



Research and
Development Center

2023 年美国经济展望： “软着陆” 困难重重

2022 年 12 月 22 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

2023 年美国经济发展展望：“软着陆”困难重重

2022 年 12 月 22 日

- **明年下半年的通胀韧性或高于上半年。**美国通胀驱动力已由三轮降成两轮，后续通胀有望由两轮驱动进一步减弱成单轮驱动。随着通胀驱动力的逐步减弱，我们认为明年美国通胀将进入下行通道，回落速度关键在核心项，尤其是核心服务。我们认为，核心服务回落的两大关键点中，房屋租金价格主导了核心服务的回落方向，领先于房租的美国房价同比见顶回落，带动住房租金下降，或将驱动核心服务见顶，而劳动力市场的紧俏增加通胀韧性，劳动力缺口下的薪资增速还会对服务业通胀有支撑，影响后续回落斜率。总体上看，明年上半年通胀中枢的下行速度会比下半年明显要快，但下半年通胀韧性更高。
- **美联储加息步伐继续，降息预期降温。**美联储加息已正式进入下半场，但通胀韧性影响回落斜率，阻碍通胀回落到政策区间，这意味着美联储对抗通胀的斗争还要继续，明年步伐放缓的加息仍有可能持续至 5 月。一是明年年底通胀难回到美联储预期的 2% 通胀目标。通胀回落有限，加息次数过少可能会重演美联储紧缩程度不够的错误。二是当前芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0，表明金融条件比过去的平均水平更宽松，这意味着还有继续加息的空间。此外，鲍威尔指出预计明年不会降息，打击了市场的降息预期。一是由加息转向降息往往都有过渡期，二是美国明年通胀难回合意区间，下半年通胀韧性更强，这是难以提前降息的更重要原因。我们预计明年美元指数中枢或将下调，而人民币汇率贬值的外部压力也会有所缓解。
- **美国经济“软着陆”困难重重。**今年加息以来，商品消费增长速度已经减弱，我们预计明年消费增速仍会放缓，全年消费增速有转负风险。而投资面临多重下行压力，我们预计增速继续减弱。一是抵押贷款利率上涨过快，房市趋冷，住宅投资动力受限。二是企业投资意愿减弱，非住宅投资增长乏力。三是未来美国需求下降将导致企业继续去库存。在商品消费继续放缓和企业投资意愿不足的影响下，美国消费品和中间品的需求下降，净出口或再度收窄。美国经济回落，一方面会加大我国的外贸压力，另一方面明年中美经济分化，稳增长发力下中国经济有望回暖，中国经济基本面相对于美国的改善，或有助于人民币兑美元汇率由弱转强。
- **风险因素：**美国紧缩政策超预期，通胀韧性超预期，地缘政治风险。

目录

一、下半年的通胀韧性或高于上半年.....	4
1.1 美国通胀中枢或进入下行通道.....	4
1.2 住房租金类服务价格见顶回落.....	6
1.3 薪资韧性压缩非住房租金类价格的下降空间.....	7
1.4 明年下半年的通胀韧性可能更强.....	10
二、美联储加息步伐继续，降息预期降温.....	12
2.1 美联储下半场加息或将延续至5月.....	12
2.2 降息预期降温，高利率水平维持更长.....	13
2.3 美指走势偏弱，人民币汇率贬值的外部压力缓解.....	14
三、美国经济“软着陆”困难重重.....	15
3.1 全年消费增速有转负风险.....	15
3.2 私人投资承压.....	19
3.3 净出口再度收窄.....	22
3.4 对中国的影响.....	24
风险因素.....	25

图目录

图 1：通胀正由三轮驱动转向两轮驱动.....	4
图 2：通胀的核心项贡献仍旧很大，尤其是核心服务.....	5
图 3：核心通胀同比高位震荡，环比回落.....	5
图 4：核心服务与核心商品贡献进入阶段二.....	6
图 5：自 2021 年下半年以来，住宅类服务对核心服务的贡献更高.....	6
图 6：核心服务和住房租金高度相关.....	7
图 7：美国房地美房价指数明显回落.....	7
图 8：物流和餐饮行业的薪资增长指数位居前列.....	8
图 9：非住房租金核心服务通胀与薪资增长指数高度相关.....	8
图 10：现阶段，美国劳动力市场处于供给不足阶段.....	9
图 11：劳动参与率修复缺口还存在.....	9
图 12：劳动力供需缺口和失业率强相关.....	10
图 13：调查显示，明年企业预计员工薪资涨幅为 4.6%.....	10
图 14：2023 年上半年的基数偏高.....	11
图 15：2023 年下半年食品和能源的基数走低.....	11
图 16：预计 2023 年下半年美国通胀韧性仍旧较高.....	12
图 17：美国继续执行资产负债表缩减计划.....	13
图 18：2022 年年内已加息 425 bp.....	13
图 19：历史上，最后一次加息和首次降息之间存在时间差.....	14
图 20：芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0.....	14
图 21：强势美元给人民币汇率带来的压力有所缓解.....	15
图 22：消费者信心低位徘徊，消费仍在下探.....	16
图 23：商品消费增长增速放缓.....	16
图 24：加息以来，商品消费对总支出的贡献减弱.....	17
图 25：10 月商品消费水平高于疫情前趋势 7%.....	17
图 26：美国居民超额储蓄存量支撑商品消费回落.....	18
图 27：美国居民储蓄率低于疫情前水平.....	18
图 28：美国政府消费与投资总额稳步增长.....	19
图 29：美国抵押贷款利率上涨，成屋销售数量下滑.....	19
图 30：利润指标领先投资 1-2 个季度左右.....	20
图 31：企业 CFO 担心的问题主要是通胀和劳动力质量.....	20
图 32：企业对未来 6 个月的投资意愿比例有所下滑.....	21
图 33：美国库存销售比明显回升.....	21
图 34：销售总额同比已见顶回落.....	22
图 35：美国进口同比增速出现回落.....	23
图 36：供应链压力指数明显改善.....	23
图 37：美国对中间品和消费品进口明显收窄.....	24
图 38：消费的拉动作用已经减弱.....	24

今年美国的形势是史诗级通胀和史诗级加息的组合，我们预计明年通胀进入下行通道，但通胀下半年的韧性或高于上半年。因此，即使美联储停止加息，高利率也可能维持更久。明年中美经济或将进一步分化，美国经济增速放缓，而消费需求回落将增大我国的外贸压力，加息步伐放缓后人民币汇率贬值压力也将有所缓解。

一、下半年的通胀韧性或高于上半年

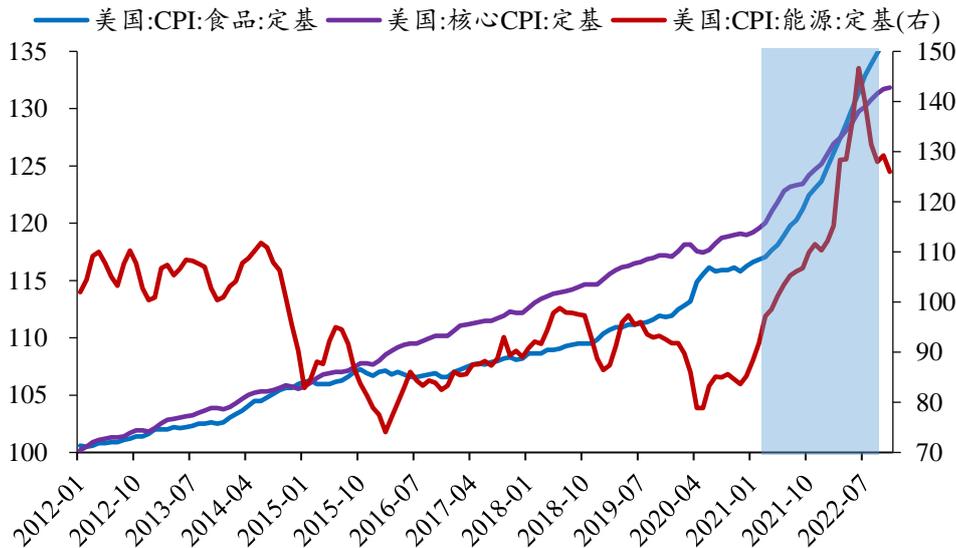
我们预计 2023 年美国通胀进入下行通道，全年通胀中枢较 2022 年有所回落，但明年下半年的通胀韧性或高于上半年。

1.1 美国通胀中枢或进入下行通道

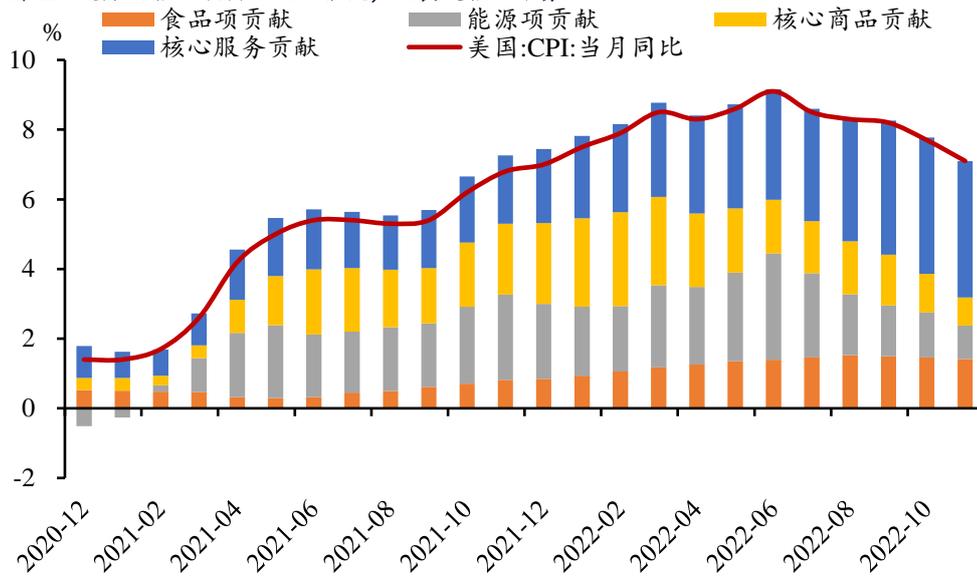
美国通胀的驱动力已经减弱，我们预计 2023 年美国通胀中枢或将进入下行通道。

一是通胀有望从两轮驱动进一步减弱成单轮驱动。当前，美国通胀驱动力已经发生了一些变化。自今年 6 月以来，能源项贡献对美国通胀的支撑已经明显减弱，从最高 6 月份 3.06% 的贡献度下降到 11 月的 0.96%。这些都表明美国通胀正由三轮驱动（能源、食品 and 核心项）转向两轮驱动（食品 and 核心项）。因为食品项和能源项间存在联动，能源项贡献走弱以后食品项贡献也会因联动而下降（见《四季度股债双牛的逻辑之一：美国加息进入下半场》），我们认为后续通胀有望由两轮驱动（食品 and 核心项）进一步减弱成单轮驱动（核心项）。随着通胀驱动力的逐步减弱，美国通胀的上行动力或已边际转弱。

图 1：通胀正由三轮驱动转向两轮驱动



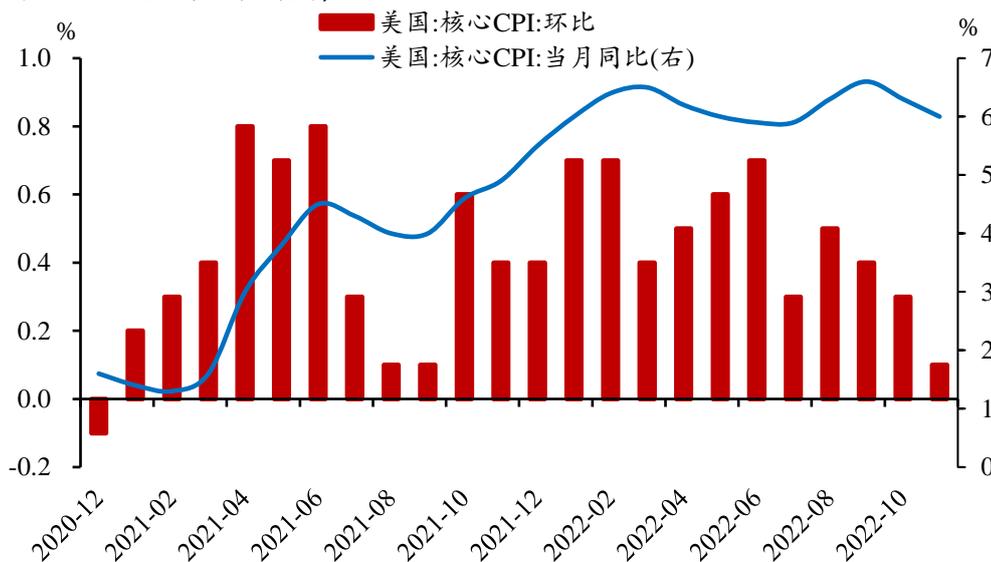
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：通胀的核心项贡献仍旧很大，尤其是核心服务


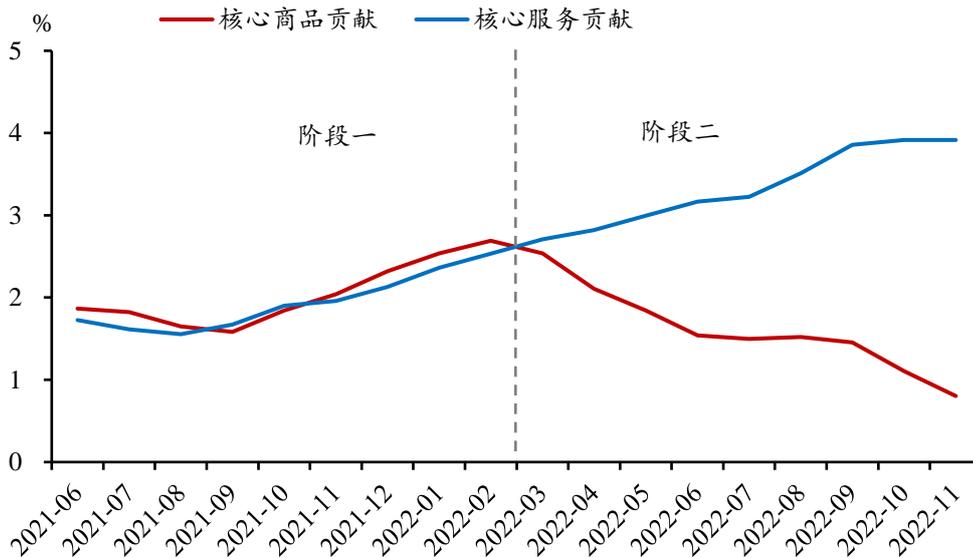
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是核心商品和核心服务的贡献作用已经从共振阶段转向分化阶段。从核心项的结构上看，核心商品降温，而核心服务仍强，二者的贡献作用已经从共振走向分化。1) 阶段一：共振（202105-202203），在美国通胀上涨期，核心商品和核心服务齐涨，二者的贡献度不相上下。2) 阶段二：分化（202203-至今），从加息开始，核心通胀的降温领域主要集中在核心商品上，核心商品对通胀的贡献度开始慢慢下降，而核心服务贡献仍一路上升。当前，核心商品的贡献度也回落到 0.8%-1.2%的区间内。11 月数据表明，核心商品与服务的贡献度差距仍在进一步扩大。

总之，虽然食品项的贡献度仍在冲顶，但近期食品项和能源项的贡献度都在 0.9%-1.5%的区间范围内，贡献体量远不及核心项（4.7%-5.1%），所以通胀中枢回落的关键在核心项的下降，尤其是核心服务。可将核心服务通胀拆解为两项（住房租金类服务和非住房租金类核心服务），并对住房租金价格韧性和劳动力市场逐一分析。

图 3：核心通胀同比高位震荡，环比回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

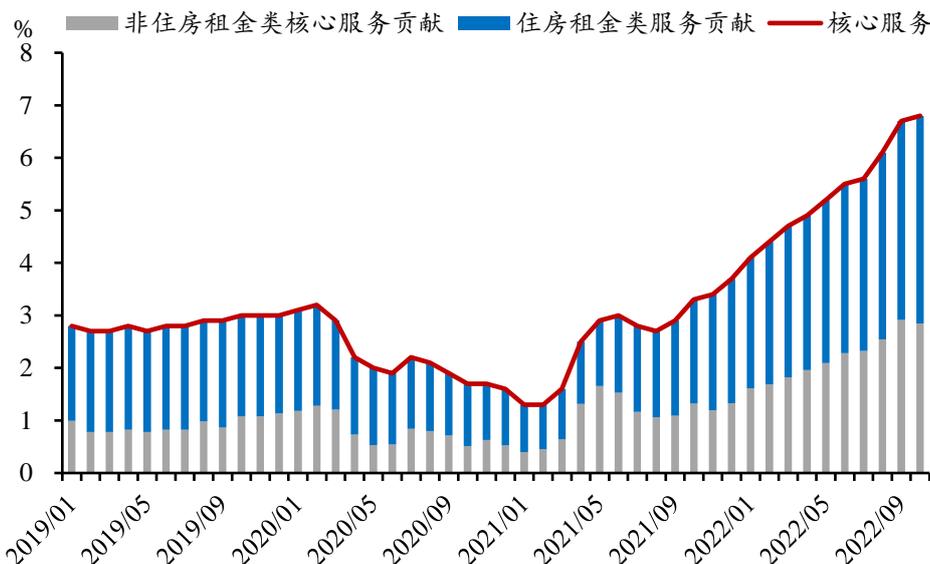
图 4：核心服务与核心商品贡献进入阶段二


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

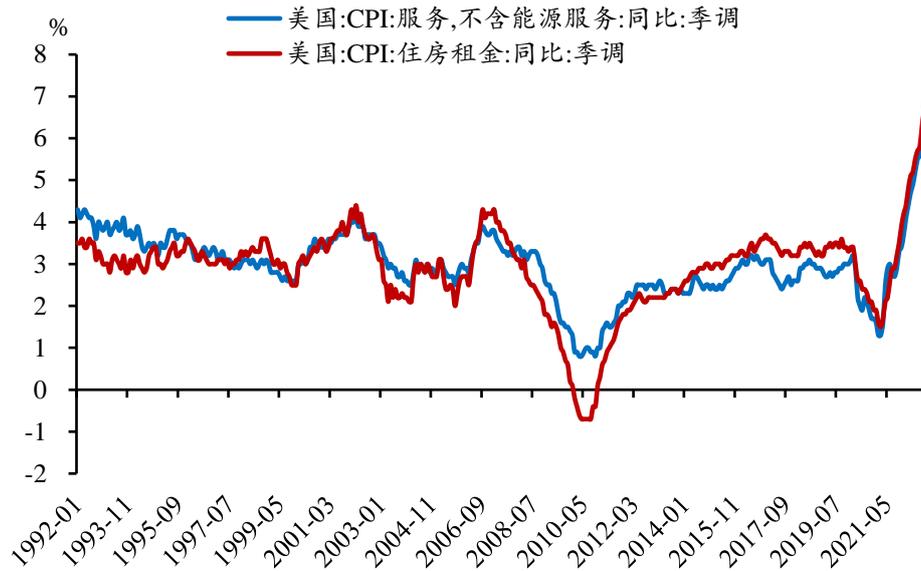
1.2 住房租金类服务价格见顶回落

住房租金能否见顶或是核心服务通胀见顶的关键。住房租金是核心服务的细分项之一，约占全部 CPI 权重的 32.26%，约占核心服务的 56.49%，成为支撑核心服务上涨的重要力量。住房租金能否见顶或是核心服务通胀见顶的关键。一是住房租金类服务与核心服务通胀见顶往往一致。从历史数据上看，住房租金 CPI 上涨将带动核心服务通胀上升，二者相关系数高达 0.88。二是住房租金的贡献高于非住房租金类核心服务，因此住房租金分项通胀筑顶对核心服务的影响可能更大。

