

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞

吴起睿 张润锋

## 美国经济现状如何

### 阅读摘要

年初以来美国经济衰退忧虑先降后升，市场对于美国经济未来是否陷入衰退存在较大分歧。本文从经济、金融两大视角切入探讨美国经济现状，并展望分析了后续的政策和市场走势。

从经济视角看，就业及通胀表现显示美国经济仍有一定韧性。消费和投资动能短期仍存韧性，中长期增长面临放缓压力。

从金融视角看，经济衰退信号频现，但期限利差倒挂时长尚不及历史均值。美债期限倒挂挤压银行利差、抑制借贷意愿，但结合历史经验看倒挂不必然导致衰退，曲线的修复更有赖于短端利率下行；银行业风波突发，但负向溢出效应或有限，硅谷银行、瑞信事件具备一定特殊性，叠加政府和监管机构及时介入、美国银行业稳定性较金融危机前有所提升，整体看传染效应相对较小。

展望未来，政策方面，经济韧性减弱、银行业风波推动加息进程加快步入尾声，但货币政策即时转向仍有压力。增长方面，短期内美国经济仍有一定韧性，但预计后续核心增长动能将逐步降温，大概率温和衰退。市场方面，“双赤字”难缓解、美元或进入新一轮下行周期；美债利率大概率区间宽幅震荡、2年期美债利率仍有触及4%及更高水平的可能；美股短期仍有下行压力、下半年降息预期明晰后或重拾升势。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

# 美国经济现状如何

一、从经济视角看：年初以来美国经济衰退忧虑先降温后升温

(一) 增长表现：失业和通胀数据反映美国经济仍有一定韧性

1. 失业率：劳动力市场紧张状况短期或较难改善。

2023年2月美国失业率上升0.2个百分点至3.6%，新增非农就业人数减少193万至311万人次，非农时薪小幅上升0.3%至33美元（见图表1），数据出现缓解迹象，但从绝对值水平看，数据仍处历史高点水平，2015-2019年失业率均值4.4%，新增非农就业人数均值192万人次，劳动力平均时薪26美元。时点性放缓尚不能立即判定美国劳动力市场过热问题已经缓解。从结构上来看，服务业仍然偏紧，特别是就业人数最多的教育和医疗服务业供需极为紧张，商业服务和休闲酒店职位空缺率亦居高不下；工业总体略微宽松，制造业、采矿业偏紧，建筑业劳动力供给相对充足，但工业合计就业人数占比仅21%左右，影响较小，且在美国政府制造业回流政策引导下，制造业用工需求仍有上行空间（见图表3）。

目前美国劳动力市场的紧张体现在劳动力市场供需失衡，以及供需效率恶化两个方面。部分劳动力供给受新冠疫情造成的健康、家庭、提前退休等因素影响“超额”永久性

离场，但疫后大规模财政刺激、叠加经济快速反弹，导致劳动力需求激增，职位空缺数连续 20 个月超过 1000 万人次高位。在高通胀、高工资刺激下，劳动力供需失衡进一步向供需匹配效率恶化方向演变，体现为跨地区、跨行业间的摩擦性失业激增，疫后劳动力市场贝弗里奇曲线大幅外移（见图表 2）。

**劳动力市场供需失衡问题短期较难改善**，“超额”永久离场的劳动力供给难以完全依靠移民流入弥补，更多依靠经济降温、劳动力需求下行的“单边”修复模式耗时较长；且目前美国劳动力结构错配问题仍较严重，例如教育医疗服务、商业服务职位空缺数超过 200 万人次，但建筑业、信息业职位空缺数仅 25 万、14 万人次，各行业就业情况存在较大差异。参考历史规律，美国就业市场紧张或需等到 2023 年 3-4 季度才会明显放缓<sup>1</sup>。

---

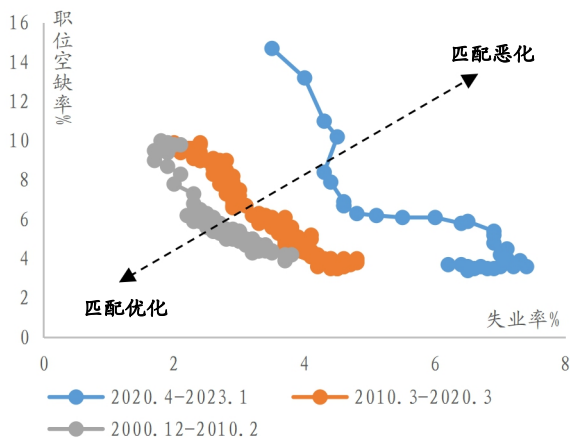
<sup>1</sup>美国职位空缺与求职者比例从 2001 年 1 月的 0.9 下降至 2002 年 4 月的 0.4 第一级阶段触底，耗时逾一年。本轮美国职位空缺与求职者比例在 2022 年 7 月触顶 1.99，参考历史数据，或与 2023 年 3-4 季度第一阶段触底，后续就业市场是否进一步下行取决于美国经济的恶化程度。

图表 1：美国 2 月新增非农就业情况

	新增非农就业人数 (千人)			非农时薪 (美元)			非农平均每周工时 (小时)		
	2023-02	2023-01	环比 (千人)	2023-02	2023-01	环比 (%)	2023-02	2023-01	环比 (%)
非农新增就业	311.00	504.00	-193.0						
私人部门	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%
采矿业	0.00	3.00	-3.0	36.87	36.76	0.30%	45.70	46.20	-1.08%
建筑业	24.00	35.00	-11.0	35.76	35.67	0.25%	39.00	39.20	-0.51%
制造业	-4.00	13.00	-17.0	31.62	31.63	-0.03%	40.30	40.50	-0.49%
服务	245.00	335.00	-90.0	33.04	32.96	0.24%	33.40	33.60	-0.60%
批发业	11.10	8.90	2.2	36.16	36.29	-0.36%	38.80	38.90	-0.26%
零售业	50.10	33.90	16.2	23.81	23.54	1.15%	30.10	30.40	-0.99%
运输仓储业	-21.50	16.30	-37.8	28.40	28.24	0.57%	38.50	38.60	-0.26%
公用事业	-1.10	-2.10	1.0	48.84	48.74	0.21%	42.10	41.90	0.48%
信息业	-25.00	-20.00	-5.0	48.05	47.77	0.59%	36.40	36.60	-0.55%
金融业	-1.00	5.00	-6.0	42.65	42.47	0.42%	37.30	37.40	-0.27%
商业服务	45.00	53.00	-8.0	39.76	39.70	0.15%	36.60	36.60	0.00%
教育医疗	74.00	107.00	-33.0	32.63	32.68	-0.15%	33.40	33.50	-0.30%
休闲酒店	105.00	114.00	-9.0	20.83	20.77	0.29%	25.50	25.80	-1.16%
其他服务	9.00	19.00	-10.0	29.51	29.50	0.03%	32.30	32.30	0.00%
政府部门	46.00	118.00	-72.0						

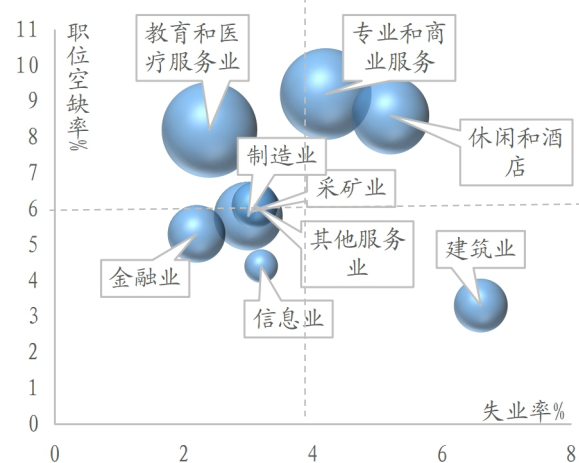
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 2：疫情后贝弗里奇曲线大幅外移



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 3：教育和医疗服务业就业市场最为紧张



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心  
注：圆圈大小表示行业就业人数

## 2. 通胀：CPI 进入下行通道，但预计下行速度逐渐放缓。

CPI 下行速度符合预期，但核心 CPI 粘性仍强，美国 CPI 同比增速自 2022 年 6 月触顶+9.1%后连续 8 个月下行，至 2023 年 2 月已降至+6.0%、下降速度整体符合预期。但 2 月核心 CPI 出现超预期增长（环比+0.5%），核心通胀、特别是核心服务通胀粘性仍强。从结构上来看，推升通胀的主要因素从

能源向住房租金转移，能源价格自 2022 年中开始降温，其对 CPI 的同比拉动率由最高的 2.95% 降至 2023 年 2 月的 0.37%，目前核心服务中的住房租金 (+2.82%) 接替能源成为推升 CPI 走升的最主要因素。此外，食品通胀对 CPI 的拉动率持续处于 1% 以上，亦展现强韧性。

**展望 CPI 主要细分项的后续走势：食品**价格保持韧性；**能源**价格短期受金融市场恐慌情绪扰动下行，但其基本面较强，存在反弹基础；**核心商品**对 CPI 的负向拉动作用可能逐渐减弱，例如美国 Manheim 二手车价格在 2023 年 2 月创近十四年同期最大环比涨幅 (+4.3%)，3-4 月或是 CPI 二手车分项的底部<sup>2</sup>；**核心服务**中的住房租金仍处上行通道，前文所述非农时薪、特别是零售业薪酬持续走升，预示与时薪挂钩的核心服务通胀韧性仍强。**后续美国 CPI 降速可能逐渐放缓，较美联储 2% 的通胀目标仍有较远距离。**

图表 4：美国 CPI 同比增速拉动力量变化热力图 (%)

	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

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

<sup>2</sup> 按照二手车价领先 CPI 二手车分项 2 个月的一般规律进行预估。

## **(二) 增长动能：消费和投资动能短期仍存韧性，中长期增长面临放缓压力**

### **1. 消费：商品消费负增、服务消费受通胀掣肘愈加明显。**

2023年1-2月美国零售销售环比增速先升后降(+3.2%、-0.4%)，基数效应下2月多数消费细分项降温，核心零售中，食品饮料等非耐用商品消费相对韧性，耐用商品消费中的家具及家用装饰大幅波动下行，食品服务和饮吧、杂货零售等推动服务消费降温。机动车辆及零部件消费波动走跌（见图表5）。

**剔除通胀影响，美国商品消费已陷入负增长、服务消费仍是韧性来源。**2022年4季度，美国个人消费支出名义增长7.5%，其中1.8%为实际增长、5.8%为通货膨胀。特别是**商品消费**实际增长已陷入萎缩区间（-0.9%），食品、能源消费增速领跌，仅娱乐商品和车辆消费还有较明显的正增长；**服务消费**仍是美国消费的韧性来源，但其受到通胀掣肘愈加严重（服务消费实际+3.2%、名义+8.7%），目前能源服务已率先跌入负增，交通运输、食品住宿受通胀掣肘亦居前，后续面临走负风险（见图表6）。

**预计后续美国消费韧性或随可支配收入下降而逐渐放缓，银行业风波恶化金融保险业增长前景。**目前美国个人储蓄率保持低位（4.7%），通胀侵蚀实际工资连续23个月负增长，消费信贷和转移支付上行空间收窄：居民消费循环信贷占个人可支配收入比重扩张至6.2%、信用卡拖欠率上升至

2.25%，居民转移支付占总收入比重下行至 17.7%<sup>3</sup>，已接近疫前水平。居民可支配收入继续扩张前景受限，预计拖累消费韧性逐渐放缓。金融保险服务通胀压力最小，但在欧美银行业风波突发下，美国金融保险服务业面临增长不确定性。

图表 5：近一年美国零售销售环比增速细项变化

	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
零售销售总计	-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%
家具和家用装饰	-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%
电子和家用电器	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%
建筑材料、园林设备及物料	-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%
食品饮料	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%
保健和个人护理	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%
服装及配件	-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%
运动商品、业余爱好、书及音乐	-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%
杂货店零售业	-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%
食品服务和饮吧	-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%
无店铺零售业	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%
机动车辆及零部件	-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%

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 6：2022 年 4 季度美国个人消费支出解构

	实际同比增速	通胀	名义同比增速
个人消费支出	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:机动车辆及零部件	-1.5%	4.7%	3.2%
耐用品:家具和家用设备	-0.5%	6.1%	5.6%
耐用品:娱乐商品和车辆:季调	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:服装和鞋	1.2%	3.9%	5.1%
非耐用品:汽油、燃油,以及其他能源产品	-3.6%	11.2%	7.6%
非耐用品:其他非耐用品	1.1%	5.6%	6.7%
服务	3.2%	5.5%	8.7%
家庭服务	3.2%	5.4%	8.6%
家庭经营	1.4%	8.2%	9.6%
交通运输	1.5%	14.2%	15.7%
医疗护理	2.8%	2.7%	5.5%
娱乐	4.5%	5.3%	9.8%
食品和住宿	5.6%	7.5%	13.1%
金融服务和保险	1.6%	0.2%	1.8%
其他服务	7.2%	4.6%	11.8%
对家庭服务之非营利机构最终消费支出	3.5%	8.8%	12.2%
非营利机构产出	2.3%	4.8%	7.1%
非营利机构商品和服务销售收入	1.9%	3.3%	5.3%
能源产品和服务	-0.8%	13.3%	12.5%
排除食品和能源	2.5%	4.9%	7.4%

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

## 2. 投资：企业投资面临下行风险，房地产市场韧性来源

<sup>3</sup> 2019 年美国居民消费循环信贷占个人可支配收入比重约 6.6%、信用卡拖欠率约 2.6%，居民转移支付占总收入比重约 16.9%。

于高投资需求和低库存。

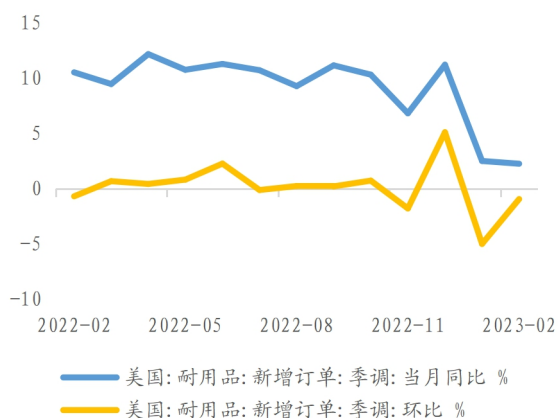
**年初以来美国企业投资保持正增长。**2023年1-2月，美国**耐用品新增订单**环比分别增长-5%、-1%，创2020年4月以来最大跌幅，不过主要影响因素是飞机和零部件订单大幅回落对数据产生的时点性扰动；扣除飞机和国防的**核心耐用品新增订单**在1-2月分别环比+0.8%、+0.2%，显示企业中长期资本投资保持增长，但增速降温。实际上，目前美国市场景气偏疲弱，制造业PMI中的新订单指数自2022年9月起跌入萎缩区间；制造业库存从2022年中开始降速，处于去库周期；叠加继续升高的利率、经济的不确定性，以及近期银行业风波可能引致的信贷收缩，**预计企业投资面临下行风险。**

**目前，美国房地产市场仍存韧性。新屋开工反弹：**美国新屋开工自2022年中开始连续降温，2月新屋开工反弹、环比增9.8%至年化145万套，建筑商营建许可同步回升（环比增13.8%至152万套），或预示房地产供给反弹时间有望延长。**成屋销售价跌量升：**相较而言，美国成屋销售“起跌时间”更早（2022年初）、与美联储加息周期相一致，2月成屋销售年化环比升14.5%至458万套，创2020年中以来最大升幅；不过2月成屋销售价格中位数同比下降0.2%至36.3万美元/套，为2012年以来首次下跌。**房地产库存紧张：**供需共同作用下，2月美国房地产库存仅供销售2.6个月（低于5个月的警戒线），购房者以投资者为主（首次购房比例创历史



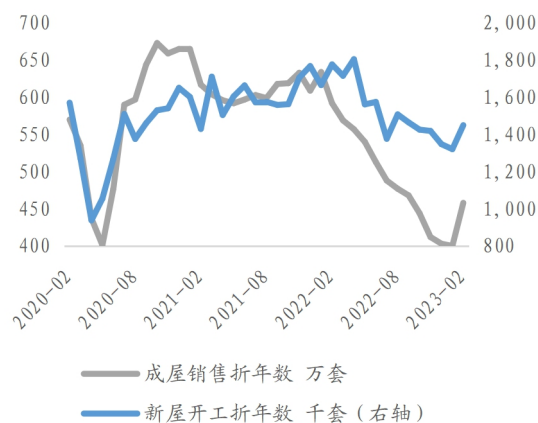
新低)。美国房地产市场韧性来源于低库存和投资性购买，预计在库存修复至 6-8 个月历史均值前，房地产市场有望维持韧性，但目前的高利率已经将部分刚需型购房挤出市场，投资性购买或在经济逐渐降温、金融风险扰动下出现较大幅波动。

图表 7：耐用品新增订单降温



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 8：房地产市场仍具韧性



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

## 二、从金融指标看：美国经济衰退信号频现

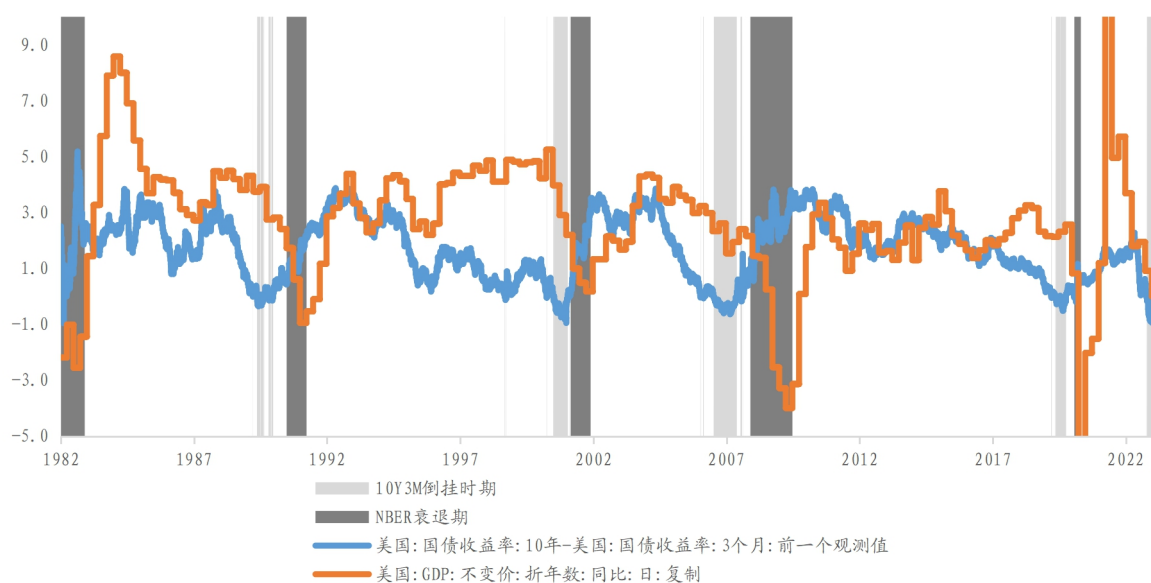
(一) 美债期限倒挂挤压银行业利润，但不必然引起衰退；目前倒挂较深但时长尚短，修复有赖短端利率下行

1. 期限倒挂的经济学原理：挤压银行利差、抑制借贷意愿。短端美债利率一定程度上代表银行负债成本，而长端美债利率代表放贷收益，10Y--3M 的持续倒挂意味着银行业利润承压，削弱其支持长期投资的动力，信贷收缩抑制实体经济增长，故期限倒挂常被视为美国经济衰退重要风向标。

2. 倒挂与衰退关系：倒挂通常伴随、但不必然导致衰退，需考量倒挂的持续时长与深度等。1982 年以来（不含近期）

存在五次利率倒挂<sup>4</sup>，其中四次后续迎来 NBER 衰退（见图表 9），倒挂的持续时间较长、程度较深，平均倒挂时间为 8.3 个月、平均倒挂最深处为-0.62%。而 1998 年倒挂后未现衰退，或因该次倒挂时间短（仅持续一个月）、倒挂程度不深（最深处仅有-0.13%），且在美联储及时降息（1998 年 9 月末降息 0.25%）推动下快速修复（10Y--3M 利差在 4 个交易日之内即自-0.07%恢复至 0.89%）。因此期限倒挂不必然引起衰退，应综合考量倒挂的长度、深度及同时期政策支持等因素。

图表 9：期限倒挂后往往（但不必然）出现衰退，具体应视倒挂时长和深度



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

**3. 当前情况与倒挂的修复路径：**本轮倒挂自 2022 年 10 月末始至今持续 5 个月、倒挂最深处为-1.34%，**倒挂程度虽创历史记录，但持续时间未及历史均值。**期限倒挂的修复有

<sup>4</sup> 分别为 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。

赖于短端利率的下行或长端利率的上行，在当前经济前景承压下长端利率上行概率有限，故仍需依靠短端加息预期的减弱，若短端利率在年中之后明显回落，则倒挂有望逐步修复。

## （二）银行业风波跨行业、跨市场的负向溢出效应或较有限

1. 硅谷银行、瑞信事件具备特殊性，叠加政府和监管机构及时介入，传染效应相对较小。硅谷银行资产负债结构与传统银行差别较大，其负债端特殊性表现为高度依赖企业客户、行业集中度高、成本低、期限短，受风险投资和资本市场融资情况影响大；其资产端特殊性表现为资产集中度高，债券资产占比高、期限长。在利率攀升超预期、叠加科技企业困境下资产、负债均受冲击。而美国银行业整体信贷资产中贷款占比高（69%）、债券资产占比低（31%），负债端也有相当部分的个人存款及传统企业存款。瑞信暴雷主要动因为经营不当，亦具备特殊性。原因方面，瑞信因前期业务激进、疏于风控，不仅令投行业务多次巨亏<sup>5</sup>，更逐步丧失信誉及市场份额，转型成效不佳、叠加近期银行业风波，令其快速陷入危机困境。损失方面，瑞信总资产虽达约 5,800 亿美元<sup>6</sup>，但投行业务占比已压缩至约 16%<sup>7</sup>，而雷曼破产前夕资产规模约为 7,000 亿美元且大部分为投行业务。另一方面，瑞信资本充足率在同业中属较高水平<sup>8</sup>，此次 AT1 债券被减记主要动

<sup>5</sup> Archegos 爆仓、Greensill 破产以及 Lescaudron 诉讼案等。

<sup>6</sup> 5,314 亿瑞郎，折合 5,733 亿美元。

<sup>7</sup> 截至 2022 第四季度。

<sup>8</sup> 一级普通股资本充足率（CET1）、一级资本充足率分别为 14.1%和 20.0%。

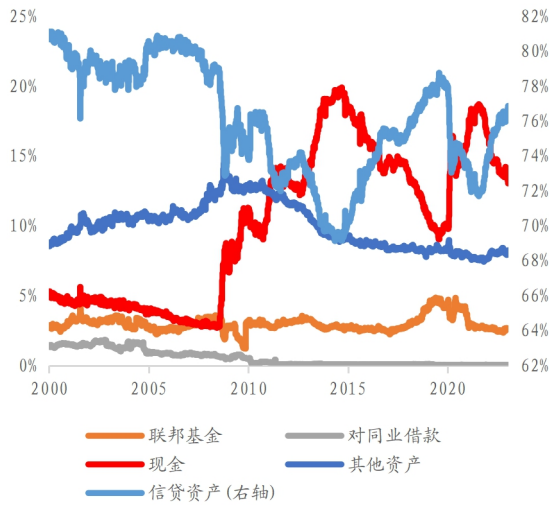
因为瑞信 AT1 债券含 PoNV 条款<sup>9</sup>，监管机构也多次重申债权优于股权的原则。因此，在风险事件具有自身特殊性、政府及监管及时介入背景下，当前银行业风波的传染性相对较小。

**2. 美国银行业较金融危机前稳定性整体提升。**（1）**资产中现金占比提升：**银行业资产中现金占比（13%）较金融危机前（3%）明显提高（见图表 10）；（2）**信贷资产质量较优：**2023 年以来仅消费贷款的拖欠率回升，而工商业贷款、住房抵押贷款等质量仍高，整体信贷资产质量仍优于疫情前、也大幅优于金融危机前（见图表 11）；（3）**杠杆率较低：**目前银行业整体资产负债率（91%）虽较疫情前（89%左右）有所上行，但仍明显低于金融危机前的 95%左右（见图表 12）；（4）**贷款扩张快于存款，息差动力足：**贷款增速自 2022 年 3 月起高于存款增速（见图表 13），美联储亦在政策声明中指出，美国银行体系健全且具有韧性（sound and resilient）。

---

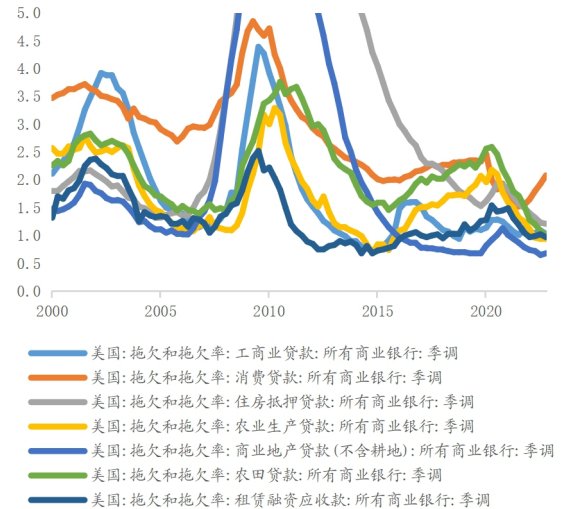
<sup>9</sup> Point of Non-Viability 条款规定在银行陷入严重困境时，票据的全额本金可以被强制且永久减计，同时这些债券也不得转换为股票。该条款并非所有 AT1 债券均包含。

图表 10：银行业资产中现金资产占比上升



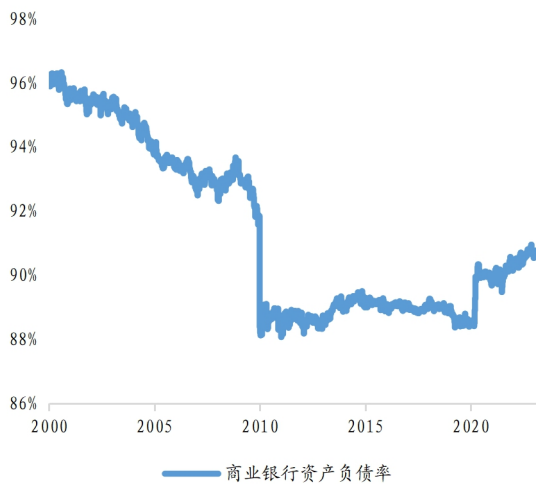
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 11：贷款中除消费贷款外资产质量均优



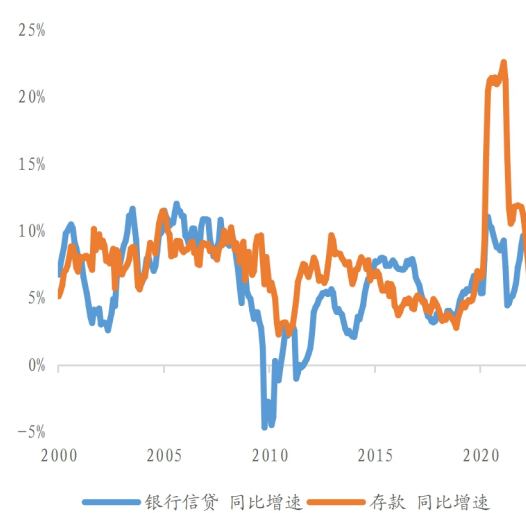
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 12：银行业资产负债率低于金融危机前



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 13：信贷增速高于存款增速投放较为顺畅



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

### 三、后续政策、市场、增长怎么看？

#### (一) 经济与金融信号促使美联储加息预期接近尾声

1. 经济韧性减弱、银行业风波推动加息进程加快步入尾声。消费韧性逐步减缓、企业投资面临下行风险、投资性购

房或有较大波动；**金融方面**，期现倒挂对经济制约力度渐显，修复较大程度仍依赖短端利率的降温。银行业风波及后续或有的流动性监管本身存在紧缩效果。货币政策“相机性”料更突出，加息终点渐近。

**2. 但美联储即时转向仍有压力。控通胀任重道远，联储维持抗通胀、防风险之间的谨慎平衡。**目前通胀虽持续下行，但能源项价格下行贡献了CPI降幅的大部分，而核心服务通胀仍继续上行，且Manheim二手车价格指数的反弹或预示着核心商品回落过程有反复的风险，美联储政策声明强调“仍然高度关注通胀风险”。**近期扩表并非常规主动资产购买，而是金融机构借款造成的短期内美联储被动投放，紧缩政策暂未转向。**3月15日单周美联储总资产自8.3万亿元扩大至8.6万亿元引市场注目，但此次扩张的主要动因为“其他贷款”项增加3,029亿美元<sup>10</sup>，而美联储持有的美债、MBS规模保持缩减（且已得到政策声明支持）。

基准情形下，**后续美联储大概率延续抗通胀与防风险之间的平衡，既避免超预期紧缩诱发银行业风波再起，提前降息概率也不大，预计后续仍有一到两次25BP加息的可能，而且大概率加息的同时扩大BTFP（银行定期融资计划）等应急工具运用护航银行业。**

## （二）经济增长：大概率温和衰退

**从短期增长表现来看，美国经济仍有一定韧性：就业市**

<sup>10</sup> 其中联储贴现窗口借款激增1,483亿美元（前一周该项余额仅46亿美元）、由FDIC提供的其他信用支持增加1,428亿美元、新设BTFP（银行定期融资计划）119亿美元。

场供需仍然偏紧、失业率处于历史低位附近，通胀处于下行通道、但总体通胀压力仍大。且短期美国经济增长的核心动能仍具韧性：服务消费支撑总体消费表现，耐用品订单和房地产保持正增长。

**但是，预计后续经济增长的核心动能将逐步降温，美国居民可支配收入进一步上升空间已经收窄，通胀对服务消费的侵蚀作用日益严重，在后续通胀下降速度逐渐放缓的预期下，预计作为美国经济增长主要动能的消费将受到来自收入、价格两个方面的掣肘。而投资方面，美国房地产市场连续 11 年的房价长牛出现转折，市场景气、库存周期或预示企业耐用品投资存在走弱迹象。预计美国经济短期仍受韧性支撑，后续大概率温和衰退。**

**（三）市场处于周期循环的哪个阶段？“双赤字”难缓解、美元或进入新一轮下行周期；美债利率大概率区间宽幅震荡；美股压力仍在、降息预期明晰后重获上行动能**

**美元：“双赤字”积累蕴含的潜在贬值压力并未得到缓解，美元大概率进入新一轮下行周期。国内财政方面，疫情期间的高赤字虽有适当修复，但拜登新财年预算案暗示后续财政或采取结构性宽松模式，且高利率带来的利息支出对财政的拖累逾重；国外贸易方面，受益于俄乌冲突的新增出口红利逐步消退、欧盟及日本下行压力更甚，经常账户前景承压，故财政、贸易“双赤字”难以缓解。此外，结算体系多**

元化<sup>11</sup>、逆全球化加速背景下，储备美元的需求或有所下滑，叠加加息终点渐近，或催化美元进入一轮新的下行周期。但不排除“黑天鹅”事件诱发避险需求，推动美元指数时点性上行的可能。

**美债：经济下行与“防风险”限制上限、“控通胀”与或有额外紧缩政策限制下限。**由于2年期美债与政策利率弥合度高于10年期美债，利率终点尚未明晰下2年期美债利率仍可能再度触及4.0%及更高水平，而10年期美债利率在经济下行压力增大、加息预期趋势性降温背景下再度上触4.0%概率有限，但在控通胀压力及或有额外紧缩政策支撑下，下探3.0%的概率亦较小，顶部已现、但短期内料仍宽幅震荡。

**美股：短期仍有一定下跌压力、降息预期明晰或为新一轮周期的开始。**短期内，加息暂未止步、叠加或有银行业风险隐忧和企业盈利下滑，美股仍有下跌压力。美国经济温和衰退基本假定下，下半年降息预期明晰后，美股或重拾升势。

---

<sup>11</sup> 近年 SPFS、CIPS 等结算系统逐步对 SWIFT 起一定替代作用，多国亦在推动贸易支付本币结算。





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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**