

别恐慌！这次可能只是浅衰退！

证券研究报告

2022年07月11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

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可能发生的衰退将是温和可控的。衰退幅度和持续时间可能类似 2001 年，结果是资源浪费企业出局、劳动力怠工倒逼效率提升。因此美股不会出现恐慌性抛售，也不会有类似 2008 和 2020 年的流动性风险。

经济深度衰退的风险在于美联储过度加息。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

最早预判衰退——我们今年 1 月初在《最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望》中指出，今年最大的预期差发生在海外，市场对今年美国经济增长寄予了过高预期，实际落差可能是历史最大。之后我们在 3 月《油价 100 美元，离衰退有多远？》和《美国经济能承受多少加息》中再次指出，高油价和过度加息可能让美国经济最快在今年年内就发生衰退。6 月以来海外市场的衰退预期正在向我们年初以来的判断逐渐靠拢。

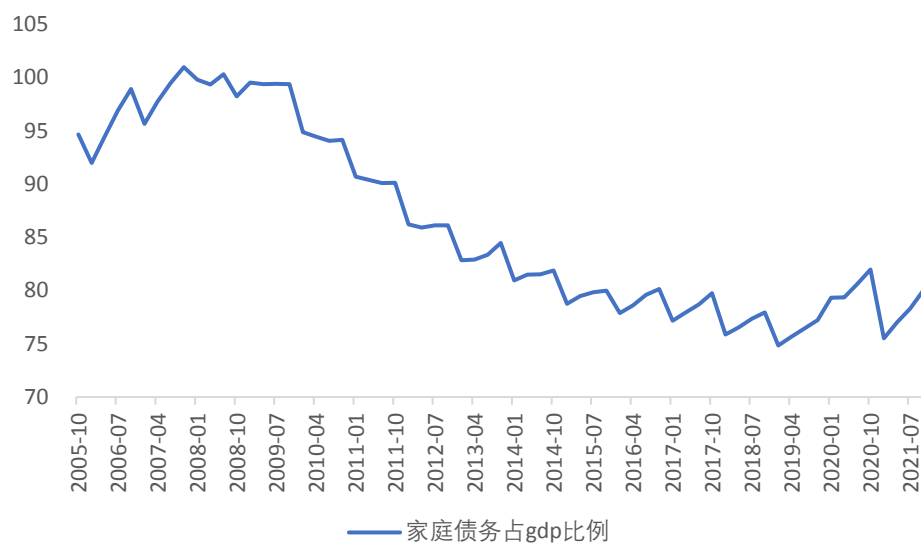
美国 5 月消费数据转负，PMI 下滑，令市场愈发担忧，油价和美股均出现大幅下跌。但市场总是习惯性地线性外推，年初对经济有多乐观，未来对衰退就可能有多悲观。需要说明的是，这一次美国经济大概率只是浅衰退，没有大问题。从经济债务、金融系统的情况看，更类似 2001 年。

第一，居民和企业没有大问题。

消费占比美国经济 70%，大幅收缩的可能性较小。美国居民部门的资产负债表相对健康，居民杠杆率(负债占 GDP 比例)从金融危机时接近 100% 的高峰回落至 2019 年底的 75%，2020 年后稍有回升至 80%。居民的债务情况没问题，去杠杆导致消费回落的可能性较小。

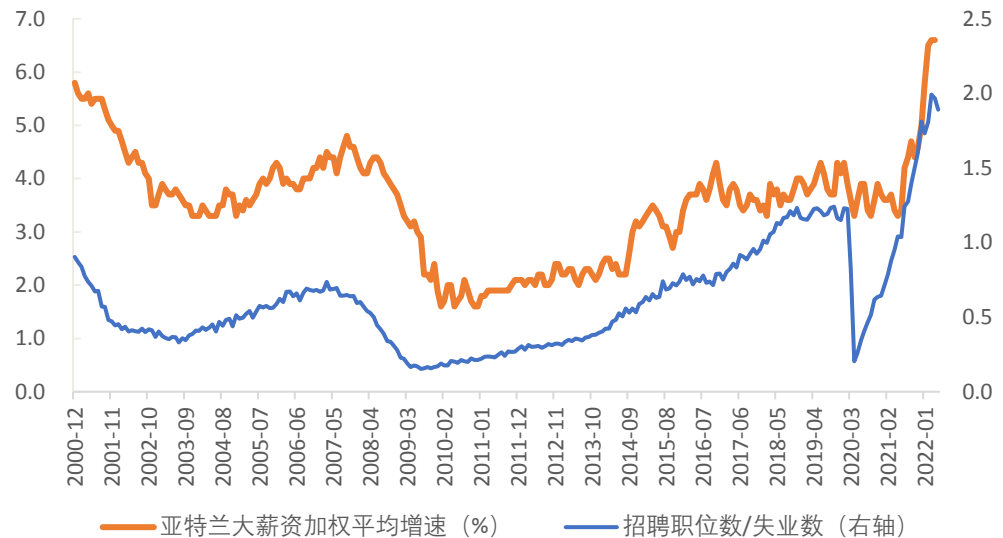
从居民收入的流量来看，疫情之后美国劳动力市场出现持续的结构性短缺，劳动参与率下台阶导致了持续的用工短缺，劳动力市场的紧张程度（职位空缺数比失业数）快速突破疫情前水平，创 21 世纪以来最高，使得薪资水平居高不下，也给了居民较高的工作安全感。因此尽管通胀蚕食了居民的短期实际收入，但较高的工作安全感和健康的资产负债表也令居民有底气消耗储蓄，增加消费信贷，平滑油价对消费的影响。

图 1：2008 年后，居民持续去杠杆，目前杠杆处于低位（%）



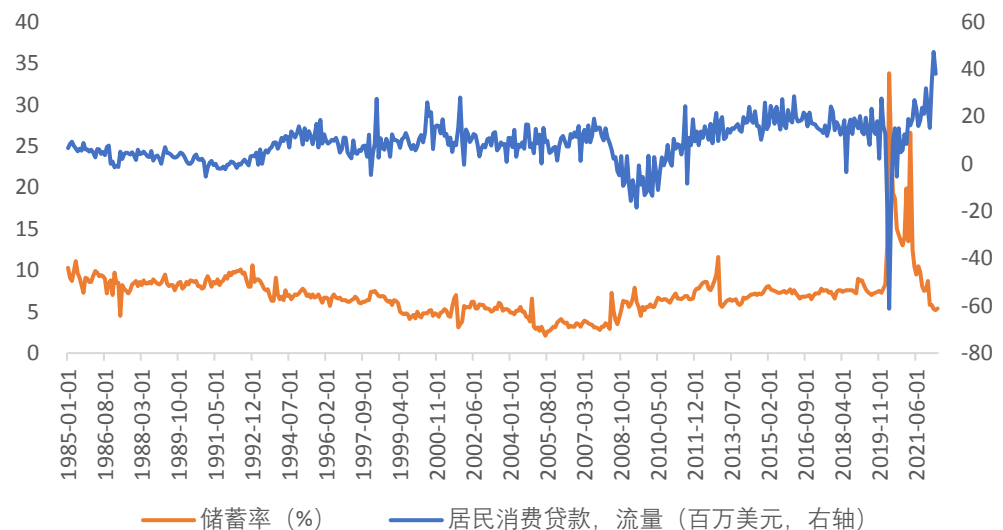
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 2：劳动力市场用工极度短缺，居民薪资增速居高不下



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 3: 消费贷创新高, 居民短期使用消费贷和储蓄平滑实际收入下行



资料来源: FRED, 天风证券研究所

美国企业部门是通胀中相对受损的一方。通胀会带来收入再分配,在这次后疫情时代的国民收入再分配中,居民部门(由于薪资刚性)相对受益,企业部门相对受损。利润下降——信用恶化——现金流萎缩——资本开支收缩——裁员,这是较为典型的经济衰退在企业部门中的传导路径。目前企业利润增速已从 2021 年 Q2 高点回落,相应地,资本开支增速也放缓至今年一季度的 5.87%。另外,美国非金融企业的杠杆率(债务占 GDP 比例)虽然在疫情后回落,但依然高于疫情前水平,2021 年 Q4 的杠杆率为 48.5%。

但即便如此,引发类似 2008 年前后剧烈去杠杆的风险也不大。一方面,疫情期间美国政府财政和货币政策双宽,2020、2021 年债券发行、IPO 均创历史新高,企业在手现金流充裕,2020 年后企业现金流入大于现金流出,企业部门短期难以发生严重的衰退。另一方面,企业债务置换后,到期高峰后移,高达万亿美元的杠杆融资债务(高收益债券和银行贷款的总和)中,只有大约 10%在 2022-2024 年到期,紧迫还债的压力不大。因此,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

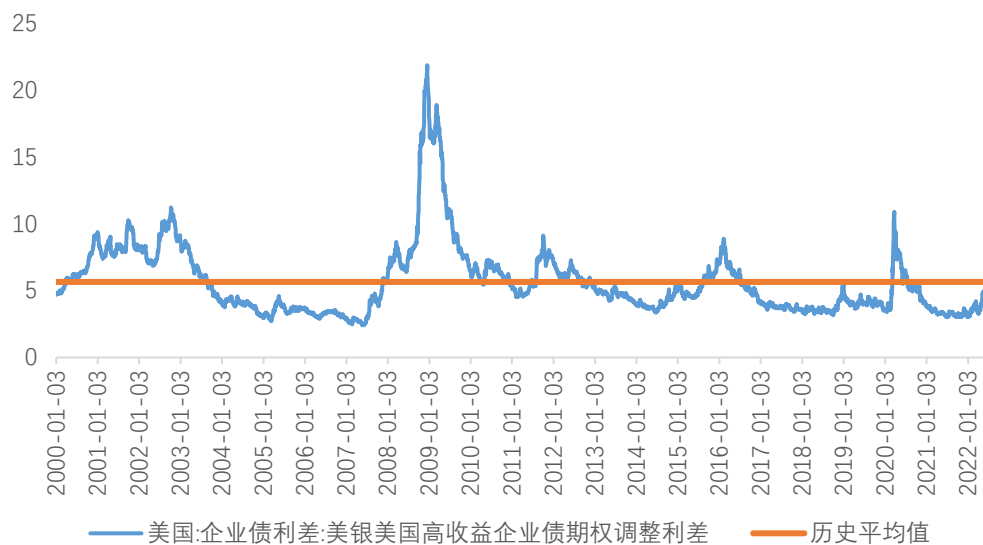
周期，距 2008 年水平相去甚远。

图 4：企业利润和资本开支增速开始回落



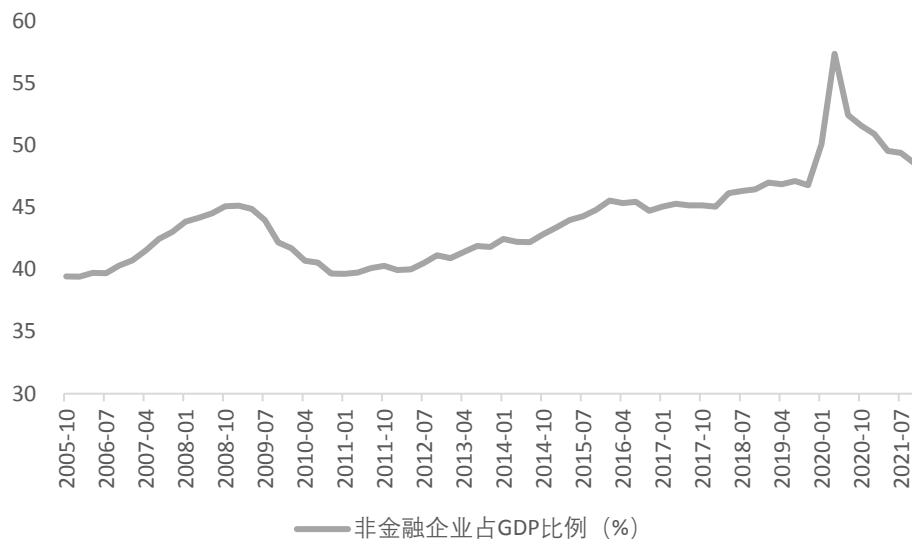
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：高收益债信用利差 (%) 开始回升



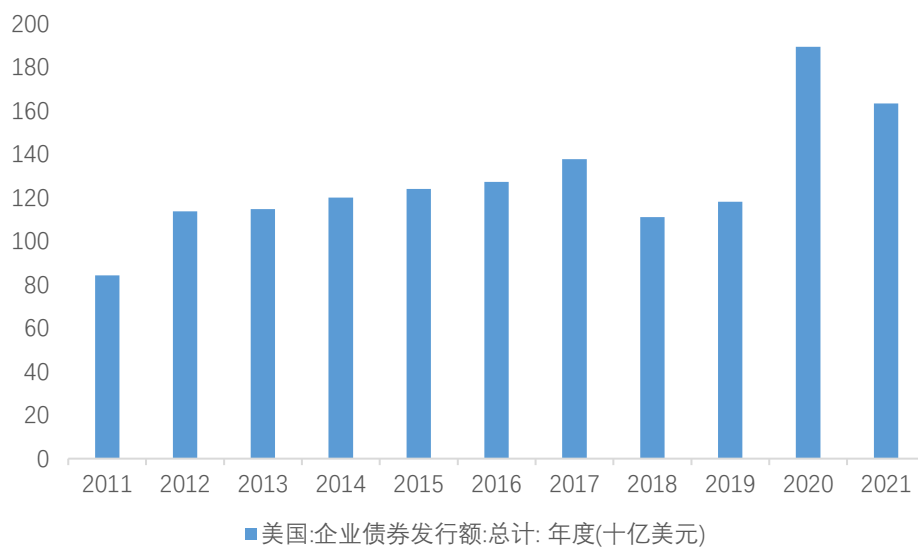
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：企业部门杠杆率创历史新高



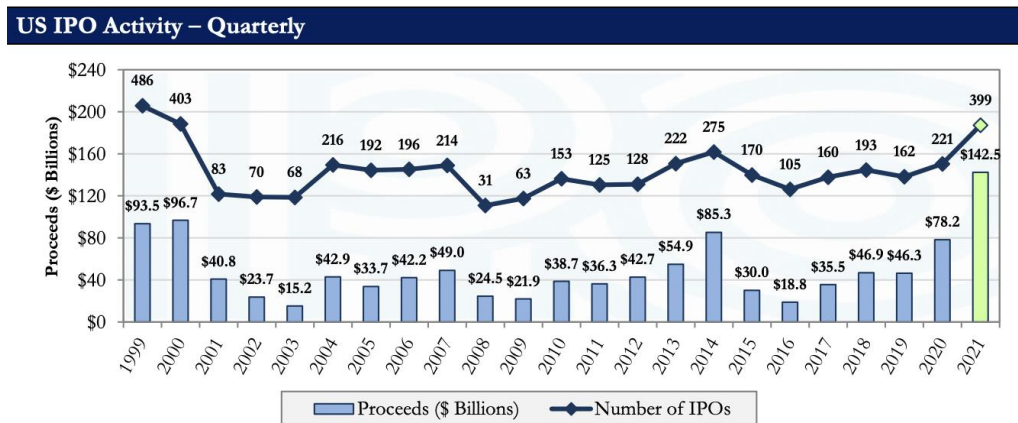
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 7：2020、2021 年美国债券发行位列历史第一、第二



资料来源：Wind，天风证券研究所

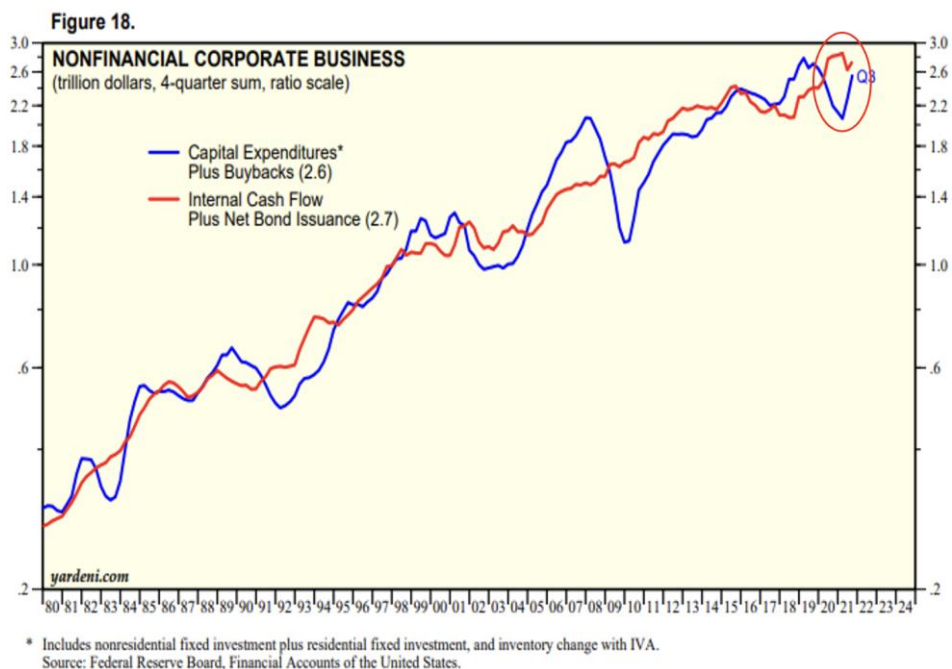
图 8： 2020、2021 年美国股票发行连续创历史新高



Source: Renaissance Capital. Data includes IPOs and direct listings with a market cap of at least \$50mm and excludes closed-end funds and SPACs. Includes IPOs scheduled to price before 12/31/21.

资料来源：Renaissance Capital，天风证券研究所

图 9： 2020 年后企业现金流入大于现金流出



资料来源：Federal Reserve Board, Financial Accounts of the United States, 天风证券研究所

图 10: ccc 及以下评级高收益债信用利差回升, 但幅度相比 2008 年不大

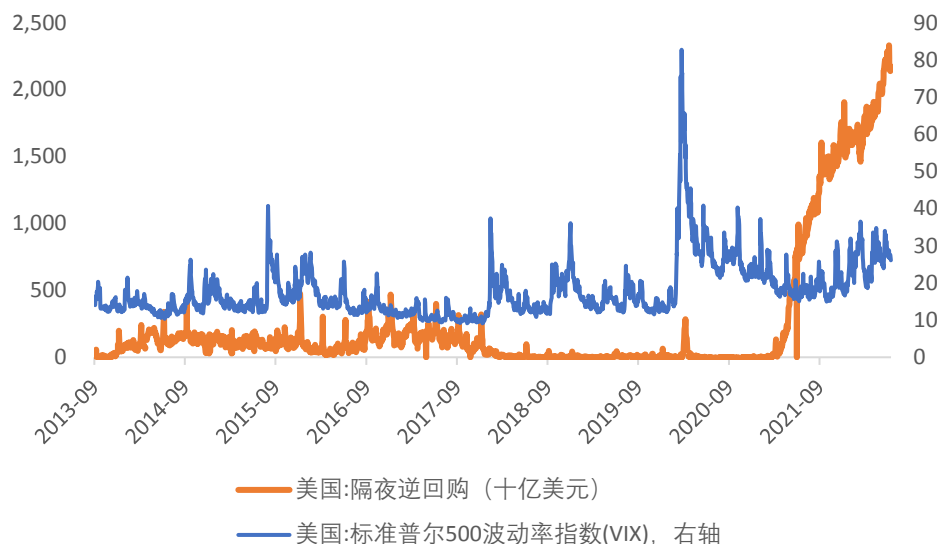


资料来源: FRED, 天风证券研究所

第二, 金融系统流动性充裕

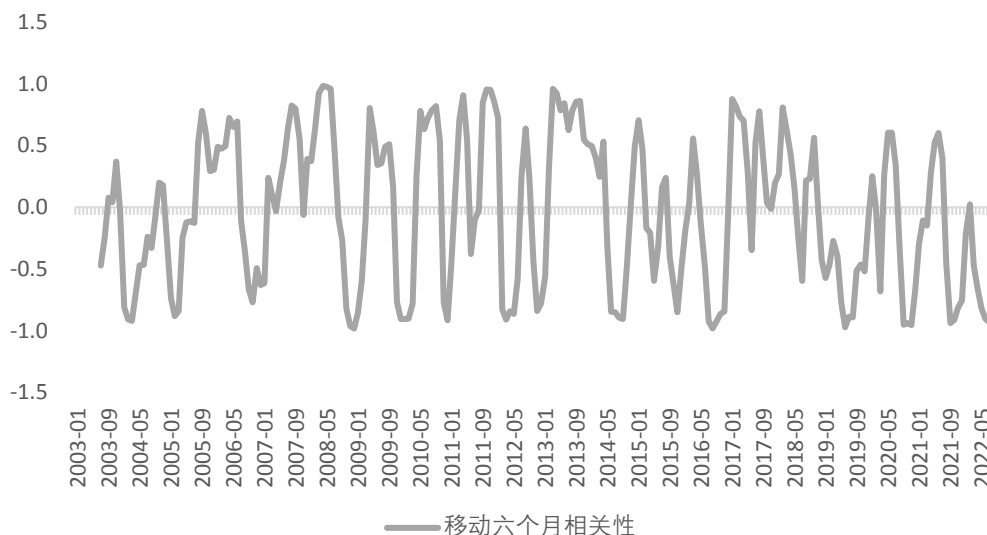
不同于 2008 和 2020 年, 目前, 美联储隔夜逆回购 (RPP) 仍处于历史高位, 此外美联储在 2020 年 3 月后新设的工具常设回购便利 (SRF) 能够在市场流动性不足的情况下向金融机构提供借款, 这意味着市场发生流动性危机的可能性较小。6 月 23 日周四, 美联储公布的美国银行业“年度健康检查”结果显示, **其审核的所有银行均通过 2022 年压力测试。这意味着所有银行均满足最低资本要求, 银行系统基本面健康。**因此, 金融市场较难出现恐慌, 当前 VIX 也没有突破疫情高点, 股债相关性为负, 没有出现急剧上升。

图 11: 隔夜逆回购处于历史高位, 而 vix 仍处于低位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12：美股（SPX）和美债收益率（10 年期）相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

总而言之，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可能发生的衰退将是温和可控的。衰退幅度和持续时间可能类似 2001 年，结果是资源浪费企业出局、劳动力怠工倒逼效率提升。因此美股不会出现恐慌性抛售，也不会有类似 2008 和 2020 年的流动性风险，轻度衰退的经济和创历史新高的企业回购将平滑美股 EPS 增速回落，由于这次出现业绩深度衰退或者业绩二次爆雷的可能性较小，我们预计市场情绪将先于业绩增速见底，类似 1988、1995、2018 年。到年底，我们的基准假设是美债长端利率回落至 2.5%，ERP 略微回升至 2.3%，对应 20.8X 估值，全年 EPS 增速为 0，我们预测标普 500 年末在 4000 点左右。期间，联储货币政策态度未转向宽松前，如果风险溢价上升到 2018 年 12 月位置，标普 500 可能会下探 3300~。

经济深度衰退的风险在于美联储过度加息。在当前企业杠杆高企的环境下，美国经济和美股的扩张非常依赖美联储的适应性(accommodative)货币政策，企业的降低利息费用、持续回购和资本开支均依赖于平稳的信贷市场和较低的信贷利差。若联储囿于通胀执意过度加息，一旦企业盈利回落，而货币宽松没有跟上，信用环境可能大幅恶化。

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