储在2022年6月开始每月减少所持475亿美元的国债及MBS，自2022年9月将减持幅度提升至950亿美元。由此测算，即便缩表在这一计划下100%执行至2024年年中，美联储资产规模仍将从8.9万亿降至6.7万亿美元，较2020年美联储扩表前的3.9万亿资产规模差距依然很大。

缩表计划执行并不理想。事实上，即便是相对温和的缩表目标，美联储完成的依旧不及预期。截至2023年底，美联储减少了1.2万亿美元的资产，这一数据仅占1.6万亿美元应缩表规模的72%。时至2024年5月，缩表进度上升至76%，但实际与计划的差额也上升至5000亿美元。

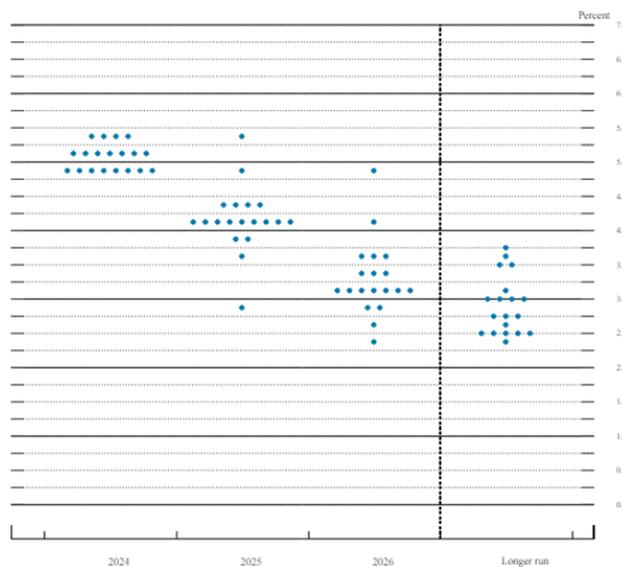
图 6：缩表计划与实际执行（亿美元）

	截止2022年12月	截止2023年12月	截止2024年5月
应缩	5,225	16,625	21,375
实际	3,639	12,023	16,307
进度	70%	72%	76%
差额	1,586	4,602	5,068

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

即便计划执行并不理想，缩表仍迎来放缓。5月FOMC中，美联储决定6月起对缩表减速：国债的缩表上限从每月600亿美元降至每月250亿美元，MBS的缩表规模不变，仍为每月350亿美元。6月议息会议上，这一政策得以正式落地。需要注意的是，根据当前缩表计划，美联储可能将对MBS的购买减少提升至350亿美元/月以上，而超出部分将用于投资国债。

与宽松的货币数量紧缩形成对比的是激进的利率路径。在2024年6月的议息会议上，美联储决议维持利率不变。但是，联储成员对未来利率预测的点阵图显示，多数成员对未来降息的预期较3月会议时预测出现了显著推迟。目前预测的利率预期变为2024年降息1次、2025年降息4次（3月预期为2024年降息3次、2025年降息3次）。

图 7：美联储成员预计的未来利率


来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

三、美国-外围市场分化将继续推升美元

上半年，美元指数自开年的101.3上涨至年中的106.05，整体呈现波动中上行的态势。

图 8：美元指数走势



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

一季度美元的波动主要在于美国经济的扰动。1月以来，美国各方面经济数据屡屡超出市场预期。1月出炉的12月经济数据在生产、消费、地产全面超预期，非农就业数据创下了过去半年的新高，而通胀也出现了明显回升。在经济数据全面超预期的背景下，市场对于美联储降息的预期大大下降，美元指数也一路上涨至季中的104.8。但时至2月，数据的良好表现出现了反转。2月出炉的1月经济数据相较于12月数据几乎出现了全面回落，这也使得美国加息预期显著下降。于此同时，2月以来日本央行成员开始放声货币政策转向，市场对美元的信心进一步动摇。

二季度美元的走升主要来自对手货币的扰动。3月开始，美国经济数据先反弹后走弱，但对美元构成更大影响的则是对手货币波动。日本央行在3月加息力度不及预期，同时在6月会议也意外没做出缩表决定；瑞士央行3月会议意外降息，6月会议则进行了年内第二次降息；加拿大央行在6月会议开启降息；欧洲方面欧央行在6月开启降息，欧洲议会选举结果不理想也导致了部分国家市场开始动荡。总体上看，虽然美国经济数据在二季度出现了走弱迹象，但相比其他市场更糟糕的经济表现和更早开启的降息，美元依旧呈现了相对的强势。

展望后市，下半年美元可能仍旧呈现易涨难跌的局面，主要推动因素在于今年财政支出可能达到创历史记录的水平。

如前所述，今年前五个月，财政支出规模达到2.9万亿美元，超过了2020年与2023年，成为历史第二高的水平。与实际高支出形成呼应的，是美国2024财年整体财政预算规模的不断上涨，目前同样达到了历史第二高的水平。促成财政支出再临高位的，是自由预算支出的变动。一般而言，美国财政支出可以划分为社保医保类强制支出、国债利息支出、以及自由预算支出。由于强制支出和利息支出是固定的，因此执政党一般选择通过对自由预算支出的调整来调控财政支出的总体规模。

图 9：美国自由预算支出变化

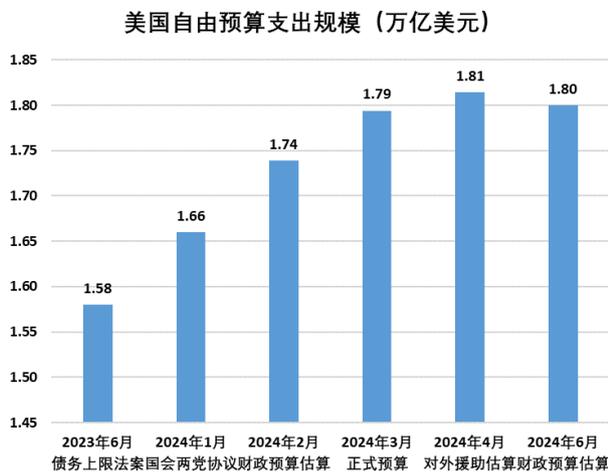
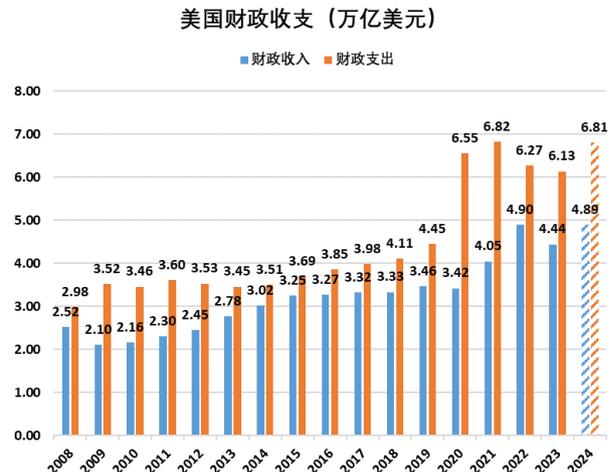


图 10：财政收支测算



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

自由预算支出预算规模自1月开始逐月上升。在2023年美国两党围绕债务上限法案的博弈中，根据当时达成的协议，2024财年的自由预算支出被限制在1.58万亿美元。但在今年1月，为了签署新的持续决议避免政府关门，据《华盛顿邮报》报道，美国国会两党领导人达成了关于2024财年新的支出协议，将自由预算支出提高至1.66万亿美元。这一变动的发生，意味着前期债务上限法案中的预算约束并未产生实质性效果，而这一变动仅仅只是开始。今年2月，美国财政部对预算支出的预测显示，2024财年的自由预算支出提升至1.74万亿美元；今年3月，2024财年正式预算法案最终通过之后，自由预算支出提升至了1.79万亿美元；今年4月，美国通过了《2024 财年国家安全补充拨款法案》，中信建投期货测算自由预算支出进一步提升至1.81万亿美元。而根据财政部6月最新的预测，自由预算支出规模已经提升至1.8万亿美元，与4月测算基本一致。

财政刺激力度距历史最高仅一步之遥。我们测算，依据最新的自由预算支出、强制支出和利息支出规模，美国2024财年的总财政支出至目前已经达到了6.81万亿美元，距离2021年疫情之下6.82亿美元的历史记录仅有一步之遥。而根据以往经验，在今年结束之前，美国可能通过新的法案进行预算补充，这可能使得2024年财政支出最终创下历史最高水平。

“三高”经济局面下，美国-外围市场将继续分化。在高财政支出的刺激作用下，美国和其他市场已经呈现出了经济增速和通胀进展的分化，而这进一步带动了利率路径的分化。数据上看，由于美联储在本轮全球加息过程中表现最积极，美国CPI也在主要发达经济体中最早实现过峰。但是，在财政刺激的支持下，美国经济表现和实体需求并不差，这也间接传导至通胀表现，截至2024年5月，美国CPI反而成为主要发达经济体中最高一个。

