



宏观研究报告

2023年11月23日

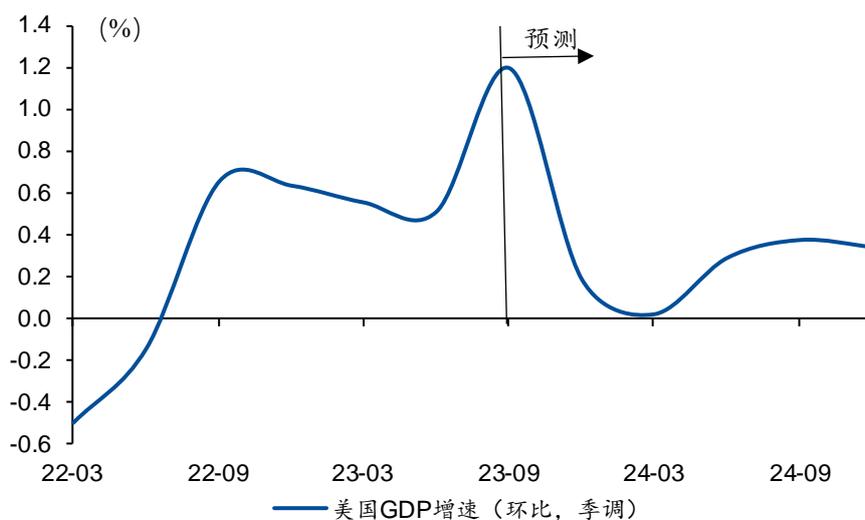
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@qtias.com.hk

2024 年美国展望：以退为进

美国 2024 年 GDP 预测将增长 1.4%



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

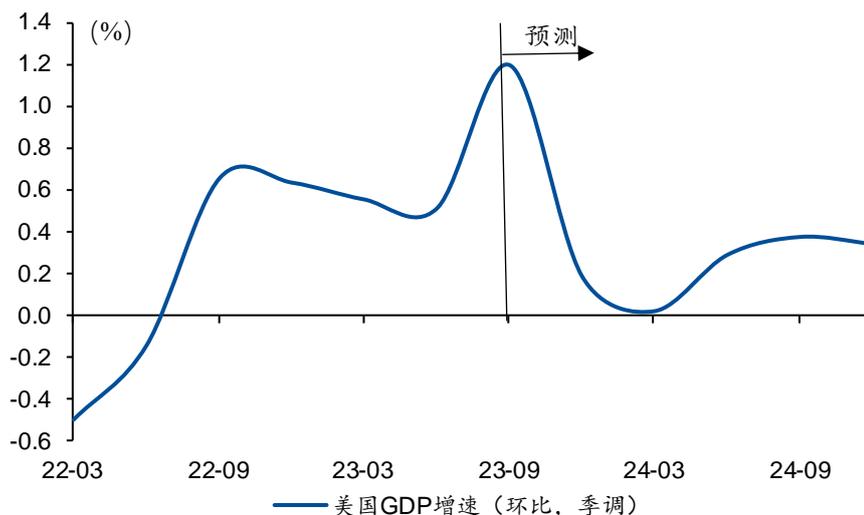
- 美国经济预计在 2024 年增长 1.4%，低于今年约一个百分点。经济的减速已经在 2023 年第四季度开始，并预计在 2024 年第一季度触底。经济减速的主因是劳动力市场降温、信贷的周期性放缓，以及财政紧缩。
- 对于耶伦而言，重新树立财政纪律——即使是短期的——也是完全必要的。因为这关系到 33 万亿美元国债市场的生命力，也关系到其他金融资产的定价。从这个角度而言，经济的周期性放缓是必须付出的代价。
- 与此同时，经济放缓也意味着降息的条件开始逐步成熟。虽然通胀将在 2024 年进一步放缓，却难以构成降息的必要条件。我们倾向于认为，实际利率以及财政收缩提高带来的经济活动放缓，是推动降息的更顺畅逻辑。
- 另一个对于降息具有指示意义的事件，是流动性的快速枯竭。由于短债的大量发行，隔夜逆回购规模预计在未来两个季度会快速下滑，并成为流动性收紧的决定性因素。一旦流动性枯竭带来金融市场动荡，并引发美联储的“缩表犹豫”，会让降息更容易站上 C 位。
- 10 年美债在以上各种预期下，向下击破 4% 是大概率事件，这意味着美元指数将测试两位数区域。但债券供应的压力山大，意味着美债利率的中枢仍将处于高位。
- 利率下行将是一个短周期事件，伴随着总统大选开锣，拜登对于经济增长的诉求上升，耶伦仍会“鸽派相随”，经济仍将缓慢上修，利率预期也会随之抬升。
- 以退为进——财政周期短期向下以配合利率周期、财政周期中期向上以配合政治周期。

