

中信证券研究部

核心观点



崔嶸
海外宏观经济首席
分析师
S1010517040001



李舜
海外宏观经济
分析师
S1010522100001



联系人：徐广鸿
海外策略首席



王一涵
策略分析师
S1010522050002

2024 年全球经济应是向新均衡回归的一年。预计发达经济在“高利率”环境下将温和走弱，但经济的“韧性”可能意味着更高水平的均衡利率，而新兴国家相对发达国家利差优势的“稳态”也将有所改变，资金流向和资产估值相应的调整可能尚未结束。考虑到全球经济下行周期企业盈利难大超预期、高利率环境下估值修复有限，我们倾向于债券 > 股票 > 大宗的资产配置优先顺序。

■ **经济增长：预计 2024 年全球经济动能将在降息前温和趋弱。**美国就业市场“软着陆”的憧憬存在难以兑现的风险，消费需求预计会在明年趋于降温，非住宅固定投资的热潮退却但不至于显著萎缩，住宅投资需求在降息前难有亮眼表现，及时降息可能是美国经济实现新均衡并避免衰退的必要条件。欧元区抑制通胀与能源转型的努力尚未成功，明年经济仍有停滞风险。日本经济疫后复苏的趋势在今年三季度暂歇，不过其在明年或仍可温和扩张。

■ **通货膨胀：预计 2024 年发达经济体通胀趋缓，将离央行目标更进一步。**预计美国通胀明年仍存粘性，不过在基准情形下，商品通胀难以明显反弹，服务通胀趋于缓和，通胀粘性未必很强。欧元区的内生通胀动能预计也将随企业利润率下降与就业市场紧张程度缓解而减弱，已有部分前瞻指标显示欧元区通胀中枢正靠近 2%。日本经济已具备可持续通胀动能的基础条件，明年春斗或是观察日本经济能否实现“物价—薪资”良性循环的关键窗口。

■ **货币政策：预计美欧央行本轮强力加息或已结束，日本央行明年上半年可能退出负利率政策。**当前主要发达经济体央行既要防止经济陷入深度衰退，又要防止通胀反弹。美国方面，预计本轮美联储加息或已结束，明年上半年将维持利率不变，首次降息时点或在明年年中前后。欧洲方面，预计欧央行本轮加息亦已结束，首次降息时点或与美联储接近。日本方面，日本央行在实质上已基本完成退出收益率曲线控制（YCC），预计明年上半年可能退出负利率。

■ **财政政策：预计美国财政政策将较今年边际降温，欧洲财政立场总体偏紧，日本财政则将保持扩张。**美国方面，在财政责任法案制约、大选年两党博弈加剧以及强制性支出可能有所减少的共同作用下，预计美国财政政策将较今年边际降温，2024 财年赤字规模或在 1.3 万亿美元左右。欧洲方面，预计欧盟在《稳定与增长公约》改革背景下将致力于降低赤字率和政府债务率，财政政策可能总体偏紧且具针对性。日本方面，预计 2024 年日本财政政策仍将维持扩张，但巨额刺激计划也将带来更大的财政恶化压力。

■ **海外大类资产配置：建议配置优先顺序为债券 > 股票 > 大宗商品。**债市方面，10 年期美债利率在明年或将逐步回落，全年中枢或在 3.5% 左右，曲线形态或将呈现牛陡走势。外汇方面，预计明年美元指数全年呈 V 型走势，低点或在二季度降至 98 左右。股市方面，目前美股权益市场性价比仍较低，明年非美股市表现或好于美股，流动性转向背景下关注非美股市存在的估值修复机会，美股在降息前或仍以震荡下行为主、降息后或存在弱反弹行情。商品方面，贵金属 > 能源 > 工业类 > 农产品，黄金在美元、美债利率回落叠加风险事件的加持下突破前高的可能性仍较大；国际油价短期偏弱震荡，2024 年二季度后或逐渐上行；工业金属方面或仍以阶段性行情为主，国内地产表现仍是关键；玉米、大豆等农产品供给仍偏丰，价格或震荡下行。

■ **风险因素：**欧美劳动力市场需求超预期；美国地产供给偏紧可能刺激房价上涨预期；能源商品等供给冲击致通胀超预期反弹，从而促使美联储超预期再度收紧货币政策；中美关系不确定性；地缘政治持续发酵风险。

目录

经济增长：寻找新的均衡	5
美国：充分就业难以维持，降息前将温和降温	6
欧元区：工业活动持续疲软，经济仍有停滞风险	8
日本：疫后复苏趋势暂歇，明年仍可温和增长	11
通货膨胀：距 2%更进一步	13
美国：粘性考验尚未结束，反弹风险亦较有限	13
欧元区：内生通胀动能减弱，逐渐靠近央行目标	16
日本：通胀已具可持续性，等待春斗涨薪佳音	17
货币政策：年中前后降息	18
财政政策：赤字边际下降	21
资产配置：新均衡非资产价格的“稳态”	25
债券市场：美债利率向下拐点已现，但波动中枢上移	25
外汇市场：美元呈“V”型走势，低点或在二季度	26
股票市场：盈利收益率相对债券和现金下降	27
大宗商品：贵金属 > 能源 > 工业类 > 农产品	31
风险因素	33

插图目录

图 1：各经济体所处经济周期示意图.....	5
图 2：美国的银行在 SLOOS 报告消费贷款需求下降且放贷标准收紧	7
图 3：美国消费信贷增速趋于放缓	7
图 4：高利率环境未必会显著抑制美国非住宅固定投资需求	7
图 5：加息对美国住宅投资需求的抑制作用比非住宅投资明显	7
图 6：美国加息结束(H)或首次降息(C)起实际固定投资需求季调环比折年率的季度平均值8	
图 7：制造业占比较大的欧元区成员国今年前三季度的 GDP 环比偏低.....	9
图 8：欧央行加息造成欧元区工业生产活动疲弱.....	9
图 9：艰难的能源转型过程可能也是德国工业生产疲弱的原因	9
图 10：欧元区银行全面收紧信贷条件.....	10
图 11：欧元区企业面临紧信用环境.....	10
图 12：欧元区实际薪资季环比在今年上半年仍为负值	11
图 13：欧元区实际零售销售同比跌幅在今年三季度持续扩大	11
图 14：欧元区银行正持续收紧消费信贷的放贷标准	11
图 15：日本企业利润已恢复至疫情前长期趋势	12
图 16：多数日本企业对未来景气状况感到乐观	12
图 17：日本经济渐入佳境的趋势在三季度暂歇	13
图 18：我们预计美国 2024 年通胀同比读数将大致呈前高后低之势.....	13
图 19：美国 CPI 核心商品项的变化由二手车价格主导.....	14
图 20：美国 CPI 核心商品项中机动车价格波动大且权重高	15
图 21：市场租金指标预示着美国 CPI 住宅项同比将继续回落.....	15
图 22：市场租金指标预示着美国 CPI 住宅项环比反弹的动力不强.....	15
图 23：美国劳动力市场的降温应有助于除住宅外核心服务价格增速的缓和.....	16
图 24：Indeed 平台发布的招聘启事薪资增速同比 3MMA 正在下降.....	16
图 25：欧元区劳动力市场可能已度过最紧俏的阶段	16
图 26：前瞻指标显示欧元区通胀中枢正逐渐靠近 2%	17
图 27：欧元区劳动力供给已恢复至疫情前长期趋势	17
图 28：我们预计欧元区 2024 年总体 HICP 同比中枢大致为 2.6%.....	17
图 29：我们预计日本 2024 年综合 CPI 同比中枢约为 2.4%.....	18
图 30：我们预计日本 2024 年核心 CPI 同比中枢约为 2.3%.....	18
图 31：美国新增非农就业人数与失业率	19
图 32：上世纪 70、80 年代美国通胀反复的历史经验	19
图 33：高薪资增速可能延长欧洲通胀维持高位的时间	20
图 34：美联储与欧央行以往加息降息周期利率变化顺序.....	20
图 35：日本通胀回落缓慢，我们认为日本通胀动能已可持续	21
图 36：2023 年财政责任法案（FRA）能长期性地延缓财政赤字增长.....	22
图 37：参众两院目前各自主张的 2024 财年 302(b)额度对比	22
图 38：美国财政社会保障支出增速与 COLA 显著相关	23
图 39：2023 年以来 10 年期美债利率走势拆分	25
图 40：10 年期美债利率与联邦基金利率走势关系	25
图 41：美元指数与美欧、美日、美英利差关系	26
图 42：标普 500 、MSCI 全球股票指数盈利收益率与美国短期现金收益对比	27
图 43：全球分区域主要股指当前估值及历史分位数	28

图 44：1962 年以来标普 500 月度平均涨幅（大选视角）	28
图 45：标普 500 指数与盈利预测	28
图 46：宏观经济超预期指数	29
图 47：2024 年美股分行业盈利预测	29
图 48：1962 年以来标普 500 月度平均涨幅（大选视角）	29
图 49：1960 年两党博弈激烈的大选年相对其他年份的涨幅及波动	29
图 50：选情流程：美国大选相关关键事件节点	31
图 51：基于时间序列 SVAR 模型对黄金价格进行定量拆分	32
图 52：黄金价格走势分析研判	32

表格目录

表 1：全球主要经济体实际 GDP 季调环比折年率与总体 CPI 同比预测（%）	18
表 2：CBO 测算 FRA 对财政预算的影响（十亿美元）	23
表 3：历史加息尾声阶段各关键期限美债利率下行幅度（bps）	26

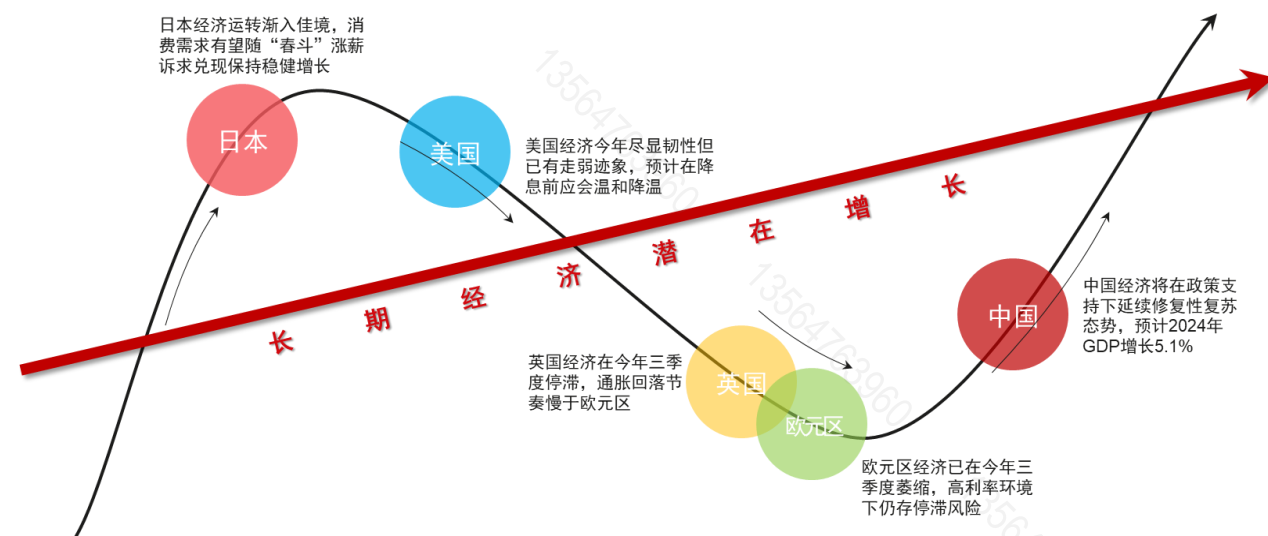
经历了疫情供给冲击、超常规需求刺激下的经济、通胀、利率大幅波动后，2024 年全球经济预计是向新的均衡回归的一年。新均衡的实现并不会一蹴而就，发达国家为了对抗通胀、降温经济而采取的紧缩政策初显成效，内生性的增长能承受多大程度的紧缩，以及可能的紧缩转向是否能让经济、通胀、利率稳定在新的高度水平上——实现新的均衡是 2024 年全球宏观经济核心关注的焦点。

■ 经济增长：寻找新的均衡

回顾 2023 年，全球经济增长表现分化，欧洲经济较亚太疲软。全球主要央行在 2023 年延续了自 2022 年开启的加息步伐，主要发达经济体的利率水平已达到限制性区间。不同经济体在今年的增长状况表现各异，美国经济在旺盛的消费需求支撑下尽显韧性，日本经济运转渐入佳境的趋势暂歇，欧洲经济体消除通胀粘性的努力则抑制了经济增长动能，亚洲不少出口导向型经济体在近期面临景气不佳的挑战。

展望 2024 年，全球经济动能温和趋弱，市场悬悬而望的降息或终将翩然而至。我们认为通胀中枢的充分回落需以劳动力市场供需平衡为基础，这意味着在过剩就业需求未被充分削减前，“利率将在高位维持更久（higher for longer）”的紧缩叙事尚难言终章，欧美劳动力市场仍需进一步降温，这将增加经济动能走弱的不确定性；日本经济正面临实现居民“收入—支出”良性循环的窗口期，有望在积极的政策支持下温和扩张。在通胀走势趋于央行目标的前提下，一再被推迟的欧美央行降息预期可能会在明年中后期依次兑现，日本则有可能进一步退出“异次元”宽松货币政策。

图 1：各经济体所处经济周期示意图



资料来源：中信证券研究部预测

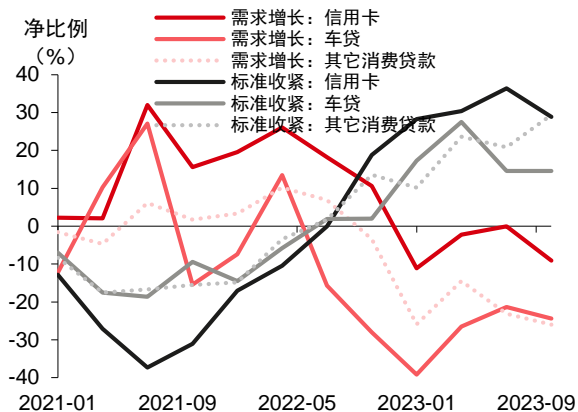
美国：充分就业难以维持，降息前将温和降温

美国经济在持续显现韧性后已有走弱迹象，明年在降息前预计会温和降温。今年以来美国经济内生动能在旺盛的消费需求支撑下尽显韧性，我们认为这是由仍未耗尽的有效超额储蓄与充分就业的劳动力市场所支撑，上述两大支撑预计难以在明年持续。我们预计美国在 2024 年难以维持充分就业状态，消费需求会在未来三个季度左右的时间内趋于降温，投资需求难有亮眼表现但亦不至于显著萎缩，及时降息或是美国经济动能反弹并避免衰退的必要条件，预计 2024 年全年美国实际 GDP 增速 0.6%。具体而言：

美国劳动力市场正在降温，2024 年可能难以维持充分就业状态。美国失业率在今年以来能持续处于低位的重要原因是，疫情后充足的职位空缺充当了劳动力市场降温的缓冲垫，因此今年前三季度劳动力市场过剩需求的消除得以通过职位空缺数减少而非失业人数增加的方式实现，这在贝弗里奇空间即表现为曲线的内移。随着过剩职缺数逐渐回落到长期中枢，劳动力市场的进一步降温可能不得不需要通过新增失业完成，直至劳动力供需缺口消除。因此，相比于当前 Bloomberg 市场共识预计明年四个季度的失业率都不会超过自然失业率 4.4% 的观点，我们对明年美国就业状况更偏悲观，我们预计美国失业率在明年有可能超过自然失业率，且高点可能需达到 5% 左右才可充分消除供需缺口，即明年美国难以维持充分就业状态，就业市场“软着陆”的憧憬存在难以兑现的风险。

今年持续旺盛的消费需求预计会在明年趋于降温。一方面，从即期因素看，考虑到美国失业率中枢即将开始温和加速上升（请见《海外宏观经济专题—美国失业率的变化路径及其市场影响》2023-02-05）、实际薪资增速难再明显抬升（请见《2023 年第二季度美国 GDP 增速点评—内需韧性再超预期，固定投资明显回暖》2023-07-28）、学生贷款恢复缴款（请见《海外宏观经济专题—美国学生贷款恢复缴款将削弱消费需求韧性》2023-09-07），且居民的有效超额储蓄已所剩不多，我们预计美国消费需求会在今年四季度开始走弱（请见《2023 年三季度美国 GDP 及欧央行 10 月议息会议点评—美国消费需求仍强劲，欧央行如期未再加息》2023-10-27），且这四个因素对消费需求的重重考验在降息前难以消散，居民部门将会直面就业市场降温与高利率持续的压力。另一方面，从跨期因素看，美国消费信贷增速趋于放缓、银行持续收紧消费贷款标准，居民在明年或难以再如过去两年般通过增加消费信贷的方式支撑当期消费，因此我们认为近期旺盛的消费需求难以延续到明年，高利率环境下美国居民部门消费动能降温的趋势预计会在未来两三个季度逐渐显现。

图 2：美国的银行在 SLOOS 报告消费贷款需求下降且放贷标准收紧



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

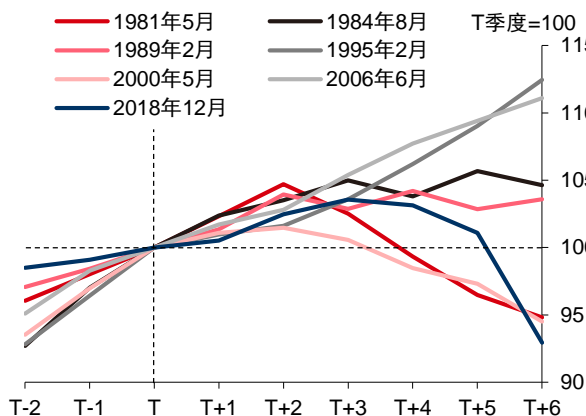
图 3：美国消费信贷增速趋于放缓



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

非住宅固定投资的热潮在近期退却，不过明年其需求应不至于显著萎缩。美国三季度环比增速转负的设备投资需求与过去数月上行乏力的制造业建筑开支共同反映了“拜登经济学”产业政策短期显著激励效果的消退，且高利率环境可能会继续抑制资本开支增势，因此明年降息前美国非住宅固定投资难见明显增长。不过，我们同时认为，美国明年非住宅固定投资需求可能仍会受到三个因素的持续支撑，即政府产业政策的引导、企业利润对内源融资的支持与跨国企业政治风险管理意识的提升（请见《海外宏观经济专题—美国企业投资需求韧性的来源与前景》2023-09-26），因此预计企业投资需求在明年也不至于显著下降。从历史经验看，我们统计了上世纪 80 年代初以来美联储加息结束时起连续二、四、六个季度的非住宅固定投资增速变化，发现仅有 1981 年 5 月加息结束起六个季度（即 1981 年二季度至 1982 年三季度）的非住宅固定投资季调环比折年率平均值为负（-0.9%），其余六次加息结束起连续二、四、六个季度的非住宅固定投资平均增速都录得正增长，表明历史上高利率环境未必会显著抑制企业投资需求。

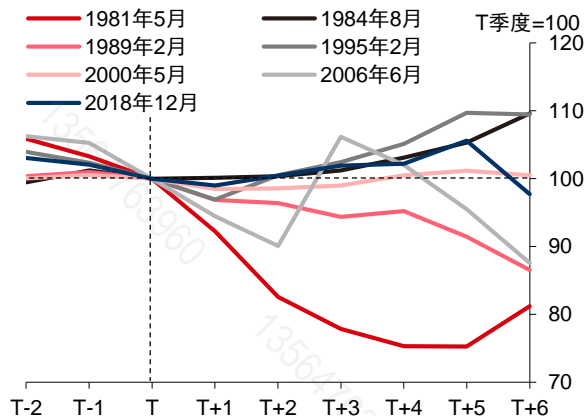
图 4：高利率环境未必会显著抑制美国非住宅固定投资需求



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

注：图例为末次加息月份，T 季度指加息结束当季，T 季度实际非住宅固定投资规模指数化为 100。

图 5：加息对美国住宅投资需求的抑制作用比非住宅投资明显



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

注：图例为末次加息月份，T 季度指加息结束当季，T 季度实际住宅投资规模指数化为 100。

住宅投资需求在降息前或亦难有亮眼表现。我们同样从 1981 年以来的历史经验看，从美国加息结束起两到四个季度的住宅投资平均季调环比折年率普遍录得负增长或微幅正增长，表明高利率往往会明显抑制住宅投资需求。今年三季度美国住宅投资时隔九个季度重回环比正增长的特例可能反映的是在按揭贷款利率快速上行的环境下，持续紧张的成屋库存对新屋市场建筑活动的外溢性拉动作用；但应注意到当前居民购房负担能力指数已处于有史以来最低值（即最难负担购房压力），这意味着目前仍愿购房的房屋买家或是以刚需为主。一方面，在按揭利率维持高位但未进一步上探的基准情形下，成屋业主惜售房源的现象可能会在明年缓解，购房需求将不再会严重依赖于新屋市场的新增供给、而可能部分回流至成屋市场（请见《海外宏观经济专题—美国房地产市场的回暖不是周期性复苏信号》2023-08-08），这可能导致地产商建筑活动的需求相应放缓。另一方面，高利率环境可能仍将在明年降息前持续抑制居民购房能力与改善型购房需求，这可能也会阻碍新屋开工活动的明显反弹，住宅投资需求在降息前可能难以明显推升美国内需增长。

图 6：美国加息结束(H)或首次降息(C)起实际固定投资需求季调环比折年率的季度平均值

加息结束月份	1981年5月	1984年8月	1989年2月	1995年2月	2000年5月	2006年6月	2018年12月
非住宅：H ~ H+1	8.7	10.9	5.9	9.3	8.4	6.9	2.9
非住宅：H ~ H+3	4.6	8.0	4.5	7.2	3.7	7.0	4.4
非住宅：H ~ H+5	-0.9	5.8	3.0	8.3	0.3	7.2	1.4
住宅：H ~ H+1	-21.9	-2.1	-8.2	-10.7	-4.1	-21.1	-6.0
住宅：H ~ H+3	-27.2	0.0	-6.7	0.3	-1.5	2.7	-0.1
住宅：H ~ H+5	-20.3	2.7	-6.5	4.8	0.4	-5.1	2.3
首次降息月份	1981年6月	1984年10月	1989年6月	1995年7月	2001年1月	2007年9月	2019年7月
住宅：C ~ C+1	0.7	0.7	-7.2	11.3	3.9	-29.4	3.4

(时间单位：季度)

储贷危机 次贷危机

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

及时降息或是美国经济动能反弹并避免衰退的必要条件。在投资需求层面，1981 年以来的七轮降息周期中，除储贷危机和次贷危机外（请见《海外宏观经济专题—储贷危机后期的信贷紧缩及其现今意义》2023-06-13），另外五轮自首次降息起两个季度的平均住宅投资季调环比折年率都录得正值，表明在未发生系统性金融风险的前提下，住宅投资对降息的反应通常比较灵敏且积极，这有助于在降息后经济动能的反弹。在消费需求层面，融资条件转松可能促使居民释放改善性购房需求，这可能在降息后通过地产链拉动耐用品消费，且商业前景的改善可能有助于经由企业招聘渠道提振居民收入、从而促进消费动能的反弹。

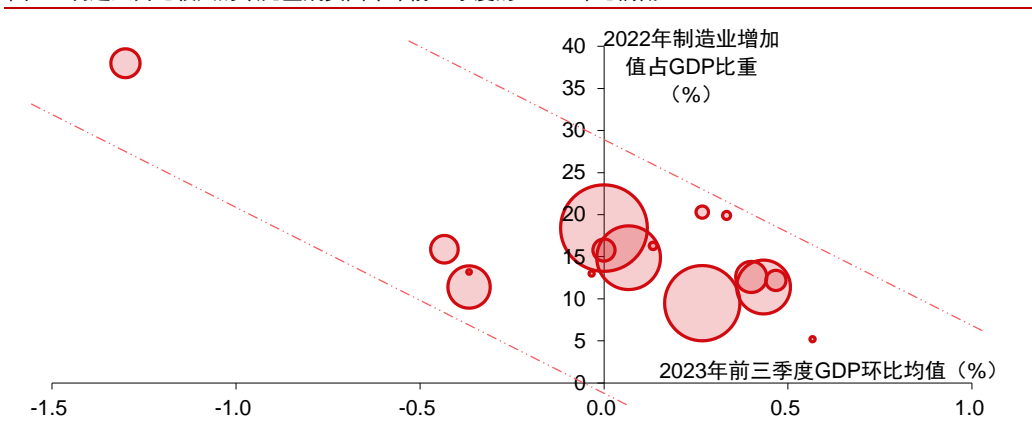
欧元区：工业活动持续疲软，经济仍有停滞风险

欧元区经济在明年仍有停滞风险，投资端或仍将延续疲态，消费端有可能小幅改善。作为今年以来累计加息幅度最大的主要发达经济体¹，欧元区累计六次共 200bps 的加息进程在今年使高通胀快速回落的同时也显著削弱了其经济增长动能。从已公布今年三季度 GDP 数据的成员国看，欧元区经济结构中制造业占比较大的国家在今年三季度的 GDP 季环比增速相对偏低，表明紧缩性货币政策对重资产类实体经济活动有较强的抑制影响。

¹ 此处指：加拿大、新西兰、美国、澳大利亚、英国、挪威、瑞典、瑞士、欧元区、日本。

展望 2024 年，我们预计尚未完成能源转型的欧元区经济仍将在降息前的高利率环境下维持疲弱，预计欧元区 2024 年实际 GDP 增长 0.4%。具体而言：

图 7：制造业占比较大的欧元区成员国今年前三季度的 GDP 环比偏低

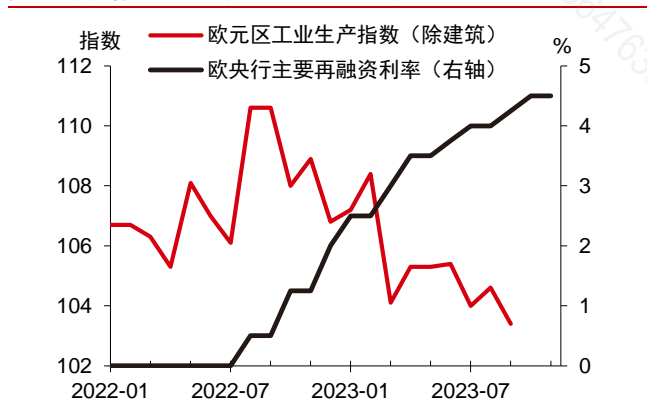


资料来源：LSEG，欧洲统计局，中信证券研究部

注：气泡大小代表经济体规模，图中不含未公布今年三季度 GDP 的希腊、卢森堡、马耳他、克罗地亚。

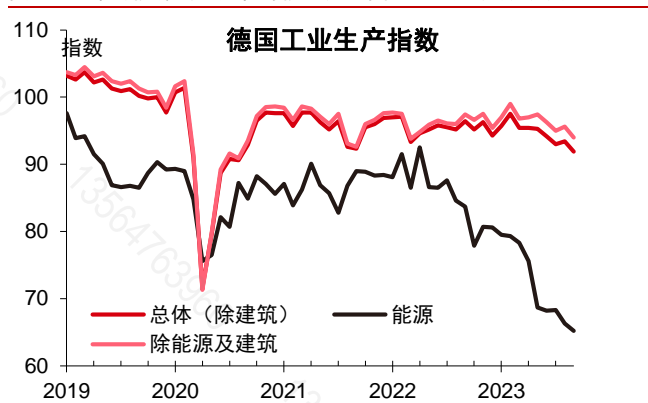
工业生产活动的持续疲软可能是欧元区为抑制通胀与能源转型所需承担的代价。随着欧央行从 2022 年下半年开始大幅加息，欧元区工业生产指数（除建筑）明显下滑，这印证了高利率对欧洲工业活动的显著抑制。细看近期工业活动表现不佳的德国，我们发现除能源业外的工业生产活动状况虽较欧元区首次加息前（2022 年 6 月的 96.5）变差、但恶化幅度并不算大（2023 年 9 月为 94.0），而相比之下，德国能源业工业生产指数却由 2022 年 6 月时的 86.5 暴跌至 65.2，这表明除了加息之外，能源危机后的疤痕效应与能源转型过程中的困局可能也是造成工业生产状况在整体上呈现疲态的重要原因。上述两方面因素可能都将在未来延续数个季度之久，从而拖累欧元区的经济增长动能。

图 8：欧央行加息造成欧元区工业生产活动疲弱



资料来源：LSEG，中信证券研究部

图 9：艰难的能源转型过程可能也是德国工业生产疲弱的原因



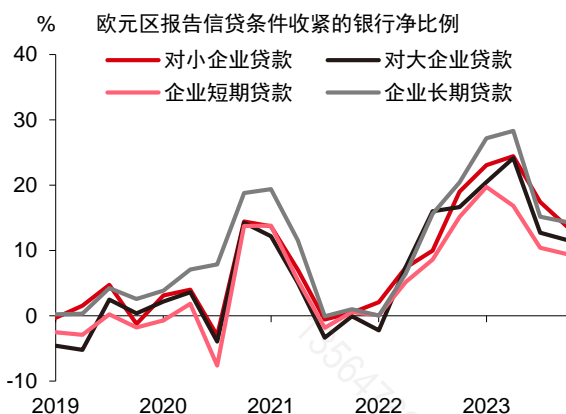
资料来源：LSEG，中信证券研究部

从投资意愿看，欧元区企业在前景明朗前缺乏扩产投资的动力。一方面，高利率对欧元区制造业景气的抑制程度深且持续时间长，欧元区制造业 PMI 指数在 2022 年 7 月至今的全部月份都处于收缩区间、最近半年更是在 45 以下的低位徘徊，欧委会统计的欧元区商业信心指数在今年 7 月以来也持续处于不理想的负值区间，这种低迷的景气状况可能在

明年下游需求复苏的趋势尘埃落定前仍将持续。另一方面，欧元区企业的产能利用率在 2022 年一季度见顶于 82.8% 后便持续回落，在今年三季度已降至 80.0%，表明近期企业闲置产能较多，这能在明年应对部分潜在的新增生产需求，投资新建产能的必要性并不高。

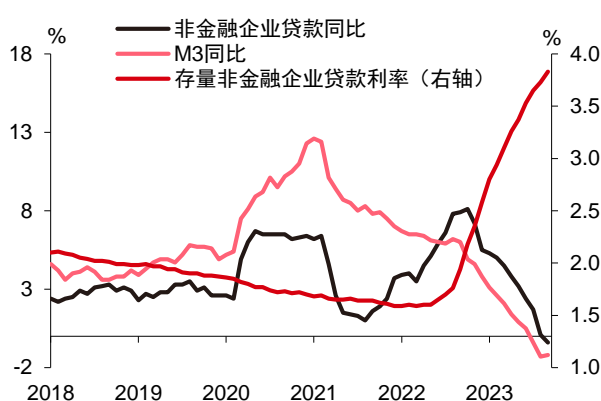
从投资能力看，欧元区企业在紧信用环境下的投资需求料将持续低迷。在外源融资上，商业银行因察觉到更高风险、风险偏好程度下降和流动性头寸减少²而普遍收紧信贷标准，同时存量非金融企业贷款利率在持续高息环境下明显抬升，严格的融资门槛与高企的融资成本可能将在降息前持续抑制企业扩产投资的能力。在内源融资上，欧洲企业在较难获得盈利增量且面临成本侵蚀压力的环境中可能难以维持如过去三年般高的利润率（请见《海外宏观经济专题—企业利润对欧元区通胀的贡献及其可持续性》2023-09-01），这可能预示着企业利用自身资本盈余进行投资活动的能力将有所下降，亦不利于投资需求的动能。

图 10：欧元区银行全面收紧信贷条件



资料来源：LSEG，中信证券研究部

图 11：欧元区企业面临紧信用环境



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

欧元区消费需求在今年偏软，明年改善空间存在但不大。在欧央行开启本轮加息周期后，欧元区的实际零售销售同比（剔除通胀影响）便一直处于负值区间，今年第三季度的同比降幅甚至在持续扩大，表明商品消费需求不振。我们以员工成本指数季调后季环比与 GDP 消费分项平减指数季调后季环比之差衡量欧元区实际薪资季环比，发现尽管欧元区曾在疫情后出现涨薪潮（请见《海外宏观经济专题—欧元区涨薪潮渐起，但通胀拐点已出现》2022-11-30），但欧元区的实际薪资在今年上半年却仍在下降，这表明居民实际购买力的下降可能是消费需求持续偏软的原因。考虑到明年欧洲通胀可能继续回落而薪资增长可能存在粘性，实际薪资增速有望由负转正，实际购买力的恢复或将在一定程度上支撑消费需求。不过与此同时，欧元区银行仍在持续收紧消费信贷的放贷标准，这可能使得当前仍具韧性的消费信贷增速在明年下滑，从而削弱消费动能。

² https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html

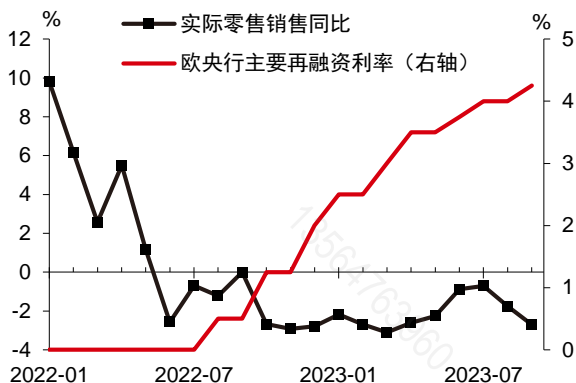
图 12：欧元区实际薪资季环比在今年上半年仍为负值



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部测算及预测

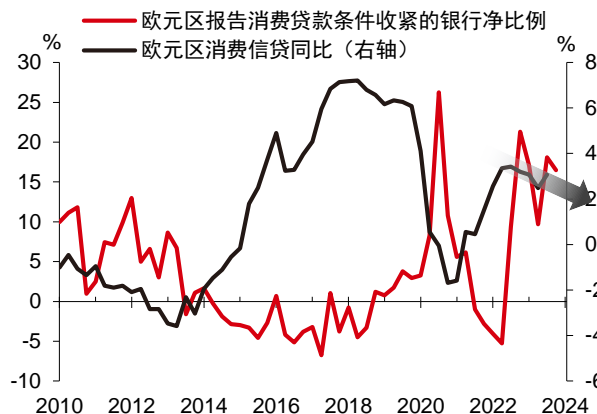
注：员工成本指数环比的季调方法为 X-13-ARIMA-SEATS

图 13：欧元区实际零售销售同比跌幅在今年三季度持续扩大



资料来源：LSEG，中信证券研究部

图 14：欧元区银行正持续收紧消费信贷的放贷标准



资料来源：LSEG，中信证券研究部预测

注：箭头仅为趋势示意，不代表实际预测数值。

日本：疫后复苏趋势暂歇，明年仍可温和增长

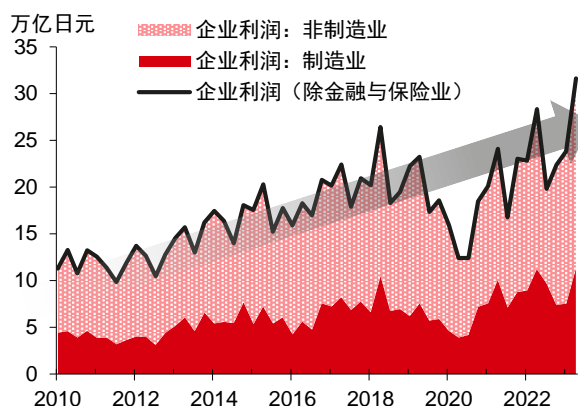
日本疫后复苏的趋势在三季度暂歇，不过我们预计明年日本经济仍可实现温和增长。日本经济在经过前两个季度的较高速增长后，今年三季度 GDP 季调环比折年率仅录得 -2.1%，实际民间消费与民间固定资产投资都是拖累项、公共投资是最近六个季度以来首次负增长，不过考虑到三季度民间消费的名义季调环比折年率其实高达 1.8%、名义零售销售同比在今年前九个月都维持在 5% 或以上的高增速（去年同期基数并不低），我们认为三季度实际值弱而名义值强的 GDP 读数可能反映的是日本国内高通胀环境对其终端实际需求的抑制、而非衰退风险的卷土重来。展望未来，在供给短缺问题消除、企业利润水平较高、融资条件仍较宽松、劳动力市场维持紧俏的宏观环境下（请见《海外宏观经济专题—日本央行调整货币政策的可能与影响》2023-05-04），我们认为日本经济今年第三季度的萎缩可能是暂时的，预计明年日本经济仍能实现温和增长、全年实际 GDP 增长 1.2%。具体而言：

从居民部门看，日本居民实际薪资收入连续 18 个月的同比负增长或是削弱居民实际购买力的重要因素，但考虑到明年“春斗”（春季劳资谈判）有望维持与今年相近的涨薪

幅度、同时日本通胀水平可能较今年稍有回落，明年居民实际购买力应不会较今年恶化，这有助于居民实际购买力及消费意愿的恢复，因此我们预计日本民间消费将在明年再现小幅增长的趋势。

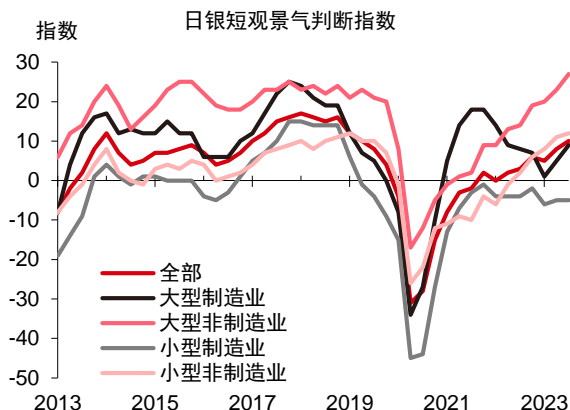
从企业部门看，日本近期工业活动偏弱，不过多数企业对未来的景气状况仍感到乐观，且企业利润已恢复到疫情前的长期趋势，入境旅游的恢复也有助于提振出口需求（日本 10 月份入境外国游客数量已超过疫情前水平），因此综合而言，明年日本企业经济活动状况可能也有支撑。

图 15：日本企业利润已恢复至疫情前长期趋势



资料来源：LSEG，中信证券研究部

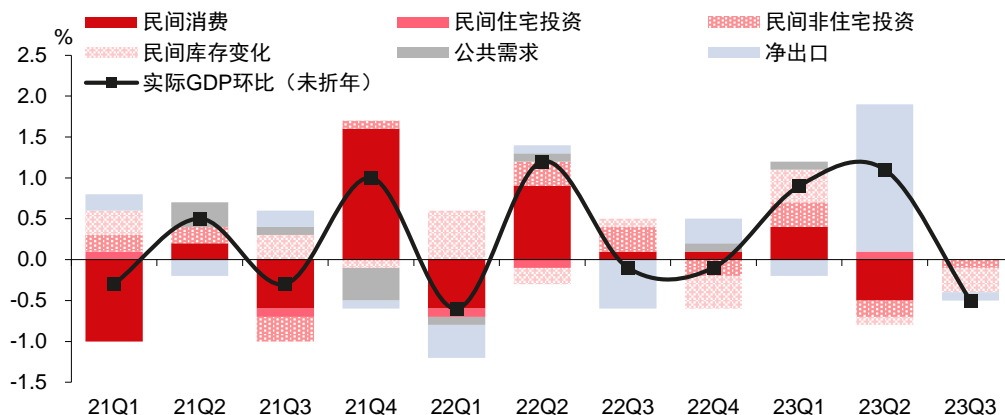
图 16：多数日本企业对未来景气状况感到乐观



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

岸田政府的“新资本主义”政策举措有望为日本经济的增长趋势保驾护航。我们此前在《海外宏观经济专题—日本央行退出 YCC 的可能演绎》（2023-02-20）中曾提到联合国经济和社会事务部的预测，即日本总体人口抚养比在本世纪 20 年代正好处于平台期，这意味着日本工作年龄人口的抚养负担可在未来数年暂缓持续加重的趋势，同时在“薪资—物价”温和上涨的良性循环曙光乍现之际，若岸田政府能利用好这一“天时”且“人和”的窗口期，则日本经济有望延续温和复苏的势头。在今年 9 月的“新资本主义实现会议”上，日本政府明确提出“以 3 年左右的‘变革期’将削减成本型的冷温经济转变成适温的增长型经济”的目标，潜在政策包括改革适用于中小企业的加薪促进税制、推进半导体与蓄电池等重要产业的税收抵扣政策等，我们认为这些政策或能缓慢增强日本经济的韧性。

图 17：日本经济渐入佳境的趋势在三季度暂歇



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

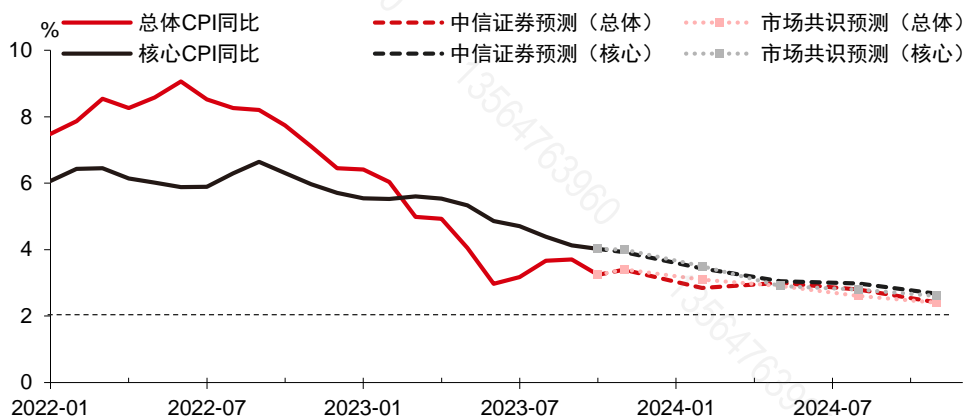
■ 通货膨胀：距 2% 更进一步

欧美经济体本轮通胀的顶峰时刻已经过去，我们预计欧美通胀粘性将在 2024 年进一步减弱，读数在明年底会靠近对应央行 2% 的通胀目标；而日本有望迎来连续第二年涨薪幅度较大的“春斗”，这有助于日本经济实现可持续的需求拉动型通胀。

美国：粘性考验尚未结束，反弹风险亦较有限

我们预计美国通胀在 2024 年仍将面临粘性的考验，不过通胀粘性并不会很强。诚然，美国核心 CPI 同比在今年前十个月未曾降到 4% 以下，表明通胀粘性仍是悬而未决的状态，但从全年的维度看，美国通胀的粘性在明年虽然存在但或不会很强。我们预计 2024 年美国总体 CPI 同比中枢约为 2.8%、略高于市场共识预期的 2.7%，预计 2024 年美国核心 CPI 同比中枢约为 3.0%、与市场共识预期恰好一致，并预计通胀同比将大致呈前高后低之势。

图 18：我们预计美国 2024 年通胀同比读数将大致呈前高后低之势

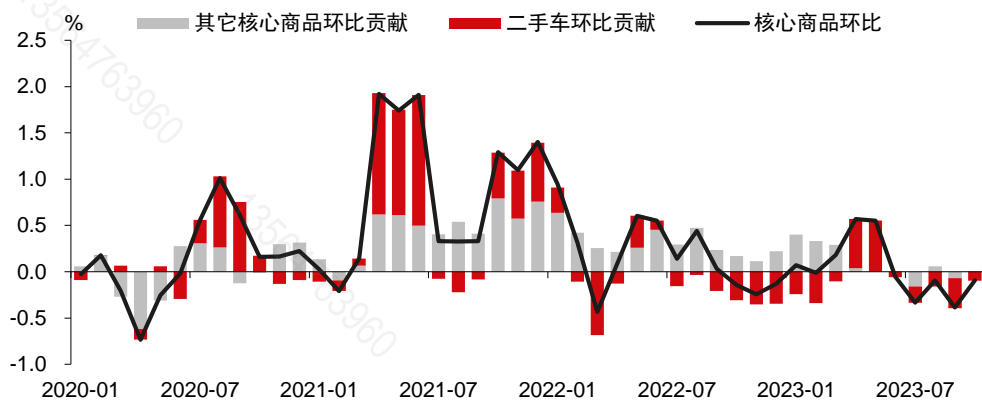


资料来源：Bloomberg，LSEG，中信证券研究部预测

基准情形下，美国居民消费端的能源与食品价格涨幅可能比较温和。（1）在能源价格上，随着 OPEC+ 的减产计划逐渐明朗，能源价格供给端的扰动可能逐渐减弱，在我们前文预测的经济增长动能温和降温的基准情形下，若巴以冲突局势未进一步恶化，则明年油价涨幅可能比较温和；美国能源信息署（EIA）亦预计³2024 年美国零售汽油平均价格将在原油价格上涨与机动车汽油需求下降的双重影响下微幅抬升 5 美分每加仑至 3.60 美元每加仑⁴，相当于全年同比涨幅将不到 2%。（2）在食品价格上，我们预计俄乌冲突对食品供给的边际影响将进一步钝化，明年食品价格涨幅可能也将比较温和；美国农业部（USDA）预计⁵美国 2023/24 年度较 2023/23 年度的谷物供给增幅将稍超需求增幅、牛肉供给降幅则将稍超需求降幅，并预计⁶2024 年全年 CPI 食品项同比涨幅中枢为 2.1%。

核心商品价格明年显著走高的风险也不大。核心商品项的变化主要是受波动较剧烈的机动车价格主导，而家居、服饰等其余商品的价格增速往往比较稳定。虽然近期全美汽车联合会（UAW）罢工事件引起各界关注，不过考虑到车企库存供应充足、劳动力成本在汽车生产成本中占比不大、且并非所有汽车制造商都有工会存在，我们倾向于认为近期 UAW 罢工事件与此前联合包裹服务（UPS）大幅涨薪谈判的事件类似，并非系统性事件（请见《2023 年 9 月美国 CPI 点评—通胀粘性仍悬而未决，但罢工难致二次通胀》2023-10-13），难以导致新车价格明显抬升并外溢至二手车价格。因此整体而言，机动车市场供求关系转松的趋势可能将在明年持续，核心商品项难以明显反弹。

图 19：美国 CPI 核心商品项的变化由二手车价格主导



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部测算

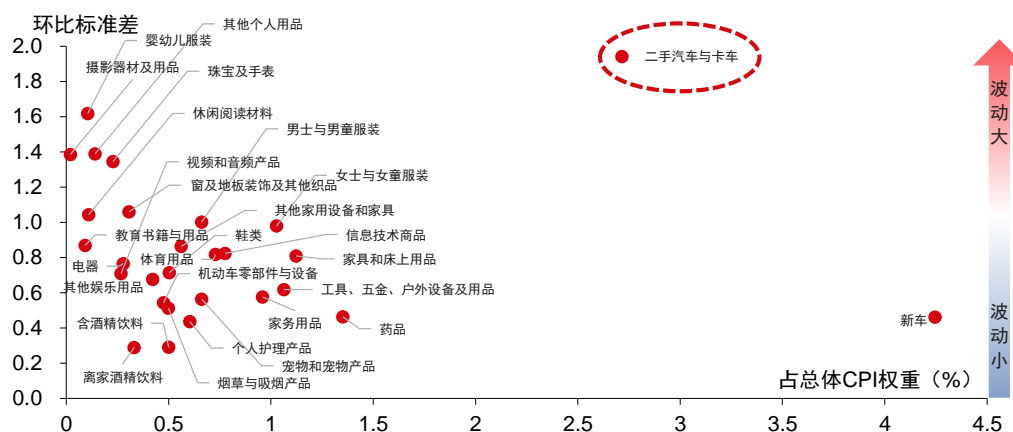
³ <https://www.eia.gov/outlooks/steo/>

⁴ https://www.eia.gov/outlooks/steo/pdf/steo_full.pdf

⁵ <https://www.usda.gov/oce/commodity/wasde>

⁶ <https://www.ers.usda.gov/data-products/food-price-outlook/>

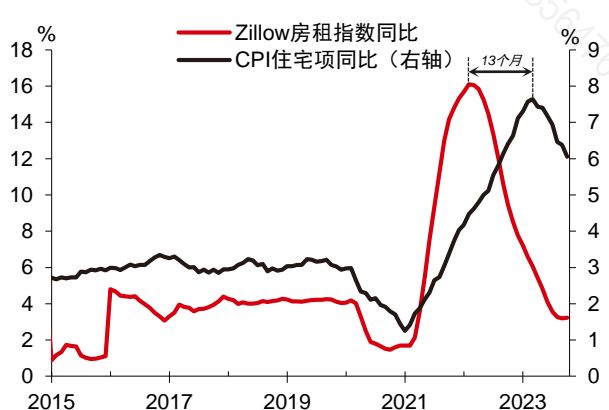
图 20：美国 CPI 核心商品项中机动车价格波动大且权重高



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部测算

目前住宅项对整体通胀读数的贡献高，但明年住宅项下行的确定性大。美国最近半年的总体 CPI 同比涨幅中有一半以上都是由住宅项贡献，我们倾向于认为这主要是由统计因素造成。美国劳工统计局（BLS）在调查租金通胀时每年仅会对每份子样本采样两次，且统计口径既覆盖了尚未成交的潜在房屋租赁合约（即市场租金）、又覆盖了履约中的存量房屋租赁合约，这使得 CPI 住宅项的价格变化会滞后于市场租金价格的变化约 5 个季度的时间。从 Zillow 租房平台提供的市场租金走势看，市场新增房屋租赁合约的同比与环比价格增速均已较前期明显回落，且如前所述，我们认为近期美国房价的回暖不是周期性复苏信号，不论是购房或租房所呈现的居民住宿需求短期而言都未见明确的提振因素，租金增速在明年可能缺乏有力支撑。因此整体而言，随着美国 CPI 住宅项逐渐捕捉到整体市场租金的变化，明年其同比读数应会继续回落、环比读数反弹动力也不强⁷。

图 21：市场租金指标预示着美国 CPI 住宅项同比将继续回落



资料来源：Bloomberg，Zillow，中信证券研究部

图 22：市场租金指标预示着美国 CPI 住宅项环比反弹的动力不强



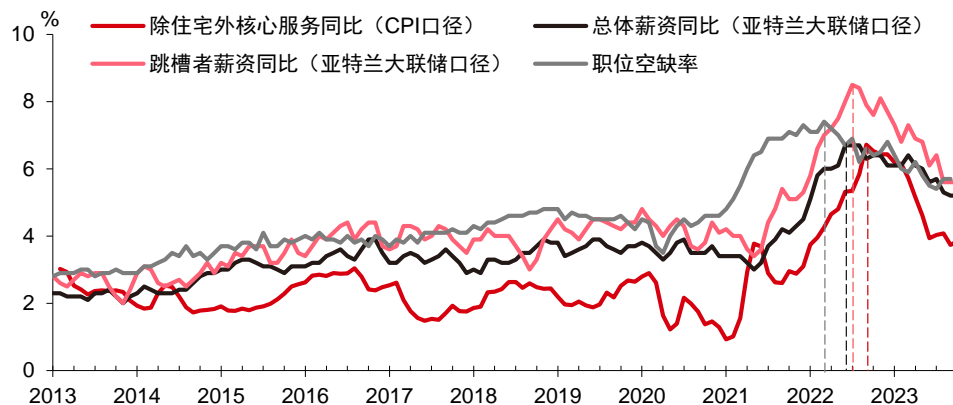
资料来源：Bloomberg，Zillow，中信证券研究部

劳动力市场的降温有助于除住宅外核心服务价格增速的缓和。除住宅外核心服务（超级核心通胀）的价格增速与薪资增速有关，薪资增速又与劳动力市场紧俏程度有关，疫情以来职位空缺率的走势对除住宅外核心服务项的价格增速走势有较好的领先关系。目前，

⁷ 注：CPI 住宅项环比在今年 9 月的大幅反弹主要是因酒店旅馆类住宿价格的季调后环比单月跳升所致，我们认为这具有暂时性。

美国职位空缺率已从去年底的 6.8% 降至 5.7%，亚特兰大联储统计的跳槽者薪资同比增速则从去年底的 7.7% 降至 5.6%，除住宅外核心服务项的同比增速（CPI 口径）亦从去年底的 6.4% 降至 3.8%。在高利率继续抑制劳动力需求、供需缺口逐渐缩窄的背景下，美国就业市场的降温趋势预计会带动薪资增速继续回落，从而缓和超级核心通胀的压力。

图 23：美国劳动力市场的降温应有助于除住宅外核心服务价格增速的缓和

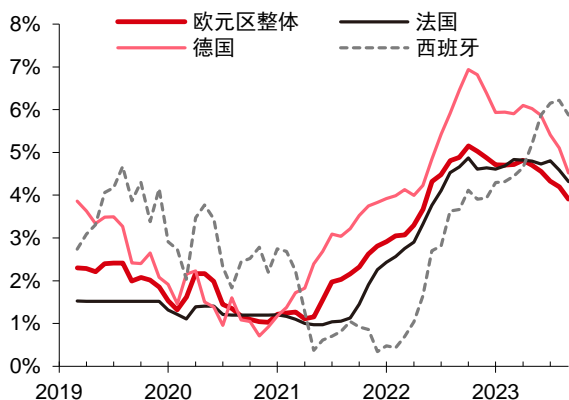


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

欧元区：内生通胀动能减弱，逐渐靠近央行目标

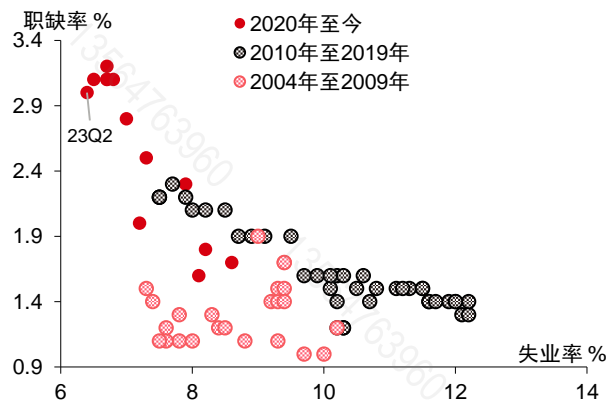
我们预计欧元区的内生通胀动能将随企业利润率下降与就业市场紧张程度缓解而减弱。一方面，如前所述，随着上游供给瓶颈的缓解与终端消费需求的降温，欧洲企业难以维持此前短期性的局部垄断地位，企业转嫁成本的动机和能力正在下降，利润在未来对欧元区通胀的推升影响预计将逐渐减弱。另一方面，欧元区劳动力供给已恢复至疫情前长期趋势水平，日趋疲软的景气前景可能抑制企业招聘需求，因此我们认为欧元区劳动力市场可能已度过最紧俏的阶段，尽管劳动力成本的调整存在粘性，我们预计薪资增速将在明年趋于放缓。

图 24：Indeed 平台发布的招聘启事薪资增速同比 3MMA 正在下降



资料来源：Indeed，中信证券研究部

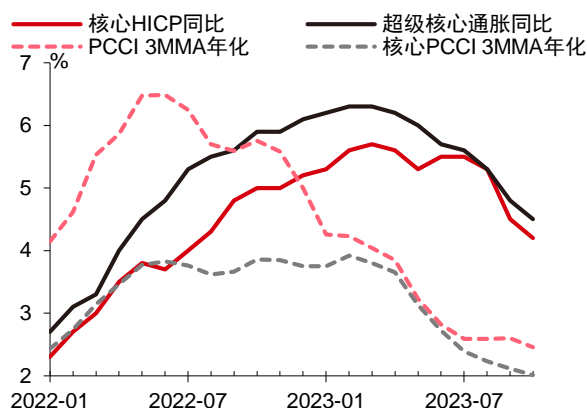
图 25：欧元区劳动力市场可能已度过最紧俏的阶段



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

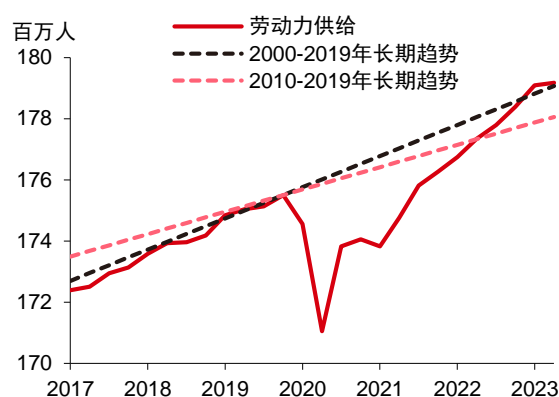
部分前瞻指标已显示欧元区通胀中枢正逐渐靠近 2%，通胀局势预计会在明年缓和。截至今年 10 月，欧元区超级核心通胀同比已稳步降至 4.5%，总体 PCCI（持续与共性通胀项目）的 3 个月移动平均同比已回落至 2.46%，核心 PCCI 的 3 个月移动平均同比更是已经下降到与欧央行通胀目标非常接近的 2.01%，这表明欧元区通胀中枢已较此前明显回落。在需求前景不佳的背景下，我们预计欧元区的整体通胀局势会在明年缓和，预计明年一至四季度总体欧元区 HICP（调和消费者物价指数）同比分别约为 2.3%、2.9%、2.6% 和 2.5%，全年总体 HICP 同比中枢大致为 2.6%，略低于全年 2.7% 的市场共识预期。

图 26：前瞻指标显示欧元区通胀中枢正逐渐靠近 2%



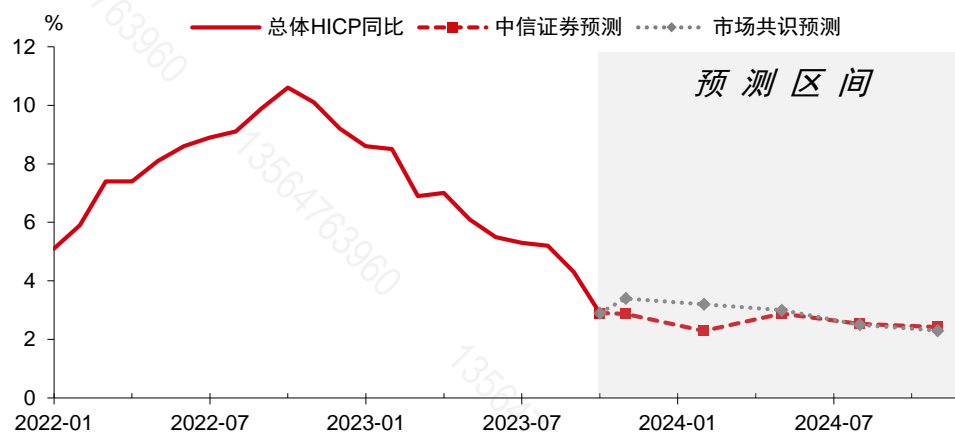
资料来源：LSEG，中信证券研究部

图 27：欧元区劳动力供给已恢复至疫情前长期趋势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部测算

图 28：我们预计欧元区 2024 年总体 HICP 同比中枢大致为 2.6%



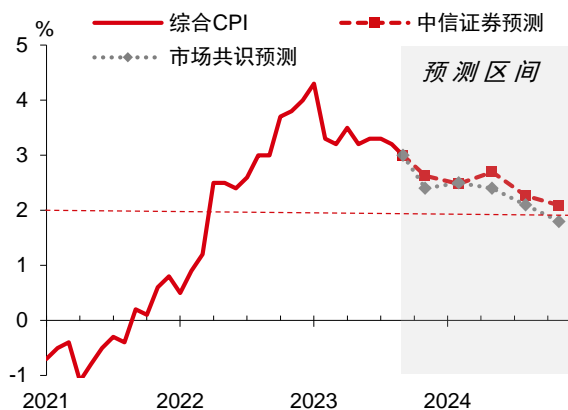
资料来源：LSEG，中信证券研究部预测

日本：通胀已具可持续性，等待春斗涨薪佳音

日本经济已具备可持续通胀的基础条件。（1）在居民支出方面，截至今年 9 月，日本核心 CPI 同比已是连续 18 个月超过日本央行 2% 的通胀目标，消费价格在国民经济各领域的持续性普遍上涨将有助于消解日本民间对于物价长期停滞的观感及通缩情绪、提振通胀预期，且日本年内可能由负转正的产出缺口有望持续支持通胀动能。（2）在居民收入方面，今年日本物价的明显上升使国民实际购买力下降，日本劳动者有诉求在明年“春斗”（春季劳资谈判）中继续保持较大的涨薪幅度以应对生活成本抬升压力，且持续紧俏的劳

