

居安思危

2024年春季海外经济展望

证券分析师：王茂宇 A0230521120001 王胜 A0230511060001
2024.03.27

- **6) 货币政策：美联储缩表即将放缓，降息或年中落地。**随着居民消费走弱，美国经济和通胀持续超预期的可能性不高，那么年内降息75BP、年中左右开启降息的概率就仍较高。**7) 10Y美债利率：2024年仍有回落空间，年末可能反弹。**放缓的通胀和经济增速意味着美国10Y国债利率仍然有下行空间。从节奏上来看，今年二、三季度仍是回落可能性较大的时段，但这一趋势可能在四季度随着美国通胀进入新的瓶颈期而出现逆转。
- **欧元区经济：从底部缓慢复苏。1) 随着通胀回落，欧元区居民消费有希望回升，但可能受制于财政紧缩。**欧元区居民实际薪资增速可能随着通胀回落而提升，但欧盟财政紧缩对居民收入的拖累也可能制约需求恢复强度，再加上欧元区部分重工业产能损失，**预计欧央行或于年中左右开启降息。2) 预计2024年欧元区经济增速0.7%左右。**欧元区经济疲弱很大程度上是货币紧缩滞后效应影响，虽然这一因素在2024年仍然存在，但边际上已出现放缓，意味着欧元区经济今年趋势或是逐步向上。
- **日本经济：居民实际收入增速有望转正。1) 输入性通胀+劳动力人口下滑+岸田政府支持，居民涨薪进入正向循环。**2024年薪资涨幅大概率超过通胀，从而进入薪资-通胀良性螺旋。若这一趋势持续，则日央行将逐步进入加息周期，与美欧央行相反。**2) 日本政府大力推动制造业回流，非制造业出海，但产业竞争力尚未有改善。3) 预计日本2024年实际GDP增速1.0%左右。**综合来看，日本经济2024年主要恢复动能将来自于居民实际消费的恢复，但日本制造业恢复陷入停滞，或更凸显出口市场和产业竞争力的损失，经济整体趋势也不算特别强劲。
- **全球制造业格局重塑、更高的通胀和利率中枢。1) 制造业方面，**美欧今年虽然均将受益于由补库存驱动的新一轮制造业复苏，但从制造业格局上来说仍然是美强欧弱。**2) 通胀及利率方面，**3月美联储罕见调升长期利率水平至2.6%，显示在制造业竞争力改善、海外劳动力输入影响下，美国长期利率中枢提升，而美长期通胀中枢也或有所提升。**3) 美国制造业补库存：关注与建筑、电子产业链等与制造业回流政策相关的行业。**工业外需方面，除了汽车行业之外，目前美国耐用品订单中与制造业回流建厂相关的金属、电脑电子等行业改善也较为显著。**4) 欧洲补库存：关注库存水平低、订单需求强的行业。**服装、饮料、烟草等非耐用品库存普遍较低，说明补库存潜力较大，药品、纸制品、交运设备等工业需求较强，说明短期内进口需求较强。
- **风险提示：美国财政紧缩力度超预期、美联储降息推迟、全球地缘政治变化。**

居安思危——2024年春季海外经济展望

1. 美国财政：FY24或呈现小幅收紧
2. 美国经济：谨慎乐观
3. 欧元区经济：从底部缓慢复苏
4. 日本经济：居民实际收入增速有望转正
5. 海外制造业需求复苏，利好我国及出口型新兴国家

1. FY25预算预计减少赤字3.23万亿美元，其中更多是“旧瓶装新酒”

- 通过在财政支出端增大对居民日常费用、健康补助力度，但财政收入端对企业、富有个人加税，FY25财政预算预计在未来十年共减少赤字3.23万亿美元。
- FY25财政预算中大部分政策主张均沿袭自去年预算，在拜登预期的未来十年3.23万亿美元赤字缩减中，仅有2844亿美元来自于今年预算新提出的政策主张，占比仅9%（不含自主性支出）。

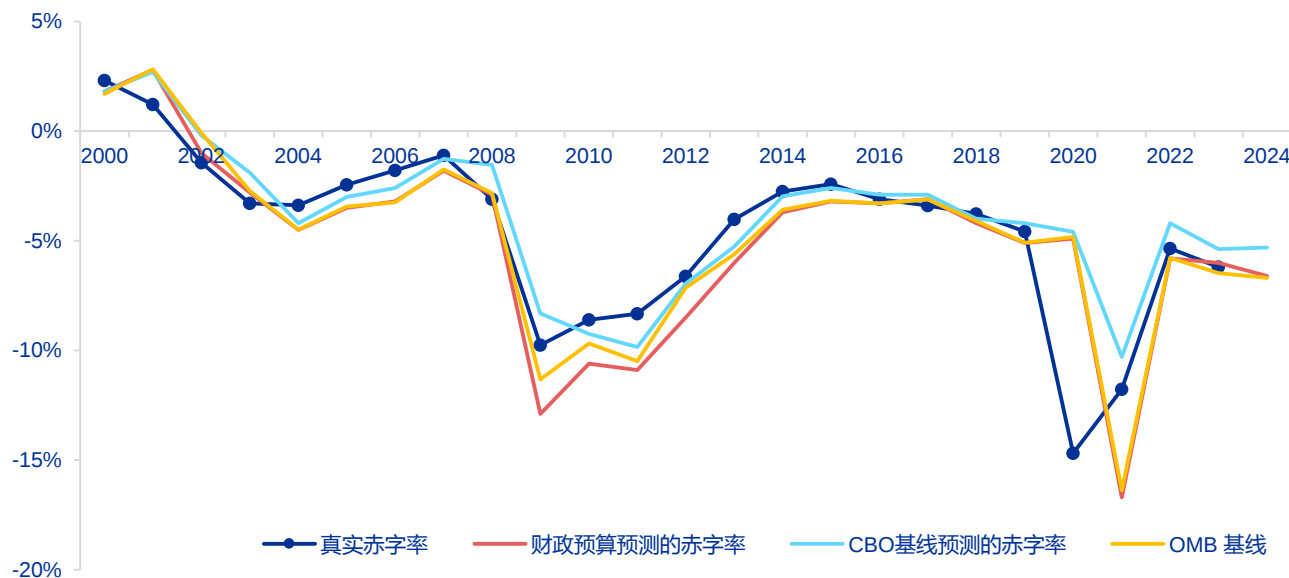
2025财年预算拜登主要提议

财政预算提议 (Proposal)	2025-2034 赤字影响	具体措施	2025-2034 具体措施赤字影响
降低美国居民日常费用	1338	增加儿童保育 (child care) 、早教 (pre-K) 资金支持及覆盖范围	600
		降低医疗保健费用 (扩大医疗补助覆盖面等)	470
		降低处方药费用	-205
		扩大中学后教育与培训覆盖面并降低费用	290
		降低房主及租房者的住房费用 (强化低收入人群住房税收优惠等)	183
改善医疗	881	提供全国性、全面性带薪家庭假和病假	325
		改善家庭护理 (改善社区服务等)	154
		强化公共卫生 (保障印第安人健康服务局资金等)	402
减税、税收优惠	473	恢复并扩大工作收入税收抵免 (Earned Income Tax Credit , EITC)	163
		扩大儿童税收抵免 (Child Tax Credit , CTC)	310
对富人加税	-1407	征收财富超过百万美元美国居民25%的最低税率	-503
		提高高收入者加边际个人所得税率 (37%-39.6%)	-246
		改革资本性收入的税收政策	-289
		填补遗产税和赠与税的漏洞	-97
		扩大对超额雇员报酬税收扣除的限制	-272
对企业加税	-2960	将公司所得税率从21%提升至28%	-1350
		将公司最低替代税提升至21%	-137
		修订全球税收体制 (将美国跨国企业海外收入税率从10.5%提升至21%等)	-374
		采纳低税支付规则 (undertaxed profits rule)	-136
		上调股票回购消费税率	-166
		上调净投资收入税率及医保税率	-797
其他投资及改革 (增加对国税局投资等)			-1165
利息压力改善			-388
2025-2034赤字影响总计：-3.23万亿美元			

1. 美国FY24财政收支结构更值得关注

- 对于FY24，CBO预测赤字率为5.3%，FY25预算中预计为6.6%，两者分别低于、高于FY23 6.3%的赤字率。
- 财政收入端，从近期数据来看，FY24财政个税收入大概率是较上财年改善的，这一点CBO和财政预算差异并不大；
- 财政支出端，CBO预测支出力度较上年收缩（占GDP比重），而财政预算预测将继续扩张，需持续观察财政预算是否有所高估。

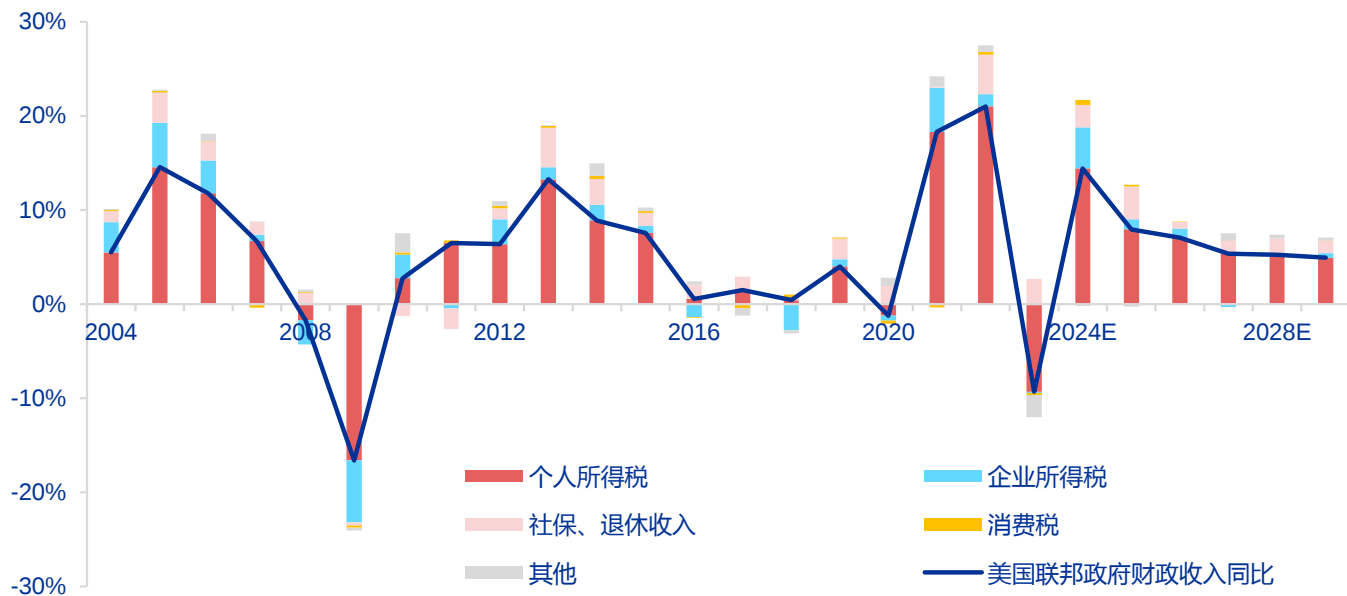
新冠疫情以来，美国财政赤字率往往在财政预算和CBO预测之间



1. 短期隐忧：24年美财政个税收入反弹，或拖累居民消费

- 驱动美国联邦个税收入增长的主要是三大因素，一是资本利得，二是薪资，三是暂时性、技术性因素影响。1) 资本利得税因素由美国股市及通胀决定，故波动较大。2) 薪资因素可以拆分为四个部分：实际薪资、通胀、税档调整，以及前三项对收入在不同税档中的间接分配影响，如通胀不仅通过提升名义薪资增速来影响个税收入，通胀还会被动使得居民收入向更高税档水平靠近，因此才有了美国IRS每年根据通胀调整个税税档这一机制。3) 此外，联邦个人所得税还会受到一些技术性、暂时性因素影响，如自然灾害所导致的报税截止推迟等。

