

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞

吴起睿 张润锋

2023 年度美国经济或迎来温和衰退

阅读摘要

2022 年美国经济一度陷入技术性衰退，后因净出口大幅改善而回升，但消费和投资动能趋弱，整体仍显韧性但衰退风险加大，全年呈倒“V”型增长态势。展望未来，消费端信贷扩张对消费韧性仍有支持，但收入、储蓄、信心掣肘渐显；投资端受景气回落、利率高企、企业去库拖累；外贸端出口增长缺乏持续性，且出口下滑幅度料大于进口下滑幅度，净出口对增长的拉动作用趋弱。

衰退风险增大背景下，美国宏观政策面临不确定性。2023 年通胀料延续降温，但能源项仍面临上行风险，就业市场紧张或难在 2023 年缓解、影响“工资-通胀”存在弱螺旋可能性，美联储货币紧缩周期大概率结束，但再度降息时点仍不确定，财政端延续退坡但坡度放缓。

在美联储 2023 年不降息、四季度启动降息的两种情景下，预估美国全年 GDP 分别增长 0.4%、0.6%。美国在全球 GDP 的占比或下行至 2023 年的 23%左右，对全球经济增长的贡献率、拉动率或降至 4.4%、0.12%。美国经济加速下行缓解非美经济体被动紧缩压力，金融市场整体料下行、波动趋向收敛，不排除黑天鹅事件出现的可能性。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

2023 年度美国经济或迎来温和衰退

一、经济：美国经济增长动能探究

（一）美国 2022 年经济概览：一度技术性衰退，倒“V”型增长态势，消费韧性是支撑、净出口显著获益

前三季度 GDP 环比折年率分别为-1.6%、-0.6%、3.2%，逐步回升，主要动因为二、三季度净出口大幅改善（对 GDP 拉动率分别为 1.2、2.9 个百分点），其中商品净出口分别贡献 1.2 及 2.6 个百分点。商品出口受益于乌克兰危机后欧洲能源短缺，叠加进口因内需放缓减弱，共同推动净出口向好。

但另一方面，消费韧性延续但趋弱，投资动能明显趋弱。私人消费韧性十足，拉动率持续上行并于三季度贡献高达 1.5 个百分点的 GDP 增长拉动率，但商品消费连续三个季度负拉动，服务消费亦有降温迹象；投资在二季度起开始明显拖累经济，主要动因为住宅投资受按揭利率飙升掣肘，以及库存周期向下令企业缩减存货投资。

综上，美国经济仍显韧性但衰退风险加大。一方面，受高利率及衰退忧虑挤压，消费及投资动能趋弱；另一方面，因对俄能源制裁、粮价高企等问题趋缓，外贸部门的改善缺乏持续性。预计四季度 GDP 环比折年率将下滑至 2.5%，全年呈倒“V”型的增长态势。

图表 1：美国 2021-2022 年各季度消费、投资、净出口、政府支出对环比折年率的贡献度

对环比折年率的贡献	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
GDP	6.3	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2
私人消费	6.98	7.84	1.98	2.14	0.91	1.38	1.54
私人投资	-0.82	0.3	1.78	5.14	0.98	-2.83	-1.8
净出口	-1.02	-0.6	-1.08	-0.16	-3.13	1.16	2.86
政府支出	1.18	-0.54	-0.02	-0.16	-0.4	-0.29	0.65

数据来源：BEA、工银亚洲东南亚研究中心

（二）美国经济增长“三驾马车”探究与展望

消费：私人消费是美国经济增长的最大支撑项（约占 GDP 总量的 70%）且为美国经济韧性的基础，目前高通胀、衰退忧虑等对消费掣肘力度渐显。前三季度美国个人消费支出同比涨幅分别为 4.8%、2.4%、2.2%，增速逐步下行，其中商品消费支出自二季度起开始收缩，服务消费保持正增但增速亦持续下滑。展望未来，收入、储蓄、信心均将对消费增长形成掣肘。

收入承压：共和党重掌众议院后外源的转移支付收入难以持续扩大，目前占个人总收入的 17.9%，接近疫情前（2020 年 2 月）的 16.6%；内生性增长的薪资增长未回正，通胀调整后的私人非农企业平均时薪同比增长-2.3%。收入承压，令目前个人可支配收入较疫情前低 0.49%。

储蓄式微：个人储蓄存款占可支配收入比例已下滑至 2.4%，远低于疫情前 9.3%，超额储蓄消耗明显。

信心低迷：衰退阴霾叠加财富效应淡化抑制消费信心，2022 年 12 月芝加哥消费者信心指数回升至 59.7，但仍大幅低于疫情前的 101.0。但亦有积极

因素支撑消费韧性：物价方面，食品、耐用品等商品价格回落，一定程度上减弱对个人消费的掣肘。**信贷方面**，居民杠杆率 75.6% 大幅低于次贷危机时期的峰值水平 99.1%，相对健康的资产负债表支撑消费信贷加速扩张，2022 年前 10 月消费信贷新增额较去年同期增 47%，其中循环消费信贷较 2021 年同期骤增 1.2 倍；信贷资产质量尚优，2022 年 10 月循环信贷占可支配收入 6.3% 低于疫情前的 6.5%、信用卡拖欠率为 2.1% 低于疫情前的 2.6%。综上，韧性支持下的个人消费在 2023 年上半年大概率仍能维持正增长，但下半年或随教育、医疗、运输等服务消费进一步降温而转入负增，预计前三季度环比增长 0.4%、0.2%、-0.2%。四季度若美联储降息则有望止跌（环比增长 0），否则衰退幅度将继续扩大（环比增长 -0.6%）。

投资：私人投资为美国经济第二大支撑项（约占 GDP 总量的 18%）且周期性较强、波动性大，目前企业投资贡献正向拉动，地产、库存投资拖累投资下滑。**企业投资：**2022 年前三季度企业利润同比增 7.9%，高于 2019 年同期以来的三年平均增速 7.3%，且 6 月前 PMI 新订单一直处于景气区间，令企业投资保持景气。但随着下半年 PMI 新订单跌破荣枯线并持续下行，前景承压。**地产投资：**按揭贷款高企制约房地产投资，根据 2023 年 1 月 12 日的最新数据，30 年抵押贷款固定利率高达 6.33%，相同贷款额下月供支出较历史最低点 2.65% 时高出 54.1%，抑制住房需求并向上游地产投资传导。

12月美国 NAHB 房地产市场指数连续 12 个月下跌至 2012 年年中水平；11 月成屋销售环比跌 7.7%、仅为 2020 年 10 月峰值的 61%；新屋开工环比跌 0.5%略好于预期但仍仅为今年 4 月峰值的 79%；营建许可环比跌幅达 11%、仅为去年 12 月峰值的 71%。**库存投资：**衰退忧虑叠加库存水平处于高位，企业主动去库，2022 年以来库存同比增速自 11.3%持续下行至 4.4%，未来料将延续回落态势。综上，衰退忧虑及利率高企将持续压制私人投资，利率达峰后在 2023 下半年拖累程度加大，预计前三季度环比增长率分别为 0.4%、-1.1%、-3.1%，四季度若美联储降息则有望略有反弹至-3%，否则将继续下行至-5%。

外贸：美国外贸部门长期呈净进口状态，目前出口增长叠加进口缩减双向促进净出口改善。出口方面，俄乌冲突加剧欧洲能源紧缺，促进美国出口，3-11 月平均每月对欧盟及英国出口金额较冲突爆发前的 1 月增长了 26%。进口方面由于商品消费需求、投资和生产需求降温，二季度起消费品、中间品进口持续减少，进一步促进净出口改善。但随着对俄制裁边际减弱等因素，出口增长缺乏持续性。综上，进出口双双下滑，且因 2023 年欧盟、日本等经济下行压力更甚，故出口下滑幅度或大于进口下滑幅度，预计净出口四个季度环比增长率分别为-0.9%、1.1%、2.1%、3.1%，若能源价格上行、美联储降息则可能扰动数据变化趋势、但影响相对轻微。

二、政策：2023 年美国宏观政策走向探讨

（一）货币紧缩仍有不确定性：加息大概率接近尾声，但再度降息时点仍存不确定性

通胀仍是影响 2023 年美国货币政策变化的主要因素。随着供应链紧张缓解、超额需求回落，叠加基数效应影响，2023 年美国 CPI 大概率降温，但国际油价变化、劳动力市场放缓时点、“工资-通胀”螺旋弱化时点存在不确定性，CPI 能源项、核心服务项尚存在变数。因此，美联储紧缩周期大概率结束，但再度降息的时点仍不确定。

1. 油价波动，仍存上行风险。展望未来，推动油价向上的因素有：（1）中国首波疫情达峰后的出行需求。中国放开后第一波疫情已达峰，出行需求料呈“J”型，曲线探底后加速回升¹，提振汽油、航空煤油需求。（2）OPEC+坚定减产挺价。12 月 OPEC+会议维持至 2023 年底每天减少 200 万桶供应的减产协议，俄油上限限制俄罗斯东海岸 ESPO 原油贸易，俄方反制措施面临降价保市场份额、或与 OPEC 合作减产挺价的权衡抉择与不确定性。（3）美国原油生产放缓，达拉斯联储最新调查显示，美国主要产油州的生产放缓、预期降低²。美国原油产品 4 周平均供应量增速持续低于疫情前。页岩油供给受经济衰退忧虑拖累、投资增长不及预期，完井数³虽已恢复近疫前水平，但已钻未完井数仅为疫前水平的

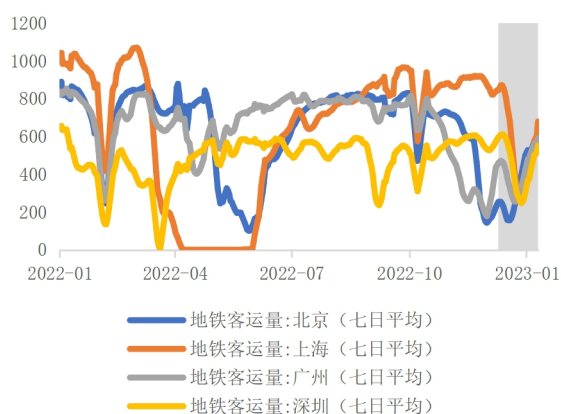
¹ 广州及北京地铁客运量于 11 月末、上海及深圳地铁客运量于 12 月下旬大幅探底，此后开始明显回升。

² 根据 12 月对得克萨斯州、新墨西哥州和路易斯安那州 152 家能源公司的调查，今年第二、三、四季度石油和天然气业务活动指数分别为 57.7、46、30.3。

³ 基于页岩油出油快、初始产量高但衰减快的特点，增产较大程度依赖于钻井数量的扩张。

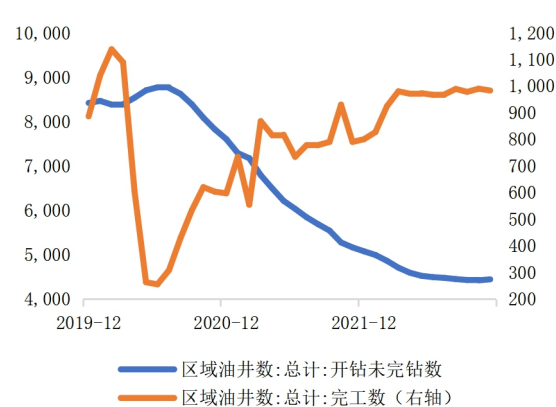
53%，产能后劲有限⁴。推动油价向下的因素有：（1）经济增长放缓拖累欧美油品需求。IMF 预计 2023 年全球超过三分之一的经济体将陷入衰退，需求放缓忧虑是拖累 2023 年油价下行的关键因素。（2）乌克兰危机缓和提升供给。近期虽然乌克兰局势再现升温风险，但 2023 年中至下半年存在缓和可能性，相应带来俄罗斯能源供应的增加。综上，虽然全球经济衰退忧虑拖累油价预期，但多因素支撑油价仍有上行风险，已降温的通胀非核心部分可能再度抬头，或减缓 CPI 下行幅度、加大美联储收紧力度。

图表 2：中国出行需求在年末探底回升（万人次）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 3：美国完工油井恢复明显，但已钻未完井数明显下滑



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

2. 就业市场紧张何时缓解的不确定性。美国就业市场供给恢复缓慢。据美国经济研究局（NBER）测算，人口老龄化等多项原因导致 690 万人离开劳动力市场（见图表 4），即使在财富效应缩减、补贴退坡下部分劳动力回流，美国受健康等长期因素影响的长期劳动力缺口仍有约 320 万。目前美

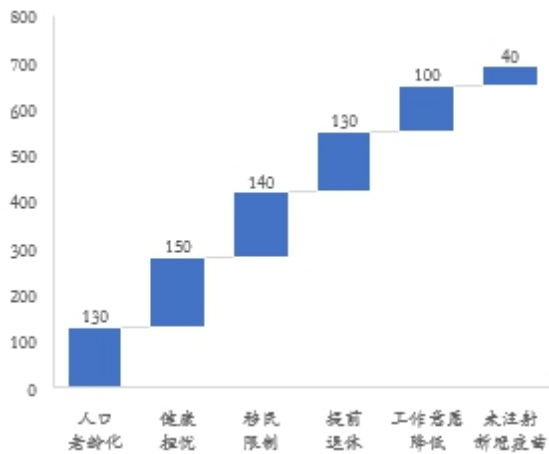
⁴ 两个数据对比说明完井数的增加主要通过大量消耗库存未完井。

国失业率处于 3.5% 的历史低位、劳动参与率缓慢回升至 62.3% 仍低于疫前水平 (63.3%)，JOLTs 职位自愿离职率 2.7% 仍高位震荡、每个失业工人对应 1.74 个职位空缺远高于疫前的 1.2，美国劳动力市场供给远未恢复。但经济韧性令劳动力需求连续超预期。2022 年美国新增非农就业人数由 3 月峰值的 67.8 万人降至 12 月的 22.3 万人、整体需求下滑，但全年 12 个数据中有 11 个月度数据超出市场预期、特别是服务业韧性令就业市场雇佣水平保持高位。此外，制造业回流政策吸引本、外国企业赴美设厂，美国 FDI 居全球首位⁵，相应提供不断增长的就业需求。美国 11 月职位空缺数 1,045.8 万人，仍比疫情前趋势线⁶的 870 万人高 170.8 万人，企业需求仍强劲。目前，美国劳动力市场供需缺口约 446 万人，线性测算 2023 年美国劳动力紧张仍难缓解。短期内美国劳动力市场供需失衡料延续，运输、教育、娱乐等核心服务项粘性阻碍通胀快速回落。

⁵ IMF 最新发布的协调直接投资调查 (CDIS) 数据显示，2021 年美国外商直接投资 (FDI) 头寸增 5060 亿美元，居世界首位。

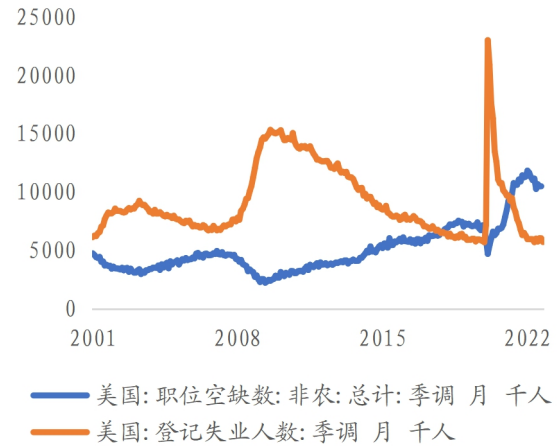
⁶ 根据 2016 年 1 月-2022 年 2 月测算的职位空缺数趋势线。

图表 4: 美国劳动力供给下降原因分解(万人)



数据来源: NBER、工银亚洲东南亚研究中心

图表 5: 美国劳动力市场供需失衡严重

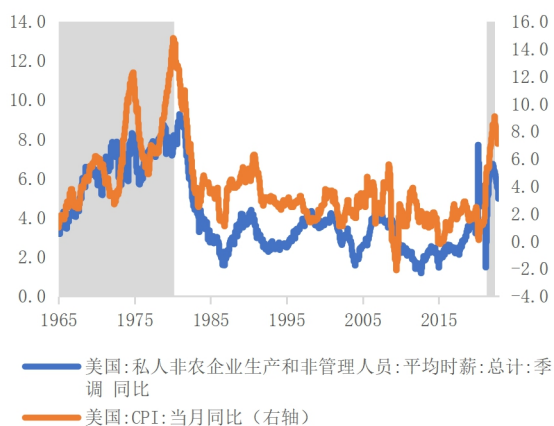


数据来源: WIND、工银亚洲东南亚研究中心

3. “工资-通胀”螺旋何时被抑制的不确定性。前文所述的劳力缺口产生劳力市场的超额需求，叠加工会涨薪的要求⁷、劳动合同及社保金与通胀挂钩（见图表 7）推动通胀向收入传导，形成“工资-通胀”螺旋，且随着美国劳动力市场紧张的延续，螺旋上升风险不断累积。不过，当前美国工会化率、劳动合同与通胀挂钩的比例均不及 70 年代，在一定程度上限制通胀向收入传导的程度，12 月非农平均时薪环比增 0.3%、低于预期的 0.4%也预示传导效果可能开始转弱。短期内就业市场紧张仍将主导“工资-通胀”螺旋风险持续走升，不过由于传导效果不及 70 年代，预计整体呈“弱螺旋”态势，在核心服务项的需求减弱后，核心通胀才有望回落。

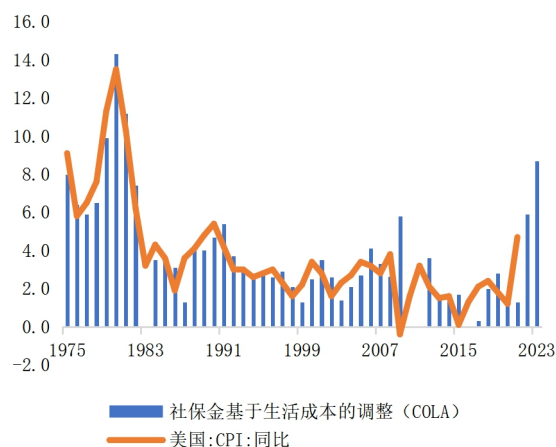
⁷ 如 2022 年 9 月铁路工会与政府的临时协议中未来五年铁路工人工资将增加 24%。

图表 6：美国 70 年代及目前出现了较明显的“工资-通胀”螺旋



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 7：2023 年社会保险、补充保障收入将提升 8.7%



数据来源：美国社保局、WIND、工银亚洲东南亚研究中心

（二）财政政策空间收窄

财政退坡持续但坡度放缓。本财年赤字收窄主要通过扩充收入，支出不再如 2022 财年般大幅削减⁸。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，2023 财年赤字 9,840 亿较 2022 财年 10,360 亿进一步收窄，其中财政支出基本与上年持平、财政收入 48,900 亿较上年 48,360 亿有所增长（见图表 8）。

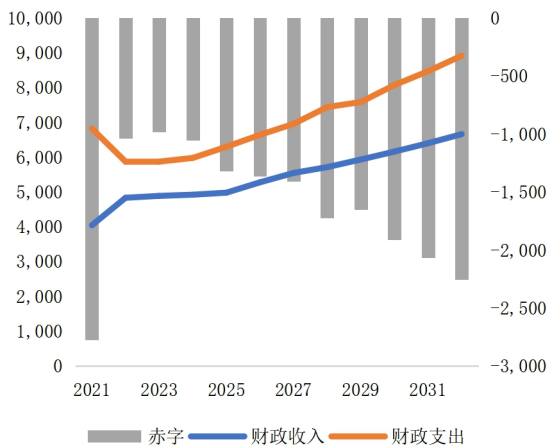
两党关于债务上限的争斗进一步挤压财政空间。一方面，美国国债总额已超过上限 31.4 万亿美元，鉴于 2022 年末美国财政部 TGA 账户⁹余额降至 4,098 亿美元（见图表 9），若本财年未能调整债务上限，则 TGA 账户不足以弥补 CBO 规划的赤字额。另一方面，共和党反对提高债务上限，除非民主党削减开支，未来两党在财政领域的矛盾料持续。财政空间遭

⁸ 2022 年财政支出为 58,720 亿美元，较 2021 年的 68,220 亿美元缩减了 13.9%。

⁹ TGA 账户即美国财政部一般账户（Treasury General Account），是财政部在美联储的存款账户。

掣肘令其对货币政策的配合力度¹⁰下降，或令美联储谨慎考虑收紧力度以避免经济硬着陆。俄乌冲突若加剧，西方援乌预算或被迫增加，美国国防开支存在扩大可能性。新财年可自由裁量的 1.7 万亿预算中，8,580 亿美元用于国防军费支出，较前一年增加约 10%，其中高达 450 亿用于援助乌克兰。

图表 8：美国 2022 年、2023 年财政赤字持续缩减



数据来源：CBO、工银亚洲东南亚研究中心

图表 9：美国财政部账户余额仅剩 4098 亿元



数据来源：MacroMicro、工银亚洲东南亚研究中心

三、2023 年美国经济增长预测及衍生影响展望

(一)两种情形下预计美国 2023 年 GDP 增长 0.4%-0.6%，占全球 GDP 比重下行 1.5 个百分点至 23%左右

2023 年美联储快速加息周期结束，但面对来自能源价格和“工资-通胀”螺旋的不确定性，基准利率在高位维持至年末的概率较高，相应抑制消费和投资，外贸增长亦缺乏持

¹⁰ 美国财政部在 11 月 2 日公布的四季度再融资声明中提及其正研究在未来进行潜在的国债回购，被市场认为是为配合美联储货币政策的配合。

续性。综合预计，美国上半年经济增长仍存韧性，但下半年面临放缓风险，在美联储 2023 年不降息的情景下，预计美国 2023 年全年 GDP 增长 0.4%，1-4 季度 GDP 环比折年率分别为 1.4%、-0.4%、-2.9%、-5.8%。如果经济下行压力加大，在美联储 2023 年四季度启动降息的情景下，四季度消费和投资下行风险收敛，则预计美国 2023 年全年 GDP 增长 0.6%，1-4 季度 GDP 环比折年率分别为 1.4%、-0.4%、-2.9%、-2.4%。

在平均增速 0.5%的假定下，预计美联储 2023 年 GDP 规模有望达到 20.1 万亿美元¹¹，由于部分非美经济、尤其是中国经济的复苏，美国在全球 GDP 的占比可能由 2020 年峰值的 24.5%下行至 2023 年的 23%附近，2023 年美国对全球经济增长的贡献率、拉动率可能下降至 4.4%、0.12%左右。

（二）美国经济放缓对全球经济增长的衍生影响

1. 对经济增长的影响：美国经济加速下行缓解非美经济体被动紧缩压力。全球各经济体由于产业结构及疫情形势差异，对货币政策调整的需求和敏感度不同，但 2022 年 3 月美联储开启加息周期后，央行不得不在经济增长、资本外流、币值稳定间艰难抉择，最终步入近 20 年最强加息潮，货币政策的“自主性缺失”拖累经济复苏节奏。2023 年美国经济增长轨迹将影响美联储货币政策调整，从而成为影响全球其它央行货币政策走向、经济表现的重要指标。如果美国经济加速下行、通胀降温，虽然会带来全球外需的疲弱，但美联

¹¹ 基于美国经济分析局公布的不变价进行测算。

储加息终点或低于 5%、且有可能在四季度启动降息，相应令被动紧缩的国家货币政策空间扩大，投资和消费受高利率的掣肘有所缓解，经济表现一定程度上受支撑。相反，如果美国经济温和下行，通胀受能源价格和劳动力市场紧张支撑，则美联储加息终点有可能高于 5%，多数非美经济体将面临持续的货币政策紧缩压力，经济复苏可能承受更大压力。

2. 对金融市场的影响：总体下行、波动趋向收敛，不排除黑天鹅事件出现的可能性。美国在全球金融市场的占比超过其在全球经济中的占比¹²，美国金融市场对全球金融市场的影响程度相应更深。2023 年随着美国经济增长放缓和加息周期结束，**预计美股仍有走低压力**，经济增速下行料成为主导美股走低的关键因素，加息周期结束利好美股但影响相对有限；全球股票市场存在因流动性收紧跟随美股下行压力，叠加多数非美发达经济体经济景气度偏弱，股市承压或下行风险更大；但中美经济、政策周期差收敛，中国经济全面复苏，将推动 A 股及港股趋势性上行，相对而言，美港股的技术性联动可能令港股相对于 A 股更多受到美股波动的影响。**美债收益率大幅上行趋势放缓**，2 年期美债利率大概率仍未见顶，10 年期美债利率超过前期高点的概率不大，全球资本回流美国的压力仍然偏高。**美元指数走势料趋势性回落**，但欧英日经济前景更不容乐观，预将对美元指数形成一定支撑；非美货币快速贬值态势相应将有所改善，人民币汇率料随中

¹² 美国 GDP 占全球 GDP 比重约 23%，美国股市规模占全球股市规模 40%以上。

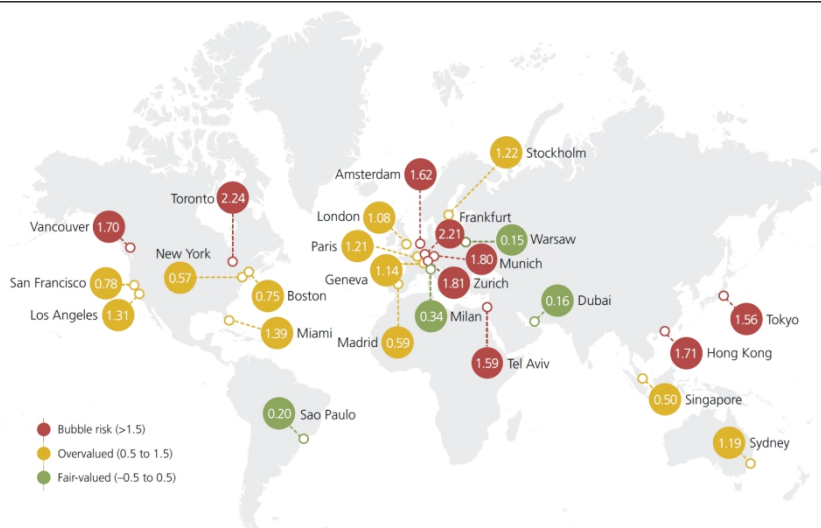
国经济向好、中美利差回正趋势性走强，但在全球经济及地缘形势复杂化、人民币汇率形成机制改革持续推进背景下，人民币汇率双向波动也将成为常态。

从历史规律看，美联储加息周期结束后全球金融市场总体波动趋向收敛，但不排除黑天鹅事件出现的可能性，如 20 世纪 80 年代、90 年代美联储加息周期结束后爆发的拉美债务危机、东南亚金融危机等。除了经济基本面差、外债负担重的弱资质国家可能爆发局部性风险事件外，另需关注的是**全球房地产泡沫累积创次贷危机以来最严重情形**，低利率、强劲的劳动力市场、房屋租金增长等推升 2021 年中至 2022 年中全球重点城市房价涨幅创 2007 年以来最高，未偿还抵押贷款增长创 2008 年以来最快¹³。2022 年末，美国房地产建筑商信心-新屋开工-成屋销售全线降温，房价跌幅加剧，2023 年随着经济下行，叠加高利率和高房价对房地产市场的挤压，从美国延伸至全球的房地产下行风险加大，多伦多、法兰克福房地产泡沫风险指数最高（见图表 10）。此外近年受国际资本青睐的东盟国家中，越南 2022 年房价涨幅超过 20%、四季度地产出现暴雷事件，泰国房价涨幅约 9%，印尼房价涨近 5%，亦需关注外资回流背景下的或有地产市场波动。但整体而言，历经亚洲金融危机洗礼的主要东南亚国家金融韧性明显提高，在此轮疫情、地缘和加息冲击中，部分国家还受益于大宗商品价格上行和订单转移、经济复苏表现较好，

¹³ 数据来源于瑞银 2022 年《全球房地产泡沫指数》报告。

2023 年外需承压但中国扩内需、疫情常态化防控可能给区域国家带来接续增长红利，再次发生区域性危机的概率较小。

图表 10：2022 年全球房地产泡沫风险指数



数据来源：瑞银、工银亚洲东南亚研究中心

注 1：房地产泡沫风险指数 ≥ 1.5 ，说明该城市存在泡沫风险，指数越大风险越大

注 2：瑞银综合考虑房价与租金比率、房价与收入比率、抵押贷款支付增加与 GDP 增加比率、建筑支出增加与 GDP 增加比率、市区与郊区房价比率，测算得出房地产泡沫风险指数



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**