领先于租金的房价已见顶回落，住房租金价格也有望筑顶。房价增速往往领先于住房租金价格增速，历史数据显示，美国房价同比增速大约领先房租同比增速 16 个月。而去年在低利率和财政刺激下，美国房价同比在 2021 年三季度见顶回落，对应房租同比增速大致在 2022 年底附近见顶回落，明年住房租金价格或将进入下行通道。住房租金价格下行，有望带动核心服务筑顶。

图 5：自 2021 年下半年以来，住宅类服务对核心服务的贡献更高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：核心服务和住房租金高度相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

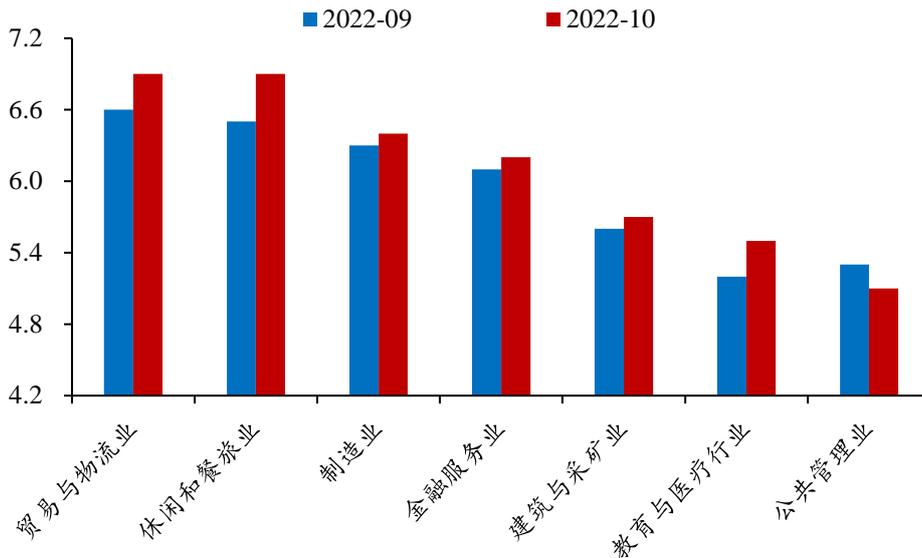
图 7：美国房地美房价指数明显回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 薪资韧性压缩非住房租金类价格的下降空间

除住房租金类服务外，非住房租金类核心服务也会影响通胀的韧性。在劳动力市场修复偏慢的情况下，明年非住房租金类核心服务的降幅可能有限。

劳动力市场持续紧俏，非住房租金类核心服务通胀持续上涨。服务业行业对劳动力的依赖性较强，劳动力市场持续紧俏会导致劳动力薪资增速较快。分行业看，薪资增长指数较高的行业大多集中在贸易与物流业、休闲和餐旅业等服务部门。从整体上看，非住房租金类核心服务通胀与亚特兰大联储的薪资增长指数同步上升，显示出薪资增长与非住房租金类核心服务间的联动。因此，市场始终担心薪资增速会影响通胀回落速度。

图 8：物流和餐饮行业的薪资增长指数位居前列


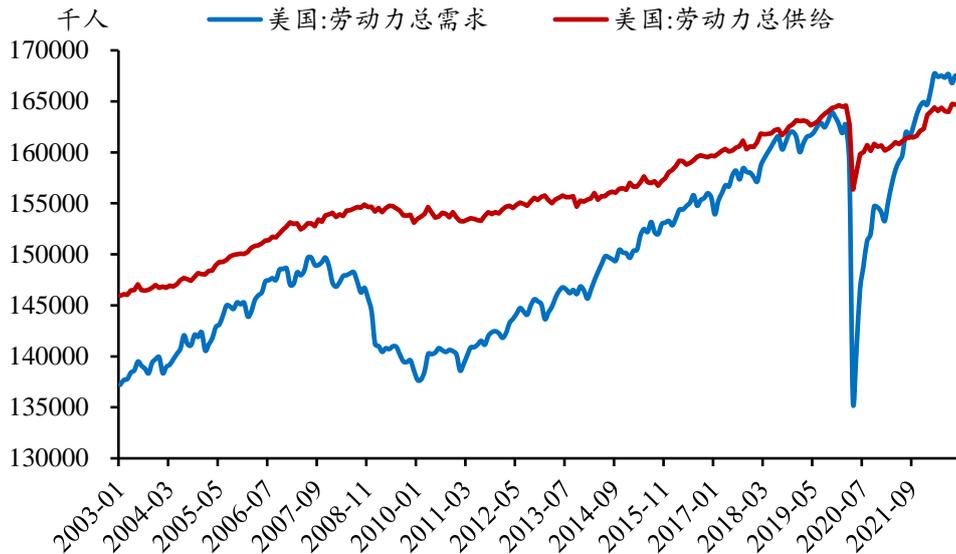
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 数据为分产业的亚特兰大联储薪资增长指数, 12 个月移动平均

图 9：非住房租金核心服务通胀与薪资增长指数高度相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

一是**劳动参与率仍低，劳动力供给修复偏慢**。11月劳动参与率为62.1%，距2019年年底的劳动力参与率水平仍有1.2个百分点。当前劳动参与率未能修复至疫情前水平，整体的劳动力供给也难以跟上劳动力需求。就业市场的劳动力缺口继续存在，也是失业率磨底的原因之一。

图 10：现阶段，美国劳动力市场处于供给不足阶段


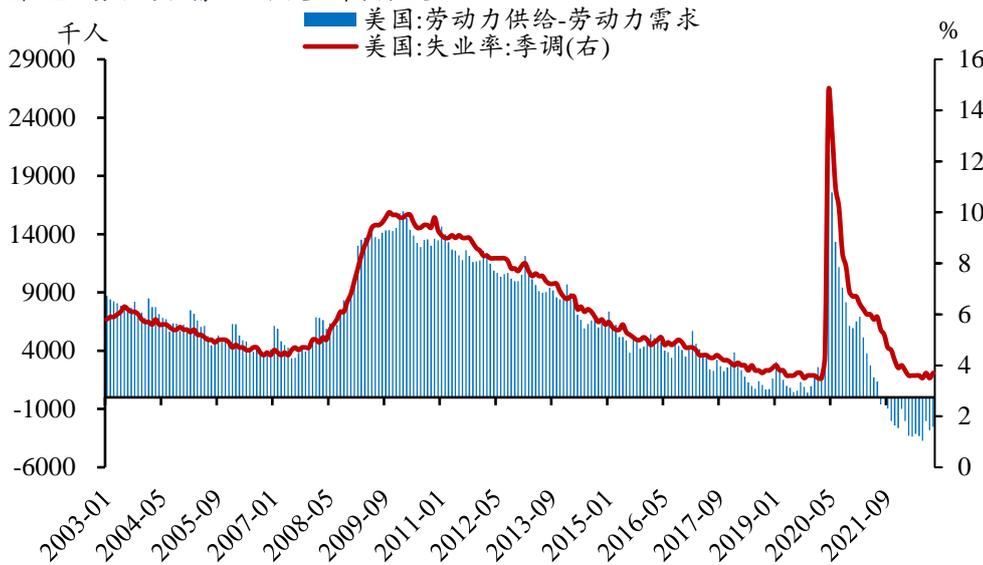
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：劳动参与率修复缺口还存在

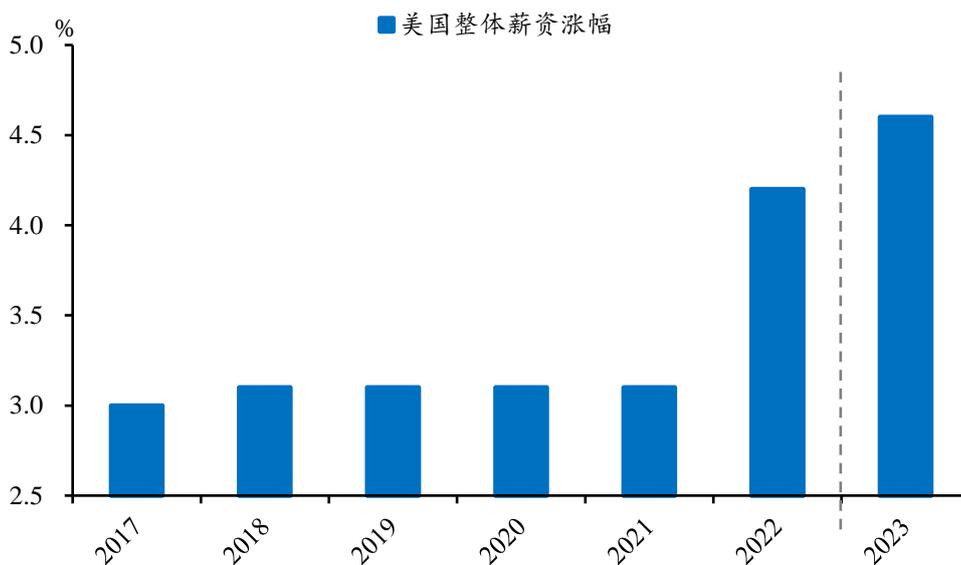

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是劳动力需求初现缓和迹象，但供需实现再平衡仍有很长的路要走。自今年3月份起，劳动力需求虽开始显示出缓和的迹象，但整体仍偏高。即使劳动力需求保持当前水平不再继续增加，而劳动力供给按近期速度修复，那么劳动力市场的供需也要等到明年年底附近才能基本达到再平衡。我们认为2023年完全补上劳动力市场缺口的难度还很大，短期内薪资增长指数仍高。

三是企业对明年的薪资涨幅也并不乐观。Bloomberg 新闻报道显示，根据 WTW 调查显示，企业预计明年员工的薪资涨幅是 4.6%，继续高于今年的 4.2%。综合来看，劳动力薪资增速会增加通胀粘性，阻碍通胀回落到合意水平。

