

联储加息的刺激效应与美国经济的韧性

——美国经济韧性和再通胀研究（一）

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

专题内容摘要

美国经济或可以运行在潜在水平之上，或不应过度解读 1 季度偏弱的 GDP 数字。而且长期低利率之后美联储加息短期内或有刺激效应，资产负债表繁荣或让加息的紧缩效果更晚到来。居民和企业负债端的部分支出由于是固定利率并没有发生变化，在再融资发生前，负债端的支出不变的，但是随着加息的发生，资产端却已经开始获得额外的利息收入，而这部分多出来的收入则可以用于消费。主流的货币市场基金的利率约 5%，货币基金总共有接近 6 万亿美元，因此每个月可以产生 244 亿美元的利息，平均到每个美国人是每个月 73 美金，大约是美国居民月均消费支出的 1.5%。

➤ 美国经济或可以运行在潜在水平之上

或不应过度解读 1 季度偏弱的 GDP 数字，美国经济仍有韧性。1 季度 GDP 数据偏弱受净出口拖累，残留季节性或也有贡献，其他数据显示经济整体并不弱。同时，资产负债表繁荣或还让加息短期具有刺激效应，让加息的紧缩效果更晚到来。

➤ 长期低利率之后美联储加息短期内或有刺激效应

在美联储结束宽松货币政策开始紧缩的时候，在一个短暂的时间窗口内加息或许是刺激性的。基本的逻辑如下，负债端的支出由于是固定利率并没有发生变化，在再融资发生前，负债端的支出不变的，但是随着加息的发生，资产端却已经开始获得额外的利息收入，而这部分多出来的收入则可以用于消费。主流的货币市场基金的利率约 5%，货币基金总共有接近 6 万亿美元，因此每个月可以产生 244 亿美元的利息，平均到每个美国人是每个月 73 美金，大约是美国居民月均消费支出的 1.5%。

➤ 疫情后美国居民新增房贷超过9万亿美元

居民负债中最重要的就是房贷，占比约 7 成，其次是车贷和学生贷款，占比都是 9% 左右。2020 年疫情之后宽松的货币政策，房贷利率显著下行，最低的时候 30 年抵押贷款利率仅为 2.8%。2020 年疫情后到 2022 年加息前的低利率时代发放的房贷累计超过 9 万亿美元，其中如果把超过 2019 年之前 3 年的平均水平的房贷发放认为是提前释放的购房需求，这部分房贷接近 5 万亿美元。

➤ 财政赤字也将继续支撑经济

政府的财政支出和收入主要取决于财政政策的取向。美国的财政赤字目前仍然维持在较高水平，2024 年 3 月的财政赤字仍然有 5.86%。而且在可预见的未来，美国财政赤字并不会大幅下降，财政支出仍然将维持较高的水平。2023 年财政赤字达到 1.7 万亿美元。

风险提示：美联储超预期紧缩的风险，就业市场突然恶化的可能。

相关报告

- 1、《实际出口或好于同比读数：——对 3 月外贸数据的思考与未来展望》2024.04.14
- 2、《小银行或先面对缩表流动性的冲击：——美联储缩表与美国金融体系脆弱性（二）》2024.04.08

正文目录

1. 美国经济暂无“滞”的风险.....	3
1.1 不宜过度解读 1 季度 GDP 数据	3
1.2 美国通胀韧性仍强	6
2. 加息的刺激效应或推迟整体紧缩效果.....	8
2.1 私人部门或短期受益于加息	8
2.2 政府部门高支出或能延续	16
3. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 美国实体经济核心指标	4
图表 2: 美国 GDP 增速初值和最新值 (%)	5
图表 3: 美国 GDP 分项增速贡献 (%)	5
图表 4: 美国 GDP 的初值季节性 (%)	5
图表 5: 美国 GDP 增速 (%)	5
图表 6: 亚特兰大联储 GDPnowcast (%)	6
图表 7: 纽约联储 GDPnowcast (%)	6
图表 8: 劳动力供给和劳动力需求 (百万人)	7
图表 9: 美国 PCE 通胀 (%)	7
图表 10: 美联储 5 月会议总结	8
图表 11: 美国新房销售(万套)	9
图表 12: 新房销售跌幅分解 (%)	10
图表 13: 房贷利率 (%)	10
图表 14: 低利率房贷(亿美元)	11
图表 15: 居民存量负债(万亿美元)	11
图表 16: 2020 年后低利率房贷(亿美元)	11
图表 17: 炒房需求的季度数(季度)	11
图表 18: 不同信用分数新发房贷金额(十亿美元)	12
图表 19: 美国不同信用分数的新发车贷(十亿美元)	12
图表 20: 企业部门负债(万亿美元)	13
图表 21: 企业部门负债同比 (%)	13
图表 22: 货币基金和银行存款(万亿美元)	13
图表 23: 货币基金和银行存款(万亿美元)	13
图表 24: 美国短期利率 (%)	14
图表 25: 所有商业银行存款(万亿美元)	14
图表 26: 美国银行储蓄账户的利率 (%)	15
图表 27: 居民部门偿债率和政策利率 (%)	15
图表 28: 企业部门偿债率和政策利率 (%)	15
图表 29: 居民+企业部门偿债率和政策利率 (%)	16
图表 30: 美国财政赤字 (%)	17
图表 31: 美国财政赤字(亿美元)	17
图表 32: 美国财政收入和支出(亿美元)	18

1. 美国经济暂无“滞”的风险

1 季度美国 GDP 环比增长低于预期的同时，通胀压力明显反弹，引发对美国经济“滞胀”的担忧。我们认为外部因素和残留季节性可能影响了美国一季度经济读数，无须过度解读；反过来，美国经济内生性增长动能仍然偏强，“滞”的风险有限。

但是，由于经济增长动能偏强，体现在美国劳动力需求仍然高于供给，也意味着其实际产出水平现在可能高于潜在产出水平，美国的通胀压力仍然偏强。

1.1 不宜过度解读 1 季度 GDP 数据

1 季度 GDP 数据偏弱受净出口拖累，残留季节性或也有贡献，其他数据显示经济整体并不弱。

1.1.1 2024 年 1 季度经济不弱

美国 1 季度 GDP 数据公布以后，美国 1 季度的主要经济数据都已经公布。1 季度的 GDP 增长比预期要弱，环比折年只增长了 1.6%，预期是 2.5%。从分项上看，主要的拖累来自净出口，净出口的贡献 1 季度为-0.86%。国内购买总值环比折年增长 2.4%，国内购买最终销售环比折年增长 2.8%显示美国的国内需求仍强。

图表1：美国实体经济核心指标

分类	指标(月度)	2024-03	2024-02	2024-01
就业	失业率	3.80%	3.90%	3.70%
	新增非农就业(万人)	30.3	27.5	35.3
通胀	核心PCE(同比)	2.82%	2.84%	2.94%
	PCE(同比)	2.71%	2.50%	2.48%
	核心CPI(同比)	3.80%	3.80%	3.90%
	CPI(同比)	3.50%	3.20%	3.10%
生产	工业生产环比	0.39%	0.44%	-0.78%
	工业生产同比	0.00%	-0.30%	-0.72%
	ISM制造业PMI	47.8	49.1	47.1
	ISM非制造业PMI	52.6	53.4	50.5
分类	指标(季度)	2024-03	2023-12	2023-09
GDP	GDP同比	2.97%	3.13%	2.93%
	GDP环比折年率	1.60%	3.40%	4.90%
GDP 贡献率	贡献率:个人消费支出	1.68%	2.20%	2.11%
	贡献率:国内私人投资总额	0.56%	0.15%	1.74%
	贡献率:净出口	-0.86%	0.25%	0.03%
	贡献率:政府消费支出和投资总额	0.21%	0.79%	0.99%

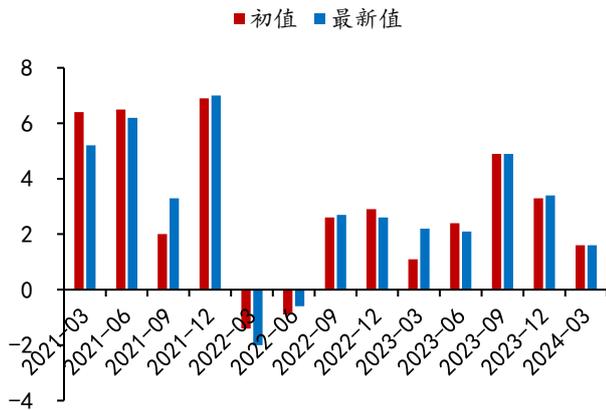
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.1.2 GDP 数据偏弱或因为残留季节性

另一方面 1 季度 GDP 增速偏弱可能也无需过度解读，1 个季度的数据可能不足以说明一个趋势，而且 1 季度的 GDP 数据中或存在残留的季节性¹。2023 年 1 季度 GDP 增速的初值也偏低只有 1.1%，但是最后被修正到 2.2%；2022 年 1 季度 GDP 增速初值为-1.4%，之后被修正为-2%，但是 2022 年整体的增速也还是达到了 1.9%。

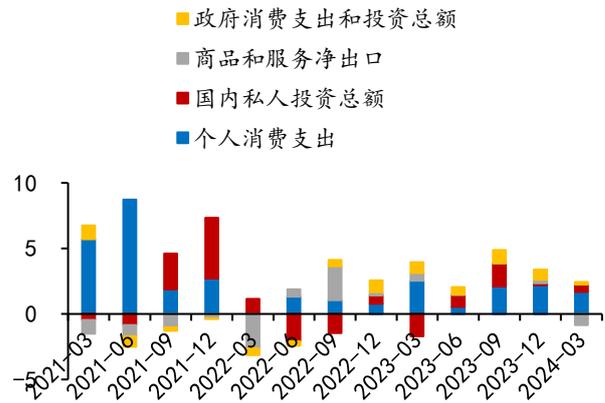
¹ <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2019/january/closer-look-residual-seasonality-gdp-growth#:~:text=Residual%20seasonality%20is%20based%20on,%2C%E2%80%9D%20Owyang%20and%20Shell%20wrote.>

图表2: 美国 GDP 增速初值和最新值(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

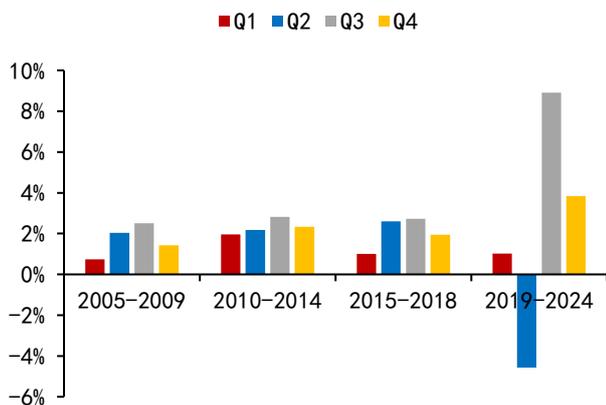
图表3: 美国 GDP 分项增速贡献(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

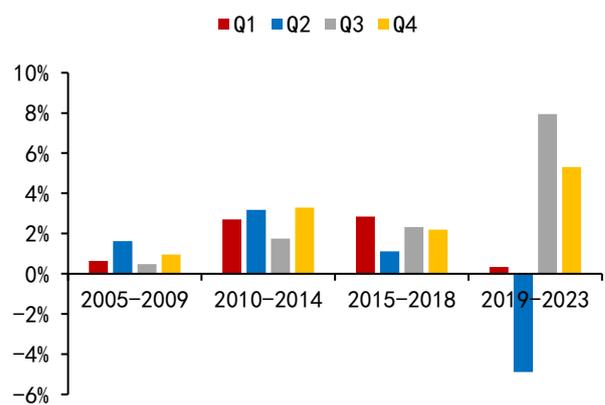
美国经济分析局 (BEA) 测试了 GDP 和国内总收入 (GDI) 的残留季节性, 发现虽然 GDP 确实表现出剩余季节性但 GDI 没有。从过去的的数据看, 1 季度的初值数据虽然是季调后的, 但仍然普遍低于其他几个季度。

图表4: 美国 GDP 的初值季节性(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

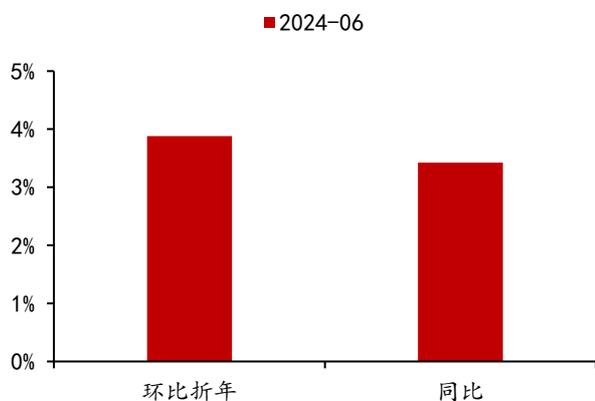
图表5: 美国 GDP 增速(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

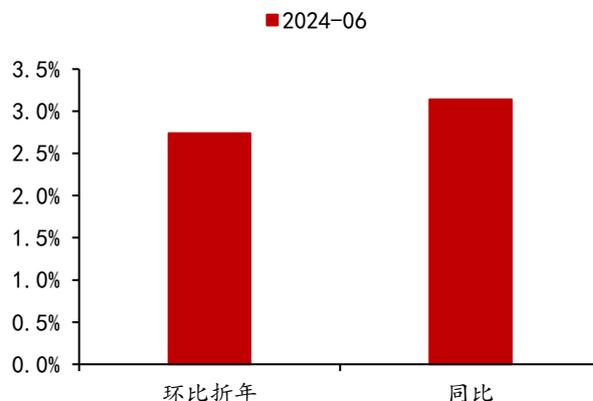
向前看, 美国经济可能并没有显著减速。目前 GDPnowcast 模型预期的 2 季度经济增速仍然较高, 或也侧面说明不宜过度担忧 1 季度偏弱的初值数据。亚特兰大联储的模型预测 2 季度环比折年增长 3.8%, 同比增长 3.4%; 纽约联储的模型预测 2 季度环比折年增长 2.7%, 同比增长 3.1%。

图表6: 亚特兰大联储 GDPnowcast (%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表7: 纽约联储 GDPnowcast (%)



资料来源: 美联储, 国联证券研究所

1.2 美国通胀韧性仍强

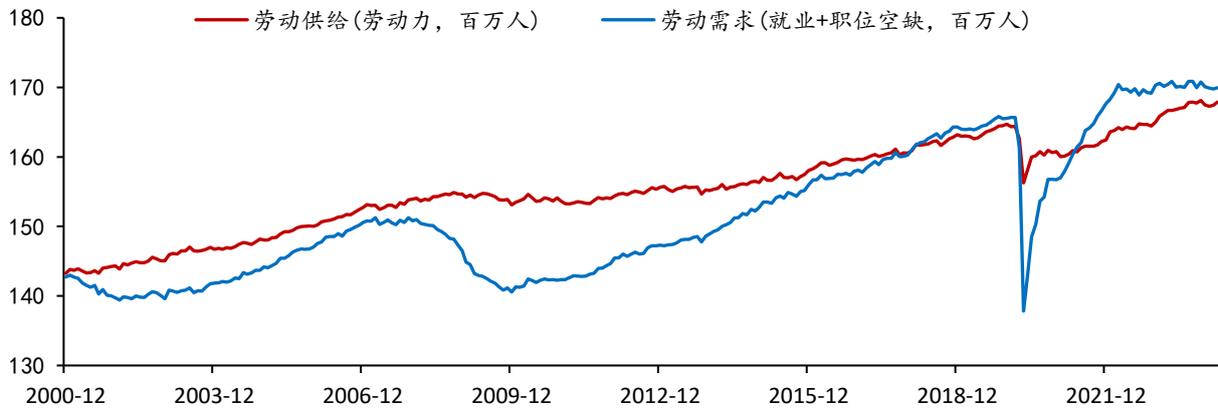
在美国经济增长动能仍强的背景下, 美国经济离“滞”有距离; 但是这也可能推动了通胀压力的反弹。

1.2.1 目前就业仍然偏强

考虑到不宜过度解读 GDP 低于预期且劳动力市场通常偏滞后一些, 就业市场的数据目前偏强, 整体仍处于需求略高于供给的状态。

- 失业率 3 月回落到 3.8%, 就业市场仍较强, 部分失业率回落来自于劳动参与率上升, 同时新增非农 30.3 万人, 高于多数分析师的预期。家庭调查的新增就业 3 月高于了雇主调查。新增非农最近的下修幅度也不大, 我们认为就业市场仍处于总体较热的状态。
- 时薪环比 3 月较上月略微上行, 但是同比回落到 4.1%, 这对于美联储的通胀担忧来讲是有利的。
- 职位空缺数回落到 850 万以下, 职位空缺失业比下降到 1.32, 工作岗位的需求仍然不算低。劳动力市场的供需总体来讲还处于需求略超过供给的状态。

图表8: 劳动力供给和劳动力需求 (百万人)



资料来源: Fred, 国联证券研究所整理

1.2.2 通胀压力有所反弹

同时, 通胀的压力仍大。美联储更加关心的 PCE 通胀在 3 月份的表现继续略超预期, 服务通胀支持 PCE 通胀回到 2.7%, 核心 PCE 通胀也基本持平。

图表9: 美国 PCE 通胀 (%)

同比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
核心PCE(预期2.6)	2.82%	2.84%	2.94%	2.94%	3.18%	3.38%
PCE(预期2.6)	2.71%	2.50%	2.48%	2.62%	2.70%	2.94%
商品	0.15%	-0.23%	-0.54%	0.16%	-0.10%	0.24%
耐用商品	-1.87%	-2.03%	-2.37%	-2.33%	-2.09%	-2.16%
非耐用商品	1.27%	0.77%	0.48%	1.56%	1.01%	1.59%
服务	4.00%	3.89%	4.01%	3.87%	4.14%	4.33%
环比	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
核心PCE(预期0.3)	0.32%	0.27%	0.50%	0.15%	0.09%	0.14%
PCE(预期0.3)	0.32%	0.34%	0.42%	0.13%	-0.01%	0.03%
商品	0.14%	0.49%	-0.17%	-0.23%	-0.55%	-0.28%
耐用商品	-0.25%	-0.47%	-0.46%	0.20%	0.18%	0.07%
非耐用商品	-0.29%	-0.60%	-0.11%	-0.37%	0.66%	0.19%
服务	0.19%	0.26%	0.30%	0.71%	0.26%	0.41%

资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

美联储 5 月会议的声明中也继续认为经济在稳健扩张 (solid pace), 但是通胀回落的进展有限, 增加了“最近几个月, 委员会在实现 2%通胀目标方面进展不足”。

图表10：美联储5月会议总结

	2024年5月会议	2024年3月会议
政策利率	5.25-5.5%	5.25-5.5%
投票情况	全票通过	全票通过
就业表述	较上次未变化	就业增长仍然强劲，失业率仍然很低
通胀表述	最近几个月，委员会在实现2%通胀目标方面进展不足。	通货膨胀在过去一年有所缓解，但仍较高。
美联储立场	委员会认为，在过去一年里，实现其就业和通胀目标的风险已朝着更好的平衡方向发展。	委员会认为，实现其就业和通胀目标的风险正在朝着更好的平衡方向发展。
缩表速度	6月将降速到，250亿美元国债，350亿美元MBS	600亿美元国债，350亿美元MBS

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2. 加息的刺激效应或推迟整体紧缩效果

我们认为美国经济增长动能和通胀压力偏强的一个重要原因在于，美国居民部门由于存在资产负债的期限错配，在短期内加息反而可能起到了刺激需求的作用。这使得美联储加息对总需求的抑制作用在早期阶段低于预期。

2008年金融危机之后美国经济经历的长时间的低利率时代，而且在很长一段时间内市场都预期低利率将持续，到2022年3月美联储加息为止，美国低利率的时代持续了十多年，这使得经济体中负债端的平均利率下降了很多，而且很多负债端锁定了较长时间的低利率。

所以在美联储结束宽松货币政策开始紧缩的时候，在一个短暂的时间窗口内加息或许是刺激性的，至少会让紧缩的效果较迟到来。基本的逻辑如下，负债端的支出由于是固定利率并没有发生变化，在再融资发生前，负债端的支出不变的，但是随着加息的发生，资产端却已经开始获得额外的利息收入，而这部分多出来的收入则可以用于消费。主流的货币市场基金的利率约5%，货币基金总共有接近6万亿美元，因此每个月可以产生244亿美元的利息，平均每个美国人是每个月73美金，大约是美国居民月均消费支出的1.5%。

同时，政府部门的支出仍有惯性等其他方面因素也导致美国经济可能短期仍有较好支撑。

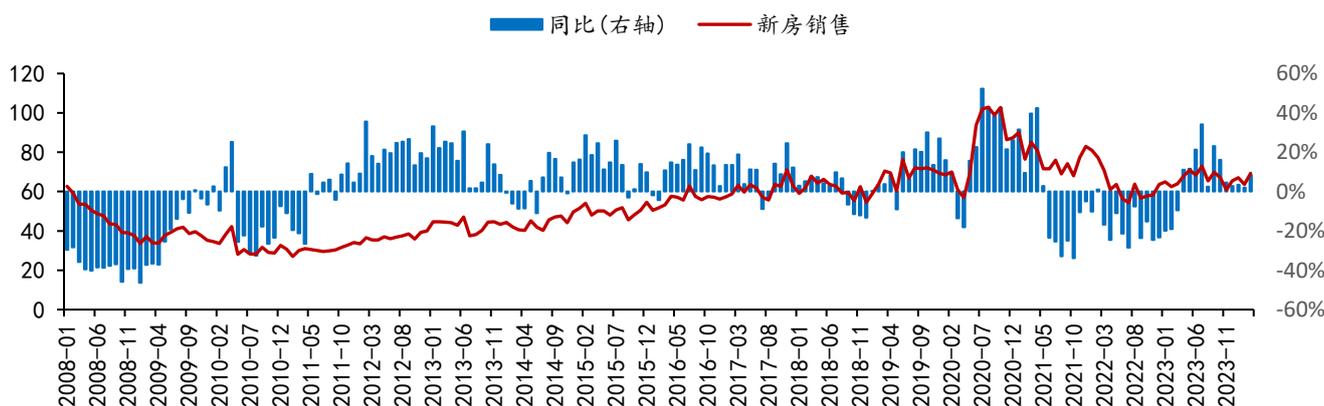
2.1 私人部门或短期受益于加息

居民在低利率时大量增持房产，锁定了较长时间低利率，同时在资产端获得加息的收益。企业在低利率时代也增加了负债。

2.1.1 负债端

货币政策紧缩对居民需求的影响体现为利率上升，居民借贷的需求就会下降。居民负债中最重要的就是房贷，占比约 7 成，其次是车贷和学生贷款，占比都是 9% 左右。总体而言，高利率已经显著抑制了房贷需求，新房销售从 2020 年低利率高峰期的每个月季调折年超过 100 万套回落到每个月 60 万套附近波动。

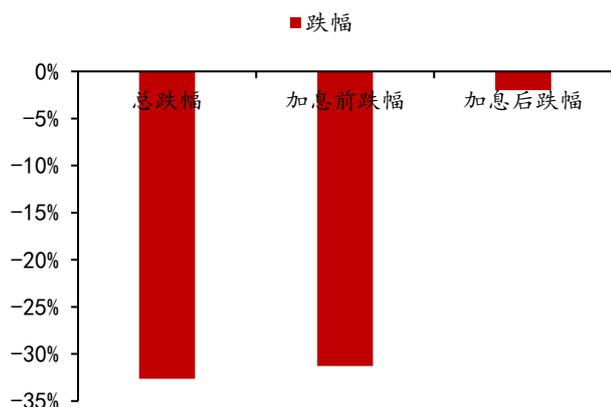
图表11：美国新房销售(万套)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

如果仔细观察新房销售的下跌并不是主要发生在美联储 2022 年 3 月加息之后，2024 年 3 月新房销售为 69.3 万，相对于 2020 年 8 月的峰值下降了 33%。但是这 33% 的跌幅中，2022 年 3 月相对于峰值就跌了 31%，而相对于 2022 年 3 月只又跌了 2%。

图表12: 新房销售跌幅分解(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 房贷利率(%)



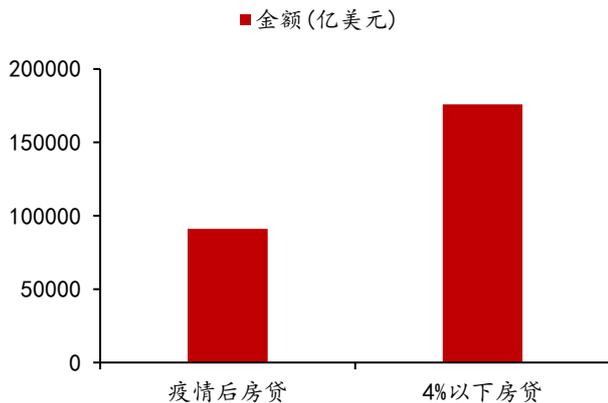
资料来源: Wind, 国联证券研究所

虽然利率上行对总需求有抑制作用,但是其传导速度可能慢于一般的估计。这是因为,联储的 0 利率政策提前释放了大量的房贷需求,而美国绝大多数的房贷是固定利率的²,这部分提前释放的需求并不会因为加息而受到影响。由于 2020 年疫情之后宽松的货币政策,房贷利率显著下行,最低的时候 30 年抵押贷款利率仅为 2.8%。2020 年疫情后到 2022 年加息前的低利率时代发放的房贷累计超过 9 万亿美元,其中如果把超过 2019 年之前 3 年的平均水平的房贷发放认为是提前释放的炒房需求,那么炒房需求的房贷接近 5 万亿美元。如果从 2008 年货币政策宽松之后开始计算,累计发放的低于 4% 利率的房贷约有 17.6 万亿美元。

房贷是居民负债的主要部分,由于锁定了较低的利息,这一部分负债的支出并不会迅速地随着利率的上行而上涨,这使得加息对于居民部门的紧缩效果或大打折扣。

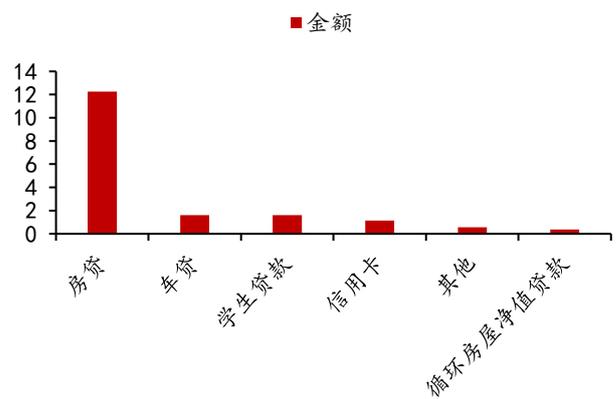
² <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2024/feb/which-households-prefer-arms-fixed-rate-mortgages#:~:text=About%2040%25%20of%20U.S.%20households,remaining%208%25%20have%20adjustable%20rates.>

图表14：低利率房贷(亿美元)



资料来源：美联储，国联证券研究所

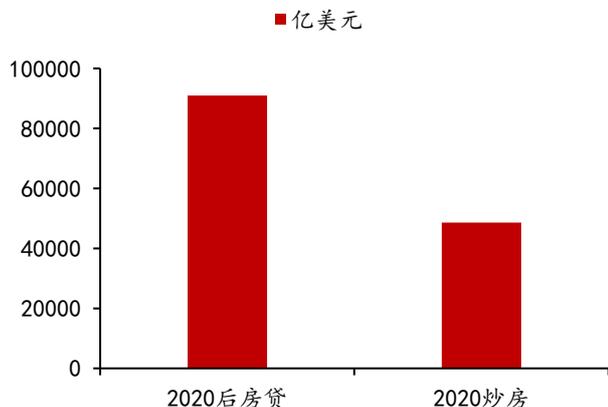
图表15：居民存量负债(万亿美元)



资料来源：美联储，国联证券研究所

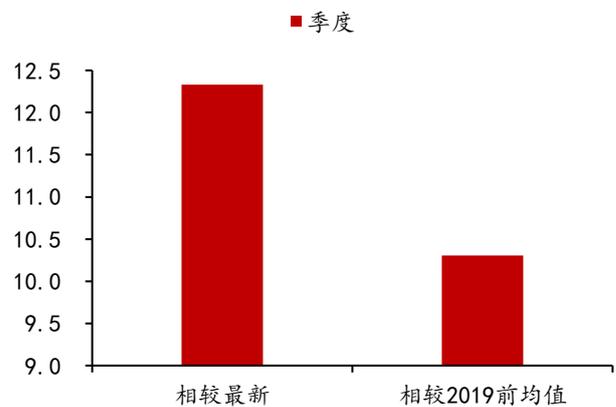
如果以 2023 年 4 季度最新的新发房贷金额作为衡量标准，那么 2020 年疫情后低利率释放的需求相当于 12 个季度的 2023 年 4 季度最新的新发房贷金额；如果以 2019 年之前 3 年的均值作为标准，则相当于 10 个季度的新发房贷。低利率时期锁定利率的房贷规模也因此特别大。

图表16：2020年后低利率房贷(亿美元)



资料来源：美联储，国联证券研究所

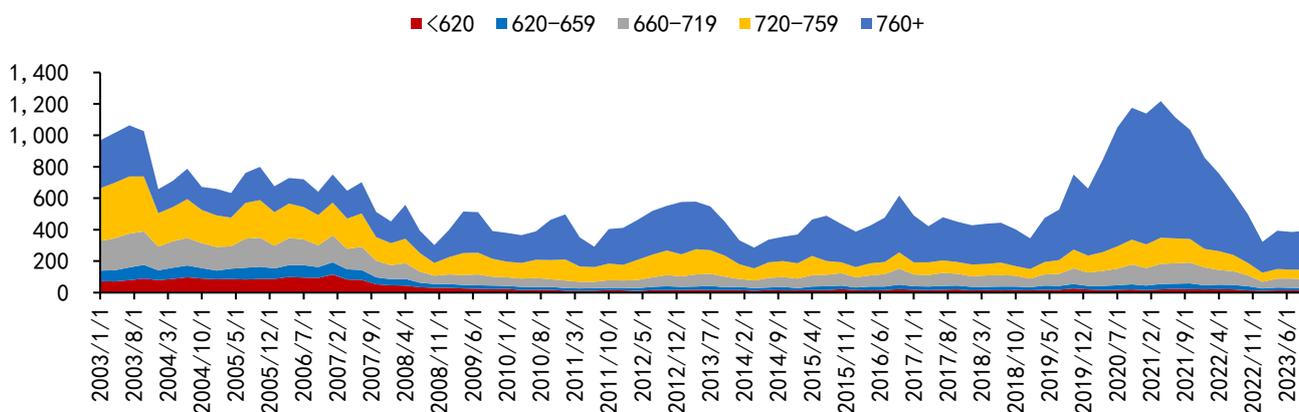
图表17：炒房需求的季度数(季度)



资料来源：美联储，国联证券研究所

另外一个 2021 年新发房贷增长和 2008 年金融危机之前的显著不同在于 2021 年新增房贷主要来自于高信用的群体。而在 2008 年金融危机之前，一大部分新增房贷来源于低信用群体，而低信用群体的违约潮最终导致了次贷危机。目前新增房贷中次贷的比例非常小。这也意味着即使利率上行影响到一些贷款人，对金融稳定的冲击比较小，不容易导致经济的下滑。

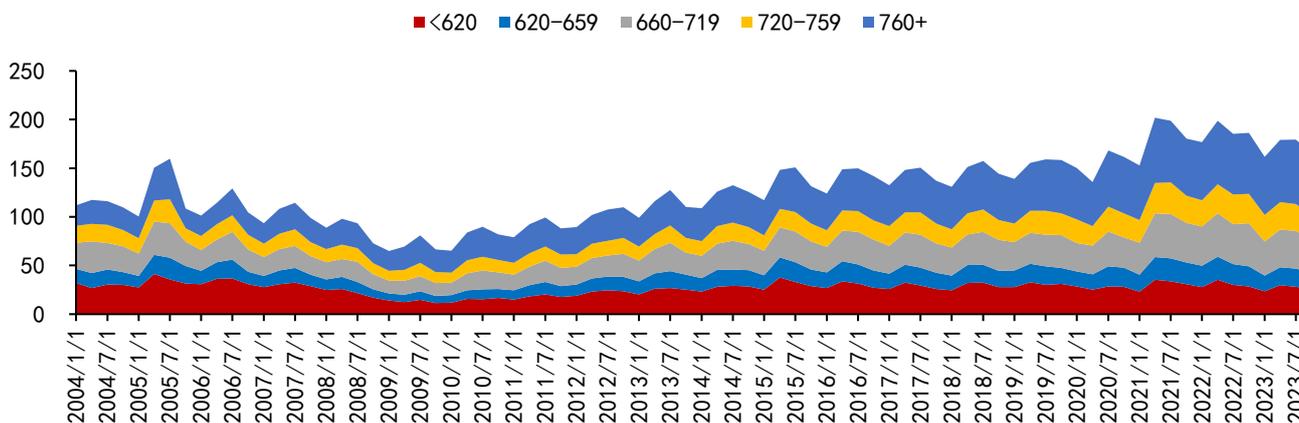
图表18：不同信用分数新发房贷金额(十亿美元)



资料来源：美联储，国联证券研究所整理

车贷是美国居民负债中第二大项，占比略高于 9%。疫情后的低利率时代车贷虽然也略有增长，但是相比于房贷来说，车贷的增长较小³。

图表19：美国不同信用分数的新发车贷(十亿美元)

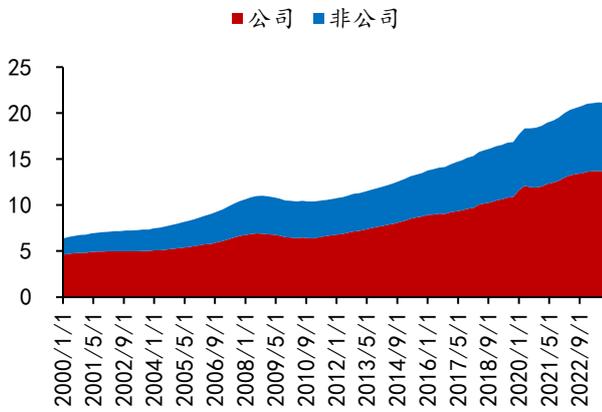


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

企业部门的负债在疫情后的低利率环境也曾出现较快增长，虽然幅度略小于房贷的增长。

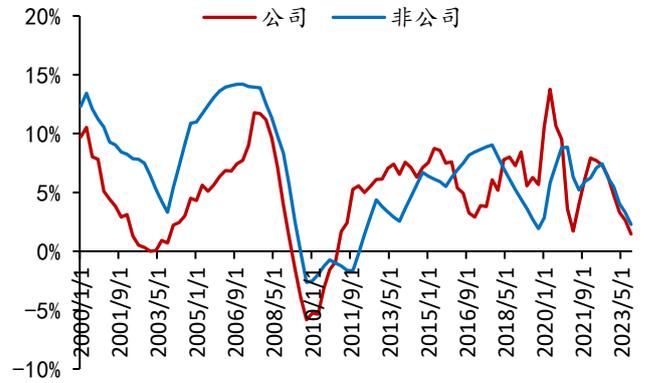
³ 学生贷款是居民部门排名第 3 的贷款，但是由于它并不完全受市场因素驱动，所以在此不做讨论。

图表20: 企业部门负债(万亿美元)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表21: 企业部门负债同比(%)

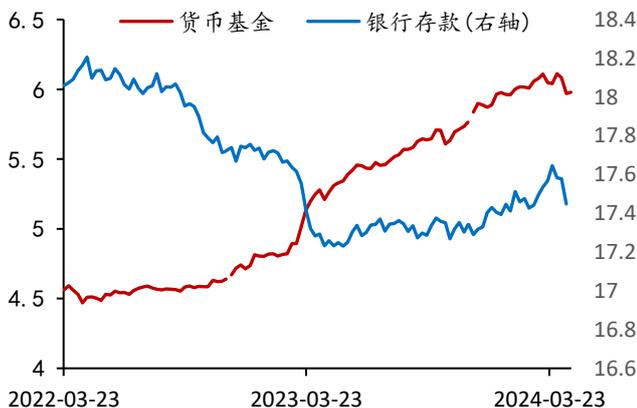


资料来源: FRED, 国联证券研究所

2.1.2 资产端

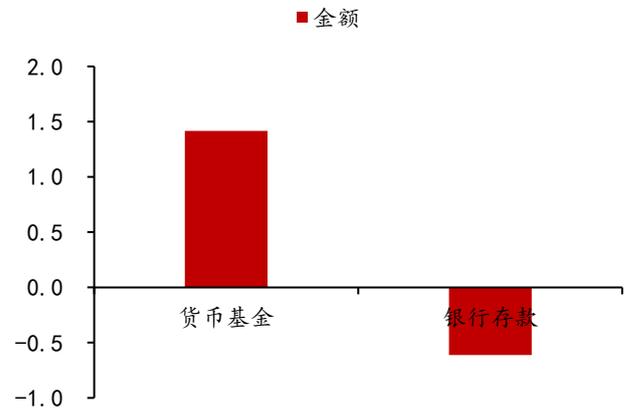
从2022年美联储加息开始,在资产侧发生的一个明显的变化是银行存款在减少,而货币基金在增加。美联储加息直接提高了联邦基金利率,然后直接提升了货币市场的利率,因而货币基金就能提供更高的收益,但是高利率并不会那么快以及不会完全传导到银行存款的利率。从2022年3月到2024年4月,累计货币基金增加了1.4万亿,而银行存款减少了6000亿。

图表22: 货币基金和银行存款(万亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 货币基金和银行存款(万亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

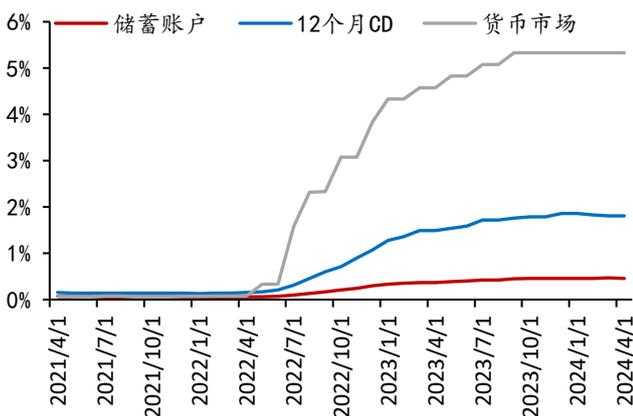
以当下主流的货币市场基金的利率来计算，一般 0 门槛的货币基金可以提供约 5% 的利率，货币基金总共有接近 6 万亿美元，因此每个月可以产生 244 亿美元的利息，平均每个美国人是每个月 73 美金，大约是美国居民月均消费支出的 1.5%。

在加息背景下，由于一些居民锁定了负债的利率而受益于资产收益率的上升，似乎银行作为对手方有很大损失。然而，我们的分析表明银行的实际损失是有限的。

一方面，在新的充裕准备金货币政策操作框架下，美联储让利率抬升的手段是通过提高准备金利率，在充裕准备环境下，实际上支付准备金利息的是美联储而不是银行。我们在深度报告《美国小银行的大风险》中详细地介绍了量化宽松之后美国货币政策框架的变化。从资产端来看，银行持有的长期国债等资产被支付高利息的准备金资产所替代，实际上改善了银行的盈利。即使贷款方面利率被锁定银行吃了一些亏，损失被准备金的高收益弥补了。

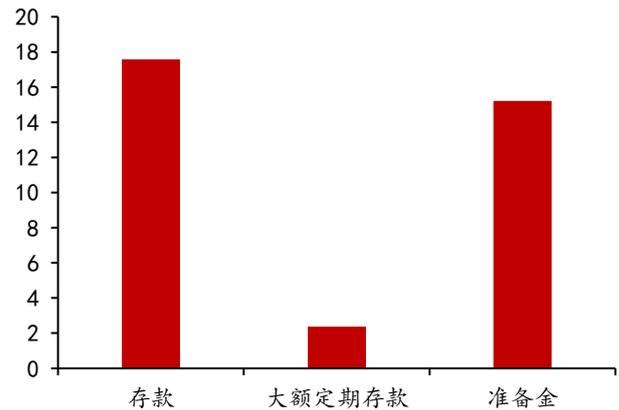
另一方面，银行存款是银行的负债，但是银行存款账户的利率上升得并不多，在准备金和存款总量接近的情况下，准备金的利息事实上还能给银行体系产生可观的收入。以美国银行为例，大银行的储蓄账户利率并没有随着美联储政策利率的上升而上升。这也限制了银行负债端的损失。

图表24：美国短期利率(%)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表25：所有商业银行存款(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

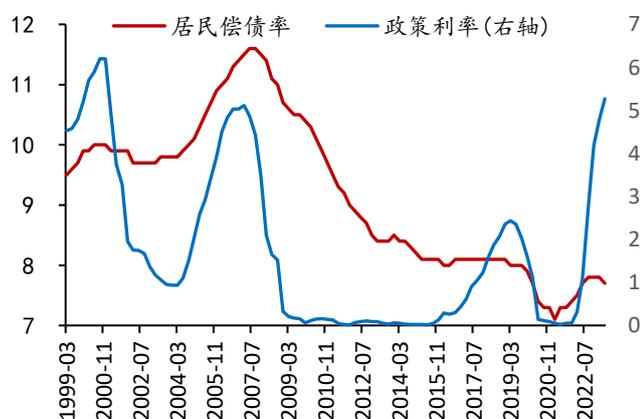
图表26：美国银行储蓄账户的利率(%)

储蓄账户类型	利率	年化利率	最低存款金额(美元)
Advantage Savings	0.01%	0.01%	100
Advantage Savings, Gold	0.02%	0.02%	100
Advantage Savings, Platinum	0.03%	0.03%	100
Advantage Savings, Platinum Honors	0.04%	0.04%	100
Advantage Savings, Diamond	0.04%	0.04%	100
Advantage Savings, Diamond Honors	0.04%	0.04%	100

资料来源：Bankrate，国联证券研究所整理

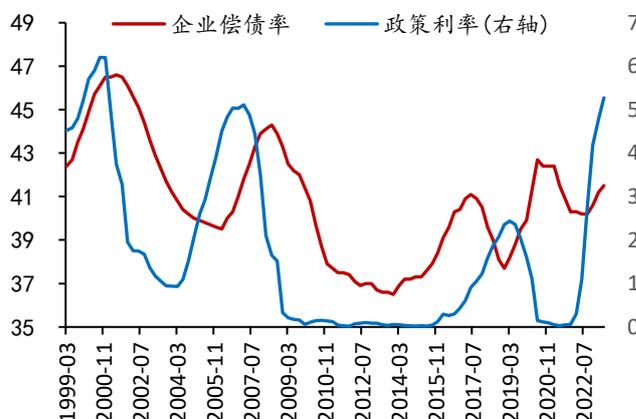
不过加息的限制性最终还是到来，负债的缓慢调整，和资产端更迅速的反应，这个资产负债表结构导致的短期加息刺激效应并不会持续太久。政策利率的峰值大概领先企业偿债率的峰值约6个季度，2004年和2015年开始的加息周期都是如此；政策利率的峰值和居民偿债率峰值几乎同步，2004年开始的加息周期居民偿债率领先1个季度，2015年开始的加息周期政策利率领先1个季度。当下周期偿债率的上升可能比以往慢一些，但终究会上涨，目前政策利率达到峰值刚过2个季度，企业偿债率开始出现连续3个季度的上涨，而居民偿债率2023年2季度开始回落。

图表27：居民部门偿债率和政策利率(%)



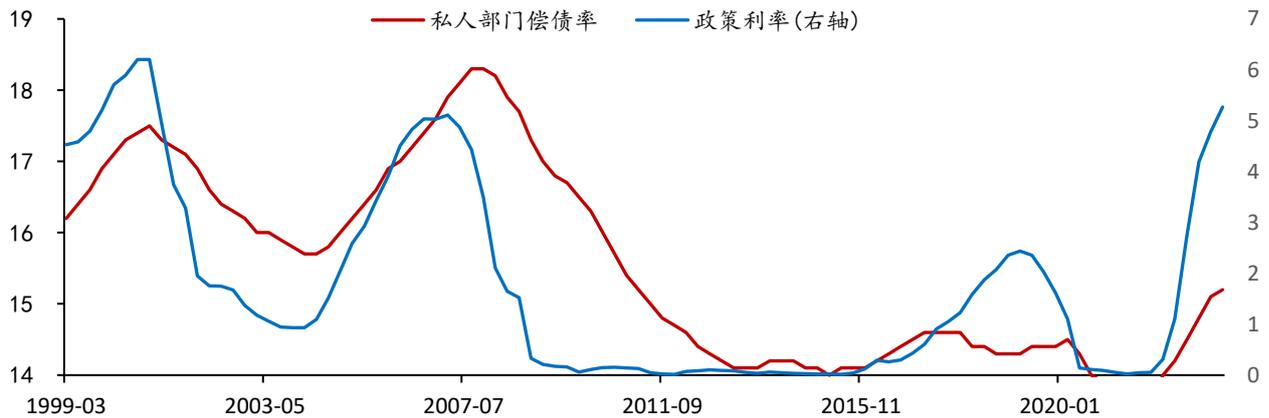
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表28：企业部门偿债率和政策利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：居民+企业部门偿债率和政策利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2 政府部门高支出或能延续

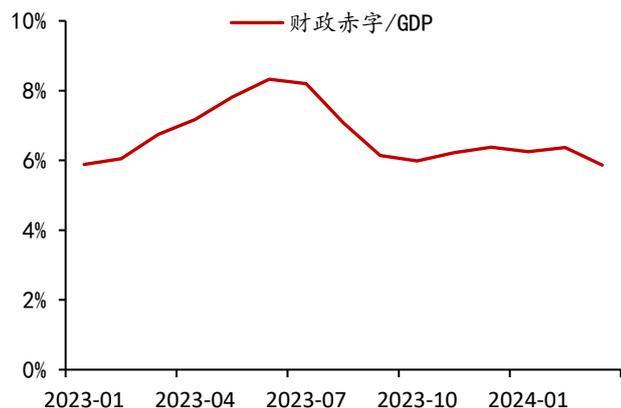
政府部门的支出逻辑和居民部门是不同的，政府部门并不存在加息会造成刺激效应的逻辑。政府的财政支出和收入主要取决于财政政策的取向。

2.2.1 政府支出仍高

美国的财政赤字目前仍然维持在较高水平,2024年3月的财政赤字仍然有5.86%。而且在可预见的未来,美国财政赤字并不会大幅下降,财政支出仍然将维持较高的水平。

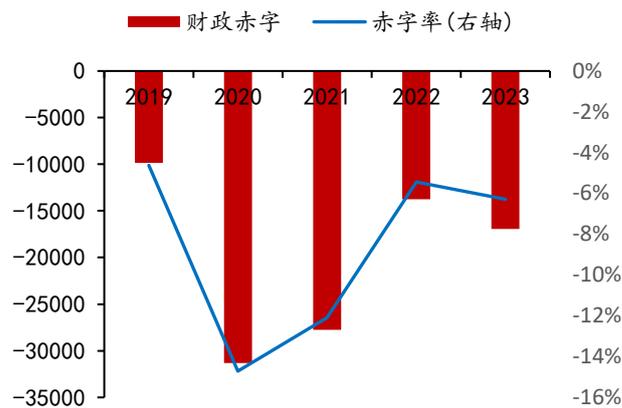
为了应对疫情的冲击,美国进行了强力的财政刺激。美国的财政支出在疫情后明显超出了疫情前的趋势水平。2020年为了应对疫情冲击,美国财政政策的支出力度非常大,共推出五轮财政刺激法案,总金额达3.8万亿美元,其中接近3成直接针对居民部门,即超过1万亿直升机撒钱。财政支出规模一个季度中一度达到了接近GDP的14%。财政赤字在2020年高达3.1万亿美元,较2019年增长超过2倍。随着疫情影响的减弱,财政赤字在2021和2022年明显回落,但是2022年的财政赤字也仍然达到了1.4万亿美元,相对于2019年的水平增长了接近40%。2023年财政赤字又再次增长,达到1.7万亿美元。

图表30：美国财政赤字(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表31：美国财政赤字(亿美元)



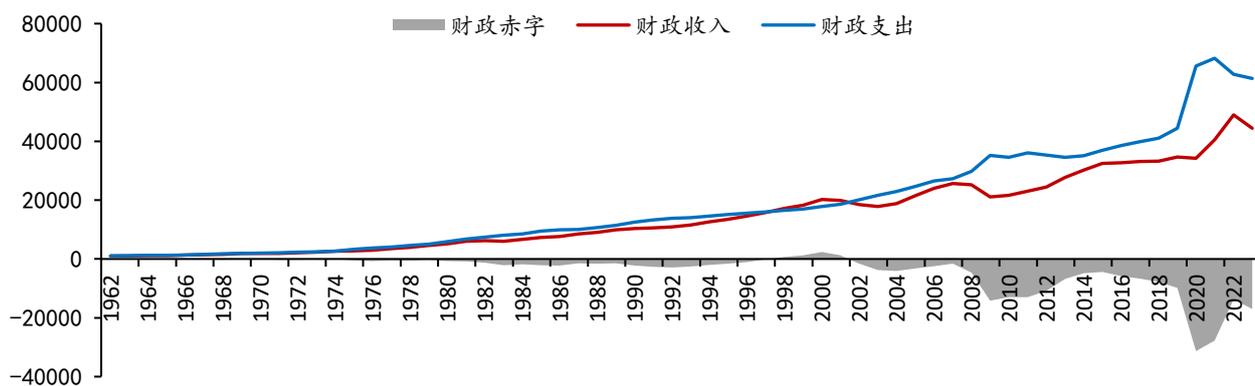
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2.2 财政紧缩可能性不高

惠誉在 2023 年 8 月下调了美国的主权评级，认为美国的财政支出未来仍将维持较高。惠誉预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。更大的赤字将由 2024 年 GDP 增长疲软、更高的利息负担以及 2024-2025 年 1.2% 的州和地方政府赤字（与 20 年历史平均水平一致）推动。预计到 2025 年，因为与疫情前相比，债务水平更高，利率持续更高，利息收入比将达到 10%（相比之下，惠誉评级“AA”的中位数为 2.8%，“AAA”中位数为 1%）。

惠誉认为，在过去 20 年中，美国包括财政和债务问题在内的治理标准一直在稳步恶化。一再出现的债务上限政治僵局和最后一刻的决议削弱了人们对财政管理的信心。此外，与大多数同样评级的其他国家不同，美国政府缺乏中期财政框架，预算编制过程复杂。这些因素，加上几次经济冲击、减税和新的支出举措，导致了过去十年中债务的连续增加。

图表32：美国财政收入和支出(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 风险提示

美联储超预期紧缩的风险，就业市场突然恶化的可能。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