

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜  
吴起睿 张润锋

## “软着陆”的逻辑和情景

### ——2024 年宏观中期展望 (美国篇)

#### 阅读摘要

2024 年上半年, 美国经济总体呈现“**滞的风险未至, 涨的风险未消, 紧货币伴随宽财政**”格局。消费增速放缓但服务消费仍具韧性, 投资在高利率掣肘下表现不弱。劳动力市场有所降温, 政策延续“紧货币+宽财政”格局。预计下半年美国 GDP 增速小幅下降, 全年可实现略高于 2% 的增长。分部门来看:

作为经济核心动能的**消费缓步降温但韧性仍存**: (1) 从收入/财富效应来看, 劳动力市场恐面临“拐点”, 收入效应减弱; 但下半年降息的财富效应料仍可支撑消费韧性 (乐观情形下, 美股涨幅上升, 增强财富效应); (2) 从政策效应来看, 超额储蓄已耗尽, “限制性”利率拖累消费小幅降温, 但韧性消费结构特征料持续; (3) 从杠杆周期来看, 居民资产负债表面临债务负担上升以及信贷边际递减双重掣肘, 预计对消费产生“挤出效应”。

**降息有望提振投资表现但程度料有限**, (1) 本轮补库周期已开启但较以往略温和; (2) 地产投资回暖程度取决于货币政策转向时点; (3) 制造业回流对投资拉动作用尚不明确。

**政府支出增长有望抵消外贸负向拖累。**

# “软着陆”的逻辑和情景

——2024 年宏观中期展望（美国篇）

## 一、2024 上半年美国经济回顾

2024 年上半年，美国经济总体呈现“滞的风险未至，涨的风险未消，紧货币伴随宽财政”的格局，具体看：

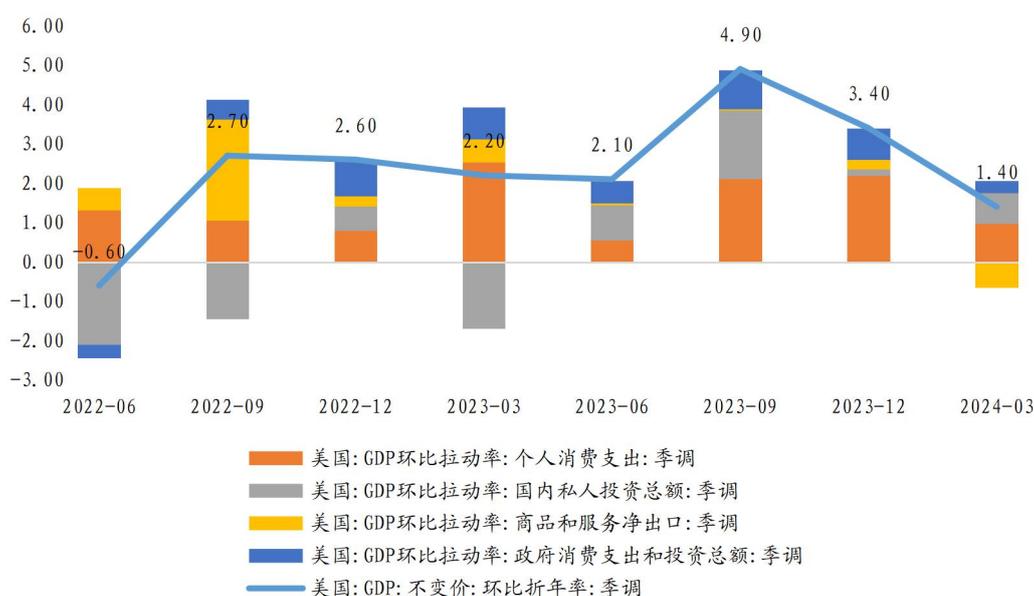
**增长：**消费增速放缓但服务消费仍具韧性，投资在高利率掣肘下表现不弱。一季度实际 GDP 环比折年率 1.4%，较 2023 年三、四季度的增速 4.9%、3.4% 明显放缓。其中：耐用品消费拖累商品消费（-0.51%，对环比折年率的拉动率，下同）降温但服务消费（+1.49%）增长强劲，库存投资（-0.42%）有所拖累但固定资产投资（+1.19%）表现亮眼，净出口（-0.65%）、政府支出（+0.31%）影响相对较小。

