



连平：美国经济衰退可能难以避免



意见领袖 | 连平、董澄溪

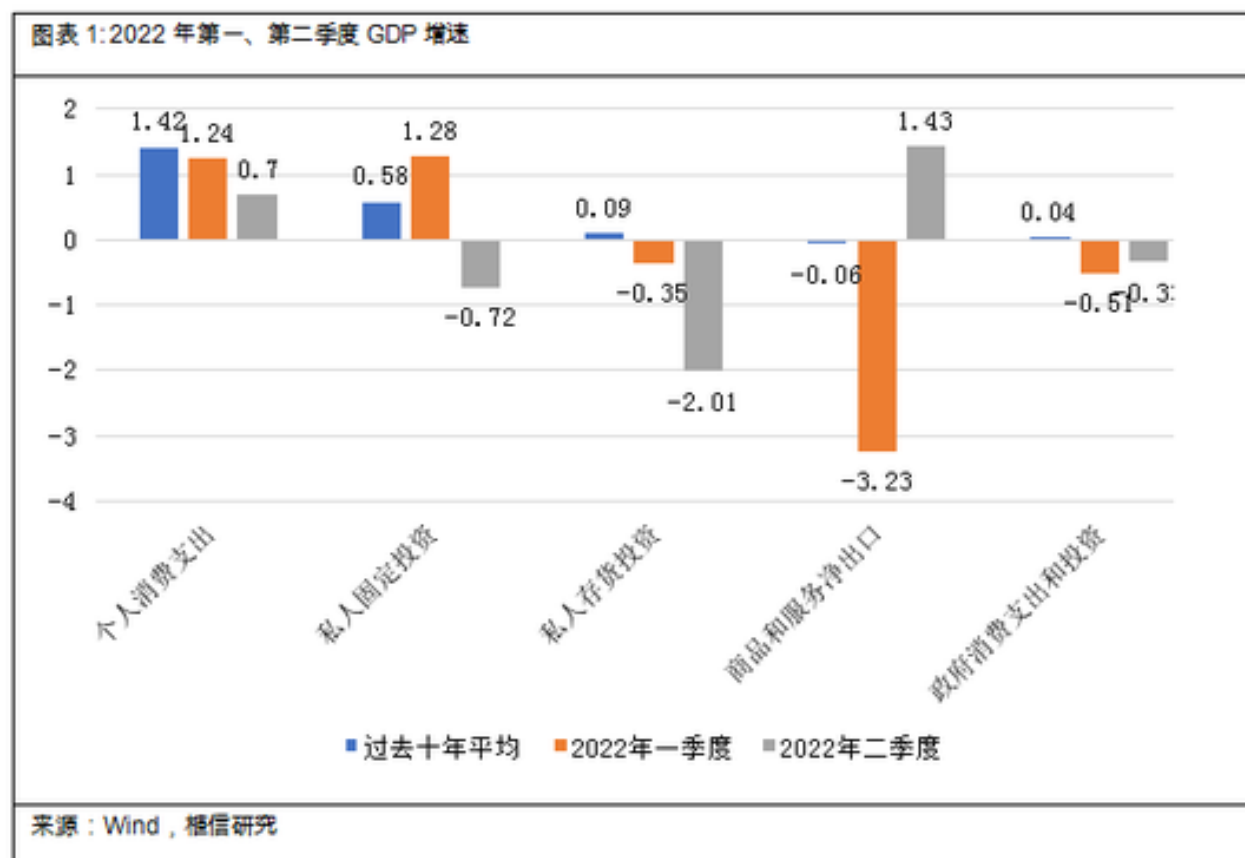
2022 年第一、第二季度，美国 GDP 分别增长-1.6%、-0.9%，似乎表明美国经济已陷入“技术性衰退”。但从 NBER 的判断标准来看，美国经济尚未陷入实质性衰退，但经济收缩已显端倪。近来，市场开始进行“衰退交易”，预期美国经济将于 2023 年进入一场温和衰退。当前，美国经济是否已进入衰退？美国经济是否正在向衰退前行？一旦进入衰退，美国财政政策和货币政策能有多大空间来阻止经济衰退？市场普遍较为关注。



1. 美国经济尚未陷入实质性衰退

净出口和库存投资的波动是导致当前美国经济陷入“技术性衰退”的主要原因。一季度，净出口对 GDP 贡献率为-3.23%。背后原因是商品进口金额的快速增长，一季度商品进口对 GDP 的拖累达到-2.4%。二季度

GDP 的主要拖累项目来源于私人库存投资，对 GDP 环比增速的拖累为 -2.01%。



一季度商品进口高企、二季度库存投资锐减，反映的是逆向“长鞭效应”与美国商品消费降温的共同作用。随着美国经济复苏，消费需求在财政刺激之下快速回升，而商品供应却因为全球供应链阻塞出现了严重短缺，导致零售商错估了商品供求关系。2021 年年末以来，国际供应链逐渐畅通，前期订购的大量商品送达，同时消费出现降温迹象。2022 年二季度消费的贡献率下降至 0.7%，较 2009 年-2019 年的平均值 1.42% 低很多。零售商库存过剩、仓储成本升高，减少了对于库存的投资。一季度，美国零售巨头沃尔玛和塔吉特库存较去年同期分别上涨了 32%、44%。

过去两个季度的 GDP 收缩可能夸大了经济运行中的衰退信号。逆向“长鞭效应”对于库存投资的冲击可能会在接下来几个季度中逐渐减轻。零售库存积压既有消费需求降温的原因，也反映了疫情后消费习惯改变带来的结构性供需错配问题。疫情期间美国消费者对于家具、家电等与居家生活相关的商品消费上升，零售商的过剩存货主要集中在这些品类。而随着社交和娱乐活动逐渐恢复，消费需求遂向服装、化妆品等商品转移。从零售商库存销售比看，虽然沃尔玛等百货商店的库存已经达到了 2017 年以来的高位，但整体零售商的库存还略微低于疫情前的水平。随着前期囤积的库存被打折出售，资金和仓储空间有了一定腾挪空间，零售商可能会增加对于与出行、社交、娱乐需求相关的商品库存。



当下美国经济正处于周期拐点，而环比折年率的计算方法会放大经济边际收缩的幅度。一季度 GDP 环比折年率的计算受到 2021 年四季度高达 6.9% 的基数的影响。由于环比折年率增速计算的是，如果按当季环比速度

增长，在未来一年中的增长趋势，会放大经济变化的幅度，在大规模刺激政策退出时尤为明显。例如，在 2008 年金融危机后美联储的第二轮和第三轮量化宽松政策的退出时期，曾经出现过三次季度 GDP 环比折年率转负、而并未出现经济衰退的例子。而当下也处于大规模货币和财政刺激手段退出后经济由过热回归中性的阶段，GDP 环比折年率对经济变化的方向指向性较好，而对于变化的幅度很可能夸大。

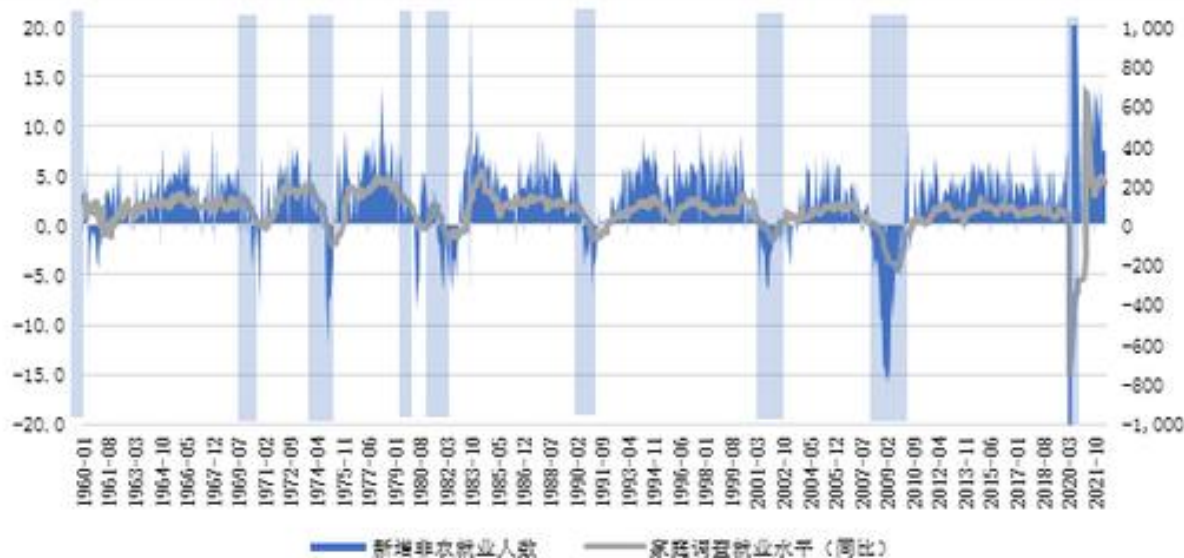
通常美国经济是否出现“实质性衰退”是由国家经济研究局（NBER）认定的。NBER 最为看中的评判指标，一是除去转移支付以外的实际个人收入，二是就业的情况。从历史上的经济衰退阶段来看，在 1960 年后美国经济的 9 次衰退中，除去转移支付以外的实际个人收入的同比增速有 7 次下降至了零以下，新增非农就业人数每次都会转负、家庭调查的就业水平同比增速同样也每次都转负。目前来看，除去转移支付以外的实际个人收入的增速虽然在过去几个月大幅回落，但还位于 1.8% 以上，处于历史平均水平附近，离转负还有一定的距离。7 月非农就业人数仍维持在 50 万人以上，超过 1960 年以来大部分未发生经济衰退的时期。家庭调查的就业水平增速虽然出现拐点，但离负增长同样有较大距离。因此，尽管近两个季度 GDP 增速收缩，但大概率不会被 NBER 追认为经济衰退。

图表 3: 居民收入和消费增速回落, 但仍处于平均水平附近



来源：Wind，中信研究

图表 4: 就业市场依然较强



来源：Wind，中信研究

当前美国经济运行主要支撑在于服务消费。美国居民的消费习惯正在向疫情前回归。2019年，服务消费占个人消费支出的占比在65%左右。该比重在去年一度下滑至59%，目前已恢复至62%，离疫情前水平尚有一定距离。2022年二季度，商品消费对于实际GDP的贡献率为-1.08%，而

服务消费的贡献率则达到 1.78%。服务业也是就业增长的主要支撑领域。过去 3 个月以来，服务业中，仓储运输、专业服务、教育和医疗服务、休闲和酒店业等行业是提供新增就业岗位的主力，而与商品生产相关的职业所提供的新增岗位则较低。

2. 美国经济正在走向衰退

尽管至 2022 年二季度美国经济尚不能认定为已经陷入衰退，美联储仍试图在抑制通胀和稳定经济中寻找平衡点，但种种重要迹象表明，美国经济正在走向衰退。

首先，高企的能源价格，既推高生产成本又抑制消费。从历史上看，过去每一次石油危机时期，美国都陷入了经济衰退。石油价格上升从供需两端同时阻碍经济增长，一方面推高以石油为原料和燃料的行业的生产成本。WTI 原油期货结算价 6 月一度上升至每桶 120 美元以上，目前仍在 90 美元以上震荡。导致生产率下滑。2022 年一季度，美国的劳动生产率同比下滑了 0.57%，二季度同比下滑 2.5%，之后还将进一步下滑。另一方面，作为一种短期内价格弹性很小的消费品，石油价格的上涨会挤出消费者对于其他商品的购买力，近几个美国 CPI 同比增长率维持在 8.5% 以上，处于 40 年以来的高位，7 月核心商品的价格同比涨幅高达 7%，除去汽油和汽车的零售额环比仅增长了 0.7%。

上世纪 80 年代的石油危机时期，沃尔克曾经在相似的情形下通过收紧货币政策成功抗击通胀。其关键原因：一是国际原油价格在 1981 年后

增速大幅放缓，在 1982 年开始下跌，对于美国通胀的输入性压力减弱；二是树立货币政策的可信度，将货币政策的操作目标从利率转到控制货币数量上，恢复公众对通胀的稳定预期。与之相比，当前围绕俄乌地缘政治冲突的制裁与反制裁之争仍在持续，未来一个阶段，原油价格仍将维持高位震荡。以货币偏紧应对供给因素引发的高通胀在很大程度上会使其效应打折扣。美联储在 2020 年误判通胀走势，导致加息滞后，政策信誉较差；2022 年 8 月之前的几次会议放出的前瞻性指引中对于通胀的态度又不够坚决，难以劝服市场降低通胀预期。

3 月以来美联储的货币紧缩虽然对抑制通胀和通胀预期起到了一定作用，但效果并不理想。债券收益率中隐含的金融市场通胀预期近两个月以来略有下降，五年-五年远期利率下降从 4 月的高点 2.5% 下降至 8 月的 2.3% 左右。密歇根大学调查的长期通胀预期下降到 2.9%，纽约联储调查的消费者对未来一年的通胀预期持续上升、对未来三年的通胀预期维持在 3.2% 左右波动，离美联储将长期通胀预期稳定在 2% 左右的目标仍有较大距离。

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_45863

