未经允许　请勿引用

经济预测分析

第 02 期

国家信息中心　　2021年01月13日

美国经济复苏前路崎岖

内容摘要：2020 年，受新冠肺炎疫情冲击，美国经济陷入二战以来最严重萎缩，GDP 连续两个季度下滑。尽管 5 月份随着经济活动逐步重启，叠加财政货币政策助力，美国经济在三季度实现大幅回升，但由此也带来了疫情显著反弹以及财政金融风险的快速上升。在 2020 年的低基数基础上，2021 年美国经济增速有望实现技术性反弹。然而受制于疫情发展的不确定性以及财政货币政策刺激空间收窄，美国经济缺乏大幅反弹的动力，恐难以恢复至疫情前水平。全年来看，在下半年疫情能得到有效防控的前提下，2021 年美国经济增速将呈现前低后高的走势。

2020 年，美国经济受新冠肺炎疫情冲击，陷入二战以来最严重萎缩，GDP 连续两个季度下滑。5 月份之后，随着经济活动逐步重启，财政货币政策叠加助力，多项经济指标出现改善，经济自衰退谷底逐步反弹。

一、新冠肺炎疫情冲下美国经济出现大幅波动

（一）经济自深度衰退中反弹

2020 年初新冠肺炎疫情爆发，美国政府为遏制疫情蔓延颁布“居家令”，供给和需求两端同时遭受冲击，导致经济活动迅速收缩，继一季度 GDP 环比折年下降 5%后，随着第一波疫情高峰的到来，二季度 GDP 降幅进一步扩大至 31.4%，创二战以来最大单季降幅纪录。其中，消费约占美国经济活动的 70%，二季度个人消费支出下滑 33.2%，成为拖累美国经济的主要因素，拉低 GDP 增速 24.01 个百分点;私人投资环比折年下滑 46.6%，拉低 GDP 增速 8.77 个百分点;生产停摆和国际贸易受阻使商品和服务出口下滑 64.4%，拉低 GDP 增速 9.51 个百分点。由于衰退引发的经济和社会压力日渐加大，在疫情尚未得到有效遏制的情况下，特朗普政府自 5 月起开始分阶段重启经济，美国经济自谷底开始反弹，在消费恢复、商业和住宅投资增加以及出口回升的共同推动下，三季度 GDP 环比折年增速达到 33.4%，创 1947 年以来的新高。其中消费对经济增长的贡献超过了 3/4。尽管如此，美国三季度 GDP 同比仍萎缩了 2.9%。

表 1 美国主要经济指标增长率及其对经济增长的贡献

指标	2018 年	2019 年	2020 年		
			第一季度	第二季度	第三季度
GDP 及其构成增长率（经季节调整折年率，%）					
国内生产总值	3.0	2.2	-5.0	-31.4	33.4
个人消费支出	2.7	2.4	-6.9	-33.2	40.6

私人国内投资	6.3	1.7	-9.0	-46.6	84.9
商品和服务出口	3.0	-0.1	-9.5	-64.4	60.5
商品和服务进口	4.1	1.1	-15.0	-54.1	93.1
政府消费和投资总额	1.8	2.3	1.3	2.5	-4.9
GDP 构成对经济增长的贡献（百分点）					
个人消费支出	1.85	1.64	-4.75	-24.01	25.22
私人国内投资	1.08	0.3	-1.56	-8.77	11.78
商品和服务出口	0.36	-0.01	-1.12	-9.51	4.95
商品和服务进口	-0.62	-0.16	2.25	10.13	-8.12
政府消费和投资总额	0.32	0.4	0.22	0.77	-0.76

资料来源：美国商务部经济分析局

（二）生产恢复但仍低于疫情前水平

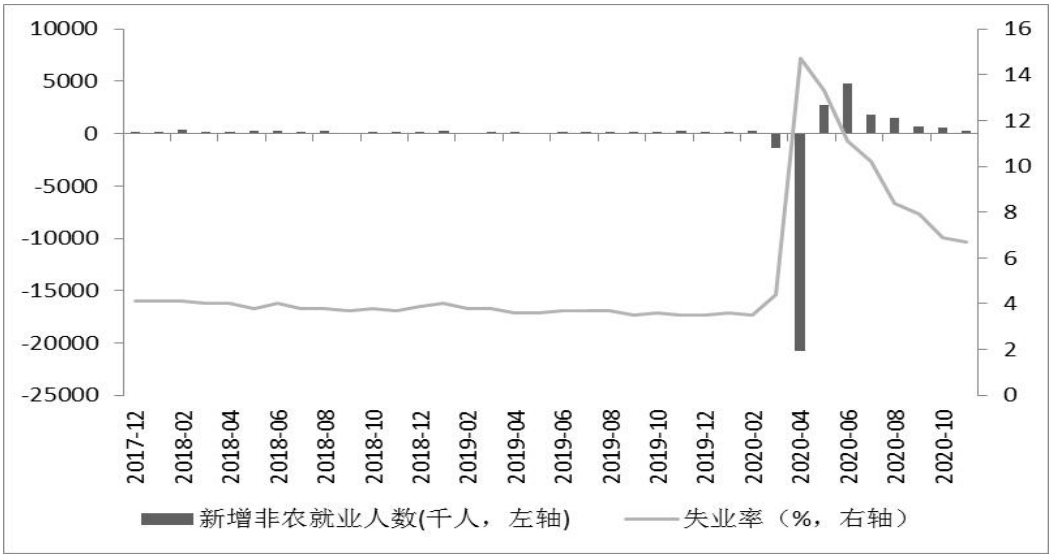
在新冠肺炎疫情冲击下，一季度美国制造业和服务业活动迅速从扩张变为收缩，而且收缩幅度在 4 月份进一步扩大，ISM 制造业和服务业 PMI 分别跌至 41.5 和 41.8。随着 5 月份经济重启，制造业和服务业开始双双反弹，6 月份均已恢复至扩张区间，11 月份制造业和服务业 PMI 分别回升至 57.5 和 55.9。但整体来看，美国制造业和服务业仍未恢复至正常水平。11 月份美国工业生产指数为 103.2，仍低于 2019 年底 109.2 的水平。尽管服务业总体比制造业恢复更快，但受疫情影响严重的餐饮、航空、旅游等行业的运营仍受到限制，距恢复常态仍有一定距离。

（三）失业率自历史高位回落

随着大量企业因疫情冲击而停业乃至破产，美国失业人数急剧增加，三、四月份美国非农就业人数分别减少了 137.3 万和 2053.7 万人，失业率 4 月份飙升至 14.7%，创大萧条以来的最高纪录。持续领取失业金人数在 5 月上旬最高时达到了 2491 万人。随着经济重启，美国失业率缓慢回落，11 月份降至 6.7%。同时，持续领取失业金人数也出现了明显的下降，截至 12 月 26 日当周已降至 507.2 万人。但美国劳动力市场就业形势依然不容乐观，失业率仍远高于 2019 年 12

月 3.5%的水平，新增非农就业人数在经历了 4 个月百万人以上的增长后，11 月份已回落至 24.5 万人，显示经济活动创造就业的进程在放缓。

图 1 美国劳动力市场情况

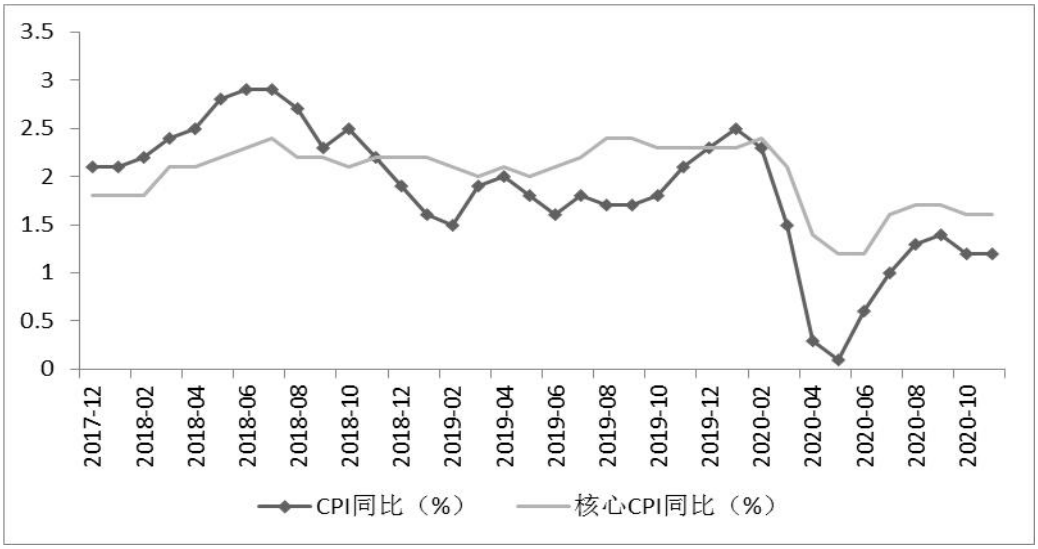


数据来源：美国劳工部

（四）物价水平温和回升

由于疫情冲击最终需求并引发国际原油价格大幅下跌，美国通胀率在 2020 年前 5 个月持续走低，5 月份时 CPI 同比涨幅降至 0.1%，为 2015 年 9 月以来的新低。剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比涨幅当月降至 1.2%，为 2011 年 3 月以来的最小涨幅。经济活动重启后，随着需求的恢复以及国际原油价格的反弹，美国通胀率也有所回升，11 月份美国 CPI 和核心 CPI 同比涨幅分别提高至 1.2%和 1.6%。同时，在经济复苏以及流动性宽松预期影响下，消费者通胀预期也出现大幅反弹，12 月密歇根大学消费者通胀预期指数回升至 74.7，较 5 月提高了 8.8 个点。尽管通胀回升，但美国经济复苏态势尚未得到有效巩固，所以 8 月份美联储重新修订了货币政策框架，引入“平均通胀目标”制，允许一定时期内的通胀超出 2%而不对利率水平做出调整。

图 2 美国通胀情况



数据来源：美国劳工部

（五）对外贸易降幅收窄

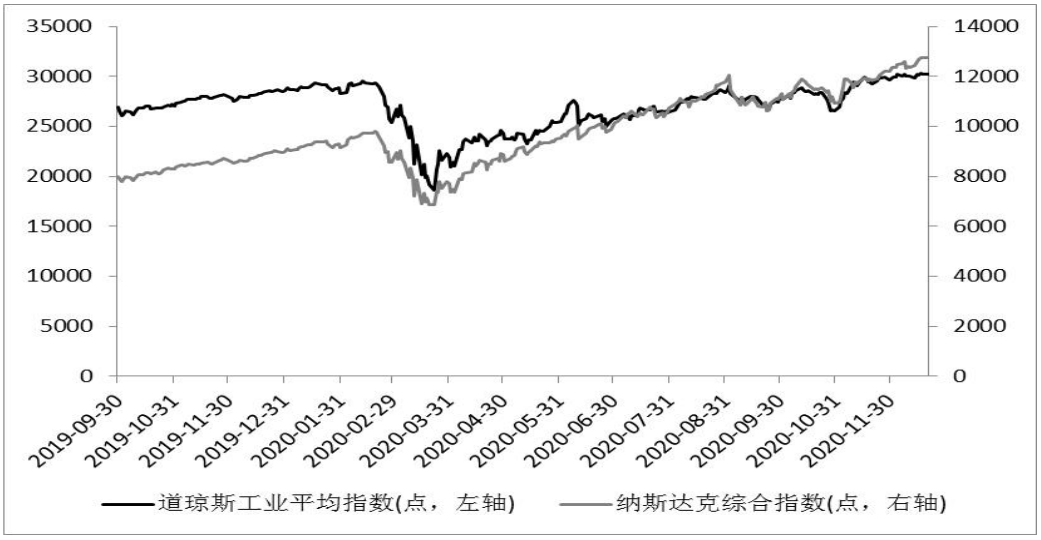
由于各国采取的防疫措施导致跨境货物流通受阻，加之疫情冲击下需求大幅下降，美国进出口显著萎缩，5 月份出口和进口同比降幅分别达到 33.4%和 24.4%。尽管经济重启后美国贸易有所恢复，但仍低于上年同期水平，10 月份美国出口和进口分别同比下降 13.5%和 3.3%。而且，由于出口降幅更大，美国贸易逆差不断扩大，10 月份达到 631 亿美元，处于 2008 年以来的高位。

（六）金融市场剧烈波动

疫情的爆发和快速蔓延也对美国金融市场造成了极大冲击，引发了市场恐慌情绪的快速上升，三大股指 2 月中旬起快速下泄，道琼斯工业平均价格指数 3 月 23 日最低跌至 18591.9 点，较 2 月 12 日的高点下跌了 37.1%。同期标普 500 指数、纳斯达克指数跌幅也分别达到了 33.8%和 30%。同时，美元在避险需求推动下迅速升值，美元指数 3 月下旬突破 100 点，并在 19 日最高达到 102.7 点。随着美国政府及美联储均出台大规模纾困和流动性支持政策，市场信心得到恢复，

经济重启也进一步改善了市场预期，美股出现V型反弹，不仅收复此前跌幅，而且进一步创出历史新高。美元指数也在贬值预期推动下，12月下旬最低跌破90点。

图3 美国股指走势



数据来源：万得资讯

二、美国经济运行面临四重风险

一是经济因疫情二次探底。由于美国在尚未完全控制住疫情的情况下重启经济，经济活动的恢复导致疫情已出现明显反弹。根据约翰斯·霍普金斯大学的统计数据，截至2020年12月底，美国每日新增病例已超过25万例，从纽约到西雅图，美国各个州和大城市也在11月开始重新启动限制措施。同时，尽管美国已经开始大规模疫苗接种，并预期普通民众将在2021年春夏完成接种，但目前疫苗接种进度严重落后，不及此前目标的1/4，由此也将导致经济活动恢复正常需要更长时间。至少至2021年年中，美国经济仍将处于带疫运行的状态。在德、法、英等国已经开始实施二次封锁的情况下，拜登就任总统后也将采取更为严格的防疫政策，而这将导致美国经济出现二次探底。

二是政策刺激空间受限。当前美国财政、货币政策对经济的支持力度都已处于前所未有的程度，未来出台进一步刺激经济的政策空间已经十分有限。美联储的政策利率已经在零附近，而且在3月下旬便推出了无上限的量化宽松政策，近期除了修改货币政策框架等手段外，继续大幅放松货币政策的空间已经基本用尽。而从财政政策看，2020年3月份以来，美国政府已出台了三轮救助计划，总规模超过2.3万亿美元。美国财政部最新数据显示，受财政支出大幅增加影响，2020财年（截至2020年9月30日）美国财政赤字达到创纪录的3.13万亿美元，联邦财政赤字占GDP的比重升至15.2%，创二战结束以来新高。公共债务规模占GDP的比重上升至102%，这也限制了进一步大规模扩张性财政政策的出台。目前两党仅就9000亿美元的救助法案达成一致，但对于进一步的财政刺激计划仍分歧严重，美国经济面临因政策力度不足或断档而导致的复苏中断风险。

三是大选后遗症延续。尽管拜登已经正式确认当选美国总统，但此次大选特朗普和拜登选情焦灼，特朗普始终未承认败选，并因为邮寄选票问题与民主党产生激烈矛盾，发起数十起法律诉讼。在美国社会已经严重分裂的背景下，美国大选将进一步加剧社会民意的两极分化，自去年大选以来双方支持者多次爆发冲突，今年1月6日特朗普支持者甚至冲进国会大厦，导致国会紧急休会。拜登就任后，美国在疫情防控规则、经济刺激方案等方面可能发生调整，清算特朗普政治遗产，并极力打造迥异于前任的政治形象，从而在上半年会产生一段时间的政策不稳定期，不排除因突发社会事件或拜登政府政策调整引发新的广泛暴力示威的可能性。

四是资产泡沫破裂。尽管疫情对美国企业利润和家庭收入造成严

重冲击，但在美联储极度宽松的货币政策支撑下，美国股市、房地产市场价格仍在持续上涨，企业和居民部门债务水平不断攀升，资产价格泡沫化水平继续提高。衡量美股泡沫化水平的席勒市盈率指标回升至30点以上，超出历史平均水平近20%。同时，美国全美地产经纪商协会数据显示，2020年11月未经调整的二手房售价中值同比上涨14.6%，至31.08万美元，连续第四个月录得两位数增长。美国抵押贷款银行家协会预计，2020年美国房屋贷款发放额将达到3.18万亿美元，创2003年以来的最高水平。同样受益于低成本的融资环境，美国企业大量增加负债。路孚特（Refinitiv）的数据显示，截至2020年8月初，美国投资级企业债券发行量已超过1.3万亿美元。如果美国经济未能实现持续的恢复，金融市场回调风险将上升，居民和企业部门偿还债务的压力将加大，进而可能引发金融动荡和大规模债务违约风险。根据美国法院破产申请数据，截至8月底，美国累计已有4779家企业申请破产保护，同比增长28%。美国Bankruptcy Data统计显示，截至8月底，在申请破产的企业中，有45家负债规模超过10亿美元，157家负债规模超过5亿美元。

三、美国经济或将呈现前低后高走势

由于美国经济在2020年尤其是二季度因新冠肺炎疫情的冲击大幅萎缩，2021年美国经济增速将在较低的基数上出现明显反弹。根据IMF《世界经济展望》报告的预测，2020年美国经济将萎缩4.3%，2021年将增长3.1%。美联储2020年12月预计2020年美国经济萎缩幅度为2.4%，2021年增速将回升至4.2%。

尽管如此，2021年美国经济增速的回升仍属于技术性反弹。在

步入与疫情相伴的常态后，美国经济增长缺乏大幅提速的动力。近期PMI、就业等指标走势已经显示出美国经济出现了反弹放缓的迹象。根据IMF的预测，2021年末美国经济规模仍将低于2019年的水平。

一是消费后劲不足。占GDP比重七成的私人消费一直是支撑美国经济增长的主要动力。在疫情冲击下，美国的个人消费支出也一度出现断崖式下跌。尽管受益于特朗普政府的三轮纾困政策的支持，个人消费支出自2020年5月以来保持正增长，零售额也重新回到疫情前水平。但疫情的再次加剧可能导致企业裁员和破产增加，加大就业市场压力，削弱消费者信心，这都将对今年美国消费持续复苏形成抑制。

二是企业投资乏力。由于企业仍面临需求不足和利润下降的困境，大选后美国政府政策的不确定性也将使企业投资更为谨慎。拜登就任后，可能会上调富人和企业税，将不利于鼓励企业投资。2021年美国私人投资难以大幅反弹。

三是出口增长疲弱。由于世界经济2021年仍将保持低迷，疫情导致的跨境货物流动障碍短期内也难以完全消除，WTO在《全球贸易数据与展望》报告中将2021年全球贸易增长幅度从此前的21.3%下调至7.2%，贸易规模仍将远低于疫情前的水平，并认为如果全球疫情反弹并引发各国新一轮“封锁”措施，2021年全球贸易增速可能还会下滑。因此，在全球经济和贸易前景仍存在高度不确定性的情况下，美国出口将继续疲弱。

如从分季度的环比折年增速看，年初美国经济受疫情影响面临二次探底。由于民主党控制参众两院，拜登上台后，美国政府加强疫情防控的同时，也能够较为顺利地推出新的财政刺激计划。预计一季度后，随着民众接种疫苗比例的不断提高以及政策刺激效果显现，经济

将得到改善。在疫情得到有效控制的情况下，下半年美国经济将延续回升势头，2021 年增速将呈现前低后高的走势。

（执笔：赵硕刚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部　　**邮编：**100045
联系电话：68557142，68557122　　**传真：**68558210
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn