

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞

吳起睿 張潤鋒

2023 年度美國經濟或迎來溫和衰退

閱讀摘要

2022 年美國經濟一度陷入技術性衰退，後因淨出口大幅改善而回升，但消費和投資動能趨弱，整體仍顯韌性但衰退風險加大，全年呈倒“V”型增長態勢。展望未來，消費端信貸擴張對消費韌性仍有支持，但收入、儲蓄、信心掣肘漸顯；投資端受景氣回落、利率高企、企業去庫拖累；外貿端出口增長缺乏持續性，且出口下滑幅度料大於進口下滑幅度，淨出口對增長的拉動作用趨弱。

衰退風險增大背景下，美國宏觀政策面臨不確定性。2023 年通脹料延續降溫，但能源項仍面臨上行風險，就業市場緊張或難在 2023 年緩解、影響“工資-通脹”存在弱螺旋可能性，美聯儲貨幣緊縮週期大概率結束，但再度降息時點仍不確定，財政端延續退坡但坡度放緩。

在美聯儲 2023 年不降息、四季度啟動降息的兩種情景下，預估美國全年 GDP 分別增長 0.4%、0.6%。美國在全球 GDP 的占比或下行至 2023 年的 23% 左右，對全球經濟增長的貢獻率、拉動率或降至 4.4%、0.12%。美國經濟加速下行緩解非美經濟體被動緊縮壓力，金融市場整體料下行、波動趨向收斂，不排除黑天鵝事件出現的可能性。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

2023 年度美國經濟或迎來溫和衰退

一、經濟：美國經濟增長動能探究

(一) 美國 2022 年經濟概覽：一度技術性衰退，倒“V”型增長態勢，消費韌性是支撐、淨出口顯著獲益

前三季度 GDP 環比折年率分別為-1.6%、-0.6%、3.2%，逐步回升，主要動因為二、三季度淨出口大幅改善（對 GDP 拉動率分別為 1.2、2.9 個百分點），其中商品淨出口分別貢獻 1.2 及 2.6 個百分點。商品出口受益於烏克蘭危機後歐洲能源短缺，疊加進口因內需放緩減弱，共同推動淨出口向好。

但另一方面，消費韌性延續但趨弱，投資動能明顯趨弱。私人消費韌性十足，拉動率持續上行並於三季度貢獻高達 1.5 個百分點的 GDP 增長拉動率，但商品消費連續三個季度負拉動，服務消費亦有降溫跡象；投資在二季度起開始明顯拖累經濟，主要動因為住宅投資受按揭利率飆升掣肘，以及庫存週期向下令企業縮減存貨投資。

綜上，美國經濟仍顯韌性但衰退風險加大。一方面，受高利率及衰退憂慮擠壓，消費及投資動能趨弱；另一方面，因對俄能源制裁、糧價高企等問題趨緩，外貿部門的改善缺乏持續性。預計四季度 GDP 環比折年率將下滑至 2.5%，全年呈倒“V”型的增長態勢。

圖表 1：美國 2021-2022 年各季度消費、投資、淨出口、政府支出對環比折年率的貢獻度

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

數據來源：BEA、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）美國經濟增長“三駕馬車”探究與展望

消費：私人消費是美國經濟增長的最大支撐項（約占 GDP 總量的 70%）且為美國經濟韌性的基礎，目前高通脹、衰退憂慮等對消費掣肘力度漸顯。前三季度美國個人消費支出同比漲幅分別為 4.8%、2.4%、2.2%，增速逐步下行，其中商品消費支出自二季度起開始收縮，服務消費保持正增但增速亦持續下滑。展望未來，收入、儲蓄、信心均將對消費增長形成掣肘。

收入承壓：共和黨重掌眾議院後外源的轉移支付收入難以持續擴大，目前占個人總收入的 17.9%，接近疫情前（2020 年 2 月）的 16.6%；內生性增長的薪資增長未回正，通脹調整後的私人非農企業平均時薪同比增長-2.3%。收入承壓，令目前個人可支配收入較疫情前低 0.49%。

儲蓄式微：個人儲蓄存款占可支配收入比例已下滑至 2.4%，遠低於疫情前 9.3%，超額儲蓄消耗明顯。

信心低迷：衰退陰霾疊加財富效應淡化抑制消費信心，2022 年 12 月芝加哥消費者信心指數回升至 59.7，但仍大幅低於疫情前的 101.0。但亦有積極

因素支撐消費韌性：物價方面，食品、耐用品等商品價格回落，一定程度上減弱對個人消費的掣肘。**信貸方面**，居民杠杆率 75.6% 大幅低於次貸危機時期的峰值水平 99.1%，相對健康的資產負債表支撐消費信貸加速擴張，2022 年前 10 月消費信貸新增額較去年同期增 47%，其中循環消費信貸較 2021 年同期驟增 1.2 倍；信貸資產質量尚優，2022 年 10 月循環信貸占可支配收入 6.3% 低於疫情前的 6.5%、信用卡拖欠率為 2.1% 低於疫情前的 2.6%。綜上，韌性支持下的個人消費在 2023 年上半年大概率仍能維持正增長，但下半年或隨教育、醫療、運輸等服務消費進一步降溫而轉入負增，預計前三季度環比增長 0.4%、0.2%、-0.2%。四季度若美聯儲降息則有望止跌（環比增長 0），否則衰退幅度將繼續擴大（環比增長 -0.6%）。

投資：私人投資為美國經濟第二大支撐項（約占 GDP 總量的 18%）且週期性較強、波動性大，目前企業投資貢獻正向拉動，地產、庫存投資拖累投資下滑。**企業投資：**2022 年前三季度企業利潤同比增 7.9%，高於 2019 年同期以來的三年平均增速 7.3%，且 6 月前 PMI 新訂單一直處於景氣區間，令企業投資保持景氣。但隨著下半年 PMI 新訂單跌破榮枯線並持續下行，前景承壓。**地產投資：**按揭貸款高企制約房地產投資，根據 2023 年 1 月 12 日的最新數據，30 年抵押貸款固定利率高達 6.33%，相同貸款額下月供支出較歷史最低點 2.65% 時高出 54.1%，抑制住房需求並向上游地產投資傳導。

12月美國 NAHB 房產市場指數連續 12 個月下跌至 2012 年年中水平；11 月成屋銷售環比跌 7.7%、僅為 2020 年 10 月峰值的 61%；新屋開工環比跌 0.5%略好於預期但仍僅為今年 4 月峰值的 79%；營建許可環比跌幅達 11%、僅為去年 12 月峰值的 71%。**庫存投資：**衰退憂慮疊加庫存水平處於高位，企業主動去庫，2022 年以來庫存同比增速自 11.3%持續下行至 4.4%，未來料將延續回落態勢。綜上，衰退憂慮及利率高企將持續壓制私人投資，利率達峰後在 2023 年下半年拖累程度加大，預計前三季度環比增長率分別為 0.4%、-1.1%、-3.1%，四季度若美聯儲降息則有望略有反彈至-3%，否則將繼續下行至-5%。

外貿：美國外貿部門長期呈淨進口狀態，目前出口增長疊加進口縮減雙向促進淨出口改善。出口方面，俄烏衝突加劇歐洲能源緊缺，促進美國出口，3-11 月平均每月對歐盟及英國出口金額較衝突爆發前的 1 月增長了 26%。進口方面由於商品消費需求、投資和生產需求降溫，二季度起消費品、中間品進口持續減少，進一步促進淨出口改善。但隨著對俄制裁邊際減弱等因素，出口增長缺乏持續性。綜上，進出口雙雙下滑，且因 2023 年歐盟、日本等經濟下行壓力更甚，故出口下滑幅度或大於進口下滑幅度，預計淨出口四個季度環比增長率分別為-0.9%、1.1%、2.1%、3.1%，若能源價格上行、美聯儲降息則可能擾動數據變化趨勢、但影響相對輕微。

二、政策：2023 年美國宏觀政策走向探討

（一）貨幣緊縮仍有不確定性：加息大概率接近尾聲，但再度降息時點仍存不確定性

通脹仍是影響 2023 年美國貨幣政策變化的主要因素。隨著供應鏈緊張緩解、超額需求回落，疊加基數效應影響，2023 年美國 CPI 大概率降溫，但國際油價變化、勞動力市場放緩時點、“工資-通脹”螺旋弱化時點存在不確定性，CPI 能源項、核心服務項尚存在變數。因此，美聯儲緊縮週期大概率結束，但再度降息的時點仍不確定。

1. 油價波動，仍存上行風險。展望未來，推動油價向上的因素有：（1）中國首波疫情達峰後的出行需求。中國放開後第一波疫情已達峰，出行需求料呈“J”型，曲線探底後加速回升¹，提振汽油、航空煤油需求。（2）OPEC+堅定減產挺價。12 月 OPEC+會議維持至 2023 年底每天減少 200 萬桶供應的減產協議，俄油上限限制俄羅斯東海岸 ESPO 原油貿易，俄方反制措施面臨降價保市場份額、或與 OPEC 合作減產挺價的權衡抉擇與不確定性。（3）美國原油生產放緩，達拉斯聯儲最新調查顯示，美國主要產油州的生產放緩、預期降低²。美國原油產品 4 周平均供應量增速持續低於疫情前。葉岩油供給受經濟衰退憂慮拖累、投資增長不及預期，完井數³雖已恢復近疫前水平，但已鑽未完井數僅為疫前水平的

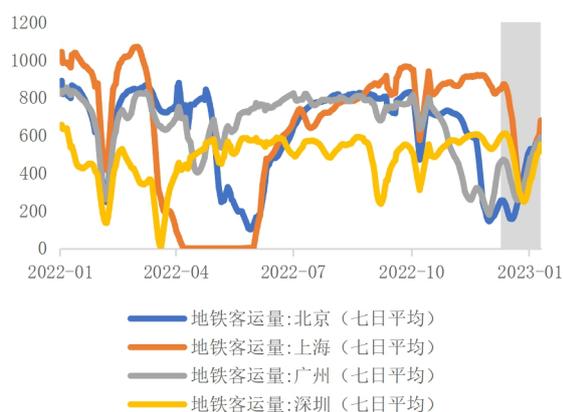
¹ 廣州及北京地鐵客運量於 11 月末、上海及深圳地鐵客運量於 12 月下旬大幅探底，此後開始明顯回升。

² 根據 12 月對得克薩斯州、新墨西哥州和路易斯安那州 152 家能源公司的調查，今年第二、三、四季度石油和天然氣業務活動指數分別為 57.7、46、30.3。

³ 基於葉岩油出油快、初始產量高但衰減快的特點，增產較大幅度依賴於鑽井數量的擴張。

53%，產能後勁有限⁴。推動油價向下的因素有：（1）經濟增長放緩拖累歐美油品需求。IMF 預計 2023 年全球超過三分之一的經濟體將陷入衰退，需求放緩憂慮是拖累 2023 年油價下行的關鍵因素。（2）烏克蘭危機緩和和提升供給。近期雖然烏克蘭局勢再現升溫風險，但 2023 年中至下半年存在緩和可能性，相應帶來俄羅斯能源供應的增加。綜上，雖然全球經濟衰退憂慮拖累油價預期，但多因素支撐油價仍有上行風險，已降溫的通脹非核心部分可能再度抬頭，或減緩 CPI 下行幅度、加大美聯儲收緊力度。

圖表 2：中國出行需求在年末探底回升（萬人次）



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 3：美國完工油井恢復明顯，但已鑽未完井數明顯下滑



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 就業市場緊張何時緩解的不確定性。美國就業市場供給恢復緩慢。據美國經濟研究局（NBER）測算，人口老齡化等多項原因導致 690 萬人離開勞動力市場（見圖表 4），即使在財富效應縮減、補貼退坡下部分勞動力回流，美國受健康等長期因素影響的長期勞動力缺口仍有約 320 萬。目前美

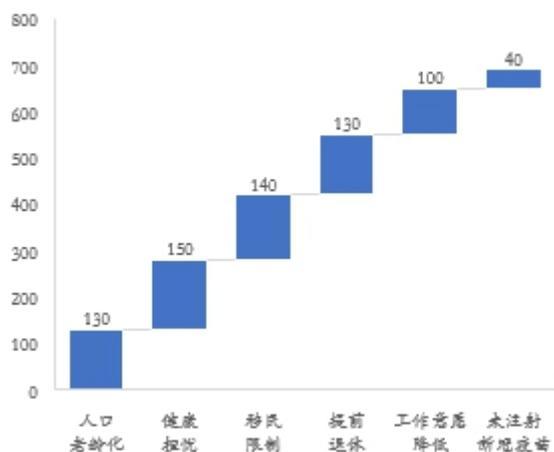
⁴ 兩個數據對比說明完井數的增加主要通過大量消耗庫存未完井。

國失業率處於 3.5% 的歷史低位、勞動參與率緩慢回升至 62.3% 仍低於疫前水平 (63.3%)，JOLTs 職位自願離職率 2.7% 仍高位震盪、每個失業工人對應 1.74 個職位空缺遠高於疫前的 1.2，美國勞動力市場供給遠未恢復。但經濟韌性令勞動力需求連續超預期。2022 年美國新增非農就業人數由 3 月峰值的 67.8 萬人降至 12 月的 22.3 萬人、整體需求下滑，但全年 12 個數據中有 11 個月度數據超出市場預期、特別是服務業韌性令就業市場雇傭水平保持高位。此外，製造業回流政策吸引本、外國企業赴美設廠，美國 FDI 居全球首位⁵，相應提供不斷增長的就業需求。美國 11 月職位空缺數 1,045.8 萬人，仍比疫情前趨勢線⁶ 的 870 萬人高 170.8 萬人，企業需求仍強勁。目前，美國勞動力市場供需缺口約 446 萬人，線性測算 2023 年美國勞動力緊張仍難緩解。短期內美國勞動力市場供需失衡料延續，運輸、教育、娛樂等核心服務項粘性阻礙通脹快速回落。

⁵ IMF 最新發佈的協調直接投資調查 (CDIS) 數據顯示，2021 年美國外商直接投資 (FDI) 頭寸增 5060 億美元，居世界首位。

⁶ 根據 2016 年 1 月-2022 年 2 月測算的職位空缺數趨勢線。

圖表 4: 美國勞動力供給下降原因分解(萬人)



數據來源: NBER、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 5: 美國勞動力市場供需失衡嚴重

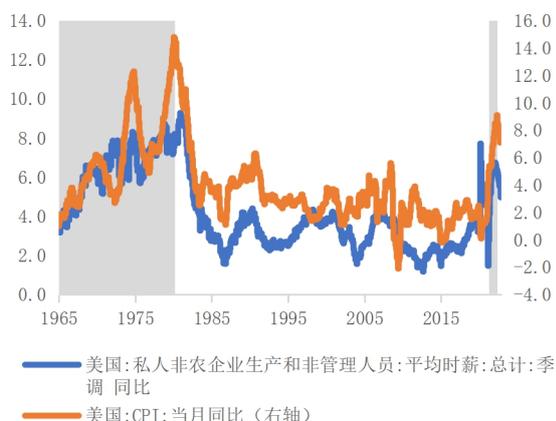


數據來源: WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

3. “工資-通脹”螺旋何時被抑制的不確定性。前文所述的勞力缺口產生勞力市場的超額需求，疊加工會漲薪的要求⁷、勞動合同及社保金與通脹掛鉤（見圖表 7）推動通脹向收入傳導，形成“工資-通脹”螺旋，且隨著美國勞動力市場緊張的延續，螺旋上升風險不斷累積。不過，當前美國工會化率、勞動合同與通脹掛鉤的比例均不及 70 年代，在一定程度上限制通脹向收入傳導的程度，12 月非農平均時薪環比增 0.3%、低於預期的 0.4%也預示傳導效果可能開始轉弱。短期內就業市場緊張仍將主導“工資-通脹”螺旋風險持續走升，不過由於傳導效果不及 70 年代，預計整體呈“弱螺旋”態勢，在核心服務項的需求減弱後，核心通脹才有望回落。

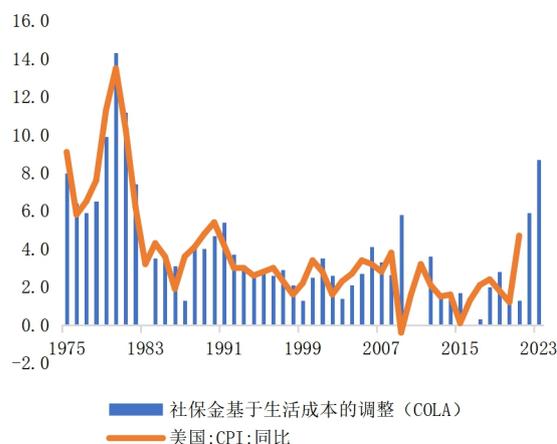
⁷ 如 2022 年 9 月鐵路工會與政府的臨時協議中未來五年鐵路工人工資將增加 24%。

圖表 6：美國 70 年代及目前出現了較明顯的“工資-通脹”螺旋



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 7：2023 年社會保險、補充保障收入將提升 8.7%



數據來源：美國社保局、WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）財政政策空間收窄

財政退坡持續但坡度放緩。本財年赤字收窄主要通過擴充收入，支出不再如 2022 財年般大幅削減⁸。根據美國國會預算辦公室（CBO）預測，2023 財年赤字 9,840 億較 2022 財年 10,360 億進一步收窄，其中財政支出基本與上年持平、財政收入 48,900 億較上年 48,360 億有所增長（見圖表 8）。

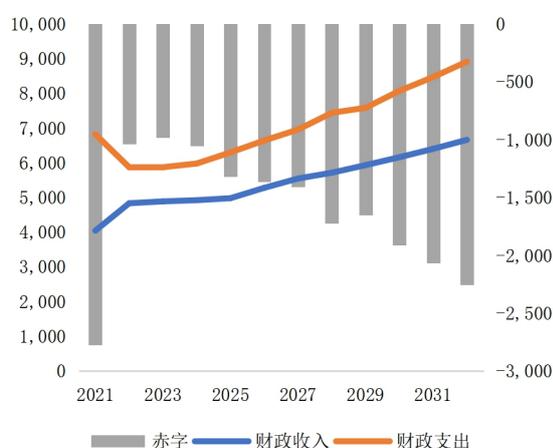
兩黨關於債務上限的爭鬥進一步擠壓財政空間。一方面，美國國債總額已超過上限 31.4 萬億美元，鑒於 2022 年末美國財政部 TGA 賬戶⁹餘額降至 4,098 億美元（見圖表 9），若本財年未能調整債務上限，則 TGA 賬戶不足以彌補 CBO 規劃的赤字額。另一方面，共和黨反對提高債務上限，除非民主黨削減開支，未來兩黨在財政領域的矛盾料持續。**財政空間遭**

⁸ 2022 年財政支出為 58,720 億美元，較 2021 年的 68,220 億美元縮減了 13.9%。

⁹ TGA 賬戶即美國財政部一般賬戶（Treasury General Account），是財政部在美聯儲的存款賬戶。

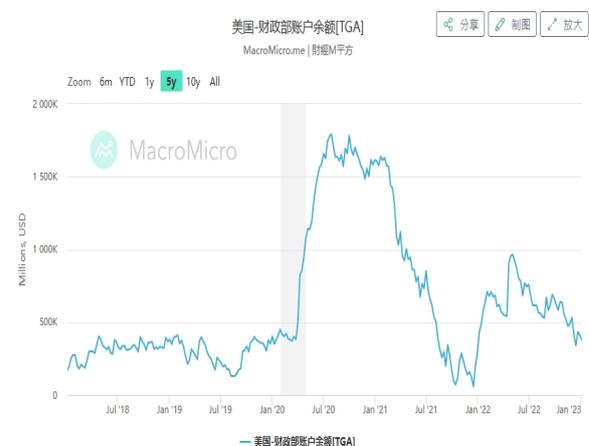
掣肘令其對貨幣政策的配合力度¹⁰ 下降，或令美聯儲謹慎考慮收緊力度以避免經濟硬著陸。俄烏衝突若加劇，西方援烏預算或被迫增加，美國國防開支存在擴大可能性。新財年可自由裁量的 1.7 萬億預算中，8,580 億美元用於國防軍費支出，較前一年增加約 10%，其中高達 450 億用於援助烏克蘭。

圖表 8：美國 2022 年、2023 年財政赤字持續縮減



數據來源：CBO、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 9：美國財政部賬戶餘額僅剩 4098 億元



數據來源：MacroMicro、工銀亞洲東南亞研究中心

三、2023 年美國經濟增長預測及衍生影響展望

(一) 兩種情形下預計美國 2023 年 GDP 增長 0.4%-0.6%，占全球 GDP 比重下行 1.5 個百分點至 23% 左右

2023 年美聯儲快速加息週期結束，但面對來自能源價格和“工資-通脹”螺旋的不確定性，基準利率在高位維持至年末的概率較高，相應抑制消費和投資，外貿增長亦缺乏持

¹⁰ 美國財政部在 11 月 2 日公佈的四季度再融資聲明中提及其正研究在未來進行潛在的國債回購，被市場認為是對美聯儲貨幣政策的配合。

續性。綜合預計，美國上半年經濟增長仍存韌性，但下半年面臨放緩風險，在美聯儲 2023 年不降息的情景下，預計美國 2023 年全年 GDP 增長 0.4%，1-4 季度 GDP 環比折年率分別為 1.4%、-0.4%、-2.9%、-5.8%。如果經濟下行壓力加大，在美聯儲 2023 年四季度啟動降息的情景下，四季度消費和投資下行風險收斂，則預計美國 2023 年全年 GDP 增長 0.6%，1-4 季度 GDP 環比折年率分別為 1.4%、-0.4%、-2.9%、-2.4%。

在平均增速 0.5% 的假定下，預計美聯儲 2023 年 GDP 規模有望達到 20.1 萬億美元¹¹，由於部分非美經濟、尤其是中國經濟的復蘇，美國在全球 GDP 的占比可能由 2020 年峰值的 24.5% 下行至 2023 年的 23% 附近，2023 年美國對全球經濟增長的貢獻率、拉動率可能下降至 4.4%、0.12% 左右。

（二）美國經濟放緩對全球經濟增長的衍生影響

1. 對經濟增長的影響：美國經濟加速下行緩解非美經濟體被動緊縮壓力。全球各經濟體由於產業結構及疫情形勢差異，對貨幣政策調整的需求和敏感度不同，但 2022 年 3 月美聯儲開啟加息週期後，央行不得不在經濟增長、資本外流、幣值穩定間艱難抉擇，最終步入近 20 年最強加息潮，貨幣政策的“自主性缺失”拖累經濟復蘇節奏。2023 年美國經濟增長軌跡將影響美聯儲貨幣政策調整，從而成為影響全球其它央行貨幣政策走向、經濟表現的重要指標。如果美國經濟加速下行、通脹降溫，雖然會帶來全球外需的疲弱，但美聯

¹¹ 基於美國經濟分析局公佈的不變價進行測算。

儲加息終點或低於 5%、且有可能在四季度啟動降息，相應令被動緊縮的國家貨幣政策空間擴大，投資和消費受高利率的掣肘有所緩解，經濟表現一定程度上受支撐。相反，如果美國經濟溫和下行，通脹受能源價格和勞動力市場緊張支撐，則美聯儲加息終點有可能高於 5%，多數非美經濟體將面臨持續的貨幣政策緊縮壓力，經濟復蘇可能承受更大壓力。

2. 對金融市場的影響：總體下行、波動趨向收斂，不排除黑天鵝事件出現的可能性。美國在全球金融市場的占比超過其在全球經濟中的占比¹²，美國金融市場對全球金融市場的影響程度相應更深。2023 年隨著美國經濟增長放緩和加息週期結束，**預計美股仍有走低壓力**，經濟增速下行料成為主導美股走低的關鍵因素，加息週期結束利好美股但影響相對有限；全球股票市場存在因流動性收緊跟隨美股下行壓力，疊加多數非美髮達經濟體經濟景氣度偏弱，股市承壓或下行風險更大；但中美經濟、政策週期差收斂，中國經濟全面復蘇，將推動 A 股及港股趨勢性上行，相對而言，美港股的技術性聯動可能令港股相對於 A 股更多受到美股波動的影響。**美債收益率大幅上行趨勢放緩**，2 年期美債利率大概率仍未見頂，10 年期美債利率超過前期高點的概率不大，全球資本回流美國的壓力仍然偏高。**美元指數走勢料趨勢性回落**，但歐英日經濟前景更不容樂觀，預將對美元指數形成一定支撐；非美貨幣快速貶值態勢相應將有所改善，人民幣匯率料隨中

¹² 美國 GDP 占全球 GDP 比重約 23%，美國股市規模占全球股市規模 40%以上。

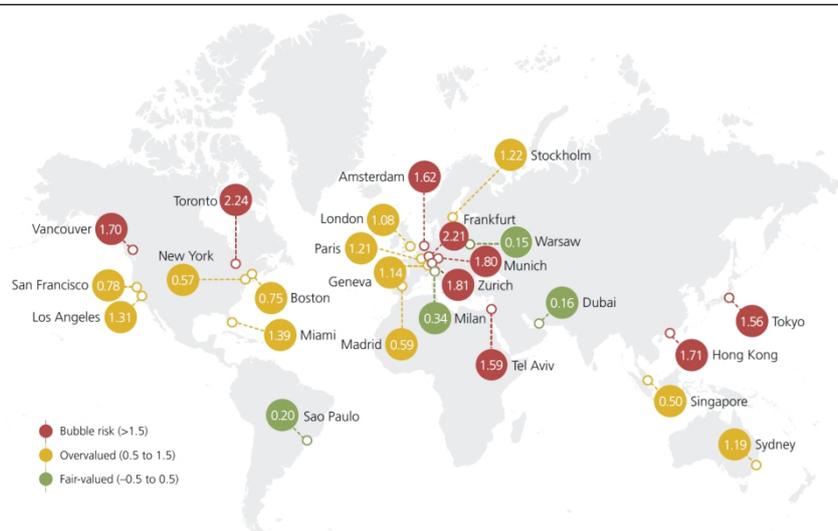
國經濟向好、中美利差回正趨勢性走強，但在環球經濟及地緣形勢複雜化、人民幣匯率形成機制改革持續推進背景下，人民幣匯率雙向波動也將成為常態。

從歷史規律看，美聯儲加息週期結束後全球金融市場總體波動趨向收斂，但不排除黑天鵝事件出現的可能性，如 20 世紀 80 年代、90 年代美聯儲加息週期結束後爆發的拉美債務危機、東南亞金融危機等。除了經濟基本面差、外債負擔重的弱資質國家可能爆發局部性風險事件外，另需關注的是**全球房地產泡沫累積創次貸危機以來最嚴重情形**，低利率、強勁的勞動力市場、房屋租金增長等推升 2021 年中至 2022 年中全球重點城市房價漲幅創 2007 年以來最高，未償還抵押貸款增長創 2008 年以來最快¹³。2022 年末，美國房地產建築商信心-新屋開工-成屋銷售全線降溫，房價跌幅加劇，2023 年隨著經濟下行，疊加高利率和高房價對房地產市場的擠壓，從美國延伸至全球的房地產下行風險加大，多倫多、法蘭克福房地產泡沫風險指數最高（見圖表 10）。此外近年受國際資本青睞的東盟國家中，越南 2022 年房價漲幅超過 20%、四季度地產出現暴雷事件，泰國房價漲幅約 9%，印尼房價漲近 5%，亦需關注外資回流背景下的或有地產市場波動。但整體而言，歷經亞洲金融危機洗禮的主要東南亞國家金融韌性明顯提高，在此輪疫情、地緣和加息衝擊中，部分國家還受益于大宗商品價格上行和訂單轉移、經濟復蘇表現較好，

¹³ 數據來源於瑞銀 2022 年《全球房地產泡沫指數》報告。

2023 年外需承壓但中國擴內需、疫情常態化防控可能給區域國家帶來接續增長紅利，再次發生區域性危機的概率較小。

圖表 10：2022 年全球房地產泡沫風險指數



數據來源：瑞銀、工銀亞洲東南亞研究中心

注 1：房地產泡沫風險指數 ≥ 1.5 ，說明該城市存在泡沫風險，指數越大風險越大

注 2：瑞銀綜合考慮房價與租金比率、房價與收入比率、抵押貸款支付增加與 GDP 增加比率、建築支出增加與 GDP 增加比率、市區與郊區房價比率，測算得出房地產泡沫風險指數



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

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**