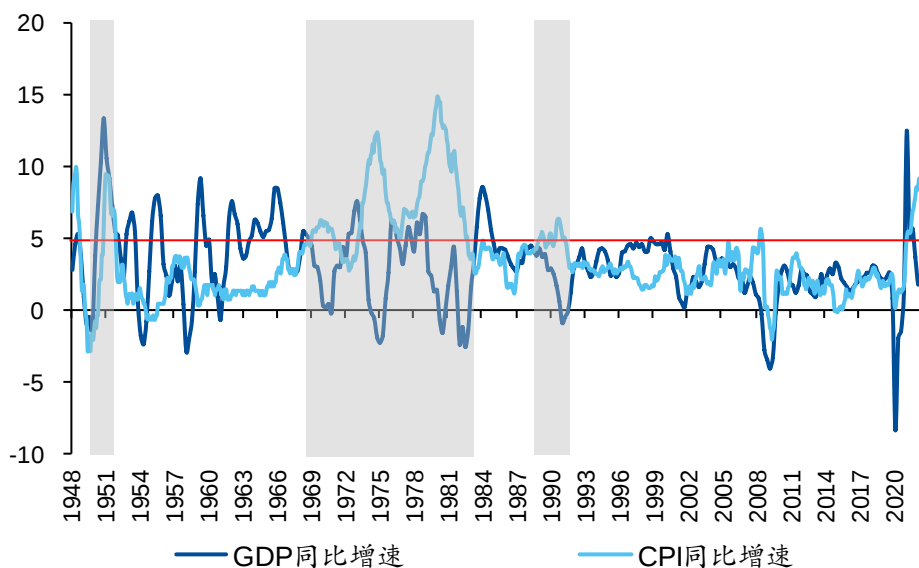




2023 年海外经济展望：博弈“衰退”

在高通胀下，美国经济似乎难逃“衰退”



数据来源：Choice，国泰君安国际

- 美国经济大概率在明年年中附近陷入“衰退”，这也伴随着美联储的加息周期逐步进入尾声。美国经济将伴随着利率的高企而进入浅度“衰退”，这是目前市场对于 2023 年海外经济的主流预期。
- 尽管目前而言，主要经济指标并未完全指向“衰退”，但投资者已经开始交易心中的“衰退”，这体现为美元伴随着美债收益率下降，资金回流新兴市场。在未来的大约一两个季度时间内，市场会根据美国经济的实际走势来判断“衰退”交易的风险回报。
- 但需要指出的是，美国经济陷入“衰退”，也意味着部分新兴市场将面临增长压力。一致预期表明，除中国外，多数新兴经济体在 2023 年都面临着经济减速的压力，这也是值得关注的一个基本面的风险因素。
- 从中期的维度来看，美国经济的浅度“衰退”很难改变主要发达经济体的货币政策紧缩态势。这背后的主要原因是通胀中枢的结构性抬升——劳动力市场的良好表现意味着工资上升的压力，从而带来中长期的通胀压力。
- 美元的高利率大概率会成为一个新的常态。这意味着持有美元的收益率将变得更有吸引力，但对于存量美元负债而言，尤其是对于存在币种错配的机构来说，如何在高利率美元的环境下合理安排“再融资”，将是一个既存在挑战也存在风险的事件。

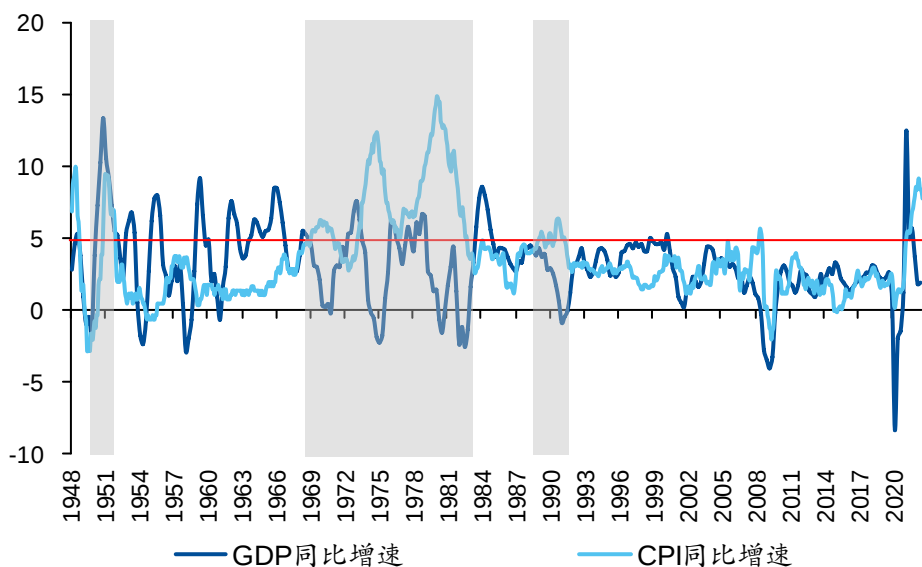
在过去的一年中，对通胀尤其是欧美通胀的讨论是海外宏观研究的焦点。通胀上行的起点事实上在 2021 年下半年已经隐现，但市场却没有给予足够的重视。当时的多数分析认为通胀主要来自于“供应链断裂”，与此同时，“气候变化”导致的对于传统能源的投资减少，也被认为会在一定程度上推高通胀。总体而言，站在 2022 年初的视角上，发达经济体出现的通胀更像是一个供给侧的问题，一旦新冠疫情慢慢平复，各种补贴在疫后消退，通胀理应会回归到常态的 2% 左右的水平。

这样的希望在今年的俄乌冲突爆发后成为了泡影。当能源和商品价格连续暴涨，欧洲面临“断气”危机，欧美的实际通胀水平居高不下时，市场预期开始逐步转向，美联储的货币政策也开始走向紧缩。

在美联储连续的“鹰派”加息后，美国的利率水平已经升至 2008 年金融危机以来的最高点，当下市场普遍预期本轮加息的“终点”利率水平为 5% 左右。考虑到美国的主要通胀指标都已经出现了见顶回落的迹象，因此美联储本轮加息将渐入尾声。这是对 2023 年海外经济展望的第一个基本判断，这几乎也是市场的共识。

在这个共识的基础上，市场其实博弈的是美国利率是否会在明年的某个时点出现明确的拐点。利率拐点背后显然有另一个更加重要的考量，即在持续加息后，美国经济会在 2023 年的某个时点陷入“衰退”。从历史上来看，在相对较高的通胀环境下，美国经济都陷入了“衰退”，这也成为本轮美国经济“衰退”的历史寓言。而关于“衰退”时点的市场预期则是明年的第二和第三季度，即明年年中前后。

图 1：在高通胀下，美国经济似乎难逃“衰退”



数据来源：Choice、国泰君安国际。

但从眼下的经济数据而言，市场尚难证实亦无法证伪“衰退”，因此某种程度上市场在交易心中的“衰退”，只有到了美联储加息暂停前后（大概率是明年第一季度末或第二季度初），市场才能根据各项经济指标来对“衰退”重新定价。

一、 美国经济何时“衰退”？

美国经济是否会陷入衰退，市场已经博弈很久。目前而言，从主要的经济指标来看，美国经济距离显著衰退仍有距离。从劳动力市场的表现来看，衰退似乎很难在短时间内光顾。市场中较为主流的判断是伴随着利率的进一步走高，并持续在高位运行，美国经济大概率会在明年中期出现“浅度”衰退。学界对“浅度”衰退并无明确定义，但大致来看，美国经济在 2023 年的增速主区间在-1.0-0%左右，这意味着可能会出现个别季度的环比负增长。

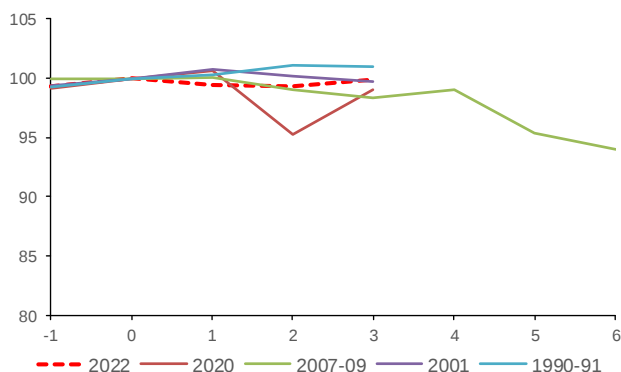
1.1 历史比较：“心中”的“衰退”

衡量经济市场是否衰退，我们先选取历史的维度。我们选取了四个经济数据：个人收入、非农业就业、零售以及工业产出，与此前的四个衰退周期进行对比。总体而言，目前的经济数据仍然运行在正常区间内。

从个人收入的角度分析，美国尚未出现衰退的迹象。消费的良性增长很大程度上来自于居民收入的推动，而为了缓解疫情带来的压力，美国提高了福利以及补贴的力度，在增加居民支配收入同时也促进消费，以此拉动经济增长。但在衡量劳动力收入指标时，将联邦政府的转移收入剔除后，我们会得到一个对于劳动力市场更加直接的收入反馈。从下图中，我们可以明显看出，目前来看，个人收入减去转移收入后的实际收入仍然处于正常区间。

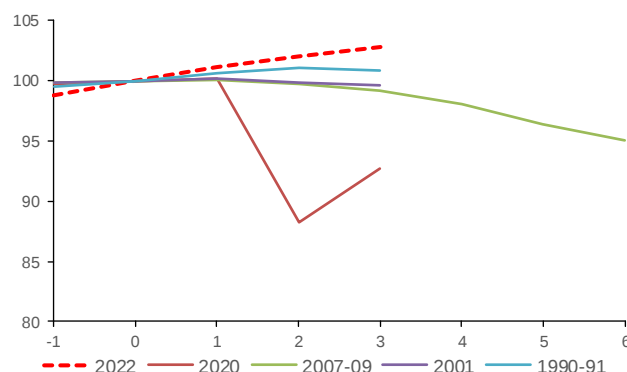
对于就业、零售以及工业产出而言，目前总体趋势仍然相对稳健。收入的稳健也反映在了就业市场上，对比之前衰退周期，目前美国的非农就业处于一个相对高位，就业和收入的相对良性也拉动了消费市场的增长。与此同时，零售数据和工业产出也保持着上升趋势。尽管市场开始交易美国的经济衰退，但经济指标尚未出现完全的“恶化”。从某个角度而言，市场在交易心中的“衰退”。

图 2：个人实际收入减去转移收入



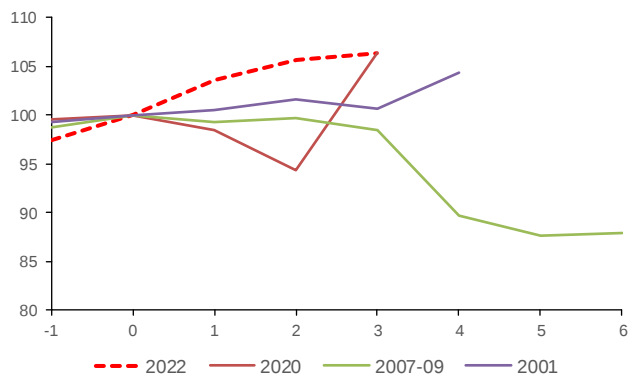
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

图 3：非农就业



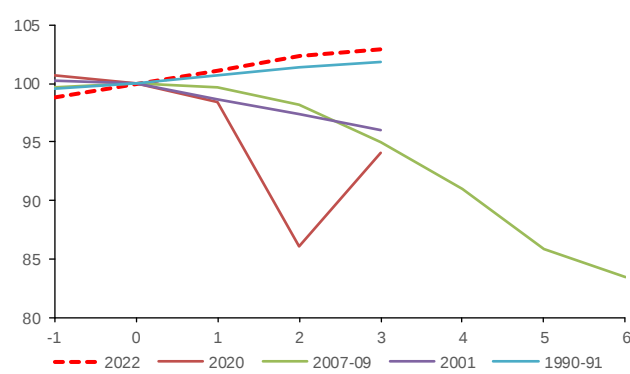
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

图 4：零售



资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

图 5：工业产出



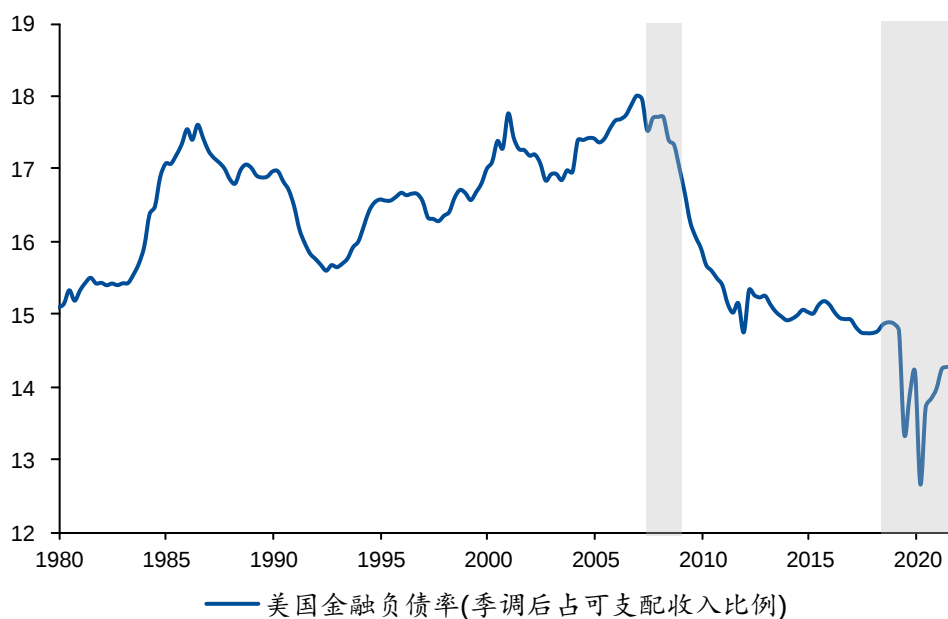
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

此前的衰退周期中，以高点出现的季度为 100，出现的季度为 0。但在本轮可能的衰退周期中，我们选取 2021 年第四季度为 100。

1.2 “衰退”会带来“危机”么？

经济是否“衰退”，我们仍然需要时间去判断，但“衰退”一旦产生，是否会带来传染效应甚至导致“危机”，却可以从杠杆率来进行一定的预判。首先，美国居民负债水平仍然处于历史低位。我们将美国金融负债率作为家庭资产负债表的衡量指标，并且将其在做出季节性调整后占国民可支配收入的比例作为分析维度。相对而言，金融负债率越高，美国居民抵抗风险的能力就越低，从而信用违约的风险也就越高。从下图可以看出，在经济危机时，金融负债率有一个相对上扬的趋势，并且处于历史的相对高位。而与 2008 年相比，2019 年以来，美国家庭负债率出现了下滑，从历史水平看，仍然处于较为健康的水平。

图 6：家庭负债率相对健康

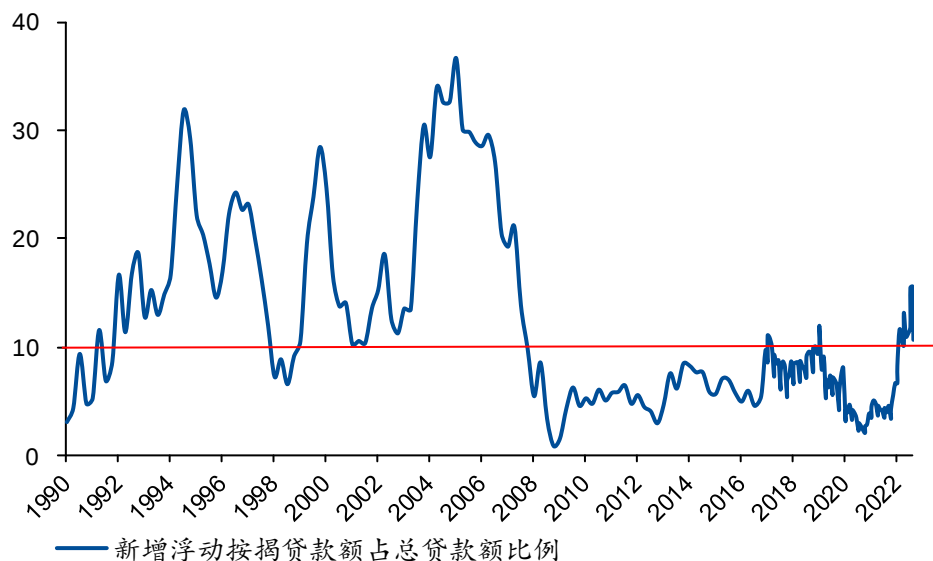


数据来源：彭博，国泰君安国际

美联储加息也引发了对于房地产贷款市场的担忧。自 2008 年以来，固定利率成为房贷的主流选择，浮动贷款利率占比较低。目前虽然新增浮动按揭贷款占总贷款的比例自本轮加息以来有相对上升，但是整体仍处于历史低位。考虑到固定利率贷款受美联储加息影响较小，所以在目前

大多数（90%）贷款为固定利率的情况下，美国房地产市场波动会相对较小。

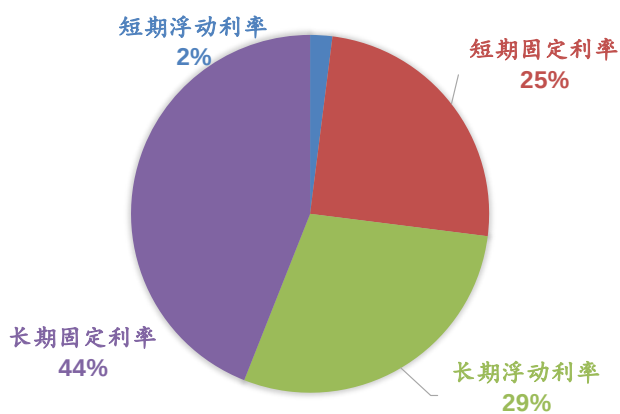
图 7：90%以上的房贷是固定利率



数据来源：彭博，国泰君安国际

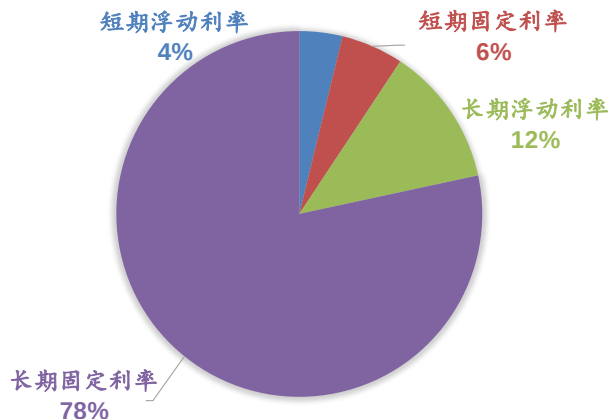
从企业端来看，与上个周期相比，上市公司的债务结构也较为优化，长期固定利率占比较高。我们选取了标普 500 强的公司作为分析对象，从债务结构组成分解图可以看出，2022 年长期固定利率占据上市公司债务比例接近 80%，接近 2007 年两倍。受美联储进一步加息影响更大的浮动利率债务部分，仅占据 15% 左右。因此，就企业端而言，受益于债务结构的优化，美联储进一步加息对于目前企业端的债务传导压力相对较弱，因此企业端的债务结构改善也相对较为乐观。

图 8：标普500指数公司2007Q4债务构成



资料来源：彭博，国泰君安国际

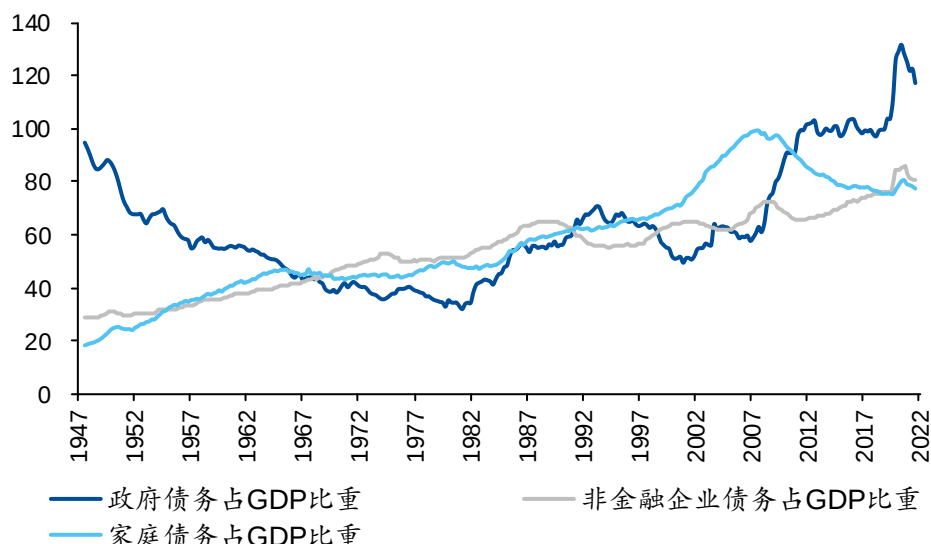
图 9：标普500指数公司2022Q3债务构成



资料来源：彭博，国泰君安国际

整体来看，美国正处于政府加杠杆，居民去杠杆的进程中。从政府端来看，联邦政府福利支出使得政府负债处于相对高位。自疫情以来，政府的财政对居民和企业进行了较大力度的支持，支出压力也因此转移至政府端。自 2008 年以来，按照 GDP 比重计算，居民和非金融公司的债务整体处于下滑的区间。同时，虽然公共债务整体相对上行，但美国政府强大的融资能力使得政府债务风险相对较低，总体风险不高。

图 10：政府债务主导



数据来源：彭博，国泰君安国际

这也构成了另一个重要的判断，目前美国的整体资产负债表相对健康，即使美国经济陷入“衰退”，但大概率不会出现类似于 2008 年的金融危机。

1.3 关于“衰退”的一些判断

美联储在 11 月的会议纪要中首次提及了“衰退”二字，但整体用词相对谨慎。而关于衰退的几种情形，我们的大致判断如下：

(1) 浅度“衰退”：在浅度衰退情境下，美联储可能明年年底降息，经济增速将在-1.0%-0%之间。发生的概率大约在 55%，这也是市场主流观点。美联储今年以来连续大幅度的加息在很大程度上可以有效遏制通胀的进一步蔓延，但是仍不能忽视其带来的负面效应。在劳动力市场降温、借贷成本上升、资产负债表走弱的情况下，“浅度”衰退是美国经济最有可能发生的一个结果。

(2) 中度“衰退”：在中度衰退情境下，美联储可能更早降息，经济增速<-2%。发生的可能性在 30%。不可否认的是，宏观政策制定通常都有一定的滞后性。一如美联储此前错误地判断了通胀的严峻形势，在很长一段时间内过度宽松一样，现在美联储似乎正在“无所不用其极”地激进收紧政策。考虑到政策效应的滞后性，美联储也有可能无法平衡好加息与通胀间的关系，从而导致经济受损相对严重。

(3) “衰退”落空：在“衰退”落空情境下，美联储可能保持利率高位，经济增速将>0.5%。发生的可能性在 10%。这也是鲍威尔在近期讲话中提及的“软着陆”（Soft Landing）的情况，即通胀保持整体下行但仍处于高位，美联储可以保持较高利率来管理通胀预期，与此同时，较为健康的劳动力市场也能够输出一定的经济增长。

(4) 其他：大幅增长或大幅衰退。发生的可能性在 5%。这两种情形属于“黑天鹅”事件，即市场无法完全预测到未来可能出现的极端因素，所以美国仍有一定可能性出现经济的大幅增长或大幅衰退。

二、“衰退”预期下的美国通胀展望

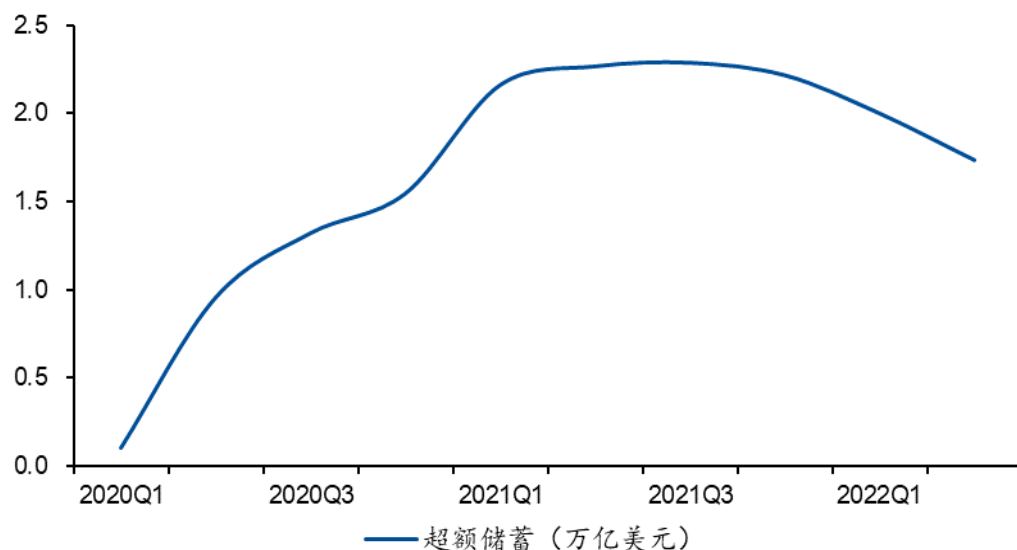
2.1 通胀的产生：从供给侧到需求侧

供给侧瓶颈拉开通胀大幕。疫情之初，供应链的断裂引发了全球范围内生产的部分中断，从而使得全球商品产能受到大幅削弱，全球航运价格的飙升也推升了整体生产成本。与此同时，以半导体为代表的科技行业因贸易摩擦出现供应紧张，并最终传导至汽车等终端消费品，也对通胀起到了推波助澜的作用。

“需求侧”因素进一步推高了通胀。另一方面，疫情期间美联储的补贴措施推动了美国整体居民可支配收入水平的提升，形成了大量的“留存储蓄”，同时也在疫情后推动消费支出的快速增长，这则是导致通胀持续上升的“需求侧”因素。但即使补贴消退，后疫情时代美国相对较高的家庭储蓄率也仍在持续推动消费水平的上升。

“需求侧”带来的通胀压力仍将在一段时间内存在。根据美联储的数据，截至 2022 年第二季度末美国存量超额储蓄大概有 1.75 万亿美元，较 2021 年第三季度的高点下降 25% 左右。在通胀走高、补贴措施消退的环境下，我们认为仍需要一年左右的时间才能将超额储蓄完全消耗并回到常态水平。

图 11：美国“补贴抗疫”导致家庭超额储蓄大幅提升

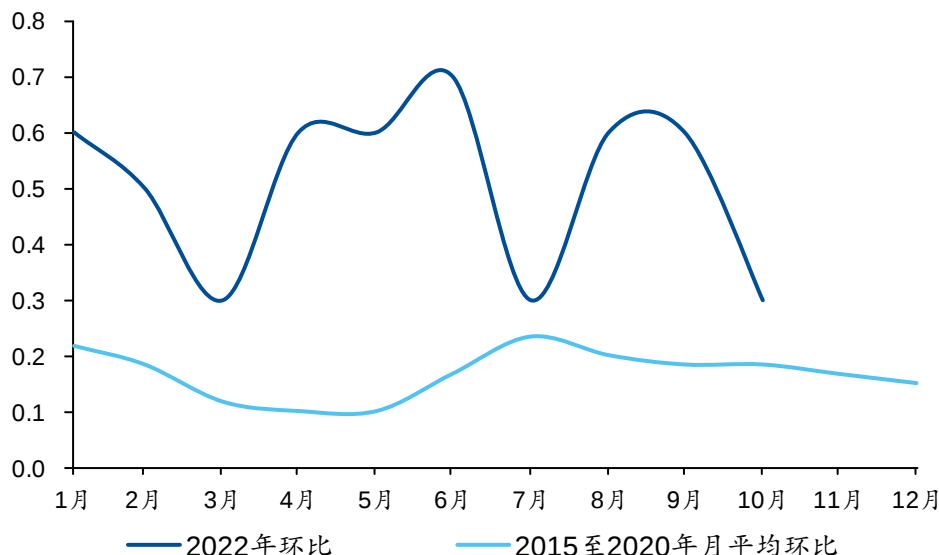


数据来源：美联储，国泰君安国际

2.2 通胀更具“粘性”

今年以来，美国的核心 CPI 也一直明显高于季节性的表现，表明通胀存在较强的“粘性”。今年前 10 个月的 CPI 环比平均增速为 0.51%，对应年化水平约为 6%，也意味着核心 CPI 距离 2% 左右的“合意区间”仍然有相当的距离。

图 12：今年以来，美国核心CPI环比增速显著高于季节性

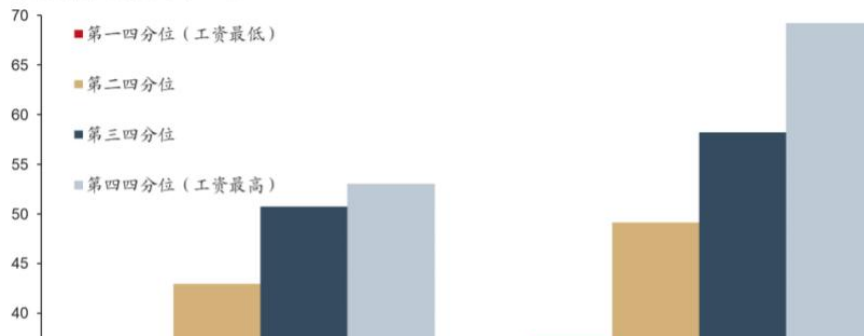


数据来源：彭博，国泰君安国际

衡量核心通胀的关键因素是工资，而低收入群体面临更大的涨薪压力。我们将工资增速与通胀进行对比，并以工资水平进行群体的区分后，发现在这一轮的通胀中，低收入群体工资增长跑赢通胀水平的概率比高收入群体更高，并且随着收入水平的上升，工资涨幅跑赢通胀的比例不断下降，这表明本轮通胀影响是一个广谱的现象。低收入群体储蓄水平较低，通胀压力下，生活成本上升带了更明显的涨薪压力，这也会带来相关服务业成本的抬升，加剧通胀的粘性。

图 13：谁在跑输通胀？

工资增速低于通货膨胀的工人占比



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_49812