图 12: 劳动力供需缺口和失业率强相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

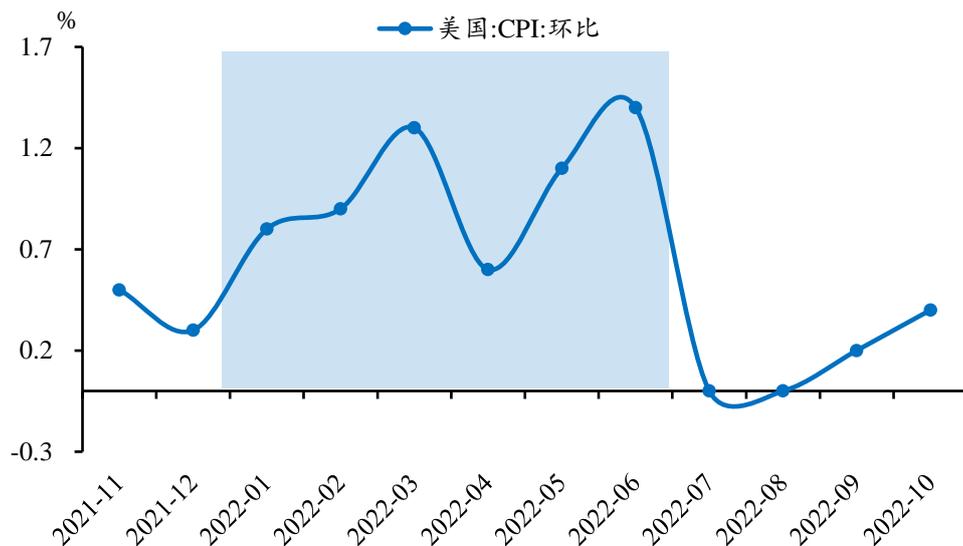
图 13: 调查显示, 明年企业预计员工薪资涨幅为 4.6%


资料来源: Bloomberg, WTW, 信达证券研发中心, 2023 年数据为预期值

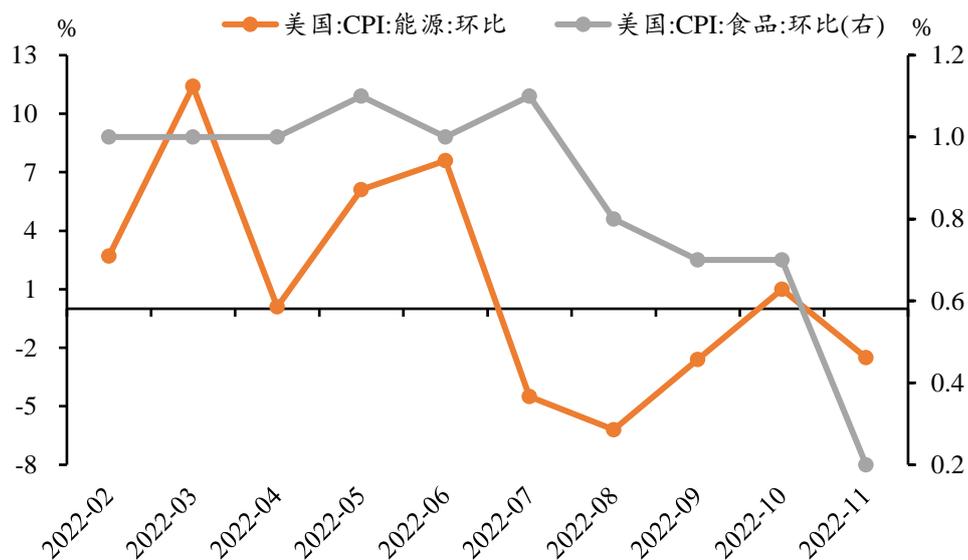
1.4 明年下半年的通胀韧性可能更强

直至明年年底, 通胀也难回政策合意区间。2021 年通胀的影响因素包括能源因素、住房租金和劳动力市场紧缺等因素。当前能源项影响明显走弱, 我们预计住房租金价格或将见顶回落。但劳动力市场紧缺可能持续, 我们预计明年薪资增长指数仍高, 劳动力市场紧俏的缓解速度较慢。全年通胀中枢或仍保持在 4% 以上的通胀水平, 而直至年底美联储关注的 PCE 指标也难以回落到 2% 的通胀目标范围内。

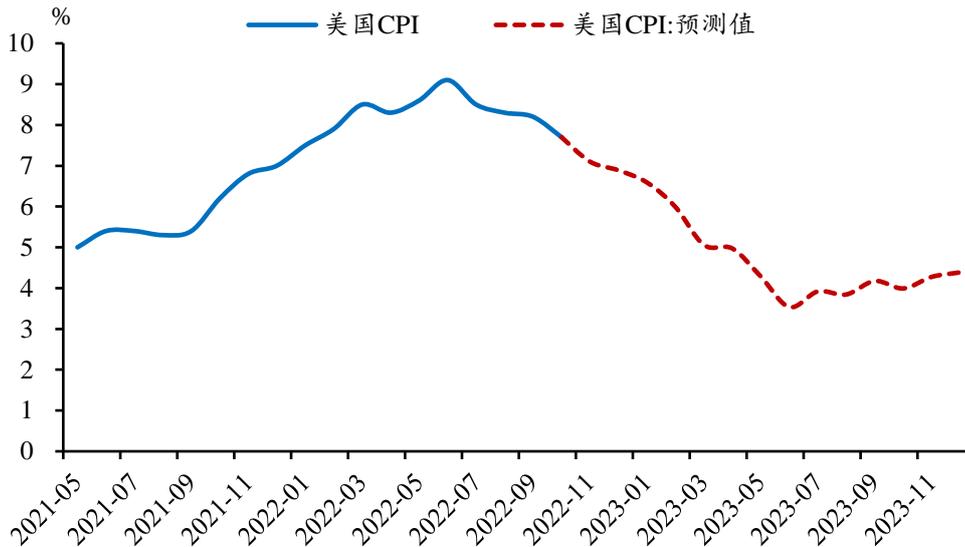
下半年的通胀韧性可能高于上半年。明年上半年美国通胀将加快回落, 总体上看, 我们认为明年上半年通胀中枢的下行速度会比下半年明显要快。但自今年 6 月后能源和食品项环比走低, CPI 基数整体下移, 下半年的通胀韧性可能更高。综上, 我们认为 2023 年美国通胀中枢继续回落, 但下半年通胀韧性或将变高。

图 14: 2023 年上半年的基数偏高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2023 年下半年食品和能源的基数走低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：预计 2023 年下半年美国通胀韧性仍旧较高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、美联储加息步伐继续，降息预期降温

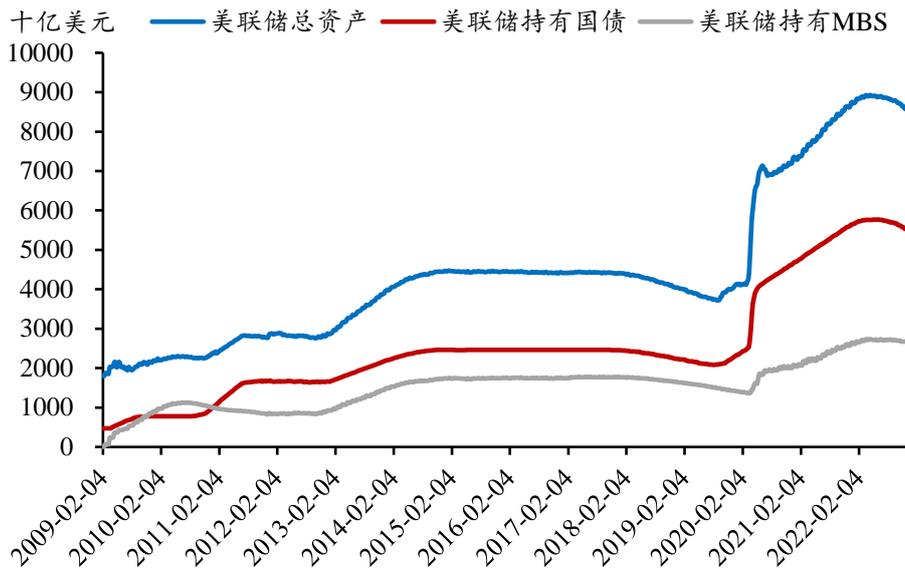
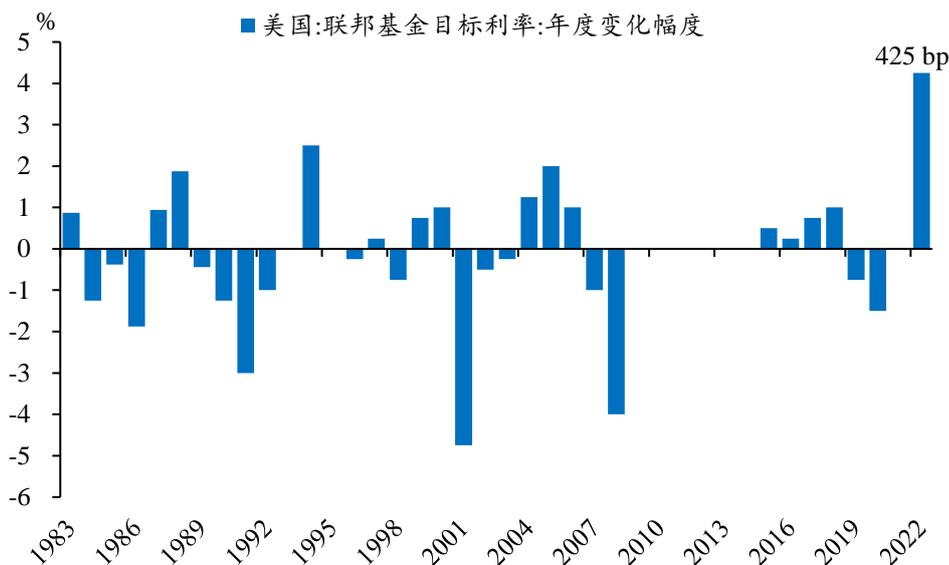
核心服务价格下降，通胀进入下行通道，美联储加息也进入下半场。但通胀韧性影响回落斜率，阻碍通胀回落到政策区间，这意味着美联储对抗通胀的斗争还要继续，明年步伐放缓的加息仍有可能持续至 5 月。

2.1 美联储下半场加息或将延续至 5 月

明年上半年 25bp 的小步伐加息很可能维持至 5 月份。2022 年 3 月以来，美联储连续七次加息，此轮加息堪称美国 1982 年以来节奏最快、幅度最大、频次最高的加息周期，联邦基金利率也由年初的 0%-0.25% 迅速跃升至 4.25%-4.50%。美联储 12 月议息会议加息 50bp，加息也正式进入下半场。鲍威尔在 12 月议息会议上强调，加息仍会延续，并继续执行资产负债表缩减计划。我们认为加息进入下半场的美国，即使幅度收窄，但加息或仍会延续至 5 月，加息终点或为 5.25%。

第一，通胀未能重回 2% 的政策目标。美国通胀走势是理解货币政策的核心指标，当前美国通胀还受到薪资增速的影响，所以明年年底通胀也难回到美联储预期的 2% 目标。通胀回落有限，意味着明年难以过早停止加息，且美联储也一直担心会再犯紧缩程度不够的错误。

第二，国家金融状况比过去的平均水平更宽松。当前芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0，表明金融条件比过去的平均水平更宽松，这意味着还有继续加息的空间。因此，我们认为美联储在明年仍有加息三次 25bp 的可能，加息终点或为 5.25% 的水平。

图 17：美国继续执行资产负债表缩减计划

图 18：2022 年年内已加息 425 bp


2.2 降息预期降温，高利率水平维持更长

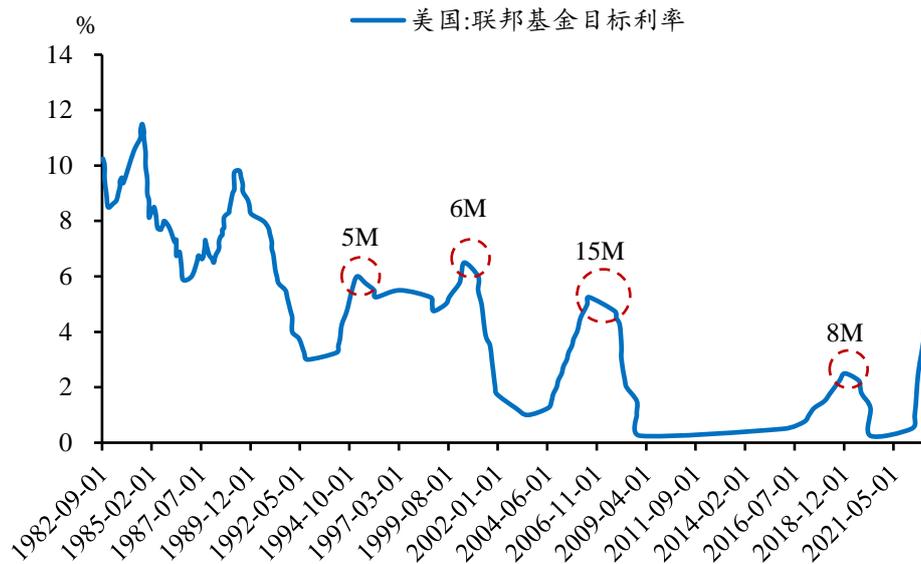
对于明年美联储完成加息后转向降息的时点，**鲍威尔**指出预计明年不会降息，打击了市场的降息预期。

一是由加息转向降息中间往往都有一段过渡期。历史数据显示从停止加息到开启降息，往往不是一蹴而就的，而是存在一段时间跨度。具体而言，自 1993 年以来，最后一次加息和首次降息之间均存在时间差。1995 年 2 月停止加息到降息间隔 5 个月，2000 年 5 月从停止加息到降息间隔 6 个月，2006 年 6 月从停止加息到降息间隔 15 个月，2018 年 9 月从停止加息到降息间隔 8 个月。

二是美国明年通胀难回合意区间，高利率水平可能要维持更长。直至明年年中，美国 CPI 的中枢也难回落到 4% 以下，因此我们预计上半年美国加息仍将继续，但是加息幅度收窄。明年下半年通胀或比上半年韧性更强，因此假设上半年停止加息后，可能不会很快降息，而是将高利率水平维持较长的时间段。因此，若停止加息落在明年

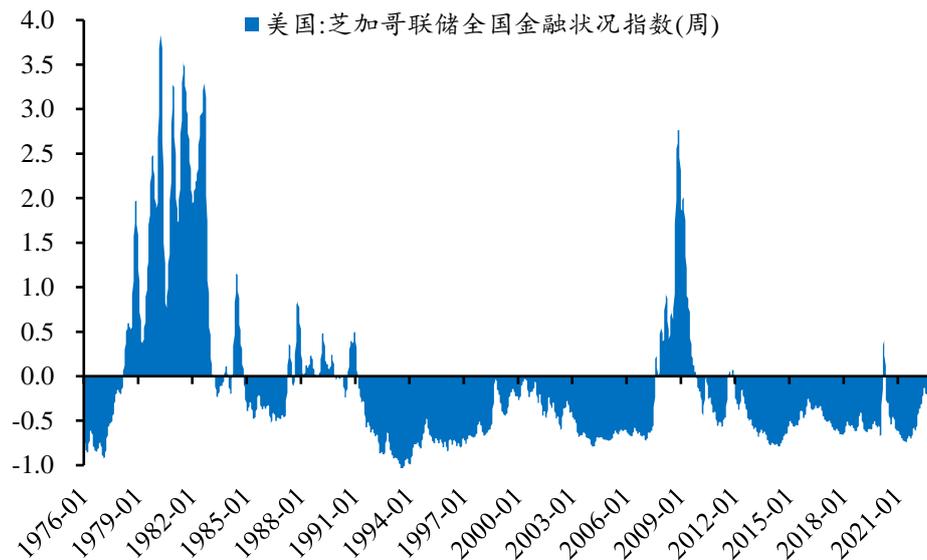
二季度，那么降息很有可能会后置到后年年初附近。

图 19：历史上，最后一次加息和首次降息之间存在时间差



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20：芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

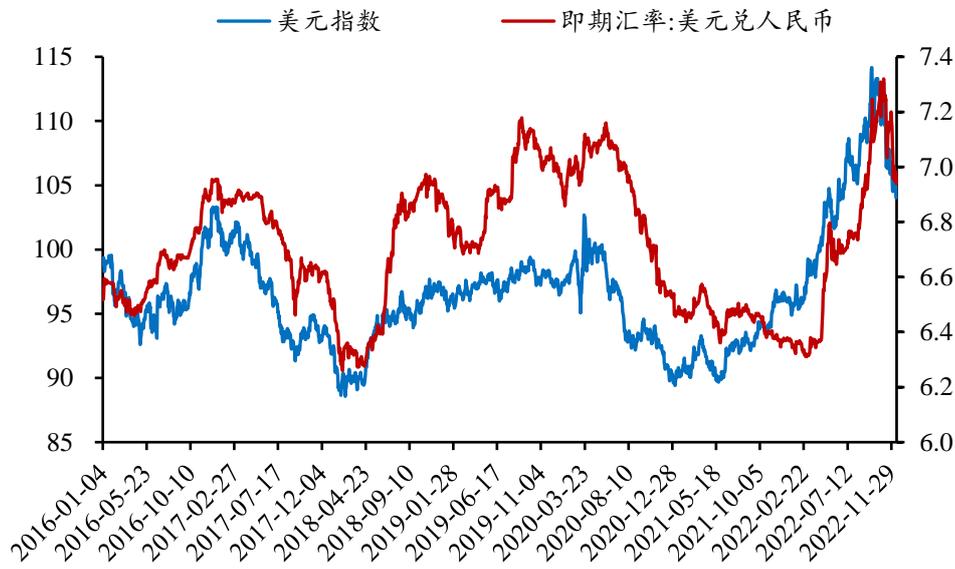
2.3 美指走势偏弱，人民币汇率贬值的外部压力缓解

明年美元指数中枢或将下调。受美联储加息影响，2022 年美元指数不断走强，今年 9 月美元指数迎来 20 年高点，突破 114 关口。目前美元指数呈回落趋势，重回 104 关口。12 月议息会议上，美联储如期放缓加息步伐，加息 50 基点。而欧洲央行也跟随加息 50 个基点，这与美联储最新的政策调整一致。对比欧、美 PMI 来看，美国和欧元区 PMI 都低于 50 这一荣枯线。美国制造业 PMI 指数的表现略优于欧元区，但差距正在缩小，我们预计短期内美元指数可能高位震荡。2023 年二季度美联储大概率会停止加息，届时美元指数也重新进入下行期。整体上，我们预计 2023 年美元指数中枢或将下调。

人民币汇率贬值的外部压力有所缓解。根据历史数据，美元指数的涨跌对应着人民币的贬值与升值。今年 8 月底、9 月初，当美元指数上升时，人民币兑美元汇率立刻贬值，且贬值幅度和美元指数的上升幅度非常接近，这

表明本轮人民币贬值很大一部分是受到美元指数走强的影响。此前美元指数下降时，人民币汇率已经有了一波回调。明年上半年美联储加息仍在继续，人民币汇率的贬值虽边际缓解但压力仍存。我们预计美元指数重新进入下行期时，这轮人民币贬值的外部压力或将得到较大缓解。

图 21：强势美元给人民币汇率带来的压力有所缓解



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

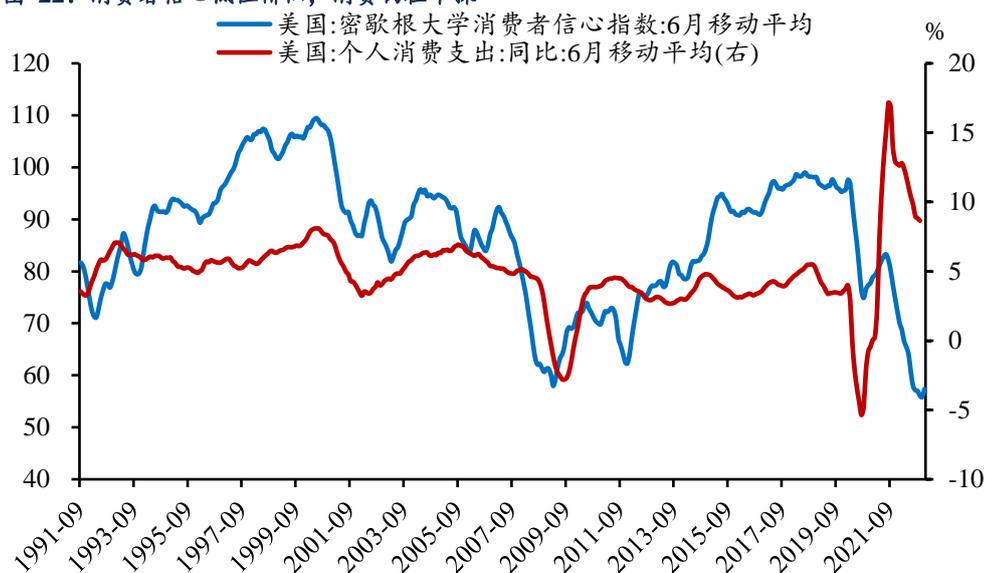
三、美国经济“软着陆”困难重重

我们认为 2023 年全年美国经济增长或将继续下探，一是美国消费在高通胀和持续加息的背景下继续放缓，全年消费增速有转负风险；二是楼市趋冷、企业利润下滑，美国住宅和非住宅投资增长或将乏力；三是需求放缓，净出口或再度收窄。

3.1 全年消费增速有转负风险

今年加息以来，商品消费增长速度已经减弱，我们预计明年消费增速仍会放缓，全年消费增速有转负风险，但下挫幅度可能有限，背后主要是有超额储蓄存量作为支撑。

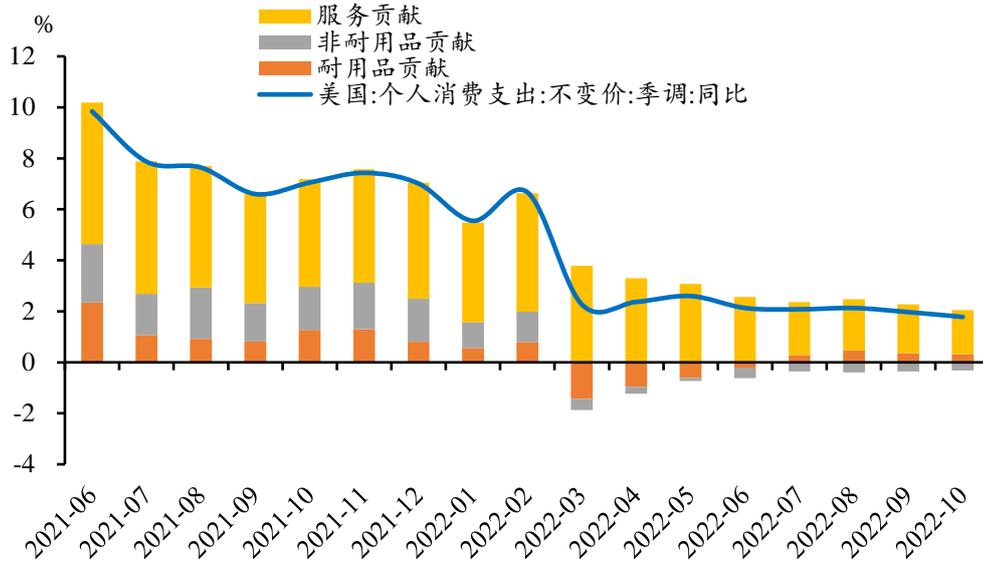
明年全年消费增速有转负风险。自去年 9 月份起，消费者信心就一直低位徘徊，2022 年 12 月美国密歇根大学消费者信心指数也仅为 59.10 点，反映消费者对未来的信心不足，因此居民总消费支出也在下探中。今年加息以来，商品消费需求受到抑制，截至 10 月，居民商品消费总支出的实际同比增速为-0.02%。从贡献度上看，商品消费对居民总消费的贡献度也从 2 月的 1.99% 下降到 3 月的-1.87%。从绝对值上看，商品消费的实际水平仍高于疫情前趋势水平约 7%，但在加息持续下，消费增速进一步放缓，全年增速有转负风险。

图 22: 消费者信心低位徘徊, 消费仍在下探


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 商品消费增长增速放缓


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

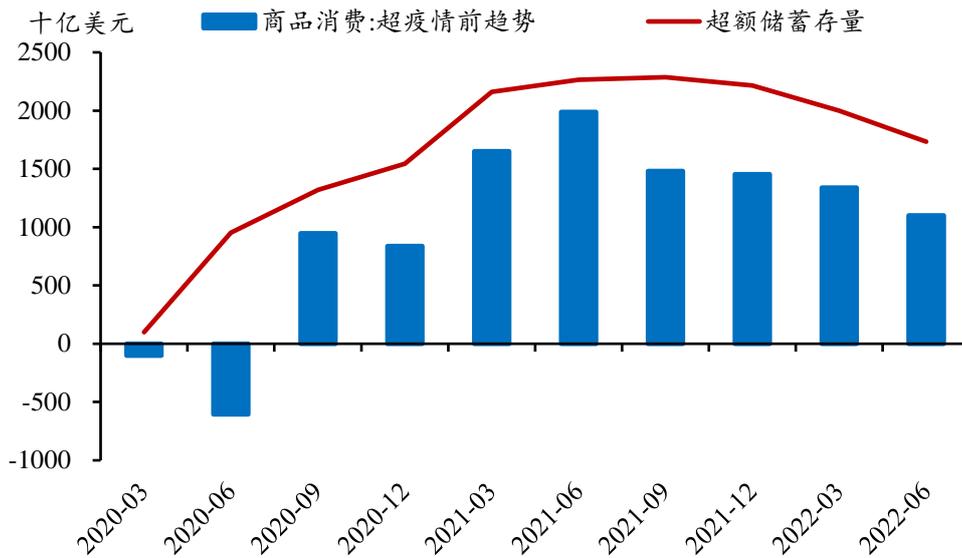
图 24：加息以来，商品消费对总支出的贡献减弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

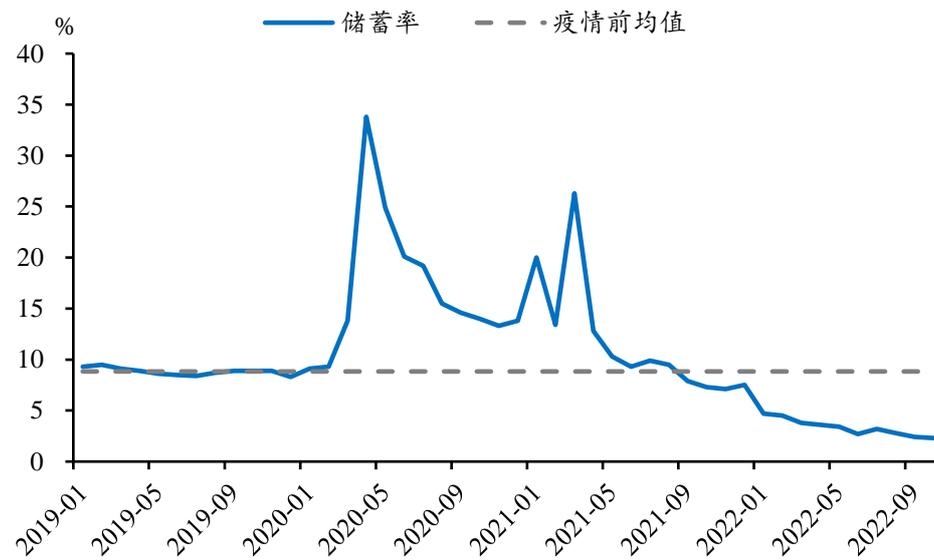
图 25：10 月商品消费水平高于疫情前趋势 7%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

超额储蓄的缓冲或只能支撑到明年年中。居民商品消费实际水平一直高于疫情前趋势，主要是因为前期美国财政刺激对居民消费需求的提振，而财政刺激给居民带来的超额储蓄存量仍在支撑商品消费水平。根据 CBO 数据，尽管明年政府消费与投资总额继续增长，但明显全年增速已经放缓。Fed Notes 分析，美国居民的超额储蓄存量高点约为 2.3 万亿，而直至 2022 年年中，超额储蓄存量仍保持在 1.7 万亿美元左右。再加上，当前居民的储蓄率远比疫情前水平要低，这意味着剩余的超额储蓄用于消费的意愿仍高。按照最新一期的消耗值推演，我们预计超额储蓄可能会在明年年中附近消耗完，这意味着明年下半年的消费支出将没有超额储蓄作为支撑。

图 26: 美国居民超额储蓄存量支撑商品消费回落


资料来源: Wind, Federal Reserve, 信达证券研发中心

图 27: 美国居民储蓄率低于疫情前水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

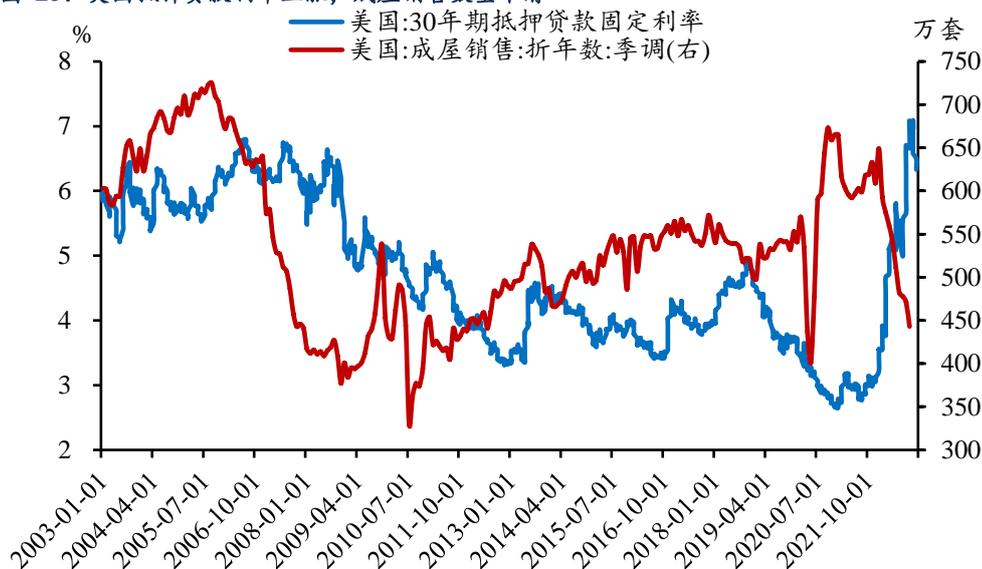
图 28：美国政府消费与投资总额稳步增长


资料来源: CBO, 信达证券研发中心, 数据为同比贡献, 虚线为 CBO 预测值

3.2 私人投资承压

明年上半年美国或将继续加息并维持高利率水平, 这会给投资带来更大的压力。

一是抵押贷款利率大幅上行导致房地产销售快速趋冷, 美国住宅投资受挫。一般来说, 房地产市场对资金利率的变化非常敏感。受到美联储收紧货币政策和利率持续上涨的影响, 抵押贷款机构会在一定程度上根据对美联储的预期来提高或降低利率。今年 11 月份, 30 年期固定抵押贷款利率曾突破 7%, 现在仍高于 6%。快速上升的抵押贷款利率可能会在一定程度上抑制强劲的住房需求。目前房地产市场已显露疲态, 房价、新屋开工和销售指标纷纷走弱。在加息延续背景下, 我们认为未来几个月住房需求可能会进一步下降, 后续住宅投资动力或会受到限制。

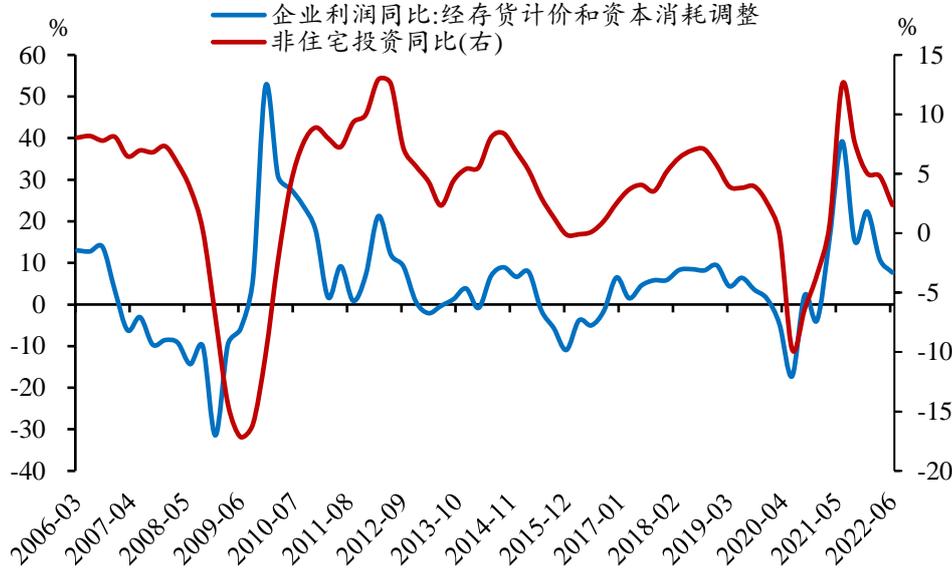
图 29：美国抵押贷款利率上涨, 成屋销售数量下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是企业投资意愿减弱, 非住宅投资增长乏力。受企业利润走弱、市场需求回落和企业投资意愿影响, 明年非住宅投资的增长可能动力不足。1) 企业利润走弱进一步抑制投资意愿。利润指标往往领先非住宅投资 1-2 个季

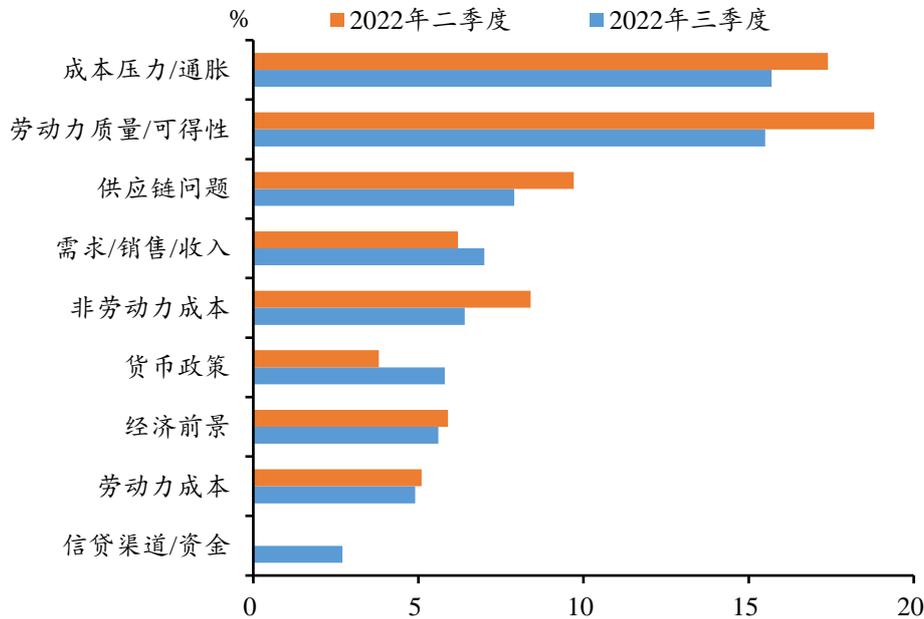
度，2021年6月企业利润已经见顶回落，当前仍在下行通道，我们预计明年年初企业的投资意愿仍较弱。2) 高通胀导致美国的市场需求快速回落。反映市场需求的制造业PMI通常也会领先于投资，11月美国制造业PMI降至47.7%，反映市场需求减弱。3) 企业对未来的投资意愿削弱。根据杜克大学和亚特兰大联储的CFO调查数据显示，企业担心的问题主要是通胀和劳动力成本的质量。在企业对未来6个月的投资意愿比例中，对于厂房建设和设备的投资意愿比例都有所下降。未来需求与利润进一步恶化，我们认为非住宅投资的韧性较难持续。

图 30：利润指标领先投资 1-2 个季度左右

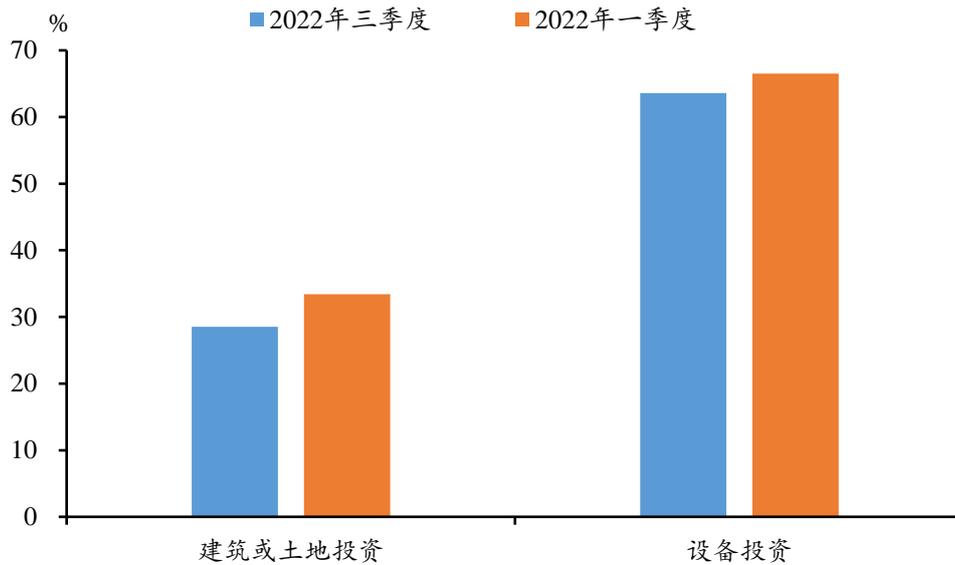


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31：企业 CFO 担心的问题主要是通胀和劳动力质量



资料来源: Duke University, FRB Richmond and FRB Atlanta, 信达证券研发中心

图 32: 企业对未来 6 个月的投资意愿比例有所下滑


资料来源: Duke University, FRB Richmond and FRB Atlanta, 信达证券研发中心

三是美国需求下降将导致企业继续去库存，这也将给投资带来下行压力。目前美国库存总额同比增速放缓，这一轮的补库存接近尾声。未来随着消费需求走弱，企业去库存可能持续。库存投资持续疲软，我们预计未来库存对经济的支持难言乐观。

图 33: 美国库存销售比明显回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34：销售总额同比已见顶回落

