

宏观点评 20220707

美国经济：衰退迫在眉睫

2022年07月07日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《美国减免对华关税：浪子回头还是“与虎谋皮”？》

2022-07-05

《大宗商品牛市接近尾声了吗？》

2022-07-04

《开发性金融债支持基建透露了什么信号？》

2022-07-01

■ 美国 2022 年二季度实际 GDP 增速是否会再次录得负数？对此亚特兰大联储的预测为-2.1%，这为我们敲响了警钟。鉴于一季度实际 GDP 已录得-1.6%的负增长，若二季度再现负数，导致实际 GDP 连续两个季度下滑，便步入市场普遍认为的“技术层面”的衰退。在我们看来，这意味着美国经济衰退最早可能在 2022 年三季度末便到来，而非 2023 年。

■ 官方层面，尽管美国国家经济研究局 NBER 并未将上述市场对于经济陷入衰退的判断作为硬性标准，但如图 2 所示，NBER 确实将绝大多数实际 GDP 连续两个季度下滑的情况定义为衰退，仅有 1980 年的经济衰退例外。彼时一季度实际 GDP 增速为正，但却被列为进入了衰退，原因在于失业率居于超 6% 的高位，这与 2021 年末以来劳动力市场接近充分就业的情况不同。

■ NBER 对于衰退的定义有三个标准，需要同时满足深度、广泛性和持续时间。具体的描述为经济活动的显著下降，且这种下降波及整个经济体并持续数月以上，通常已经反映在个人收入和就业上。当然，极端情况下对部分标准的要求可能会被削弱，这也体现了 NBER 对于衰退的定义具有一定的主观性。

■ 如果美国二季度实际 GDP 增速再现负值，我们认为 NBER 的广泛性和持续时间便得到满足。尽管就业市场仍然强劲，但是考虑通胀因素后，实际个人收入已现下降态势。而美联储快速大幅加息对于需求的抑制也将逐渐体现，后续企业经济活动的降温也将逐步反映在就业市场上，造成失业率的回升。

■ 根据我们对美国经济基本面的观测，部分经济指标已现放缓甚至衰退迹象，主要体现在三个方面：

一是高通胀压制居民消费。剔除价格因素后，2022 年零售及食品服务销售的实际同比增速呈下降态势，并在 5 月转负（图 3）。高通胀对于家庭财富的侵蚀已显现，2022 年美国实际个人可支配收入呈下降态势，尽管薪资增速破 5% 已经持续一段时间，但不足以弥补通胀带来的损失，实际工资持续下降（图 4-图 5）。而在未来收入仍将下降的预期下，消费者信心受到打压（图 6）。

二是房地产市场降温。在美联储连续快速、大幅加息下，30 年期抵押贷款利率已经从 2021 年 12 月 31 日的 3.1% 升至 2022 年 6 月 30 日的 5.7%，每月抵押贷款还款压力的增加压制了购房需求（图 7）。而密歇根大学 5 月调查显示，认为当前为购房好时机的回答接近历史低位（图 8）。

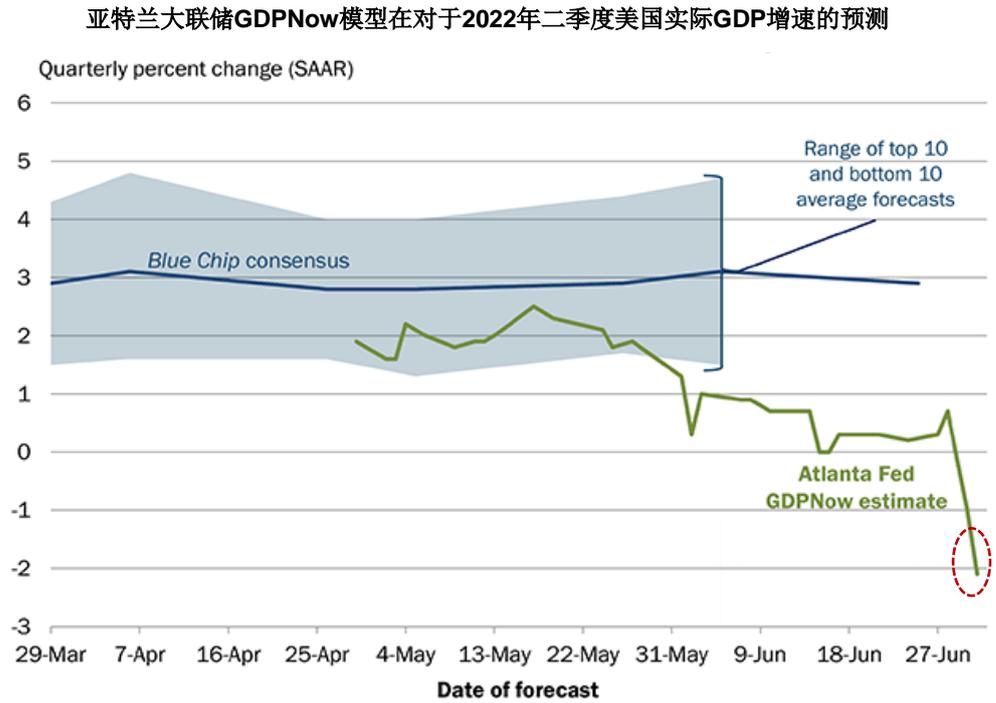
三是制造业企业活动放缓。2022 年 6 月美国 ISM 制造业 PMI 新订单跌破荣枯线，创 2020 年 5 月以来最低，达拉斯联储、费城联储和里奇蒙德联储制造业指数纷纷下滑（图 9）。原材料价格高涨、供应短缺、招工难、高昂运费等因素对制造业企业形成制约，OECD 美国制造业信心综合指数持续下滑（图 10）。

■ 美国历史步入衰退的进程往往都伴随着金融条件的收紧，而在 2022 年美联储加速收紧货币政策下，宽松的金融条件指数也在迅速收紧至历史均值（图 11）。

■ 衰退的条件正在一一被满足，但是正如我们在此前的报告所言，美股这波熊市尚未体现对未来盈利预期的下降，仅是估值回调所致（图 12）。市场尚未对即将到来的衰退定价，因此我们重申此前观点，美股的调整尚未结束，我们认为 3100 至 3200 之间可能是更加合理的底部位置，对应的自高点的跌幅为 33% 至 35%。

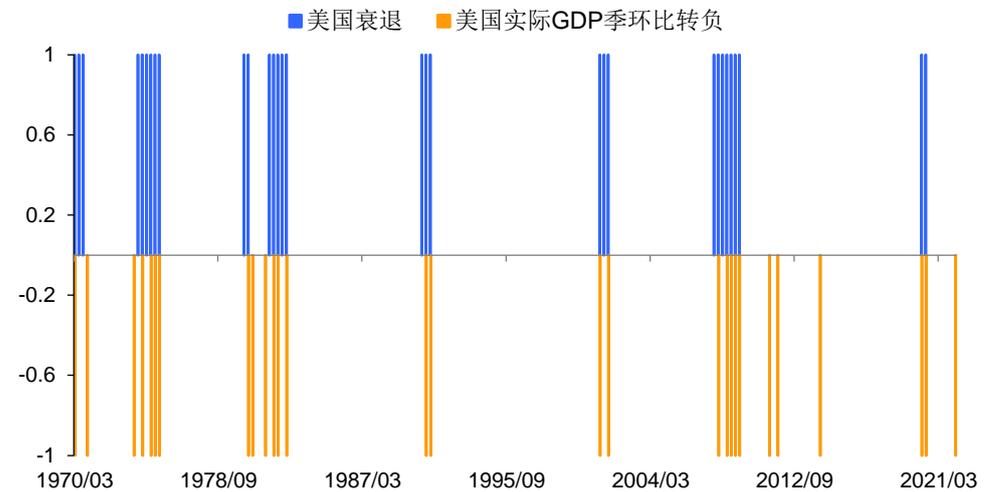
■ 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 亚特兰大联储预测 2022 二季度美国 GDP 实际增速为-2.1%



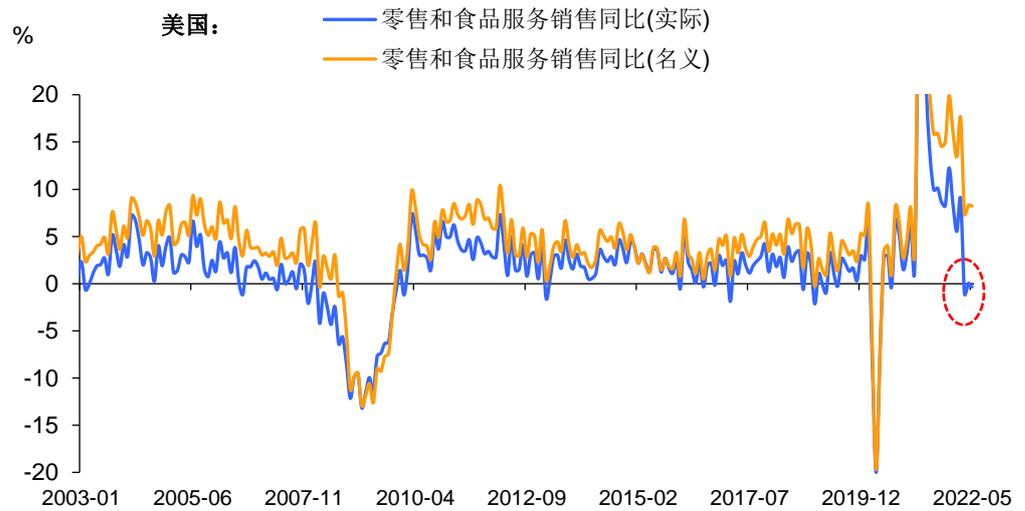
注: 参考了 Blue Chip Economic Indicators 和 Blue Chip Financial Forecasts
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图2: NBER 定义的大多数衰退包括实际 GDP 连续两个或多个季度下滑



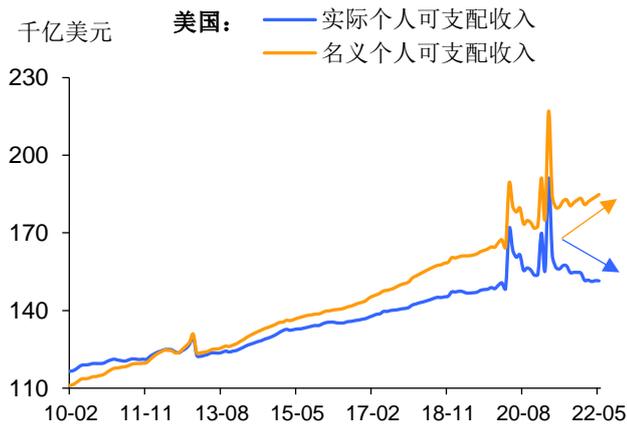
注: NBER 定义的美国衰退记为 1, 美国 GDP 季环比转负记为-1
数据来源: NBER, Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 剔除价格因素后, 零售及食品服务销售的实际同比增速转负



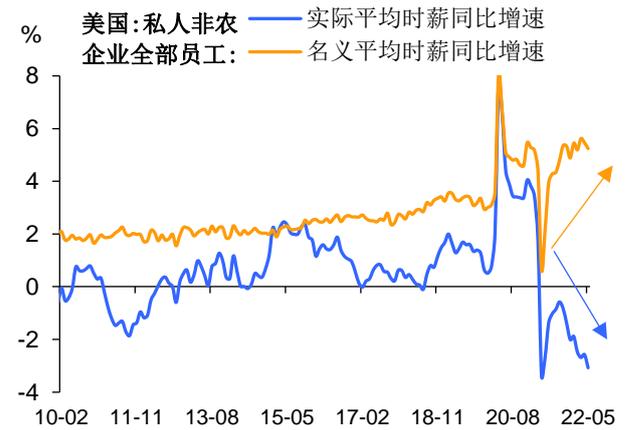
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年美国实际个人可支配收入呈下降态势



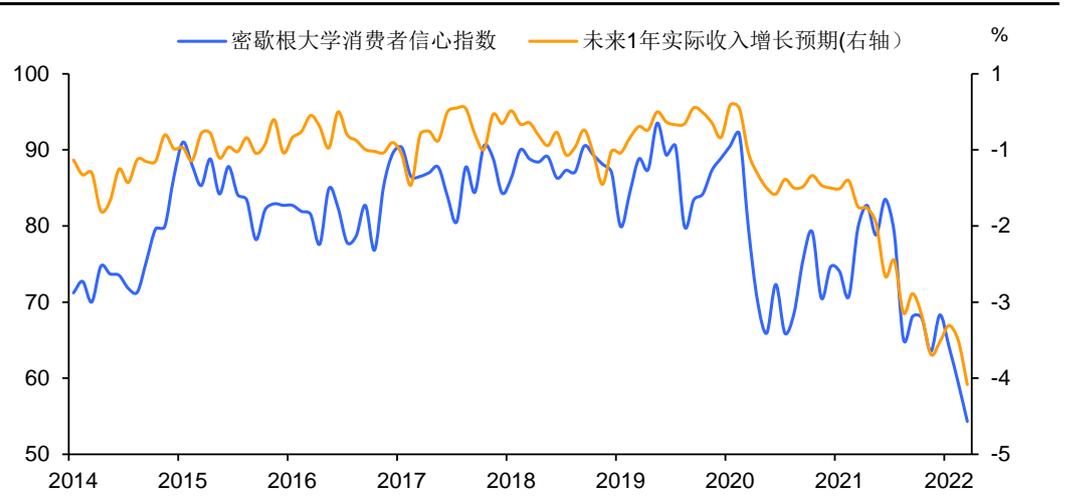
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2021年4月以来, 美国实际薪资增速为负



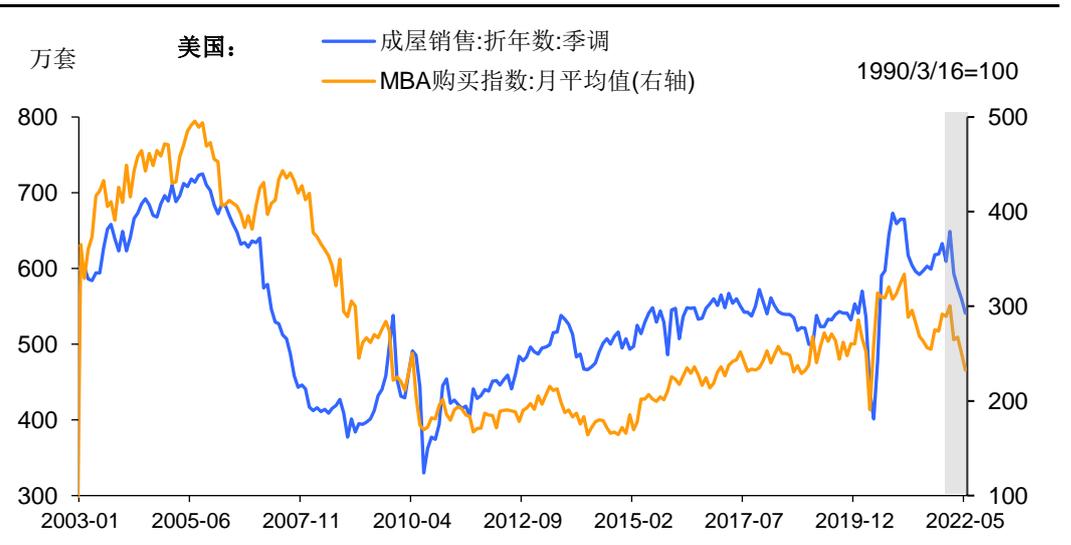
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 在未来收入仍将下降的预期下, 美国消费者信心受到打压



数据来源: Bloomberg, 纽约联储, 东吴证券研究所

图7: 2022年美国成屋销售和MBA购买指数呈下降态势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2022年5月，认为当前是买房好时机的回答接近历史低位



图9：2022年6月，美国制造业有放缓迹象

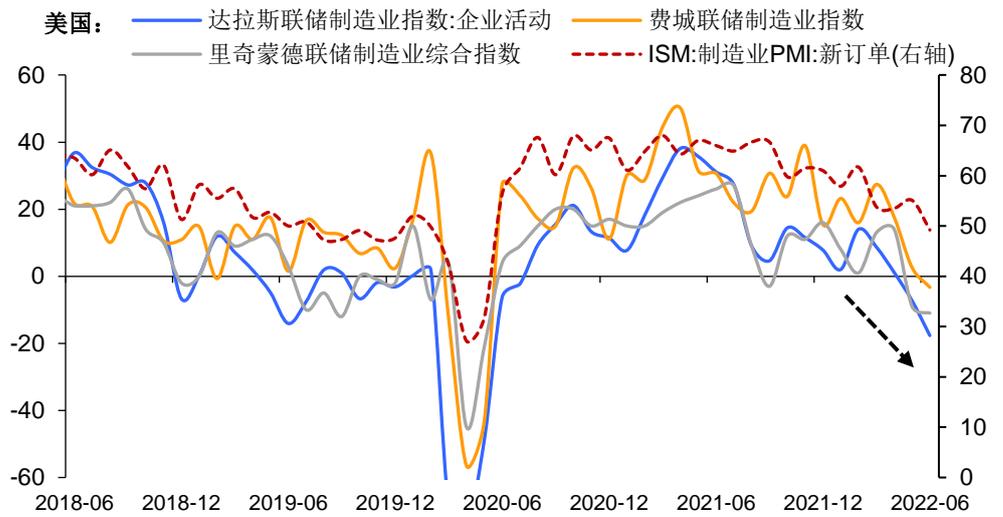
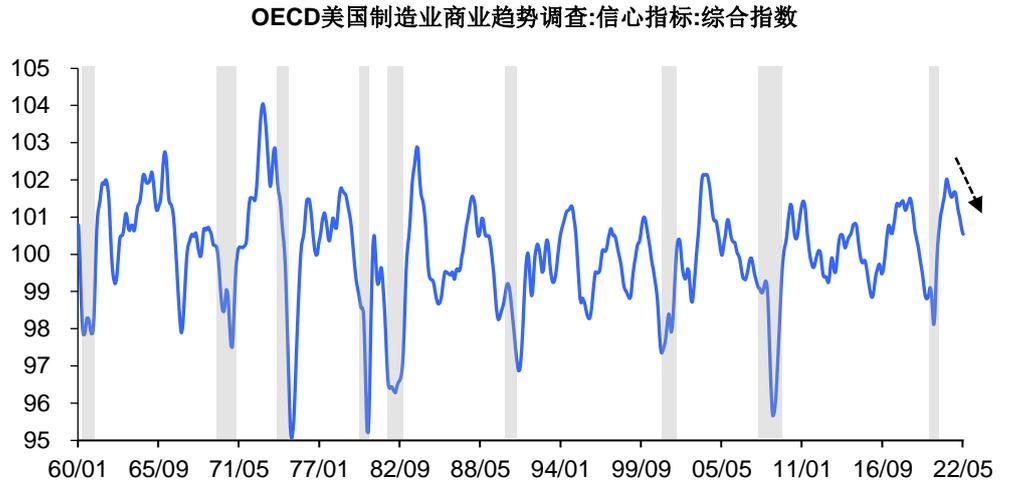


图10: 2021年11月以来, OECD美国制造业信心综合指数持续下滑



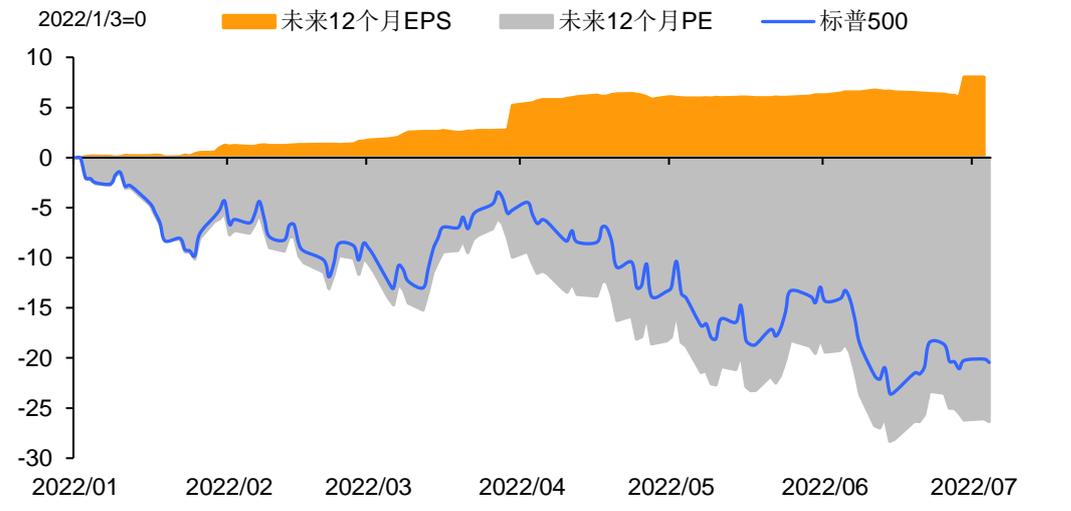
注: 阴影代表衰退
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年在美联储加速收紧货币政策下, 金融条件指数迅速收紧至历史均值



注: 阴影代表衰退, 0代表历史均值
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图12: 2022年美股下跌为估值回调所致



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

