



蒋飞：美国经济或将深度 衰退——2023 年美国经 济展望



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



核心观点

2023 年下半年以后，美国通胀问题或转为通缩风险。当前美国 CPI 同比已经见顶回落，但风险仍未解除。未来美国通胀走势可能有两种路径：预期路径和超预期路径。预期路径由需求和预期共同决定。超预期路径是指经济衰退，需求快速回落，商品价格和通胀预期下滑更快，导致失业率大幅上升、企业破产潮出现，美国 CPI 同比快速下滑。我们认为，2023 年美国通胀走势更可能是深度衰退模式下的超预期路径，下半年或将面临通缩风险。我们预计明年 12 月底 CPI 同比回落至 1.2%。

2023 年，美国货币政策或由加息转为降息。美国 2022 年的加息超乎

市场预期，但基本符合我们在 3 月时的判断。美联储需要加息到促使经济衰退的程度，在到达这个程度之前，美联储不应松动紧缩政策。为了压制通胀预期，政策超调可能已经无法避免。展望 2023 年，随着利率提升到限制性水平，即 5% 以上，美联储就必须更加谨慎地权衡通胀和衰退风险。美国经济深度衰退后，降通胀目标提前完成，美联储需要迅速转入降息，防止更加严重且不必要的经济损伤。

我们预计 2023 年美国发生经济深度衰退，届时 GDP 增速会大幅负增。首先，制造业回落和房价增速放缓导致投资增速即将转负。其次，工资增速回落和居民储蓄持续负增长制约消费能力，预计消费增速或将大幅下滑。第三，美国出口和进口双双减弱，进口降幅更大导致 2023 年净出口同比增速降为负值。最后，财政收入减少，美国政府消费和投资可能继续萎缩。我们预计美国 2023 年全年经济增速为 -1.5%。

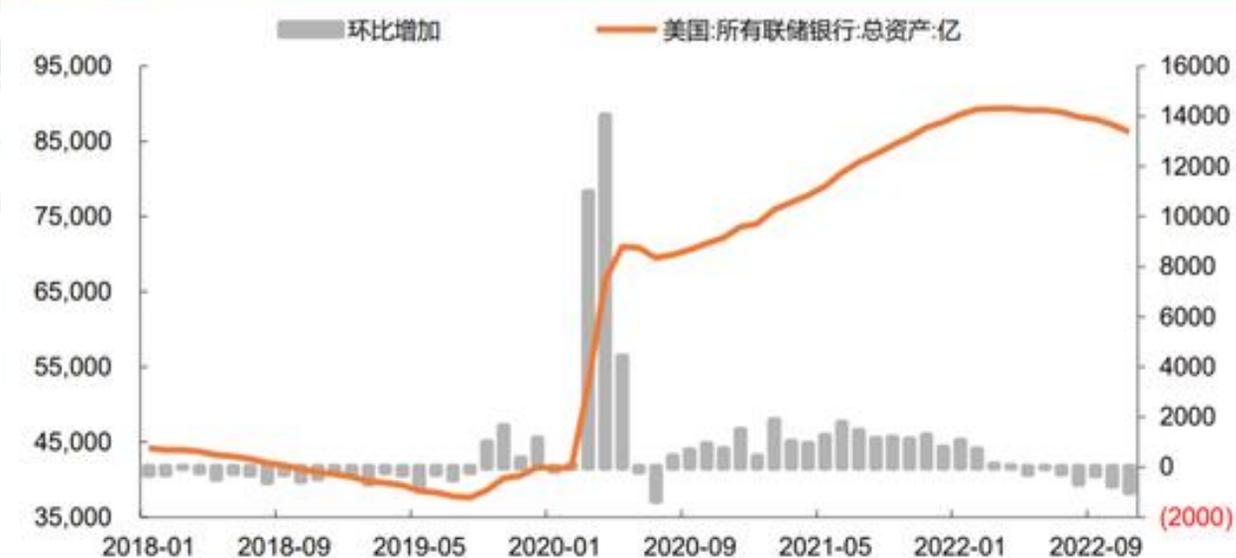
1 美国通货膨胀走势展望

这一轮美国通胀持续超预期，主要是需求旺盛和美联储货币政策收紧不足导致。

一方面，2020 年疫情期间美国大幅扩张财政和货币，刺激了居民消费，美国通胀伴随疫情后经济复苏不断升高。2020 年 12 月，美国国会通过了 9000 亿美元《新冠纾困法案》。2021 年 3 月，美国前总统特朗普进一步签署了 1.9 万亿美元的经济救助计划。美国居民收入在补贴下不降反增，需求上涨，但生产因疫情而停滞，供需缺口大幅增加。货币方面，2019

年底美联储总资产仅为 4.17 万亿美元，2022 年美联储缩表前总资产规模甚至一度接近 9 万亿美元，翻了一倍多。

图 1: 美联储总资产



资料来源: IFIND、长城证券研究院

另一方面，2021 年底美联储加息的客观条件——高通胀、经济增长、低失业率——就已经达成，但美联储错判通胀成因，导致加息曲线晚于通胀曲线。2021 年 4 月，美联储 FOMC 会议后的新闻发布会，鲍威尔表示“当前通货膨胀是暂时性的”。直到 11 月底的国会听证会，鲍威尔才承认“将价格压力描述为暂时已不再恰当”，而当月美国 CPI 同比已经到了 6.8%。美联储 2022 年 3 月才缓缓开启加息周期，没能阻止通胀继续上扬，2022 年 6 月，美国 CPI 同比达到四十年历史新高的 9.1%，10 月份回落至 7.7%，但通胀中枢仍在高位运行。

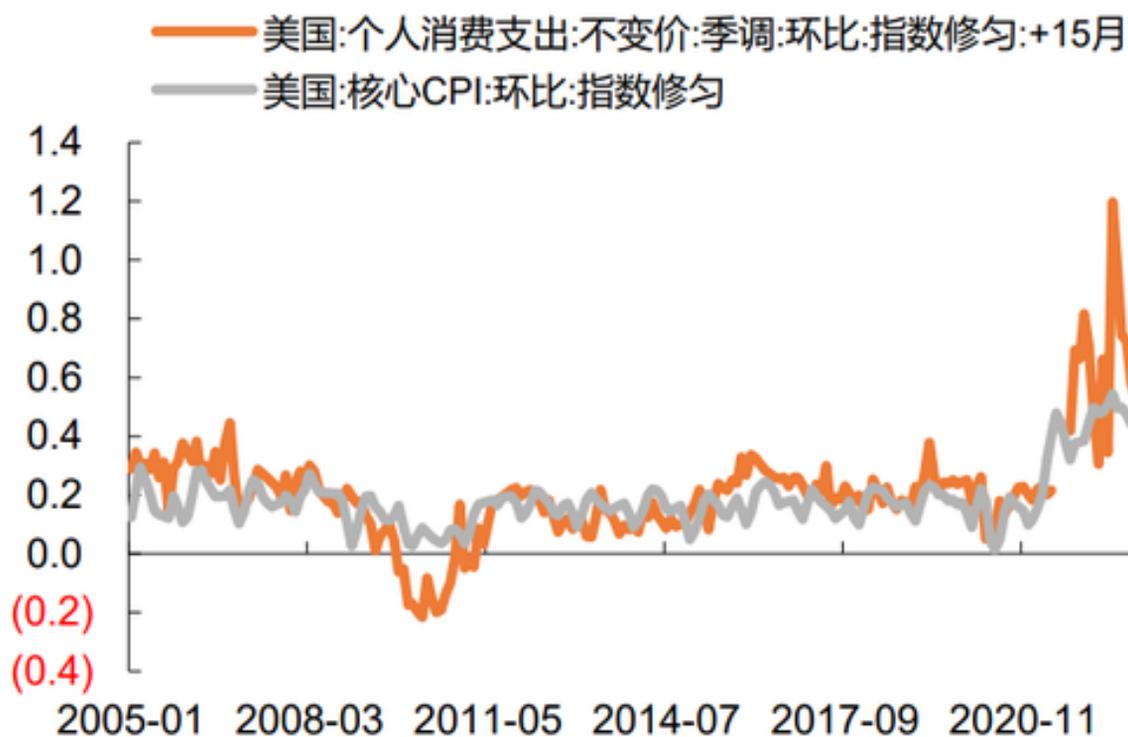
图 2: 美国通胀



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

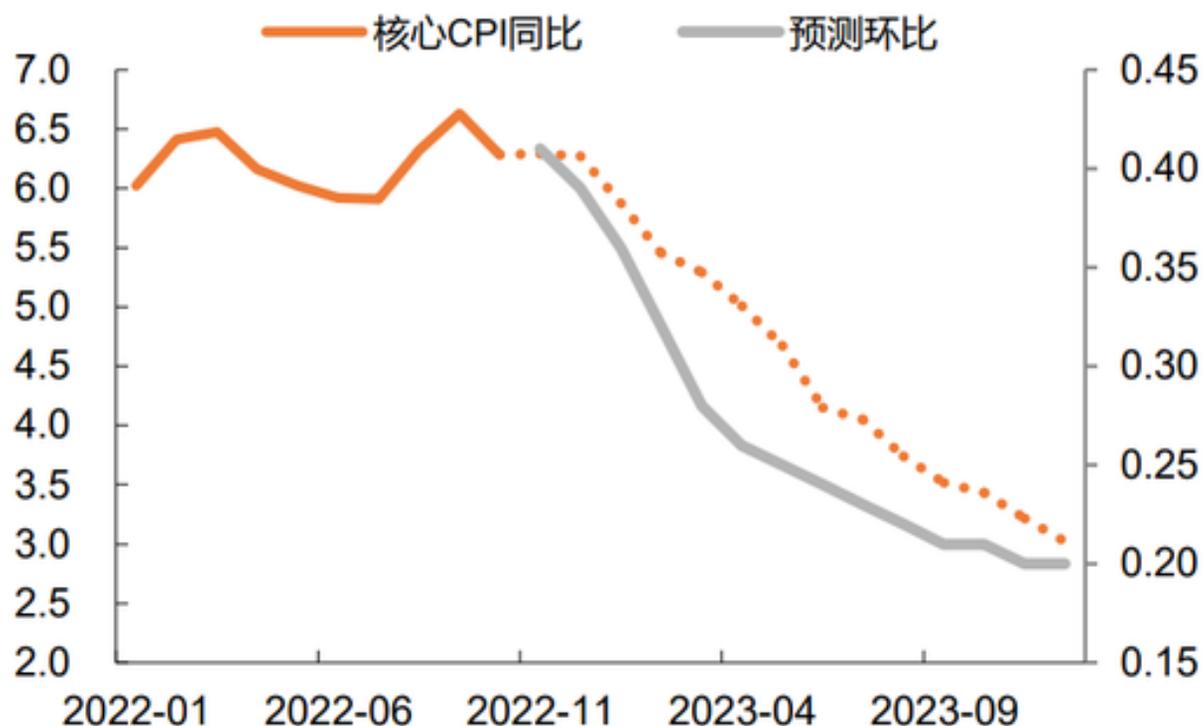
美国 CPI 同比已经见顶回落, 但风险仍未解除。我们认为未来美国通胀走势可能有两种路径: 预期路径和超预期路径。预期路径由需求和预期共同决定。在通胀预期不高的情况下, 美国 CPI 走势由其领先指标消费增速决定。由图可知, 美国实际个人消费支出环比增速大约领先核心 CPI 环比 15 个月, 由于实际个人消费支出环比增速已经见顶回落, 核心 CPI 环比也将持续下滑, 进而带动 CPI 同比持续下滑。我们在《通胀最严峻的时期已经过去——美国 10 月通胀数据点评》中测算过这种路径下的 CPI 走势。

