

宏观点评 20230930

风波又起！这次美国政府关门影响有多大？

2023年09月30日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《政策加速：长期建设国债发行的历史镜鉴》

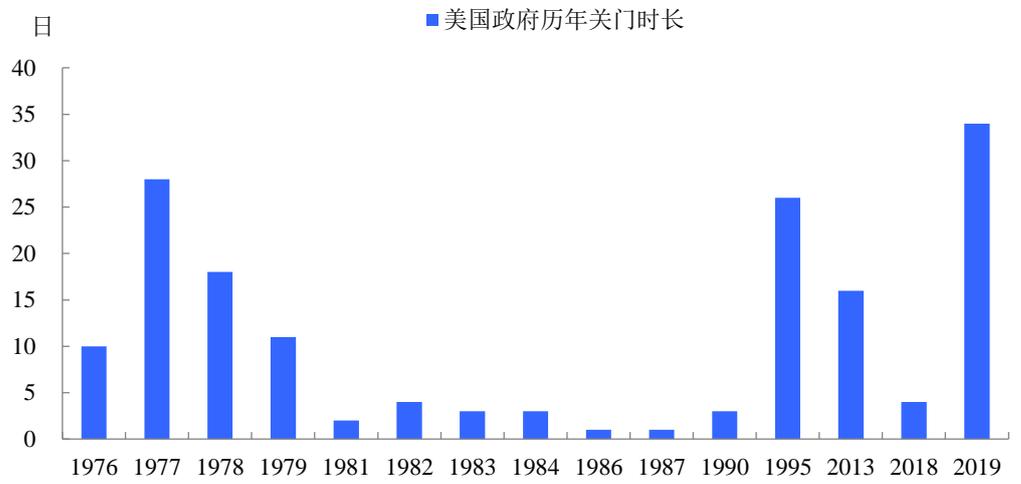
2023-09-28

《央行三季度例会：“越来越快”的货币政策年内还将持续吗？》

2023-09-27

- 中国进入国庆长假期间，美国政府的关门无疑是海外市场的一大扰动。鉴于近些年政府频繁关门加之市场对本次发生概率的充分预期，市场对本次关门似乎“不太感冒”。但即便如此，我们认为在开启降息之路充满变数之时，美国政府的关门进一步加大了未来的不确定性，短期内增加市场波动。
- 鉴于政府停摆其实并不罕见，历史上总共有过 21 次“关门”，而且一般危机平均持续的时间并不久。平均“停摆”时长在 1 周左右：关门时间最长的一次当属 2019 年停摆的 35 天，而其他多数情况基本是在 1-5 天左右（图 1）。
- 我们不妨来看看造成本次拜登政府任内首次关门的具体原因是什么？两党对下一财年的预算存在分歧：核心阻力在于参众两院对涉及到国防、农业、行政等领域的 12 项拨款法案中，大多都难以达成一致（图 2）。这让下一年的拨款程序受阻，而一般为免于政府资金断裂，下一财年开始前至少需要通过的临时决议，本次也受到了众议院共和党的阻碍难以落地，美国政府不得已陷入关门危机。
- 那么关门后所带来的影响直接和间接影响都有什么？
- 一是这将直接导致 9 月新增非农就业人数及薪资水平下滑。联邦工作人员无疑是被政府关闭直接“殃及”的部门，而核心是导致一些“非必要”的工作人员被迫无薪休假。在此影响下，9 月就业报告将被明显拖累：新增非农就业人数下降、薪资增速放缓、失业率上升。而根据路透社及历史追溯预测，本次政府停摆将波及到 80-100 万人左右，预计失业率将受此影响小幅上涨 0.2%。
- 二是政府关门对经济的影响，停摆时长很重要：每停滞 1 周，经济增长将被拖累 0.05%-0.1%。而若想要更进一步的观察政府关门可能对经济的产生多大的影响，我们认为近 10 年内的 2 次停摆能够给我们提供一些“答案”：
- 由于 2013 年的情况与当前更为类似，因此我们以此为基准情形。2013 年 9 月底的关停同样是因为两党对下一财年的财政预算无法达成一致，当时参众两院主要是对医疗保险改革内容纠缠不休，导致政府关门持续 17 天。根据美国经济分析局（BEA）估计，这导致美国四季度实际 GDP 下降了 0.3%，关门当月严重打击消费者信心。
- 作为更加“极端”情形，2019 年长达 35 天的“关门”似乎对经济的拖累也并不“深”。2018 年底两党在建造美墨边境“隔离墙”是否要拨款 57 亿美元的问题上分歧较大，拨款法案迟迟无法通过，导致政府再一次关门。据美国国会预算办公室（CBO）估计，政府长达五周的停摆，使两个季度的经济产出减少了 110 亿美元，实际 GDP 分别下降 0.1%和 0.2%。
- 由此对比可见政府停摆对美国经济来说并不是“不可承受之重”。尽管政府关门机会对当前季度的经济增速有拖累，但是鉴于政府部门员工薪水将在秩序恢复后补发，因此下一季度的经济增速也将回归正常（图 4）。可见停摆对经济影响是适度的，冲击并没有想象中那么大。
- 三是主要资产价格表现平稳，受到政府停摆影响有限。通过复盘历次政府停摆时期的主要资产价格变化，我们发现美元、美股、美债未受到显著的波动。虽然历史最长“停摆”好似对资产价格波动影响加大，但那是发生在当期美联储“鹰派”发言的宏观背景下的（图 5-8）。
- 基于上述分析，在对经济及金融影响甚微下，我们认为政治筹码是关键。值得注意的是，年内两次财政僵局所反映出来的是两党分裂的越发严重，甚至党内分歧也在不断加大。而在明年关键大选年之际，财政预算无疑是一大重要政治筹码。这也意味着美国“宽财政”将走向尽头，减弱对经济韧性的支撑。但是与债务上限危机不同的是，这不涉及债券违约风险，在经济放缓政策转向的预期兑现后，美债在下半年受益于此。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国财政及货币政策超预期，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起。

图1: 历史上, 美国政府停摆并不“罕见”



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

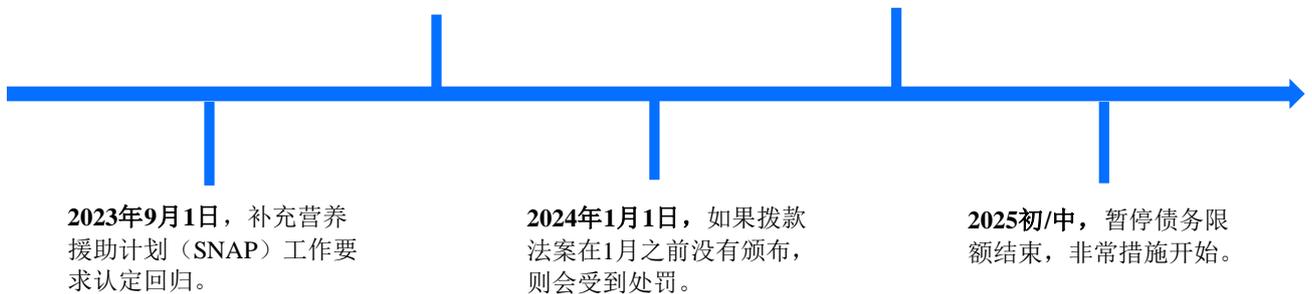
图2: 美国多项支出项目到期

即将到期日期	支出法案项目	影响
2023/9/1	补充营养援助计划 (SNAP) 对工作要求的认定回归	预计50万人失去食物援助
2023/9/30	逐步取消从 2020 年开始提高的医疗补助联邦医疗援助比例 (FMAP)	超过 300 万人已被取消登记
2023/9/30	学生贷款偿还	如果所有借款人重新每月支付 200-300 美元的利息, 则占可支配收入的 0.3%-0.5%
2023/9/30	可自由支配拨款 (政府资金)	基本可自由支配支出总额上限为1.59万亿美元
2023/9/30	美国联邦航空局 (FAA) 未来五年再授权	每财年4亿美元
2023/9/30	农业法案未来五年再授权	尚未提供具体数值, 最近一次 (2018年) 为4280亿美元
2023/9/30	来自《新冠病毒援助、救济与经济安全法案》和《美国救援计划法案》的儿童护理设施基金	7万个儿童护理项目到期
2024/1/1	如果拨款法案在1月之前没有颁布, 则会收到处罚	削减1%的国防和非国防资金
2024/4/30	作为上述《财政责任法案》持续决议处罚的一部分的扣押令截止	
2025初/中	暂停债务限额结束, 非常措施开始	

2023年9月30日, 多项预算到期:

- 医疗补助联邦医疗援助比例 (FMAP);
- 学生贷款偿还;
- 可自由支配拨款 (政府资金);
- 美国联邦航空局 (FAA) 五年授权;
- 农业法案五年授权;
- 儿童护理设施基金。

2024年4月30日, 作为上述《财政责任法案》持续决议处罚的一部分的扣押令截止。



2023年9月1日, 补充营养援助计划 (SNAP) 工作要求认定回归。

2024年1月1日, 如果拨款法案在1月之前没有颁布, 则会受到处罚。

2025初/中, 暂停债务限额结束, 非常措施开始。

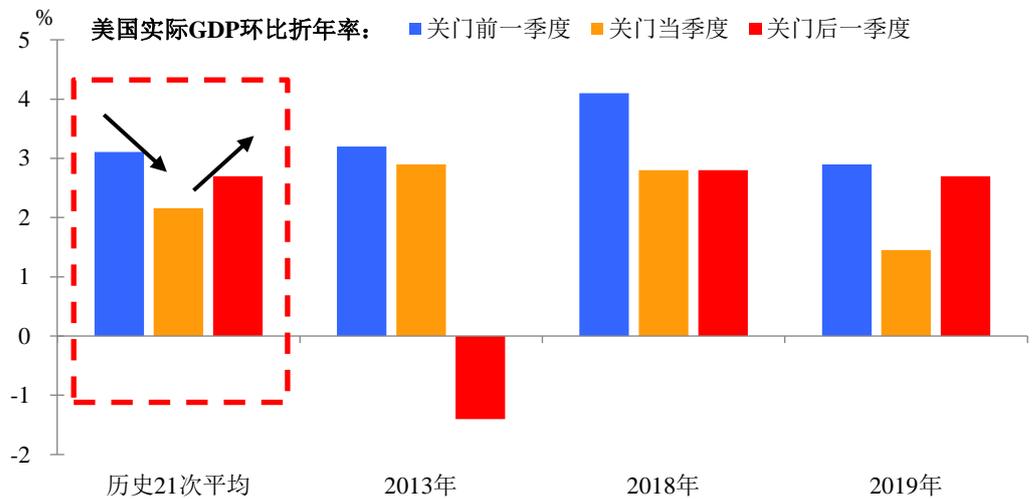
数据来源: 美国联邦预算委员会, AXIOS, 东吴证券研究所

图3：政府关门对经济、金融影响整体可控

时间		经济影响					资产表现		
关门	重新开门	持续时间 (日)	预计产出变 动 (%)	消费者 信心	制造业 PMI	非制造业 业PMI	美股 (%)	美元 (%)	美债 (bp)
2018.12.22	2019.1.25	34	-0.3	-2.75	-3.85	-3.35	10.27	-1.17	-3
2018.1.20	2018.1.23	3	--	-0.2	-0.2	3.9	1.03	-0.67	-1
2013.10.1	2013.10.17	16	-0.1至-0.2	-4.3	0.6	0.6	2.25	-0.66	-5

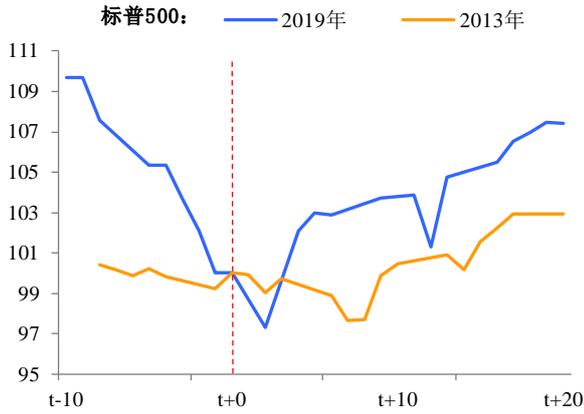
注：（1）预计产出变动为美国经济分析局、国会预算办公室报告估算；（2）消费者信心、PMI为关门当月减去上月，其中2018年12月22日政府关闭为12月和次年1月平均值减去11月；（3）资产表现为关门期间涨跌幅。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：随着政府秩序的恢复，GDP增速也将回归正常



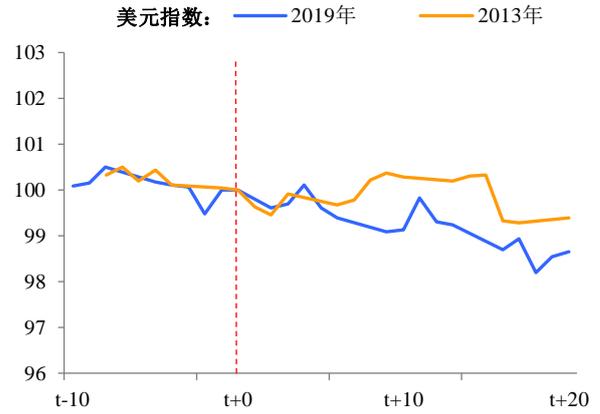
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 政府关门前后美股表现



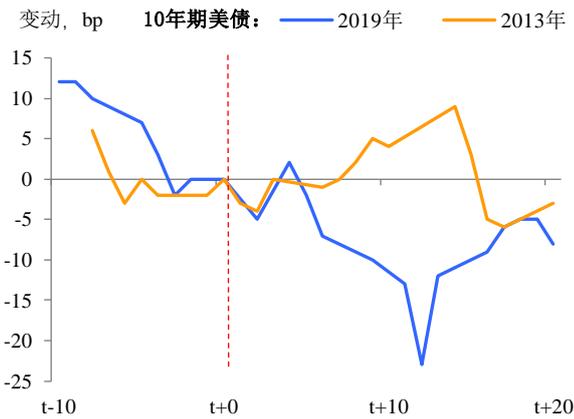
注: t+0 为关门当日, 标准化为 100;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 政府关门前后美元走势



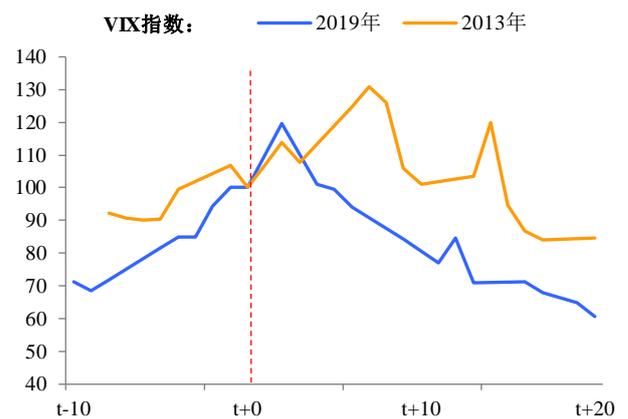
注: t+0 为关门当日, 标准化为 100;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 政府关门前后美债表现



注: t+0 为关门当日, 标准化为 0;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 政府关门前后 VIX 走势



注: t+0 为关门当日, 标准化为 100;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>