



徐奇渊：美国经济距离衰退有多远？



文/意见领袖专栏作家 徐奇渊、杨子荣

6月中旬，美联储大幅加息 75 个基点后，市场对美国经济进入衰退的担忧上升。上周美联储主席鲍威尔在公开讲话中表示，美国经济要实现软着陆面临着一定挑战。在二季度刚刚结束之后，7月1日亚特兰大联储的 GDPNow 预测模型将美国二季度 GDP 增速预期下调至-2.1%，显著低于6月28日的预测值 0.8%（该增速为季度环比折年率，下同）。

如果这一预测成真，则美国经济将连续两个季度陷入负增长。美国经济的步伐似乎正在迈向衰退的方向。假如美国经济陷入衰退，另一个随之而来的问题可能是对美国宏观经济政策框架的怀疑，以及如何吸取教训。

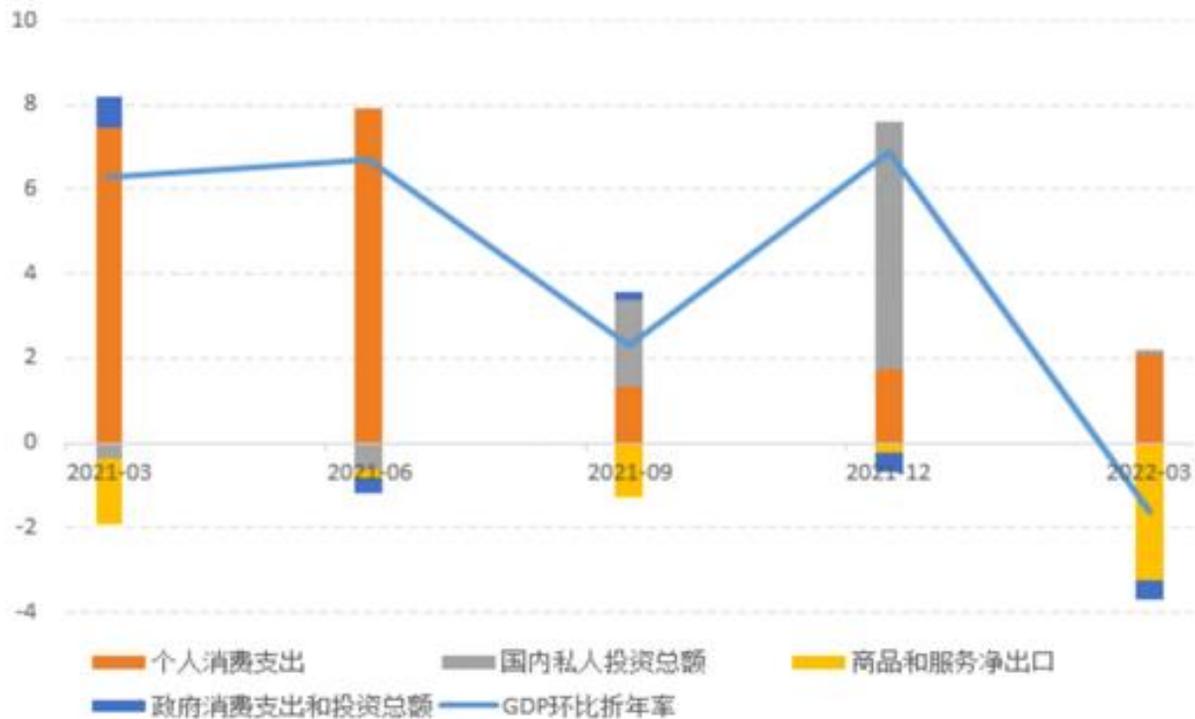
我们认为，不宜因此轻言美国宏观经济政策的失败，我们要以正确的方式从中吸取经验和教训。



一季度负增长还无法证实衰退状态

就在美国公布一季度增速-1.6%的时候，原任奥巴马总统首席经济顾问的杰森·弗曼就认为，一季度美国经济负增长主要是外部原因导致的，而内需仍然表现尚可。其中，一季度美国净出口逆差显著扩大，逆差规模创下了近千亿美元的历史纪录，对 GDP 增长拉低了 3.23 个百分点，而消费、投资两项内需分别拉动 GDP 增长了 2.09 和 0.1 个百分点。这也意味着，如果只看内需，一季度美国经济增长仍然保持了一定的正向动能，所以当时美国经济似乎没有衰退的风险，甚至逆差显著扩大也是内需太强所致。

图 1 美国 GDP 增速及分解



数据来源：美国经济分析局

二季度负增长

将使得衰退风险显著上升

在一季度经济负增长的基础上，二季度美国面临的外需虽然有所改善，但更重要的内需动能却进一步减弱。其中，消费拉动经济增长的动能减弱，投资甚至开始拖累经济增长。具体来看：

一方面，净出口逆差收窄。由于需求旺盛且超过供给能力，一季度美国净出口逆差创下历史纪录。但二季度以来美国供给能力显著改善，6月ISM制造业PMI分项指标中，产出指数反弹至54.9，供应商交付指数也同步改善，这表明供应链约束持续缓解，企业供给能力进一步增强。伴随着

美国国内供应链的修复、供求关系的缓和，4月美国进口增速回落，贸易逆差出现收窄，二季度净出口对GDP的拉动作用可能会有改善。

但是另一方面，居民部门消费能力已显疲态。2022年5月，经通胀调整后的美国个人消费实际支出环比下降0.4个百分点。5月美国个人可支配收入环比增长0.52个百分点，已连续5个月跑输通胀，且个人储蓄存款占可支配收入比重也跌至5.4%，显著低于疫情前水平。与此同时，6月密歇根大学消费者信心指数跌至50，创下有记录以来的最低值。因此，二季度消费对于GDP的拉动作用将明显减弱，若未来失业率开始上升，消费可能成为经济增长的拖累项。

企业活动显著放缓。2022年6月美国ISM制造业PMI跌至53，创下2020年7月以来新低，表明企业扩张速度明显放缓。其中，制造业PMI分项中的新订单指数跌至49.2，这一前瞻性指标位于荣枯线之下，预示未来企业活动可能转向收缩。与此同时，2022年5月和6月Sentix投资信心指数分别跌至-2.9和-1，为2020年11月以来首次跌入负值。这预示二季度投资对GDP的拉动作用可能由正转负。

二季度刚刚结束，在7月1日，亚特兰大联储的GDPNow模型就将美国二季度GDP增速预期下调至-2.1%，显著低于6月28日的预测值0.8%。历史经验表明，自2011年亚特兰大联储首次运行GDPNow模型以来，其长期追踪记录良好，预测的平均误差仅为0.3个百分点，尤其是随着更多数据获得披露、越接近2季度GDP初值的发布日，该模型的预测

就会越准确。因此，该预测结果将较可能被验证。若果真如此，则美国经济将连续两个季度出现负增长。

亚特兰大联储大幅下调二季度增速的原因是，同期美国 ISM 发布的制造业 PMI 数据、商务部发布的建筑支出数据均显著不及预期。因此亚特兰大联储将二季度美国实际个人消费支出增长、实际私人国内总投资增长的预测分别从 1.7%和-13.2%下调至 0.8%和-15.2%，并同步下调了增速预期。几乎同时，6 月底弗曼也修正了此前的观点，他认为目前美国经济重回 20 世纪 70 年代式的滞胀局面的风险是几十年来最高的。

“技术性”衰退与全面衰退

如果说美国一季度负增长不能说明有衰退风险，内需仍然强劲，那么二季度的负增长将暴露问题的严重性，内需整体上走向弱势，美国经济进一步向衰退迈进。

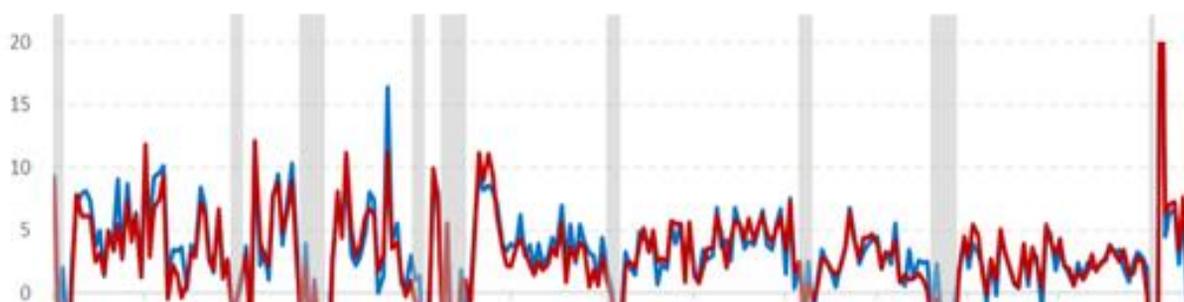
事实上，我们可以把衰退区分为“技术性”衰退和真正的全面衰退。如果负增长是由于暂时的净出口逆差扩大导致的，而同时内需仍然表现较强，那这种“技术性”衰退就不能和全面衰退画等号。当然，如果负增长确实是由消费、投资等内需广泛走弱导致的，那这时候“技术性”衰退和全面衰退可以等同。

一般来说，通常把 GDP 连续两个季度负增长定义为“技术性”衰退。美国官方的衰退则由国家经济研究局（NBER）认定。具体地，NBER 将衰

退定义为“多数经济领域内的经济活动连续几个月出现下滑”，下滑指标覆盖三个维度——深度、扩散和持续时间，但具体认定指标较为模糊，主要包括收入、就业、零售、生产等数据。NBER 认定的衰退是真正的全面衰退，包括了主要内需指标广泛下降。

在美国历史上的几乎所有时间内，这两种衰退是相伴发生的。1960 年以来，美国共发生 9 次“技术性”衰退，每一次“技术性”衰退的同时，美国也发生了 NBER 认定的全面衰退。换言之，在这 9 次衰退中，美国每次的衰退都表现为内需动能的衰减，即消费与投资对经济增长的拉动作用由正转负，而消费与投资的下降通常意味着收入、就业、零售和生产等数据的全面萎缩。

图 2 美国“技术性”衰退与 NBER 定义的衰退



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_43994