**就业：**劳动力市场有所降温。虽然非农就业人数波动较大，但总体看就业缺口（职位空缺数-登记失业人数）自 2023 年年末的 262 万人缩窄至 2024 年 5 月的 149 万人，6 月失业率自 3.7% 上行至 4.1%，劳动力市场紧张程度有所减弱。

**通胀：**受非住房服务通胀粘性支撑，短期内通胀中枢仍明显高于疫情前。2024 年 6 月 CPI 同比增速降至 3.0%、核心 PCE 自 2023 年末的 2.9% 逐步降温至 5 月的 2.6%，均远高于疫情前 1.8%、1.6% 左右的水平。虽然住房服务及核心商品有所降温，但劳动力市场整体偏紧支撑非住房服务通胀粘性，且食品能源价格高位波动，抗通胀后半程存在挑战。

**政策：延续“紧货币+宽财政”格局。**货币政策，开始放缓“量”缩的力度（两次下调美国国债缩表规模），“价的政策”未放宽（维持基准利率不变）。最新经济预测上调通胀预期，下调降息次数。6月会议将2024、2025年核心PCE预期自2023年12月会议的2.4%、2.2%上调至2.8%、2.3%，2024年降息次数自3次下调至1次。财政大幅调高赤字预期。国会预算办公室将2024年赤字率<sup>1</sup>自5.6%大幅上调至7.0%，大幅增支（详见后文）并下调个人所得税、企业所得税收入预期，并加大纾困家庭及企业部门的力度（见图表1）。

**图表 1：各部门对美国 GDP 增速的拉动率**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 二、2024 下半年美国经济展望

预计下半年美国 GDP 增速小幅下降，全年实现略高于 2%

<sup>1</sup> 排除付款时间变化 (adjusted for timing shifts)。

的增长。具体看：

### **（一）消费：下半年缓步降温但仍具韧性，收入效应降温但财富效应仍有所支撑**

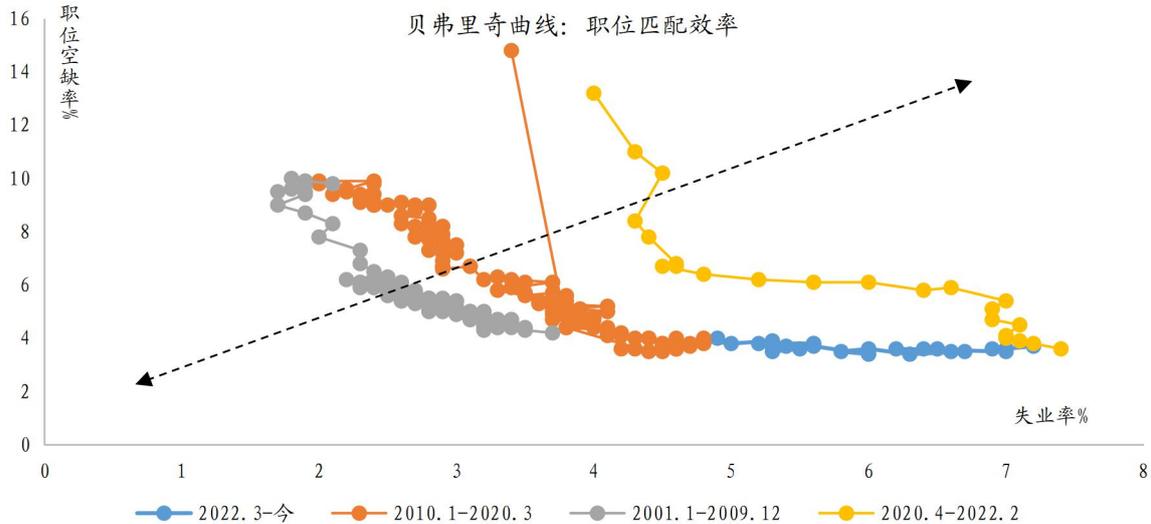
2024 年二季度美国消费已开始出现增速停滞迹象<sup>2</sup>，消费结构呈现“服务消费>非耐用品消费>耐用品消费”的特征。预计下半年，消费缓步降温但韧性仍存。

**（1）收入及财富效应：**劳动力市场拐点临近，收入对于消费的支持预期降温；但下半年降息带来的财富效应有望对消费提供支撑。从贝弗里奇曲线（Beveridge curve）来看（见图表 2），2023 年以来美国的劳动市场匹配效率高于 2020-2022 年，但近期劳动力市场出现“转向”信号，紧张程度（tightness）有所下降。主要表现在：（1）劳动力市场供需缺口持续缩小，目前劳动力缺口已接近 2019 年疫情前水平（2020 年 1 月：132.8 万人；2024 年 6 月：149.1 万人）（见图表 3）；（2）随着供需缺口缩小，劳动市场紧张程度有所下降，非农时薪不断降低，同比增速从 2024 年 1 月的 4.35% 降至 6 月的 3.86%，下降了 1.57 个百分点（见图表 4）。预期下半年劳动力市场将持续降温，非农时薪（即家庭的劳动收入）将有所减少，消费的收入效应随之减弱。

---

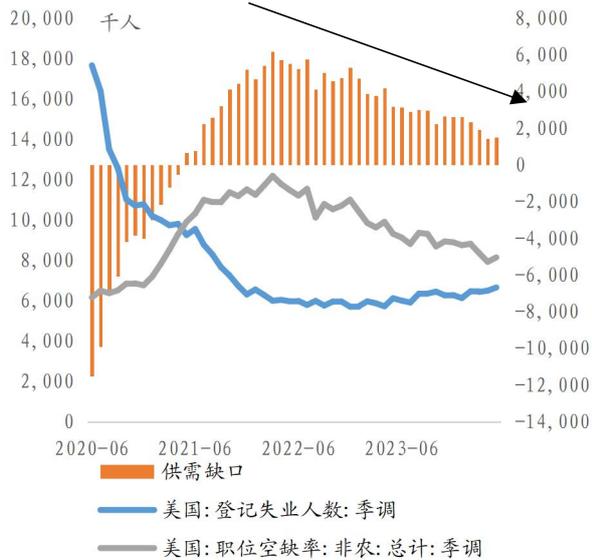
<sup>2</sup> 2024 年 4-5 月，美国零售销售环比增速分别为 -0.2%、0.1%。

图表 2：贝弗里奇曲线



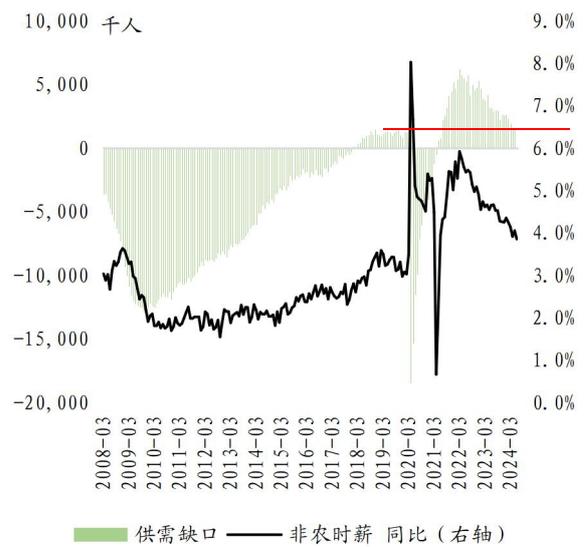
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：劳动力市场缺口持续收缩



数据来源：旧金山联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：供需缺口收窄，非农时薪水同步下降



数据来源：圣路易斯联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从财富效应来看，居民财富在后疫情时期大幅增长（见图表 5），呈现股票、债券和养老金上涨带来的支出增加略高于房价上涨特征。Visa 调查数据显示，财富每增加 1 美元，支出增加约 20-30 美分<sup>3</sup>。2024 年第一季度，由于股市及房

<sup>3</sup> Visa Business and Economic Insights 调查数据显示，2002 年至 2017 年之间家庭财富每增加 1 美元，

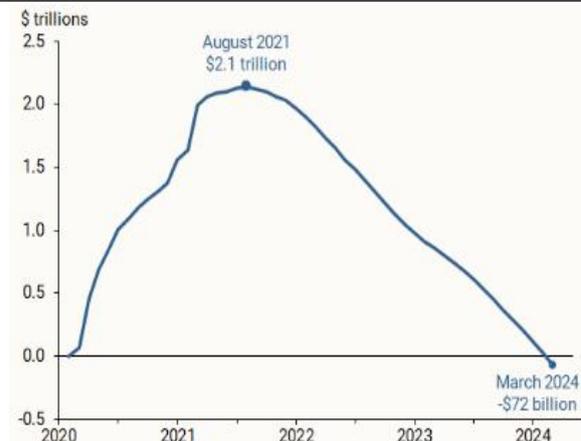
地产价格的上涨，美国家庭净资产同比增长 9.2%，升至创纪录的 151.7 万亿美元<sup>4</sup>。下半年美股强势有望延续、债券价格受益于美联储降息、房价或略有回落但预计仍在高位，预计财富效应将继续支持美国消费韧性。

图表 5: 家庭部门净资产升至历史高位(百万美元)



数据来源: 圣路易斯联储、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 6: 超额储蓄已于 2024 年 3 月耗尽



数据来源: 旧金山联储、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

**(2) 政策/利率效应:** 政策利率对消费的影响主要体现在两个方面。一方面，疫情纾困政策为家庭部门带来超额储蓄，目前，根据旧金山联储 5 月的最新测算，超额储蓄已于 2024 年 3 月提前耗尽<sup>5</sup>（见图表 6），难以继续对消费形成额外提振作用。另一方面，利率除了通过财富效应影响消费总额，也通过消费品（商品与服务消费）的利率弹性敏感程度不同影响消费的结构<sup>6</sup>，即高利率对消费的抑制力度呈“耐用

消费者支出就会增加 9 美分；但在过去几年里，情况发生了巨大变化。截至 2022 年第三季度的数据，财富效应已增加到 34 美分，几乎是疫情前平均水平的四倍。对于股票、债券和养老金权益中的财富，支出响应度为 24 美分。对于自住房中的财富，这一数字为 20 美分。  
<https://usa.visa.com/partner-with-us/visa-consulting-analytics/economic-insights/the-sudden-increase-in-the-wealth-effect-and-its-impact-on-spending.html>

<sup>4</sup> 根据圣路易斯联储数据，2024 年一季度美国家庭净资产为 151.7 万亿美元，而 2023 年一季度家庭净资产为 138.9 万亿美元，详见链接 <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL192090005Q#0>

<sup>5</sup> 旧金山联储 2023 年 11 月测算，超额储蓄预计在 2024 年上半年耗尽；但 2024 年 5 月的最新测算显示，超额储蓄已于 2024 年 3 月全部耗尽。造成差异的主要原因在于，2023 年 4 季度家庭部门储蓄减少的速度提速，由前期的每月 700 亿美元加速到每月 850 亿美元。

<sup>6</sup> 本部分主要分析不同弹性的消费品的变化，财富效应由于其与收入的类似属性再下一部分进行分析。

品消费>非耐用品消费>服务消费”分布。美国消费结构以服务消费为主导（服务消费占 2/3、商品消费占 1/3），高利率导致的商品消费降温令美国消费总体表现边际放缓，但服务消费仍能支撑总体消费韧性（见图表 7）。

图表 7：消费表现中，服务消费>非耐用品消费>耐用品消费

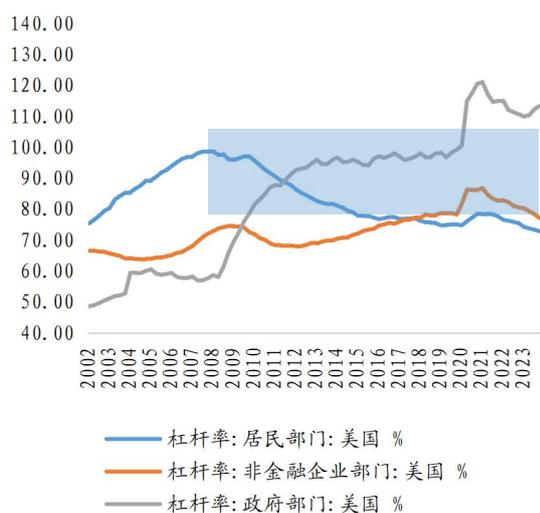
	实际同比增速	通胀	名义同比增速
个人消费支出	2.2%	2.6%	4.8%
商品	1.5%	-0.2%	1.3%
耐用品	1.2%	-2.1%	-0.9%
耐用品:机动车辆及零部件	-6.7%	0.1%	-6.6%
耐用品:家具和家用设备	1.9%	-3.5%	-1.7%
耐用品:娱乐商品和车辆:季调	8.1%	-3.7%	4.4%
耐用品:其他耐用品	6.3%	-2.7%	3.6%
非耐用品	1.6%	0.9%	2.5%
非耐用品:食品	0.9%	1.4%	2.3%
非耐用品:服装和鞋	1.3%	0.4%	1.7%
非耐用品:汽油,燃油,以及其他能源产品	-0.1%	-2.5%	-2.6%
非耐用品:其他非耐用品	3.0%	1.5%	4.5%
服务	2.5%	4.1%	6.6%
家庭服务	2.4%	4.0%	6.5%
家庭经营	1.2%	5.4%	6.5%
交通运输	2.2%	2.7%	5.0%
医疗护理	5.0%	3.2%	8.2%
娱乐	1.7%	4.4%	6.1%
食品和住宿	2.2%	3.8%	6.0%
金融服务和保险	2.6%	4.5%	7.1%
其他服务	0.5%	3.0%	3.5%
对家庭服务之非营利机构最终消费支出	3.9%	4.5%	8.3%
非营利机构产出	4.0%	4.0%	8.0%
非营利机构商品和服务销售收入	4.0%	3.8%	7.8%
能源产品和服务	0.5%	-1.6%	-1.1%
排除食品和能源	2.3%	2.9%	5.3%

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

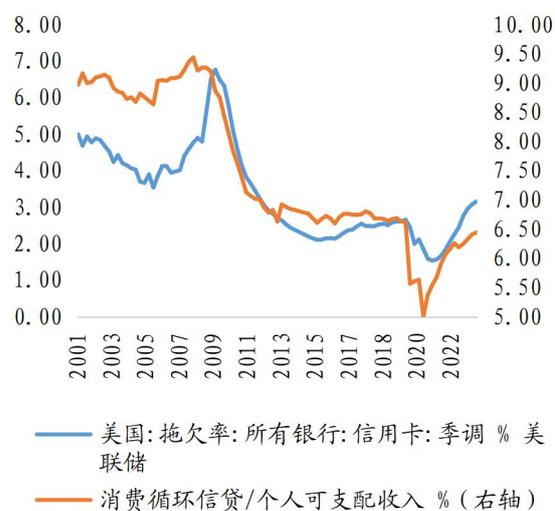
**（3）周期效应：**周期效应主要体现在美国居民部门杠杆率的周期变化。次贷危机期间，美国居民部门经历了一轮强力去杠杆，目前整体杠杆率处于相对低位（见图表 8），理论上仍有借贷消费空间。但疫后恢复性消费正在抬升居民部门杠杆率，2024 年 3 月的最新数据显示，居民部门信用卡拖欠率已升至 3.2% 的 2011 年以来高位，后续持续快速加杠杆

