



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

当美国衰退成为“共识”之后

基本内容

“抢消费”、“抢进口”、“抢库存”、“抢设备投资”，是在关税乌云下美国经济活动前置的真实写照；近期美国经济一些数据表现说明美国全行业都几乎处于关税到来前的“活动激增”状态，这种状态的持续性相对脆弱，也从某种程度上掩盖了周期性走弱所带来的增长放缓。

美国经济的循环更可能呈现系统性的走弱，广泛而缓慢的发生在所有部门，并没有任何单一的实体部门具备明显脆弱点；走弱的斜率将随着关税对实体经济冲击的显现而越发增加，也会随着特朗普其他“内政”的深入推进而产生更明显变化。

因此当美国衰退逐渐成为“共识”之后，很重要的一点是不能只戴着关税“滤镜”来看待美国经济，关税视角的解释效用正在下降，衰退来自于特朗普上任后更广泛的政策变化。

美国经济未来走出衰退，需要的不仅是关税战的偃旗息鼓，还有利率和通胀的自然回落，以及特朗普一系列排毒式的“内政改革”取得成果。

风险提示

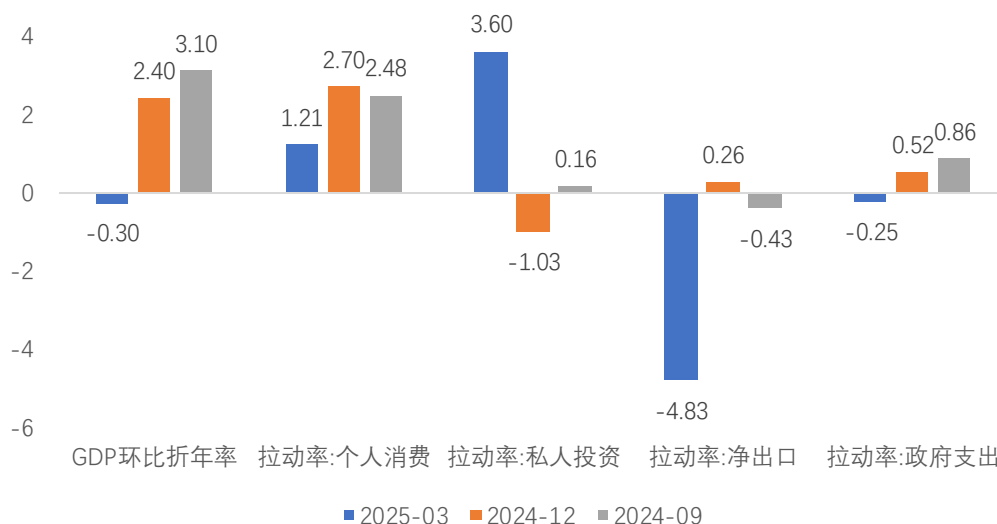
1) “DOGE”改革的进程推进节奏 2) 特朗普关税政策巨大的不确定性 3) 美国企业劳动力需求快速恶化 4) 美国债务上限难以解决导致政府停摆



“抢消费”、“抢进口”、“抢库存”、“抢设备投资”，是在关税乌云下美国经济活动前置的真实写照。

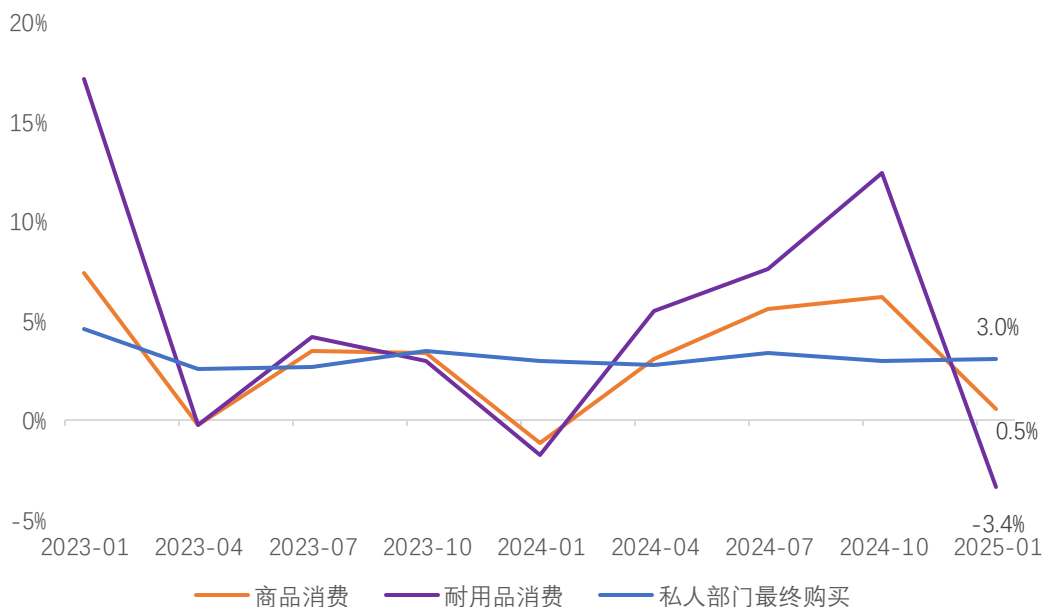
从一季度美国 GDP 数据来看，私人部门最终购买依然处于相对稳健的水平，但这个相对正常的增速背后其实是明显前置的商品需求，其中以耐用品消费最为显著。

图表 1：抢进口的拖累被投资的增长所部分对冲（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：商品消费需求将进一步走弱

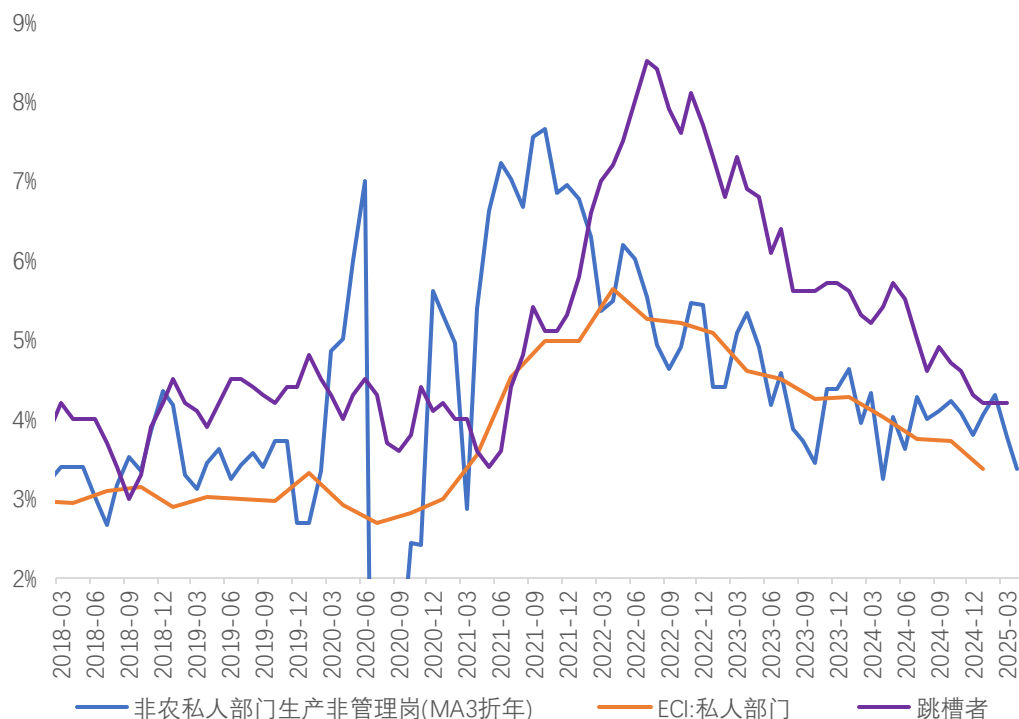


来源：Wind，国金证券研究所

就像中国贸易部门的“抢出口”必然消退一样，美国私人部门的“抢消费”也难以维持高速增长，尤其是其消费能力也正在边际走弱。消费能力来自于收入，非农薪资增速相对偏弱，联储最看重的 ECI 收入增速保持回落趋势，跳槽者的薪资增速也已经回落到了 2019 年的水平。



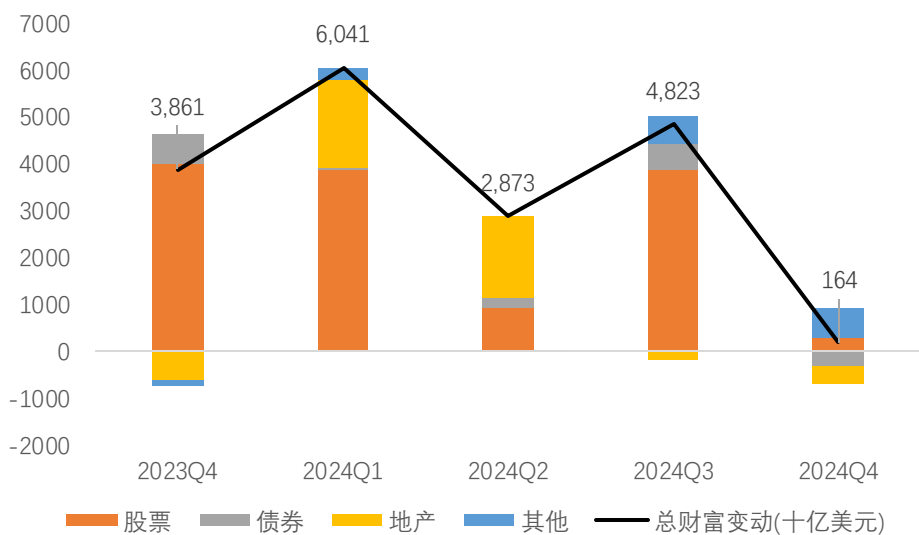
图表 3：美国居民薪资同比增速接近回到 2019 年水平



来源：Wind，国金证券研究所

过去几年支撑美国居民消费韧性的财富效应也在 2024 年第四季度开始消退，成为过去一年美国居民部门总财富增长最缓慢的一个季度，且在 2025 年第一季度还面临进一步下降。过往低利率的顺风逐渐消失，房贷利率的压力正缓慢上升，将给居民部门的财富积累带来更大的压力。

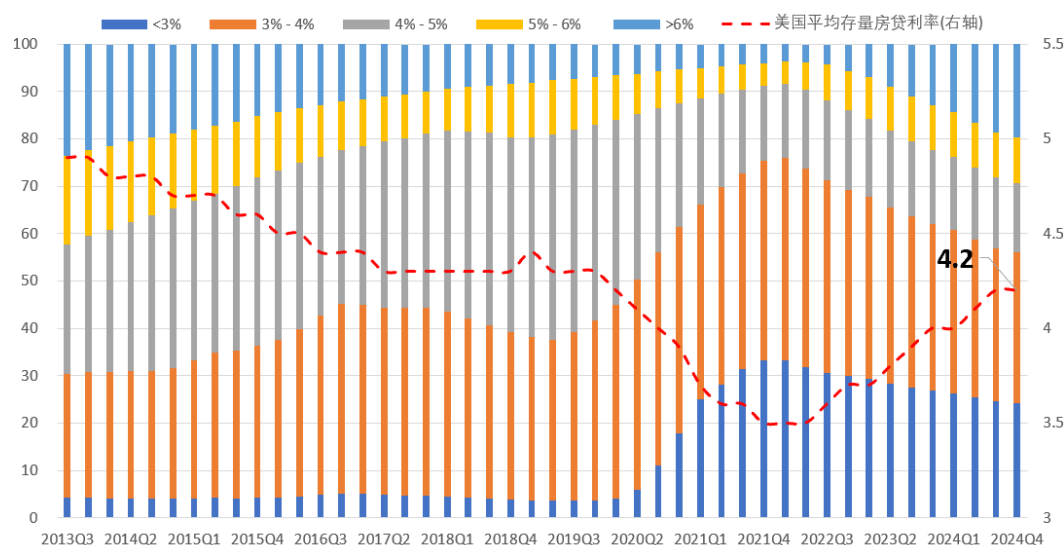
图表 4：美国居民部门总财富在 2025Q1 将面临进一步下降



来源：FED，国金证券研究所



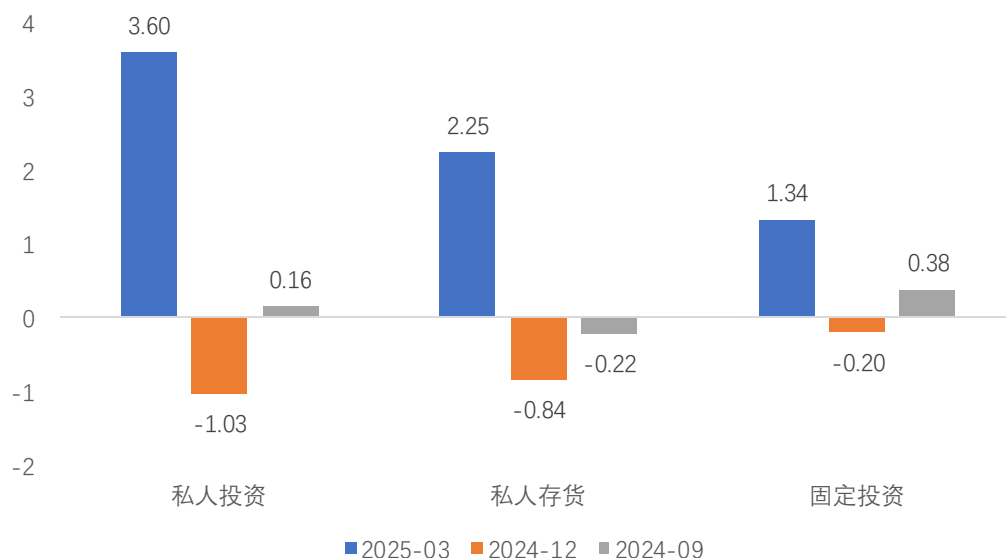
图表 5：美国存量房贷利率将对居民部门带来更大压力



来源：NAR，国金证券研究所

GDP 也展现出了美国企业“抢进口”的姿态：库存激增，固定资产投资（非住宅中的设备投资）大举前置，无不体现出美国企业部门对于关税的积极应对；相同的情况也反映在美国 PMI 产出的持续放缓以及库存从去年底开始的持续上行。

图表 6：美国在“抢进口”推动下的投资分项对 GDP 亦产生明显拉动（单位：%）

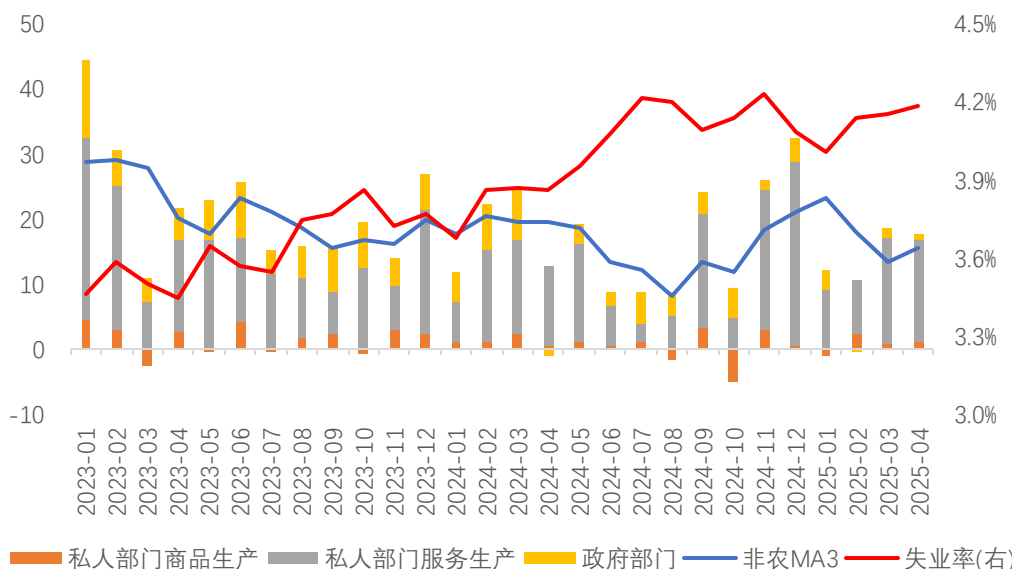


来源：Wind，国金证券研究所

从美国 4 月劳动力数据来看，非农新增就业、失业率的变动以及壮年就业率的回升都称得上健康；同时，3 月高增的零售业就业对应着居民部门的“抢消费”，4 月高增的仓储物流业对应着企业更加急迫的“抢进口”。



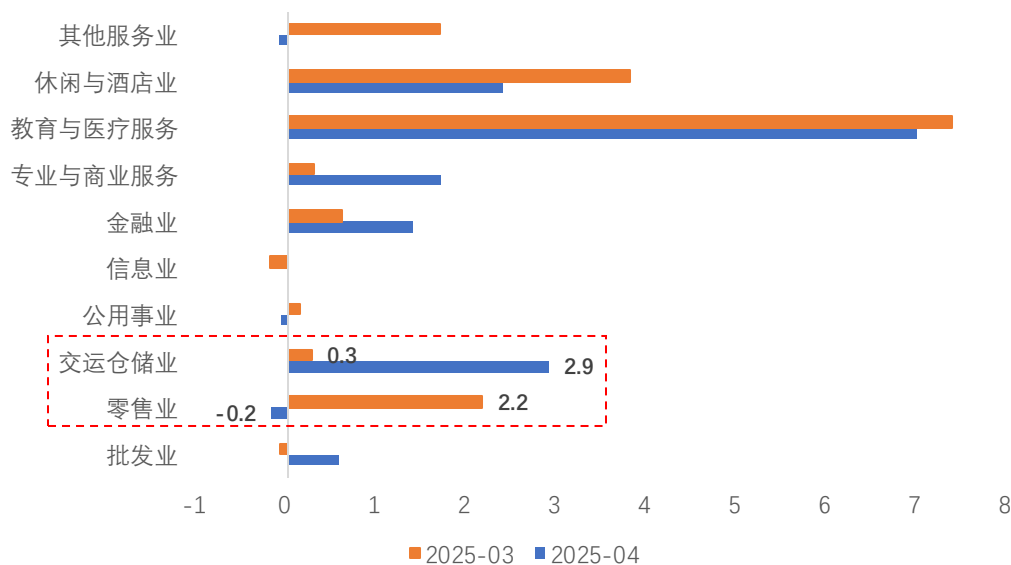
图表 7：非农新增就业依然稳健，失业率仅小幅提升（单位：万人）



来源：Wind，国金证券研究所

这些被认为是受关税冲击最大的行业，截止 4 月的数据展现出的依然是“向上波动”，即对于关税前置需求的积极应对；企业真正的劳动力需求所受到的冲击可能要等待 5 月和 6 月的报告。

图表 8：零售与交运仓储业分别反应居民和企业的“抢消费与抢进口”（单位：万人）



来源：Wind，国金证券研究所

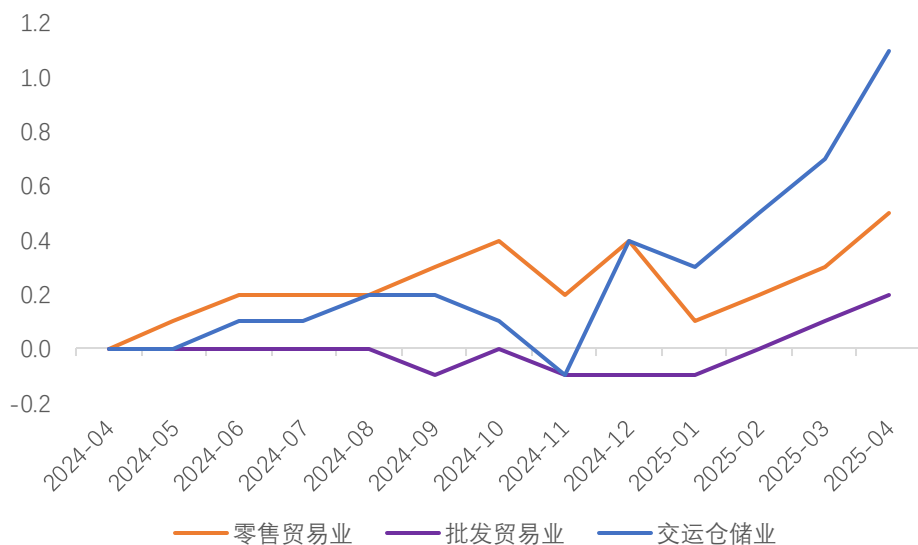
而美国 3 月职位空缺数持续下行或多或少映射出了企业应对关税之道：以静制动，不急于裁员，但也冻结招聘。

考虑到居民部门对于政策、物价的变化更加灵敏，美国经济的走弱可能先发生在零售（消费），进而再向就业蔓延，这意味着联储如果只把就业当作观察经济的代理变量，很可能进一步落后于曲线。

总的来说，近期美国经济一些数据表现说明美国全行业都几乎处于关税到来前的“活动激增”状态，这种状态的持续性相对脆弱，也从某种程度上掩盖了周期性走弱所带来的增长放缓。



图表 9：对关税敏感的行业工作时长明显上行（单位：小时，相较 2024.04 的变化）



来源：Wind，国金证券研究所

美国经济的循环更可能呈现系统性的走弱，广泛而缓慢的发生在所有部门，并没有任何单一的实体部门具备明显脆弱点；走弱的斜率将随着关税对实体经济冲击的显现而越发增加，也会随着特朗普其他“内政”的深入推进而产生更明显变化。

因此当美国衰退逐渐成为“共识”之后，很重要的一点是不能只戴着关税“滤镜”来看待美国经济，关税视角的解释效用正在下降，衰退来自于特朗普上任后更广泛的政策变化。

美国经济未来走出衰退，需要的不仅是关税战的偃旗息鼓，还有利率和通胀的自然回落，以及特朗普一系列排毒式的“内政改革”取得成果。

风险提示

- 1) “DOGE”的改革进程推进节奏可能存在重大变化。马斯克作为“编外”人员参与美国政府改革，在其宣布不再定期到白宫参与 DOGE 工作后，未来减支的效率存在不确定性。
- 2) 特朗普关税政策的不确定性过大，无论是增加关税协定的要求或者放缓关税壁垒都存在可能，这会带来更大的经济波动。
- 3) 美国企业部门劳动力需求急剧收缩，带来非农失速，将美国经济推向衰退，引发联储非常规降息。
- 4) 美国两党分歧加剧导致美国政府长期停摆风险。当前美国政府依赖预算协调法案的通过以维持 2025 财年运转，但两党对于政策目标，经济感知存在越来越大分歧的情况下，可能会出现更长时间的美国政府停摆，进而引发美国资产抛售可能。



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