2022年8月4日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

美国衰退：多远多深影响多大？

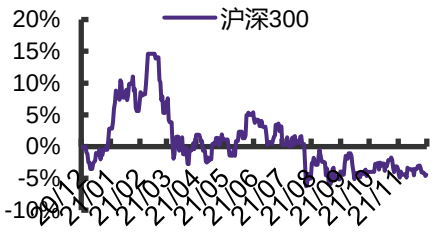
投资要点

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠
执业证书编号：S1050521110001
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《新能源景气依旧，关注下游通胀》20220804
《8月策略与十大金股》20220802
《复苏基础带夯实，需求不足是核心》20220801

如何定义美国衰退？

常用的有三个维度：**一是用“连续两个季度GDP负增长”作为技术性衰退的参数**，表明有衰退迹象，但并不意味着真正的衰退，特别是过热回落容易出现误判；**二是美国官方NBER常用个人实际收入、个人消费支出、非农就业、家庭就业、制造业和贸易销售额五大指标来确认衰退**，但存在一定的滞后性，通常是衰退先发生指标后确认；三是市场常用的观察指标是利差倒挂、铜油比、通胀失业差、消费通胀背离等，有一定的预警效果。

美国衰退还有多远？

二季度美国GDP再度为负，已进入技术性衰退，但这主要是经济过热后的周期性回落，现实衰退尚待确认。特别是就业市场还算坚挺，NBER关注的五大衰退确认指标中，**只有制造业和贸易销售额已出现衰退迹象**，其他相对健康，这也是美国官方否认衰退的主要依据。但市场关注的**利差倒挂、铜油比、通胀失业差以及消费通胀背离等先行指标，提示美国衰退越来越近**，最快今年四季度或明年一季度，衰退风险值得警惕。

美国衰退有多深？

由于就业市场较为坚挺、债务风险相对可控，本次衰退深度远不及2008年，大概率为浅衰退，且持续时间不会太长。从就业市场看，加息背景下，僵尸公司或将推动失业率上行至5%，远低于2008年10%的失业率峰值；从房地产市场看，虽有过热，但供需较为平衡、低库存，且债务风险可控，不至于再度引发次贷危机。

美国衰退有何影响？

美联储鹰中有鸽，衰退渐近，**市场投资逻辑从滞胀交易转为衰退担忧，**美股杀估值告一段落，出现阶段性反弹，但下半年还有衰退杀业绩风险。而美债冲高回落，提前交易衰退，美国资产从美股向美债切换。

风险提示

（1）通胀超预期上行

（2）加息进程加速

（3）俄乌冲突再次恶化/全球局势生变

正文目录

1、 美国衰退怎么看？ 4
1.1、 美国二季度GDP走负，技术性衰退已至 4
1.2、 就业还算健康，离官方定义的衰退还有距离 6
2、 美国衰退有多远？ 9
2.1、3m10s利差预示最快明年一季度衰退 9
2.2、铜油比突破80暗示美国四季度进入衰退周期 11
2.3、通胀失业差破五提示四季度衰退 13
2.4、经济动能承压，通胀消费背离预示四季度衰退 15
3、 美国衰退会有多深？ 24
3.1、 僵尸企业推动失业率上行，程度可控 25
3.2、 房地产市场开始降温，但房价下行空间有限 27
4、 美国衰退有何影响？ 31
5、 风险提示 31

图表目录

图表1：连续两个季度GDP环比负增长，美国已进入技术性衰退（%） 5
图表2：服务和净出口是主要支撑，而商品消费和投资拖累较为明显 5
图表3：个人收入虽有下降，但仍处在增长区间 6
图表4：非农就业人数仍处于相对高位 7
图表5：个人消费支出虽有回落，但仍在健康区间 7
图表6：失业率处于较低水平 8
图表7：制造和贸易销售额有明显回落，已经出现负增长 8
图表8：NBER划分的美国衰退周期：1960年之后总共出现了9次 9
图表9：加息时期出现了一致倒挂才会引发衰退 10
图表10：当前3m10y利差尚未倒挂，最快8月出现 10
图表11：倒挂后最快6个月出现衰退（去除2020年衰退） 11
图表12：铜油比与通胀呈现负相关 12
图表13：铜油比新低预示衰退风险（黄色为失效期） 12
图表14：1970年前美国失业通胀呈现明显负相关 13
图表15：石油危机后菲利普曲线走平 14
图表16：菲利普曲线失效时，美国出现失业率与通胀的同降 14
图表17：石油危机前通胀失业差可作为有效的衰退信号 15

图表18：通胀失业差距离衰退比较近 15
图表19：消费是美国经济的主要组成部分 16
图表20：通胀消费背离往往预示着衰退 16
图表21：国际能源粮食价格均从高位回落 17
图表22：消费者信心指数和销售数据均进入下行 18
图表23：家庭经营和金融服务更具有必需属性（十亿美元） 19
图表24：可选服务消费修复空间仍大（十亿美元） 19
图表25：服务行业职位空缺率严重（十亿美元） 20
图表26：服务行业薪酬跑不赢通胀 20
图表27：服务行业时薪偏低（5月数据） 21
图表28：消费者习惯在疫情后改变 21
图表29：转移支付的缺失减少了服务消费复苏的动力 22
图表30：没存款也没信贷额度的消费困境 22
图表31：消费增速开始进入到下行通道 23
图表32：消费增速开始进入到下行通道 24
图表33：当前居民企业杠杆相对健康 25
图表34：名义工资和实际工资出现了同步下滑 26
图表35：科技公司辞退人数开始上升 26
图表36：利息覆盖率小于1的公司数在加息进程下骤然增加 27
图表37：美国房价和房价工资比皆出现过热现象 28
图表38：美国房屋供给相较于2008年依然处在低位 28
图表39：房屋需求出现了下滑 29
图表40：法拍房市场出现了上行 30

1、 美国衰退怎么看？

美国衰退是下半年全球金融市场最关注的问题之一。特别是为了抑制高企的通胀，美联储连续大幅加息，经济增速明显放缓。美国GDP连续两季度环比增速为负，出现技术性衰退，其中确实有经济过热后周期性回落的原因，当然根源还是经济动能减弱。所幸就业市场还算健康，现实衰退尚未确认。

1.1、 美国二季度GDP走负，技术性衰退已至

2022年7月28日，美国商务局公布了二季度美国GDP初值，年化季率初值-0.9%，前值-1.60%，2022年前两个季度美国GDP增速均处于负增长区间，符合市场对于技术性衰退的定义。具体分项来看，服务和净出口支撑还在，而商品消费和投资拖累较为明显，经济动能开始减弱。

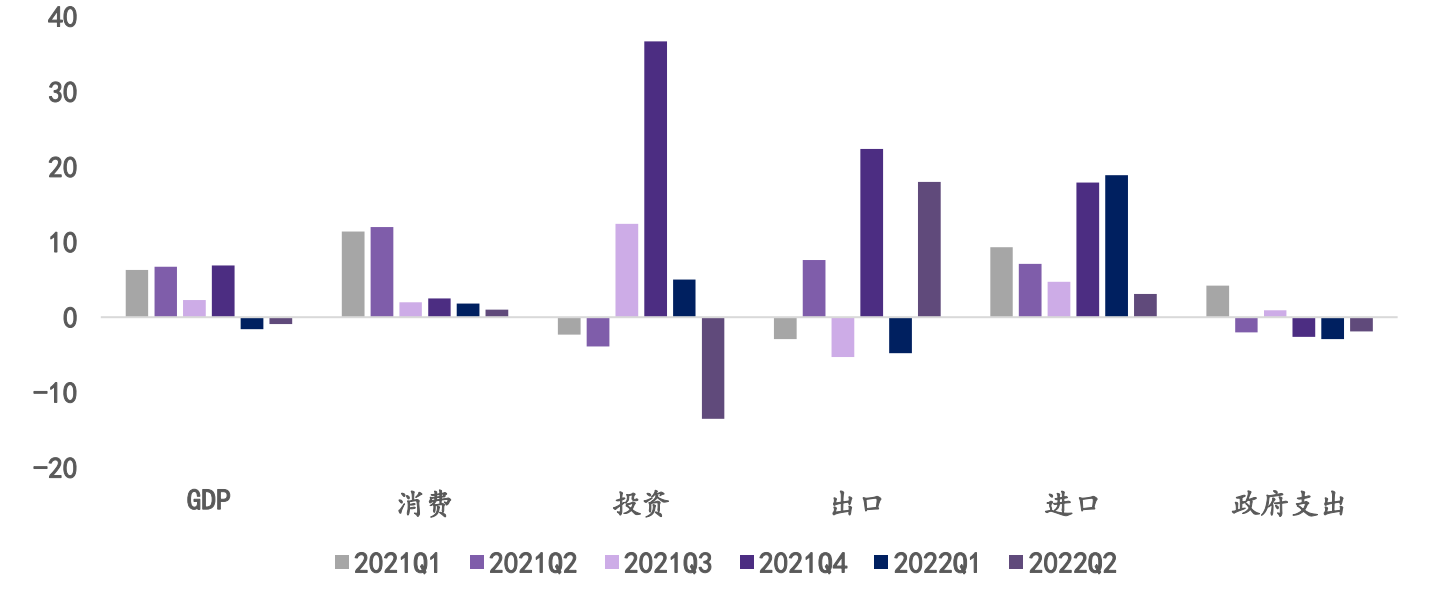
私人消费作为美国经济的主要构成，虽然增速有所下滑，但仍保持在正增长区间（Q1增速1.8%-Q2增速1%）。增速下滑主要是出现了消费结构的切换，商品消费大幅下行，从Q1的-0.3%继续下跌到了Q2的-4.4%，疫情期间财政转移支付带来的超额商品消费修复开始回落，而服务消费则继续回升，增速由Q1的3%上升至Q2的4.1%。

私人投资大幅下滑是这次GDP数据走负的主要原因，拖累二季度GDP-2.73%个百分点。其中房地产投资环比增速出现了大幅下滑，从Q1的环比增速0.4%下降到了Q2的-14%，主要是受美联储大幅加息的影响。快速提升的联邦基金利率带动了美国30年抵押贷款利率的上升，从而打压了美国房地产市场。库存的表现也不尽人意，拖累美国二季度经济数据2.01个百分点。高通胀下美国消费者对于商品消费的需求开始逐渐减弱，造成了库存的过剩，因此零售商们都没有相应的补库存动力，沃尔玛、塔吉特等美国主要零售商均在季报中出现了库存的累积。

净出口对GDP贡献了1.43%，从之前的拖累项转为主要的经济拉动项。美国净出口的转正主要有两个原因，内需转弱造成的进口下滑和俄乌战争导致的出口强劲。在俄乌战争的催化下，美国的石油和天然气等能源工业品可以源源不断的运输到欧洲国家，根据EIA数据，美国在上半年天然气出口同比增长了12%，平均每天11.2 Bcf/d，美国当前已经是最大的天然气出口国家。因此使得美国出口的环比增速由一季度的-4.8%骤增至18%。一方面是国内高通胀下内需在逐步减弱，造成了进口的骤然下行，进口的环比增速由Q1的18.9%下降到Q2的3.1%，此消彼长下，净出口成为二季度GDP支撑项。

政府财政支出和投资连续三个季度负增长，二季度政府支出走低主要是非国防财政支出减少，环比负增长10.5%。美国时间7月27日，拜登提出了“2022降通胀法案”，通过加税等措施筹集7400亿美元用于绿色能源等开支，通过加码新能源来降低传统能源带来的通胀，后续政府支出有望回暖。

图表 1：连续两个季度 GDP 环比负增长，美国已进入技术性衰退（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：服务和净出口是主要支撑，而商品消费和投资拖累较为明显

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

但市场对于美国是否真的进入衰退还存在不小的争议：一方面，美国经济增速在高位通胀和超鹰派加息进程下承受了比较大的下行压力；另一方面美国失业率还在历史低位，强劲的就业市场也在提示我们美国当前距离衰退仍有一段距离。从技术性衰退到真正的衰退究竟还有多远的距离，这次的衰退将是什么规模？对市场将造成何种影响？本文我们将从官方和市场的角度入手，看美国衰退到底有多远，多深，多痛。

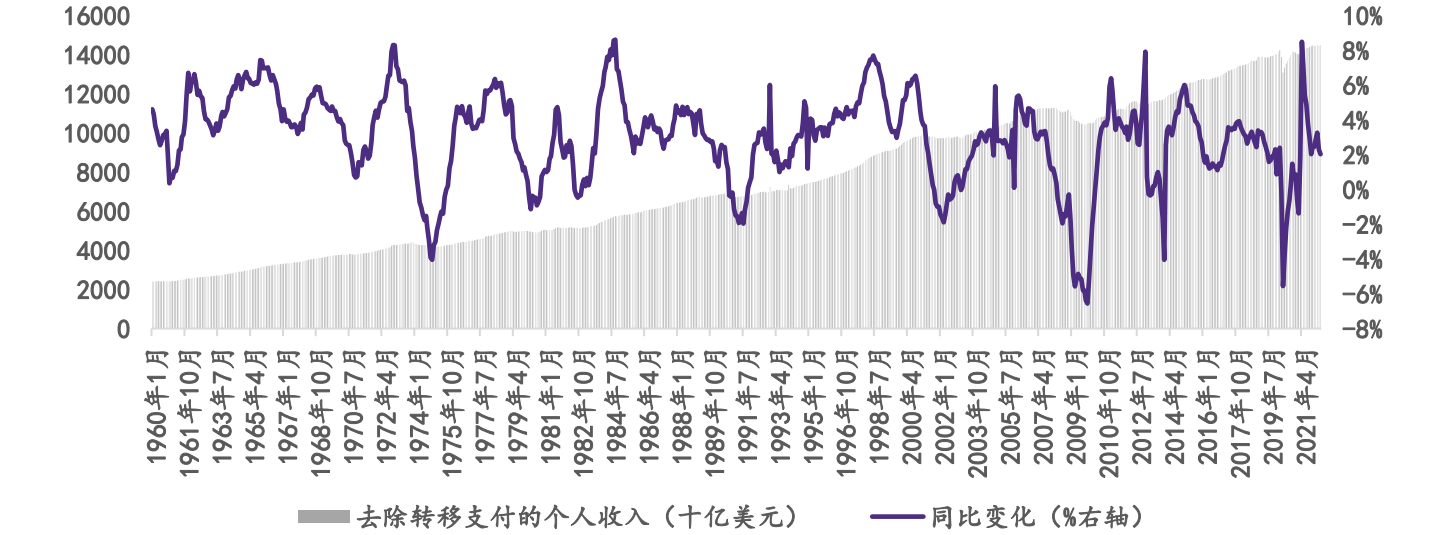
1.2、 就业还算健康，离官方定义的衰退还有距离

虽然美国技术性衰退已至，但距离官方定义的衰退还有距离。美国国家经济研究局（NBER）倾向于用多种月度指标来观察实际的经济运行情况，从而判断经济的周期的高峰和低谷。常用的指标有5个，分别是减去转移支付的个人收入、非农就业、实际个人消费支出、制造和贸易销售额，以及家庭就业情况。

目前这五个指标中，除了制造和贸易销售额已经进入到负值区间之外，剩下的四个指标仍相对健康，尚未表现出衰退的迹象，特别是就业市场还处于景气区间，这也是美国官方否认衰退的底气所在。

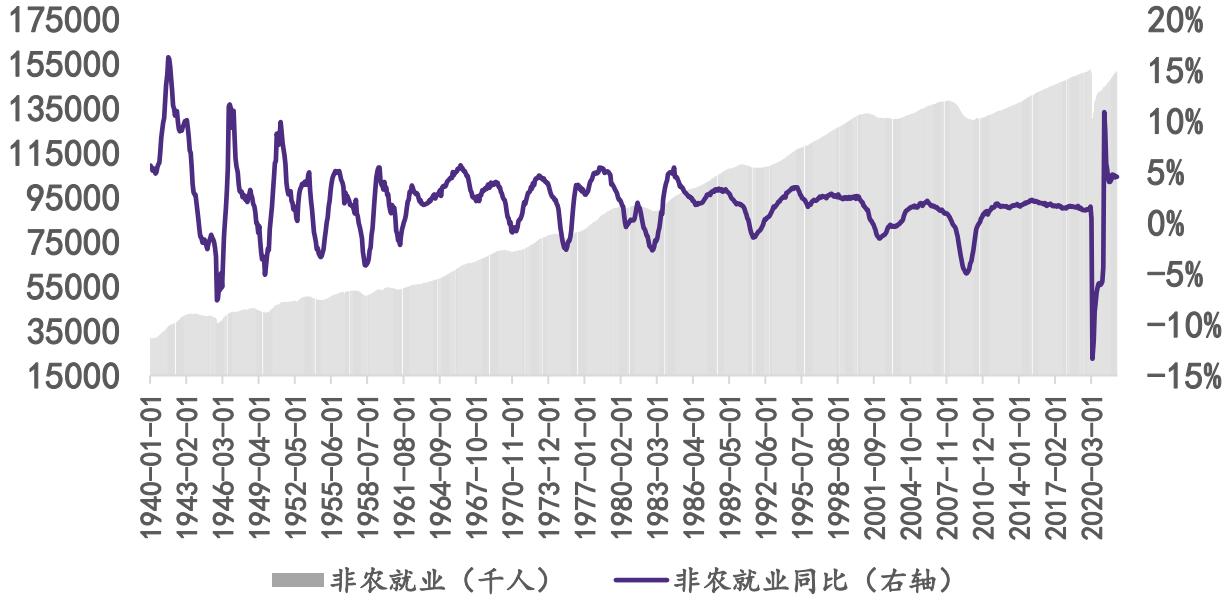
根据NBER的划分，美国在1960年之后总共经历了9次衰退周期。但由于NBER通常是在周期完成切换后，才通过各项指标来全面观察经济的运行情况从而界定经济周期，所以会存在一定的时滞，不能很好地作为预判衰退的指标。

图表 3：个人收入虽有下降，但仍处在增长区间



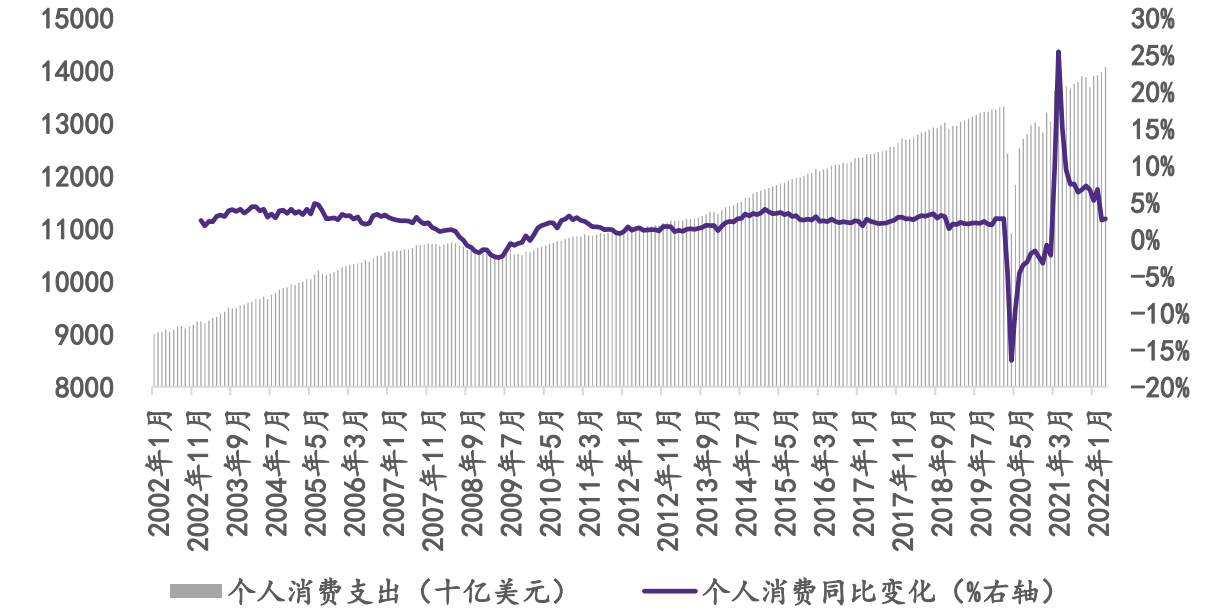
资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 4：非农就业人数仍处于相对高位



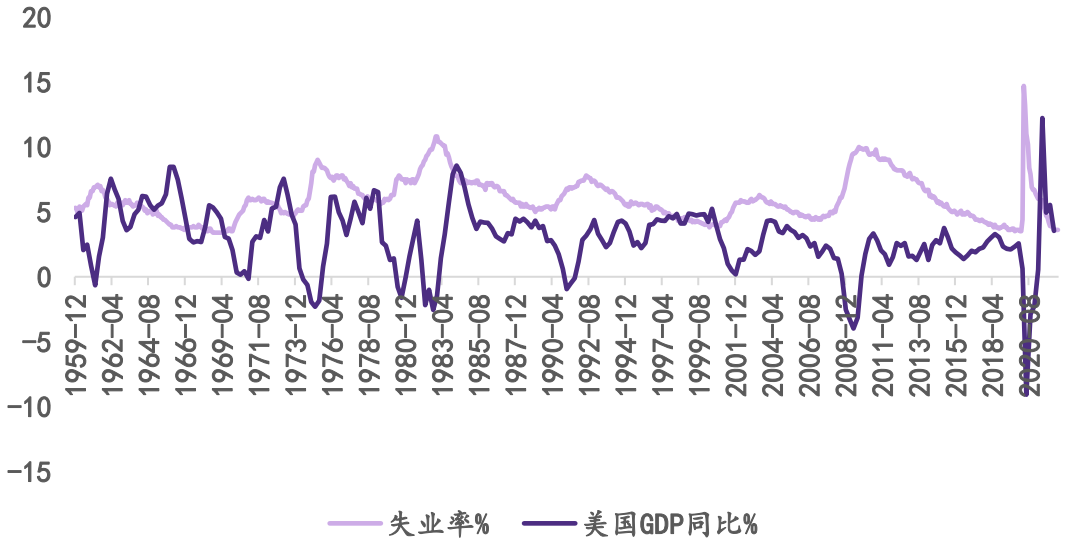
资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 5：个人消费支出虽有回落，但仍在健康区间



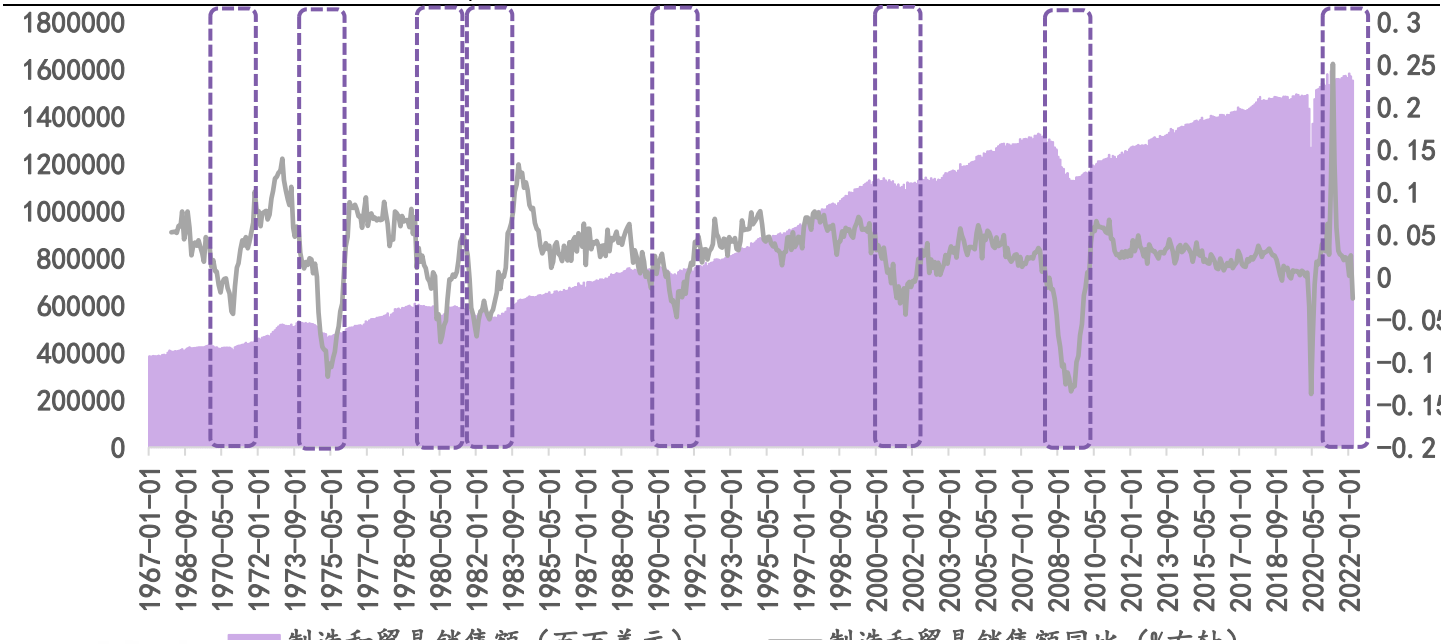
资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 6：失业率处于较低水平



资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 7：制造和贸易销售额有明显回落，已经出现负增长



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_44783