

宏观深度报告 20231209

2024 年美国展望：“缺席”的衰退和“迟到”的降息？

2023 年 12 月 09 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

《从政治局会议看中央经济工作会议定调》

2023-12-08

《11 月出口：增速转正背后的三个关注点》

2023-12-07

■ 2023 年美国在政策利率创 22 年来新高后，仍旧“日上竿头”。在如此大的政策“定力”下，不仅纳指今年迄今涨超 35%、标普涨超近 20%；而更罕见的是在三季度美债收益率和 GDP 增速双双徘徊于 5%。然而四季度以来，美债收益率跌近 100bp 及金价的大涨，是市场逐渐对提前降息预期的定价。本质上前置降息预期=对经济增长前景的质疑。不过对于目前市场担忧情绪的蔓延，我们对于 2024 年美国经济增长的前景其实并不悲观。

■ 固然 2024 年美国经济的表现不大可能像 2023 年如此抢眼，但鉴于（1）消费这一“稳经济”的重要抓手仍旧存在一定的韧性，（2）财政刺激尚有余温，（3）核心通胀回落的速度比市场预期更为缓慢；我们认为 2024 年的美国经济并没有市场想象的那么差，尤其是在美国核心通胀降幅更有粘性的情形下，美联储在对待降息的问题上很可能会先抑后扬，而美债利率在经历近期的定价修正回调之后，2024 年向下深度有限，更大可能是在 4%-4.5% 的区间波动。

■ 自 1950 年以来美国所经历的 10 次经济衰退中，60% 触发经济衰退的因素都是美联储加息。而遵循历史规律下，由图 1 看出，在经历了“前所未有”之大幅度加息后，实际利率远超中性利率，按理说这必将美国经济推向“岌岌可危”的关口。然而目前来看美国经济却依旧平稳运行的发展，这显然是有悖于历史的。

■ 造成 2023 年美国经济与前期显著不同的原因是“宽财政”钝化了“紧货币”所造成的冲击。此前美国政府驱动了大规模的财富转移，直接的财政刺激对家庭和企业总收入水平的提振效果还在持续，叠加 2023 年劳动力供需失衡使得工资增速快速上涨（图 2）。这使得私营部门对美联储快速紧缩的敏感性降低，从而表象体现为货币政策似乎“失效”。

■ “宽财政”的主要效果体现在消费，私人消费一直是支撑美国经济增速的“中流砥柱”，更是稳定美国经济的重要依托和抓手。疫情期间受财政和货币宽松措施的影响，居民家庭资产负债表得以“重塑”。家庭净资产水平升至新高，消费反弹和支出增加，储蓄率降至新低（图 3-4）。因此在限制性政策及紧缩的信贷背景下，仍能够很好的缓冲冲击。那么消费扩张的引擎还能持续多久？这是影响美国经济明年走势的核心变量：

■ 关于这个问题，美国消费无非是受到两个因素的驱动：一是居民收入，二是债务负担。

■ 从居民收入来看，劳动力市场如何演绎是左右收入的核心。因为居民的收入增长主要取决于就业和薪资。从历史来看，只有就业增长大幅放缓，且薪资不再回升时，经济增长的消费引擎才会熄火。

当前较低的裁员率和较高的财富收入比导致预防式储蓄的动机薄弱。虽然失业率接近触发经济衰退的萨姆规则，可能意味着明年收入增长的熄火（图 5-6）。不过我们认为这是一次“失灵”。因为信号的有效取决于推升失业率上涨的是劳动需求的下降，还是由于劳动供给的上升，很显然美国当前情况更加符合后者（图 7-8）。

随着 2024 年超额储蓄的释放完毕，以及更多移民的涌入，将有更多的人流入劳动力市场。由图 9 和 10，转岗者和留守者之间工资增长差距的缩小，证实了供需失衡缓解，随之名义工资增长逐渐回落至 2% 通胀目标对应的水平上。不过我们预计通胀回落速度快于名义薪资增速，因而提振实际收入，这与储蓄率的上涨部分抵消，因此只是小幅减缓消费增速，但不会大幅走乏（图 11-12）。

■ 从居民的举债空间来看，压力不大且能力不差。美国居民受益于 2020-

2022 年间的低利率环境，由图 13，90%的家庭债务通过置换锁定在固定的利率，美国居民偿债支出占可支配收入的比例处于历史较低水平上。同时，2022 年房价的上涨使得居民部门增加了现金提取再融资（Cash-Out Refinance Loans），进一步使得居民净财富占可支配收入的比例升至历史高点。可见美国居民部门的资产负债表是比较健康的，居民地产债务违约风险处于低位，这无疑赋予其进一步举债的空间（图 14-15）。

- **基于以上分析，我们预计 2024 年美国消费仍将保持 1.4%-1.6%左右的增速。**
- **在消费之外，楼市作为利率高敏感行业也值得关注。**房地产相关的住宅投资往往是加息周期中受到冲击最明显的。不过，住宅供给的严重短缺减轻了抵押贷款利率上升对需求的压制。虽然房屋销售低迷，但投资尚未受到较大影响，住宅投资对 GDP 增长的拉动在 3 季度已经转正。
- **新屋开工的数量变化一直是住宅投资的领先指标（图 16），**单户住房严重短缺继续缓和抵押贷款利率上升对需求的影响，下降的房屋空置率意味着有房者“安于现状”，现房供给将持续稀缺（图 17）。在对住宅投资打压最为明显的按揭贷款利率进一步上涨空间受限之下，叠加“紧供应”明年的延续，我们认为地产投资“最艰难的时刻”已经过去。明年，相较于低迷的房屋销售，新屋开工更敏感于偏紧的供给，在新屋开工数量回升之际，这意味着 2024 年住宅投资对 GDP 的拉动将好于今年。
- **非住宅投资面临什么逆风？**2023 年上半年制造业投资的可谓是“超乎意料，这背后无疑是由于两大顺风的加持：《芯片法案》(CHIPS and Science Act)和《通货膨胀减少法案》(Inflation Reduction Act)补贴的促进。

不过近期无论是全球还是美国的制造业 PMI 均出现了下滑的迹象，作为非住宅投资的一个短期的领先指标，实际核心资本财货订单增速的下降意味着往后企业投资面临一定的逆风，未来融资环境变得更加艰难。考虑到大量企业明年面临的再融资需求，这给本就资本开支意愿较低的公司们进一步造成压力和威胁（图 18-19）。

- **但是企业面临的境地也没那么糟。**从债务本身出发，疫情期间企业“享受”低利率环境，大举发债。且 2020 年多增部分以可赎回固定利率债为主，高达 90%（图 20-21）。从企业主体出发，企业利润增速的好转增强了偿债能力，缓解对削弱偿债能力的担忧。而且从企业票息支出/利润这一比例来看，当前较疫前平均水平仍有 17%的空间。明年即便支出占比有所上涨，压力也当整体在可控范围内（图 22-23）。
- **考虑到对 2024 年经济衰退的担忧逐渐消退，美国在经济和政策上的高度不确定性似乎有所缓和。**从历史来看，对未来经济衰退的概率与非住宅投资的增速存在明显的负相关，这是因为企业在对经济衰退担忧时往往“自减式”约束并推后投资决策（图 24）。因此，我们预计 2024 年美国非住宅投资增速下滑幅度可控。
- **回到最初的“宽财政”，2024 年对经济的支撑真的“难以为继”了吗？**
- **疫情期间美国政府“直升机式撒钱”模式对经济产生的强乘数效应无疑是美国经济超预期增长的重要推手，这一影响在 2023 年也还在延续（图 25）。**从实际效果来看，财政刺激对 2023 年美国 GDP 增长的总拉动在 0.4-0.5 个百分点之间。那么 2024 年，当前的财政刺激是否会很快消退呢？
- **从居民端来看，2024 年居民将不再受益于个税的减免。**疫后的财政宽松并非“宽支出”，而是“紧收入”。财政扩张主要是缘于 2022 年的高通胀后，2023 年个税起征点和政府社保支出上调幅度大幅增加带来的收入下降，而非支出扩大。显然，这一形式多为“一次性”，而并非“常态化”。
- **从政府端来看，美国财政赤字扩张的约束或被证伪。**虽然根据 TBAC11 月发布的再融资计划下的中性情形，我们测算 2024 年国债净供给整体

减少 4%，意味着财政融资进一步扩张的需求在缩小（图 26）。

不过上述计划的假设或受大选年两党博弈加剧的影响，实际情况可能并非如此。大选年财政博弈是“家常便饭”，由图 27，2006 年-2020 年 4 次选举中，3 次都出现了大选年宽财政。除此之外，补充财政预算已并非新冠疫情期间的专属，疫情之后地缘政治成为新的“压力源”。

展望 2024 年，通过拜登总统上任以来相继推出的主要三大立法支出法案，以及国防方面的额外支出，我们认为拜登政府对削减财政预算的呼吁并不可靠。对于财政预算的削减可能只是“政治口号”。因此在大选年赤字率均偏高、巴以及俄乌冲突尚未结束之际，我们认为美国明年赤字率将小幅上升，仍对经济形成一定支撑。

