

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

美國經濟現狀如何

閱讀摘要

年初以來美國經濟衰退憂慮先降後升，市場對於美國經濟未來是否陷入衰退存在較大分歧。本文從經濟、金融兩大視角切入探討美國經濟現狀，並展望分析了後續的政策和市場走勢。

從經濟視角看，就業及通脹表現顯示美國經濟仍有一定韌性。消費和投資動能短期仍存韌性，中長期增長面臨放緩壓力。

從金融視角看，經濟衰退信號頻現，但期限利差倒掛時長尚不及歷史均值。美債期限倒掛擠壓銀行利差、抑制借貸意願，但結合歷史經驗看倒掛不必然導致衰退，曲線的修復更有賴於短端利率下行；銀行業風波突發，但負向溢出效應或有限，矽穀銀行、瑞信事件具備一定特殊性，疊加政府和監管機構及時介入、美國銀行業穩定性較金融危機前有所提升，整體看傳染效應相對較小。

展望未來，政策方面，經濟韌性減弱、銀行業風波推動加息進程加快步入尾聲，但貨幣政策即時轉向仍有壓力。增長方面，短期內美國經濟仍有一定韌性，但預計後續核心增長動能將逐步降溫，大概率溫和衰退。市場方面，“雙赤字”難緩解、美元或進入新一輪下行周期；美債利率大概率區間寬幅震蕩、2年期美債利率仍有觸及4%及更高水平的可能；美股短期仍有下行壓力、下半年降息預期明晰後或重拾升勢。

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。

美國經濟現狀如何

一、從經濟視角看：年初以來美國經濟衰退憂慮先降溫後升溫

(一) 增長表現：失業和通脹數據反映美國經濟仍有一定韌性

1. 失業率：勞動力市場緊張狀況短期或較難改善。

2023年2月美國失業率上升0.2個百分點至3.6%，新增非農就業人數減少193萬至311萬人次，非農時薪小幅上升0.3%至33美元（見圖表1），數據出現緩解跡象，但從絕對值水平看，數據仍處曆史高點水平，2015-2019年失業率均值4.4%，新增非農就業人數均值192萬人次，勞動力平均時薪26美元。時點性放緩尚不能立即判定美國勞動力市場過熱問題已經緩解。從結構上來看，服務業仍然偏緊，特別是就業人數最多的教育和醫療服務業供需極為緊張，商業服務和休閒酒店職位空缺率亦居高不下；工業總體略微寬松，製造業、采礦業偏緊，建築業勞動力供給相對充足，但工業合計就業人數占比僅21%左右，影響較小，且在美國政府製造業回流政策引導下，製造業用工需求仍有上行空間（見圖表3）。

目前美國勞動力市場的緊張體現在勞動力市場供需失衡，以及供需效率惡化兩個方面。部分勞動力供給受新冠疫情造成的健康、家庭、提前退休等因素影響“超額”永久性

離場，但疫後大規模財政刺激、疊加經濟快速反彈，導致勞動力需求激增，職位空缺數連續 20 個月超過 1000 萬人次高位。在高通脹、高工資刺激下，勞動力供需失衡進一步向供需匹配效率惡化方向演變，體現為跨地區、跨行業間的摩擦性失業激增，疫後勞動力市場貝弗裏奇曲線大幅外移（見圖表 2）。

勞動力市場供需失衡問題短期較難改善，“超額”永久離場的勞動力供給難以完全依靠移民流入彌補，更多依靠經濟降溫、勞動力需求下行的“單邊”修復模式耗時較長；且目前美國勞動力結構錯配問題仍較嚴重，例如教育醫療服務、商業服務職位空缺數超過 200 萬人次，但建築業、信息業職位空缺數僅 25 萬、14 萬人次，各行業就業情況存在較大差異。參考歷史規律，美國就業市場緊張或需等到 2023 年 3-4 季度才會明顯放緩¹。

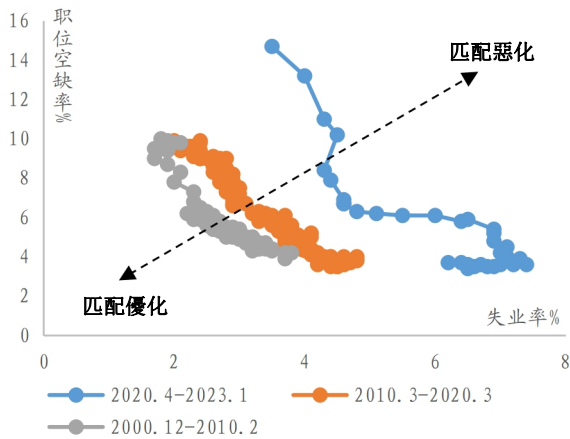
¹美國職位空缺與求職人比例從 2001 年 1 月的 0.9 下降至 2002 年 4 月的 0.4 第一級階段觸底，耗時逾一年。本輪美國職位空缺與求職人比例在 2022 年 7 月觸頂 1.99，參考歷史數據，或與 2023 年 3-4 季度第一階段觸底，後續就業市場是否進一步下行取決於美國經濟的惡化程度。