图 11：主要市场通胀对比

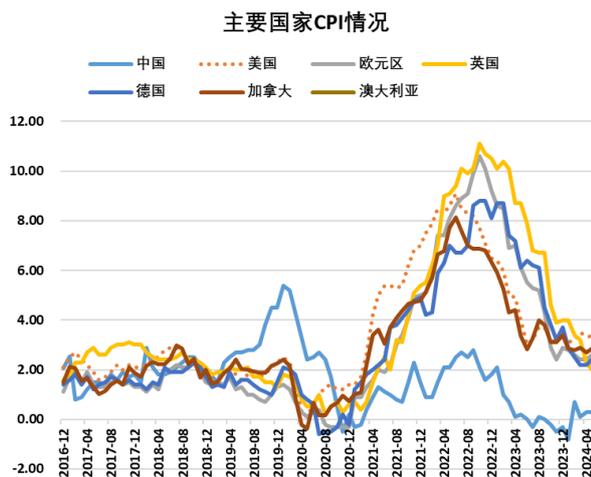


图 12：市场对美联储利率路径预测

会议日期	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	87.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	60.5%	31.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	2.8%	26.7%	50.2%	20.3%
2024/12/18	0.0%	2.3%	22.0%	45.5%	26.2%	4.0%
2025/1/29	1.4%	14.5%	36.6%	33.5%	12.4%	1.5%
2025/3/19	10.4%	29.6%	34.5%	19.1%	5.0%	0.5%
2025/4/30	19.3%	31.9%	27.3%	12.5%	2.9%	0.3%
2025/6/18	27.3%	29.0%	17.9%	6.4%	1.2%	0.1%
2025/7/30	28.0%	24.4%	13.1%	4.2%	0.7%	0.1%

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

美国利率的坚挺将使得美元保持相对强势。展望后市，在历史级财政支出发力的支持下，目前主要市场先于美联储降息只是开始，美国-外围市场的经济差与利率差可能将继续存在甚至拉大。即在美联储开启降息前，美元可能因对手货币颓势进一步走强，即便美联储开始降息，降息步调的不一致可能也会导致美元相对强势，并为对手货币带来压力。

日元及欧元走势

2024年上半年，在高利率的抑制作用下，日本迎来了经济的回落，日央行因此在利率政策上始终出现不及市场预期的结果，并带动日元对美元跌破160。欧盟迎来了财政政策方面的变革，而这可能是其经济有所反弹的来源，但欧央行仍无法避免在年中开启降息，欧元也迎来了进一步走弱。

一、日本终结负利率，但经济压力下鸽派基调未改

一季度，市场预期已久的日本货币政策正常化终于在3月议息会议迎来落地。

会议调整了负利率、收益率曲线控制政策和央行购债的措施。具体来看，短端利率方面，日央行将鼓励无抵押隔夜拆借利率保持在0%至0.1%左右，为了实现这一目标，央行将对金融机构在银行的超额准备金账户利率自-0.1%提升至0.1%。长端利率与国债购买方面，日央行取消对10年期国债收益率的目标设立，将继续以与之前大致相同的规模购买日本国债。在长端利率快速上升的情况下，央行将采取灵活的应对措施，例如增加日本国债购买量、进行固定利率购买操作等。资产购买方面，日央行将停止购买交易所交易基金（ETF）和日本房地产投资信托基金（J-REITS）。同时，央行将逐步减少商业票据和公司债的购买量，并在一年左右时间里停止购买。

图 13：日本货币政策变化

日本货币政策变化	
2013年5月	央行开启QQE，设立60-70万亿日元/年的基础货币总量增速目标
2014年10月	购债力度加码，基础货币总量增速目标上调至80万亿日元/年，日本央行持有国债存量每年净增长额同时被上调至80万亿日元
2016年1月	央行对超额准备金账户采取-0.1%的利率，日本成为亚洲首个实施负利率的国家
2016年9月	施行收益率曲线控制政策：短端利率目标为-0.1%，长端（10年）利率目标为0%左右，同时引入固定利率无限量购债操作
2018年7月	将10年国债利率的变动幅度由±0.1%扩大至±0.2%
2021年3月	将有关10年国债利率上限的明确在了0.25%（10年国债利率上限实际由0.2%被扩大至0.25%），同时导入连续固定利率无限量购债操作
2022年12月	将10年期国债利率波动区间扩大至±0.5%，将2023年将1-3月日本国债购买规模提高至9万亿日元/月

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

2023年7月	10年期国债利率波动区间保持 $\pm 0.5\%$ ，但日本央行称未来该上下限仅作为参考，YCC操作弹性放宽至0.5-1%之间
2023年10月	10年期国债利率波动区间保持在0左右，央行将把10年期日本国债收益率1.0%的上限作为市场操作的参考
2024年3月	央行对超额准备金账户采取0.1%的利率，10年期国债利率不再设目标

来源: WIND, iFind, 日央行, 日本财政部, 中信建投期货

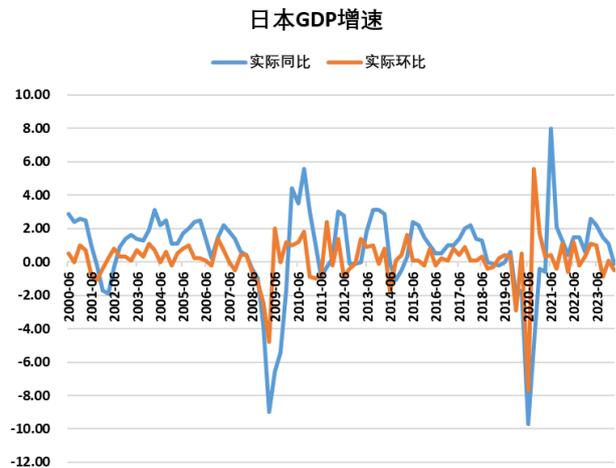
3月、6月会议结果均不及预期。虽然3月议息会议结束了负利率和收益率曲线控制政策，宣告了持续八年的政策框架彻底改变，但从-0.1%到0.1%的实际加息力度并不高，明显低于市场前期预计的可能加息至0.2-0.25%的市场预期。6月议息会议上，日本央行将基准利率维持在0-0.1%不变，同时宣布将在下次的7月会议上公布缩减购债计划，决定未来1-2年的国债购买。记者发布会环节，植田和男表示对于7月议息会议，“根据届时的经济和物价信息，调整货币宽松程度和提高短期利率是可能的”。虽然会议整体进行了鹰派调整，但会议之前，市场预期日央行将在会议上宣布缩减购债计划，并提出7月会议上可能加息25个基点。

症结可能在于日本经济显著承压。导致日央行货币政策谨慎，并对日元造成压力的最直接原因，在于日本经济在当前利率水平下已经呈现压力。在2023年10月日本议息会议后，10年期日债收益率开始反复冲击1%的水平，而在今年3月取消10年期国债利率目标过后，日债收益率也在5月后正式突破1%。但是，随着利率上行，日本经济压力呈现。日本一季度GDP增速在2024年一季度出现了实际环比双双负增长，这也成为了继续加息最大的掣肘。

图 14: 日债收益率变动



图 15: 日本经济增速情况



来源: WIND, iFind, 日央行, 日本财政部, 中信建投期货

期货交易咨询业务资格: 证监许可〔2011〕1461号

日本政府出手无法阻止日元破位。上半年，日本政府花费了大量资金干预日元汇率。日本财务省公布的数据显示，在4月26日至5月29日期间，为了干预汇市共花费了9.8万亿日元（约合613亿美元）。日元汇率波动上也能看出来，日本政府可能至少在4月29日和5月1日进行过2次大规模干预行动。同时，日本外汇储备数据也显示，日本央行可能通过卖出美债来筹集资金进行外汇干预。但是，日央行的积极行动并未能阻止日元破位，截至6月28日，日元兑美元汇率仍在160。

日本经济刺激苗头已现。为了扭转经济疲弱形式，日本首相岸田文雄曾在2023年11月提出高达17万亿日元的经济刺激计划，而在2024年6月21日，岸田又宣布了一系列新的经济刺激政策。据日本《每日新闻》报道，岸田称政府将在今年秋天制定新的通货膨胀缓解措施，为低收入家庭提供现金补贴。政府还将在能源需求旺盛的8月至10月补贴日本家庭的电费和燃气费。但是，按照以往经验来看，日本刺激政策对经济的影响可能相对有限，同时岸田文雄的低支持率也为刺激计划的实施蒙上阴影。

日元汇率取决于美联储进展。展望未来，在外部高利率的制约下，日本经济回暖难度较大，这也将继续为日央行鸽派奠定基础，并使得日元相对疲弱。但是，一旦美联储开启降息，美日利差的收缩将使得日元的压力缓解，届时日元将开启上行之路。

二、欧盟财政协议改革，欧央行开启降息

2023年下半年，欧元区与英国均迎来了GDP环比的零增长与负增长，经济已经陷入技术性衰退当中。

财政协议迎来改革。或许是为了应对经济下行局面，2023年12月，欧盟于就改革财政规则达成协议，而相关法案在2024年4月最终通过。改革之前，欧盟成员国应当遵守《稳定与增长公约》，即欧盟成员国年度财政赤字不得超过其国内生产总值的3%，公共债务不得超过GDP的60%。自新冠疫情以来，预算规则被暂停执行，帮助成员国获得回旋空间，使其能在经济动荡时期增加开支。而在2023年欧洲经济复苏乏力的背景下，多个成员国呼吁对欧盟财政规则进行改革，赋予各国更大的灵活性和空间。

图 16: 《稳定与增长公约》变化

《稳定与增长公约》变化		
	改革前	改革后
赤字限制	成员国年财政赤字不得超过GDP的3%	维持3%的赤字/GDP比率,但在特殊情况下允许超标,例如在国防、科研、发展援助、维和行动等方面的支出
债务限制	公共债务不得超过GDP的60%,作为长期债务可持续性的标准	维持60%的债务/GDP比率,但引入了财政缓冲机制,要求成员国建立占GDP 1.5%的财政缓冲,以及更灵活的债务降低要求
预防性措施	规定了预防性措施来避免财政赤字超标,包括中期预算目标	强化了预防性措施,包括基于谈判的债务削减途径和中期财政计划,要求成员国制定可信的财政调整路径
纠正性措施	对于违反赤字限制的成员国,实施过度赤字程序	引入了逆向投票程序和无息保证金制度,在过度赤字程序早期阶段适用,增加了对成员国的约束力
中期预算目标	引入了中期预算目标,旨在实现财政平衡或盈余	要求成员国制定中期财政计划,以实现财政赤字的逐步减少
年度计划提交	成员国需要每年提交趋同与稳定计划,供欧盟委员会和理事会评估	成员国需提交基于最新信息和务实预测的财政计划,增加了透明度和可信度
特殊情况考虑		在评估和决定对超额赤字国家的惩罚时,考虑如利率增加等经济因素对国家财政的影响
财政缓冲		成员国必须建立财政缓冲,以应对经济冲击和支持经济增长
调整期延长		通过复苏计划中的投资和改革,将调整期从四年延长至七年,给予成员国更多时间适应和调整
债务降低要求		债务占比90%以上的国家每年需降低1个百分点,60%到90%之间的国家降低0.5个百分点

来源: WIND, iFind, 欧央行, 欧盟, 中信建投期货

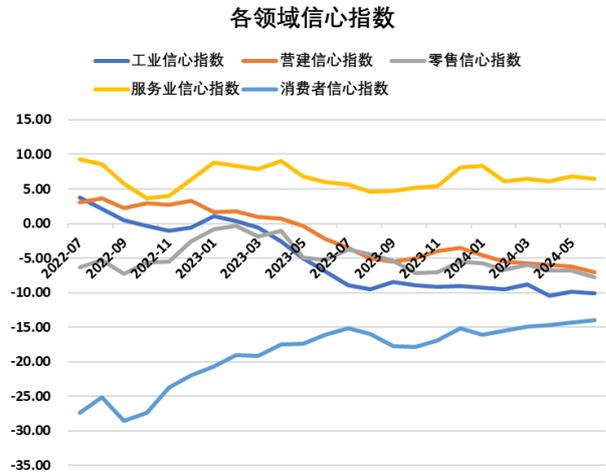
改革的重点是放松财政约束。稳定与增长公约的改革方向在于增加财政规则的灵活性,允许成员国在特定情况下超出赤字限制,延长超标国家恢复赤字水平的期限至五年,建立财政缓冲机制以应对经济波动,引入中期财政计划以确保债务逐步减少,延长调整期以适应经济复苏,根据债务比例设定年度降低目标,考虑经济因素在评估惩罚时的影响,以及强化预防性和纠正性措施,确保成员国在促进经济增长的同时保持财政纪律和债务可持续性。整体上看,稳定与增长公约改革给出了成员国突破前期预算赤字限制以及债务规模限制的机会,这也可能会带动多数国家进行更为激进的财政刺激。

欧元区经济有所回暖但前景未定。今年一季度,欧元区GDP增速同环比双双转正,使欧元区摆脱了技术性衰退的局面。但是,今年上半年,虽然服务业PMI虽然有所反弹,制造业PMI始终维持在荣枯线下方。与之形成呼应的是,在具有前瞻意义的信心指数当中,有且仅有服务业信心指数保持正值,工业、营建、零售、消费信心均维持了四个季度以上的负值,经济的走势继续不容乐观,继续维持高利率的能力不断削弱。

图 17：欧元区 GDP



图 18：欧元区信心指数



来源：WIND, iFind, 欧央行, 欧盟, 中信建投期货

欧洲面临政策变数冲击。6月10日，欧洲议会选举结果显示，在720个总席位中，中右及右翼党团席位数共计317席，较上一届增加了23席，而中间、中左翼、左翼党团席位数共计303席，较上一届减少了47席，欧洲议会在政治思潮上整体右倾趋势明显。其中，法、德等国的右翼党派均大幅超出本国执政党所获选票，欧盟内部面临分裂加剧局面。在选举结果出炉之后，法国总统马克龙宣布解散法国国民议会重新选举，选举将在6月30日和7月7日两轮投票之后得出结果。

经济与通胀为货币政策构成压力。6月6日，欧洲央行公布6月利率决议，如预期一致降息25个基点，是G7成员国中第二个降息的央行。货币政策偏鸽的背后，是经济与通胀的共同作用。经济方面，多数前瞻性指标显示出经济的压力期仍未过去，继续维持高利率的难度不断提升；通胀方面，欧元区CPI与核心CPI在二季度双双低于3%，维持高利率的必要性也在降低。

欧元汇率取决于政策差异化与政治波动。展望未来，欧元汇率首先取决于政策差异化。财政政策方面，欧盟通过法案调整为今年的财政刺激打开了便利之门，这可能会导致欧洲经济与通胀有所回暖，但是由于欧盟不存在统一财政体系，刺激力度大概率不及美国。货币政策方面，欧央行与美联储降息相对进展至关重要，目前来看欧央行较美联储更难维持利率。此外，随着经济的波折，欧洲政治出现了动荡的局面，这也可能使得市场对欧元相对看空。

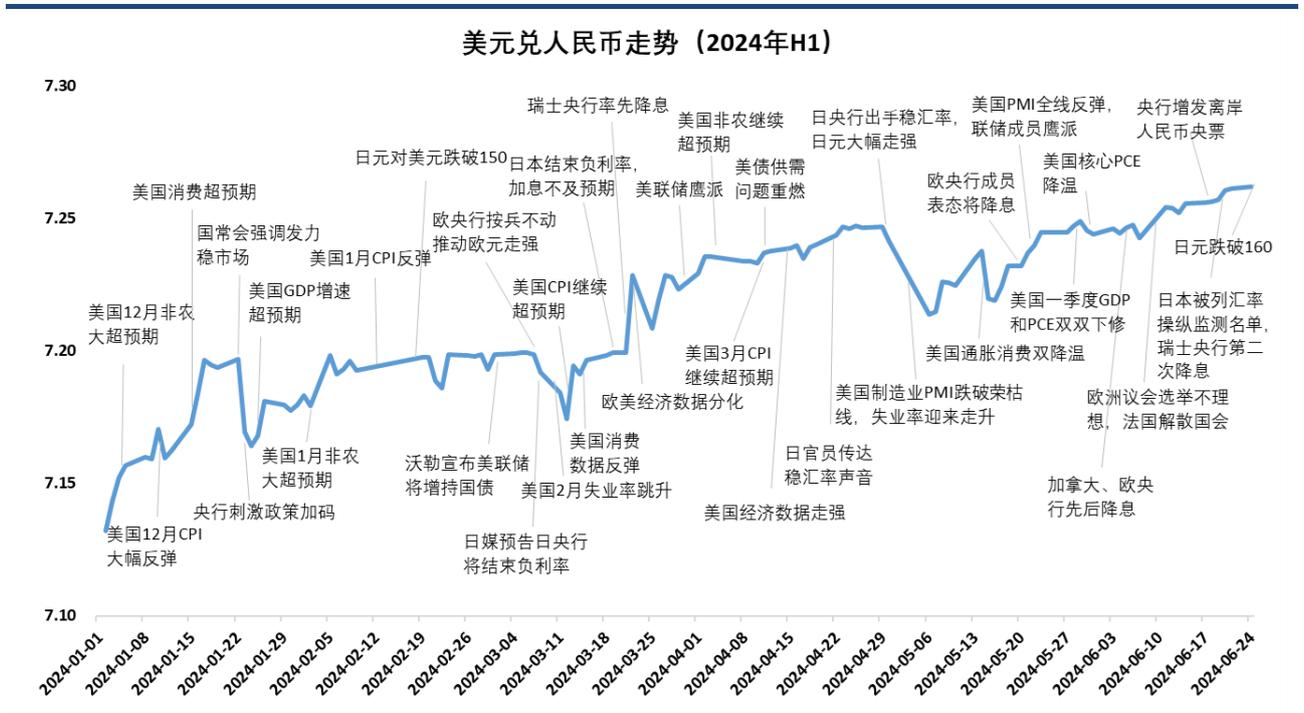
人民币走势回顾与展望

2024年上半年，人民币兑美元汇率出现了逐渐走弱的局面。但形成反差的是，衡量人民币兑24种主要货币的人民币汇率指数在上半年震荡走强。两种指标的相互背离，体现出了在美元强势的大背景下，多数货币均迎来了对美元的走弱，在国内稳汇率的决心与能力下，人民币成为了国际货币中较为强势的存在。

一、人民币对美元走弱，但汇率指数迎来走强

2024年上半年，在美元的波动上行下，在岸人民币兑美元汇率出现了逐渐走弱的局面。人民币兑美元汇率自年初2024年初的7.13走贬至3月初的7.2左右，随后经历小幅反弹，在4月底继续走贬至7.25。五一期间，汇率快速反弹至7.21附近，但此后延续走弱态势并一路跌至7.27。纵观上半年，截止6月26日，人民币兑美元下跌1.9%，汇率波动区间仅有1350个基点，波动出现明显放缓。

图 19：美元兑人民币走势回顾

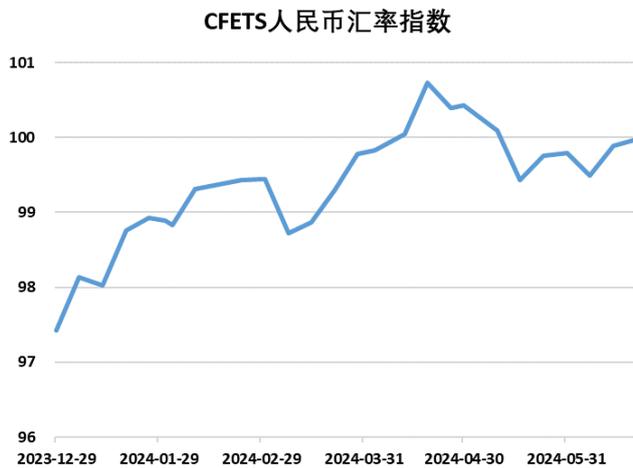


来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中国人民银行, 中信建投期货

相较于人民币兑美元汇率的渐进式走弱，人民币汇率指数表现较强。衡量人民币兑24种主要货币的人民币

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

汇率指数在上半年震荡走强，指数自年初的97.4一路走升至4月下旬的100.7，在经历回调后继续上行，截止6月21日收于99.97。纵上半年，人民币汇率指数上涨2.6%，指数最大波动区间在3个点，表明人民币综合汇率年内波动相对有限。

图 20：人民币汇率指数变化

图 21：今年以来各货币对美元涨跌

	2024-06-21	2024-01-02	贬值力度	2019-11-29
中国	7.26	7.13	1.8%	7.03
日本	159.8	142.0	12.5%	109.5
韩国	1,388.2	1,300.5	6.7%	1,181.3
墨西哥	18.2	17.0	7.0%	19.5
俄罗斯	85.4	89.7	-4.8%	64.1
印度	83.5	83.3	0.3%	71.8
越南	24,256	23,848	1.7%	23,162
马来西亚	4.71	4.60	2.3%	4.18
泰国	36.72	34.24	7.2%	30.22
印尼	16,450	15,470	6.3%	14,114
土耳其	32.60	29.46	10.6%	5.76
欧元区	0.935	0.914	2.3%	0.908
英国	0.791	0.792	-0.2%	0.773
加拿大	1.37	1.33	2.8%	1.33
瑞典	10.52	10.20	3.1%	9.64
瑞士	0.894	0.850	5.2%	1.000

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中国人民银行, 中信建投期货

人民币对美元的贬值力度相对较小。比较各市场货币对美元在2024年上半年的涨跌可以发现，相比人民币1.8%的贬值幅度，在主要生产国中仅有俄罗斯、印度、越南货币贬值力度更低。值得注意的是，这些货币相对表现尚佳的主要原因可能在于前期货币过度贬值，例如俄罗斯卢布在疫情前至2024年初贬值接近40%，同一时期印度卢比贬值也达到16%。同时，与美元指数的构成货币对比，人民币仅相对英镑更加弱势，相比日元、欧元、加元等均有更强的表现。

综合来看，虽然人民币对美元走弱，但人民币汇率指数、各货币对美元变动均反映出上半年美元走强才是汇率走势的主要变量，人民币在这一阶段相实际上有着优秀表现。

二、下半年汇率或迎拐点

美元指数可能将保持相对强势。如前所述，在今年结束之前，美国可能通过新的法案进行预算补充，这可能使得2024年财政支出最终创下历史最高水平。而在高财政支出的刺激作用下，美国和其他市场不仅将维持经济增速和通胀进展的分化，利率路径的分化预计也将继续，这将从利差角度为美元形成助力。从现实情况看，

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

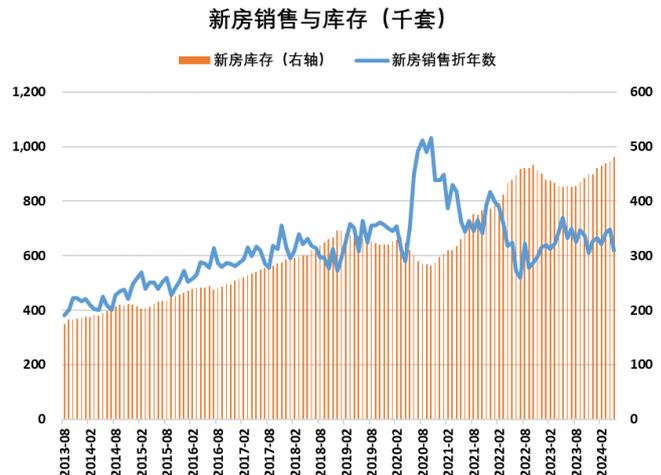
美国年底大选虽然可能对市场情绪造成扰动，但从去年至今两党不断就提升财政预算达成一致的经验看，选举结果可能对当前经济政策取向影响不大。而相对美国的稳定，日本、欧元区目前均暴露出更多风险，这有可能成为进一步推升美元的外部变量。

美国经济风险依然存在。虽然美国通过积极的财政扩张为经济基本面形成推动，但去年的硅谷银行事件表明在当前宏观下行的环境中，市场和经济风险依然可能暴露出来。例如，居民端随着超额储蓄的耗尽，美国信用卡拖欠率不断上行；美国30年期房贷利率仍有7%左右的水平，房地产供需矛盾越发凸显，以至于拜登在国情咨文中也提出为购房者减税。实际上，黑天鹅事件是难以预测的，但其在当前环境下发生的概率逐渐提升，这可能成为美联储被迫降息和美元转弱的开端。

图 22：美国信用卡拖欠率



图 23：新房销售与库存



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 中信建投期货

国内房地产政策继续加码。2024年5月，国务院宣布了一系列房地产新政，旨在保障住房交付和稳定房地产市场。其央行推出四项关键措施：设立3000亿元保障性住房再贷款，降低个人住房贷款最低首付比例，取消房贷利率政策下限，下调住房公积金贷款利率0.25个百分点。住房城乡建设部强调保障购房人合法权益，防范烂尾风险，确保按时交付合格住房。自然资源部支持地方政府收回、收购闲置存量住宅用地，促进土地节约集约利用。同时，国家金融监督管理总局提出对不同所有制房企的“白名单”项目应贷尽贷，建立绿色通道，加快贷款审批，确保资金用于保交付。这些政策将起到稳定房地产市场的作用，促进房地产市场健康发展。

特别国债迎来发行。2024年政府工作报告提出，从今年开始，我国将连续几年发行超长期特别国债，专项

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。根据中新社消息，截至6月14日财政部已发行4期次超长期特别国债共1600亿元，其中20年期400亿元，30年期850亿元，50年期350亿元。随着特别国债发行在下半年的加码，预计目前国债收益率下行的趋势也将迎来放缓。

中美利差拐点即将到来。2022年，随着美联储开启激进加息，中美利差出现倒挂，这也成为外汇承压的核心来源。在上半年美国经济“三高”表现下，美债收益率也维持较高位置。与之相对，国内长久期国债成为了机构资金的重要配置方向，市场利率也因此走低。内外推动下，中美利差在二季度超越了去年的前低水平。展望下半年，虽然美国经济的较好表现将限制美债收益率下行力度，但美联储降息大概率仍会落地，中美利差的回归将扭转人民币汇率弱势局面。

图 24：中美利差与汇率



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中国人民银行, 中信建投期货

汇率预计维持低波动，汇率拐点或将到来。展望下半年，人民币兑美元汇率波动的主要弹性可能在美元一端，美联储降息的发生将有利于中美利差的缩小和人民币汇率的走升。但在此之前，美元对手货币市场更早、更快降息的可能将对美元形成推升，并带来美元的相对强势表现。综合来看，降息发生之前预计汇率难以拜托当前局面，低波动的特征将继续维持。但是，美联储降息预计将成为人民币汇率拐点，届时国内未结汇力量的释放和国内经济回升都将对汇率形成推动。

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。