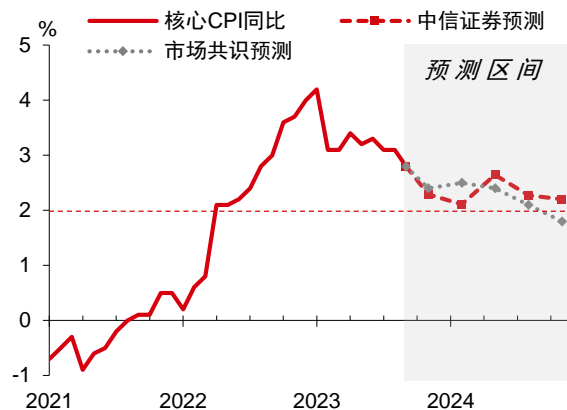
动力市场同样可在中长期支撑薪资增长；据路透社报道，日本工会总联合会（RENGO）已将明年春斗涨薪幅度目标定位“5%以上”、这比今年“5%左右”的目标更加积极，日本最大的工业工会团体 UA Zensen 也表示将在明年春斗寻求 6% 的涨薪幅度，这些积极信号都有助于日本在明年继续维持内生性通胀动能。综合而言，我们预计 2024 年日本核心 CPI 同比中枢约为 2.3%（一至四季度分别为 2.1%、2.6%、2.3%和 2.2%），高于预计四季度将降至 1.8% 的市场共识预期。

图 29：我们预计日本 2024 年综合 CPI 同比中枢约为 2.4%



资料来源：LSEG，中信证券研究部预测

图 30：我们预计日本 2024 年核心 CPI 同比中枢约为 2.3%



资料来源：LSEG，中信证券研究部预测

表 1：全球主要经济体实际 GDP 季调环比折年率与总体 CPI 同比预测（%）

预测	2023				2024				2023	2024	2025
实际 GDP	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	全年 F	全年 F	全年 F
美国	2.4	2.1	4.9	1.0	0.5	0.4	0.6	0.9	2.5	0.6	1.8
欧元区	0.2	0.6	-0.2	-0.1	0.0	0.3	0.6	0.8	0.1	0.4	1.5
日本	3.7	4.5	-2.1	0.9	0.5	1.3	1.0	2.0	1.7	1.2	1.0
CPI											
美国	5.8	4.0	3.5	3.4	2.8	3.0	2.8	2.4	4.2	2.8	2.3
欧元区	8.0	6.2	4.9	2.9	2.3	2.9	2.6	2.5	5.5	2.6	2.1
日本	3.6	3.3	3.2	2.6	2.5	2.7	2.3	2.1	3.2	2.4	2.0

资料来源：Bloomberg，LSEG，中信证券研究部预测

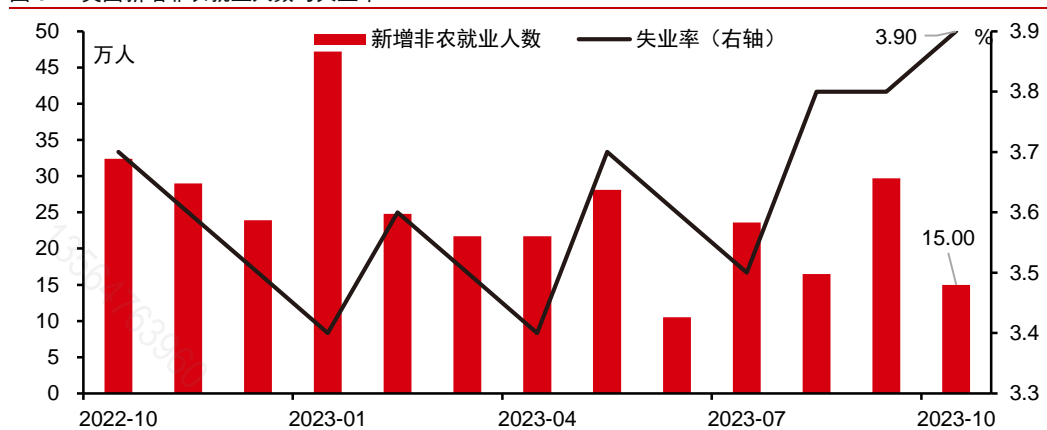
■ 货币政策：年中前后降息

当前海外主要经济体经济走势趋于下行，通胀继续下降但是绝对水平仍然维持高位，主要发达经济体央行既要防止经济陷入深度衰退，又要防止通胀反弹。因此，在经济尚保持一定韧性而通胀水平仍高于货币政策目标之前，美欧央行或将维持限制性的货币政策（high for longer）；而当经济显著走弱时，美欧货币政策则可能转向宽松。

美国方面，预计本轮美联储加息或已结束，明年上半年仍将维持利率不变，如果美国经济韧性超预期或通胀出现显著反弹，则存在美联储重启加息的可能性。在 2023 年 7 月将联邦基金利率目标区间提升到 5.25%-5.5% 之后，美联储已经连续在 9 月和 11 月的议息

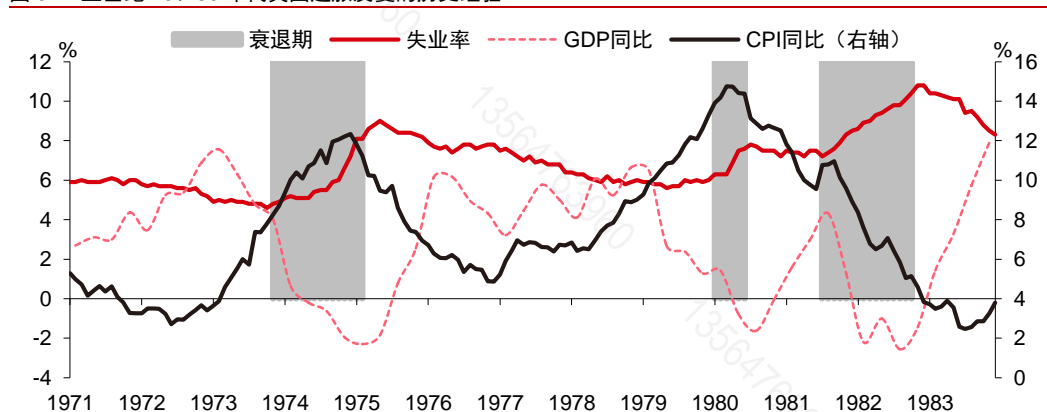
会议上保持利率水平不变。在 11 月的议息会议上，鲍威尔讲话未有更多鹰派信息，总体基调保持谨慎。在利率问题上，他表示当前美联储的政策是有限制性的，已经在本轮加息周期中取得很大进展，接近加息周期结束；但是也可能需要进一步加息，暂停加息后再次加息很困难的观点是不正确的。因此，从鲍威尔讲话来看，未来美联储是否加息仍将依赖于经济数据，从美国三季度 GDP 数据看，尽管总体增长强劲，但固定投资需求增速出现明显下滑，结合我们对于超额储蓄、学生贷款还款恢复等问题的判断，预计美国经济的内需仍将在四季度趋于下行（详见《2023 年三季度美国 GDP 及欧央行 10 月议息会议点评—美国消费需求仍强劲，欧央行如期未再加息》2023-10-27），且从 10 月美国非农数据看，美国就业市场继续降温，当前呈现多行业走弱特征，美国失业率或将迎来加速上行期（详见《2023 年 10 月美国非农数据点评—美国失业率或将迎来加速上行期》，2023-11-04）。因此基准情形下，我们预计本轮美联储加息或已结束。不过，考虑到上世纪 70、80 年代大通胀的教训，如果未来美国通胀因供给因素出现显著反弹，则存在美联储重启加息的可能性。

图 31：美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：上世纪 70、80 年代美国通胀反复的历史经验



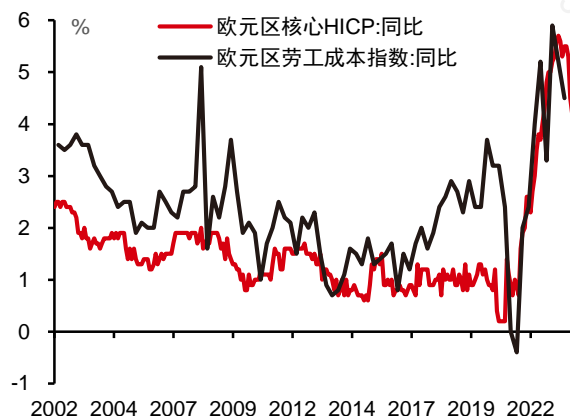
资料来源：Refinitiv，中信证券研究部

预计美联储首次降息时点或在明年年中前后。从美联储货币政策的双重使命来看，在当前高通胀的环境下，未来通胀的绝对水平并不是影响美联储降息的核心因素，而失业率的上行或是触发美联储降息的关键。根据美国国会预算办公室预测，当前美国自然失业率水平约为 4.4% 左右，当美国失业率上行超过自然失业率后，美联储或将考虑开始降息。如前所述，在贝弗里奇曲线内移的空间有限的基准情形下，我们预计美国失业率在明年二季度起有可能超过 4.4% 的自然失业率水平，此后美联储或将考虑降息。因此，我们预计美联储首次降息时点或在明年年中前后。

欧洲方面，预计欧央行本轮加息同样或已结束。首先，一方面，欧元区去通胀趋势已基本得到确认，且政策利率处于“如果维持足够长的时间，将对通胀及时回归目标做出重大贡献”的水平，欧央行缺乏继续加息的必要性；另一方面，欧洲经济在欧央行强力加息的影响下增长前景暗淡，高利率正持续抑制欧元区经济景气，信贷需求和信贷增速大幅下降，我们预计在高利率环境下欧元区的经济增长将持续疲软，欧央行也缺乏继续加息的合理性。因此，预计欧央行本轮加息或已结束。

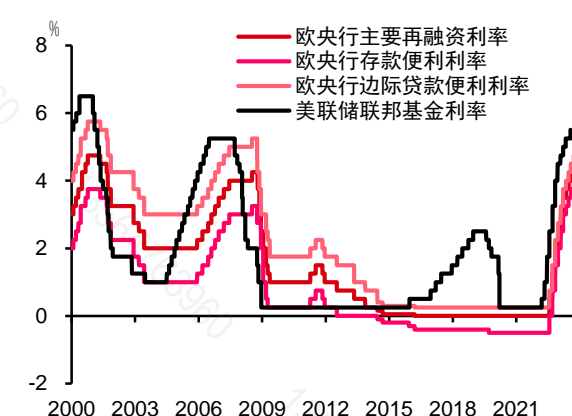
预计欧央行首次降息时点或与美联储首次降息时点接近。首先，尽管当前欧元区去通胀趋势得到确认，且经济增长疲弱，但是通胀增速、尤其是核心通胀增速仍远高于 2% 的货币政策目标，同时，欧元区薪资的高速增长或也将延长核心通胀维持高位的时间，因此作为单一通胀目标制的欧央行仍难以在短期内放松货币政策。其次，从历史上看，在美联储和欧央行的降息周期中，欧央行的降息往往滞后于美联储，考虑到本轮周期美国经济韧性显著强于欧洲，因此欧央行首次降息的时点或与美联储首次降息时点接近，预计同样在明年年中前后出现。此外，当前欧洲部分国家，例如意大利，仍然存在较高的主权债务风险，一旦在高负债、高利率、低增长的环境中再次出现欧债危机苗头，则存在欧央行降息早于美联储的可能。

图 33：高薪资增速可能延长欧洲通胀维持高位的时间



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：美联储与欧央行以往加息降息周期利率变化顺序



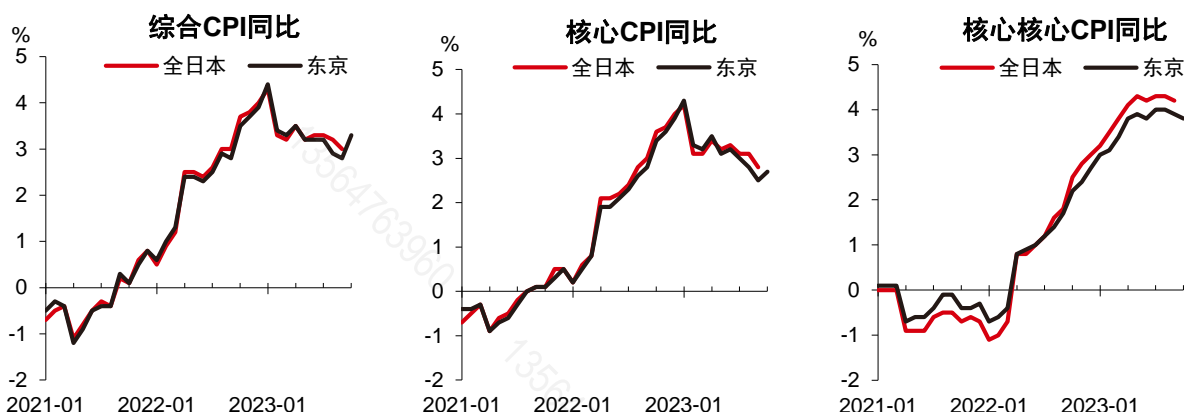
资料来源：Wind，中信证券研究部

日本方面，当前日本央行已经在实质上完成了退出 YCC 的大部分工作，预计 YCC 的彻底退出或将在今年底或明年初出现。在今年 10 月的议息会议上，日本央行宣布不再保留十年日债收益率 $0 \pm 0.5\%$ 的目标参考区间及 1% 的硬性上限，未来 1% 的上限将仅作为参考之用。我们认为日本央行的这一变动与 7 月议息会议将 $0 \pm 0.5\%$ 的硬性上下限改为参

