

# 如何看待美国经济衰退的程度

证券分析师：季家辉  
021-61761056  
jijiahui@guosen.com.cn  
S0980522010002

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

[ **01** ] 2022-2023：从通货膨胀到经济衰退

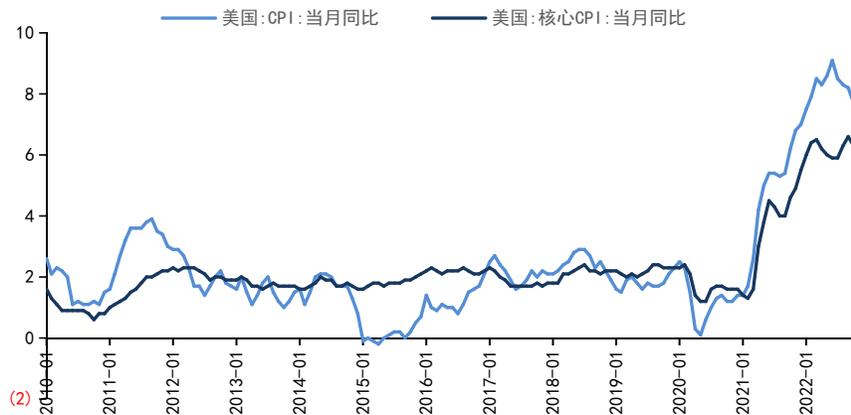
[ **02** ] 影响美国经济衰退程度的四大因素

[ **03** ] 2023：美国将进入浅衰退

## 高通胀的特点：整体上行幅度大，核心通胀粘性强

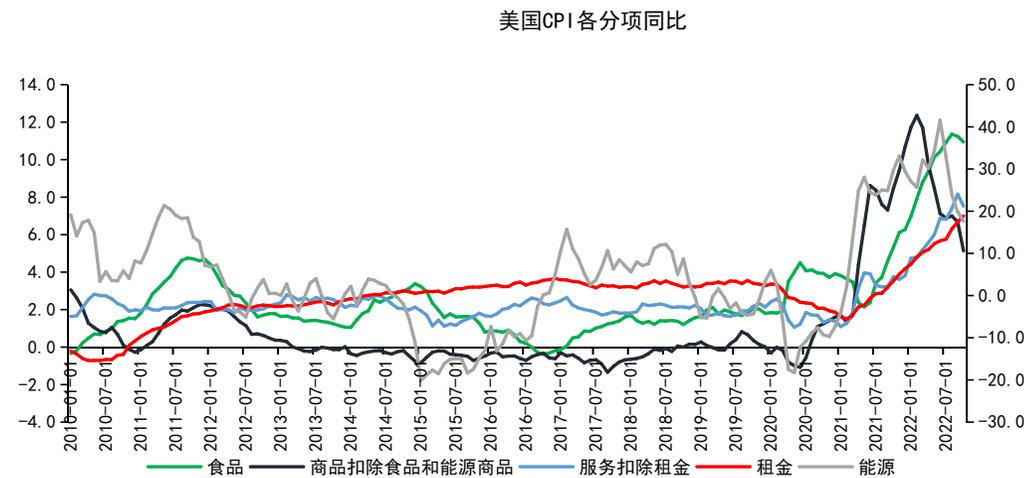
- 2022年欧美经济快速复苏，全球能源产能恢复滞后以及俄乌战争引发的供应链冲击导致能源价格飙升；如今随着全球主要经济体经济增速放缓，全球能源供需缺口逐渐弥合，能源通胀出现向下拐点；
- 俄乌战争以及持续的高温天气冲击了全球粮食供给，食品通胀今年以来保持上行趋势；
- 2022年美国解除防疫限制，美国居民消费倾向发生变化，由商品消费转为服务消费，商品通胀目前已出现拐点，服务通胀继续上升；
- 疫情复苏后美国房价的大幅上升带动租金价格持续走高，房租作为CPI中权重最大的分项，租金通胀长期维持高位增加了通胀的整体粘性；

图1：美国CPI与核心CPI同比走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：美国CPI同比各分项走势一览

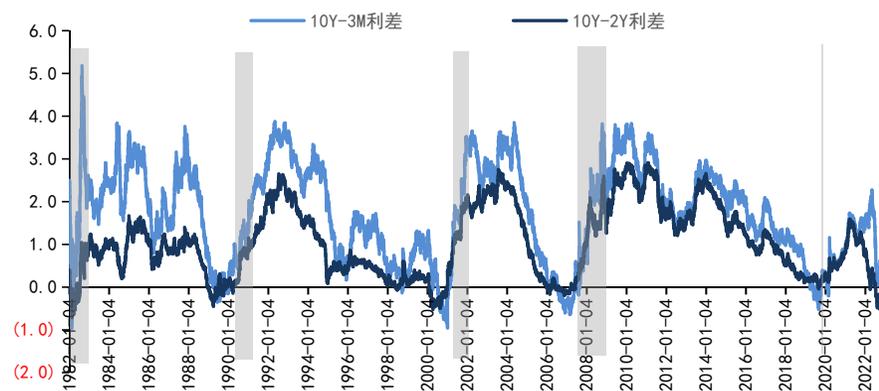


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 2023年美国经济的焦点问题是经济衰退

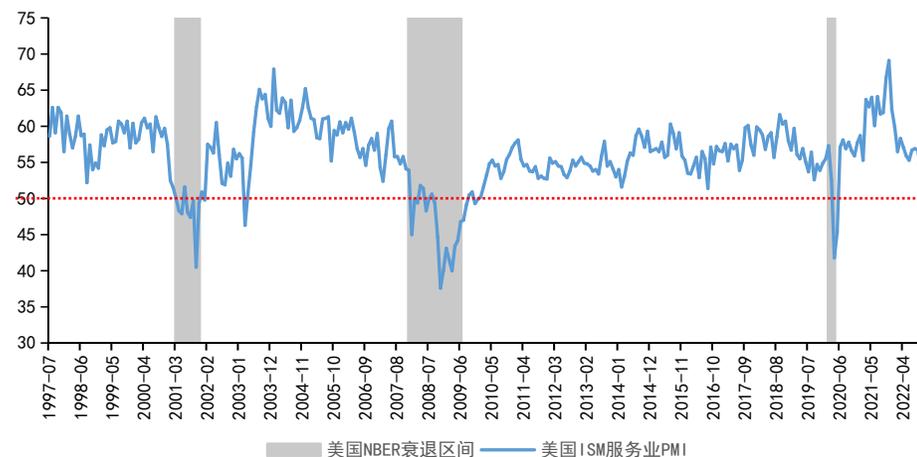
- 美债10Y-2Y收益率曲线和10Y-3M收益率曲线先后出现倒挂；
- 美国ISM非制造业PMI持续下行接近衰退的预警线；
- 预计美国经济在2023年大概率步入衰退；

图3：美国收益率曲线出现倒挂



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：ISM非制造业PMI持续下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 2022-2023：从通货膨胀到经济衰退

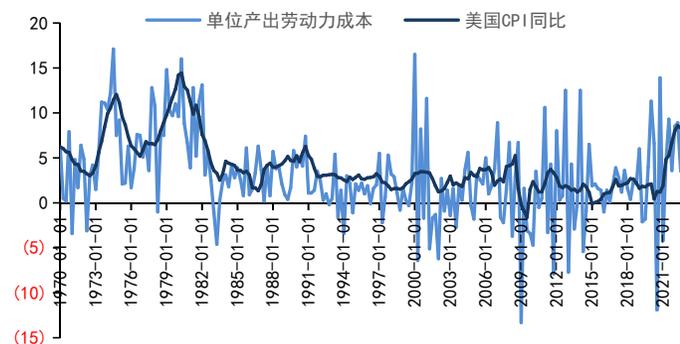
[ 02 ] 影响美国经济衰退程度的四大因素

[ 03 ] 2023：美国将进入浅衰退

## 高通胀对经济增长具有抑制作用

- 美国本次通胀未出现工资-物价螺旋上升结构，高通胀实际削弱了美国居民实际收入水平，抑制了居民消费需求；通胀推高企业的原材料成本，侵蚀企业利润，企业利润增速的下滑冲击了企业资本开支意愿；
- 但通胀出现缓和迹象，后续对经济的抑制作用将有所弱化

图5：美国未出现工资-物价螺旋上升结构



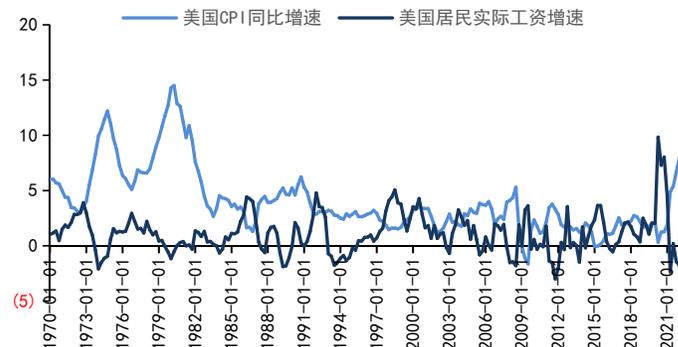
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：高通胀时期美国企业利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：高通胀时期美国居民收入增速下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：企业利润增速领先于企业资本开支意愿

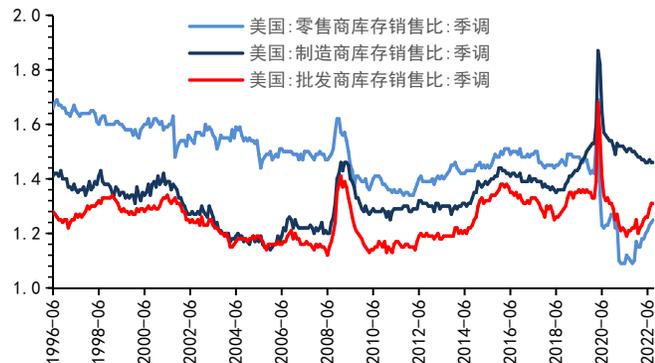


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 通胀缓解也有助于企业库存投资意愿增强

- 通胀缓解有利于增加美国制造商库存投资意愿；今年美国制造业主动去库存周期开启，主要原因是下游订单景气度持续下滑；若通胀缓解刺激下游需求修复，我们认为未来企业补库存动力依旧较强；

图9：美国库存水平开始上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：下游订单景气度走弱影响企业库存投资意愿（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 影响美国经济衰退程度的因素之二：就业市场状态

## 就业市场开始放缓，但较阔的就业缺口能在一定程度上对冲劳动力需求下滑

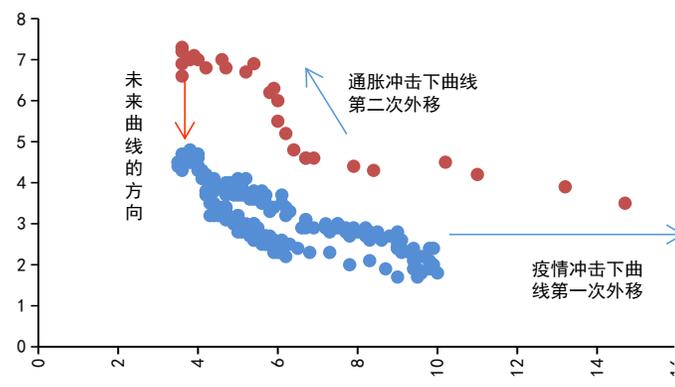
- 美国劳动力市场出现明显降温，但整体水平依旧强于疫情之前；
- 疫后美国贝弗里奇曲线在经济复苏期间两次外移，贝弗里奇曲线第一次外移的主要原因是感染新冠人数上升增加了劳动力市场错配程度；贝弗里奇曲线第二次外移的原因是高通胀令美国员工的离职率上升，增加了劳动力市场错配程度；
- 随着通胀缓解、疫情影响减弱，目前美国员工离职率开始逐渐下行，我们预计劳动力市场的降温更大程度通过减少职位空缺来实现，失业率短期大幅上升的可能性较小；

表1：美国新增非农就业状况（千人）

单位(千人)	疫情前	2022/1/1	2022/2/1	2022/3/1	2022/4/1	2022/5/1	2022/6/1	2022/7/1	2022/8/1	2022/9/1	2022/10/1	2022/11/1
非农总数	181.5	504	714	398	368	386	293	537	292	269	284	263
私人总计	156	492	704	385	368	331	346	448	233	255	248	221
商品生产	16	32	114	85	64	61	43	63	43	43	47	37
采矿和挖掘	-3	0	10	5	8	7	8	5	-2	3	2	3
建筑业	13.5	6	54	22	-5	35	10	21	9	23	9	20
制造业	-1.5	26	50	58	61	19	25	37	36	17	36	14
耐用品	-4.5	10	20	41	32	8	10	30	36	9	27	11
机动车及零件	-2.6	0.3	-14	18.4	7	-7.4	1.7	8.4	-12.1	9	7.5	1.9
非耐用品	1.5	16	30	17	29	11	15	7	0	8	9	3
私人服务生产	148	460	590	300	304	270	303	385	190	212	201	184
批发贸易	1.6	12.6	26.5	25.9	28.2	13.1	10	15.8	15.1	6.5	9.2	-3.3
零售贸易	-9.75	121.4	111.3	-22.9	0.4	-43.7	22.3	16.3	29.3	-29.9	-2.6	-29.9
仓储物流	14.45	53.4	73.8	3.7	49	38.1	15.9	17.6	-1.7	-18.1	-3.4	-15.1
公用事业	-0.5	0.6	0.1	-0.5	0.9	0.6	0.2	1.1	1.5	-0.1	1.1	-0.5
信息业	3.5	5	0	18	21	26	26	16	7	8	6	19
金融活动	14.5	2	29	11	31	10	5	7	9	3	13	14
专业和商业服务	23	88	87	94	40	69	90	84	29	25	26	6
暂时性支持服务	-0.35	27.7	28.2	8.2	-10.6	5	6.5	13.4	-0.7	-22.5	-6.1	-17.2
教育和医疗服务	50.5	33	101	51	62	78	94	122	82	82	80	82
医疗保健和社会	43.65	11.1	91.1	37.8	51.2	57.4	82	88.7	71.7	81.3	73.8	68.1
休闲和酒店	39	135	124	104	59	69	43	89	13	111	60	85
其他服务	5	6	38	15	13	10	-4	11	5	25	12	24
政府	28.5	12	10	13	0	35	-53	89	39	14	36	42

资料来源：BLS，国信证券经济研究所整理

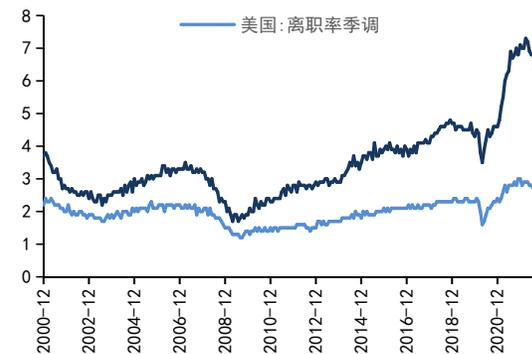
图11：贝弗里奇曲线疫情期间出现两次外移



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：贝弗里奇曲线横轴为失业率，纵轴为职位空缺率(%)

图12：疫后经济复苏期间美国离职率明显上升(%)

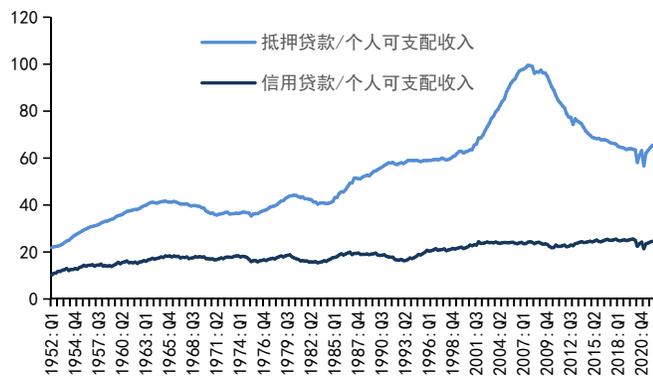


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 美国居民部门债务风险较低，居民存款规模增加提升了居民未来的消费潜力

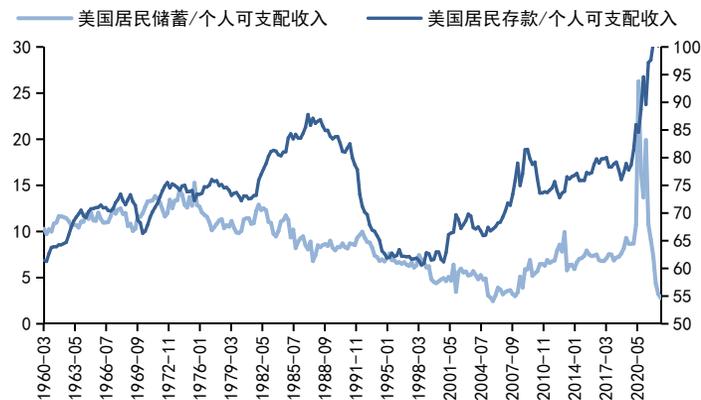
- 负债端，美国居民部门负债水平较为健康，疫后美国经济复苏期间，主要是政府财政转移支付增加了居民的储蓄规模，刺激消费复苏，居民部门本身未出现大幅加杠杆行为；
- 资产端，美国居民储蓄规模出现了大幅下滑，原因实为美国居民在疫情后开始大量存钱，存款规模的上升意味着美国未来的消费潜力依旧充足，可以一定程度上对冲居民权益类财富收缩对消费信心的冲击；

图13：美国居民负债水平较为健康（%）



资料来源：FED、国信证券经济研究所整理

图14：疫情后美国居民存款资产规模上升（%）

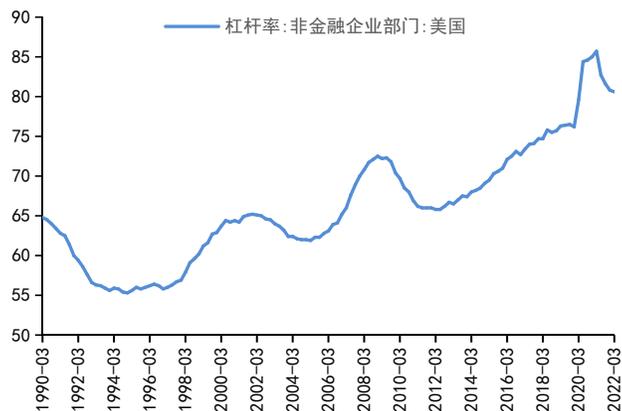


资料来源：FED、国信证券经济研究所整理

## 企业部门杠杆率上升，但整体债务风险可控

- 美国企业在经济复苏阶段利润增长较快，积累了充裕的现金流，流动性资产对短期债务覆盖的水平依旧较好；
- 美联储可以通过扭曲操作降低企业融资成本，中小企业在经济衰退期的一大困境即再融资成本大幅上升，融资困难使得企业的现金流趋紧，从而衍生出更大的风险；美联储在新冠疫情大流行期间通过购买企业债ETF直接压低了企业的再融资成本，我们预计美联储在2023年也会适时的给予企业流动性支持；
- 目前美国投资级企业债利差依旧保持在相对健康的水平；

图15：美国企业杠杆率上升（%）



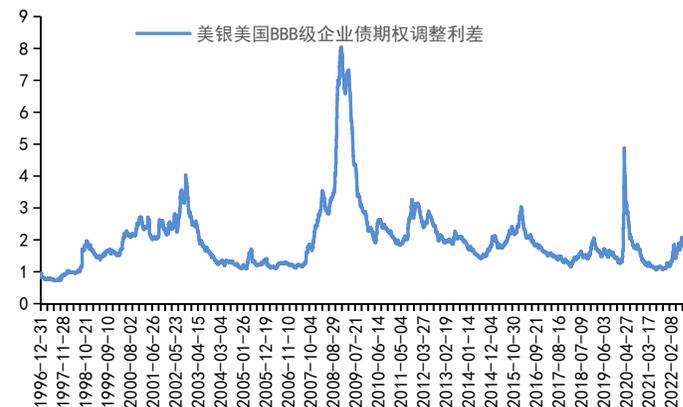
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：美国企业流动性覆盖率较好（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：美国投资级企业债利差相对健康（%）

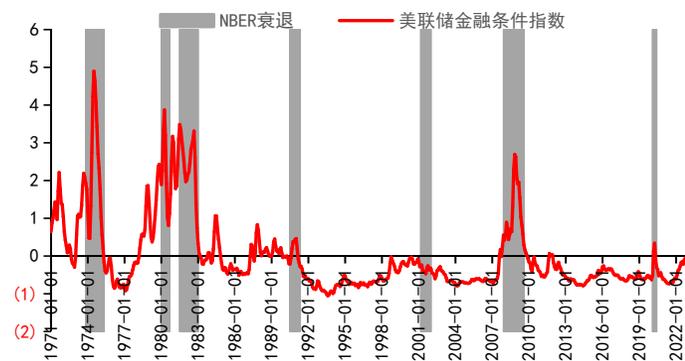


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 美国金融市场条件逐渐收缩，但流动性不足的风险可控

- 美联储货币政策收紧后美国金融市场条件指数明显上升，但目前美国的金融条件仍比历史平均水平宽松；
- 美国准备金规模与隔夜逆回购规模依旧保持健康，将缓冲美联储紧缩对美国金融市场的冲击；
- 历史来看，美联储2000年后对市场流动性的关注度明显提升，货币紧缩一般在金融市场条件大幅收缩之前结束；

图18：芝加哥联储金融条件指数



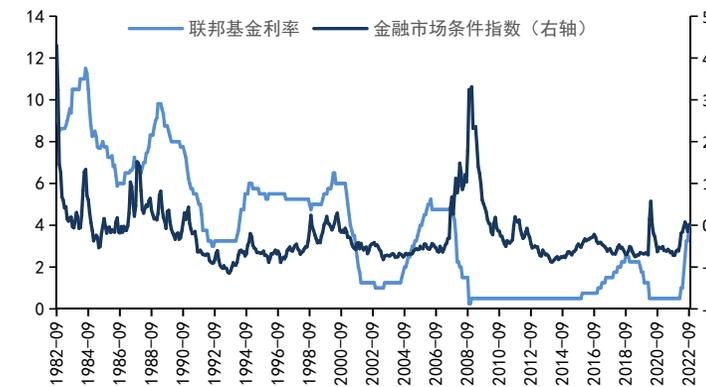
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：美国准备金和ON-RRP规模（千亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：美联储往往在金融市场恶化前停止加息 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 小结：四因素的变化有利于缓解美国经济衰退程度

- 高通胀对需求的抑制作用将有所缓解，美国居民消费信心以及企业盈利水平将得到改善；
- 疫情和通胀问题缓解将改善美国就业市场的错配程度，较阔的就业缺口一定程度上对冲失业率上行；
- 疫情后美国居民和企业部门债务规模健康，经济衰退引发债务危机的风险较低；
- 充足的准备金和隔夜逆回购规模将缓解经济衰退程度，也可对冲货币政策收缩对金融市场条件的影响；

[ **01** ] 2022-2023：从通胀到衰退的焦点转换

[ **02** ] 影响美国经济衰退程度的四大因素

[ **03** ] 2023：美国将进入浅衰退

# 2023年美国将进入“浅衰退”

- 预计明年美国通胀不改下行趋势，但回落至2%的目标水平难度较大；
- 预计明年美国经济衰退期间，收入、生产、消费、就业四大经济增长指标的同比增速将分别下滑至-3%、-5%、-2%和0%的水平，该水平与历史情况对比，显示为“浅衰退”；
- 一个推演：在美国经济浅衰退的前提下，中国美元计价出口将能维持同比正增长格局，预计明年中国美元计价的出口同比增速在2%-3%附近；
- 风险点：美联储对于2%通胀目标水平的执著可能会加息过度，金融条件恶化将增加衰退的程度；

表2：历次美国衰退期经济指标同比变化及明年经济预测

年份	衰退时长（月）	实际收入	工业生产	实际消费（PCE）	就业（家庭调查）	衰退程度
1970	12	0.70%	-6.10%	0.30%	-0.30%	浅
1973-1974	17	-4%	-12.40%	-2.80%	-1.90%	深
1980	7	-1.10%	-5.70%	-4.70%	-0.30%	浅
1981-1982	17	-0.50%	-7.10%	-2.10%	-1.50%	浅
1990-1991	9	-1.90%	-3.50%	-2.60%	-1.10%	浅
2001	9	-1.90%	-5.30%	-0.90%	-1.50%	浅
2008	19	-6.60%	-15.20%	-2.40%	-4.40%	深
2020	3	-5.30%	-17%	-15.80%	-14.90%	浅
2023	8	-3.00%	-5.00%	-2.00%	0.00%	浅

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 海外地缘冲突短期难以缓解；
- 全球供应瓶颈问题尚未得到缓解；
- 全球疫情再度超预期爆发

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032