

# 美国经济是“软着陆”还是“不着陆”？

## 核心观点

本轮衰退程度如何？我们认为美国企业和居民资产负债情况均较为健康，不具备系统性风险的基础，陷入深度衰退的概率较低，本轮衰退大概率仍属于浅衰退。

本轮衰退何时启动？当前美国经济数据强劲尤其是消费超预期主要原因是就业市场韧性强，次要原因是超额储蓄仍有支撑作用。预计2023年下半年就业市场恶化加速、超额储蓄支撑耗尽后，美国的衰退压力将逐步显性化。

□ 美国本轮衰退预计程度如何？居民和企业资产负债健康，大概率属于浅衰退。下半年美国衰退压力可能逐步显性化，但从目前情况来看，我们认为美国企业和居民资产负债情况均较为健康，不具备系统性风险的基础，陷入深度衰退的概率较低，本轮衰退大概率仍属于浅衰退。

如果将GDP同比增速低于0的年份界定为深度衰退，可以发现过往美国的深度衰退往往伴随着企业或居民部门资产负债表的风险出清。

从当前来看，居民部门方面，杠杆率明显低于2008年以及长期趋势线，即期偿债能力近年来也有明显改善，不具备风险基础。企业部门方面，当前企业杠杆率较2008年有明显提升且位于历史高位，但当前企业部门的债务结构较为健康，2008年后美国企业对自身的债务结构及久期进行了较大调整，通过发行长长期、固定利率的债务锁定了长时间的低成本债务资金，抵御联储货币紧缩的能力明显增强，出现债务风险的概率较小，美国高收益债信用利差仍处于低位。

□ 衰退压力为何姗姗来迟，消费为何强劲？主要原因：就业市场韧性较强。

就业市场强劲是美国消费韧性强的主要原因，使得居民收入依然维持在较高水平。一是劳动力供给不足导致岗位空缺高企，被裁员的居民可以实现快速再就业，再就业形势良好使得非农就业人数依然保持正增长；二是再就业质量分化但整体工资水平并未出现明显恶化，尤其是低收入群体还获得了较高的涨薪比例；三是部分失业群体在快速再就业的同时还可获得较高的裁员补偿。强劲的收入水平继而对个人消费形成支撑。

□ 衰退压力为何姗姗来迟，消费为何强劲？次要原因：超额储蓄仍有支撑。

疫情期间累积的超额储蓄也对消费发挥了一定的支撑作用。疫后美国居民最多曾累积2.2万亿美元的超额储蓄；2021年Q3起逐步释放，2022年起释放加速，当前剩余规模约为9400亿美元，预计未来仍然能够形成对消费的支撑。

从超额储蓄的分布结构上来看，核心由中高收入群体所持有，最低、次低、次高和最高收入人群持有的超额储蓄比重分别为5.4%、15.7%、30.6%和48.3%。从超额储蓄的消耗结构上来看，最低和最高收入群体是超额储蓄的核心消费人群。最低、次低、次高和最高收入群体每季消耗超储比例为14.2%、0.7%、3.3%和9.1%，最低和最高收入群体对应需求分别是基础刚需和高端消费品。

考虑到最低和最高收入群体在超额储蓄中占有接近50%的持有比例，预计当前9400亿超额储蓄中仍有超过4700亿美元未来具有较大释放成为消费的潜力，预计仍能在未来3-6个月（对应2023年Q2结束前）为消费提供支撑。

□ 美国衰退压力到底何时到来？预计下半年起逐渐显性化。

我们认为美国的衰退压力可能在2023年Q2后，即下半年起逐步显性化。就业方面，从招工需求以及岗位空缺等视角观测预计2023年Q2后就业市场的恶化速度可能逐步加剧，并进一步影响居民消费；在此前就业市场仍将维持在较为紧张的状态，就业数据预计恶化幅度有限，居民消费收入仍有支撑。超额储蓄方面，预计仍能在未来的3-6个月（对应2023年Q2结束前）为消费提供支撑，Q2后超额储蓄释放接近尾声消费压力可能进一步加大。