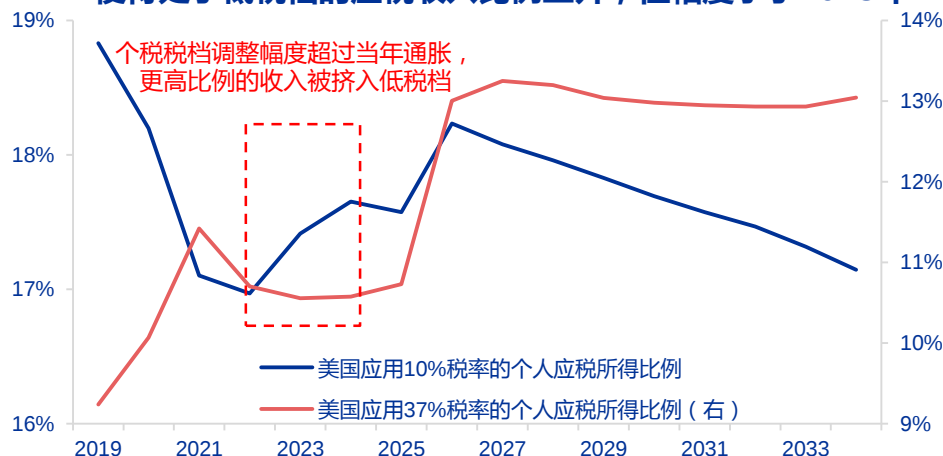
美国FY23财政收入下滑主要拖累来源为个人所得税



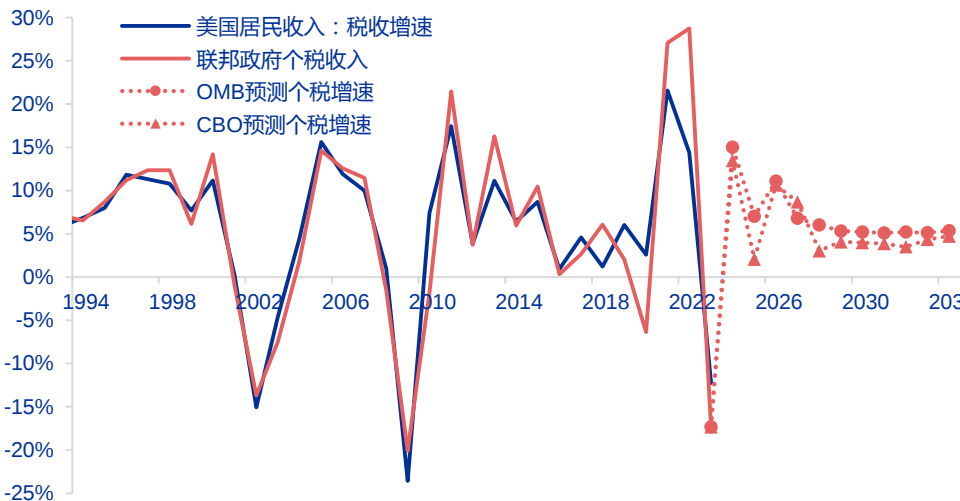
1. 短期隐忧：24年美财政个税收入反弹，或拖累居民消费

- **FY24美国财政个税收入可能大幅回升，主要由于以下几点原因。**最新财政预算预测FY24美国联邦个税收入将较上年回升15%，占GDP比重提升0.8个百分点至8.9%。
- **1) 暂时性因素消失。**由于自然灾害等原因，IRS推迟部分居民报税截止日期至FY24，导致FY23财政个税收入偏低。
- **2) 个税税档调整幅度下降。**个税税档调整幅度超出当年通胀的水平有所下降。

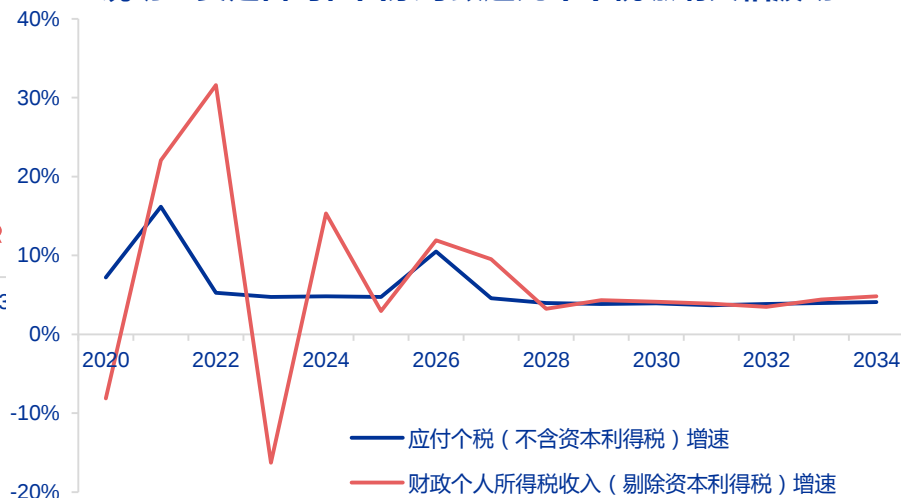
2024年个税税档调整高于通胀，
使得处于低税档的应税收入比例上升，但幅度小于2023年



CBO、FY25财政预算均预测财政个税收入会在FY24大幅反弹



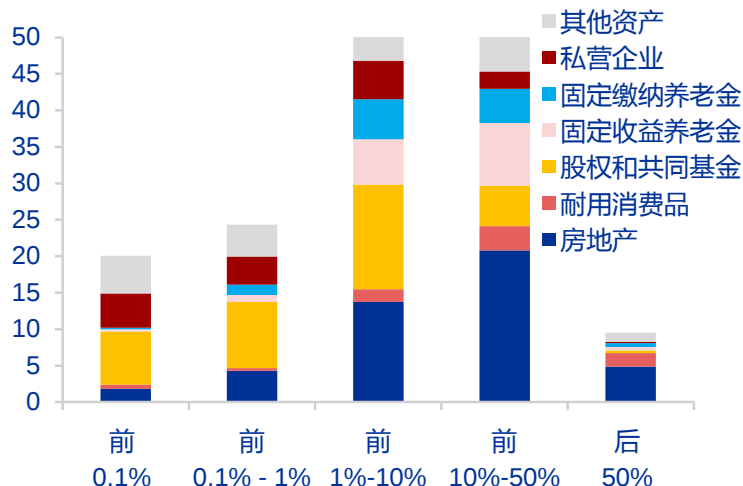
财政个人所得税收入增速波动远大于应付个税增速，
说明主要是暂时性因素导致近几年个税缴纳大幅波动



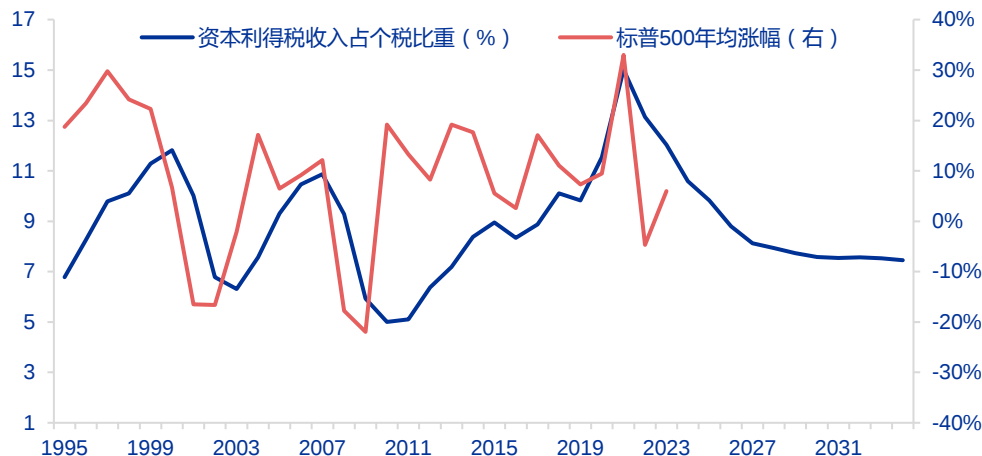
1. 短期隐忧：24年美财政个税收入反弹，或拖累居民消费

- **3) CBO对FY24资本利得税收入的回升可能有所低估，但其对消费影响不大。** 2023年美国股市表现明显强于2022年，但CBO却预测FY24资本利得税收入规模略低于FY23，可能有所低估。但是，我们认为这对消费影响并不大，主要由于美国股市个人投资者主要由年龄较大、较为富有的人群组成，更大规模的资本利得税缴纳类似于“富人税”，对居民消费影响可能不大。

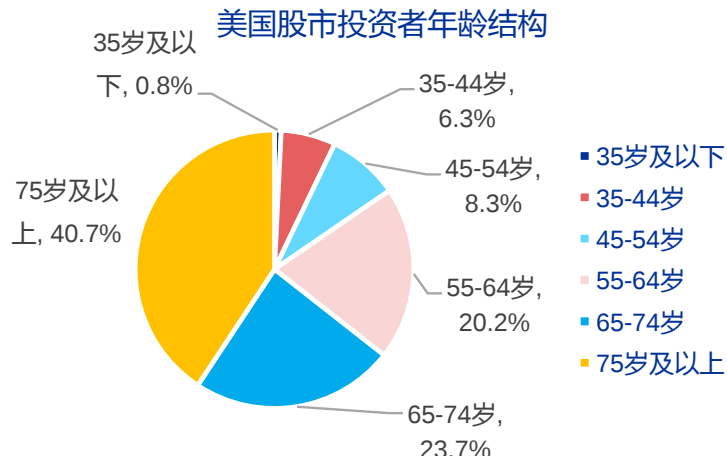
美国富人持有股票更多（万亿美元，23Q3）



2023年美国股市表现不俗，但CBO预测FY24资本利得税收入下滑



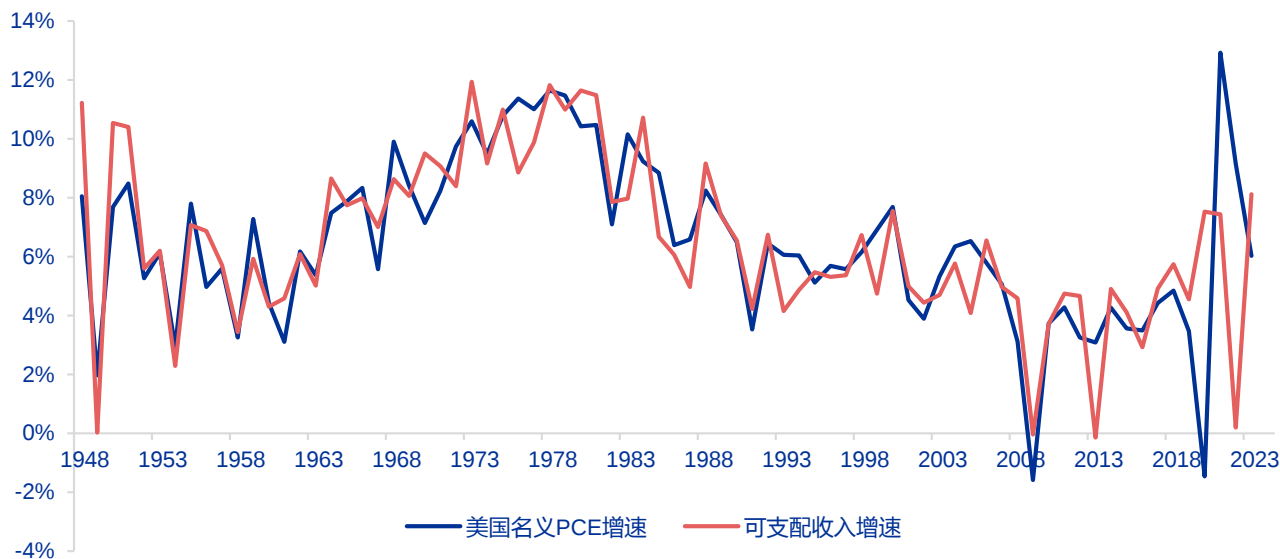
美国股票个人投资者年龄偏大



1. 短期隐忧：24年美财政个税收入反弹，或拖累居民消费

- **FY24财政个税收入上升15%可能减少2024年1.7个百分点的居民可支配收入增速，对美国实际GDP影响从去年1.8个百分点的拉动转变为1.2个百分点的拖累，变化达到3个百分点。** 逻辑及假设：根据FY25财政预算中对FY24个税收入15%的增速预测，我们假设居民收入中税收缴纳增速为15%（增速一致），进而我们可计算出15%税收增速对于美国居民可支配收入增速拖累为1.7个百分点（税收为可支配收入的倒减项）。最后，由于居民消费增速基本和收入增速一致，以及消费大约占美国GDP的70%，可计算出FY24财政个税15%的增速约等于对美国经济增长1.2个百分点的拖累（剔除通胀）。

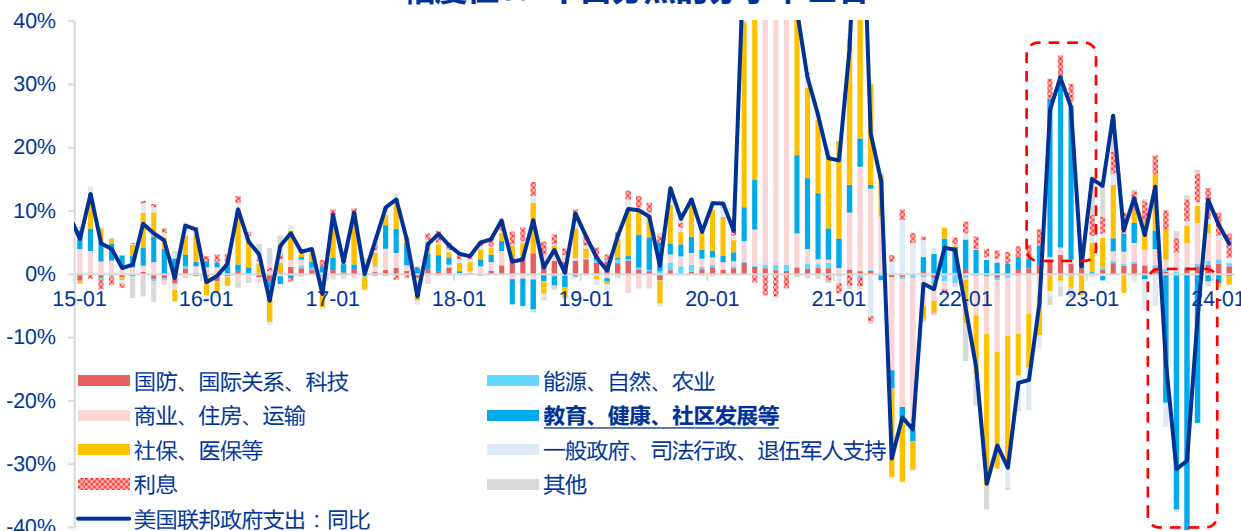
居民可支配收入和居民消费支出增速长期趋势一致



1. 财政预算预测FY24更大规模的强制性支出投向教育相关领域

- **FY25财政预算在FY24支出端的预测远高于CBO**，财政预算预计FY24强制性支出占GDP比重将提升0.8个百分点至14.7%，自主性支出占GDP比重将提升0.3个百分点至6.7%，而CBO预测强制性、自主性支出占GDP比重分别下滑0.3、0.2个百分点至13.6%、6.2%。
- **一方面财政预算支出预测有可能过高，需持续观察。另一方面相对于CBO来看，财政预算对于FY24更高的强制性支出预测主要集中在教育相关领域，对于经济的影响可能也没有个税来的直接。**

教育支出（学生贷款）导致FY22赤字被高估，FY23赤字被低估，
幅度在0.1个百分点的赤字率左右

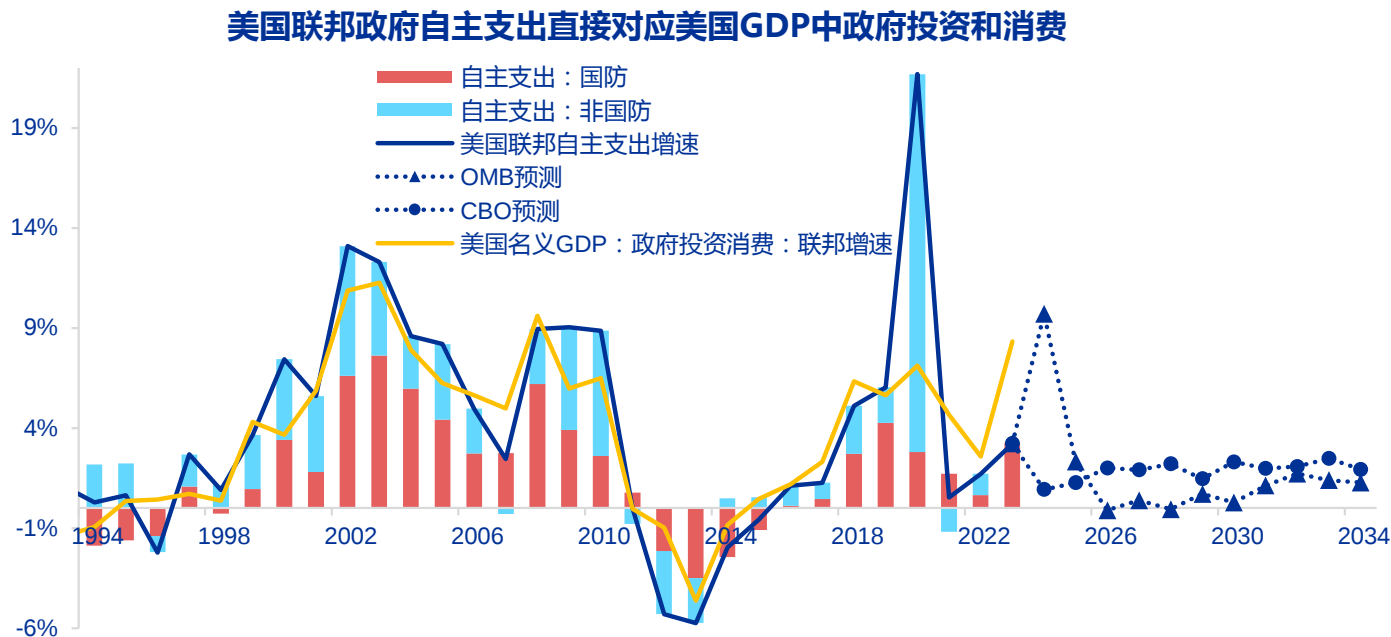


美联储调查：如果学生贷款被免除，
最可能对这部分多余资金的用途（%）

特征	还债	购房	其他	消费
年龄				
18-29	49	19	28	4
30-44	56	12	25	7
45-59	67	4	22	8
60+	56	4	29	11
种族				
白人	56	10	27	8
黑人	62	11	21	6
西班牙裔	54	12	27	6
亚裔	51	11	29	9
总体	57	10	26	7

1. 综合财政预算、CBO预测，自主性支出在FY24对于经济影响或较小

- 美国财政支出中的自主支出部分对应美国政府投资消费GDP的联邦政府部分，综合财政预算、CBO预测，自主性支出在FY24对于经济影响或较小。



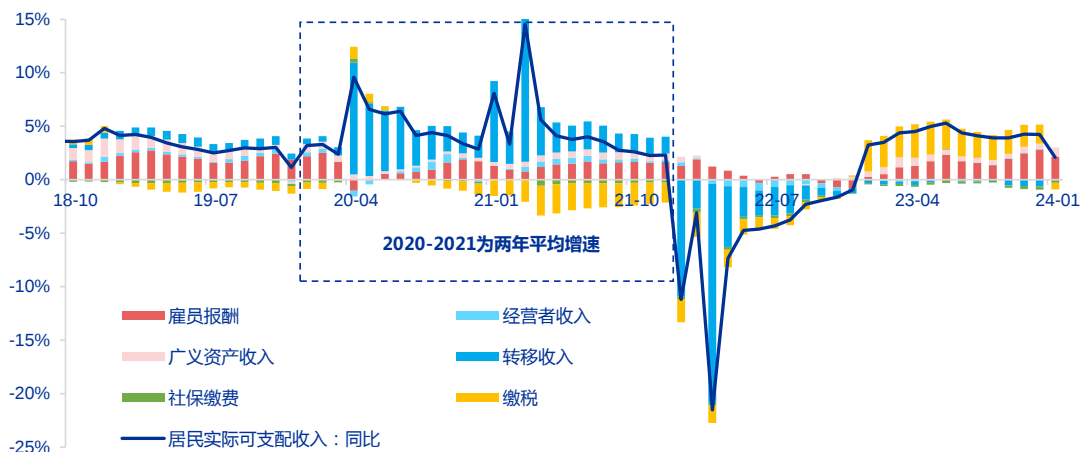
居安思危——2024年春季海外经济展望

1. 美国财政：FY24或呈现小幅收紧
2. 美国经济：谨慎乐观
3. 欧元区经济：从底部缓慢复苏
4. 日本经济：居民实际收入增速有望转正
5. 海外制造业需求复苏，利好我国及出口型新兴国家

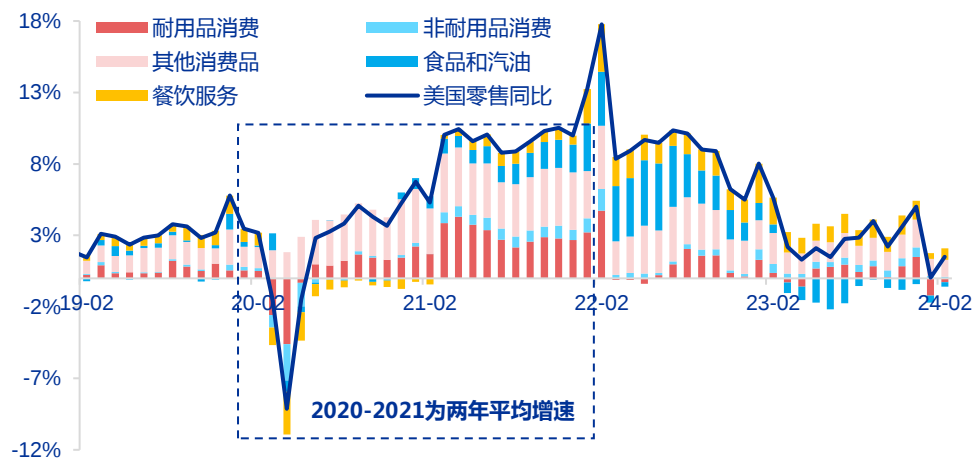
2. 居民消费：收入——消费循环趋势性降温

- **2024年个税缴纳会对美国居民可支配收入形成一定拖累，再叠加薪资增速放缓，2024年美国收入——消费循环大概率走弱。**
美国CBO、FY25财政预算均预测美国财政个税收入较上财年大幅上升，主要反映暂时性报税递延结束等因素
- **但是，劳动力市场仍较紧、今年个税税档调整幅度仍高于今年通胀水平等因素可能意味着美国居民消费热度更多呈现有序回落。**

美国居民2024年居民收入增速回落



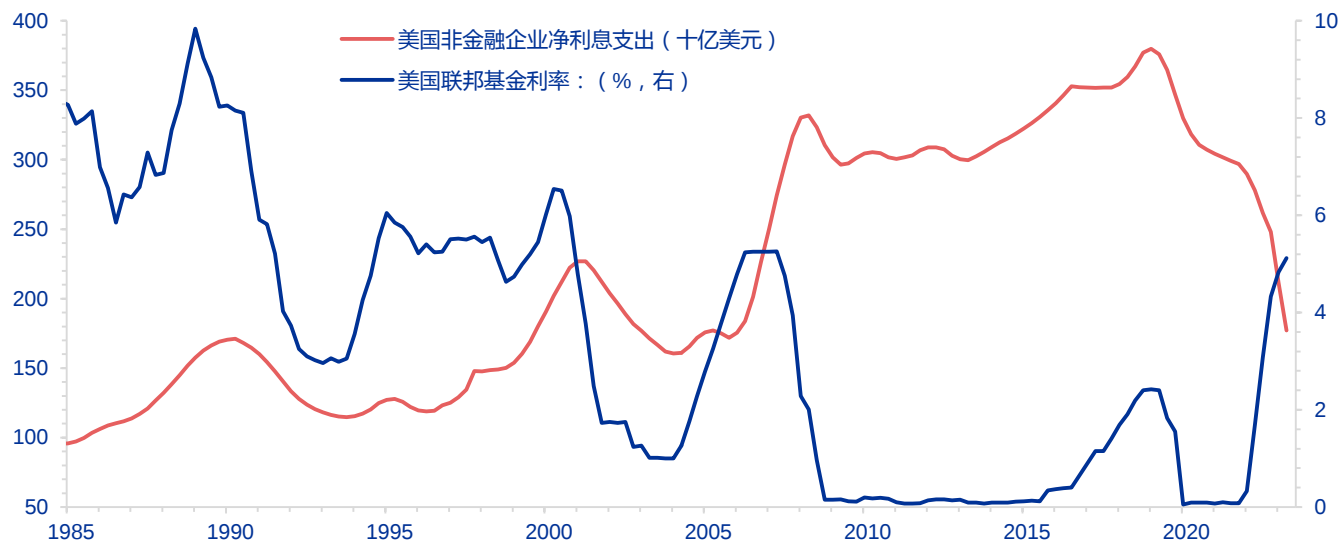
居民收入减弱导致美国居民消费弱于市场预期



2. 企业部门：24年再融资压力或仍然可控

- **企业端，我们仍然发现美联储加息对其影响微乎其微。**低利率时期大量企业债融资+期限利差倒挂导致美国企业净利息支出仍在下行，美联储紧缩传导“滞后”。

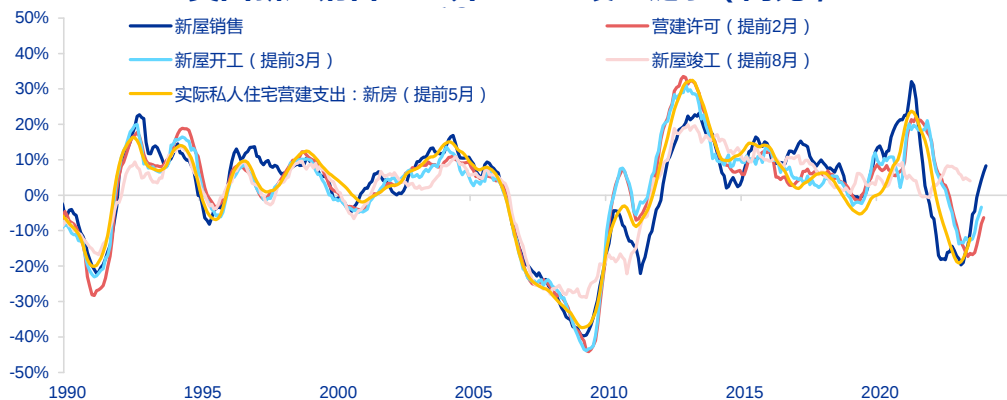
美国企业利息压力尚未反映美联储加息影响



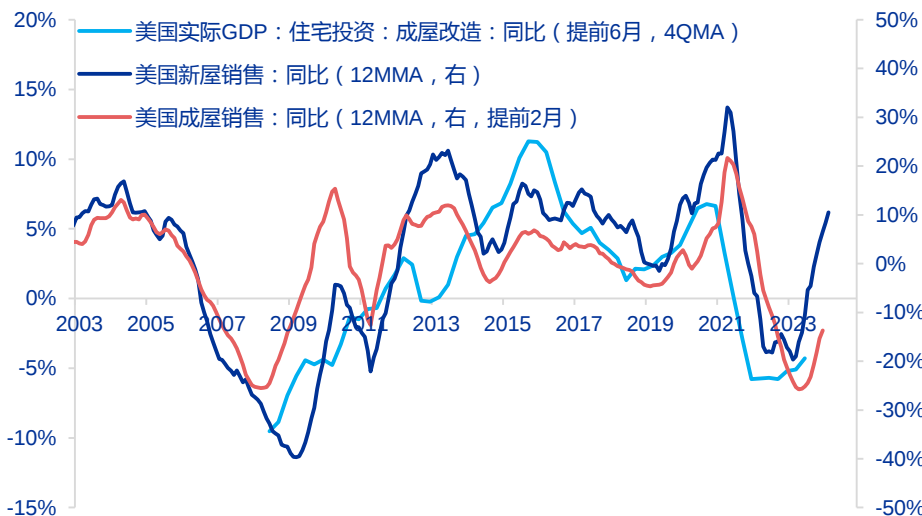
2. 房地产：即便10Y美债利率有所反复，地产销售仍可持续改善

- 即便10Y美债利率近期持续在4%以上的水平波动，但这不会阻碍美国地产销售增速今年持续上行，从而美国地产投资今年对于美国经济的拉动也将强于2023年。

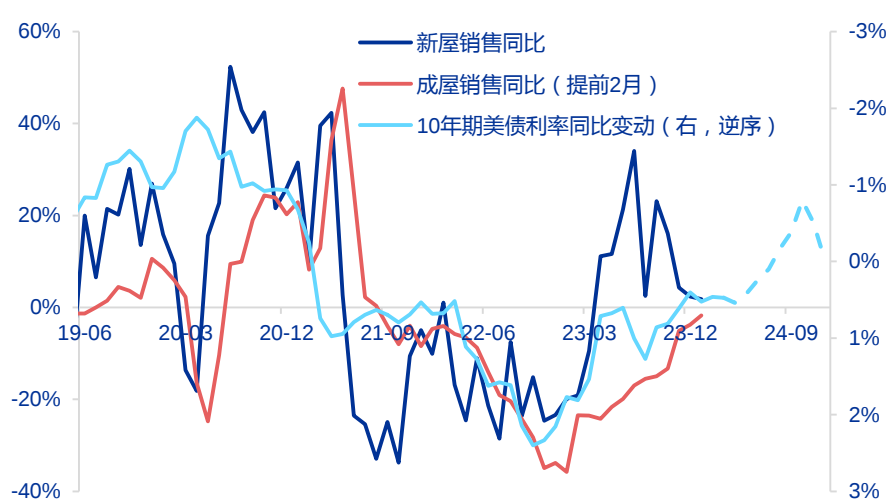
美国新屋销售——开工——竣工链条（同比，



美国成屋投资在改善区间之中



假设10Y美债利率年内维持在4%，
美国地产销售增速仍可持续上升



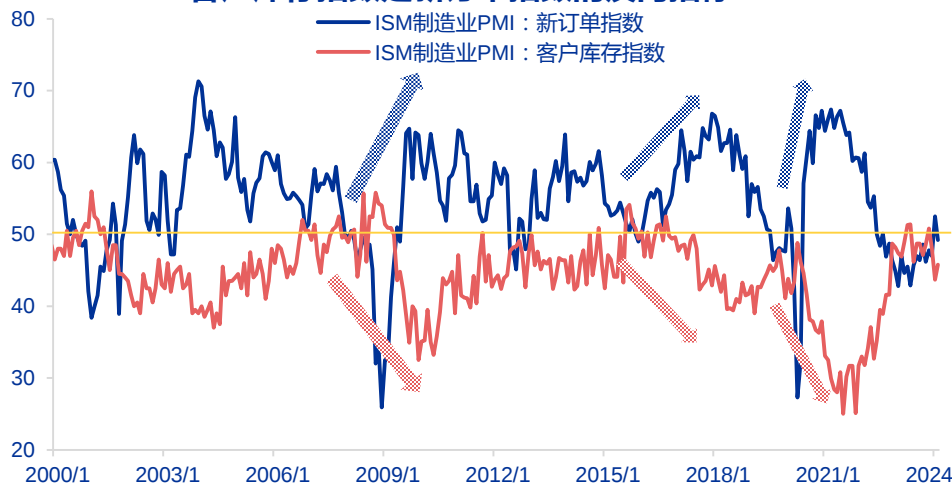
2. 制造业：2024可能是复苏之年

- 2024年美国ISM制造业PMI可能不断回升。
- 1) 新订单-自有库存领先整体PMI指数约3-6个月。
- 2) 美联储转鸽后金融条件的放松有利于PMI改善。
- 3) 客户库存指数回落，有利于新订单改善。

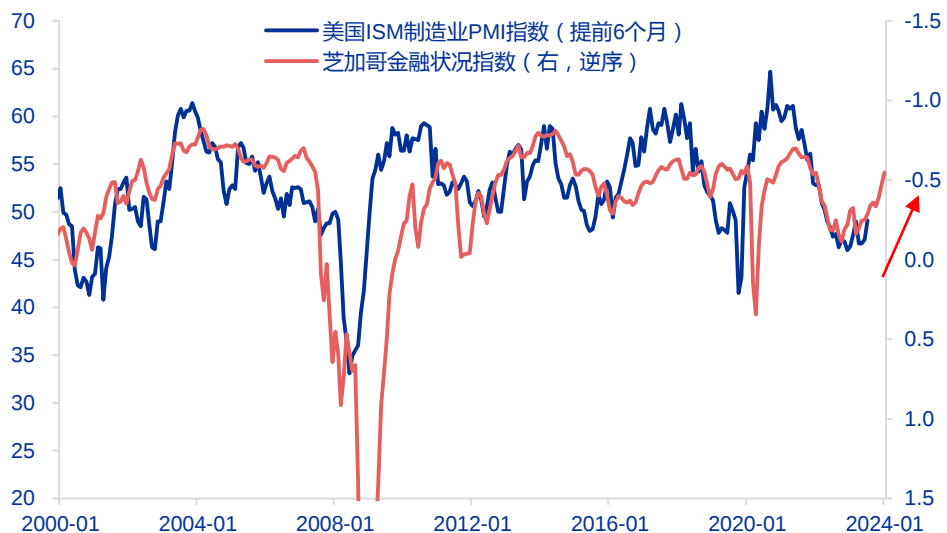
(新订单-自有库存) 缺口领先美国ISM制造业PMI指数约3-6个月
(6MMA)



客户库存指数是新订单指数的反向指标



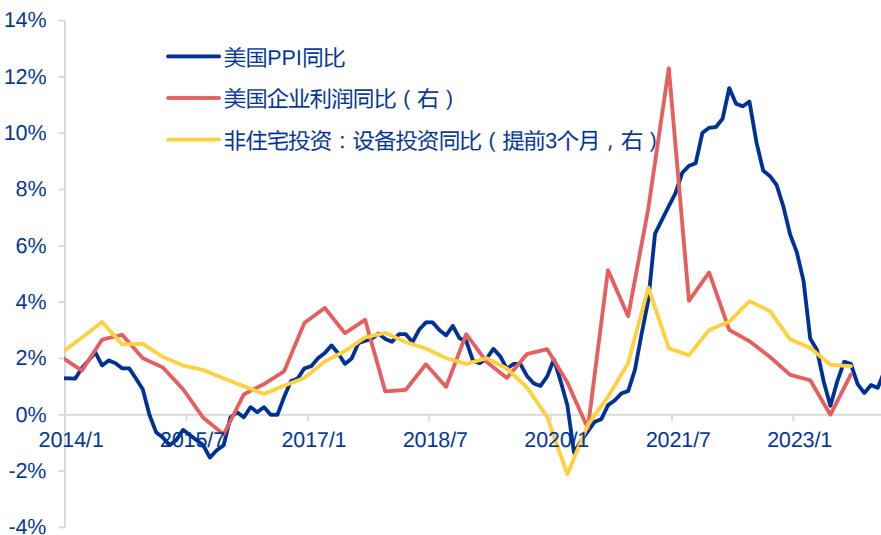
美国金融条件改善有利于PMI指数反弹



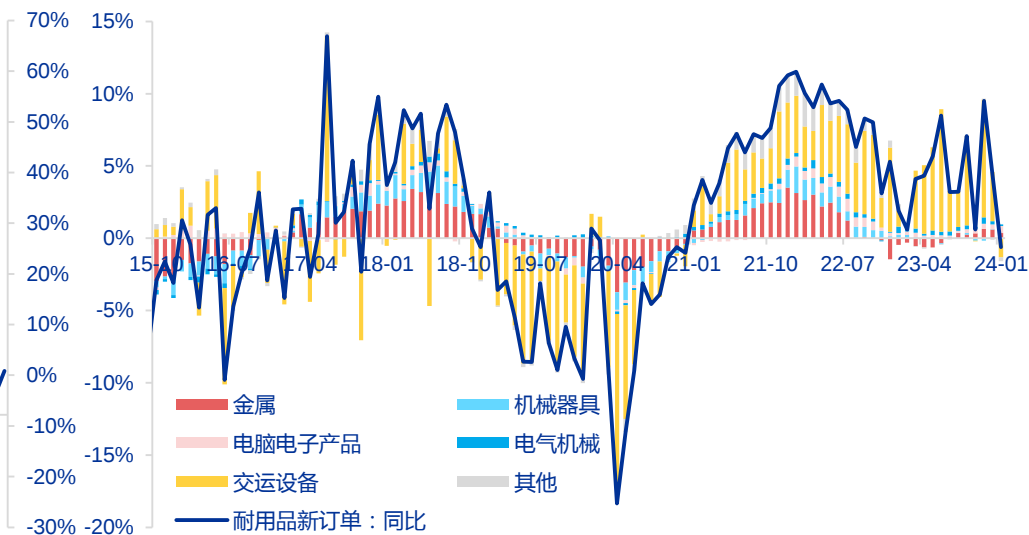
2. 制造业：2024可能是复苏之年

- 美国ISM制造业PMI指数的反弹，不仅仅代表着美国经济增速韧性，而且还意味着制造业PMI内部的传导链条将走向强化，其“蝴蝶效应”指向美国企业盈利、设备投资增速、制造业库存或将受提振，也就是说今年很可能会同时出现美国消费的走弱和制造业回暖的局面。

美国PPI走势匹配企业利润增速，并领先设备投资



美国耐用品新订单增速表现较强



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/95804006700006054>