美国经济会衰退吗？

证券研究报告
2021 年 10 月 31 日

分析师
张静静 S0800521080002
13716190679
zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心结论

近期有两点变化让市场担忧明年美国经济存在衰退风险：一是财政补贴结束；二是Q3美国实际GDP环比折年率骤降至2%。此外，10月美国曾出现“滞胀交易”，理论上滞胀过后就是衰退。美国真的会发生经济衰退吗？

Q3美国经济：疫情与“缺芯”掣肘增速；服务消费仍是亮点。1）疫情反弹打压了美国中低收入群体的就业意愿。8-9月美国因新冠疫情死亡人数大幅反弹掣肘了就业进而约束了经济中的供给端并加剧内生性通胀。**2）“缺芯”掣肘汽车制造；飓风阻碍能源采掘与产品加工。**8月底飓风艾达登陆美国导致采掘业产能利用率下滑、石油煤炭产品生产指数回落；“芯片短缺”又掣肘了Q3汽车生产。2020年汽车、石油天然气开采、石油煤炭产品生产与化学产品生产合计行业增加值占比为3.6%，进而上述行业生产的放缓对美国工业乃至经济产生较明显的增长掣肘。**3）Q3经济数据中服务消费仍是亮点。**2003年至疫前美国个人服务消费不变价环比折年率高点仅为4.2%，在Q3疫情反弹的背景下该指标仍高达7.6%实属不易。

“滞胀交易”结束了吗？1）此前美国出现了短暂的“滞胀交易”。国庆期间油价大涨令通胀预期升温，疫情反弹、缺芯等因素又对经济形成掣肘。进而，实际利率下行、通胀预期攀升，美国出现“滞胀交易”。**2）“滞胀交易”结束了吗？起码不会持续太久。**随着疫情略有降温、储蓄被快速消耗，进入10月美国中低收入群体的就业意愿明显升温。Q4美国经济大概率明显好于Q3。此外，短期内油价进一步加速走高的概率偏低。且在财政转移支付陆续结束、服务消费场景恢复对耐用品消费形成挤出等因素影响下，Q3美国CPI与PCE环比升幅已较Q2回落，预计Q4通胀环比压力亦不大。但受基数影响，11-12月美国PCE与CPI同比未必（明显）回落。**3）最值得关注的是仍是拜登新政，一旦加税靴子落地，美股大概率受威胁。**

财政转移支付退出会导致明年美国经济衰退吗？1）结束财政补贴利大于弊。疫后财政补贴虽稳定了美国经济，但并未对经济增长产生显著提振，而是形成了较大的外溢效应且加剧了通胀压力。**2）假若基建无法落地，明年美国经济还有哪些亮点？**个人服务消费回升将成为明年美国经济增长的基本盘；疫情降温，美国企业大概率将进入扩产阶段；基建是否落地，明年美国实际增速都有望超过3%。**3）按预估的经济读数看，明年美国经济或为“过热”特征。**尽管实际GDP增速与CPI同比都将低于今年，但以美国的经济特点来说，高于3%的实际增长与大约3.2%的CPI同比应该被定义为“经济过热”而非“经济衰退”。

风险提示：美国经济基本面超预期；美国疫情超预期；美国财政与货币政策超预期。

索引

内容目录

一、Q3 美国经济：疫情与“缺芯”掣肘增速；服务消费仍是亮点 4
（一）Q3 美国经济增长放缓与疫情及“缺芯”等因素有关 4
1.疫情反弹打压了美国中低收入群体的就业意愿 5
2.“缺芯”掣肘汽车制造；飓风阻碍能源采掘与产品加工 6
（二）Q3 经济数据中服务消费仍是亮点 8
二、“滞胀交易”结束了吗？ 10
（一）此前美国出现了短暂的“滞胀交易” 10
（二）“滞胀交易”结束了吗？起码不会持续太久 12
三、财政转移支付退出会导致明年美国经济衰退吗？ 14
（一）疫后财政转移支付对美国经济增长提振有限，但加剧通胀压力 14
（二）假若基建无法落地，明年美国经济还有哪些亮点？ 14
1.个人服务消费回升将成为明年美国经济增长的基本盘 14
2.疫情降温，美国企业大概率将进入扩产阶段 15
3.基建是否落地，明年美国实际增速都有望超过 3% 15
（三）按预估的经济读数看，明年美国经济或为“过热”特征 16
四、风险提示 16

图表目录

图 1：美国实际 GDP 同比增速 4
图 2：美国实际 GDP 环比折年率 4
图 3：美国续请失业金人数月度变化（单位：人） 5
图 4：美国新冠肺炎当月新增确认人数与当月新增死亡人数 6
图 5：美国密歇根大学消费者信心指数 6
图 6：美国制造业与采掘业产能利用率 7
图 7：美国制造业子行业生产指数变化幅度：9 月相对 6 月 7
图 8：美国汽车、石油天然气开采、石油煤炭产品与化学产品行业增加值占 GDP 比重 8
图 9：2021Q1-Q3 美国实际 GDP 一级分项环比折年率（%） 8
图 10：2021Q1-Q3 美国实际 GDP 一级分项环比折年率（%） 9
图 11：2021Q1-Q3 美国私人投资分项不变价环比折年率（除库存，%） 9
图 12：2019 年 Q1 至今美国私人存货变化 9
图 13：2021Q1-Q3 美国个人消费分项不变价环比折年率（%） 10
图 14：2003-2019 年美国个人服务消费支出不变价环比折年率 10
图 15：10 年期 TIPS 收益率与通胀预期 11

图 16：美国 PCE 同比与核心 PCE 同比 11
图 17：2021 年 6 月以来美国续请失业金人数（周频） 11
图 18：2020 年 1 月至今 WTI 原油月度均价 12
图 19：美国 CPI 环比与核心 CPI 环比 12
图 20：美国个人消费支出物价指数季调环比 13
图 21：标普 500 指数 10 年席勒周期调整市盈率 13
图 22：美国私人部门设备投资与非住宅建筑投资同比增速 15
图 23：在有无拜登新政的两种情形下 2022-2026 年美国实际 GDP 增速预测值 15
图 24：2022 年美国 CPI 与核心 CPI 同比预测值 16

表 1：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化 5

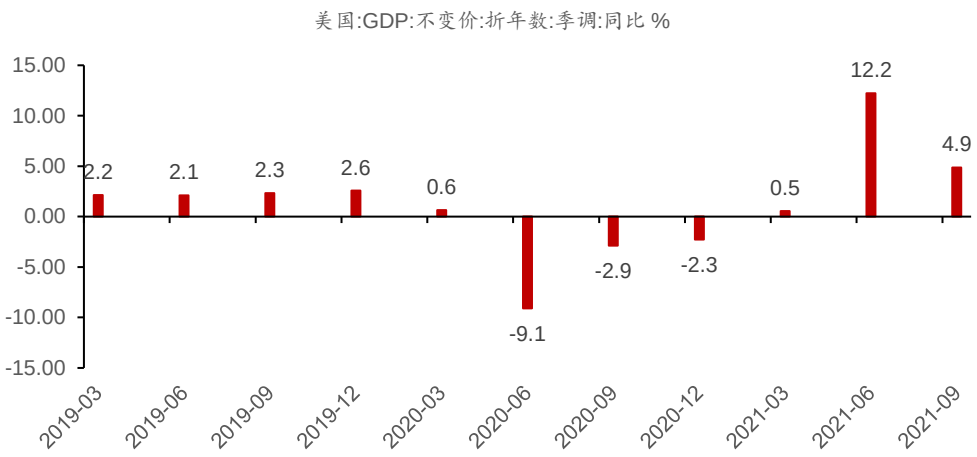
近期有两点变化让市场担忧明年美国经济存在衰退风险：一是财政刺激的退出；二是2021Q3 美国实际 GDP 环比折年率骤降至 2%，显著低于 Q2。此外，10 月美国曾出现“滞胀交易”，从经济周期的角度讲滞胀之后就是衰退。那么，美国真的会发生经济衰退吗？

一、Q3美国经济：疫情与“缺芯”掣肘增速；服务消费仍是亮点

（一）Q3美国经济增长放缓与疫情及“缺芯”等因素有关

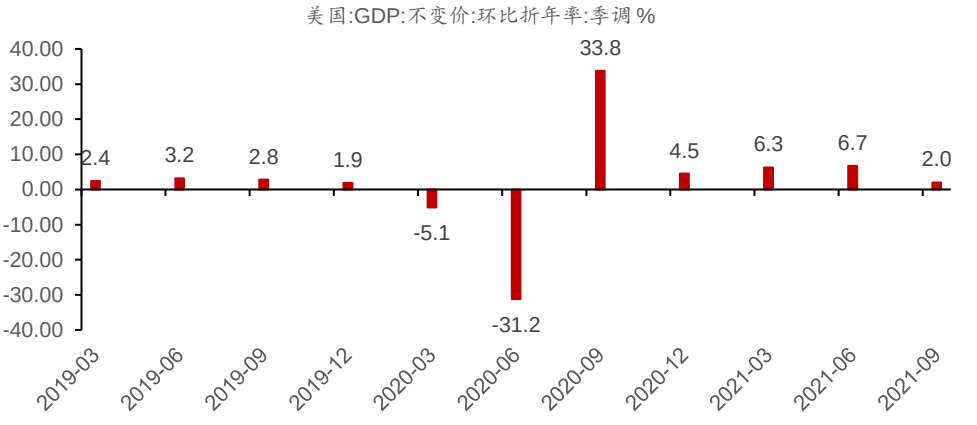
Q3 美国实际 GDP 同比为 4.9%，前值 12.2%；同期实际 GDP 环比折年率为 2.0%，高于 2019 年 Q4，但大幅低于前值 6.7%，为去年 Q3 以来最低水平。假若我们将 Q3 美国经济总量数据与今年 Q1-Q2 对比，确实不佳，但与 2019 年各个季度相比也还说得过去。但是我们在 8 月 15 日报告《怎么看美国主客观数据的背离？》中指出，Q3 美国实际 GDP 同比或高达 6.9%、环比折年率或高达 10%，是什么因素使得美国 Q3 经济数据低于我们的预期呢？供给约束：劳动力供给；“芯片”等原材料供给。

图 1：美国实际 GDP 同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：美国实际 GDP 环比折年率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1. 疫情反弹打压了美国中低收入群体的就业意愿

6 月 12 日当周至 9 月 6 日当周美国各州陆续结束疫后的额外失业补贴，其中 9 月 6 日当周共有 27 个州结束补贴。理论上，随着各州相继结束疫后补贴、储蓄率被进一步消耗，美国中低收入群体的就业意愿应该持续升温，就业数据改善加速。但表 1 显示了两点信息：1）越早结束疫后补贴的州就业改善越好；2）6 月结束疫后补贴的各州续请失业人数在 8 月仍有两位数的环比降幅，但 9 月 6 日结束疫后补贴的各州 9 月续请失业金人数仅有个位数的环比降幅。表明过去几个月美国就业数据恢复的快慢虽与财政补贴因素有关，但也受到了其他因素干扰。图 3 可进一步印证这一结论，在部分州结束疫后补贴后 7 月美国续请失业金人数下降了 46.8 万人，但在更多州结束疫后补贴的情况下 8-9 月美国续请失业金人数降幅却大幅收敛了。

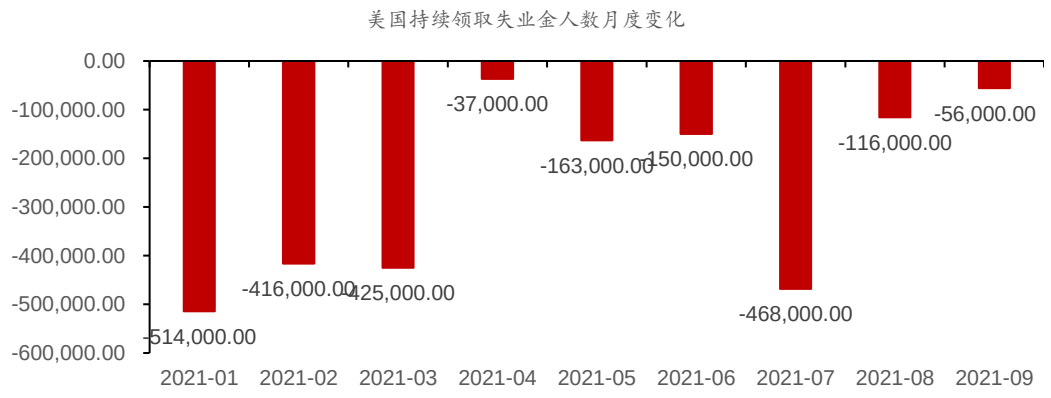
我们认为这与在中低收入群体仍有一定积蓄的背景下的疫情持续反弹有关。尽管美国疫情反弹始于 7 月，但 7 月新增死亡人数仍在低位对就业者的心理影响有限。8-9 月新增死亡人数却大幅反弹，同期不仅就业改善进程放缓，消费者信心指数也再度断崖式下滑，表明此间疫情反弹对民众产生了极大的心理冲击。就业改善放缓约束经济中的供给端并加剧了内生性通胀，这是 Q3 美国经济增长放缓、通胀仍处高位的原因之一。

表 1：美国各州结束疫后额外救助金时间与就业数据变化

额外救助金结束时间	续请失业金人数变化均值：9 月末相对 5 月末	续请失业金人数变化均值：8 月末相对 5 月末	续请失业金人数变化均值：7 月末相对 5 月末
6 月 12 日	-55.81%	-54.04%	-32.28%
6 月 19 日	-55.61%	-41.84%	-17.10%
6 月底至 7 月底	-43.32%	-27.97%	3.95%
9 月 6 日	-27.04%	-19.77%	-13.50%

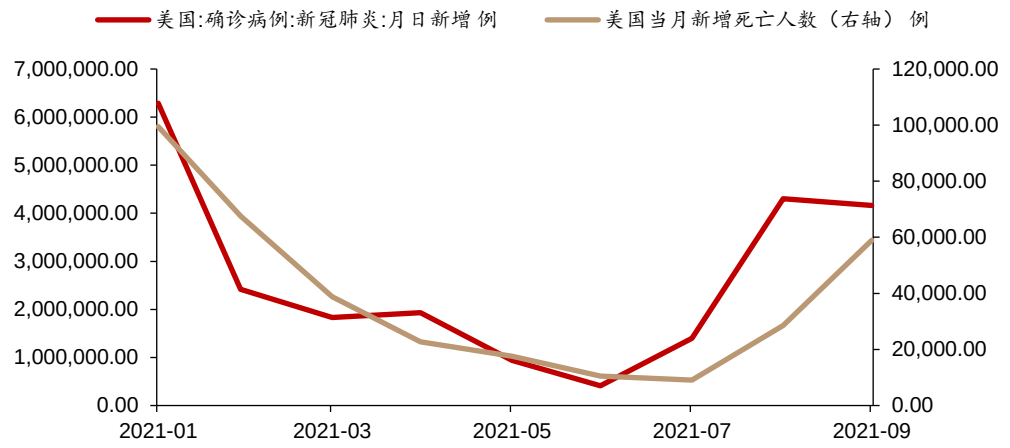
资料来源：https://oui.doleta.gov/unemploy/claims.asp，西部证券研发中心

图 3：美国续请失业金人数月度变化（单位：人）



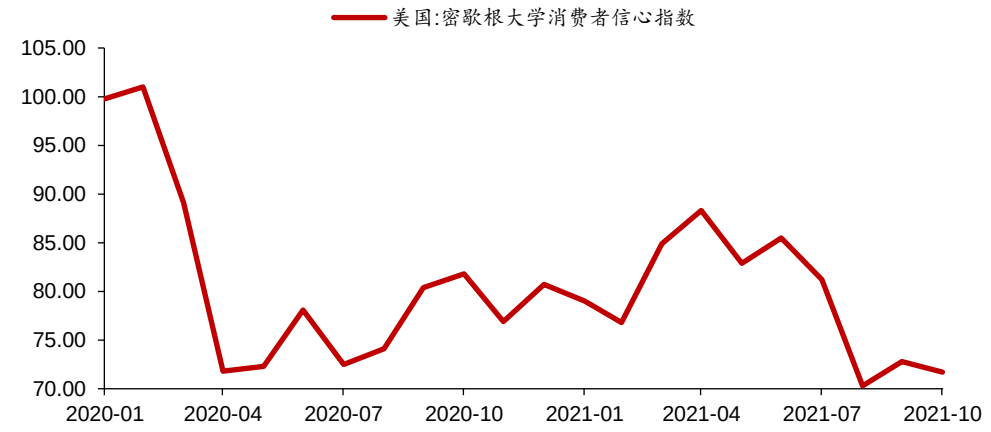
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：美国新冠肺炎当月新增确认人数与当月新增死亡人数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：美国密歇根大学消费者信心指数



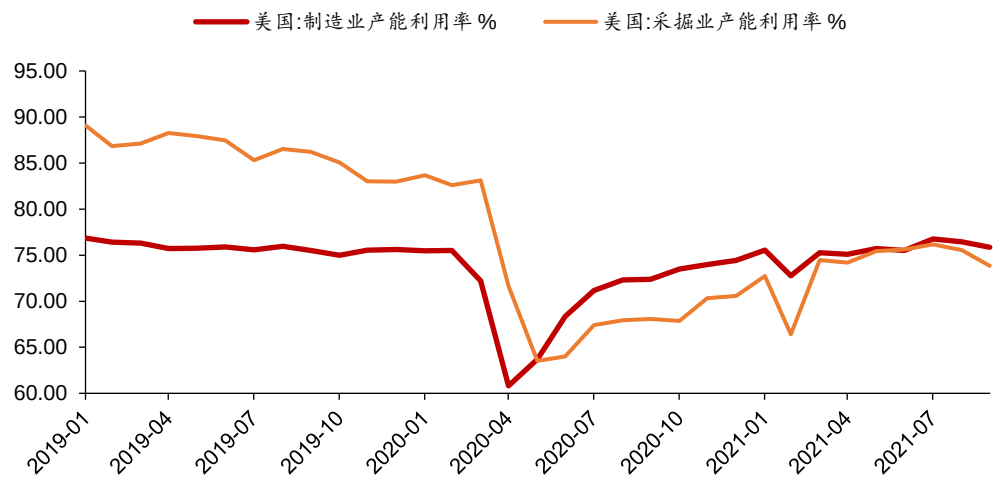
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2. “缺芯”掣肘汽车制造；飓风阻碍能源采掘与产品加工

8-9 月美国制造业与采掘业产能利用率均有所下滑。其中，制造业产能利用率较 7 月下滑 0.9 个百分点至 75.9%，采掘业产能利用率较 7 月下滑 2.3 个百分点至 73.9%。此外，9 月汽车、石油煤炭与化工三大制造业子行业生产指数分别较 6 月下滑 2.3%、2.2%与 1.6%。尽管就业恢复进程放缓，但美国就业数据并未恶化，因此 8-9 月制造业与采掘业产能利用率下滑理应与劳动力供给因素关系不大。

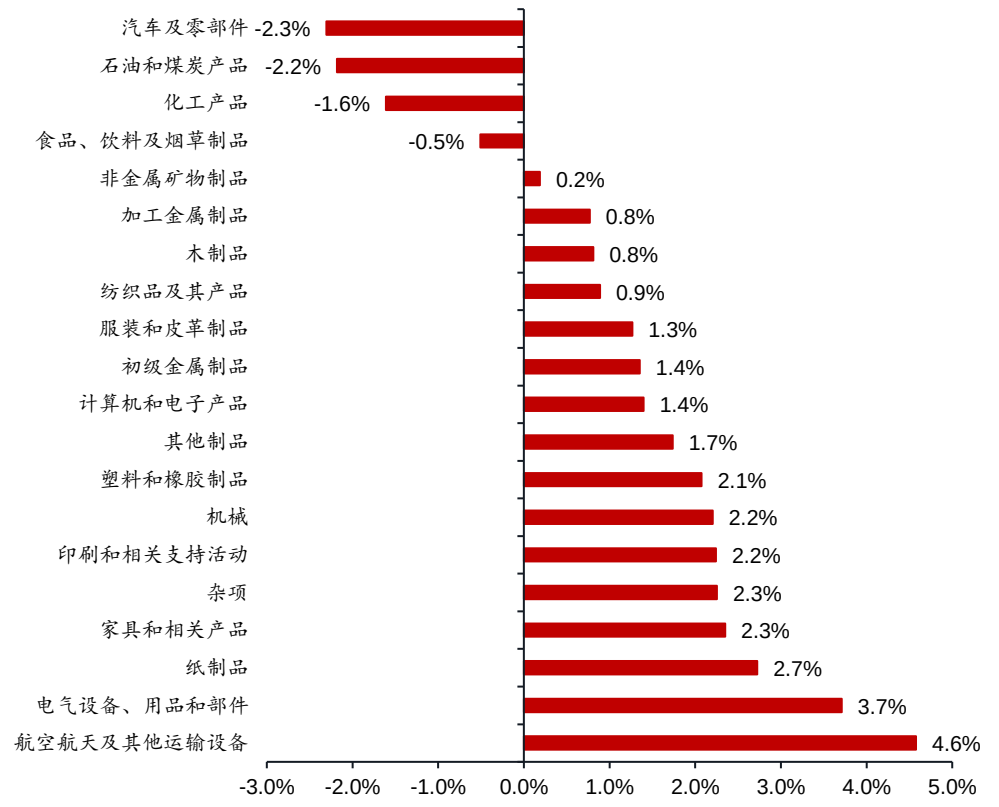
我们认为采掘业产能利用率下滑以及石油煤炭产品生产指数回落或与 8 月底飓风艾达登陆美国有关。但汽车生产指数回落大概率是全球“芯片短缺”的结果。截至 2020 年美国汽车、石油天然气开采、石油煤炭产品生产与化学产品生产合计行业增加值占 GDP 比重为 3.6%，进而上述行业生产的放缓对美国工业乃至经济产生较明显的增长掣肘。

图 6：美国制造业与采掘业产能利用率



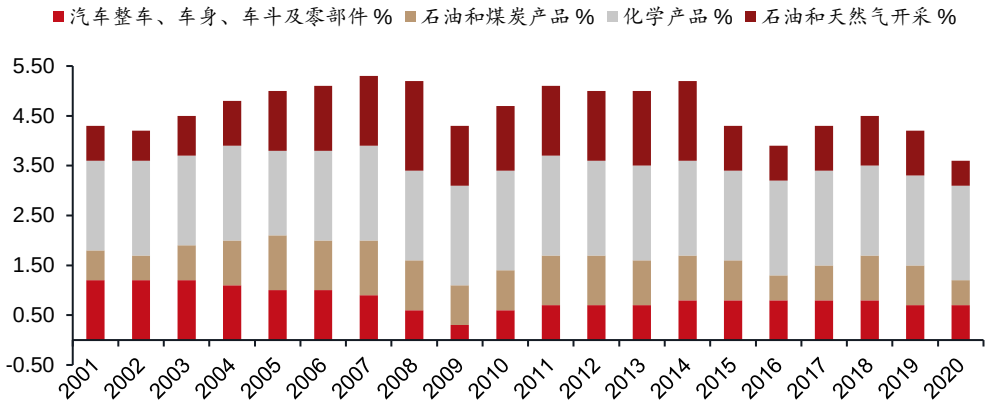
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：美国制造业子行业生产指数变化幅度：9 月相对 6 月



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：美国汽车、石油天然气开采、石油煤炭产品与化学产品行业增加值占 GDP 比重



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）Q3经济数据中服务消费仍是亮点

如图 9 可知，与 Q2 相比，私人投资是美国经济中的积极因素、但贸易逆差过大对经济形成较大掣肘，此外个人消费极为疲软。但结合图 11-12 可知，Q3 私人投资增速回升主要源于两个动力：一是知识产权价值大幅攀升；二是与 Q2 相比 Q3 美国私人存货降幅收敛。进而，私人投资虽为 Q3 美国经济的积极因素，但算不上亮点。真正的亮点反而还是个人服务消费。

Q3 美国个人消费支出实际环比折年率为 1.6%，低于总量增速。其中，个人耐用品消费不变价环比折年率为-29.2%，非耐用品消费不变价环比折年率为 2.5%，服务消费不变价环比折年率为 7.6%。我们在此前的报告中多次表示，今年 5 月以前在财政转移支付、服务消费受约束等因素共振下美国居民部门曾过度消费耐用品，因此随着防疫措施结束服务消费可获得、财政转移支付结束耐用品需求将显著降温。也就是说，Q3 美国个人耐用品消费骤降是此前过度消费的结果，在预期内。尽管 Q3 美国个人服务消费不变价环比折年率低于 Q2，但如图 14 可知，2003 年至疫前该指标高点也仅为 4.2%，在 Q3 疫情反弹的背景下美国个人服务消费不变价环比折年率仍高达 7.6%实属不易。

图 9：2021Q1-Q3 美国实际 GDP 一级分项环比折年率（%）

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_28455