

美国经济衰退的可能性在增大

证券研究报告

2022年06月22日

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

通胀带来的政治压力是当前联储最关注的问题，经济数据转弱可能让货币当局承受舆论压力，但货币决策仍由通胀压力和 NBER 衰退时间所决定。在通胀出现可信且明显的回落趋势之后，加息会缓和（预计 Q3 末）。在 NBER 衰退开始之前，加息会停止（预计今年年底）。

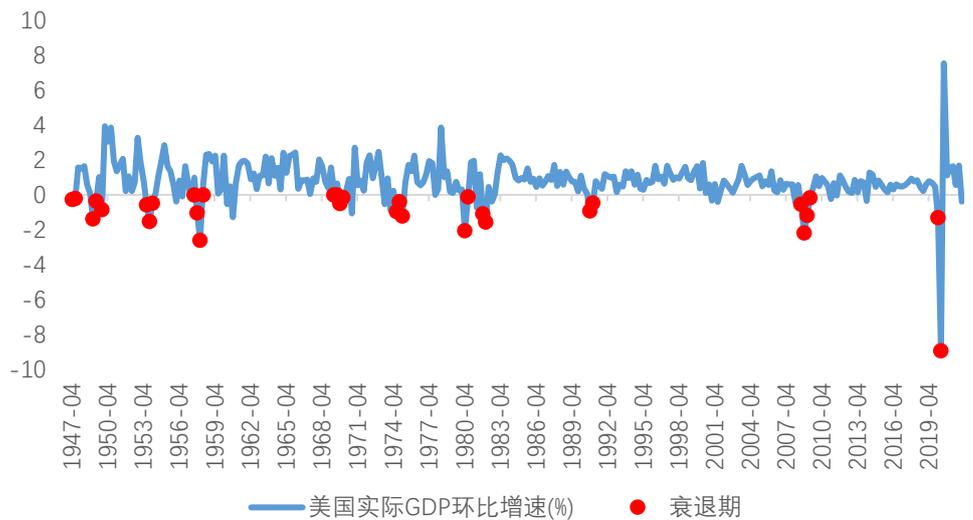
联储 6 月 FOMC 对全年经济预测已经大幅下调至 1.7% 并在此强调出现经济风险的酌情调整和加息路径对经济数据的依赖。在**未来的经济风险和衰退信号中**，就业是相对重要的那个。但是这一次因为劳动供给不足，未来经济衰退在企业利润回落和资本回报下降上的反映可能更加显著，对信用市场和美股市场上的伤害可能比对劳动力市场更深。

风险提示：美国通胀超预期，美国货币政策紧缩超预期，美国经济强劲超预期

在6月6日-6月9日由芝加哥大学布斯商学院发起的针对美国经济的调查显示,近70%的经济学家均认为,美国经济将陷入衰退。大多数对美国经济衰退时点的预测落在了2023或2024年。但马斯克在今年5月一场科技会议时认为,“美国经济可能正处于一轮衰退之中,持续1年到1年半的时间”。马斯克所说的经济衰退有没有可能已经出现了呢?

首先,对于衰退有不同的定义。按照一些教科书的定义,连续两个季度实际GDP环比负增长即为衰退。这种定义虽然容易理解,但存在两个问题,一是需要季度数据确认,衰退时间跨度至少持续两个季度,二是容易把经济过热后的周期性回落误判为衰退。

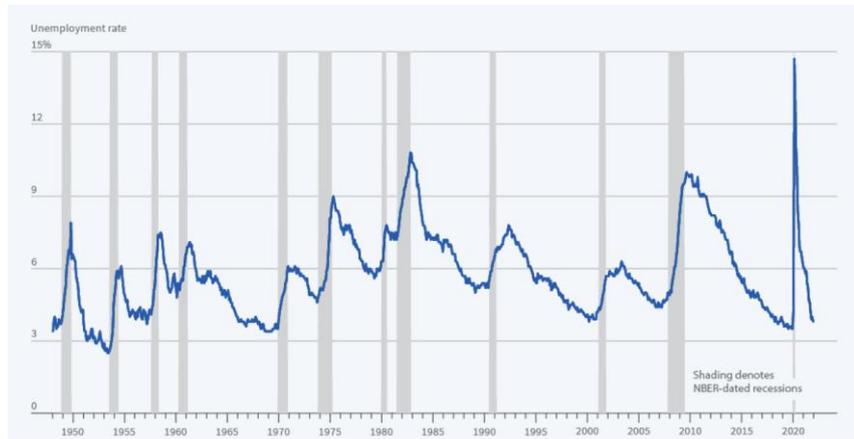
图 1: 以连续两个季度环比负增长定义的衰退



资料来源: WIND, 天风证券研究所

美国官方对于经济衰退的认定是由国家经济研究局 (NBER) 宣布的。NBER 对衰退的定义为“多数经济领域内的经济活动连续几个月出现下滑”。NBER 用了模糊定义,综合考虑时间和数据范围,包括收入、就业、生产、零售等主要数据;并且使用的是月度而不是季度数据,像 2020 年的衰退, NBER 定义为 2 月到 4 月,而不是 1 季度到 2 季度。对于下一次“NBER 衰退”的时间预测,我们之前有篇报告《美国经济能承受多少加息》预测衰退时间是明年 Q1-Q2,这与近期芝加哥大学商学院的调查结果基本一致。

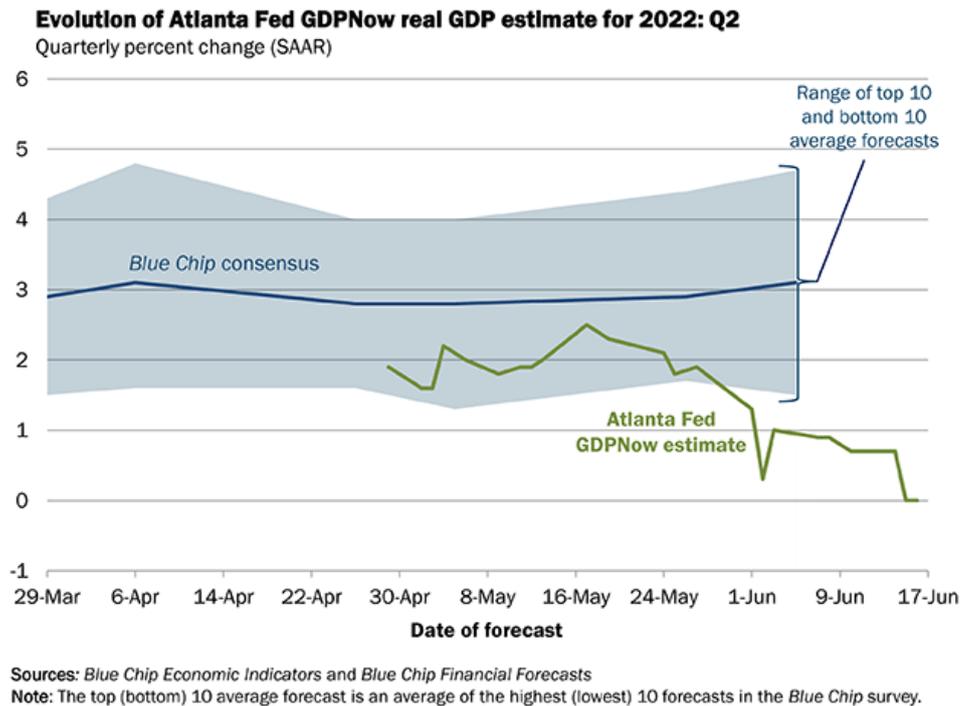
图 2: NBER 定义的衰退 (灰色阴影)



资料来源: NBER, 天风证券研究所

回到马斯克所说的“衰退”（我们称之为“马斯克衰退”），大概率指的是两个季度环比连续负增长的教科书定义。我们知道今年 1 季度美国 GDP 环比折年率为-1.5%，主要受库存投资和贸易赤字的拖累。如果 2 季度 GDP 环比再次负增长，基本上就验证了“马斯克衰退”。2 季度集中了高油价、货币紧缩、美股暴跌、中国供应链问题、海外需求走弱等诸多不利因素，最近亚特兰大联储 GDPNow 对 2 季度美国 GDP 环比折年率的预测已经降为 0，鉴于 GDPNow 一贯良好的预测准确率，美国经济其实已经处于“马斯克衰退”的边缘。

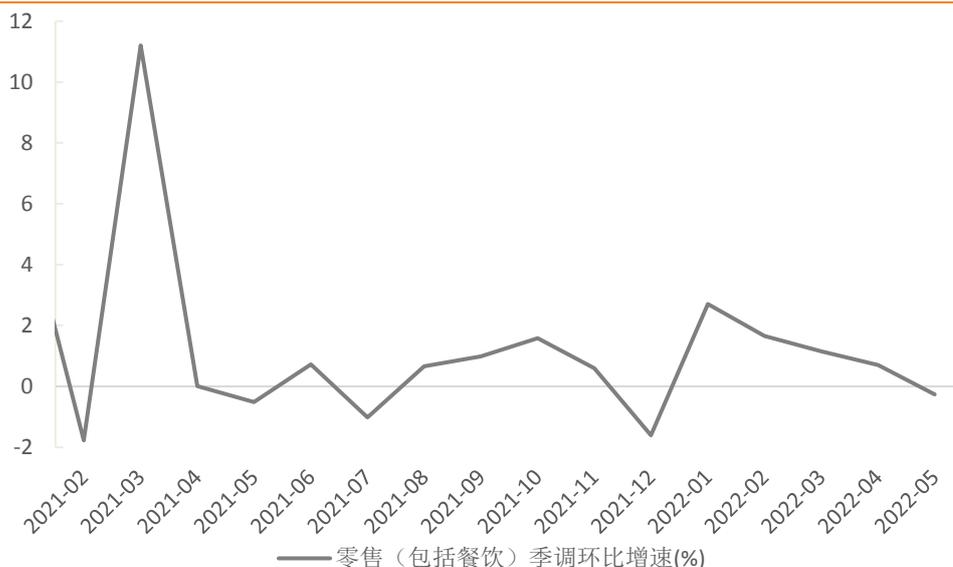
图 3：亚特兰大联储最新测算 2 季度经济年化环比增长为 0



资料来源：Federal Reserve Bank of Atlanta，天风证券研究所

近期公布的数据显示，美国经济的关键领域出现急剧下滑。消费领域，5 月零售环比下跌 0.3%，消费者在高油价下普遍减少了零售支出。房地产领域，4 月住宅销售同比降至-27%，销售连续几个月下降，加息对住房需求构成实质性压力；5 月新屋开工从年化 181 万套大幅回落至 155 万套，6 月美国住宅建筑商信心指数降至 2020 年疫情之后的最低水平。制造业领域，6 月费城联储制造业指数转负，意味着美国大西洋沿岸中部地区的工厂活动出现两年来的首次下滑，各个地区资本开支信心指数均有回落。

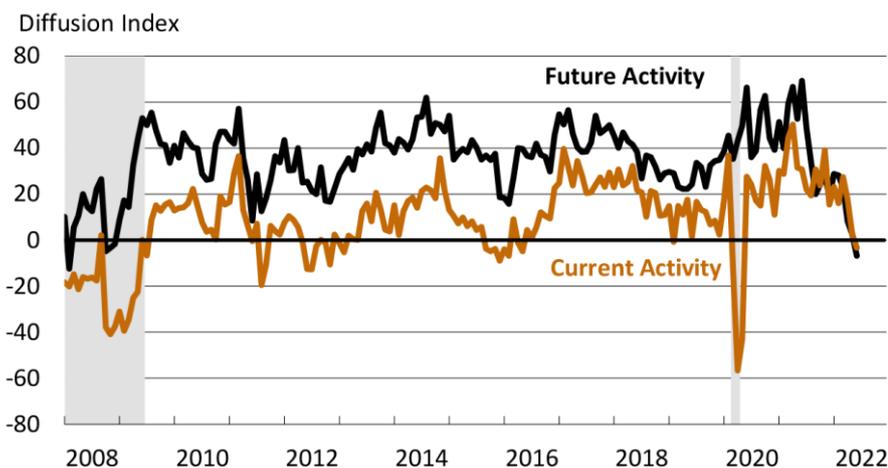
图 4：零售环比增速回落



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 5：费城联储制造业指数跌至-3.3

Chart 1. Current and Future General Activity Indexes
January 2008 to June 2022



Note: The diffusion index is computed as the percentage of respondents indicating an increase minus the percentage indicating a decrease; the data are seasonally adjusted.

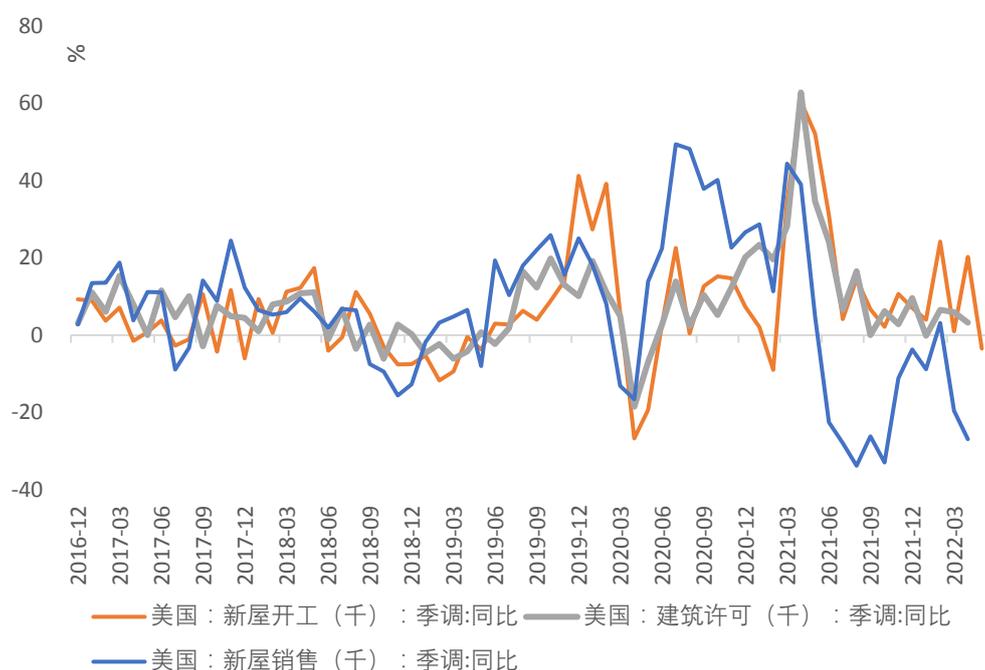
资料来源：费城联储，天风证券研究所

图 6：企业资本开支信心近期有所回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：房地产市场新屋销售、开工许可均有不同程度回落

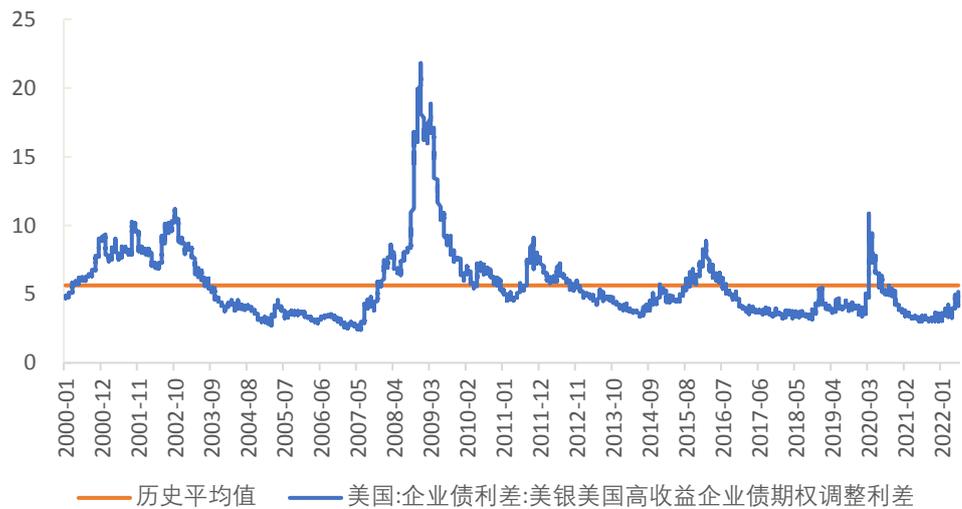


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

通胀带来的政治压力是当前联储最关注的问题，经济数据转弱可能让货币当局承受舆论压力，但货币决策仍由通胀压力和 NBER 衰退时间所决定。在通胀出现可信且明显的回落趋势之后，加息会缓和（预计 Q3 末）。在 NBER 衰退开始之前，加息会停止（预计今年年底）。

联储6月FOMC对全年经济预测已经大幅下调至1.7%并在此强调出现经济风险的酌情调整和加息路径对经济数据的依赖。在未来的经济风险和衰退信号中，就业是相对重要的那个，比如失业率和初请失业救济金人数的上升。但是这一次因为劳动供给不足，即使需求明显回落，失业率的上升和薪资增速的回落可能也不够强烈。通胀是利益的再分配，疫情以来无论是财政救助、提高最低工资、还是对跨国企业加税，利益分配明显更偏向劳动者。所以未来经济衰退在企业利润回落和资本回报下降上的反映可能更加显著，对信用市场和美股市场上的伤害可能比对劳动力市场更深。这也是滞胀时期不同于传统衰退周期的诸多表现之一。

图 8：美国高收益信用债市场信用利差（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com