

如何看待美国经济衰退的程度

证券分析师：季家辉
021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

[**01**] 2022-2023：从通货膨胀到经济衰退

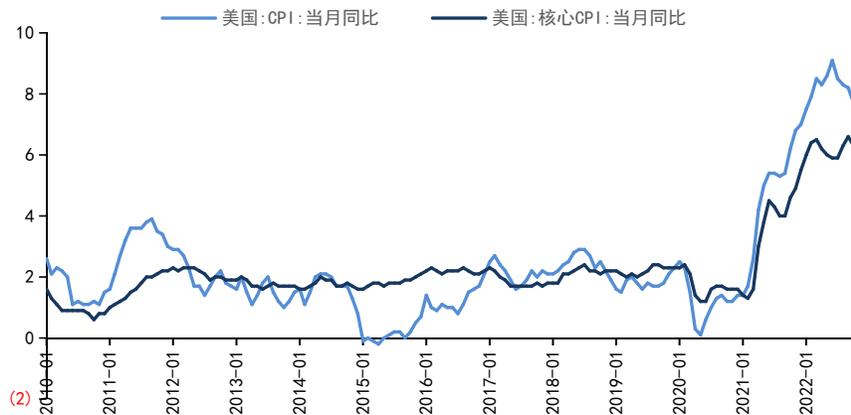
[**02**] 影响美国经济衰退程度的四大因素

[**03**] 2023：美国将进入浅衰退

高通胀的特点：整体上行幅度大，核心通胀粘性强

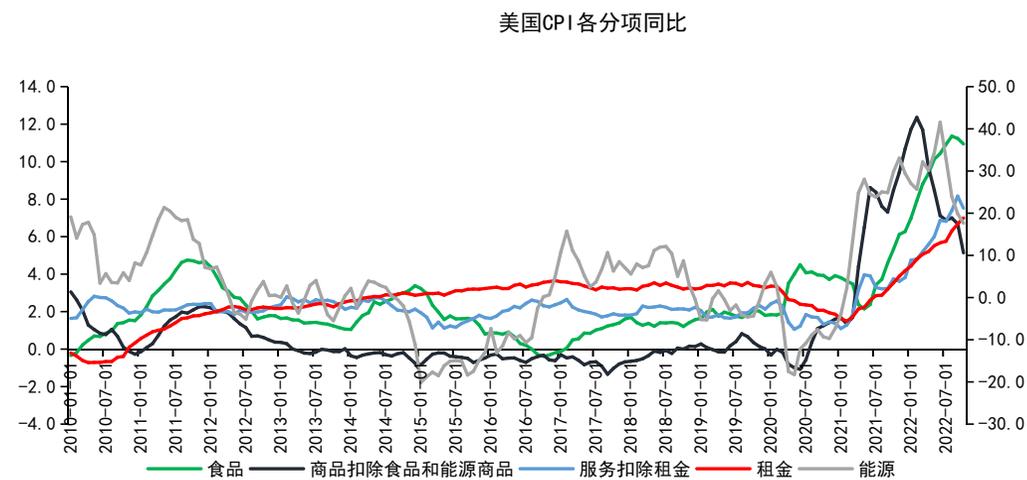
- 2022年欧美经济快速复苏，全球能源产能恢复滞后以及俄乌战争引发的供应链冲击导致能源价格飙升；如今随着全球主要经济体经济增速放缓，全球能源供需缺口逐渐弥合，能源通胀出现向下拐点；
- 俄乌战争以及持续的高温天气冲击了全球粮食供给，食品通胀今年以来保持上行趋势；
- 2022年美国解除防疫限制，美国居民消费倾向发生变化，由商品消费转为服务消费，商品通胀目前已出现拐点，服务通胀继续上升；
- 疫情复苏后美国房价的大幅上升带动租金价格持续走高，房租作为CPI中权重最大的分项，租金通胀长期维持高位增加了通胀的整体粘性；

图1：美国CPI与核心CPI同比走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：美国CPI同比各分项走势一览

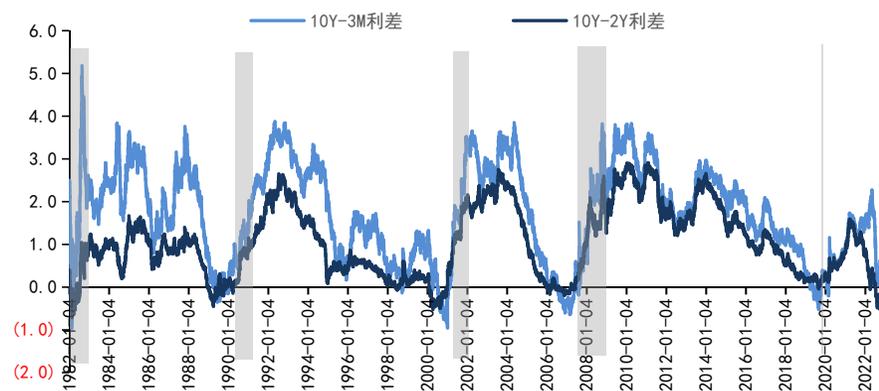


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023年美国经济的焦点问题是经济衰退

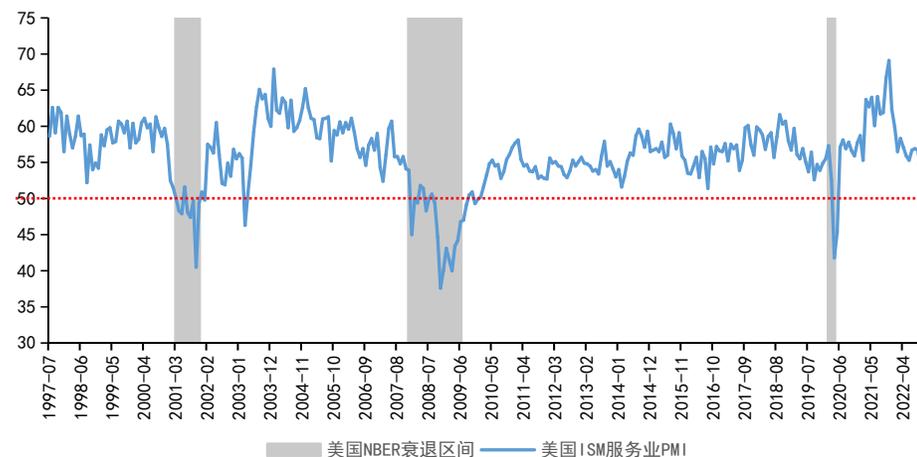
- 美债10Y-2Y收益率曲线和10Y-3M收益率曲线先后出现倒挂；
- 美国ISM非制造业PMI持续下行接近衰退的预警线；
- 预计美国经济在2023年大概率步入衰退；

图3：美国收益率曲线出现倒挂



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：ISM非制造业PMI持续下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[01] 2022-2023：从通货膨胀到经济衰退

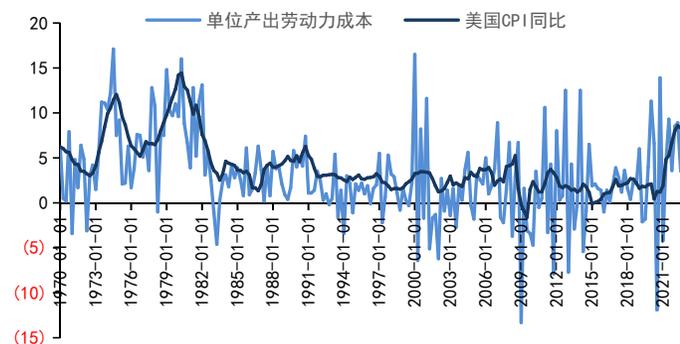
[02] 影响美国经济衰退程度的四大因素

[03] 2023：美国将进入浅衰退

高通胀对经济增长具有抑制作用

- 美国本次通胀未出现工资-物价螺旋上升结构，高通胀实际削弱了美国居民实际收入水平，抑制了居民消费需求；通胀推高企业的原材料成本，侵蚀企业利润，企业利润增速的下滑冲击了企业资本开支意愿；
- 但通胀出现缓和迹象，后续对经济的抑制作用将有所弱化

图5：美国未出现工资-物价螺旋上升结构



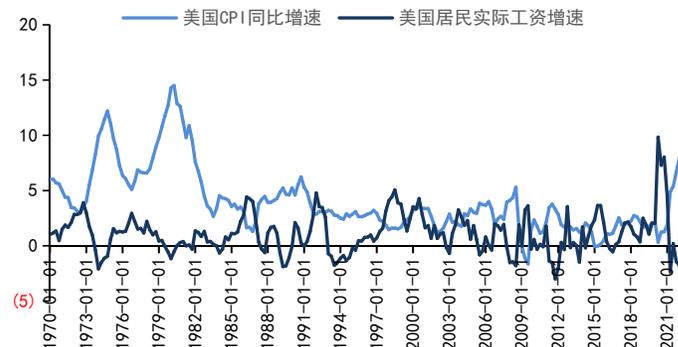
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：高通胀时期美国企业利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：高通胀时期美国居民收入增速下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：企业利润增速领先于企业资本开支意愿



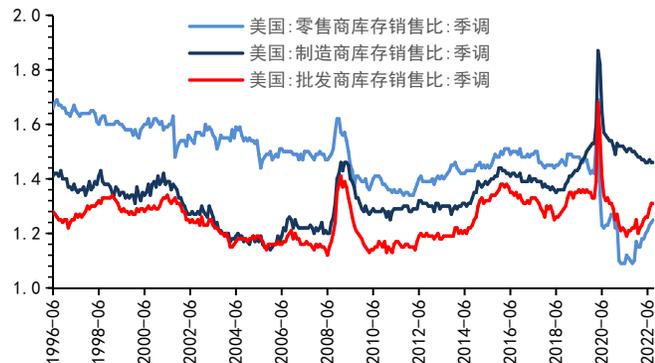
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

(续) 影响美国经济衰退程度的因素之一：通货膨胀缓和

通胀缓解也有助于企业库存投资意愿增强

- 通胀缓解有利于增加美国制造商库存投资意愿；今年美国制造业主动去库存周期开启，主要原因是下游订单景气度持续下滑；若通胀缓解刺激下游需求修复，我们认为未来企业补库存动力依旧较强；

图9：美国库存水平开始上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：下游订单景气度走弱影响企业库存投资意愿（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业市场开始放缓，但较阔的就业缺口能在一定程度上对冲劳动力需求下滑

- 美国劳动力市场出现明显降温，但整体水平依旧强于疫情之前；
- 疫后美国贝弗里奇曲线在经济复苏期间两次外移，贝弗里奇曲线第一次外移的主要原因是感染新冠人数上升增加了劳动力市场错配程度；贝弗里奇曲线第二次外移的原因是高通胀令美国员工的离职率上升，增加了劳动力市场错配程度；
- 随着通胀缓解、疫情影响减弱，目前美国员工离职率开始逐渐下行，我们预计劳动力市场的降温更大程度通过减少职位空缺来实现，失业率短期大幅上升的可能性较小；

表1：美国新增非农就业状况（千人）

单位（千人）	疫情前	2022/1/1	2022/2/1	2022/3/1	2022/4/1	2022/5/1	2022/6/1	2022/7/1	2022/8/1	2022/9/1	2022/10/1	2022/11/1
非农总数	181.5	504	714	398	368	386	293	537	292	269	284	263
私人总计	156	492	704	385	368	331	346	448	233	255	248	221
商品生产	16	32	114	85	64	61	43	63	43	43	47	37
采矿和挖掘	-3	0	10	5	8	7	8	5	-2	3	2	3
建筑业	13.5	6	54	22	-5	35	10	21	9	23	9	20
制造业	-1.5	26	50	58	61	19	25	37	36	17	36	14
耐用品	-4.5	10	20	41	32	8	10	30	36	9	27	11
机动车及零售	-2.6	0.3	-14	18.4	7	-7.4	1.7	8.4	12.1	9	7.5	1.9
非耐用品	1.5	16	30	17	29	11	15	7	0	8	9	3
私人服务生产	148	460	590	300	304	270	303	385	190	212	201	184
批发贸易	1.6	12.6	26.5	25.9	28.2	13.1	10	15.8	15.1	6.5	9.2	-3.3
零售贸易	0.76	13.4	14.4	-2.9	6.4	-4.7	3.3	14.3	26.4	-20.0	-2.4	-20.9

图11：贝弗里奇曲线疫情期间出现两次外移

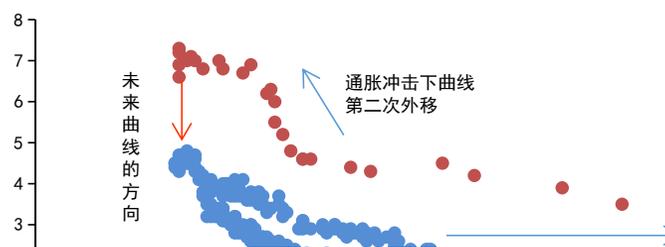
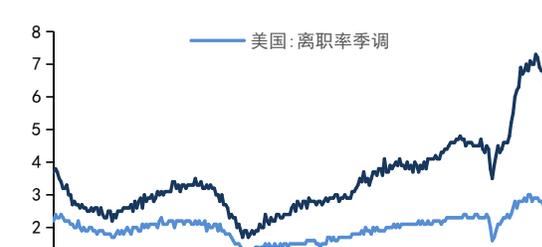


图12：疫后经济复苏期间美国离职率明显上升(%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49806