□ 风险提示

美国居民或企业部门资产负债表超预期恶化；美国就业市场韧性超预期

分析师：李超  
执业证书号：S1230520030002  
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜  
执业证书号：S1230522080006  
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

## 正文目录

1 美国本轮衰退预计程度几何？浅衰退 OR 深度衰退？ .....	4
2 衰退压力为何姗姗来迟？美国消费为何超预期？ .....	6
2.1 就业市场强劲是美国消费韧性强的主要原因 .....	6
2.2 超额储蓄预计仍可在 Q2 结束前为消费提供支撑 .....	7
3 美国的衰退压力何时到来？下半年可能逐步显性化 .....	9

## 图表目录

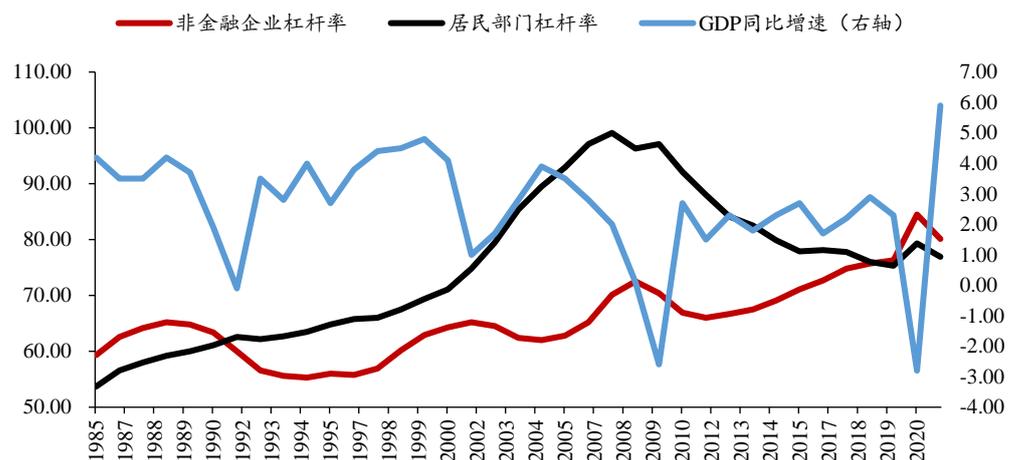
图 1: 美国经济的深度衰退往往伴随着居民或企业资产负债表的风险出清 (%)	4
图 2: 美国居民部门在 2008 年后整体去杠杆且低于长期趋势线 (%)	5
图 3: 美国居民储蓄规模占负债的比重自 2008 年以来持续攀升	5
图 4: 美国高收益债信用利差仍处低位 (%)	6
图 5: 美国企业的债务结构占比 (%，以标普 500 企业为样本)	6
图 6: 美国失业群体持续失业时间中位数仍低于疫前水平	7
图 7: 美国被裁员员工迅速实现再就业	7
图 8: 当前预估超额储蓄的剩余规模为 9400 亿美元 (十亿美元)	8
图 9: 美国超额储蓄的分布比例 (按不同收入群体划分成 4 档)	8
图 10: 美国超额储蓄的分布比重 (十亿美元, 按不同收入群体划分成 4 档)	8
图 11: 美国劳动力市场总供给和总需求变化 (千人)	9
图 12: 同比增速下行约束下招工需求环比推算 (环比右轴)	9
图 13: 美国企业资本开支与库存增速高度相关 (%)	10
图 14: 美国招工需求与企业资本开支强度高度相关 (%)	10

## 1 美国本轮衰退预计程度几何？浅衰退 OR 深度衰退？

市场近期对于美国经济的乐观预期进一步升温，逐渐从“SOFT LANDING”（软着陆，浅衰退）向“NO LANDING”（无衰退）变化。我们认为这一判断依然高估了美国经济，下半年美国衰退压力可能逐步显性化（详见下文论述），但衰退的程度仍然值得进一步探讨。从目前情况来看，我们认为美国企业和居民资产负债情况均较为健康，不具备系统性风险的基础，陷入深度衰退的概率较低，本轮衰退大概率仍属于浅衰退。

我们认为美国企业和居民资产负债情况均较为健康，不具备系统性风险的基础。如果我们将 GDP 同比增速低于 0 的年份界定为深度衰退，可以发现过往美国的深度衰退往往伴随着企业或居民部门资产负债表的风险出清（2020 年新冠疫情是非自然、非周期因素导致的衰退，属于特殊情况）。如 1990 年代初期美国储贷危机下商业银行大量破产，金融机构风险出清连带使得非金融企业进入持续性的去杠杆周期；2000 年互联网泡沫破裂使得非金融企业进入去杠杆周期；2008 年次贷危机居民债务风险出清使得居民部门进入去杠杆周期。

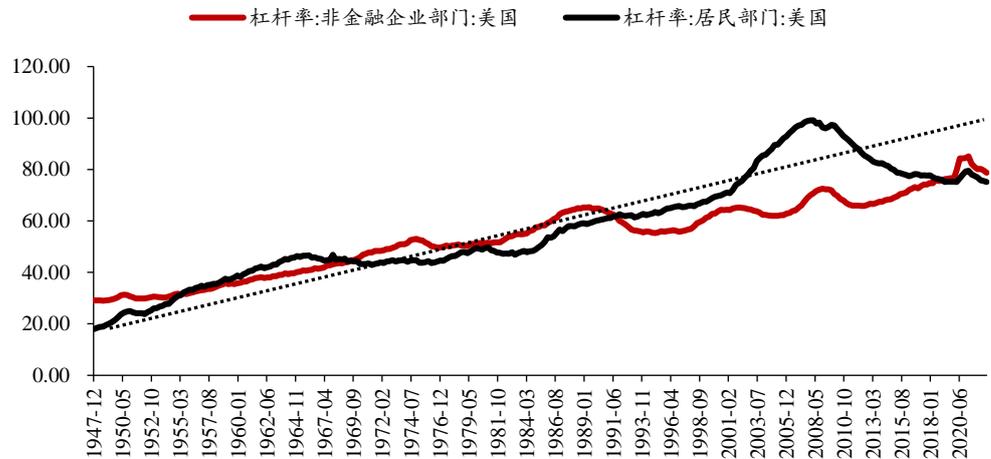
图1：美国经济的深度衰退往往伴随着居民或企业资产负债表的风险出清（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从当前来看，居民部门方面，杠杆率明显低于 2008 年以及长期趋势线，即期偿债能力近年来也有明显改善，不具备风险基础。在 2008 年次贷危机后居民部门经历了漫长的去杠杆，杠杆率由 2008 年的 99.1% 回落至 2022 年 Q3 的 75.2%，当前的杠杆水平也明显低于居民部门杠杆率的长期趋势线，整体来看不具备明显的债务风险基础且仍有进一步加杠杆的空间。此外，从偿债能力看，2008 年至今居民储蓄/负债的占比也有明显提升，即期偿付能力较强。

图2: 美国居民部门在 2008 年后整体去杠杆且低于长期趋势线 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美国居民储蓄规模占负债的比重自 2008 年以来持续攀升