又到年度展望的时节，在过去一年中，市场对于美国经济的判断出现了少见的集体失误，并一再错失调整“良机”。市场共识本以为美国经济会因美联储过快紧缩而陷入“衰退”，而当“衰退”来临时，美联储将不得不降息以对，由此形成了对于美国经济在 2023 年预测的基准情形：由于通胀高企带来的加息，将导致对经济的快速降温，并由此带来通胀和利率的下行。

在去年的展望中，我们与市场最大的不同，是认为需要更多的时间来判断美国经济是否将出现衰退；在硅谷银行事件爆发时，我们的看法是认为市场高估了美国的金融风险；而在市场认为美国即将结束加息时，我们认为“加息”才刚刚开始；在市场忽视了中长期通胀风险时，我们提示 10 年美债利率有突破 4.5% 甚至到 5% 的可能；而在市场认为 10 年美债利率将在 5% 的上方长期运行时，我们认为市场情绪过度投机，提示可能的利率见顶。

对于美国经济在未来 12 个月的表现，我们的看法是整体经济走势将前低后高，10 年美债利率走势也大致如此，低点可能会突破 4%，高点仍将在 4.5% 上方；通胀水平基本可控，但中枢会维持在 3% 左右（高于美联储 2% 的中期通胀控制目标）；关于降息时点的博弈将会多次出现，降息可能发生在年中，但连续大幅降息（超过 100 个基点）的触发条件可能不是通胀，而是金融条件明显收紧（即实际利率较高并叠加金融市场动荡）；美元指数在未来两个季度内可能跌破 100，但中期走势较为波折；经济的看点是财政和产业，受到利率和债券发行节奏的影响，财政在上半年将大概率受限，下半年的发力空间更大，产业端则取决于 AI 的应用状况。

图 1：美国GDP走势将“前低后高”

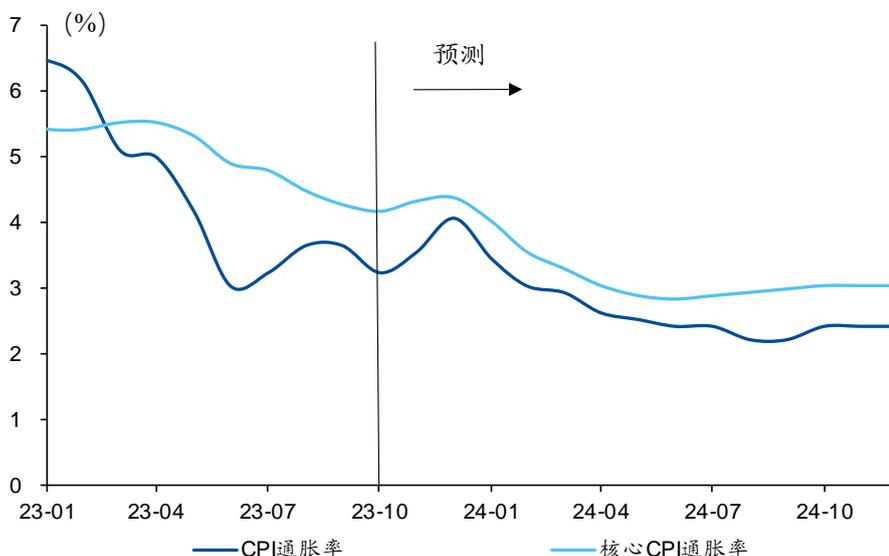


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

我们与此时市场共识的最大差异是对美国经济的走势，市场的主流看法是美国经济将在未来几个季度呈现前高后低的态势，但我们的看法恰巧相反。从对 2024 年全年 GDP 的预测水平来看，我们的预测值在 1.4%，与市场水平相当。3-5 年维度而言，我们的看法是美国经济会逐步呈现出

