宏观点评 20220707

美国经济：衰退迫在眉睫

2022 年 07 月 07 日

证券分析师 陶川
执业证书：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 段萌
执业证书：S0600121030024
duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《美国减免对华关税：浪子回头还是“与虎谋皮”？》
2022-07-05

《大宗商品牛市接近尾声了吗？》
2022-07-04

《开发性金融债支持基建透露了什么信号？》
2022-07-01

- **美国 2022 年二季度实际 GDP 增速是否会再次录得负数？对此亚特兰大联储的预测为-2.1%，这为我们敲响了警钟。鉴于一季度实际 GDP 已录得-1.6%的负增长，若二季度再现负数，导致实际 GDP 连续两个季度下滑，便步入市场普遍认为的“技术层面”的衰退。在我们看来，这意味着美国经济衰退最早可能在 2022 年三季度末便到来，而非 2023 年。**

- **官方层面，**尽管美国国家经济研究局 NBER 并未将上述市场对于经济陷入衰退的判断作为硬性标准，但如图 2 所示，**NBER 确实将绝大多数实际 GDP 连续两个季度下滑的情况定义为衰退，仅有 1980 年的经济衰退例外。**彼时一季度实际 GDP 增速为正，但却被列为进入了衰退，原因在于失业率居于超 6%的高位，这与 2021 年末以来劳动力市场接近充分就业的情况不同。

- **NBER 对于衰退的定义有三个标准，需要同时满足深度、广泛性和持续时间。具体的描述为经济活动的显著下降，且这种下降波及整个经济体并持续数月以上，通常已经反映在个人收入和就业上。**当然，极端情况下对部分标准的要求可能会被削弱，这也体现了 NBER 对于衰退的定义具有一定的主观性。

- **如果美国二季度实际 GDP 增速再现负值，我们认为 NBER 的广泛性和持续时间便得到满足。**尽管就业市场仍然强劲，但是考虑通胀因素后，实际个人收入已现下降态势。而美联储快速大幅加息对于需求的抑制也将逐渐体现，后续企业经济活动的降温也将逐步反映在就业市场上，造成失业率的回升。

- **根据我们对美国经济基本面的观测，部分经济指标已现放缓甚至衰退迹象，主要体现在三个方面**：

  一是高通胀压制居民消费。剔除价格因素后，2022 年零售及食品服务销售的实际同比增速呈下降态势，并在 5 月转负（图 3）。高通胀对于家庭财富的侵蚀已显现，2022 年美国实际个人可支配收入呈下降态势，尽管薪资增速破 5%已经持续一段时间，但不足以弥补通胀带来的损失，实际工资持续下降（图 4-图 5）。而在未来收入仍将下降的预期下，消费者信心受到打压（图 6）。

  二是房地产市场降温。在美联储连续快速、大幅加息下，30 年期抵押贷款利率已经从 2021 年 12 月 31 的 3.1%升至 2022 年 6 月 30 日的 5.7%，每月抵押贷款还款压力的增加压制了购房需求（图 7）。而密歇根大学 5 月调查显示，认为当前为购房好时机的回答接近历史低位（图 8）。

  三是制造业企业活动放缓。2022 年 6 月美国 ISM 制造业 PMI 新订单跌破荣枯线，创 2020 年 5 月来最低，达拉斯联储、费城联储和里奇蒙德联储制造业指数纷纷下滑（图 9）。原材料价格高涨、供应短缺、招工难、高昂运费等因素对制造业企业形成制约，OECD 美国制造业信心综合指数持续下滑（图 10）。

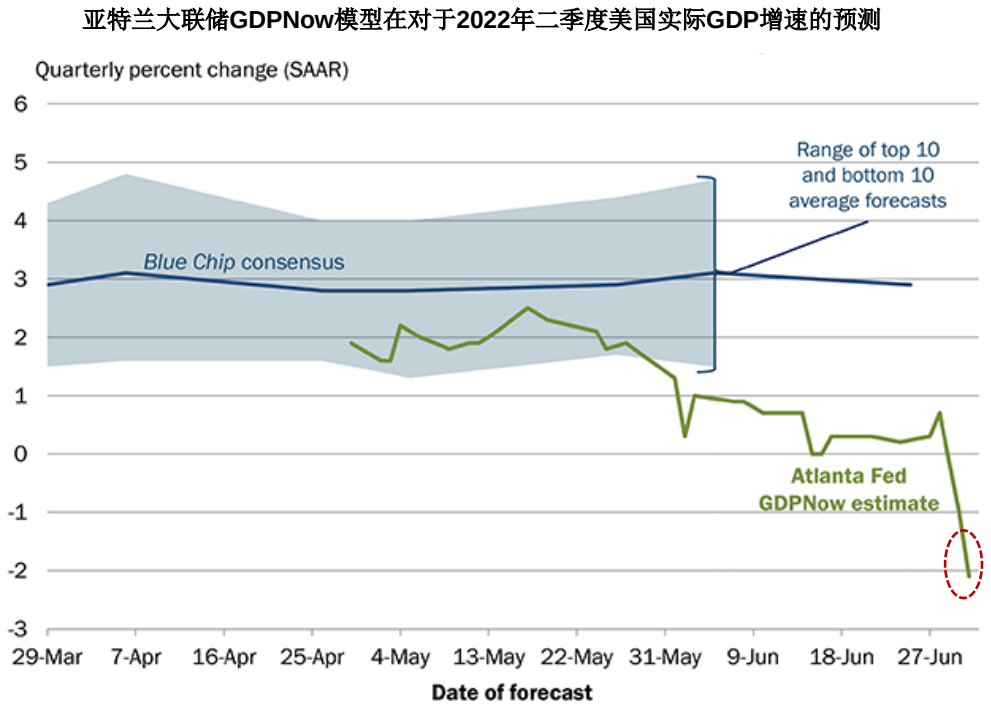
- **美国历次步入衰退的进程往往都伴随着金融条件的收紧，而在 2022 年美联储加速收紧货币政策下，宽松的金融条件指数也在迅速收紧至历史均值（图 11）。**

- **衰退的条件正在一一被满足，但是正如我们在此前的报告所言，美股这波熊市尚未体现对未来盈利预期的下降，仅是估值回调所致（图 12）。**市场尚未对即将到来的衰退定价，因此我们重申此前观点，美股的调整尚未结束，我们认为 3100 至 3200 之间可能是更加合理的底部位置，对应的自高点的跌幅为 33%至 35%。

- **风险提示：**新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

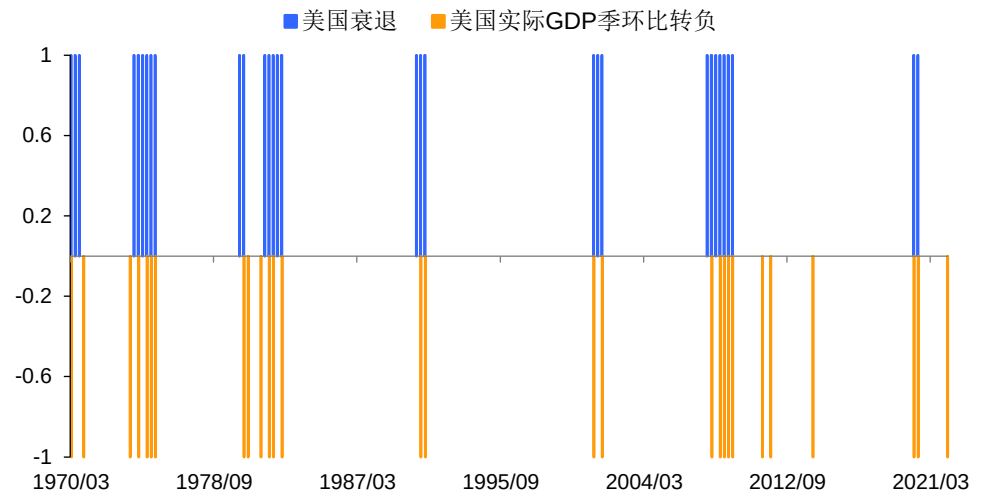
图1：亚特兰大联储预测 2022 二季度美国 GDP 实际增速为-2.1%



注：参考了 Blue Chip Economic Indicators 和 Blue Chip Financial Forecasts

数据来源：亚特兰大联储，东吴证券研究所

图2：NBER 定义的大多数衰退包括实际 GDP 连续两个或多个季度下滑

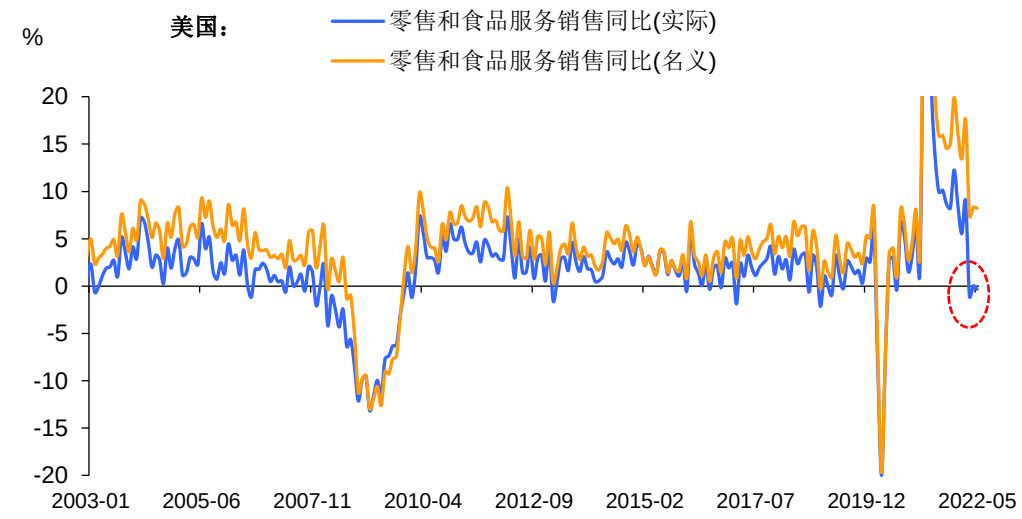


注：NBER 定义的美国衰退记为 1，美国 GDP 季环比转负记为-1

数据来源：NBER，Bloomberg，东吴证券研究所

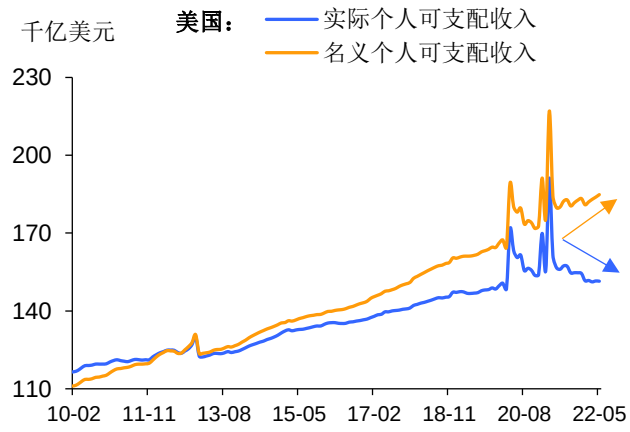
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：剔除价格因素后，零售及食品服务销售的实际同比增速转负



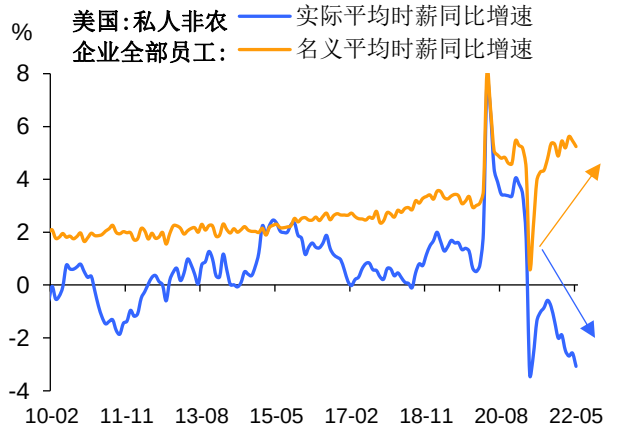
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022 年美国实际个人可支配收入呈下降态势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

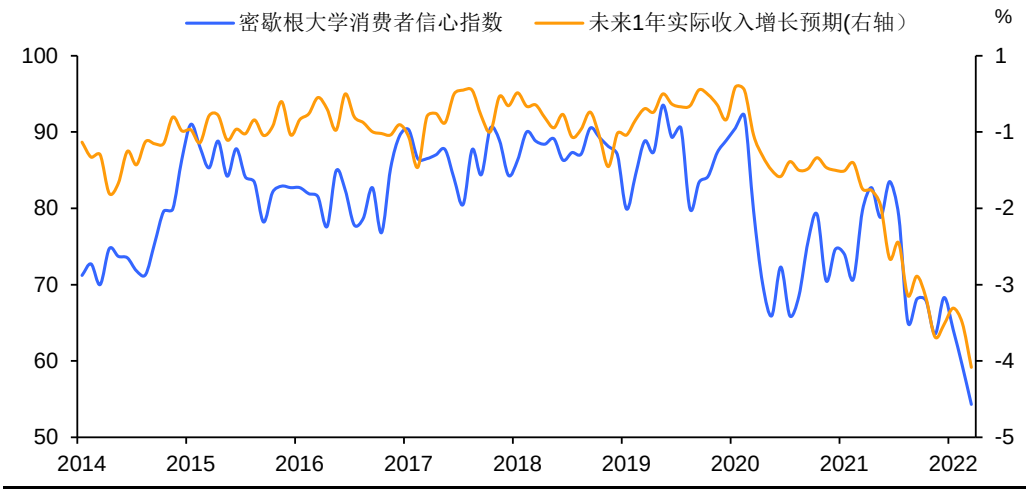
图5：2021 年 4 月以来，美国实际薪资增速为负



数据来源：Wind，东吴证券研究所

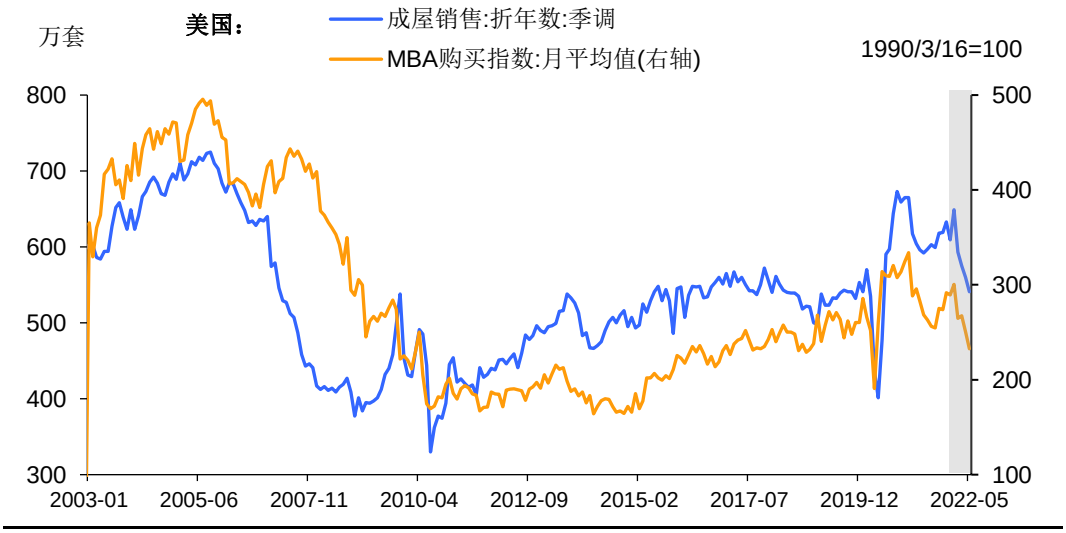
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：在未来收入仍将下降的预期下，美国消费者信心受到打压



数据来源：Bloomberg，纽约联储，东吴证券研究所

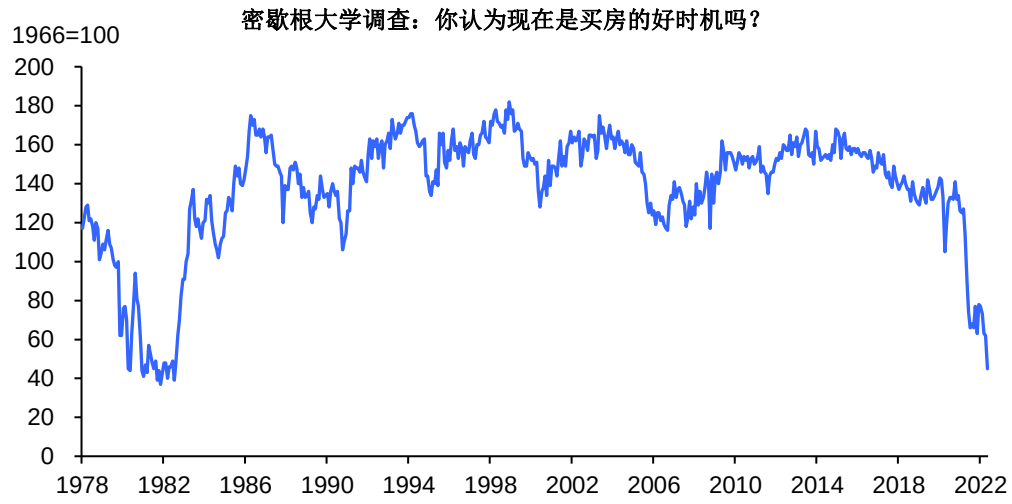
图7：2022 年美国成屋销售和 MBA 购买指数呈下降态势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

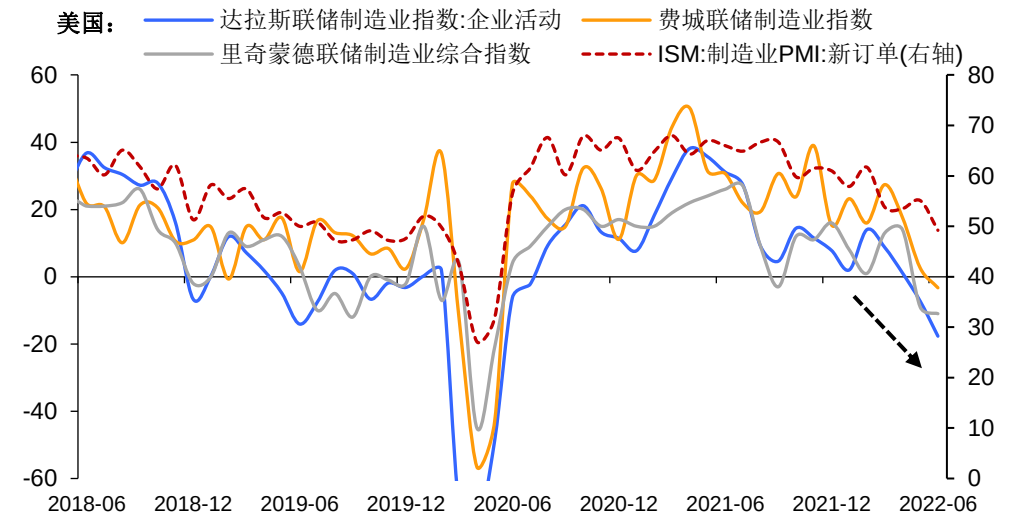
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：2022 年 5 月，认为当前是买房好时机的回答接近历史低位



数据来源：密歇根大学，东吴证券研究所

图9：2022 年 6 月，美国制造业有放缓迹象



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43644