



美国经济步入衰退周期



美国二季度经济或将继续负增长，连续两个季度环比负增可以判断美国经济已经进入衰退周期，但通胀仍处于高位且回落较为困难，滞胀周期还未完全结束。美国上半年经济增速回落更多是政府财政支出缩减造成，虽然商品消费增速有所回落，但服务消费增速、失业率等经济指标都较为坚挺。我们认为不存在既能维持经济平稳增长又能促使通胀回到正常水平的政策，以“控通胀”为首要任务的美联储只能盯住物价指标。我们对年底联邦基金利率预期仍维持在 4.75%-5%。下半年美国需求或将快速回落，经济指标开始下行，美国进入衰退周期。

1. 一季度美国不变价 GDP 环比已经负增长

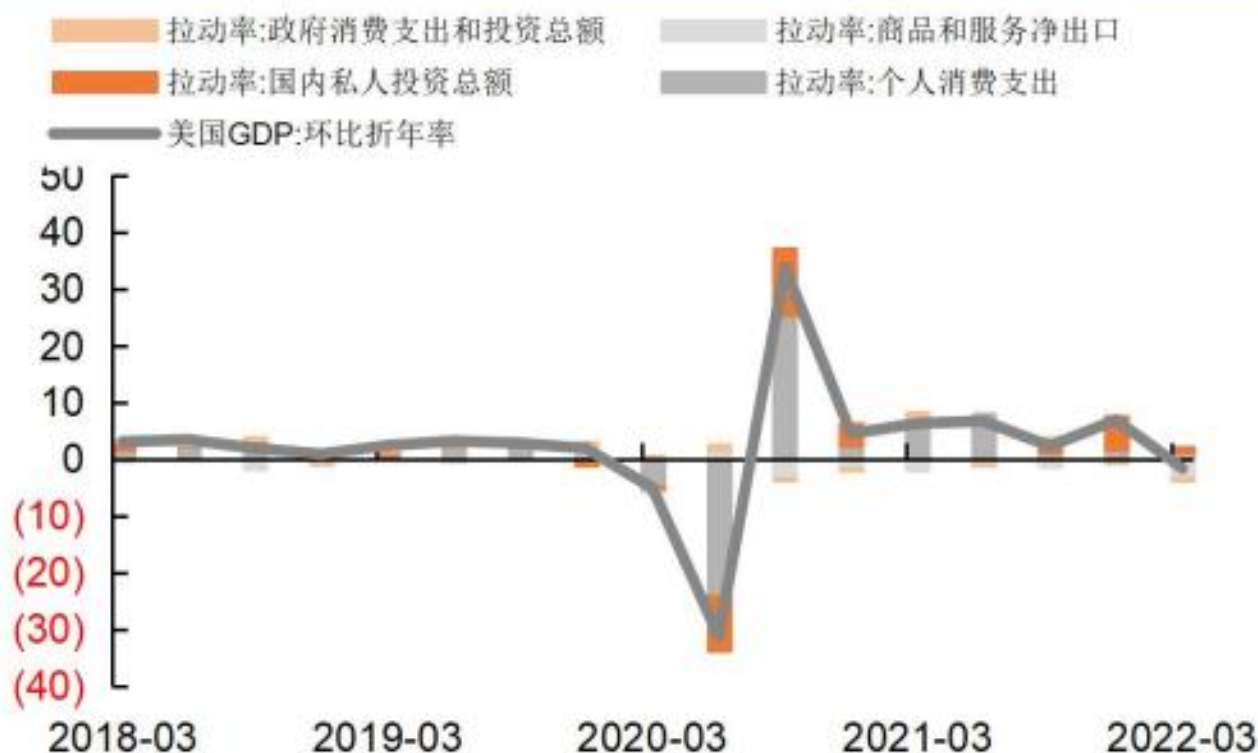
美国一季度实际 GDP 环比负增长。美国经济分析局数据显示，美国实际 GDP 一季度环比折年率-1.6%。其中一季度贸易逆差 2837.7 亿美元，创下美国单季度逆差历史记录。净出口环比-14.41%，GDP 拉动率-3.23%，是经济最大的拖累项。其次是政府支出，环比-0.74%，GDP 拉动率-0.51%。私人消费和投资仍继续增长，环比分别为 1.23%和 0.45%，GDP 拉动率分别为 1.24%和 0.93%。美国二季度 GDP 环比如何？我们展开细项逐一分析。

图 1: 美国一季度实际 GDP 环比负增



资料来源: iFinD、长城证券研究院

图 2: 美国 GDP 各部分环比拉动率



资料来源: iFinD、长城证券研究院

2. 二季度净出口或将明显改善

受消费品进口下降的推动，二季度实际商品进口从一季度的异常强劲回落，推动贸易逆差缩小。美国贸易逆差连续两月收窄，其中 5 月 855 亿美元，4 月 870 亿美元，3 月 1076 亿美元。美国 3 月贸易逆差创造了历史最高的单月逆差额。随着高物价反噬需求，消费品进口减少，美国贸易逆差连续两月缩小，预示二季度净出口将明显改善。

3. 二季度财政支出继续缩减

二季度美国财政支出将继续削减。5 月 4 日，美国总统拜登表示，本

财年美国联邦赤字将大幅削减 1.5 万亿美元，并称“这将是美国历史上单年赤字降幅最大的一年”。回顾去年，2021 年美国联邦赤字为 2.77 万亿，2022 年预算年度前 8 月累计财政赤字为 0.43 万亿美元，两者相差 2.3 万亿美元，看来全年缩减 1.5 万亿赤字并非难事。并且按季节分析来看，今年 1-5 月累计赤字 485.81 亿美元，明显低于过去三年。其中 5 月份财政赤字为 662 亿美元，也处于较低水平。我们预计二季度财政支出仍将保持缩减态势，由此带来 GDP 中的政府消费和投资增速的继续下降。

4. 二季度私人消费增速继续下滑

二季度美国私人消费增速继续下滑。从同比增速来看，5 月美国个人消费不变价支出同比增速为 2.05%，与上个月基本持平，但与一季度的平均值 4.51% 相比已经回落了一半。因此二季度私人消费的同比增速比一季度可能低一半。从环比来看，5 月美国个人消费支出不变价环比增速为 -0.39%，抵消了 4 月的 0.32% 环比增长，二季度私人消费增速大概率环比负增长。

5. 二季度私人投资增速或持平

从历史规律来看，私人投资增速上升会导致库存高企，减少会导致库存回落。但疫情打乱了这个规律，疫情冲击之后的政府刺激方案造成需求大幅增加，但运输和供应链受阻，造成库存并未随需求和投资的增加而增加，反而出现了大幅下降。但此时投资商已经看到了较高的需求和过快的价格上涨，投资继续增加，推升投资增速。直到 2021 年 6 月随着库存增

速的回升，投资增速才回落。2021 年第四季度和 2022 年第一季度，库存的增加抵消了固定投资的回落，使得私人投资增速再次反弹。

库存明显增加，固定资产投资或将减少，二季度私人投资增速或将弱于一季度。我们在《当前中美经济的共同特征：高库存》中已经分析过，美国 4 月份库存增速进一步上升，达到 16.61% 的高位，虽然 5 月和 6 月的数据还未公布，但整体二季度的库存比一季度明显增加。因此二季度私人投资增速仍是库存增加、固定投资增速减少，幅度比一季度弱一些。

总体来看，二季度美国经济在贸易方面明显改善，但在财政支出和私人消费方面大幅降低，同时投资方面库存继续上升抵消了固定投资的下滑作用，GDP 环比折年率大约是 -0.5% 左右，比一季度有所改善。

1. 从滞胀向衰退的转变

如果一个经济体连续两个季度 GDP 环比负增长，那么可以认定该经济体进入衰退周期。但如果从同比数据来看，美国 GDP 同比仍是较高的正增速，CPI 同比还在攀升，且已达到 40 年来的新高，这说明美国经济仍处于“滞胀”阶段。因此现阶段我们可以看作美国正处于从滞胀向衰退转变的阶段，虽然经济增速已经进入衰退周期，但通胀还未明显下行。

美国这轮复苏之所以会出现滞胀，原因是多方面的。首先，中美贸易战和疫情冲击了全球供应链，原材料不足导致供给难以满足需求，物价不断上涨。其次，欧美纾困政策释放的流动性造成需求过热，物价不断上升

导致居民和企业的通胀预期持续攀升。在较高的通胀预期之下，美国消费者摆脱了收入效应的制约——不会因为物价的上涨而减少开支，反而因为预期物价还会继续上涨，继续增加消费。最后，短期因素来看，俄乌冲突导致全球大宗商品价格普遍冲高，尤其是农产品和能源，促使欧美通胀在短时间内急剧上升。

2.通胀-工资螺旋式上涨趋势还未结束

美国工资增速仍过快，通胀-工资螺旋上涨链条未被打破。6月美国私人非农平均时薪同比增速达到5.11%，同月核心CPI同比达到5.9%，两者相差不大，都已经大幅上升。美国5年期国债实际利率到了6月份才转正，而5月份美国消费信贷增速就已达7.34%，这表明较低的实际利率助长了信贷的快速增长。工资-通胀螺旋式上涨的趋势还未结束。美国6月失业率仍维持在3.6%的低点，职位空缺率4月才有所掉头，与此同时PMI就业指数也是在5、6月份降至50以下，从职位空缺（劳动力短缺）到解聘失业（劳动力过剩）还有一段时滞，失业率还要等几个月才会明显回升。

对于美联储而言，当前正处在需要及时做出抉择的艰难时刻：是控通

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_44318