圖表 1：美國 2 月新增非農就業情況

	新增非農就業人數 (千人)			非農時薪 (美元)			非農平均每周工時 (小時)		
	2023-02	2023-01	环比 (千人)	2023-02	2023-01	环比 (%)	2023-02	2023-01	环比 (%)
非農新增就業	311.00	504.00	-193.0						
私人部門	265.00	386.00	-121.0	33.09	33.01	0.24%	34.50	34.60	-0.29%
商品	20.00	51.00	-31.0	33.28	33.25	0.09%	40.00	40.20	-0.50%
采礦業	0.00	3.00	-3.0	36.87	36.76	0.30%	45.70	46.20	-1.08%
建築業	24.00	35.00	-11.0	35.76	35.67	0.25%	39.00	39.20	-0.51%
製造業	-4.00	13.00	-17.0	31.62	31.63	-0.03%	40.30	40.50	-0.49%
服務	245.00	335.00	-90.0	33.04	32.96	0.24%	33.40	33.60	-0.60%
批發業	11.10	8.90	2.2	36.16	36.29	-0.36%	38.80	38.90	-0.26%
零售業	50.10	33.90	16.2	23.81	23.54	1.15%	30.10	30.40	-0.99%
運輸倉儲業	-21.50	16.30	-37.8	28.40	28.24	0.57%	38.50	38.60	-0.26%
公用事業	-1.10	-2.10	1.0	48.84	48.74	0.21%	42.10	41.90	0.48%
信息業	-25.00	-20.00	-5.0	48.05	47.77	0.59%	36.40	36.60	-0.55%
金融業	-1.00	5.00	-6.0	42.65	42.47	0.42%	37.30	37.40	-0.27%
商業服務	45.00	53.00	-8.0	39.76	39.70	0.15%	36.60	36.60	0.00%
教育醫療	74.00	107.00	-33.0	32.63	32.68	-0.15%	33.40	33.50	-0.30%
休閒酒店	105.00	114.00	-9.0	20.83	20.77	0.29%	25.50	25.80	-1.16%
其他服務	9.00	19.00	-10.0	29.51	29.50	0.03%	32.30	32.30	0.00%
政府部門	46.00	118.00	-72.0						

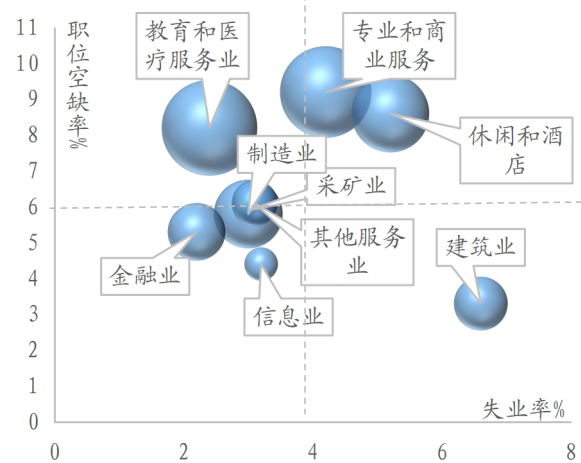
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 2：疫情後貝弗裏奇曲線大幅外移



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 3：教育和醫療服務業就業市場最為緊張



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心
注：圓圈大小表示行業就業人數

2. 通脹：CPI 進入下行通道，但預計下行速度逐漸放緩。

CPI 下行速度符合預期，但核心 CPI 粘性仍強，美國 CPI 同比增速自 2022 年 6 月觸頂+9.1%後連續 8 個月下行，至 2023 年 2 月已降至+6.0%、下降速度整體符合預期。但 2 月核心 CPI 出現超預期增長（環比+0.5%），核心通脹、特別是核心服務通脹粘性仍強。從結構上看，推升通脹的主要因素從

能源向住房租金轉移，能源價格自 2022 年中開始降溫，其對 CPI 的同比拉動率由最高的 2.95% 降至 2023 年 2 月的 0.37%，目前核心服務中的住房租金（+2.82%）接替能源成為推升 CPI 走升的最主要因素。此外，食品通脹對 CPI 的拉動率持續處於 1% 以上，亦展現強韌性。

展望 CPI 主要細分項的後續走勢：食品價格保持韌性；能源價格短期受金融市場恐慌情緒擾動下行，但其基本面較強，存在反彈基礎；核心商品對 CPI 的負向拉動作用可能逐漸減弱，例如美國 Manheim 二手車價格在 2023 年 2 月創近十四年同期最大環比漲幅（+4.3%），3-4 月或是 CPI 二手車分項的底部²；核心服務中的住房租金仍處上行通道，前文所述非農時薪、特別是零售業薪酬持續走升，預示與時薪掛鉤的核心服務通脹韌性仍強。後續美國 CPI 降速可能逐漸放緩，較美聯儲 2% 的通脹目標仍有較遠距離。

