

美国经济衰退风险仍不容忽视

中信银行（国际）首席经济师 卓亮

内容提要

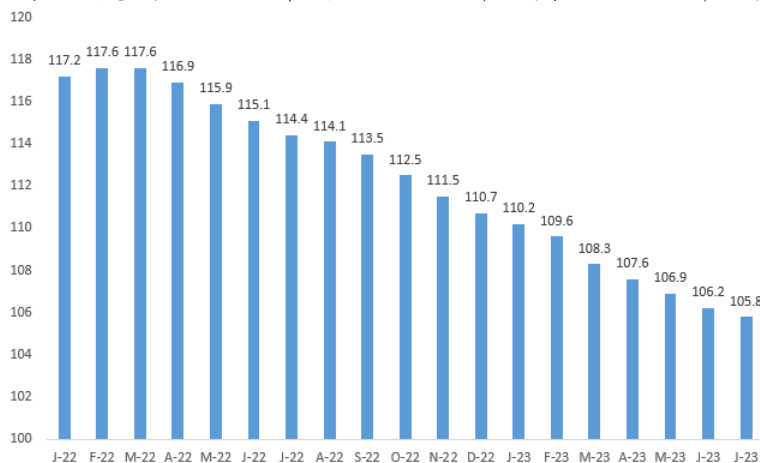
- 美国经济领先指数从 2022 年 3 月开始持续下跌。经济规模虽然表面上保持扩张，但动力不断减弱。
- 职位数量保持增长，但增幅屡次向下修订，反映劳工市场韧性被初值数据高估。
- GDP 保持扩张，但量度整体经济规模的另一指针 GDI（国内收入总值）已经连续三个季度按年收缩。

近月，关于美国经济软着陆(soft landing)甚至无需着陆(no landing)的乐观情绪有所升温。然而，美国增长动力实际上维持减弱趋势，经济规模扩张与劳工市场韧性被高估。衰退风险仍然不容忽视。

经济领先指数持续下滑

美国经济咨商会(Conference Board)编制的领先经济指数(leading economic index, LEI)反映经济动力，包括十个实体经济与金融市场参数，是商业周期转向的可靠前瞻信号。在经济衰退出现前，LEI 往往率先见顶下滑，显示扩张动力减弱，为经济衰退作预警。最近一次 LEI 峰值，刚好出现在 2022 年 3 月美联储启动本轮进取的加息周期之时。自此之后，LEI 连续下滑 16 个月，从未间断。在 2022 年 3 月至 2023 年 7 月期间，LEI 累计下跌幅度高达 10%。诚然，美国新增职位持续上升，GDP 也一直处于扩张状态。惟劳工市场及经济规模的实际表现有被高估之嫌。

图一 美国领先经济指数(2022 年 1 月至 2023 年 7 月;2016 年为 100)

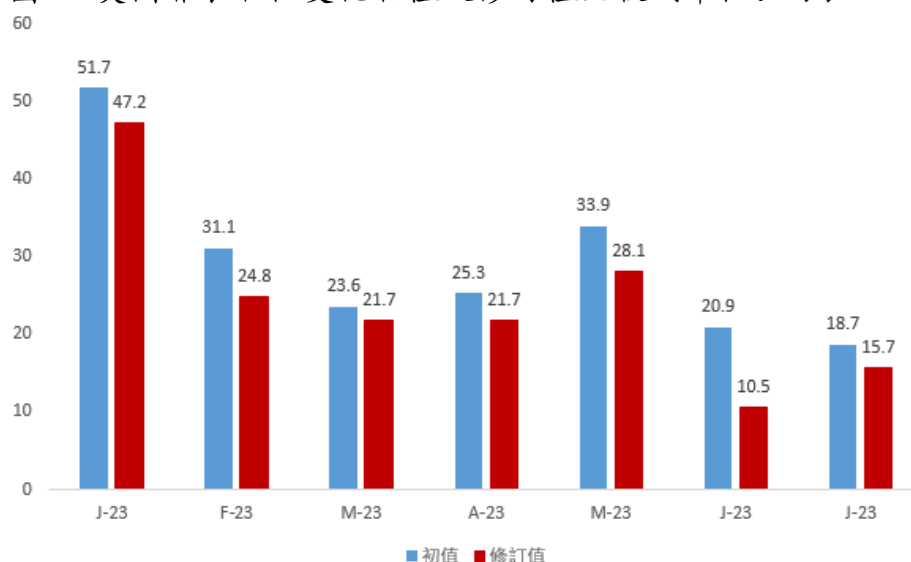


资料来源：彭博、中信银行（国际）研究

新增职位显著向下修订

在劳工市场方面，新增非农职位的统计初值与修订后的数值存在显著差异。按照初值计算，在今年首7个月，美国增加共205.2万份非农职位。然而，根据最新的修订值，期内新增职位为169.7万。换言之，实际新增职位数量被严重高估21%。

图二 美国非农职位变化初值及修订值比较（单位：万）



资料来源：彭博、中信银行（国际）研究

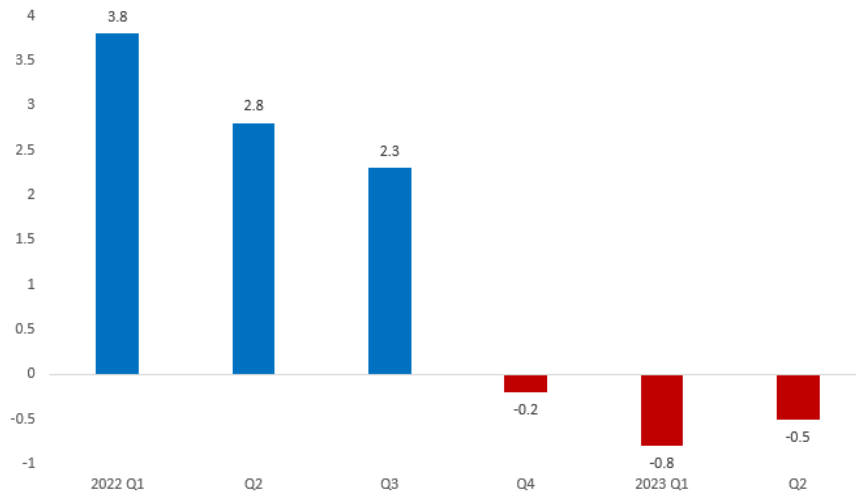
除了高估的幅度外，频率也相当不寻常。理论上，统计调整正反方向几率各半，但非农新增职位今年首7个月的初值全部被下修，出现这种情况的机会仅为千分之八，反映劳工市场韧性被系统性地高估。

国内收入总值显示经济规模可能正在收缩

GDP 保持扩张，是否定衰退机会的有力论据。然而，作为判断美国经济周期的机构，美国国家经济研究局(National Bureau of Economic Research)表明 GDP（国内生产总值）与 GDI（国内收入总值）均是其依赖的重要季度指标。

GDP 与 GDI 均由美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis)统计，作为量度经济规模的指针，两者理论上表现应该一致。然而，由于统计方法不同，两个指标往往存在一定偏差，近期甚至出现背道而驰的罕见情况。从 2022 年第四季开始，GDI 已经连续三个季度录得按年同比收缩，GDP 与 GDI 的同比变化均值亦连续三个季度处于不高于 1% 的低位。可见，美国整体经济规模扩张力度绝非稳健。

图三 美国国内收入总值按年同比变化 (%)



资料来源：美国经济分析局、中信银行（国际）研究

如果美国经济领先指数继续下滑，预计非农职位与GDP变化会在2024年上半年出现收缩。衰退正在逼近，风险不容忽视。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**