



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2023 年第 95 期总第 1130 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 12 月 29 日 星期五

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
五部门联合发文加快构建全国一体化算力网 .....	2
国资委召开央企负责人会议部署明年改革任务 .....	2
11 月全国规模以上工业企业利润同比增长 29.5% .....	2
美国上周初申请失业金人数为 21.8 万人 .....	3
日本 11 月份工业产值环比下降 0.9% .....	3
<b>货币市场</b> .....	3
央行货币政策委员会召开年第四季度例会 .....	3
截止 9 月末我国银行业对外金融资产 14750 亿美元 .....	4
<b>监管动态</b> .....	4
金融监管局发文称要加强对三类资管机构的风险监测 .....	4
证监会将从严打击违反“限售股不得融券”要求的行为 ....	4
<b>金融行业</b> .....	4
截至 11 月底我国境内共有基金管理公司 144 家 .....	4
11 月债券市场共发行各类债券 65344.5 亿元 .....	4
<b>热门企业</b> .....	5
联想发布全球首款商务 AI 笔记本电脑 .....	5
蔚来宣布完成 22 亿美元的战略投资交易 .....	5
<b>地方创新</b> .....	5
上海：临港新片区新材料产业高质量发展三年行动方案 ....	5
广州：促进金融业高质量发展若干措施 .....	5
<b>深度分析</b> .....	6
美国经济展望 2024 .....	6

## 宏观经济

### 五部门联合发文加快构建全国一体化算力网

12月26日,国家发改委等五部门联合印发《深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》提出,到2025年底,综合算力基础设施体系初步成型。国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的60%以上,国家枢纽节点算力资源使用率显著超过全国平均水平;1ms时延城市算力网、5ms时延区域算力网、20ms时延跨国家枢纽节点算力网在示范区域内初步实现;算力电力双向协同机制初步形成,国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过80%。

### 两部门发文支持横琴放宽市场准入

12月26日,国家发改委、商务部印发《关于支持横琴粤澳深度合作区放宽市场准入特别措施的意见》提出,全面服务澳门创新资源融资需求,鼓励吸引汇聚全球优质资本和国际创新资源,支持合作区牵头建立与境内外主流证券交易机构合作交流机制;放宽数据通信领域市场准入,营造趋同澳门的国际互联网开放环境;放宽中医药市场准入,鼓励澳门医疗机构中药制剂在粤澳医疗机构中药制剂中心研发、生产。

### 国资委召开央企负责人会议部署明年改革任务

12月26日,国资委召开中央企业负责人会议强调,2024年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变,即中央企业效益稳步提升,利润总额、净利润和归母净利润协同增长,净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善,研发投入强度和科技产出效率持续提高,整体资产负债率保持稳定。

### 1-11月全国新增减税降费及退税缓费 18125.09 亿元

12月27日,国家税务总局统计数据显示,1-11月,全国新增减税降费及退税缓费18125.09亿元。民营经济纳税人是税费优惠政策的主要受益对象,新增减税降费及退税缓费13371亿元,占比73.8%。分行业划分看,制造业及与之相关的批发零售业占比最高,新增减税降费及退税缓费7597.2亿元,占比41.9%。

### 11月全国规模以上工业企业利润同比增长 29.5%

12月27日,国家统计局发布数据显示,11月份,全国规模以上工业企业利润同比增长29.5%,增速较10月份明显加快,利润已连续4个月实现正增长;1-11月份,全国规模以上工业企业利润同比下降4.4%,降幅较1-10月份收窄3.4个百分点,延续3月份以来逐月收窄走势,利润降幅年内首次收窄至5%以内。

## 美国上周初申请失业金人数为 21.8 万人

12 月 28 日, 美国劳工部公布的数据显示, 美国上周初申请失业金人数为 21.8 万人, 预期 21 万人, 前值自 20.5 万人修正至 20.6 万人; 至 12 月 16 日当周续请失业金人数 187.5 万人, 预期 187.5 万人, 前值自 186.5 万人修正至 186.1 万人。

## 日本 11 月份工业产值环比下降 0.9%

12 月 28 日, 日本经济产业省发布数据, 日本 11 月份工业产值环比下降 0.9%, 同比下降 1.4%。这显示日本经济复苏不均衡, 制造业疲软与服务业活动扩张迹象形成鲜明对比。

## 韩国 11 月工业产出环比增长 0.5%

12 月 28 日, 韩国统计厅公布的数据显示, 韩国 11 月工业产出环比增长 0.5%, 而前一个月下降了 1.8%。与去年同期相比, 上个月的工业产出增长了 2.5%。11 月半导体产出环比增长 12.8%, 较前月的下降 12.6% 显著反弹。由于半导体行业的生产活跃, 上个月制造业的总产出增加了 3.3%。

## 货币市场

### 11 月份长三角地区的人民币贷款增加 3345 亿元

12 月 26 日, 央行上海总部公布数据显示, 11 月份长三角地区的人民币贷款增加 3345 亿元, 相较于去年同期少增了 869 亿元。分部门看, 住户部门贷款增加 837 亿元, 同比少增 556 亿元, 其中, 短期贷款增加 427 亿元, 中长期贷款增加 410 亿元。非银行业金融机构贷款增加 12 亿元, 同比少增 63 亿元。外币贷款减少 6 亿美元, 同比少减 33 亿美元。

### 央行货币政策委员会召开年第四季度例会

12 月 27 日, 中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第四季度例会。会议指出, 精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期和跨周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 着力扩大内需。保持流动性合理充裕, 引导信贷合理增长、均衡投放, 保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。深化汇率市场化改革, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要深化金融供给侧结构性改革, 构建金融有效支持实体经济的体制机制。支持银行补充资本, 共同维护金融市场的稳定发展。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”。坚持“两个毫不动摇”持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。加大对保障性住房建设等的金融支持力度, 推动加快构建房地产发展新模式。

## 截止 9 月末我国银行业对外金融资产 14750 亿美元

12 月 28 日, 国家外汇管理局公布数据显示, 截止 2023 年 9 月末, 我国银行业对外金融资产 14750 亿美元, 对外负债 12964 亿美元, 对外净资产 1786 亿美元, 其中, 人民币净负债 2693 亿美元, 外币净资产 4479 亿美元。

## 监管动态

### 金融监管局发文称要加强对三类资管机构的风险监测

12 月 27 日, 金融监管总局资管司发布专栏文章指出, 目前, 金融监管总局监管的三类资管机构中, 信托公司风险较为突出, 面临一定的处置压力, 理财公司和保险资管公司虽然未出现重大风险事件, 但也要重视其合规稳健发展, 加强风险监测的前瞻性、主动性和精准性。

### 证监会将从严打击违反“限售股不得融券”要求的行为

12 月 27 日, 中国证监会以有关部门负责人答记者问的方式, 回应了《关于优化融券交易和转融通证券出借交易相关安排的通知》的落实情况。该负责人表示, 多数证券公司在落实新规要求上基本到位。下一步, 证监会将从两方面全面强化穿透式监管, 对通过多层嵌套、合谋交易、串联套利等方式违反“限售股不得融券”等要求的行为从严打击。

## 金融行业

### 截至 11 月底我国境内共有基金管理公司 144 家

12 月 26 日, 中基协发布数据显示, 截至 2023 年 11 月底, 我国境内共有基金管理公司 144 家, 其中, 外商投资基金管理公司 48 家 (包括中外合资和外商独资), 内资基金管理公司 96 家; 取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资产管理子公司 12 家、保险资产管理公司 1 家。以上机构管理的公募基金资产净值合计 27.45 万亿元。

### 11 月债券市场共发行各类债券 65344.5 亿元

12 月 27 日, 央行发布数据显示, 11 月份, 债券市场共发行各类债券 65344.5 亿元。国债发行 12205.3 亿元, 地方政府债券发行 6672.1 亿元, 金融债券发行 9639.3 亿元, 公司信用类债券发行 10978.1 亿元, 信贷资产支持证券发行 397.3 亿元, 同业存单发行 25173.5 亿元。截至 2023 年 11 月末, 境外机构在中国债券市场的托管余额为 3.54 万亿元, 占中国债券市场托管余额的比重为 2.3%。



## 热门企业

### 联想发布全球首款商务 AI 笔记本电脑

12月27日,联想正式发布了全球首款商务 AI PC——ThinkPad X1 Carbon AI 笔记本电脑,该款新品能高效智能处理本地工作任务,为不同的 AI 工作负载提供灵活解决方案的同时,让 AI PC 规模化落地更近了一步。

### 蔚来宣布完成 22 亿美元的战略投资交易

12月27日,蔚来汽车宣布完成来自 CYVN Holdings 的 22 亿美元的战略投资交易。据悉,这已经是 CYVN 半年来的第二笔投资,充分证明了蔚来在全球智能电动汽车市场中的长期战略投资价值 and 战略领先地位广受认可。

### 比亚迪宣布获 L3 自动驾驶测试牌照

12月27日,比亚迪发布消息称,今年7月21日,比亚迪在深圳市获得高快速路段有条件自动驾驶(L3级)测试牌照,成为拿到全国第一张有条件自动驾驶(L3级)测试牌照的车企。

## 地方创新

### 上海：临港新片区新材料产业高质量发展三年行动方案

12月26日,上海临港新片区管委会制定《临港新片区新材料产业高质量发展三年行动方案》。《行动方案》结合临港新片区重点产业基础和应用需求,聚焦集成电路材料、智能汽车材料和航空航天材料等细分领域,聚焦重点产品领域,加快重点产业链强链补链。其中提到,临港新片区新材料产业将聚焦“1-2-3-4-5”目标,到2025年,产业规模三年翻一番,突破150亿元;创新攻关能力不断提升,培育至少两家产业创新联盟,实现20项标志性科技成果。

### 广州：促进金融业高质量发展若干措施

12月27日,广州市人民政府印发《广州市促进金融业高质量发展若干措施》,明确对金融机构落户、企业上市、风投创投、绿色金融等开展资金支持。其中提出,对在境内外证券市场直接新上市的企业,按首发上市实际募集资金的规模给予不超过500万元的一次性补贴。《若干措施》是广州金融高质量发展“1+N”政策体系中的“1”个核心文件,与“N”个专项支持政策中的首批9个政策已按程序印发实施。“N”政策基本涵盖了“十四五”后半程及未来一段时期广州金融的重点工作。



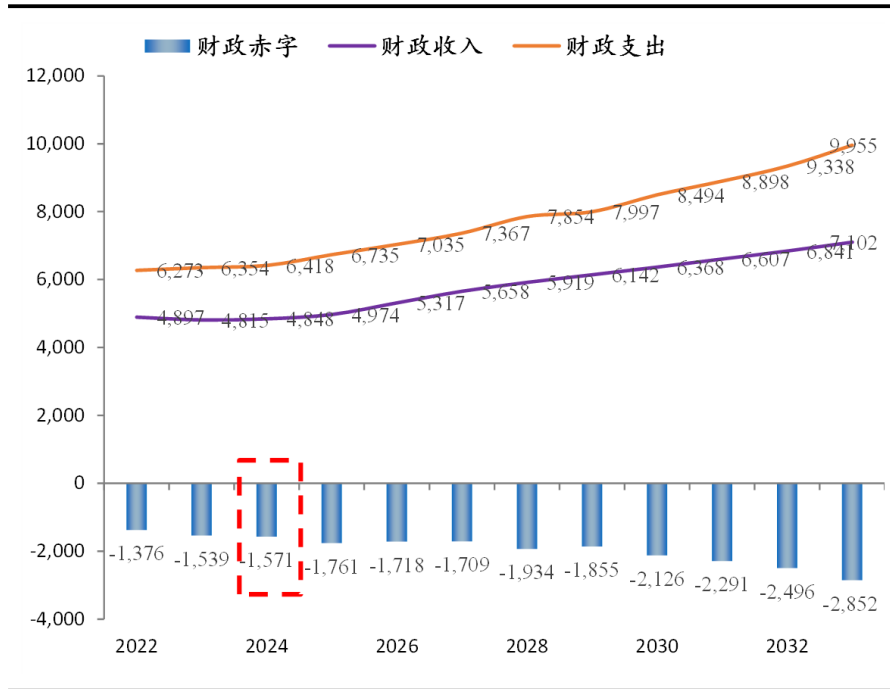
# 深度分析

## 美国经济展望 2024

任泽平 (中国民营经济研究会副会长/中原银行首席经济学家)

来源: 泽平宏观

图表: 2024 年美国财政赤字难以大幅扩张

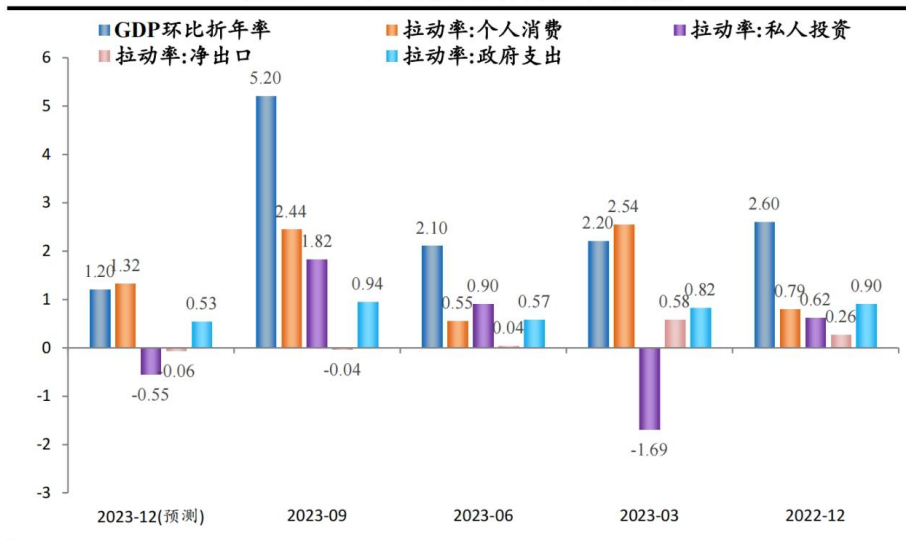


资料来源: Wind, 泽平宏观

### 一、美国经济: 能否软着陆

2023 年美国经济的整体表现与市场预期大相径庭, 2022 年底市场几乎“一致”认定今年美国将发生衰退。但 2023 年的美国经济不仅没有着陆, 反而还有所企稳。住宅投资、非住宅投资、消费、政府支出拉动经济增长, 叠加去库周期接近底部。

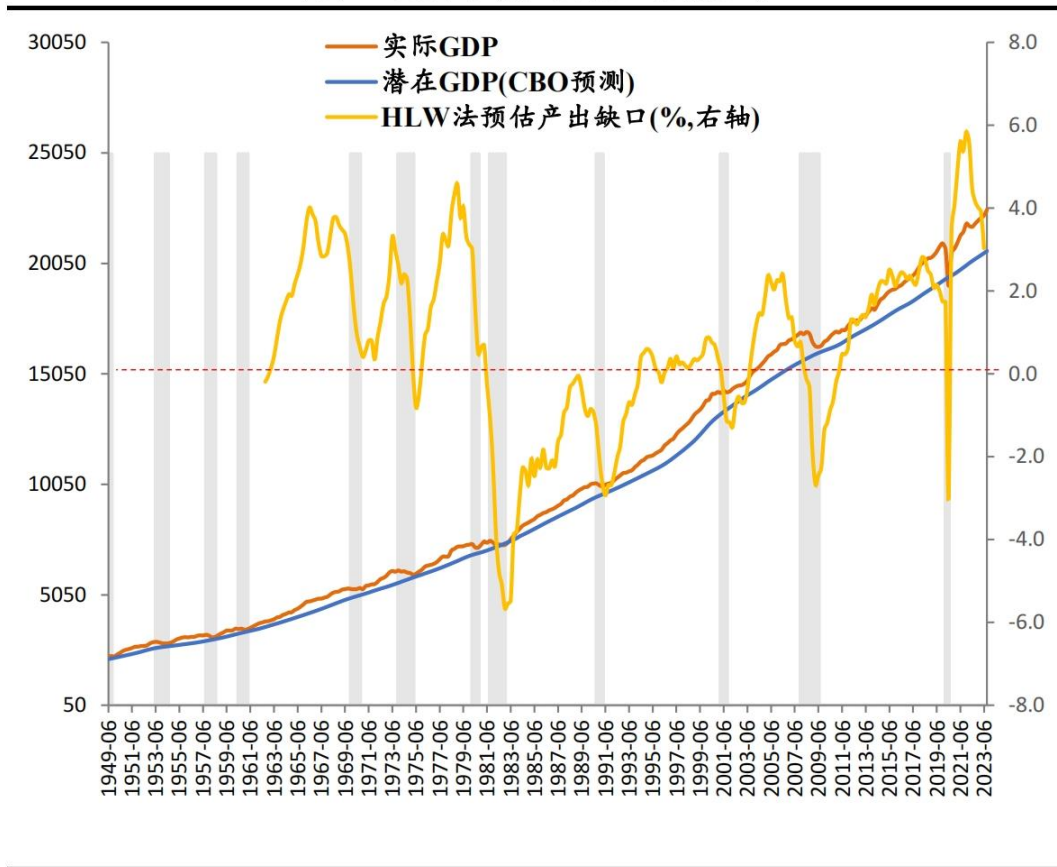
图表: 2023 年美国经济增长超出市场预期



资料来源: Wind, 泽平宏观

美国经济产出缺口依然显著。以百分比衡量的产出缺口虽有所回落，但截至 2023Q2 依然高出趋势约 3%，也高于疫情前 2% 的平均水平。并不具备短期硬着陆预期。

图表：美国经济产出缺口依然显著



资料来源：Wind，泽平宏观

我们认为 2024 年的美国经济基准情形依然是“软着陆”，上半年经济并没有大幅放缓的风险，整体的走弱需要等待下半年的到来。全年来看，经济增长放缓至 1.5%-2% 水平，核心通胀保持在 2.5%-3% 区间；在此基础上，我们认为联储最快会在 2024Q3 开始降息，全年降息约 50-75bp。