图 3: 实际个人消费支出环比领先核心 CPI 环比



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 4: 预期路径下的 2023 年美国通胀预测



资料来源: IFIND、长城证券研究院

在通胀预期较高的情况下, CPI 走势更易受到预期影响。从 2021 年开始, 密歇根大学统计的通胀预期变化持续上升, 拉动 CPI 环比大幅攀升。有多种因素决定通胀预期, 其中重要的是大宗商品价格走势和美国劳动力市场状况。我们可以看出铜价大约领先通胀预期 3 个月、失业率大约领先通胀预期 9 个月左右。失业率和通胀预期背离主要发生在大宗商品价格高涨的时期。在美国低失业率状态下, 大宗商品价格基本上处于高位, 即使出现了大幅回撤也会再次反弹。比如 2006 年四季度和 2007 年四季度国际铜价均出现了大幅回撤, 2006 年 LME 铜价从 7400 美元/吨下跌到 5700 美元/吨, 2007 年从 8000 美元/吨下跌到 6700 美元/吨, 但由于失业率始终保持低位, 铜价都发生了强劲反弹。这就是我们在之前报告里所论述的,

在失业率较低时间出现的经济周期波动都是库存周期，时间短且很容易复苏；只有失业率上升的经济周期才是长周期，经济进入深度衰退。最后 2008 年 5 月开始失业率快速上升，铜价暴跌，并且不再反弹，全球经济危机爆发。

图 5: 通胀预期变化与失业率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

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_49434

