

宏观点评 20231028

罕见！5%GDP 增速+5%美债利率如何演绎？

2023年10月28日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《9月工业企业利润：从工业“三季报”看经济复苏》

2023-10-27

《金融工作会议的知往鉴今》

2023-10-25

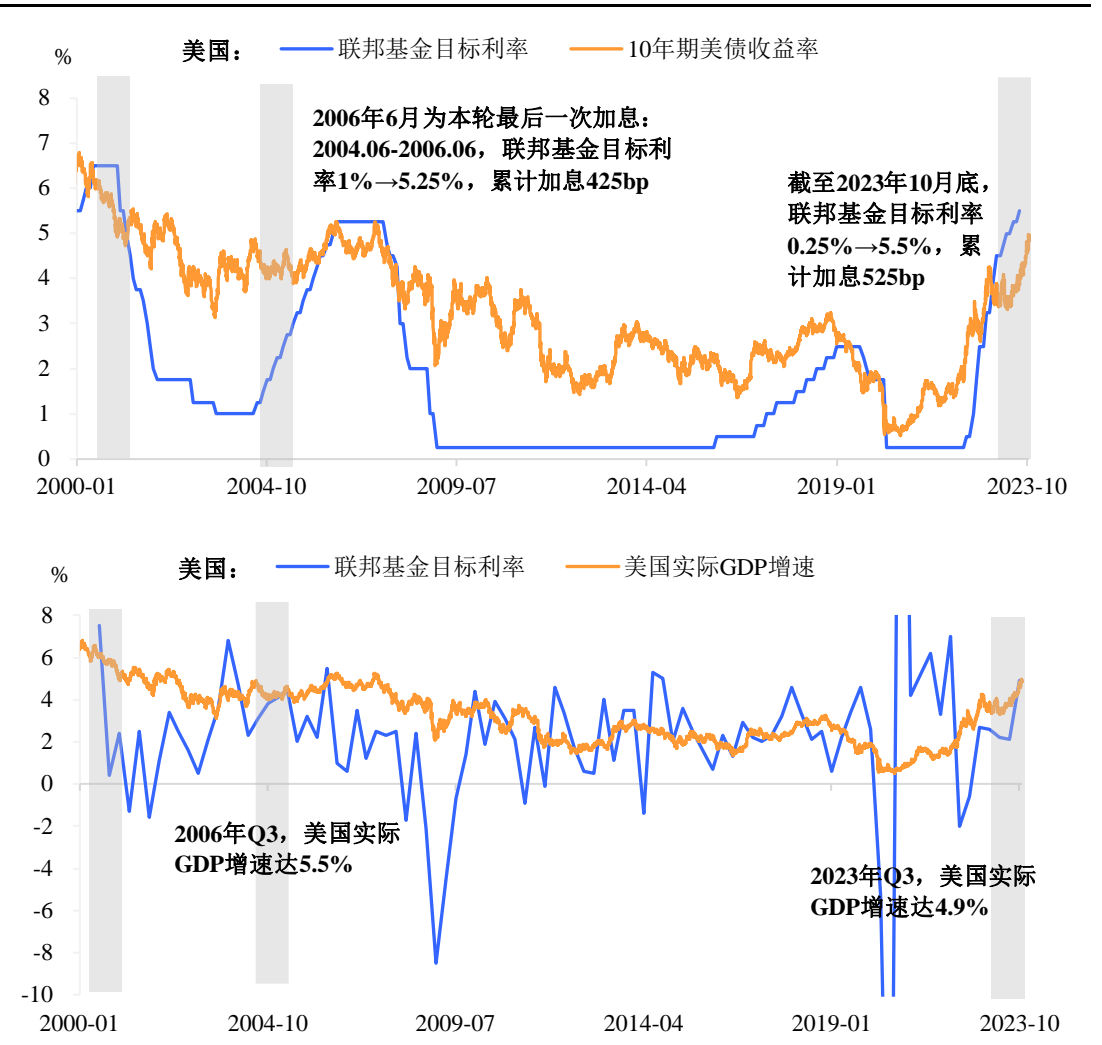
- 当前美国经济正经历着“地表最强”，也承受着千钧之重。即一方面是三季度4.9%的经济增速=2.5倍潜在增速；另一方面是5%的美债利率创16年来新高。这种5%+5%的组合对美国经济十分罕见：上一次出现这种情况还是在2006年一季度，随后次贷危机的风险浮出水面；更上一次是2000年二季度，正值互联网泡沫破裂的前夜（图1）。由此可见，5%的GDP增速+5%的美债利率对美国经济可谓心有余悸，尤其是在当前全球经济疲软的背景下，那么这一次又将如何演绎？
- 首先对于5%的经济增速而言，这显然是不可持续的。从当前的情况来看，明年上半年增速或将放缓至2%，下半年存在加速下行的风险。不过，偏强的经济增速延续到今年四季度的问题不大：
- 从外生的角度来看，“宽财政”抵消“紧货币”，助力美国经济的强劲上涨。这也是近期美国经济频超预期的主要原因。在2023Q1、Q2的2.2%和2.1%的环比折年增速中，政府支出分别贡献了0.8ppt及0.6ppt。虽然在今年三季度接近5%的高增下，政府支出“略有逊色”，不过依旧对三季度经济产生明显的正向刺激。有政府“兜底”的“宽财政”，也正如IMF预测，相比于其他国家，对2023年整体经济良好支撑，对冲掉了货币紧缩的冲击（图2）。
- 量化这一力度的话，美国Hutchins研究中心给我们提供了一些答案。从图3不难看出，政府支出在2020年对经济的支撑格外“给力”，不过随着后续财政支出力度显著降低。但这一情况在今年一、二季度又出现转机，财政支出对GDP的负面效应持续收窄，财政脉冲对经济的影响转为正面。