我们从三部门经济运行和自然利率进行分析：

居民部门资产负债表依然健康，有进一步扩张的空间，2024 年将继续支撑美国经济。这得益于财富增值和可支配收入改善，加杠杆空间充裕、且资产价格稳中有升。

企业部门受益于居民的强劲消费支出，税前收入和现金流续创历史新高；支出上，受益于低息环境前置增发的大量债券，以制造业企业为主的各类企业利息支出率仅小幅上升，净利润率未明显承压。同时投资侧受到多轮产业政策提振，整体表现强势。2024 年或面临较大的付息压力，抑制企业投资和劳动力需求。

2024 年政府部门财政扩张的力度将放缓，尤其是“非国防非必要支出”分项将成为大选年两党博弈的焦点。随着高利率水平的延续，美国政府利率支出占 GDP 比重将进一步升高，挤压美国基础赤字率，压制财政刺激经济的力度。

长期看，疫后自然利率或已结束下行趋势，叠加通胀预期小幅上行，高位的政策利率所对应的限制性幅度并不算强。

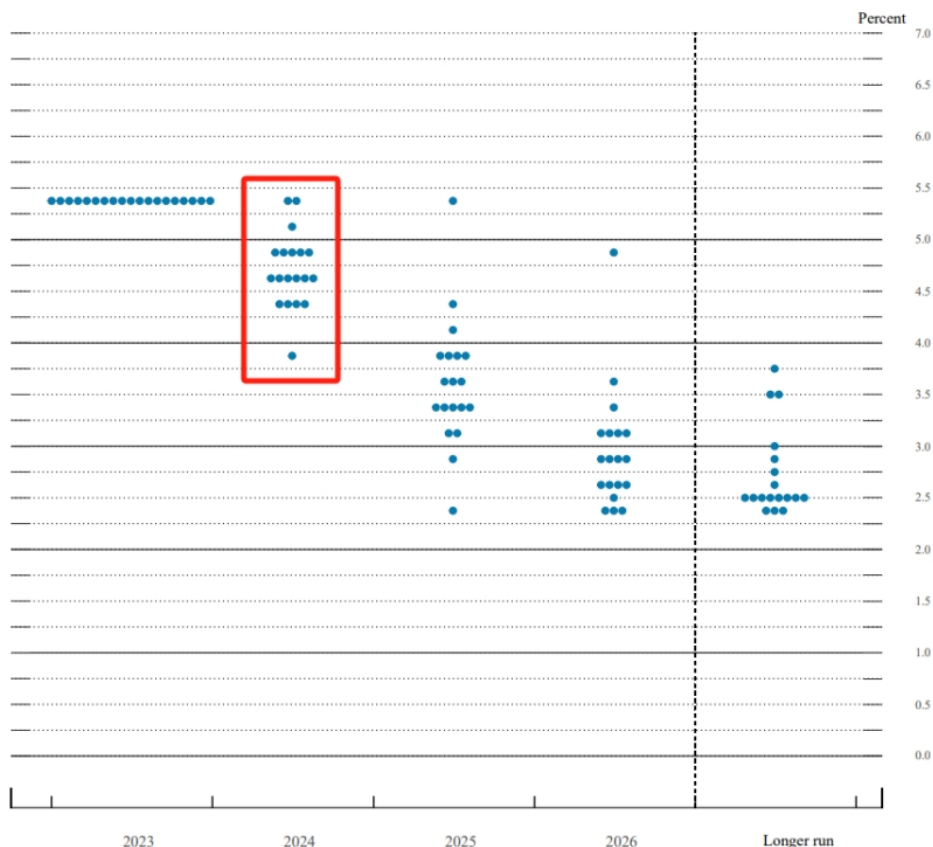
## 二、货币政策：利率高点已至，实质性降息需等到 2024 年下半年

2023 年 12 月美联储议息会议中，美联储明确表示开始转向讨论降息可能。货币政策目标走向了抗通胀、稳增长的双平衡。

美联储点阵图显示 2024 年共 75bp 降息预期，但市场对于当前美联储的降息路径更为激进，预计美联储最早 2024 年 3 月开始降息，全年降息约 150bp。

图表：点阵图指向 2024 年 75bp 的潜在降息

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind, 泽平宏观

图表：当前市场的降息预期较为激进

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	61.4%	29.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	52.6%	34.5%	4.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	50.9%	35.2%	6.1%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	44.3%	37.6%	10.5%	1.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	5.7%	39.8%	38.4%	13.8%	2.2%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.8%	28.7%	38.9%	21.8%	6.0%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	3.0%	23.3%	36.7%	25.4%	9.4%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME, 泽平宏观



我们认为，当前降息预期较为激进，真正的降息或需要等待至 2024 年下半年才能到来。

当前最大的掣肘依然在于火热的劳动力市场（3.7%的失业率），以及相对较高的核心通胀，难以匹配最早 2024 年 3 月的降息可能。

通胀放缓的可持续性存疑，潜在的通胀反弹将带来更大的降息阻力。美国 11 月 CPI 同比增速降至 3.1%，核心 CPI 同比增速为 4.0%。美国能源分项和核心商品分项的环比负增长继续推动 CPI 放缓。但核心服务，以及 Zillow 等统计的美国地产价格均明显反弹，未来将成为通胀反弹的最大动力。

具体来说，近期通胀放缓是核心商品，非房核心服务，以及地产/租金价格共同下行的变化结果。当前核心商品已经修复至疫情前的类通缩水平，地产价格再次上涨，非房核心服务在薪资增速的推动下，难以持续大幅下行。这几个共振压制通胀的因素在未来将错位反弹，站在降息决策的对立面。

当前的失业率水平处于历史低位，也远低于美联储所认定的 4.0%-4.1%潜在失业水平，与核心通胀类似，强劲的就业市场也并不支持过早的降息预期。1983 年至今的 5 轮加息周期停止时，美国新增非农就业同比平均为 19.4 万人，新增就业人口占劳动力人口比例为 0.17%，失业率为 5.3%。

图表：1983 年以来 5 次加息周期停止时就业情况

加息停止时间	新增非农就业人数 (万人)	新增人数占总劳动人口比例	失业率
1984-08	24.3	0.26%	7.5%
1989-02	26.6	0.25%	5.2%
1995-02	19.6	0.17%	5.4%
2006-06	8.1	0.06%	4.6%
2018-12	18.3	0.12%	3.9%
平均值	19.4	0.17%	5.3%
当前水平	19.9	0.13%	3.7%

资料来源：Wind，泽平宏观

除此之外，美联储过度放鸽会带来金融条件过度宽松的风险，违背美联储意愿。11 月 FOMC 给出暂停加息的理由是长端收益率大幅上行，带动金融条件持续收紧，可以代替一次加息。

但自 11 月会议以来，各类金融条件持续放缓，甚至跌至加息开始前水平，当前 10 年期美债利率自 8 月以来首次跌破 4%，抵押贷款利率迅速回落至近 7% 水平。广谱的利率回落将使利率敏感性活动再加速，在供给修复受限的情况下，需求侧大幅反弹将会引发二次通胀，带来鲍威尔“不愿提及”的二次紧缩。

