

2023 年 10 月 1 日

全球宏观

见微知著：美国政府停摆：短期的分歧无碍长期的“货币-财政”范式转变

短期视角：总量的分歧

⊕ 美国政府面临停摆风险，核心矛盾出在哪里？

共和党内部就 2024 年财年拨款出现分歧。部分共和党保守派人士并不满意 6 月达成的债务上限法案，要求削减 2024 年财政拨款法案。同时，美国政府短期财政赤字大幅增加，以及中长期缩减规模下降激化了两党矛盾。

⊕ 政府停摆潜在影响？

经济数据推迟发布可能使得美联储推迟加息至 12 月。一旦政府停摆，很多数据统计和发布工作将会停止和推迟。这可能导致美联储在 11 月 2 号会议前，来不及参考包括 9 月非农、通胀、以及 3 季度 GDP 在内的多项经济数据。

⊕ 如何影响资本市场？

风险资产先抑后扬，而避险资产维持震荡。美股、港股在政府停摆日之前及初期会作短暂调整，但随即会出现反弹。美债收益率维持震荡走势。

资产的波动可能会延后释放。当前已处于加息后期，美联储十分依赖数据而进行加息，而资本市场同样会以经济数据为锚点而进行交易。经济数据的推迟可能短暂降低市场的波动，待后续数据恢复公布后，波动或会放大。

中长期视角：分歧下的潜在共识

⊕ 美国经济的范式转变：从货币走向财政

- * 与后金融危机时代极度宽松的货币政策环境相比，美国经济已经开始出现范式的转变，即从宽货币走向宽财政的范式转变。两党对财政支出的总量虽有分歧，但通过大幅提高财政支出拉动经济增长已是潜在共识。
- * 美国经济范式的转变意味着，**货币政策不再是唯一支持，而财政政策的边际影响在明显增大。**我们对于美国宏观新范式需要新的宏观研究框架，未来我们不仅需要关注美联储，也要关注美国财政部。

⊕ 未来的美债环境供需结构可能恶化

- * 供给端，美债供给放量将成为新常态。当前美债总规模已达到 33 万亿美元的历史规模。但在未来几年，美国财政支出规模将长期居高不下，美债供给端的放量将会成为新常态。
- * 需求端，长期需求减弱，短期需求增加。长期需求方中，美联储当前正处于缩表周期，海外主要国家持有主体的需求亦在缩减，因而更多的需求可能将流向短期需求方的居民部门。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

短期视角：总量的分歧

⊕ 美国政府面临停摆风险，核心矛盾出在哪里？

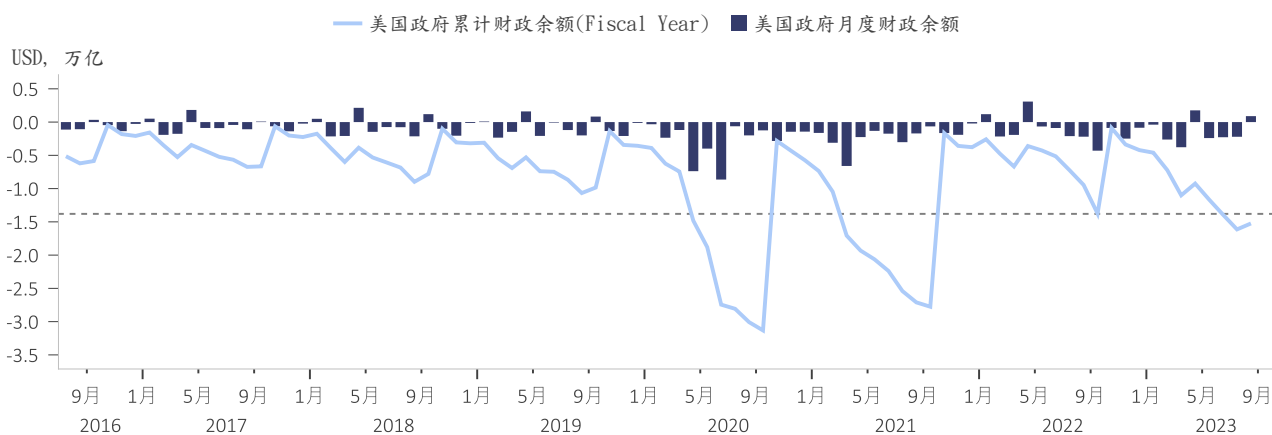
共和党内部就 2024 年财年拨款出现分歧。

- * 2023 年 6 月，美国总统拜登与众议院领袖麦卡锡达成债务上限协议，并在随之达成的债务上限法案暂缓债务上限生效至 2025 年年初，并限制 2024、2025 财年支出，要求 2024 财年非国防支出与 2023 年基本不变，2025 财年获准增加 1%，即两财年拨款分别对应为 1.59 万亿美元和 1.6 万亿美元。
- * 但部分共和党保守派人士并不满意 6 月达成的债务上限法案，要求 2024 年财政拨款法案应不高于 2022 财年，即在当前财政拨款上削减 1200 亿美元至 1.47 万亿美元。
- * 与此同时，共和党保守派人士还提出收紧移民、暂停对乌克兰拨款等条款，进一步增加了两党达成协议的难度。

美国政府财政赤字大幅增加激化矛盾。

- * 短期财政赤字的大幅增加一定程度上激化了两党的矛盾。美国 2023 财年前 11 个月的财政赤字已达 1.52 万亿美元，2022 年同期为 0.95 万亿美元，同比增长近 60%。
- * 中长期财政赤字缩减的妥协是共和党内部分歧的诱因。美国众议院 2023 年 4 月通过共和党提出的一项法案中要求政府将未来 10 年的财政开支削减 4.5 万亿美元，但在 6 月达成的新债务上限法案中，仅限制财政开支缩减 1.5 万亿美元。

图表 1: 美国 2023 财年前 11 个月的财政赤字已达 1.52 万亿美元，较 2022 年同期增长近 60%



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 为避免政府停摆只有两种方法：通过拨款法案或持续决议。

- * “拨款法案”（Regular Appropriations Bills）。美国众议院享有政府的拨款权，常规来说，众议院应在每个新财年（10 月 1 号）开始前完成拨款。但截至 9 月 29 日，2024 财年的 12 项拨款法案中仅 1 项军事和退伍军人事务的拨款法案在众议院通过，而参议院暂未通过任何拨款法案。
- * “持续决议”（Continuing Resolution）。若常规的拨款法案没法在新财年开始前通过，国会可以通过一项临时拨款法案—持续决议来提供临时资金以维持政府运作。目前参议院已开始审议一项持续决议来维持政府运作至 11 月 17 日，但当前持续决议中的支出水平仍超过众议院所要求的幅度，众议院能否通过该法案仍有不确定性。

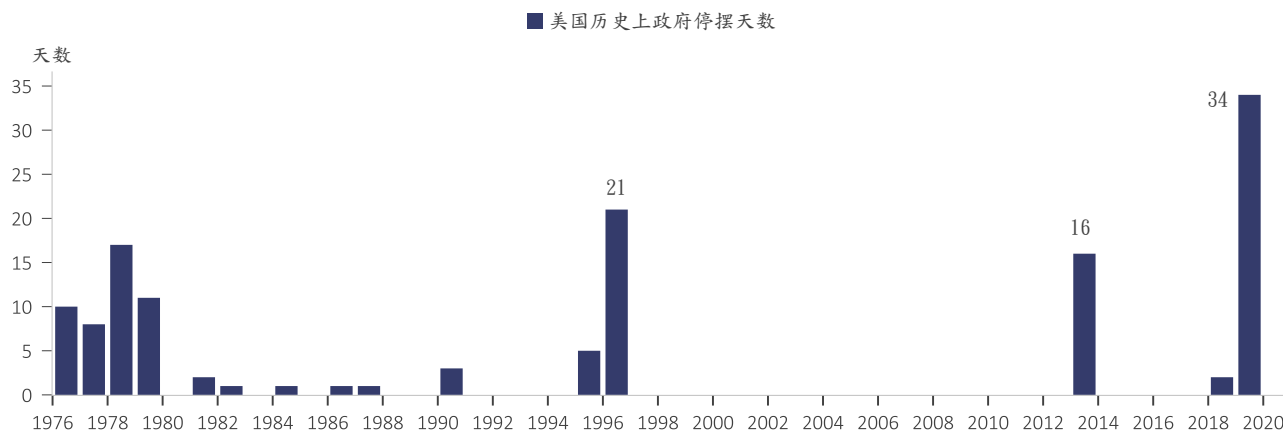
考虑到目前仅剩 1 个立法工作日，而两党无论是在拨款法案还是在持续决议上均存在分歧，政府停摆的风险与日俱增。根据美国跨党派研究机构“负责任联邦预算委员会”（CRFB）9 月 26 号的调查显示，政府停摆的几率在 87%。

