



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2022.5.13(Y-Research RN032)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

www.cbnri.com

研究简报

中国观察

美国经济萎缩：这对中国意味着什么？

摘要

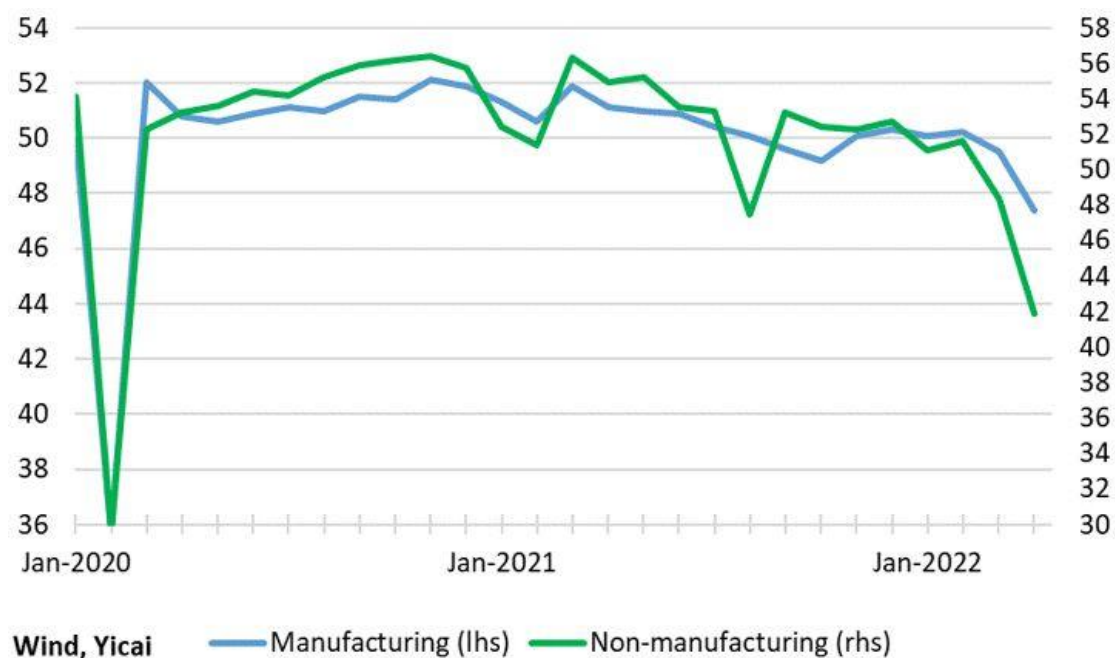
美国近期公布的数据显示，第一季度经济环比收缩1.4%(年率)。如果美国经济下个季度继续萎缩，那么将陷入经济衰退。虽然经济萎缩，但美国的供需错配为中国出口商创造了机会。上海的封控显然会限制出口增长。然而，中国在基础设施方面的大规模投资使其能够抵御不可预见的冲击。

正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

4 月份中国采购经理人指数出现明显下降 (图 1)。结合这些数据和交通拥堵数据, 似乎 4 月份中国经济没有增长。

图 1 采购经理人指数



在欧盟, 国内生产总值 (GDP) 的季度环比增速 (年率) 放缓至 1.6%, 低于 2017-2019 年的平均水平 (2.0%)。欧洲从新冠疫情中温和复苏, 其经济比新冠疫情前的趋势低约 4%, 相当于失去两年的经济产出。

美国 4 月 28 日公布的数据显示, 第一季度美国经济环比收缩 1.4%

（年率）。路透社调查的经济学家平均预期经济增长 1.1%。

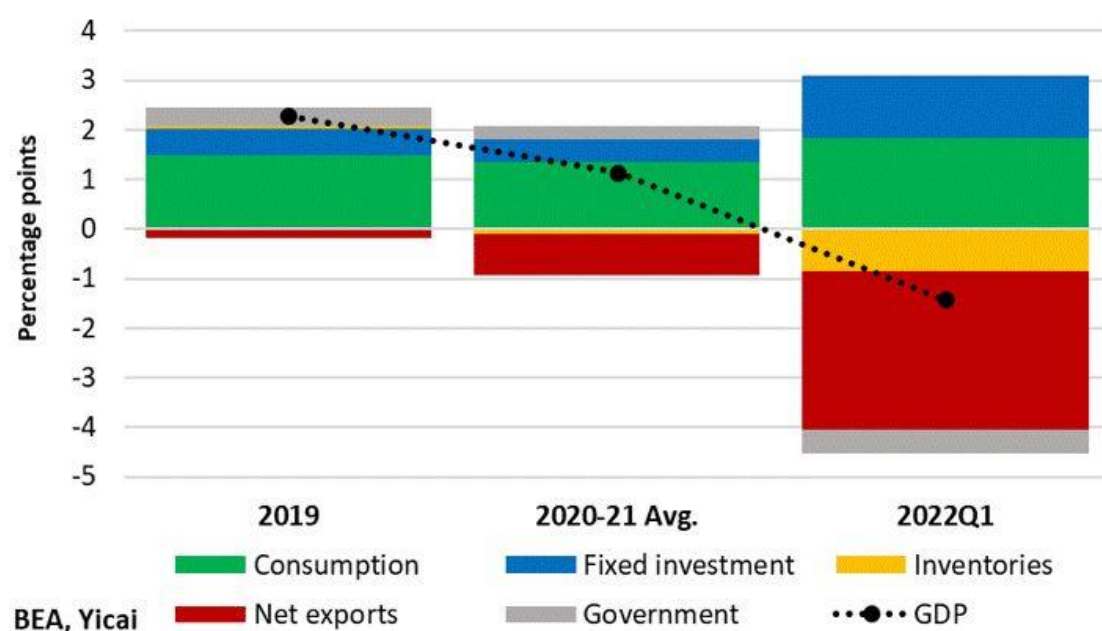
如果美国经济下个季度继续萎缩，那么将陷入经济衰退。经济疲软的美国会给正在努力从“封控”中恢复的中国带来怎样的影响？

从细分数据来看，美国第一季度经济数据的关键因素并不是经济意外疲软。相反，数据显示，强劲的总需求和疲软的总供给之间存在严重失衡。

图 2 显示了根据需求构成划分的 GDP 增长。我计算了 2020-2021 年的平均值，观察这些年数据的波动情况。

内需的强劲体现在对国内购买者的最终销售额（消费加固定投资）所贡献的 3 个百分点上。这（今年第一季度数据）比 2019-2021 年期间高出约 1 个百分点。问题是美国经济无法满足这种需求，这种需求最终通过增加进口（净出口减少）和减少库存来满足。

图 2 对 GDP 增长的贡献



美国强劲的内需导致劳动力市场非常活跃，这并不令人感到惊讶。失业率很低，只有 3.6%。3 月底，职位空缺数达到 1150 万个，创历史新高。

2019 年美国就业市场也非常活跃。当时的平均失业率为 3.7%，职位空缺数比失业人数多 120 万个。然而，美国劳动力市场的供需失衡在今年第一季度达到了新的水平，职位空缺数比失业人数多出了创纪录的 510 万个。

美国劳动力短缺的原因是什么？

似乎是由于感染新冠肺炎的恐惧。

今年 3 月，职位空缺率（空缺职位数除以就业人数）为 7%。纵观各个行业，住宿和餐饮服务（10%）以及专业和商业服务（9%）等与人接触频繁的岗位空缺率最高。即使在制造业，职位空缺率也超过 6%，而 2019 年该数据仅为 3%（图 3）。制造业企业招人难影响其满足国内需求的能力。这也是进口如此强劲的原因之一。

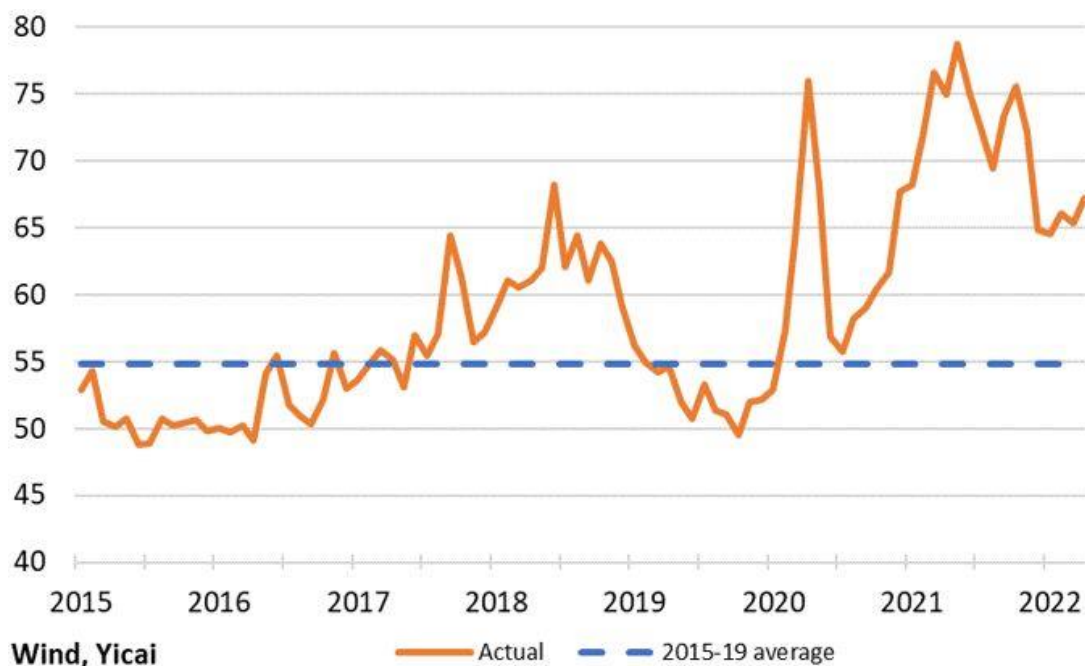
图 3 制造业职位空缺率（%）



美国制造商不得不应对的另一个生产限制来自供应瓶颈。美国供应链管理协会（ISM）用供应商交货时间（Supplier Delivery Times）作为衡量标准，可以很好地反映这些瓶颈。

图 4 显示，虽然过去一年供应商的交货时间有所减少，但仍远高于 2015-2019 年的平均水平（数值越高说明交货时间越慢，瓶颈越普遍）。这些瓶颈不太可能很快得到缓解。根据 ISM 的报告，在其追踪的 18 个制造业行业中，有 16 个反映 4 月份供应商的交货时间比 3 月份慢。此外，ISM 认为中国的封控和持续的用工问题将继续推迟第二季度的交货时间。

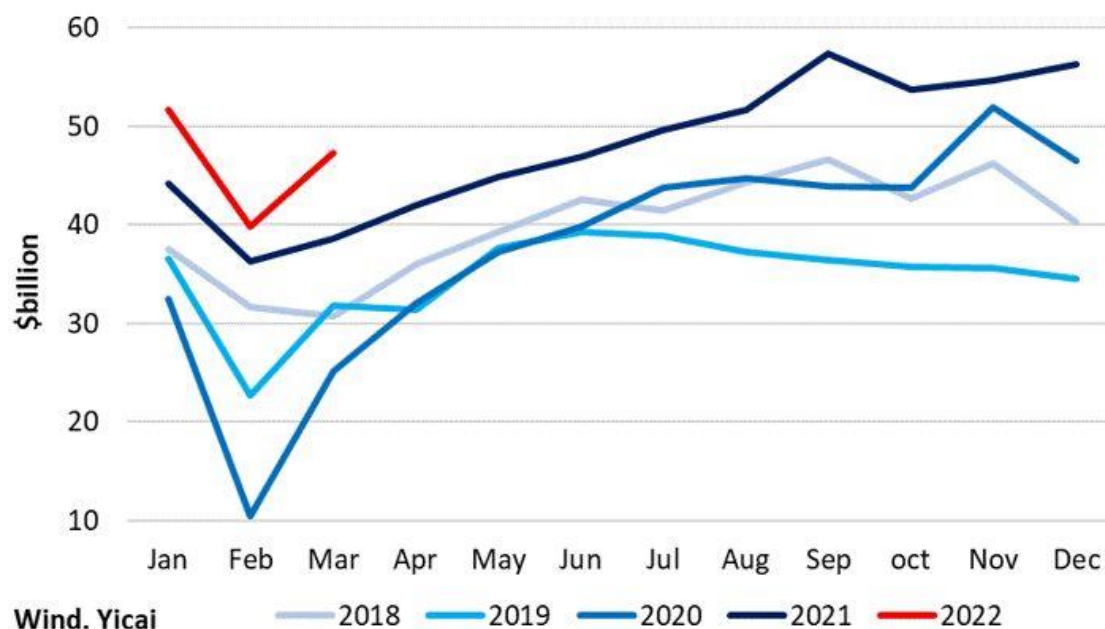
图 4 制造业供应商的交货时间



虽然经济萎缩，但美国的供需错配为中国出口商创造了机会。第一季度，中国对美国的出口额同比增长 17%（图 5）。这一强劲表现

仅次于 2021 年的 28%。

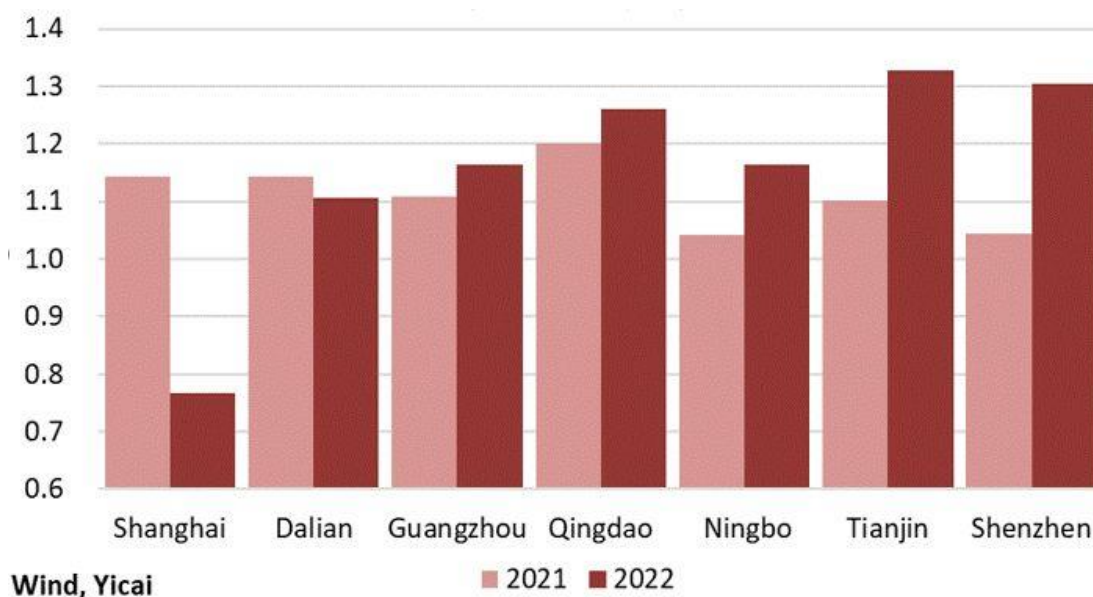
图 5 中国对美国的出口额



目前，中国正在经历自身的供应瓶颈。它能否继续受益于美国强劲的内需？

上海的封控显然会限制出口增长。然而，中国在基础设施方面的大规模投资使其能够抵御不可预见的冲击。例如，我的一个朋友向南美出口建筑材料。过去，他从上海发货，但现在他的货物被转运到上海以南 290 公里的宁波。将中国主要港口城市的交通拥堵情况与去年进行对比，可以发现上海和大连数据的下降已经被其他城市的强劲上升所抵消（图 6）。这些数据表明，像我的朋友一样，出口商正在寻找创造性的解决方案。

图6 交通拥堵指数（4.23-4.29）



美联储继续采取行动，于5月4日将联邦基金利率上调50个基点，以解决美国经济的供需失衡问题。美联储的工作是艰巨的。通过收紧货币政策，它希望让总需求与总供给保持一致。鉴于供应瓶颈和与新冠肺炎相关的劳动力短缺是暂时的，总供给可能会随着时间的推移而增加，只需要适度上调利率即可。风险在于供应限制会持续更长时间。

人们普遍预计，美联储将成功实现软着陆，联邦基金利率将于明年初达到略高于3%的峰值。事实上，在利率声明发布后，股市上涨了3%，为美联储缓慢而稳健的经济再平衡策略喝彩。

货币政策影响整个利率曲线。虽然联邦基金利率在这次紧缩周期中仅上升了0.75个百分点，但长期利率却上升了两倍。

美国加息将吸引全球流动性，导致中国等新兴市场国家资本外流。然而，鉴于经常账户盈余、审慎的宏观经济政策和高水平的外汇储备，

中国在应对资金外流方面应该没有问题。事实上，外资只占中国资本需求的一小部分。

国际资本流动会使汇率重新调整，使美元升值，新兴市场国家货币贬值。对于借入大量美元的国家来说，这种调整可能会带来问题。对于中国这个主要以人民币借款的国际债权人来说，人民币贬值不会对其金融稳定构成风险。

由于美元可能对几乎所有其他货币都升值，我预计中国的贸易加权汇率将基本保持不变。此外，人民币对美元小幅贬值可以帮助中国出口商向仍然强劲的美国市场销售商品。