“高通胀、高利率和温和增长”的中期态势，具体而言，通胀大约在 3-4%，利率在 4-5%，增长在 1-2%。

图 2：美国CPI通胀率将仍然高于2%



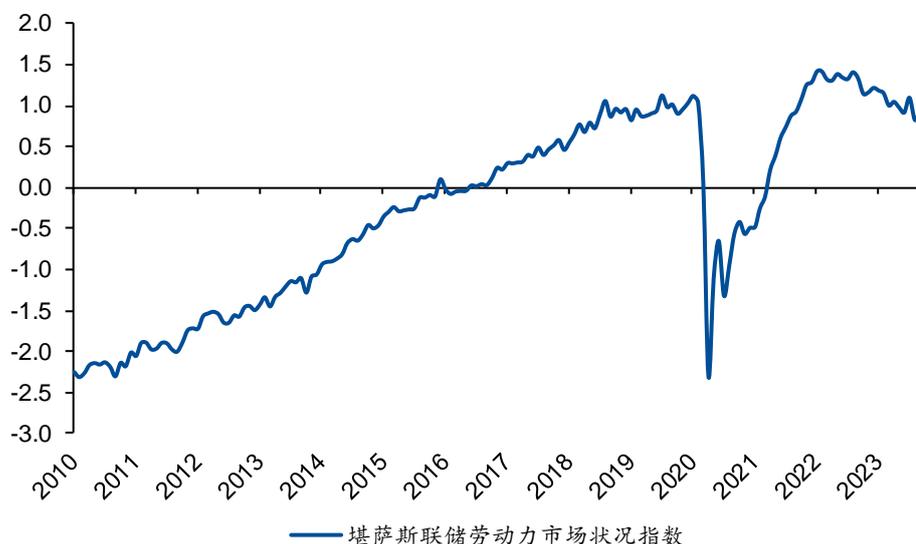
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

对于市场关注的美国 10 年国债的走势，我们的看法是 10 年美债收益率会在未来两个季度下行，不排除会突破 4%。但明年第二季度开始，伴随着财政的发力，利率会再度上行，并可能再度接近甚至突破 5%。

2024 年经济展望：过犹不及

预测美国经济的走势，避不开对于消费的讨论。消费占 GDP 的比重高达七成，几乎以一己之力影响着美国经济的走势。与此同时，市场中关于劳动力市场、超额储蓄、工资等一系列相关讨论，其实都与最终消费息息相关。

图 3：劳动力市场开始降温



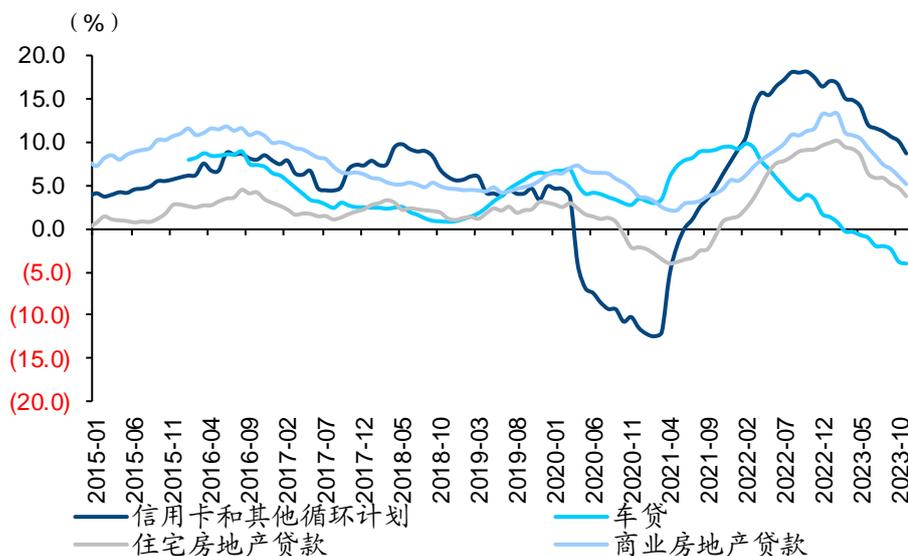
数据来源：堪萨斯联储, 国泰君安国际

从劳动力市场的表现来看，其在近期已经出现了持续走软的迹象。美国就业市场的指标较多，似乎难以得出一个综合判断。较为常用的综合指标是堪萨斯联储编制的美国劳动市场状况指数，这一指数基于 24 个劳动力市场变量编制，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。根据这一指数，美国劳动力市场状况目前处于自 2022 年以来的最低点，这在很大程度上也印证劳动力市场在逐步降温的判断。

与此相关的是“超额储蓄”。关于超额储蓄的讨论，在过去几年十分流行。但由于美国经济表现一直超预期，市场此前认为的超额储蓄即将耗尽的看法，也已经被证伪。到目前为止，“超额储蓄”的规模市场仍然有争议，大致的预测区间在 3,000 亿美元至 2 万亿美元之间，尽管差距较大，但可以确定的是，美国家庭的超额储蓄已经从高点回落，其对消费拉动的边际效应也在快速消退。与此同时，美国家庭的储蓄率目前处于下降趋势中，这也意味着日常的消费可能更多消耗日常储蓄。从信用卡市场的违约率来看，尽管目前的整体违约率并不高，但也接近疫情前的常态水平。

信贷收缩对于消费的冲击开始逐步显现，更加重要的是，我们很难判断下行周期在何时会以何种方式结束。从美国商业银行的信贷扩张水平来看，几乎所有的贷款增速都出现了显著下滑，其中汽车贷款已经在负数区域徘徊数个季度。房地产端的贷款增速也在周期性放缓，这在一定程度上也表明高利率对于经济活动的压制是确定的。尽管美国经济在过去的一段时间中表现出了超常的韧性，但从收入端到储蓄端并延伸至负债端，我们都发现了家庭消费放缓的迹象，因此对于未来消费增速的预期不应过高，也不能简单线性外推此前的消费趋势。考虑到财政端面临的“非扩张性”现实，我们有理由相信，美国的整体消费需要经历数个季度的周期性放缓。

图 4：贷款增速出现周期性减速



数据来源：美联储，国泰君安国际

2024 年财政展望：火中取栗

财政对于 2023 年美国经济的推动作用显而易见，但在 2024 年，美国的整体财政支出将大概率是“非扩张性”的。高达 33.7 万亿美元的巨额债务以及“历史级”的利率环境意味着美国 2024 年的财政状况将会更加棘手。我们认为 2024 财年美国联邦政府支出端增长幅度会略高于收入端，由此推动预算赤字扩大 1,000 亿美元至 1.8 万亿美元左右，占 GDP 比重将微升至 6.4%。

在支出端，2024 财年美国联邦政府支出或将扩大至 6.7 万亿美元。根据拜登政府 2023 年 3 月提交的 2024 财年预算草案（下文简称“预算草案”），凝聚“拜登经济学”的四大法案依旧是新的财年政府支出的主线逻辑，预计全财年支出规模将增长至 6.9 万亿美元。但是 2023 年 6 月通过的《财政责任法案》（《Fiscal Responsibility Act》）在推迟债务上限的同时削减了 2024 财年可选支出上限，尤其是将非国防支出上限调降至低于预算草案约 1,400 亿美元，这对财政支出扩张形成了较大的束缚。

与此同时，利息支出的超预期增长会限制财政开支的实际削减幅度。美国国会预算办公室（CBO）于 2023 年 3 月的预测显著低估了各期限美债收益率水平，我们假设仅 2023 年政府债务展期将造成平均利率比 CBO 的设置高出 0.5 个百分点，未来 10 年平均利率则高出 1 个百分点（利率水平测算详见报告《[美国：10 年美债利率会破 5 么？](#)》），按此测算，美国 2024 财年利息支出可能会进一步扩大至 8,900 亿美元，占 GDP 比重将达到 3.2%。综上所述，基于对可选支出上限调降以及利息支出上修的考量，我们认为 2024 财年美国联邦政府支出将扩大至 6.7 万亿美元。

在收入端，2024 财年美国联邦政府收入或将提升至 4.9 万亿美元。美国两党博弈焦点主要在于支出端，对收入端影响较小。2024 财年预算草案拟提高包括资本利得税、“亿万富豪税”、个人及企业所得税在内的多个税种税率，但是基于美国年初与目前整体经济状况的考量，我们认为 2024 财年美国联邦政府收入将会提高 4,700 亿美元至 4.9 万亿美元，但低于预算草案的 5 万亿美元。收支相抵，联邦政府的财政赤字将扩大至 1.8 万亿美元，占 GDP 的比重微升至 6.4%。

表 1：美国 2024 财年财政预测

(十亿美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (预算草案)	2024 (预测)
名义 GDP	21,381	21,061	23,315	25,016	26,905	27,436	28,062
收入	3,460	3,420	4,050	4,897	4,439	5,028	4,910
支出	4,450	6,550	6,820	6,273	6,134	6,905	6,700
非利息支出	4,075	6,205	6,468	5,797	5,475	6,105	5,810
利息支出	375	345	352	476	659	800	890
利息支出占 GDP 比重 (%)	1.75	1.64	1.51	1.90	2.45	2.92	3.17
预算赤字	-990	-3,130	-2,770	-1,376	-1,695	-1,877	-1,790
预算赤字占 GDP 比重 (%)	-4.63	-14.86	-11.88	-5.50	-6.30	-6.84	-6.38

数据来源：美国财政部，国泰君安国际

往前看，美国财政支出节奏将大概率保持“前缓后急”的态势。未来美国财政支出将受到两方面的限制，一方面是仍然处于高位并可能会继续增长的利息支出，另一方面则是受到财政赤字的限制，整体支出也将显著缺乏“扩张性”，这也意味着美国经济动能将受到拖累。尤其在 2024 财年的开始阶段，财政部需要保持一定的财政开支纪律，以平抑市场对于未来发债规模的质疑和担忧。到了 2024 财年后期，由于大选将进入收官阶段，拜登政府对加大开支的诉求也会更大，财政开支也会更加顺应“政治周期”而进入加速期。

总体而言，美国经济在 2024 年将呈现“前低后高”的走势。从货币和财政的角度而言，美国整体经济走势在未来两个季度内会面临周期性向下的压力。我们认为美国的经济增速会在 2024 年第一季度触及下行的底部区间，并从第二季度开始逐级抬升。财政紧缩压力逐步缓解、加上货币政策方向的进一步确定，是推动经济增长的主要力量。

我们认为 2024 年美国经济增长将达到 1.4%，低于今年大约 2.4% 左右的水平。中期而言，财政仍然会为经济托底，但经济上行空间的打开仍然需要产业的推动。以 AI 为代表的新兴产业将在很大程度上决定下一个经济周期的强度和韧性。

通胀在 2024 年的表现会相对温和，中枢水平大约保持在 3% 左右，低于今年 5% 左右的水平，但仍然高于 2% 的美联储中期通胀控制目标。从这个角度而言，通胀并不必然触发美联储降息，美联储的降息更可能由市场因素触发——比如说美债利率再度大幅上行，亦或是股票市场出现意料外的剧烈动荡。

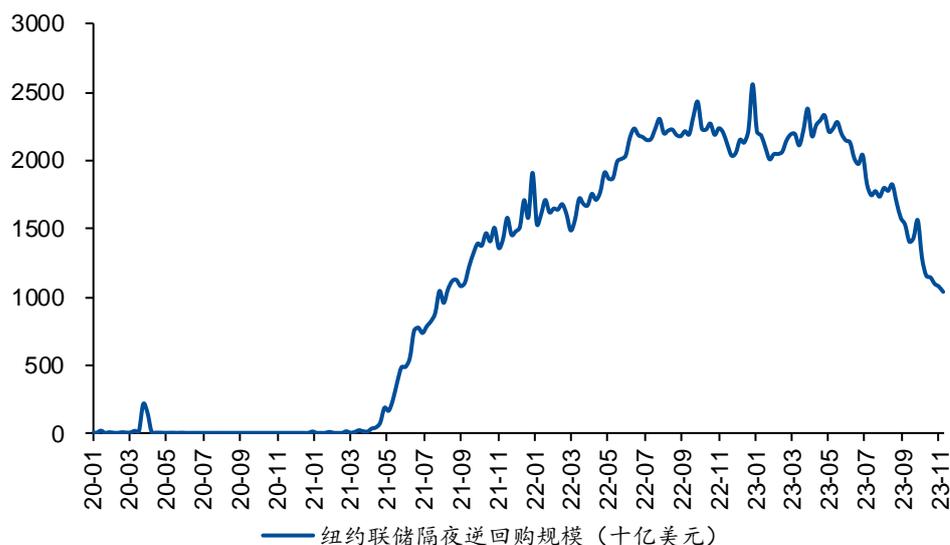
2024 年发债测算：压力山大

1.8 万亿美元的财政赤字，加上美联储缩表带来的 8,000 亿美元，意味着未来一年私人部门需要吸收的国债净供给将达到 2.6 万亿美元，这与 2023 财年的净发行规模相当。按照美国财政部目前的发行计划，未来两个季度的付息债券净发行量大约为 7,000 亿美元，简单线性外推全年的基准发行规模约为 1.4 万亿美元，这高于 2023 财年年约 1 万亿美元的付息债券发行规模。这也意味着大约 1.2 万亿美元的市场供给需要通过一年以内的 T-bills 来吸收。而在 2023 财年，美国财政部发行了大约 1.6 万亿美元的 T-bills（净发行量）。换言之，尽管债券的总发行规模接近，但在期限结构上，中长期的债券发行占比会相对上升。值得指出的是，一旦中长期债券供给过大带来对长端利率上行的压力，美国财政部可能会增加短期债券的发行量，但这可能也很难改变整体供应仍然偏高的状态。与此同时，如果美联储不降息，那么发行短债的成本也没有特别优势。

