

美国“二次通胀”风险及资产影响

——海外经济分析与资产展望

宏观首席分析师：孙付
SAC NO: S1120520050004

2024年1月20日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

● 美国经济的三条重要脉络：

- 1) 新财年，财政继续扩张将部分抵消加息的经济抑制效应。
- 2) 房地产：超额储蓄（2023年11月为2853亿美元）和较高薪资涨幅为房地产景气上行提供支持。
- 3) 库存：部分行业已出现补库存迹象。

● 美国“二次通胀”的风险：

- 1) 财政扩张下，如果M2增速筑底回升，将为通胀提供流动性支持；
- 2) 房价再次上行，并向其它领域传导，将推升核心通胀。

● 美联储降息可能要到2024下半年。

● 大类资产展望

美债利率：维持相对高位； 3个月期美债利率维持在5.5%附近； 10年美债利率亦将徘徊在相对高位（4%-4.5%）。

美元：仍将保持相对强势。美欧货币政策较为同步，但从经济动能看，2024年上半年美国经济仍可能强于欧洲和日本，美元仍将保持相对强势，区间[100, 105]。

商品：金属价格呈现弱势； WTI原油价格约在65-80美元/桶。

● 风险提示：地缘冲突等影响，宏观经济出现超预期波动。



- 1、美国经济基本特征
- 2、驱动美国增长的三大力量
- 3、警惕“二次通胀”风险
- 4、降息可能要到2024下半年
- 5、欧洲和日本经济状况
- 6、大类资产展望
- 7、风险提示

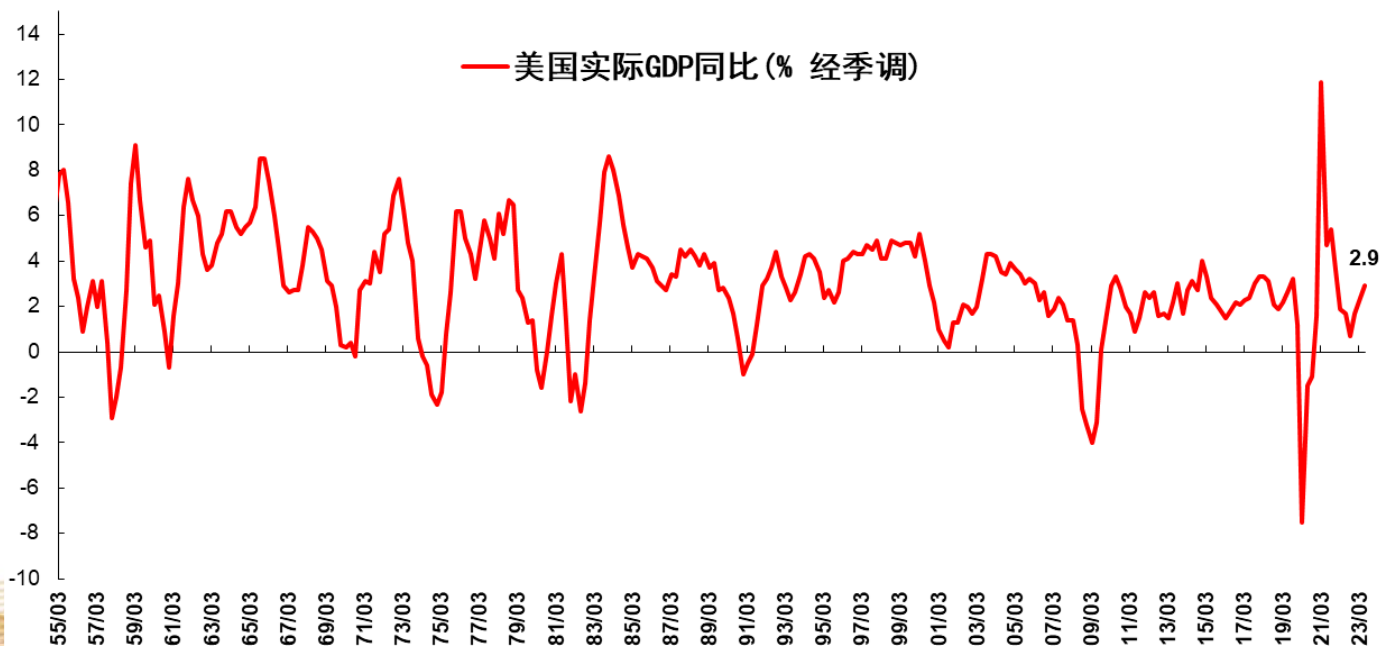


1、美国经济基本特征

美国经济概况

指标	各分项贡献率 (%)											
	2023/9	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6	2022/3	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12
实际GDP(年化环比: %)	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7	-0.6	-2.0	7.0	3.3	6.2	5.2	4.2
国内需求	4.84	2.02	1.67	2.31	0.09	-1.12	0.61	7.30	4.34	7.09	6.28	5.64
个人消费	2.1	0.6	2.5	0.8	1.1	1.3	0.0	2.7	1.9	8.7	5.7	3.6
耐用消费品	0.5	0.0	1.1	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.9	-2.3	1.2	2.1	0.5
非耐用消费品	0.6	0.1	0.1	0.1	-0.3	0.0	-0.4	0.4	0.2	2.1	1.4	0.3
服务	1.0	0.4	1.4	0.8	1.2	1.4	0.3	1.5	4.0	5.5	2.2	2.9
国内私人投资	1.74	0.9	-1.69	0.62	-1.45	-2.1	1.16	4.63	2.71	-0.84	-0.46	2.36
非住宅投资	0.21	0.98	0.76	0.24	0.62	0.68	1.32	0.37	-0.15	1.27	1.18	1.35
住宅投资	0.26	-0.09	-0.22	-1.23	-1.41	-0.73	-0.09	-0.02	-0.13	-0.22	0.44	1.2
库存变动	1.27	0	-2.22	1.61	-0.66	-2.05	-0.07	4.28	2.99	-1.89	-2.08	-0.18
政府支出	0.99	0.57	0.82	0.90	0.49	-0.34	-0.52	-0.04	-0.26	-0.80	1.04	-0.35
净出口	0.03	0.04	0.58	0.25	2.57	0.56	-2.58	-0.34	-1.03	-0.87	-1.04	-1.43
出口	0.59	-1.09	0.76	-0.41	1.80	1.19	-0.50	2.42	0.16	0.20	0.06	2.31
进口	-0.56	1.13	-0.18	0.66	0.77	-0.63	-2.08	-2.76	-1.19	-1.07	-1.10	-3.74

资料来源: BLOOMBERG, 华西证券研究所



截至2023年三季度，美国经济仍保持一定韧劲。服务消费较强、产能投资保持扩张，房地产步入上行周期，库存有所补充。

预计到2024年二季度，美国经济仍可能保持扩张状态，“二次通胀”风险值得关注。

美国的降息时点可能在2024年下半年。

美联储的预测

12月FOMC会议美联储对于美国经济指标的预测 (%)

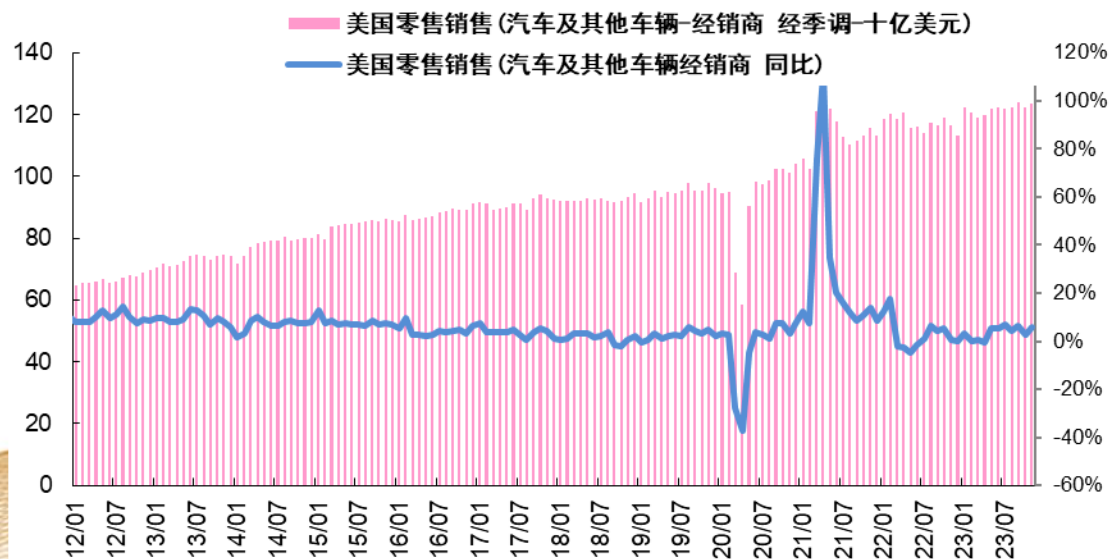
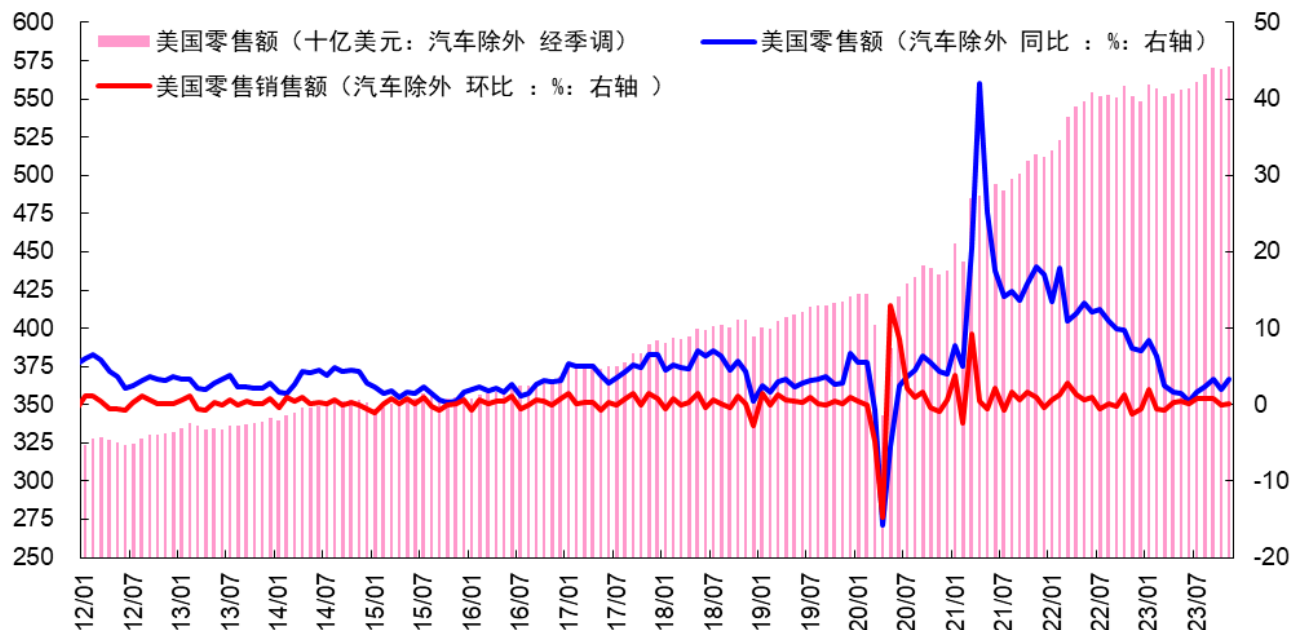
		2023年	2024年	2025年	2026年	长期
GDP	2023年12月预期	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
	2023年9月预期	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
	2023年6月预期	1.0%	1.1%	1.8%		1.8%
	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%		1.8%
失业率	2023年12月预期	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
	2023年9月预期	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
	2023年6月预期	4.1%	4.5%	4.5%		4.0%
	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%		4.0%
PCE通胀	2023年12月预期	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
	2023年9月预期	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
	2023年6月预期	3.2%	2.5%	2.1%		2.0%
	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%		2.0%
核心PCE通胀	2023年12月预期	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
	2023年9月预期	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
	2023年6月预期	3.9%	2.6%	2.2%		
	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%		
利率中位数	2023年12月预期	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
	2023年9月预期	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
	2023年6月预期	5.6%	4.6%	3.4%		2.5%
	2023年3月预期	5.1%	4.3%	3.1%		2.5%

资料来源：美联储网站，华西证券研究所

美国商品零售增速出现改善

2023年11月以来，美国商品零售增速（无论汽车，还是其他商品）均出现回升。

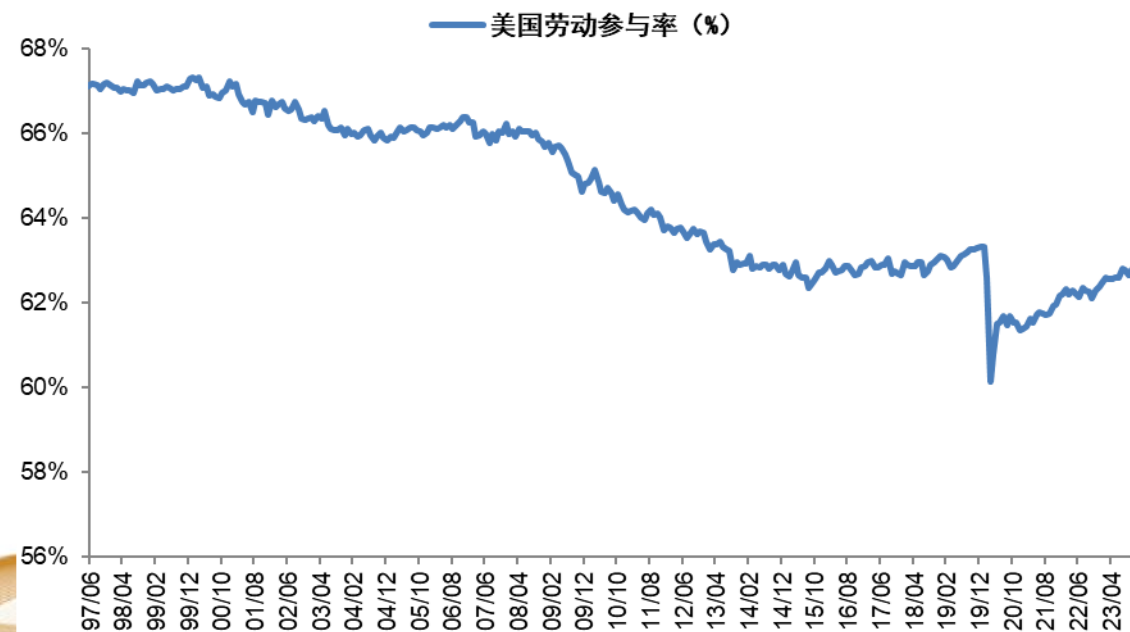
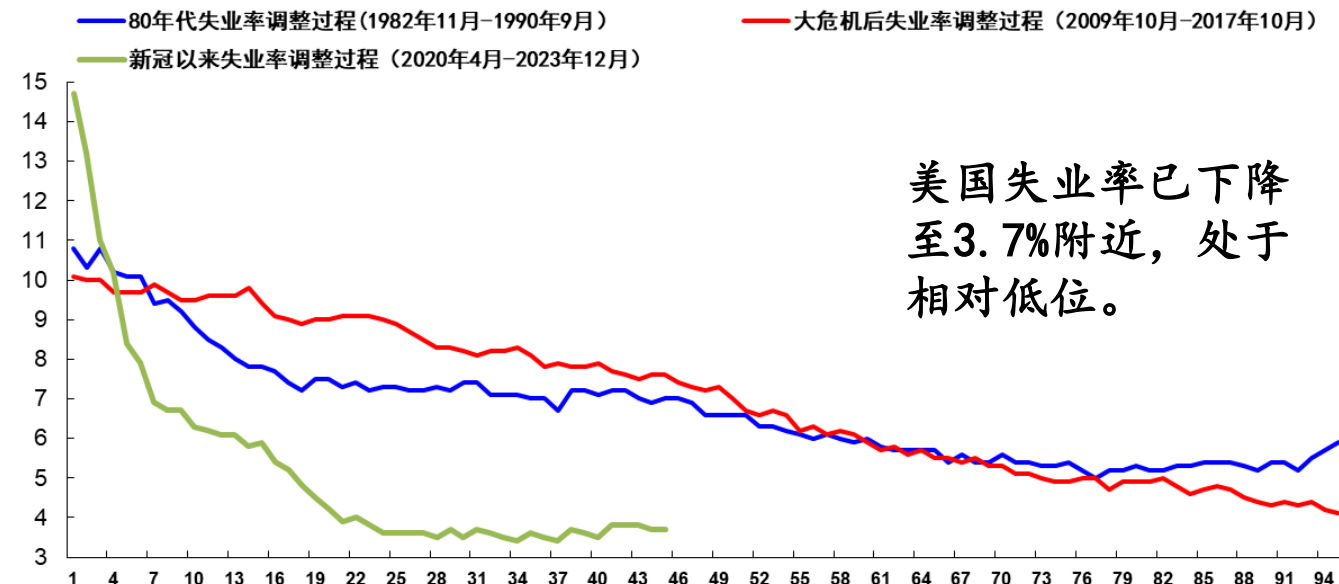
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



美国就业市场较为稳健

● 2021年12月至今（2023年12月），美国就业持续处于充分状态；失业率在3.7%附近，处于相对低位。

● 劳动参与率为62.5%。





2、驱动美国增长的三大力量

- 1) 财政仍保持扩张
- 2) 房地产短周期上行
- 3) 补库存迹象有所显现

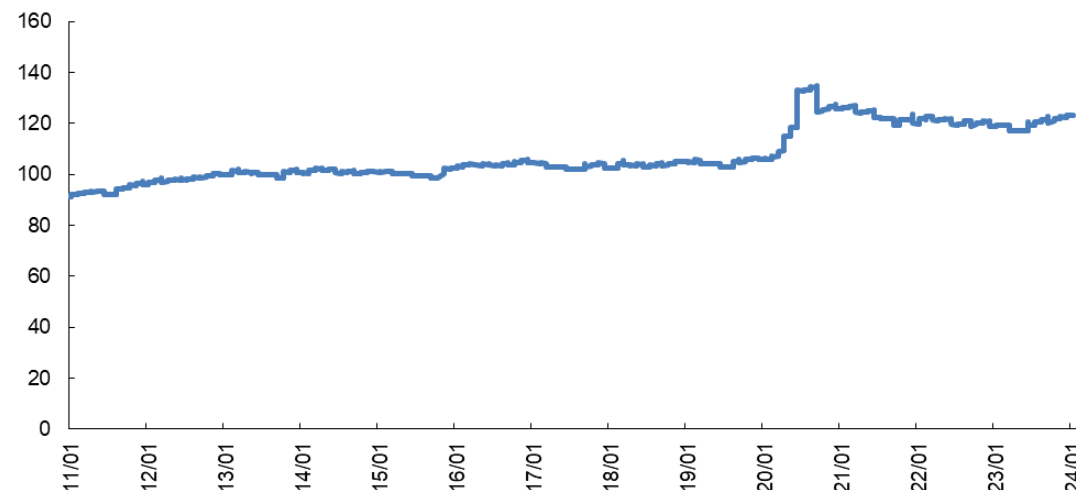
美国财政仍保持扩张状态

● 为支持高科技、新能源产业，同时受到大选因素影响，美国2024年财政仍处于扩张状态。

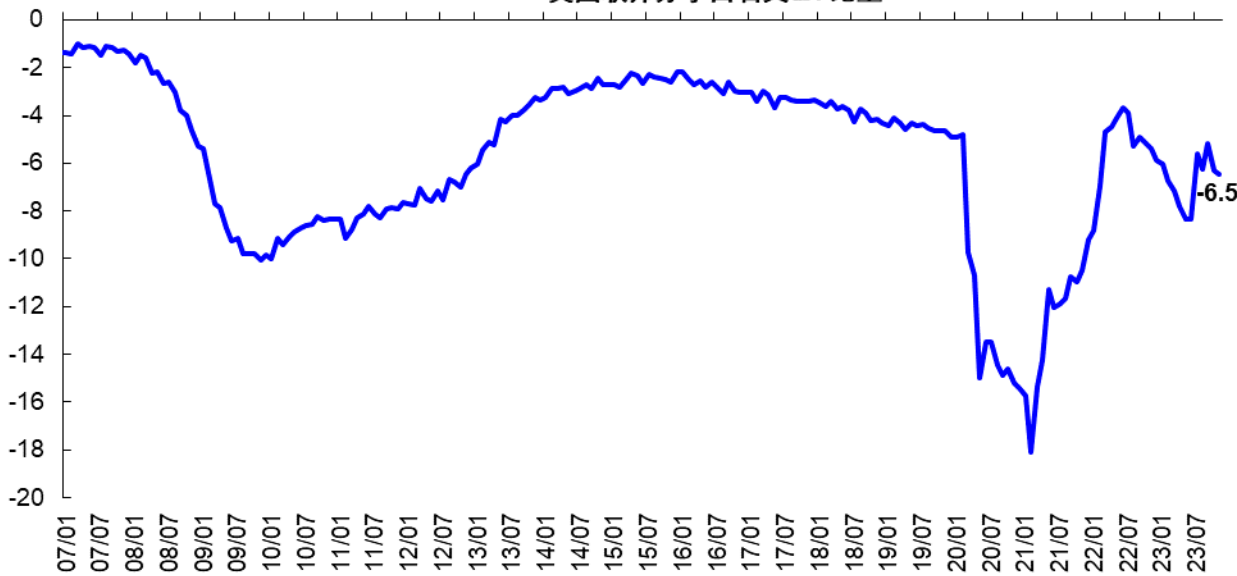
● 2023年11-12月，美国财政赤字率保持在6.5%附近。

● 在经济较强下，持续的财政扩张将部分抵消加息的经济抑制效应。

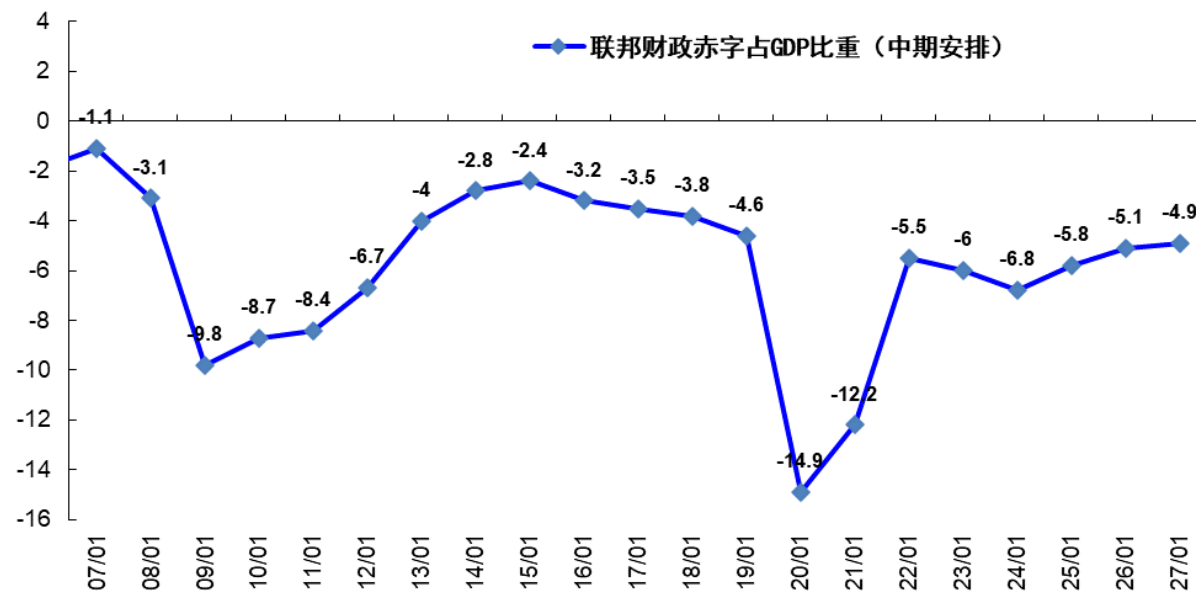
— 美国公共债务/GDP-联邦政府 (%)



— 美国联邦赤字占名义GDP比重



— 联邦财政赤字占GDP比重 (中期安排)



美国房地产周期：持续时间、驱动逻辑与通胀影响

● 本轮房地产周期判断

综合目前美国居民的超额储蓄规模、薪资涨幅和房价收入比，以及美国房地产自身周期规律特征，自2023年初以来的房地产上行期可能持续至2024年中；住宅投资将对增长形成支撑。

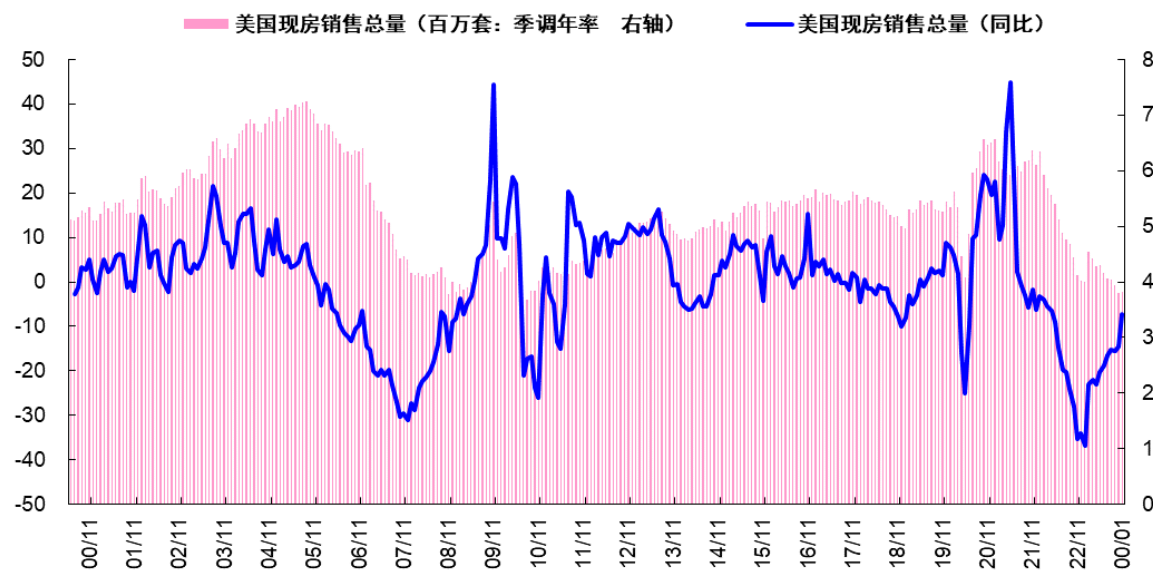
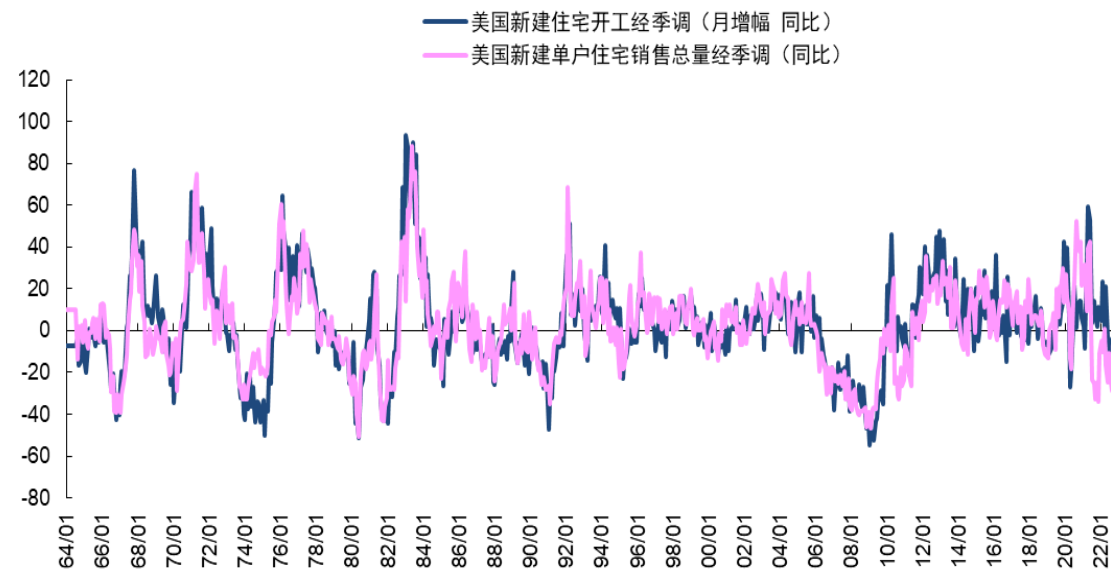
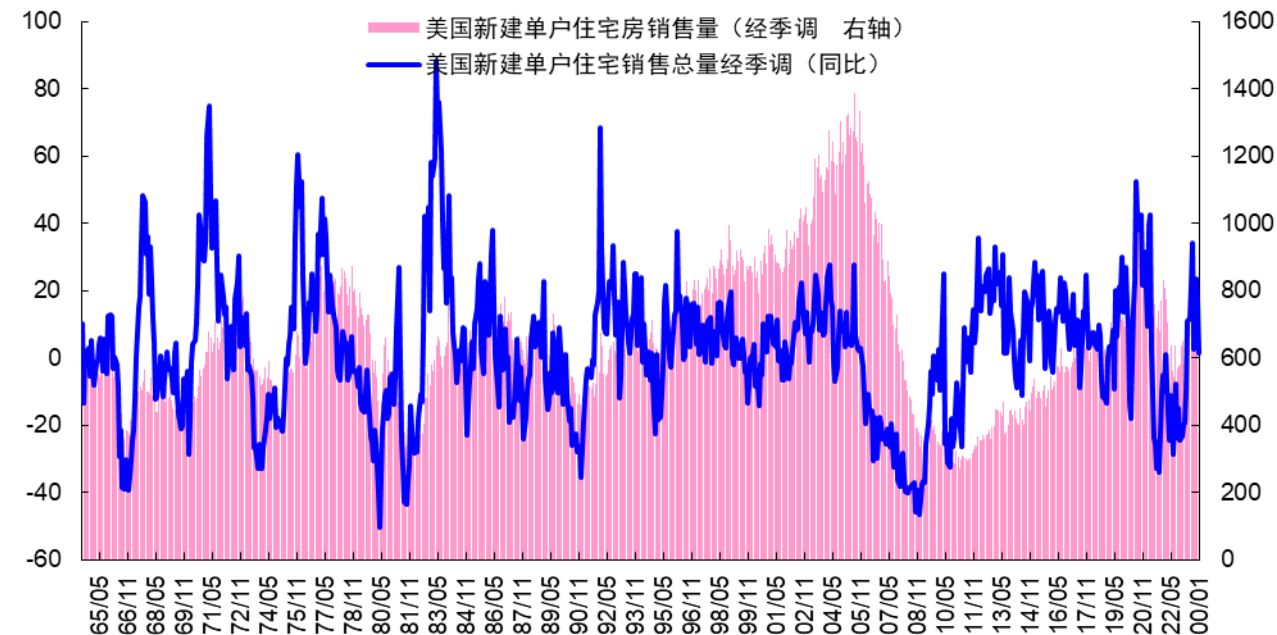
● 基本逻辑：

- 1) 从房地产销量和住宅投资看，1960年以来，美国经历了约13轮房地产周期，下行期和上行期时间跨度大致平衡；房屋销量领先开工投资约1个季度。
- 2) 美国房贷利率与房屋销售存在一定关系，但并不显著。
- 3) 居民收入水平和房价收入比是房地产周期的关键影响因素。
- 4) 截至2023年11月，美国家庭部门仍有约2853亿美元超额储蓄，薪资涨幅处于相对高位（约4%）、房价收入比处于历史相对合理水平（115%），这为房地产市场景气上行提供了支持。

● 重点关注

房价再次上涨可能会提高美国“二次通胀”风险。

美国房地产周期：房地产销售与新开工状况



房屋销售改善带动新建住宅开工增速回升。

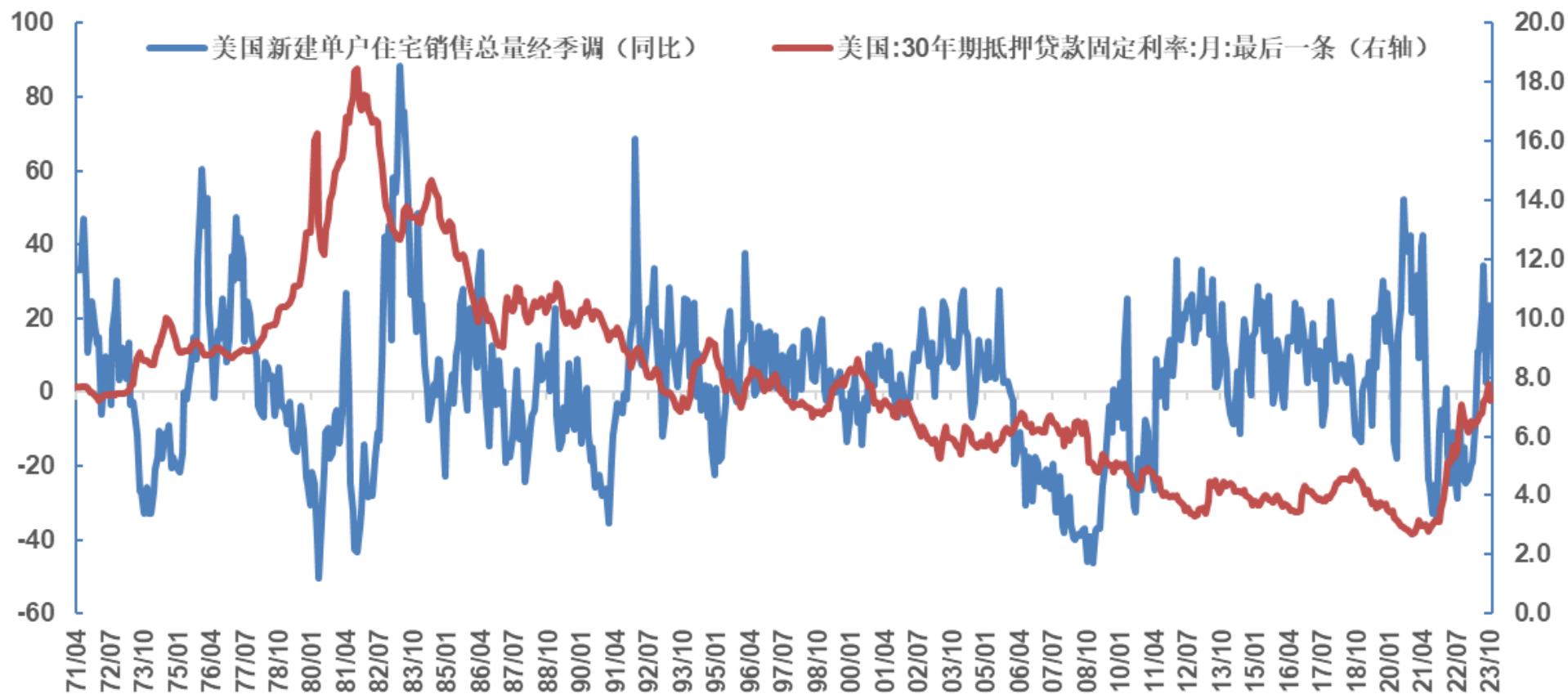
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：基于销量的周期划分

住宅销售周期					
周期	阶段	开始时间	结束时间	阶段持续时间	周期持续时间
1	下行	1965/12	1966/12	12个月	22个月
	上行	1966/12	1967/10	10个月	
2	下行	1967/10	1970/2	27个月	40个月
	上行	1970/2	1971/3	13个月	
3	下行	1971/3	1974/1	34个月	57个月
	上行	1974/1	1975/12	23个月	
4	下行	1975/12	1980/4	51个月	63个月
	上行	1980/4	1981/4	12个月	
5	下行	1981/4	1981/9	5个月	24个月
	上行	1981/9	1983/4	19个月	
6	下行	1983/4	1984/12	20个月	35个月
	上行	1984/12	1986/4	15个月	
7	下行	1986/4	1991/1	57个月	69个月
	上行	1991/1	1992/1	12个月	
8	下行	1992/1	1994/12	35个月	48个月
	上行	1994/12	1996/2	13个月	
9	下行	1996/2	2000/6	52个月	103个月
	上行	2000/6	2005/7	61个月	
10	下行	2005/7	2009/1	42个月	56个月
	上行	2009/1	2010/4	14个月	
11	下行	2010/4	2011/4	12个月	33个月
	上行	2011/4	2013/1	21个月	
12	下行	2013/1	2014/6	17个月	30个月
	上行	2014/6	2015/7	13个月	
13	下行	2015/7	2018/11	40个月	69个月
	上行	2018/11	2021/4	29个月	
14	下行	2021/4	2022/12	20个月	
	上行	2022/12			

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：房贷利率与销售有一定关系，但不显著

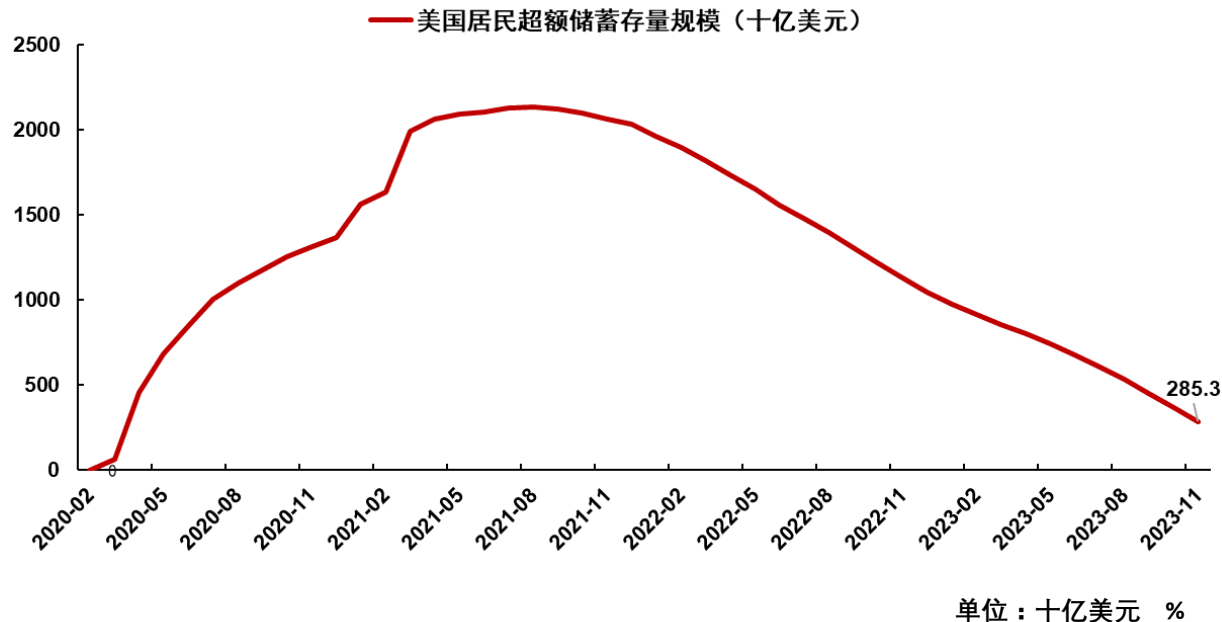


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

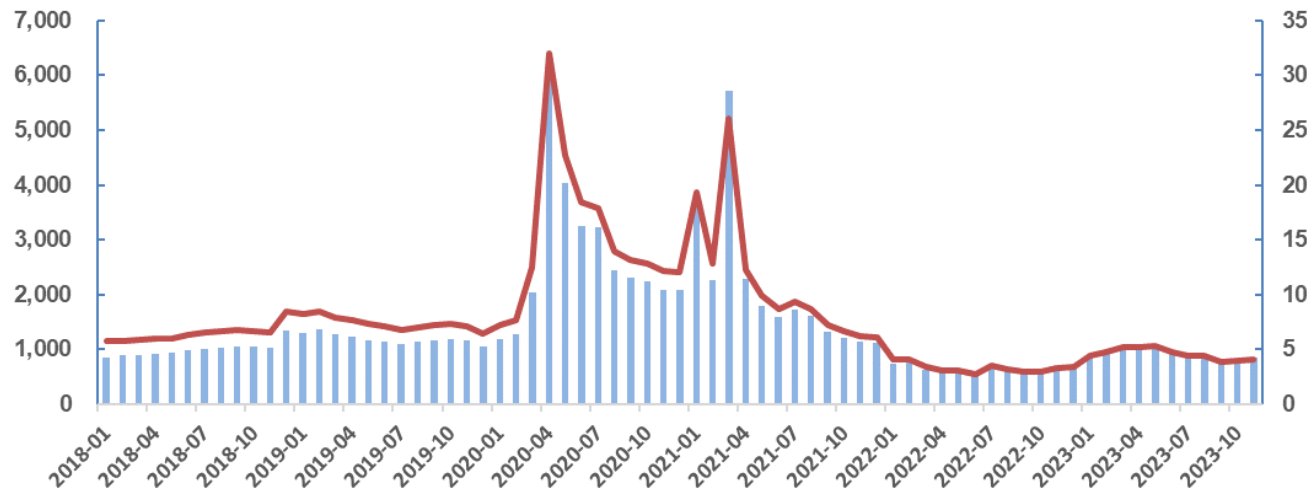
美国房地产周期：2023年以来，房地产上行支撑因素：居民储蓄

存量储蓄：截止2023年11月，存量储蓄余额为2853亿美元。

增量储蓄：2023年较2022年有所增加。

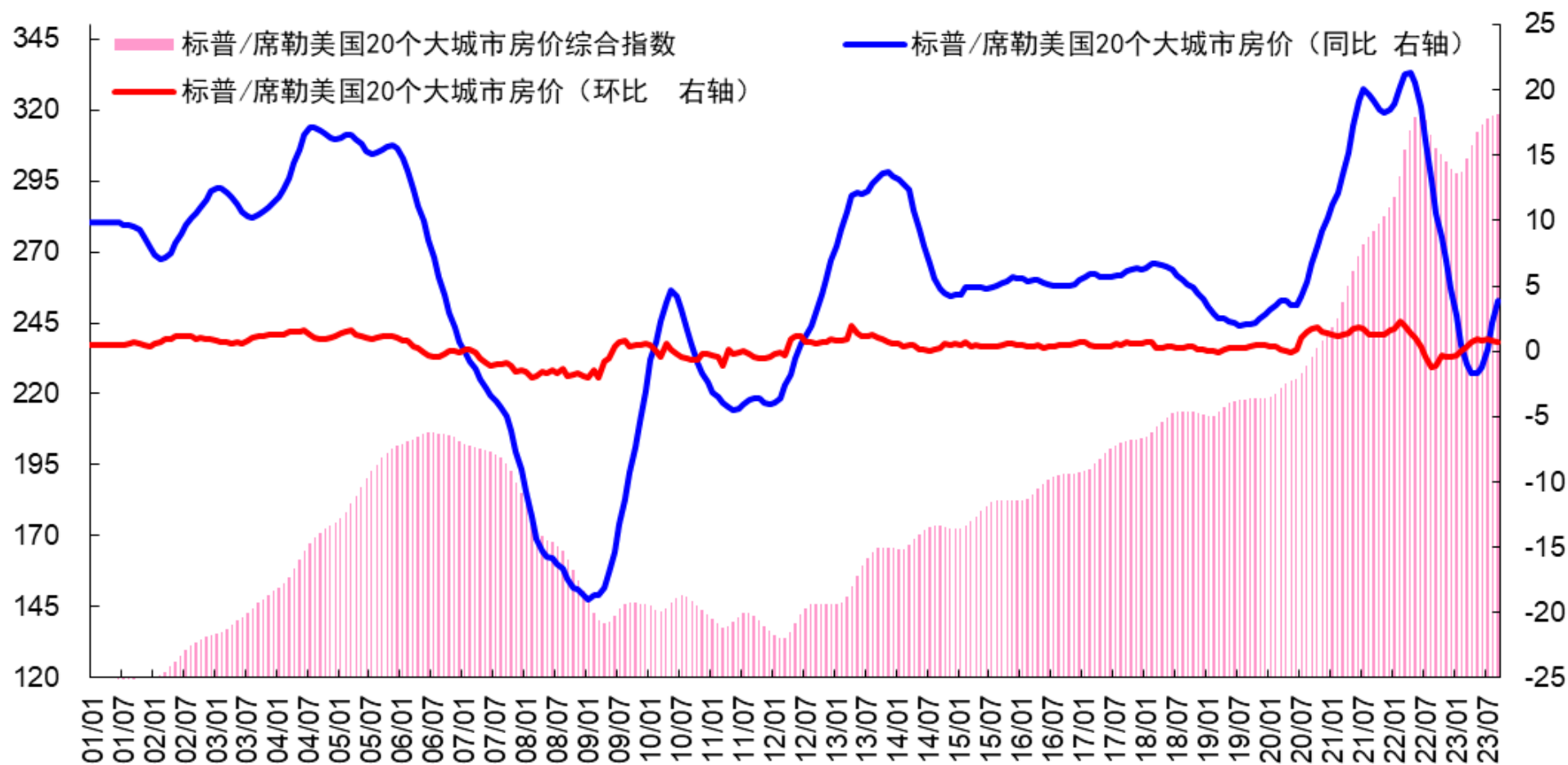


— 美国：个人储蓄存款总额：季调：折年数 — 美国：个人储蓄存款占可支配收入比例：季调：折年数（右轴）



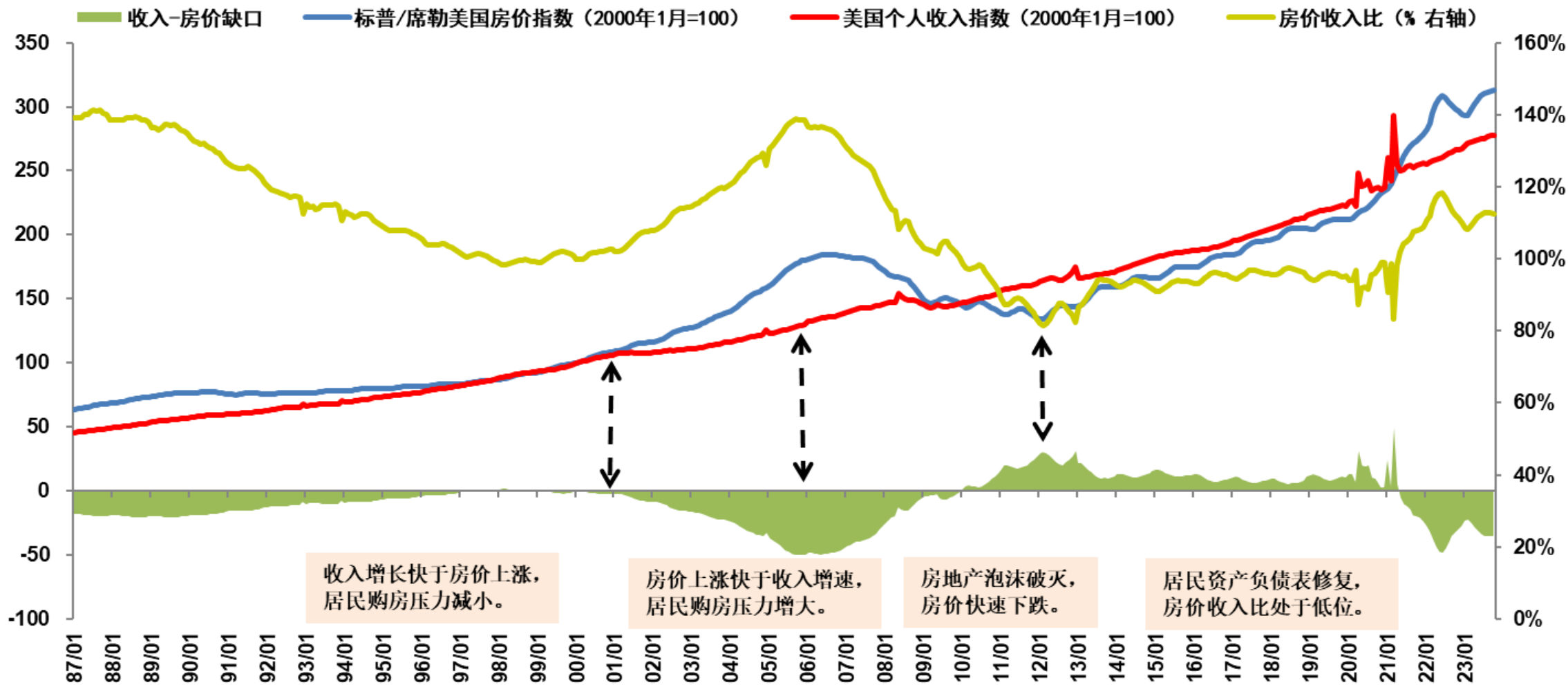
资料来源：旧金山联储，WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：房价经历回落后又开始回升，关注对通胀影响



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

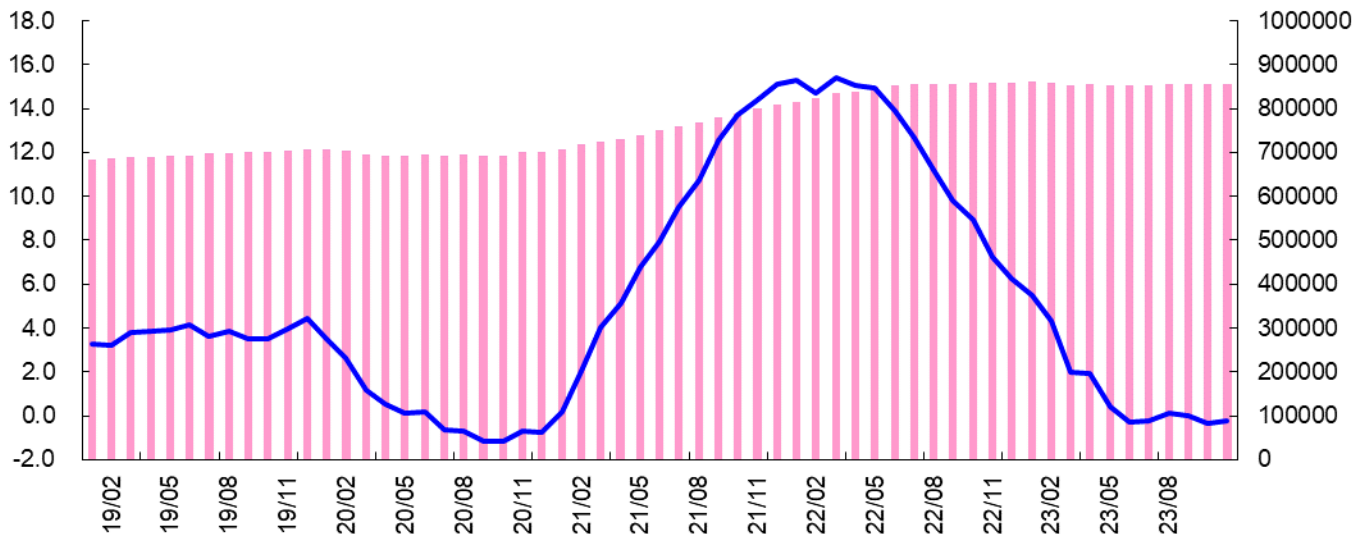
美国房地产周期：房价收入比处于均值水平



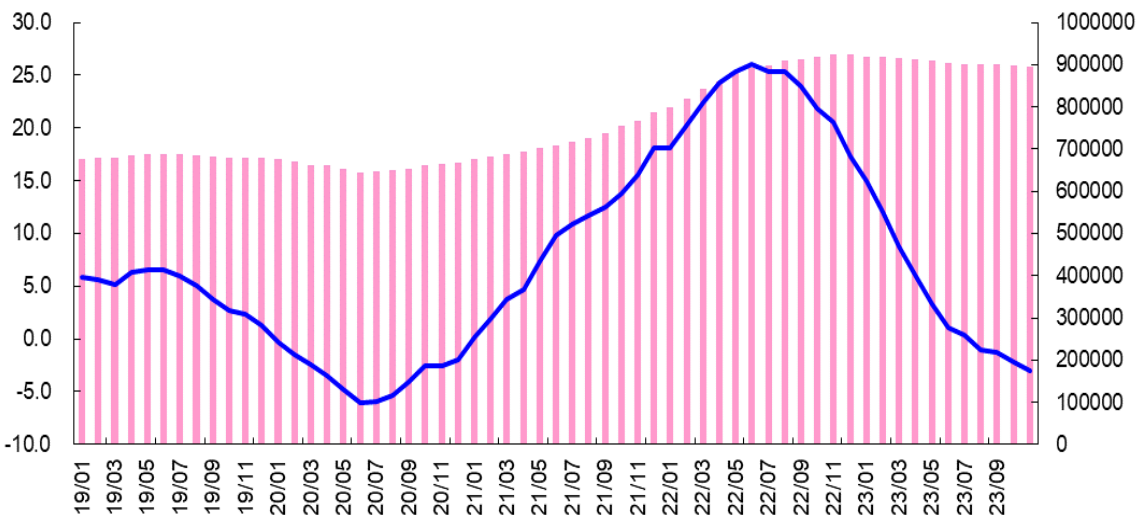
从去库存到补库存

无论是生产商、批发商，还是零售商库存增速水平，从周期特征看，均处于底部。

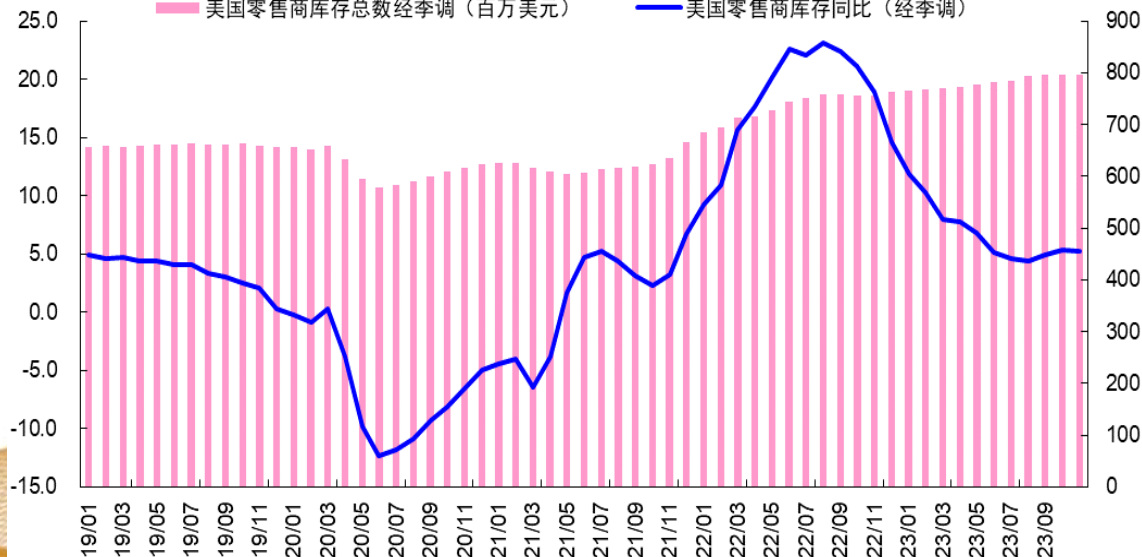
美国生产商库存总数经季调（百万美元） 美国生产商库存同比（经季调）



美国批发商库存总数（百万美元 经季调） 美国商品批发库存同比（经季调）



美国零售商库存总数经季调（百万美元） 美国零售商库存同比（经季调）



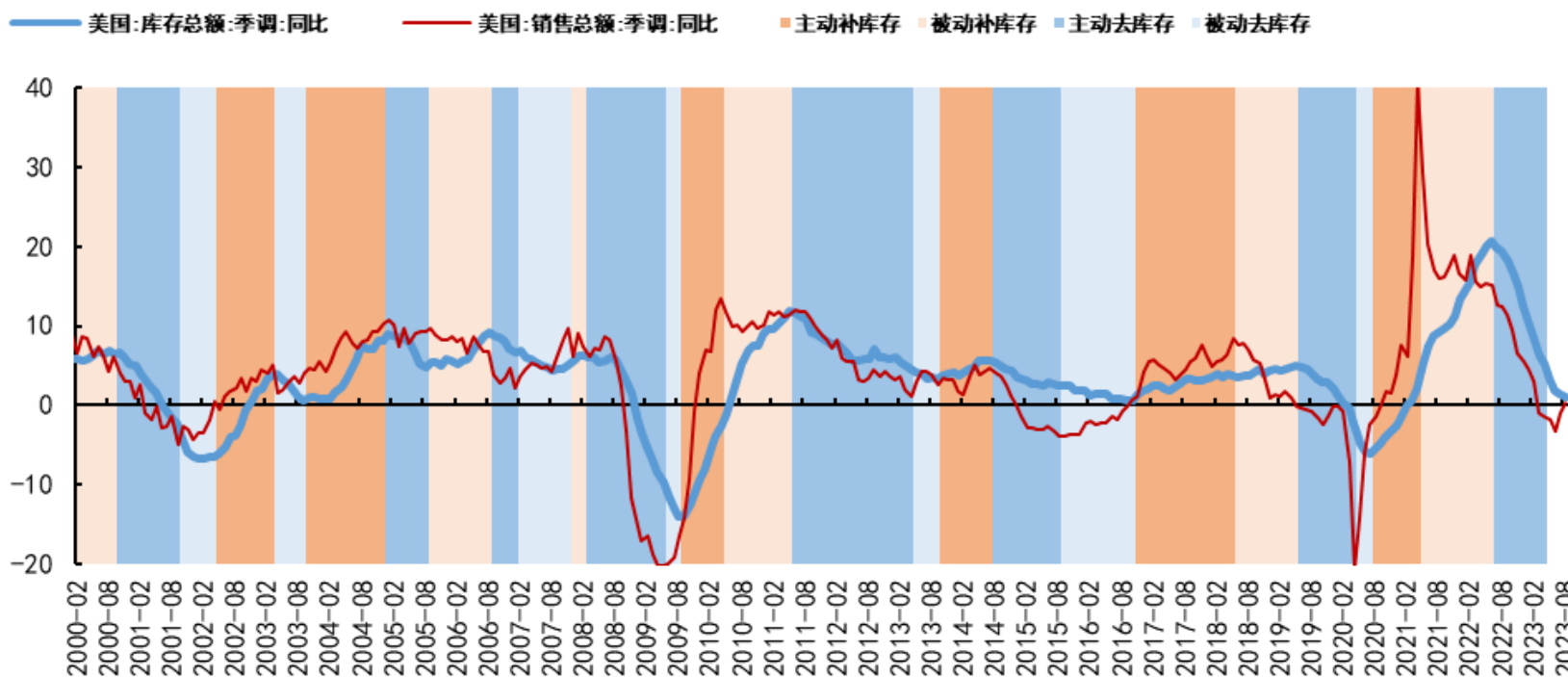
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

从去库存到补库存

美国：2000年来共有八轮，下游消费为主要驱动

2000年以来美国大致经历了八轮库存周期。我们采用目前较为常用的美国库存总额同比与销售总额同比来刻画美国库存周期。具体划分的原则为：销售上升、库存下降为被动去库存；销售、库存同时上升为主动补库存；销售下降、库存上升为被动补库存；销售、库存同时下降为主动去库存。2000年以来，美国大致经历了八轮库存周期。

2000年以来美国库存变动情况 (%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

从去库存到补库存

目前，美国处于主动去库的尾声，2023年Q4可能步入被动去库存阶段，2024年上半年可能迈入主动补库阶段。

当然，不同行业存在差别，有些行业可能较早迈入主动补库。

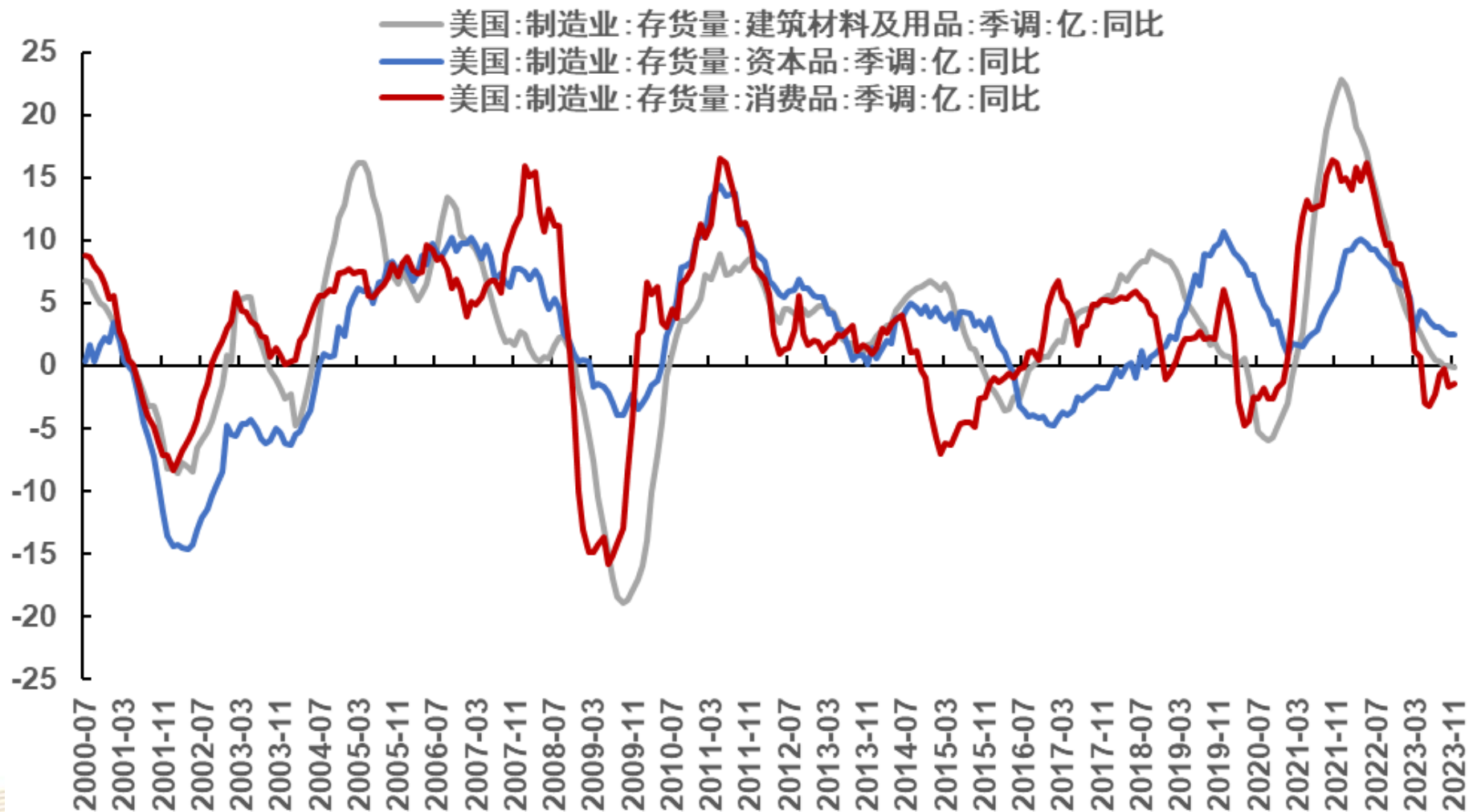
美国库存周期具体时间段

轮次	主动补库存		被动补库存		主动去库存		被动去库存	
	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数
第一轮			2000. 1-2000. 9	9	2000. 10-2001. 9	12	2001. 10-2002. 4	7
第二轮	2002. 5-2003. 3	9			2003. 4-2003. 9	6		
第三轮	2003. 10-2004. 12	15			2005. 1-2005. 8	9		
第四轮			2005. 9-2006. 8	12	2006. 9-2007. 1	5	2007. 2-2007. 11	10
第五轮			2007. 12-2008. 2	3	2008. 3-2009. 5	15	2009. 6-2009. 8	3
第六轮	2009. 9-2010. 4	8	2010. 5-2011. 5	13	2011. 6-2013. 4	23	2013. 5-2013. 9	5
第七轮	2013. 10-2014. 7	10			2014. 8-2015. 8	13	2015. 9-2016. 10	14
第八轮	2016. 11-2018. 5	19	2018. 6-2019. 5	12	2019. 6-2020. 4	11	2020. 5-2020. 7	3
第九轮	2020. 8-2021. 4	9	2021. 5-2022. 6	14	2022. 7-			
	平均持续月数	11. 7	平均持续月数	10. 5	平均持续月数	11. 8	平均持续月数	7

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

从去库存到补库存：消费品行业已现迹象

目前，美国消费品制造业已出现补库存迹象。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

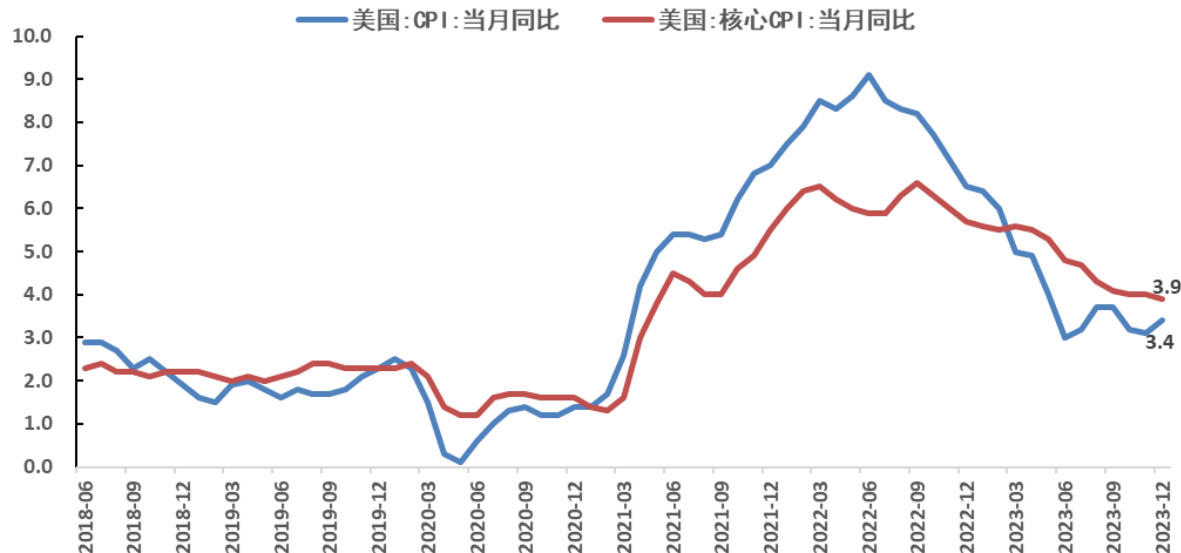
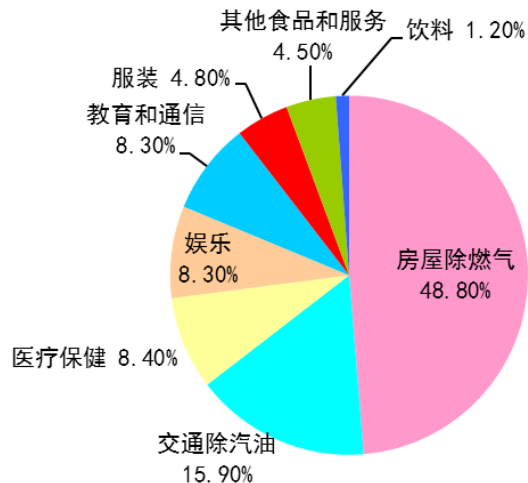


3、警惕“二次通胀”风险

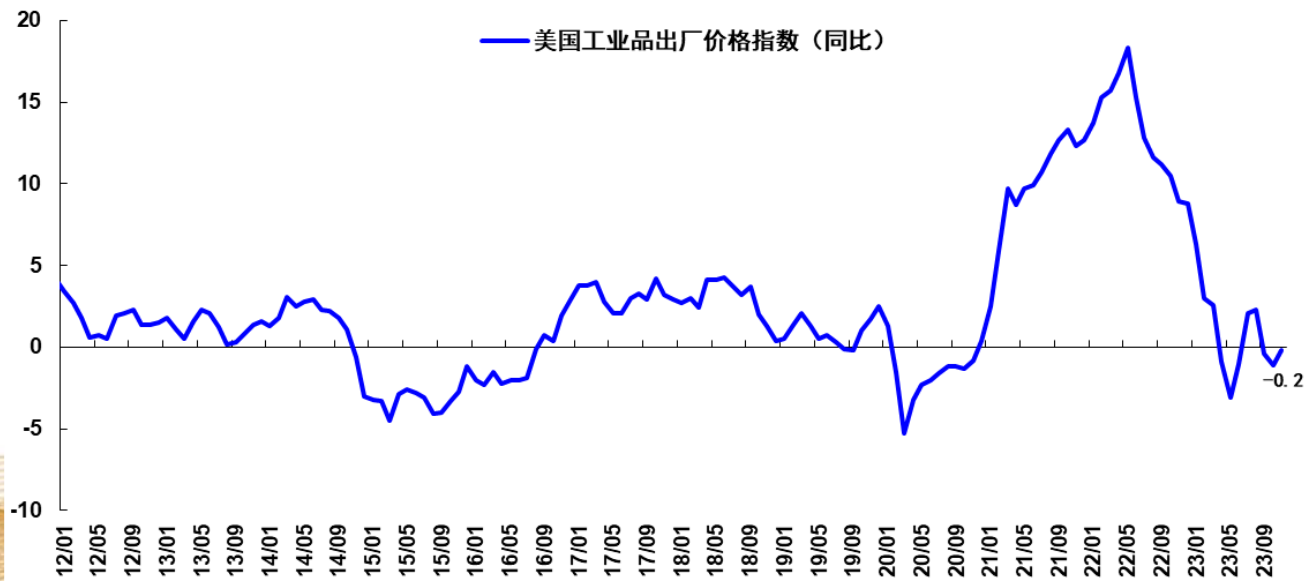
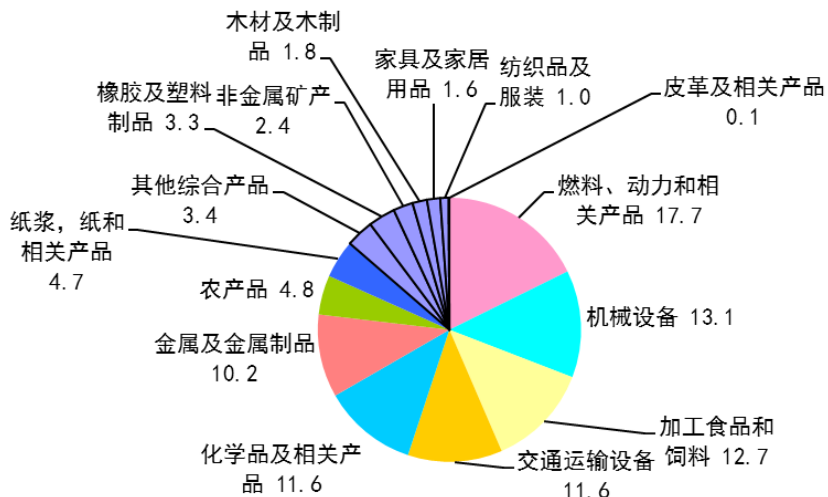
美国通胀形势

2023年12月美国CPI为3.4%，有所反弹；核心CPI为3.9%，继续回落；12月PPI为-0.2%，处于低位。

美国核心CPI构成



美国PPI构成



资料来源: WIND资讯, 华西证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/977035012020006033>