图表 2: 美国拨款法案 2022 财年、2023 财年预算，以及 2024 财年法案通过情况

拨款法案	2022 财年	2023 财年	2024 财年	
			众议院	参议院
农业	25.1	25.5	17.8	26.0
商业，司法，科学	75.8	82.4	58.7	69.6
国防	728.5	797.7	826.4	823.3
能源和水资源	52.9	54.0	52.4	56.7
金融服务和综合政府	25.5	27.6	11.3	17.0
国土安全	57.5	60.7	62.8	56.9
内政和环境	38	38.9	25.4	37.9
劳动，卫生和公共服务，教育	197	207.4	147.1	195.2
立法机构	5.9	6.9	6.7	6.8
军事建设和退伍军人事务	127.6	154.2	155.7	154.4
外交	56.1	59.7	41.4	58.4
交通运输	81	87.3	65.2	88.1
总计	1,470.9	1,602.3	1,470.9	1,590.3

资料来源: 公司资料, 交银国际 *绿色为当前众议院已通过的法案

图表 3: 1970 年以来，美国政府历次停摆天数，其中最长为 2018 年的 34 天



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊖ 政府停摆有哪些影响？

美国政府停摆会导致大量的公共服务停止运营。

- * 经济、社会不确定性影响。除必要的联邦政府工作人员外，大量的非必要工作人员均将会被迫休假。直接影响是部分政府职能的缺失可能会引致社会秩序的紊乱，并造成经济活动减弱等间接影响。
- * 经济数据推迟发布可能使得美联储推迟加息至 12 月。数据统计机构工作人员为非必要工作人员，因而一旦政府停摆，很多数据统计和发布工作将会停止和推迟。这可能导致美联储在 11 月 2 号会议前，来不及参考包括 9 月非农、通胀、以及 3 季度 GDP 在内的多项经济数据。

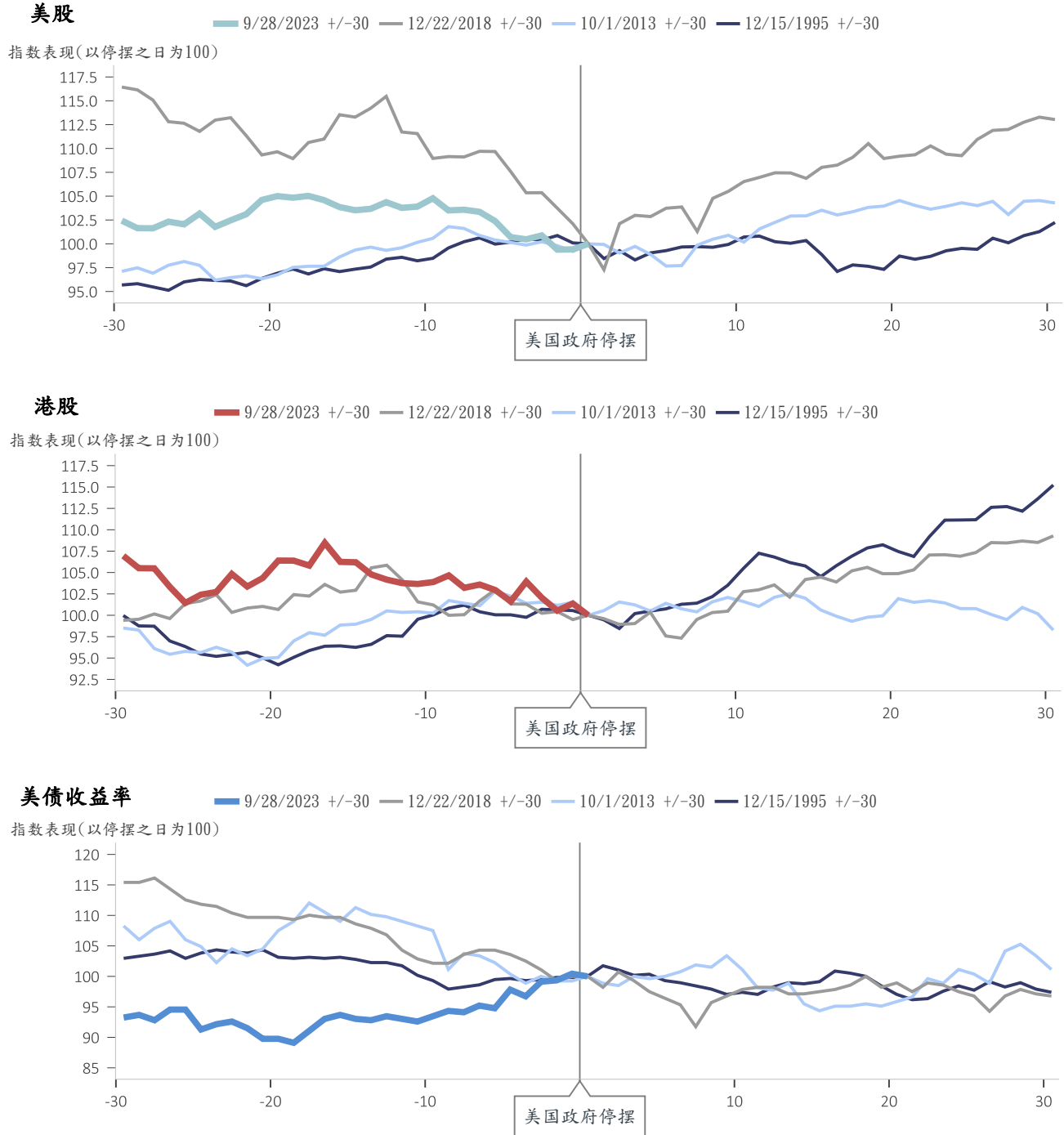
⊖ 如何影响资本市场？

我们复盘了 1995 年以来三次政府停摆后主要资产价格的表现。整体上，美国政府停摆后，风险资产先抑后扬，而避险资产维持震荡。

- * 风险资产-美股、港股：1995 年后的三次美国政府停摆期间，美股、港股走势较为接近。在政府停摆日之前及初期会作短暂调整，但随即会出现反弹。
- * 避险资产-美债收益率：基于避险预期，美债收益率在政府停摆前通常会有所走低。在美国政府停摆之后，美债收益率总体维持震荡走势且略有回落。

此外，资产的波动可能会延后释放。当前已处于加息后期，美联储十分依赖数据而进行加息，而资本市场同样会以经济数据为锚点而进行交易。经济数据的推迟可能短暂降低市场的波动，待后续数据恢复公布后，波动或会放大。

图表 4: 美股、港股及美债收益率在美国政府停摆日前后的走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

中长期视角：分歧下的潜在共识

⊕ 美国经济的范式转变：从货币走向财政

货币政策从对宏观经济的支持转向限制，体现在更高的价、更少的量。

- * 价更高：次贷危机以来的超低利率环境已在改变，利率中枢抬升。疫情以来的供应链、劳动力市场以及通胀的结构性变化或已使得中性利率的中枢抬升，利率或在更高水平更长时间。
- * 量更少：货币政策量的投放对宏观经济的支持已转向限制。疫情以来大规模的流动性释放已经开始转变，美联储从扩表也已转向缩表，以期限制需求压低通胀。

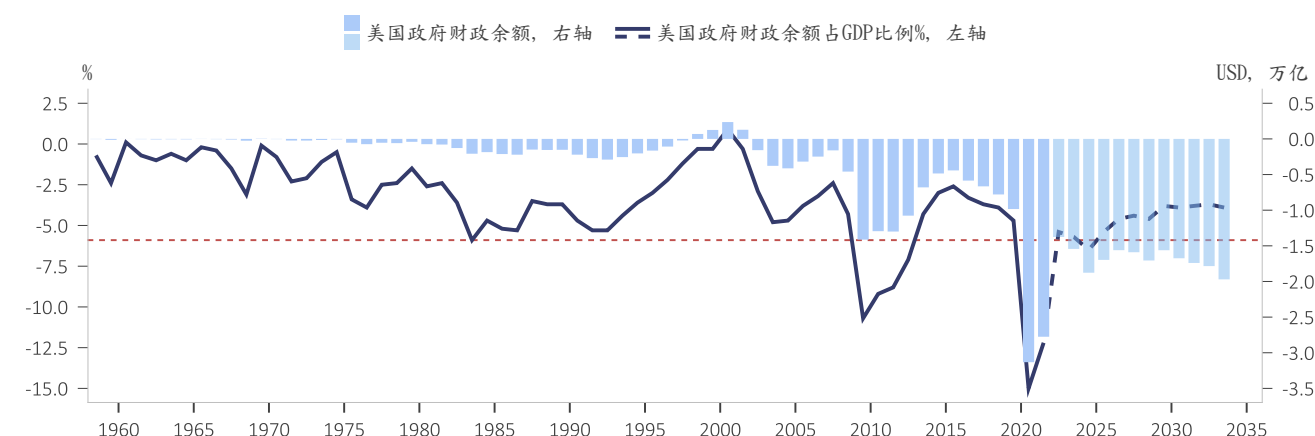
货币政策限制的同时，财政政策的宽松却日益显现。两党对财政支出的总量虽有分歧，但通过大幅提高财政支出拉动经济增长已是潜在共识。

- * 尽管美国民主党、共和党仍就新财年的财政拨款具体总量规模存在分歧，但事实是无论 2024 年财政拨款最终是 1.47 万亿美元还是 1.59 万亿美元，均为历史上仅次于疫情期间的最高财政支出水平。作为对比，2009 年次贷危机期间，美国财政赤字水平为 1.4 万亿美元。
- * 根据美国 CBO 未来 10 年的财政预算，2023-2033 年度赤字的规模均超过 1.5 万亿美元。即两党均接受的一个中长期共识就是利用财政支出拉动经济增长，进而重新拉动制造业增长。

美国经济的范式转变：从货币走向财政

- * 与后金融危机时代极度宽松的货币政策环境相比，美国经济已经开始出现范式的转变，即从宽货币走向宽财政的范式转变。两党对财政支出的总量虽有分歧，但通过大幅提高财政支出拉动经济增长已是潜在共识。
- * **美国经济范式的转变意味着，货币政策不再是唯一支持，而财政政策的边际影响在明显增大。**我们对于美国宏观新范式需要新的宏观研究框架，未来我们不仅需要关注美联储，也要关注美国财政部。

图表 5: 根据美国 CBO 未来 10 年的财政预算，2023-2033 年度财政赤字的规模均超过 1.5 万亿美元，而 2009 年财政赤字规模为 1.4 万亿美元



资料来源: Macrobond, 交银国际

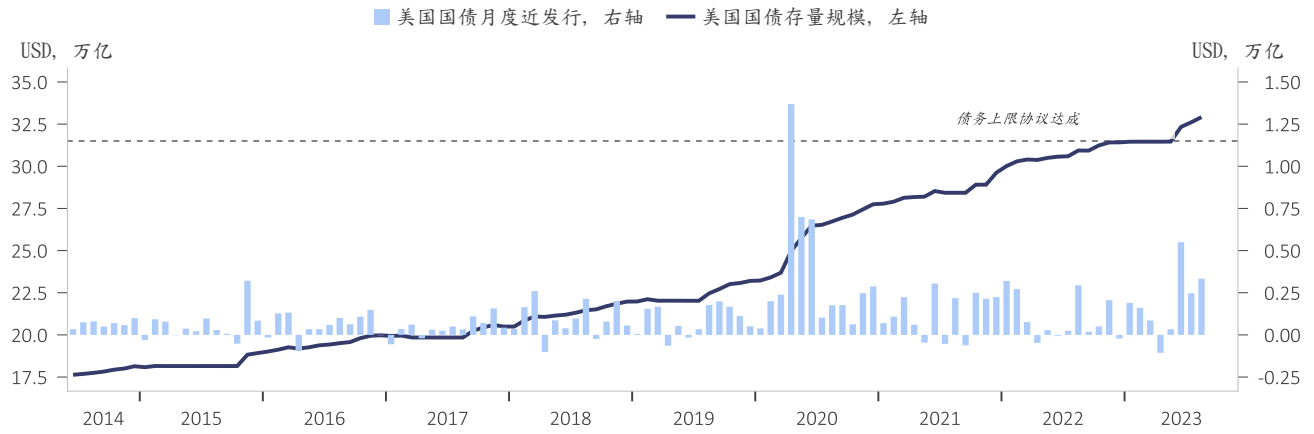
⊕ 供需结构恶化可能是美债的新环境

新范式硬币的另一面便是美债将面临供给冲击。

- * **供给端，美债供给放量将成为新常态。**自 2023 年 6 月美国新债务上限法案达成以来，美国财政部已发行超过 1.7 万亿美元规模的美债，以补充 TGA 账户以及应对其他财政开支需求。当前美债总规模已达到 33 万亿美元的历史规模。8 月份美债超万亿美元规模的放量曾一度对美债市场造成了供给冲击，但在未来几年，美国财政支出规模将长期居高不下，美债供给端的放量将会成为新常态。
- * **需求端，长期需求减弱，短期需求增加。**长期需求方中，美联储当前正处于缩表周期，对美债的吸纳在迅速减弱。经济周期错位、地缘等因素影响下，海外主要国家持有主体的需求亦在缩减，因而更多的需求可能将流向短期需求方的居民部门。但居民部门的持有周期通常较短，从而可能会加剧美债市场的波动。

供需结构恶化可能是美债面临的新环境。尽管美债利率当前处于高位，配置需求依然较高。但随着美债持有主体的边际变化，未来的波动、利率中枢都需要我们审慎应对和思考，而不能仅基于现有的美债框架进行分析。

图表 6: 自美国债务上限于 2023 年 6 月份达成以来，美国财政部已发行美债超过 1.7 万亿美元



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。

香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年10月1日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司及迈越科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。