

美国经济未必衰退

证券研究报告

2023 年 02 月 12 日

2023 年美国经济展望

美国经济并不差，之所以产生经济差的错觉，有以下几个原因：

一是互联网和金融领域的明星企业大幅冻结招聘或者裁员，但这些企业并不能代表更广泛的就业低迷。

二是情绪（软数据）和现实（硬数据）的差异较大。未来软数据可能向硬数据靠拢。

三是美债利差深度倒挂，但这也不能代表衰退深度，甚至这次不能代表一定会衰退。

美国各部门资产负债表较为健康，缺乏持续衰退、发生债务危机的条件。我们预计 2023 年美国 GDP 全年增长仍在 0% 以上，且上行风险大于下行风险。较有韧性的美国经济意味着联储不会较早降息，23 年年底，通胀可能依然高于 3%。

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

- 1 《宏观报告：2023 年，全球财政重新扩张 - 主要海外国家财政一览》
2023-02-08
- 2 《宏观报告：风险定价 - 外资定价了多少 - 2 月第 1 周资产配置报告》
2023-02-04
- 3 《宏观报告：宏观 - 一月金融数据前瞻》
2023-02-04

风险提示：美国货币政策紧缩超预期，美国经济下行超预期，美国通胀上行超预期

去年 1 月，我们率先提出美国经济可能“要衰退”（《最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望》），半年后，美国经济“硬着陆”成为当时市场的主流预期。去年 7 月，我们又提出美国经济仅是“浅衰退”（《别恐慌！这次可能只是浅衰退！》），现在，美国经济“软着陆”又成为新的市场主流预期。

而这次，我们提出美国经济可能“不衰退”。

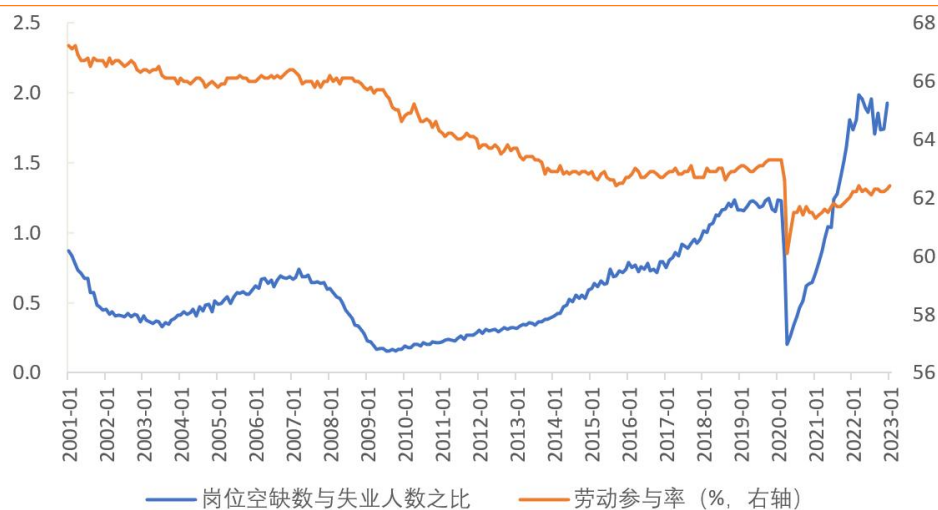
第一，美国经济并不差，之所以产生经济差的错觉，有以下几个原因：

一是互联网和金融领域的明星企业大幅冻结招聘或者裁员，占据了新闻媒体的头条，但这些企业并不能代表更广泛的就业低迷。

首先，截至今年一月，互联网和金融行业在美国就业市场中的占比较少，总共只有 7.5%。其次，疫情期间，互联网和金融行业就业率先反弹，许多企业在疫情期间积极雇佣，例如互联网行业的就业人数比疫情前仍高了 11.8%（截至今年一月），但这也意味其过度推断了与疫情相关的趋势，如对电子产品的需求增加或用户在线时间延长。对金融行业而言，联储大幅加息打击了股市和债市，融资和交易需求相对低迷。由于股价下跌，明星公司为响应投资者对利润的要求，通过减少劳动力来削减成本，而非应对需求前景的恶化。

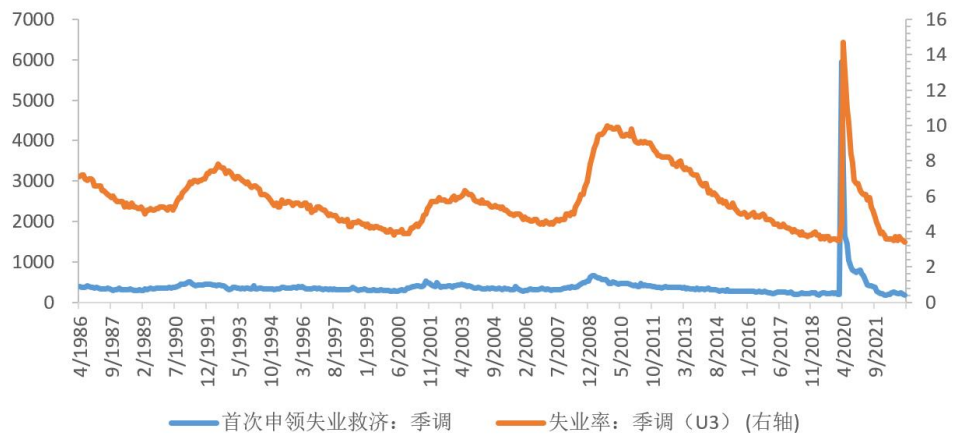
事实上，除了这两个行业外，很多行业依然缺人，截至今年 1 月，餐饮住宿、娱乐行业就业相比疫情前仍有 3% 差距，伐木采矿行业则低 8.6%。初次申请失业救济金的人数接近历史低点，JOLTS 岗位空缺接近历史高点，劳动参与率仍比疫情前低接近 1%，劳动力市场依旧紧张。

图 1：职位空缺数/失业人数之比仍在 1.9 以上，远远高于 2019 年疫情前的高点 1.2，劳动参与率仍未修复



资料来源：fred，天风证券研究所

图 2：失业率 (%) 与首次申领失业救济金人数 (千人) 处于历史低位

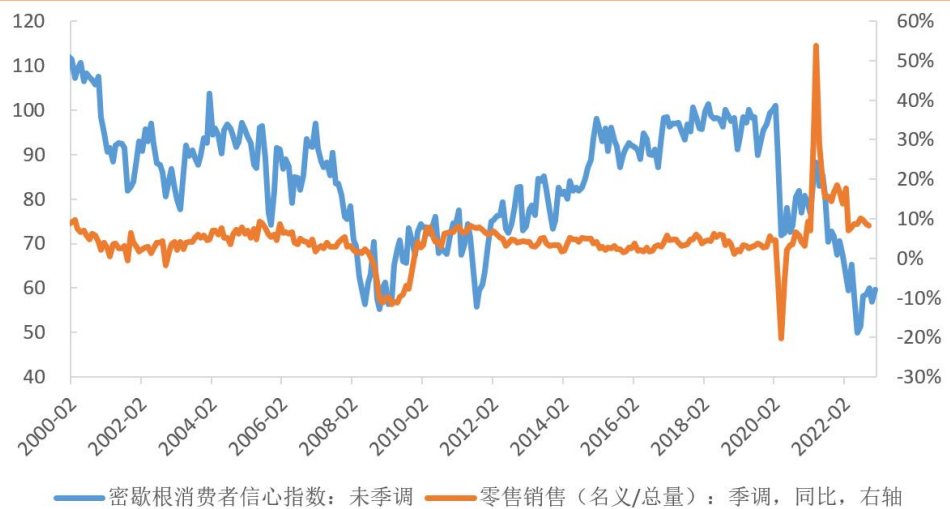


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

二是情绪（软数据）和现实（硬数据）的差异较大。

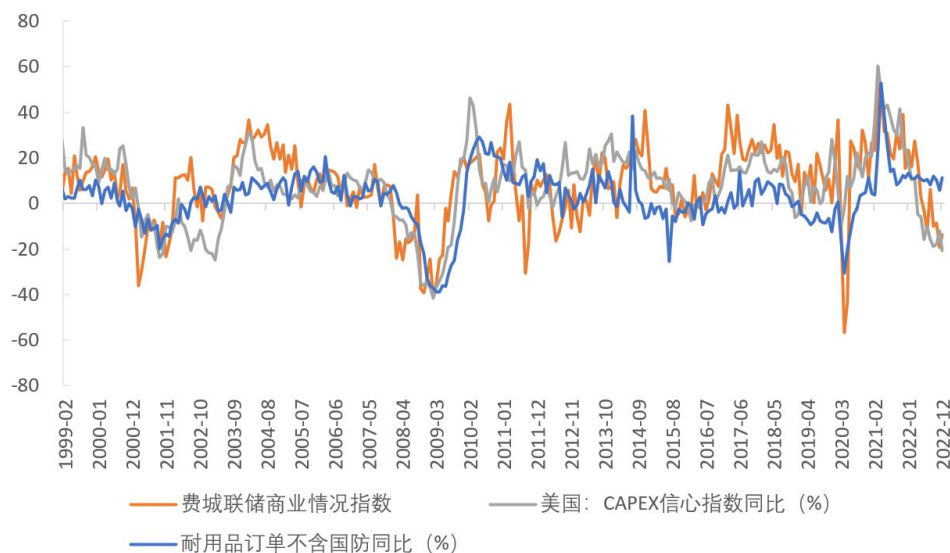
例如密歇根消费者指数和资本开支信心指数、费城商业情绪指数均来到历史低位，但对应的零售和不含国防耐用品订单数据却没有像以往周期一样跟随回落。对于消费者而言，其恶劣的情绪可能来源于飙升的通胀，事实上随着去年下半年通胀的降温，目前消费者信心指数已经从6月的50反弹至64.9。而对企业而言，通胀、劳工短缺和美联储紧缩的货币政策均导致企业信心不足，而这三者皆有不同程度好转，费城商业指数、资本开支信心指数也有所企稳，未来软数据可能向硬数据靠拢。

图 3：消费者信心指数低迷，但零售增速保持韧性



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 4：商业预期、资本开支信心指数大幅下滑，但不含国防耐用品订单增加仍在回升



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

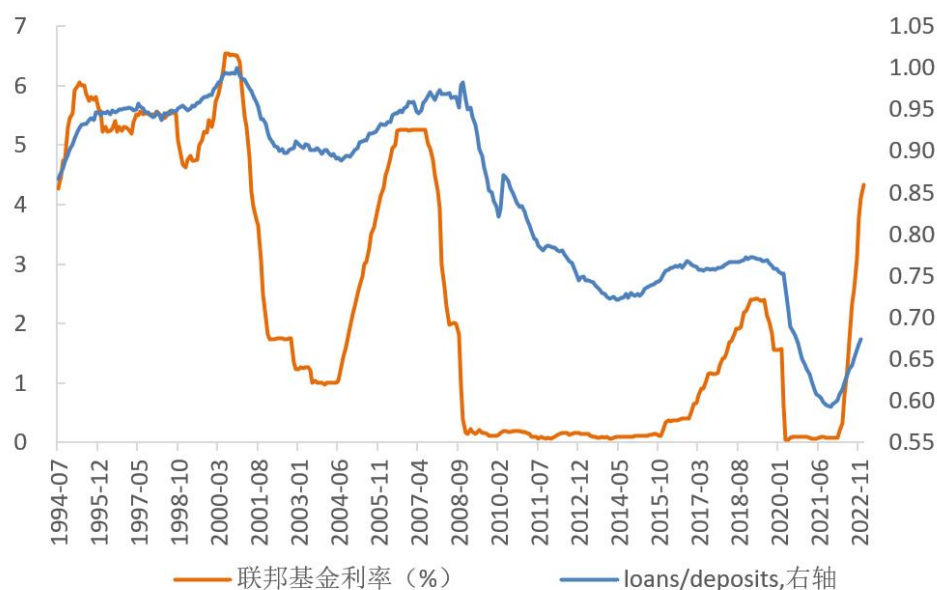
三是美债利差深度倒挂，但这也不能代表衰退深度，甚至这次不能代表一定会衰退。

金融机构盈利的机制在于借短贷长，在吸纳低利率短期存款，然后贷长期贷款给企业，赚取长短端的利差。而利率曲线倒挂预示着经济衰退的原理在于，当利率曲线倒挂时，这种机制反而会让银行损失利差，因此银行缺乏向实体经济提供贷款融资的动力，从而抑制了经济活动。

不过当前来看，10年与3个月的利差可能并不是代表银行资产负债利差的有效指标。银行的贷款利率并不以10年期国债收益率为基准，例如对企业的贷款利率以Prime Rate为基准，个人的房贷利率基准则是30年Mortgage Prime Rate，两者与10年期国债利差已经相比疫情前走阔了90~100Bps。

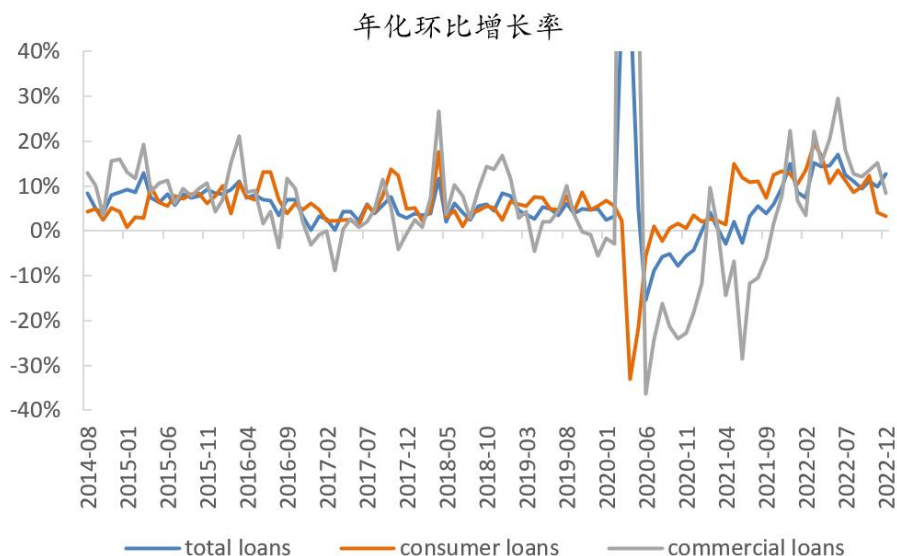
另一方面，美国商业银行的贷存比目前处在三十年以来最低区间，表明银行并没有因为经济好转、联邦利率上调而过度借贷。过低的贷存比意味着商业银行资产使用效率低，银行要么选择主动“瘦身”降低总负债，要么通过积极借贷增加资产端收益。目前居民和商业贷款仍在环比增长中。

图 5: 银行的 LDR 仍处于非常低的水平



资料来源: fred, 天风证券研究所

图 6: 居民和商业贷款仍在环比增长



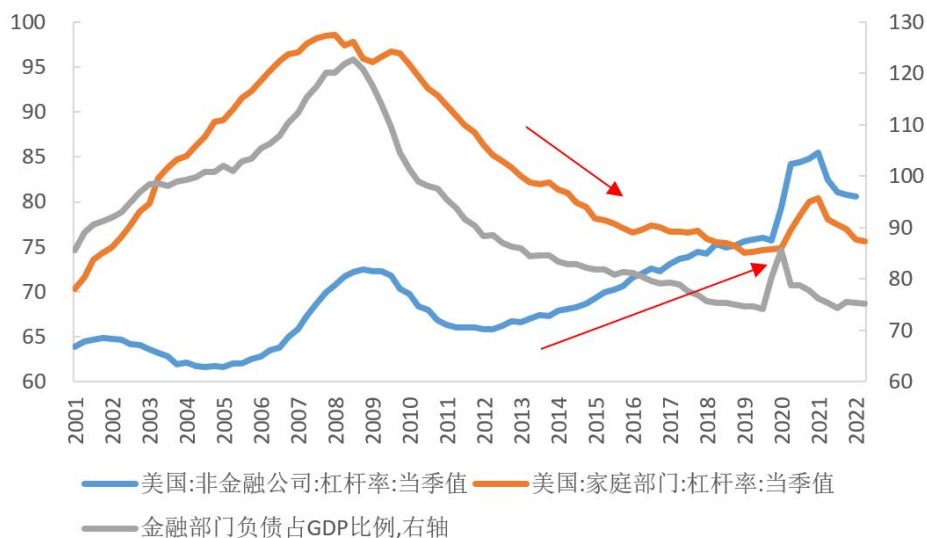
资料来源: fred, 天风证券研究所

事实上, 如果美国出现深度衰退(所谓的“硬着陆”), 是需要发生债务危机的。债务危机对应的资产负债的风险错配, 而当下居民、企业、政府、金融这四张资产负债表, 都缺乏持续衰退、发生债务危机的条件。

我们在《别恐慌! 这次可能只是浅衰退!》中详细分析了美国居民、企业、政府部门的资产负债表, 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即使发生衰退, 程度也是温和可控的。除此之外, 金融部门尤其银行是提供房贷的主要机构, 随着经济体的成熟, 银行更乐于提供房地产贷款, 而企业融资需求逐渐转向直接融资市场, 因此金融部门杠杆与居民部门杠杆走势接近。

金融危机之后, 美国居民部门持续去杠杆, 居民部门负债占 GDP 比例已经从金融危机高峰期接近 100% 回落至 75.6%, 居民部门的资产负债表相对健康。但非金融企业部门债务占 GDP 比例再创历史新高, 2021 年 Q1 达 85.5%, 虽然近期有所回落, 但仍处于历史高位, 中期如果发生经济危机, 导火索将是企业债务危机。

图 7: 非金融企业部门杠杆比率再创新高 (%)



资料来源: fred, 天风证券研究所

2020、2021 年企业债券发行和 IPO 均创历史新高, 企业在手现金流充裕, 且企业债务置

换后，整体到期高峰后移到了 2 年以后，2022-2024 年期间，高达万亿美元的企业杠杆融资债务（高收益债券和杠杆贷款的总和）中，到期量只有大约 10%。企业部门短期偿债压力不大，难以发生严重的衰退，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 8：CCC yield spread (%) 2010 年至今



资料来源：fred，天风证券研究所

而美国居民部门的实际可支配收入增速去年受高油价冲击转负，但是 2020、2021 年居民在巨额财政转移过程中实现了超过 2 万亿的超额储蓄，这一定程度平滑了消费的下行。进入 2023 年，随着通胀下行，居民实际可支配收入增速大概率转正，这将进一步支持居民消费。根据我们测算，在疫情爆发前的十年（2010 年至 2020 年 2 月），美国居民耐用品、服务和非耐用品的实际消费年化增速分别为 5%、1.4% 和 1.7%。目前服务业消费基本修复到潜在增长水平，而耐用和非耐用消费品仍然分别高于潜在增长水平 9.1% 和 5.8%。

图 9：2010 年至今的实际消费分项和趋势



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_52166

