



靳毅：当美国经济预期摆向 “软着陆”



文/意见领袖专栏作家 靳毅

历史上的“软着陆”有何特征？

复盘历史上每轮美联储加息周期后，各项重点经济指标的表现，不难发现，历史上，美国“软着陆”主要存在 3 大特征：①经济未出现负增现象；②非农就业持续扩张；③NBER 关注的其余 3 大指标收缩幅度相对温和。

目前美国经济仍在“降温”过程中。我们判断本轮美国经济“不着陆”的可能性较低，目前异常强劲的就业市场已经成为本轮美国经济实现“软着陆”的最后一道防线。

就业市场是否会出现松动？

除了劳动力缺口外，目前美国企业存在“囤积劳动力”的现象。伴随美国经济的继续缓步下行，继续囤积劳动力的吸引力就会开始下降，就业市场也会逐渐开始松动。在此过程中重点关注 2 大指标：

1) 失业率上行速率。历史上，当失业率在 1 年内上行超过 0.6%时，出现衰退较高。我们参照美联储的预测方法对未来 6 个月出现衰退概率进行拟合，结果显示未来 6 个月出现衰退的概率仍较低。

2) 非农就业人数的收缩程度。在 1965 年以来的历轮经济衰退开始时，非农就业均出现了小幅松动。类比本轮，一旦出现非农扩增乏力的现象，则意味着美国经济可能也将开启“衰退”。

美债、美元计入了怎样的预期？

美债利率定价相对充分，大幅上行突破前高的可能性较低：1) 近期美债利率上行主要是对美联储货币政策的再定价，目前加息预期已较充分；2) 衰退预期没有消失，而是被递延，利差难以大幅收缩。

美元短期内已经计价了美联储的额外加息，阶段性调整到位，但长期仍需考察欧美经济成色。如果后续欧洲经济走弱速率快于美国，不排除美元二次冲顶的可能性。



1、“软着陆” 拉开帷幕

2 月份，美国就业数据和非制造业 PMI 接连大超预期。其中，失业率再度下行，创下近 55 年以来新低，非制造业 PMI 也收复了 12 月份的“失地”，再度回到了荣枯线以上。显然，2022 年 4 季度时“衰退将至”的叙事逻辑已经被阶段性证伪。

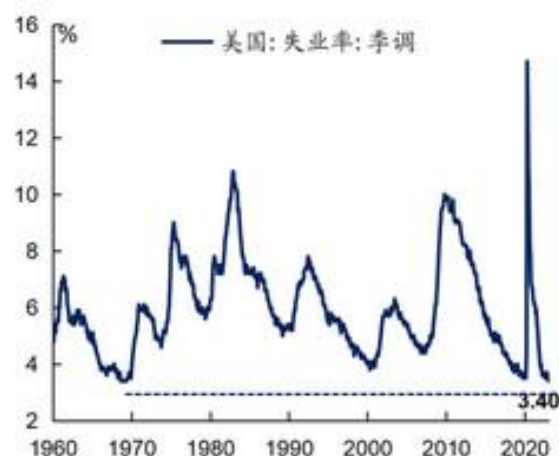
实际上，从 2023 年初以来，无论是美国还是欧元区，经济数据超预期的现象此起彼伏，经济“软着陆”的关注度显著上升，新一轮“软着陆”交易已经开启。那么，这轮美国经济真的能实现软着陆吗，目前的市场定价又蕴含了怎样的预期，本期报告，我们将对此进行简要探讨。

图 1：美国非制造业 PMI 重返荣枯线以上



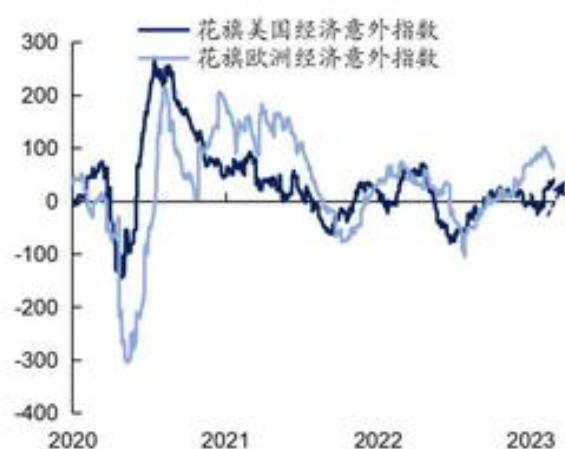
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：美国失业率触及历史低位



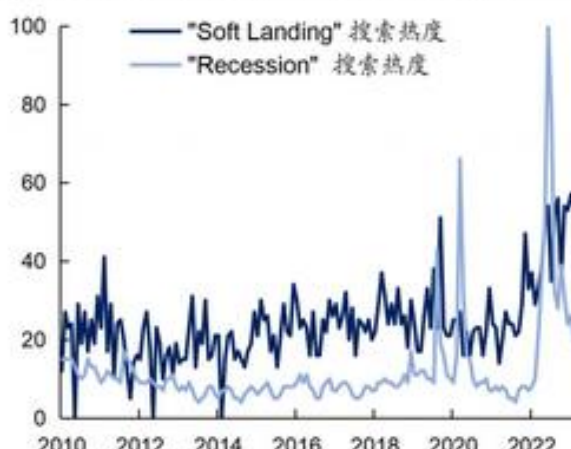
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：欧美经济数据意外指数



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：Google “软着陆”和“衰退”搜索指数



资料来源：Google、国海证券研究所

2、“软着陆”的概率有多高？

2.1

历史上的“软着陆”有何特征？

当我们在谈论“软着陆”时，我们在谈论什么？正如 NBER 对每一轮衰退周期的判断标准略有不同，市场对“软着陆”也没有明确的界定标准。但是目前公认的软着陆周期有 1984 年、1987 年以及 1994 年 3 轮。

70 年代以来，美联储先后进行了 11 轮加息，其中有 8 轮加息周期后都伴随着衰退的接踵而至，仅有 3 轮进入“软着陆”周期，从这个维度上看，美联储加息避免衰退的胜率大约仅为 27%。

目前的经济成色究竟有多接近软着陆？针对这个问题，我们复盘了历史上每轮美联储加息周期后，各项重点经济指标的表现，不难发现，历史上，美国“软着陆”主要存在 3 大特征：①经济未出现负增现象；②非农就业持续扩张；③NBER 关注的其余 3 大指标收缩幅度相对温和。

表 1：1970 年以来，美国“软着陆”复盘（%）

	时间	持续月份	NBER 关注的 4 大指标				核心 CPI	核心 PCE	失业率	GDP	GNP
			工业生产指数	实际收入减转移支付	非农就业	实际零售					
衰退	1970	11	-6.98	-0.89	-1.46	-3.45	-0.40	-0.22	2.40	-1.07	-2.19
	1973-1975	16	-12.99	-5.01	-2.53	-11.79	0.20	0.26	3.50	-3.14	-4.47
	1980	6	-6.68	-1.90	-1.27	-10.87	0.00	0.60	2.10	-2.18	-2.91
	1981-1982	16	-8.56	-1.03	-3.07	-4.59	-7.00	-3.89	2.60	-2.63	-2.71
	1990-1991	8	-4.12	-2.51	-1.17	-7.49	0.20	-1.06	1.60	-1.37	-2.21
	2001	8	-5.64	-1.95	-1.24	-3.68	-0.20	-0.81	1.60	-0.40	-1.11
	2008-2009	18	-17.19	-6.67	-5.34	-13.64	-1.20	-1.95	4.00	-4.00	-5.32
	2020	2	-18.45	-8.15	-14.40	-21.91	-1.00	-1.18	11.10	-9.56	-9.97
中位数	-	-	-7.77	-2.23	-1.99	-9.18	-0.30	-0.94	2.50	-2.40	-2.81
软着陆	1984	-	-0.32	-0.42	0.00	-3.74	-0.20	-	-1.00	0.00	0.00
	1987	-	-0.39	-0.11	0.00	-7.93	-0.60	-1.30	-0.10	0.00	0.00
	1994	-	0.00	-2.41	0.00	-0.67	-1.00	-0.74	-0.50	0.00	0.00
中位数	-	-	-0.32	-0.42	0.00	-3.74	-0.60	-1.02	-0.50	0.00	0.00
本轮	2023	-	-1.57	0.00	0.00	-1.82	-1.00	-0.71	-0.60	0.00	0.00

资料来源：Wind、国海证券研究所

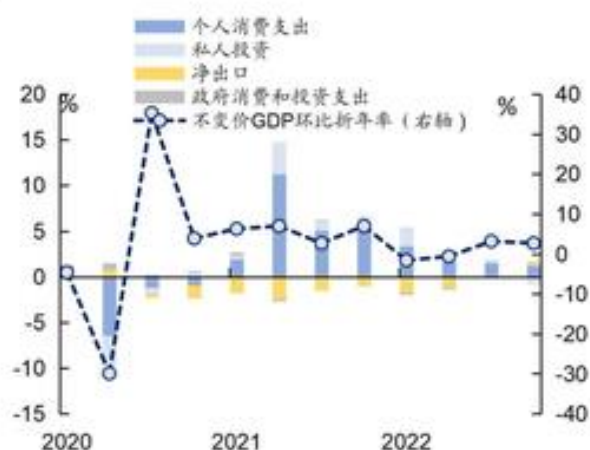
注：工业生产指数、实际收入减转移支付、非农就业、实际零售统计指数较加息见顶前高点最大回撤值；核心 CPI、PCE 统计通胀增速较加息见顶前最大回落值；失业率统计区间失业率较上一年同期最大增加值；GDP、GNP 统计实际值较加息见顶前最大回撤值。

对比本轮，在 2022 年 1、2 季度增长出现环比负增后，美国已经摆脱

了“技术性衰退”的阴霾，与此同时非农就业人数仍在增长趋势中，与历史上的“软着陆”情形十分形似。

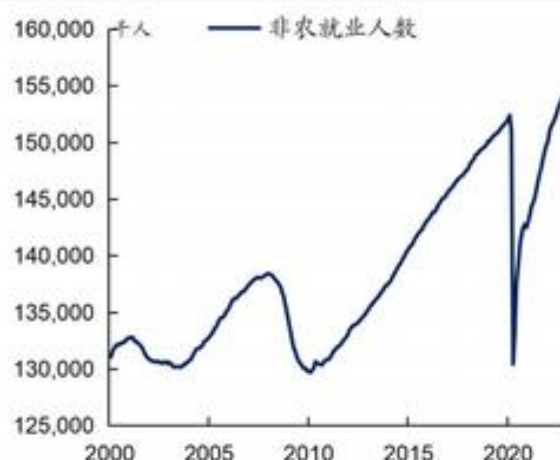
但这轮的确不一样，不可否认的一点是，目前美国经济仍在“降温”过程中，而工业生产和实际零售两项指标实际上已经展现出一定的“初衰”迹象。

图 5：2022 年“技术性衰退”的阴霾不再



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：美国非农就业人数仍在增长趋势中

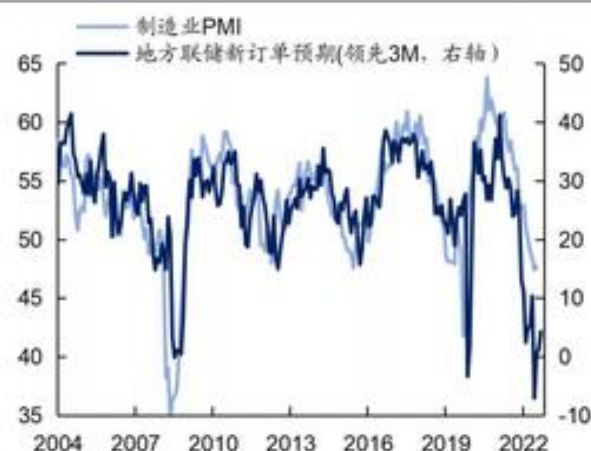


资料来源：Wind、国海证券研究所

那么美国本轮经济到底是否会“软着陆”？实际上，在 2 月份多项超预期数据披露后，除了“软着陆”的讨论在逐渐增加，更是有“不着陆”的乐观预期逐渐显现，对此，我们认为本轮美国经济“不着陆”情景出现的概率较低，主要原因有三：

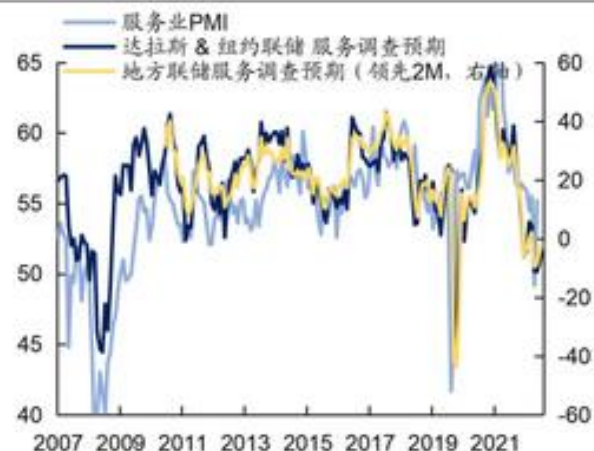
1) 地方联储调查有悖于“不着陆”的推演路径。地方联储近期的调查显示未来 3 个月制造业 PMI 继续下滑仍有较大空间，相比之下，服务业或许稍显韧性，但是目前也在缓步下行的趋势中。

图 7：地方联储订单预期领先制造业 PMI 3 个月



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

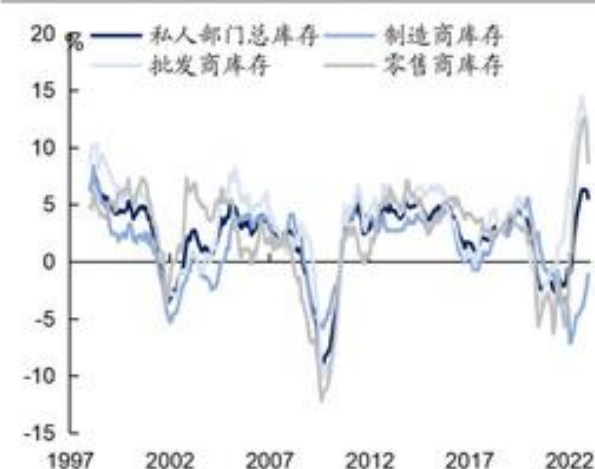
图 8：地方联储服务调查领先服务业 PMI 2 个月



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

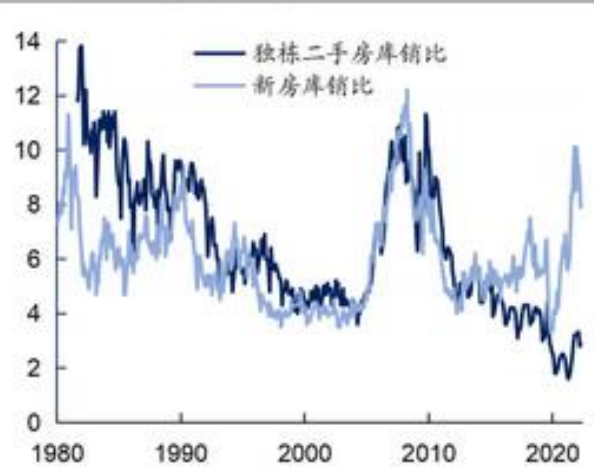
2) 投资端发力托底经济有一定困难。首先，目前美国工业和地产部门都面临着较大去库压力，投资端发力空间相对有限。其次，本届美国国会两党割裂的现象越发严重，大规模支出法案的推出存在较大掣肘，通过政府部门加杠杆来托底经济的可能性也十分有限。

图 9：美国实际库存处于历史高位



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10：美国地产面临去库压力

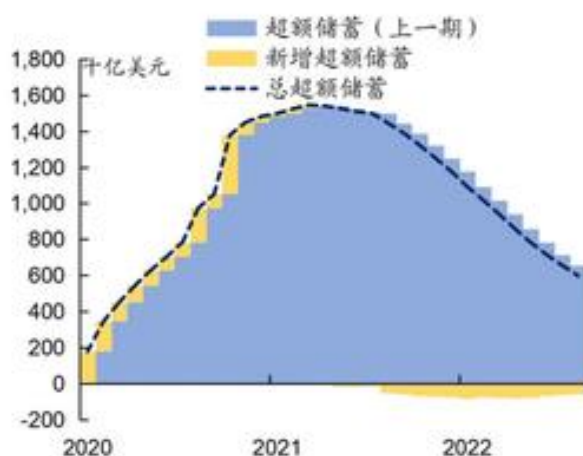


资料来源：Wind、国海证券研究所

3) 消费仍在回落趋势中。虽然目前美国服务业消费仍具韧性，但实体商品消费早已开始降温，展望未来，伴随美国居民超额储蓄的进一步下降，叠加高利率环境下，居民加杠杆空间有限，消费或将继续承压。

可以说，经济“着陆”是大概率事件，而在此过程中，目前异常强劲的就业市场已经成为本轮美国经济实现“软着陆”的最后一道防线。

图 11: 美国居民超额储蓄已消耗 61%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 美国居民信贷消费增速见顶



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2

就业市场是否会出现松动？

美国就业市场为什么能够持续保持强劲？除了我们在《美国经济能否软着陆？》中分析过的，劳动力供给因为居民提前退休和移民减少等原因出现系统性下降外，另一个可能的解释原因是，目前美国企业存在“囤积

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_53050

