

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 白雪

高级分析师 冯琳

时间

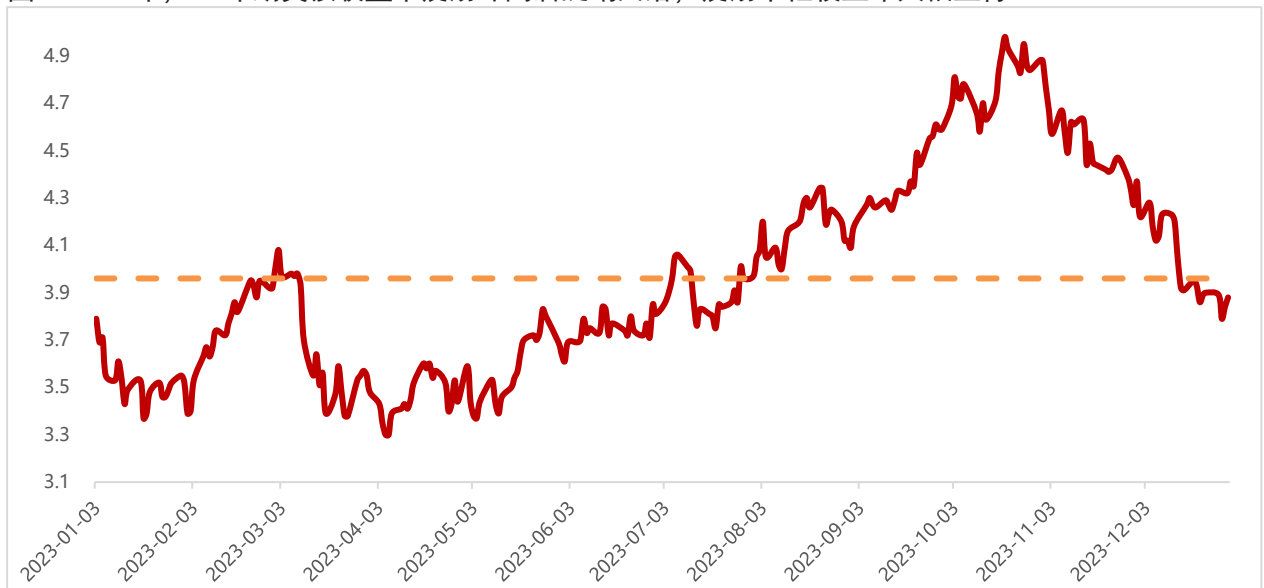
2024 年 1 月 29 日

- 2023 年美国宏观经济韧性超出预期，主因财政扩张力度较强，对经济的托底效果突出。展望 2024 年，随着财政支出退坡、对经济的托底作用减弱，劳动力市场降温，以及高利率对经济的压制作用进一步显现，美国私人消费与投资增速均将承压，经济增速面临放缓。不过，考虑到美国居民资产负债表稳健、财政“三大法案”对经济仍有支撑，以及住宅投资有望企稳，短期内美国经济难现失速风险，预计 2024 年全年 GDP 增速将从 2023 年的 2.5% 降至 1.5% 左右，有望实现经济“软着陆”。
- 2024 年，在能源与食品价格继续下行、核心服务通胀缓步回落助推下，加之基数走高，美国总体通胀水平仍将延续缓和。预计到 2024 年年末，美国 CPI 与核心 CPI 通胀同比增速将分别降至 2.4% 和 2.6%。
- 美联储加息周期已基本结束，2024 年美联储将大概率降息三次，累计降息幅度为 75bp，降息节奏并不连贯，可能在二季度先开启“预防性降息”，下半年再降息两次。2024 年美联储缩表还会持续一段时间，三季度开始，美联储可能放缓缩表，并在 2025 年一季度停止缩表。
- 受通胀进一步回落、经济下行压力加大，以及货币政策即将转向影响，2024 年 10 年期美债收益率下行趋势较为确定。但受制于美联储降息幅度有限、美债供给压力仍然较大，以及市场降息预期可能存在反复等因素，下行幅度料将有限，且下行过程将面临阶段性波动。预计全年 10 年期美债收益率震荡区间将在 3.0%-4.3% 左右，中枢水平在 3.6% 左右，较 2023 年中枢下行约 36bp。考虑到下半年经济下行压力加大、降息较为确定，年内走势大概率将“前高后低”。

一、2023 年美债收益率走势回顾

2023 年，10 年期美债收益率总体经历了先震荡冲高，后快速回落的过程。年初（1 月 3 日，下同）至年末（12 月 29 日，下同），10 年期美债收益率累计仅上行 9bp，但震荡中枢大幅抬升至 3.96%，较 2022 年的 2.95% 上移近 100bp。

图 1 2023 年，10 年期美债收益率震荡冲高后陡峭回落，震荡中枢较上年大幅上行



数据来源：iFinD，东方金诚

第一阶段（1-10 月中旬）：这一阶段 10 年期美债收益率波动上行，截至 10 月 19 日已升至 4.98%，与年初相比，累计上行幅度达 119bp。背后主要由以下几方面因素推动：

一是美联储货币政策在此期间持续收紧。2023 年，美联储在 2 月、3 月、5 月和 7 月连续加息，累计上调政策利率 100bp 至 5.25%-5.5% 的历史高点，且大部分时间释放出利率将“更高，更持久”这一偏鹰的政策立场。这奠定了美债收益率在此期间总体上行的基础。

二是美国经济基本面与通胀韧性持续超预期，“美国衰退论”被证伪。2023 年，美国经济表现出消费数据韧性超出预期、劳动力市

场降温缓慢，失业率依然稳定在历史低位，同时通胀下行速度不及预期，尤其是服务通胀韧性超预期等特征，也对美债收益率形成向上支撑。从具体数据看，2023 年美国实际 GDP 增速为 2.5%，并未出现经济失速；2023 年 12 月，美国 CPI 和核心 CPI 同比分别上涨 3.4% 和 3.9%，虽较上年 12 月的 6.5% 和 5.7% 明显回落，但在 3% 以上的高通胀水平上展现出较强“粘性”。

三是供需失衡推升美债期限溢价水平，这也是 2023 年下半年 10 年期美债收益率快速冲高的主要推手。一方面，自 6 月美国新一轮债务上限协议达成后，在财政赤字扩大、TGA 账户回补等压力下，财政部明显加大了国债发行力度，推升美债供给¹；另一方面，美联储持续缩表、银行业危机浮现后，美国商业银行资产负债表整体呈缩减趋势，吸纳美债能力下滑，加之欧央行不断加息、日本央行调整收益率曲线控制（YCC）上限，以及美元指数冲高加剧新兴经济体汇率贬值压力等，都降低了海外投资者对美债的需求。

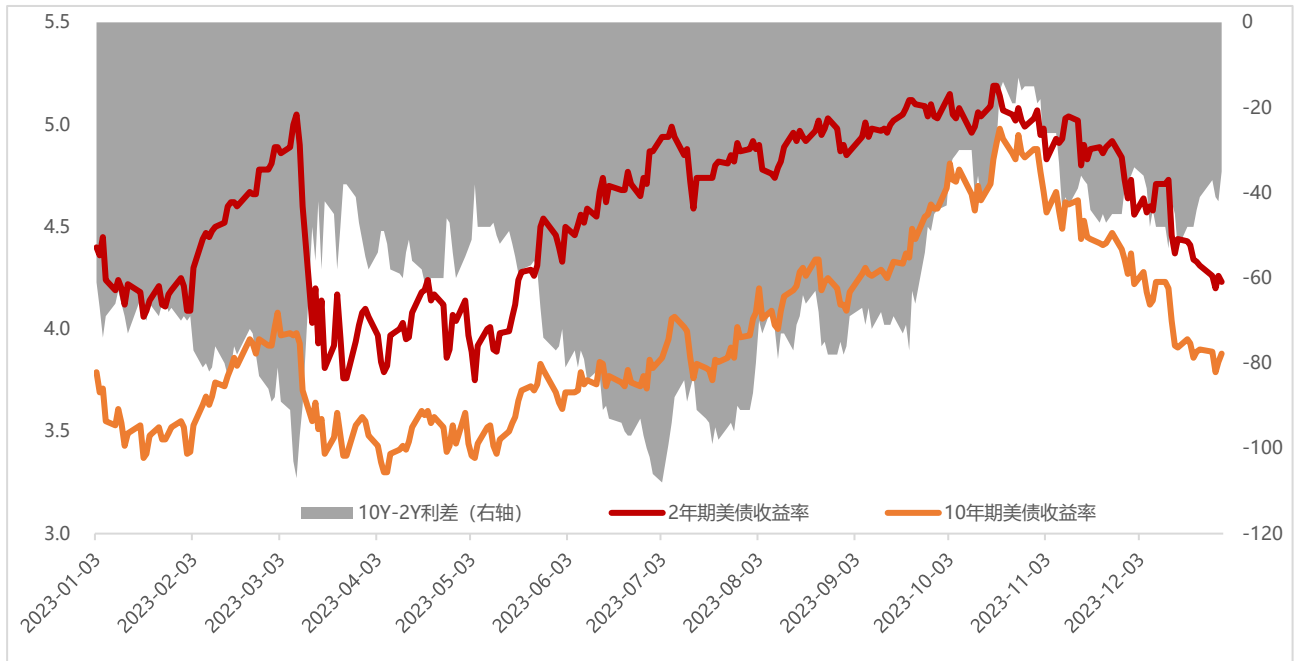
需要说明的是，在这一阶段总体上行的过程中，10 年期美债收益率在 1 月初-1 月中下旬以及 3 月初-4 月初出现两波较为明显的下行。前者主因非农与 CPI 通胀数据降温导致美联储紧缩预期弱化，后者则因美国银行业危机触发市场避险情绪以及对暂停加息预期的升温。

第二阶段（10 月下旬至年末）：这一阶段 10 年期美债收益率从高位快速回落至年初水平。主要原因在于，这一时期发布的美国通胀、就业等数据先后验证经济放缓趋势，同时美债收益率高企也带来金融市场流动性过度紧缩的担忧，美联储此前的鹰派政策态度因此出现软化，开始释放暂停加息信号。12 月议息会议上，美联储明确表示降息已开始纳入讨论，市场降息预期迅速升温，推动 10 年期美债收益率快速下行。

¹ 7 月再融资会议公布的第三季度美债净发行规模明显上升为 1.007 万亿美元，较 5 月的预测高出了 2740 亿美元。同时，3 季度美债净发行额较 2 季度增加约 3800 亿美元。

收益率曲线方面，2023 年美债收益率曲线仍处倒挂状态，但倒挂程度有所收敛：以 2 年期美债收益率为代表的短端利率从年初的 4.40% 累计下行 17bp 至年末的 4.23%，而同期以 10 年期美债收益率为代表的长端利率则累计上行 9bp，这使得 10Y-2Y 期限利差倒挂幅度从年初的 61bp 收窄至年末的 35bp。

图 2 2023 年美债收益率曲线倒挂幅度有所收敛（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚

具体来看，2023 年 10Y-2Y 美债收益率倒挂幅度先后经历了在 1 月-3 月初大幅扩大、3 月迅速收窄、5-6 月再度走阔、7-10 月再度震荡收敛至仅约 20bp，又在 11-12 月扩大的波动过程。其中，1-3 月和 5-6 月的两次倒挂幅度加深，均由短端利率较大幅度上行导致，反映出上半年美债收益率曲线形变主要由政策预期引导；而 7 月之后的收益率曲线形变，则主要由长端利率的变化主导，反映出下半年美债供需因素对于收益率曲线的形变起到关键影响。

二、2024 年美国宏观经济展望

2023 年，得益于财政扩张力度加大，美国经济增长在高利率环境下表现出超预期的韧性，全年实际 GDP 增速达到 2.5%，比 2022 年高出 0.6 个百分点。展望 2024 年，随着财政支出退坡、私人消费增速承压、高利率对经济的压制作用进一步显现，美国经济将温和下行，预计全年 GDP 增速将放缓至 1.5% 左右。

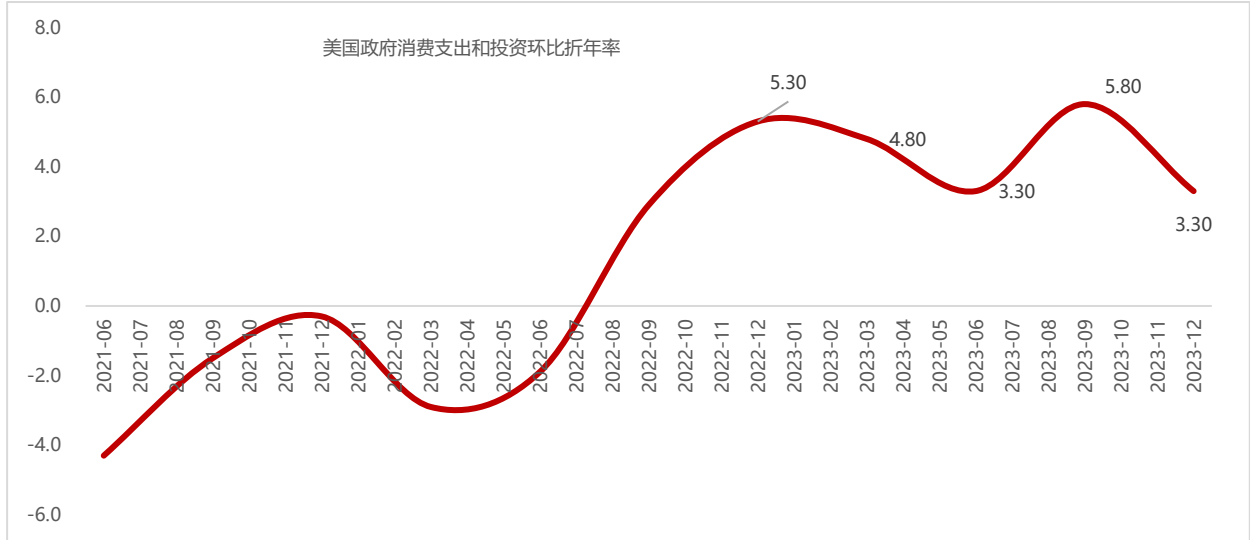
（一）2024 年美国财政扩张力度将边际减弱，对经济的托底效应也将相应弱化。

2023 年美国经济增长韧性超预期，主要原因是财政扩张力度较大，对经济的托底效果突出。受益于 2021 年底签字落地的基建法案逐步形成实物投资，以及 6 月国会两党就债务上限阶段性达成共识，2023 年美国财政支出强度仍然较大，2023 财年美国联邦赤字率为 6.3%，较上年大幅扩大了 0.9 个百分点。截至 2023 年四季度，美国实际政府支出已连续五个季度环比折年率高达 3%-6%（图 3），全年同比增速高达 4%——这与 2022 年 0.9% 的同比负增形成鲜明对比。政府消费及投资对 2023 年实际 GDP 增速的拉动率为 0.68%，拉动作用明显（图 4），成为除消费以外美国经济增长的第二大动力。除直接拉动效应外，财政扩张也通过提振私人消费和企业投资，对经济增长产生间接拉动。

私人消费方面，得益于疫情以来直接向居民发放大规模补贴的财政刺激手段，美国居民积累了大量超额储蓄（约 2.5 亿美元），这在很大程度上对冲了高利率导致的私人信用收缩，加之 2023 年劳动力供需失衡支撑薪资增速维持高位，以及通胀下行提振实际收入增速，2023 年美国私人消费表现偏积极，成为经济韧性的重要支撑。企业投资方面，2021-2022 年拜登政府先后通过《基础设施投资与就业法案》、《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》等三大法案，向基建、半导体、新能源等行业提供巨额补贴，有效提振了企业投资，尤其是基建领域投资——2023 年美国基建投资实现两位数增长（11%），对冲了高利率

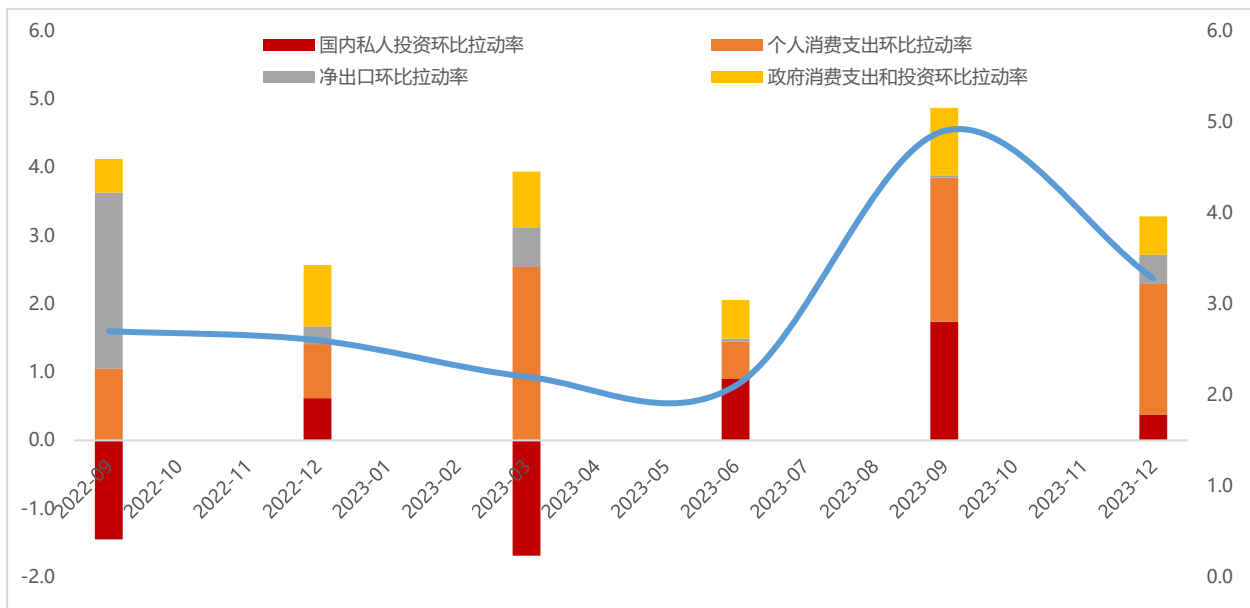
对制造业投资的抑制作用。

图 3 2023 年，美国财政支出扩张力度显著扩大（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚

图 4 2023 年，政府消费支出与投资对 GDP 的拉动作用明显（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚

不过，2024 年美国财政支出将难以在 2023 年基础上持续发力，这主要受两方面因素制约：

一是联邦债务规模快速增长、债务利息支出负担加重，挤压财政扩张空间。截至 2023 年末，美国联邦债务规模已达 34 万亿美元，占

GDP 的比重升至 138.5%。考虑到未来两年将是美国国债的偿债高峰期——根据纽约联储的数据，预计 2024 年和 2025 年，美国财政部需要偿还的债务总额分别达到 6008 亿美元和 4832 亿美元。同时，高利率水平将进一步加剧美国财政付息压力。2023 财年，美国联邦政府未偿债务加权平均利率为 2.97%，为 2011 年以来最高水平，比 2022 财年高出 90bp。这导致，2023 财年，美国国债净利息支付总额²达到 6590 亿美元，相比 2022 财年大幅增长 39.3%，与 GDP 之比为 2.5%，为 1998 年以来最高。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，2024 年国债净利息支出将继续大幅增加 12.2%，占 GDP 的比重将升至 2.7%。

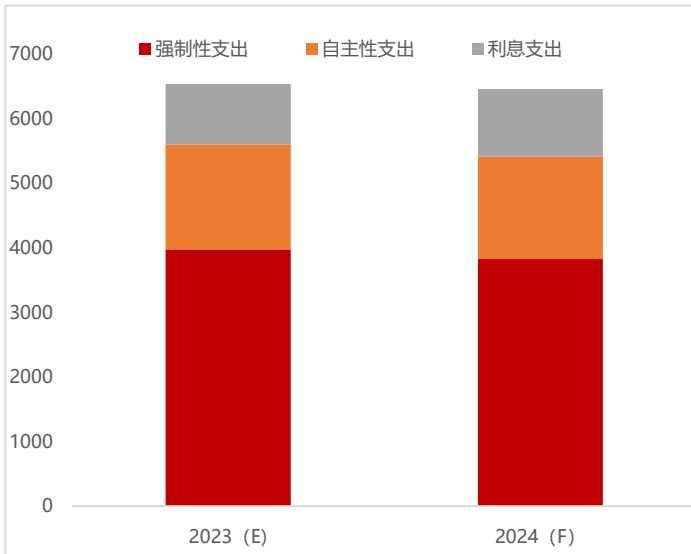
二是两党在 2024 年大选年的政治博弈将约束财政支出。2023 年 6 月债务上限谈判通过的《财政责任法案》，已经削减了 2024 财年自主性支出上限，尤其是将非国防支出上限大幅调降³，对 2024 年的财政支出扩张形成了较大约束。而考虑到 2024 年还是美国大选年，两党围绕财政支出的政治博弈将进一步加剧，尤其是共和党有较大意愿要求削减新财年的财政支出预算，这将对 2024 年美国财政支出的扩张形成更大制约。

基于上述两方面因素，2024 年美国财政扩张力度料边际退坡。我们预计，2024 财年美国自主性财政支出和非利息支出相比 2023 财年都将出现下滑，总财政支出下降 1.2% 左右（图 5）。根据美国财政部和国会预算办公室（CBO）的测算，2024 财年美国财政赤字规模将从 2023 财年的 1.7 万亿美元收窄至不足 1.6 万亿美元，赤字率将降低 0.5 个百分点至 5.8%（图 6）。这意味着，从总量角度看，2024 年美国财政支出将难以在 2023 年的基础上持续发力，对经济增长的拉动作用也将相应减弱。

² 指扣除政府内部信托基金转移支付后的利息支出。

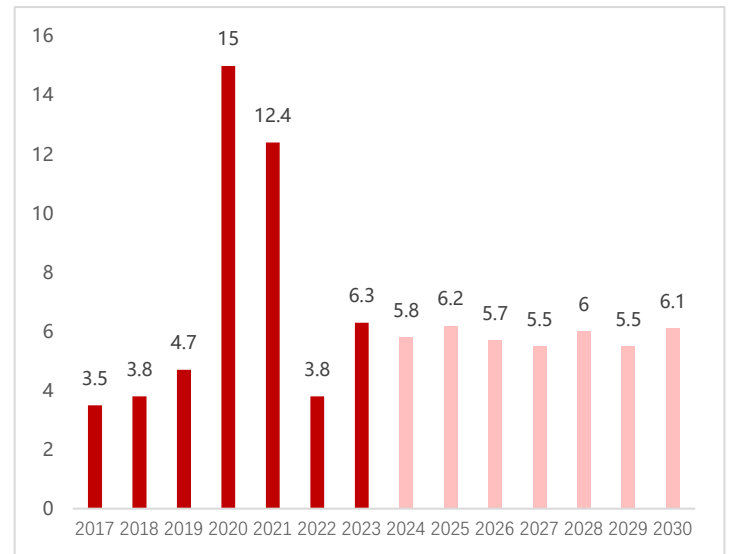
³ 将 2024 年自主性支出上限设置为 1.59 万亿美元，其中国防支出 8860 亿美元，相比 2023 年增长 3%，而非国防支出将被限制在 7040 亿美元（2023 年为 7670 亿美元）。

图 5 2024 年美国财政支出预测（单位：十亿美元）



数据来源：WIND, FRED, 东方金诚

图 6 美国财政赤字率及预测（单位：%）



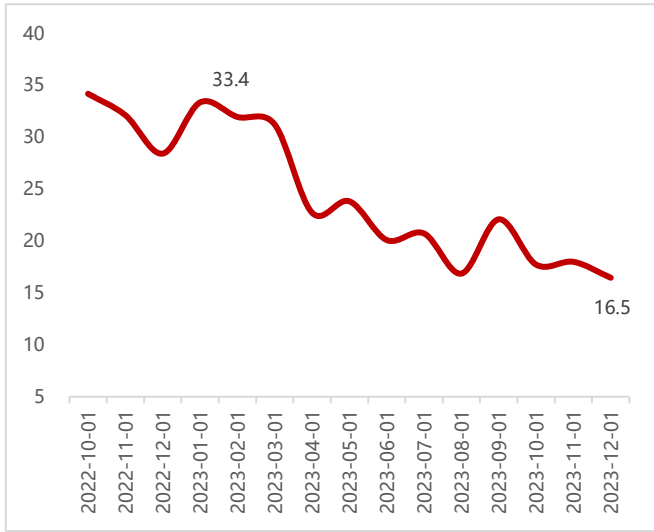
数据来源：CBO, 东方金诚

（二）2024 年，伴随劳动力市场延续降温、收入增速放缓、超额储蓄高位回落，作为美国经济增长主要动能的私人消费增速将有所放缓。

2023 年，美国劳动力市场已经出现持续走软迹象。主要体现在非农新增就业连续 3 个月移动平均值从年初的 33.4 万人降至年末的 16.5 万人（图 7），JOLTS 职位空缺数与职位空缺率均震荡下行（图 8），以及薪资同比增速缓慢回落（图 9）。2023 年，美国新增就业主要集中在教育与医疗、休闲与酒店、专业和商业服务、政府等部门，其他行业新增就业规模则接近停滞或陷入萎缩。同时，基于 24 个劳动力市场变量编制⁴的“美国劳动市场状况指数 (LMCI)”在 2023 年处波动下降，截至 11 月已处于 2021 年 9 月以来的最低点（图 10），印证了美国劳动力市场的降温趋势。

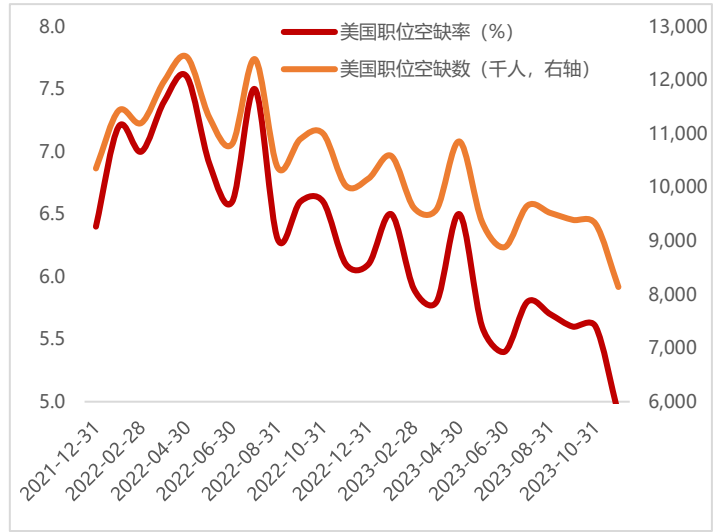
⁴ 包括 U3、U6 失业率、劳动市场参与率、就业人口比例、职位空缺数、离职率、失业率及平均薪资、初次申请失业救济金等就业数据。

图 7 2023 年美国非农新增就业明显下降（单位：万人）



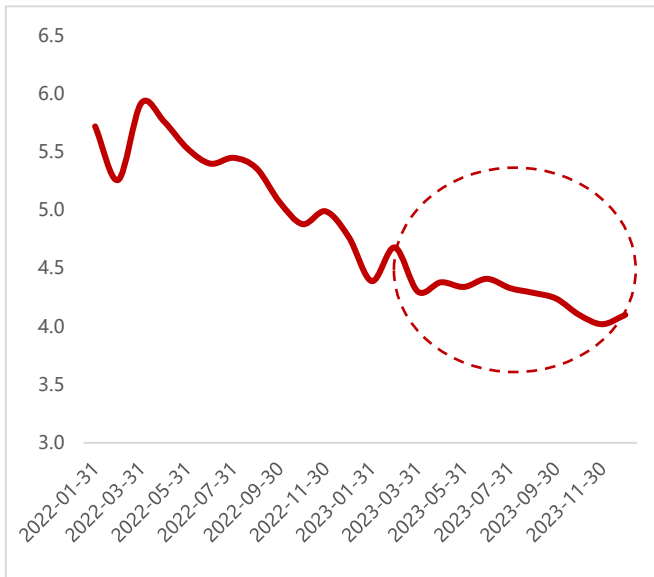
数据来源：WIND，东方金诚

图 8 2023 年美国职位空缺数、职位空缺率震荡下行



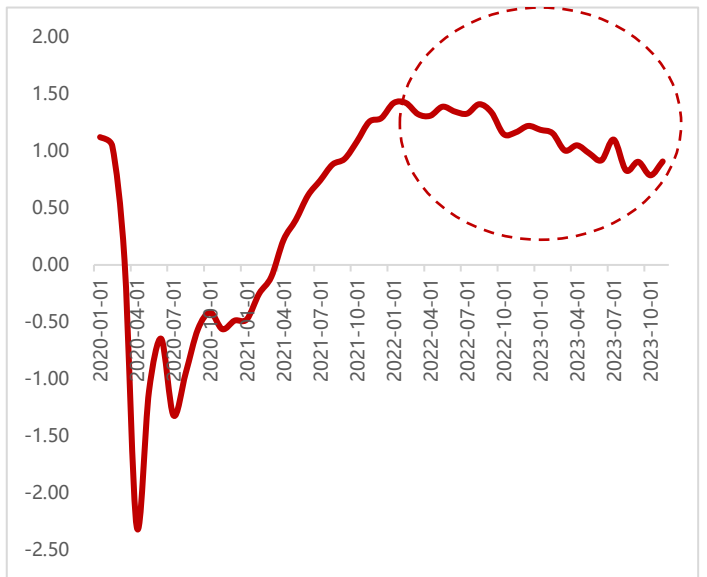
数据来源：WIND，东方金诚

图 9 2023 年美国非农薪资同比增速缓慢回落 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 10 2023 年美国劳动市场状况指数 (LMCI) 波动下降

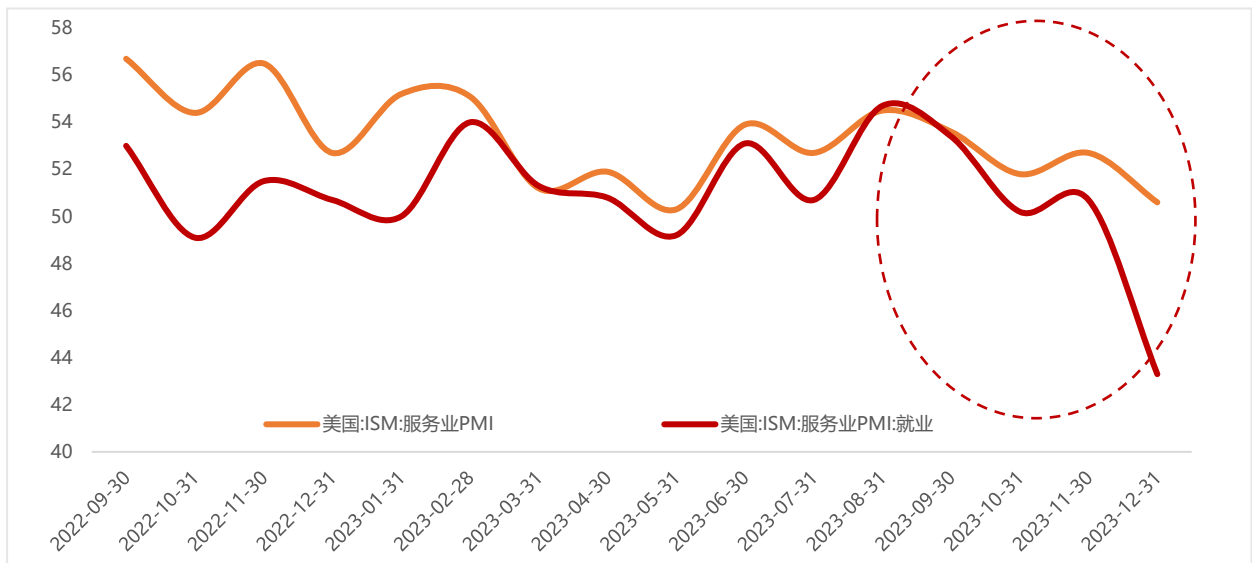


数据来源：WIND，东方金诚

展望 2024 年，美国劳动力市场还将总体处于降温通道：从需求来看，一方面，2023 年 8 月以来美国 ISM 服务业 PMI 指数明显下滑，显示服务业景气转弱，其中的就业分项指数下行更为明显（图 11）——

这意味着，接下来作为美国就业市场主力的服务业就业韧性将难以长时间持续；另一方面，非服务业就业也在放缓，尤其是高利率环境导致房地产、建筑业相关市场需求下滑，这些行业的就业形势将持续疲弱。预计 2024 年美国新增非农就业月均值将降至 12-15 万人左右，大幅低于 2023 年月均 20 万人以上的水平，2024 年年末总职位空缺数将下降至 720 万人左右，基本持平于疫情前（2019 年）的均值水平。从供给来看，伴随居民储蓄消耗与收入压力上升，劳动力人口供给有望增加。由此，伴随需求放缓、供给增加，2024 年美国劳动力市场将逐步由“供不应求”走向供需基本平衡，预计全年失业率将升至 3.8%-4.2% 的区间。

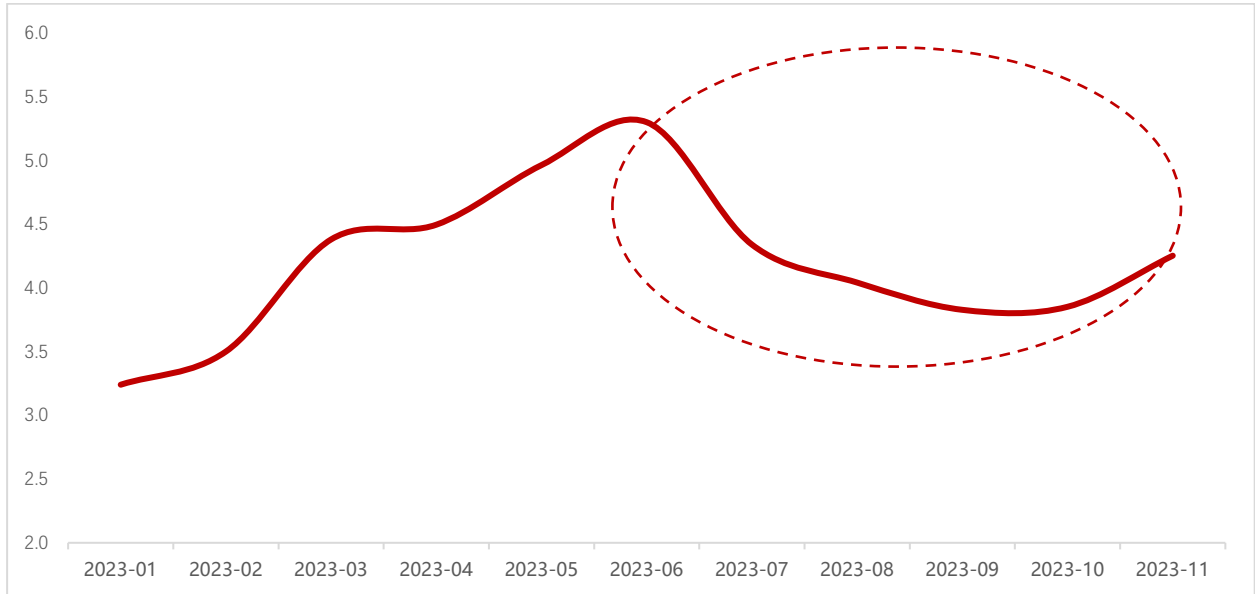
图 11 2023 年下半年以来，美国 ISM 服务业 PMI 和其中的服务业就业分项均出现明显下滑



数据来源：WIND，东方金诚

伴随劳动力市场降温，2024 年薪资增速将延续放缓，美国居民可支配收入将受到进一步拖累——2023 年下半年以来，美国居民实际可支配收入同比增速已现明显放缓（图 12）——这将抑制私人消费需求。此外，伴随通胀回落，2024 年美国居民个税起征点将从 7% 下调为 5.5%，也会对居民可支配收入造成不利影响。

图 12 2023 年下半年以来，美国居民实际可支配收入同比增速放缓（%）

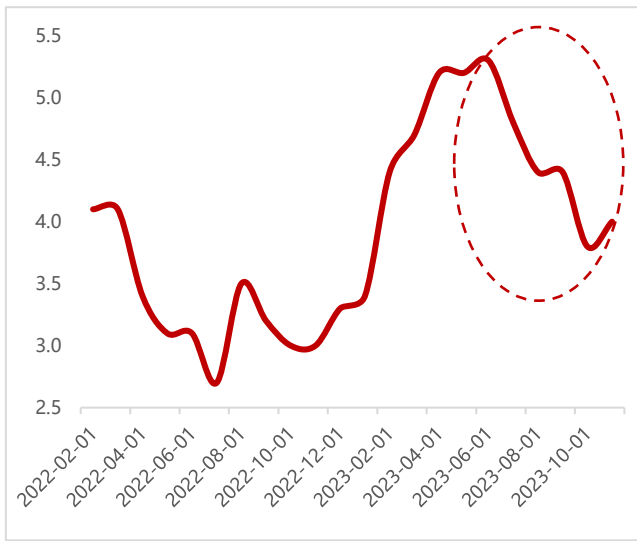


数据来源：WIND，东方金诚

此外，2024 年，储蓄、消费信贷对消费的拉动作用也将明显降低，从而进一步削弱消费增长动力。当前，美国居民的超额储蓄已经从高点回落，各机构普遍预测超额储蓄将在 2024 年前三季度消耗完毕。2023 年下半年开始，美国个人储蓄率即处于下降趋势（图 13），截至 2023 年 11 月（4.1%）已明显低于疫情前水平，这也从侧面反映出超额储蓄的快速消耗。这意味着，后续超额储蓄这一“缓冲垫”对消费的支撑作用将明显减弱。此外，在当前就业市场仍旧偏紧、薪资增速尚可的背景下，美国居民部门的短贷违约率却在不断升高，银行消费贷款和信用卡拖欠率都呈现明显上行趋势（图 14），其中信用卡违约率在 2023 年三季度末已逼近 3%，创 20 年以来新高。这预示着，后续消费信贷增长将明显承压，从而难以对消费需求形成正向拉动。

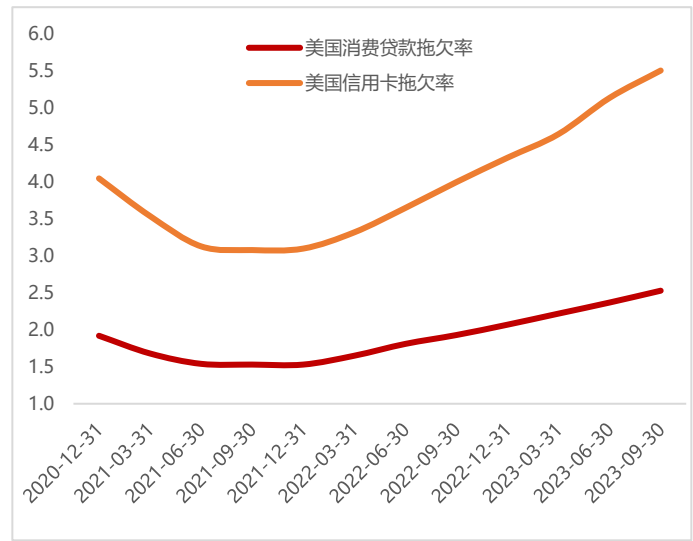
综合以上，2024 年美国劳动力市场将延续降温、居民可支配收入增速料将下滑，加之超额储蓄高位回落以及消费信贷承压，预计美国居民消费增长动能将进一步减退，对基本面韧性的支撑作用也将相应减弱。

图 13 2023 年下半年美国个人储蓄率明显下滑 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 14 2023 年美国消费贷款及信用卡拖欠率明显上行 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

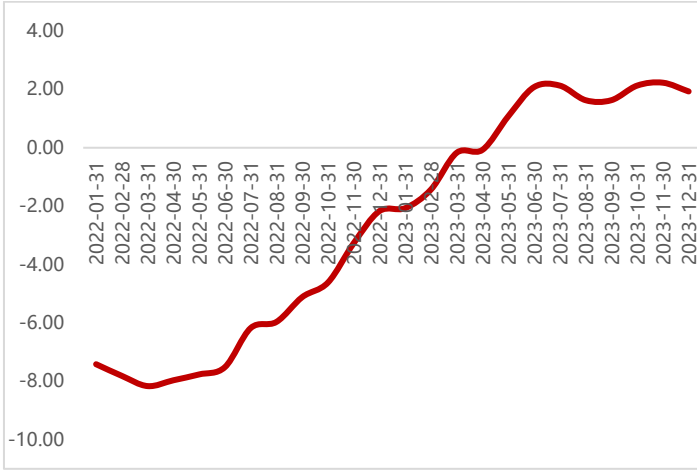
(三) 2024 年，高利率的滞后效应会继续显现，这将压制私人投资。不过，由于降息预期已带动市场利率先行下行、住宅供给不足等因素有望支撑住房投资，将在一定程度上对冲高利率导致的私人投资萎缩。

2023 年美联储持续加息，带动名义利率维持高位，加之通胀缓步下行，实际利率⁵不断抬升。截至 2023 年 12 月末，美国实际利率水平已达到 2% 左右 (图 15)，商业银行个人贷款利率和企业债利率等市场利率也随之持续攀升 (图 16)。

实际利率的抬升，以及银行业危机后银行普遍收紧信贷，已开始对经济活动形成压制。2023 年以来，美国商业银行信贷余额逐步萎缩 (图 17)。其中，工商业贷款、房地产贷款、消费贷款余额同比增速均呈明显下行趋势，特别是工商业贷款余额整体萎缩 (图 18)。这对私人投资，尤其是制造业投资产生了明显的负面影响。

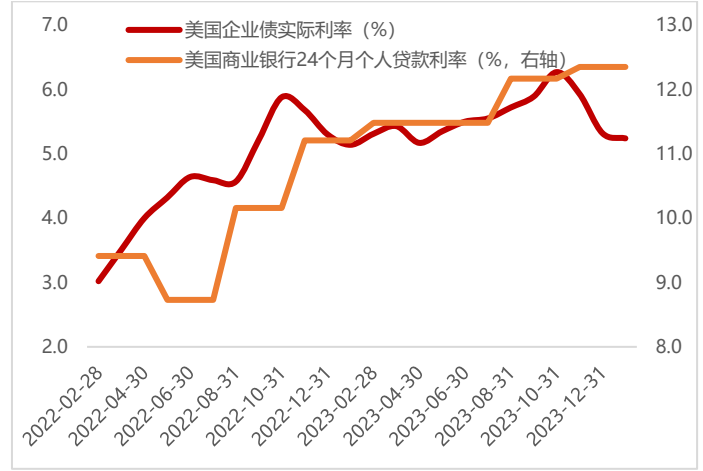
⁵ 以名义政策利率-CPI 通胀率计算。

图 15 2023 年美国实际利率水平不断抬升 (%)



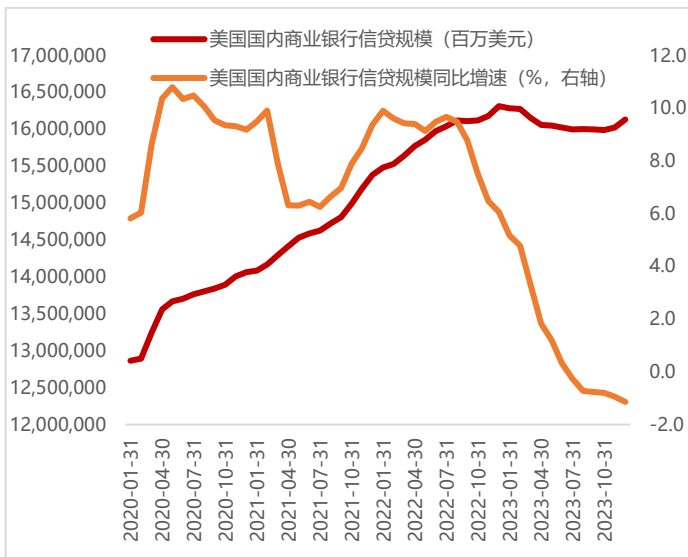
数据来源: WIND, 东方金诚计算

图 16 2023 年, 美国企业债与个人贷款利率持续攀升



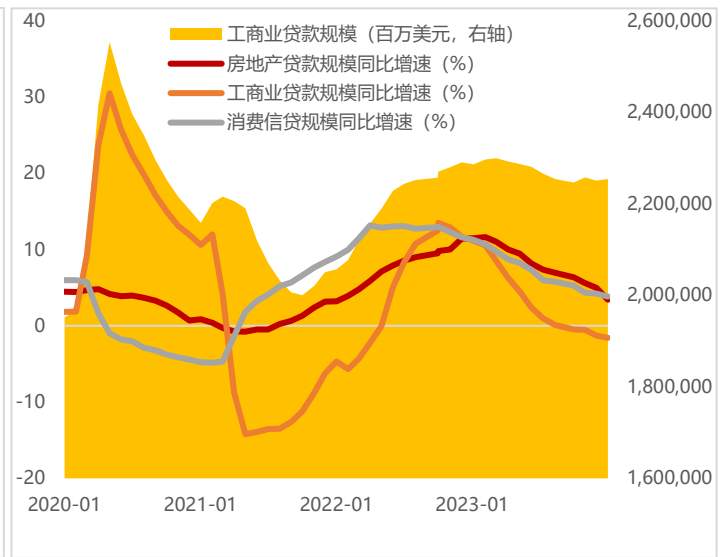
数据来源: WIND, 东方金诚计算

图 17 美国商业银行信贷余额逐步萎缩, 同比增速大幅放缓



数据来源: iFinD, 东方金诚

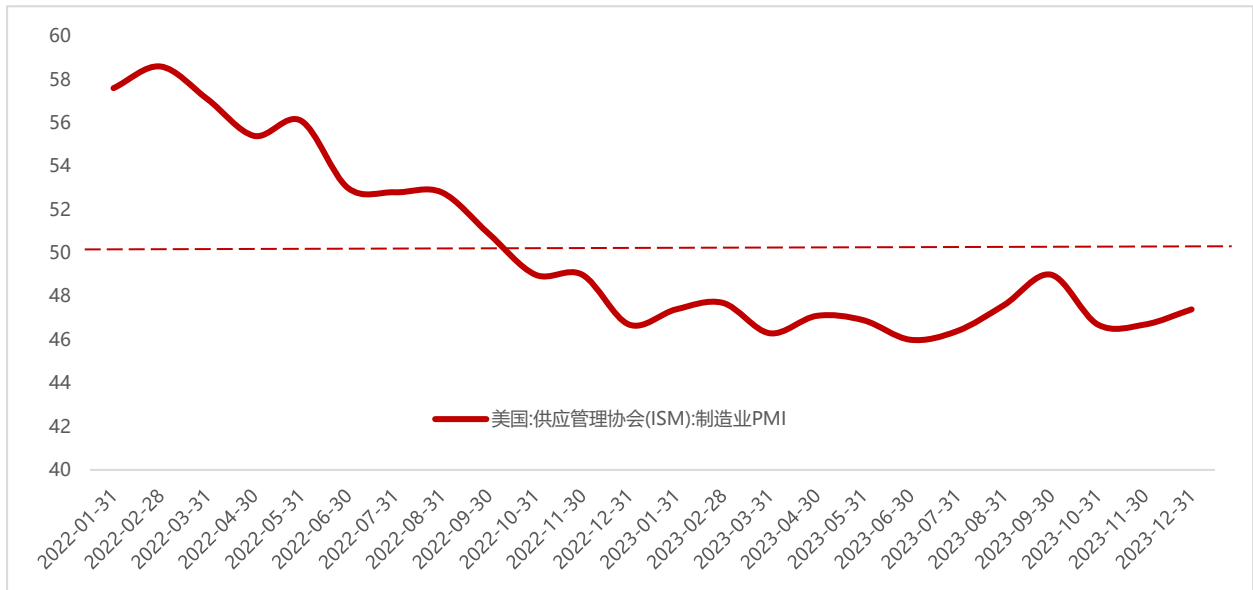
图 18 房地产贷款、工商业贷款及消费信贷余额同比增速下行, 工商业贷款余额整体萎缩



数据来源: iFinD, 东方金诚

2023 年 12 月, 美国 ISM 制造业 PMI 指数录得 47.4, 已连续第 15 个月处于萎缩区间 (图 19)。同时, 非制造业景气度也在明显回落。截至 2023 年 12 月, 非制造业 PMI 指数已从年初的 55.2 降至 50.6, 仅略高于荣枯线 (图 11), 反映出高利率对非制造业的压制在不断加深。

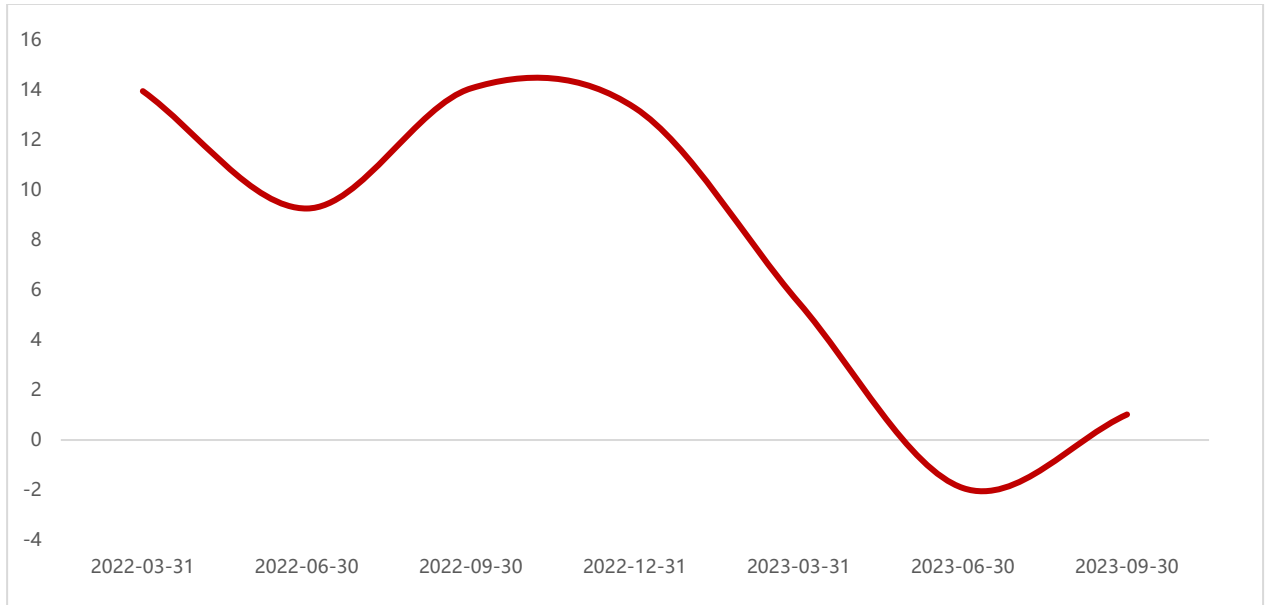
图 19 美国 ISM 制造业 PMI 已连续 15 个月处于萎缩区间



数据来源: WIND, 东方金诚

展望 2024 年, 按照累计降息 75bp 至 4.75%、通胀率回落至 2.5% 左右预测, 实际利率水平仍将总体处于 2% 上方, 这意味着 2024 年金融条件的紧缩趋势仍将持续, 加之银行信贷紧缩的影响还将延续, 私人投资增速将继续承压。此外, 2024 年正值大量企业债到期, 到期规模将从 2023 年的约 911 亿美元大幅升至 4148 亿美元, 这意味着此前在低利率时期大量发行的低息固定利率债务需要置换为高息债务。这在加大企业再融资压力的同时, 也会挤占企业部门利润空间。2023 年美国非金融企业利润增速就已出现明显下滑, 三季度虽有所反弹, 但增速仅为 1.02% (图 20)。企业利润增长低迷, 主要源于在通胀下行阶段, 企业产品出厂价格会因需求走弱而先行降价, 但员工薪资水平还在高位停留, 导致企业利润被侵蚀。由此, 2024 年, 企业部门债务负担加重, 叠加盈利能力受损, 将抑制企业资本开支意愿, 从而拖累私人部门投资增速。

图 20 2023 年美国非金融企业利润增速显著放缓（单位：%）

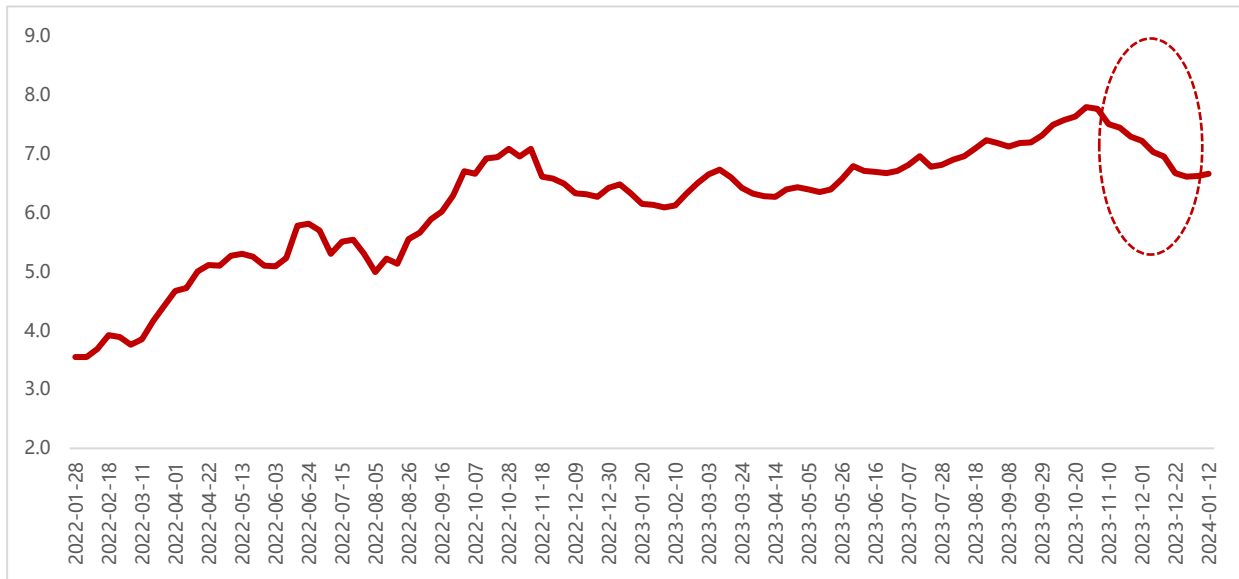


数据来源：iFinD，东方金诚

不过，2024 年，受益于降息预期带动市场利率高位下行，住宅供给不足，以及政府财政“三大法案”的支出力度有望继续加码，住宅投资增速或将得到阶段性支撑。其中，由于住宅投资对利率较为敏感，而随着 2023 年年末以来对市场降息预期不断升温，美债收益率大幅走低，带动 30 年期抵押贷款利率从近 8% 的高位开始下行（图 21），这可能会阶段性提振住房需求，从而带动住宅投资。同时，美国住宅供给不足的问题依然存在。自美联储加息以来，利率“锁定效应”⁶导致二手房供给大幅下滑，迫使购房者转向新屋市场，造成新屋供不应求并推升房价。这会对住宅投资中的新建住房投资形成支撑。由此，预计 2024 年住宅投资增速有望企稳，这将在一定程度上对冲对非住宅投资增速的下滑。

⁶ 指当房贷利率偏高时，房主因害怕失去其锁定的低利率，普遍不愿意卖出其持有的二手房。

图 21 美国 30 年期抵押贷款固定利率在 2023 年年末开始下行



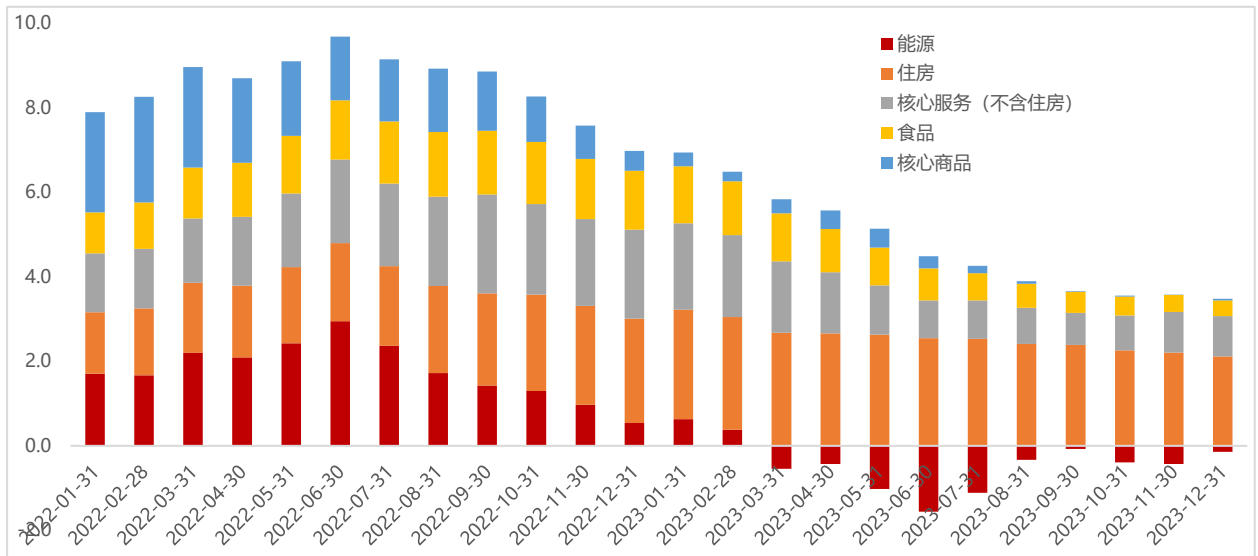
数据来源：iFinD，东方金诚

总体来看，2024 年财政支持力度减弱、劳动力市场降温，以及高利率下政策紧缩的滞后效应进一步显现，将同时抑制美国私人消费与投资增长动能，从而拖累美国经济增速下行。但考虑到居民资产负债表依然稳健、财政“三大法案”对经济仍有支撑，以及住宅投资有望企稳，短期内美国经济增速仅将温和回落，难现失速风险。预计 2024 年美国 GDP 增速将降至 1.5% 左右，有望实现经济“软着陆”。

三、2024 年美国通胀展望

2023 年美国整体通胀显著回落，CPI 同比增速从 2022 年 12 月的 6.5% 降至 2023 年 12 月的 3.4%，同期核心 CPI 同比从 5.7% 降至 3.9% 以下。这主要得益于国际原油和食品价格下行，以及供应链压力持续缓解带来供给端改善，进而带动核心商品价格走低。同时，从 2023 年下半年开始，此前较为顽固的核心服务通胀也开始回落（图 22），这意味着随着政策利率水平进入限制性区间，需求侧对通胀的支撑开始减弱。

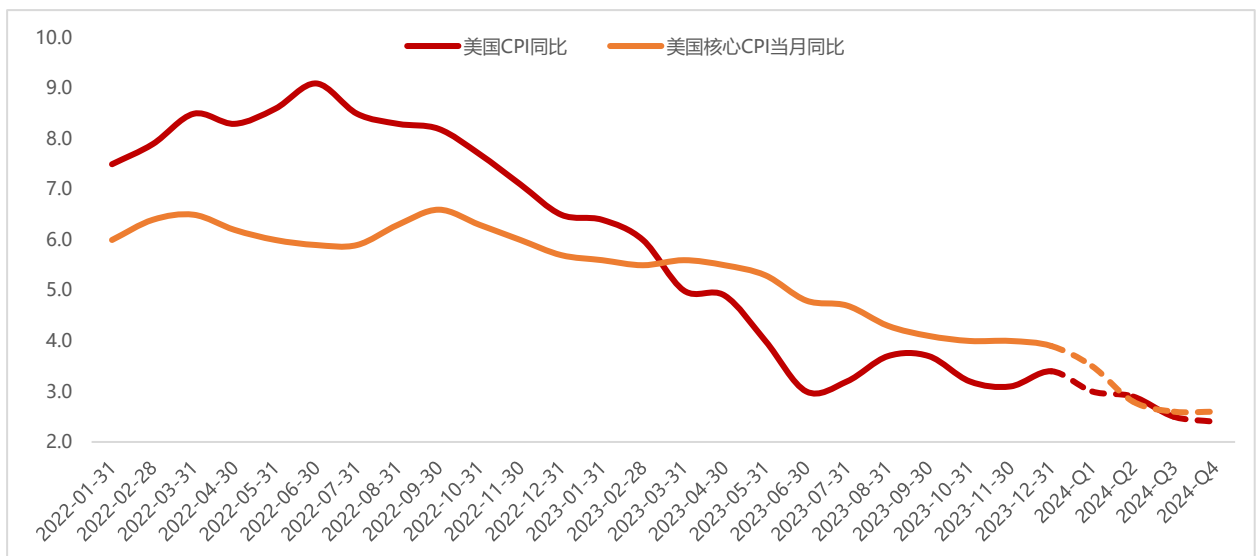
图 22 美国 CPI 通胀各分项同比拉动率（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚

展望 2024 年，在能源和食品价格继续下行、核心服务通胀缓步走低的助推下，加之基数抬升，美国总体通胀水平将延续回落趋势。预计到 2024 年年末，美国 CPI 与核心 CPI 通胀同比增速分别有望降至 2.4% 和 2.6%（图 23）。

图 23 2024 年美国 CPI 与核心 CPI 预测（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚

（一）2024 年能源和食品价格仍将震荡走低。

能源通胀方面，2024 年，尽管地缘政治风险，以及 OPEC+ 加大减产力度，可能推动原油价格出现阶段性反弹，但伴随全球尤其是欧美经济增速进一步放缓，国际原油市场供过于求的局面料难以逆转，原油价格总体还将下行。2023 年末，布伦特原油现货价降至 78 美元/桶附近，较 2022 年末下降了 4.4%；全年均值为 82.8 美元/桶，较 2022 年均值大幅下降 18.4%。我们预计，2024 年布伦特原油价格中枢将进一步下移至 75-80 美元/桶左右。

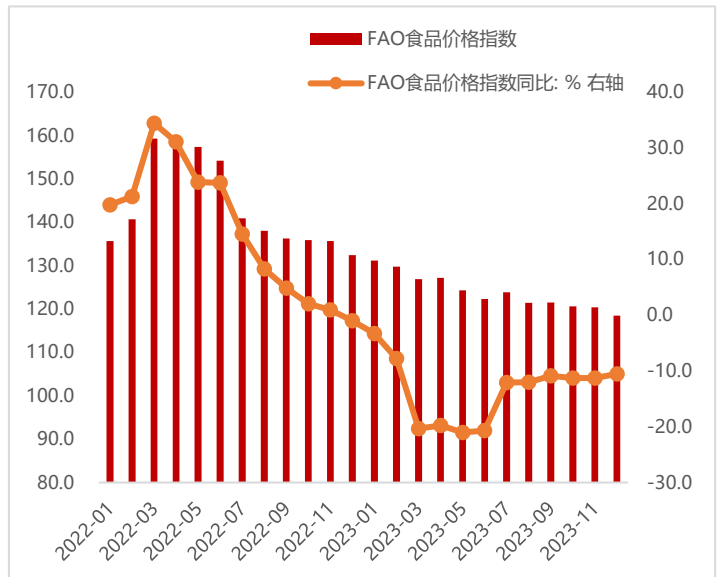
食品通胀方面，考虑到联合国粮农组织食品价格指数对于美国 CPI 食品分项具有领先意义——截至 2023 年底，该指数仍处持续下行过程，因此，预计短期内美国食品通胀将延续回落趋势，但回落速度将略有放缓，下半年可能出现小幅回升。

图 24 2023 年布伦特原油价格中枢大幅下移 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 25 2023 年国际食品价格的大幅走低 (%)



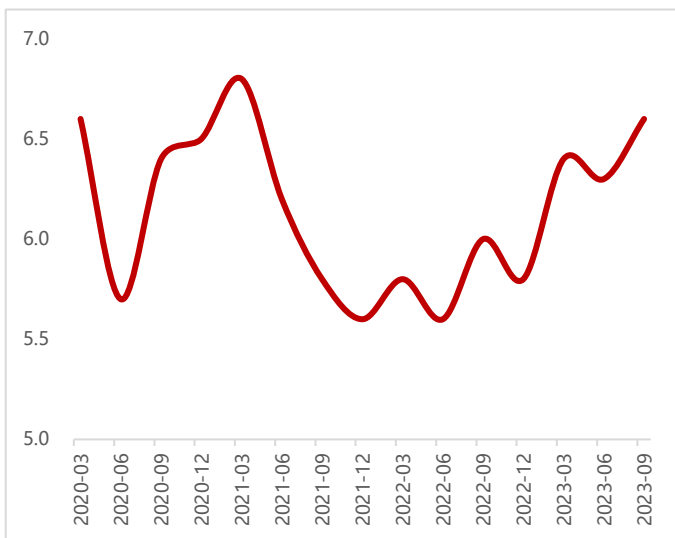
数据来源：FRED，WIND，东方金诚

（二）预计 2024 年美国核心商品通胀将延续下行，核心服务将缓慢降温，由此带动核心通胀持续回落，但斜率或较为平坦。

2024 年美国核心商品通胀将延续下行。2024 年，随着全球供应链进一步正常化、消费增速放缓以及企业持续去库存，预计美国核心商品通胀将维持微幅通缩状态。我们关注到，作为核心商品通胀的重要分项——二手车通胀的领先指标，近期 Manheim 二手车指数持续回落，也从侧面印证了核心商品通胀下行趋势还将延续。

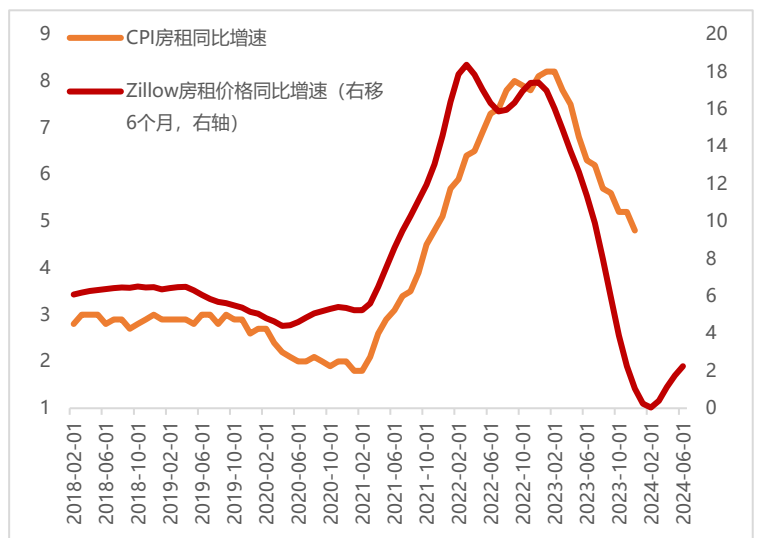
核心服务通胀作为当前美国通胀的主要支撑项，2024 年大概率将继续缓坡下行。其中，住房租金（在 CPI 中的权重高达 35%）及其主要分项——业主等价租金同比增速，均在 2023 年二季度见顶后持续回落。往后看，出租房空置率上升（图 26）意味着租房供给将会持续增加，这有助于抑制房租涨价势头。此外，作为通胀住房分项走势的领先指标，反映市场新签约房租价格的 Zillow 房租指数涨幅已回落至疫情前水平（图 27），这一趋势将逐步反应到住房通胀中，也预示后续住房通胀将延续震荡回落，并带动核心服务通胀降温。不过，由于 Zillow 房租指数在 2023 年年末拐头向上，加之美国房价（标普/CS 房价指数）在 2023 年下半年同比增速触底回升，这可能带动住房通胀在 2024 年年末出现一定程度反弹，从而掣肘核心服务通胀下行势头。

图 26 美国出租房空置率持续上升（%）



数据来源：WIND，东方金诚

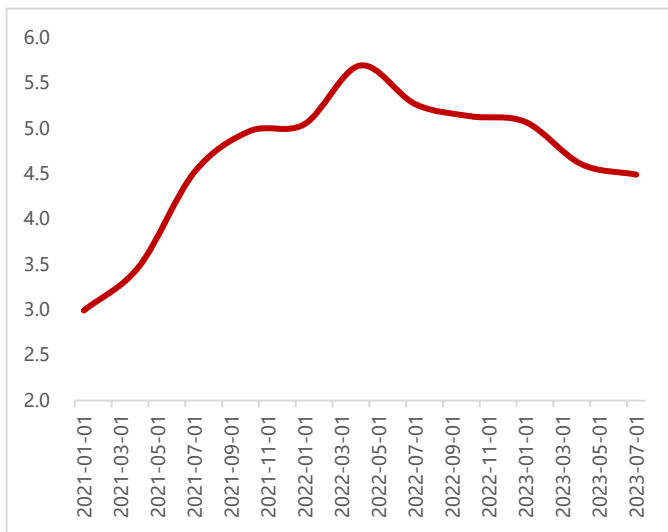
图 27 新签房租价格显示 CPI 房租通胀仍将继续下行（%）



数据来源：FRED，WIND，东方金诚

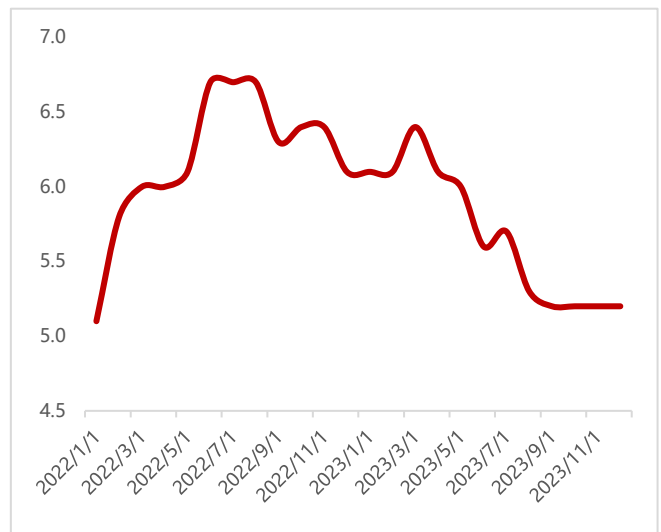
与薪资增速直接挂钩的非住房核心通胀——即美联储最为关切的“超级核心通胀”，是影响后续美国核心通胀能否顺利回落的关键。当前美国劳动力市场仍然较为紧张，工资增速仍高于与 2% 的通胀目标相匹配的水平。但往后看，2024 年美国劳动力市场将保持降温态势，这将有助于劳动密集型核心服务通胀增速回落。目前，除非农薪资增速外，衡量薪资水平的其他指标，包括美国劳动力成本指数（ECI，图 28）、亚特兰大联储 Wage Growth Tracker（图 29）等，均指向薪资增速将延续下行。后续薪资增速下行带动核心服务通胀回落的趋势较为确定。不过，考虑到劳动力市场降温将较为温和，2024 年美国核心服务通胀的下行速度可能较为缓慢。

图 28 美国劳动力成本指数（ECI）同比增速（单位：%）



数据来源：FRED，东方金诚

图 29 亚特兰大联储薪资同比增速（单位：%）



数据来源：亚特兰大联储，东方金诚

四、2024 年美联储货币政策展望

美联储加息周期已基本结束，2024 年将启动降息，全年大概率将降息三次，累计降息幅度为 75bp，降息节奏料不连贯，可能在二季度先开启“预防性降息”，下半年再降息两次。

鉴于美国通胀已处于稳定下行通道，劳动力市场趋弱，以及各项经济指标指向美国经济动能开始放缓，我们基本可以判定，美联储加息周期已经结束。当前，美联储已将降息纳入政策议程。预计 2024 年累计降息幅度在 75bp 左右，至年末政策利率将降至 4.5-4.75%。这主要是考虑到，从实际利率角度看，名义政策利率降至这一区间，扣除 2.4% 左右的通胀率后，对应实际政策利率为 2.2%，基本符合美国实际 GDP 中长期增长水平（2011-2019 年美国 GDP 平均增速为 2.4%）。换言之，2024 年降息 75bp 左右，是能够实现“降低经济增长负担”与“避免对经济和通胀产生不必要刺激”之间平衡的较为合意的选择。

降息时点方面，我们判断，出于预防性降息的考虑，美联储可能在 2024 年二季度开启首次降息，下半年再降息两次，这意味着降息节奏并不连贯。

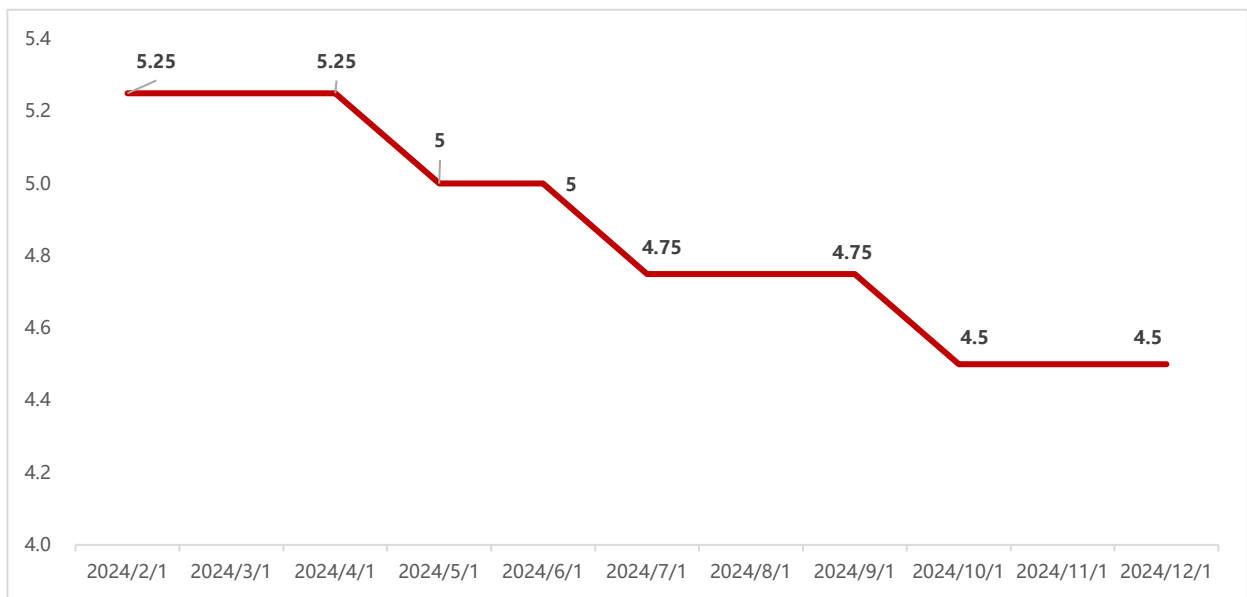
通胀走势与经济基本面并不支持美联储在 2024 年一季度就快速启动降息。从历史上美联储首次降息的背景来看，大多数情况下需要满足“失业率高于自然失业率”或“通胀率低于 2%”中的一个条件。从这个角度分析，目前美国核心通胀环比增速仍然偏高，短期内很难快速降至美联储政策目标；同时，劳动力市场降温较为温和，短期内快速恶化、失业率大幅上行的可能性也很低。因此，若金融环境不发生剧烈波动，美联储在 2024 年一季度就启动降息的紧迫性和必要性并不强，过早降息反而有重燃通胀动能的风险。

我们判断，美联储最早可能在 2024 年二季度（5 月或 6 月）降息一次，下半年再降息两次。历史上看，美联储曾多次在经济走弱信号增多时选择“预防式”降息，以防止经济过快降温⁷。此外，预防式降息能够避免经济超预期下滑，令降息周期更加平缓，从而使高利率可以维持相对更长时间，也有助于继续遏制通胀反弹风险。2023 年 12

⁷ 如 1989 年、1995 年和 2019 年等。

月议息会议上，美联储主席鲍威尔就曾传达出“预防式降息”的理念。他表示，经济走弱、甚至“弱于趋势的增长”都不是降息的必要条件，降息可能是货币政策正常化的需要，会在通胀回落至 2% 以前降息以避免紧缩过度。

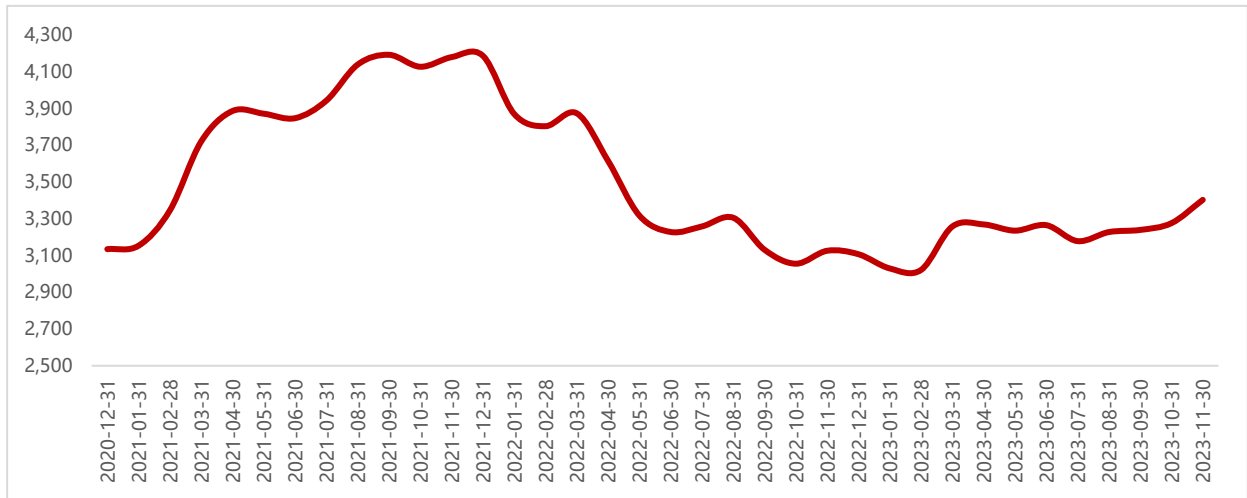
图 30 2024 年美联储政策利率走势展望 (%)



数据来源：东方金诚预测

缩表方面，2023 年 12 月议息会议纪要显示，部分美联储官员认为，在准备金余额下降到略高于充足准备金水平时，可以放缓缩表节奏并最终结束缩表，但并未给出具体时间。目前，美联储资产负债表中的银行准备金余额仍高达 3.5 万亿美元左右（图 31），远高于美联储 2022 年开始缩表时的水平。因此，基准情形下，2024 年美联储缩表还会持续一段时间，2024 年三季度开始，美联储可能放缓缩表，并可能在 2025 年一季度停止缩表。但考虑到近期担保隔夜融资利率 (SOFR) 等融资市场基准利率出现高波动，且美联储隔夜逆回购工具的用量在 2024 年伊始已迅速缩水至约 7200 亿美元，因此，若短期流动性持续紧张，也不排除美联储将放缓缩表的时间提前至 2024 年二季度的可能性。

图 31 美国存款机构准备金余额（单位：十亿美元）



数据来源：WIND，东方金诚

五、2024 年美债收益率走势展望

2024 年，受通胀进一步回落、经济下行压力加大，以及货币政策即将转向等因素影响，10 年期美债收益率下行趋势较为确定。但受制于政策利率降幅有限、美债供给压力仍存，以及市场降息预期可能存在反复，下行幅度料将有限，下行过程也将面临阶段性波动。预计全年 10 年期美债收益率震荡区间在 3.0%-4.3%，中枢水平在 3.6% 左右。

（一）2024 年，受通胀进一步回落、经济下行压力加大，以及货币政策即将转向等因素影响，10 年期美债收益率下行趋势较为确定。

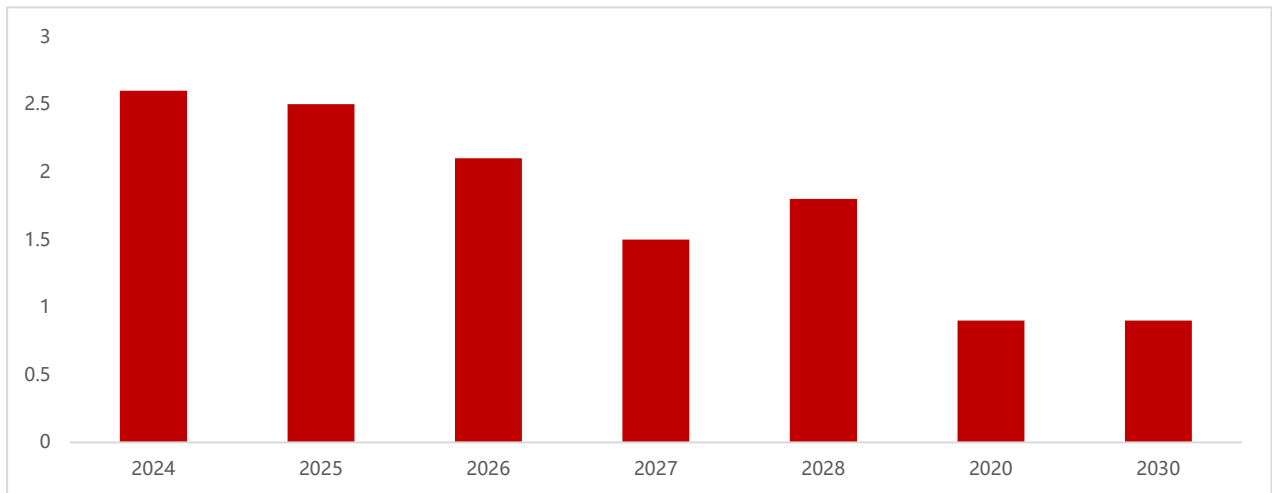
2024 年美国通胀将延续降温、经济下行压力将加大，经济基本面与通胀预期将进一步回落——2024 年 1 月密歇根消费者长期通胀预期已降至 2.8%，低于过去两年平均 3.1% 左右的水平。由此，市场对经济与通胀走弱的预期将对 10 年期美债收益率形成下行压力。同时，伴随经济增长动能回落，美联储也将开启降息，政策利率下移将直接带动 10 年期美债收益率下行。此外，全球地缘政治冲突仍在持续，潜在金融风险、大选等不确定性事件扰动增多，可能带来避险情绪的阶段性

升温，强化市场对长期美债的需求，这同样有利于 10 年期美债收益率的下行。因此，2024 年，10 年期美债收益率在 2023 年年末基础上进一步下行的趋势较为确定，预计全年震荡中枢将在 3.6% 左右，较 2023 年中枢下移约 36bp。

（二）2024 年美债供需料延续供大于求格局，这可能会推升期限溢价，从而制约 10 年期美债收益率的下行空间。

由于美国 2024 财年财政支出法案迟迟未定，迫使美国财政部在 2023 年四季度放缓了发债进度⁸。2024 年，尽管财政赤字率降低有助于美债供给压力边际缓解，但若综合考虑到到期量，根据 2023 年末存续的付息国债计算，2024 年到期的付息国债规模预计将达到 2.6 万亿美元左右的较高水平（图 32），高于 2023 的 2.1 万亿美元，这意味着 2024 年美债将面临较大的再融资压力。

图 32 美国付息国债到期规模估算（单位：万亿美元）



数据来源：Bloomberg，美国财政部，东方金诚

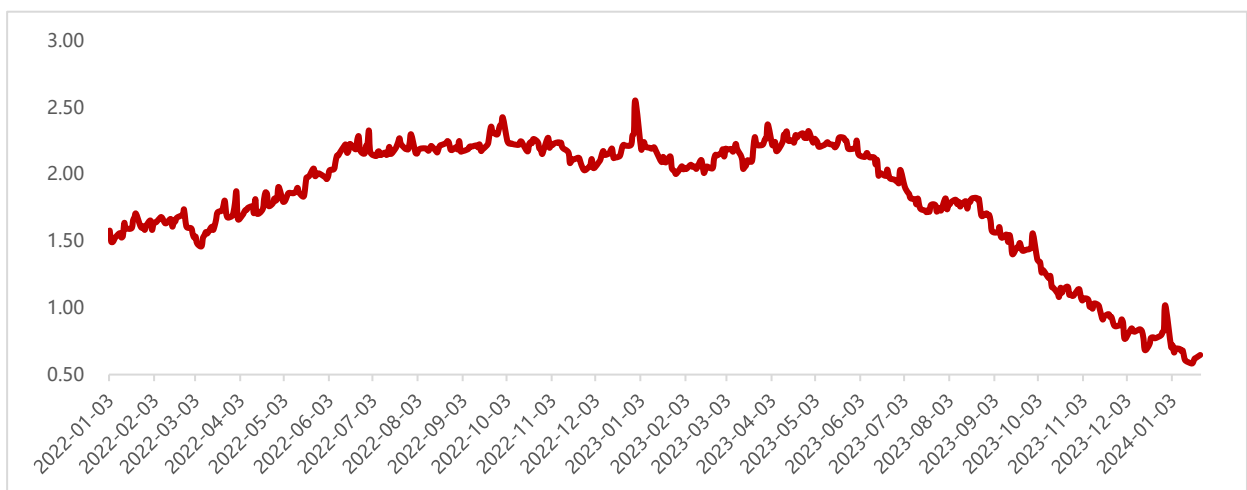
当前，对 2024 年美国付息国债发行量的测算有包括白宫、财政部、CBO 及一级交易商等多个口径。我们判断，受“大选年”两党政治博弈、债务可持续性考量以及付息压力等因素影响，2024 年美债

⁸ 根据 2023 年四季度再融资会议，10-12 月融资 7760 亿美元，低于 7 月计划的 8520 亿美元，较 7-9 月的近 1 万亿美元也明显回落。

实际发行量大幅突破财政部预测口径上限的可能性不大。根据财政部的预测，2024 年美国付息国债净发行量⁹将在 1.4 万亿美元左右，供给压力依然处于历史偏高水平。尤其是一季度美债集中发行，将强化年初美债供给冲击。

在美债供给压力依然较大的同时，2024 年市场对美债的需求料却实际减弱，美债供需失衡或将制约 10 年期美债收益率下行空间。美联储作为美债境内最重要的持债人，2024 年还仍将在大部分时间内推进缩表，流动性收紧不利于市场承接大规模的美债供给。当前，美联储隔夜逆回购规模已从 2022 年末接近 2.6 万亿美元的高点大幅降至 2024 年 1 月下旬的仅 6500 万亿美元（图 33），表明市场流动性已较此前明显收紧。一级交易商作为义务性的美债买方，受制于监管要求，扩表相对缓慢，也限制了其承接大量美债的能力。海外方面，考虑到欧央行仍保持政策紧缩，日本央行预期将退出负利率，海外投资者对于美债的需求也将边际下降。由此，2024 年美债供需失衡局面料延续，这虽然无法逆转美债收益率的下行趋势，但会在一定程度上制约其下行空间。

图 33 美国隔夜逆回购规模已从高点大幅回落（单位：万亿美元）



数据来源：WIND，东方金诚

⁹ 测算 2024 年付息国债发行量的方法为 “2024 年预期美债余额*付息国债占比-2023 年付息国债余额”。

此外，2024 年美联储降息幅度有限、市场降息预期可能有所反复，也将约束 10 年期美债收益率的下行幅度。当前市场普遍预期美联储将在 2024 年降息 125 个基点，但我们判断，实际降息幅度将大幅低于市场预期，首次降息时点也将迟于市场预期的 3 月。由此，在美联储首次降息落地之前，市场预期可能还将反复调整，从而对美债收益率形成一定支撑——可以看到，2024 年年初以来，市场此前激进的降息预期已有所回调，引发 10 年期美债收益率阶段性反弹。

综合以上，我们判断，2024 年 10 年期美债收益率将进一步下行，全年震荡区间将在 3.0%-4.3% 左右，中枢水平在 3.6% 左右。考虑到下半年经济下行压力加大、降息较为确定，年内走势大概率将“前高后低”，年初在降息预期回落、供给冲击等因素影响下，出现阶段性反弹的可能性较大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丽泽金融商务区平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn