

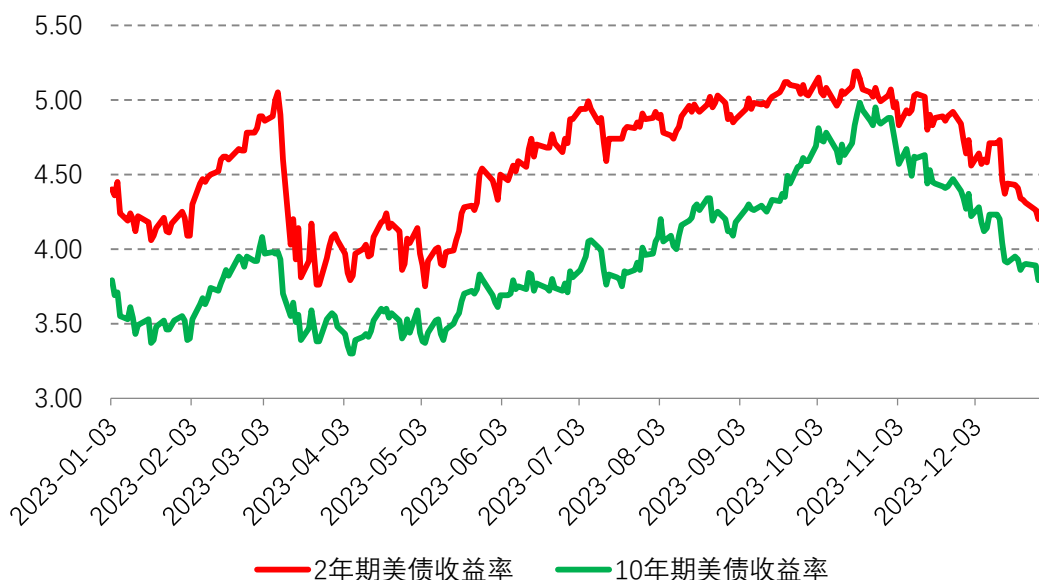
经济减速难以避免，美债收益率见顶

广州金控期货 程小勇

2023 年，美债价格出现剧烈波动，1 月至 3 月初下跌，3 月至 5 月再度上涨，5 月至 10 月中旬再度大幅下跌，10 月下旬至今出现明显的反弹。其中 5-10 月美债收益率持续攀升带来的美债价格大幅下跌并非是加息的原因，而是美债供需失衡背景下的期限溢价导致的。

展望 2024 年，美债价格有望进入牛市，因伴随美国财政扩张结束，高利率和高通胀带来的消费和地产大调整，美国经济减速不可避免，甚至不排除出现衰退的可能，美债收益率大概率触顶。从美债收益率回落进程来看，由于受全球产能重构带来资源配置和分工效率下降、居民杠杆率不高带来消费韧性等原因，通胀存在反复，美债价格涨势也存在不确定性，涨幅取决于美联储会启动降息。

图为 2 年期美债收益率和 10 年期美债收益率走势



美国经济减速不可避免

截止 2023 年三季度，美国经济依旧存在韧性。美国商务部公布的数据显示，美国 GDP 实际同比和环比分别为 2.93%和 4.9%，同比较一季度加快 0.5 个百分点，环比加快 2.8 个百分点。分项数据看，三季度消费对 GDP 环比拉动 2.11 个百分点，较二季度略有反弹；私人部门投资对 GDP 环比 1.74 个百分点，净出口对 GDP 环比拉动减弱，仅有 0.03 个百分点；政府部门投资和消费对 GDP 环比拉动仅有 1 个百分点。

为何在这一轮加息周期美国经济存在韧性呢？主要有三个方面的原因：一是疫情期间美国政府对居民部门大规模补贴，导致 2020 年二季度美国居民储蓄率一度攀升至 26.4%，超额储蓄支持 2022-2023 年加息周期美国居民消费保持韧性。二是与疫情前相比，美国私人部门并没有明显加杠杆，资产负债表相对健康。据国际清算银行发布的数

据显示，2020 年疫情爆发后，企业部门杠杆率从疫情前的 75.3% 最高升至 2021 年一季度的 83.7%，居民部门杠杆率从疫情前的 74.8% 小幅升至 2021 年一季度的 78.6%，而在 2021 年下半年至 2023 年杠杆率反而在下行；三是美国财政扩张替代私人部门扩张，通过财政释放流动性，带来投资和消费。回顾上个世纪 70 年代，美国同样在加息周期，当时美国财政并没有大规模扩张，但是当时私人部门杠杆率偏低，私人部门投资和消费具有内生动力。

2024 年，美国经济面临几大下行风险，历史上美联储加息基本上都会引发美国经济减速或衰退，衰退时间有可能是同步，也有可能是滞后。这一轮加息美国经济之所以存在韧性在于美国财政扩张。根据经合组织（OECD）的预测，2023 年美国经济增长率或为 2.4%，2024 年经济增长率或降至 1.5%。

首先，美国财政扩张结束，必然带来流动性变相收紧，公共部门投资的消费会出现萎缩。美国每四年举行一次总统选举，从历史经验来看，大选之年美国国会两党几乎都不会在财政方面达成一致的提议，2024 年美国财政赤字预计会大幅缩减。而财政赤字扩大的年份，美国经济大概率都是先减速后加速。例如 2015-2020 年，财政赤字先扩张然后美国 GDP 增速滞后一年回升。如果财政赤字缩进，那么美国经济大概率是减速的。例如 2010-2015 年。

其次，超额储蓄消耗殆尽拖累居民部门消费。三季度，美国居民部门储蓄率下降至 4.2%，上半年超过 4.5%。在 2020 年二季度，美国政府给居民部门进行财政补贴，储蓄率一度攀升至 26.4%。此外，美国居民可支配收入增速放缓，这意味着居民消费支出也将减速甚至负增长。2023 年 11 月，美国个人消费支出同比增速回落至 5.4%，与之对应的利息支出同比增长 42.66%。

再次，高利息支出影响企业部门投资和补库，住宅投资必然下行，地产面临大调整。占美国楼市 8 成以上成交的成房销售在高利率冲击下持续下跌，11 月末 30 年期固抵押贷款利率略微回落至 7.2%，但还处于历史高位；成房销售下降至 382 万套，同比下降 7.3%。

美联储加息周期大概率已经结束

根据泰勒法则和实证研究，美联储降息是否继续加息取决于通胀。截止 11 月，美国通胀已经较峰值明显下降，尽管还远于美联储的 2% 的均值，但是由于此前 40 年的低通胀环境已经发生改变，并不排除美联储上调通胀目标的可能。例如逆全球化带来的国际分工合作减少，安全问题促进各国产业重构，人口老龄化导致劳动力供给不足等。

美联储官员对 2024 年降息持开放态度。12 月 12 日美联储公布的点阵图显示，本次提供利率预测的 19 名联储官员中，共有 11 人、占比近 53% 的联储官员预计，明年至少降息三次，共五人、占比 26% 的官员预计至少降息四次。

从历史上美联储降息周期来看，不乏降息之后由于通胀再度攀升而再次加息的先例。例如 1971 年-1973 年、1976-1977 年、1980-1981 年、1998-1999 年等。因此，只要通胀得到控制，美联储大概率不会重启加息。

在美国通胀没有回落至 2%均值附近，失业率还处于低位的情况下，美联储有没有可能启动降息或结束缩表呢？这种情况是存在的。那就是美元流动性出现问题。目前美国失业率还处于低位，但是流动性问题可能已经出现隐患。一方面商业银行存在美联储逆回购账户的资金很难支持美国财政的扩张；另一方面，美国地产融资陷入了困境，这可能是未来美元流动性危机的一个前兆。投资银行 Robert a.Stanger&Co.数据显示，截至去年 11 月，非公开交易型 REITs 赎回规模达到 174 亿美元，远远超过了 2022 年全年的规模 120 亿美元，预计 2024 年初的资金流出规模将继续超过流入规模。商业地产违约损失可能产生广泛的影响，一部分债务通过商业抵押债券（CMBS）融资波及商业银行、保险公司、养老基金和个人投资者等。

综上所述，随着财政扩张的结束，超额储蓄消耗殆尽，高利率对美国经济的滞后冲击会出现，经济减速不可避免，甚至并不排除衰退的可能。由于通胀得到控制，且美元流动性风险增加，2024 年在通胀回落至 2%均值附近前美联储存在降息的可能性，美债收益率大概率触顶。投资者可以通过 FedWatch 工具观察降息的概率，运用芝商所旗下 10 年期美国国债期货合约（产品代码：ZN）捕捉美债价格上涨的投资机会。