

美国经济初现内生性收缩

2023 年/5 月

宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

摘要：

- 1、美联储持续加息缩表，导致基础货币自 2021 年 12 月触顶以来一路回落。同时，随着货币乘数不断降低，M1 和 M2 总量从 2022 年 5 月之后持续下滑，目前美国货币市场流动性已经出现**明显拐点**。
- 2、自 2022 年 3 月美联储加息以来，美国商业银行持有的资产和信贷均出现一定程度的收缩，尤其是资产规模缩水比例较大。
- 3、目前美国工商业贷款规模及增速都出现明显下滑，其背后的原因是美国制造业和非制造业的持续走弱。由于对未来经济前景的不确定，近期美国企业资本支出意愿和贷款需求均在不断降低。美国工商业企业开始出现内生性收缩迹象。
- 4、美联储持续加息带来高企的房贷利率，给美国房价造成较大压力。FHFA 房价指数自 2022 年 3 月开始呈现滞涨态势，同时美国新屋、成屋新建量和销售量都出现明显下滑。美国房地产市场疲态尽显。
- 5、目前美国居民消费贷款同比增速出现明显下滑，随着居民超额储蓄的持续消耗，其对消费的支撑边际效应开始不断减弱。美国居民消费贷款和信用卡拖欠率自去年下半年以来，出现明显的抬升。未来消费贷款规模回落概率较大，并可能由此带来美国居民消费的内生性收缩。

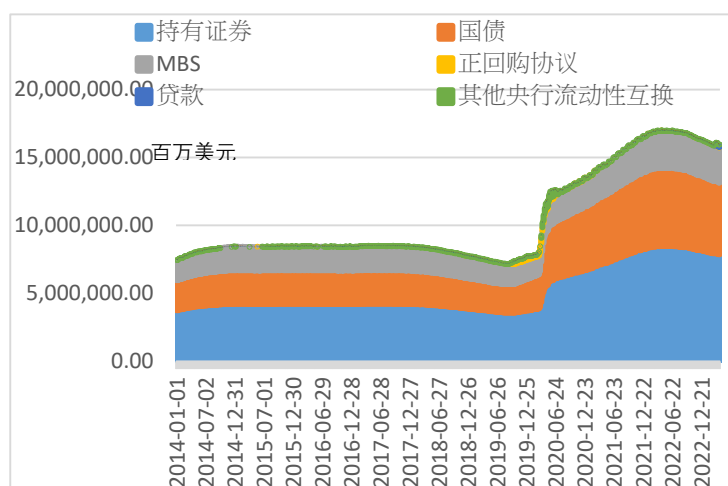
图表目录

图表 1: 美联储资产结构	3
图表 2: 美联储负债结构	3
图表 3: 美国基础货币供应量	4
图表 4: M1 和 M2 货币乘数变化	4
图表 5: 美国联邦利率	5
图表 6: 美国国债收益率	5
图表 7: 商业银行信贷与持有证券	5
图表 8: 商业银行信贷同比增速	5
图表 9: 制造业采购经理人指数	6
图表 10: 非制造业采购经理人指数	6
图表 11: 美国中小企业支出计划指数	7
图表 12: 美国企业工商贷款需求变化	7
图表 13: 抵押贷款利率	8
图表 14: 美国房价指数及同比	8
图表 15: 美国房地产开工及销售	8
图表 16: 美国房地产开工及销售增速	8
图表 17: 美国个人收入情况	9
图表 18: 居民可支配收入及消费支出同比增速	9
图表 19: 美国居民个人储蓄情况	10
图表 20: 美国居民信用卡及消费贷款拖欠率	10

自2020年新冠疫情爆发以来，美联储资产负债表持续扩张，于2022年4月中旬达到峰值9.015万亿美元。为解决日益严重的通货膨胀，美联储在2022年3月启动加息，并于同年6月开始缩表，节奏为6、7、8三个月每月缩减300亿美元国债和175亿美元MBS，9月开始提升至每月缩减600亿美元国债和350亿美元MBS。

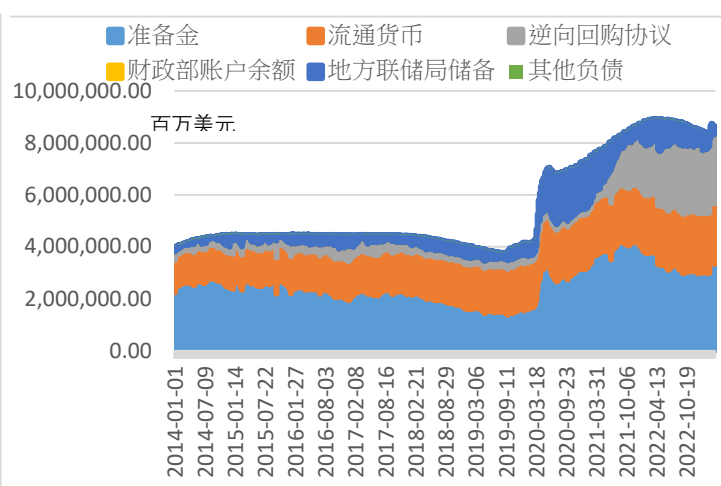
截至2023年4月26日，美联储总资产缩减至8.613万亿美元，较峰值减少4021亿美元，其中持有国债减少4963亿美元，持有MBS减少1644亿美元，贷款增加1703.7亿美元。从负债端来看，准备金减少6612.2亿美元，地方联储局储备减少3041.4亿美元，逆向回购协议增加5684.7亿美元，而流通货币增加524.5亿美元。

图表 1：美联储资产结构



资料来源：美联储、致富研究院

图表 2：美联储负债结构



资料来源：美联储、致富研究院

从货币流动性变化角度来看，虽然基础货币自2021年12月触顶以来就一路回落，但由于货币乘数在2022年10月之前还在不断攀升，因此综合来看，M1和M2总量基本处于持续增加的状态。但随着货币乘数不断降低，M1和M2总量在2022年5月之后开始持续下滑，截至2023年2月，已经连续9个月环比下滑，目前货币市场流动性已经出现明显拐点。

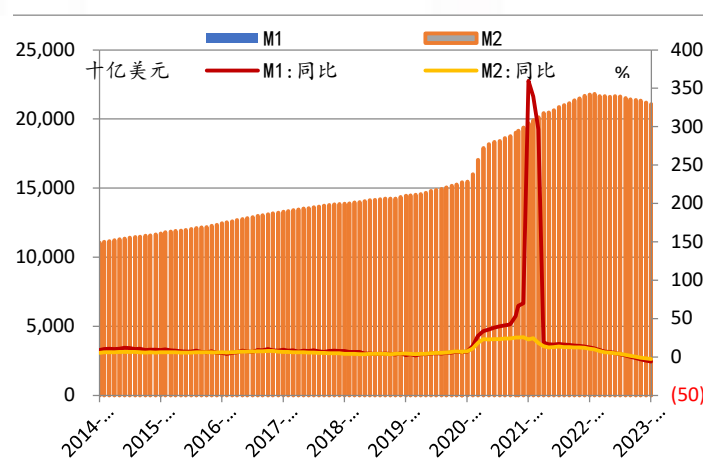
货币乘数降低带来的流动性收紧，是否意味着美国实体经济开始进入内生性收缩呢？以下我们通过分析美国商业银行的资产负债表，进一步探究美国的工商业、房地产和居民消费的基本情况，以期对美国经济有更全面清晰的认识。

图表 3：美国基础货币供应量



资料来源：美联储、致富研究院

图表 4：M1 和 M2 货币乘数变化



资料来源：美联储、致富研究院

一、美国商业银行资产负债规模触顶回落

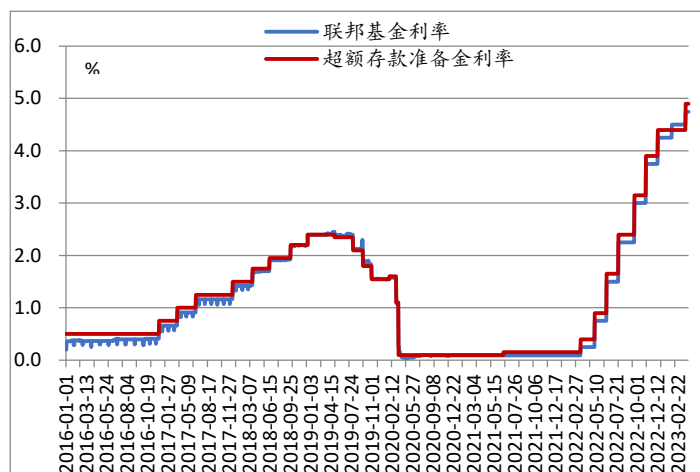
2020 年初新冠疫情爆发之后，随着美联储量化宽松政策的实施，美国商业银行资产负债表中信贷和持有证券规模开始不断扩张。截至 2023 年 4 月 26 日，商业银行信贷和持有证券规模总计达到 17.38 万亿美元，相比 2020 年 2 月大幅增长 24%。

然而，自 2022 年 3 月美联储宣布加息以来，随着联邦基金利率不断走高，并带动国债收益率一路上行，这种流动性充裕的局面开始逐渐发生变化。商业银行持有的资产和信贷均出现一定程度的收缩，尤其是**资产规模**缩水比例较大。

截至 2023 年 4 月 26 日，商业银行持有的证券和 MBS 规模为 5.24 万亿美元，相比历史高点减少 10%。其中，持有国债机构债的规模相比历史高点减少 11%；持有 MBS 的规模相比历史高点减少 12%；持有信贷的规模相比历史高点小幅减少 0.3%。

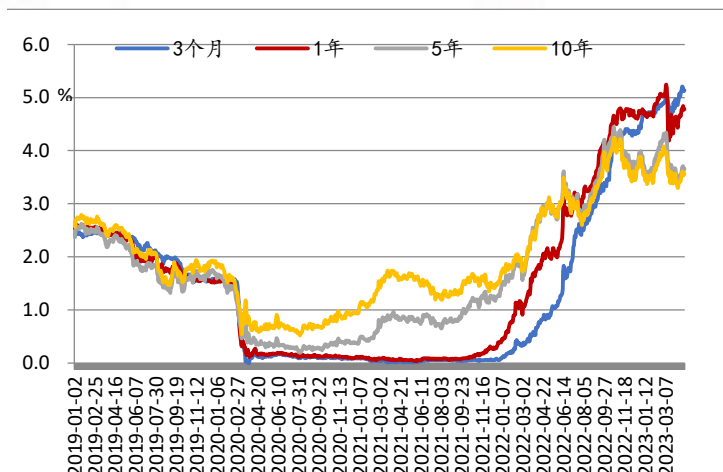
从持有信贷的细分项来看，工商业贷款规模为 2.765 万亿美元，相比历史高点减少 3%；不动产抵押贷款规模为 5.451 万亿美元，相比历史高点小幅减少 1%；消费贷款规模为 1.889 万亿美元，仍在持续创历史新高。

图表 5：美国联邦利率



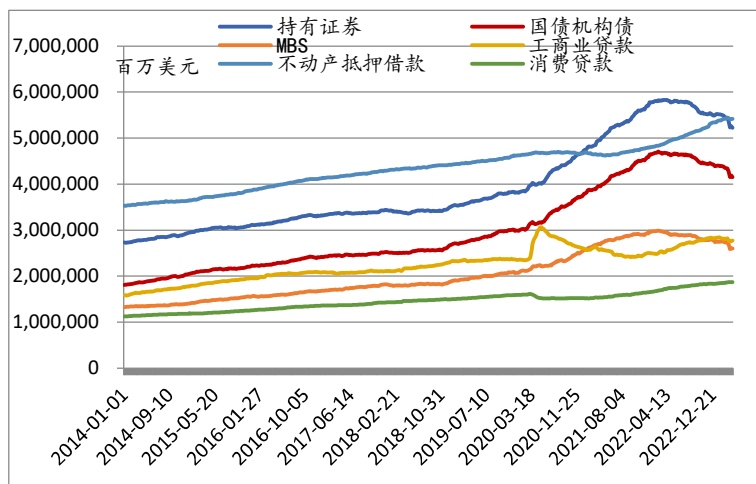
资料来源：美联储、致富研究院

图表 6：美国国债收益率



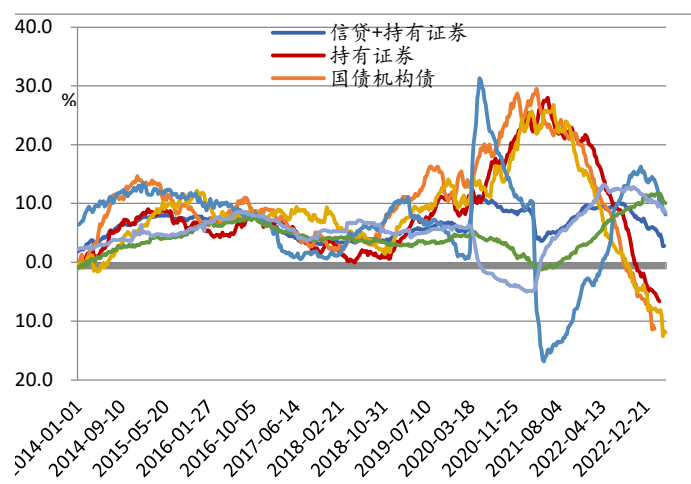
资料来源：美联储、致富研究院

图表 7：商业银行信贷与持有证券



资料来源：美联储、致富研究院

图表 8：商业银行信贷同比增速



资料来源：美联储、致富研究院

二、美国商业银行贷款明细分析

1、工商业贷款规模及增速明显下滑

2020 年疫情之后，美国工商业贷款规模经历了一波快速拉升，到 2020 年 5 月快速升至 3.06 万亿美元，相比疫情前大幅增长 30%。之后逐渐减少，到 2021

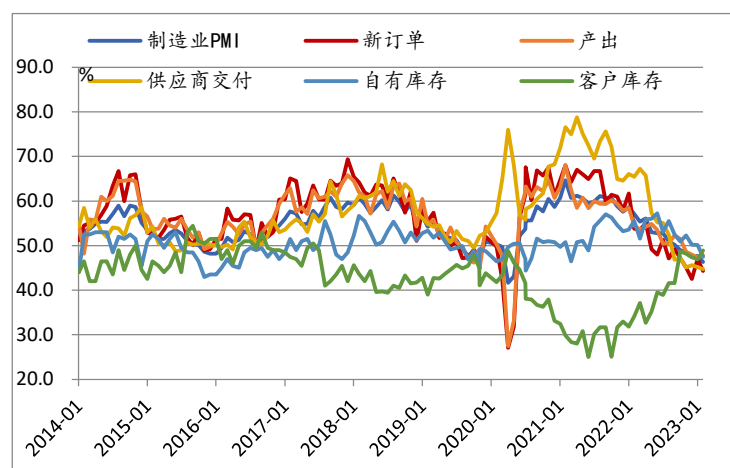
年9月创阶段低点2.416万亿美元；随后又逐渐回升至2023年1月底2.843万亿美元再次触顶。截至2023年4月26日，工商业贷款规模为2.765万亿美元，相比1月高点小幅回落3%；同时，工商业贷款同比增速下滑更为明显，从2023年1月的14.55%快速下滑至4月的7.64%。

工商业贷款规模减少，其背后的原因是美国制造业和非制造业的持续走弱。其中，2023年3月份美国供应协会（ISM）公布的制造业PMI已经连续5个月低于荣枯线；而非制造业PMI虽然仍在荣枯线之上，但总体也是在持续走弱。

其中，3月份制造业PMI为46.3%，较2021年9月的最高点大幅减少14.8个百分点，创疫情以来最低点。从分项数据看，新订单指数为44.3%，较2021年9月大幅减少22.4个百分点；产出指数为47.8%，较2021年9月大幅减少11.6个百分点；供应商交付指数为44.8%，较2021年9月大幅减少28.6个百分点；自有库存指数为47.5%，较2021年9月减少8.1个百分点；客户库存指数为48.9%，较2021年9月大幅增加17.2个百分点。美国制造业正在持续走弱。

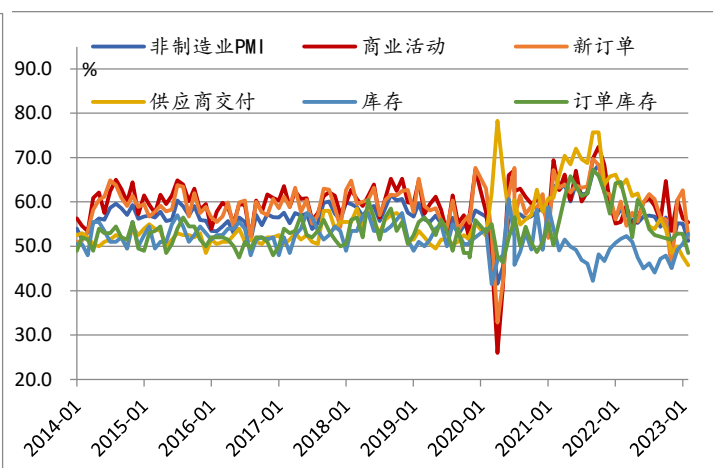
3月份非制造业PMI为51.2%，较2021年11月的最高点大幅减少17.2个百分点，接近疫情以来最低点。从分项数据看，商业活动指数为55.4%，较2021年11月的最高点大幅减少17.1个百分点；新订单指数为52.2%，较2021年11月的最高点大幅减少16.1个百分点；供应商支付指数为45.8%，较2021年11月的最高点大幅减少29.9个百分点；库存指数为52.8%，较2021年11月的最高点增加4.6个百分点；订单库存指数为48.5%，较2021年11月的最高点大幅减少17.4个百分点。美国服务业目前也在持续走弱。

图表 9：制造业采购经理人指数



资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

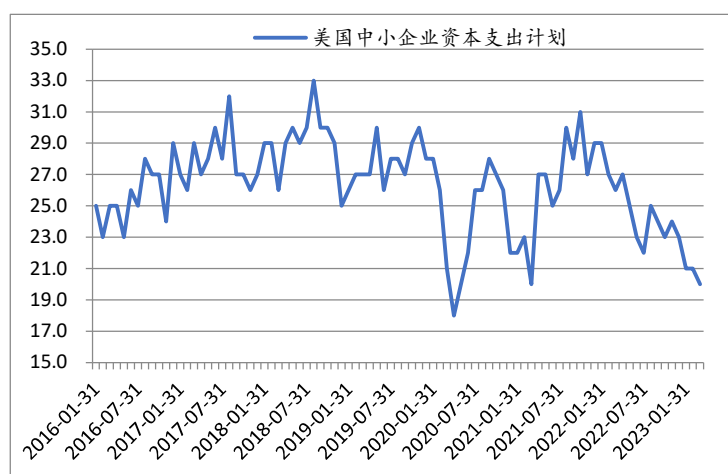
图表 10：非制造业采购经理人指数



资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

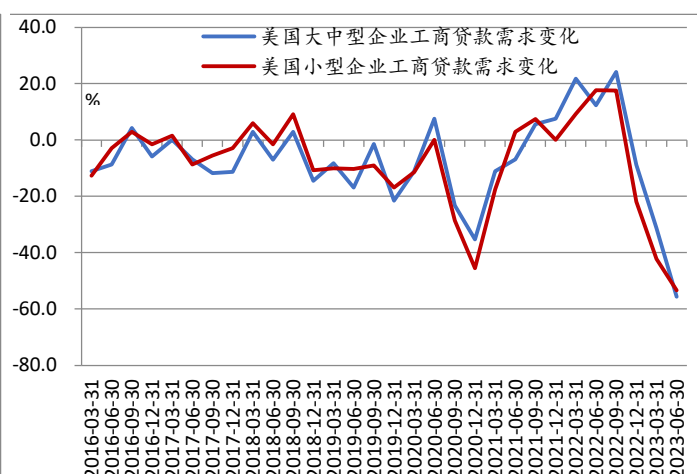
此外，由于对未来经济前景的不确定，近期美国企业资本支出意愿和贷款需求均在不断降低。数据显示，自 2021 年 10 月起，美国中小企业资本支出计划指数开始持续走低，截至 2023 年 3 月底，该指数已经接近疫情以来的新低；同时，美国大中型企业和小型企业的工商贷款需求自 2022 年 9 月以来均在持续走低，并于近期创近 7 年来新低。这些指标侧面印证美国工商业企业开始出现内生性收缩迹象。

图表 11：美国中小企业支出计划指数



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 12：美国企业工商贷款需求变化



资料来源：同花顺 iFind、FED、致富研究院

2、房地产贷款规模及增速小幅回落

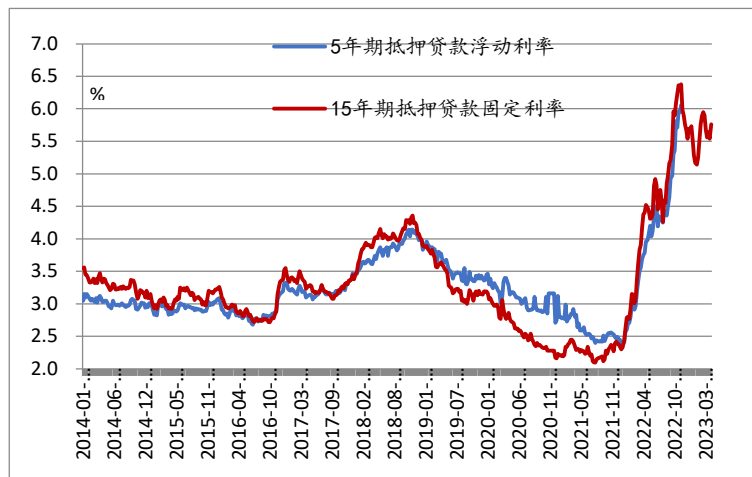
2020 年疫情之后，美国不动产贷款规模经历短暂小幅回落后，就开始持续增长。截至 2023 年 4 月 26 日，不动产贷款规模为 5.451 万亿美元，相比 3 月初 5.445 万亿美元的历史最高水平小幅减少 1%；同时，不动产贷款同比增速也从 1 月的 11.55% 小幅下滑至 4 月的 10.22%。

去年 3 月美联储首次启动加息以来，累计加息 10 次，目前联邦基金利率已经升至 5%-5.25%。与此同时，房地产贷款利率也在水涨船高，目前 15 年期抵押贷款利率已经升至 5.76% 的历史最高点附近。

高企的房贷利率给房价造成较大的压力。美国 FHFA 房价指数自 2022 年 3 月开始就呈现滞涨态势，房价同比涨幅也从去年 3 月的 19% 快速下降至今年 3 月的 5.27%。此外，从 2022 年开始，美国新屋、成屋新建量和销售量都呈现明显下滑趋势。其中，获批新建住宅规模较 2021 年 12 月的最高点大幅减少 25 个百分点；已开工新建住宅规模较 2022 年 4 月的最高点大幅减少 21 个百分点；新建住房销售规模较 2020 年 9 月的最高点大幅减少 36 个百分点；成屋销售规模较 2020 年 10 月的最高点大幅减少 33 个百分点。美国新屋、成屋新建量和销售量增速更是

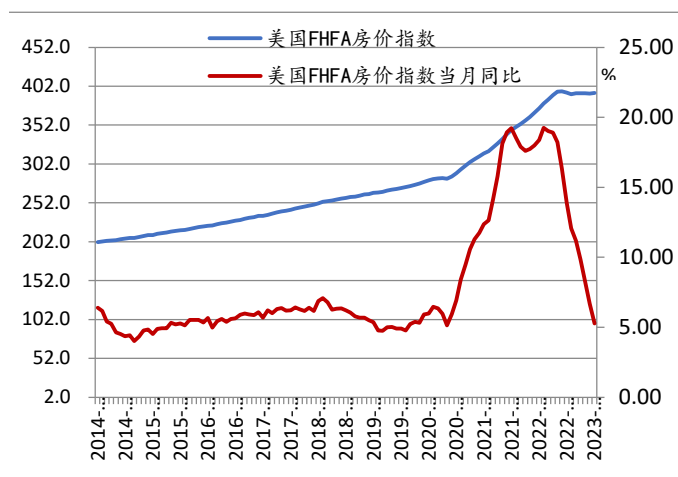
经历 8 个月以上的持续负增长。美国房地产市场疲态尽显。

图表 13: 抵押贷款利率



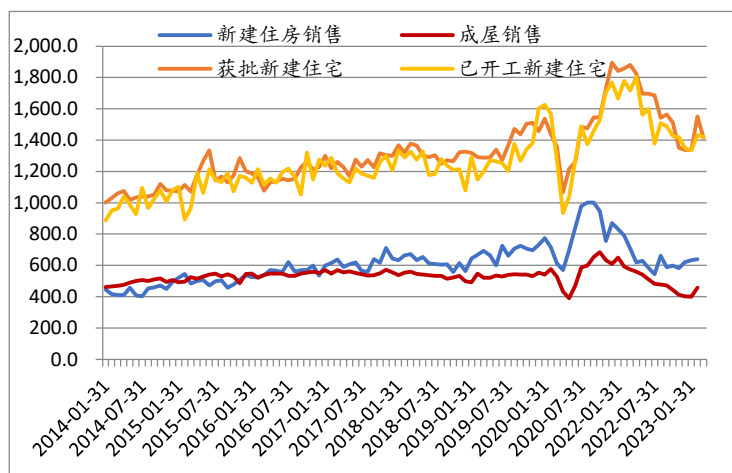
资料来源：美联储、致富研究院

图表 14: 美国房价指数及同比



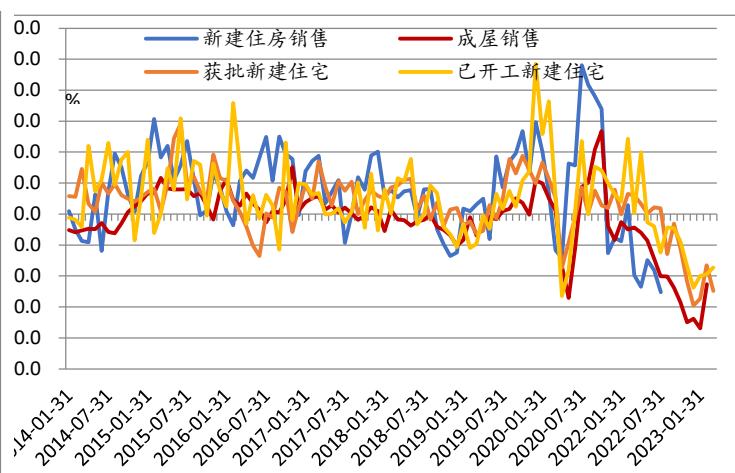
资料来源：同花顺iFind、致富研究院

图表 15: 美国房地产开工及销售



资料来源：美联储、致富研究院

图表 16: 美国房地产开工及销售增速



资料来源：美联储、致富研究院

3、居民消费贷款增速明显下滑

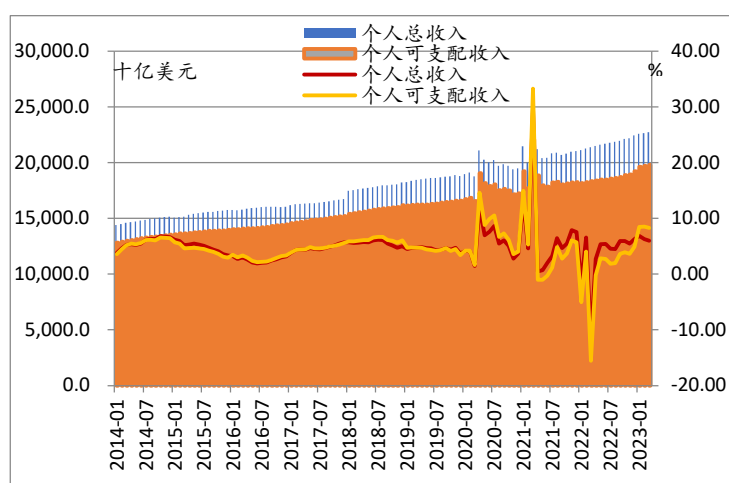
2020 年疫情之后，美国居民消费贷款规模持续增长。截至 2023 年 4 月 26 日，美国居民消费贷款规模为 1.889 万亿美元，继续创历史新高；但居民消费贷款同比增速出现明显下滑，从 2022 年 4 月 13.23% 大幅下降至目前的 8.7%。

居民消费贷款大幅增长的主要原因是疫情之后美国政府数次巨额补贴，带来

美国居民个人收入的快速增长。截至 2023 年 3 月美国名义个人总收入为 22.717 万亿美元，相比 2021 年 3 月峰值减少 7%，但较疫情前大幅增长 19%；名义个人可支配总收入为 19.785 万亿美元，相比 2021 年 3 月峰值减少 10%，但较疫情前大幅增长 18%。实际个人可支配总收入为 15.66 万亿美元，相比 2021 年 3 月峰值减少 18%，较疫情前小幅增长 3%；实际人均可支配收入为 4.68 万美元，相比 2021 年 3 月峰值减少 2%，较疫情前小幅增长 2%。

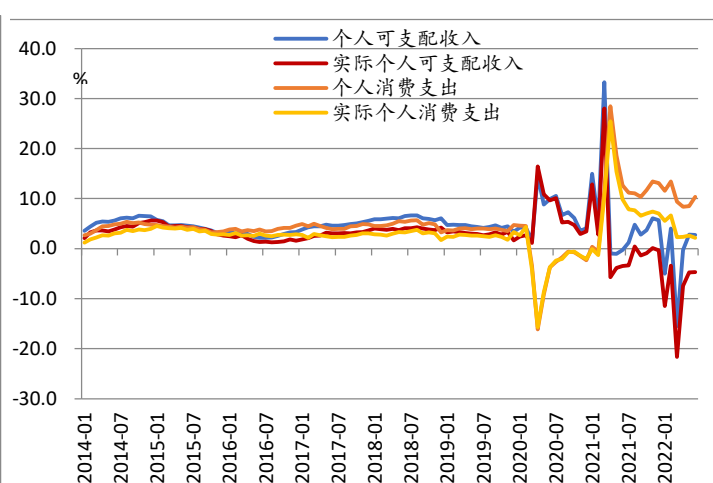
然而，随着居民超额储蓄的持续消耗，其对消费的支撑边际效应开始不断减弱。根据旧金山联储的估算，从疫情开始到 2021 年 6 月，美国居民一共积累了 2.1 万亿美元的超额储蓄，总计提取超过 1.6 万亿美元，目前仅剩 5000 亿美元左右。而美国居民消费贷款和信用卡拖欠率自去年下半年以来，出现明显的抬升。目前信用卡拖欠率高达 2.34%，消费贷款拖欠率也超过 2%，均创 2021 年 6 月以来新高，基本恢复疫情之前的水平。未来消费贷款规模回落概率较大，并可能由此带来美国居民消费的内生性收缩。

图表 17：美国个人收入情况



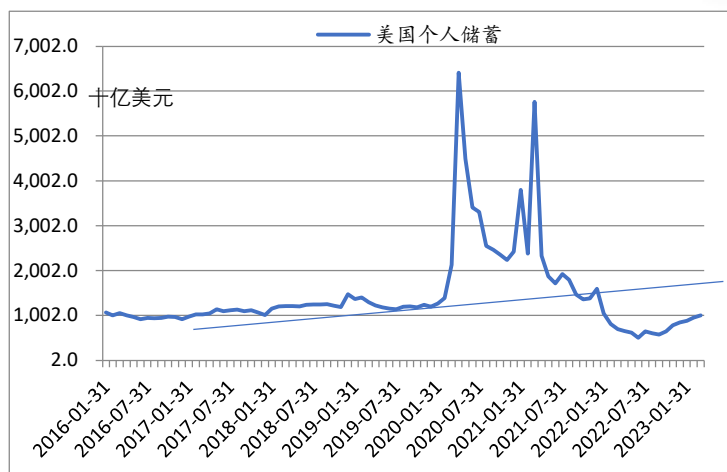
资料来源：同花顺 iFind、BEA、致富研究院

图表 18：居民可支配收入及消费支出同比增速



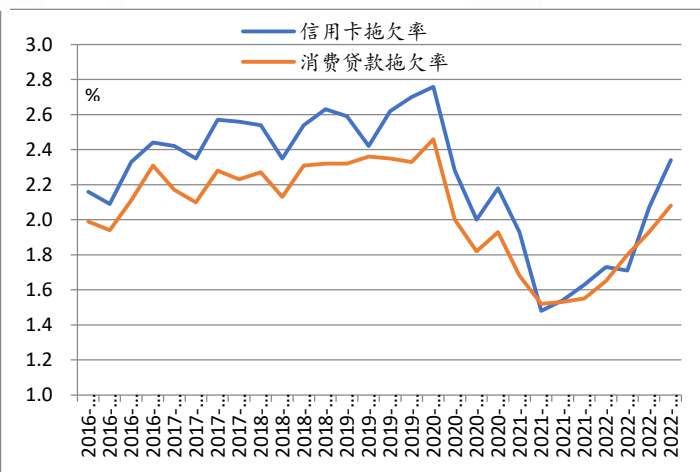
资料来源：同花顺 iFind、BEA、致富研究院

图表 19: 美国居民个人储蓄情况



资料来源: 同花顺 iFind、BEA、致富研究院

图表 20: 美国居民信用卡及消费贷款拖欠率



资料来源: 同花顺 iFind、FED、致富研究院

三、结论

- 1、 美联储持续加息缩表，导致基础货币自 2021 年 12 月触顶以来一路回落。同时，随着货币乘数不断降低，M1 和 M2 总量从 2022 年 5 月之后持续下滑，目前美国货币市场流动性已经出现**明显拐点**。
- 2、 自 2022 年 3 月美联储加息以来，美国商业银行持有的资产和信贷均出现一定程度的收缩，尤其是资产规模缩水比例较大。
- 3、 目前美国工商业贷款规模及增速都出现明显下滑，其背后的原因是美国制造业和非制造业的持续走弱。由于对未来经济前景的不确定，近期美国企业资本支出意愿和贷款需求均在不断降低。美国工商业企业开始出现内生性收缩迹象。
- 4、 美联储持续加息带来高企的房贷利率，给美国房价造成较大压力。FHFA 房价指数自 2022 年 3 月开始呈现滞涨态势，同时美国新屋、成屋新建量和销售量都出现明显下滑。美国房地产市场疲态尽显。
- 5、 目前美国居民消费贷款同比增速出现明显下滑，随着居民超额储蓄的持续消耗，其对消费的支撑边际效应开始不断减弱。美国居民消费贷款和信用卡拖欠率自去年下半年以来，出现明显的抬升。未来消费贷款规模回落概率较大，并可能由此带来美国居民消费的内生性收缩。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk