

2022年8月4日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 美国衰退：多远多深影响多大？

## 投资要点

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

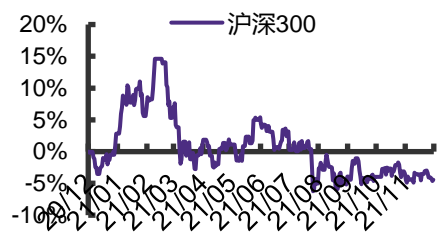
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

《新能源景气依旧，关注下游通胀》

20220804

《8月策略与十大金股》20220802

《复苏基础带夯实，需求不足是核心》

20220801

### 如何定义美国衰退？

常用的有三个维度：一是用“连续两个季度GDP负增长”作为技术性衰退的参数，表明有衰退迹象，但并不意味着真正的衰退，特别是过热回落容易出现误判；二是美国官方NBER常用个人实际收入、个人消费支出、非农就业、家庭就业、制造业和贸易销售额五大指标来确认衰退，但存在一定的滞后性，通常是衰退先发生指标后确认；三是市场常用的观察指标是利差倒挂、铜油比、通胀失业差、消费通胀背离等，有一定的预警效果。

### 美国衰退还有多远？

二季度美国GDP再度为负，已进入技术性衰退，但这主要是经济过热后的周期性回落，现实衰退尚待确认。特别是就业市场还算坚挺，NBER关注的五大衰退确认指标中，只有制造业和贸易销售额已出现衰退迹象，其他相对健康，这也是美国官方否认衰退的主要依据。但市场关注的利差倒挂、铜油比、通胀失业差以及消费通胀背离等先行指标，提示美国衰退越来越远，最快今年四季度或明年一季度，衰退风险值得警惕。

### 美国衰退有多深？

由于就业市场较为坚挺、债务风险相对可控，本次衰退深度远不及2008年，大概率为浅衰退，且持续时间不会太长。从就业市场看，加息背景下，僵尸公司或将推动失业率上行至5%，远低于2008年10%的失业率峰值；从房地产市场看，虽有过热，但供需较为平衡、低库存，且债务风险可控，不至于再度引发次贷危机。

### 美国衰退有何影响？

美联储鹰中有鸽，衰退渐近，市场投资逻辑从滞胀交易转为衰退担忧，美股杀估值告一段落，出现阶段性反弹，但下半年还有衰退杀业绩风险。而美债冲高回落，提前交易衰退，美国资产从美股向美债切换。

### 风险提示

- (1) 通胀超预期上行
- (2) 加息进程加速
- (3) 俄乌冲突再次恶化/全球局势生变

## 正文目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1、 美国衰退怎么看？               | 4  |
| 1.1、 美国二季度GDP走负，技术性衰退已至   | 4  |
| 1.2、 就业还算健康，离官方定义的衰退还有距离  | 6  |
| 2、 美国衰退有多远？               | 9  |
| 2.1、 3m10s利差预示最快明年一季度衰退   | 9  |
| 2.2、 铜油比突破80暗示美国四季度进入衰退周期 | 11 |
| 2.3、 通胀失业差破五提示四季度衰退       | 13 |
| 2.4、 经济动能承压，通胀消费背离预示四季度衰退 | 15 |
| 3、 美国衰退会有多深？              | 24 |
| 3.1、 僵尸企业推动失业率上行，程度可控     | 25 |
| 3.2、 房地产市场开始降温，但房价下行空间有限  | 27 |
| 4、 美国衰退有何影响？              | 31 |
| 5、 风险提示                   | 31 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表1：连续两个季度GDP环比负增长，美国已进入技术性衰退（%） | 5  |
| 图表2：服务和净出口是主要支撑，而商品消费和投资拖累较为明显   | 5  |
| 图表3：个人收入虽有下降，但仍处在增长区间            | 6  |
| 图表4：非农就业人数仍处于相对高位                | 7  |
| 图表5：个人消费支出虽有回落，但仍在健康区间           | 7  |
| 图表6：失业率处于较低水平                    | 8  |
| 图表7：制造和贸易销售额有明显回落，已经出现负增长        | 8  |
| 图表8：NBER划分的美国衰退周期：1960年之后总共出现了9次 | 9  |
| 图表9：加息时期出现了一致倒挂才会引发衰退            | 10 |
| 图表10：当前3m10y利差尚未倒挂，最快8月出现        | 10 |
| 图表11：倒挂后最快6个月出现衰退（去除2020年衰退）     | 11 |
| 图表12：铜油比与通胀呈现负相关                 | 12 |
| 图表13：铜油比新低预示衰退风险（黄色为失效期）         | 12 |
| 图表14：1970年前美国失业通胀呈现明显负相关         | 13 |
| 图表15：石油危机后菲利普曲线走平                | 14 |
| 图表16：菲利普曲线失效时，美国出现失业率与通胀的同降      | 14 |
| 图表17：石油危机前通胀失业差可作为有效的衰退信号        | 15 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表18: 通胀失业差距离衰退比较近 .....            | 15 |
| 图表19: 消费是美国经济的主要组成部分 .....          | 16 |
| 图表20: 通胀消费背离往往预示着衰退 .....           | 16 |
| 图表21: 国际能源粮食价格均从高位回落 .....          | 17 |
| 图表22: 消费者信心指数和销售数据均进入下行 .....       | 18 |
| 图表23: 家庭经营和金融服务更具有必需属性 (十亿美元) ..... | 19 |
| 图表24: 可选服务消费修复空间仍大 (十亿美元) .....     | 19 |
| 图表25: 服务行业职位空缺率严重 (十亿美元) .....      | 20 |
| 图表26: 服务行业薪酬跑不赢通胀 .....             | 20 |
| 图表27: 服务行业时薪偏低 (5月数据) .....         | 21 |
| 图表28: 消费者习惯在疫情后改变 .....             | 21 |
| 图表29: 转移支付的缺失减少了服务消费复苏的动力 .....     | 22 |
| 图表30: 没存款也没信贷额度的消费困境 .....          | 22 |
| 图表31: 消费增速开始进入到下行通道 .....           | 23 |
| 图表32: 消费增速开始进入到下行通道 .....           | 24 |
| 图表33: 当前居民企业杠杆相对健康 .....            | 25 |
| 图表34: 名义工资和实际工资出现了同步下滑 .....        | 26 |
| 图表35: 科技公司辞退人数开始上升 .....            | 26 |
| 图表36: 利息覆盖率小于1的公司数在加息进程下骤然增加 .....  | 27 |
| 图表37: 美国房价和房价工资比皆出现过热现象 .....       | 28 |
| 图表38: 美国房屋供给相较于2008年依然处在低位 .....    | 28 |
| 图表39: 房屋需求出现了下滑 .....               | 29 |
| 图表40: 法拍房市场出现了上行 .....              | 30 |

# 1、美国衰退怎么看？

美国衰退是下半年全球金融市场最关注的问题之一。特别是为了抑制高企的通胀，美联储连续大幅加息，经济增速明显放缓。美国GDP连续两季度环比增速为负，出现技术性衰退，其中确实有经济过热后周期性回落的原因，当然根源还是经济动能减弱。所幸就业市场还算健康，现实衰退尚未确认。

## 1.1、美国二季度GDP走负，技术性衰退已至

2022年7月28日，美国商务部公布了二季度美国GDP初值，年化季率初值-0.9%，前值-1.60%，2022年前两个季度美国GDP增速均处于负增长区间，符合市场对于技术性衰退的定义。具体分项来看，服务和净出口支撑还在，而商品消费和投资拖累较为明显，经济动能开始减弱。

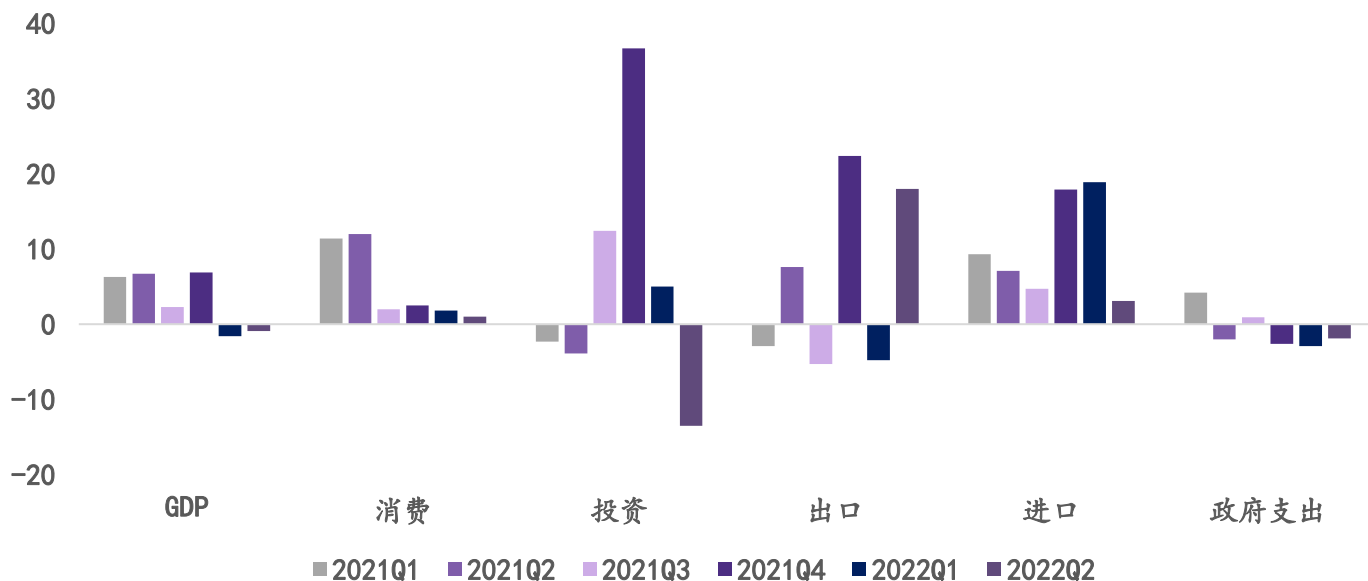
**私人消费作为美国经济的主要构成，虽然增速有所下滑，但仍保持在正增长区间（Q1增速1.8%-Q2增速1%）。**增速下滑主要是出现了消费结构的切换，商品消费大幅下行，从Q1的-0.3%继续下跌到了Q2的-4.4%，疫情期间财政转移支付带来的超额商品消费修复开始回落，而服务消费则继续回升，增速由Q1的3%上升至Q2的4.1%。

**私人投资大幅下滑是这次GDP数据走负的主要原因，拖累二季度GDP-2.73个百分点。**其中房地产投资环比增速出现了大幅下滑，从Q1的环比增速0.4%下降到了Q2的-14%，主要是受美联储大幅加息的影响。快速提升的联邦基金利率带动了美国30年抵押贷款利率的上升，从而打压了美国房地产市场。库存的表现也不尽人意，拖累美国二季度经济数据2.01个百分点。高通胀下美国消费者对于商品消费的需求开始逐渐减弱，造成了库存的过剩，因此零售商们都没有相应的补库存动力，沃尔玛、塔吉特等美国主要零售商均在季报中出现了库存的累积。

**净出口对GDP贡献了1.43%，从之前的拖累项转为主要的经济拉动项。**美国净出口的转正主要有两个原因，内需转弱造成的进口下滑和俄乌战争导致的出口强劲。在俄乌战争的催化下，美国的石油和天然气等能源工业品可以源源不断的运输到欧洲国家，根据EIA数据，美国在上半年天然气出口同比增长了12%，平均每天11.2 Bcf/d，美国当前已经是最大的天然气出口国家。因此使得美国出口的环比增速由一季度的-4.8%骤增至18%。一方面是国内高通胀下内需在逐步减弱，造成了进口的骤然下行，进口的环比增速由Q1的18.9%下降到Q2的3.1%，此消彼长下，净出口成为二季度GDP支撑项。

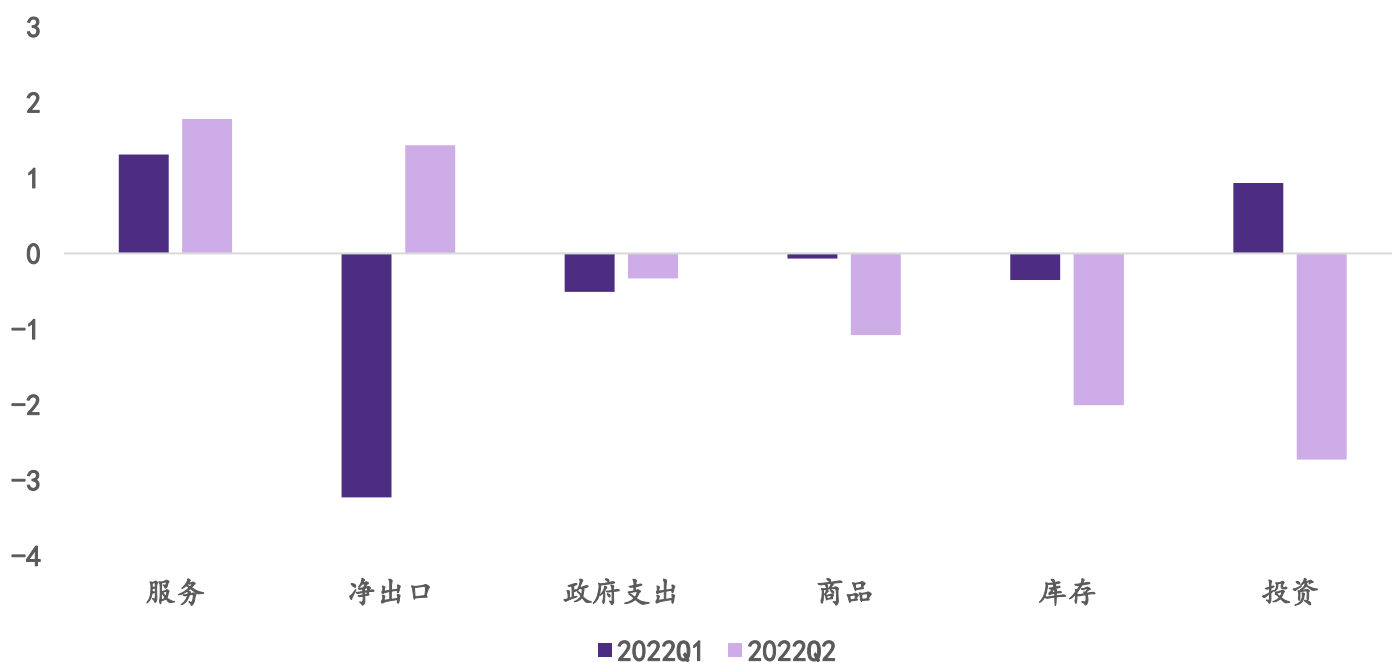
**政府财政支出和投资连续三个季度负增长，二季度政府支出走低主要是非国防财政支出减少，环比负增长10.5%。**美国时间7月27日，拜登提出了“2022降通胀法案”，通过加税等措施筹集7400亿美元用于绿色能源等开支，通过加码新能源来降低传统能源带来的通胀，后续政府支出有望回暖。

图表 1：连续两个季度 GDP 环比负增长，美国已进入技术性衰退 (%)



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：服务和净出口是主要支撑，而商品消费和投资拖累较为明显



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

但市场对于美国是否真的进入衰退还存在不小的争议：一方面，美国经济增速在高位通胀和超鹰派加息进程下承受了比较大的下行压力；另一方面美国失业率还在历史低位，强劲的就业市场也在提示我们美国当前距离衰退仍有一段距离。从技术性衰退到真正的衰退究竟还有多远的距离，这次的衰退将是什么规模？对市场将造成何种影响？本文我们将从官方和市场的角度入手，看美国衰退到底有多远，多深，多痛。

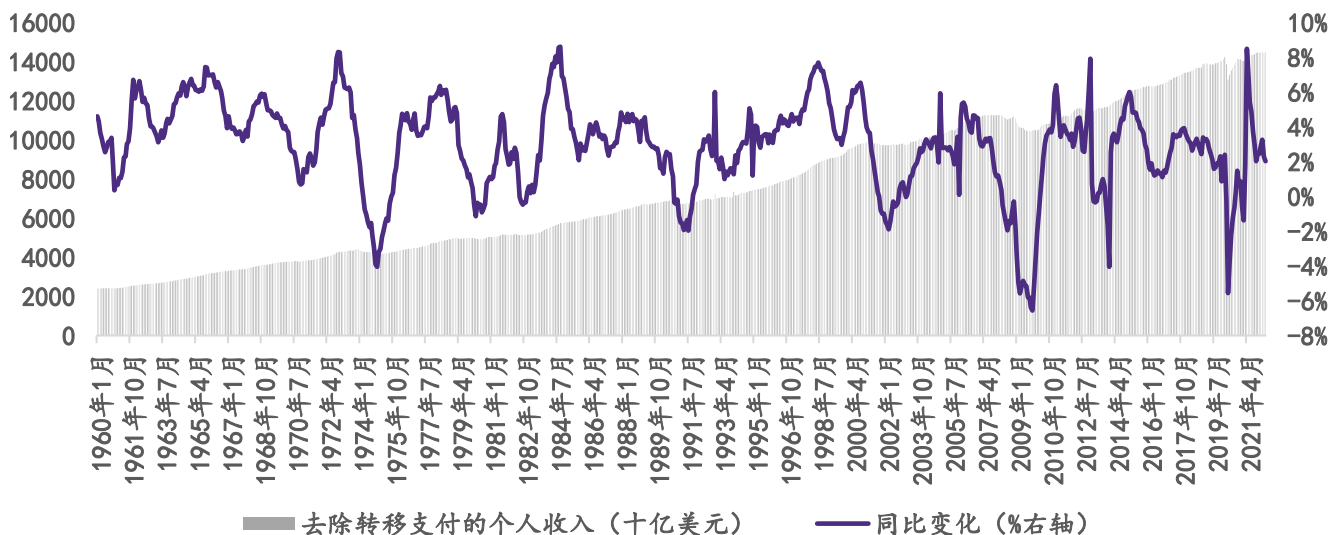
## 1.2、就业还算健康，离官方定义的衰退还有距离

虽然美国技术性衰退已至，但距离官方定义的衰退还有距离。美国国家经济研究局（NBER）倾向于用多种月度指标来观察实际的经济运行情况，从而判断经济的周期的高峰和低谷。常用的指标有5个，分别是减去转移支付的个人收入、非农就业、实际个人消费支出、制造和贸易销售额，以及家庭就业情况。

目前这五个指标中，除了制造和贸易销售额已经进入到负值区间之外，剩下的四个指标仍相对健康，尚未表现出衰退的迹象，特别是就业市场还处于景气区间，这也是美国官方否认衰退的底气所在。

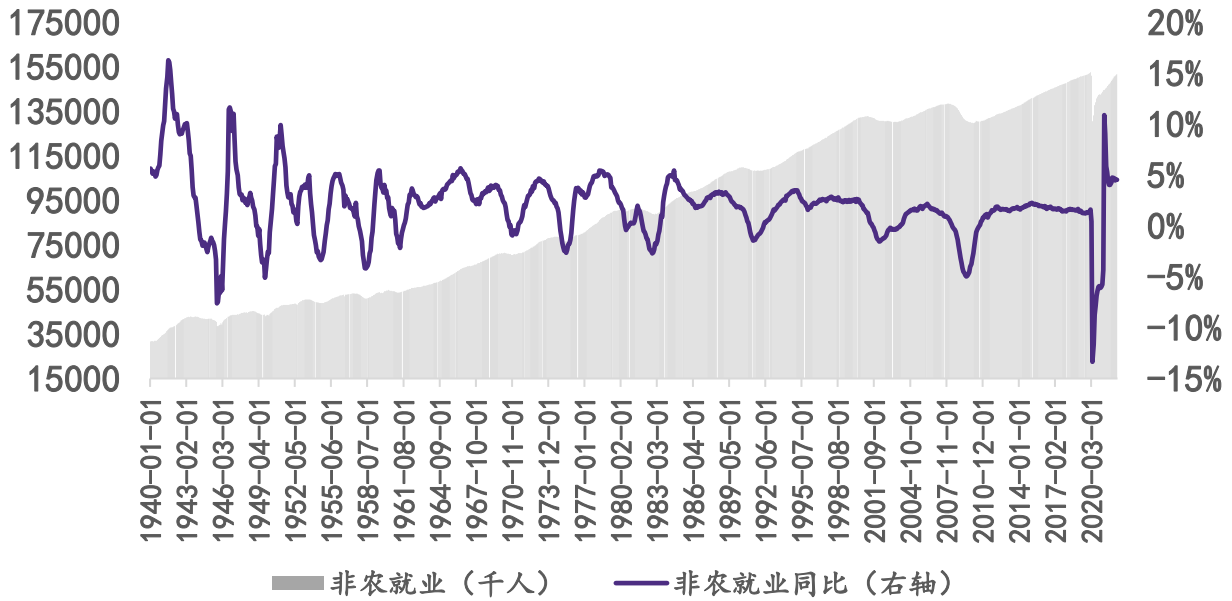
根据NBER的划分，美国在1960年之后总共经历了9次衰退周期。但由于NBER通常是在周期完成切换后，才通过各项指标来全面观察经济的运行情况从而界定经济周期，所以会存在一定的时滞，不能很好地作为预判衰退的指标。

图表 3：个人收入虽有下降，但仍处在增长区间



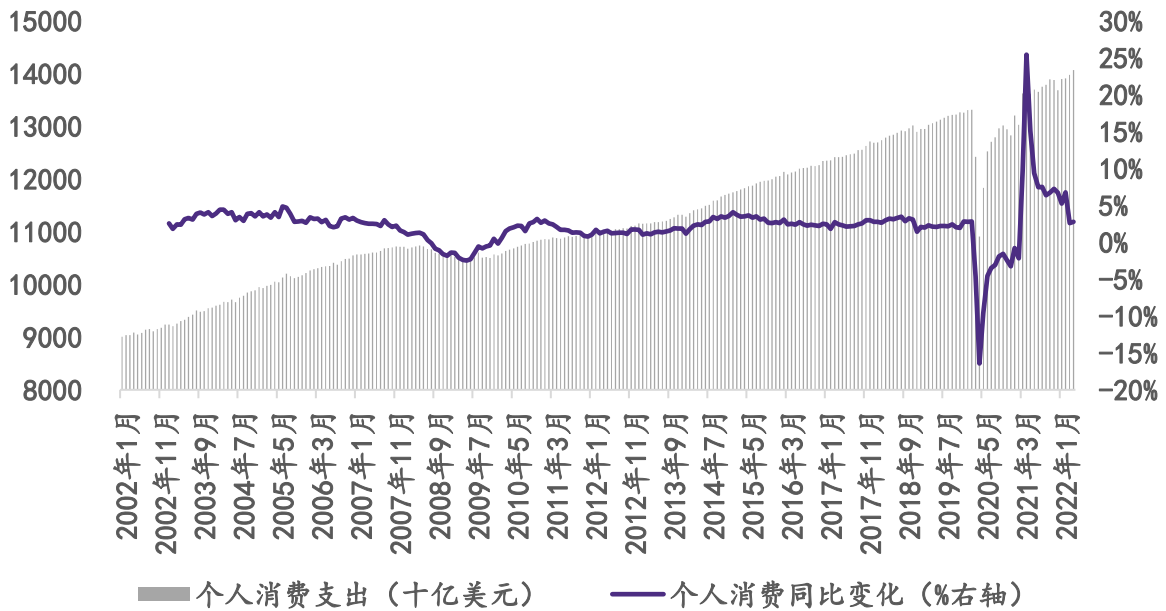
资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 4：非农就业人数仍处于相对高位



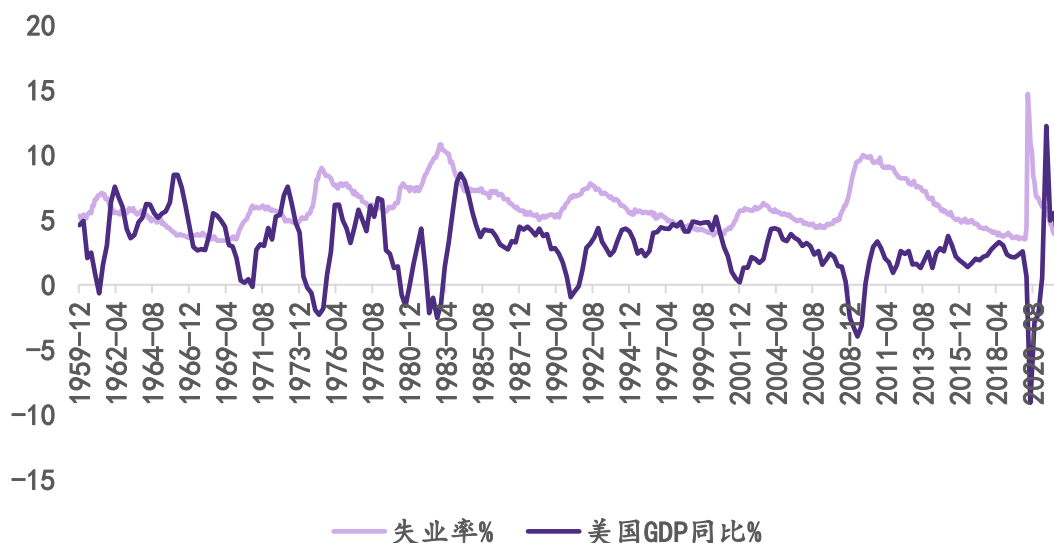
资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 5：个人消费支出虽有回落，但仍在健康区间



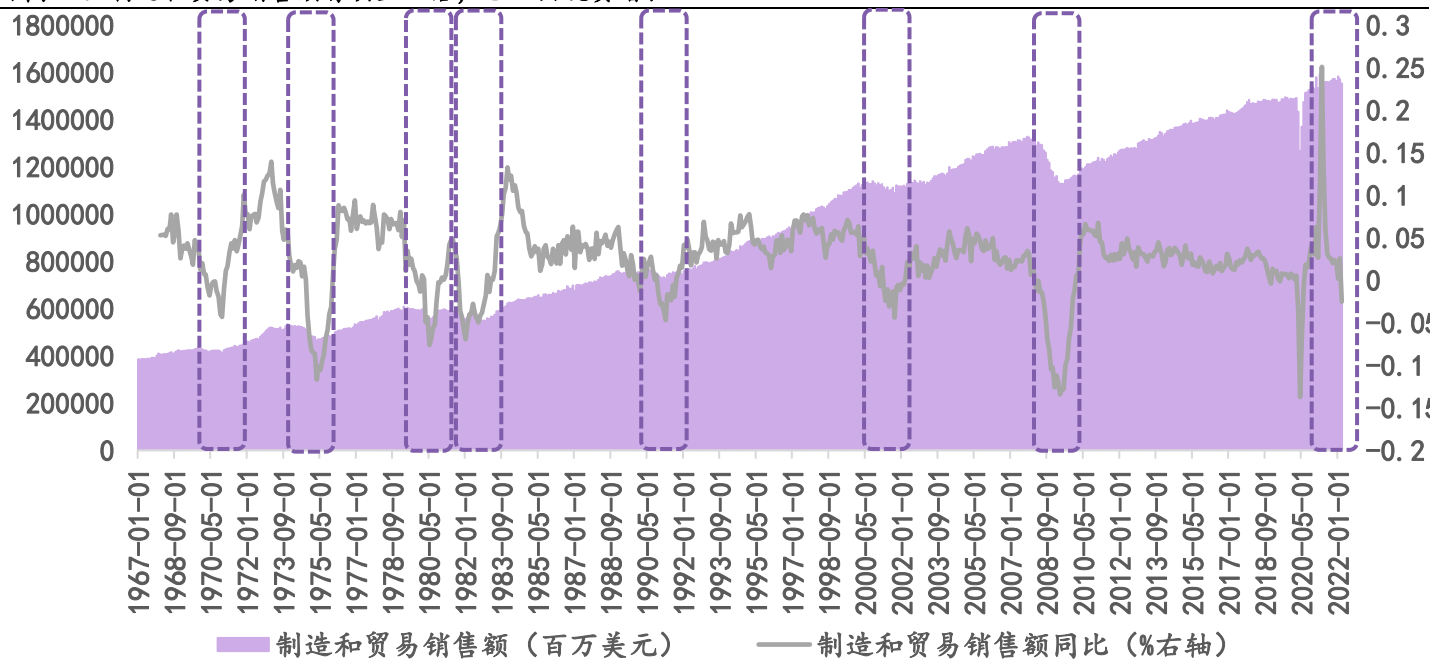
资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 6: 失业率处于较低水平



资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 7: 制造和贸易销售额有明显回落，已经出现负增长



资料来源：FRED，华鑫证券研究



图表 8: NBER 划分的美国衰退周期: 1960 年之后总共出现了 9 次

| 繁荣顶点              | 衰退低谷              | 衰退时间 | 复苏时间 |
|-------------------|-------------------|------|------|
| 1960年4月 (1960Q2)  | 1961年2月 (1961Q1)  | 10   | 24   |
| 1969年12月 (1969Q4) | 1970年11月 (1970Q4) | 11   | 106  |
| 1973年11月 (1973Q4) | 1975年3月 (1975Q1)  | 16   | 36   |
| 1980年1月 (1980Q1)  | 1980年7月 (1980Q3)  | 6    | 58   |
| 1981年7月 (1981Q3)  | 1982年11月 (1982Q4) | 16   | 12   |
| 1990年7月 (1990Q3)  | 1991年3月 (1991Q1)  | 8    | 92   |
| 2001年3月 (2001Q1)  | 2001年11月 (2001Q4) | 8    | 120  |
| 2007年12月 (2007Q4) | 2009年6月 (2009Q2)  | 18   | 73   |
| 2020年2月 (2019Q4)  | 2020年4月 (2020Q1)  | 2    | 128  |

资料来源: NBER, 华鑫证券研究

## 2、美国衰退有多远?

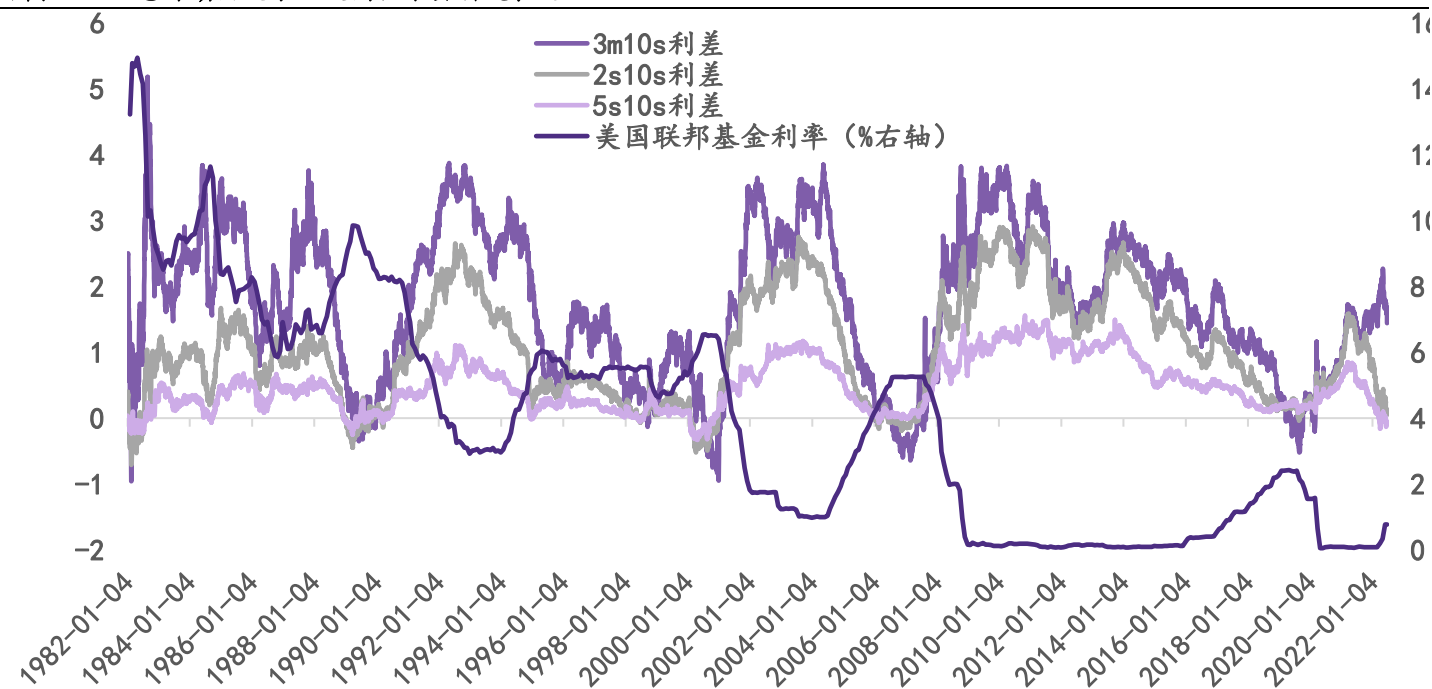
美国连续两个季度GDP增速为负, 已进入技术性衰退, 但通常经济高位回落时, 这一指标容易形成误判。而官方判断指标又稍显滞后, 为了更好界定衰退周期, 市场通常会采用利差倒挂、铜油比、通胀失业差以及通胀消费背离等前瞻指标, 来确认实质性衰退到来的时点。

### 2.1、3m10s利差预示最快明年一季度衰退

三大利差中, 当前仅有3m10s利差尚未倒挂, 预计最快8月倒挂, 明年一季度就会出现衰退。从利差来看, 当投资者对未来经济增长忧虑时, 会倾向于买入长期债券来规避可能的衰退风险, 压低了长期国债的利率, 从而出现了长期债券和短期债券利差的缩小甚至是倒挂。从历史上来看, 加息周期中, 5s10s、2s10s和3m10s三大利差均出现倒挂是预示衰退的必要条件。当前5s10s和2s10s均已经出现倒挂, 所以3m10s是我们观察利差倒挂的主要对象。

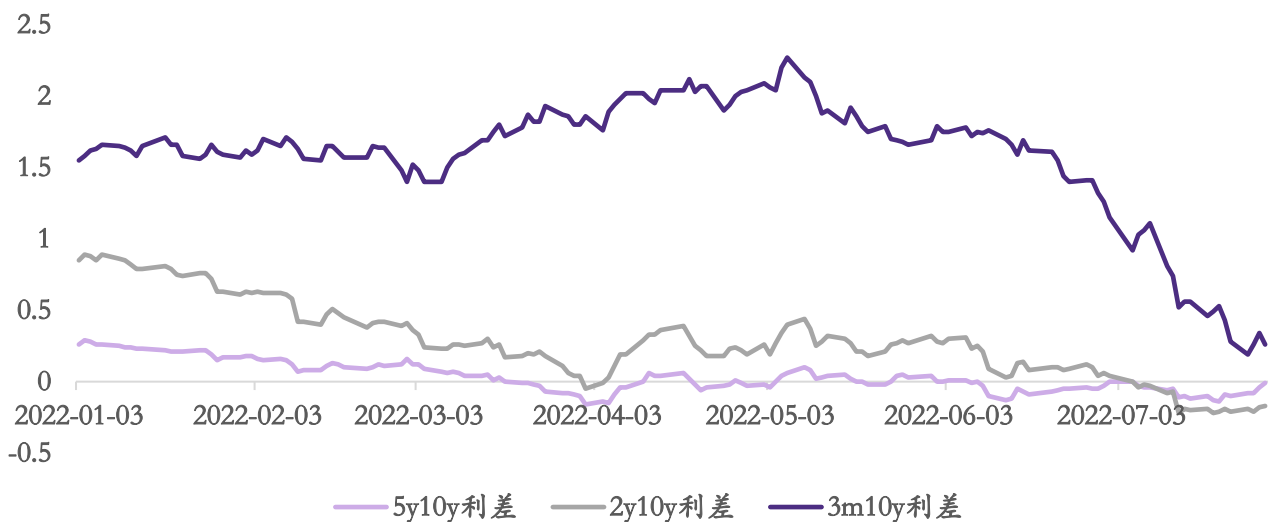
单从3m10s利差来看, 利差倒往往预示着平均12个月后会出现了NBER官方定义的衰退周期, 最快可能会在6个月后来(2020年衰退受疫情干扰, 未纳入计算中)。当前3m10s的利差已经来到了20BP左右的低位, 在美联储加息和GDP走负的双重影响下, 我们预计3m10s利差将在8-9月出现倒挂。这就意味着, 美国最快将会在2023年2月进入到官方定义的衰退周期。

图表 9：加息时期出现了一致倒挂才会引发衰退



资料来源：FRED，华鑫证券研究

图表 10：当前 3m10y 利差尚未倒挂，最快 8 月出现



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 11：倒挂后最快 6 个月出现衰退（去除 2020 年衰退）

| 首次出现倒挂时间 | 最高利差幅 | 衰退出现时间   | 时差（月） | 衰退持续时间（月） |
|----------|-------|----------|-------|-----------|
| 1968年12月 | 51BP  | 1970年1月  | 13    | 11        |
| 1973年6月  | 159BP | 1973年12月 | 6     | 16        |
| 1978年11月 | 328BP | 1980年2月  | 15    | 6         |
| 1980年10月 | 351BP | 1981年8月  | 10    | 16        |
| 1989年6月  | 16BP  | 1990年8月  | 14    | 8         |
| 2000年7月  | 70BP  | 2001年4月  | 9     | 8         |
| 2006年8月  | 51BP  | 2008年1月  | 17    | 18        |

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 2.2、铜油比突破80暗示美国四季度进入衰退周期

铜油比可以同时反映出经济“滞”与“胀”的方向。铜油比持续走高，铜价上涨速度快于油价，说明经济复苏向好；铜油比的持续走低，油价上涨速度跑赢铜价，则说明经济滞胀的风险在加剧。

铜是世界工业的重要原料，广泛用于建筑和制造业中。影响铜价更多是需求因素而非供给。铜矿的长开发周期意味着产能扩张周期长，所以供给相对稳定，弹性较小。而下游对于铜的需求随着制造业周期而波动，往往有较大的弹性，供需错配的情况常常出现。所以铜往往被看成是经济景气度的风向标，铜价上行代表世界经济处于景气度区间，反之则说明经济有停滞的风险。

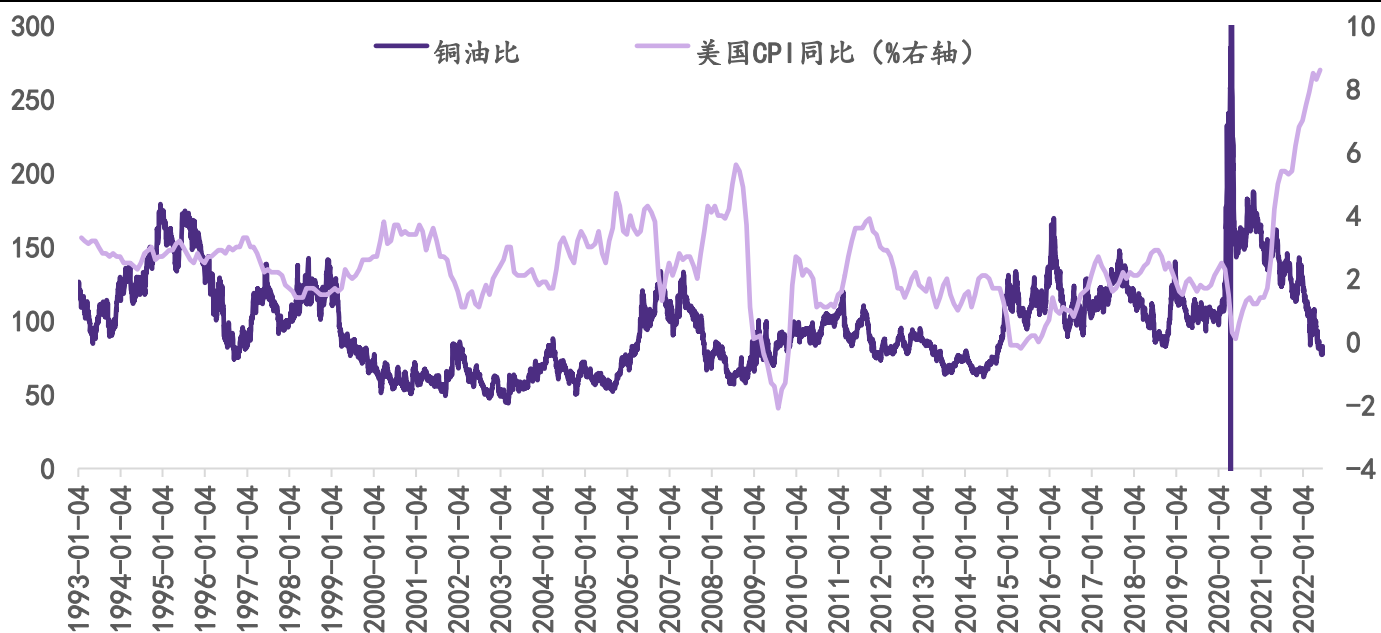
石油作为工业的血液，贯穿整个工业生产以及居民的衣食住行，油价上行将会通过产业链传导到各行各业，形成对于通胀的助推。如果说铜价反应更多的是企业需求的意愿，那石油价格反应更多的是企业成本的变化，石油价格上行则代表通胀压力增大，铜价上行则表明经济复苏动能强劲。

铜油比是观察衰退的比较好的指标，暗示美国当前已有衰退风险。铜油比在2011年和2019年都曾预言了衰退风险：2011年一季度后，美国经济增速重新开始下滑。一季度只达到1.9%，二季度则更低；2019年美国在减税政策退坡的背景下，经济增速开始下滑，并且出现了利率倒挂的情况。而失效的情况更多的是商品市场出现了价格的波动：如1996年铜价的下行以及2005年油价的上行。

市场通常将铜油比80点位作为一个观察点，当铜油比突破80时，意味着有70%的可能已经有了衰退的风险，后续会有43%的概率出现经济衰退：1990年在铜油比突破80时，经济周期刚好达到了顶点，开始进入长达8个月的衰退周期。1999年铜油比突破80时，美国经济在9个月后开始了衰退周期，而在2008年金融危机时，铜油比在经济高峰的前1个月发出了衰退信号。

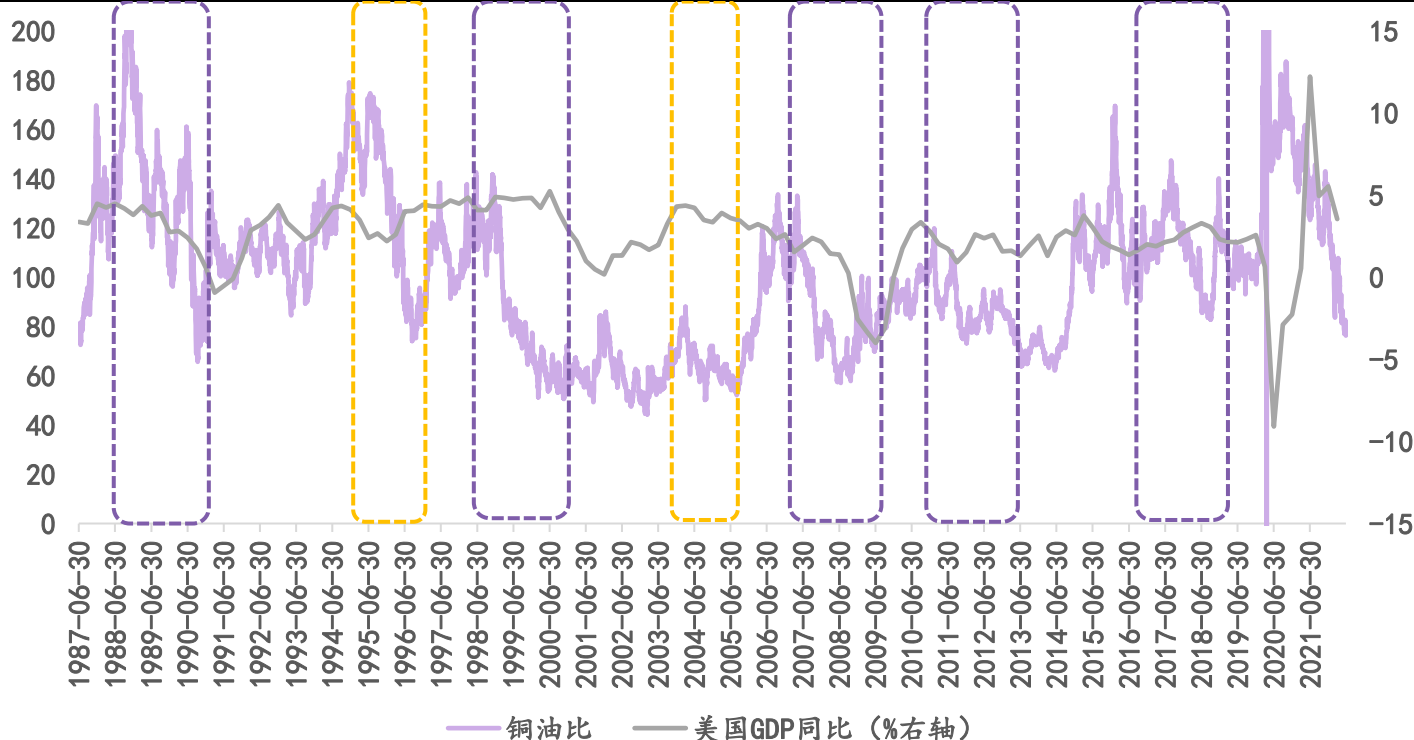
所以看到铜油比与经济衰退周期的时差较短，往往是同步到达。当前的铜油比已经再次突破了80的低位线，结合美国当前已经进入到技术性衰退的事实，美国当前已经面临了比较大的衰退风险，或将在4季度正式进入衰退周期。

图表 12: 铜油比与通胀呈现负相关



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 13: 铜油比新低预示衰退风险 (黄色为失效期)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

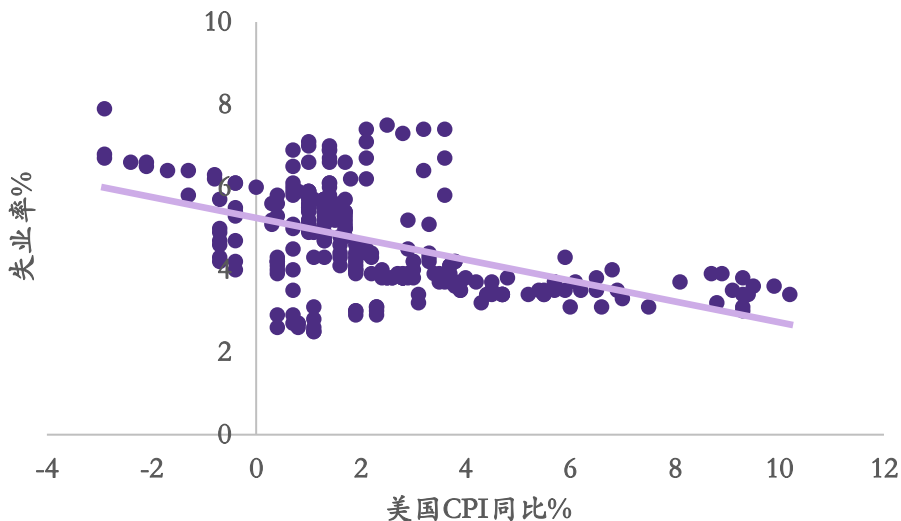
## 2.3、通胀失业差破五提示四季度衰退

高通胀低失业可能进一步加大美国软着陆的难度，加大衰退的可能。菲利普曲线过去被广泛用于衡量工资与就业的关系，在失业率下降时工资将面临较大的上涨压力，而当失业率上升时工资往往会停滞不前，从而推断出失业率与通胀之间的相互作用。

1970年之前美国通胀和失业之间呈现出比较明显的负相关，符合菲利普曲线的定义。但菲利普曲线在面对全球化的市场是有些许失灵：石油危机后制造业从发达国家的转移导致了长期的通胀下行，进而造成了菲利普曲线的长期走平。这也使得人开始否认失业率与通胀之间的关系，美联储主席鲍威尔曾在国会发言表示：随着美联储对于通胀的逐步控制，失业率与通胀之间的关系越来越弱，直至脱钩。但疫后的世界又出现些许不同：世界发达经济体同时在经历相当程度的通胀压力，俄乌冲突带来的大宗商品持续的高位震荡。过去减缓美国国内通胀的全球化贸易逐渐失效，低失业与高通胀的关系又重回人们的视角，工资-通胀的螺旋再次成为人们关心的话题。美国前财政部部长萨摩斯表示每当通货膨胀率超过4%而失业率低于5%时，美国在两年内就陷入了衰退。

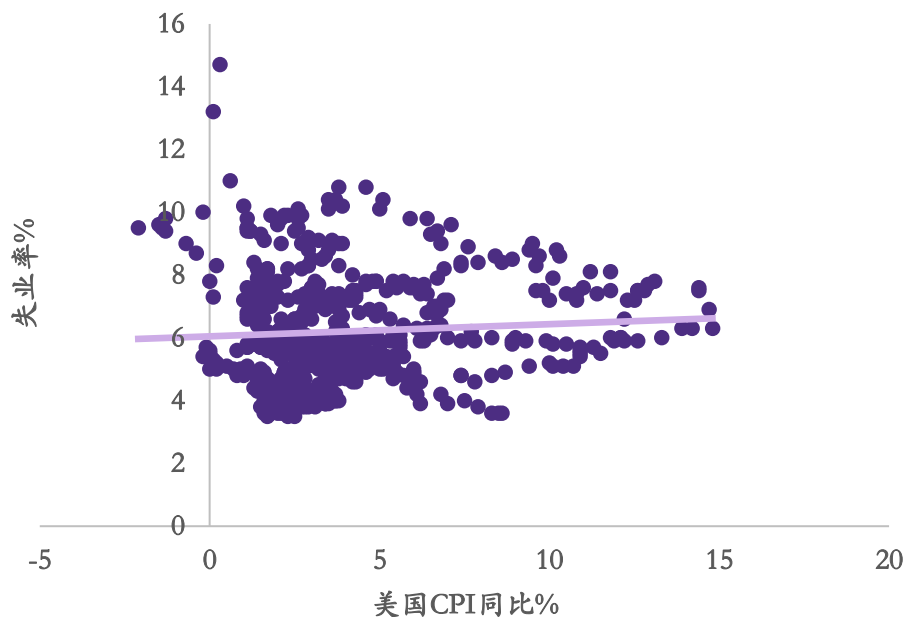
实际上根据我们的计算，过去每次通胀失业出现走势背离造成通胀与失业差突破5的时候，美国经济都会在平均10.75个月后出现负增长。具体来看，1953年经济衰退的主要影响因素是朝鲜战争，战时财政的支撑使得衰退拖延到战后才到来，出现了超过两年的时差。而要是剔除掉1953年的衰退，通胀失业差破五后平均在4.7个月后就就会出现官方定义的衰退。目前美国的通胀失业差已经来到了5的分界线，并且通胀在六月份持续上行，失业率继续持平，美国最快可能2022年四季度，最慢在2023年一季度迎来官方定义的衰退。

图表 14：1970 年前美国失业通胀呈现明显负相关



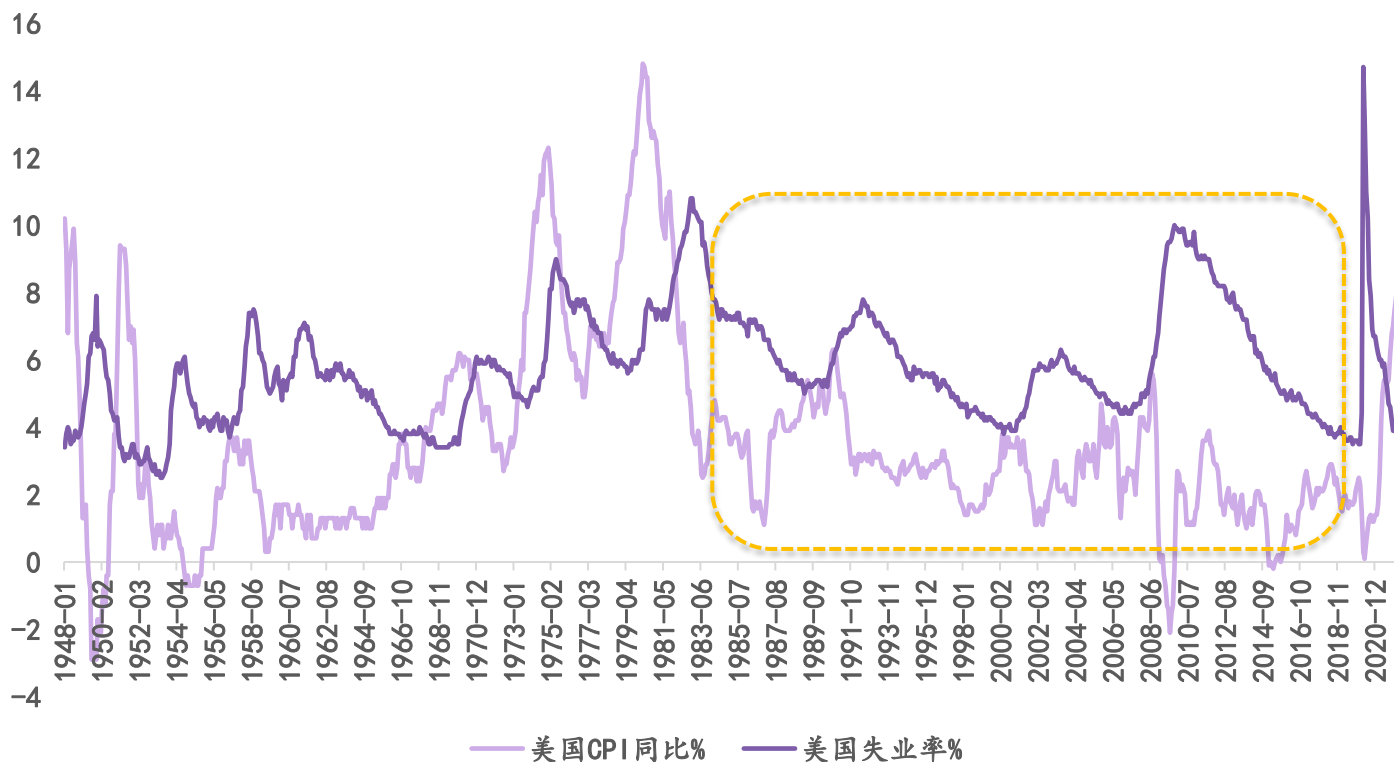
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 15: 石油危机后菲利普曲线走平



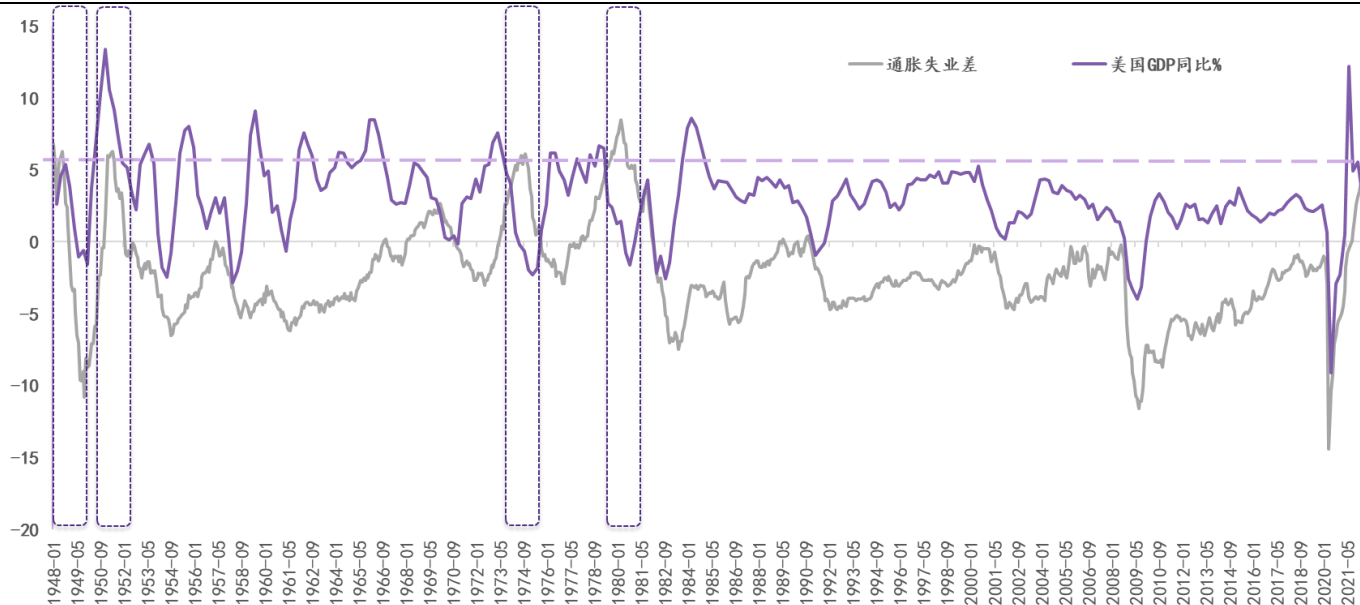
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 16: 菲利普曲线失效时, 美国出现失业率与通胀的同降



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 17：石油危机前通胀失业差可作为有效的衰退信号



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 18：通胀失业差距离衰退比较近

| 破5时间    | 衰退时间     | 时差<br>(月) | 走势         |
|---------|----------|-----------|------------|
| 1948年5月 | 1948年11月 | 6         | 通胀↑<br>失业平 |
| 1951年2月 | 1953年7月  | 29        | 通胀↑<br>失业↓ |
| 1974年3月 | 1973年11月 | 0 (已在衰退中) | 通胀↑<br>失业↓ |
| 1979年5月 | 1980年1月  | 8         | 通胀↑<br>失业平 |
| 2022年5月 | ?        | ?         | 通胀↑<br>失业平 |

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

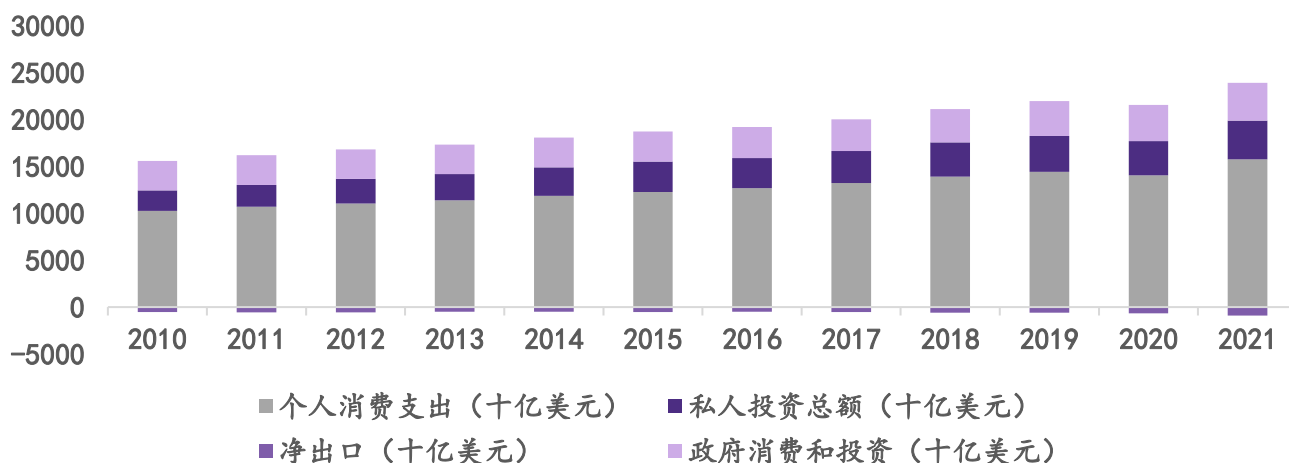
## 2.4、经济动能承压，通胀消费背离预示四季度衰退

通胀-消费框架是我们认为判断美国当前经济下行压力比较好的工具。首先个人消费占据美国经济了绝大多数的比重，消费的趋势也就代表了美国经济的方向。当消费走弱的时候美国经济就会承受下行压力，而当消费走强时往往代表着美国经济动力强劲。而影响消费最主要的指标就是PCE。PCE是美联储衡量物价水平的主要参考指标。

当消费走负而PCE走高，两个指标出现背离的时候，必定会出现经济衰退。逻辑也比较明确：物价高升-居民消费降低-带动经济下行的通胀衰退逻辑。从历史上来看，每次消费-PCE背离都必定会有衰退。但这个分析框架也有两个短板：首先不是每次衰退都

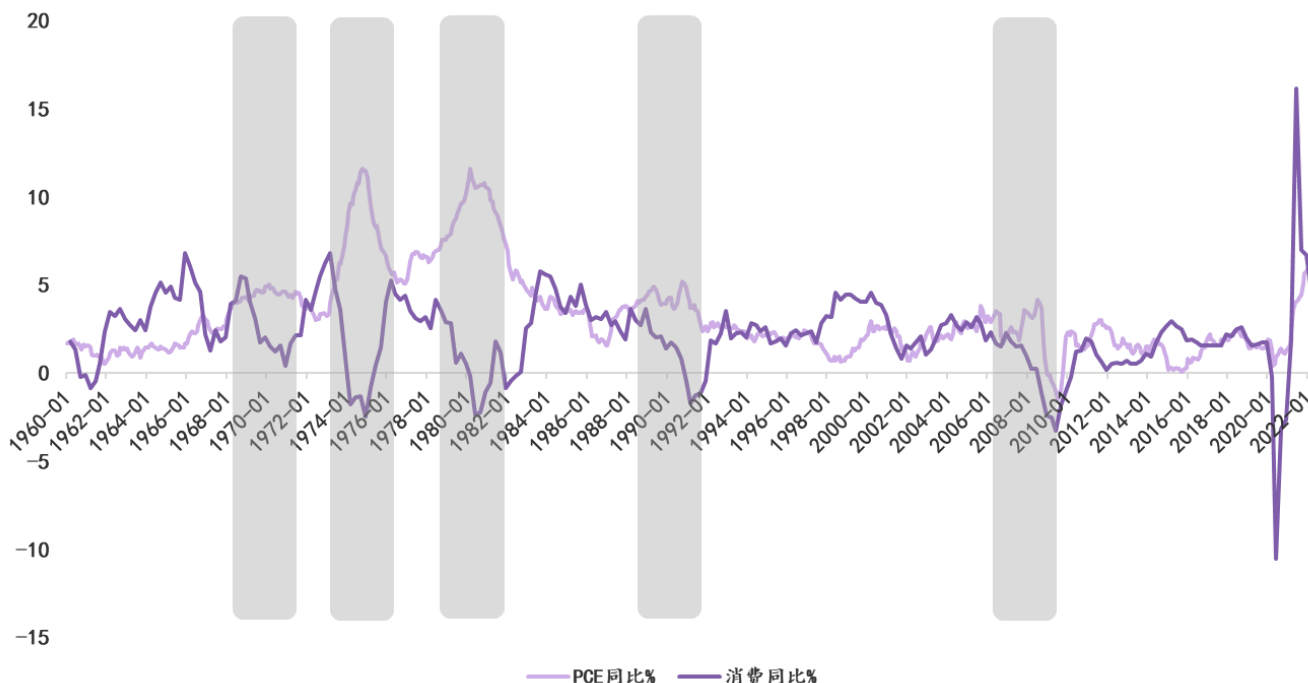
伴随着消费通胀的背离，比较明显的就是2000年互联网泡沫，2000年衰退主要是互联网泡沫冲击美国金融市场，虽然后续有传导到居民消费，但是影响并不显著。其次，这个模型只适用于通胀型衰退，对于通货紧缩造成的衰退（1930年美国大萧条）并没有用，因为通货紧缩时期出现的是物价和消费的双双下行，而不是背离。但因为当前美联储仍处在高通胀环境内，所以模型是适宜的。当前美国再次出现了PCE和消费的背离，通胀是否有再次冲高的动力？消费是否有走负的风险？将是我们判断美国面临的衰退压力重要的两个方向。

图表 19：消费是美国经济的主要组成部分



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 20：通胀消费背离往往预示着衰退



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

从通胀的角度来说，6月份美国通胀破“9”，继续刷新历史的新高。从主要的通胀



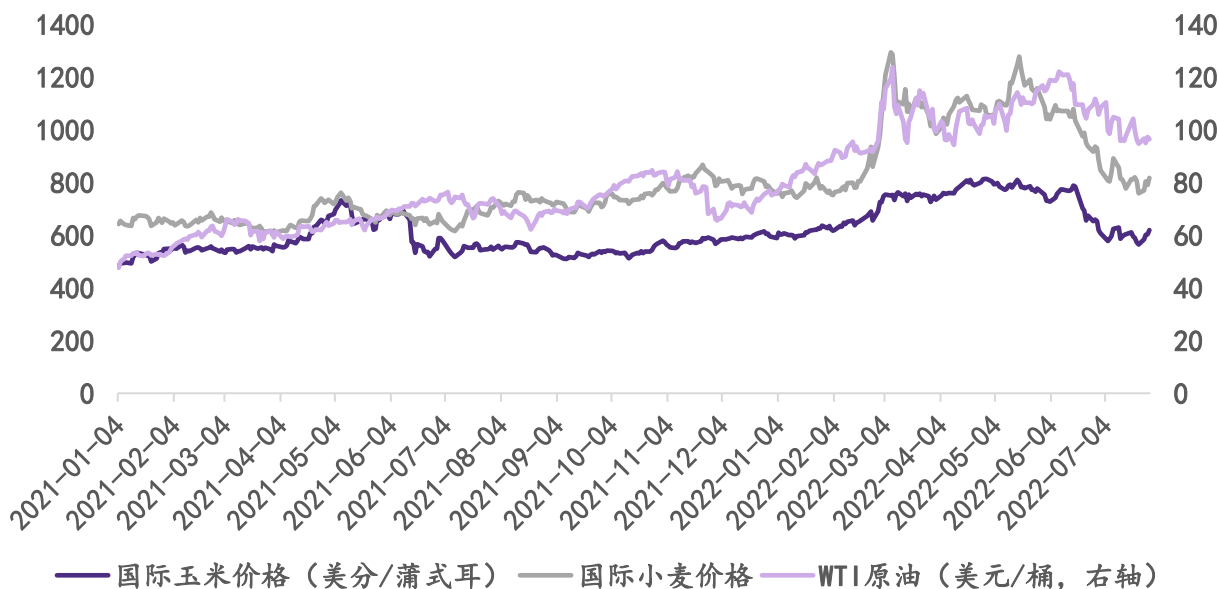
贡献项来说，当前能源，食品和住房依然是通胀的主力，分别贡献了40%，15%和20%的通胀同比涨幅，汽车的贡献度在供应链问题得到缓解的情况下对于通胀的贡献开始逐步减弱，从2021年峰值的31%贡献度降低到了6月份的9%。

从后续的通胀动能来看，国际能源价格已经出现了冲高回落的态势，后续并不会给CPI带来冲高动力。国际农产品近期经历了大幅的调整，小麦、玉米、大豆等主要的农作物均已回吐战后涨幅。虽然在后续俄乌冲突持续和极端气候影响下，国际农产品价格仍有再次冲高的可能，但不会再成为通胀的主要贡献项之一。

但同时，占比1/3的住宅价格开始成为通胀的主要支撑，住宅价格在6月份环比上涨1个百分点，是自2008年6月以来的最大涨幅，对通胀的贡献也从2021年5月份的18%逐步上升到了2022年6月份的26%。从后续涨幅来看，过高的购房成本推动消费这转向租房市场，进一步推动了OER价格和住宅CPI的上行，通过核心通胀的粘性支撑CPI。

综合来看，通过观察美国的通胀主要贡献项，美国通胀虽然没有了冲高的动能，但是也没有短期内快速回落的可能，因此我们预计CPI会在三季度继续高位震荡，四季度回落，全年保持在7%左右的高位。

图表 21：国际能源粮食价格均从高位回落



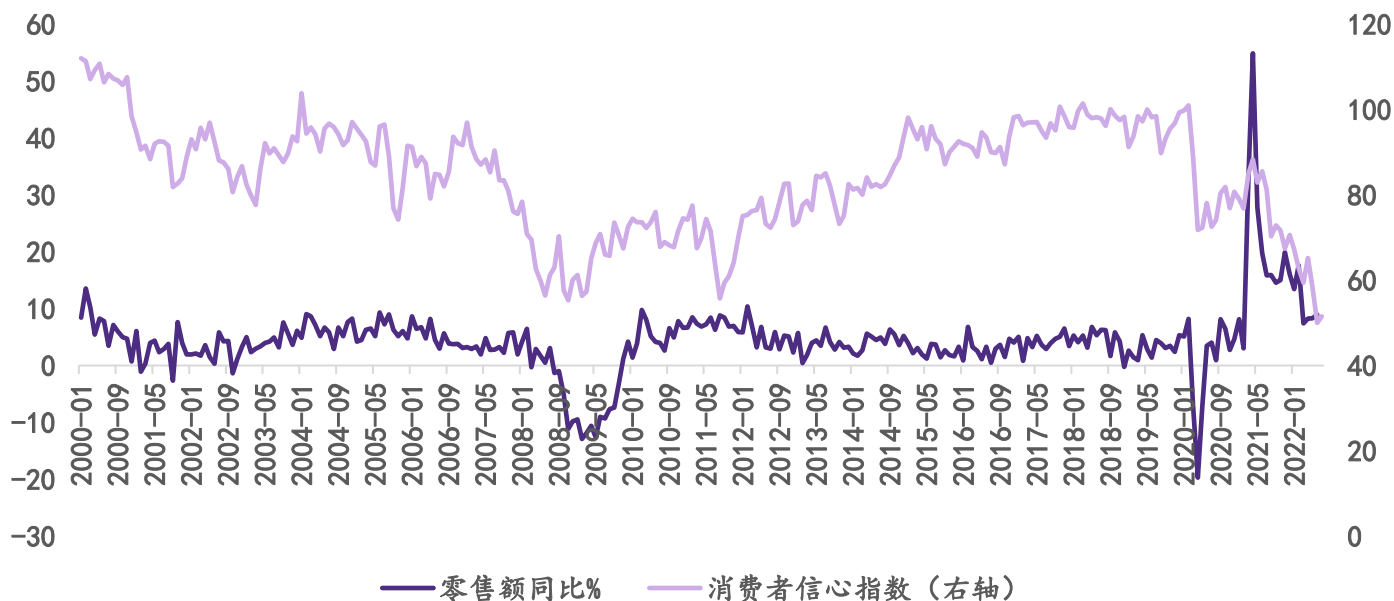
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

从消费结构来看，美国消费经历了从商品到服务的切换，商品消费在个人消费中的占比从1960年代的50%逐渐降低到了2019年的30%左右，形成了商品服务三七开的局面。但是疫情后的消费修复并没有按照商品三服务七的比例进行，因为服务消费在疫情后受到了消费场景限制的影响，因此美国2020年后商品消费的修复更优于服务消费。商品消费在财政刺激下是有报复性消费的特征，抹平了疫情的影响并且创新高。但是随着美国财政刺激的退坡、个人可支配收入的逐渐减少和通胀的持续影响，过去商品消费的繁荣景象得不到支撑。

结合美国的二季度经济数据，美国商品消费已经出现了环比骤降，由Q1的环比减少0.3%到了Q2的环比减少4.4%。我们也可以通过更高频的数据来看后续美国商品消费的走势。零售数据作为商品消费的先行指标，同比增速已经较之前的高增长开始出现下滑。

消费者信心指数通过衡量消费者对于未来收入、就业和通胀的预期，得出综合的消费者财务状况，从另一个维度衡量了消费者对于未来财务风险的预期，因此消费者信心指数与商品消费也有显著的相关性，创新低的消费者信心指数同样预示着商品消费的下行。

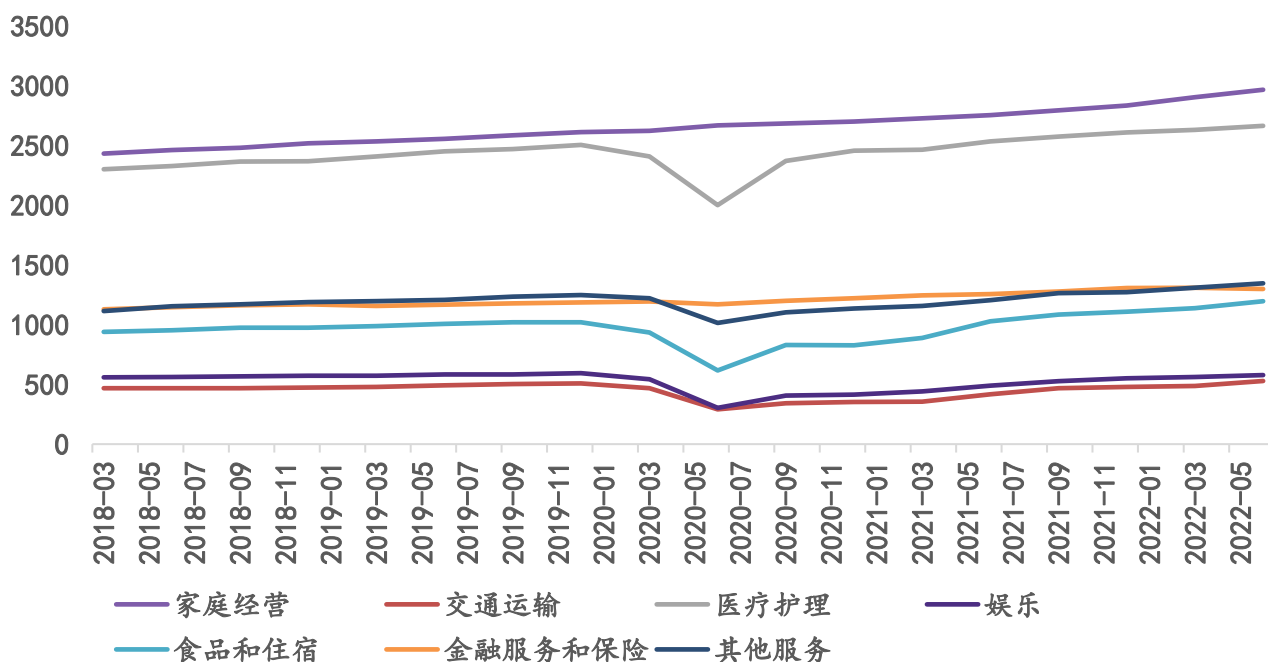
图表 22：消费者信心指数和销售数据均进入下行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

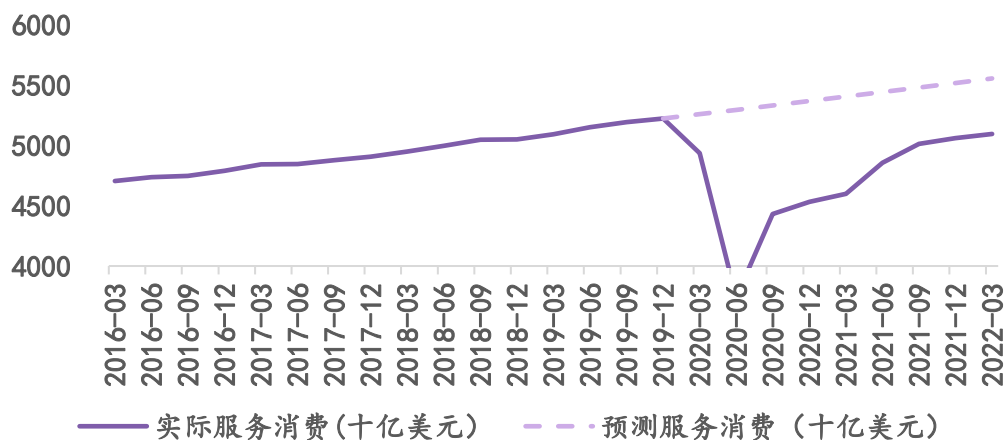
而从服务消费来看，美国服务消费可以分为房屋、医疗、金融保险、交通、娱乐，饮食住宿和其他消费这几大项。但其中有些服务是必需的：在2020年疫情期间，家庭经营以及金融保险服务消费基本没有受到疫情的影响。家庭经营是美国家庭日常生活的必要支出，如电费水费物业费等等相关的费用，相对刚性；而金融保险则主要涉及到养老金，保险等，所以也是比较有韧性的。这两项占总服务消费比的1/3，因此当我们考虑美国服务消费复苏时，应该更关注相对有弹性的交通、娱乐、医疗等服务消费。从相对弹性的服务来看，服务消费的复苏仍有一定空间，较疫情前的水平仍有1280亿美元的差值，而根据过去三年的增速来看，服务消费距离正常水平仍有4600亿美元的差值。

图表 23: 家庭经营和金融服务更具有必需属性 (十亿美元)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 24: 可选服务消费修复空间仍大 (十亿美元)

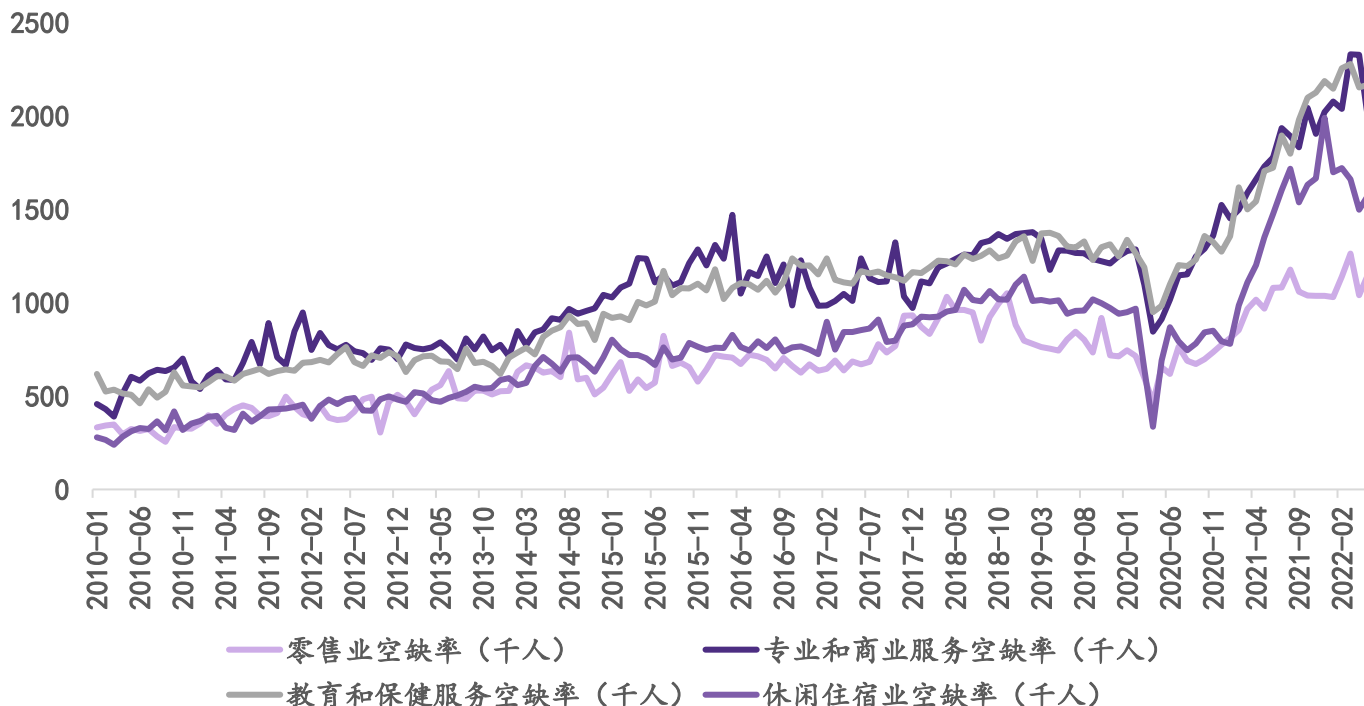


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

但服务消费的复苏在无处花钱和无钱可花的双重压制下, 很难弥补商品消费下降带来的缺口, 从而带动整体美国消费数据的下行。当前美国疫情已经有所好转, 消费场景也在逐步修复。但是服务消费的职业空缺率依然居高不下, 除了交通运输在政府畅通供应链的干预下得到了快速恢复, 休闲、教育、专业服务等行业职业空缺率依然处在高位。空缺率带来了工资的上涨, 但大部分的工资上涨仍没有跑赢通胀。而涨幅最高的休闲酒店行业则是本身工资最低的。所以即使工资已经有所涨幅, 对工作人群来说吸引力依然不高, 职业空缺率还在高位, 使得服务消费的场景缺失问题依然存在。同时, 上涨的工资带动了服务价格的上升, 进一步减弱了居民进行服务消费的积极性。从底特律的

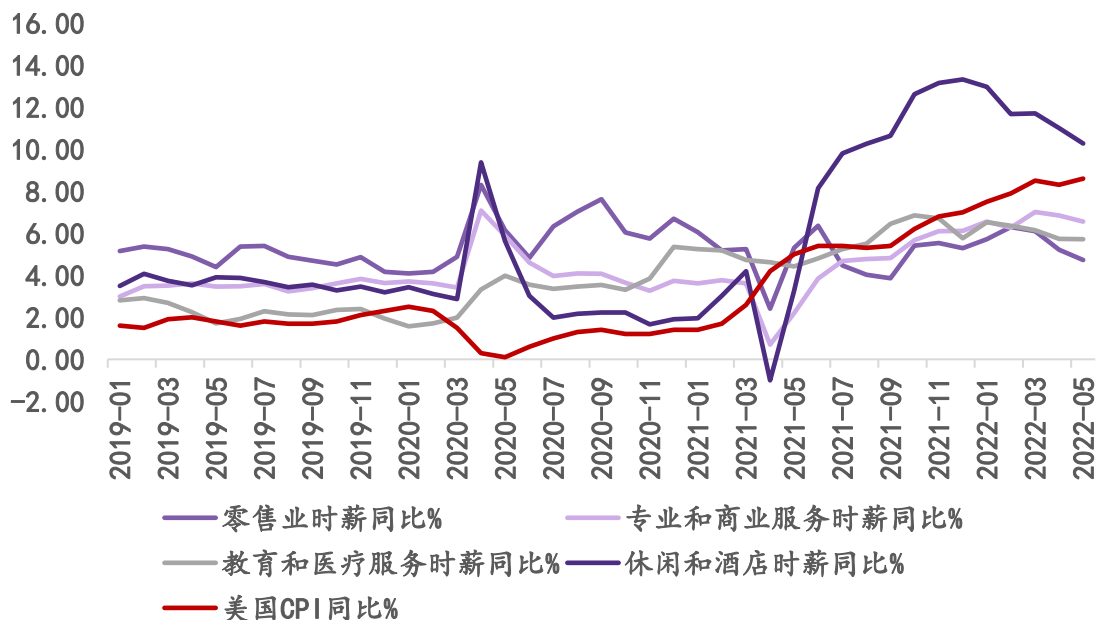
调查来说，美国群众的消费习惯在疫情后也发生了根本性的转变，过去70年以来的服务消费开始转向商品消费，也在长期上给了服务消费修复造成了压力。

图表 25: 服务行业职位空缺率严重 (十亿美元)



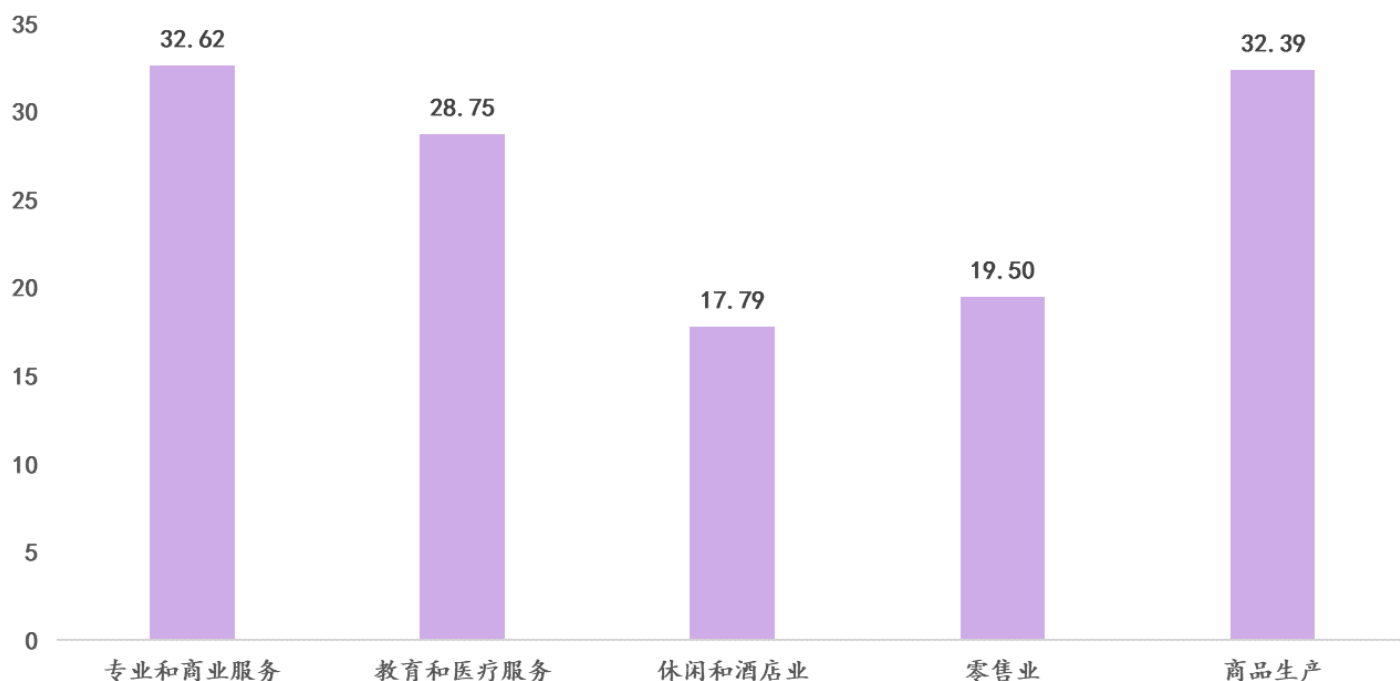
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 26: 服务行业薪酬跑不赢通胀



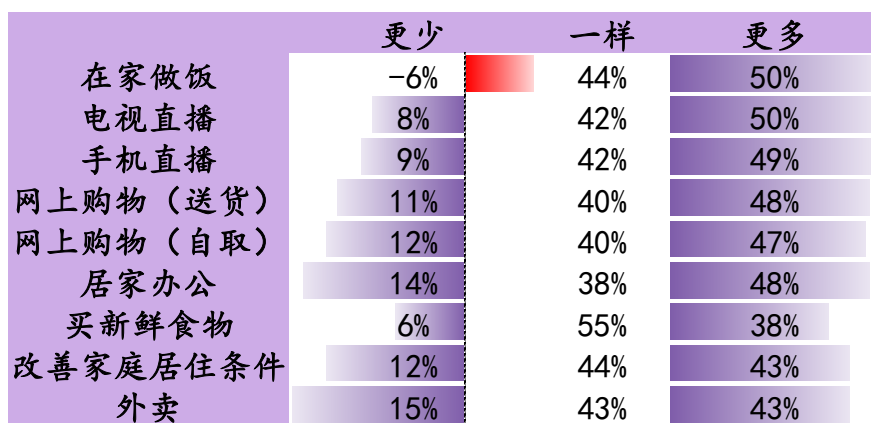
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 27：服务行业时薪偏低（5月数据）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

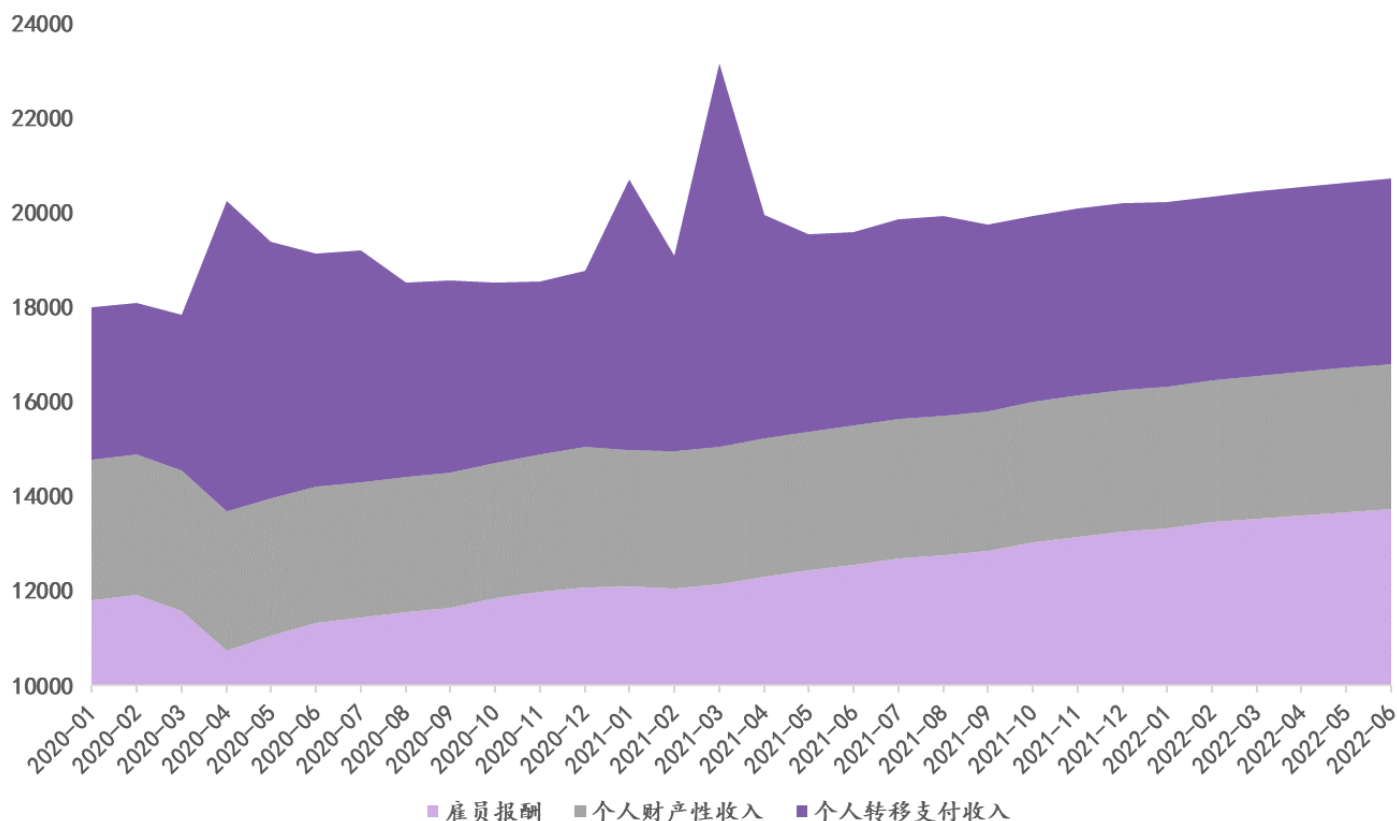
图表 28：消费者习惯在疫情后改变



资料来源：底特律消费者调查，华鑫证券研究

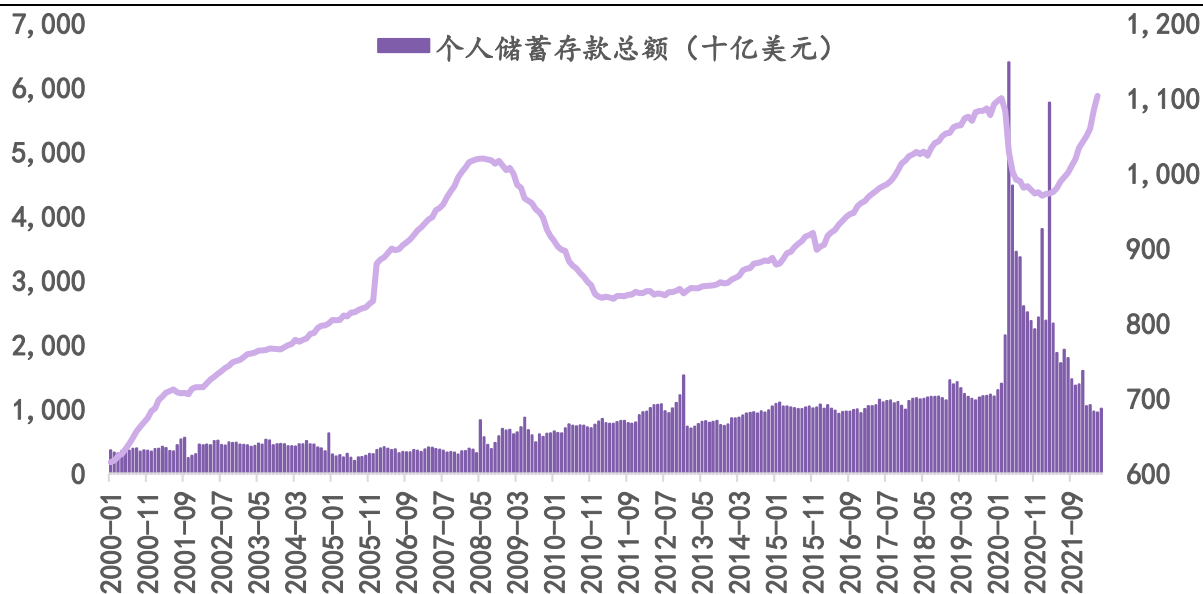
从收入的角度来说，居民收入下行也给服务消费修复带来了较大的挑战。居民的可支配收入可以大概分为财产收入、转移支付以及雇工报酬三部分。其中转移支付在宽松政策退潮下很难再现2020年的高光时刻，不会再对可支配收入形成支撑。而财产收入在美股悲观预期下，预计将会走低。而主要的雇工收入并不能跑赢通胀，因此可以看到美国居民的实际消费力是在降低。同时，在家庭储蓄创新低和循环消费贷数据创新高的情况下，居民的消费空间进一步被压缩，从而限制了服务行业的修复空间。

图表 29：转移支付的缺失减少了服务消费复苏的动力



资料来源：底特律消费者调查，华鑫证券研究

图表 30：没存款也没信贷额度的消费困境

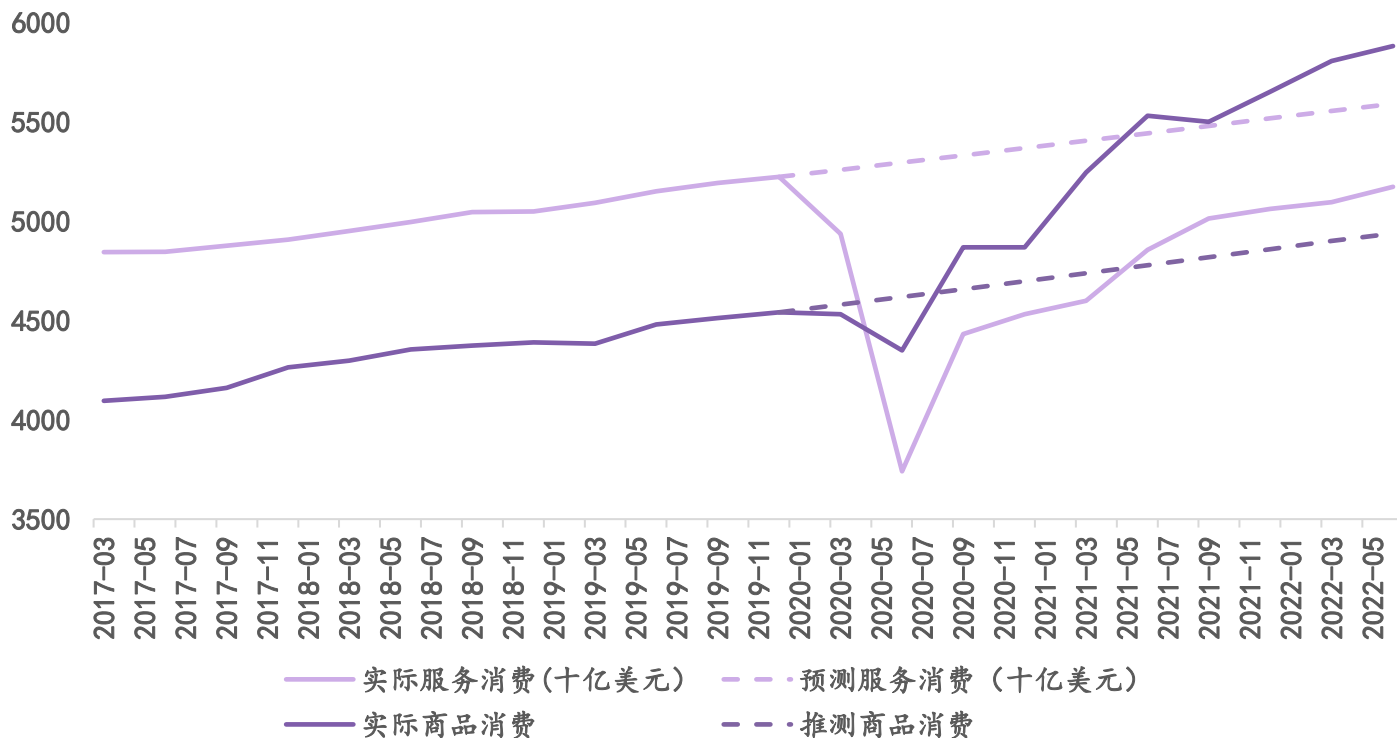


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

而且从增速上来看，当前商品消费已经进入到负增长区间，而服务消费增速也开始加速下行，预计会在2022年四季度或2023年一季度时在通胀依然处在相对高位时出现商品和服务消费的增速同步走负，进而出现了美国经济动能转弱，进入衰退周期。从数值上来看，美国商品消费在疫情后快速恢复，已经累计超额消费商品9000多亿美元，这部分商品中包含了大概4860亿美元的耐用品消费，耐用品消费如汽车等有着使用时间长和价值较高的特点，当前较高的耐用品消费已经透支了未来的消费空间。而服务消费要回到2019年水平仅有1280亿美元的修复空间，而修复到正常斜率的话，也只有4600亿美元，是商品消费透支的一半。

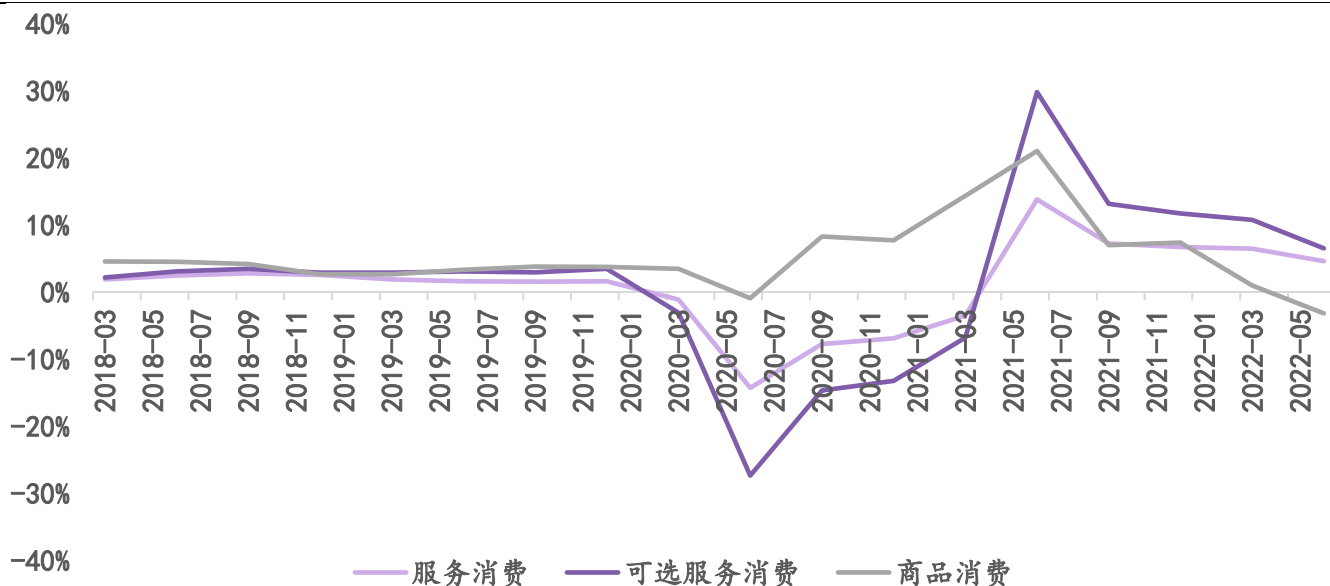
考虑到当前服务消费面对收入减少、场景缺失，同时还有疫情带来的消费习惯的变化等问题，并不足以弥补商品消费下行带来的空缺，从增速上来看当前商品消费已经进入负增长区间，而服务消费增速也开始加速下行，消费对经济动能的支撑明显减弱，衰退周期越来越近。

图表 31：消费增速开始进入到下行通道



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 32：消费增速开始进入到下行通道



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

综合来看，利差倒挂、铜油比、通胀失业差以及消费通胀背离等先行指标，提示美国衰退越来越远，最快今年四季度或明年一季度。通胀失业差以及铜油比同时预测了四季度美国衰退的到来。利差倒挂提示美国最早会在2023年一季度迎来衰退。消费通胀模型则显示出了美国当前消费下行压力突出，预计会在2022年四季度或2023年一季度全面走负，进入衰退周期。

### 3、美国衰退会有多深？

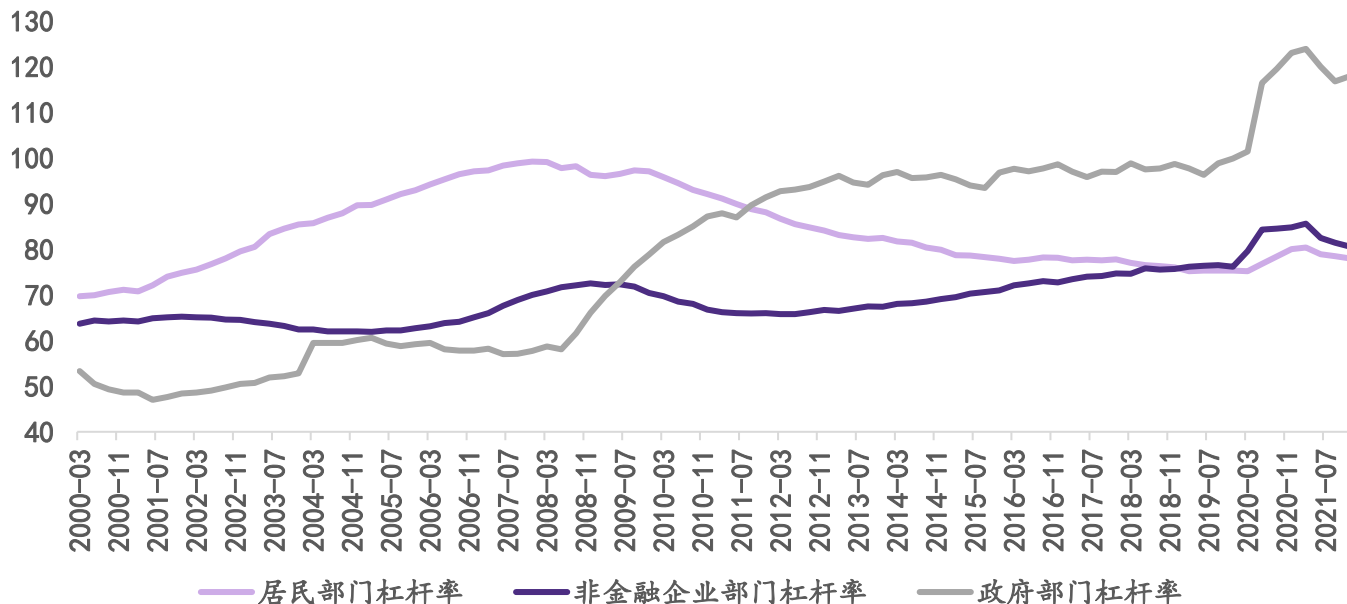
通过以上三个维度的分析，我们可以看到美国衰退已经在逐渐逼近，美国经济正缓慢地驶向衰退的冰山。市场的下一个疑问在于衰退的深度和持续性。是一次相对轻微的短暂的衰退，仅仅是对经济的刮蹭还是会有更大的风险使得美国经济重演泰坦尼克号的悲剧？为了更好的拆解当前衰退的深度，我们将对于衰退程度的测算分为两部分进行，一部分是可观测可测算的风险，即露出水面部分的冰山，这部分主要是由失业率以及房地产市场构成；另一部分衰退风险则无踪可循，如同海面下冰山，破碎前的泡沫。总体来说，从可观测的部分来说，我们认为美国大概率会经历一次幅度较小的衰退，但仍要警惕海面下的冰山。

可预测部分为何要选择失业率和房地产市场作为度量指标？居民部门和企业部门的信贷情况是当前比较常用来表征美国经济抗压能力强弱的重要指标。从数据来看，当前的居民和企业部门的信贷结构确实远远好于2008年金融危机时，但居民和企业信贷结构一方面没有办法给直观的衰退程度，另一方面从传导机制上来说，居民和企业部门的信贷结构恶化主要通过就业和消费的角度来影响衰退的程度，因此我们选择了潜在失业率和房地产市场作为我们判断衰退程度的指标，而选择房地产市场作为观察数据的另一个



原因则在于其在2020疫情后的放水政策中已经再次回到了2008年时期的位置，出现了一定的过热迹象。

图表 33：当前居民企业杠杆相对健康



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

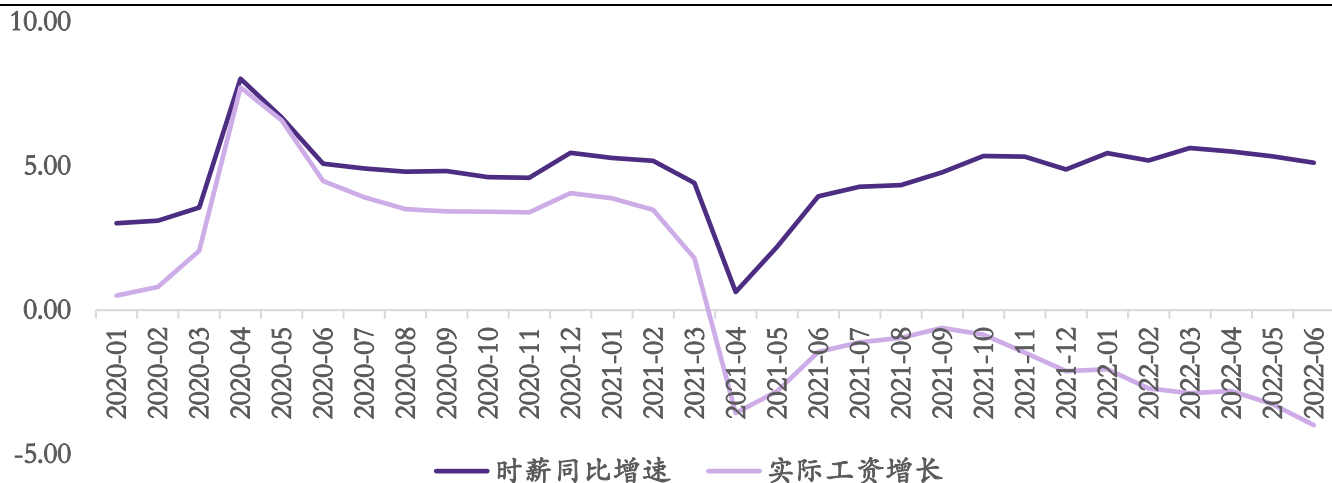
### 3.1、僵尸企业推动失业率上行，程度可控

当前美国就业市场已经出现了比较明显的放缓迹象：就业市场开始疲软，而大公司开始放缓招人，就业市场开始疲软。虽然6月份的劳动数据出现了超预期的增长，但是从薪资增长来看，连续多月的下滑证明企业招工热度正在逐渐衰退。具体表现可以通过大企业的招工和解雇数据来看，Layoff是一个专门记录美国科技公司辞退情况的网站，可以看到自2020年的辞退潮之后，近期大的科技公司辞退人数明显增加，显示出就业市场的承压。

从僵尸公司的角度来说，未来美国就业市场也承受了相当大的压力。僵尸公司指的是盈利水平较低，依靠廉价借贷生存的企业。美联储对于僵尸公司的定义主要有三个：一是杠杆率高于市场中位数，另一方面的利息覆盖率小于1，最后就是前三年的实际收益为负。美国市场长期以来的低利率催生了僵尸企业的崛起，但是在当前美联储强硬加息的进程下，僵尸企业将会逐渐被高借贷成本所压垮，进一步带动失业率的提升。

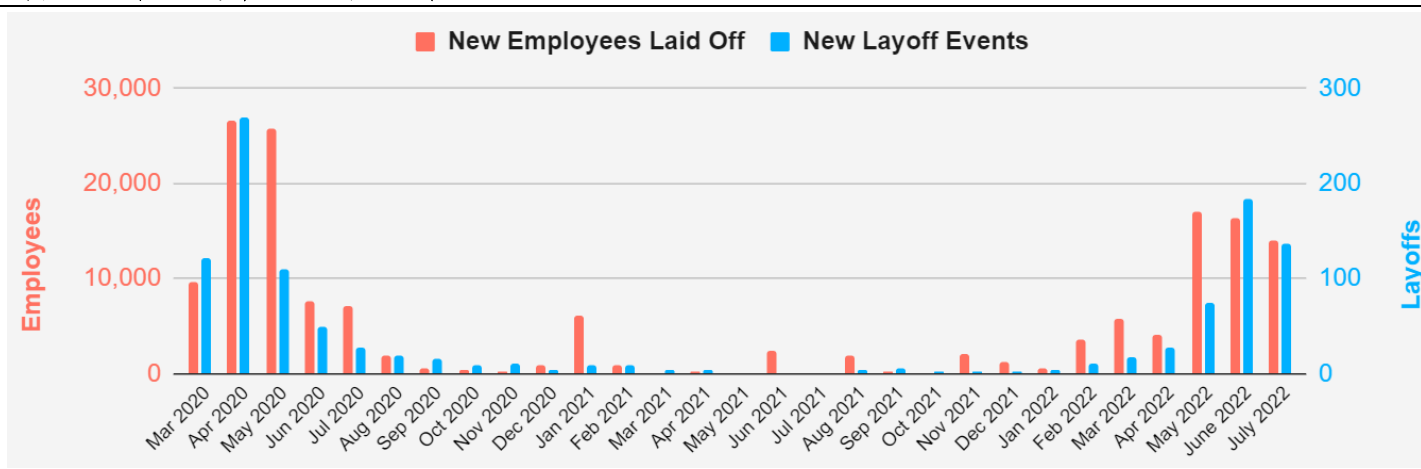
根据美联储的统计，2015年-2019年期间大概有10%的美国上市公司是僵尸公司，而从僵尸公司的生存周期来看，大部分的僵尸公司的生存周期都不超过三年，经济的下行和借贷成本的上升将加速僵尸公司的破产，从而对就业市场产生冲击。到2022年一季度，利息覆盖率小于1的美国上市企业数量开始剧增到1100多家，共涉及了720多万的劳动岗位，而伴随着美国加息进程的推进，这些公司可能如同科技公司一样开始进行20%-30%比例的裁员，将给美国劳动市场带来145-217万的潜在失业人口，推动失业率上行至4.5%到5%左右的范围，但即使按照5%的失业率来计算，仍显著低于2008年时期的10%的失业率峰值。

图表 34: 名义工资和实际工资出现了同步下滑



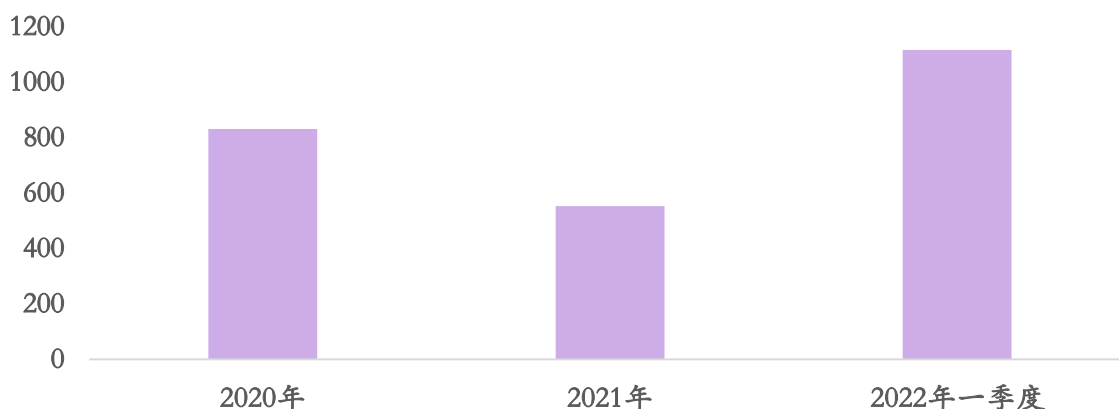
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 35: 科技公司辞退人数开始上升



资料来源: layoffs. fyi, 华鑫证券研究

图表 36：利息覆盖率小于 1 的公司数在加息进程下骤然增加

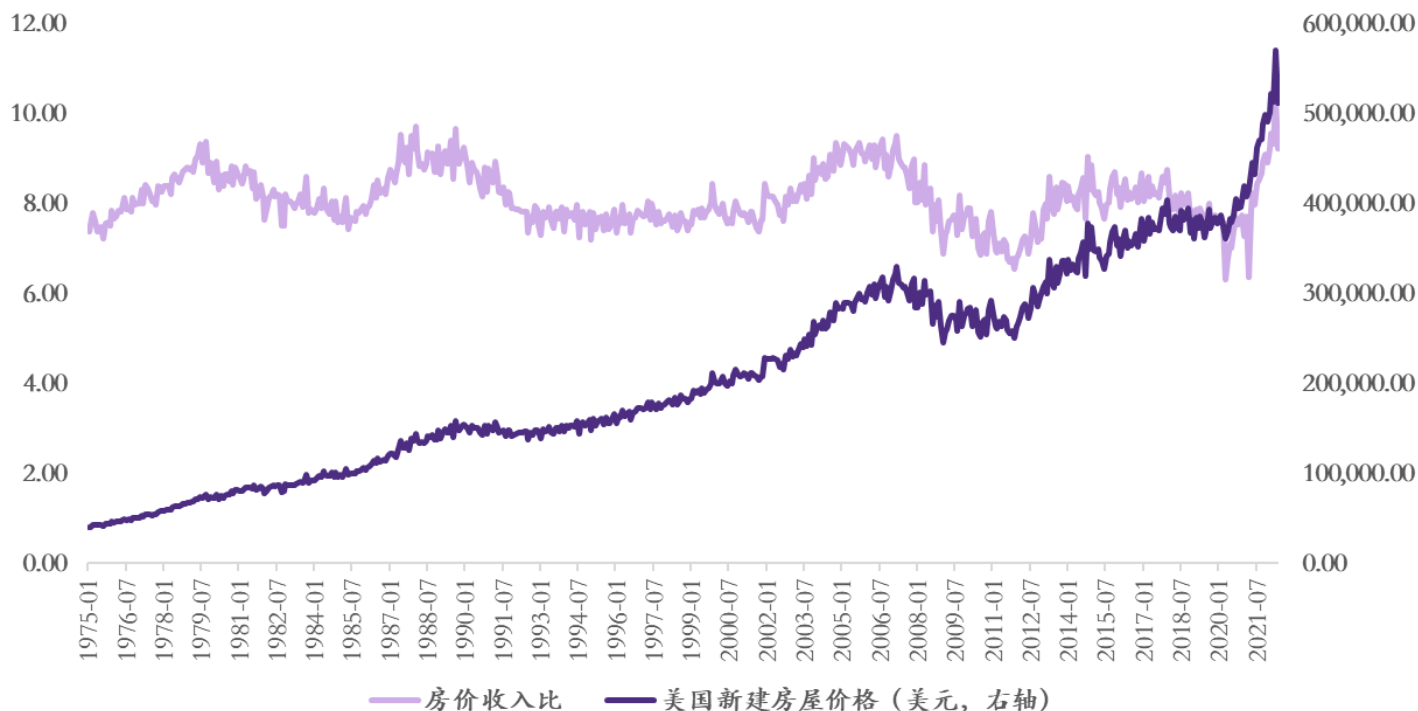


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

### 3.2、房地产市场开始降温，但房价下行空间有限

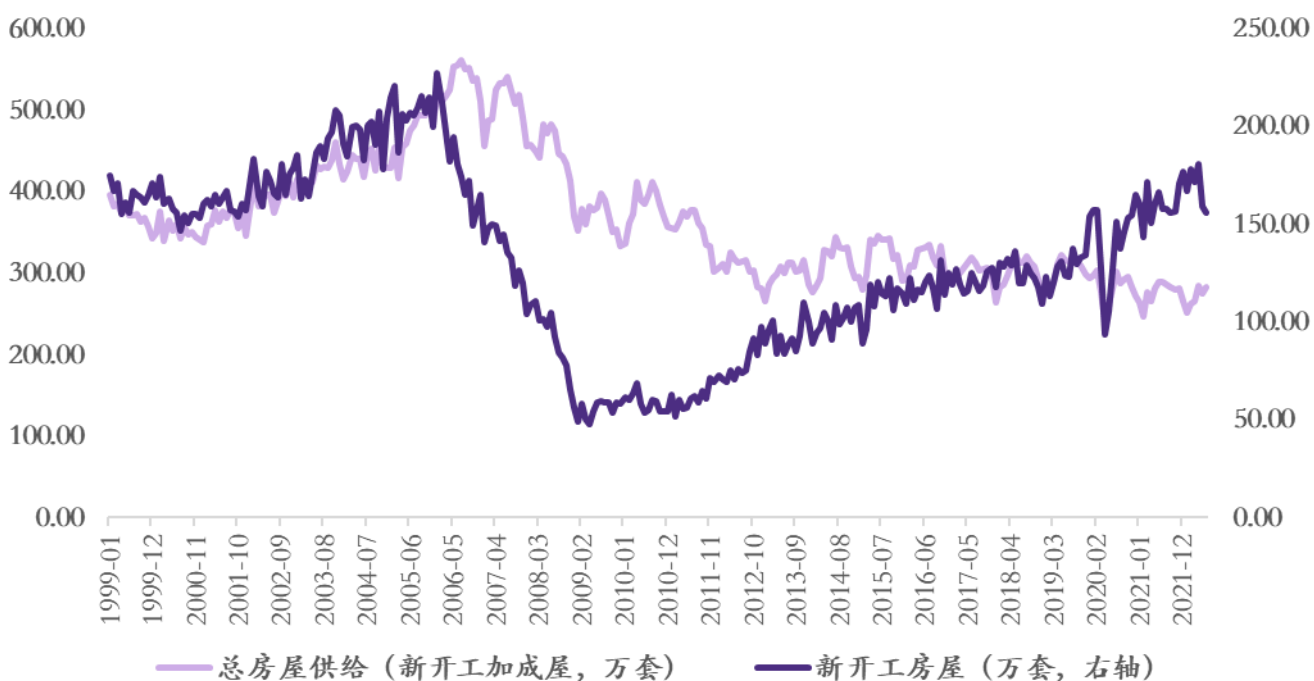
综合来看，虽然房地产市场当前出现了一定的过热现象，但并不会导致经济衰退到 2008 年时期的程度。单纯从房价来看，美国当前的房价已经超过了 2008 年时期的最高点，个别地区甚至出现了价格翻倍的情况。而房价工资比也已经超过了 2008 年金融危机前的高点，同样显示出美国房地产市场已经处在了一个比较危险的高位。但从房地产市场的供需关系来看，当前房价下跌的空间相对有限。从供给的角度来说，美国新开工房屋数量在 2008 年金融危机后就不断恢复，并在 2022 年 4 月份达到了 180 万套每月的历史新高，但是综合成屋库存以及新开工房屋来看，当前美国房地产市场的房屋供给依然处在比较低的位置，并没有达到 2008 年前夕时期的高位。从销售端来说，美国成屋销售在 2022 年 1 月达到了历史的峰值以来便开始了快速的收缩，6 月份的成屋销售已经较 1 月份减少了 137 万套，连续 5 个月环比负增长。根据美国房产网站 RedFin 的统计，6 月份的成屋销售毁约率达到了 14.9%，是 2020 年 4 月份以来的新高，同样能看出来美国居民对于住房需求的下降。

图表 37: 美国房价和房价工资比皆出现过热现象



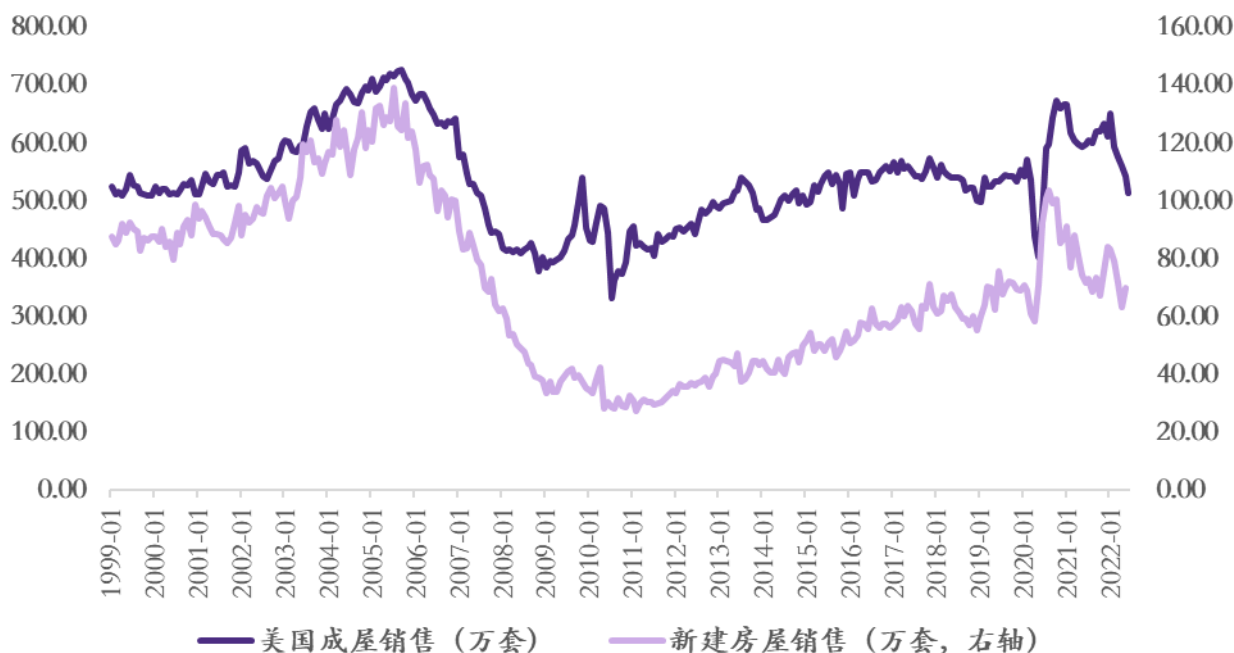
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 38: 美国房屋供给相较于 2008 年依然处在低位



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

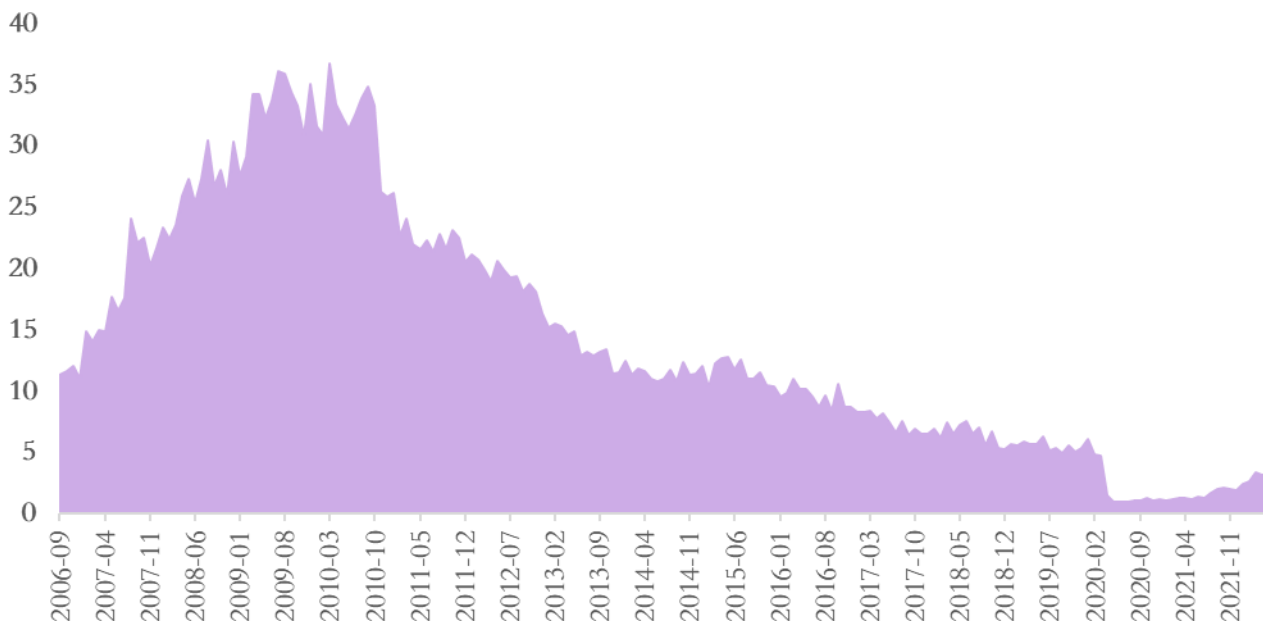
图表 39：房屋需求出现了下滑



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

法拍房则是另一个后续的供给因素，伴随着美联储加息进程的推进，高企的30年抵押贷款利率让美国居民承受了更大的还款压力，2022年美国30年抵押贷款利率从年初的3.22%突破到了如今的5.5%之上，上涨超过70%，而居民的时薪仅仅较2021年底上涨了2.23%，可支配收入在2022年上涨了2.1%，远不及房贷的上涨速度。越来越多的房子开始流入到了法拍房市场，2022年上半年，美国法拍房市场扭转了2008年金融危机之后的连续11年的下降趋势，首次出现了上行。根据ATTOM的数据，2022年上半年美国共有117,383处美国房产开始了止赎程序，比去年上半年增长219%，比2020年上半年增长19%，显示出美国购房消费者的处境已经比2020年疫情时期更差。6月份共有2.22万处美国房产开始进入了法拍程序之中，同比增加153%。但同时，法拍房受限与程序时间，从止赎到法拍需要经历总共950天左右，约合两年半的时间，因此法拍房的增长更具有有一定的粘性，可以看到2008年次贷危机之后法拍房数量居高不下，一直持续到2010年三季度才开始下行。当前来说法拍房的增加更多的是验证了居民购房条件的恶化，以及在后续给房地产市场增加了库存压力。虽然法拍房数量出现了抬头，但是由于程序耗时的限制，并不会过快助推房地产市场的供需恶化。

图表 40：法拍房市场出现了上行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

从房地产市场来看，这次衰退比拟2008年的可能性并不大。首先是当前的供需更加平衡，2008年之后房屋供给一直处在相对的低位，低库存将对房价有一定的支撑，其次银行抗冲击能力增强。2008年次贷危机产生的根源是房地产市场的崩溃直接通过次级房贷传导到美国的银行体系，从而传导到整个金融系统。但当前，一方面美国的房地产市场不管是次贷的份额还是次贷所占的比例均远不及2008年时期的高位。另一方面，美国的银行系统也比2008年时期的抗冲击能力能强。2008年的次贷危机后，新巴塞尔协议再次对银行的资本充足率要求提高，使得银行系统的抗冲击力较2008年有明显的不同。近期美联储的银行压力测试显示，34家美国的主要银行在面对失业率上升到10%、房地产价格下跌40%和股票价值下跌55%的极端衰退情况下，仍能保持平均资本比率保持在9.7%左右较为充裕的范围，远高于4.5%的法定上限。

因此从失业率上升空间、房价下跌空间以及金融系统的稳定来说，比拟2008年时期的衰退重演的可能性并不大。但同时也要注意，美国衰退也可能存在我们观测不到的风险。在疫情期间MMT理论的支持下，美联储的资产负债表已经达到了历史的新高，国家负债和GDP比也来到了创纪录的新高。创纪录的债务是否会引发美元的信用危机？目前来看，虽然美元信用泡沫存在，离破碎依然比较远。但大多数泡沫中的一个共同因素是参与者愿意忽略越来越多的警示信号，从最初的郁金香泡沫到日本房地产市场泡沫，再到2008年美国次贷危机，都是在市场确信的情况下出现了泡沫的破碎，当前美元在信用本位机制下，作为国际货币中“矮子里面挑高个”依然具有相对的信用优势。但MMT理论下美元的开始出现“美国的货币，世界的债务”问题，即美元的发行服务于美联储的货币政策，而作为世界货币超发的副作用由世界承担。这样的不平衡是否会在这次衰退中得到凸显，仍是未知数。虽然当前我们通过房地产市场、就业以及金融条件的估算来看，美国接下来的衰退幅度可能并不会像是2008年一样的惨烈，极有可能是一次轻微的衰退，但仍需警惕潜在的泡沫风险。

## 4、美国衰退有何影响？

美国衰退给资本市场最直观的影响就是交易风格的转变。对于美股来说2022年一季度，随着加息的落地和货币政策的转向，是非常明显的通胀交易杀估值的阶段，从指数上来看，偏成长的纳斯达克跌幅最大超过20%，而相对价值一些的道琼斯仅跌幅7%左右。2022年二季度是美联储连续超鹰派加息的开始，在三个月内（5月、6月和7月）共加息200BP。超鹰派的加息除了直接给美股带来流动性危机之外，也给市场带来了衰退的担忧，美股同时面对了业绩和估值的双杀，标普500在3月底到7月跌幅16.8%，最大跌幅超过20%。后续来看，当前美国经济虽然已经技术上进入到衰退，但是并未出现实质性衰退，因此美股当前杀业绩的风险依然还处在初级阶段，预计下半年随着美联储激进加息的终结，美国经济直面衰退风险，美股面对的压力将从杀估值为主对转换为杀业绩为主。

美债市场也出现了通胀交易到衰退交易的切换，2022年上半年美债在通胀加息的预期中不断走高，并在六月份冲上了3.5%的高位。但冲高之后的美债加速回落。美联储虽然依然在强硬的加息阶段，但是市场对于中性利率的预期反而有所下降，从5月份预计加息至4%下降到6月份的加息至3.5%，而十年期美债的收益率上限往往不超过联邦基金利率的顶部，因此在加息预期到顶、美债利率倒挂加深市场衰退担忧的背景下，美债交易逻辑出现了从通胀加息到衰退担忧的转变。因此即使7月份通胀数据破“9”创新高，市场预期美联储会加息100BP，美债依然没有冲高的动力，当天美国10年期国债突破了3.05%后一路下跌到了2.9%左右的范围，并一度降至2.6%左右，美债性价比凸显，也标志着美国资产从美股转向美债。

## 5、风险提示

- (1) 通胀超预期上行
- (2) 加息进程加速
- (3) 俄乌冲突再次恶化/全球局势生变

## ■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 推荐   | >15%            |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%--- (+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)15%---(-)5%  |
| 5 | 回避   | <(-)15%         |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深300指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深300指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深300指数     |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款



华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。