

别恐慌！这次可能只是浅衰退！

证券研究报告

2022 年 07 月 11 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

本轮美国经济之起，在于低违约可能的政府部门加杠杆向居民和企业部门转移现金。不管是企业还是居民部门的在手现金均意味着可能发生的衰退将是温和可控的。衰退幅度和持续时间可能类似 2001 年，结果是资源浪费企业出局、劳动力怠工倒逼效率提升。因此美股不会出现恐慌性抛售，也不会有类似 2008 和 2020 年的流动性风险。

经济深度衰退的风险在于美联储过度加息。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

最早预判衰退——我们今年 1 月初在《最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望》中指出，今年最大的预期差发生在海外，市场对今年美国经济增长寄予了过高预期，实际落差可能是历史最大。之后我们在 3 月《油价 100 美元，离衰退有多远？》和《美国经济能承受多少加息》中再次指出，高油价和过度加息可能让美国经济最快在今年年内就发生衰退。6 月以来海外市场的衰退预期正在向我们年初以来的判断逐渐靠拢。

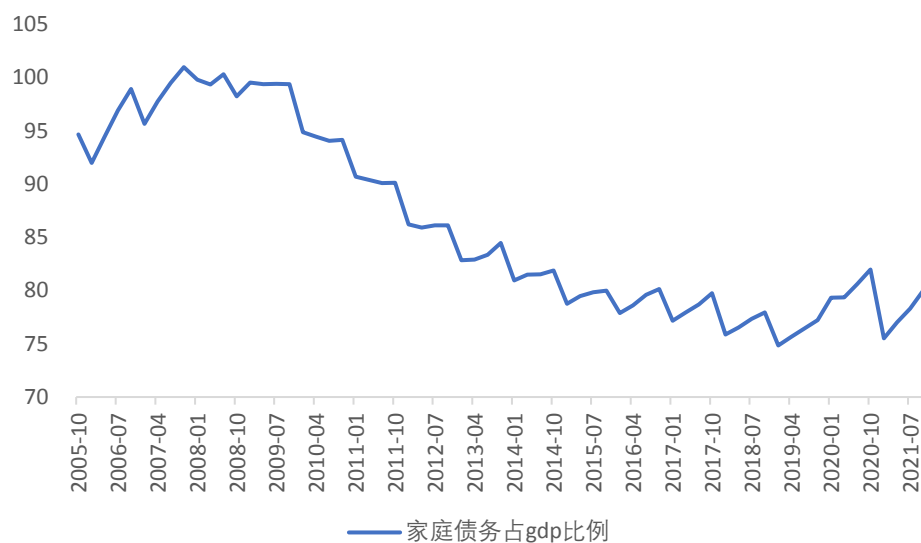
美国 5 月消费数据转负，PMI 下滑，令市场愈发担忧，油价和美股均出现大幅下跌。但市场总是习惯性地线性外推，年初对经济有多乐观，未来对衰退就可能有多悲观。需要说明的是，这一次美国经济大概率只是浅衰退，没有大问题。从经济债务、金融系统的情况看，更类似 2001 年。

第一，居民和企业没有大问题。

消费占比美国经济 70%，大幅收缩的可能性较小。美国居民部门的资产负债表相对健康，居民杠杆率(负债占 GDP 比例)从金融危机时接近 100% 的高峰回落至 2019 年底的 75%，2020 年后稍有回升至 80%。居民的债务情况没问题，去杠杆导致消费回落的可能性较小。

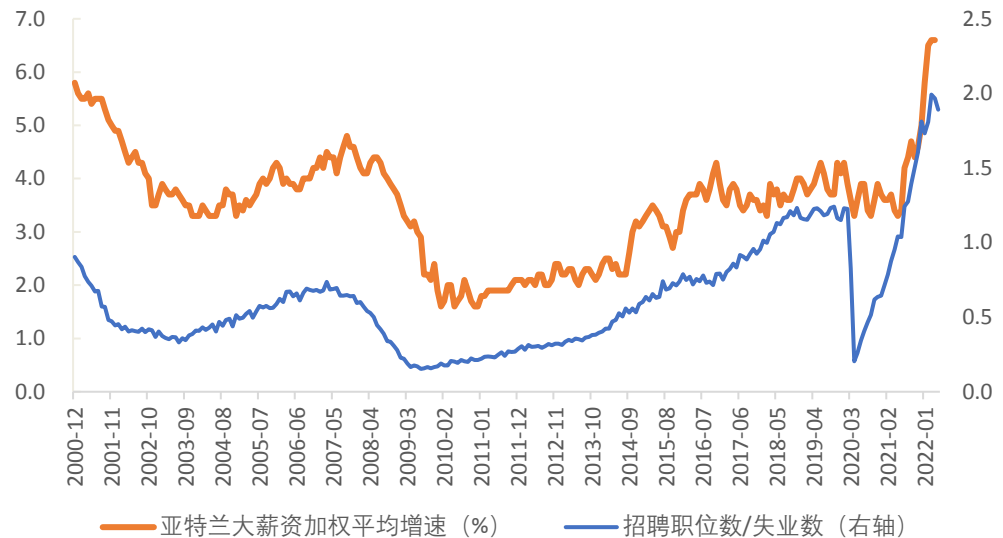
从居民收入的流量来看，疫情之后美国劳动力市场出现持续的结构性短缺，劳动参与率下台阶导致了持续的用工短缺，劳动力市场的紧张程度(职位空缺数比失业数)快速突破疫情前水平，创 21 世纪以来最高，使得薪资水平居高不下，也给了居民较高的工作安全感。因此尽管通胀蚕食了居民的短期实际收入，但较高的工作安全感和健康的资产负债表也令居民有底气消耗储蓄，增加消费信贷，平滑油价对消费的影响。

图 1：2008 年后，居民持续去杠杆，目前杠杆处于低位(%)



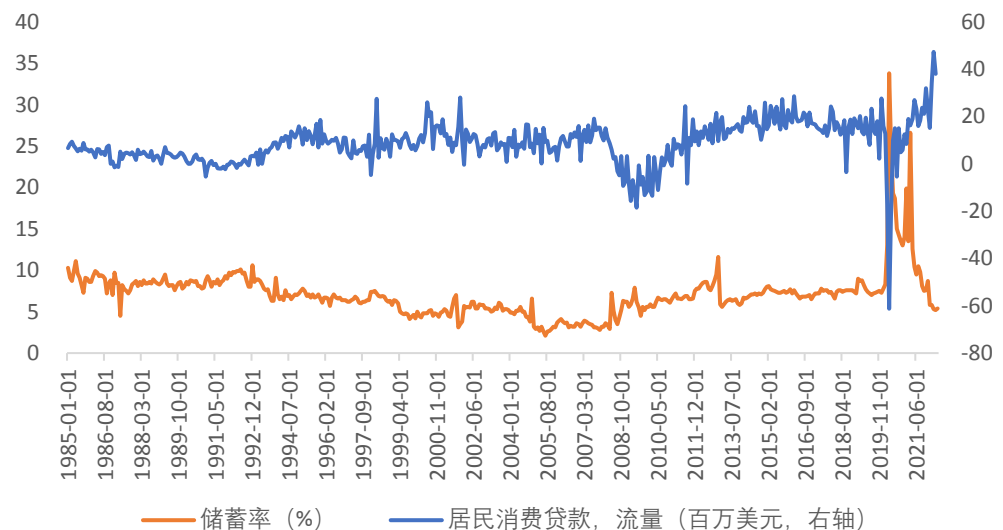
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 2：劳动力市场用工极度短缺，居民薪资增速居高不下



资料来源：FRED，天风证券研究所

图3：消费贷创新高，居民短期使用消费贷和储蓄平滑实际收入下行



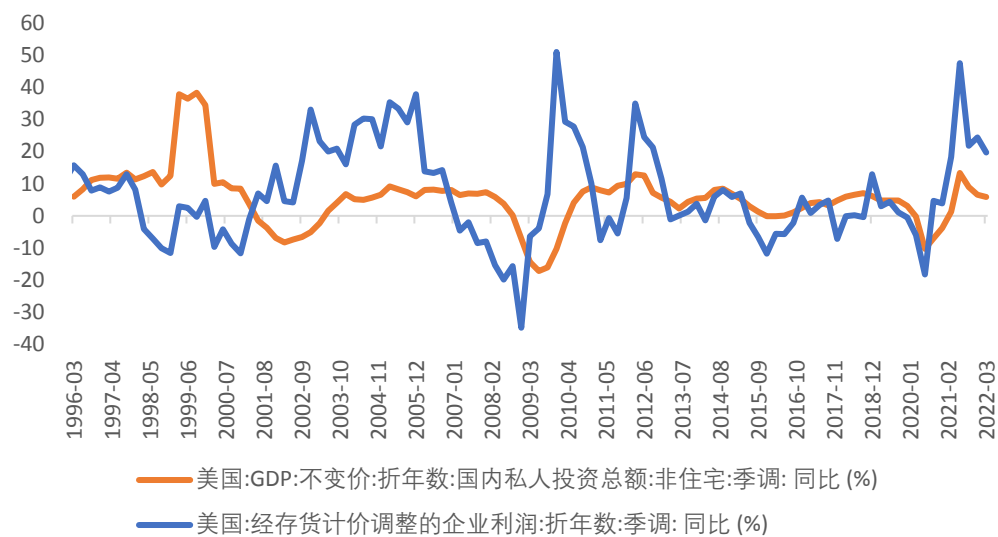
资料来源：FRED，天风证券研究所

美国企业部门是通胀中相对受损的一方。通胀会带来收入再分配，在这次后疫情时代的国民收入再分配中，居民部门（由于薪资刚性）相对受益，企业部门相对受损。利润下降——信用恶化——现金流萎缩——资本开支收缩——裁员，这是较为典型的经济衰退在企业部门中的传导路径。目前企业利润增速已从2021年Q2高点回落，相应地，资本开支增速也放缓至今年一季度的5.87%。另外，美国非金融企业的杠杆率（债务占GDP比例）虽然在疫情后回落，但依然高于疫情前水平，2021年Q4的杠杆率为48.5%。

但即便如此，引发类似2008年前后剧烈去杠杆的风险也不大。一方面，疫情期间美国政府财政和货币政策双宽，2020、2021年债券发行、IPO均创历史新高，企业在手现金流充裕，2020年后企业现金流入大于现金流出，企业部门短期难以发生严重的衰退。另一方面，企业债务置换后，到期高峰后移，高达万亿美元的杠杆融资债务（高收益债券和杠杆贷款的总和）中，只有大约10%在2022-2024年到期，紧迫还债的压力不大。因此，从CCC及以下评级企业信用利差回升情况看，回升幅度尚不及未发生衰退的2016年小

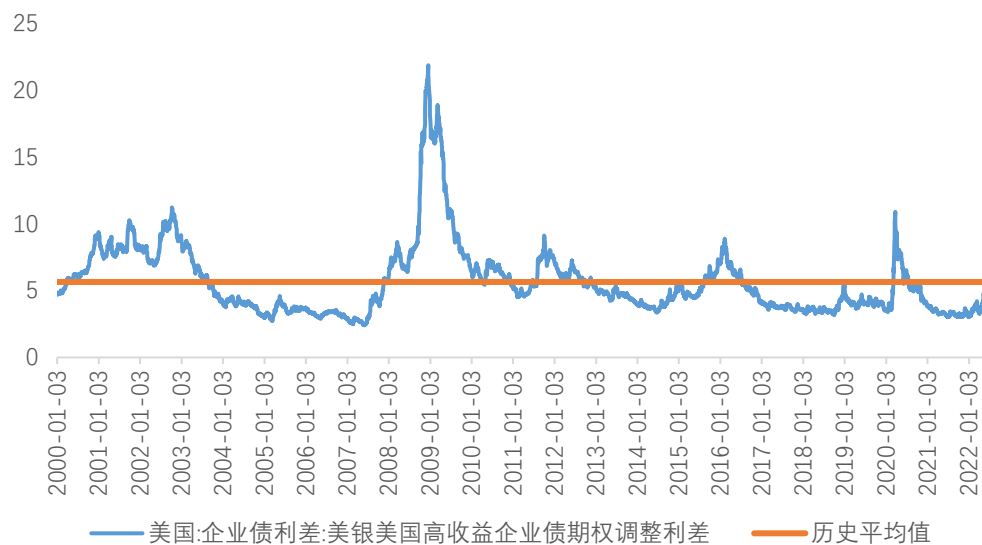
周期，距 2008 年水平相去甚远。

图 4：企业利润和资本开支增速开始回落



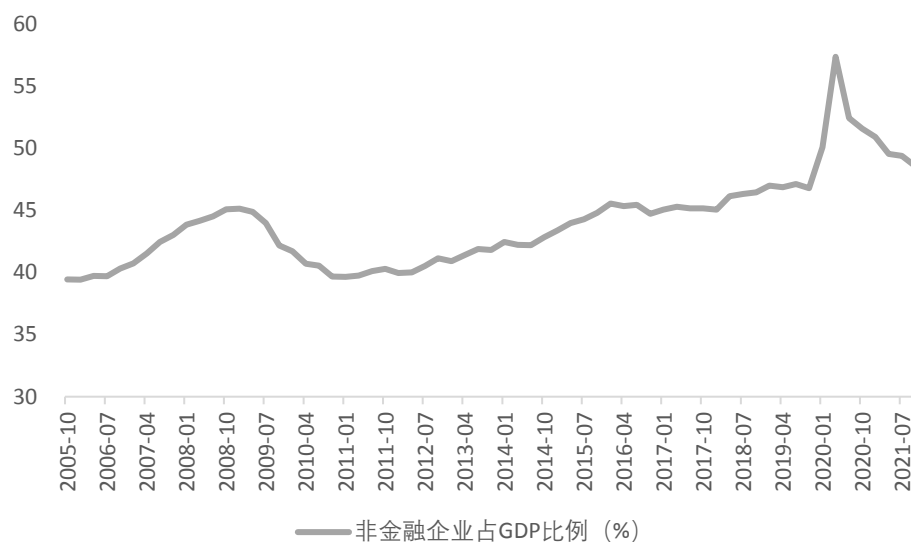
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：高收益债信用利差（%）开始回升



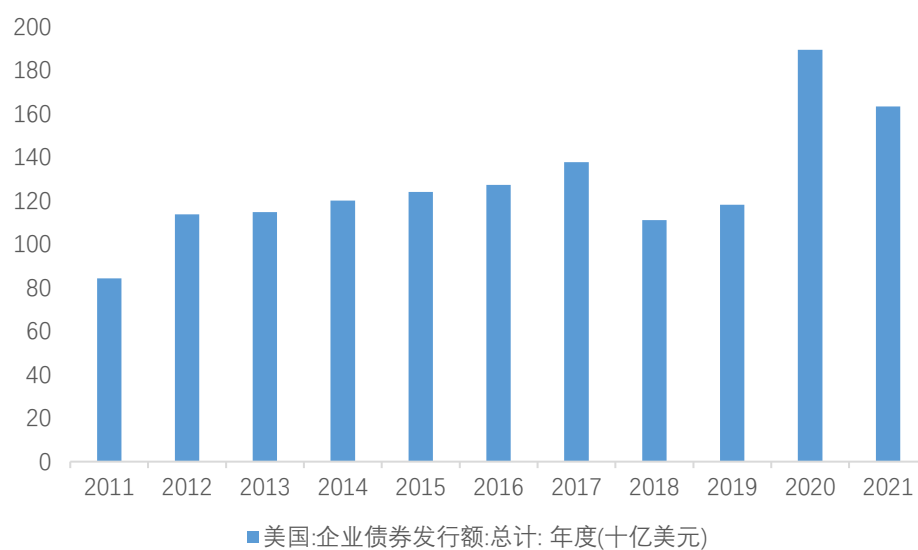
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：企业部门杠杆率创历史新高



资料来源：FRED，天风证券研究所

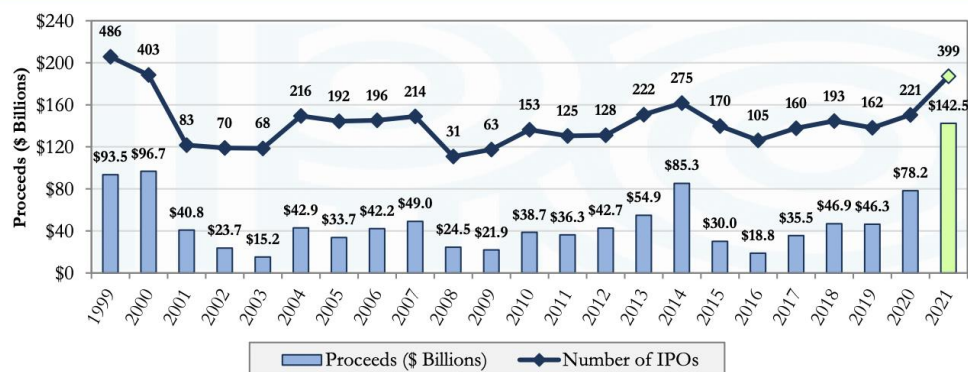
图 7：2020、2021 年美国债券发行位列历史第一、第二



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8： 2020、2021 年美国股票发行连续创历史新高

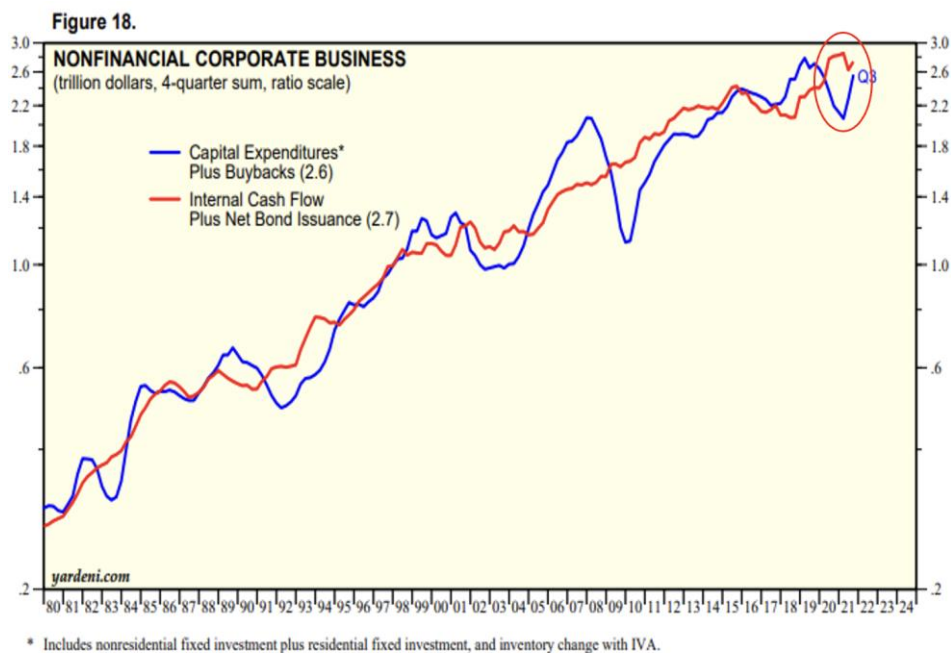
US IPO Activity – Quarterly



Source: Renaissance Capital. Data includes IPOs and direct listings with a market cap of at least \$50mm and excludes closed-end funds and SPACs. Includes IPOs scheduled to price before 12/31/21.

资料来源：Renaissance Capital，天风证券研究所

图 9： 2020 年后企业现金流入大于现金流出



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_43728