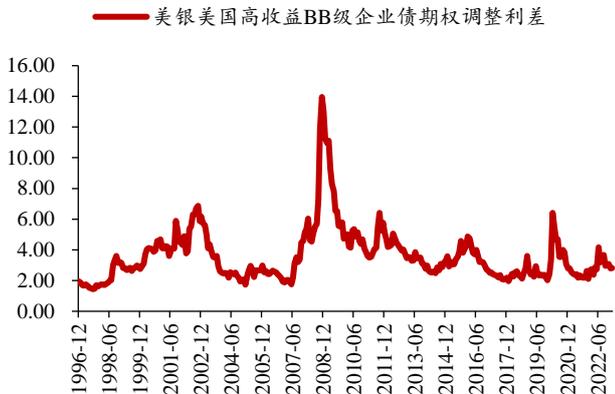


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

企业方面, 当前企业杠杆率较 2008 年有明显提升且位于历史高位, 但当前企业部门的债务结构较为健康, 出现债务风险的概率较小, 美国高收益债信用利差仍处于低位。

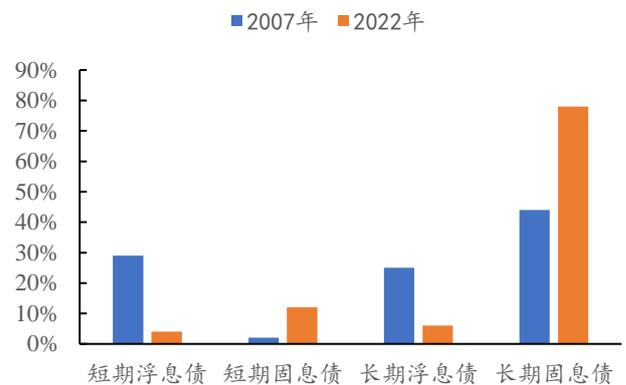
2008 年以后美国非金融企业杠杆率持续提升, 由 2008 年的 73% 升至当下的 79%; 但企业在本轮加杠杆的过程中对自身的债务结构及久期进行了较大调整, 通过发行长久期、固定利率的债务锁定了长时间的低成本债务资金, 抵御短期货币紧缩的能力明显增强。根据彭博以及美国银行数据, 当前标普 500 企业债务结构中长期固定利息债务的占比达到 78% (2008 年金融危机爆发前为 44%), 短期付息债务的占比为 4% (2008 年金融危机爆发前为 29%), 债务结构调整后美国企业抵御联储货币紧缩的能力明显增强。

图4: 美国高收益债信用利差仍处低位 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 美国企业的债务结构占比 (%)，以标普 500 企业为样本)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

## 2 衰退压力为何姗姗来迟? 美国消费为何超预期?

### 2.1 就业市场强劲是美国消费韧性强的主要原因

开年以来, 美国经济数据超预期强劲。1 月零售同比增速 7.6%, 个人消费支出同比增速 7.9%, 相较前值均有明显反弹超出预期。对于美国消费的超预期, 我们认为其根源仍然源自于美国就业市场的韧性, 即存在“就业数据强-居民收入强-居民消费强”的传导链条。就业数据强则源于美国的岗位空缺数依然较高, 对就业市场形成了保护作用。

我们曾于前期多篇报告《充分就业式衰退是短期还是长期现象》、《三问美国就业市场, 劳动力紧张何时休》、《环比负增长收官, 驱动加息再收敛》中对美国的就业市场现状进行系统性论述:

**一是岗位空缺数高主要源于劳动力供给不足。**鲍威尔在 2022 年 11 月讲话《通胀与就业市场》的讲话中指出, 当前美国的劳动力人口与 CBO 疫前测算的潜在劳动力人口比, 大约少去 350 万人次。从劳动力损耗看, 一是 210 万源自疫后的提前退休, 新冠疫情后, 美国居民的退休率相较疫前水平提高了 1.5%, 其中 0.8%是由疫情及相关衍生影响所导致的提前退休, 0.7%由人口老龄化等长期因素导致, 前者对应劳动力数量约 210 万人次。二是约 150 万人源自劳动力的结构性损耗: 其中疫后边境管控导致移民数量减少损耗劳动力约 100 万人, 疫情导致 40 万劳动力死亡(美国当前死于新冠疫情的总人次超过 100 万人)。综上, 当前 350 万人次的劳动力缺口短期之内修复空间有限。210 万提前退休人群回归就业市场的希望渺茫, 40 万死亡劳动力无法回归, 100 万的移民劳动力缺口有望在疫情常态化后逐步增加但预计速度相对有限。

**二是岗位空缺维持高位对就业市场形成保护。**主要体现为: 根据华尔街日报以及人力公司 ZipRecruiter 的研究指出, 由于当前岗位空缺数依然维持高位, 因此 2022 年下半年以来的裁员大潮中失业的劳动力约 83%可在 3 个月内实现再就业, 从而使得就业表现出较强韧性。从 BLS 数据来看, 当前美国失业群体持续失业时间的中位数为 9.1 周, 即当前失业群体再就业的速度快于疫前水平(疫情前平均再就业时间约为 9.6 周)。

**三是再就业的过程存在质量分化。**根据 ZipRecruiter 3 月最新调查统计, 再就业群体的薪酬出现了明显的分化: 约 42%的再就业者薪资水平进一步提升, 37%的再就业者薪资维持

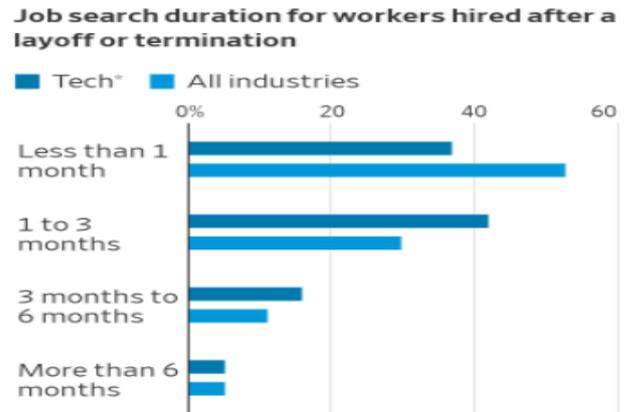
原状，21%的再就业者薪资水平下行。其中低收入群体由于整体岗位供需较为紧张获得了较高的加薪比例，高中学历以下的人群在再就业的过程中平均加薪比例达到31%。

图6: 美国失业群体持续失业时间中位数仍低于疫前水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 美国被裁员员工迅速实现再就业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

在此背景下，较为景气的就业市场使得居民收入依然维持了较强的韧性，1月居民个人收入同比增速6.4%、环比增速0.6%，相较前值均有明显抬升。一是再就业形势良好使得非农就业人数依然保持正增长；二是再就业质量分化但整体工资水平并未出现明显恶化，尤其是低收入群体还获得了较高的涨薪比例；三是部分失业群体在快速再就业的同时还可获得较高的裁员补偿，根据 ZipRecruiter 数据，约 1/3 的失业工人获得了高额遣散费，平均相当于 16 周的工资水平（远超 9.1 周的平均失业时间中值）。强劲的收入水平继而对个人消费形成支撑。

## 2.2 超额储蓄预计仍可在 Q2 结束前为消费提供支撑

除就业市场的韧性外，疫情期间累积的超额储蓄也对消费发挥了一定的支撑作用。疫情后美国对居民的超额财政补贴叠加服务业消费场景灭失使得居民最多曾累积 2.2 万亿美元的超额储蓄（经我们测算，财政补贴和消费场景灭失对超额储蓄的贡献较为相近均接近 50%，其中前者的贡献略大于后者）；2021 年 Q3 起伴随消费场景开放，超额储蓄逐步释放，2022 年起释放加速。根据我们估算，当前超额储蓄的剩余规模约为 9400 亿美元，预计未来仍然能够在一定程度上形成对消费的支撑。

从超额储蓄的分布结构上来看，当前超额储蓄核心仍由中高收入群体所持有，根据美联

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\\_53266](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53266)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn