

美国为什么还没有出现衰退？

- 为应对自上世纪七八十年代以来最为迅猛的高通胀，美联储于 2022 年 3 月开启史上最快加息周期，在 11 次议息会议上加息 10 次，将政策利率从 0-0.25% 推升至 5.25-5.5% 区间。受此影响，美国收益率曲线主要期限利差自 2022 年下半年开始出现倒挂，倒挂幅度不断扩大，持续发出衰退警示。然而，预期中的衰退却迟迟没有出现，一个有力的解释是，美国的财政政策明显扩张，与紧缩的货币政策立场相悖，对美国消费与经济韧性形成有力支撑，也使得美联储加息周期“更高更久”，持续超出市场预期。随着通胀趋势性回落，市场预期美国此轮加息周期大概率已见顶，美国经济韧性可能继续超预期，很大机会避免了激进加息带来经济衰退的宿命。
- 回望 2023，美国财政扩张支撑了消费与经济韧性。2023 财年（2022Q4-2023Q3）美国赤字率高达 6.3%，显著高出 2022 财年 2.5 个百分点，也高出疫前 2019 财年 1.6 个百分点。另一方面，美国私人部门对高利率的敏感性也显著钝化。居民部门付息支出占可支配收入的比重仍处历史低位，企业部门存量债务利率水平仍然低企。2023 年前三季度，美国实际 GDP 增速 2.6%，较疫前三年（2017-2019）中枢上行 0.3 个百分点。
- 展望 2024，美国经济与政策韧性或继续超预期。随着财政扩张力度边际收敛，货币紧缩即期与滞后效应逐步显现，美国经济增长和通胀仍将回落，但斜率或低于市场预期。然而，2024 财年美国财政政策力度总体仍将显著强于疫前水平，美国大概率可避免出现由于激进加息带来的经济衰退。我的判断是，2024 年美国的经济增长可能达到 2%，略低于今年的水平。动能结构上或出现边际转换。收入增速放缓叠加消费意愿收敛，美国居民消费大概率边际转冷。房地产市场库存处于历史低位并进入补库存周期，地产投资则大概率有所回暖。
- 美国本轮加息周期或呈现出“急起缓落”的特征，未来降息的速度和幅度均可能偏低。一方面，美国经济基本面仍然相对健康，低于疫前的劳动参与率也限制了失业率上行的幅度。另一方面，美国宏观政策组合显著推升了实际利率水平，可能在中期内限制政策利率的下行空间。不论是财政扩张还是货币紧缩，都会推升实际利率水平。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbchina.com

对经济学家而言，当前迫切需要回答的问题是：美联储如此激进的加息，为什么预期的衰退迟迟没有出现？美国国债收益率曲线如此深度倒挂（图 1），这一预示衰退的信号是否已经失效？要回答这些问题，无法只在货币政策框架中寻找答案，需要从更广阔的政策视角来破解谜团。

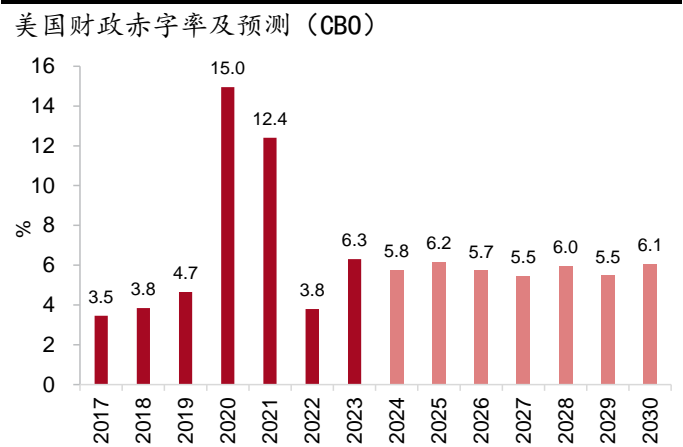
一个有力的解释是，美国的财政政策明显扩张，与紧缩的货币政策立场相悖，对美国消费与经济韧性形成有力支撑，也使得美联储加息周期“更高更久”，持续超出市场预期（图 2）。随着通胀趋势性回落，市场预期美国本轮加息周期大概率已见顶，美国经济韧性可能继续超预期，很大机会可以避免激进加息带来经济衰退的宿命。

图 1: 美国国债收益率期限利差持续倒挂



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2: 2023 财年美国财政意外扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

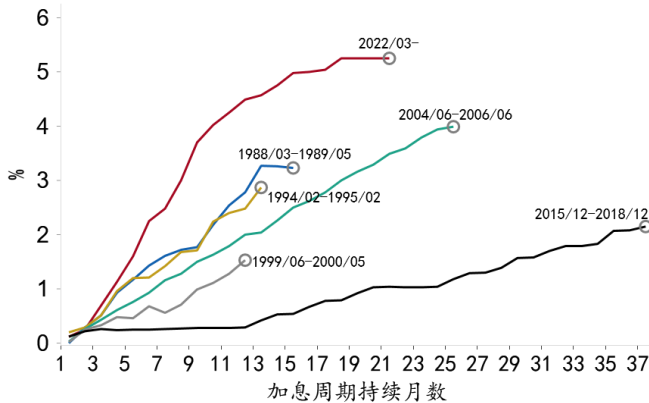
一、回望 2023：美国财政扩张支撑消费与经济韧性

为应对自上世纪七八十年代以来最为迅猛的高通胀，美联储于 2022 年 3 月开启史上最快速加息周期，在 11 次议息会议上加息 10 次，将政策利率从 0-0.25% 推升至 5.25-5.5% 区间（图 3）。受此影响，美国收益率曲线主要期限利差自 2022 年下半年开始出现倒挂，幅度不断扩大，持续发出衰退警示。

但 2022 年四季度以来，美国财政政策却意外扩张，令财政与货币政策陷于“左右互搏”的冲突之中，这一宏观政策平衡术颇有深意。美联储具有政策独立性，理论上不受政客干预。所以，财政政策更加体现了拜登政府对冲紧缩货币政策负面影响的意图（图 4）。

图 3: 美联储此轮加息斜率创下历史之最

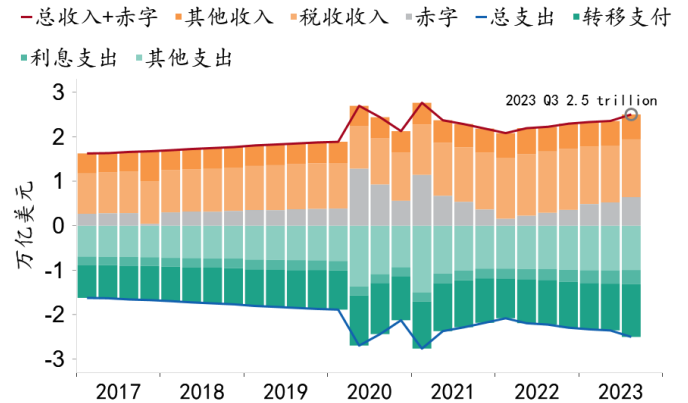
美国历轮加息周期有效政策利率增幅



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 4: 美国公共部门赤字规模持续扩大

美国公共部门收入与支出

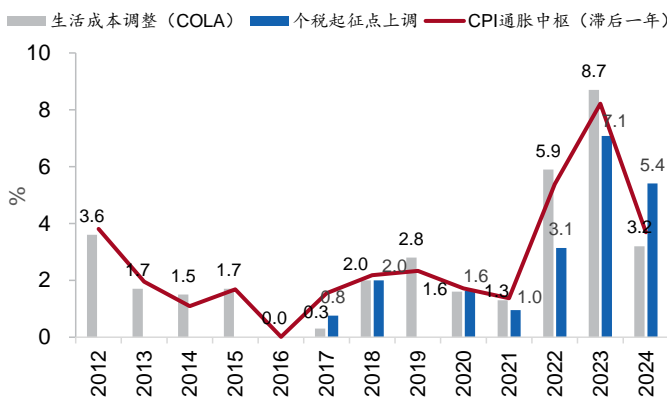


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

2023 财年 (2022Q4-2023Q3), 美国赤字率高达 6.3%, 显著高出 2022 财年 2.5 百分点¹, 也高出疫前 2019 财年 1.6 百分点。究其原因, 美国每年都会根据通胀水平调整对居民部门的转移支付规模, 由于通胀高企, 2022-2023 财年美国社保生活成本调整率 (COLA, Cost of Living Adjustment) 高达 8.7%, 个人所得税各分段起征点均调升了 7.1% (图 5)。此外, 由于大选临近, 拜登政府出于选票的考虑给居民部门派钱的动力大幅上升。美国最高法院于 2023 年 6 月 30 日裁定拜登政府提出的学生减免计划违宪, 白宫旋即又于 8 月 22 日发布了新的学生贷款偿还计划 (SAVE plan)。

图 5: 高通胀助推美国财政扩张

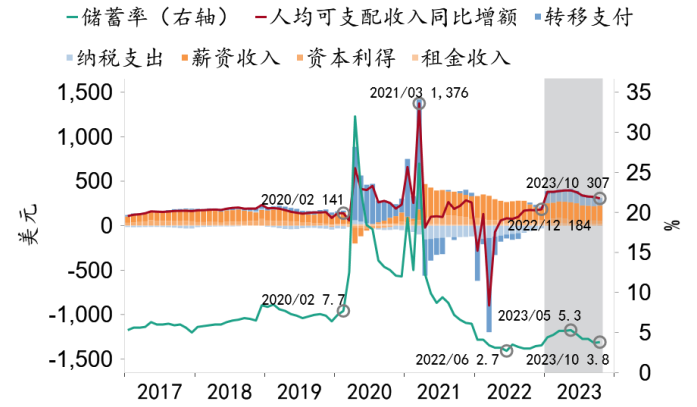
美国财政与通胀水平



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 美国居民收入持续增长

美国人均可支配收入同比变动 (收入)



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

财政扩张对美国居民收入的支撑显而易见。今年三季度美国政府转移支付额高达 1.18 万亿美元, 相较于去年同期增长了 18%。若与疫前比较, 美国居民人均月转移支付获取额增

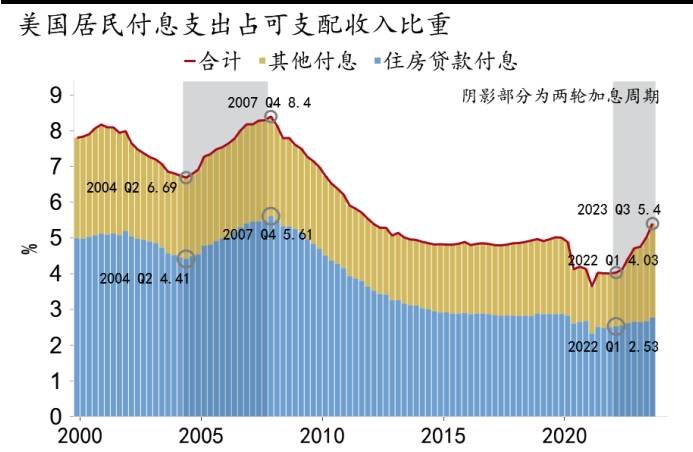
¹2022 年 8 月拜登政府推出的学生贷款减免计划已于 2023 年 6 月被最高院认定为违宪, 该计划令美国 2022 财年支出额增加了约 \$4,300 亿。在剔除该计划影响后, 2022 财年赤字率约为 3.8%, 而非国会预算办公室 CBO 公布的 5.5%。

长了超过 200 美元至 1,000 美元以上。由于居民收入受转移支付和薪资增长双重支撑，美国消费在高通胀和高利率的双重压制下仍然稳健增长，成为美国经济韧性的主要来源（图 6）。

另一方面，美国私人部门对高利率的敏感性也显著钝化。2022 年一季度至 2023 年三季度，居民部门付息支出占可支配收入的比重从 4.0% 升至 5.3%，刚刚超过疫前（2019 年第四季度）5.0% 的水平，仍处历史低位（图 7）；企业部门债务平均期限高达 13 年，总体利率水平仍然低企（图 8）。

站在当前时点评估，财政政策对美国经济的扩张性作用显然超过了货币紧缩的负面影响。2023 年前三季度，美国实际 GDP 增速 2.6%，较疫前三年（2017-2019）中枢上行 0.3 个百分点。其中居民消费对经济增长的贡献为 62.6%，低于疫前三年（73.1%），但仍然占据绝对比重；而私人投资则成为美国经济增长的主要拖累项，对经济增长的贡献为 -18.2%，远低于疫前三年（16.3%）。受财政小幅退坡影响，四季度美国经济或边际转冷，但 2023 年全年实际 GDP 增速大概率将显著高于 2%。

图 7: 美国居民付息压力仍处历史低位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8: 美国企业部门债务平均期限高企



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

二、展望 2024：美国经济与政策韧性或继续超预期

前瞻地看，未来随着财政扩张力度边际收敛，货币紧缩即期与滞后效应逐步显现，美国经济增长和通胀仍将回落，但斜率或低于市场预期。重要的是，美国大概率可以避免出现由于激进加息带来的经济衰退。我的判断是，2024 年美国的经济增长可能达到 2%，略低于今年的水平。

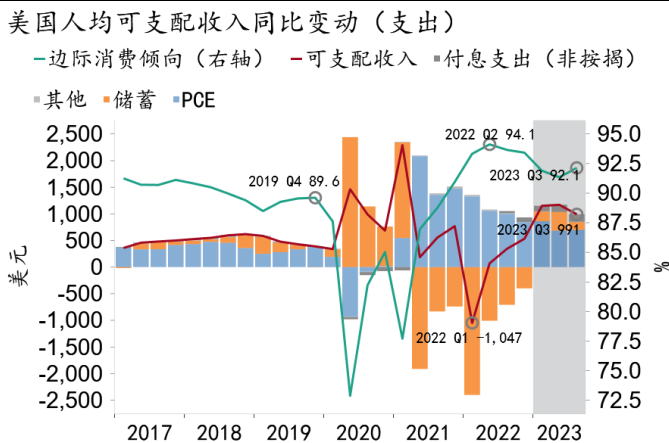
2024 年美国财政政策力度或较 2023 年边际收敛，但总体仍将显著强于疫前水平。美国国会预算办公室（CBO）估计，受通胀回落影响，2024 财年美国财政赤字率将从上年的 6.3% 边际下行至 5.9%，剔除利息影响后的赤字率从 4.4% 收缩至 3.4%。从中期看，美国财

政赤字率中枢或将趋势性上移，由疫前三年的 4% 上行至 6%，剔除利息后的财政赤字率中枢从 2.5% 上行至 3.5%。

展望 2024 年，美国经济韧性或将延续，动能结构上或出现边际转换。前期强劲的居民消费或有所转冷，而疲弱的地产投资则将有所回暖。

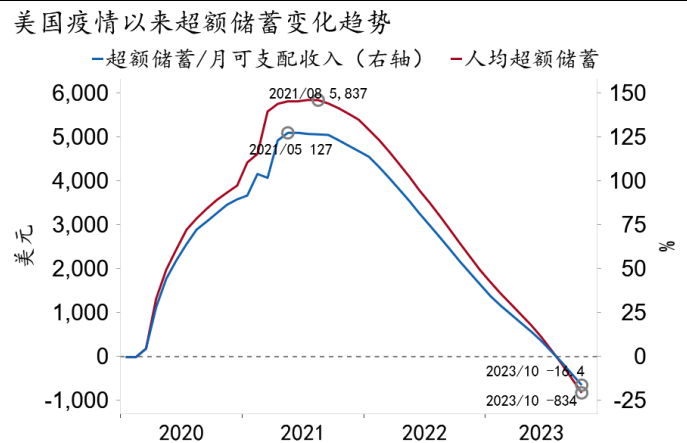
先看居民消费。收入增速放缓叠加消费意愿收敛，美国居民消费大概率边际转冷。一方面，美国居民收入增长或将放缓。2023 年前三季度美国居民可支配收入同比增长 7.9%，远高于疫前三年中枢 5%，超调增长全部来自于财政的支撑。展望未来，一是财政支持力度退坡。2024 财年，生活成本调整率 COLA 从 8.7% 收敛至 3.2%，个人所得税起征点上调幅度亦从 7.1% 收敛至 5.4%。二是薪资增速放缓。2022 年全年美国平均时薪同比增速中枢高达 5.4%，2023 年前三季度已跌至 4.4%，2024 年大概率跌至 2% 附近。边际消费倾向将向常态回归，疫情期间美国政府大规模转移支付极大刺激了美国居民的消费意愿，2023 年美国居民边际消费倾向达 92%，较 2022 年边际下行 2 个百分点，但仍然超出疫前中枢 2 个百分点（图 9）。当前美国居民所积累的“超额储蓄”² 已基本耗尽，超调的消费意愿预计将随收入增长走弱而向常态回归（图 10）。

图 9: 美国居民边际消费倾向显著高于疫前水平



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10: 美国居民超额储蓄已经耗尽



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

再看地产投资。当前美国房地产市场库存处于历史低位，并已进入补库存周期，驱动地产投资于 2022 年三季度开始回暖，这一趋势预计将在未来一段时期内持续。一方面，疫情冲击提升了居民的住房偏好和购房需求。另一方面，高利率压制下，美国房屋供给却急剧下行，新屋开工不足，二手房挂牌萎缩。供需失衡之下，美国房地产库存快速去化。2007 年 7 月至 2022 年 1 月，美国住房库存量³ 从 439 万套下降至 121 万套，降幅达 72.4%。

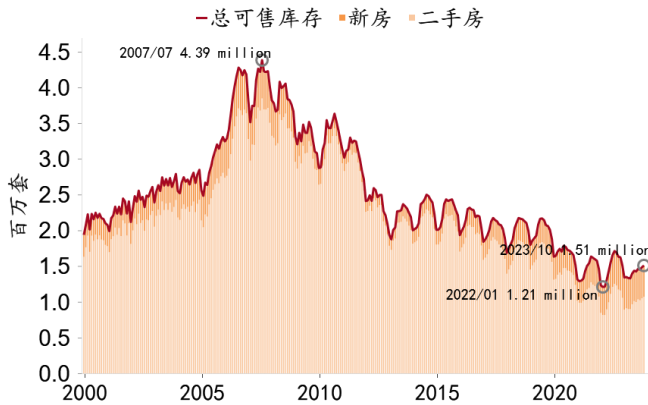
² 超额储蓄=月超额储蓄的累加值（2020 年 1 月起），月超额储蓄=（月储蓄率-储蓄率趋势值（2017-2019））*可支配收入。

³ 住房库存量=现房待售库存量+未完工新房待售库存量，现房待售库存量=二手房待售库存量+已完工新房待售库存量。

尽管美联储迅猛加息，但极度短缺的供给仍然有力支撑了房价和房地产投资需求，库存周期随之反转（图 11）。2022 年 1 月至 2023 年 10 月，住房库存量由 121 万套回升至 151 万套，累计上涨 23.1%。受此影响，美国实际 GDP 中地产投资环比折年率已于 2022 年三季度见底，录得-26.4%，随后跌幅逐季收敛，并于 2023 年三季度转正至 3.9%（图 12）。

图 11: 美国住房市场库存周期或已反转

美国住房市场库存情况



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12: 美国地产投资环比增速于三季度转正

美国地产投资实际GDP增速及贡献



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

非房投资方面，高利率的抑制作用大概率将有所增强，但知识产权投资韧性或形成一定支撑。一是历史上地产投资领先非地产建筑投资两年左右，预示未来非地产建筑投资将快速转冷。二是设备投资跌幅预计将有所走阔。三是知识产权投资自 2012 年起持续增长，叠加本轮 AI 人工智能投资潮方兴未艾，未来预计仍将保持正增长。

从货币政策观察，尽管美联储本轮加息周期大概率已经见顶，但未来转向时点及路径仍然存在不确定性。2023 年四季度以来，PMI、非农就业和零售数据渐次证伪了三季度美国经济脉冲的可持续性，“再通胀”风险也显著下行，进一步加息已无必要，市场预期美联储将于明年中开启降息的讨论。

然而，由于美国经济基本面仍然相对健康，低于疫前的劳动参与率也限制了失业率上行的幅度（图 13），未来降息开启时点仍然取决于去通胀“最后一公里”的进展（图 14），斜率上也可能呈现出显著的“长尾”特征，即降息的速度和幅度均偏低。简而言之，美国本轮加息周期或呈现出“急起缓落”的特征。

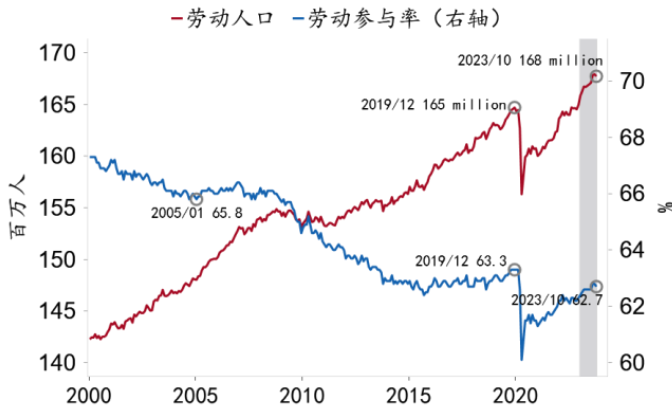
先是上行期“急起”。疫情暴发后的两年间，由于次贷危机后长期低通胀限制了经济预测的想象力，美联储坚称通胀是“暂时的”，按兵不动维持零利率。当 2022 年 3 月美联储终于进行首次加息时，美国 CPI 通胀已在 2% 之上持续上行一年之久，读数已飙升至 8.5% 的高位。这导致美联储不得不进行史上最为激进的加息以追赶通胀曲线。

再是下行期“缓落”。政策利率水平缓慢下行的前提，是经济仍具韧性。由于私人部门利率敏感性钝化，货币紧缩效果被财政扩张对冲，这或将使得美联储政策利率在高位停留更久。次贷危机后长期低利率环境的滞后效果仍在显现，存量债务利率水平仍处低位，私人部门付息压力总体可控，导致美国总体融资成本的上行速度远低于即期利率的上行速度。

除非美国经济突然冷却，否则本轮加息周期的下行期斜率将相当平缓，显著有别于陡峭下行的历史规律。

图 13: 美国劳动参与率趋势性下行

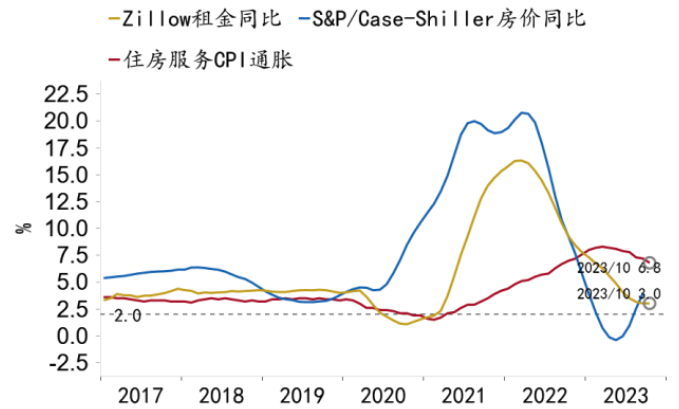
美国劳动人口和劳动参与率



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 美国 CPI 住房服务通胀韧性仍存

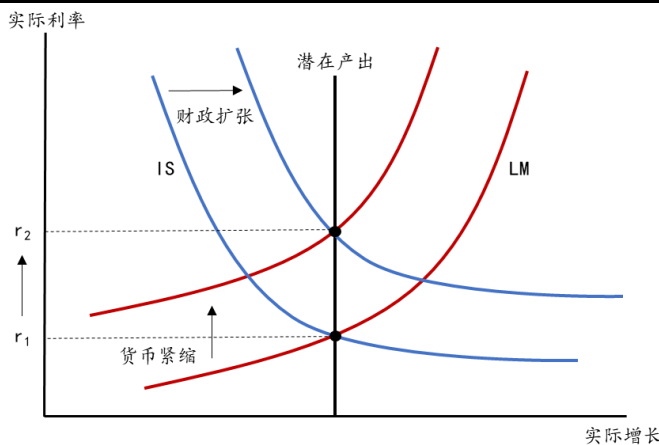
美国住房服务通胀



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

更为重要的是，美国宏观政策组合显著推升了实际利率水平，可能在中期内限制政策利率的下行空间。矛盾的宏观政策立场对增长和通胀的影响是反向的，但对利率水平的影响则是同向的：不论是财政扩张还是货币紧缩，都会推升实际利率水平（图 15）。疫情以来经验显示，美国财政扩张的效果更多表现为通胀和名义经济增速的上行，货币紧缩作用下实际经济增速相较疫前并未大幅走高。相比之下，美国实际利率水平则出现了跃升（图 16）。以 1 年期国债收益率减去核心 PCE 通胀计，2023 年 10 月美国实际利率水平已升至 1.9%，为次贷危机以来最高水平，是 2019 年实际利率中枢（0.4%）的 4.75 倍。

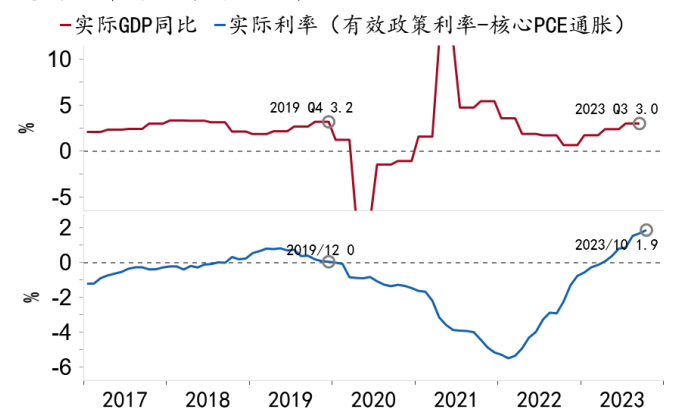
图 15: 宏观政策冲突推升实际利率



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 16: 美国政策冲突的利率影响超过经济影响

美国经济增长与实际利率



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

前瞻地看，美国宏观政策的冲突立场仍将在未来一段时间内持续，拜登政府寄望在冲突中实现动态的平衡。一方面，相较疫前，美国财政政策将延续宽松，赤字率将持续位于 5%

以上。另一方面，为达成2%的通胀目标，美国货币政策易紧难松，实际利率居高难下。未来一段时期内，全球经济都将运行在美国宽财政、紧货币政策冲突的阴霾之下。“高利率”美元体系或将继续对全球经济施加深远影响，财政政策分化所造成的美国和非美经济体的经济剪刀差也可能持续。更高的赤字率中枢将继续支撑美国经济韧性；更高的美元实际利率水平又会压制非美经济体的增长。

总而言之，尽管加息周期已经见顶，但在美联储政策转向发生之前，宏观经济和金融市场的波动或将加剧而非平息。面对美国宏观政策的冲突带来的颠簸，各经济体都需要系好安全带。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。