

全球投资者盼望美联储政策转向，但转向的代价可能是美国经济深度衰退以及更加动荡的金融市场。密切关注 2023 年海外经济的三个重要变量，经济衰退、货币转向、流动性冲击。

➤ **回顾 2022 年美国宏观经济，可以用两个词概括：紧货币，宽信用。**

2022 年美国宏观经济主线是居民资产负债表强韧，对终端需求形成较强拉动。

需求强劲意味着两点，一是美国通胀增速攀至近 40 年最高，高通胀导致美联储快速加息缩表以收紧货币政策。二是居民和企业部门的信用扩张。

2022 年我们看到美国出现了奇妙的“紧货币-宽信用”现象。

➤ **展望 2023 年，美国经济继续下行至衰退的方向确定。**

消费端，居民资产负债表将从“顺风”切换至“逆风”，原因有三个：

第一，加息导致金融资产和房地产价值缩水，财富效应将对居民消费产生负作用。

第二，美国低收入群体超额储蓄已经见底。

第三，资产负债表的边际恶化叠加高利率将压制居民消费信贷的扩张。

投资端，贷款利率高企，将继续压制房地产销售与投资。目前美国实际库存增速偏高，补库周期已见顶，企业融资难度增大，需求与资金均不利于企业资本开支。

➤ **为驯服通胀，2023 年美国宏观经济大概率走向深度衰退。**

虽然经济下行的方向确定，但美国经济到底迎来浅衰退还是深度衰退？分歧的核心在于，美国是否需要以经济大幅下行为代价来“驯服通胀”。

要压低美国通胀，首要任务是让美国工资增速回到 2% 左右的“可持续”水平。问题在于疫情、提前退休等因素，美国劳动力供给弹性较低。想要降低居民工资增速，必须让劳动力需求超正常回落，即就业状况大幅恶化。

这种情况下，我们认为经济深度衰退可能是美联储驯服通胀不可避免代价。

➤ **2023 年或有金融风险，金融风险或是美国经济深度衰退的“导火索”。**

1982 年后，美国每一次经济衰退都和风险事件有关，这一次大概率也不会例外。今年以来全球宏观环境从“低通胀-低利率-低波动”切换至“高通胀-高利率-高波动”。

过去存在大量建立在“低利率-低波动”环境之上的宏观策略/行为，它们的稳定性将在 2023 年受到严峻挑战，并有可能引发流动性危机，最终成为美国乃至全球经济深度衰退的导火索。

三个领域流动性风险值得关注。一是美债市场的流动性问题，美债与回购市场的关联加深了美债市场的“系统重要性”。二是新兴市场潜在的债务危机，“强美元+高能源价格”或埋下隐患。三是养老金相关的衍生品流动性风险。

➤ **美国通胀与货币政策有望在下半年迎来由紧转宽的“大转折”。**

2023 年美国通胀回落节奏或将分“两步走”。

上半年，在汽车、医疗服务、房租等分项的推动下，美国核心通胀增速继续下行。但受工资支撑，难以回到美联储的“合意水平”。

下半年，随着美国经济走向较深衰退，核心通胀增速有望在 2023 年末回落至美联储能够容忍的区间(2.5%左右)。

由此判断，美联储或在上半年加息至终点利率 5.25%，2023 年末进入降息周期。

➤ **2023 年美元和美债：强美元与弱美债利率并存。**

2023 年，美债与美元主要围绕两条主线波动。第一条主线是美国在美联储的紧缩政策下经济增长逐渐迈向深度衰退；第二条主线是全球货币紧缩周期下，利率波动显著放大，流动性危机发生概率上升。

我们预计 10 年期美债利率大概率呈现“前高后低”形态，全年中枢约 4.0%。在全球经贸周期下行，以及美元流动性不断收紧的背景下，美元指数料偏强震荡，全年中枢 110-115。

➤ **风险提示：**海外地缘政治风险；美联储货币调控超预期；美国通胀失控风险。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 **谭浩弘**

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

**相关研究**

- 1.宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30
- 2.2022 年 11 月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27
- 3.全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27
- 4.宏观专题研究：地产纾困有了新变化-2022/11/26
- 5.2022 年 11 月国会点评：央行的转型-2022/11/24

