



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美国衰退观察 II：胀与滞的距离

基本内容

美国近期经济数据的边际变化远比不上资产价格的波动与宏观叙事的演变。关税通胀并未如期发生，硬数据与软数据的背离也开始修复，但波动的相对收敛并不会带来经济走弱这一方向的变化。

毫无疑问，从研究的角度需要继续观察更多的数据来判断关税的微观机制。但正如我们此前报告中提到的那样（《美国衰退冲击开始共振》，2025 年 4 月 7 日），众多非关税政策的负面冲击已经变得越发明显。

从洛杉矶的骚乱（非法移民）到中东的动荡（能源、外交）再到特朗普亲口承认优质劳动力感受到越发明显的寒蝉效应（意识形态），这些抑制美国经济增长的因素正更加具象化体现。

同时美国需求走弱或将主导未来关税定价的传导，从整体来看关税通胀不及预期的概率正在进一步上升（油价会成为波动极大的变量），这也符合我们此前报告的判断（《被高估的美国关税通胀》，2025 年 5 月 2 日），即美国供需两侧都存在涨价的限制。未来美国经济很可能并不会出现先胀后滞的分阶段变化，胀和滞的距离或变得越发遥远。

我们的基准情形依然是美国经济系统性地缓慢走弱，而非某一个部门出现明显裂痕。从服务消费开始，到就业再传导到更谨慎的消费与投资。但随着近期特朗普不受掌控的议题开始增加，美国经济的波动再度加剧，非农的下行风险或将被放大（例如单月增长下滑至 5 万左右，甚至负增长水平）。

一旦这些情况出现将迅速扭转当前仍然相对偏乐观的经济预期，假设去年联储的行为逻辑依然具备参考性，那 9 月降息（乃至大幅降息与提前降息）的概率将明显提升。

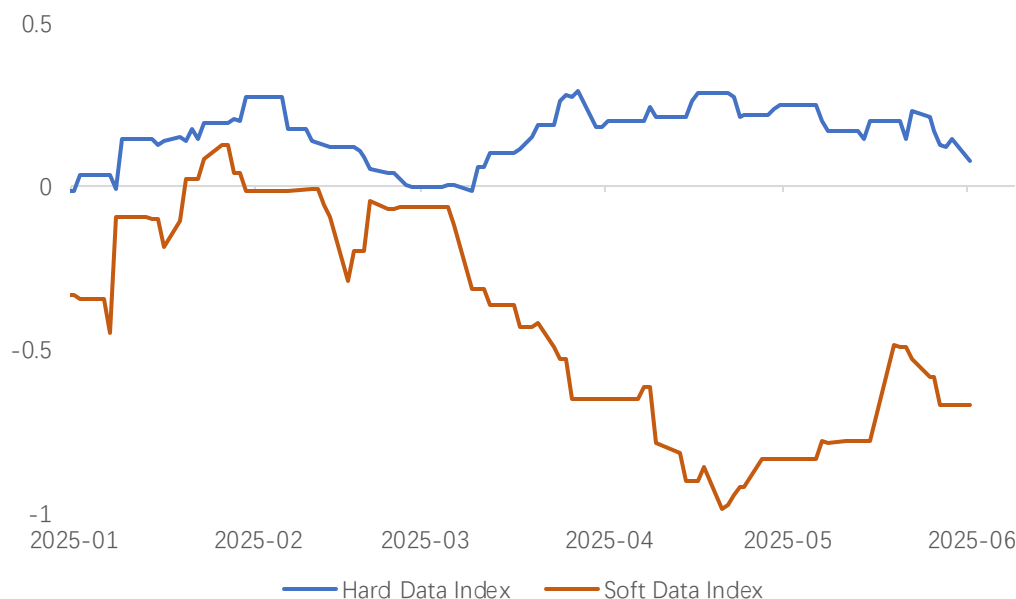
风险提示

1) 中东局势不确定性加剧像显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。



美国近期经济数据的边际变化远比不上资产价格的波动与宏观叙事的演变。关税通胀并未如期发生，硬数据与软数据的背离也开始修复，但波动的相对收敛并不会带来经济走弱这一方向的变化。

图表 1：美国硬数据与软数据开始逐渐靠拢

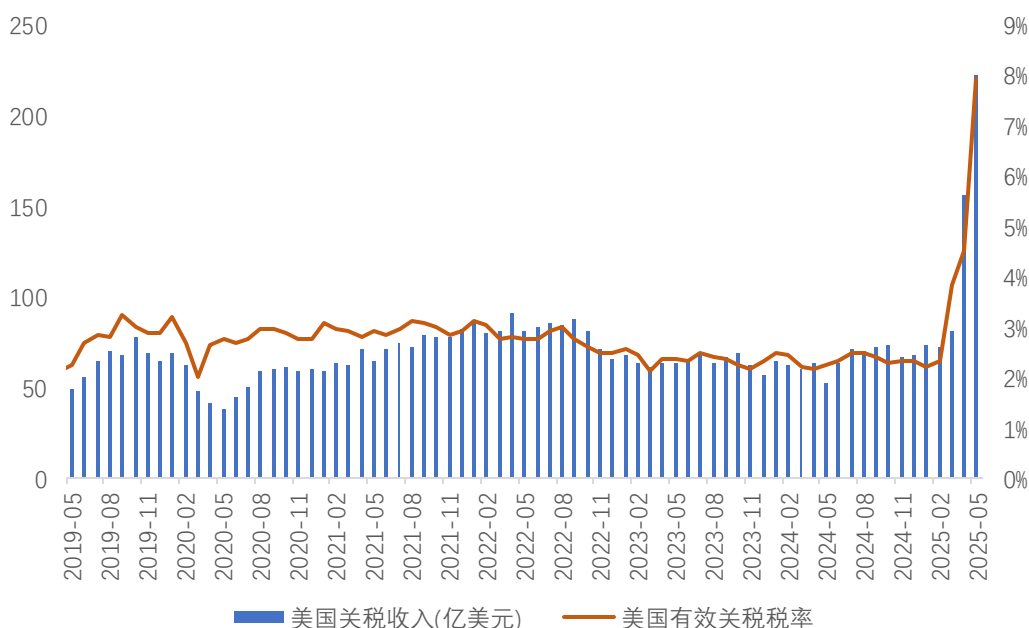


来源：Bloomberg，国金证券研究所

毫无疑问，从研究的角度需要继续观察更多的数据来判断关税的微观机制。但正如我们此前报告中提到的那样（《美国衰退冲击开始共振》，2025 年 4 月 7 日），众多非关税政策的负面冲击已经变得越发明显。

从洛杉矶的骚乱（非法移民）到中东的动荡（能源、外交）再到特朗普亲口承认优质劳动力感受到越发明显的寒蝉效应（意识形态），这些抑制美国经济增长的因素正更加具象化体现。

图表 2：关税收入明显上升，但本轮对实体经济的传导机制尚不明确



来源：Wind，国金证券研究所（5 月有效关税税率基于估算）

同时美国需求走弱或将主导未来关税定价的传导，从整体来看关税通胀不及预期的概率正在进一步上升（油价会成为波动极大的变量），这也符合我们此前报告判断（《被高估的美国关税通胀》，2025 年 5 月 2 日），即美国供需两侧都存在涨价的限制。未来美国经济很可能并不会出现先胀后滞的分阶段变化，胀和滞的距离或变得越发遥远。



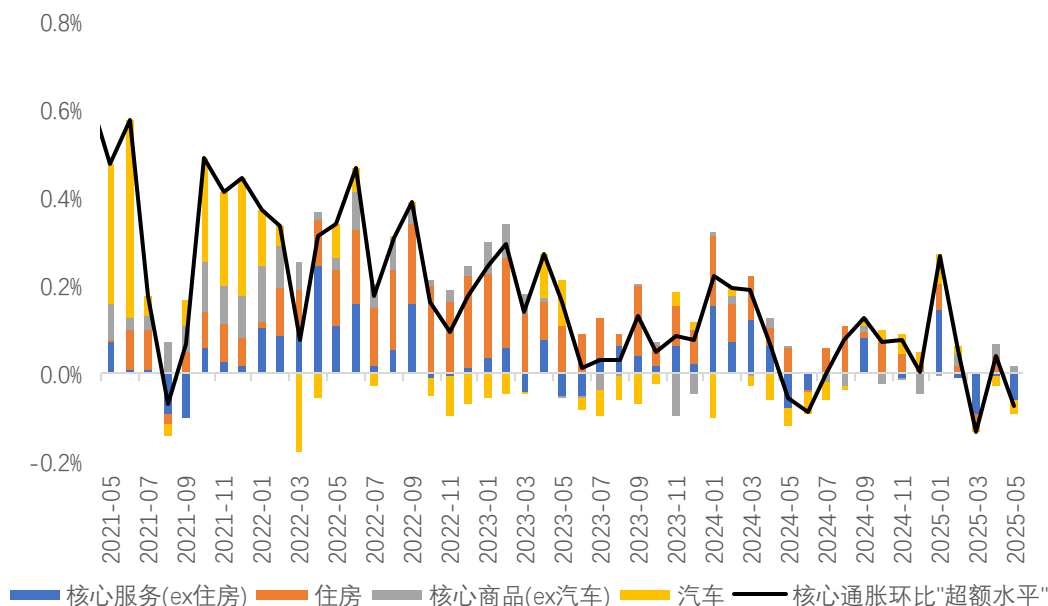
我们的基准情形依然是美国经济系统性地缓慢走弱，而非某一个部门出现明显裂痕。从服务消费开始，到就业再传导到更谨慎的消费与投资。但随着近期特朗普不受掌控的议题开始增加，美国经济的波动再度加剧，非农的下行风险或被放大（例如单月增长下滑至5万左右，甚至负增长水平）。

一旦这些情况出现将迅速扭转当前仍然相对乐观的经济预期，假设去年联储的行为逻辑依然具备参考性，那9月降息（乃至大幅降息与提前降息）的概率将明显提升。

一、“胀”的速率和潜在幅度正在下降

美国连续四个月 CPI 读数不及预期，且核心通胀环比的绝对水平（及其构成）与联储目标更加一致。

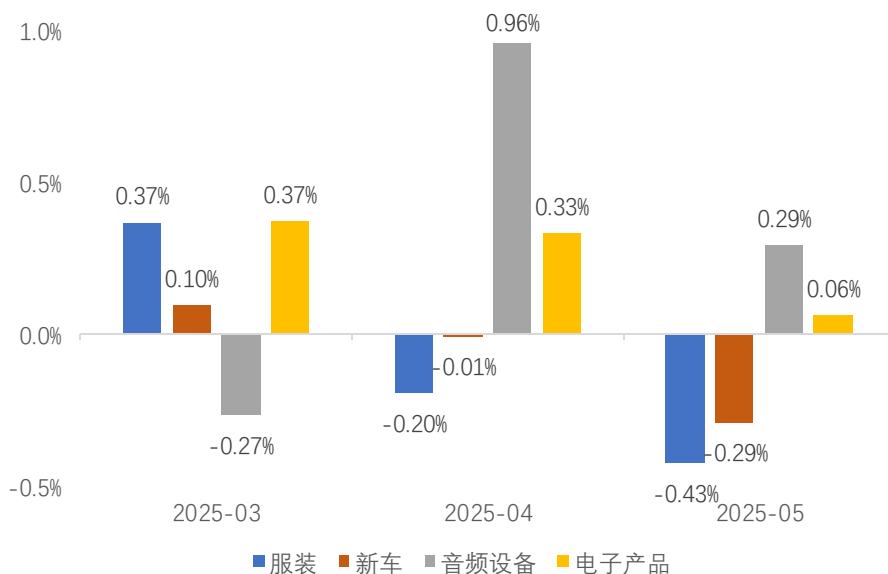
图表 3：相较于2%通胀目标（对应2.3%核心通胀）的超额贡献结构



来源：Wind，国金证券研究所

对关税最为敏感的细分项目并没有呈现明显通胀；考虑到美国关税收入已大幅增加的情况下，我们认为需求侧走弱带来的涨价约束力可能更强。这也引申出一个新的思考，如果在关税的初期都无法明确进行价格传导，随着需求的缓慢走弱以及居民实际购买力的相对下降，企业的涨价能力随着时间的推移将被逐渐消耗。

图表 4：对关税最为敏感的商品并没有明显出现广谱通胀

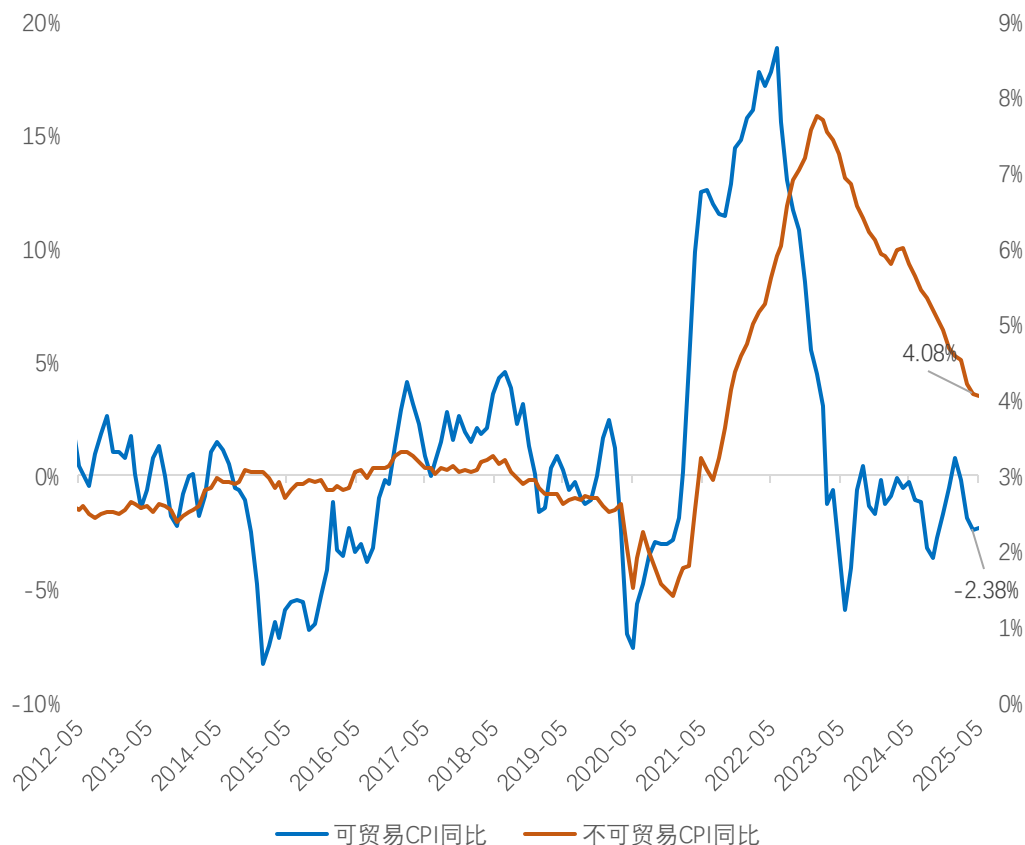


来源：Wind，国金证券研究所



从可贸易性的角度看，完全没有出现任何可贸易 CPI 的走高，这主要源自构成结构：可贸易 CPI 中除了传统的关税敏感性商品外，还包含了能源商品，因此拉低了整体水平。从整体角度看，美国的去通胀趋势（尤其是占比更大的不可贸易通胀）并没有被明显扭转。

图表 5：美国不可贸易部分去通胀进程仍在延续



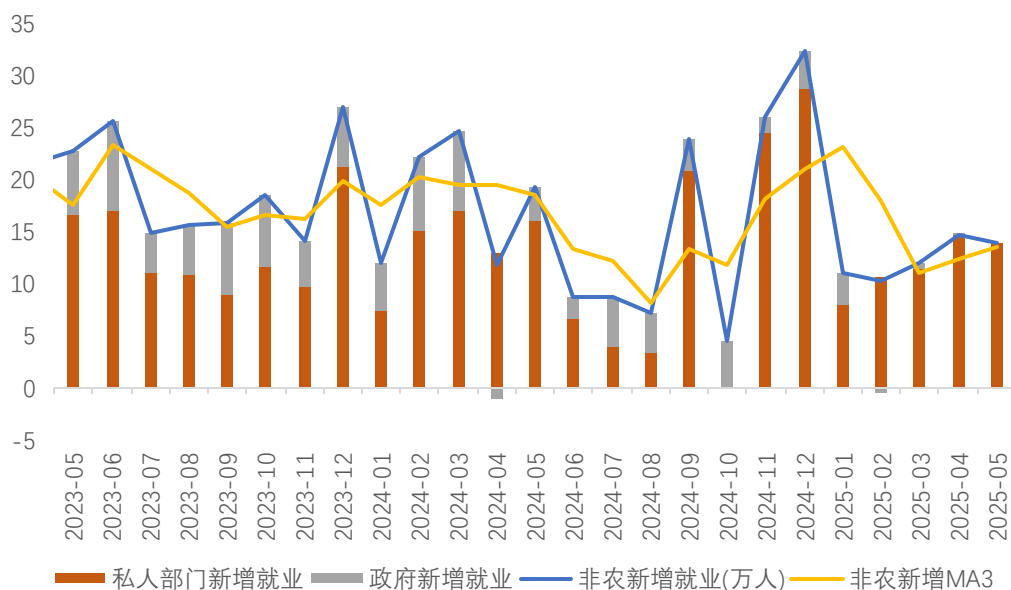
来源：Wind，国金证券研究所

二、“滞”的速率和潜在深度正在上升

稳健的非农新增就业数据并不能完全打消对于“滞”的担忧，核心原因是其他的劳动力数据开始逐渐产生裂痕（例如 ADP、续申失业金人数以及壮年就业率），移民的迅速减少以及 Jolts 主动离职率保持低位也反映出寒蝉效应的进一步扩大，这些都对失业率的上行也起到了压制作用。



图表 6：非农新增就业只是“稳”，而非“好”

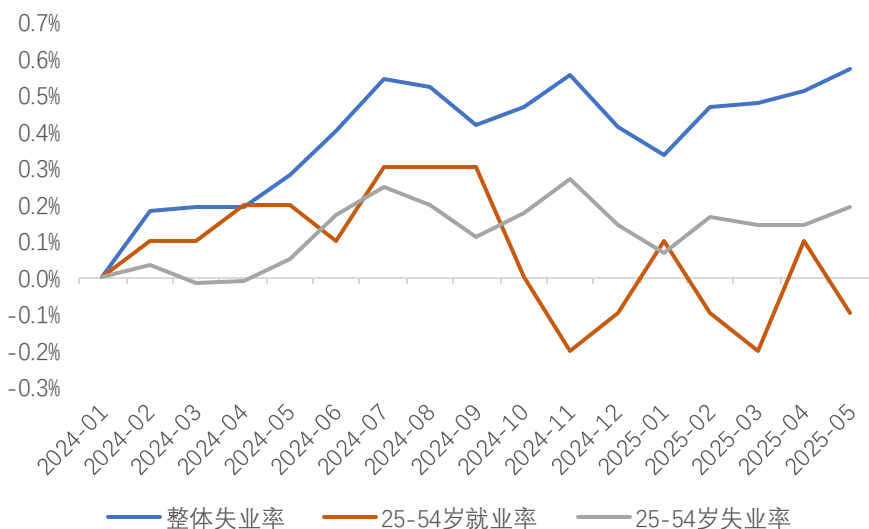


来源：Wind，国金证券研究所

在 2024H1 美国失业率迅速上行，乃至 7 月触发所谓的萨姆规则的时候，我们持续提到本轮美国劳动力市场呈现出明显的失业与就业的脱节，即失业率上行伴随着的是壮年就业率的上行，本质上是供给驱动的良好反应。

但当前美国“就业”与“失业”的脱节开始消失，今年初至今美国失业率上升约 0.23%，虽然不如去年同期的上行幅度（0.28%），斜率也趋缓，但壮年就业率的上行修复已经结束，本质上是供给（移民为主）增长的放缓甚至扭转。

图表 7：美国就业与失业的关联发生了明显变化（相较于 2024.01 变化水平）

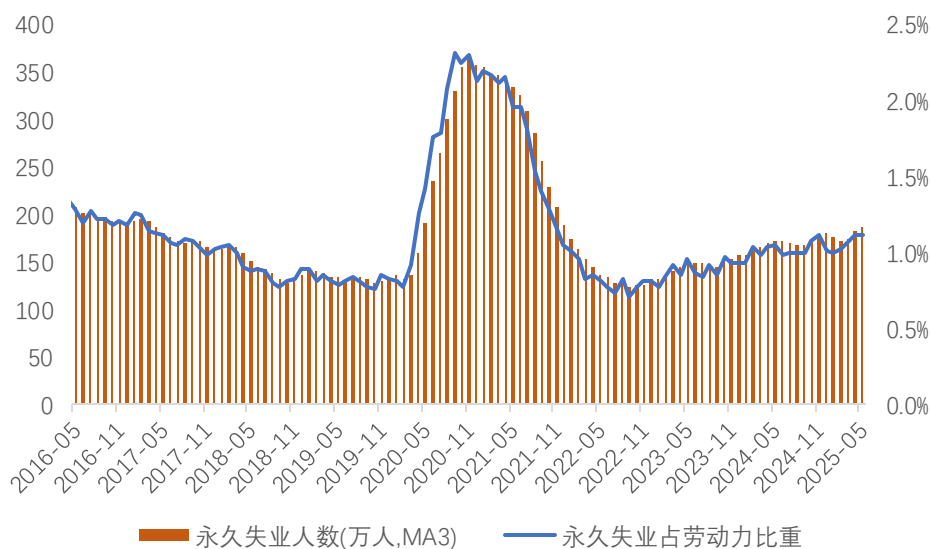


来源：Wind，国金证券研究所

因此，我们对于其他一些发出“警报”的劳动力数据变得更加谨慎，包括了从底部持续抬升的永久失业人数占劳动力比重，以及相较于前几年的季节性因素上升更快的失业金持续申领人数水平。虽然前者当前 1.1% 左右的绝对水平，但整体的上升趋势并未结束，尤其是永久失业人数接近突破 200 万人，这相较于此前低点明显抬升。

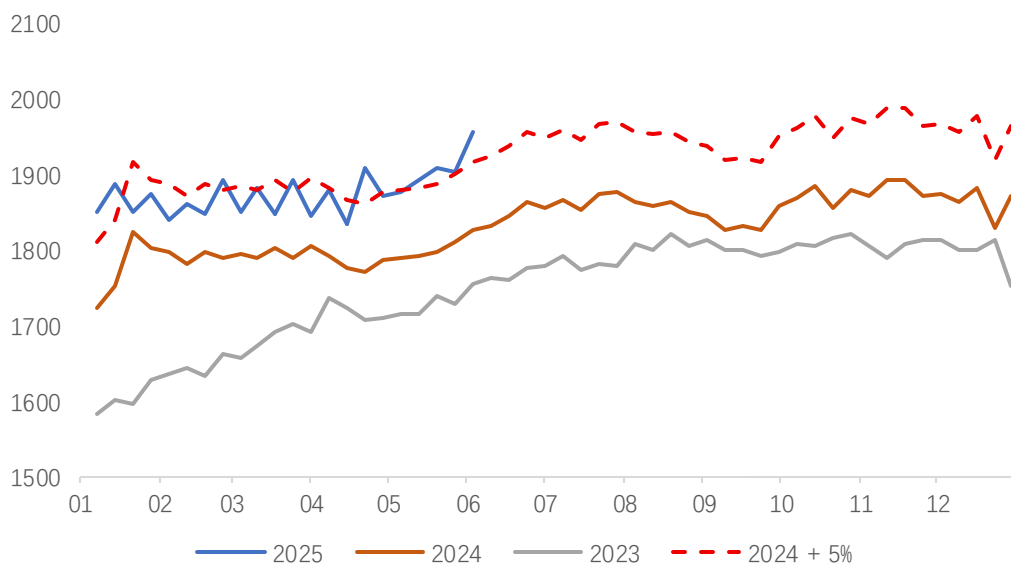


图表 8：美国永久失业人数占劳动力的比重仍在持续上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：近期持续申领失业金人数水平上升幅度略快(单位：千人)

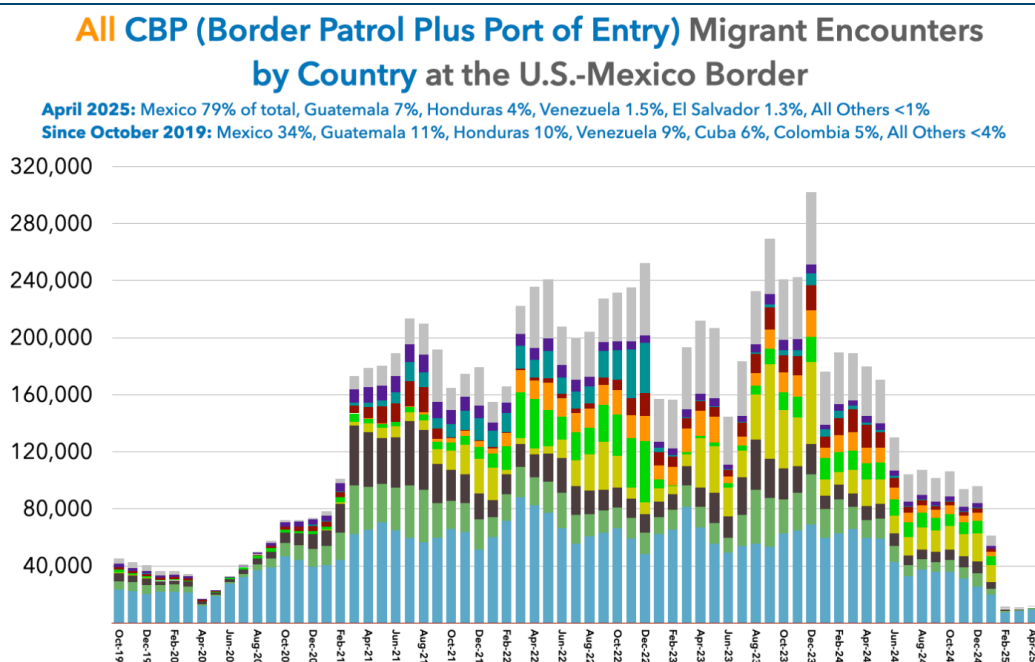


来源：Wind，国金证券研究所

总的来说，理解当前美国劳动力数据面临更大挑战：非农新增就业的水平依然平稳，但考虑到激进的反移民政策对供给的伤害，美国失业率的上行斜率被有所低估；同时美墨边境移民遭遇人数“肉眼可见”的下降也意味着未来劳动力新供给的压力还将延续。但是越来越多走弱的数据意味着，非农的下行压力正在加大。



图表 10: 特朗普上任以来, 美墨边境遭遇人数断崖式下降

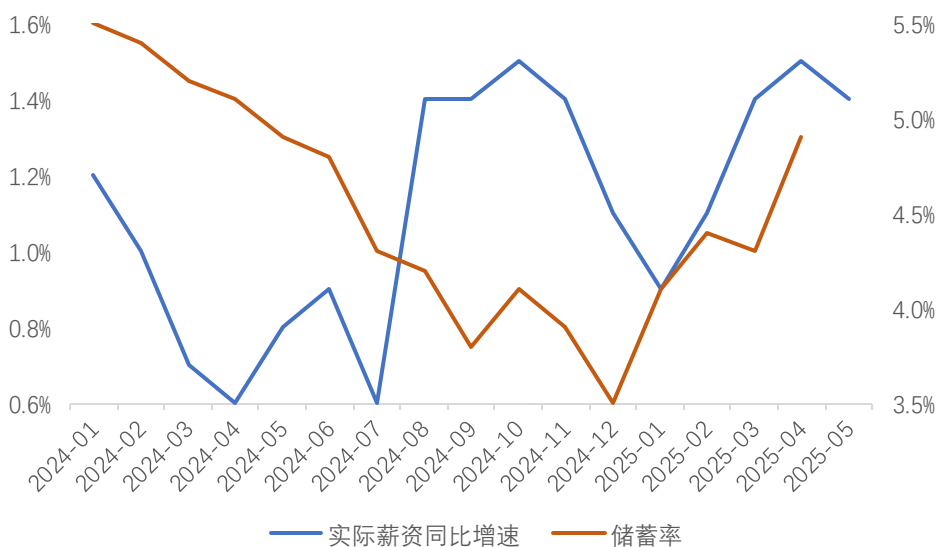


来源: WOLA, 国金证券研究所

三、服务(消费)将最先反应美国经济的走弱, 乃至衰退

除了劳动力市场数据反应的边际走弱外, 美国消费类数据更能够体现出美国居民的谨慎心态。首先是耐用品, 尤其是汽车的前置购买已明显结束, 5月美国汽车环比折年销量已明显下滑; 同时发生的还有实际薪资增速同比增长依然平稳的情况下, 居民部门储蓄率的持续走高, 这也体现出美国居民消费意愿的进一步边际下降。

图表 11: 储蓄率的上行反映出居民部门更加谨慎的决策心理

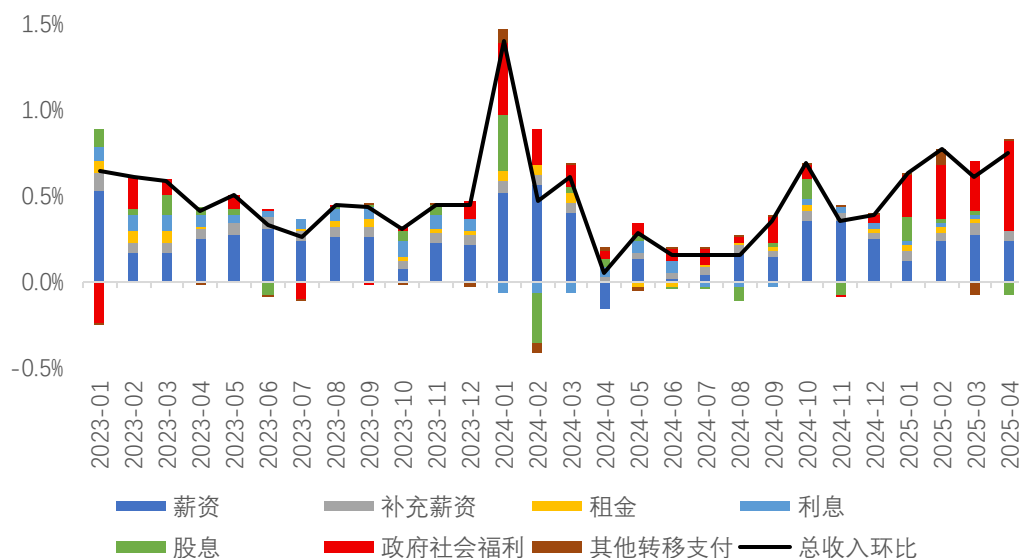


来源: Wind, 国金证券研究所

值得注意的是, 居民部门实际可支配收入增长的背后出现了并不友好的结构: 4月的可支配收入增量中有70%来自于“顺周期”的政府社会福利, 即更多的失业保险收入和社保收入等(贡献超0.5%的环比增长, 是2023年1月以来最高水平)。这并不是一个好的信号, 因为这意味着美国居民更加依赖于社会安全网, 而非劳动收入。



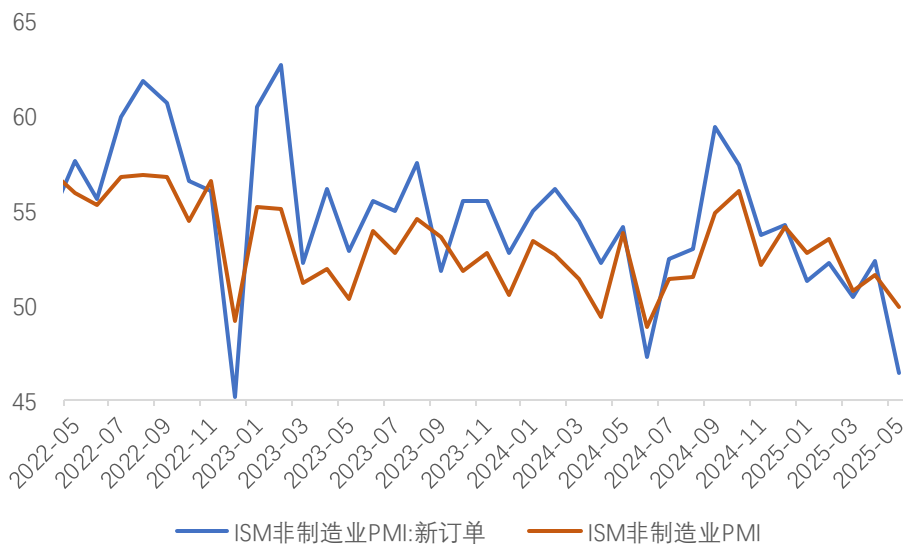
图表 12: 近四个月, 政府社会福利均贡献了近一半的居民总收入环比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

从结构上看, 我们依然认为服务(消费)将会是美国经济中最敏感的环节, 且有部分数据已经出现走弱迹象: 例如 ISM 非制造业 PMI 自去年 6 月以来再次跌破 50, 而新订单分项跌至 2022 年 12 月以来最低水平。除开软数据外, 美国餐饮业的同店流量并未较年初明显好转(可以看作实际量的变动), 实际 PCE 服务支出虽然近期波动较大, 但平滑后的 MA3 增速仍明显低于 2024 年平均水平。

图表 13: 美国非制造业 PMI 的下行趋势越发明显

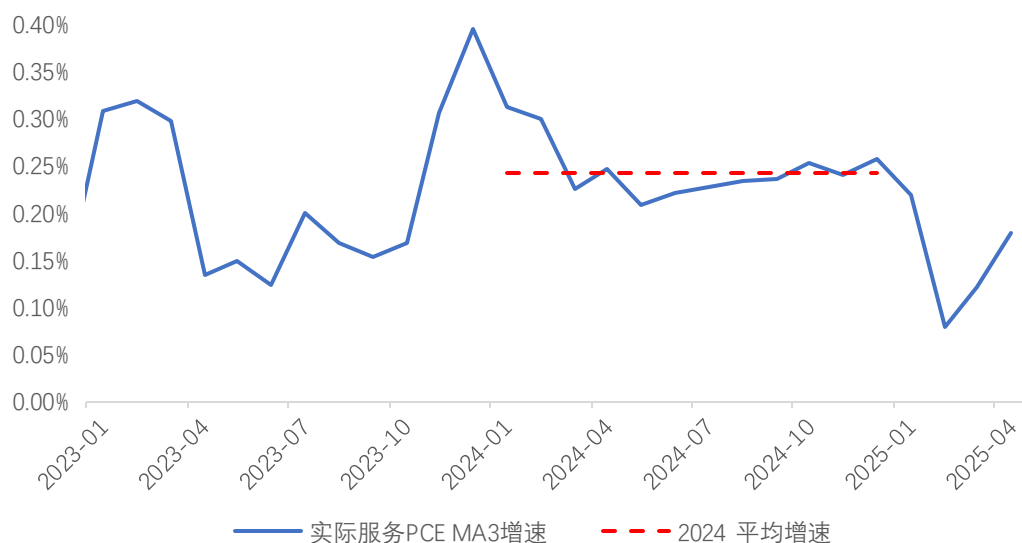


来源: Wind, 国金证券研究所

总的来说, 美国商品消费的透支效应已经开始展现, 而储蓄率以及其他数据反映出的“消费意愿”下降也会压制服务消费的水平。



图表 14：平滑后的美国实际服务支出增速依然原低于 2024 年平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

更重要的是，随着近期特朗普不受掌控的议题开始增多，美国经济的波动再度加剧，居民的消费意愿可能会进一步收缩，非农的下行风险将被放大（例如单月增长下滑至 5 万左右，甚至负增长水平）。

未来美国经济很可能并不会出现先胀后滞的分阶段变化，胀和滞的距离或变得越发遥远。一旦这些情况出现将迅速扭转当前仍然相对乐观的经济预期，假设去年联储的行为逻辑依然具备可参考性，那 9 月降息（乃至大幅降息与提前降息）的概率将明显提升。

风险提示

- 1) 中东局势不确定性加剧像显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。
- 2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。
- 3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究