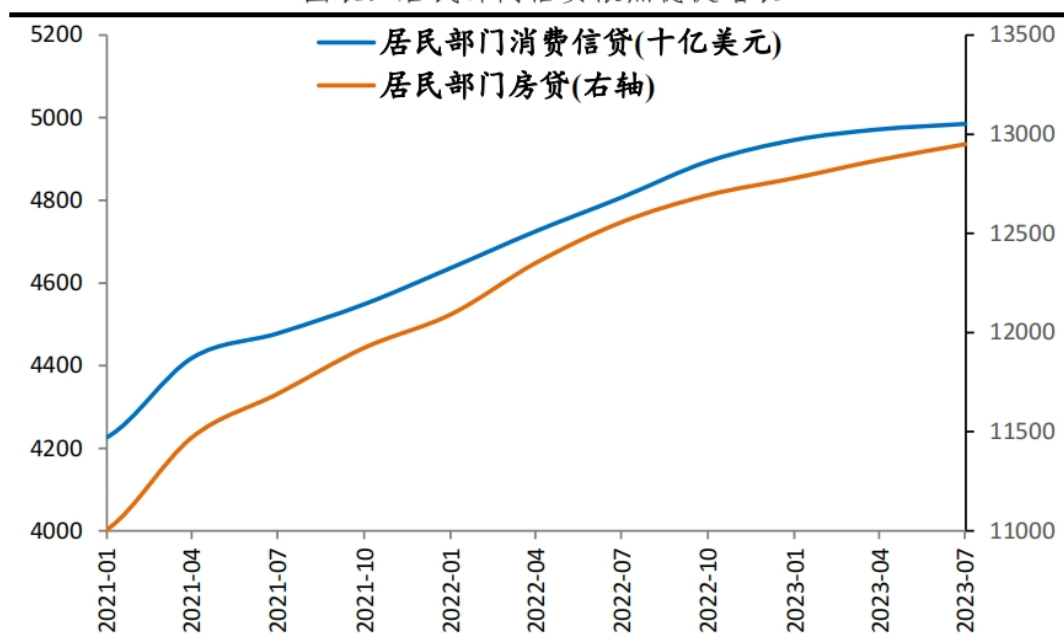
因此，我们认为更加合理的降息或发生在 2024 年下半年，全年降息幅度 50-75bp。

### 三、居民视角：资产负债表健康，将继续支撑美国经济

居民部门并未受到高利率的困扰，实际支出稳健增长，信贷增长有所放缓，实际收入持续改善。高利率环境下，2023 年前三个季度美国居民部门房贷增加 900 亿美元，信用贷增加 2560 亿美元；与此同时，实际薪资增速持续转正，两者构成了居民部门消费的底气。

我们认为有三方面的因素：存量（财富）的增值，流量（可支配收入）的改善，以及相对充裕的加杠杆空间。

图表：居民部门信贷依然稳健增长

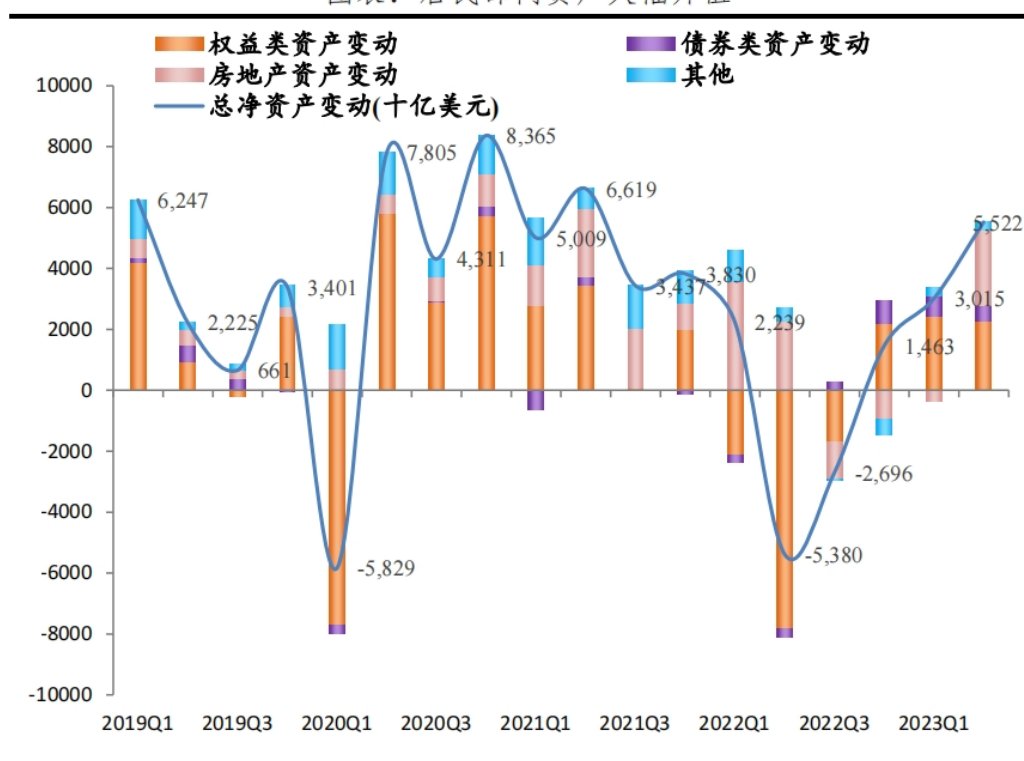


资料来源：Wind，泽平宏观

疫情后大规模现金补贴，以及各类税收减免和薪资保护计划一次性增加了居民财富。在短暂失业，和薪资增速较低的 2020 和 2021 年有力支撑了居民消费。相较于“超额储蓄”，居民金融资产（股票）和非金融资产（楼市）增值带来的财富效应对消费的支撑作用更加明显。

权益类资产价值和地产价值均有不同程度的上涨。上涨幅度最大的是美国居民部门的地产类资产，从 2020 年的约 22 万亿美元上涨至 2023Q2 的 31.6 万亿美元，三年间增长近 50%。

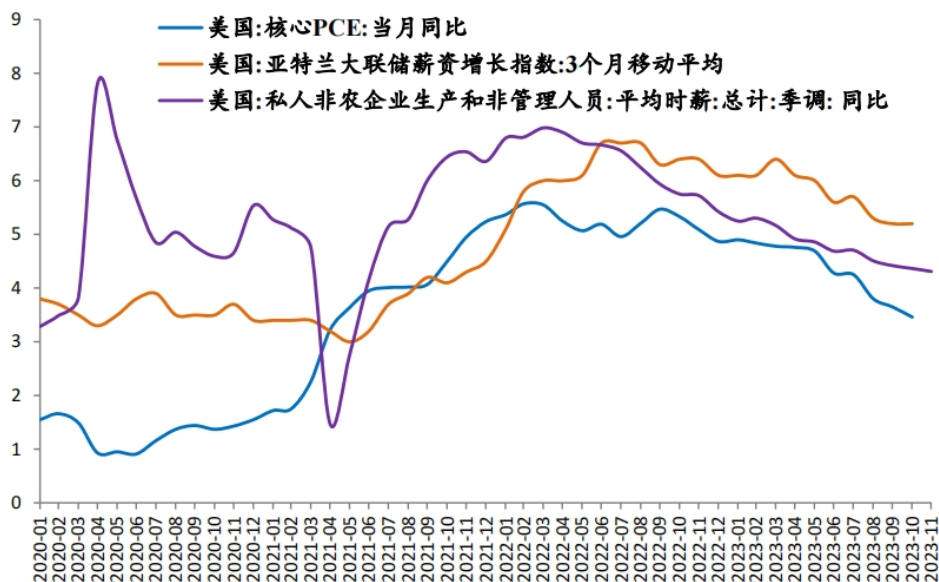
图表：居民部门资产大幅升值



资料来源：Wind，泽平宏观

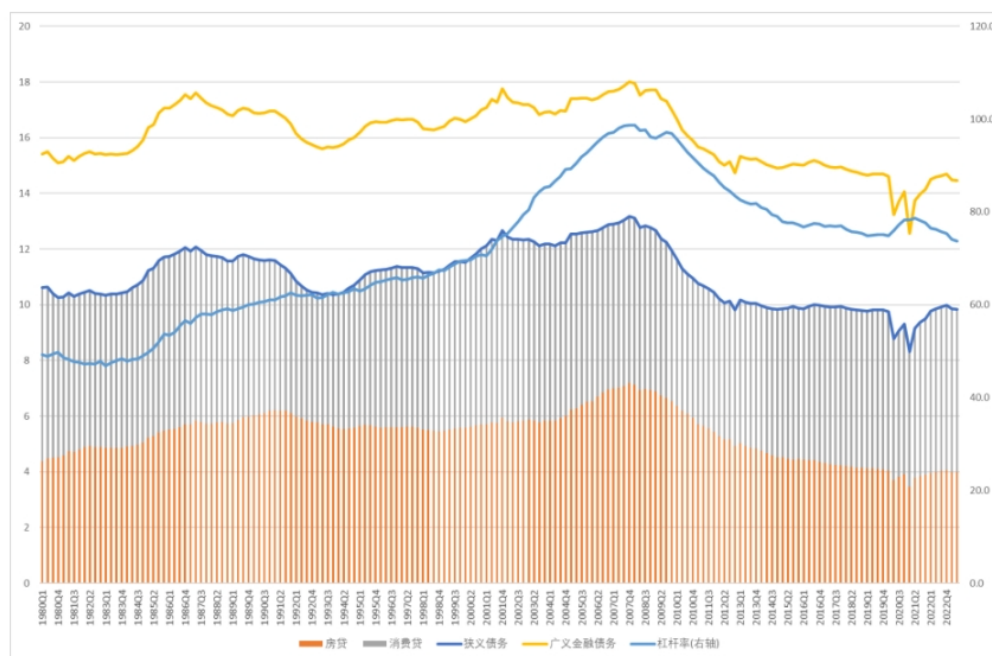
收入端实际薪资收入在通胀回落的情况下持续改善；而支出端占大头的房贷利息支出受益于 2020-2022 年间大量的低息再融资，并未大幅上行。从居民各类债务利息支出占可支配收入比看，在经历了小幅上升之后，当前无论是狭义债务(房贷+消费贷)收入比还是广义债务收入比都仅回到疫情前水平，居民偿债压力可控。

图表：居民部门实际薪资大幅修复



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：居民部门偿债压力可控，杠杆率还在下行



资料来源：Wind，泽平宏观

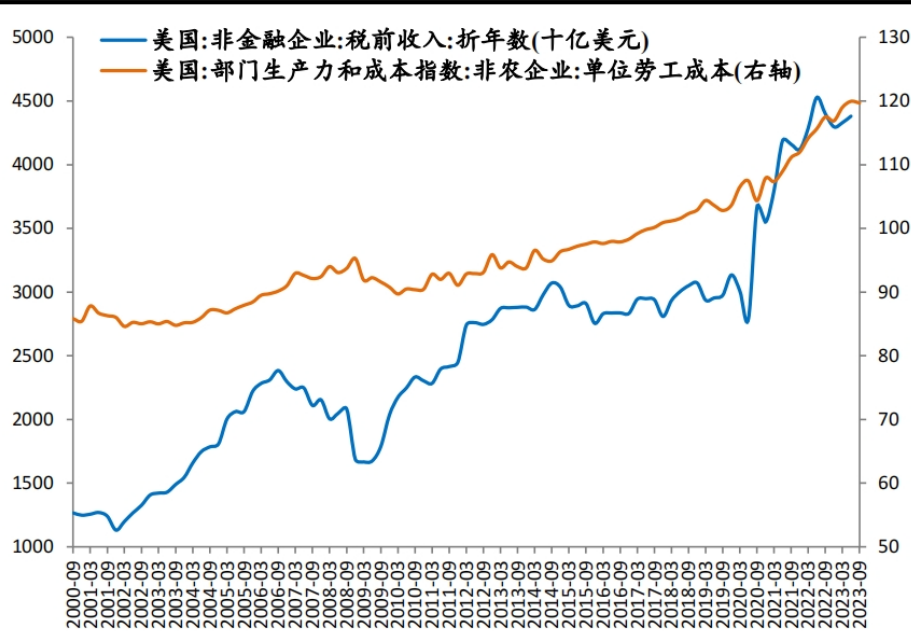
因此，我们认为在美联储加息接近尾声，利率无进一步大幅上行动力的背景下，美国居民部门的消费将保持较强韧性。尤其是持续下行的杠杆率，既给居民部门带来了更多的信用扩张空间，又加强了其抵御风险的能力，使得美国居民部门更有信心消费。

#### 四、企业视角：现金流尚充裕，但 2024 年将面临更大付息压力

居民消费的强劲对应着企业收入的高增。美国疫后居民实际支出恢复迅速，并呈现出从商品需求（居家）向服务需求（放开）的回归。服务消费作为美国整体居民消费的大头，整体的持续恢复也带动了服务业就业，也支撑起了企业收入。

疫情后非金融非企业税前收入结束了 08 年以来长期停滞的局面，显著跃升并保持高位；名义利润更是在高通胀的推动下，较疫情前增长近一倍。单位劳动力成本的上行速率也超过了疫情前水平，劳动份额上升，贫富差距有所缩小，形成正循环。

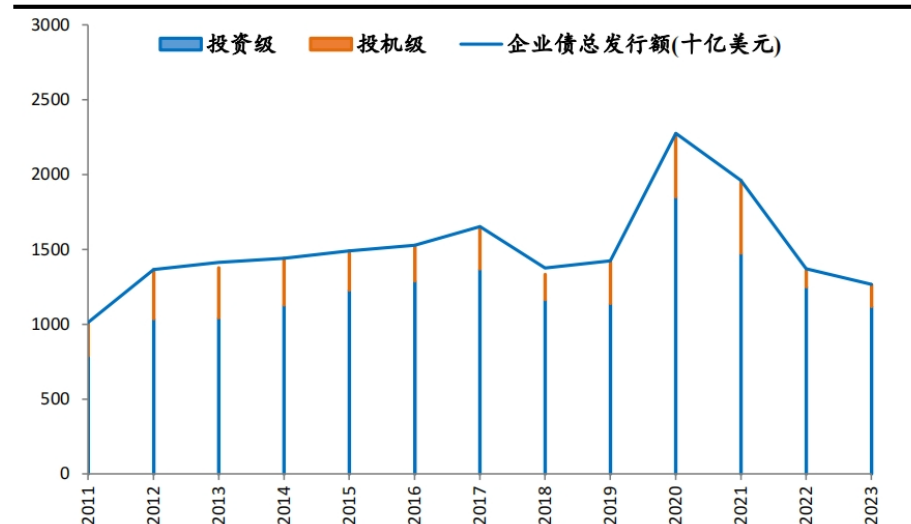
图表：美国非金融企业税前收入处于历史高位



资料来源: Wind, 泽平宏观

除了“开源”以外，美国企业部门也很好的做到了“节流”：在低息环境中提前增发债券融资，在加息初期加大发行债券的久期与债券融资占比，降低了利息支出以及对外部现金流的依赖，对冲了高利率冲击。

图表：2024 年美国企业面临债务续作压力



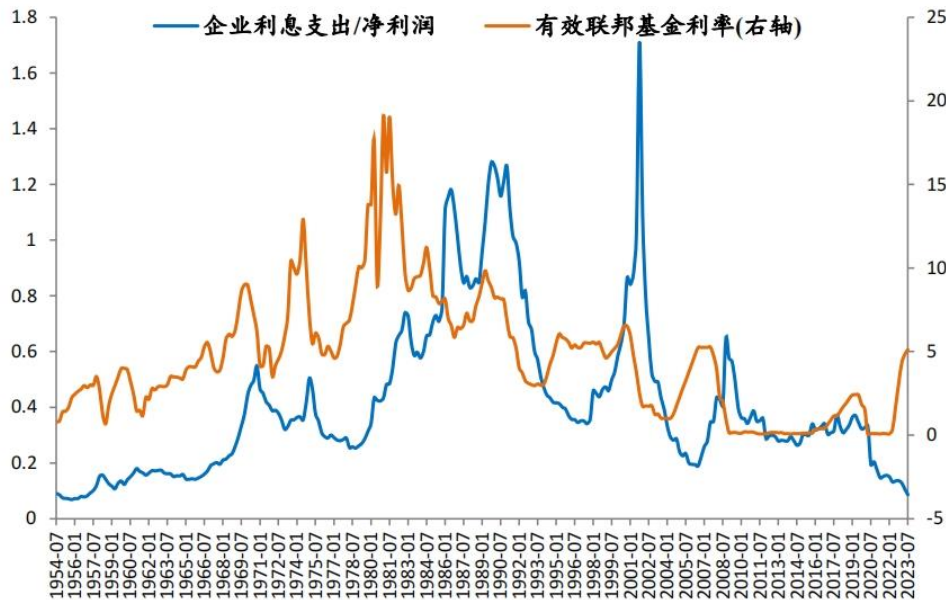
资料来源: Wind, 泽平宏观



2020-2021 年抢发大量低息债务，到了 2022 年加息周期开启，一反常态的整体净赎回债券。同时加大长久期债券供给，以及在信贷利率缓慢提升时再锁定低息贷款。相较于 2021 年，2022 年美国非金融企业融资中，贷款占比从 10.1% 升至 12.3%，债券融资占比从 6.5% 升至 7.4%，权益融资占比从 68.9% 降至 64.5%。

非金融企业的现金流（尤其是内部现金流）不断创出新高，企业降低了外部融资依赖性，在高利率下很好的保护了自身融资结构。

图表：企业利息支出压力落后联储加息约 10 个季度

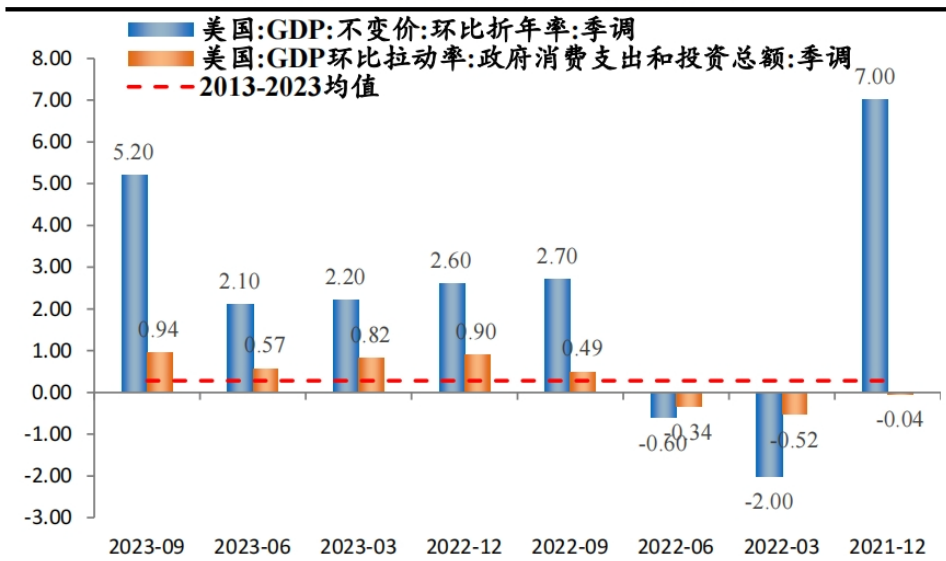


资料来源：Wind，泽平宏观

2020-2021 年低息期间大量发行的企业债即将在 2024 年起集中到期，对企业现金流造成一定压力。相应的，2024 年美国企业的投资需求将有所放缓，面临更大的付息压力时，可能会选择减少劳动力需求，推升失业率。从历史经验来看，自 1983 年以来，美联储五次加息起点领先非金融企业利息负担约 10 个季度。

## 五、政府视角：2024 财政支持力度将有所减弱

图表：2023 年美国财政明显扩张支撑经济



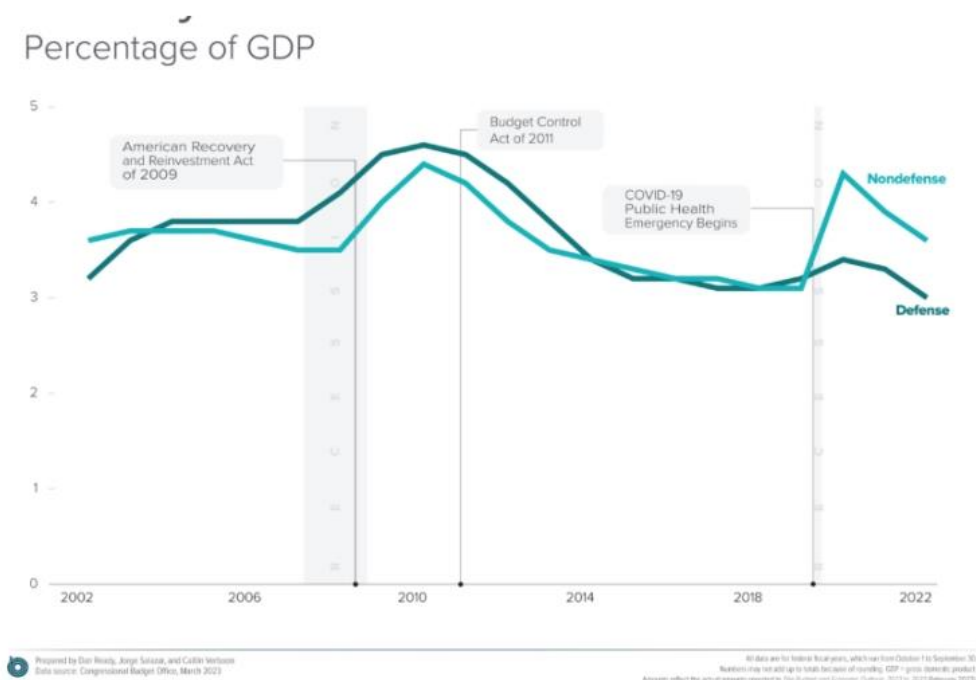
资料来源：Wind，泽平宏观

从 2022 年 H2 开始，美国财政配合“拜登经济学”显著发力，对 GDP 的拉动率超过均值水平。除开必要的财政支出外，对经济的增量刺激主要来自于美国政府的非国防非必要支出，有力的支撑了拜登三大法案对经济的提振。同时在银行业危机期间，FDIC 的财政支出配合美联储的新流动性工具，及时隔绝了风险蔓延。

从财政支出的角度来看，约 60% 是必要支出 (mandatory)，30% 是非必要支出 (Discretionary)，10% 是利息支出。必要支出是每个财年自动拨款，无需任何法案批准，主要涵盖了双 Med (Medicare、Medicaid) 以及失业金，养老金等。非必要支出指的是每年必须通过法案批准的支出项目，其中国防约占 45%，非国防约占 55%。

带动经济增长，最能体现拜登经济学的主要是“非国防非必要支出”分项 (Non-Defense Discretionary Spending, NDD)。《基建》、《通胀》和《科学芯片》法案涉及的基建，能源，基础科研等主要通过 NDD 科目获得批准。

图表：NDD 占 GDP 比重较疫情前明显上升，拜登经济学明显发力



资料来源：Wind, CBO, 泽平宏观

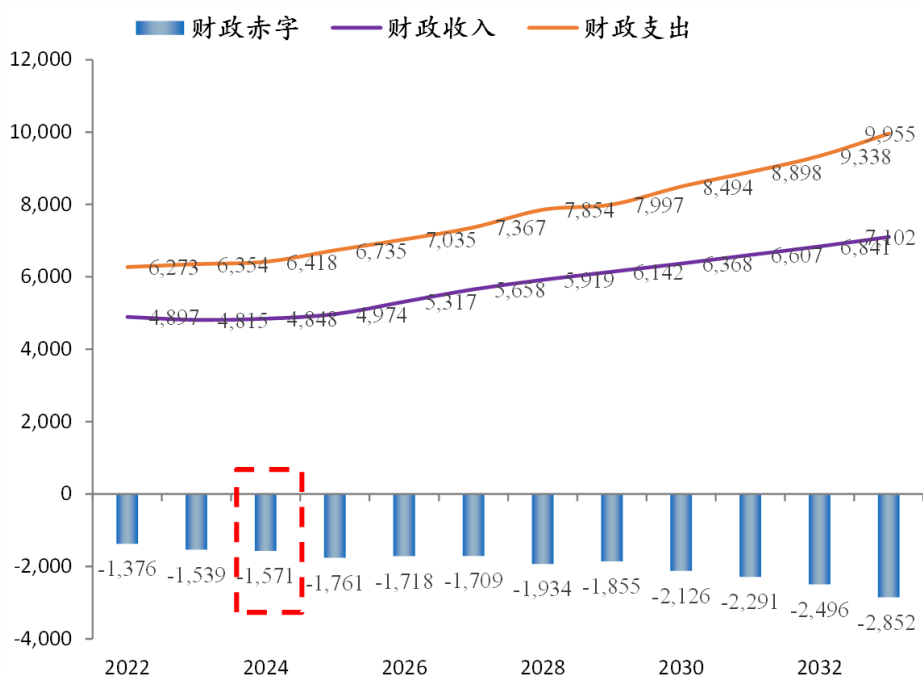
2024 年美国财政对经济的支撑力度将有所弱化。根据 CBO 预计，2024 年赤字率将为 5.8%，但考虑到净利率支出或超 1 万亿美元（约合 GDP 的 3.5%），美国的基础赤字将缩减至 2.3%，即相较于 2023 年的 3.4% 明显缩窄。

在产业政策方面，当前芯片法案对美国经济已有所支撑，各企业承诺投资额大约在 2000 亿美元，大多已进入开工阶段，当前折年约 1300 亿美元的企业厂房建设难以保持高增。

再者，在最关键的 NDD 开支上，两党争执不下。6 月初通过的债务上限法案要求 2024 财年 NDD 支出持平，2025 年环比可增加 1%。但时任众议长麦肯锡已黯然下台，当前共和党的普遍诉求是 NDD 下降约 7%-10% (600-900 亿)，并撤回已批准的 900 亿拨款。这也是两党对财政法案不能达成一致的关键领域。

我们认为可能拜登政府最后会在刺激法案的部分条款让步以求顺利通过，最终财政将会有 500-1000 亿的紧缩。

图表：2024 年美国财政赤字难以大幅扩张



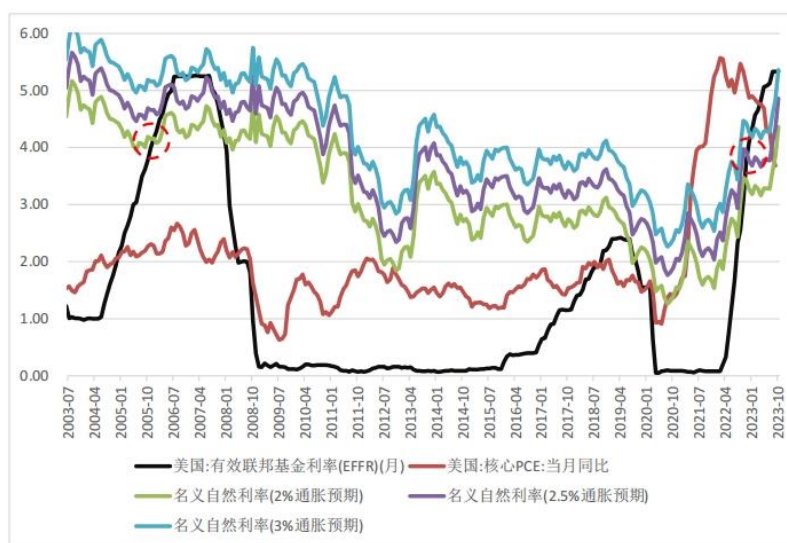
资料来源：Wind, 泽平宏观

### 六、自然利率视角：疫后或已结束下行趋势，弱化高政策利率影响

2008 年金融危机以来，美国国内全要素生产率下行，人口老龄化加深，居民部门持续去杠杆，政府部门投资不足，全球化持续推进，共同推动了自然利率的长期下行。尽管自然利率相关估计波动较大，但普遍认为美国疫情前自然利率处于约 0.5%-1.2% (中位数 0.8%)。

疫情后，尽管贫富差距在高薪资的推动下有所改善，AI 的兴起对生产力提升或有所促进。但大规模的财政赤字带来债务可持续性担忧，贸易保护主义抬头终结全球化趋势、全球投资区域化，都潜在地推升了自然利率，最新的估计约在 1.5% 左右。

图表：直至 2022 年 12 月政策利率才具备限制性



资料来源：Wind, 泽平宏观



我们以 1.5% 的实际自然利率，和 2.5% 的通胀预期作为基准回顾本轮美联储货币政策路径，会发现直至 2022 年 12 月 EFFR 才高于名义自然利率。若以核心 PCE 作为参照，则更是 2023 年 4 月货币政策才开始具备“限制性”。可见本轮政策利率进入限制性区间的时间并不算久。

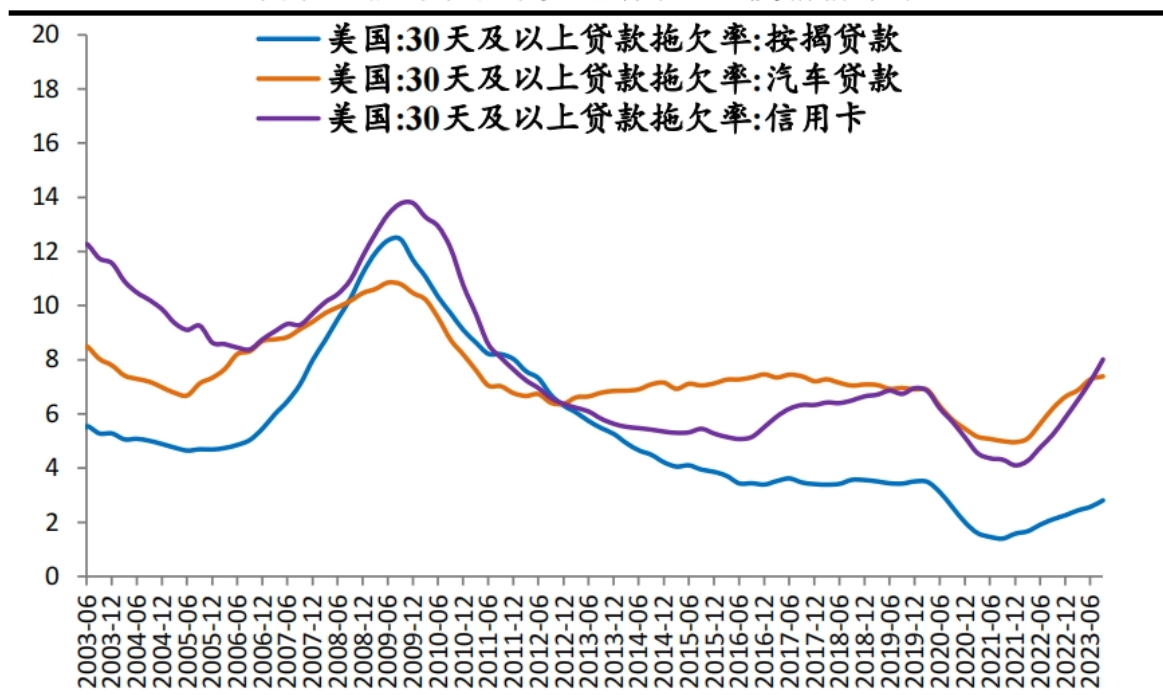
在自然利率视角下，以 2008 年为基准做简单的线性外推。2005 年 12 月有效联邦基金利率首次超过市场交易的名义自然利率（2% 通胀预期），7 个月后停止加息，19 个月后开始降息。

本轮周期 2022 年 12 月有效联邦基金利率首次超过市场交易的名义自然利率（2.5% 通胀预期），7 个月后达到目前本轮峰值 5.25%-5.5% 水平。指向潜在的降息时间节点在 2024Q3，也与我们认为美国经济放缓的时点符合。

## 七、风险：中小银行脆弱性、商业地产空置率与通胀可能的超预期反弹

第一，居民部门各类贷款逾期率都有所上行，其中信用卡和车贷贷款逾期率已经超过疫情前水平。尽管我们认为这是高利率下的良性反应，但除开潜在的消费收缩外，也可能诱发中小银行坏账率上升，对中小银行造成冲击。

图表：信用卡和车贷逾期率已超疫情前水平



资料来源：Wind，泽平宏观

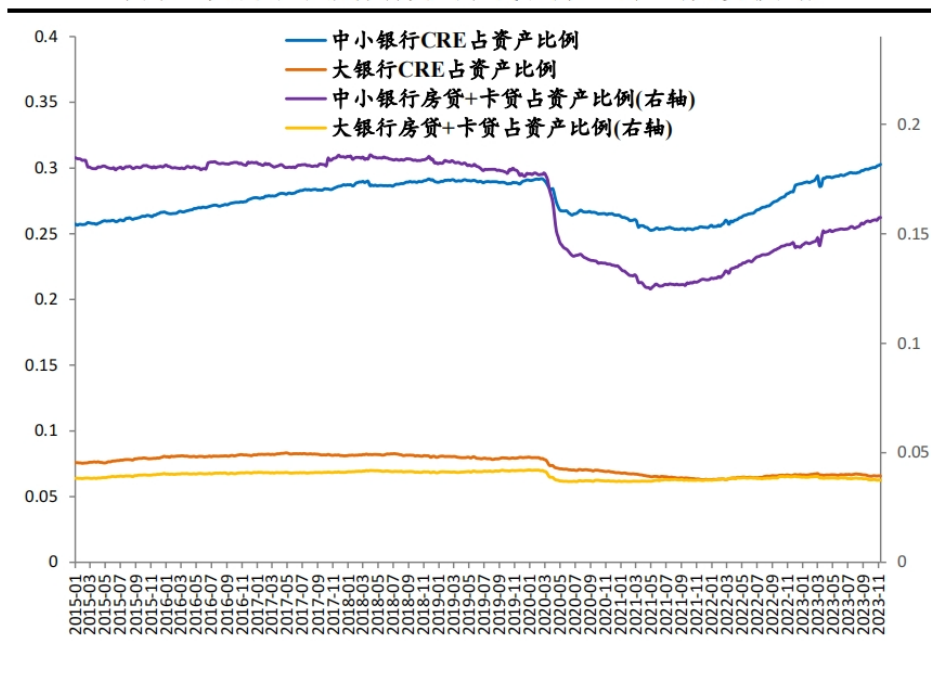
第二，美国商业地产风险（主要是办公地产），当前空置率依然在提升：办公地产空置率较高，工业地产和多户住宅类空置率保持稳定。背后的主要原因是新建成的办公地产面积依然处于高位，且租约消化率依然低迷，大量新建商业地产被迫空置。

这对持有商业地产较多的中小银行来说，既面临续作时估值下行的被迫坏账计提影响利润（投资者信心），又面临更多现金流需求，加大营运压力。很可能造成市场上商业地产持续抛售，压制现有 CRE 资产价值的恶性循环。

总的来说，中小银行将受到居民信贷违约率持续提升，以及 CRE 贷款续作减值两个方面的压力。对潜在的中小银行破产潮不应感到惊讶，但受限于体量较小，整体对美国经济的有限影响。



图表：美国中小银行将受到居民和商业地产两类贷款风险

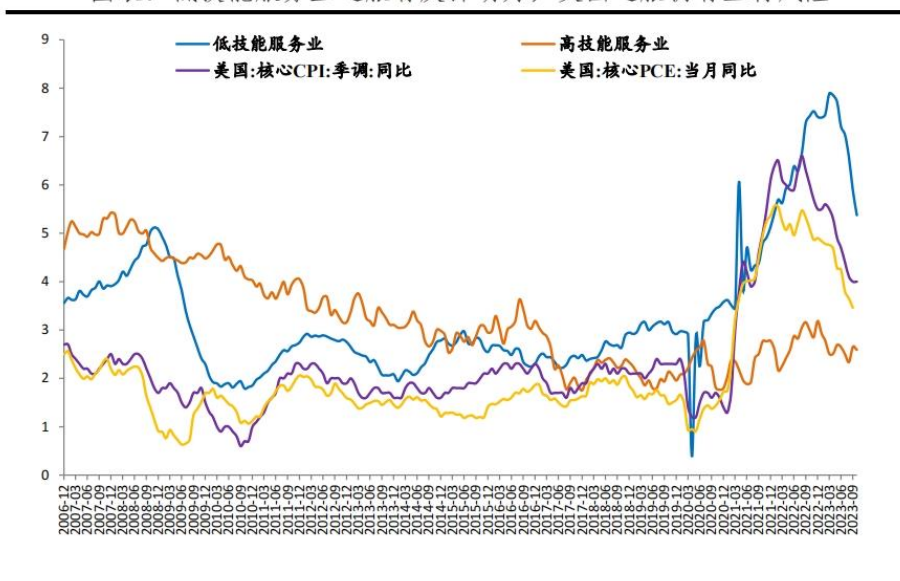


资料来源：Wind，泽平宏观

第三，美国通胀大幅反弹的风险。当前美国核心通胀放缓的主要推动力是低技能服务业，高技能服务业通胀整体较为稳定。然而，进入2023年下半年以来，各类罢工事件增多，且往往伴随着大幅涨薪才结束，对美国底层人民和相对应的低技能服务业造成了潜在的通胀压力。

从数据上看，美国低技能服务业和核心通胀的放缓速度接近1:1的关系。这意味着低技能服务业需要进一步下行至约4%-4.5%的水平，才能使美国2024年核心通胀低于3%；若以美联储的2%通胀目标衡量，则更需美国低技能服务业通胀下行至3.5%的水平，甚至低于当前薪资增速。美国企业不太可能以自己利润受损的方式来压制低技能服务业通胀，在居民服务消费较强的情况下，这将成为美国2024年通胀反弹的潜在推手。

图表：低技能服务业通胀有反弹动力，美国通胀仍有上行风险

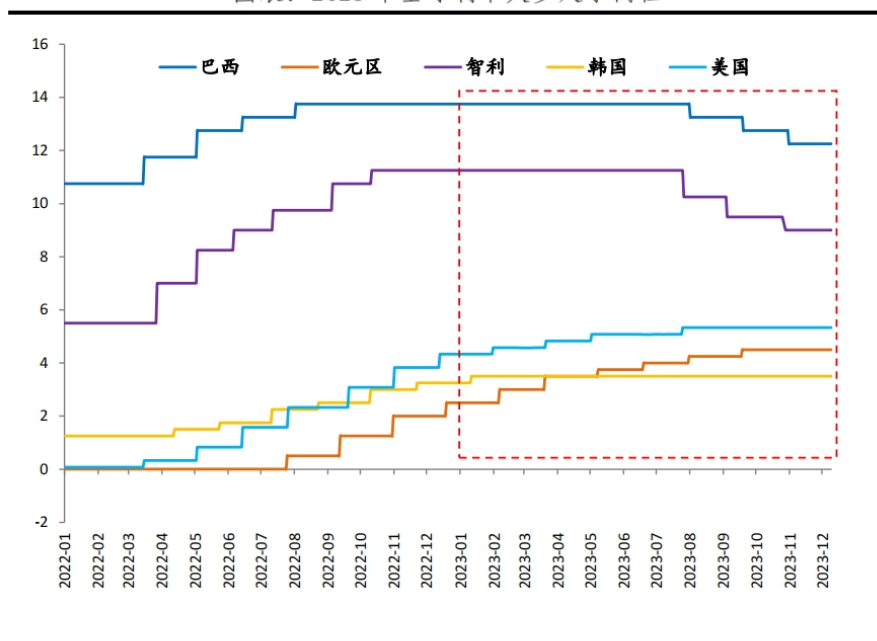


资料来源：Wind，泽平宏观

## 八、24 年全球经济与货币周期的错位或将延续

随着美联储 2023 年最后一次货币政策会议的结束，整个 2023 年全球利率的动态也基本确定：全年全球货币政策利率持续处于高位。尽管一些早加息的新兴经济体在 2023 年下半年开启了降息周期，但美欧等发达经济体为了对抗通胀，维护物价稳定，依然将货币政策利率维持在近 40 年来最高水平。

图表：2023 年全球利率大多处于高位

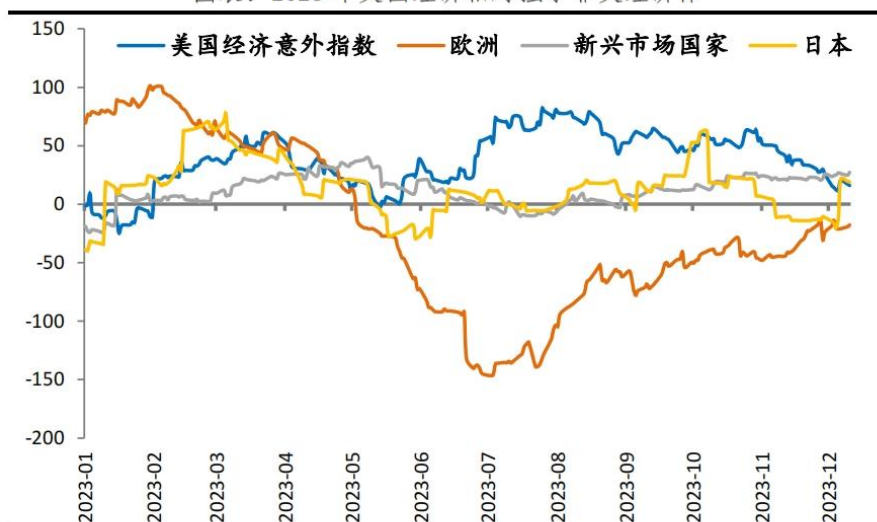


资料来源：Wind, 泽平宏观

美国的高利率引发了资本回流，全球流动性持续收紧，非美货币汇率在下半年一度承受较大压力。中美 10 年期国债利差倒挂超 14 个月，在美元指数再度冲高的同时，日元也一度冲高至 150 水平，引发对日央行提前结束收益率曲线控制的担忧，人民币汇率一度至 7.3 水平；但人民币相对于一篮子汇率稳中有升。

共振的货币周期，错位的全球经济。2023 年整体呈现出美国强，非美经济体弱的态势。而在非美经济体中，新兴经济体的表现又相对强于日本，更强于持续衰退的欧元区各国。

图表：2023 年美国相对强于非美经济体



资料来源：Wind, 泽平宏观

值得一提的是，受益于 2008 年以来更强的金融监管政策，巴塞尔协议的持续推进，

以及早加息的货币政策，本轮新兴经济体并未出现大面积“崩溃”。反而在加息周期中体现出较强的经济韧性，为 2023 年全球金融稳定做出一定贡献。

展望 2024 年，全球流动性的改善要等到美联储实际开启降息。在此之前，美国经济的“惯性”将继续支撑美元保持在相对高位水平；尤其是一度特别鹰派的欧央行或因为经济连续环比收缩，在 2024 年提前开启降息进程，对美元与美元指数有所支撑。

考虑到当前市场对美联储降息预期过于激进，期间或有多次反复博弈。非美货币的趋势性升值还需等待市场达成较为一致的降息预期共识，以及等待美国数据连续指向经济实际性走弱。

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。