■ **既然经济的引擎在 2024 年不会失去动力，通胀的压力还会再次显现吗？从图 28-29 的潜在压力指标来看，明年似乎是不用太担心：**

■ **2024 年：通胀的“最后一公里”。**2023 年美国通胀受益于能源和大宗价格的稳定快速回落至 3%，我们预计 2024 年将进一步下降。尤其是油价的逐渐正常化后，未来几个季度的能源通胀保持在低位，明年通胀保持良性放缓的趋势（图 30-31）。根据我们的模型预测，明年年底通胀有望回落至 2% 的目标水平（图 32）。

■ **但核心通胀的降温会更有粘性。**2023 年美国核心通胀在走势上的疲软更多受持续性因素的拖累，这得益于疫后供应链压力缓解，核心商品价格的大幅下行（图 33-34）。展望 2024 年，此前这一改善继续大幅下行的空间有限，因此核心通胀回落至 2% 的目标更关键在于核心服务。

■ **受制于房租的粘性，核心服务通胀的下降可能并不顺畅（图 35）。**一是由于住房合同通常每年签订一次，房租通胀一般滞后于房价或房租 1 年左右。房价已于去年年底开始反弹上涨。二是在计算房租分项的权重更多放在了单一家庭单位，这意味着紧张的租赁市场增加了住房价格指数的上升压力。基于此我们预计房租 CPI 将从 2023 年 Q4 的 6.5% 左右缓慢回落至 2024 年年底的 4.5%-5% 之间。

■ **基于上述对于 2024 年美国基本面的展望，考虑到经济小幅放缓、通胀回落至目标水平、以及此前美联储成功引导实际利率的转正，明年美联储货币紧缩的力度将明显小于 2023 年。而截至 12 月，市场对于美联储 2024 年降息超过 125bp 的预期明显过于乐观。我们预计其降息不会超过两次：基准情形下美联储将会把利率区间维持在 4.75%-5%，多于两次降息的情形是遭遇重大的外部或金融不确定性事件。**

■ **2024 年降息如何影响美债利率的演绎？**

■ **从短期来看，10 年期美债利率的变化与市场对于美国经济数据的预期“息息相关”（图 36）。**基于近期连续收缩的 PMI 和“惨淡”的新屋销售等经济数据，市场无疑对美国经济的信心在减弱。

■ **从长期来看，美债利率的走势与市场和美联储政策利率路径的预期差更加“亲密”（图 37）。**倘若市场与美联储未来加息路径预期变化较大，则 10 年期美债利率的超调会逐渐向政策预期的方向收敛。而如果市场和美联储对于利率预测没有明显的高估或低估，10 年期美债利率更可能区间波动。

从当前来看，市场与美联储对于 2024 年降息预期存在严重分歧。如上所述，我们认为市场当前的预期太过乐观。除非触发系统性风险，明年降息 5 次的可能十分低。从这点来看，10 年期美债利率大幅下行的空间十分有限，未来随着市场预期向美联储政策路径收敛，10 年期美债收益率不太可能跌破 3%，更可能的是在 4%-4.5% 之间（图 38）。

■ **风险提示：**美国经济快速陷入衰退；地缘政治紧张形势扩散，大宗商品价格大涨；金融风险显著暴露；通胀二次抬头。

内容目录

1. 引子	6
2. 美国经济“由盛转衰”还是“保持韧性”?	6
2.1. 消费扩张的引擎能否继续扩张?	8
2.2. 房地产重回复苏?	11
2.3. 企业投资会企稳吗?	12
3. “宽财政”还有希望吗?	14
4. 通胀的压力会再次显现吗?	16
5. 美联储货币政策下，美债利率如何演绎?	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1:	衰退前美国实际利率往往显著超过中性利率	6
图 2:	“宽财政”提振总收入水平	7
图 3:	美国居民杠杆率低, 财富水平高	8
图 4:	美国居民净资产在持续增加	8
图 5:	失业率接近触发衰退前的“警报”	9
图 6:	萨姆衰退指标同样指示美国经济接近触发“衰退”	9
图 7:	不过当前显然是由于劳动力供给的上升	9
图 8:	剔除就业供给的干扰, 就业人数依旧较为强劲	9
图 9:	跳槽者的薪资增速快速下降	10
图 10:	转岗者和留守者之间工资增长差距的缩小	10
图 11:	预计储蓄率明年涨至 5%	10
图 12:	整体通胀的快速下行带动实际工资上涨至 3%	10
图 13:	美国居民在 2020 年低利率时期大幅再融资, 90%以上锁定固定利率	11
图 14:	美国居民偿还房贷压力小	11
图 15:	低利息支出和高净财富有利于居民举债	11
图 16:	住宅投资与新屋开工高度相关	12
图 17:	美国的租房和自有住房空置率均处于历史低位	12
图 18:	非住宅投资面临一定的逆风	13
图 19:	领先指标预示非住宅投资增速面对一定压力	13
图 20:	从 2024 年开始大量企业债到期	13
图 21:	发行的债券以固定利率为主	13
图 22:	美国企业净利润同比转正	14
图 23:	企业利息支出占利润比处于历史较低水平	14
图 24:	2024 年经济衰退概率下降有利于非住宅投资回升	14
图 25:	美国财政政策对经济的正拉动效应	15
图 26:	明年国债发行相较于今年同比减少 4%	16
图 27:	大选年美国财政偏宽松	16
图 28:	通胀预期稳定向下	16
图 29:	通胀潜在压力指标预示明年通胀趋于收敛	16
图 30:	预计 2024 年国际能源价格维持稳定	17
图 31:	预计 2024 年能源通胀持续保持低位	17
图 32:	总体通胀率将在 2024 年回落至美联储 2% 的目标	17
图 33:	供应链压力缓解下核心商品 CPI 持续回落	18
图 34:	预计 2024 年汽车去库存, 带动核心通胀下行	18
图 35:	相比总体通胀率, 核心通胀的回落更加缓慢	18
图 36:	短期内 10 年期美债利率与经济预期强相关	19
图 37:	美债利率根据政策路径不断修正与调整	19
图 38:	2023 年中下旬美债利率的上涨体现为对美联储加息路径预期的调整	20

1. 引子

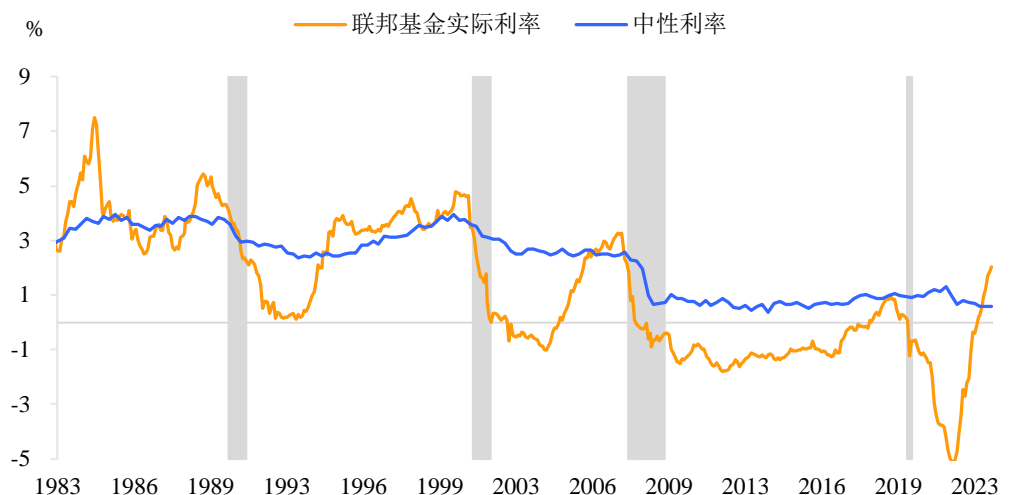
2023 年美国经济在政策利率创 22 年来新高后，仍旧“日上竿头”。在如此大的政策“定力”下，不仅纳指今年迄今涨超 35%、标普涨超近 20%；而更罕见的是在三季度美债收益率和 GDP 增速双双徘徊于 5%。然而四季度以来，美债收益率跌近 100bp 及金价的大涨，是市场逐渐对提前降息预期的定价。本质上前置降息预期=对经济增长前景的质疑。不过相对于目前市场担忧情绪的蔓延，我们对于 2024 年美国经济增长的前景其实并不悲观。

固然 2024 年美国经济的表现不大可能像 2023 年如此抢眼，但鉴于（1）消费这一“稳经济”的重要抓手仍旧存在一定的韧性，（2）财政刺激尚有余温，（3）核心通胀回落的速度比市场预期更为缓慢；我们认为 2024 年的美国经济并没有市场想象的那么差，尤其是在美国核心通胀降幅更有粘性的情形下，美联储在对待降息的问题上很可能先抑后扬，而美债利率在经历近期的定价修正回调之后，2024 年向下深度有限，更大可能是在 4%-4.5% 的区间波动。

2. 美国经济“由盛转衰”还是“保持韧性”？

自 1950 年以来美国所经历的 10 次经济衰退中，60% 触发经济衰退的因素都是美联储加息。而遵循历史规律下，由图 1 看出，在经历了“前所未有”之大幅度加息后，政策利率远超中性利率，按理说这必将美国经济推向“岌岌可危”的关口。然而目前来看美国经济却依旧平稳运行的发展，这显然是有悖于历史的。

图1：衰退前美国实际利率往往显著超过中性利率

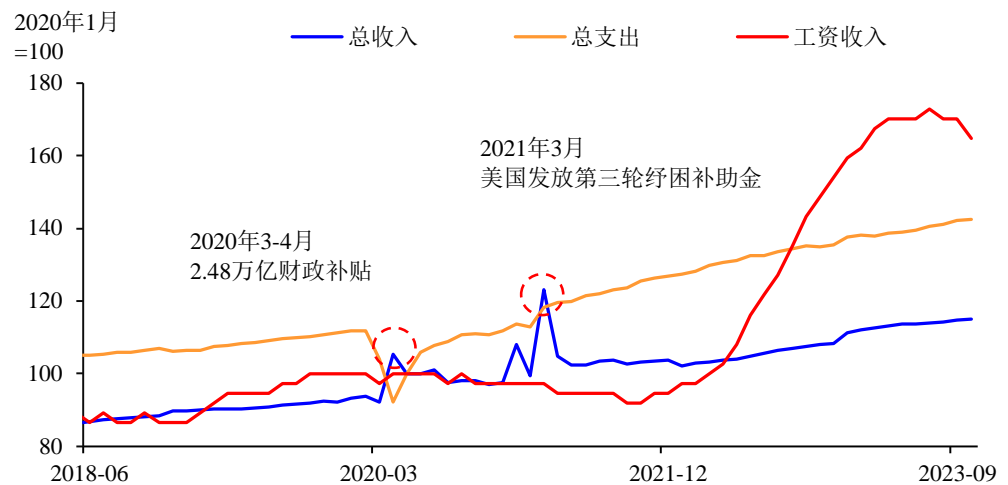


注：阴影部分为 NBER 界定的美国历史上的衰退

数据来源：Bloomberg，纽约联储，NBER，东吴证券研究所

造成 2023 年美国经济与前期显著不同的原因是“宽财政”钝化了“紧货币”所造成的冲击。此前美国政府驱动了大规模的财富转移，直接的财政刺激对家庭和企业总收入水平的提振效果还在持续，叠加 2023 年劳动力供需失衡使得工资增速快速上涨（图 2）。这使得私营部门对美联储快速紧缩的敏感性降低，从而表象体现为货币政策似乎“失效”。

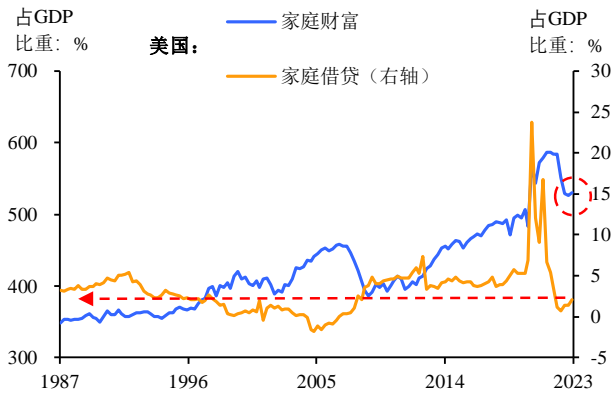
图2：“宽财政”提振总收入水平



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

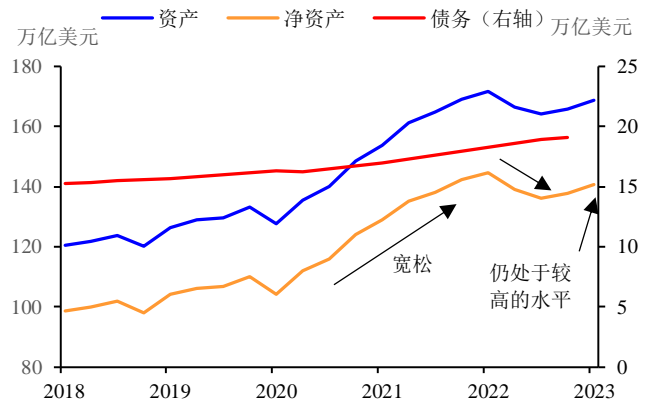
“宽财政”的主要效果体现在消费，私人消费一直是支撑美国经济增速的“中流砥柱”，更是稳定美国经济的重要依托和抓手。疫情期间受财政和货币宽松措施的影响，居民资产负债表得以“重塑”。家庭净资产水平升至新高，消费反弹和支出增加，储蓄率降至新低（图 3-4）。因此在限制性政策及紧缩的信贷背景下，仍能够很好的缓冲冲击。那么消费扩张的引擎还能持续多久？这是影响美国经济明年走势的核心变量：

图3: 美国居民杠杆率低, 财富水平高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国居民净资产在持续增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

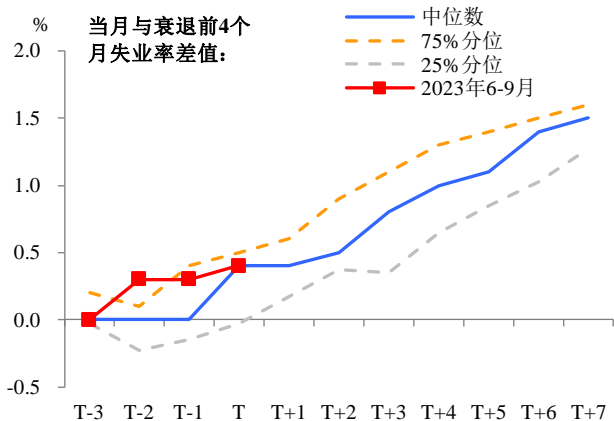
2.1. 消费扩张的引擎能否继续扩张?

关于这个问题, 美国消费无非是受到两个因素的驱动: 一是居民收入, 二是债务负担:

从居民收入来看, 劳动力市场如何演绎是左右收入的核心。因为居民的收入增长主要取决于就业和薪资。从历史来看, 只有就业增长大幅放缓, 且薪资不再回升时, 经济增长的消费引擎才会熄火。

当前较低的裁员率和较高的财富收入比导致预防式储蓄的动机薄弱。虽然失业率接近触发经济衰退的萨姆规则, 可能意味着明年收入增长的熄火(图 5-6)。不过我们认为这是一次“失灵”。因为信号的有效取决于推升失业率上涨的是劳动需求的下降, 还是由于劳动供给的上升, 很显然美国当前情况更加符合后者(图 7-8)。

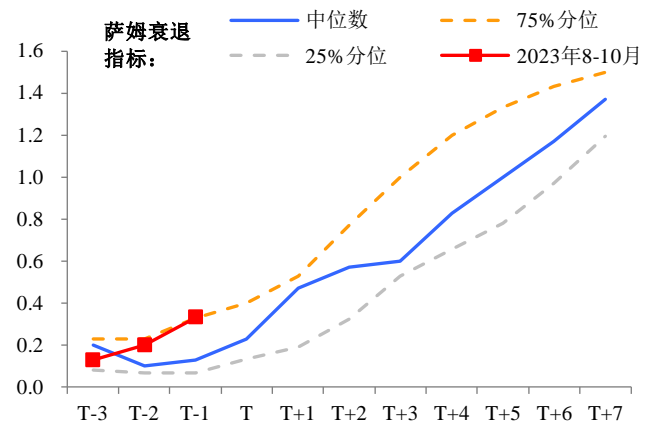
图5: 失业率接近触发衰退前的“警报”



注: T为衰退开始月份

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

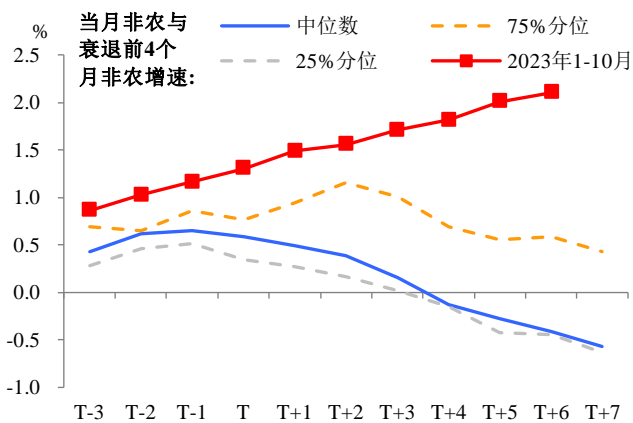
图6: 萨姆衰退指标同样指示美国经济接近触发“衰退”



注: T为衰退开始月份; 萨姆规则衰退指标=美国3MMA失业率-前一年失业率的最低点, 所得数值超过0.5%时, 意味着经济体正经历衰退阶段

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

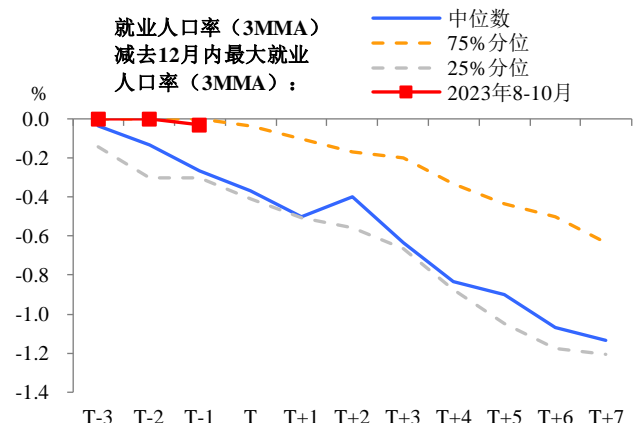
图7: 不过当前显然是由于劳动力供给的上升



注: T为衰退开始月份

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 剔除就业供给的干扰, 就业人数依旧较为强劲

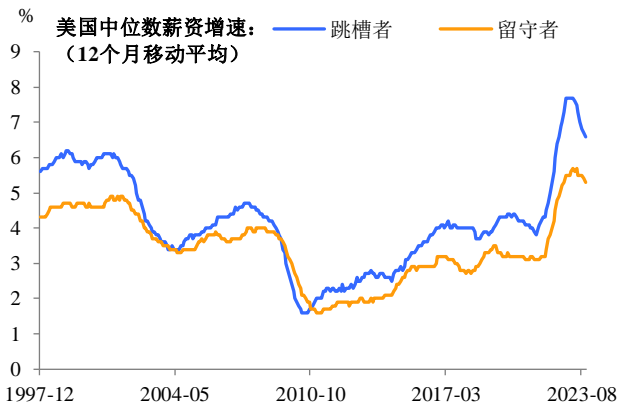


注: T为衰退开始月份

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

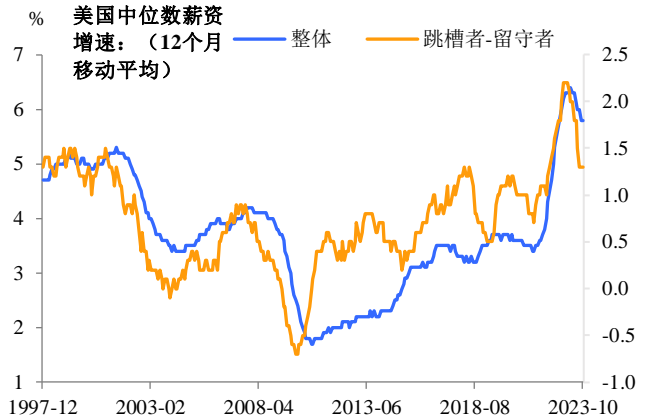
随着2024年超额储蓄的释放完毕, 以及更多移民的涌入, 将有更多的人流入劳动力市场。由图9和10, 转岗者和留守者之间工资增长差距的缩小, 证实了供需失衡缓解, 随之名义工资增长逐渐回落至2%通胀目标对应的水平上。不过我们预计通胀回落速度快于名义薪资增速, 因而提振实际收入, 这与储蓄率的上涨部分抵消, 因此只是小幅减缓消费增速, 但不会大幅走乏(图11-12)。

图9：跳槽者的薪资增速快速下降



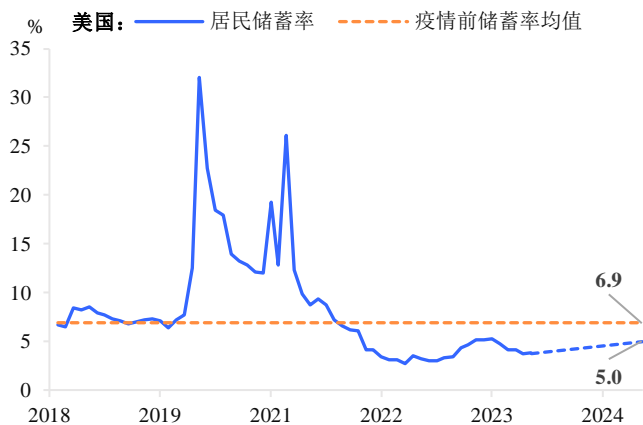
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：转岗者和留守者之间工资增长差距的缩小



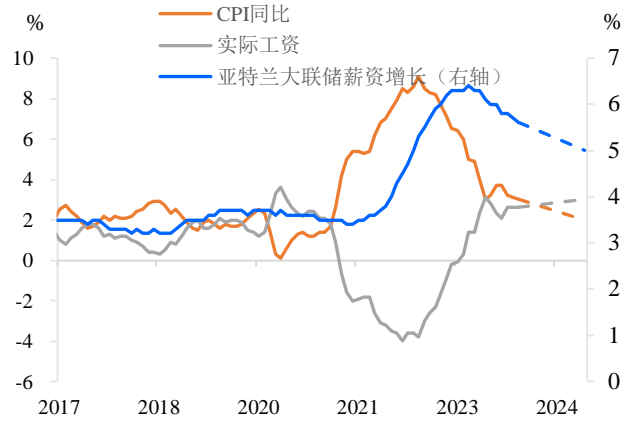
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：预计储蓄率明年涨至5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

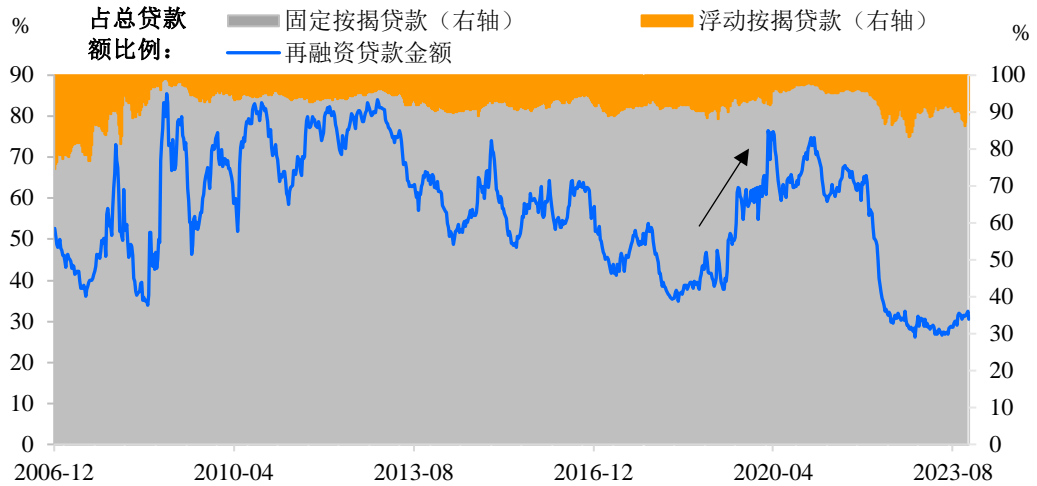
图12：整体通胀的快速下行带动实际工资上涨至3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

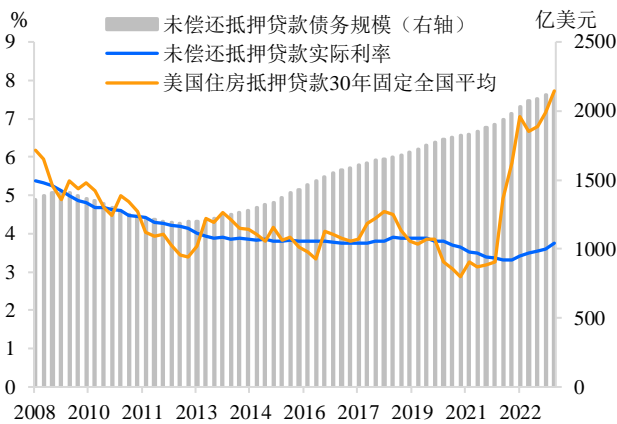
从居民的举债空间来看，压力不大且能力不差。美国居民受益于2020-2022年间的低利率环境，由图13，90%的家庭债务通过置换锁定在固定的利率，美国居民偿债支出占可支配收入的比例处于历史较低水平上。同时，2022年房价的上涨使得居民部门增加了现金提取再融资（Cash-Out Refinance Loans），进一步使得居民净财富占可支配收入的比例升至历史高点。可见美国居民部门的资产负债表是比较健康的，居民地产债务违约风险处于低位，这无疑赋予其进一步举债的空间（图14-15）。

图13: 美国居民在 2020 年低利率时期大幅再融资, 90%以上锁定固定利率



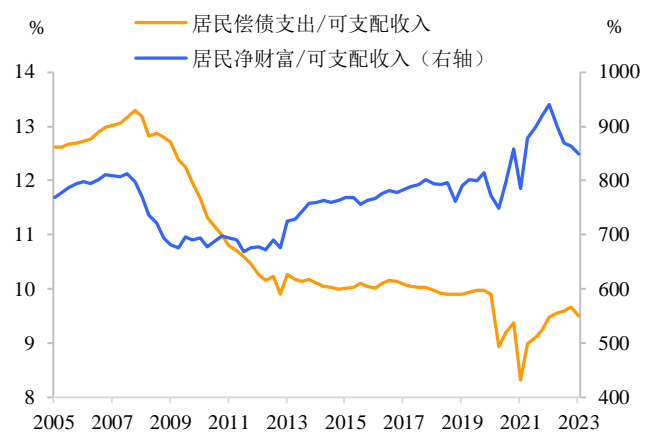
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图14: 美国居民偿还房贷压力小



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 低利息支出和高净财富有利于居民举债



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

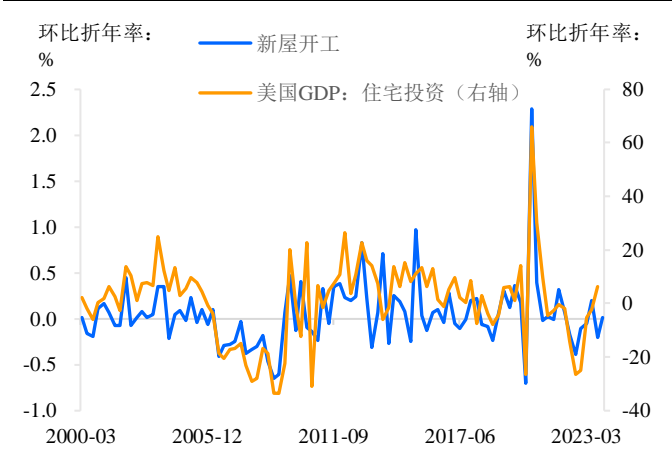
基于以上分析, 我们预计 2024 年美国消费仍将保持 1.4%-1.6%左右的增速。

2.2. 房地产重回复苏?

在消费之外, 楼市作为利率高敏感行业也值得关注。房地产相关的住宅投资往往是加息周期中受到冲击最明显的。不过当前受制于高利率, 住宅供给的严重短缺减轻了抵押贷款利率上升对需求的压制。虽然房屋销售低迷, 但投资尚未受到较大影响, 住宅投资对 GDP 增长的拉动在 3 季度已经转正。

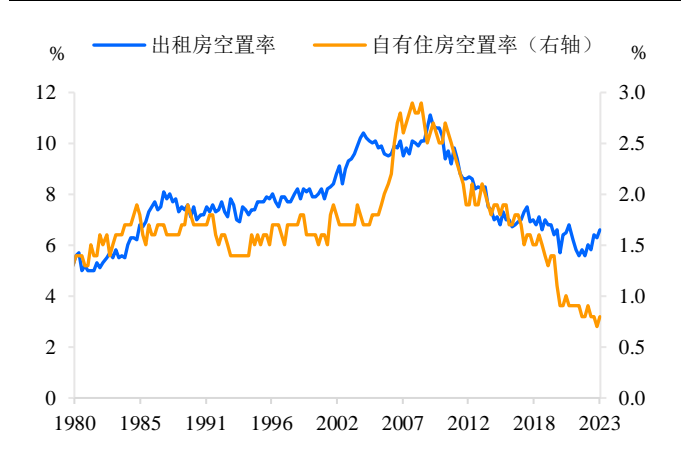
新屋开工的数量变化一直是住宅投资的领先指标（图 16），单户住房严重短缺继续缓和抵押贷款利率上升对需求的影响，下降的房屋空置率意味着有房者“安于现状”，现房供给将持续稀缺（图 17）。因此紧供应提供给房产开发商乐观的理由。叠加明年开启降息后释放一定的需求，这意味着 2024 年住宅投资将对 GDP 的拉动继续增强。

图 16：住宅投资与新屋开工高度相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：美国的租房和自有住房空置率均处于历史低位



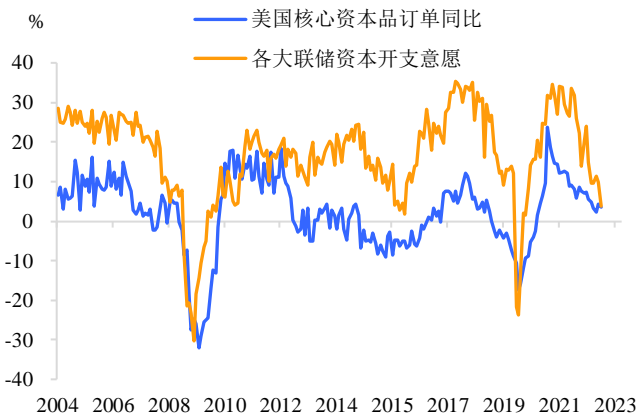
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 企业投资会企稳吗？

非住宅投资面临什么顺风？2023 年上半年制造业投资的可谓是“超乎意料，这背后无疑是由于两大顺风的加持：《芯片法》(CHIPS Act)和《通货膨胀减少法》(Inflation Reduction Act)补贴的促进。

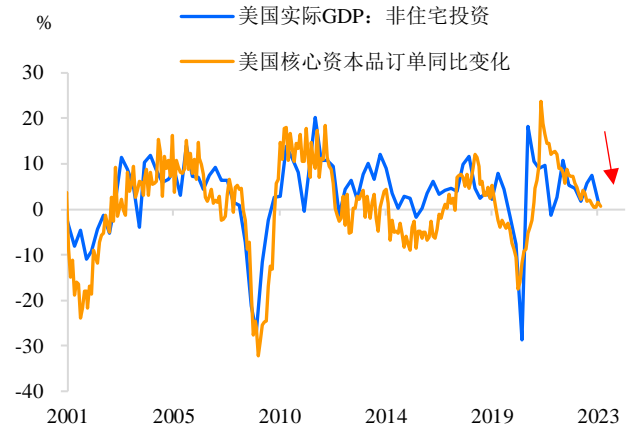
不过近期无论是全球还是美国的制造业 PMI 均出现了下滑的迹象，因此作为非住宅投资的一个短期的领先指标，实际核心资本财货订单增速的下降意味着往后企业投资面临一定的顺风，未来融资环境变得更加艰难。考虑到大量企业明年面临的再融资需求，这给本就资本开支意愿较低的公司们进一步造成压力和威胁（图 18-19）。

图18: 非住宅投资面临一定的逆风



注: 各大联储资本开支意愿采取达拉斯联储、堪萨斯联储、里奇蒙德联储及纽约联储的平均
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

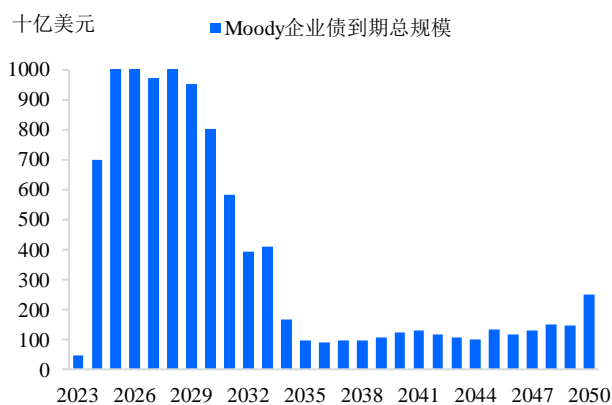
图19: 领先指标预示非住宅投资增速面对一定压力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

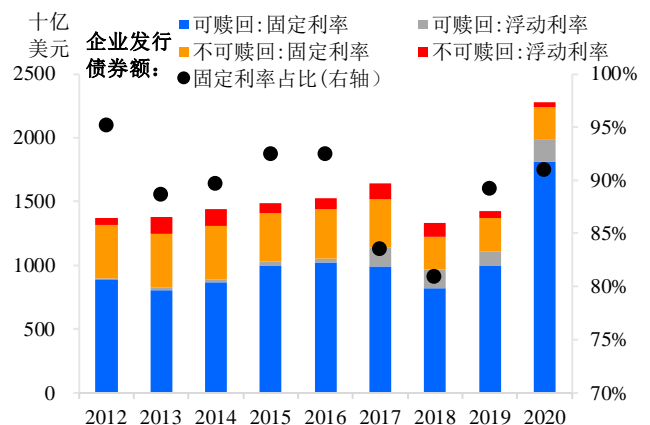
但是企业面临的境地也没那么糟。从债务本身出发，疫情期间企业“享受”低利率环境，大举发债。且2020年多增部分以可赎回固定利率债为主，高达90%（图20-21）。从企业主体出发，企业利润增速的好转增强了偿债能力，缓解对削弱偿债能力的担忧。而且从企业票息支出/利润这一比例来看，当前较疫前平均水平仍有17%的空间。明年即便支出占比有所上涨，压力也当整体在可控范围内（图22-23）。

图20: 从2024年开始大量企业债到期



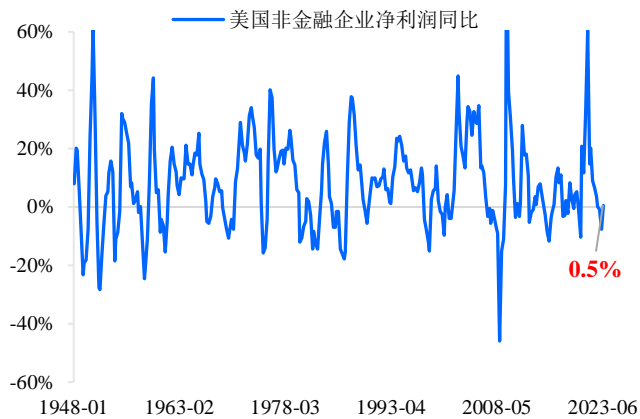
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 发行的债券以固定利率为主



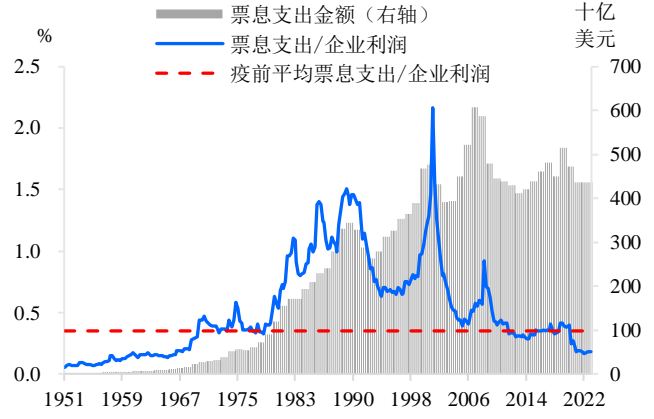
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 美国企业净利润同比转正



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

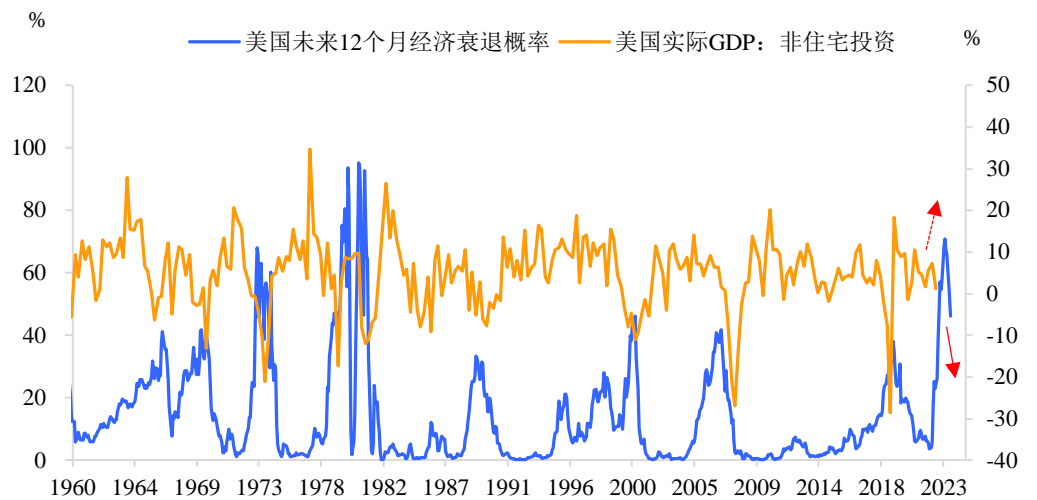
图23: 企业利息支出占利润比处于历史较低水平



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

考虑到对 2024 年经济衰退的担忧逐渐消退, 美国在经济和政策上的高度不确定性似乎有所缓和。从历史来看, 对未来经济衰退的概率与非住宅投资的增速存在明显的负相关, 这是因为企业在对经济衰退担忧时往往“自减式”约束并推后投资决策(图 24)。因此, 我们预计 2024 年美国非住宅投资增速下滑幅度可控。

图24: 2024 年经济衰退概率下降有利于非住宅投资回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. “宽财政” 还有希望吗?

回到最初的“宽财政”, 2024 年对经济的支撑真的“难以为继”了吗?

疫情期间美国政府“直升机式撒钱”模式对经济产生的强乘数效应无疑是美国经济超预期增长的重要推手，这一影响在 2023 年也还在延续（图 25）。从实际效果来看，财政刺激对 2023 年美国 GDP 增长的总拉动在 0.4-0.5 个百分点之间。那么展望 2024 年，当前的财政刺激是否会很快消退呢？

图25：美国财政政策对经济的正拉动效应

项目	CBO对乘数效应的预估	
	弱效应预估	强效应预估
政府采购货物和服务	0.5	2.5
转移支付-基建	0.4	2.2
转移支付-其他用途	0.4	1.8
转移支付-个人	0.4	2.1
一次性对退休人员的转移支付	0.2	1
为中低收入者减税两年	0.3	1.5
为高收入者减税一年	0.1	0.6
对首次购房者贷款延期	0.2	0.8
对企业税条款的调整影响企业现金流	0	0.4

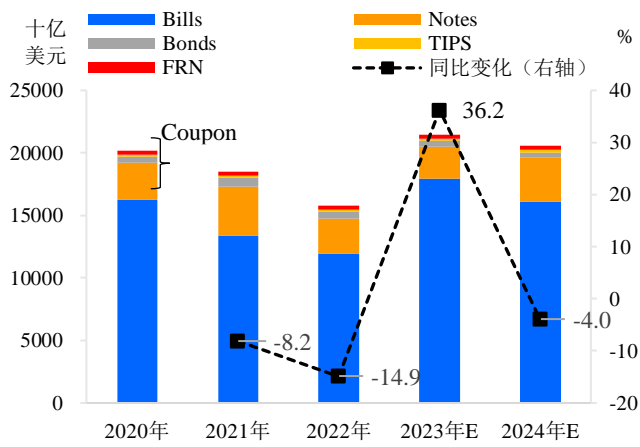
数据来源：CBO，东吴证券研究所

从居民端来看，2024 年居民将不再受益于个税的减免。疫后的财政宽松并非“宽支出”，而是“紧收入”。财政扩张主要是缘于 2022 年的高通胀后，2023 年个税起征点和政府社保支出上调幅度大幅增加带来的收入下降，而非支出扩大。显然，这一形式多为“一次性”，而并非“常态化”。

从政府端来看，美国财政赤字扩张的约束或被证伪。虽然根据 TBAC11 月发布的再融资计划下的中性情形，我们测算 2024 年国债净供给整体减少 4%，意味着财政融资进一步扩张的需求在缩小（图 26）。

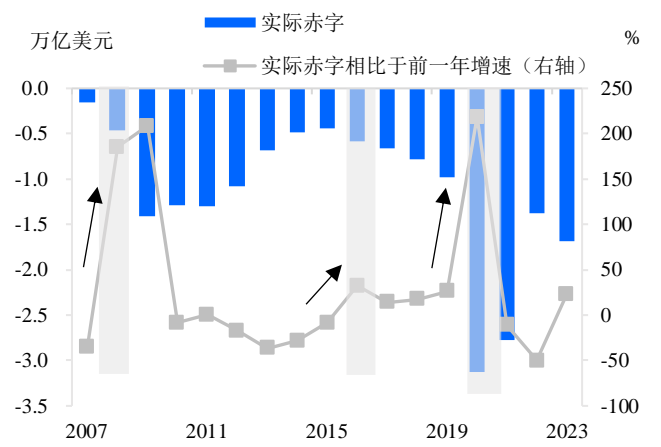
不过上述计划的假设或受大选年两党博弈加剧的影响，实际情况可能并非如此。大选年财政博弈是“家常便饭”，但是由图 27，2006 年-2020 年 4 次选举中，3 次都出现了大选年宽财政。除此之外，补充财政预算已并非新冠疫情期间的专属，疫情之后地缘政治成为新的“压力源”。展望 2024 年，在大选年赤字率均偏高、巴以及俄乌冲突尚未结束之际，我们认为美国明年赤字率将小幅上升，仍对经济形成一定支撑。

图26: 明年国债发行相较于今年同比减少 4%



数据来源: Bloomberg, CBO, 东吴证券研究所

图27: 大选年美国财政偏宽松



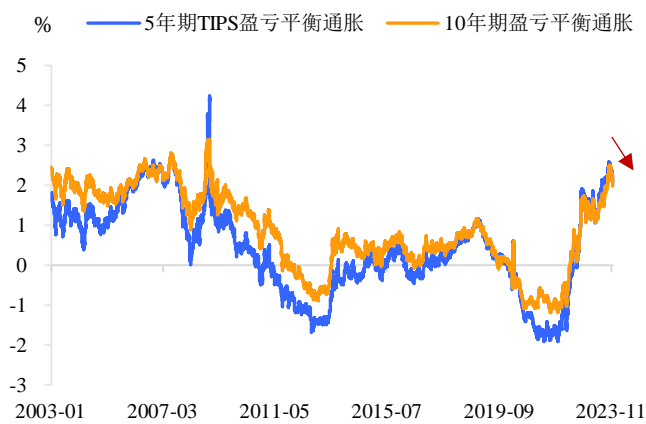
数据来源: 美国财政部, 东吴证券研究所

4. 通胀的压力会再次显现吗?

既然经济的引擎在 2024 年不会失去动力, 通胀的压力还会再次显现吗?

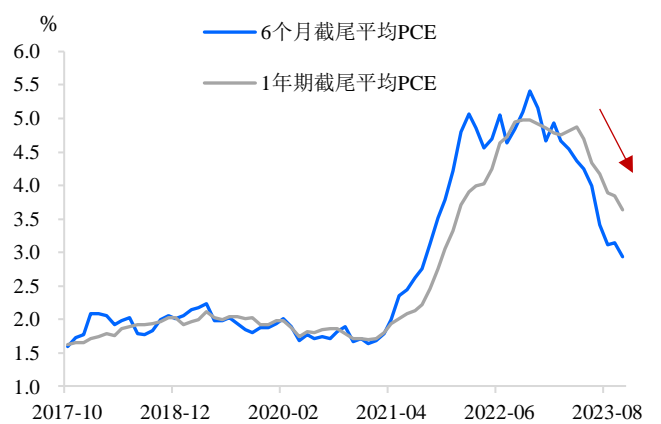
从图 28-29 的潜在压力指标来看, 明年似乎是不用太担心:

图28: 通胀预期稳定向下



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 通胀潜在压力指标预示明年通胀趋于收敛

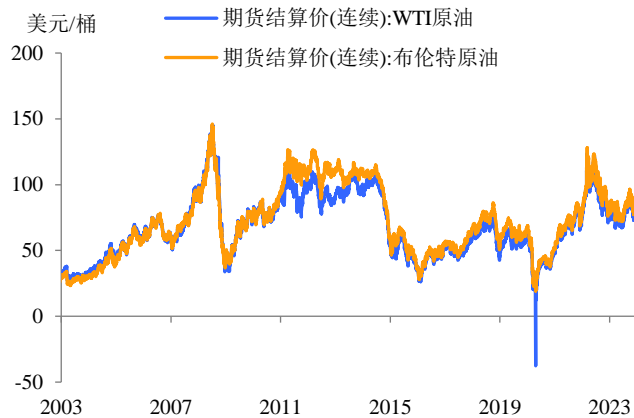


注: 此指标为剔除 PCE 中波动最大的分项,再对其他分项进行加权平均计算得出

数据来源: 达拉斯联储, 东吴证券研究所

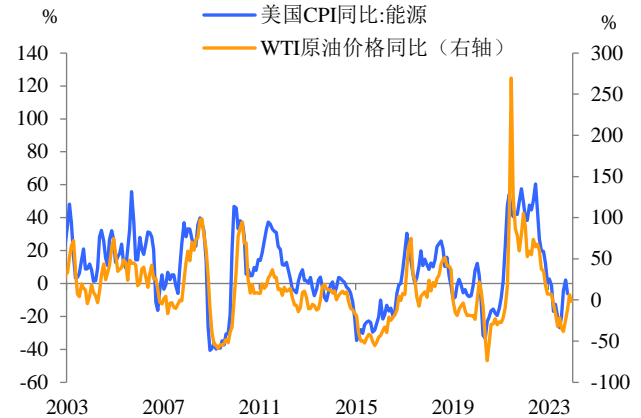
2024 年通胀的“最后一公里”走地不会太艰难。2023 年美国通胀受益于能源和大宗价格的稳定快速回落至 3%，我们预计 2024 年将进一步下降。尤其是油价的逐渐正常化后，未来几个季度的能源通胀保持在低位，明年通胀保持良性放缓的趋势（图 30-31）。根据模型预测，明年年底通胀有望回落至 2% 的目标水平（图 32）。

图30: 预计 2024 年国际能源价格维持稳定



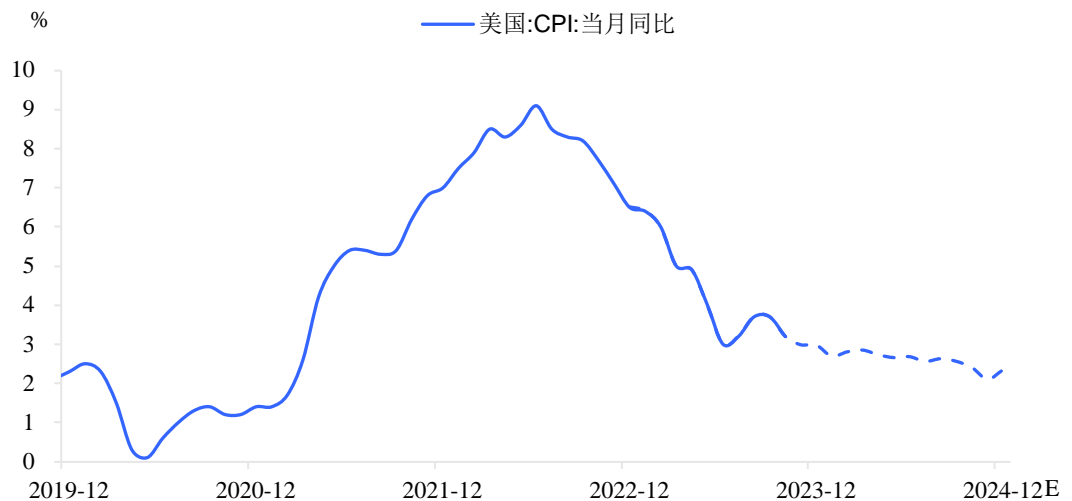
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 预计 2024 年能源通胀持续保持低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

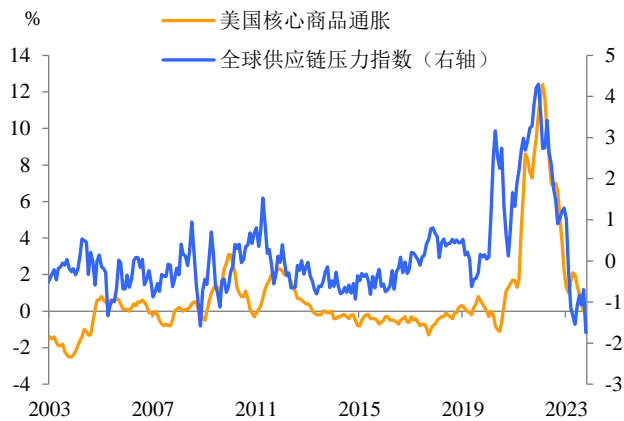
图32: 总体通胀率将在 2024 年回落至美联储 2% 的目标



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

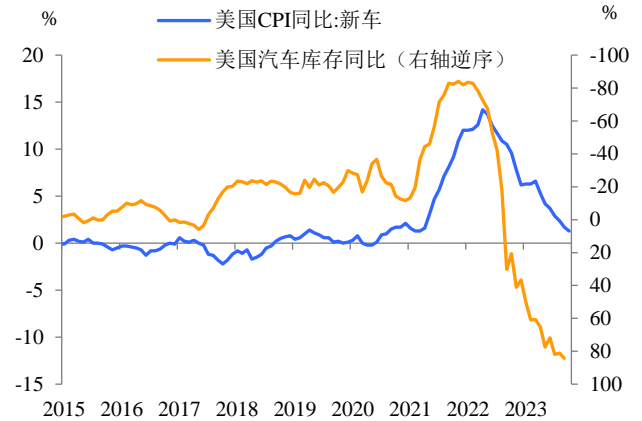
但核心通胀的降温会更有粘性。2023 年美国核心通胀在走势上的疲软更多受持续性因素的拖累, 这得益于疫后供应链压力缓解, 核心商品价格的大幅下行(图 33-34)。展望 2024 年, 此前这一改善继续大幅下行的空间有限, 因此核心通胀回落至 2% 的目标更关键在于核心服务。

图33: 供应链压力缓解下核心商品 CPI 持续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

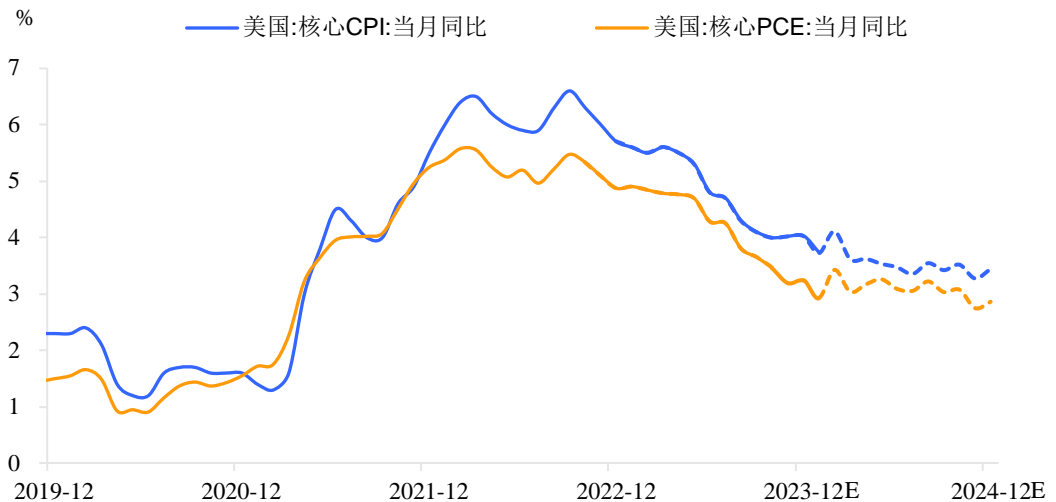
图34: 预计 2024 年汽车去库存, 带动核心通胀下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

受制于房租的粘性, 核心服务通胀的下降可能并不顺畅 (图 35)。一是由于住房合同通常每年签订一次, 房租通胀一般滞后于房价或房租 1 年左右。房价已于去年年底开始反弹上涨。二是在计算房租分项的权重更多放在了单一家庭单位, 这意味着紧张的租赁市场增加了住房价格指数的上升压力。基于此我们预计房租 CPI 将从 2023 年 Q4 的 6.5% 左右缓慢回落至 2024 年年底的 4.5%-5% 之间。

图35: 相比总体通胀率, 核心通胀的回落更加缓慢



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于上述对于 2024 年美国基本面的展望, 考虑到经济小幅放缓、通胀回落至目标水平、以及此前美联储成功引导实际利率的转正, 明年美联储货币紧缩的力度将明显小于 2023 年。而目前市场对于美联储 2024 年降息超过 125bp 的预期明显过于乐观。我

们预计其降息不会超过两次：基准情形下美联储将会把利率区间维持在 4.75%-5%，多于两次的降息是除非遇到重大的外部不确定性事件。

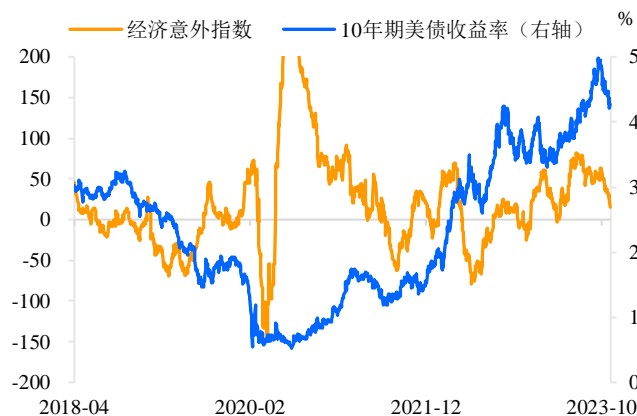
5. 美联储货币政策下，美债利率如何演绎？

2024 年降息如何影响美债利率的演绎？

从短期来看，10 年期美债利率的变化与市场对于美国经济数据的预期“息息相关”（图 36）。基于近期连续收缩的 PMI 和“惨淡”的新屋销售等经济数据，市场无疑对美国经济的信心在减弱。

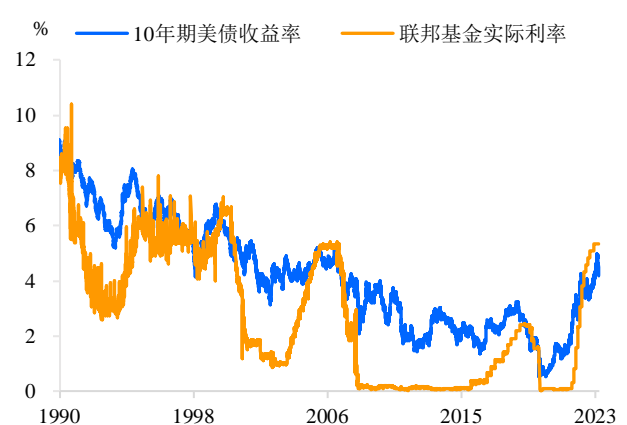
从长期来看，美债利率的走势与市场 and 美联储政策利率路径的预期差更加“亲密”（图 37）。倘若市场与美联储未来加息路径预期变化较大，则 10 年期美债利率的超调会逐渐向政策预期的方向收敛。而如果市场和美联储对于利率预测没有明显的高估或低估，10 年期美债利率更可能区间波动。

图36：短期内 10 年期美债利率与经济预期强相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

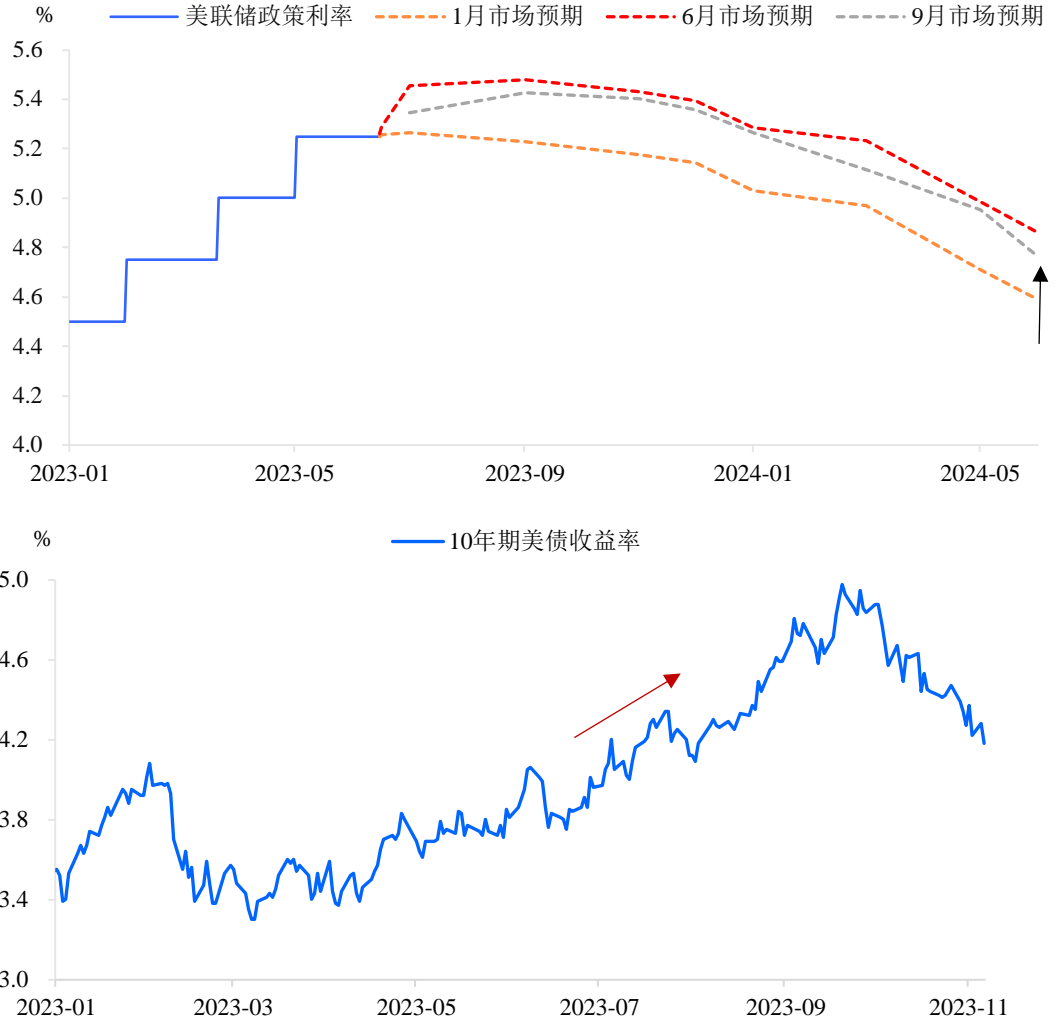
图37：美债利率根据政策路径不断修正与调整



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从当前来看，市场与美联储对于 2024 年降息预期存在严重分歧。如上所述，我们认为市场当前的预期太过乐观。除非触发系统性风险，明年降息 5 次的可能十分低。从这点来看，10 年期美债利率大幅下行的空间十分有限，未来随着市场预期向美联储政策路径收敛，10 年期美债收益率不太可能跌破 3%，更可能的是在 4%-4.5% 之间（图 38）。

图38: 2023年中下旬美债利率的上涨体现为对美联储加息路径预期的调整



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

美国经济快速陷入衰退; 地缘政治紧张形势扩散, 大宗商品价格大涨; 金融风险显著暴露; 通胀二次抬头。

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>