

首席观点

2023年12月6日

美国为什么还没有出现衰退？

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83146635 ✉ 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

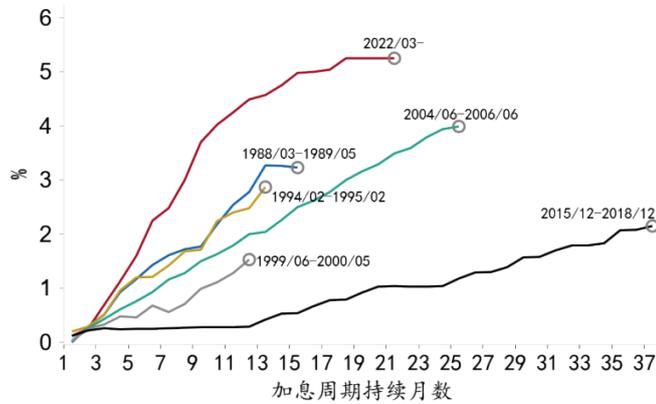
一、回望 2023：美国财政扩张支撑消费与经济韧性

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

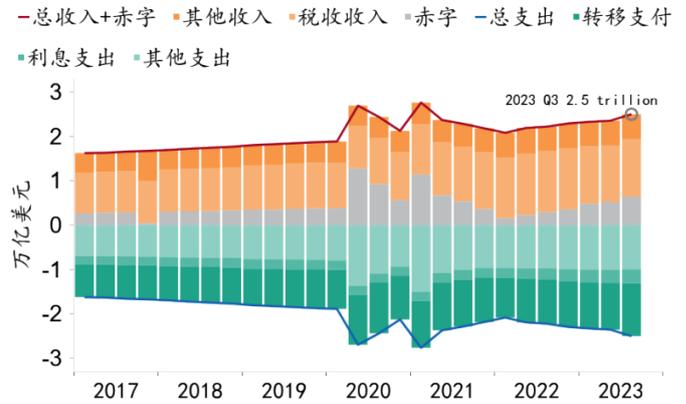
美国历轮加息周期有效政策利率增幅



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

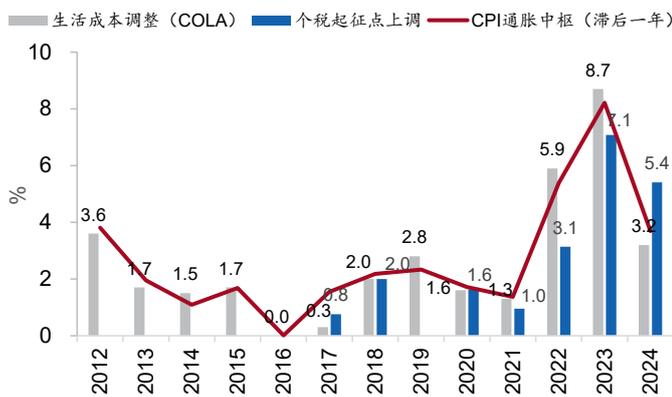


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

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长了超过 200

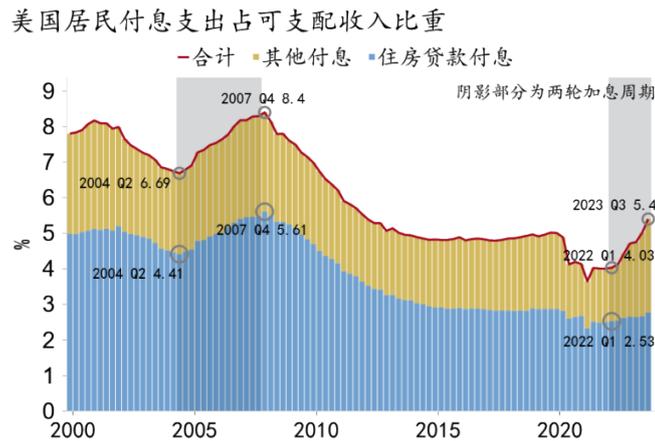
¹2022 年 8 月拜登政府推出的学生贷款减免计划已于 2023 年 6 月被最高院认定为违宪，该计划令美国 2022 财年支出额增加了约 \$4,300 亿。在剔除该计划影响后，2022 财年赤字率约为 3.8%，而非国会预算办公室 CBO 公布的 5.5%。

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

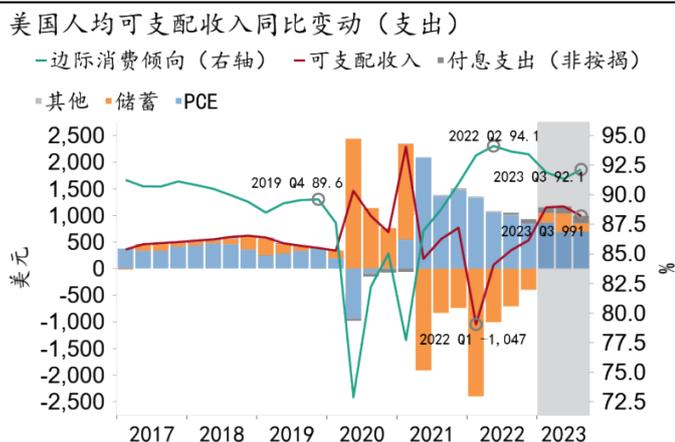
前瞻地看，未来随着财政扩张力度边际收敛，货币紧缩即期与滞后效应逐步显现，美国经济增长和通胀仍将回落，但斜率或低于市场预期。重要的是，美国大概率可以避免出现由于激进加息带来的经济衰退。我的判断是，2024 年美国的经济增长可能达到 2%，略低于今年的水平。

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。

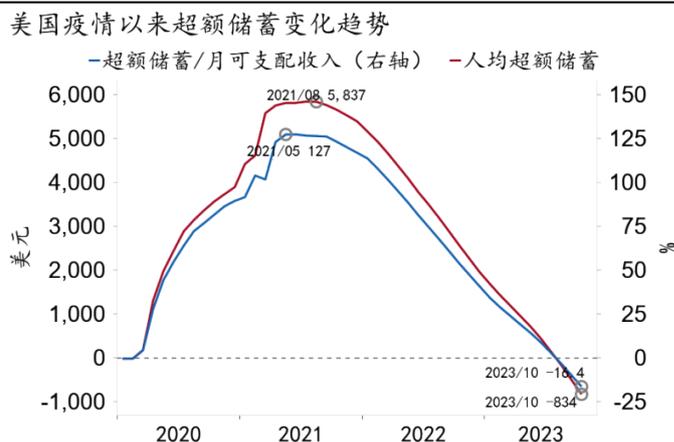
先看居民消费。收入增速放缓叠加消费意愿收敛，美国居民消费大概率边际转冷。一方面，美国居民收入增长或将放缓。2023 年前三季度美国居民可支配收入同比增长 7.9%，远高于疫前三年中枢 5%，超调增长全部来自于财政的支撑。展望未来，一是财政支持力度退坡。2024 财年，生活成本调整率 COLA 从 8.7% 收敛至 3.2%，个人所得税起征点上调幅度亦从 7.1% 收敛至 5.4%。二是薪资增速放缓。2022 年全年美国平均时薪同比增速中枢高达 5.4%，2023 年前三季度已跌至 4.4%，2024 年大概率跌至 2% 附近。边际消费倾向将向常态回归，疫情期间美国政府大规模转移支付极大刺激了美国居民的消费意愿，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%。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）。

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。

图 11: 美国住房市场库存周期或已反转

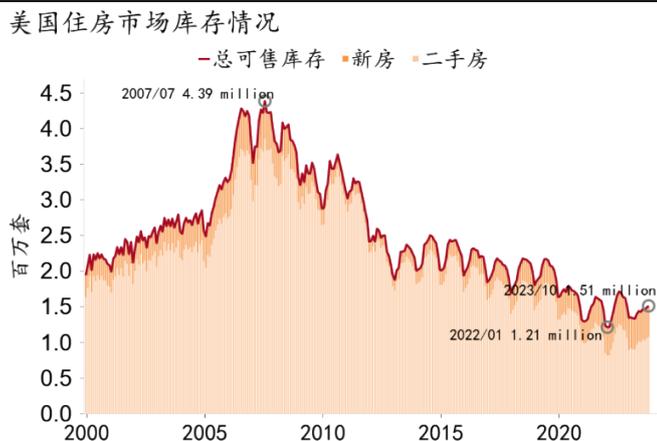


图 12: 美国地产投资环比增速于三季度转正



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。

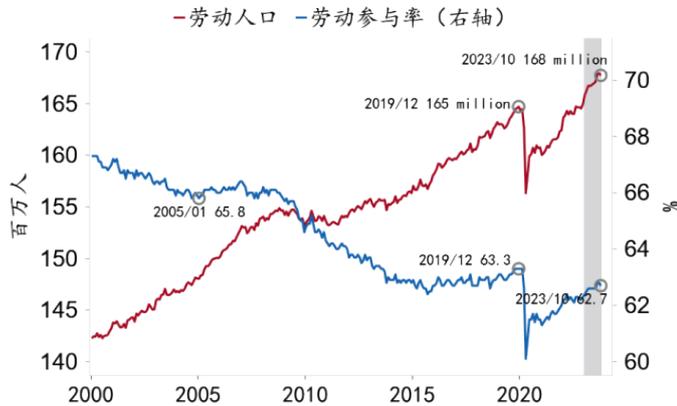
然而，由于美国经济基本面仍然相对健康，低于疫前的劳动参与率也限制了失业率上行的幅度（图 13），未来降息开启时点仍然取决于去通胀“最后一公里”的进展（图 14），斜率上也可能呈现出显著的“长尾”特征，即降息的速度和幅度均偏低。简而言之，美国本轮加息周期或呈现出“急起缓落”的特征。

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

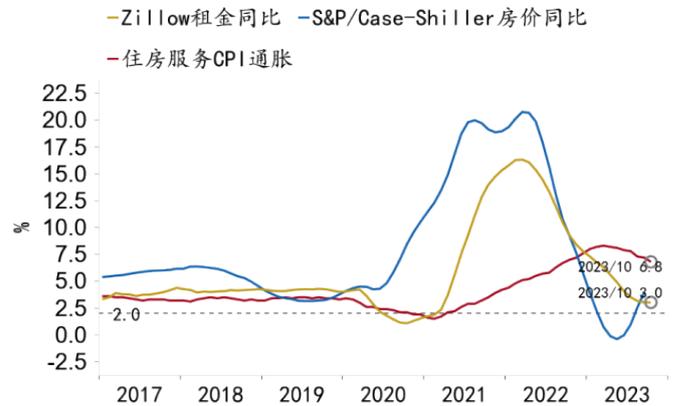
美国劳动人口和劳动参与率



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

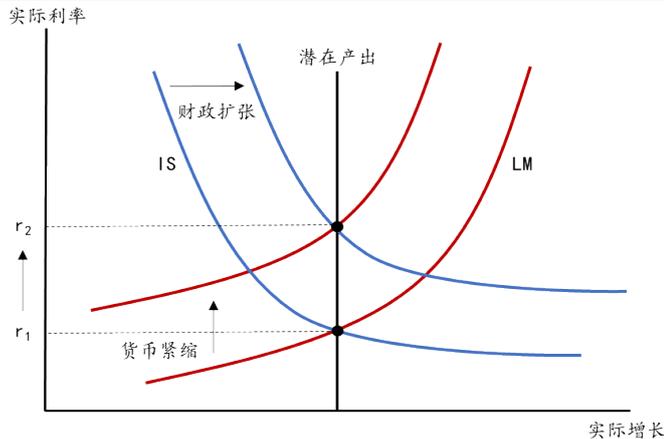
美国住房服务通胀



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。相较之下，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

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号