# 目录

<b>1 2022 年美国经济回顾：奇妙的“紧货币宽信用”</b> .....	<b>3</b>
1.1 居民部门强劲的需求支撑了美国高通胀 .....	3
1.2 快速加息下，美国经济呈现“紧货币-宽信用” .....	4
<b>2 美国经济的分歧：深度衰退还是浅衰退？</b> .....	<b>6</b>
2.1 美国经济走向衰退是大概率事件 .....	6
2.2 驯服通胀的代价：经济深度衰退 .....	8
<b>3 深度衰退的导火索：金融风险</b> .....	<b>10</b>
3.1 高利率高波动的宏观环境是流动性危机的温床 .....	10
3.2 美债市场流动性问题 .....	11
3.3 新兴市场的潜在危机 .....	12
3.4 养老金背后的衍生品风险 .....	13
<b>4 美国通胀与货币政策：曙光在下半年</b> .....	<b>15</b>
<b>5 资产定价：强美元与弱美债利率并存</b> .....	<b>17</b>
5.1 美债利率：全年“前高后低”，中枢约 4.0% .....	17
5.2 美元：全年偏强震荡，中枢 110-115 .....	18
<b>6 风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>20</b>

# 1 2022 年美国宏观经济回顾：奇妙的“紧货币宽信用”

## 1.1 居民部门强劲的需求支撑了美国高通胀

在我们的 2022 年中期展望报告《美国衰退可能迟到》中我们提到，2022 年美国经济的主题是财政补贴对居民资产负债表的改善以及对后续终端需求的刺激。

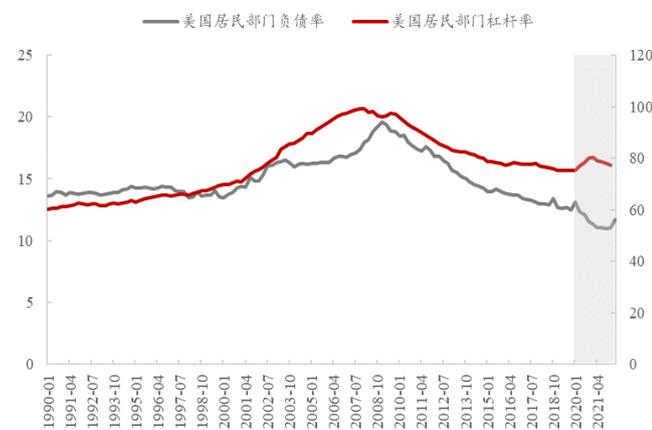
美国居民资产负债表的强劲分别来自存量和流量层面的支撑。

**存量方面，财政补贴和金融资产增值大幅降低了居民部门的杠杆率。**次贷危机后，美国居民部门经历了十余年的去杠杆，资产负债表修复明显，杠杆率大幅下降。新冠疫情爆发后，美国对消费者实行了大规模的财政补贴，这一补贴成为了居民部门资产负债表上的现金和超额储蓄。同时，疫情后美国宽松的货币政策让美股美债等金融资产均迎来暴涨，居民财富增值可观。

**流量方面，美国居民工资增速在 2022 年维持高位。**美国居民工资高企主要受益于劳动力市场的供需错配。需求端，居民强大的消费能力推升了美国企业盈利水平，从而增加了企业的招聘需求。供给端，因提前退休、新冠后遗症、移民减少等原因，美国劳动力供给不足，劳动参与率较疫情前（2020 年 2 月）水平大幅下降。劳动力供需失衡提高了美国工人的议价能力和工资水平。

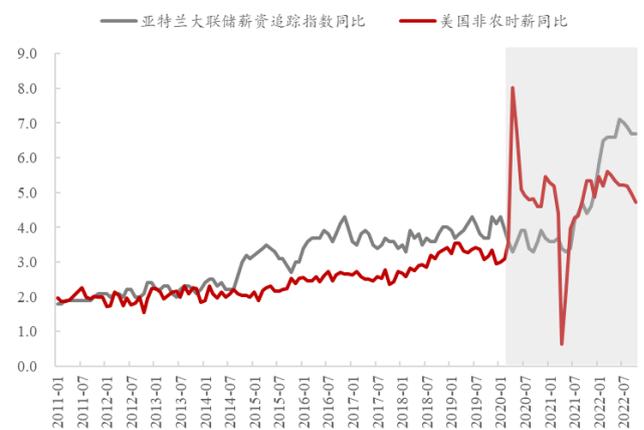
同时，较低的杠杆率和强劲的现金流催生了美国居民部门的信用扩张。美国消费信贷和住房抵押贷款在 2022 年均迎来大幅增长。

图1：美国居民杠杆率健康（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图2：疫情后美国工资增速显著上升（单位：%）



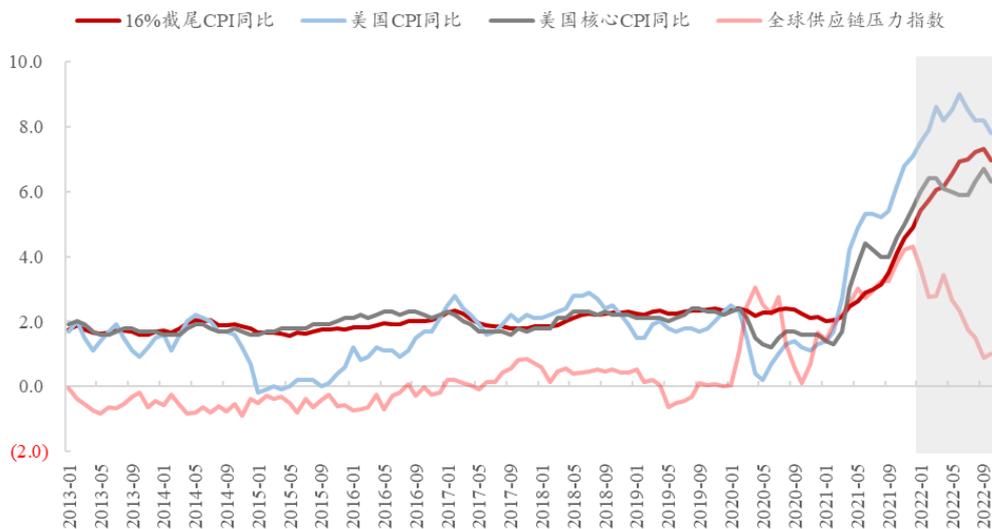
资料来源：Wind，民生证券研究院

**强劲的消费终端需求在 2022 年推动美国通胀增速屡创新高。**

2022 年 10 月，美国 CPI 和核心 CPI 同比增速分别为 7.7%和 6.3%，较疫情后的峰值均有所回落，但仍处于近 40 年的高位。

对于美国本轮通胀来说，需求端的贡献明显要大于供给端。据纽约联储在 2022 年 8 月的研究，在 2019-2021 年，60%的美国通胀可以被需求端解释，剩下 40%的通胀则与供给端有关。进入 2022 年，全球供应链瓶颈显著缓解，全球供应链压力指数从 2021 年 12 月的 4.3 下降至 2022 年 10 月的 1.0。这意味着，需求端对 2022 年美国通胀的贡献大概率高于 60%。

图3：本轮美国通胀上行，需求侧的因素明显更加重要（单位：%）



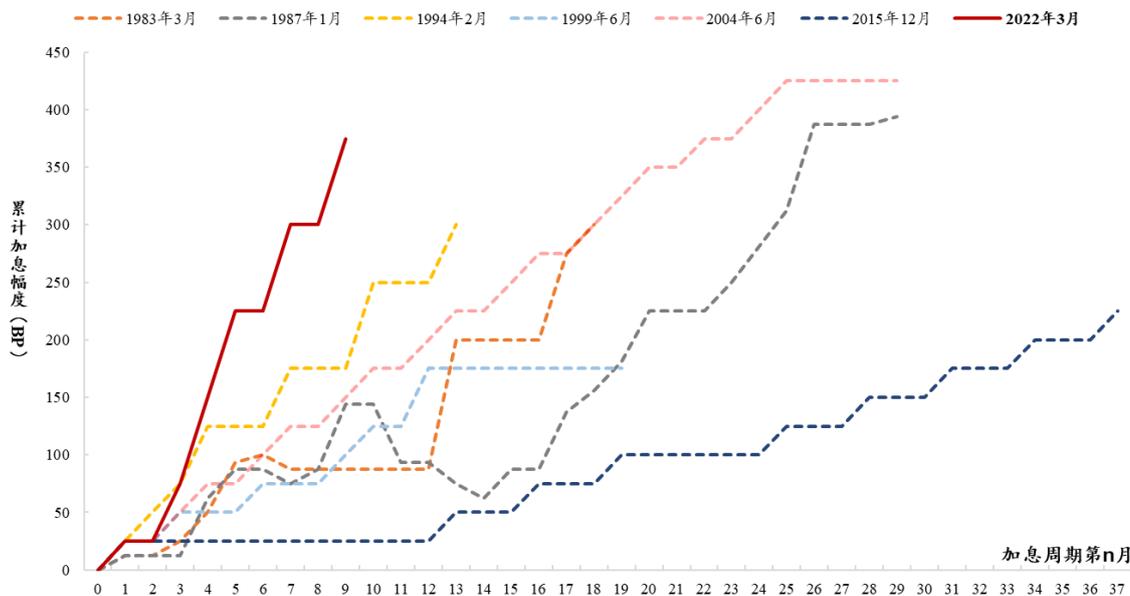
资料来源：Wind，美联储，民生证券研究院

## 1.2 快速加息下，美国经济呈现“紧货币-宽信用”

美国历史高位的通胀推动了历史最“陡峭”加息周期。

从 2021 年二季度开始，美国通胀增速便开始加速上行。但当时美联储认为通胀是“暂时性”，以至于美联储的货币政策大幅落后于曲线。2022 年 3 月，美联储开始了一轮迅猛的加息周期。截至 11 月 21 日，离第一次加息仅约 8 个月的时间，美联储已经累计加息 375BP，加息路径的陡峭程度大于过去 6 轮加息周期。

图4：本轮加息周期斜率为历史最“陡峭”



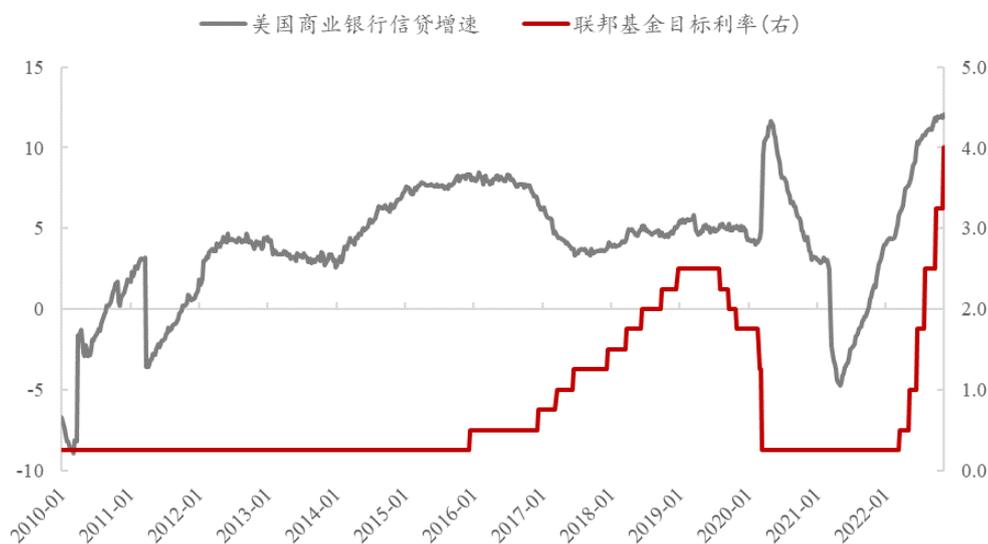
资料来源：美联储，民生证券研究院

### 快速的加息和强劲的需求造就了 2022 年美国“紧货币-宽信用”的景象。

得益于居民部门强劲的消费需求和企业部门的资本开支诉求，截至 11 月 9 日，美国商业银行信贷增速达 12.0%，创疫情以来的新高。2022 年美国商业银行信贷增长 1.07 万亿美元，其中 30.6% 为工商业贷款、37.6% 为房地产抵押贷款、16.0% 为消费信贷。

另外，美国商业银行加速信用扩张也和一些技术性因素有关。第一，2022 年初财政部开始增加 TGA 规模和 2022 年 6 月美联储开始缩表导致银行准备金规模下降后，商业银行的资产负债表规模约束得到解放，从而获得了扩表的空间。第二，次贷危机后，美国商业银行负债成本与政策利率基本脱钩，导致其净息差与加息幅度同步扩大。这种情况下，美联储加息可能会让商业银行信用投放的动机增加。（具体可参考报告《美联储缩表的马奇诺防线》和《美联储缩表的动机与时机》）

**图5：2022 年美国“紧货币-宽信用”**



资料来源：美联储，民生证券研究院

## 2 美国经济的分歧：深度衰退还是浅衰退？

### 2.1 美国经济走向衰退是大概率事件

2023 年，支撑居民消费扩张的大部分因素都将迎来逆风。

首先，由于金融资产和房地产价值的缩水，“财富效应”将对居民消费产生负作用。

美联储加息压制总需求的一大重要渠道是居民部门的“财富效应”。由于美联储的货币紧缩政策，截至 11 月 22 日，标普 500 指数在 2022 年已经下跌 16.0%。美国居民部门的金融资产截至二季度也已经比 2021 年底水平缩水了 9.06 万亿美元，即下降 7.9%。

另一方面，美国 20 个大中城市房价指数也从 2022 年 6 月的高点开始回落。虽然在二季度，美国居民的房地产资产价值未出现下跌，但我们预计在下半年将可以看到美国居民房产价值的萎缩。

图6：美股下跌拖累居民金融资产规模(右：十亿美元)



资料来源：美联储，Wind，民生证券研究院

图7：美国居民房地产资产或将缩水(右：十亿美元)



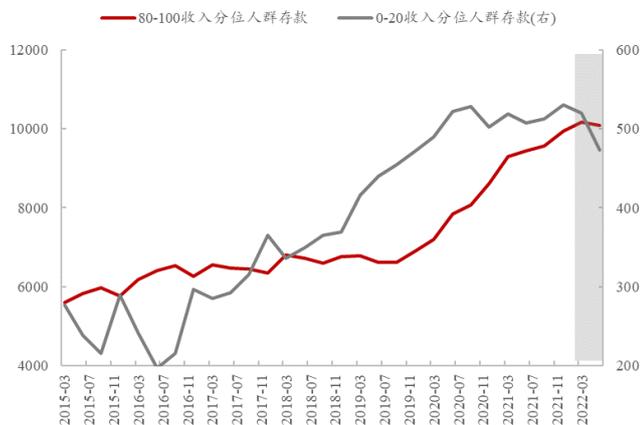
资料来源：美联储，Wind，民生证券研究院

同时，美国低收入群体超额储蓄已经见底，高利率下消费信贷增速亦渐显颓势。

疫情后，由于美国财政部对居民进行了大额的财政补贴，美国消费者储蓄率快速上升，积累了大量的超额储蓄。不过，美国居民超额储蓄同样存在着巨大的“贫富差距”。美联储在 2022 年 10 月的研究表示，截至 2022 年二季度，美国收入水平后 25%的居民仍拥有 921 亿美元的超额储蓄。需要注意的是，这些储蓄中大部分的资金可能被用作投资各类金融产品，并非狭义上的储蓄。根据美国金融账户数据，截至 2022 年二季度，收入水平后 20%的居民的银行存款仅比 2019 年末高出 0.07%。因此，以存款衡量，低收入群体已经耗尽了疫情后的超额储蓄。

在信贷方面，疫情后美国消费信贷快速增长，原因有两个：居民资产负债表健康以及较低的利率。随着美联储在 2022 年加息 375BP（截至 11 月会议），美国政策利率水平已经高于上一轮加息周期的峰值，消费信贷利率也大幅提高。同时，因为资产价值和超额储蓄的减少，美国居民的资产负债表状况也发生了边际恶化。在这种情况下，美国消费信贷环比增长规模较 2022 年峰值大幅下降，且我们预计在 2023 年消费信贷增长将进一步萎缩，很可能跌入负值。

图8：美国低收入群体超额存款耗尽(单位：十亿美元)



资料来源：美联储，民生证券研究院

图9：美国消费信贷增长边际转弱(单位：十亿美元)



资料来源：美联储，民生证券研究院

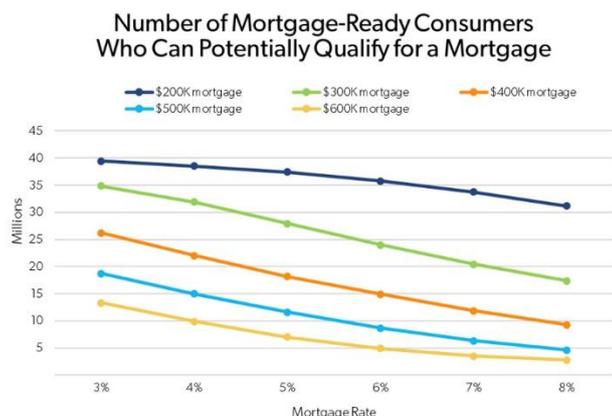
在投资端，2023年美国房地产投资资料维持疲软，企业资本开支热度难以为继。

高利率对美国房地产销售的压制将在2023年持续，进而拖累地产投资。

截至11月17日，美国30年固定抵押贷款利率为6.61%，较2021年末上升了3.5个pcts。高房贷利率对地产销售产生了两个影响：一是让购房者的购房成本大幅上升；二是利率上升会让房贷本身的价值上升，从而让符合贷款标准的购房者数量降低。据房地美研究，随着房贷利率的上涨，2022年大约有1500万个潜在购房者被排除在放贷标准之外。

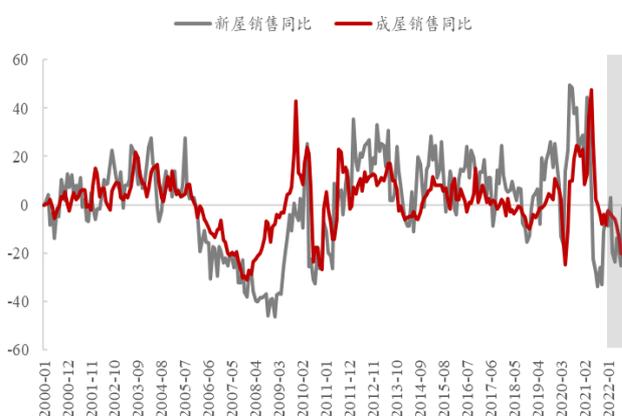
在2022年，高企的利率已经带来了地产销售端的萎缩。截至2022年9月，美国新屋销售和成屋销售的同比增速分别录得-17.6%和-23.8%。我们预计，2023年上半年美国货币政策仍难以迎来实质性转向。这意味着美债利率可能保持高位震荡，房贷利率亦难以下降。也就是说，在2023年上半年，利率对美国房屋销售的压制仍然非常显著，销售增速料仍在低位。而房屋销售一般领先房地产投资1-2个季度，因此2023年美国房地产投资增速仍将低迷。

图10：房贷利率上行挤出大量合格购房者



资料来源：Freddie Mac，民生证券研究院

图11：美国房地产销售增速疲软(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 补库动能见顶和融资端受阻将在 2023 年制约企业资本开支。

在经历了 2022 年的补库后，美国当前库存水平已经较高，因为需求正在走弱，可以说正处于“被动补库”阶段。截至 2022 年 9 月，美国零售商实际库存和批发商实际库存同比分别录得 13.9%和 12.6%，均位于历史高位，且出现见顶回落迹象。虽然制造业库存仍然偏低，但历史上中下游库存与上游库存出现背离时，往往是中下游库存更能代表经济所在周期。总的来说，美国库存周期见顶意味着资本开支需求的不足。

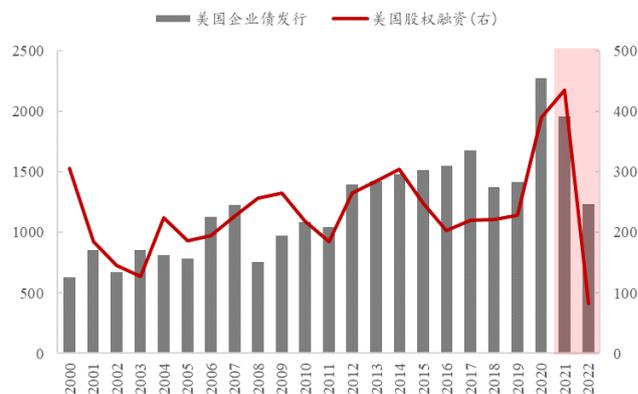
另一方面，随着金融条件收紧，美国企业融资难度开始增大，资本开支的资金来源大幅减少。因融资成本上升，经济衰退担忧加剧等原因，美国企业在 2022 年的融资活动削减严重。2022 年前 10 个月，美国企业债发行规模为 1.23 万亿美元，不仅大幅低于 2021 年同期的 1.74 万亿美元，在近十年也算是偏低水平。同时，2022 年前 10 个月美国公司的股权融资规模也很低，仅有 819 亿美元，大幅低于 2021 年同期的 3749 亿美元。其中，2022 年前 10 个月，美国 IPO 融资额仅为 83 亿美元。

图12：美国补库周期见顶(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：美国企业融资大幅下滑(单位：十亿美元)



资料来源：SIFMA，民生证券研究院

消费和投资在美国实际 GDP 中约占 90%，而两者在 2023 年均面临诸多不利因素，美国经济动能进一步下降，经济走向衰退已是大概率事件。在 IMF 最新发布的 10 月全球经济展望中，IMF 将 2023 年美国经济增长速度下调至 1.0%。同时，咨询会的衰退概率模型显示，未来 12 个月美国经济进入衰退的概率为 96%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_49687](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49687)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>