大量短期债券的发行将会吸收市场的流动性，这也意味着隔夜逆回购 (Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP) 的存量规模可能会进一步缩小。需要指出的是，目前这一余额已经从最高点超过 2.5 万亿美元跌至 1 万亿美元左右，未来如果此规模进一步下降，可能引发市场对于流动性的担忧。在某种程度上这也意味着美联储降息的可能性上升，或者考虑放慢缩表的步伐。

为了应对潜在的中长期美债增量供给，美国财政部已经计划在**2024年重启尘封已久的债务管理工具——国债回购**。一方面，国债回购意味着市场将新增定期回售国债的新渠道，这对于流动性改善的意义不言而喻；另一方面，回购计划也可以通过吸收国债经纪库存中流动性较差的部分来提升其运行效率，这最终会反哺美国财政部并提高其通过国债市场融资的边际能力。在过去一个季度，美国财政部已经收到了来自一级交易商的重要反馈，并且计划在**2024年1月**的季度融资公告（Quarterly Refunding Statement）中公布更进一步的计划进展。

图 5：隔夜逆回购规模可能随着短债增加而降低



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

美债利率以及美元：以退为进

基于以上的分析，我们倾向于认为经济的周期性放缓、叠加流动性压力以及通胀的温和表现，会触发美联储的温和降息。关于降息时点的博弈会多次出现，降息可能发生在**2024年年中**，但连续大幅降息（超过100个基点）的触发条件可能不是通胀走低，而是金融条件明显收紧——即实际利率较高影响经济活动，并可能叠加市场动荡。我们认为隔夜逆回购的快速下滑亦或其他风险事件引发金融市场的担忧、并引发缩表减速甚至暂停，是降息的先兆。

表 2: 美元指数年底大概率会走弱

(%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
5年平均	-0.24	0.71	1.13	0.98	-0.17	0.74	-0.14	0.57	1.44	-0.08	-0.84	-1.56
2023	-1.38	2.72	-2.25	-0.83	2.62	-1.36	-1.03	1.73	2.47	0.46		
2022	0.91	0.17	1.66	4.73	-1.17	2.88	1.16	2.64	3.14	-0.53	-5.00	-2.29
2021	0.72	0.33	2.59	-2.09	-1.59	2.90	-0.28	0.49	1.73	-0.11	1.99	-0.34
2020	1.04	0.76	0.93	-0.03	-0.68	-0.97	-4.15	-1.29	1.89	0.16	-2.31	-2.10
2019	-0.62	0.61	1.17	0.20	0.28	-1.66	2.48	0.41	0.47	-2.04	0.95	-1.92
2018	-3.25	1.66	-0.71	2.08	2.33	0.52	0.09	0.62	-0.01	2.10	0.15	-1.13

数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

对于美债市场而言，其走势短期会受到宏观面和政策面的影响，但中期而言，供给压力仍将对其产生冲击。在未来的两个季度内，由于加息周期的结束、加上经济的短期下行压力，美债利率下行的概率较大，但到了明年第二季度后，供给的矛盾将大概率再度浮出水面，叠加财政加速可能带来的经济上行，此时美债利率上行的风险则会显著升高。我们认为，10 年美债会在明年初跌破 4%，但会在随后的几个季度中再度挑战 4.5%上方区间。

就美元而言，我们倾向于短期看空，但中期趋势则相对波折。短期看空美元的逻辑包括美国经济和美债利率的下行，同时也考虑到美元的季节性——其在年底尤其是 12 月份经常呈现惯性下跌。而一旦美国经济动能在明年第二季度以后逐步修复，那么美元的下跌则可能告一段落。我们认为美元指数会在年底跌破 100 的关口，重拾升势则需要等到美国经济和货币政策展望逐步稳定之后，而这一时间窗口的打开则大概率需要等到明年年中。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk