

信仰抵不过地心引力：2023年下半年美国经济展望

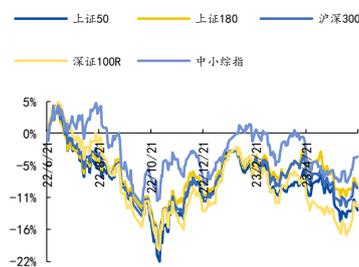
报告要点：

- **美国就业市场表现出了强劲的韧性，结构性劳动力短缺问题仍然显著：**
 - 1) 服务业和疫情前仍有差距，这部分经济活动仍然在缓慢恢复；
 - 2) 更多 55 岁以上的老年人选择提前退休，腾挪出了部分工作岗位。
- **消费市场的韧性也超出了预期，且导致了美国 GDP 的强韧性。**
- **这样看起来，“工资-消费”这个正向螺旋还在起作用，虽然美国的利率颇高，但货币供应下降的同时，劳动力供应是提升的，这使得美国的经济与其利率水平并非完全线性。**
- **但这毕竟是结构性问题，总量上的矛盾还是决定着趋势：**
 - 1) 美国通胀逐渐放缓仍是主题。美联储最关注的超级核心通胀的环比增速已经连续两个月放缓，通胀中枢已经在不断下降；
 - 2) 美国经济的增长速度也正在放缓，去年 7 月份始，银行业的信贷出现了相对明显的收缩，且受此影响，房地产和制造业所受的拖累偏大。
- **下半年主要的风险还是在银行系统上：**
 - 1) 银行系统在上半年出现的流动性问题似乎暂时得到解决，美联储虽然在上调利率水平，但为此配合性放宽了数量政策，但金融层面的问题主要看预期与认知，如果美联储超预期加息的话，不排除中小银行继续出现问题的可能，我们应把这个风险看作一个不可忽视的灰犀牛；
 - 2) 商业地产的风险其实算可控，大部分商业地产贷款是固定利率长约，因此，商业地产对银行的风险相对有限，但一旦商业地产的违约和银行风险 2.0 共振起来，可能会相互强化；
 - 3) 但无论如何，美国的基本面趋势还是向下的，风险是否发生，更大程度所决定的是美国着陆的姿态，是硬着陆还是软着陆。
- **在偏大概率下，美国的加息已经进行到了很尾声的位置，甚至市场已经自发开始交易加息的反转，比如 10Y 美债利率和美元指数已经在缓慢下跌。**
- **即使美联储很快终止加息，按照美国国债期限利差来讲，美国经济增长和均衡位置之间差异甚远，至少今年下半年我们很难看到基本面的反转。**
- **照此看，美国资产下半年的机会，还是会集中在美债上：**
 - 1) 虽然预期一波三折，但美债收益率已经在向下交易政策反转，我们相信这个趋势是可持续的，毕竟当前即使继续加息，美债也会更多反应经济的式微而非流动性的收紧，加之美联储如果在数量政策上继续放，这个政策结构对美债是更为充分的利好；
 - 2) 往远看，债券收益率的中枢只由一个因素所决定，即一个国家的潜在增长

主要数据：

| | |
|---------|----------|
| 上证综指： | 3240.36 |
| 深圳成指： | 11305.35 |
| 沪深 300： | 3924.24 |
| 中小盘指： | 4074.22 |
| 创业板指： | 2271.42 |

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《在希望的原野上：2023 年下半年宏观经济展望》2023.06.20
- 《大城小债的那些事儿 20230609-20230616》2023.06.18

报告作者

| | |
|--------|------------------------|
| 分析师 | 杨为敦 |
| 执业证书编号 | S0020521060001 |
| 邮箱 | yangweixue@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 分析师 | 孟子君 |
| 执业证书编号 | S0020521120001 |
| 邮箱 | mengzijun@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |

率，在美国潜在增长率未有提升时，债券收益率单纯因为紧缩政策而造成的偏高是难以持续的，在这种地心引力的影响下，10Y 美债收益率的中枢可能会持续降到 2%附近，仅看今年的话，预计 3%左右的 10Y 美债收益率水平可以期待；

3) 美股的市场宽度是存在问题的，上半年的指数涨幅是单纯由科技和通讯服务板块推动的，但从历史看，美股是顺经济周期而非政策周期的，因此，我们相信，在美国经济确定见底之前，美股的大多数顺周期的成分表现是欠佳的，这可能会在下半年拖累美股指数的表现。

风险提示：海外政策超预期，通胀反复，美联储加息事件冲击。

1. 宏观环境：在更加紧缩的环境美国经济步步为营

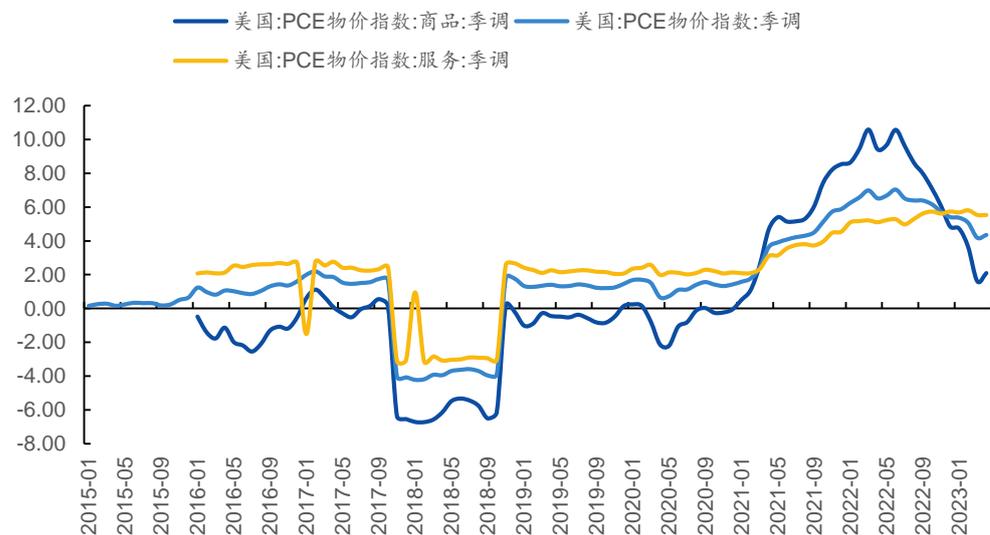
美国的经济表现出了出人意料的韧性，这不仅符合预期，甚至超越了预期。岗位空缺虽有稳定下降的趋势，但仍处于疫情前的略高水平。每月新增的非农业就业岗位数量已经降至大约 20 万，仍高于美联储认为的大约 10 万/月的自然增速。最能体现工资增速压力的岗位空缺数与求职者人数的比值 (V/U) 降至 1.6，但仍然远高于 1 的均衡水平。

美国就业市场的强劲表现部分归因于存在的结构性劳动力短缺问题。一方面，一些需求旺盛的服务行业，如休闲和餐饮行业的就业人数，尚未恢复到疫情前的水平，更不用说达到疫情前的趋势水平了。另一方面，虽然 25-54 岁的主力劳动力人群的劳动参与率已经远超疫情前的水平，但总体的劳动参与率 (16 岁以上) 却距离疫情前还有近 0.5 个百分点的差距 (大约超过 100 万人)，且增长乏力。这反映出 55 岁以上的人选择提前退休。

这些结构性职位空缺在劳动力市场中起到了吸纳器的作用，能够有效地吸收那些在其他行业失业的人员。无论你程序员还是做金融，一旦你失业，你都有可能相对容易地找到一份在餐饮或零售行业的工作——尽管这些工作的薪酬并不高，但却足以支撑你的基本生活。这就是为什么我们并未看到就业市场的失业率有大幅度的上升。

在消费方面，我们观察到的韧性也超出了市场预期，这也成为了美国 GDP 的主要支柱。服务消费的趋势已经回到了疫情前的水平，而在 2022 年表现疲软的商品消费在 2023 年再次呈现上升态势。

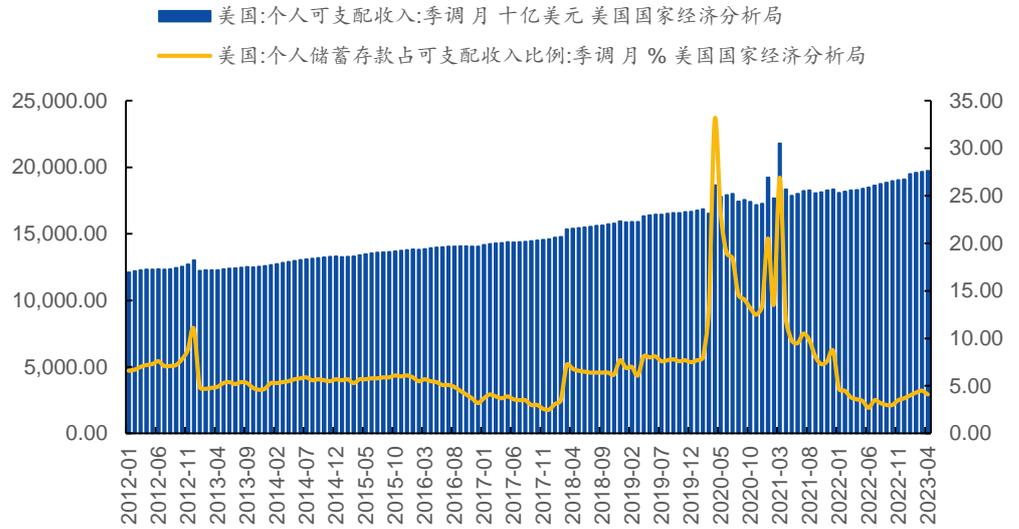
图 1：PCE 的消费水平均在抬头



资料来源：Wind，国元证券研究所

消费的韧性主要源于以下几个因素：首先，居民消费的主要驱动力并非过度依赖超额储蓄，而是就业市场的繁荣和薪资的增长。个人储蓄量已经回到了疫情前的水平，而个人存款与可支配收入的比例甚至低于疫情前的水平。

图 2：个人储蓄以及其占比都已回到疫情前的水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

其次，尽管企业信贷有所收紧，但消费信贷似乎并未受到实质性影响。

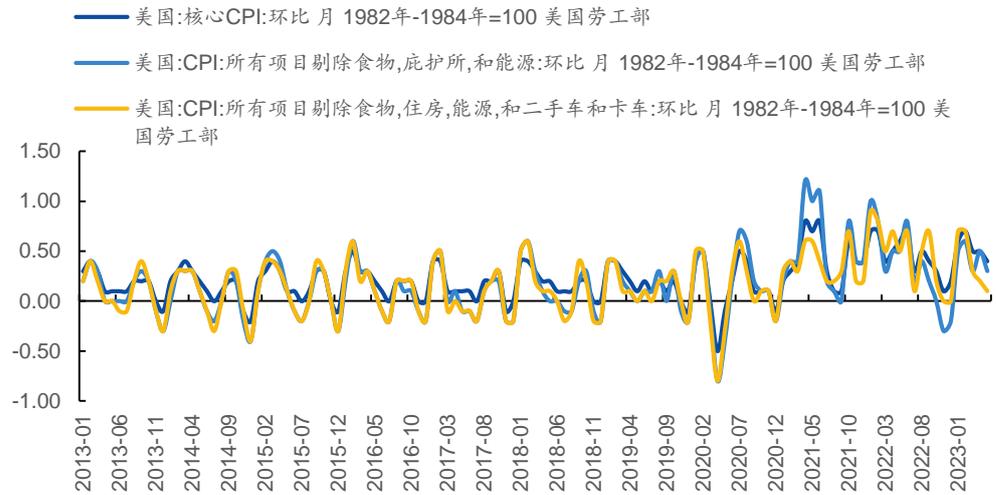
图 3：消费贷款并有所影响



资料来源：Wind，国元证券研究所

消费和就业的韧性使得整个上半年的通胀数据虽然持续高涨，但我们可以看出，通胀逐渐放缓仍是主题。美联储最关注的超级核心通胀（核心通胀-二手车-住房）的环比增速已经连续两个月放缓，4 月份已经降至 0.2%。这个数据反映出，相较于 2022 年，2023 年上半年的通胀中枢正在缓解。然而，要达到美联储的 2% 目标，还有一定的距离。

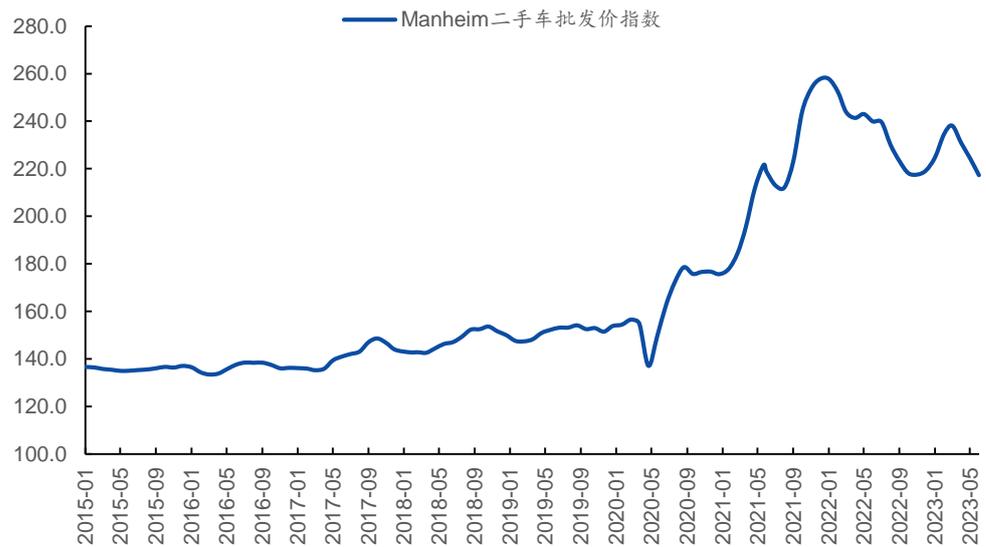
图 4：超级核心 CPI 增速放缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

尽管五月份二手车批发市场的两个月降幅削减了部分通胀的上行风险，但房地产市场的突然回暖以及核心服务的通胀仍未有所改变。未来，随着汽车降价幅度的放缓，可能会导致通胀具有粘性并缓慢下降。然而，在通胀环境下，通胀数据很难成为市场情绪的主导。当然，如果未来核心通胀连续超预期，市场对美联储的态度可能会再次转变。但从目前的情况来看，这种可能性并不大。总的来说，消费和就业的韧性以及通胀的逐渐放缓都显示出美国经济正在逐步恢复。然而，我们还需要密切关注未来的通胀走势，以及美联储对此的反应。

图 5：Manheim 二手车数据显示二手车市场在降温



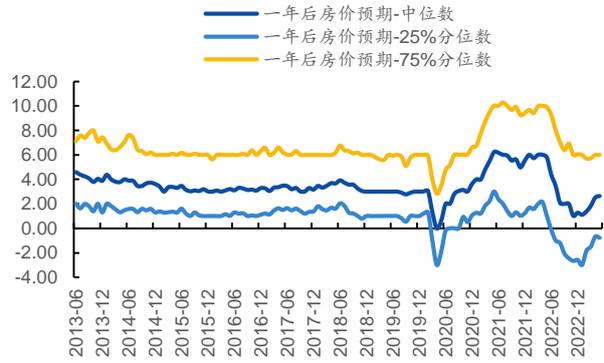
资料来源：Manheim，国元证券研究所

图 6：美国新房销售数量有所回暖



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：房价 1 年预期指数重新抬头

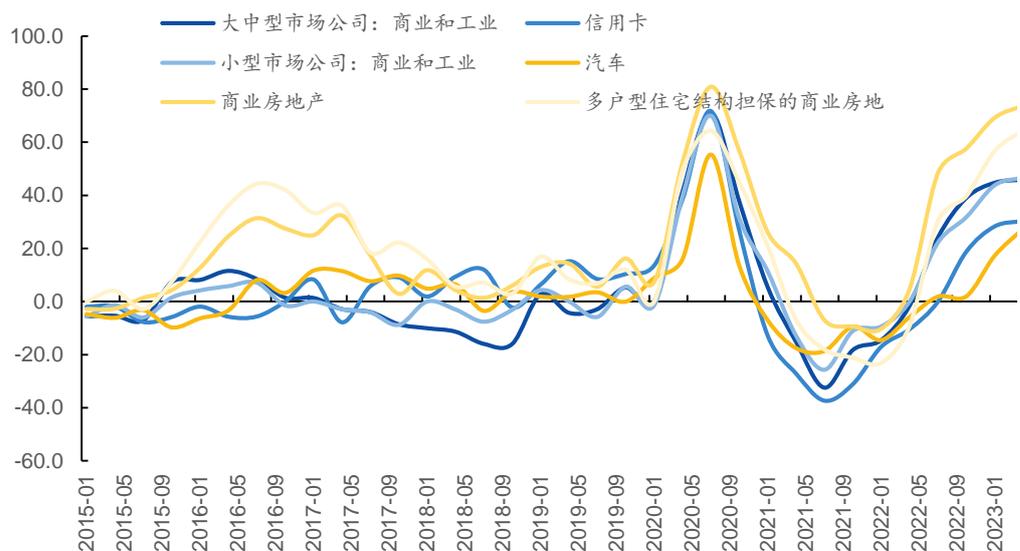


资料来源：Federal Reserve Bank of New York，国元证券研究所

在对美国经济的宏观分析中，我们可以观察到，尽管当前的经济数据显示出一定的韧性，但这些数据往往具有滞后性。在整体经济表现强劲的大环境下，一些领先指标却在暗示美国经济增长速度正在放缓，甚至预示着经济衰退的可能性。

首先，我们最重点关注的是信贷市场的变化。信贷收紧可能比我们预期的来得更早。根据美国联邦储备系统发布的《银行借贷行为意见调查》（Senior Loan Officer Opinion Survey，简称 SLOOS）的结果，自 2022 年第三季度起，美国的贷款标准已经在持续趋严。这一趋势在 2023 年的第二季度更为明显，对大中型企业和小型企业实施更严格贷款标准的银行的净比例分别上升至 46% 和 46.7%。这意味着，近一半的银行已经对企业贷款采取了更严格的标准。更值得关注的是，对于本来就处于脆弱状态的商业地产领域，贷款标准的严格程度更是上升到了 73.8%。这无疑给商业地产市场带来了更大的压力，也可能对未来的经济增长产生影响。

图 8：美国贷款标准的已经非常严格



资料来源：Wind，国元证券研究所

尽管消费信贷显示出一定的韧性，但信用卡违约率的上升却暗示着消费的强劲势头

可能难以持续。

图 9：信用卡违约率上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

美国信用管理协会（National Association of Credit Management，简称 NACM）发布的信贷经理人指数（Credit Manager Index，简称 CMI）为我们提供了一个关于信贷市场状况的重要视角。从去年第三季度开始，新申请贷款的拒签指数就开始呈现下滑趋势，到了 2023 年 4 月，这一指数更是暴跌至 47.9，这是自 2008 年金融危机以来的最低点。这一数据无疑揭示了信贷市场的严峻形势。实际上，自美联储主席开始加息以来，信贷环境就一直处于紧缩状态。然而，近期的信贷环境似乎更加恶劣。这可能是由于市场对于未来经济增长的担忧，以及对于美联储可能进一步收紧货币政策的预期。这种紧张的信贷环境可能会对企业的投资和扩张计划产生负面影响，从而对整体经济增长产生不小的压力。

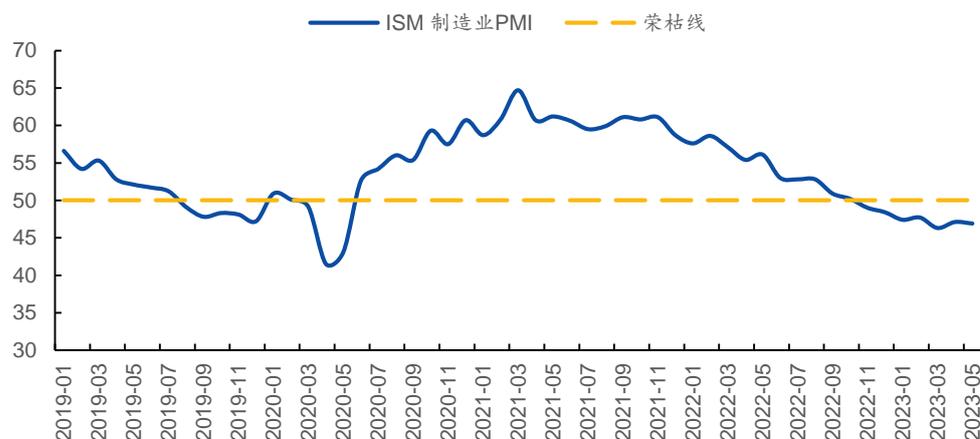
图 10：贷款信心指数



资料来源：NACM，国元证券研究所

其次，美国制造业采购经理人指数（PMI）从 2022 年 10 月开始，PMI 值开始出现下滑，到 2023 年 5 月，这一指数已经降至 46.9，这是近期的最低点。2023 年的 PMI 走势表明，制造业的活动正在收缩，且在 5 月的数据显示，这种收缩趋势正在加剧。在供应链问题有所缓解的大环境下，需求的下滑和劳动力市场的短缺可能成为制造业收缩的主导因素。制造业的疲软可能会对整体经济产生更广泛的影响。首先，制造业是美国经济的重要组成部分，其疲软可能会直接导致经济增长的放缓。其次，制造业的收缩可能会影响到就业市场，导致就业增长的放缓，从而影响到消费者的消费能力和信心，进一步影响到整体的经济增长。

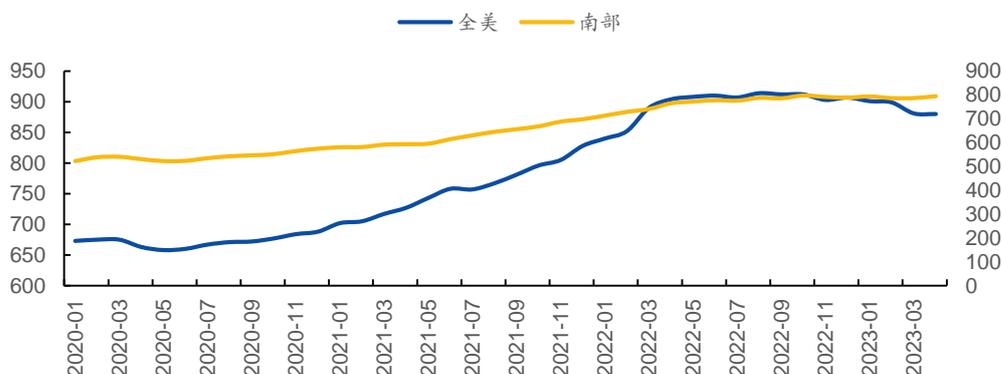
图 11：PMI 在 2023 一直是向下的趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

最后，美国在建住房数量的下滑趋势引发了市场的关注。自 2023 年初以来，新建房屋数量的减少对就业市场和整体经济环境构成了压力。回顾 2022 年，尽管新房在建数量整体呈现稳定态势，但进入 2023 年，这一趋势却出现了明显的下滑。值得注意的是，美国南部地区的房屋在建数量保持了坚挺的态势，这主要得益于疫情期间提前退休和远程办公的趋势推动了房地产市场的需求。然而，这种情况也可能对未来的劳动力市场产生冷却的影响。

图 12：美国住房动力主要来自于南方

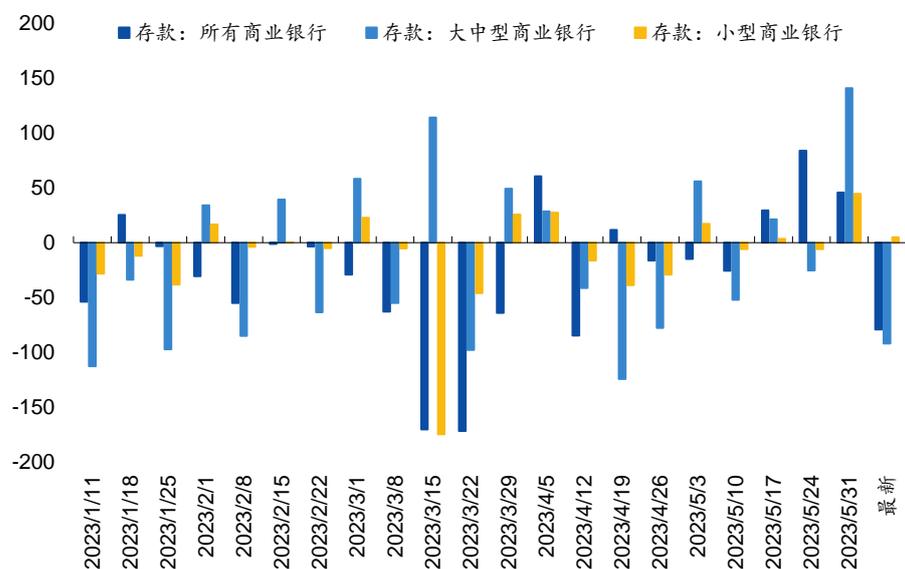


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 银行危机和商业地产的共振：小舟虽微，须警川谷

在 2023 年，我们见证了硅谷银行（Silicon Valley Bank，简称 SVB）、签字银行（Signature Bank）和第一共和银行（First Republic Bank，简称 FRC）的金融危机，这些事件使得流动性问题成为了银行业的主要关注点。在这个过程中，我们看到了存款从小银行流向大银行，然后再流入货币市场基金。在经历了两个月的减少之后，五月份的存款流失基本得到了稳定，并且出现了反弹的趋势。

图 13：商业银行存款到现在基本得到稳定

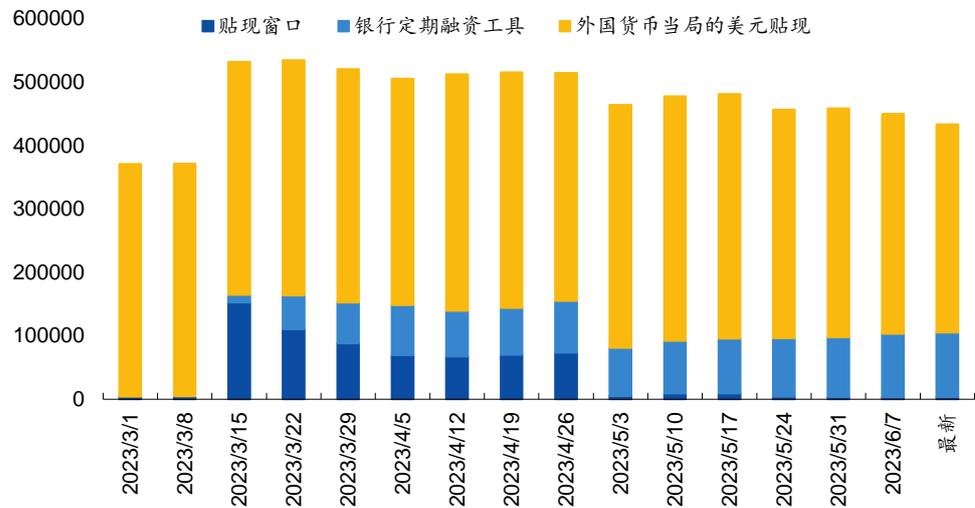


资料来源：Wind，国元证券研究所

自银行危机发酵以来，美联储主要使用了四项流动性纾困工具来填补流动性缺口，包括贴现窗口（Discount Window）、银行定期融资（Bank Term Funding Program，简称 BTFP）、向联邦存款保险公司相关实体的其他贷款（Loan to FDIC-related entities）以及外国货币当局的美元贴现（Foreign Repo）。在危机之后，这些流动性纾困工具的总规模大幅上涨，但到了 6 月份基本上达到了一个稳定的状态。

然而，银行危机只是暂时得到了缓解。考虑到这些流动性并未真正注入市场，未来的高流动性压力可能会导致更多的中小银行出现问题。对于大量流出存款的银行而言，提高存款利率以避免挤兑风险是一种被动的应对策略。然而，资产端的利率则取决于银行之前的资产配置决策。在这种情况下，提高存款利率可能会压缩银行的利润空间，而出售资产可能会使表面上的亏损变为现实。因此，对于处于困境中的银行而言，目前的形势并没有简单轻松的解决方案。

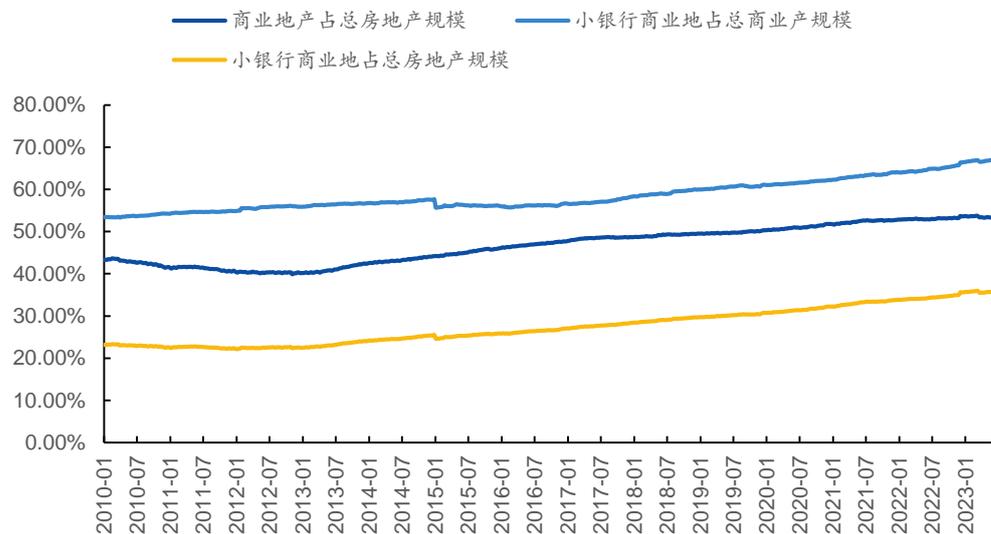
图 15: 美国流动性纾困工具规模



资料来源: Wind, 国元证券研究所

中小银行的金融危机风险并不仅限于银行本身。商业地产的违约可能与银行危机产生共振。在美国,近70%的商业地产贷款由中小银行提供。在高利率和高空置率的大环境下,商业地产的信用危机值得我们关注。

图 15: 美国商业地产贷款占比

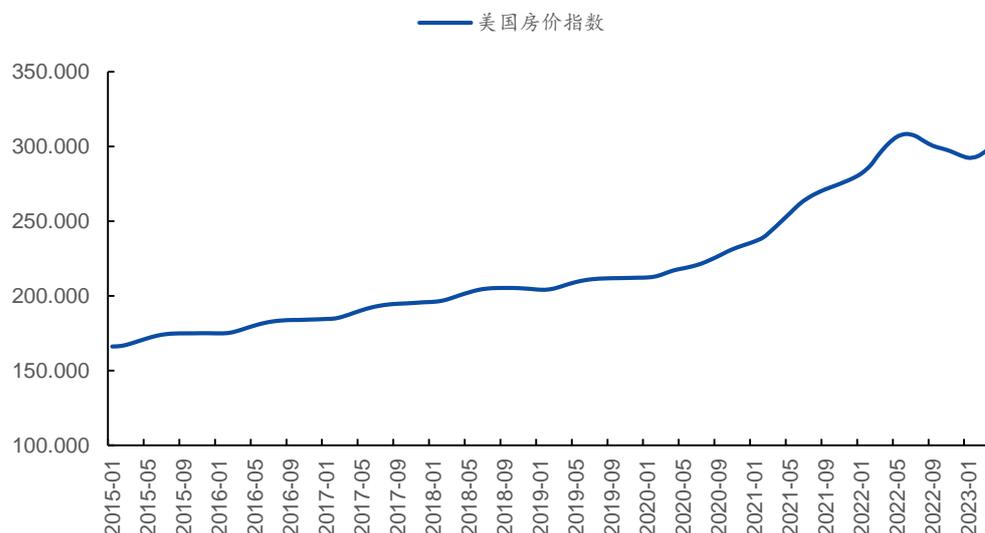


资料来源: Wind, 国元证券研究所

然而,这个风险虽然存在,但要引发更严重的金融风险还是相当困难的。根据 Reits.com 的数据,商业地产中真正存在风险的办公楼仅占整个商业地产的15%。大部分商业地产都是在低利率时代签订的固定利率长约。虽然在需要再融资的高风险城市中,确实存在一定的风险,但总体来看,商业地产对银行的风险是有限的。因此,

尽管我们需要关注银行业的流动性问题和商业地产的信用危机，但我们也需要理解，这些风险并不会立即导致更广泛的金融危机。在当前的经济环境下，政策制定者和银行需要采取适当的策略来管理这些风险。

图 16：过去房价的上升让再融资的贷款所占资产比例下降

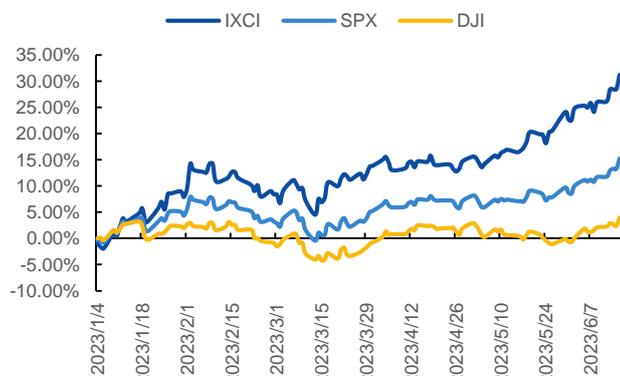


资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 美股：AI 科技带领的潮起潮落

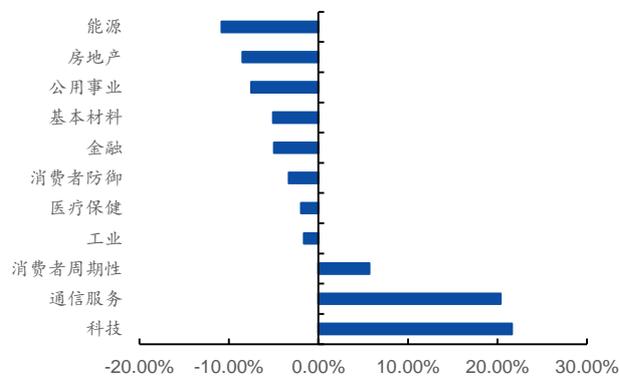
自 2023 年年初以来，纳斯达克和标普 500 的表现分别上涨了 25% 和 10%。然而，这种上涨并不均匀，11 个主要行业板块中，除了科技和通讯服务板块外，其他板块都呈现下跌态势。这种单一股票驱动的市场涨幅，揭示了市场宽度的不足，并不能反映出这是一个强劲的复苏周期。本轮上涨更多来受益于利率释放所带来的红利。

图 17：三大股指在上半年表现均很优异



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：但是细分 11 个板块却差异不小

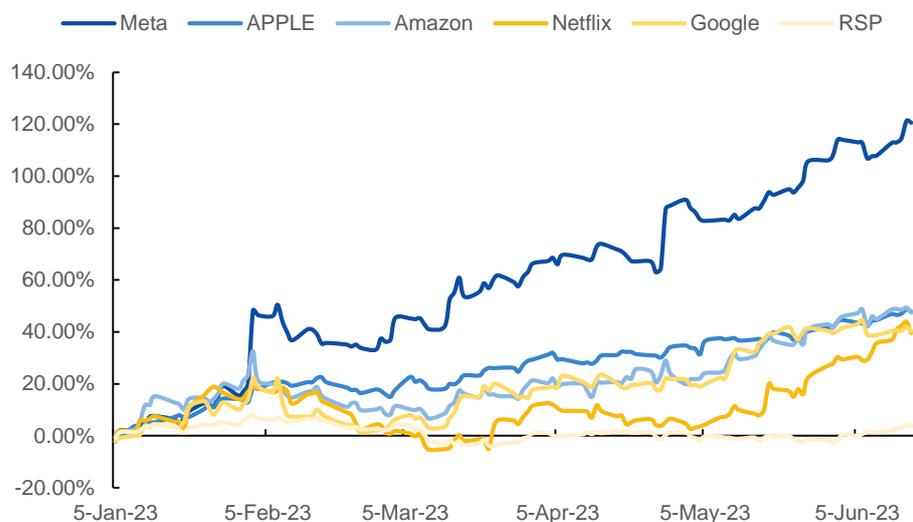


资料来源：Wind，国元证券研究所

在科技股中，大部分涨幅是由五大科技巨头 (FAANG: Meta、Apple、Amazon、Netflix、

Google) 推动的。如果将标普 500 中的所有公司进行等权重加权平均 (RSPETF), 这半年的涨幅并不如表面上看起来那么大, 甚至呈现下跌趋势。然而, 科技股的强劲表现在下半年可能难以持续。原因有三: 首先, 市场对利率下降的预期已经到头, 尽管通胀下滑和银行危机导致了市场对利率下降的预期, 但随着通胀的粘性、银行危机的解决以及宏观数据的火热, 降息的可能性并未实现。其次, 科技股的基本面也基本到头, 从财报季的数据来看, 科技公司的盈利增长主要是由于成本削减, 而非收入增长, 这种模式难以持续。最后, 科技公司的大涨受益于 AI 浪潮的狂热, 但 AI 的发展热度能否持续, 存在很大的不确定性。

图 19: 美股市场的上扬由大科技公司所支撑



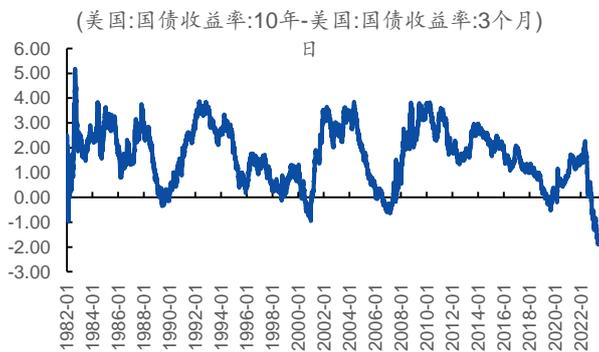
资料来源: Wind, 国元证券研究所

综合考虑上述经济周期预测, 美股市场在下半年的表现可能并不乐观。这并不是看空美股, 而是对其能否保持上半年的涨幅趋势表示怀疑。

4. 美债与美元: 长债的优势

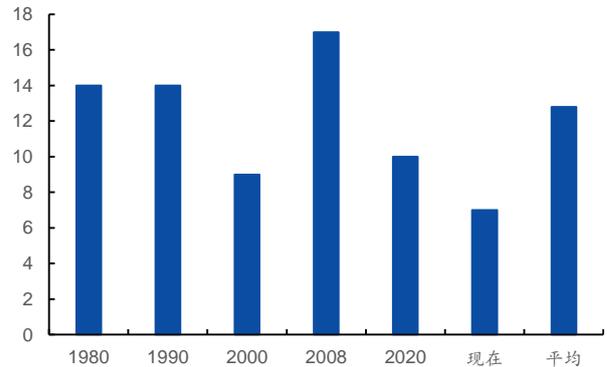
当前的利率曲线和在六个月前一样都是倒挂的水平, 这依然释放出经济衰退的信号。根据历史规律, 经济衰退似乎是无法避免的。从过去五次经济衰退的经验来看, 平均在利率曲线倒挂后的 12 个月, 经济将进入衰退阶段。而现在, 我们正处于利率曲线倒挂的第七个月。

图 20：历史上的利率倒挂之后均进入衰退



资料来源：Wind，国元证券研究所

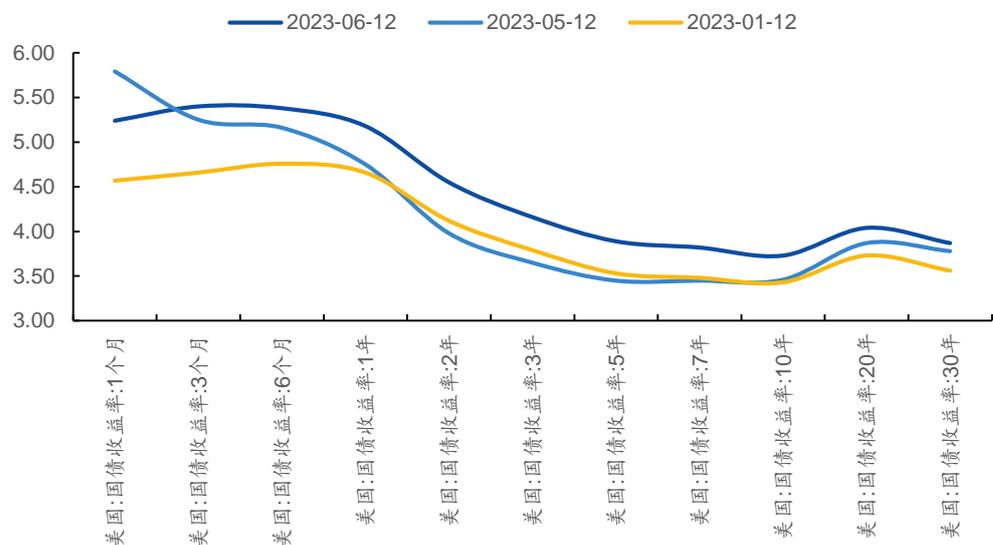
图 21：利率倒挂进入衰退的时间



资料来源：Wind，国元证券研究所

不同时间段的利率曲线在过去的半年中都呈现上升趋势，这意味着信贷环境正在不断收紧。然而，与半年前相比，最近一个月内，利率曲线的倒挂变化幅度没有继续下探，有上扬的趋势，这表明经济状况有改善迹象，经济衰退的可能性有所降低。

图 22：同一时间不同久期国债收益率曲线



资料来源：Wind，国元证券研究所

结合前述的一系列领先指标，我们预计美国在 2023 年下半年的经济预期将会下降。加上五月份的 CPI 超预期，美联储的加息周期可能即将结束。如果 CPI 继续下探，美联储的政策转向可能会提前到来。尽管美国的经济市场具有韧性，但其上行空间已经不大。这两点都会对利率产生压力，从而有利于债券价值的上涨。

5. 2H23 不确定中的确定

对于美国经济是否会实现软着陆或硬着陆，当前的宏观经济环境并未给出明确的指

示。从上半年的情况来看，市场并未完全预期到硬着陆，也没有完全预期到完美的软着陆，而是在这两种可能性之间反复摇摆。对于下半年是否一定会进入衰退，存在一定的不确定性，但市场对美国经济可能会衰退的预期似乎更为一致。

在我们的观察中，持续的高利率环境以及最多可能的一次加息，可能会提高美国经济的脆弱性，降低其抵御外部风险的能力，从而增加经济衰退的可能性。对于软着陆和硬着陆的可能性，我们认为两者的概率大致相等，各占 50%。如果我们生活在一个不会发生黑天鹅事件的世界，硬着陆的概率甚至可能低于 50%。然而，历史告诉我们，我们必须对黑天鹅事件保持警惕。

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |