



Research and  
Development Center

# 2023 年美国经济展望： “软着陆” 困难重重

2022 年 12 月 22 日

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 2023 年美国展望：“软着陆”困难重重

2022 年 12 月 22 日

- **明年下半年的通胀韧性或高于上半年。**美国通胀驱动力已由三轮降成两轮，后续通胀有望由两轮驱动进一步减弱成单轮驱动。随着通胀驱动力的逐步减弱，我们认为明年美国通胀将进入下行通道，回落速度关键在核心项，尤其是核心服务。我们认为，核心服务回落的两大关键点中，房屋租金价格主导了核心服务的回落方向，领先于房租的美国房价同比见顶回落，带动住房租金下降，或将驱动核心服务见顶，而劳动力市场的紧俏增加通胀韧性，劳动力缺口下的薪资增速还会对服务业通胀有支撑，影响后续回落斜率。总体上看，明年上半年通胀中枢的下行速度会比下半年明显要快，但下半年通胀韧性更高。
- **美联储加息步伐继续，降息预期降温。**美联储加息已正式进入下半场，但通胀韧性影响回落斜率，阻碍通胀回落到政策区间，这意味着美联储对抗通胀的斗争还要继续，明年步伐放缓的加息仍有可能持续至 5 月。一是明年年底通胀难回到美联储预期的 2% 通胀目标。通胀回落有限，加息次数过少可能会重演美联储紧缩程度不够的错误。二是当前芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0，表明金融条件比过去的平均水平更宽松，这意味着还有继续加息的空间。此外，鲍威尔指出预计明年不会降息，打击了市场的降息预期。一是由加息转向降息往往都有过渡期，二是美国明年通胀难回合意区间，下半年通胀韧性更强，这是难以提前降息的更重要原因。我们预计明年美元指数中枢或将下调，而人民币汇率贬值的外部压力也会有所缓解。
- **美国经济“软着陆”困难重重。**今年加息以来，商品消费增长速度已经减弱，我们预计明年消费增速仍会放缓，全年消费增速有转负风险。而投资面临多重下行压力，我们预计增速继续减弱。一是抵押贷款利率上涨过快，房市趋冷，住宅投资动力受限。二是企业投资意愿减弱，非住宅投资增长乏力。三是未来美国需求下降将导致企业继续去库存。在商品消费继续放缓和企业投资意愿不足的影响下，美国消费品和中间品的需求下降，净出口或再度收窄。美国经济回落，一方面会加大我国的外贸压力，另一方面明年中美经济分化，稳增长发力下中国经济有望回暖，中国经济基本面相对于美国的改善，或有助于人民币兑美元汇率由弱转强。
- **风险因素：**美国紧缩政策超预期，通胀韧性超预期，地缘政治风险。

## 目录

一、下半年的通胀韧性或高于上半年.....	4
1.1 美国通胀中枢或进入下行通道.....	4
1.2 住房租金类服务价格见顶回落.....	6
1.3 薪资韧性压缩非住房租金类价格的下降空间.....	7
1.4 明年下半年的通胀韧性可能更强.....	10
二、美联储加息步伐继续，降息预期降温.....	12
2.1 美联储下半场加息或将延续至5月.....	12
2.2 降息预期降温，高利率水平维持更长.....	13
2.3 美指走势偏弱，人民币汇率贬值的外部压力缓解.....	14
三、美国经济“软着陆”困难重重.....	15
3.1 全年消费增速有转负风险.....	15
3.2 私人投资承压.....	19
3.3 净出口再度收窄.....	22
3.4 对中国的影响.....	24
风险因素.....	25

