

繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论

“赶作业”式政策正常化，引发市场对美国经济“硬着陆”的担忧。如何看待“硬着陆”风险，有哪些重要观察窗口、经济的“软肋”？最新梳理，供参考。

■ 过热，滞胀还是衰退？疫后修复中，美国经济指标出现了一定分化

疫后修复中，作为美国经济的核心指标，就业及消费表现持续超预期，指向经济的韧性非常强。美国非农新增就业连续多月高达 40 万人左右，时薪同比增速继续位于 5% 以上。居民高收入支撑下，私人消费复合增速（相比 2019 年同期，下同）稳步修复至 2.5%，高于疫情前 10 年均值水平的 2.2%。居民薪资提升与就业修复持续超预期，目前仍处在良性循环中，指向美国经济的韧性非常强。

制造业 PMI 新订单指数、消费者信心指数等指标近期的表现，指向经济存在较大隐忧。PMI 新订单指数，作为美国经济领先指标，已从高位持续回落至历史均值附近，提示经济的后劲不足。通胀问题持续高企，“蚕食”居民实际购买力及消费信心，剔除通胀后，美国实际收入增速已经下滑至 1%，密歇根大学消费者信心指数已跌至近 50 年来绝对低点。这些指标又指向美国的衰退风险已在积累。

■ “周期”的轮回？重要观察窗口，或在冬春之交

传统周期规律来看，美国经济会否从“滞胀”向“衰退”过度，冬春之交或是重要观察窗口。历史经验显示，制造业 PMI 新订单指数一般领先于经济走势 2-4 个季度；该指标掉入 50% 荣枯线以下之后，GDP 同比增速掉入负值区间的概率也会明显上升。2020 年下半年以来，该指标多数时段处在 60% 以上的历史高位，3 月之后持续在 60% 以下；5 月最新读数为 55.1%，大致在历史平均水平上下。

中短期，商品消费回落有限、服务消费继续改善，或成美国经济的重要支撑；“出行旺季”服务消费的修复状况，可作经济预判的试金石。疫情期间的财政刺激，导致耐用品消费前置特征明显，疫后增速回归实属正常，考虑到就业市场与居民收入的景气维持，商品类整体消费增速短期回落或有限。疫情退潮下，服务消费或继续改善。6-9 月传统出行旺季的消费表现，可作为经济分析的试金石。

■ “软着陆”，还是“硬着陆”？疫情扰乱节奏，让“硬着陆”概率上升

疫情期间的供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”，加大了本轮周期“硬着陆”的风险。持续的高通胀，已成为影响美国社会稳定最重要的宏观变量；慢了一拍的货币政策，只能“赶作业”式的收紧，持续保持高强度的收紧。与过往周期相比，财政政策更被动的处境，使货币收紧的同时，财政对冲有心无力，加大经济“硬着陆”风险。

货币金融环境趋紧的背景下，地产链条、弱资质企业等领域或更早表现出脆弱性，其风险暴露情况也需要持续重点观察。2021 年大部分时段，30 年期按揭贷款利率在 3.0% 附近上下浮动；2022 年初以来加快上行，截至 4 月中旬以来持续保持在 5% 以上；其他期限的利率水平有类似特点。地产、汽车、弱资质企业等领域，相应经济活动对利率的敏感度较高，利率快速上行的影响，或更早体现。

风险提示：美国服务消费修复不及预期；单月数据统计波动较大。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论.....	3
1.1、过热，滞胀还是衰退？疫后修复中，美国经济指标出现了一定分化.....	3
1.2、“周期”的轮回？重要观察窗口，或在冬春之交.....	5
1.3、“软着陆”，还是“硬着陆”？疫情扰乱节奏，让“硬着陆”概率上升.....	7
风险提示：	10