圖表 4：美國 CPI 同比增速拉動力量變化熱力圖（%）

	权重	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
CPI 同比增速	100	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50
核心 CPI	79.4	4.37	4.45	4.53	4.76	5.00	5.24	5.00	4.68	4.68	4.76	4.92	5.16
食品	13.5	1.28	1.36	1.40	1.43	1.47	1.51	1.54	1.47	1.40	1.36	1.27	1.19
家庭食品	8.7	0.88	0.98	1.03	1.04	1.08	1.13	1.17	1.14	1.06	1.04	0.94	0.88
非家用食品	4.8	0.40	0.39	0.40	0.41	0.41	0.41	0.38	0.36	0.37	0.36	0.35	0.33
能源	7.1	0.37	0.62	0.52	0.93	1.25	1.41	1.69	2.34	2.95	2.46	2.15	2.27
能源类商品	3.5	-0.05	0.09	0.02	0.43	0.68	0.70	0.95	1.55	2.11	1.75	1.56	1.67
燃油和其他燃料	0.2	0.01	0.04	0.05	0.08	0.09	0.08	0.10	0.11	0.14	0.15	0.12	0.10
发动机燃料	0.3	-0.01	0.01	0.00	0.03	0.05	0.06	0.08	0.13	0.18	0.15	0.13	0.14
能源服务	3.4	0.45	0.53	0.53	0.49	0.53	0.67	0.67	0.64	0.67	0.55	0.47	0.46
电力	2.5	0.32	0.30	0.36	0.35	0.35	0.39	0.39	0.38	0.34	0.30	0.28	0.28
公共事业(管道)燃气服务	0.9	0.13	0.24	0.17	0.14	0.18	0.30	0.30	0.27	0.35	0.27	0.21	0.20
核心商品	21.4	0.21	0.28	0.47	0.79	1.09	1.41	1.50	1.46	1.50	1.82	2.08	2.50
二手汽车和卡车	2.7	-0.37	-0.31	-0.23	-0.08	0.05	0.19	0.21	0.18	0.19	0.43	0.61	0.96
医疗护理商品	1.5	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.05	0.04	0.03	0.04
休闲商品	2.5	0.07	0.08	0.11	0.09	0.11	0.10	0.10	0.10	0.11	0.10	0.10	0.12
核心服务	58.2	4.25	4.19	4.07	3.96	3.90	3.90	3.55	3.26	3.20	3.03	2.85	2.74
住房租金	34.4	2.82	2.75	2.61	2.48	2.41	2.30	2.17	2.00	1.96	1.89	1.79	1.75
运输服务	5.8	0.85	0.85	0.84	0.83	0.89	0.85	0.66	0.55	0.53	0.47	0.49	0.43
医疗服务	6.7	0.08	0.11	0.11	0.10	0.12	0.12	0.07	0.05	0.07	0.07	0.08	0.05
休闲服务	3.1	0.20	0.18	0.18	0.17	0.12	0.13	0.13	0.14	0.15	0.15	0.14	0.15
教育和通讯服务	4.9	0.14	0.14	0.12	0.11	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

² 按照二手車價領先 CPI 二手車分項 2 個月的一般規律進行預估。

（二）增長動能：消費和投資動能短期仍存韌性，中長期增長面臨放緩壓力

1. 消費：商品消費負增、服務消費受通脹掣肘愈加明顯。

2023 年 1-2 月美國零售銷售環比增速先升後降（+3.2%、-0.4%），基數效應下 2 月多數消費細分項降溫，核心零售中，食品飲料等非耐用商品消費相對韌性，耐用商品消費中的家具及家用裝飾大幅波動下行，食品服務和飲吧、雜貨零售等推動服務消費降溫。機動車輛及零部件消費波動走跌（見圖表 5）。

剔除通脹影響，美國商品消費已陷入負增長、服務消費仍是韌性來源。2022 年 4 季度，美國個人消費支出名義增長 7.5%，其中 1.8% 為實際增長、5.8% 為通貨膨脹。特別是**商品消費**實際增長已陷入萎縮區間（-0.9%），食品、能源消費增速領跌，僅娛樂商品和車輛消費還有較明顯的正增長；**服務消費**仍是美國消費的韌性來源，但其受到通脹掣肘愈加嚴重（服務消費實際+3.2%、名義+8.7%），目前能源服務已率先跌入負增，交通運輸、食品住宿受通脹掣肘亦居前，後續面臨走負風險（見圖表 6）。

預計後續美國消費韌性或隨可支配收入下降而逐漸放緩，銀行業風波惡化金融保險業增長前景。目前美國個人儲蓄率保持低位（4.7%），通脹侵蝕實際工資連續 23 個月負增長，消費信貸和轉移支付上行空間收窄：居民消費循環信貸占個人可支配收入比重擴張至 6.2%、信用卡拖欠率上升至

2.25%，居民轉移支付占總收入比重下行至 17.7%³，已接近疫前水平。居民可支配收入繼續擴張前景受限，預計拖累消費韌性逐漸放緩。金融保險服務通脹壓力最小，但在歐美銀行業風波突發下，美國金融保險服務業面臨增長不確定性。

圖表 5：近一年美國零售銷售環比增速細項變化

	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
零售銷售總計	-0.4%	3.2%	-0.8%	-1.1%	1.1%	-0.2%	0.7%	-0.4%	1.0%	0.4%	0.7%	1.2%	1.8%
核心零售	-0.1%	2.4%	-0.6%	-0.8%	1.0%	-0.1%	0.2%	-0.1%	1.1%	1.3%	0.5%	1.9%	1.7%
家具和家用裝飾	-2.5%	5.7%	-2.0%	-1.1%	2.0%	-2.1%	0.6%	0.1%	-1.2%	-1.1%	1.5%	0.5%	2.9%
電子和家用電器	0.3%	6.5%	-0.3%	-5.9%	-1.2%	-1.4%	-2.0%	-0.3%	-0.5%	-2.6%	1.6%	3.4%	1.5%
建築材料、園林設備及物料	-0.1%	0.4%	1.0%	-3.3%	1.2%	-0.7%	1.7%	1.1%	-0.3%	0.2%	-0.9%	0.6%	0.7%
食品飲料	0.5%	-0.4%	-0.5%	0.5%	1.2%	0.8%	0.4%	0.0%	1.1%	1.1%	0.0%	0.6%	0.4%
保健和個人護理	0.9%	3.1%	-1.5%	0.3%	-0.2%	0.8%	0.0%	0.6%	1.3%	0.1%	0.6%	1.6%	-1.8%
加油站	-0.6%	-1.0%	-5.2%	-1.4%	3.3%	-4.0%	-5.0%	-2.2%	2.7%	5.0%	-1.3%	8.6%	7.0%
服裝及配飾	-0.8%	2.9%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	1.0%	1.0%	-0.4%	0.7%	-1.4%	0.0%	2.2%	3.5%
運動商品、業餘愛好、書及音樂	-0.5%	0.4%	0.2%	0.1%	0.6%	-0.4%	1.1%	0.0%	0.9%	0.9%	0.7%	-0.2%	3.3%
日用品	0.5%	4.3%	0.5%	-0.2%	-0.3%	1.1%	0.3%	-0.4%	2.3%	0.0%	-0.6%	2.5%	-2.2%
雜貨店零售業	-1.8%	5.6%	1.5%	-1.8%	-1.0%	0.4%	0.2%	-1.3%	3.8%	-2.2%	2.4%	2.4%	3.2%
食品服務和飲吧	-2.2%	5.6%	0.8%	-0.2%	1.2%	1.0%	2.5%	-0.8%	0.7%	1.0%	2.5%	2.4%	5.6%
無店鋪零售業	1.6%	1.8%	-0.4%	-0.9%	1.0%	-0.1%	0.6%	1.7%	0.3%	2.7%	1.1%	-0.9%	0.0%
機動車輛及零部件	-1.8%	7.1%	-1.8%	-2.2%	1.5%	-0.5%	2.9%	-2.0%	0.6%	-3.4%	1.8%	-1.8%	2.1%

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 6：2022 年 4 季度美國個人消費支出解構

	實際同比增速	通脹	名義同比增速
個人消費支出	1.8%	5.8%	7.5%
商品	-0.9%	6.2%	5.3%
耐用品	0.5%	3.1%	3.6%
耐用品:機動車輛及零部件	-1.5%	4.7%	3.2%
耐用品:家具和家用設備	-0.5%	6.1%	5.6%
耐用品:娛樂商品和車輛:季調	4.2%	-1.0%	3.2%
耐用品:其他耐用品	-1.1%	3.0%	2.0%
非耐用品	-1.7%	8.0%	6.3%
非耐用品:食品	-5.2%	11.0%	5.8%
非耐用品:服裝和鞋	1.2%	3.9%	5.1%
非耐用品:汽油、燃油,以及其他能源產品	-3.6%	11.2%	7.6%
非耐用品:其他非耐用品	1.1%	5.6%	6.7%
服務	3.2%	5.5%	8.7%
家庭服務	3.2%	5.4%	8.6%
家庭經營	1.4%	8.2%	9.6%
交通運輸	1.5%	14.2%	15.7%
醫療護理	2.8%	2.7%	5.5%
娛樂	4.5%	5.3%	9.8%
食品和住宿	5.6%	7.5%	13.1%
金融服務和保險	1.6%	0.2%	1.8%
其他服務	7.2%	4.6%	11.8%
對家庭服務之非營利機構最終消費支出	3.5%	8.8%	12.2%
非營利機構產出	2.3%	4.8%	7.1%
非營利機構商品和服務銷售收入	1.9%	3.3%	5.3%
能源產品和服務	-0.8%	13.3%	12.5%
排除食品和能源	2.5%	4.9%	7.4%

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 投資：企業投資面臨下行風險，房地產市場韌性來源

³ 2019 年美國居民消費循環信貸占個人可支配收入比重約 6.6%、信用卡拖欠率約 2.6%，居民轉移支付占總收入比重約 16.9%。

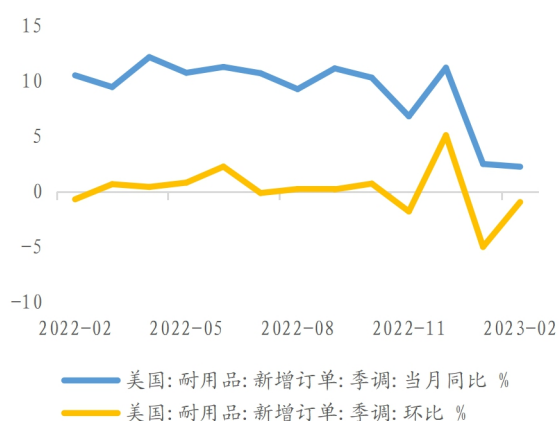
於高投資需求和低庫存。

年初以來美國企業投資保持正增長。2023年1-2月，美國耐用品新增訂單環比分別增長-5%、-1%，創2020年4月以來最大跌幅，不過主要影響因素是飛機和零部件訂單大幅回落對數據產生的時點性擾動；扣除飛機和國防的**核心耐用品新增訂單**在1-2月分別環比+0.8%、+0.2%，顯示企業中長期資本投資保持增長，但增速降溫。實際上，目前美國市場景氣偏疲弱，製造業PMI中的新訂單指數自2022年9月起跌入萎縮區間；製造業庫存從2022年中開始降速，處於去庫周期；疊加繼續升高的利率、經濟的不確定性，以及近期銀行業風波可能引致的信貸收縮，**預計企業投資面臨下行風險。**

目前，美國房地產市場仍存韌性。**新屋開工反彈：**美國新屋開工自2022年中開始連續降溫，2月新屋開工反彈、環比增9.8%至年化145萬套，建築商營建許可同步回升（環比增13.8%至152萬套），或預示房地產供給反彈時間有望延長。**成屋銷售價跌量升：**相較而言，美國成屋銷售“起跌時間”更早（2022年初）、與美聯儲加息周期相一致，2月成屋銷售年化環比升14.5%至458萬套，創2020年中以來最大升幅；不過2月成屋銷售價格中位數同比下降0.2%至36.3萬美元/套，為2012年以來首次下跌。**房地產庫存緊張：**供需共同作用下，2月美國房地產庫存僅供銷售2.6個月（低於5個月的警戒線），購房者以投資者為主（首次購房比例創歷史

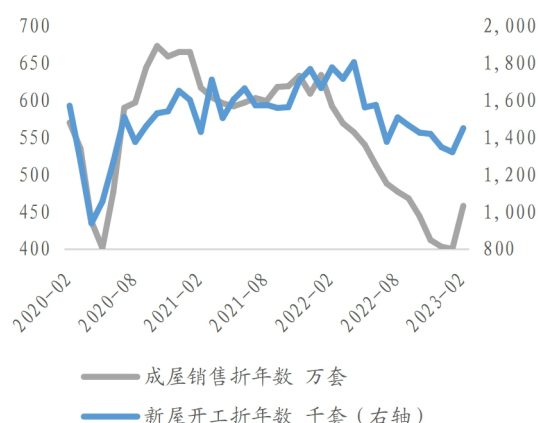
新低)。美國房地產市場韌性來源於低庫存和投資性購買，預計在庫存修復至 6-8 個月歷史均值前，房地產市場有望維持韌性，但目前的高利率已經將部分剛需型購房擠出市場，投資性購買或在經濟逐漸降溫、金融風險擾動下出現較大幅波動。

圖表 7：耐用品新增訂單降溫



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 8：房地產市場仍具韌性



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

二、從金融指標看：美國經濟衰退信號頻現

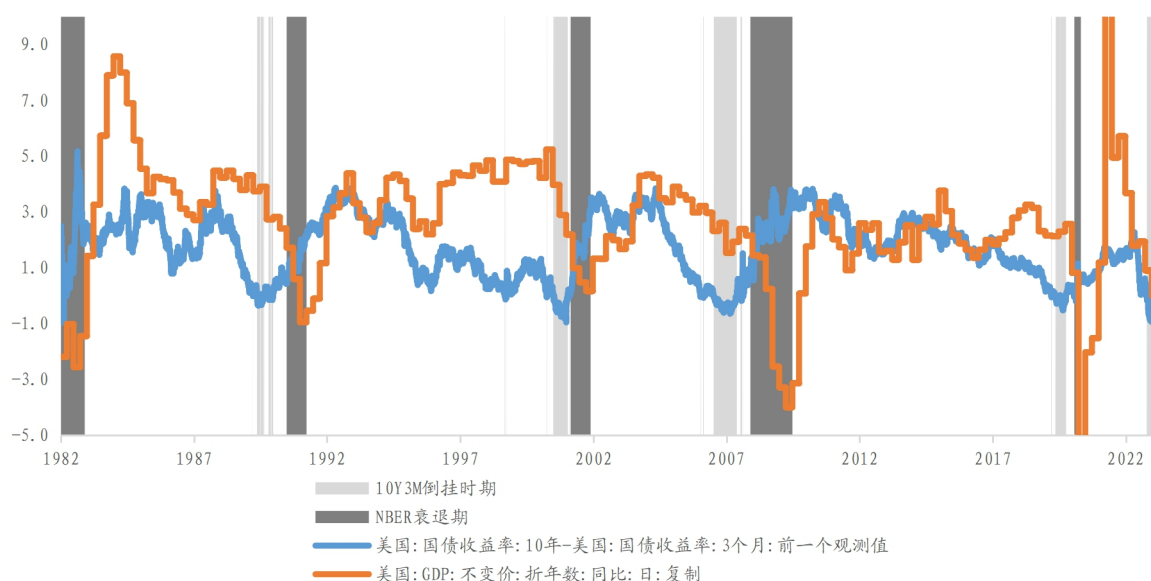
(一) 美債期限倒掛擠壓銀行業利潤，但不必然引起衰退；目前倒掛較深但時長尚短，修復有賴短端利率下行

1. 期限倒掛的經濟學原理：擠壓銀行利差、抑制借貸意願。短端美債利率一定程度上代表銀行負債成本，而長端美債利率代表放貸收益，10Y--3M 的持續倒掛意味著銀行業利潤承壓，削弱其支持長期投資的動力，信貸收縮抑制實體經濟增長，故期限倒掛常被視為美國經濟衰退重要風向標。

2. 倒掛與衰退關係：倒掛通常伴隨、但不必然導致衰退，需考量倒掛的持續時長與深度等。1982 年以來（不含近期）

存在五次利率倒掛⁴，其中四次後續迎來 NBER 衰退（見圖表 9），倒掛的持續時間較長、程度較深，平均倒掛時間為 8.3 個月、平均倒掛最深處為-0.62%。而 1998 年倒掛後未現衰退，或因該次倒掛時間短（僅持續一個月）、倒掛程度不深（最深處僅有-0.13%），且在美聯儲及時降息（1998 年 9 月末降息 0.25%）推動下快速修復（10Y--3M 利差在 4 個交易日之內即自-0.07%恢復至 0.89%）。因此期限倒掛不必然引起衰退，應綜合考量倒掛的長度、深度及同時期政策支持等因素。

圖表 9：期限倒掛後往往（但不必然）出現衰退，具體應視倒掛時長和深度



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

3. 當前情況與倒掛的修復路徑：本輪倒掛自 2022 年 10 月末始至今持續 5 個月、倒掛最深處為-1.34%，倒掛程度雖創歷史記錄，但持續時間未及歷史均值。期限倒掛的修復有

⁴ 分別為 1989 年下半年、1998 年下半年、2000 年下半年、2006 年下半年至 2007 年上半年、2019 年下半年。

賴於短端利率的下行或長端利率的上行，在當前經濟前景承壓下長端利率上行概率有限，故仍需依靠短端加息預期的減弱，若短端利率在年中之後明顯回落，則倒掛有望逐步修復。

（二）銀行業風波跨行業、跨市場的負向溢出效應或較有限

1. 矽穀銀行、瑞信事件具備特殊性，疊加政府和監管機構及時介入，傳染效應相對較小。矽穀銀行資產負債結構與傳統銀行差別較大，其負債端特殊性表現為高度依賴企業客戶、行業集中度高、成本低、期限短，受風險投資和資本市場融資情況影響大；其資產端特殊性表現為資產集中度高，債券資產占比高、期限長。在利率攀升超預期、疊加科技企業困境下資產、負債均受沖擊。而美國銀行業整體信貸資產中貸款占比高（69%）、債券資產占比低（31%），負債端也有相當部分的個人存款及傳統企業存款。瑞信暴雷主要動因為經營不當，亦具備特殊性。原因方面，瑞信因前期業務激進、疏於風控，不僅令投行業務多次巨虧⁵，更逐步喪失信譽及市場份額，轉型成效不佳、疊加近期銀行業風波，令其快速陷入危機困境。損失方面，瑞信總資產雖達約 5,800 億美元⁶，但投行業務占比已壓縮至約 16%⁷，而雷曼破產前夕資產規模約為 7,000 億美元且大部分為投行業務。另一方面，瑞信資本充足率在同業中屬較高水平⁸，此次 AT1 債券被減記主要動

⁵ Archegos 爆倉、Greensill 破產以及 Lescaudron 訴訟案等。

⁶ 5,314 億瑞郎，折合 5,733 億美元。

⁷ 截至 2022 第四季度。

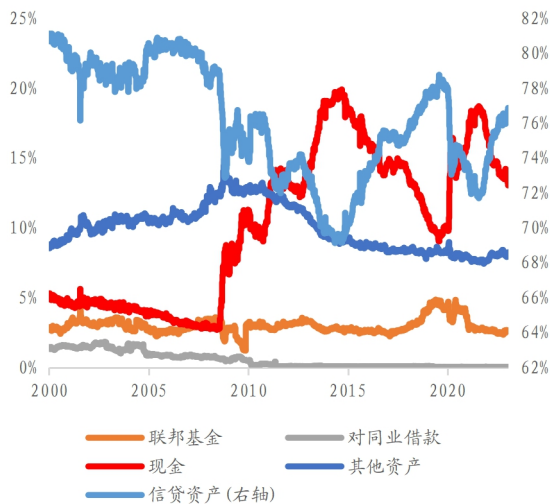
⁸ 一級普通股資本充足率（CET1）、一級資本充足率分別為 14.1%和 20.0%。

因為瑞信 AT1 債券含 PoNV 條款⁹，監管機構也多次重申債權優於股權的原則。因此，在風險事件具有自身特殊性、政府及監管及時介入背景下，當前銀行業風波的傳染性相對較小。

2. 美國銀行業較金融危機前穩定性整體提升。（1）**資產中現金占比提升：**銀行業資產中現金占比（13%）較金融危機前（3%）明顯提高（見圖表 10）；（2）**信貸資產質量較優：**2023 年以來僅消費貸款的拖欠率回升，而工商業貸款、住房抵押貸款等質量仍高，整體信貸資產質量仍優於疫情前、也大幅優於金融危機前（見圖表 11）；（3）**杠杆率較低：**目前銀行業整體資產負債率（91%）雖較疫情前（89%左右）有所上行，但仍明顯低於金融危機前的 95%左右（見圖表 12）；（4）**貸款擴張快於存款，息差動力足：**貸款增速自 2022 年 3 月起高於存款增速（見圖表 13），美聯儲亦在政策聲明中指出，美國銀行體系健全且具有韌性（sound and resilient）。

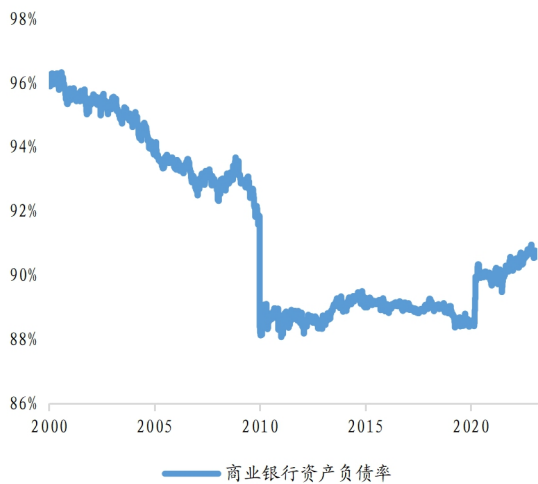
⁹ Point of Non-Viability 條款規定在銀行陷入嚴重困境時，票據的全額本金可以被強制且永久減計，同時這些債券也不得轉換為股票。該條款並非所有 AT1 債券均包含。

圖表 10: 銀行業資產中現金資產占比上升



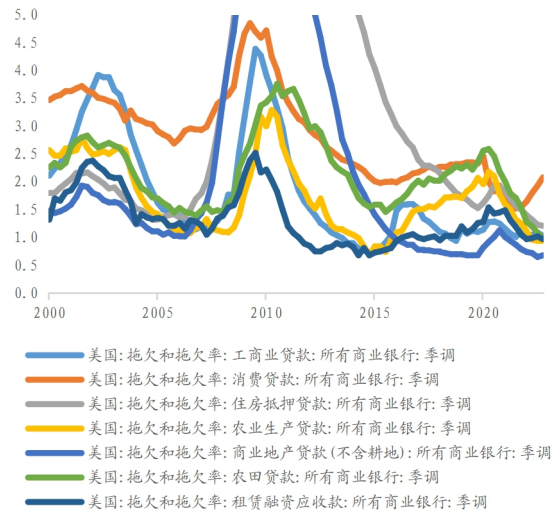
數據來源: WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 12: 銀行業資產負債率低於金融危機前



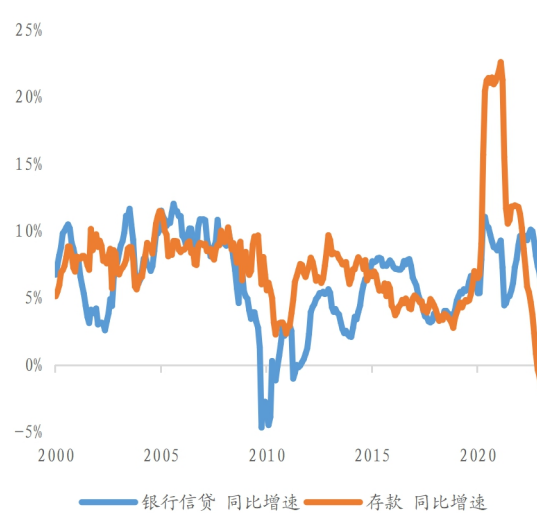
數據來源: WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 11: 貸款中除消費貸款外資產質量均優



數據來源: WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 13: 信貸增速高於存款增速投放較為順暢



數據來源: WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

三、後續政策、市場、增長怎麼看？

（一）經濟與金融信號促使美聯儲加息預期接近尾聲

1. 經濟韌性減弱、銀行業風波推動加息進程加快步入尾聲。消費韌性逐步減緩、企業投資面臨下行風險、投資性購

房或有較大波動；**金融方面**，期現倒掛對經濟制約力度漸顯，修複較大程度仍依賴短端利率的降溫。銀行業風波及後續或有的流動性監管本身存在緊縮效果。貨幣政策“相機性”料更突出，加息終點漸近。

2. 但美聯儲即時轉向仍有壓力。控通脹任重道遠，聯儲維持抗通脹、防風險之間的謹慎平衡。目前通脹雖持續下行，但能源項價格下行貢獻了CPI降幅的大部分，而核心服務通脹仍繼續上行，且Manheim二手車價格指數的反彈或預示著核心商品回落過程有反複的風險，美聯儲政策聲明強調“仍然高度關注通脹風險”。近期擴表並非常規主動資產購買，而是金融機構借款造成的短期內美聯儲被動投放，緊縮政策暫未轉向。3月15日單周美聯儲總資產自8.3萬億元擴大至8.6萬億元引市場注目，但此次擴張的主要動因為“其他貸款”項增加3,029億美元¹⁰，而美聯儲持有的美債、MBS規模保持縮減（且已得到政策聲明支持）。

基准情形下，後續美聯儲大概率延續抗通脹與防風險之間的平衡，既避免超預期緊縮誘發銀行業風波再起，提前降息概率也不大，預計後續仍有一到兩次25BP加息的可能，而且大概率加息的同時擴大BTFP（銀行定期融資計劃）等應急工具運用護航銀行業。

（二）經濟增長：大概率溫和衰退

從短期增長表現來看，美國經濟仍有一定韌性：就業市

¹⁰ 其中聯儲貼現窗口借款激增1,483億美元（前一周該項餘額僅46億美元）、由FDIC提供的其他信用支持增加1,428億美元、新設BTFP（銀行定期融資計劃）119億美元。

場供需仍然偏緊、失業率處於歷史低位附近，通脹處於下行通道、但總體通脹壓力仍大。且短期美國經濟增長的核心動能仍具韌性：服務消費支撐總體消費表現，耐用品訂單和房地產保持正增長。

但是，預計後續經濟增長的核心動能將逐步降溫，美國居民可支配收入進一步上升空間已經收窄，通脹對服務消費的侵蝕作用日益嚴重，在後續通脹下降速度逐漸放緩的預期下，預計作為美國經濟增長主要動能的消費將受到來自收入、價格兩個方面的掣肘。而投資方面，美國房地產市場連續 11 年的房價長牛出現轉折，市場景氣、庫存周期或預示企業耐用品投資存在走弱跡象。預計美國經濟短期仍受韌性支撐，後續大概率溫和衰退。

（三）市場處於周期循環的哪個階段？“雙赤字”難緩解、美元或進入新一輪下行周期；美債利率大概率區間寬幅震蕩；美股壓力仍在、降息預期明晰後重獲上行動能

美元：“雙赤字”積累蘊含的潛在貶值壓力並未得到緩解，美元大概率進入新一輪下行周期。國內財政方面，疫情期間的高赤字雖有適當修復，但拜登新財年預算案暗示後續財政或采取結構性寬松模式，且高利率帶來的利息支出對財政的拖累逾重；國外貿易方面，受益於俄烏沖突的新增出口紅利逐步消退、歐盟及日本下行壓力更甚，經常賬戶前景承壓，故財政、貿易“雙赤字”難以緩解。此外，結算體系多

元化¹¹、逆全球化加速背景下，儲備美元的需求或有所下滑，疊加加息終點漸近，或催化美元進入一輪新的下行周期。但不排除“黑天鵝”事件誘發避險需求，推動美元指數時點性上行的可能。

美債：經濟下行與“防風險”限制上限、“控通脹”與或有額外緊縮政策限制下限。由於2年期美債與政策利率彌合度高於10年期美債，利率終點尚未明晰下2年期美債利率仍可能再度觸及4.0%及更高水平，而10年期美債利率在經濟下行壓力增大、加息預期趨勢性降溫背景下再度上觸4.0%概率有限，但在控通脹壓力及或有額外緊縮政策支撐下，下探3.0%的概率亦較小，頂部已現、但短期內料仍寬幅震蕩。

美股：短期仍有一定下跌壓力、降息預期明晰或為新一輪周期的開始。短期內，加息暫未止步、疊加或有銀行業風險隱憂和企業盈利下滑，美股仍有下跌壓力。美國經濟溫和衰退基本假定下，下半年降息預期明晰後，美股或重拾升勢。

¹¹ 近年 SPFS、CIPS 等結算系統逐步對 SWIFT 起一定替代作用，多國亦在推動貿易支付本幣結算。



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。**