

繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论

“赶作业”式政策正常化，引发市场对美国经济“硬着陆”的担忧。如何看待“硬着陆”风险，有哪些重要观察窗口、经济的“软肋”？最新梳理，供参考。

■ 过热，滞胀还是衰退？疫后修复中，美国经济指标出现了一定分化

疫后修复中，作为美国经济的核心指标，就业及消费表现持续超预期，指向经济的韧性非常强。美国非农新增就业连续多月高达40万人左右，时薪同比增速继续位于5%以上。居民高收入支撑下，私人消费复合增速（相比2019年同期，下同）稳步修复至2.5%，高于疫情前10年均值水平的2.2%。居民薪资提升与就业修复持续超预期，目前仍处在良性循环中，指向美国经济的韧性非常强。

制造业PMI新订单指数、消费者信心指数等指标近期的表现，指向经济存在较大隐忧。PMI新订单指数，作为美国经济领先指标，已从高位持续回落至历史均值附近，提示经济的后劲不足。通胀问题持续高企，“蚕食”居民实际购买力及消费信心，剔除通胀后，美国实际收入增速已经下滑至1%，密歇根大学消费者信心指数已跌至近50来绝对低点。这些指标又指向美国的衰退风险已在积累。

■ “周期”的轮回？重要观察窗口，或在冬春之交

传统周期规律来看，美国经济会否从“滞胀”向“衰退”过度，冬春之交或是重要观察窗口。历史经验显示，制造业PMI新订单指数一般领先于经济走势2-4个季度；该指标掉入50%荣枯线以下之后，GDP同比增速掉入负值区间的概率也会明显上升。2020年下半年以来，该指标多数时段处在60%以上的历史高位，3月之后持续在60%以下；5月最新读数为55.1%，大致在历史平均水平上下。

中短期，商品消费回落有限、服务消费继续改善，或成美国经济的重要支撑；“出行旺季”服务消费的修复状况，可作经济预判的试金石。疫情期间的财政刺激，导致耐用品消费前置特征明显，疫后增速回归实属正常，考虑到就业市场与居民收入的景气维持，商品类整体消费增速短期回落或有限。疫情退潮下，服务消费或继续改善。6-9月传统出行旺季的消费表现，可作为经济分析的试金石。

■ “软着陆”，还是“硬着陆”？疫情扰乱节奏，让“硬着陆”概率上升

疫情期间的供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”，加大了本轮周期“硬着陆”的风险。持续的高通胀，已成为影响美国社会稳定最重要的宏观变量；慢了一拍的货币政策，只能“赶作业”式的收紧，持续保持高强度的收紧。与过往周期相比，财政政策更被动的处境，使货币收紧的同时，财政对冲有心无力，加大经济“硬着陆”风险。

货币金融环境趋紧的背景下，地产链条、弱资质企业等领域或更早表现出脆弱性，其风险暴露情况也需要持续重点观察。2021年大部分时段，30年期按揭贷款利率在3.0%附近上下浮动；2022年初以来加快上行，截至4月中旬以来持续保持在5%以上；其他期限的利率水平有类似特点。地产、汽车、弱资质企业等领域，相应经济活动对利率的敏感度较高，利率快速上行的影响，或更早体现。

风险提示：美国服务消费修复不及预期；单月数据统计波动较大。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论.....	3
1.1、过热，滞胀还是衰退？疫后修复中，美国经济指标出现了一定分化.....	3
1.2、“周期”的轮回？重要观察窗口，或在冬春之交.....	5
1.3、“软着陆”，还是“硬着陆”？疫情扰乱节奏，让“硬着陆”概率上升.....	7
风险提示：	10

图表目录

图表 1：招工需求高企下，美国非农就业人数高增.....	3
图表 2：美国时薪同比增速继续位于 5%以上.....	3
图表 3：美国总薪酬收入维持高增.....	3
图表 4：商品增速依然高企，服务消费持续修复.....	3
图表 5：工资通胀容易向其他成本传导、推升整体通胀.....	4
图表 6：通胀已开始“蚕食”居民实际购买力.....	4
图表 7：美国制造业 PMI 大幅回落至 55%左右	4
图表 8：新订单分项回落至历史均值水平附近.....	4
图表 9：美国制造业 PMI 新订单一般领先 GDP 同比变化.....	5
图表 10：疫后耐用品消费前置特征显著.....	5
图表 11：美国“超额”耐用品消费或超 4300 亿美元.....	5
图表 12：出行旺季到来，美国酒店客房入住率有望提升.....	6
图表 13：美国服务消费存在较大的修复空间.....	6
图表 14：美国批发商库存同比增速最高.....	6
图表 15：美国制造和贸易库存结构.....	6
图表 16：剔除汽车后，美国零售商库存同比增速高企.....	7
图表 17：除了汽车，大多零售商库存同比增速高企.....	7
图表 18：美联储曾在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化严重滞后	7
图表 19：美国近 11 次经济着陆中，“硬着陆”、“软着陆”分别为 8 次、3 次	8
图表 20：1990 年以来，美国债务付息压力低企.....	8
图表 21：美国政府杠杆率处于历史绝对高位.....	8
图表 22：财政付息加权利率与市场利率走势高度一致.....	9
图表 23：未来，美国政府债务付息压力或将急剧上升.....	9
图表 24：按揭利率上行下，地产销售大幅走弱.....	9
图表 25：汽车等耐用品消费或受到抑制.....	9
图表 26：未来，美国信用债迎来集中到期.....	10
图表 27：美国到期的信用债中，垃圾债占比逐年提升.....	10

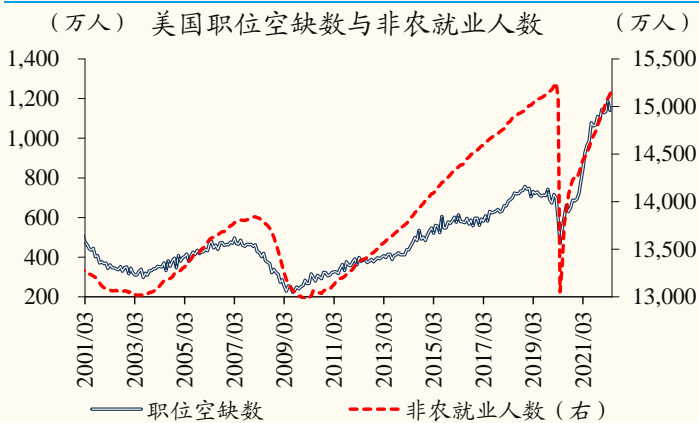
1、周度专题：繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论

赶作业”式政策正常化，引发市场对美国经济“硬着陆”的担忧。如何看待“硬着陆”风险，有哪些重要观察窗口、经济的“软肋”？最新梳理，供参考。

1.1、过热，滞胀还是衰退？疫后修复中，美国经济指标出现了一定分化

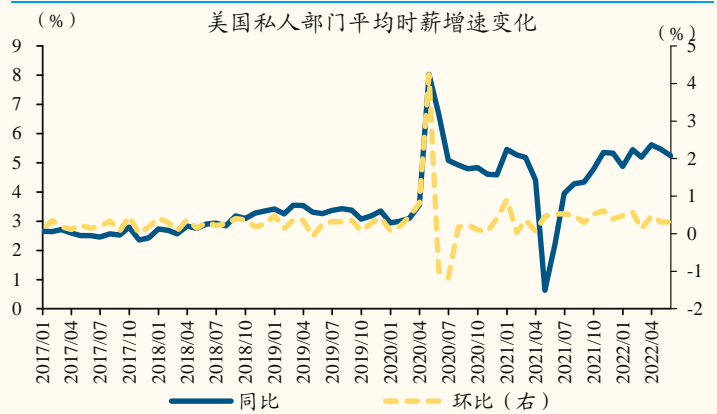
疫后修复中，作为美国经济的核心指标，就业及消费表现持续超预期，指向经济的韧性非常强。作为美国消费的核心领先指标，美国非农新增就业连续多月高达 40 万人左右，时薪同比增速继续位于 5% 以上。居民高收入支撑下，私人消费复合增速（相比 2019 年同期，下同）稳步修复至 2.5%，高于疫情前 10 年均值水平的 2.2%。居民薪资提升与就业修复持续超预期，目前仍处于良性循环中，指向美国经济的韧性非常强。

图表 1：招工需求高企下，美国非农就业人数高增



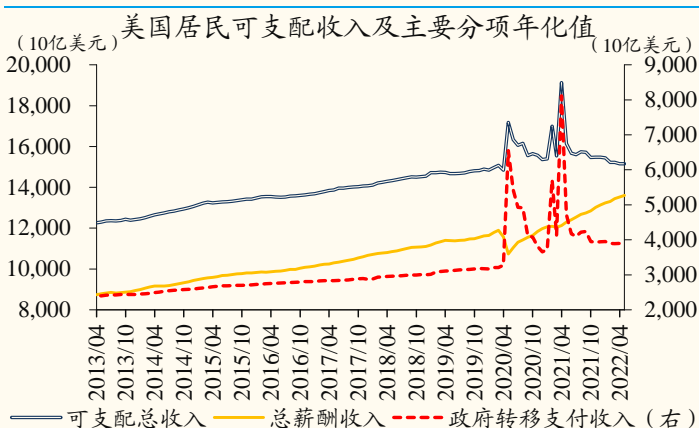
来源：BLS、国金证券研究所

图表 2：美国时薪同比增速继续位于 5% 以上



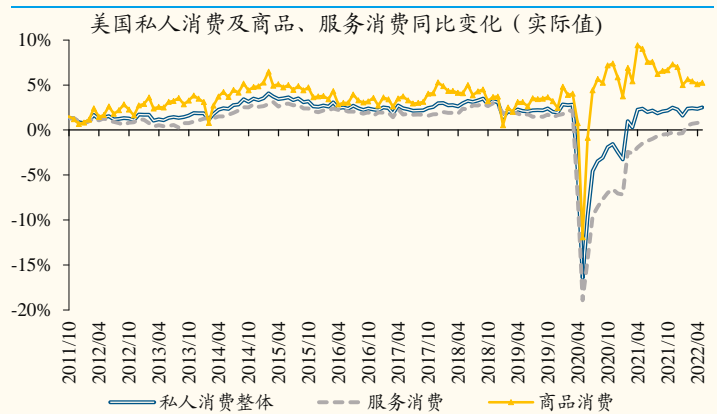
来源：BLS、国金证券研究所

图表 3：美国总薪酬收入维持高增



来源：BLS、国金证券研究所

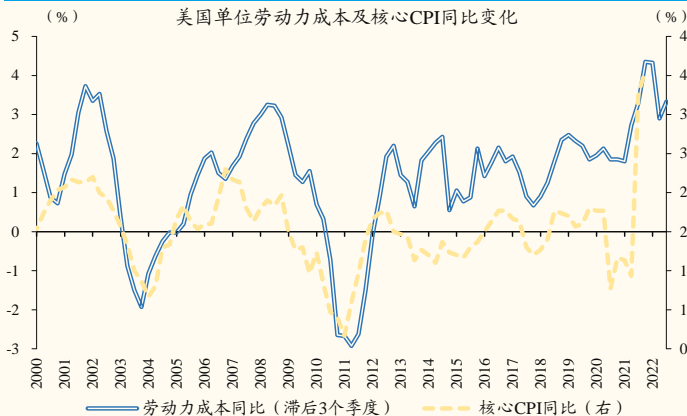
图表 4：商品增速依然高企，服务消费持续修复



来源：BEA、国金证券研究所

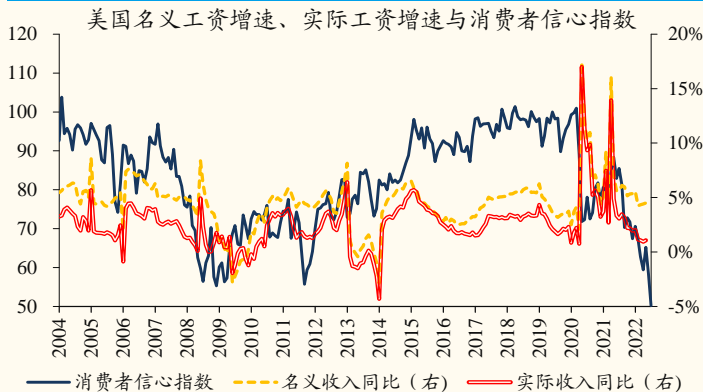
尽管实际消费增速高企，但通胀高企下，消费者信心指数已跌至 1970 年以来的绝对低点，暗示经济存在隐忧。供给需求混合驱动下，美国 CPI 通胀率快速推升，已经在严重“蚕食”居民购买力及消费信心。剔除通胀因素后，美国实际收入增速已经下滑至 1%。高通胀对购买力的“蚕食”，使得密歇根大学消费者信心指数已跌至近 50 来年的绝对低点，指向美国的衰退风险已在积累。

图表 5: 工资通胀容易向其他成本传导, 推升整体通胀



来源: Wind、国金证券研究所

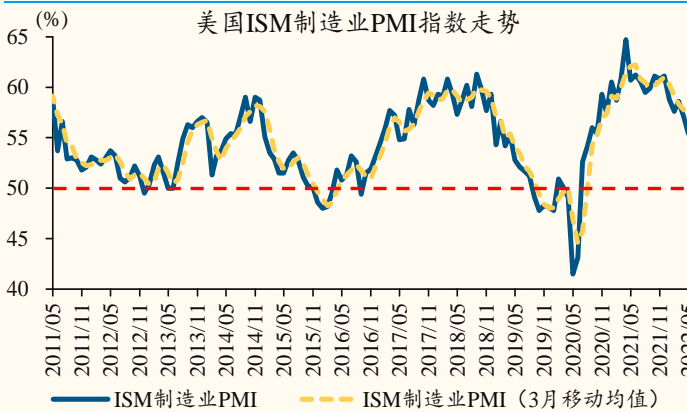
图表 6: 通胀已开始“蚕食”居民实际购买力



来源: Wind、国金证券研究所

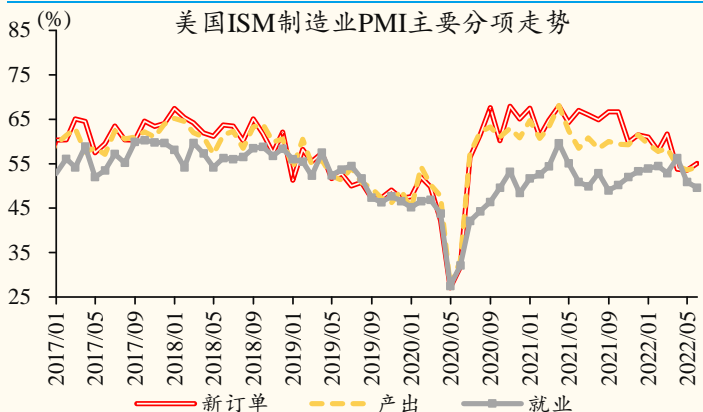
制造业 PMI 新订单指数，作为美国经济领先指标，已从高位持续回落至历史均值附近，提示经济的后劲不足。一般而言，美国企业景气一般领先居民景气变化。作为衡量企业景气的核心指标，2021 年，美国制造业 PMI 连续多月位于 60% 以上，但近期大幅回落至 55% 左右。其中，最核心的领先指标新订单分项由 65% 左右的高位快速回落，反映未来经济有可能面临后劲不足的窘境。

图表 7: 美国制造业 PMI 大幅回落至 55% 左右



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 新订单分项回落至历史均值水平附近

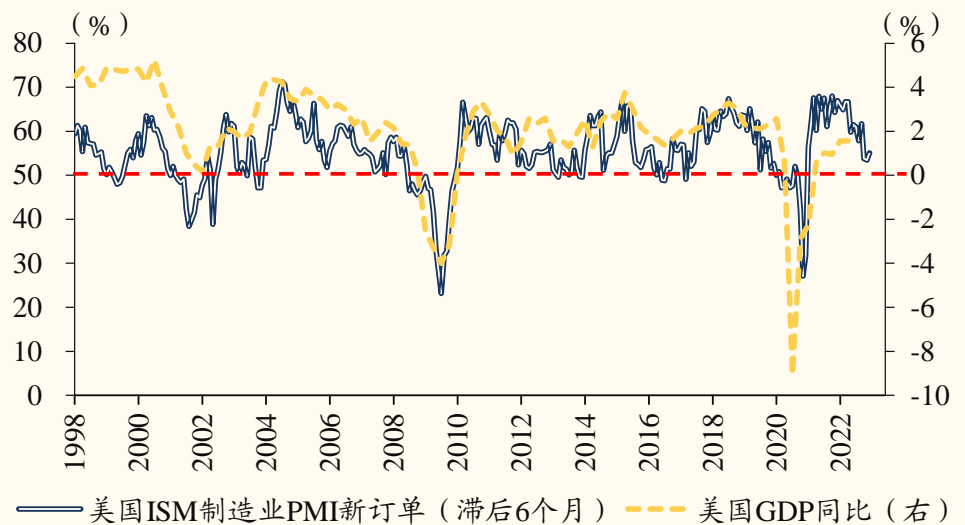


来源: Wind、国金证券研究所

1.2、“周期”的轮回？重要观察窗口，或在冬春之交

传统周期规律来看，美国经济是否会从“滞胀”向“衰退”过度，冬春之交或是重要观察窗口。历史经验显示，制造业 PMI 新订单指数一般领先于经济走势 2-4 个季度；该指标掉入 50% 的荣枯线以下之后，GDP 同比增速掉入负值区间的概率也会明显上升。5 月最新读数为 55.1%，大致在历史平均水平上下，意味着冬春之交或是“衰退”的重要观察窗口。

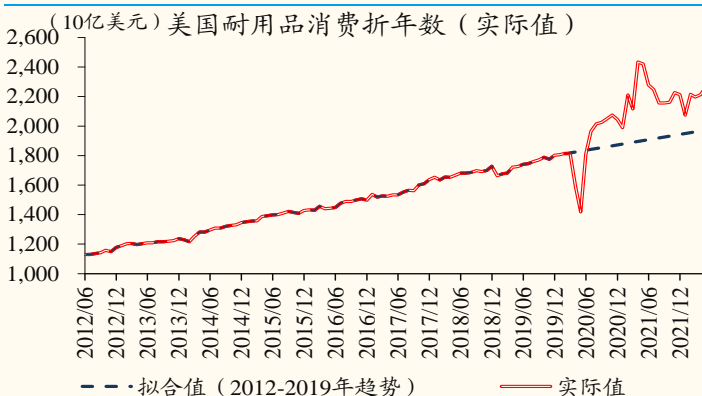
图表 9：美国制造业 PMI 新订单一般领先 GDP 同比变化



来源：Wind、国金证券研究所

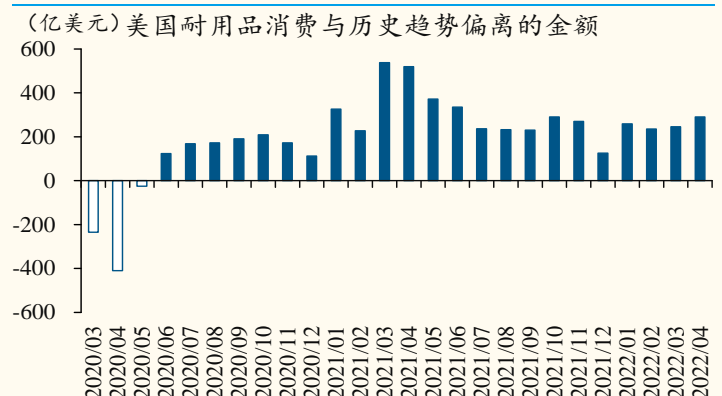
中短期，商品消费回落有限、服务消费继续改善，或成美国经济的重要支撑；“出行旺季”服务消费的修复状况，可作经济预判的试金石。疫情期间的财政刺激及低利率环境，导致耐用品消费前置特征明显，疫后增速回归实属正常，考虑到就业市场与居民收入的景气维持，商品类整体消费增速短期或相对平稳。疫情退潮下，服务消费或继续改善。6-9 月传统出行旺季的消费表现，可作为经济分析的试金石。

图表 10：疫后耐用品消费前置特征显著



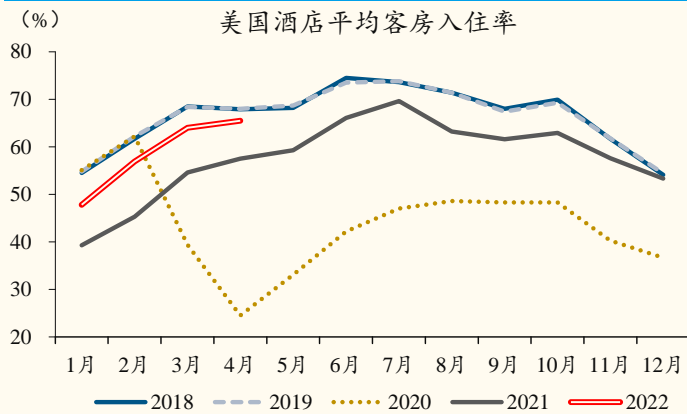
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：美国“超额”耐用品消费或超 4300 亿美元



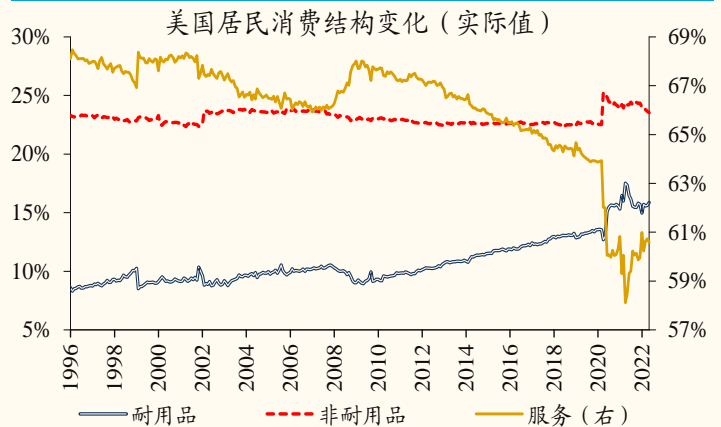
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12: 出行旺季到来, 美国酒店客房入住率有望提升



来源: Wind、国金证券研究所

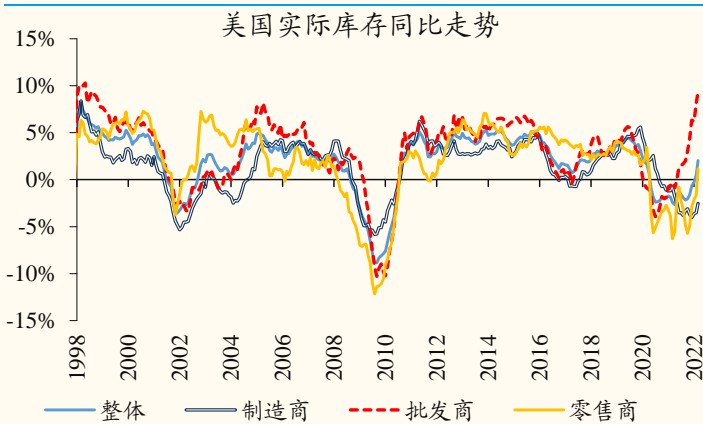
图表 13: 美国服务消费存在较大的修复空间



来源: Wind、国金证券研究所

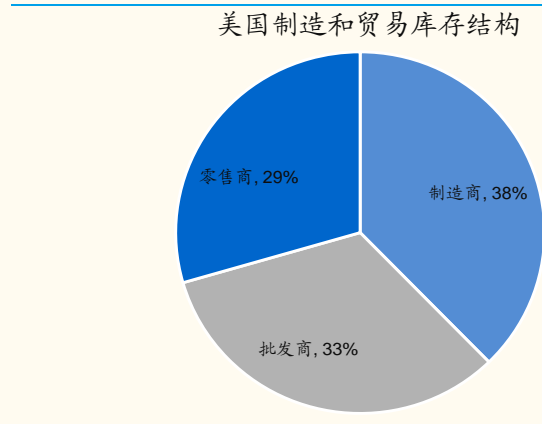
商品消费拐点已现的背景下, 批发、零售补库或已近终点, 关注未来库存去化对经济的拖累。疫后持续补库下, 美国制造商、批发商、零售商库存同比增速分别达到历史百分位的 12%、98%、29%。其中, 制造商库存较低, 主要受到商品生产整体慢于需求有关。零售商方面, 在剔除汽车特殊行业影响后, 美国零售库存同比也“升至”历史最高水平。眼下, 美国商品消费见顶回落、工业生产有序恢复的背景下, 批发商、零售商过度“囤货”的行为或面临终结, 未来还需重点关注美国贸易商库存去化对经济的不利影响。

图表 14: 美国批发商库存同比增速最高



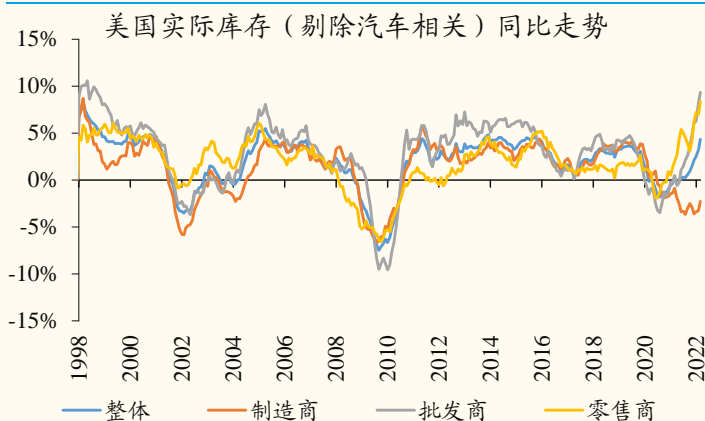
来源: BEA、国金证券研究所

图表 15: 美国制造和贸易库存结构



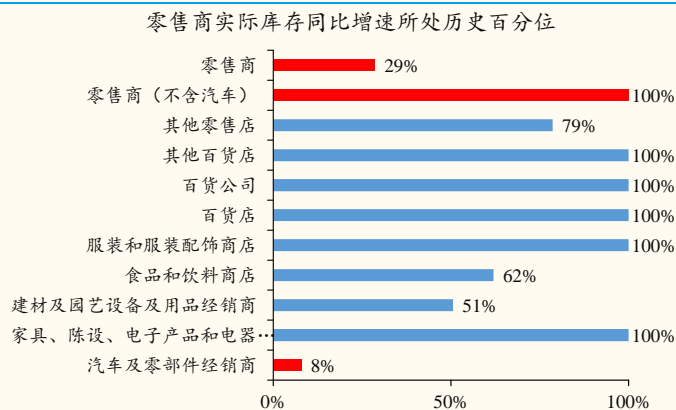
来源: BEA、国金证券研究所

图表 16: 剔除汽车后, 美国零售商库存同比增速高企



来源: BEA、国金证券研究所

图表 17: 除了汽车, 大多零售商库存同比增速高企

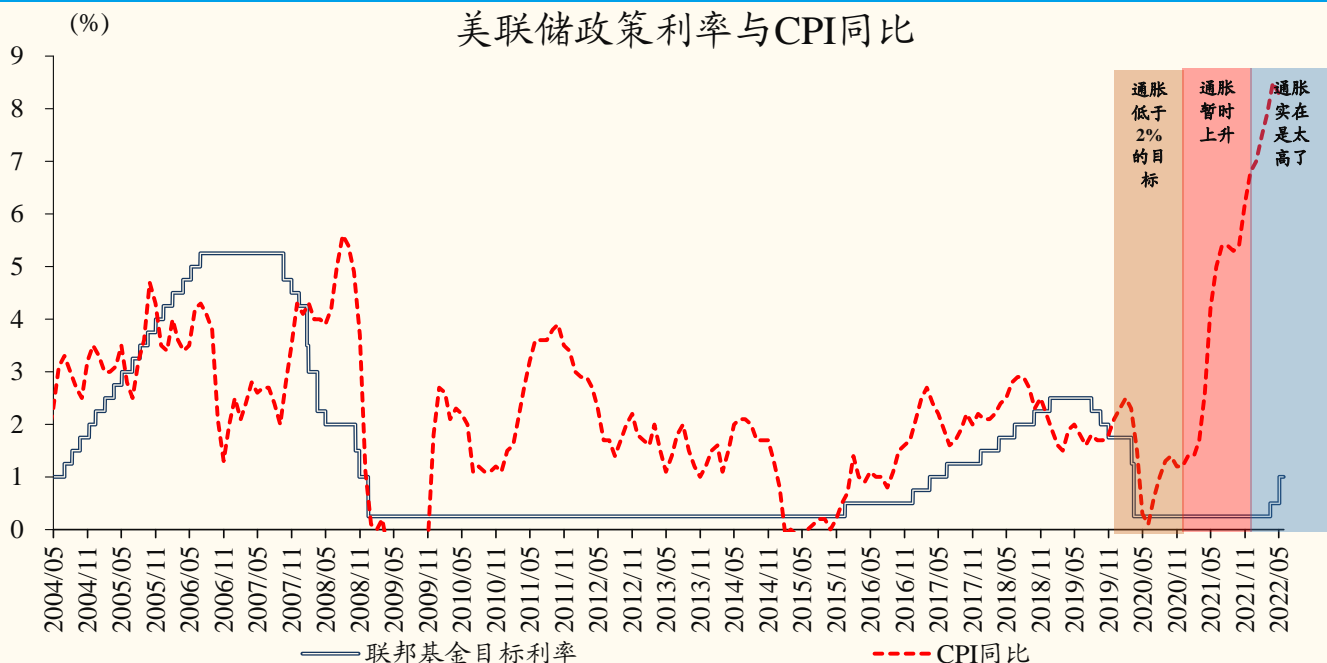


来源: BEA、国金证券研究所

1.3、“软着陆”，还是“硬着陆”？疫情扰乱节奏，让“硬着陆”概率上升

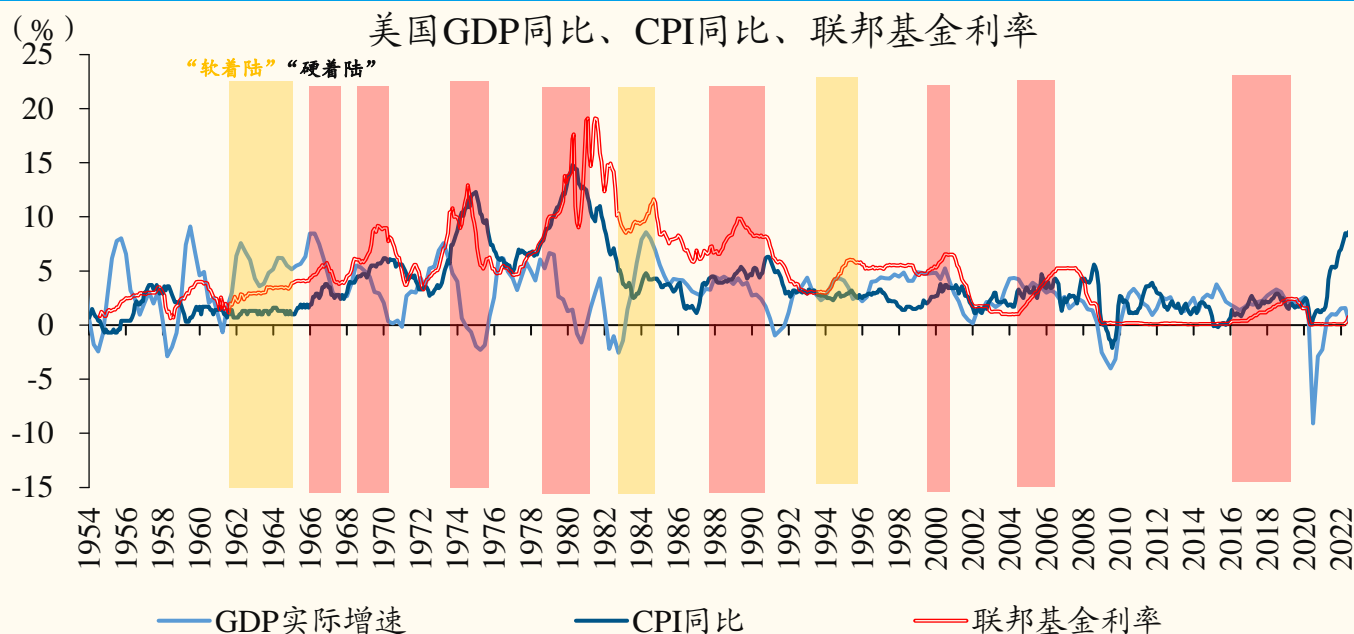
疫情期间的供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；“慢了一拍”的美联储，年内还将高强度收紧货币，可能导致 2023 年“硬着陆”风险上升。历轮美联储开启加息周期时，对应的 CPI 同比多为 2.5-3%，显然本轮政策滞后程度远超以往。持续的高通胀，已成为影响美国社会稳定最重要的宏观变量；慢了一拍的货币政策，只能“赶作业”式的收紧，持续保持高强度的收紧。从更长期的角度来看，“慢了一拍”的应对，不仅错过了“软着陆”的最佳窗口，可能导致 2023 年“硬着陆”风险上升。

图表 18: 美联储曾在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化严重滞后



来源: Wind、国金证券研究所

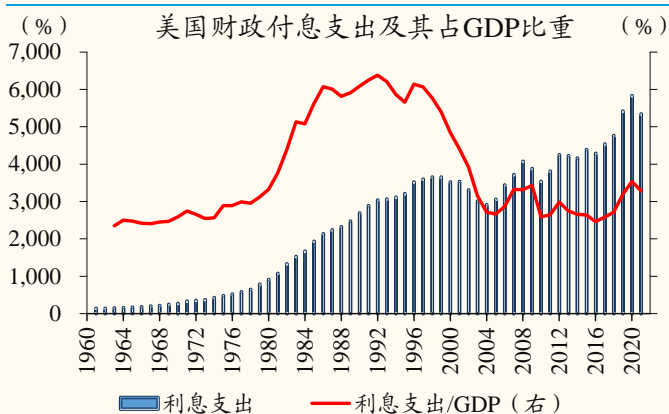
图表 19: 美国近 11 次经济着陆中, “硬着陆”、“软着陆” 分别为 8 次、3 次



来源: Wind、国金证券研究所

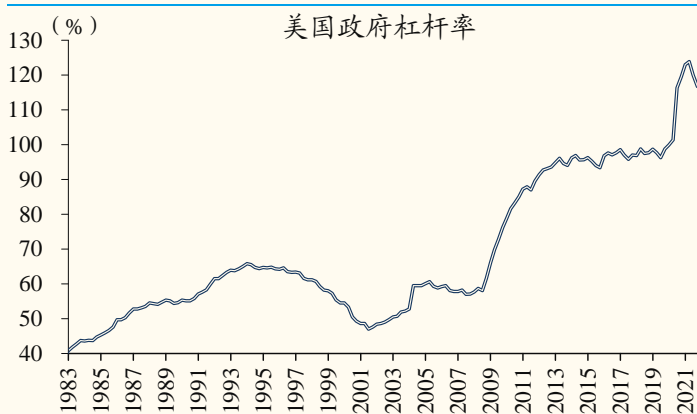
以史为鉴, 财政政策“有心无力”, 均加大了本轮周期“硬着陆”的风险。美国历史上的“软着陆”, 多与财政对冲等因素有关。与过往周期相比, 财政政策更被动的处境。原因在于, 美国政府杠杆率已处于历史绝对高位, 相关债务付息压力将在加息周期下加速显现、掣肘发力空间; 同时, 2022 年中期选举后拜登成为“跛脚”总统的概率较大, 未来财政立法也将面临更大阻力。展望未来, 货币收紧的同时, 财政对冲恐怕“有心无力”, 加大经济“硬着陆”风险。

图表 20: 1990 年以来, 美国债务付息压力低企



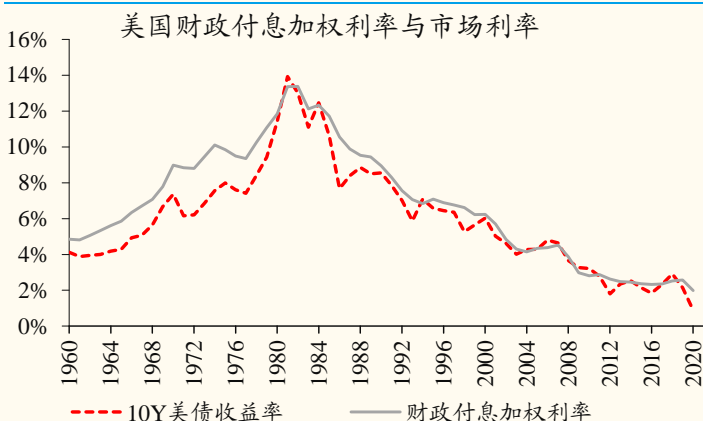
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 美国政府杠杆率处于历史绝对高位



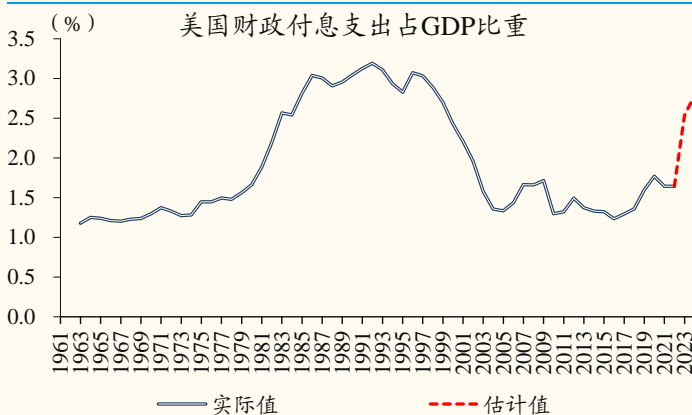
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 财政付息加权利率与市场利率走势高度一致



来源: CBO、国金证券研究所

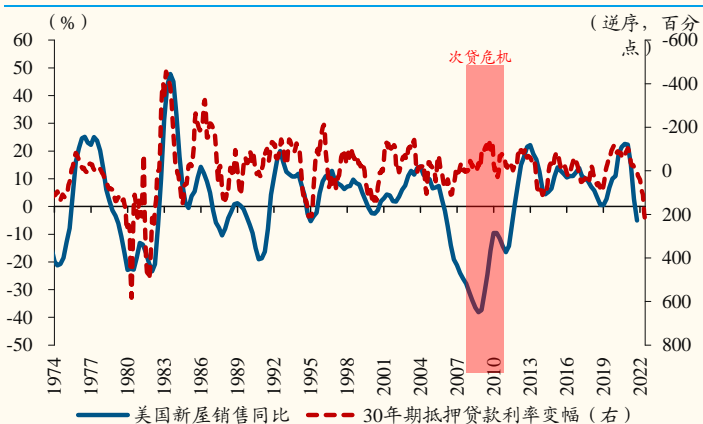
图表 23: 未来, 美国政府债务付息压力或将急剧上升



来源: CBO、国金证券研究所

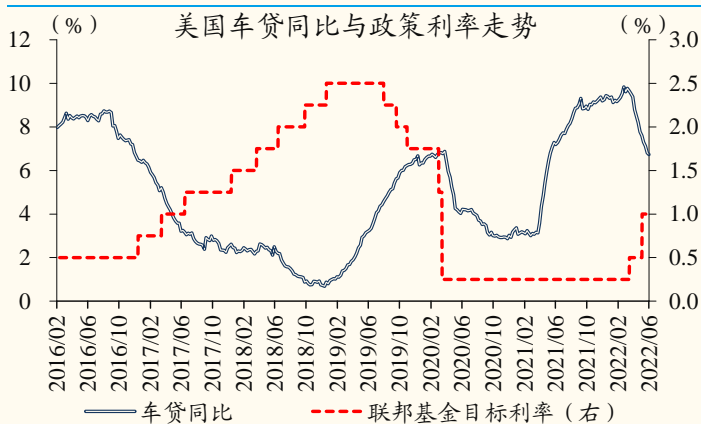
货币金融环境趋紧的背景下, 地产链条、弱资质企业等领域或更早表现出脆弱性, 其风险暴露情况也需要持续重点观察。2021 年大部分时段, 30 年期按揭贷款利率在 3.0%附近上下浮动; 2022 年初以来加快上行, 截至 4 月中旬以来持续保持在 5%以上; 其他期限的利率水平有类似特点。地产、汽车、弱资质企业等领域, 相应经济活动对利率的敏感度较高, 利率快速上行的影响, 或更早体现。以地产为例, 地产销售一般领先地产投资¹2-4 个月。眼下, 地产销售已经明显走弱, 预示着地产投资也将面临大幅放缓压力。

图表 24: 按揭利率上行下, 地产销售大幅走弱



来源: Wind、国金证券研究所

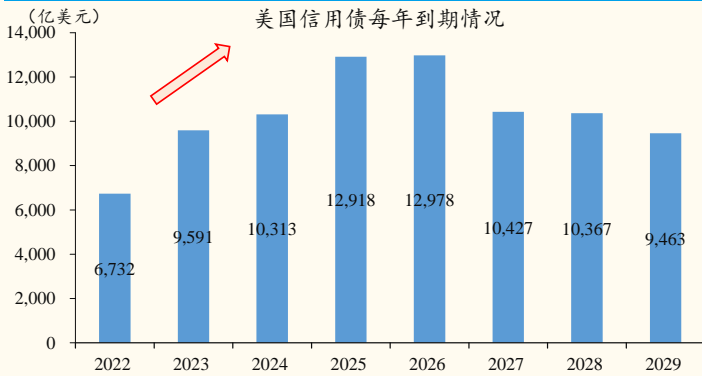
图表 25: 汽车等耐用品消费或受到抑制



来源: Wind、国金证券研究所

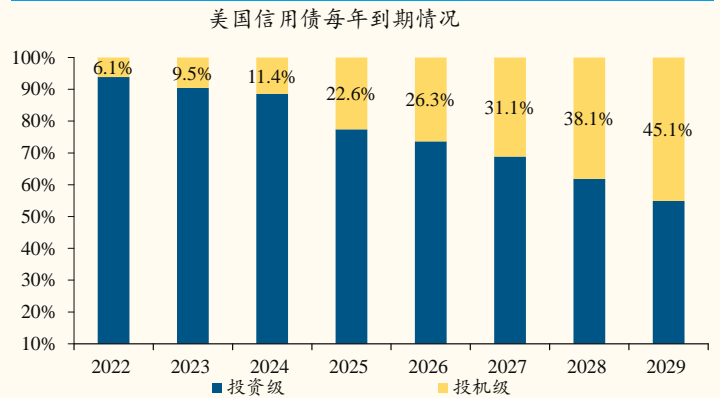
¹ 地产投资占 GDP 比重约 4%, 对 GDP 的同比拉动率一般为 0.1%左右。

图表 26: 未来, 美国信用债迎来集中到期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 美国到期的信用债中, 垃圾债占比逐年提升



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 疫后修复中, 作为美国经济的核心指标, 就业及消费表现持续超预期, 指向经济的韧性非常强。不过, 近期制造业 PMI 新订单指数、消费者信心指数等指标近期的表现, 指向经济存在较大隐忧。
- 传统周期规律来看, 美国经济会否从“滞胀”向“衰退”过度, 冬春之交或是重要观察窗口。中短期, 商品消费回落有限、服务消费继续改善, 或成美国经济的重要支撑; “出行旺季”服务消费的修复状况, 可作经济预判的试金石。
- 疫情期间的供给冲击, 让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”; 货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”, 加大了本轮周期“硬着陆”的风险。货币金融环境趋紧的背景下, 地产链条、弱资质企业等领域或更早表现出脆弱性, 其风险暴露情况也需要持续重点观察。

风险提示:

- 1、美国服务消费修复不及预期。疫情带来的部分影响有可能长期化, 进而重塑美国居民的消费习惯。
- 2、单月数据统计波动较大。美国私人消费、零售销售数据单月波动较大, 有可能会扰动对未来趋势的判断。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402