图表目录

图表 1：招工需求高企下，美国非农就业人数高增.....	3
图表 2：美国时薪同比增速继续位于 5%以上.....	3
图表 3：美国总薪酬收入维持高增.....	3
图表 4：商品增速依然高企，服务消费持续修复.....	3
图表 5：工资通胀容易向其他成本传导、推升整体通胀.....	4
图表 6：通胀已开始“蚕食”居民实际购买力.....	4
图表 7：美国制造业 PMI 大幅回落至 55%左右	4
图表 8：新订单分项回落至历史均值水平附近.....	4
图表 9：美国制造业 PMI 新订单一般领先 GDP 同比变化.....	5
图表 10：疫后耐用品消费前置特征显著.....	5
图表 11：美国“超额”耐用品消费或超 4300 亿美元.....	5
图表 12：出行旺季到来，美国酒店客房入住率有望提升.....	6
图表 13：美国服务消费存在较大的修复空间.....	6
图表 14：美国批发商库存同比增速最高.....	6
图表 15：美国制造和贸易库存结构.....	6
图表 16：剔除汽车后，美国零售商库存同比增速高企.....	7
图表 17：除了汽车，大多零售商库存同比增速高企.....	7
图表 18：美联储曾在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化严重滞后	7
图表 19：美国近 11 次经济着陆中，“硬着陆”、“软着陆”分别为 8 次、3 次	8
图表 20：1990 年以来，美国债务付息压力低企.....	8
图表 21：美国政府杠杆率处于历史绝对高位.....	8
图表 22：财政付息加权利率与市场利率走势高度一致.....	9
图表 23：未来，美国政府债务付息压力或将急剧上升.....	9
图表 24：按揭利率上行下，地产销售大幅走弱.....	9
图表 25：汽车等耐用品消费或受到抑制.....	9
图表 26：未来，美国信用债迎来集中到期.....	10
图表 27：美国到期的信用债中，垃圾债占比逐年提升.....	10

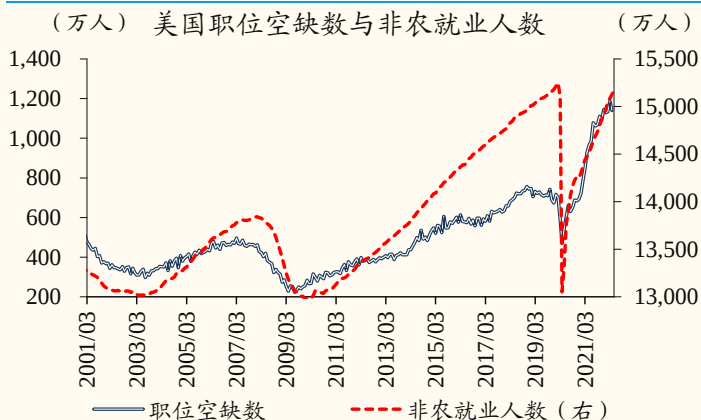
1、周度专题：繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论

赶作业”式政策正常化，引发市场对美国经济“硬着陆”的担忧。如何看待“硬着陆”风险，有哪些重要观察窗口、经济的“软肋”？最新梳理，供参考。

1.1、过热，滞胀还是衰退？疫后修复中，美国经济指标出现了一定分化

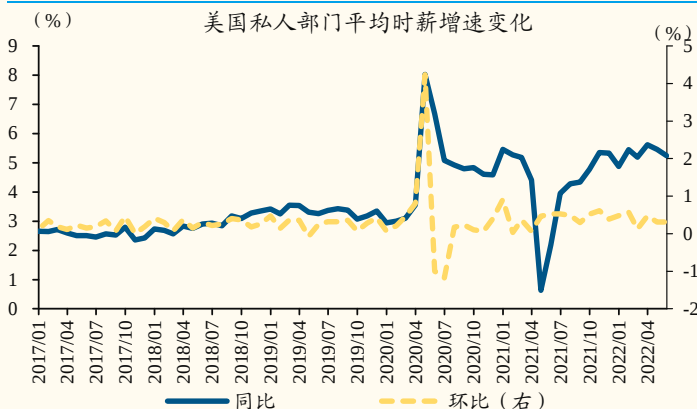
疫后修复中，作为美国经济的核心指标，就业及消费表现持续超预期，指向经济的韧性非常强。作为美国消费的核心领先指标，美国非农新增就业连续多月高达 40 万人左右，时薪同比增速继续位于 5% 以上。居民高收入支撑下，私人消费复合增速（相比 2019 年同期，下同）稳步修复至 2.5%，高于疫情前 10 年均值水平的 2.2%。居民薪资提升与就业修复持续超预期，目前仍处在良性循环中，指向美国经济的韧性非常强。

图表 1：招工需求高企下，美国非农就业人数高增



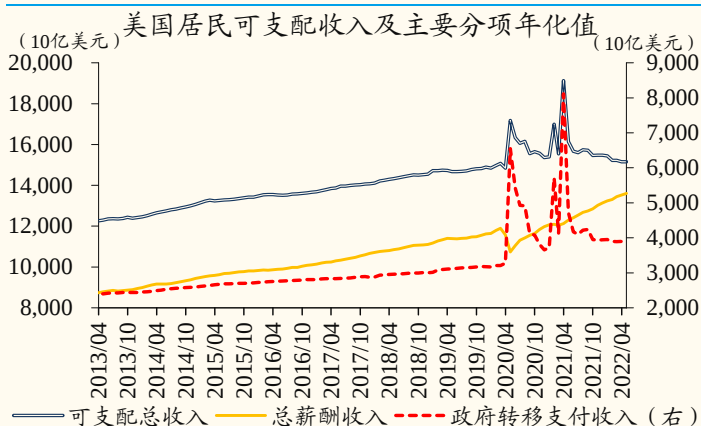
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：美国时薪同比增速继续位于 5% 以上



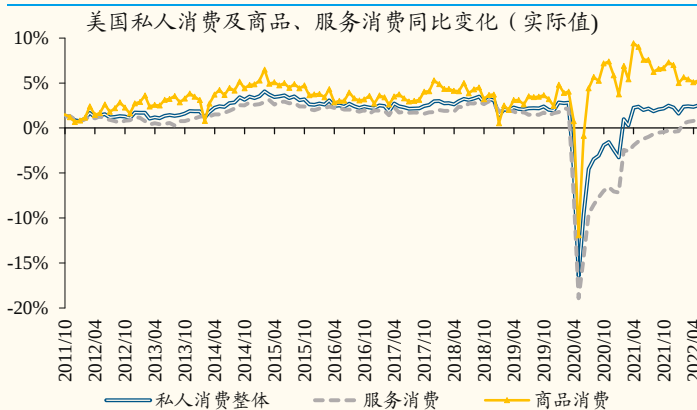
来源：BLS、国金证券研究所

图表 3：美国总薪酬收入维持高增



来源：BLS、国金证券研究所

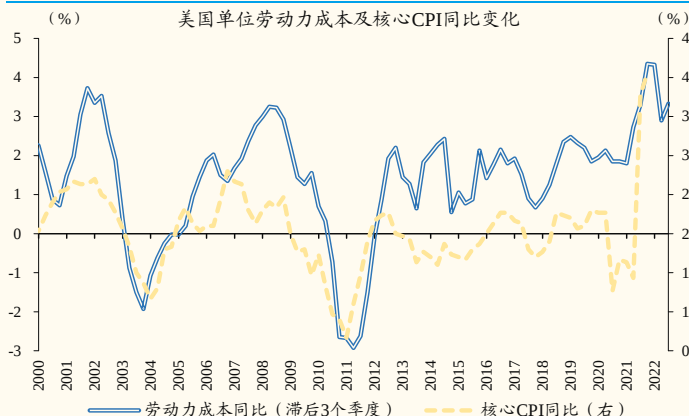
图表 4：商品增速依然高企，服务消费持续修复



来源：BEA、国金证券研究所

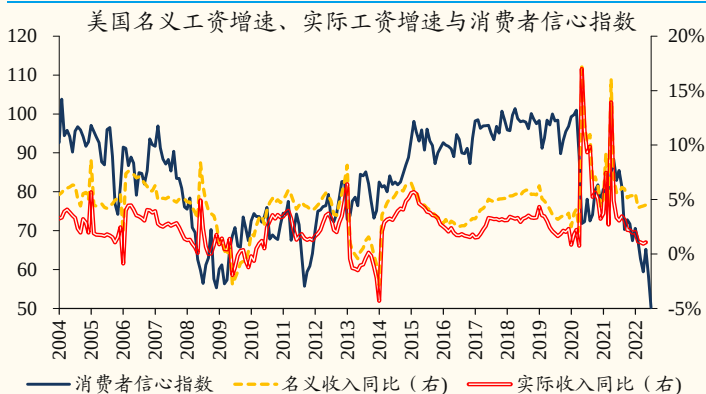
尽管实际消费增速高企，但通胀高企下，消费者信心指数已跌至 1970 年以来的绝对低点，暗示经济存在隐忧。供给需求混合驱动下，美国 CPI 通胀率快速推升，已经在严重“蚕食”居民购买力及消费信心。剔除通胀因素后，美国实际收入增速已经下滑至 1%。高通胀对购买力的“蚕食”，使得密歇根大学消费信心指数已跌至近 50 来年的绝对低点，指向美国的衰退风险已在积累。

图表 5：工资通胀容易向其他成本传导，推升整体通胀



来源：Wind、国金证券研究所

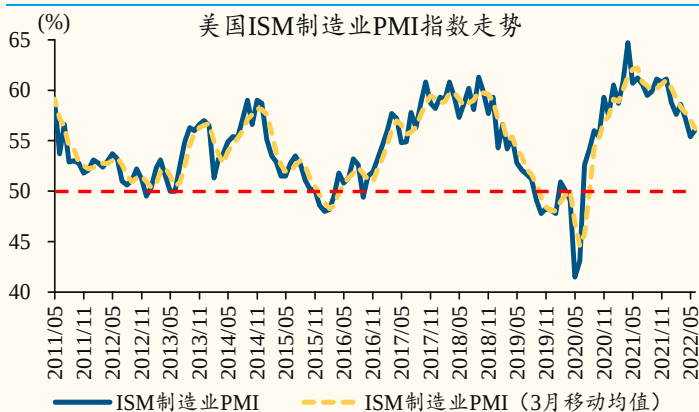
图表 6：通胀已开始“蚕食”居民实际购买力



来源：Wind、国金证券研究所

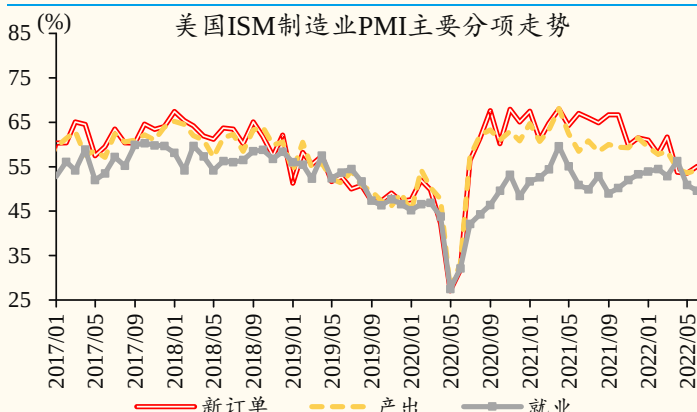
制造业 PMI 新订单指数，作为美国经济领先指标，已从高位持续回落至历史均值附近，提示经济的后劲不足。一般而言，美国企业景气一般领先居民景气变化。作为衡量企业景气的核心指标，2021 年，美国制造业 PMI 连续多月位于 60% 以上，但近期大幅回落至 55% 左右。其中，最核心的领先指标新订单分项由 65% 左右的高位快速回落，反映未来经济有可能面临后劲不足的窘境。

图表 7：美国制造业 PMI 大幅回落至 55% 左右



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：新订单分项回落至历史均值水平附近

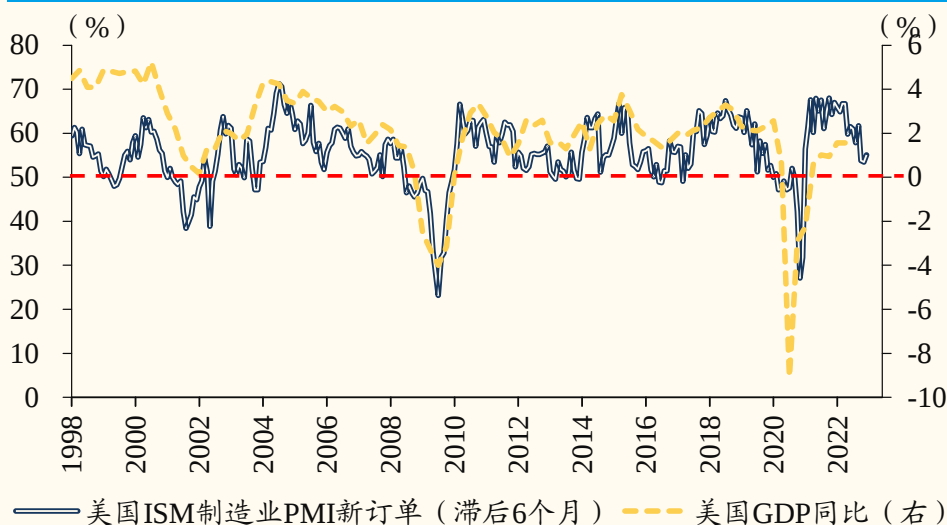


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、“周期”的轮回？重要观察窗口，或在冬春之交

传统周期规律来看，美国经济会否从“滞胀”向“衰退”过度，冬春之交或是重要观察窗口。历史经验显示，制造业 PMI 新订单指数一般领先于经济走势 2-4 个季度；该指标掉入 50% 的荣枯线以下之后，GDP 同比增速掉入负值区间的概率也会明显上升。5 月最新读数为 55.1%，大致在历史平均水平上下，意味着冬春之交或是“衰退”的重要观察窗口。

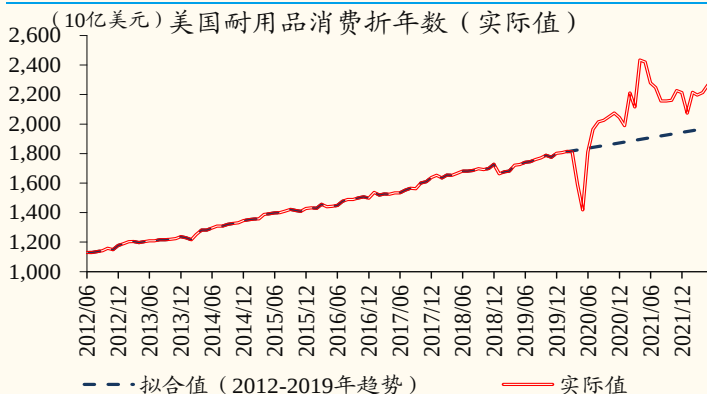
图表 9：美国制造业 PMI 新订单一般领先 GDP 同比变化



来源：Wind、国金证券研究所

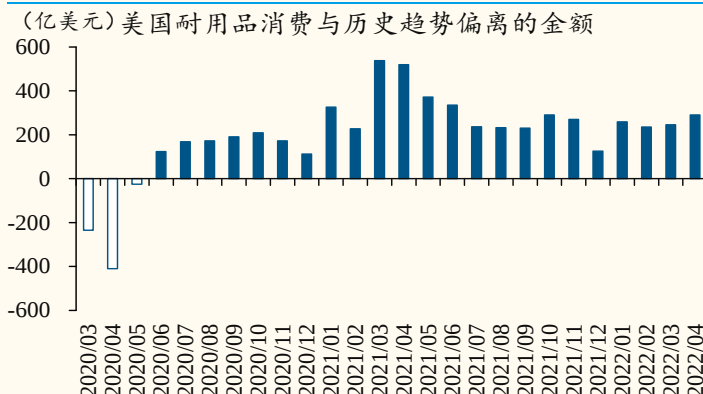
中短期，商品消费回落有限、服务消费继续改善，或成美国经济的重要支撑；“出行旺季”服务消费的修复状况，可作经济预判的试金石。疫情期间的财政刺激及低利率环境，导致耐用品消费前置特征明显，疫后增速回归实属正常，考虑到就业市场与居民收入的景气维持，商品类整体消费增速短期或相对平稳。疫情退潮下，服务消费或继续改善。6-9 月传统出行旺季的消费表现，可作为经济分析的试金石。

图表 10：疫后耐用品消费前置特征显著



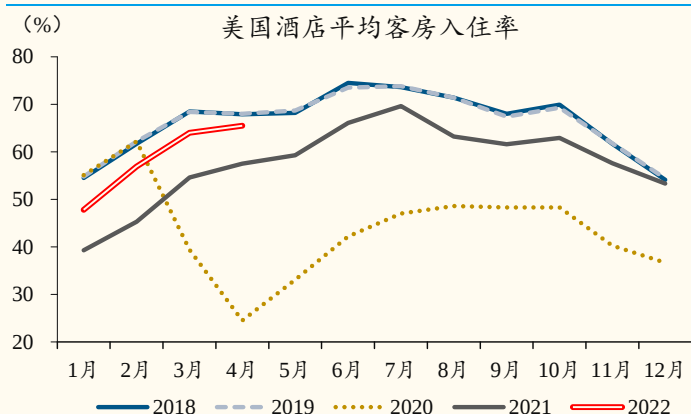
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：美国“超额”耐用品消费或超 4300 亿美元



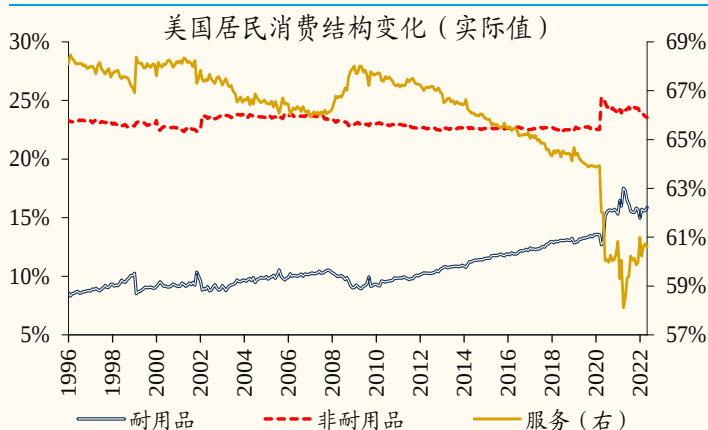
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：出行旺季到来，美国酒店客房入住率有望提升



来源：Wind、国金证券研究所

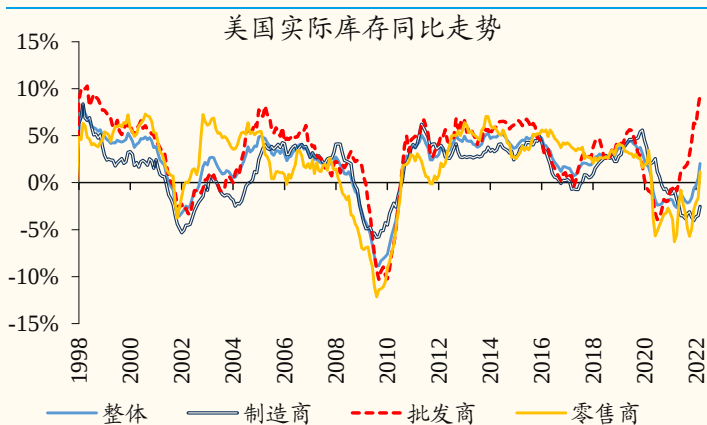
图表 13：美国服务消费存在较大的修复空间



来源：Wind、国金证券研究所

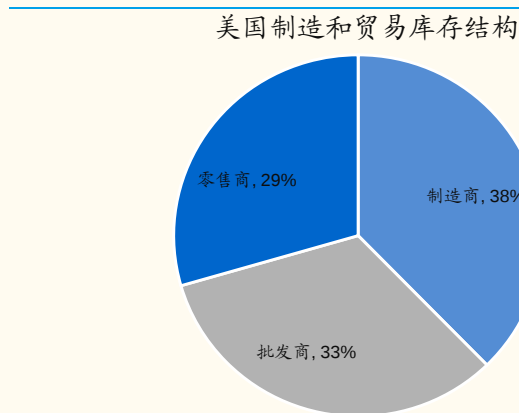
商品消费拐点已现的背景下，批发、零售补库或已近终点，关注未来库存去化对经济的拖累。疫后持续补库下，美国制造商、批发商、零售商库存同比增速分别达到历史百分位的 12%、98%、29%。其中，制造商库存较低，主要受到商品生产整体慢于需求有关。零售商方面，在剔除汽车特殊行业影响后，美国零售库存同比也“升至”历史最高水平。眼下，美国商品消费见顶回落、工业生产有序恢复的背景下，批发商、零售商过度“囤货”的行为或面临终结，未来还需重点关注美国贸易商库存去化对经济的不利影响。

图表 14：美国批发商库存同比增速最高



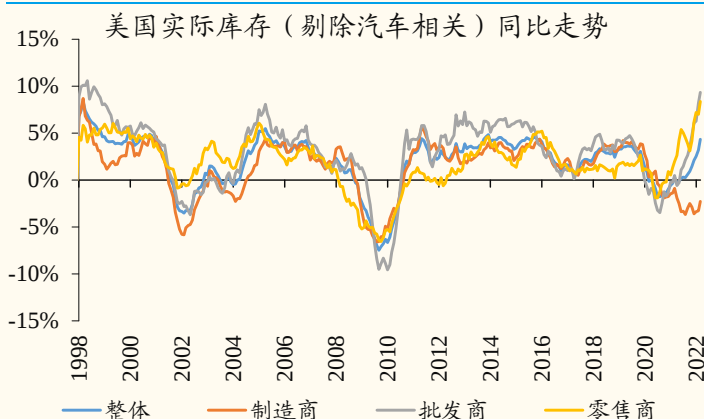
来源：BEA、国金证券研究所

图表 15：美国制造和贸易库存结构



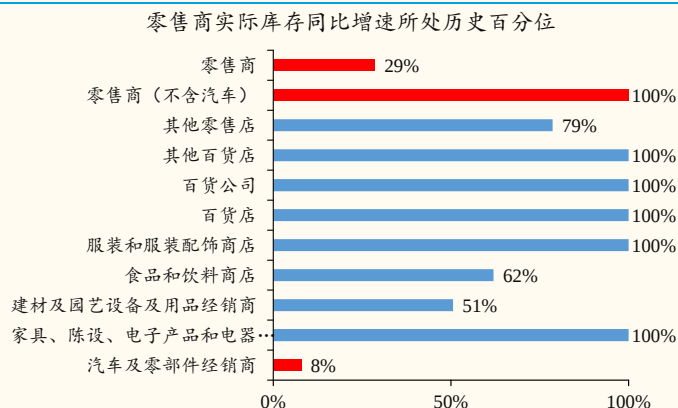
来源：BEA、国金证券研究所

图表 16: 剔除汽车后, 美国零售商库存同比增速高企



来源: BEA、国金证券研究所

图表 17: 除了汽车, 大多零售商库存同比增速高企

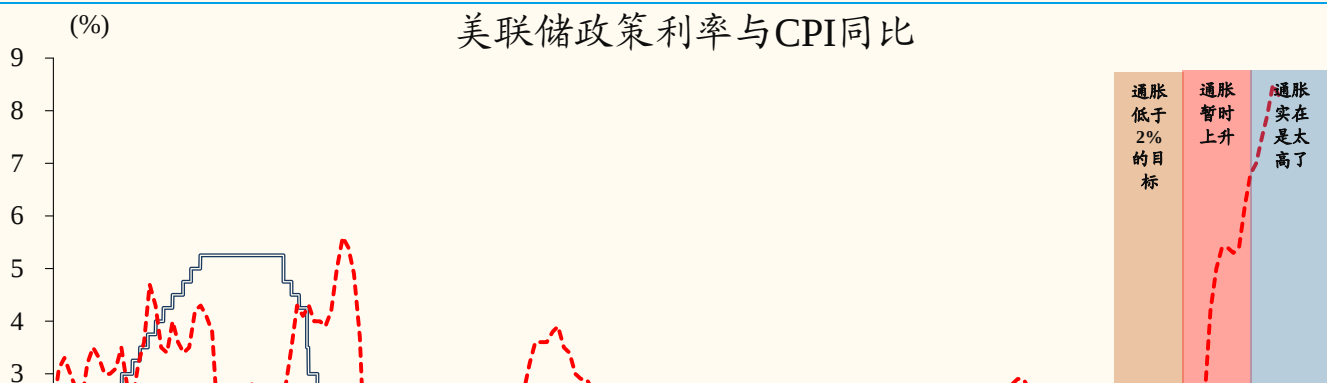


来源: BEA、国金证券研究所

1.3、“软着陆”，还是“硬着陆”？疫情扰乱节奏，让“硬着陆”概率上升

疫情期间的供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；“慢了一拍”的美联储，年内还将高强度收紧货币，可能导致 2023 年“硬着陆”风险上升。历轮美联储开启加息周期时，对应的 CPI 同比多为 2.5-3%，显然本轮政策滞后程度远超以往。持续的高通胀，已成为影响美国社会稳定最重要的宏观变量；慢了一拍的货币政策，只能“赶作业”式的收紧，持续保持高强度的收紧。从更长期的角度来看，“慢了一拍”的应对，不仅错过了“软着陆”的最佳窗口，可能导致 2023 年“硬着陆”风险上升。

图表 18: 美联储曾在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化严重滞后



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_43027

