

美國經濟衰退風險仍不容忽視

中信銀行（國際）首席經濟師 卓亮

內容提要

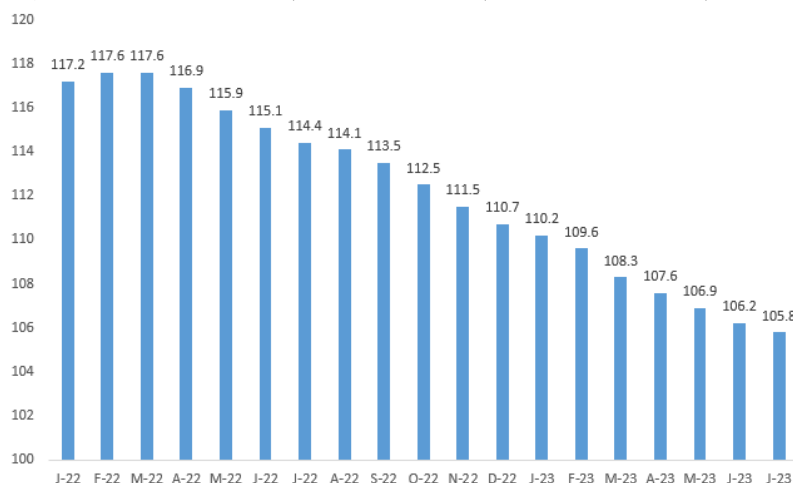
- 美國經濟領先指數從 2022 年 3 月開始持續下跌。經濟規模雖然表面上保持擴張，但動力不斷減弱。
- 職位數量保持增長，但增幅屢次向下修訂，反映勞工市場韌性被初值數據高估。
- GDP 保持擴張，但量度整體經濟規模的另一指標 GDI（國內收入總值）已經連續三個季度按年收縮。

近月，關於美國經濟軟著陸(soft landing)甚至無需著陸(no landing)的樂觀情緒有所升溫。然而，美國增長動力實際上維持減弱趨勢，經濟規模擴張與勞工市場韌性被高估。衰退風險仍然不容忽視。

經濟領先指數持續下滑

美國經濟諮商會(Conference Board)編制的領先經濟指數(leading economic index, LEI)反映經濟動力，包括十個實體經濟與金融市場參數，是商業週期轉向的可靠前瞻信號。在經濟衰退出現前，LEI 往往率先見頂下滑，顯示擴張動力減弱，為經濟衰退作預警。最近一次 LEI 峰值，剛好出現在 2022 年 3 月美聯儲啟動本輪進取的加息週期之時。自此之後，LEI 連續下滑 16 個月，從未間斷。在 2022 年 3 月至 2023 年 7 月期間，LEI 累計下跌幅度高達 10%。誠然，美國新增職位持續上升，GDP 也一直處於擴張狀態。惟勞工市場及經濟規模的實際表現有被高估之嫌。

圖一 美國領先經濟指數(2022 年 1 月至 2023 年 7 月;2016 年為 100)

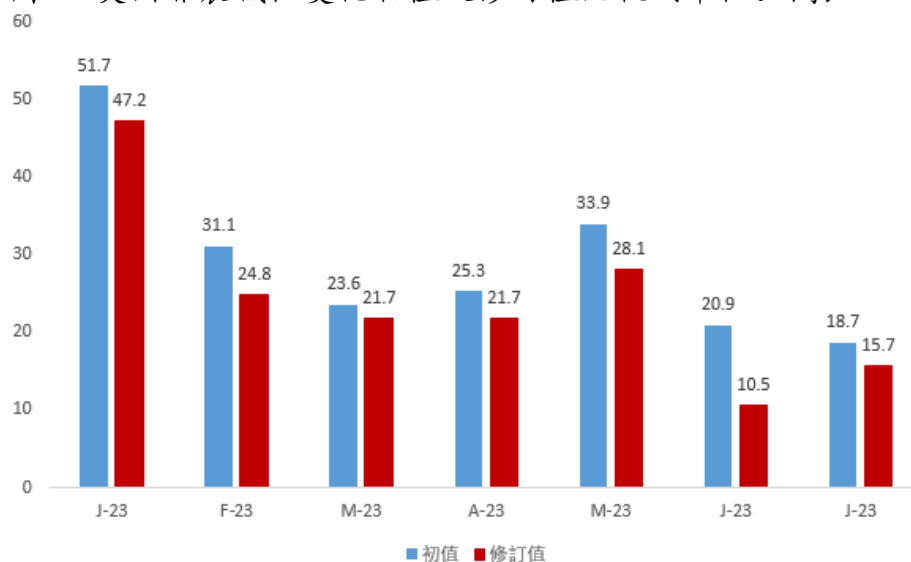


資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究

新增職位顯著向下修訂

在勞工市場方面，新增非農職位的統計初值與修訂後的數值存在顯著差異。按照初值計算，在今年首 7 個月，美國增加共 205.2 萬份非農職位。然而，根據最新的修訂值，期內新增職位為 169.7 萬。換言之，實際新增職位數量被嚴重高估 21%。

圖二 美國非農職位變化初值及修訂值比較（單位：萬）



資料來源：彭博、中信銀行（國際）研究

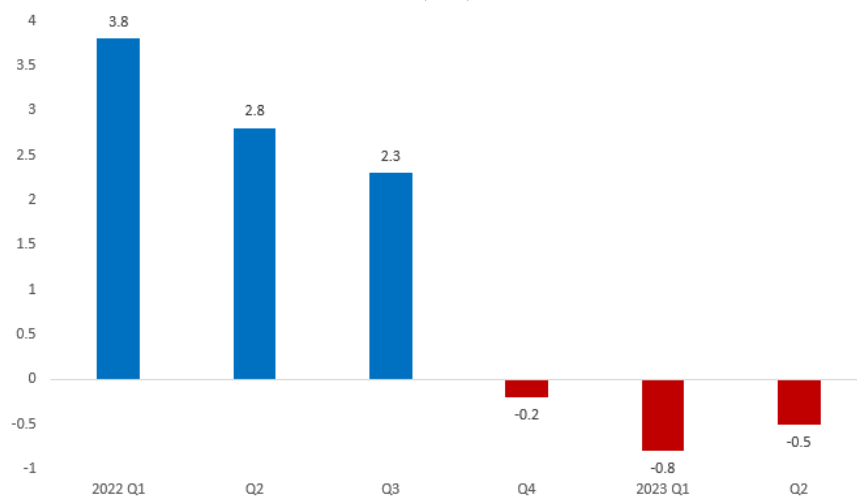
除了高估的幅度外，頻率也相當不尋常。理論上，統計調整正反方向機率各半，但非農新增職位今年首 7 個月的初值全部被下修，出現這種情況的機會僅為千分之八，反映勞工市場韌性被系統性地高估。

國內收入總值顯示經濟規模可能正在收縮

GDP 保持擴張，是否定衰退機會的有力論據。然而，作為判斷美國經濟週期的機構，美國國家經濟研究局(National Bureau of Economic Research)表明 GDP (國內生產總值) 與 GDI (國內收入總值) 均是其依賴的重要季度指標。

GDP 與 GDI 均由美國經濟分析局(Bureau of Economic Analysis)統計，作為量度經濟規模的指標，兩者理論上表現應該一致。然而，由於統計方法不同，兩個指標往往存在一定偏差，近期甚至出現背道而馳的罕見情況。從 2022 年第四季開始，GDI 已經連續三個季度錄得按年同比收縮，GDP 與 GDI 的同比變化均值亦連續三個季度處於不高於 1% 的低位。可見，美國整體經濟規模擴張力度絕非穩健。

圖三 美國國內收入總值按年同比變化 (%)



資料來源：美國經濟分析局、中信銀行（國際）研究

如果美國經濟領先指數繼續下滑，預計非農職位與GDP變化會在2024年上半年出現收縮。衰退正在逼近，風險不容忽視。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**