料面临掣肘（见图表 9）。

图表 8：美国居民杠杆空间仍存



图表 9：美国居民信用卡拖欠率编辑上升



数据来源：旧金山联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

数据来源：圣路易斯联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## （二）投资：下半年随降息预期明确而转暖

本轮补库周期已开启但较以往略温和，地产投资回暖程度取决于货币政策转向时点，制造业回流对投资的拉动作用尚不明确。若降息路径较早明确，融资对房地产商的限制转松令供给上升，叠加按揭成本下降令房屋交易重新活跃，有望推动地产投资加速回暖。若降息路径较晚明确，则高利率依然限制房地产商融资，供给依然紧张；交易不活跃，但价格因素依然令房地产投资维持一定增长。

（1）库存周期：总库存转入主动补库阶段，但因总需求回暖较缓、上游前期去库不彻底，预计补库力度或较过往周期温和，后续库存投资增长空间料有限。本轮去库周期始于 2022 年 6 月，库存增速在 2023 年末触底，目前从被动去

库周期逐步转入主动补库，但斜率相对较缓。库存结构中，下游零售商有一定主动补库迹象(4月库存同比增速:4.8%)，但批发商(-1.7%)、制造商(0.4%)尚不明显。受消费动能减弱、下游需求拉动力度不强影响，叠加前期上游去库弱于下游，制造业未完成订单挤压严重(见图表10)、制造商库销比显著高于零售商(见图表11)，本轮补库周期上行力度或较过往周期偏缓。

**图表 10：未完成订单积压严重，掣肘本轮补库力度**



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

**图表 11：制造商库销比显著高于零售商**



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

**(2) 房地产：供需受限局面料有所缓和，地产投资转暖节奏取决于降息路径。**目前受融资成本抬升影响新屋开工下滑了17.5%、受按揭利率高企影响成屋销售较疫情前(2019年12月值)下滑了25.7%(见图表12)。美联储降息开启之后，房地产投资或随美联储降息预期逐步明确而有所升温。供给端：“锁定效应”<sup>7</sup>延续短期内仍影响房源供给<sup>8</sup>，利率下

<sup>7</sup> 指大部分购房者在加息前以较低成本锁定了按揭利率，这些业主不愿意在按揭利率较高时置换，令大量二手房源被“锁定”。

降有望提振开发商融资意愿、拉动地产投资扩张。需求端：根据 Zillow 数据测算，2024 年 5 月美国房屋租金收益率为 6.8%，而 30 年按揭利率在 7% 左右（见图表 13）。待降息预期明确引导按揭利率小幅下行，即可扭转个人购房成本收益比，购房需求将得到提振。因此房地产投资改善时点很大程度上取决于降息时点何时明确，在此之前高利率依然从供需两端拖累地产交易，但地产价格延续高位或令交易额维持一定增长。

图表 12：目前房地产供需两端均受高利率抑制



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13：目前按揭利率略高于租金收益率



数据来源：WIND、Zillow、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**（3）制造业回流：**制造业整体产能、产出、就业需求未明显增长，计算机、电子电气对其他制造业的带动效果尚未显现。拜登政府三大法案<sup>9</sup>旨在引导制造业回流美国，但从总量上看截至 2024 年 5 月，美国制造业产能指数、产出指数分别为 129.5、99.9，较 2020 年 1 月的 128.4、98.8 未有

<sup>8</sup> 目前成屋供给仅供 3.6 个月的销售量。

<sup>9</sup> 《基础设施投资和就业法案》、《芯片和科学法案》以及《通货膨胀削减法案》。

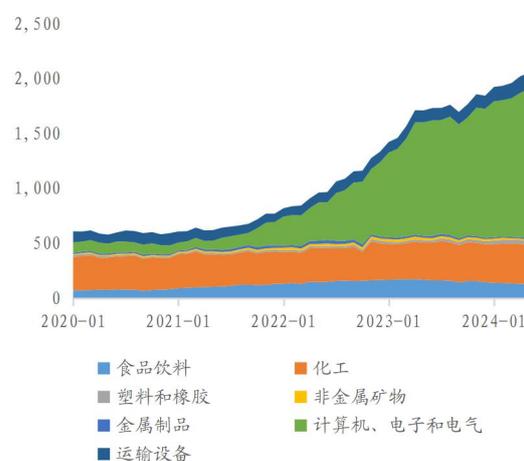
显著抬升，且制造业职位空缺数<sup>10</sup>在疫后脉冲之后已回落至60.3万人、大致回到疫情前趋势<sup>11</sup>（见图表14）。从结构上看，虽然目前制造业建造支出明显增长，但主要由计算机、电子和电气行业拉动，其他行业投资增长较为温和（见图表15）。因此制造业回流对整体投资的拉动作用尚不明确。

图表 14：制造业产能、产出未见显著抬升，制造业职位空缺从疫后的招聘脉冲性增长中回落



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：私人部门制造业细分行业中，除计算机、电子和电气建造支出大幅增长外，其他行业未见显著增长（亿美元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）外贸持续拖累但财政增支支撑政府支出增长，对经济增长的综合影响预计为正向。乐观情形下净出口持平、悲观情形下净出口拖累效应小幅扩大1%，并预计政府支出增速为1.2%。

**外贸：**一方面，美国零售增速略领先于进口增速（见图表16），下半年消费韧性小幅减弱或令进口增长放缓；另一方面，下半年降息预期逐步明确或推动美元走弱、推高进口

<sup>10</sup> 为排除劳动力市场松紧的影响，此处以职位空缺数、而非就业人数为制造业就业需求的衡量指标。

<sup>11</sup> 按2011年1月至2019年12月数据线性推算，2024年5月制造业职位空缺数趋势值为59.1万人。

价格，但鉴于年内美债收益率大幅下行空间有限<sup>12</sup>，美元大幅走弱的概率较小。综合看净出口拖累效应持平或小幅扩大。

**政府支出：**2024 财年支出超预期大幅调升 3,630 亿。四大主要增支项目中，除 600 亿的海外援助为新颁布立法（legislative）推动，学生贷款减免计划、未收回的 FDIC 存款保险款项、医疗补助支出均为技术性（technical）变化<sup>13</sup>（见图表 17）。财政在大选年前置发力意图明显，预将抵消外贸的拖累，整体看外贸及政府支出对 GDP 综合影响为正向。

图表 16：零售增速领先美国进口增速 1 个月



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 17：新一期 2024 财政预算案较年初增加 3,630 亿美元支出的结构（亿美元）



数据来源：美国国会预算办公室、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### 三、结论

尽管正在逐步降温，美国经济短期内仍具备一定韧性，

<sup>12</sup> 我们在报告《怎么看美债利率后续走势？》中预测 2024 年十年期美债利率在 4.0%-4.5% 区间波动。

<sup>13</sup> 技术性变化指既非由新立法推动、也非因经济预测变化而产生的预算变化。特别地，新预算案中在 2024 年增加的学生贷款减免支出、存款保险支出大部分会在后续年份以减支的形式收回，体现财政前置发力。

分部门看增长动能：

**作为经济核心动能的消费缓步降温但韧性仍存。**根据我们的疫后消费“三效应”分析框架：收入/财富效应方面，劳动力拐点临近、收入减弱但下半年降息的财富效应料仍可对消费韧性提供支撑（乐观情形下，美股涨幅上升，增强财富效应）。政策效应方面，超额储蓄已经耗尽，但限制性利率掣肘消费小幅降温，但消费韧性结构特征料持续。杠杆效应方面，居民资产负债表面临债务负担上升以及信贷边际递减掣肘，或对消费有“挤出效应”。

**降息有望提振投资表现但程度预计有限。**本轮补库周期已开启但较以往略温和，地产投资回暖程度取决于货币政策转向时点，制造业回流对投资的拉动作用尚不明确。政府支出增长有望抵消外贸负向拖累。

**乐观情形下美联储较早开启降息周期，带动投资于四季度回暖、消费走弱斜率较缓，且全球地缘博弈局势未明显超预期，2024年美国可实现略高于2%以上的GDP增长。**



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。**