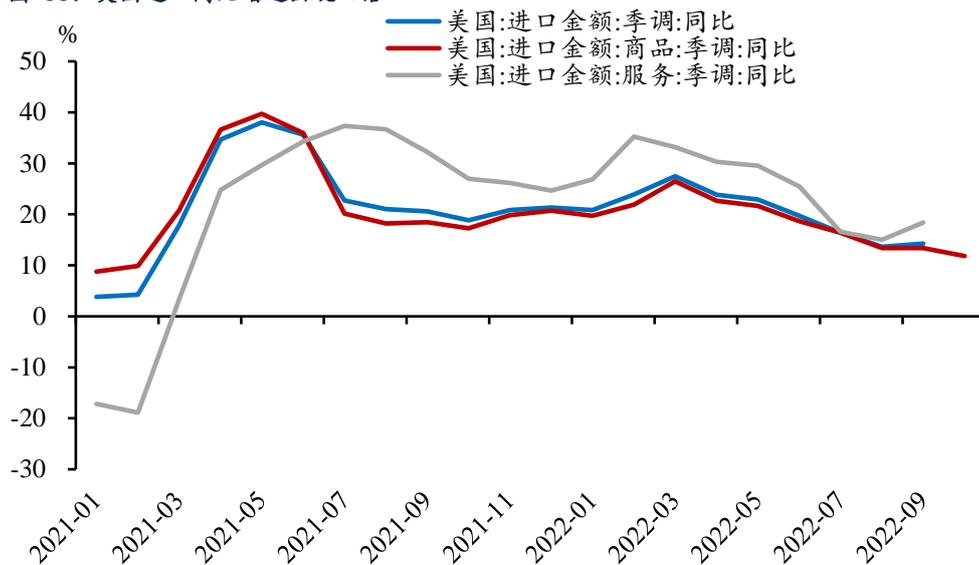

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 净出口再度收窄

净出口方面，美国净出口对经济贡献一般为负，今年二、三季度净出口水平收窄，成为经济的拉动项。在商品消费继续放缓和企业投资意愿不足的影响下，美国消费品和中间品的需求下降，净出口再度收窄，或成为经济为数不多的亮点。

1) 国内商品消费继续减弱，消费品进口回落。在美国的进口中，商品进口占主要地位。商品进口的高增速主要是疫后国内供给能力受限，多数商品消费靠进口作为补给。但今年商品消费已经有所减弱，我们预计明年消费仍将继续下滑，美国国内商品消费转疲弱，美国后续的消费品进口增速也将逐步下降。

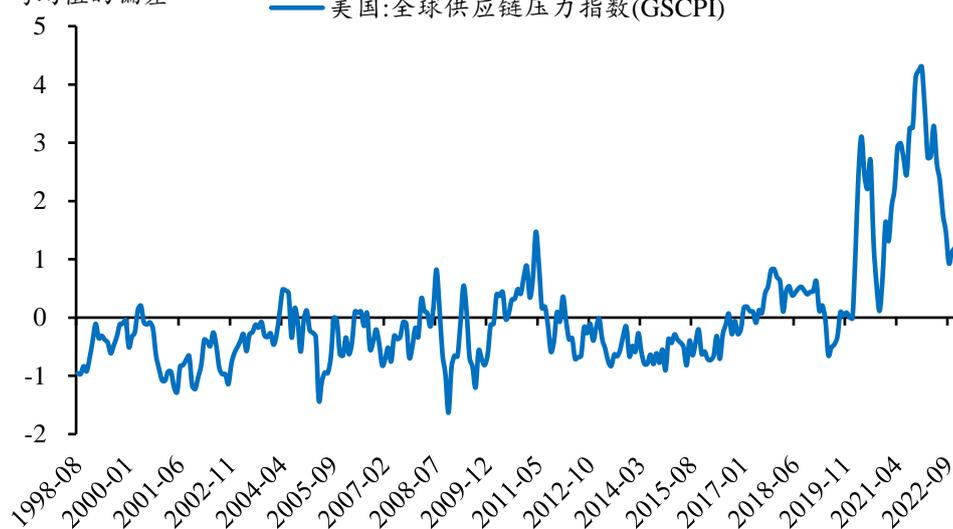
2) 国内投资和生产需求减弱拖累中间品进口下降。从国际供应链来看，供应链压力指数持续下行，全球的供应链问题已经有明显改善，供应链压力对国内生产端的制约有所减弱。后续更关键的是需求的走向，但由于企业对未来 6 个月的投资意愿有所减弱，生产和投资需求可能不足。在供给修复但需求走弱下，国内对中间品的进口需求也会继续边际减弱。

图 35: 美国进口同比增速出现回落


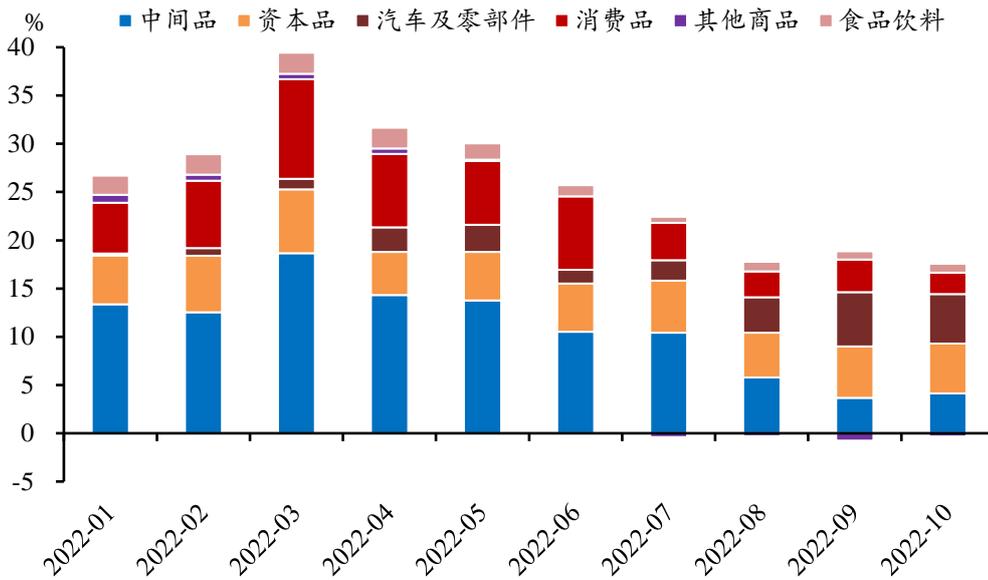
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 供应链压力指数明显改善

与均值的偏差

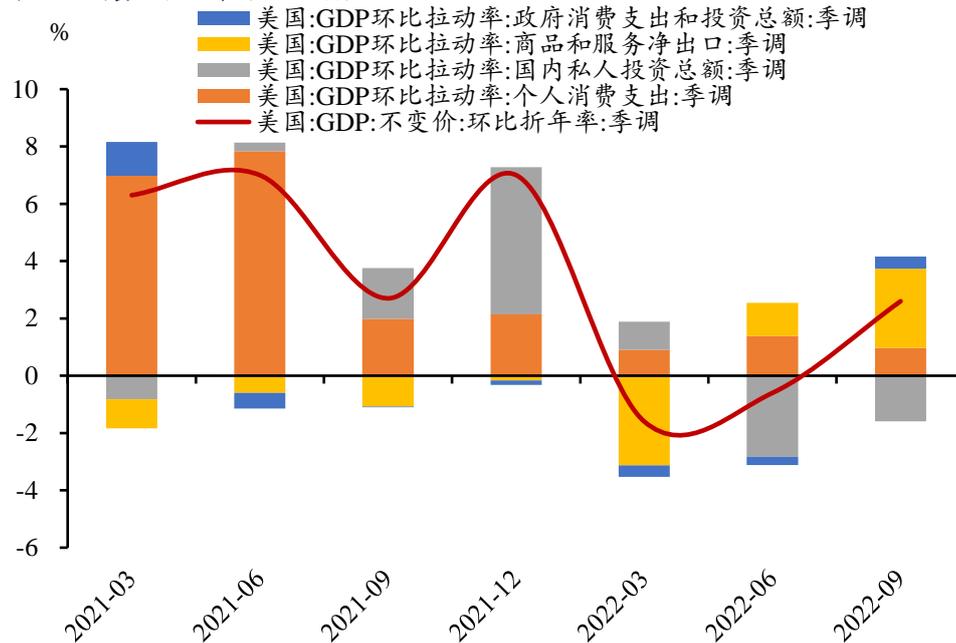


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 美国对中间品和消费品进口明显收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 数据为同比贡献

总之, 我们预计明年通胀中枢回落但下半年通胀韧性变大, 美联储加息进入下半场后, 高利率水平或将维持更长时间。持续加息下, 经济继续放缓。消费和投资都将继续减弱, 全年消费增速有转负风险, 消费与投资趋弱将带动进口增速回落。综合来看, 我们认为美国 2023 年的经济增速将进一步下滑, 预计全年增速为 0.86%。

图 38: 消费的拉动作用已经减弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.4 对中国的影 响

一是美国 经济回落或将加大我国的外贸压力。在美联储持续加息下, 美国国内的消费需求正在减少, 明年超疫前趋势的消费也将缓慢回落。同时, 美国国内投资也受到加息周期影响而进入下行阶段。明年美国生产和消费需求持续低迷预期下, 对中间品和消费品的进口需求也会减弱。作为美国第一大进口国的中国, 外贸将受到美国的明显拖累。目前, 我国对美国出口已连续 4 个月同比增速为负, 我国总出口增速也从 10 月起跌入负区间。未来出

口在需求减弱影响下很可能继续下降，而美国经济的回落将加大我国的外贸压力。

二是明年中美经济走势分化，或有助于人民币兑美元汇率由弱转强。首先，人民币贬值的外部压力已有所缓解。12月美联储加息50个基点，加息步伐放缓，明年上半年美联储仍在加息周期，幅度仍可能继续收窄，这使得本轮贬值压力有所缓解。其次，在2023年防疫政策不断优化、稳增长政策持续加码的背景下，中国经济有望回暖，而美国在加息缩表压力下经济增速下滑，中美宏观经济形势分化，且中国经济基本面相对于美国的改善，或有助于人民币兑美元汇率由弱转强。

风险因素

美国紧缩政策超预期，通胀韧性超预期，地缘政治风险。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。