- 从内生的角度来看，“紧货币”并没有对利率最敏感的地产产生影响。2023年三季度美国住宅投资的转正便可以作为一大力证。三季度房地产的正增长意味着地产并没有受到525bp加息的冲击（图4）。而地产投资作为预测危机的有效指标，往往是美国经济衰退的最佳预警信号（图5）。因为历次衰退前，地产投资往往率先负增长。由此从当前来看，美国经济增长韧性延续到四季度基本没有问题。
- 除此之外，消费无疑还是最强的。财政支持+强劲劳动力市场，支撑美国个人消费全面走强：无论是商品消费、服务消费，还是耐用品、非耐用品消费三季度均趋强（图6-7）。而这与9月大超预期的零售销售，以及汽车中二手车价格的回升，所发出的积极信号所相一致。不过，在上述强劲的因素下，学生贷款的重启支付这一意外因素，将对未来消费造成的冲击十分有限。
- 不过“宽财政”所带来的效果或不会太久。起码这种力度会逐渐放缓：虽然美国“常态化”补充财政预算，不过此前主要是在疫情或地缘政治的影响下，导致政府在医疗及国防上补充了额外的支出。前期由于财政扩张并不保守，美国也不得不面临着越来越严峻的赤字压力。这无疑也成为了两党不愿继续大幅追加支出的理由（图8-9）。
- 这一点从未通过的1050亿美元追加预算上便可以体现。为支持巴以和俄乌战争，拜登在2024财年开年便申请追加两国的额外国防支出。不过当前，美国仍在靠临时决议支撑新的财年，且2024财年预算已经达6.9万亿美元的新高，由此未能达到国会的一致批准。
- 而对于5%的美债而言，持续性比5%的经济增速更长。短期来看，首先正如上述所说，美国经济强劲增长持续到四季度的问题不大。财政脉冲的效果难言大幅趋弱，叠加消费的继续优异的表现，都将继续支撑美债利率在5%左右的高位震荡。其次，我们当前处于一个更加特殊的环境下：地缘政治风险再起扰动未来通胀走势，在通胀预期难言稳定下

美债不再“保险”。由此推高了投资者对风险补偿的要求，也进一步让美债利率持续受到扰动。最后，美债供给变多的同时边际买家的减少也是美债上行的另一大原因。

不过从更长期来看，财政支出对经济的正向支撑逐步下降，以及超储消耗殆尽后对消费的拖累，美国下行压力风险犹存。但是除非美国经济迅速恶化甚至衰退，否则长端国债利率回落的过程将缓且平。

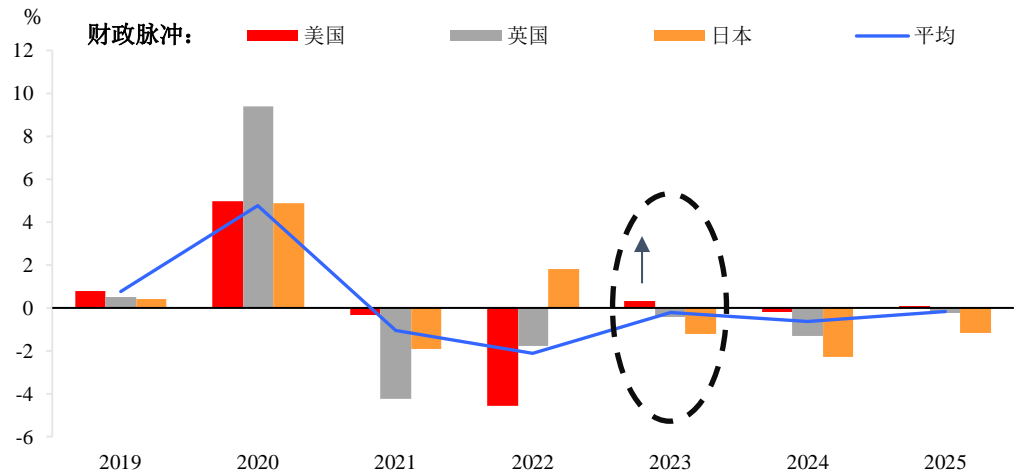
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国财政及货币政策超预期，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起。

图1: 上一次 GDP+10 年期美债双双达 5% 的水平还是在 2006 年



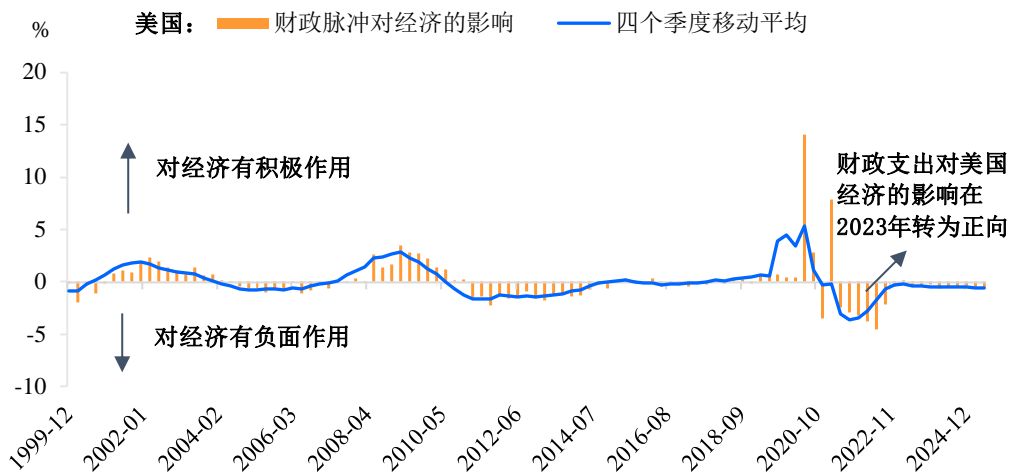
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年美国财政脉冲对经济的支撑强于他国



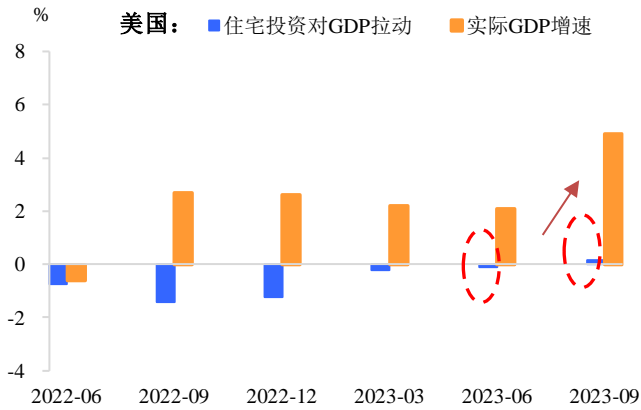
数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图3: 美国财政支出对2023年转为正面影响



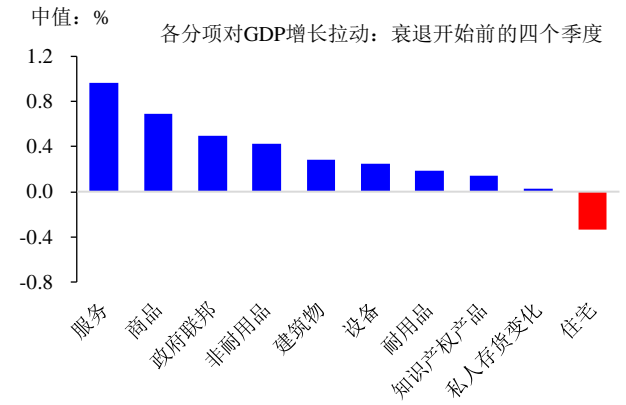
数据来源: Hutchins, 东吴证券研究所

图4: 三季度美国住宅投资对 GDP 拉动转正



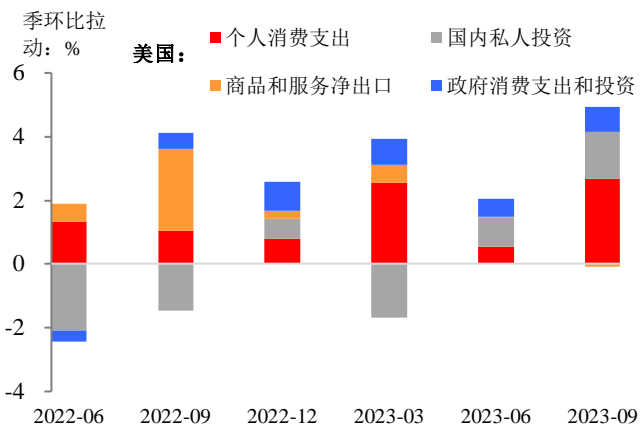
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 衰退前住宅投资往往负增长



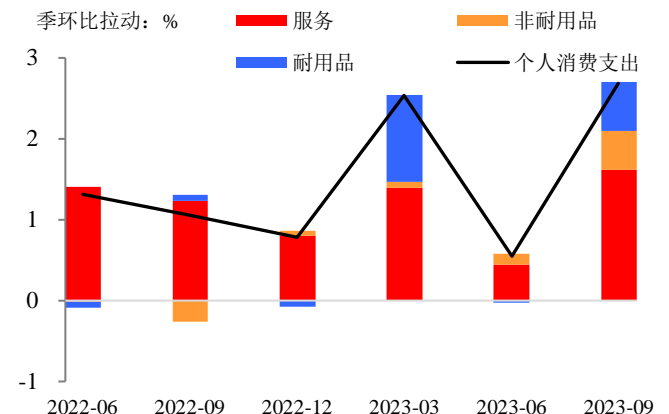
注:衰退时间区间选取 1947 年 Q2-2022 年 Q1
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 翻倍上涨的三季度美国 GDP, 消费仍是“主力”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 个人消费支出中商品、服务消费全面上涨



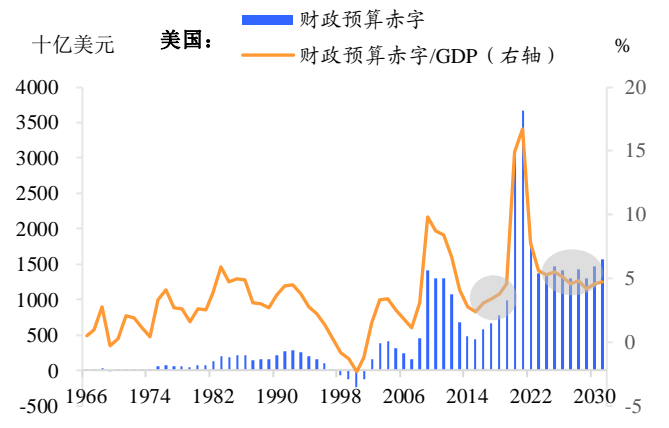
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 利息支出显著上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 财政预算赤字较疫前中枢上涨, 不过在逐渐收敛



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>