考区间时类似，均是以敏捷且温和的方式开启货币政策的正常化。我们认为当前日本央行已经在实质上完成了退出 YCC 的大部分工作（详见《日本央行 2023 年 10 月货币政策会议点评—撤销刚性利率上限，全面上调通胀预期》，2023-11-01），YCC 的弊端也已被进一步削弱，预计 YCC 的彻底退出或将在今年底或明年初出现。

预计日本央行明年上半年可能退出负利率政策。当前日本央行货币政策进一步收紧的重要参照标准是日本通胀的可持续性。首先，从日本央行自身角度看，在 10 月议息会议上，日本央行将 2023、2024、2025 财年的核心 CPI 同比预测值由 7 月时预测的 2.5%、1.9% 和 1.6% 全面上调至 2.8%、2.8% 和 1.7%。其次，从我们的分析角度看，在居民支出方面，9 月核心 CPI 和核心核心 CPI 同比回落进程都慢于预期，且有前瞻意义的东京 10 月通胀数据全面超预期，消费价格在国民经济各领域的持续性普遍上涨将有助于维持日本民间通胀预期；在居民收入方面，如前所述，日本工会总联合会（RENGO）已将明年“春斗”涨薪幅度目标定位“5%以上”，比今年目标更加积极。因此，我们认为当前日本内生通胀动能已可持续，若明年上半年“春斗”结果能够继续支撑价格与薪资的良性循环，则日本央行可能退出负利率政策。

图 35：日本通胀回落缓慢，我们认为日本通胀动能已可持续



资料来源：LSEG Datastream，中信证券研究部

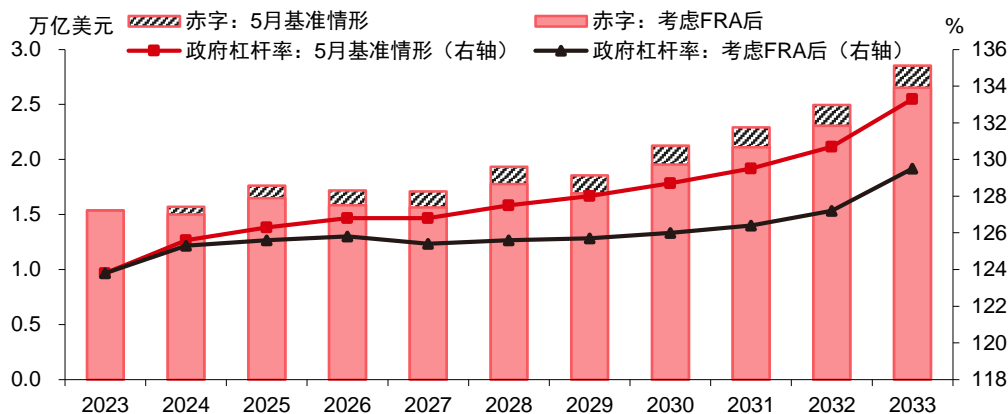
■ 财政政策：赤字边际下降

在财政收入减少幅度大于财政支出减少幅度的影响下，美国 2023 财年赤字规模高达约 1.7 万亿美元，在历史上仅次于疫情后的 2020 年和 2021 年。未来美国财政政策的力度对美国经济增长、美债发行均将产生重要影响。**展望 2024 年，在财政责任法案（Fiscal Responsibility Act, FRA）制约、美国大选年两党博弈加剧以及强制性支出可能有所减少的共同作用下，预计美国财政政策较今年将边际降温，赤字率将小幅下降。**

首先，财政责任法案（FRA）的通过给 2024 财年的财政支出提供了约束。债务上限问题在今天的解决是以约束未来财政支出为条件，彼时国会通过了 2023 年财政责任法案（FRA），法案给 2024、2025 财年的联邦政府自主性支出分别设置了 1.590 万亿美元和 1.606 万亿美元的静态基准上限，其中国防支出（defense）的基准上限分别在这两个财年

被设为 8860 亿美元和 8950 亿美元（较 2023 财年的 8580 亿美元逐年增加），而非国防支出（nondefense）的基准上限则分别被设为 7040 亿美元和 7110 亿美元（均较 2023 财年的 7670 亿美元减少）⁸，因此，无论是从更广的自主性支出口径还是从更窄的非国防自主性支出口径看，美国明年财政开支都将较今年降温。

图 36：2023 年财政责任法案（FRA）能长期性地延缓财政赤字增长

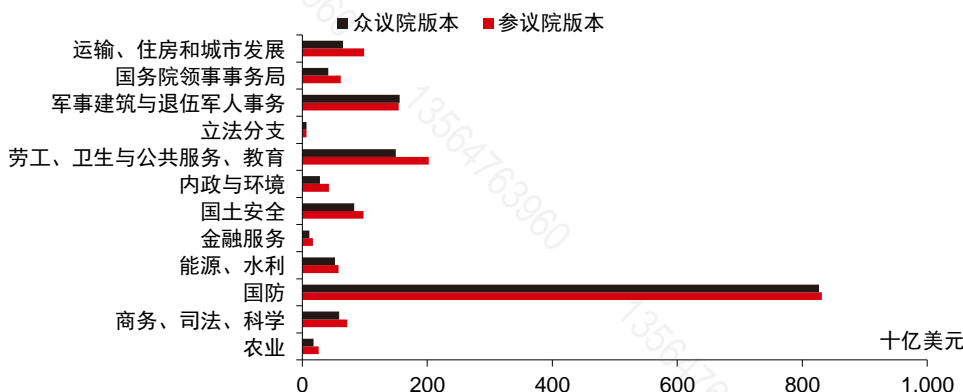


资料来源：美国国会预算办公室 2023 年 6 月预测，中信证券研究部

注：此处政府杠杆率是指美国政府债务占 GDP 的比例

其次，2024 年为美国大选年，大选年两党博弈加剧或将进一步限制财政支出规模。当前两党针对自主性财政支出的博弈导致 2024 财年联邦政府预算的进展缓慢，共和党主导的众议院要求削减更多支出，而民主党主导的参议院则反对削减支出，两院提出的支出规模也存在差异。截至 2023 年 11 月，参议院最新提交 2024 财年自主性支出规模为 1.668 万亿美元（自主自出限额内为 1.59 万亿美元，限额调整为 0.078 万亿美元）⁹，而众议院版本自主性支出规模约为 1.496 万亿美元¹⁰。我们预计在两党激烈博弈下，最终通过的自主性支出规模或在 1.6 万亿美元左右。

图 37：参众两院目前各自主张的 2024 财年 302(b)额度对比



资料来源：美国国会预算办公室，中信证券研究部 注：截至 2023 年 11 月 14 日最新可得文件

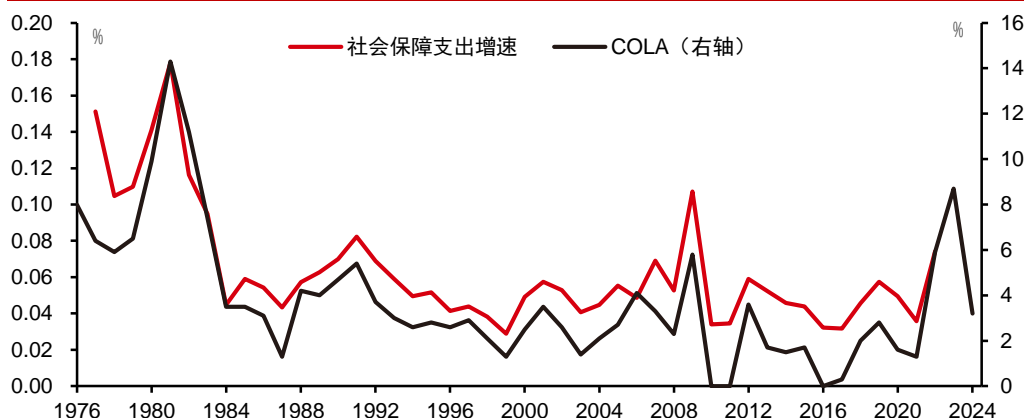
⁸ https://www.cbo.gov/system/files/2023-05/hr3746_Letter_McCarthy.pdf

⁹ <https://www.cbo.gov/system/files/2023-11/FY2024-Senate-2023-10-25.pdf>

¹⁰ <https://www.cbo.gov/system/files/2023-08/FY2024-House-2023-07-27.pdf>

再次，从强制性支出看，生活成本调整（Cost-Of-Living Adjustments, COLA）或也将降低社会保障支出的增速。2023 财年美国财政支出的主要贡献来自于社会保障、医疗保险和医疗补助增加 2850 亿美元，而这也与生活成本调整 COLA 有关。由于 2022 年美国通胀增速位于高位，因此影响 2023 财年社保支出增速的 2022 年 COLA 增速高达 8.7%，使得社保支出规模显著增加。而美国总体通胀增速在 2023 年有明显回落，决定 2024 财年社保支出增速的 2023 年 COLA 增速降至 3.2%，或将降低社会保障支出的增速，进而也难以出现强制性支出的大幅增加。

图 38：美国财政社会保障支出增速与 COLA 显著相关



资料来源：Wind，美国社会保障局，中信证券研究部 注：COLA 对应年份后置一年

根据美国国会预算办公室预测，在财政责任法案 FRA 的影响下，2024 财年赤字规模将较 2023 财年小幅下降，结合 2023 财年实际赤字规模以及参众两院最新预算方案，我们预计 2024 财年美国赤字规模约为 1.3 万亿美元。首先，根据我们此前预测，2024 财年美国自主性开支或将在 1.5-1.6 万亿美元之间。其次，根据 CBO 在 FRA 公布之后对于 2023 财年-2033 财年的预算调整，预计 2024 财年强制性支出约 3.82 万亿美元，净利息支出约 0.74 万亿美元，收入约 4.85 万亿美元。因此，我们预计 2024 财年美国财政赤字规模约为 1.3 万亿美元，较 2023 财年的 1.7 万亿美元有所下降。

表 2：CBO 测算 FRA 对财政预算的影响（十亿美元）

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
CBO2023 年 5 月的基准预测											
收入	4,815	4,848	4,974	5,317	5,658	5,919	6,142	6,368	6,607	6,841	7,102
支出											
强制性	3,980	3,828	4,023	4,205	4,400	4,738	4,760	5,120	5,386	5,675	6,141
自主性	1,712	1,845	1,939	1,995	2,055	2,112	2,153	2,209	2,260	2,313	2,373
净利息	663	745	773	835	912	1,003	1,084	1,165	1,252	1,350	1,440
总计	6,354	6,418	6,735	7,035	7,367	7,854	7,997	8,494	8,898	9,338	9,955
赤字	-1,539	-1,571	-1,761	-1,718	-1,709	-1,934	-1,855	-2,126	-2,291	-2,496	-2,852
FRA 法案影响											
收入变化	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
支出变化											
强制性	-4	-4	-2	*	*	*	*	*	*	*	*
自主性	0	-64	-107	-125	-134	-141	-145	-149	-152	-156	-160
净利息	*	-1	-4	-7	-11	-15	-20	-25	-30	-35	-40
总计	-4	-70	-112	-132	-145	-156	-165	-173	-182	-191	-200

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
赤字增加 (-) 或减少	4	70	112	132	144	156	164	173	182	191	200
CBO2023 年 5 月基准预测叠加 FRA 影响											
收入	4,815	4,847	4,974	5,317	5,658	5,919	6,142	6,367	6,607	6,841	7,102
支出											
强制性	3,975	3,824	4,022	4,205	4,400	4,738	4,760	5,120	5,386	5,675	6,141
自主性	1,712	1,781	1,833	1,870	1,921	1,971	2,008	2,061	2,108	2,157	2,213
净利息	663	744	769	828	901	988	1,065	1,140	1,223	1,315	1,400
总计	6,350	6,348	6,623	6,903	7,223	7,697	7,833	8,321	8,716	9,147	9,755
赤字	-1,535	-1,501	-1,649	-1,586	-1,565	-1,778	-1,691	-1,953	-2,110	-2,306	-2,652

资料来源：美国国会预算办公室测算，中信证券研究部

欧洲方面，《稳定与增长公约（Stability and Growth Pact, SGP）》改革当前仍未达成协议，德国与其他欧盟国家存在较大分歧。《稳定与增长公约》曾是欧盟国家共同的财政纪律规则，但是在新冠疫情和俄乌冲突期间，欧盟委员会宣布暂停该规则以支持经济复苏，欧盟国家赤字率和政府杠杆率也在疫情之后显著抬升。面对债务大幅增加的现状，根据欧盟 2022 年国情咨文¹¹，欧盟委员会在计划对此前的《稳定与增长公约》进行改革：一方面，新的《稳定与增长公约》将要求此前关键目标——3%以下的赤字率要求和 60%以下的政府债务要求，继续作为未来欧盟各成员国的财政纪律；另一方面，赋予各欧盟成员国减债计划灵活性。当前，德国基本满足《稳定与增长公约》的要求，但是欧洲其他国家，例如希腊、意大利、法国、西班牙等债务水平则远高于 60%的界限。德国要求设定最低的减债目标，而其他国家则希望拥有更大的减债灵活性。

在《稳定与增长公约》改革背景下，欧盟仍将致力于降低赤字率和政府债务率，财政政策总体或仍是偏紧和针对性支持的立场，但部分国家迫于压力或存在提高赤字的可能性。无论最终采取灵活性的减债计划还是严格设定最低目标的减债计划，预计欧盟多数国家赤字率和政府债务率降低或仍是趋势。预计明年欧洲财政政策总体仍将处于偏紧立场。但是考虑到部分国家取消财政补贴可能带来经济增长压力和选民压力，这些国家或也存在提高赤字的可能性。

日本方面，在巨额经济刺激计划的影响下，预计 2024 年日本财政政策仍将扩张，但也将带来更大的财政恶化压力。根据日经新闻网报道，日本政府 11 月 2 日确定了综合经济对策刺激方案，包括所得税和居民税的减税在内，刺激方案的规模将达到 17 万亿日元左右¹²。日本首相岸田文雄还在首相官邸记者会上表示需要在明年夏季通过工资上涨与减税，创造收入增长超过物价上涨的态势，并要通过该政策彻底摆脱通缩。当前日本政府部门杠杆率本已位居全球前列，而大规模的减税和刺激政策或将进一步增加日本的债务负担，进而带来更大的财政恶化压力。

¹¹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_22_5493

¹² 日经新闻网：<https://cn.nikkei.com/politics/economy/economic-policy/53932-2023-11-03-09-19-49.html>

■ 资产配置：新均衡非资产价格的“稳态”

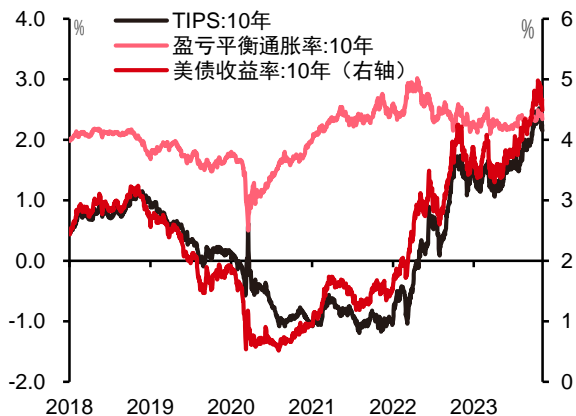
疫情时代的大规模救助一定程度上帮助经济修复了过去十多年的“低增长、低通胀”的顽疾，也令资产收益告别了“低利率”均衡下的“稳态”。2024 年市场预期的抢跑与政策应对的时滞可能使得经济实现新均衡的过程并不能一帆风顺。发达经济体走出去债务周期的阴霾，这可能意味着更高水平的均衡利率，而新兴国家相对发达国家利差优势的“稳态”也有所改变，资金流向和资产估值相应的调整可能尚未结束。考虑到全球经济下行周期盈利难度大超预期、高利率环境下估值修复有限，我们倾向于债券 > 股票 > 大宗的资产配置优先顺序。

债券市场：美债利率向下拐点已现，但波动中枢上移

在美国经济逐步回落，美联储加息接近尾声的环境中，预计 10 年期美债利率已在 5% 附近见顶，未来将逐步回落，但下行空间打开仍需美国经济数据显著走弱进行确认。同时，在美国通胀仍有粘性，经济可能不会出现深度衰退的环境中，预计 10 年期美债利率难以下行至疫情前水平。

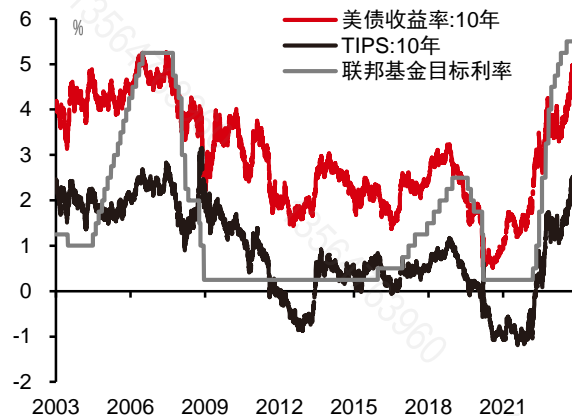
预计 10 年期美债利率在明年或将逐步回落，全年中枢或在 3.5% 左右。当前 10 年期美债利率仍在 4.5% 左右震荡，10 月底以来，由于美国财政部发债增速放缓、美联储 11 月议息会议未传递更多鹰派增量信息（详见《2023 年三季度美国 GDP 及欧央行 10 月议息会议点评—美国消费需求仍强劲，欧央行如期未再加息》，2023-10-27）以及美国 10 月非农数据和 CPI 数据双双不及预期，10 年期美债利率从 5% 左右的高位迅速回落至 4.5% 左右，但是当前仍缺少进一步下行动力。展望未来，随着美国经济逐步走弱以及美联储加息或已结束，预计 10 年期美债利率当前已经见顶，而进一步打开下行空间则需要看到美国经济数据大幅走弱以及美联储确认加息停止。同时，通胀增速的继续缓慢下行或也将使通胀预期震荡走弱。预计在实际利率下行和通胀预期震荡走弱的共同作用下，10 年期美债利率在当前见顶后或将在明年逐步回落。但由于明年通胀下行幅度和美联储降息幅度预计总体有限，预计 10 年期美债利率或难下破 3%，全年中枢或在 3.5% 左右。

图 39：2023 年以来 10 年期美债利率走势拆分



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：10 年期美债利率与联邦基金利率走势关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

曲线形态上，预计明年上半年美债收益率曲线或将呈现牛陡走势。复盘 1988 年以来的 5 轮加息周期末期美债利率表现，可以发现：首先，从各期限美债利率变化的绝对水平看，加息停止至首次降息期间美债利率的下行幅度远大于最后一次加息至加息确认停止期间的下行幅度。其次，在最后一次加息至加息确认停止阶段，2 年期和 5 年期美债利率表现最佳，10 年期美债利率表现一般；在加息确认停止到首次降息阶段，10 年期美债利率表现接近 2 年期和 5 年期美债利率，但下行幅度仍小于 2 年期和 5 年期。综上所述，预计明年上半年美债收益率曲线或将呈现牛陡走势。

表 3：历史加息尾声阶段各关键期限美债利率下行幅度（bps）

加息周期	最后一次加息至加息确认停止				加息确认停止至首次降息			
	2 年	5 年	10 年	30 年	2 年	5 年	10 年	30 年
1988 年 3 月~1989 年 5 月	-14	-22	-20	-21	-37	-30	-24	-19
1994 年 2 月~1995 年 2 月	-50	-49	-43	-29	-127	-132	-118	-95
1999 年 6 月~2000 年 5 月	-39	-43	-33	-17	-158	-135	-96	-46
2004 年 6 月~2006 年 6 月	-30	-32	-29	-24	-91	-66	-43	-25
2015 年 12 月~2018 年 12 月	-15	-16	-9	4	-79	-81	-80	-62

资料来源：Wind，中信证券研究部

外汇市场：美元呈“V”型走势，低点或在二季度

预计美元指数从今年底到明年上半年或将整体走弱，低点或在明年二季度。当前美元指数仍在 105 以上的高位震荡，主要缘于美国经济基本面仍有韧性、美联储加息尚未确认停止、欧洲经济疲弱以及日本央行货币政策仍较为鸽派。展望未来，首先，在经济基本面层面，尽管欧洲经济仍然保持疲弱，但是预计美国经济也将逐渐走弱，进而导致美元指数有所下行。其次，在货币政策层面，一方面美联储未来或确认加息停止，同时降息预期逐渐发酵，将对美元指数形成利空，另一方面明年上半年日本央行退出负利率政策或将推升日元汇率，进而对美元指数同样形成利空。因此，预计从今年底到明年上半年，美元指数或将从 104 左右的高位逐渐震荡走弱，低点或在明年二季度降息之前达到 98 左右。

图 41：美元指数与美欧、美日、美英利差关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

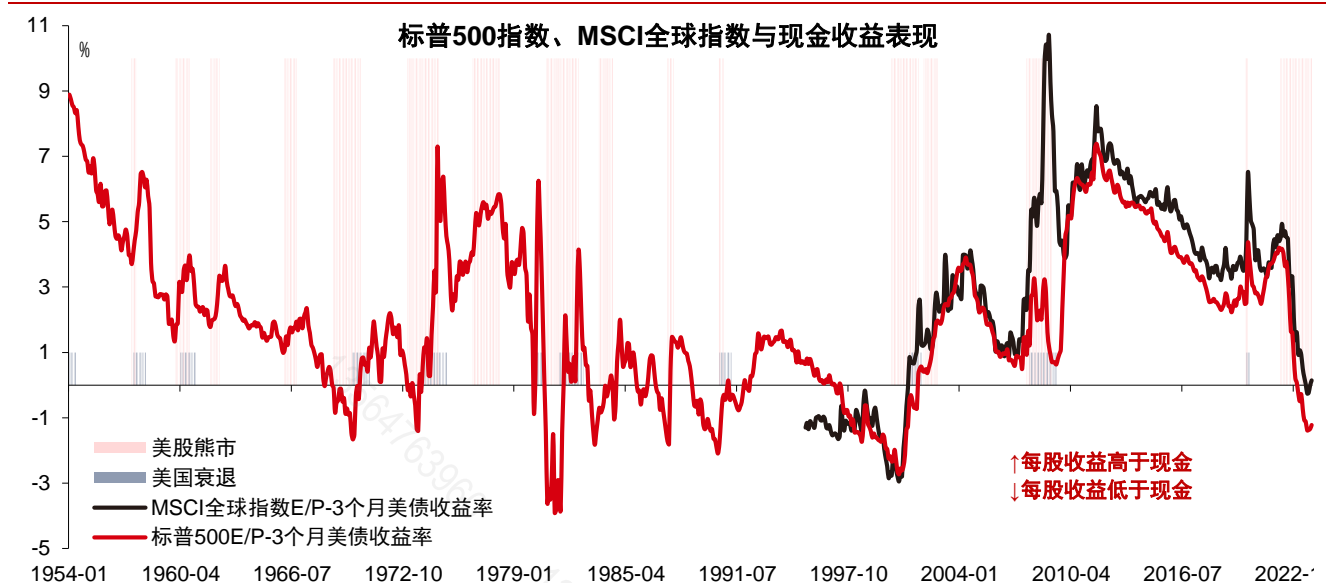
预计明年下半年美元指数或将重新上行，全年呈现 V 型走势，低点或在 98 左右。首先，在明年下半年欧美央行同时降息后，美国经济复苏或将强于欧洲经济复苏，在美欧短端利差走势未有明显变化的情形下，美国经济基本面强于欧洲经济基本面将推动美元指数

重新上行。其次，从历史上看，在美国大选年，受到风险偏好下降的影响，大选年三季度美元往往走强，因此，预计明年下半年美元指数或将开始上行，重新升至 100 以上。综上所述，预计美元指数明年全年或将呈现 V 型走势，低点或在明年二季度达到 98 左右。

股票市场：盈利收益率相对债券和现金下降

股票盈利收益率相对债券和现金收益下降。过去十年全球“低利率”推升资产价格估值繁荣。全球股票尤其是美股尽管经历了 2022-23 年的大幅调整，但当前估值仍处于历史高位。无论以 MSCI 全球股指还是标普 500 指数衡量的盈利收益率相对 3 个月美债收益的优势均（自科网泡沫以来首次）跌落至负值区域，这意味着持有美债或现金的长期收益回报可能好于股票。

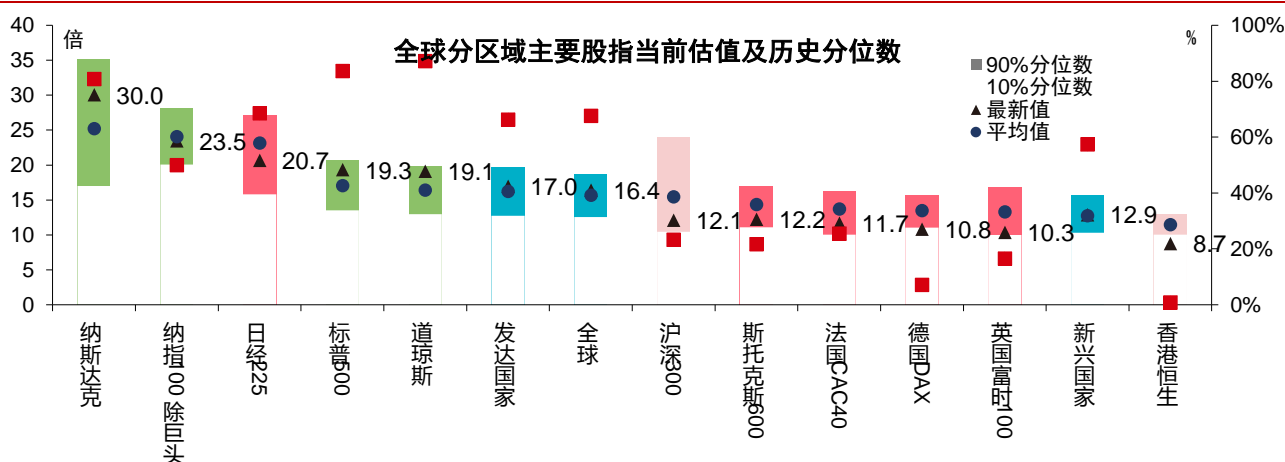
图 42：标普 500、MSCI 全球股票指数盈利收益率与美国短期现金收益对比



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

从估值的角度看，非美股市估值相对美股更具吸引力。当前全球主要区域股市估值由高到低排序依次为：美股头部科技公司>美股>全球及发达国家股市>新兴国家股市>欧洲股市>大中华区主要估值（A 股&H 股）。不同国家股市估值的高低隐含了经济基本面的预期的差异。以欧股为例，2023 年欧洲经济持续疲软，尤其德国等国已连续多个季度陷入衰退。受此影响，欧股估值中枢位于后 25%徘徊，表现明显差于其他发达国家股市。2024 年随着经济悲观预期被逐步定价以及可能出现的货币政策转向宽松，非美股市估值上行空间或高于美股，美债利率和美元走弱带来的流动性回暖亦利好非美股市。美股在未来可能出现的降息刺激下（年中至下半年）亦存在估值反弹行情，但高度可能有限。

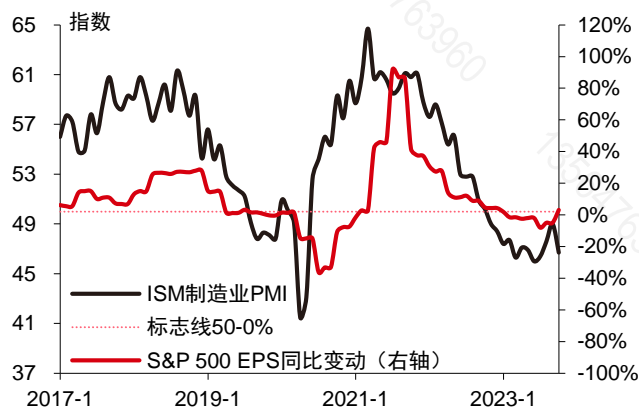
图 43：全球分区域主要股指当前估值及历史分位数



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（草绿：美股；粉红：欧日股市；青蓝：全球股指；浅粉：大中华区）

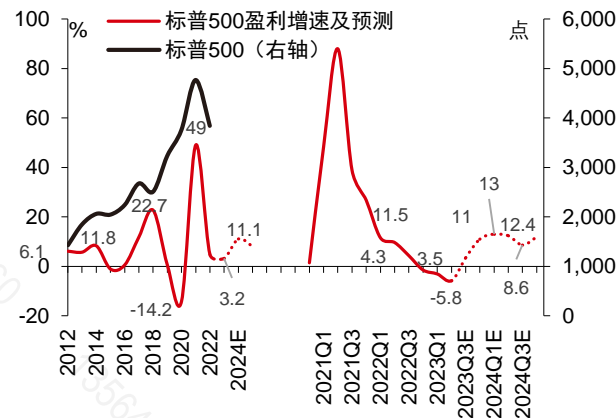
从盈利的角度看，经济下行周期可能拖累盈利增速下修。从 2023 年美股三季度报表现来看，终端消费表现良好带动可选及必选消费等板块超市场预期，其中标普 500 可选消费板块盈利超预期指数录得 21.7%（Factset 数据）。我们预计 2023 年底至明年上半年美国经济下行压力将拖累美股盈利增速下修。当前市场对 2024 年美股盈利增长的预期为 11.1%，远高于 2023 年的 3.2%。分行业来看，近期美股分行业板块盈利增速普遍下修，其主要集中在 IT、材料、地产、公用事业及必选领域。

图 44：1962 年以来标普 500 月度平均涨幅（大选视角）



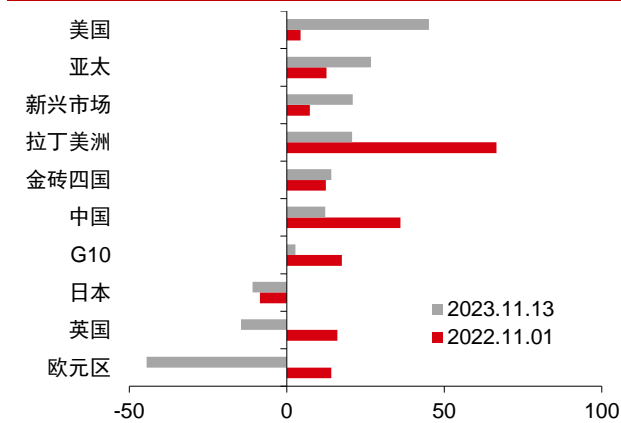
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 45：标普 500 指数与盈利预测



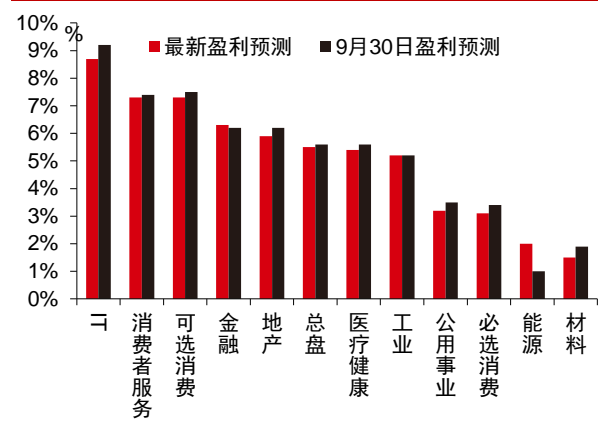
资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

图 46：宏观经济超预期指数



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

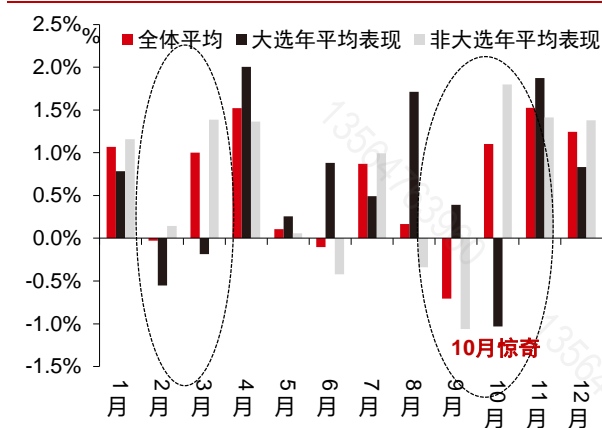
图 47：2024 年美股分行业盈利预测



资料来源：Factset 一致预期，中信证券研究部

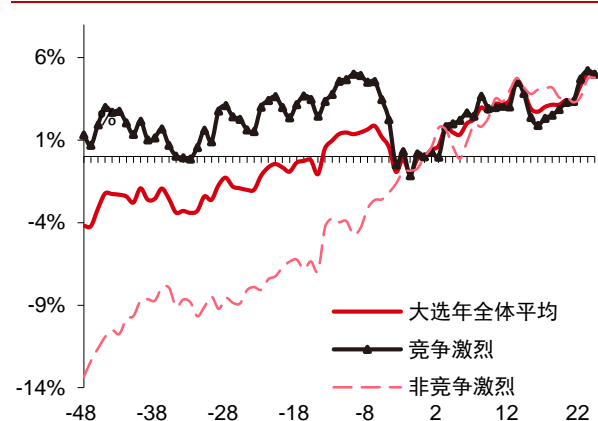
从风险偏好角度看，美国大选的不确定性可能扰动美股。历史统计规律显示，美国大选不确定性对风险资产的扰动多发生在 3 月和 9-10 月份；此外，两党竞争激烈的大选年份，（大选前）美股的涨幅或相对较小且波动增大。

图 48：1962 年以来标普 500 月度平均涨幅（大选视角）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 49：1960 年两党博弈激烈的大选年相对其他年份的涨幅及波动



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（横轴时间代表距离大选日的周数。注：按照两党最终得票率的接近程度进行划分，支持率差小于平均的定义为“竞争激烈”，大于平均的定义为“非竞争激烈”）

专栏：关注 2024 年美国大选对大类资产、行业板块和地缘政治的影响¹³

2024 年美国、俄罗斯、印尼等国家及中国台湾等地区将相继进入选举年。其中，美国大选可能对大类资产、行业板块及地缘政治产生明显影响。

从选情前瞻来看，2024 年大选或仍较为激烈，形成民主党领导的“跛脚政府”概率最大。2024 年将经历美国大选的“各州提名-党内出现-党内提名-候选人辩论-普选投票”阶段，当前仍处于党内初选辩论阶段。结合主要政论平台预测，拜登、特朗普和德桑蒂斯是大选的主要候选人，形成拜登 VS 特朗普的初选结概率最大。目前支持率拜登略微占优；两院选举方面，民主党两院选举结果或较为悲观，共和党赢得参议院的概率相对较大，众议院则较为焦灼，民主党略微占优。后续应重点关注的节点包括“超级星期二”的表现、总统提名及竞选活动、前总统特朗普受刑事指控事件、经济基本面变化以及内华达州、宾夕法尼亚州、威斯康星州、亚利桑那州、佐治亚州 5 个关键摇摆州的支持率和选举结果。

从总量的角度看，相对不同政党和候选人的政策主张，对总量的影响更应关注“一府两院”的分裂和统一；预计大选阶段性利空美股，利好美元。美国经济方面，“统一政府”特别是民主党政府更易出台积极的财政和基建政策，不确定性低，更有利于经济增长。共和党或对财政开支通过结构性调整的方式支持基建；美债方面，避险效应并不显著，“统一政府”结果利于利率上行。“统一政府”更倾向于增加债务杠杆（民主党），或增加对外政策不确定性（共和党）致美债上行；美股方面，预计两党激烈博弈下美股涨幅相对较小且波动增大。大选年 9-10 月大选的不确定性阶段性利空美股；此外，两党竞争激烈的大选年份美股涨幅相对较小且波动增大；美元方面，大选年美元指数明显强于正常年份。而且，相对“跛脚”政府，“一府两院”的统一政府或更利好美元指数。

从行业的角度看，不同政党和候选人的政策主张更为重要，两党在基建领域的政策支持确定性高，关注板块的差异。能源领域，民主党侧重新能源，共和党强调对化石能源、生物燃料的大力支持；气变&ESG 领域，共和党偏保守且德桑蒂斯更加鹰派，称 ESG 为“经济政治化”；科技&平台型企业领域，民主党政策偏向支持科技进步的财政刺激，而共和党则强调跨国别投资及并购的强监管；制造业&基建领域，民主党关注公共交通基础设施；而共和党关注电网、能源传输及网络安全等领域；此外民主党制造业回流政策或令钢铁、通用设备、交通设备、电气设备板块受益；金融&医药领域，共和党的减税、削减监管以及医保方案相对利好资产价格。

从地缘的角度看，中美博弈具有长期性，若共和党主政或加速俄乌冲突的结束，并给中欧关系改善迎契机。国际合作方面，若共和党胜选则美国在国际多边合作方面或重回保守倾向；中美关系方面，关注两党在关注领域和政策思路上的差异。民主党关注半导体、人工智能、医药及器械、平台型企业、资源安全、清洁能源、信息技术及军工等领域；共和党则关注对华贸易逆差以及跨境投资审查和监管；从政策风格角度看，民主党常拉拢所谓的“盟友”，针对性政策倾向组合推出；而共和党惯常使用贸易政策，且经常针对所谓“盟友”，情绪面影响强；美俄关系方面，若共和党主政，美俄关系或一定程度上边际缓和，俄乌冲突或能够相对较快解决；美欧关系方面，若共和党主政，美欧关系或边际转冷，并给中欧关系迎来改善契机；中东问题上，美国战略收缩和沙以关系正常化或持续；共和党主政美伊关系或边际僵化。

¹³ 参考中信证券研究部研报《海外地缘政治系列专题之二-2024 年美国大选对大类资产的影响》（2023-10-28）

图 50：选情流程：美国大选相关关键事件节点



资料来源：Wind，中信证券研究部

关于美国大选影响详细分析请参见我们研报《海外地缘政治系列专题之二-2024 年美国大选对大类资产的影响》(2023-10-28)。

大宗商品：贵金属 > 能源 > 工业类 > 农产品

展望 2024 年全年，预计海外经济或将呈现“经济增速下行压力不断增大并触底-政策拖底经济及(基本面)底部震荡-需求回暖”的特征，结合我们对各类资产价格走势的预测，大宗商品配置的优先顺序为：贵金属、黑色¹⁴> 能源 > 工业类 > 农产品。

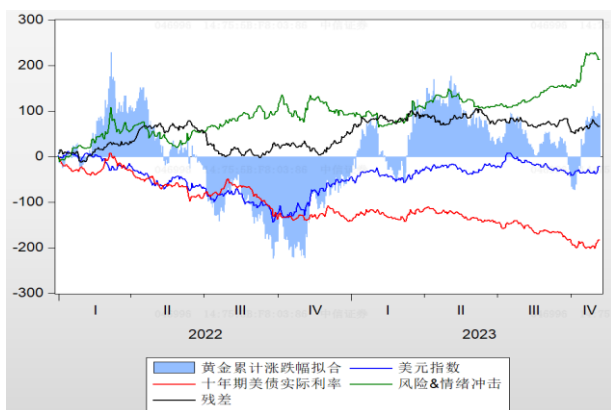
贵金属方面，黄金具备较好的相对配置价值¹⁵。我们复盘了过往四次黄金价格冲出新高时的经济环境和主要资产价格走势发现，黄金突破前高的背后都出现“三因素共振”的支撑。2023 年底至 2024 年上半年，美元美债利率回落叠加风险事件的扰动是利好金价的核心逻辑。结合我们基于时间序列 SVAR 模型分析认为，(在其他因素不变的前提下)美元美债利率回落或令黄金价格升至 2050-2100 美元/盎司左右¹⁶。在风险性事件的催化下，黄金价格突破前高的可能性大，且预期沪金突破前高的可能性较伦金更大，年底至明年上半年维持超配建议。

¹⁴ 参考中信证券研究部研报《中信证券旬度价格跟踪数据手册(10月下旬)：基建链商品价格止跌回升》(2023-11-08)

¹⁵ 参考中信证券研究部研报《资产跨历史周期比较系列专题之七-黄金还能突破前高吗?》(2023-09-13)

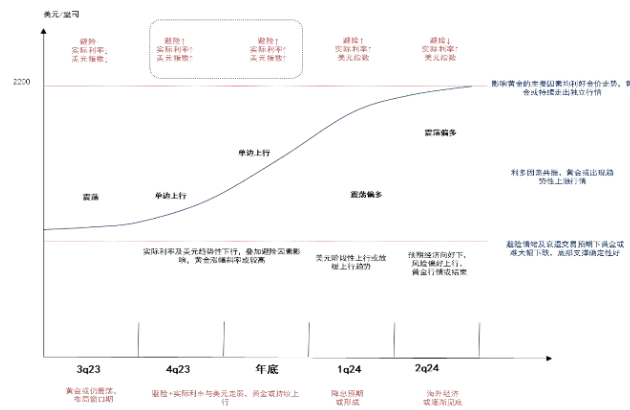
¹⁶ 在其他因素不变的前提下，基于 2023 年 11 月 8 日测算

图 51：基于时间序列 SVAR 模型对黄金价格进行定量拆分



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（截至 2023 年 11 月 6 日）

图 52：黄金价格走势分析研判



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

能源方面，国际油价短期偏弱震荡，2024 年二季度后或逐渐上行。从供需的角度看，近两年全球原油结构预计都将维持紧平衡状态，或扼杀油价单边下行的动能，而海外经济下行压力增大亦压制油价上行驱动因素，叠加 OPEC+可能的保油价政策，短期内油价呈现偏弱震荡。年内应关注海外经济波动以及 OPEC+会议的政策变动；展望 2024 年特别是二季度之后，在全球供需紧平衡格局情况下，需求端的变化叠加金融属性的利好或带动油价逐渐震荡上行，（结合 EIA 预测）我们预计 2024 年波动中枢在 80-90 美元/桶左右。

工业金属方面，国际铜价 2024 年或以震荡为主，预计上半年存在阶段性行情。国内地产周期仍然是铜等工业金属价格走势的核心因素，金融属性的带动作用或难以成为主导因素。近期铜价走势的核心定价因素仍为地产销售及投资的表现和政策预期¹⁷。商品属性对铜价的影响或仍以震荡偏弱为主。展望未来，基于中央经济工作会议、全国两会以及政治局会议的地产政策博弈预计仍然是铜定价的核心原因，此外基建端如有超预期政策亦是阶段性提振铜价的另一大原因；金融属性方面，四季度至年底美元指数打开下行空间及降息预期的上升或一定程度上利好铜价表现，不过我们通过定量拆分铜价走势发现，金融属性对铜价的带动作用难以成为主导因素。预计全年波动中枢或在 7500-8500 美元区间。铝价走势与铜或相似，价格区间或在 2100-2400 美元左右，或仍呈现“前高后低”的特点。

农产品方面，2024 年主要农产品料将缓慢震荡下行（小麦>玉米、大豆）。小麦方面，近期 USDA 下调了澳大利亚、巴西等地产量预测，全球供需结果或仍将持续偏紧。我们认为受全球多地极端气候发展影响，2023/24 全球小麦生产供应不确定性增加，供需偏紧格局或将持续，产需缺口继续扩大，国际麦价或将持续偏强震荡。玉米方面，随着北半球进入收获季，新季玉米供应恢复，叠加南半球玉米开始播种，国际玉米供需格局边际趋松，预计玉米或呈现震荡偏弱走势；大豆方面，近期市场积极炒作美豆减产和巴西北部干旱对大豆生产的影响，不过结合 USDA 预测，南美大豆供应同比增加，抵消了美豆减产预期，且巴西北部并非南美大豆主产区，短时扰动影响料将有限，预计 2023/24 年度全球大豆供应将偏丰。年底至明年初，国际大豆价格或将呈现走弱的趋势。需持续关注美豆减产落地及南美大豆播种进度及播种面积落地情况。

¹⁷ 参考中信证券研究部研报《资产价格跨历史周期比较系列专题之八-大宗商品阶段性行情能持续多久？》（2023-09-18）

■ 风险因素

欧美劳动力市场需求超预期；美国地产周期的供给偏紧可能刺激房价上涨预期；能源商品等供给冲击导致通胀超预期反弹，从而促使美联储超预期再度收紧货币政策；中美关系不确定性；地缘政治持续发酵风险。

13564763960

13564763960

13564763960

13564763960

13564763960

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。