## 图目录

图 1：通胀正由三轮驱动转向两轮驱动.....	4
图 2：通胀的核心项贡献仍旧很大，尤其是核心服务.....	5
图 3：核心通胀同比高位震荡，环比回落.....	5
图 4：核心服务与核心商品贡献进入阶段二.....	6
图 5：自 2021 年下半年以来，住宅类服务对核心服务的贡献更高.....	6
图 6：核心服务和住房租金高度相关.....	7
图 7：美国房地美房价指数明显回落.....	7
图 8：物流和餐饮行业的薪资增长指数位居前列.....	8
图 9：非住房租金核心服务通胀与薪资增长指数高度相关.....	8
图 10：现阶段，美国劳动力市场处于供给不足阶段.....	9
图 11：劳动参与率修复缺口还存在.....	9
图 12：劳动力供需缺口和失业率强相关.....	10
图 13：调查显示，明年企业预计员工薪资涨幅为 4.6%.....	10
图 14：2023 年上半年的基数偏高.....	11
图 15：2023 年下半年食品和能源的基数走低.....	11
图 16：预计 2023 年下半年美国通胀韧性仍旧较高.....	12
图 17：美国继续执行资产负债表缩减计划.....	13
图 18：2022 年年内已加息 425 bp.....	13
图 19：历史上，最后一次加息和首次降息之间存在时间差.....	14
图 20：芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0.....	14
图 21：强势美元给人民币汇率带来的压力有所缓解.....	15
图 22：消费者信心低位徘徊，消费仍在下探.....	16
图 23：商品消费增长增速放缓.....	16
图 24：加息以来，商品消费对总支出的贡献减弱.....	17
图 25：10 月商品消费水平高于疫情前趋势 7%.....	17
图 26：美国居民超额储蓄存量支撑商品消费回落.....	18
图 27：美国居民储蓄率低于疫情前水平.....	18
图 28：美国政府消费与投资总额稳步增长.....	19
图 29：美国抵押贷款利率上涨，成屋销售数量下滑.....	19
图 30：利润指标领先投资 1-2 个季度左右.....	20
图 31：企业 CFO 担心的问题主要是通胀和劳动力质量.....	20
图 32：企业对未来 6 个月的投资意愿比例有所下滑.....	21
图 33：美国库存销售比明显回升.....	21
图 34：销售总额同比已见顶回落.....	22
图 35：美国进口同比增速出现回落.....	23
图 36：供应链压力指数明显改善.....	23
图 37：美国对中间品和消费品进口明显收窄.....	24
图 38：消费的拉动作用已经减弱.....	24

今年美国的形势是史诗级通胀和史诗级加息的组合，我们预计明年通胀进入下行通道，但通胀下半年的韧性或高于上半年。因此，即使美联储停止加息，高利率也可能维持更久。明年中美经济或将进一步分化，美国经济增速放缓，而消费需求回落将增大我国的外贸压力，加息步伐放缓后人民币汇率贬值压力也将有所缓解。

## 一、下半年的通胀韧性或高于上半年

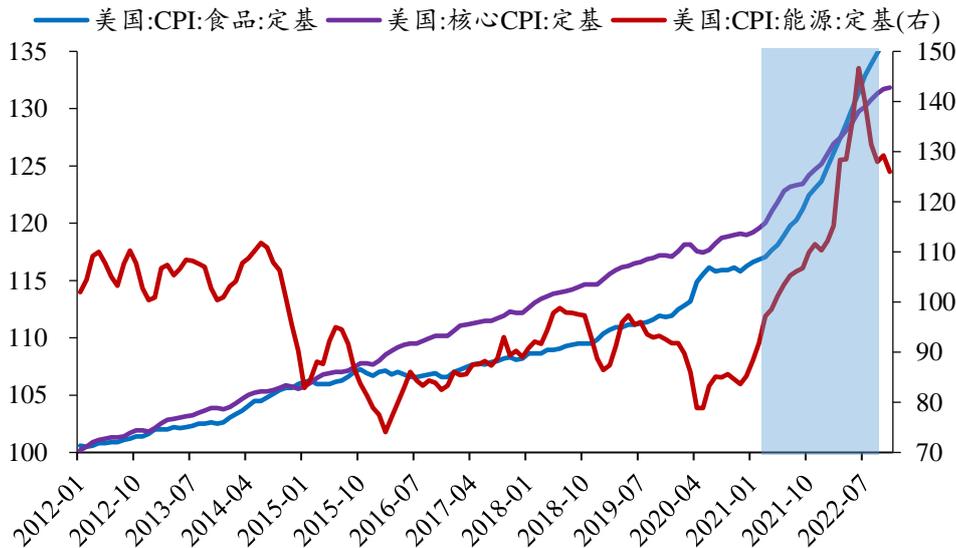
我们预计 2023 年美国通胀进入下行通道，全年通胀中枢较 2022 年有所回落，但明年下半年的通胀韧性或高于上半年。

### 1.1 美国通胀中枢或进入下行通道

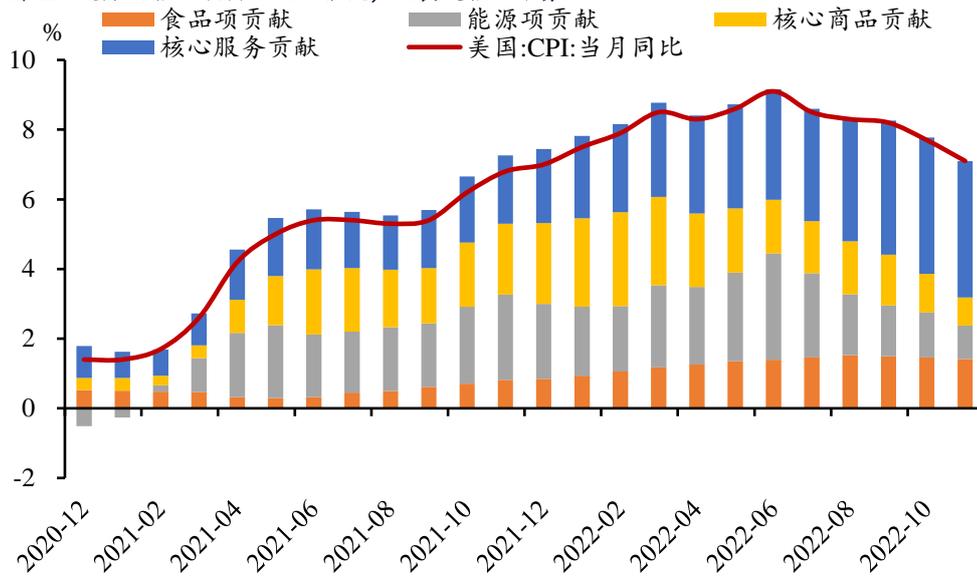
美国通胀的驱动力已经减弱，我们预计 2023 年美国通胀中枢或将进入下行通道。

一是通胀有望从两轮驱动进一步减弱成单轮驱动。当前，美国通胀驱动力已经发生了一些变化。自今年 6 月以来，能源项贡献对美国通胀的支撑已经明显减弱，从最高 6 月份 3.06% 的贡献度下降到 11 月的 0.96%。这些都表明美国通胀正由三轮驱动（能源、食品和核心项）转向两轮驱动（食品和核心项）。因为食品项和能源项间存在联动，能源项贡献走弱以后食品项贡献也会因联动而下降（见《四季度股债双牛的逻辑之一：美国加息进入下半场》），我们认为后续通胀有望由两轮驱动（食品和核心项）进一步减弱成单轮驱动（核心项）。随着通胀驱动力的逐步减弱，美国通胀的上行动力或已边际转弱。

图 1：通胀正由三轮驱动转向两轮驱动



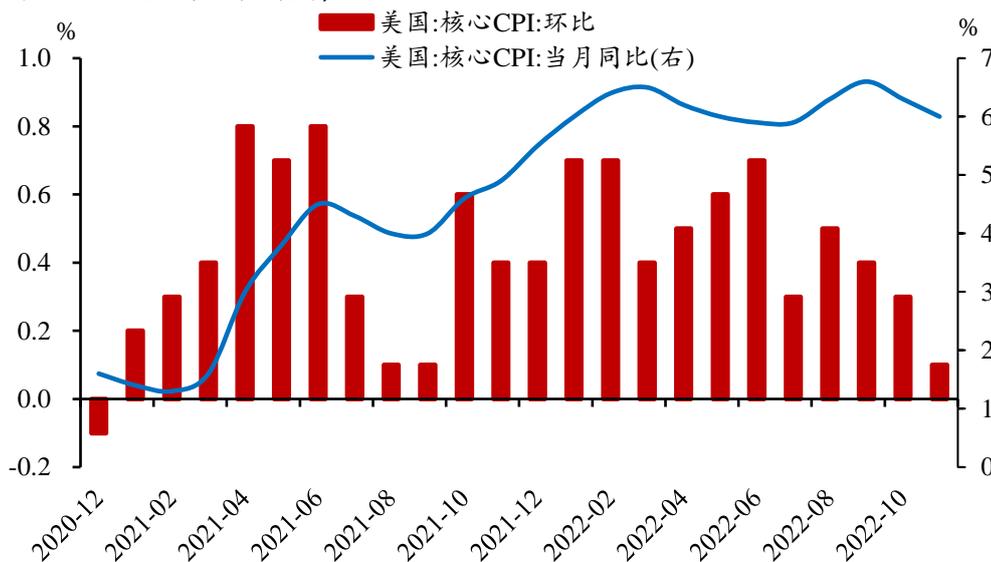
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：通胀的核心项贡献仍旧很大，尤其是核心服务**


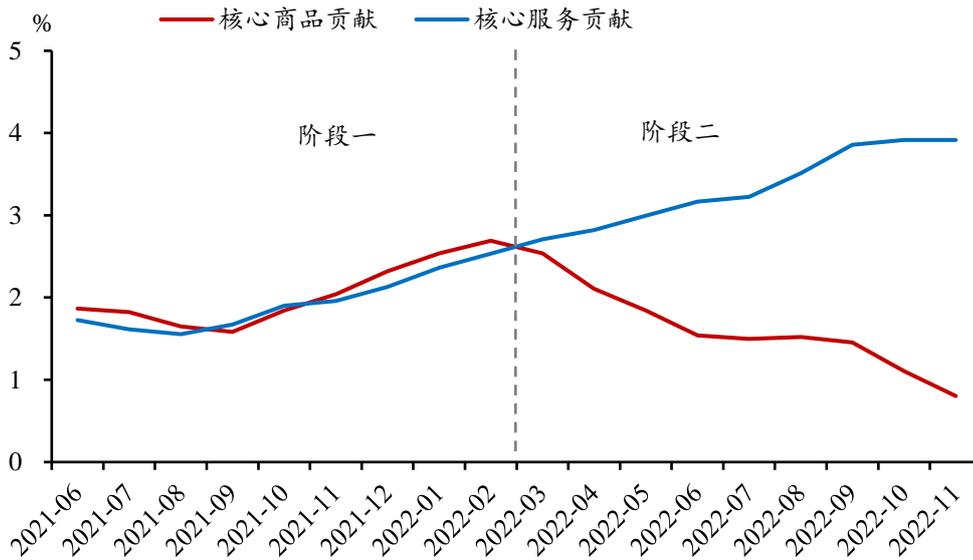
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是核心商品和核心服务的贡献作用已经从共振阶段转向分化阶段。从核心项的结构上看，核心商品降温，而核心服务仍强，二者的贡献作用已经从共振走向分化。1) 阶段一：共振（202105-202203），在美国通胀上涨期，核心商品和核心服务齐涨，二者的贡献度不相上下。2) 阶段二：分化（202203-至今），从加息开始，核心通胀的降温领域主要集中在核心商品上，核心商品对通胀的贡献度开始慢慢下降，而核心服务贡献仍一路上升。当前，核心商品的贡献度也回落到 0.8%-1.2% 的区间内。11 月数据表明，核心商品与服务的贡献度差距仍在进一步扩大。

总之，虽然食品项的贡献度仍在冲顶，但近期食品项和能源项的贡献度都在 0.9%-1.5% 的区间范围内，贡献体量远不及核心项（4.7%-5.1%），所以通胀中枢回落的关键在核心项的下降，尤其是核心服务。可将核心服务通胀拆解为两项（住房租金类服务和非住房租金类核心服务），并对住房租金价格韧性和劳动力市场逐一分析。

**图 3：核心通胀同比高位震荡，环比回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

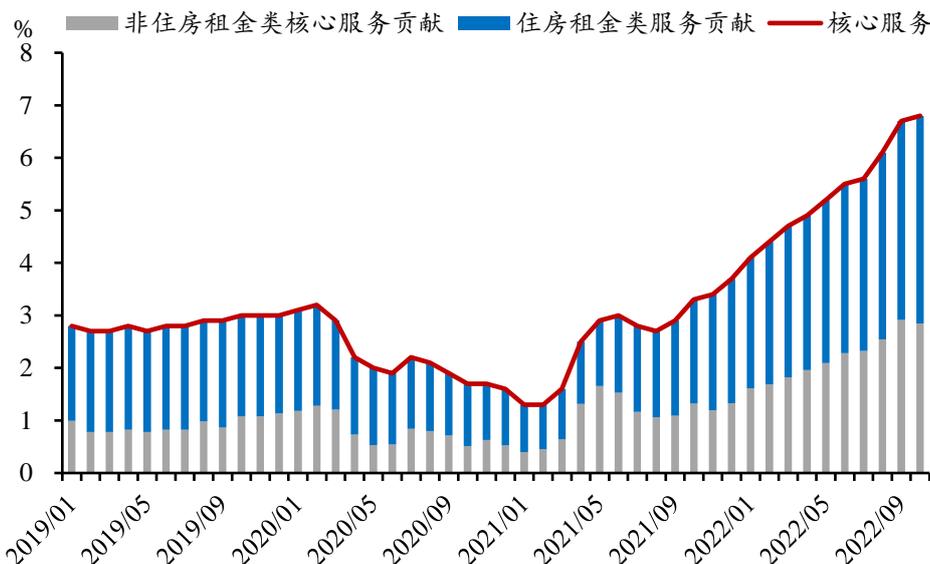
**图 4：核心服务与核心商品贡献进入阶段二**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

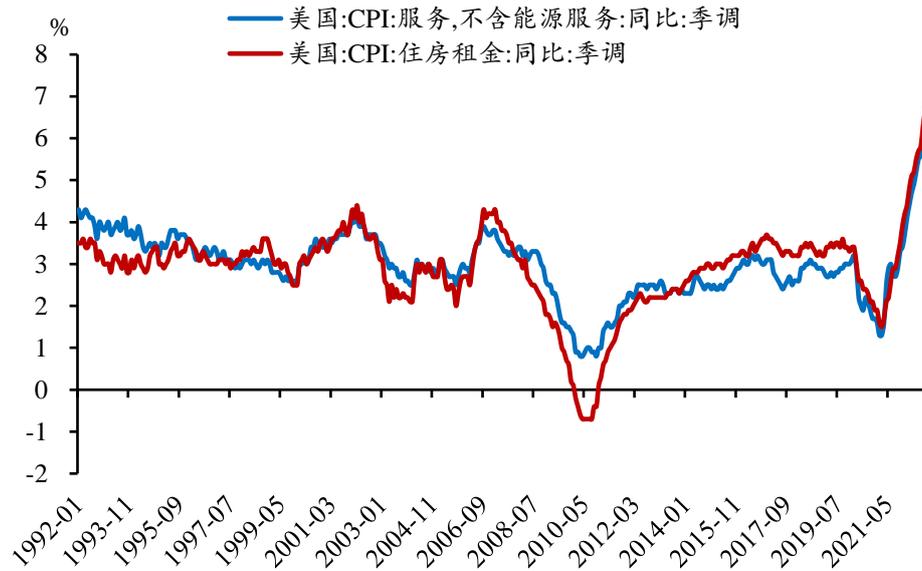
## 1.2 住房租金类服务价格见顶回落

**住房租金能否见顶或是核心服务通胀见顶的关键。**住房租金是核心服务的细分项之一，约占全部 CPI 权重的 32.26%，约占核心服务的 56.49%，成为支撑核心服务上涨的重要力量。住房租金能否见顶或是核心服务通胀见顶的关键。一是住房租金类服务与核心服务通胀见顶往往一致。从历史数据上看，住房租金 CPI 上涨将带动核心服务通胀上升，二者相关系数高达 0.88。二是住房租金的贡献高于非住房租金类核心服务，因此住房租金分项通胀筑顶对核心服务的影响可能更大。

**领先于租金的房价已见顶回落，住房租金价格也有望筑顶。**房价增速往往领先于住房租金价格增速，历史数据显示，美国房价同比增速大约领先房租同比增速 16 个月。而去年在低利率和财政刺激下，美国房价同比在 2021 年三季度见顶回落，对应房租同比增速大致在 2022 年底附近见顶回落，明年住房租金价格或将进入下行通道。住房租金价格下行，有望带动核心服务筑顶。

**图 5：自 2021 年下半年以来，住宅类服务对核心服务的贡献更高**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：核心服务和住房租金高度相关**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

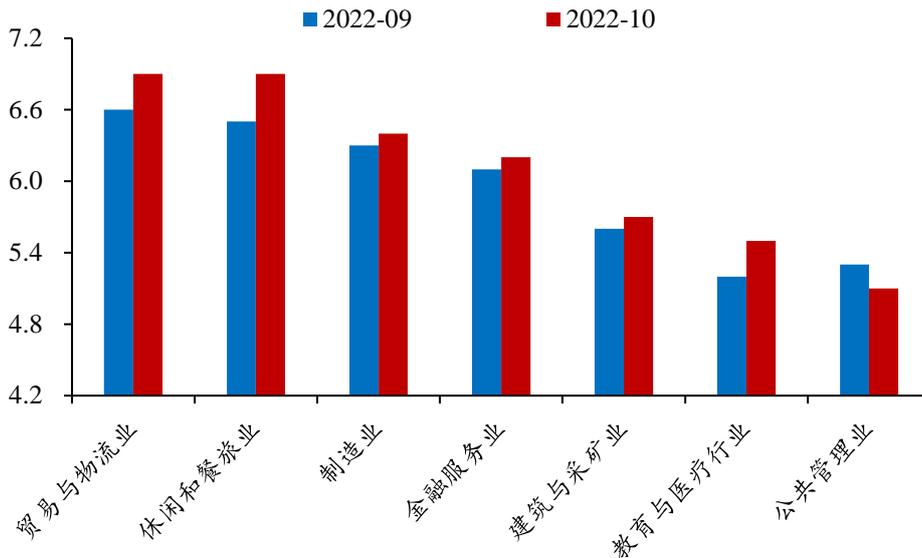
**图 7：美国房地美房价指数明显回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 1.3 薪资韧性压缩非住房租金类价格的下降空间

除住房租金类服务外，非住房租金类核心服务也会影响通胀的韧性。在劳动力市场修复偏慢的情况下，明年非住房租金类核心服务的降幅可能有限。

**劳动力市场持续紧俏，非住房租金类核心服务通胀持续上涨。**服务业行业对劳动力的依赖性较强，劳动力市场持续紧俏会导致劳动力薪资增速较快。分行业看，薪资增长指数较高的行业大多集中在贸易与物流业、休闲和餐旅业等服务部门。从整体上看，非住房租金类核心服务通胀与亚特兰大联储的薪资增长指数同步上升，显示出薪资增长与非住房租金类核心服务间的联动。因此，市场始终担心薪资增速会影响通胀回落速度。

**图 8：物流和餐饮行业的薪资增长指数位居前列**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 数据为分产业的亚特兰大联储薪资增长指数, 12 个月移动平均

**图 9：非住房租金核心服务通胀与薪资增长指数高度相关**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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\\_50469](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50469)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn