

美国经济暂难言衰退

2022 年/7 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862


yuqi@chief-investment.com

摘要:

1. 美联储缩表加息，并没有导致流动性紧缩。自 2021 年 10 月以来，美国商业银行的工商业贷款、不动产抵押贷款、消费贷款，均呈现稳步上升趋势。企业和个人贷款需求较为旺盛，商业信贷增长强劲。
2. 虽然基础货币自去年 12 月触顶以来快速回落，但由于同期超额存款准备率下降，货币乘数出现明显增加。叠加乘数效应后，货币供应量 M1 和 M2 相比去年 12 月反而小幅增长 1%。目前美国货币市场流动性依然十分充裕。
3. 目前美国非农就业人数已经基本恢复至疫情前的水平。同时，失业率连续 4 个月维持在疫情以来的最低水平，职位空缺率连续 11 个月保持在 2000 年以来的最高值，各子行业相比疫情前的供需缺口均在扩大，雇员薪酬持续创疫情以来新高。这些数据均表明美国劳动力市场景气度很高。
4. 综合美国资金、信贷、劳动力市场等现状，我们判断年内美国经济陷入衰退的概率很低。

图表目录

图表 1: 美国 GDP 增速	3
图表 2: 制造业指数	3
图表 3: 消费者信心指数	4
图表 4: 主要股指和 CRB 指数表现	4
图表 5: 美国商业银行信贷总量	5
图表 6: 美国商业银行信贷增速	5
图表 7: 美国基础货币供应量	5
图表 8: M1 和 M2 总量及货币乘数变化	5
图表 9: 新增非农就业人数	6
图表 10: 当周初请失业金人数	6
图表 11: 持有失业保险人数	6
图表 12: 按行业划分的新增非农就业人数	6
图表 13: 近四年美国各行业非农就业人数变化	7
图表 14: 目前美国各行业非农就业人数缺口	7
图表 15: 失业率	8
图表 16: 职位空缺率	8
图表 17: 按行业划分的职位空缺率	8
图表 18: 劳动参与率	8
图表 19: 非农企业平均时薪和平均周薪	9
图表 20: 非农企业平均时薪和平均周薪同比增速	9

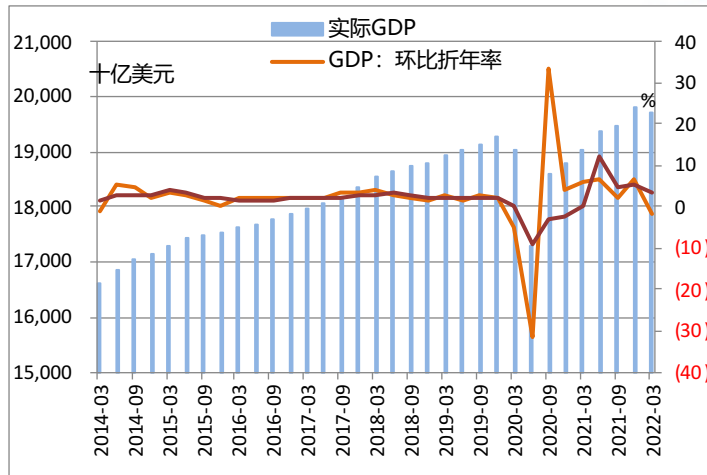


2022 年一季度美国实际 GDP 环比折年率从 6.9%意外滑落至-1.4%，远低于市场预期 1.1%。同时，作为经济前瞻指标的美国制造业指数、消费者信心指数等均出现持续回落。其中，6 月制造业指数为 53，相比上月大幅减少 3.1，创 2020 年 7 月以来新低；6 月消费者信心指数为 98.7，相比上月大幅减少 4.5，创 2021 年 3 月以来新低；6 月消费者预期指数更是仅为 66.4，创 2013 年 4 月以来的次低点。这些数据引发市场对于美国经济将步入衰退的担忧。

截至 7 月 19 日，对经济预期较为敏感的 CRB 商品指数从年内高点回落幅度超过 10%，标普 500 指数和纳斯达克指数回落幅度更是超过 20%，侧面反映出金融市场已经开始交易美国经济衰退的预期。

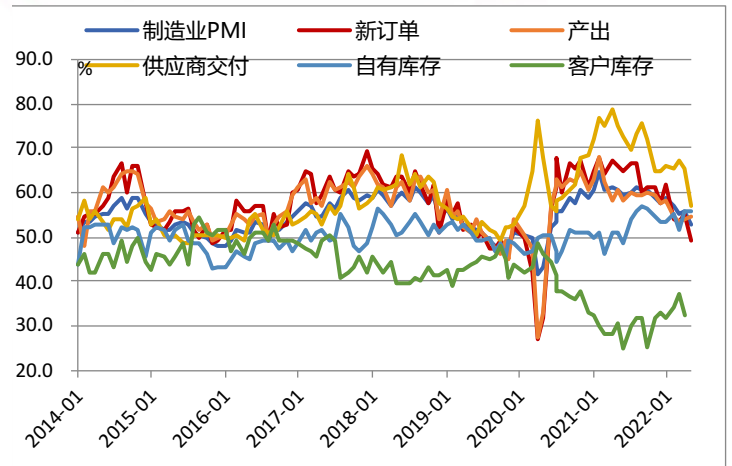
本文通过对目前美国资金、信贷、劳动力市场等现状进行详细分析，判断年内美国经济陷入衰退的概率很低。

图表 1: 美国 GDP 增速



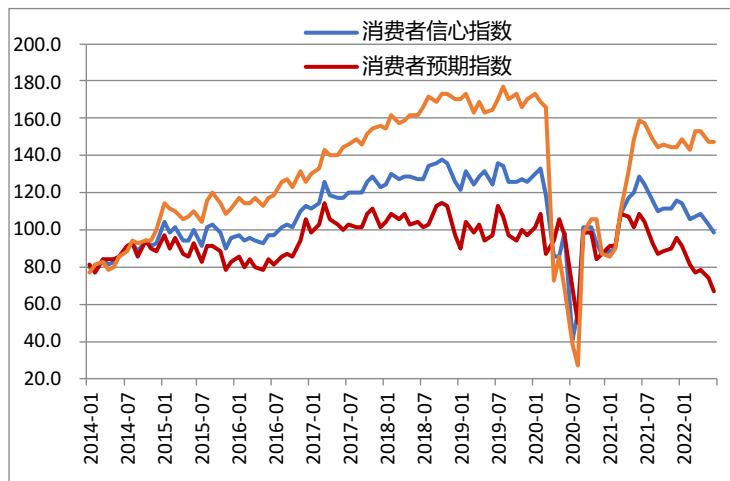
资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 2: 制造业指数



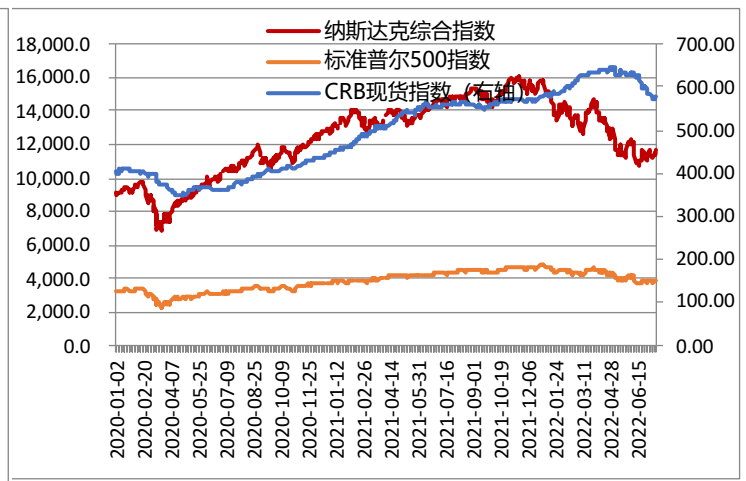
资料来源: 同花顺Find、致富研究院

图表 3: 消费者信心指数



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 4: 主要股指和 CRB 指数表现



资料来源: 同花顺Find、致富研究院

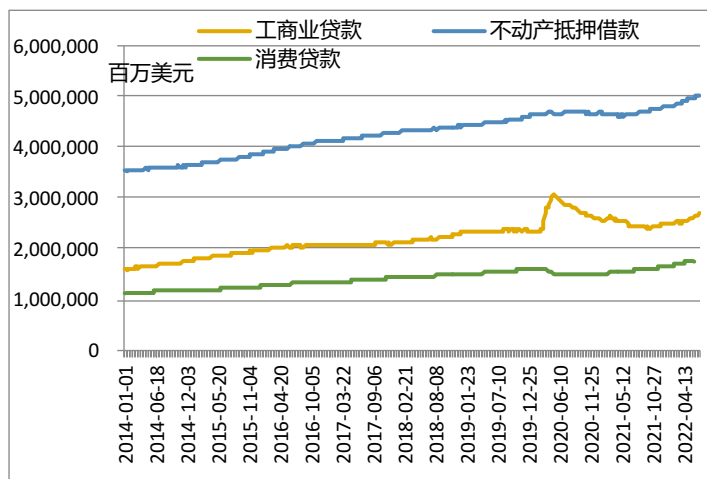
1、美国信贷增长强劲，流动性充裕

首先，从美国商业银行的信贷市场看。自2021年10月以来，无论是工商业贷款、不动产抵押贷款，还是消费贷款，均呈现稳步上升趋势。美联储数据

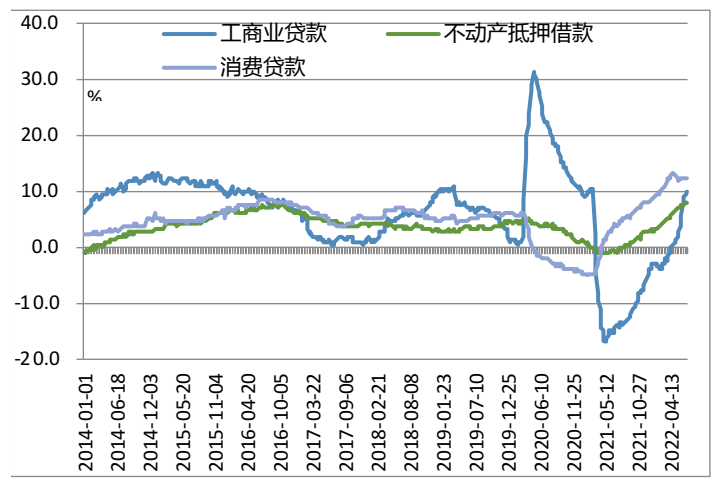
显示，2022年7月6日当周工商业贷款同比增速为9.86%，连续11个月实现同比正增长，相比去年10月低点增长11%；不动产抵押贷款同比增速为7.92%，创疫情以来最高值，相比去年10月低点增长6%；消费贷款同比增速为12.38%，连续19个月保持2位数以上增速，相比去年10月低点增长10%。美国企业和个人贷款需求均较为旺盛，商业信贷增长强劲。

其次，从美国货币供应量来看。虽然基础货币自去年12月触顶以来快速回落，但由于同期超额存款准备率下降，货币乘数出现明显增加。叠加乘数效应后，货币供应量M1和M2相比去年12月反而小幅增长1%。目前美国货币市场流动性依然十分充裕。

图表 5：美国商业银行信贷总量



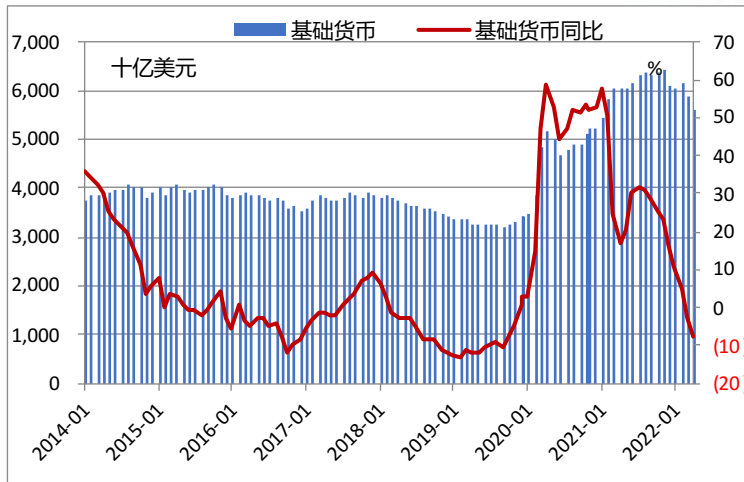
图表 6：美国商业银行信贷增速



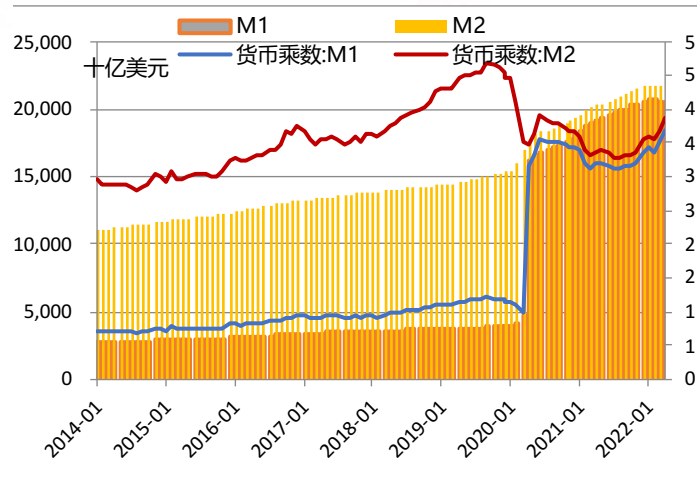
资料来源：美联储、致富研究院

资料来源：美联储、致富研究院

图表 7: 美国基础货币供应量



图表 8: M1 和 M2 总量及货币乘数变化



资料来源：美联储、致富研究院

资料来源：美联储、致富研究院

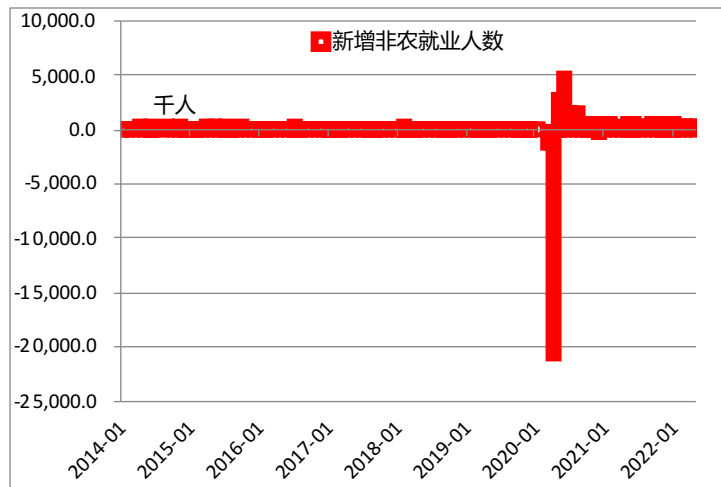
2、美国就业市场维持高景气

美国非农就业报告显示，6 月份经季节调整后的新增非农就业人数为 37.2 万人，略低于上月 38.4 万人，但大幅高于市场预期增加 26.5 万人。截至 7 月 1 日，当周初请失业金人数为 23.5 万人，持有失业保险人数为 133.1 万人，两者数值均保持在疫情以来的最低点附近。

其中，6 月新增非农就业人数主要来自**服务业**增加 33.3 万人，高于前值（增加 27.8 人）；此外，制造业小幅新增 1.1 万人，建筑业减少 3.9 万人，政府部门减少 1.3 万人。在服务业的细分行业中，新增就业主要来自贸易运输及公用事业新增 6.8 万人，大幅高于前值（增加 3.1 万）。此外，专业和商业服务业新增 4.2 万人，信息咨询新增 2.5 万人，教育保健增加 1.82 万人，住宿餐饮新增

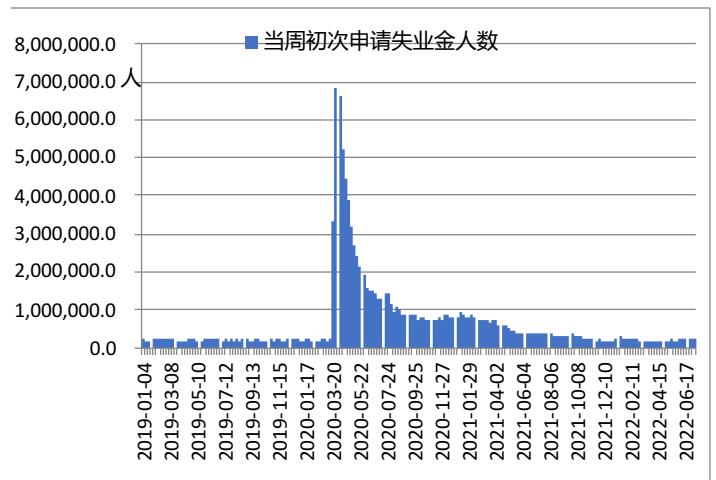
1.21 万人。各行业新增就业人数的变化，侧面印证美国消费的增长动力已经从商品生产领域转向服务领域。

图表 9：新增非农就业人数



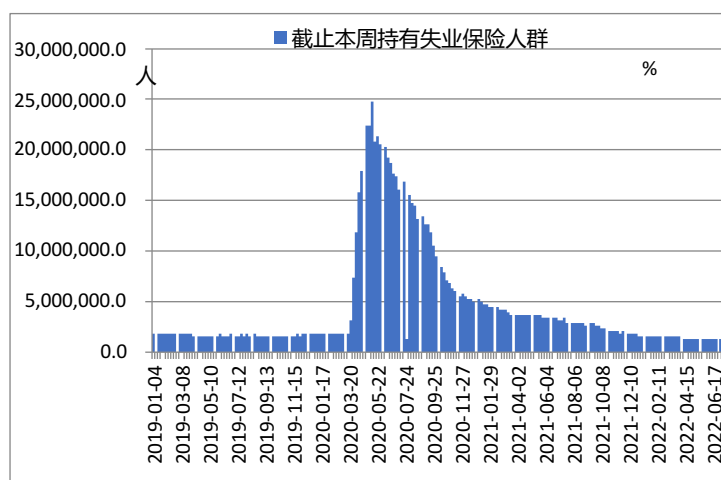
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 10：当周初请失业金人数



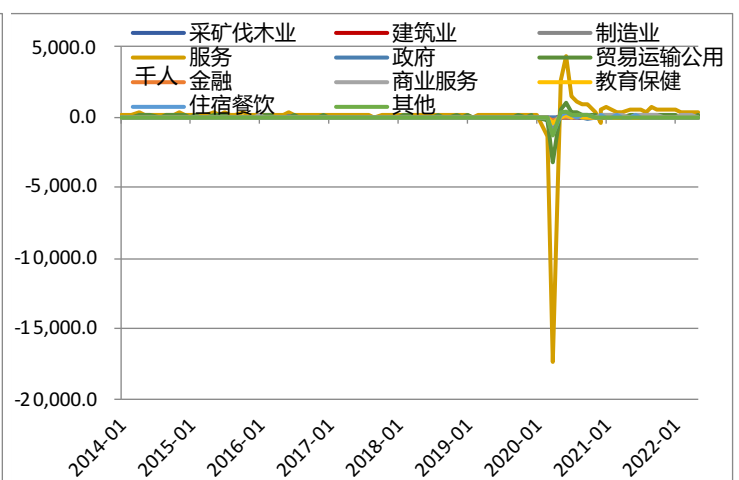
资料来源：同花顺Find、美国劳工部、致富研究院

图表 11：持有失业保险人数



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 12：按行业划分的新增非农就业人数



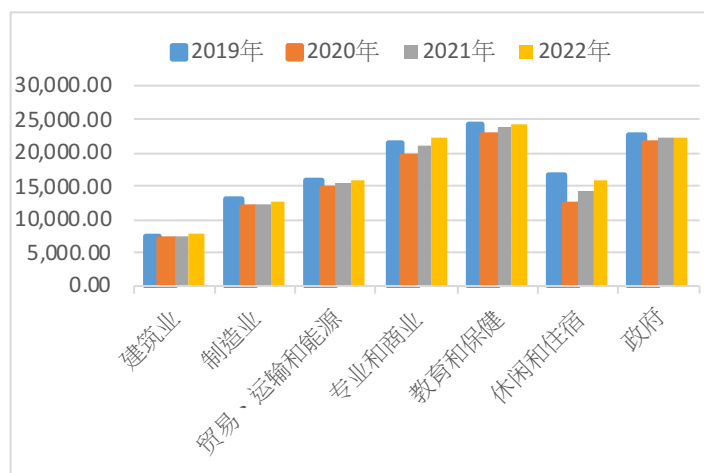
资料来源：同花顺Find、美国劳工部、致富研究院

目前美国非农就业人数已经基本恢复至疫情前的水平。美国劳工部数据显示，6 月份经季调后非农就业人数为 1.52 亿人，已经超过疫情前 2019 年同期

1.513 亿的水平。超过疫情前同期数值的子行业包括：建筑业（超 2019 年同期 2.24%），专业和商业（超 2019 年同期 3.83%），教育和保健（超 2019 年同期 0.47%），贸易、运输和能源（与 2019 年同期持平）。目前仍存在缺口的子行业主要包括休闲住宿（缺口比例为 6.21%），政府（缺口比例为 1.39%），制造业（缺口比例为 0.38%）。

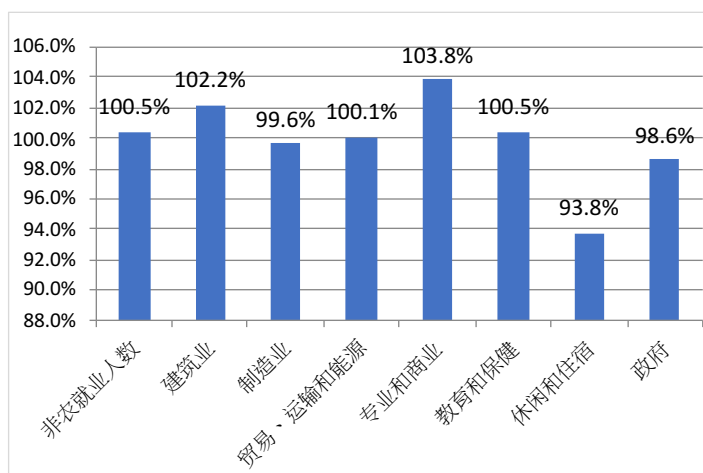
需要指出的是，虽然休闲住宿行业劳动力缺口仍有 103.8 万人，缺口比例达到 6.21%。但相比疫情前 2019 年同期，该行业职位空缺率增加 3.3%，意味着约有额外的 50 万人主动放弃该行业工作机会，扣除这部分人群，疫情因素对休闲住宿行业造成的劳动力缺口仅有 3.2%左右。同样，考虑到疫情前后职位空缺率的变化，政府的劳动力缺口也基本被填平。

图表 13：近四年美国各行业非农就业人数变化



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 14：目前美国各行业非农就业人数缺口



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

6 月份经季节调整后的失业率仍为 3.6%，该数值已经连续 4 个月维持在疫



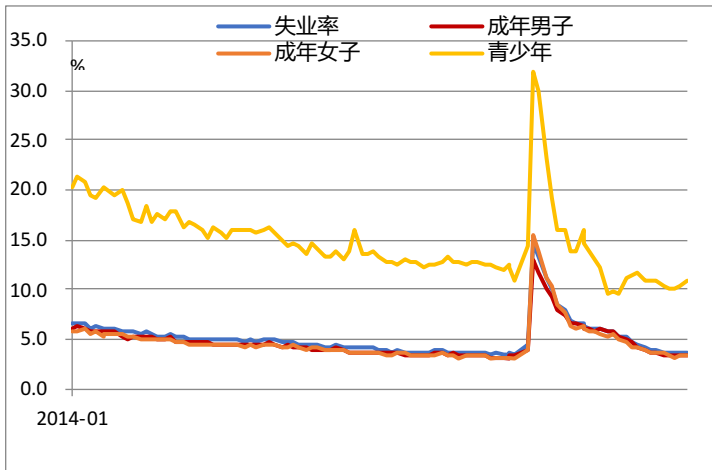
情以来的最低水平。其中，20岁以上成年男子失业率为3.3%，较5月继续下降0.1个百分点；20岁以上成年女子失业率为3.3%，较5月下降0.1个百分点；16-20岁青少年失业率为11%，较5月上升0.6个百分点。

5月份美国职位空缺率为6.9%，相比4月下降0.3个百分点，已经连续11个月保持在7%左右，这一数值也是自2000年来的最高值，表明目前美国就业市场存在严重的职位空缺现象。同时，各子行业相比疫情前的**供需缺口均在扩大**。其中，休闲餐饮业职位空缺率为9.1%，相比疫情前大幅增加3.3个百分点；教育医疗业职位空缺率为8.2%，相比疫情前增加2.9个百分点；商业服务业职位空缺率为8.2%，相比疫情前增加2.7个百分点；制造业职位空缺率为6%，相比疫情前增加2.4个百分点；贸易运输公用职位空缺率为6.6%，相比疫情前增加2.2个百分点；零售业职位空缺率为6.8%，相比疫情前增加2.2个百分点；政府部门职位空缺率为4.5%，相比疫情前增加1.5个百分点。供需缺口的扩大表明劳动力处于**严重供不应求**的状态。

6月份劳动参与率为62.2%，相比5月小幅减少0.1个百分点，连续6个月维持在62%以上的较高数值。其中，20岁以上成年男性劳动力参与率为70.1%，较5月下降0.2个百分点；20岁以上成年女性参与率为58.1%，较5月下降0.2个百分点；16-20岁青少年劳动力参与率为36.6%，较5月上升0.1个百分点。今年以来，严重的劳动力短缺推动美国劳动力整体就业意愿不断增强，目

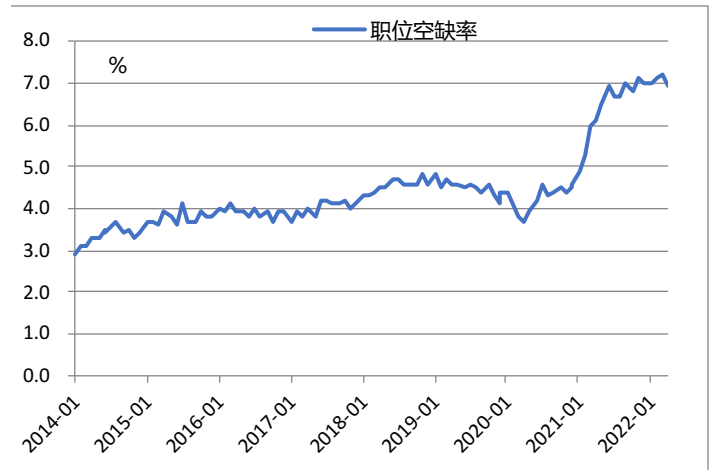
前，总体劳动参与率已经基本恢复至 2020 年 3 月水平。

图表 15: 失业率



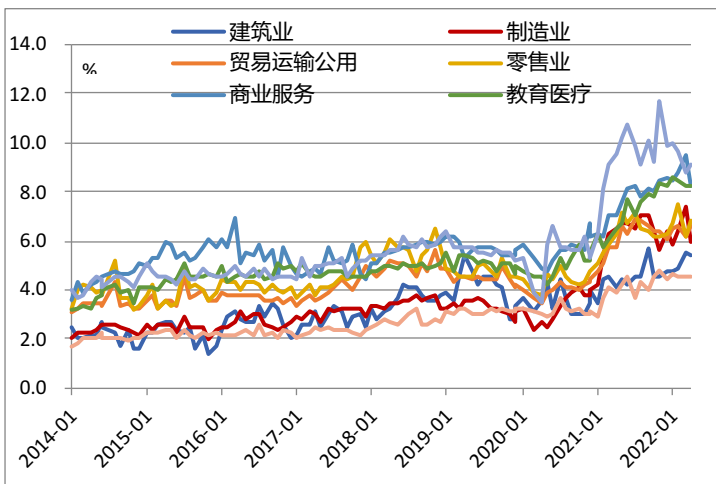
资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 16: 职位空缺率



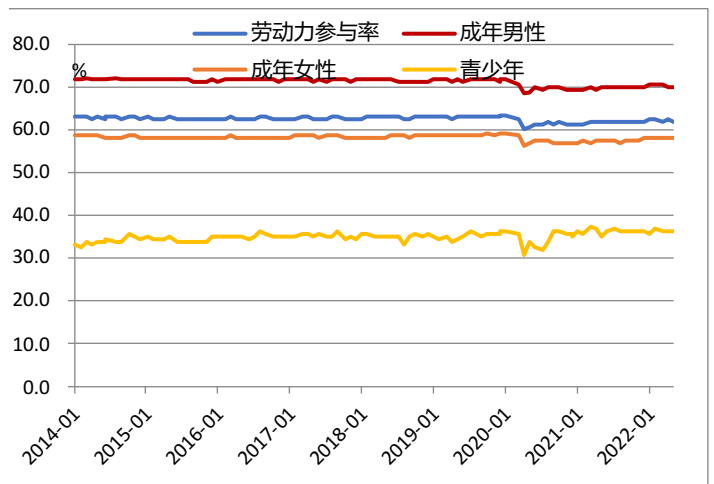
资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 17: 按行业划分的职位空缺率



资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 18: 劳动参与率

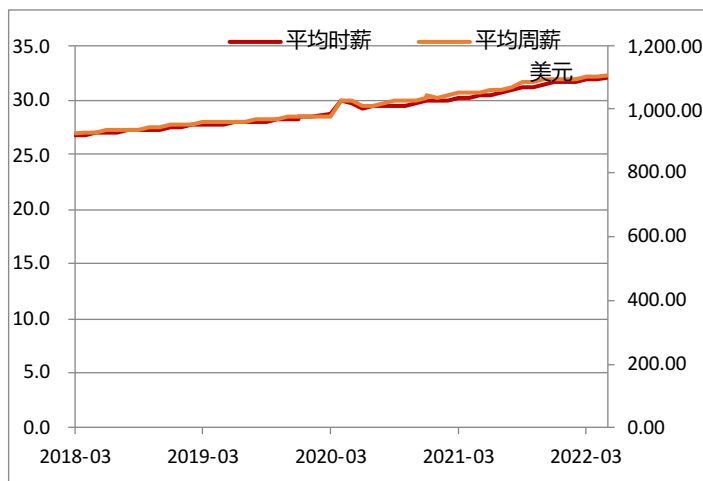


资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

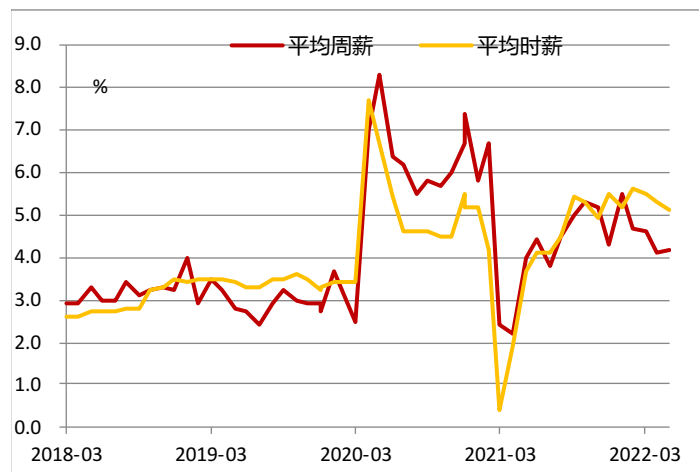
同时，严重的劳动力短缺还推动美国雇员工资出现稳步上涨。6 月份美国非农行业平均时薪为 32.08 美元，同比上涨 5.1%；平均周薪为 1106.76 美元，同比增加 4.2%。美国雇员时薪和周薪绝对数持续创疫情以来新高，表明美国就业

市场景气度很高。

图表 19：非农企业平均时薪和平均周薪



图表 20：非农企业平均时薪和平均周薪同比增速



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

3、结论

1、美联储缩表加息，并没有导致流动性紧缩。自 2021 年 10 月以来，美国商业银行的工商业贷款、不动产抵押贷款、消费贷款，均呈现稳步上升趋势。企业和个人贷款需求较为旺盛，商业信贷增长强劲。

2、虽然基础货币自去年 12 月触顶以来快速回落，但由于同期超额存款准备率下降，货币乘数出现明显增加。叠加乘数效应后，货币供应量 M1 和 M2 相比去年 12 月反而小幅增长 1%。目前美国货币市场流动性依然十分

充裕。

3、目前美国非农就业人数已经基本恢复至疫情前的水平。同时，失业率连续 4 个月维持在疫情以来的最低水平，职位空缺率连续 11 个月保持在 2000 年以来的最高值，各子行业相比疫情前的供需缺口均在扩大，雇员薪酬持续创疫情以来新高。这些数据均表明美国劳动力市场景气度很高。

4、综合美国资金、信贷、劳动力市场等现状，我们判断年内美国经济陷入衰退的概率很低。

研究员声明

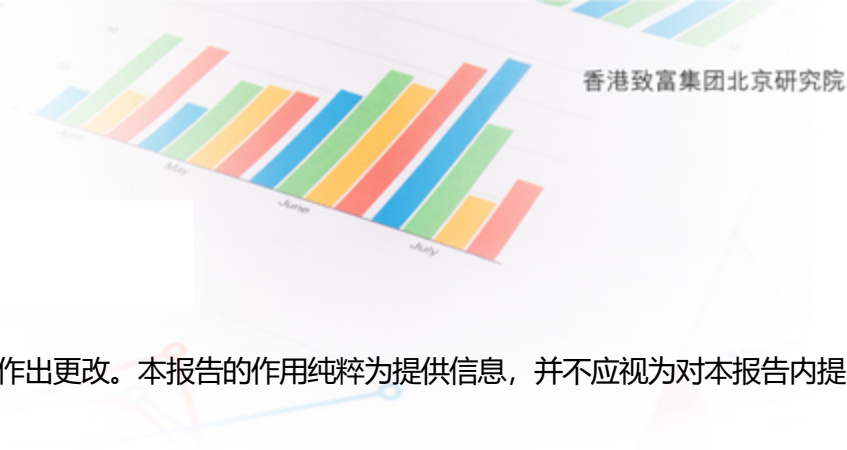
主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。



本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衞金融中心 11 楼 电话: (852) 25009228 传真: (852) 25216893	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室 电话: (8610) 66555862 传真: (8610) 66555102	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室 电话: (8621) 38870772 传真: (8621) 58799185	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼 电话: (86755) 33339666 传真: (86755) 33339665

网址: www.chiefgroup.com.hk