



蒋飞：美国经济又到了临界点——宏观经济专题报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞 等



核心观点

2022 年 12 月，美国制造业 PMI 指数 48.4%，回落 0.6 个百分点，但失业率下降至 3.5%，是疫情复苏中的最低点。PMI 指数和失业率的背离关系再一次出现。下一阶段是 PMI 跌破 48%，失业率拐点出现？还是 PMI 见底反弹，失业率仍保持低位？这是美国经济浅度衰退和深度衰退的分界点。

通常而言，50%是 PMI 指数的荣枯线，但在美国，48%可能才是重要临界线。从历史数据看，2000 年以来美国 PMI 指数有五次跌破 48%大关，每次失业率都出现明显拐点，分别是 2000 年网络泡沫破裂，2003 年非典疫情、2008 年次贷危机期间两度跌破 48%，以及 2020 年新冠疫情。

自从 2022 年 11 月以来,全球金融市场就被美国货币政策收紧预期和放松预期左右裹挟。美国 10 月 CPI 同比 7.7%,大幅低于市场预期,加强了投资者对于加息即将放缓的预期,整个 11 月都是美股反弹、美债利率下降的 risk-on 模式。到了 12 月初,美国公布 11 月失业率 3.7%,这一强劲数据让市场加息预期提高,美联储也如期加息 50BP,美股下跌,同时美债收益率回升,市场进入 risk-off 模式,收紧预期再起。到了 2023 年 1 月,12 月劳动力市场数据好于预期,平均时薪增速继续下滑。这些数据刺激了市场。1 月 6 日,美元指数从 105.6 回落到 103.8,道琼斯工业指数上涨 2.13%。

但美国经济果真如就业数据反映的那样吗?新增就业人数和新增劳动力人数 2022 年多次出现负增长。劳动力人口的下降意味着很多人退出了劳动力市场,所以失业率数据的波动可能是劳动力人口和农业就业人数的波动引起。美国 55 岁以上的劳动参与率还未恢复至疫情前,这也影响到工资结构,导致人均可支配收入增速低于时薪增速。

美国当前信贷超额、库存高累、支出超标,这都预示着经济危机条件已经达成。净储蓄降至 2008 年的水平,房价也大幅下挫。虽然市场再次进入亢奋阶段,风险偏好抬升,但根据我们的分析,这可能是一次假象。我们需要等待 PMI 跌破 48%,等待失业率明显回升,等待信用利差的再次扩大和美股的继续下跌。

2000 年以来 PMI 指数和失业率的关系

PMI 指数是一项衡量经济的重要指标，英文全称为 Purchasing Managers ' Index，中文名称是采购经理指数。它是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，能够反映经济的变化趋势。其中 50% 是俗称的荣枯线，也即 PMI 指数超过 50% 时说明需求在扩张，低于 50% 时说明需求在收缩。

但在美国，48% 才是重要临界线。从 2000 年以来，美国 PMI 指数有五次跌破 48% 大关，每次失业率都出现明显拐点。比如 2000 年 12 月网络泡沫破裂，美国发生经济危机，失业率持续回升并直到 2022 年 2 月 PMI 回升到 48% 以上才停止。2003 年 3 月，美国经济受到非典疫情的冲击，PMI 指数又一次快速回落至 48% 以下，美国失业率也再一次上扬，从原来的 5.9% 回升至 6.3%。不过这次疫情冲击持续时间短，PMI 指数在两个月后回升至 48% 以上，经济也呈现出快速反弹态势，失业率不断回落。

图 1：美国 PMI 与失业率



资料来源：IFIND、长城证券研究院

下一次 PMI 指数跌破 48% 是 2008 年次贷危机时期。2008 年 2 月，美国 PMI 曾短暂回落到 48% 以下，后面六个月又回升至 48% 以上，时间跨度是从 3 月至 8 月。不过这次 PMI 回升并不代表危机已经过去。9 月 15 日，全球著名投行雷曼兄弟申请破产。美国经济迅速进入深度危机状态，PMI 指数下跌至 33% 的历史低位，失业率也持续攀升至 2009 年的最高点 10%。随后美国财政部和美联储联合救市，推出 QE 政策，经济才重新复苏。这一轮时间跨度较长，PMI 指数从跌破 48% 到升破 48% 大约经历了十个月，失业率从见底到见顶大约经历了二十九个月。

最后一次 PMI 跌破 48% 是在 2020 年，新冠肺炎病毒疫情的冲击明显高于 2003 年的非典疫情。美国 PMI 指数大幅下挫，从 3 月份的 49.1% 下挫到 4 月份的 41.5%，也是这次危机中的最低点。PMI 下挫的同时，失业率快速上扬，从 3 月份的 4.4% 直接上扬到 4 月份的 14.7%，冲击之快和

危机之深也远远高于 2008 年的次贷危机。

2000 年至今也有过两次跌破 48% 和一次降至 48%，但随后反弹同时失业率并未出现拐点的时间，也即 2019 年 9 月和 12 月以及 2015 年 12 月。我们认为如果不是发生了 2020 年的大疫情，2019 年可能和 2015 年一样是小周期的回落，失业率有可能继续保持在低位。

2

这轮经济下行周期的表现

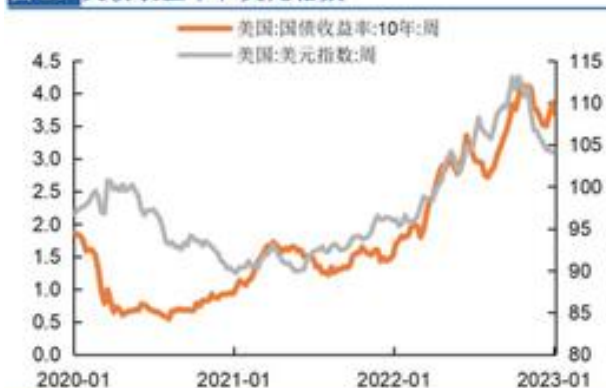
1 月 4 日，美国公布 12 月 ISM 的 PMI 指数为 48.4%，比上个月回落了 0.6 个百分点，已经非常接近临界线 48%。随后 1 月 6 日公布了 12 月失业率——再一次下降至 3.5% 这轮复苏中的最低点。PMI 指数和失业率的背离关系再一次出现，PMI 指数已经持续下滑并跌破荣枯线，说明经济在下行，但劳动力市场依然旺盛，失业率再次回到最低点，说明需求仍在扩张。

下一阶段的表现是 PMI 跌破 48%，失业率拐点出现？还是 PMI 见底反弹，失业率仍保持低位？这是一个浅度衰退和深度衰退的分界点。如果这一点判断不准确，会影响投资判断。

自从 11 月以来，全球金融市场就被收紧预期和放松预期左右裹挟。11 月初的议息会议，美联储再度加息 75bp，将基准利率上调至 3.75%-4.00%，符合市场预期。但美联储主席在记者会的发言中透露

出了加息速度放缓的信号。我们在《需求仍在增长，加息仍要坚定前行》点评报告中认为这种模糊的政策信号，不利于控通胀目标的实现，也会扰乱市场预期。当天，美股由涨转跌。不过 11 月 10 日公布的美国 10 月 CPI 同比 7.7%，大幅低于市场预期，加强了投资者对于加息即将放缓的预期，美股重新反弹。整个 11 月都是美股反弹、美债利率下降的 risk-on 模式中。

图 2：美债收益率和美元指数



资料来源：IFIND，长城证券研究院

图 3：美股和 CPI 环比



资料来源：IFIND，长城证券研究院

但到了 12 月初，美国就业市场重要数据公布：11 月失业率 3.7%，维持不变；11 月美国非农就业人数增加 26.3 万人，修正后的前值为 28.4 万人。这一强劲的数据让市场加息预期提高，美股随后回落。12 月 14 日，美联储如期加息 50BP，同时在新闻发布会上鲍威尔强调了鹰派观点，美股继续下跌，同时美债收益率开始回升，这反映出市场进入 risk-off 模式，收紧预期再起。

到了 2023 年 1 月，也即上述的 12 月劳动力市场数据好于预期。除了失业率再次回落之外，非农业部门新增就业人数为 22.3 万，高于市场预期。非农平均时薪同比增速也是继续下滑，下行趋势愈加明显。这些数据刺激

了投资者产生不同于前两个月的市场预期，美国经济可以实现就业无衰退的通胀回落模式——也就是软着陆：劳动力市场不需要收缩，美联储也不需要进一步收紧货币政策，通胀即可自动回落。1月6日美元指数从105.6回落到103.8，道琼斯工业指数上涨2.13%，一反12月的表现。

图4：美国新增非农就业人数和时薪增速



资料来源：IFIND、长城证券研究院

到此，美国经济浅衰退迹象愈加明显，PMI 指数即将见底反弹，现在正是加仓投资美股的好时机，全球又进入 risk-on 模式中。

3

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_51149

