

明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。

——海外周评

2022年12月9日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

一周点评。

主要观点：

- 1、美国实体经济风险在于企业部门成本高企；但家庭部门非常健康，消费放缓但尚可。
- 2、预计后续美联储加息幅度依次为 50bp，25bp，25bp 至 4.75%~5%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 3、美国金融条件收紧明显，银行收紧信贷，垃圾债利率过高。
- 4、美十债下限暂时看到 2.7~2.85%。
- 5、美股中短期反弹合理。长期中性，长期是否见底取决于后续是否进入衰退及幅度，债市表现暂不支持股市趋势性上涨。

明年谨防衰退，谨慎乐观。从美国经济基本面看，面临风险的主要是高通胀高利率下的企业负债。美国家庭部门负债水平相当于 2000 年左右，因此相对可以承受当前的利率水平。加之疫情管控放松后服务业的持续复苏，明年消费虽因高通胀而放缓，但整体不是拖累经济的主要引擎。反观企业端，杠杆水平位于 2019 年的位置，是除了疫情期间的最高位，面临的利率水平却比疫情前高出约 100bp。此外，美国商业银行已收紧大中企业贷款的比例升至较高水平。从历史数据来看，随后企业投资同比均会出现确定性下降。在融资成本和人力成本高企的背景下，企业成本难以回落。而消费又因通胀而放缓，因此明年企业盈利局面不容乐观。若美联储迫于通胀压力而加息高于 5.25%，则衰退不可避免（谨防衰退）；反之由于家庭部门资产负债良好，经济或能衰退温和甚至仅仅为放缓（谨慎乐观）。

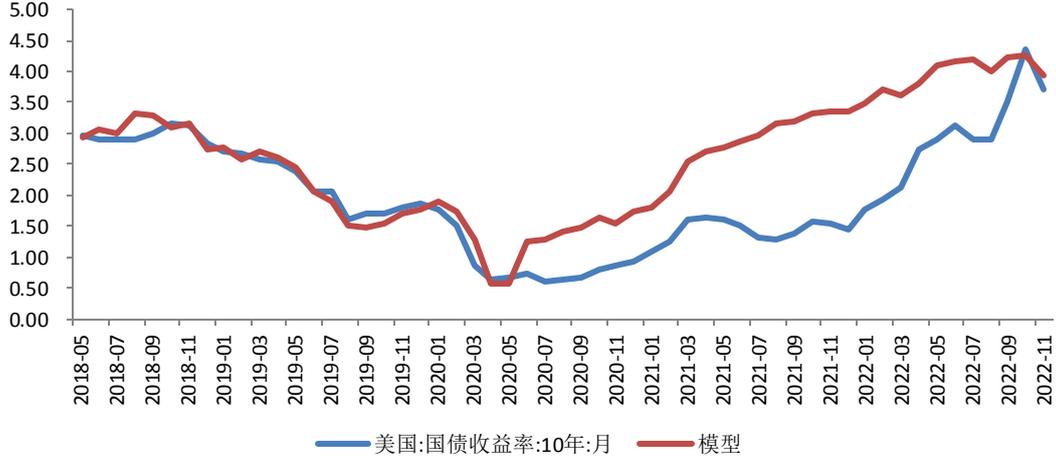
12月加息 50bp 为大概率事件，预计后续美联储加息幅度依次为 50bp，25bp，25bp 至 4.75%~5%。基本情景下，政策至少接近 5%，若升至 5.25%也在合理范围之内，预计加息将延续至明年一季度末。我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；而长期通胀水平应在 2.3~2.5%左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济温和衰退概率提升。（本周为 FOMC 会议前静默期，无联储官员讲话。）

明年美十债下限暂时看到 2.7~2.85%。我们的基本假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。由于受到英国国债事件的干扰，尚不能明确判断下跌是否是避险原因，应保持高度关注。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。当然，短端货币市场目前正常。

美股维持长期中性，等待经济放缓或衰退落地。今年美股回调是因为货币政策从极其宽松转向中性的结果，史上第三次长期泡沫因而消失。当前由于美联储加息节奏转变而引起中短期反弹在历史上非常常见。下一轮下跌则是由实体经济是否无法仅仅放缓不得不进入衰退引起。

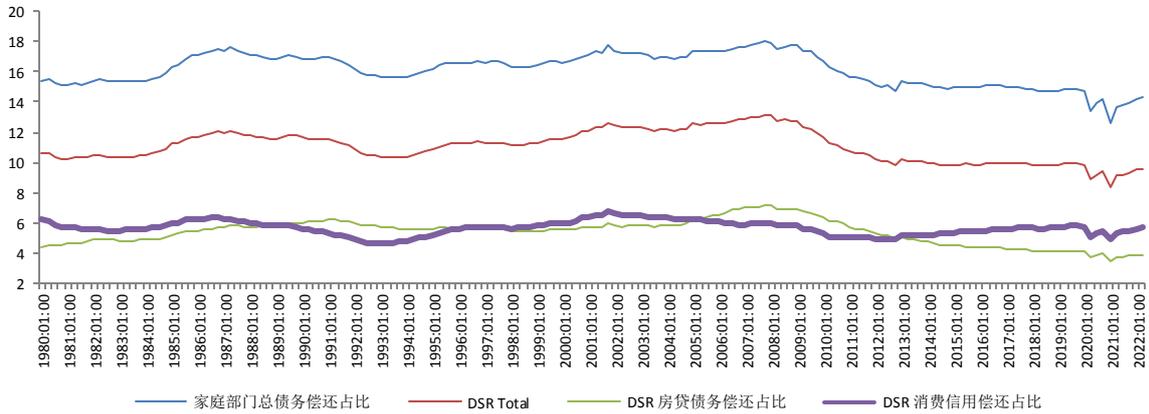
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1：美十债模型



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图2：美国家庭部门债务偿还占比处于低位



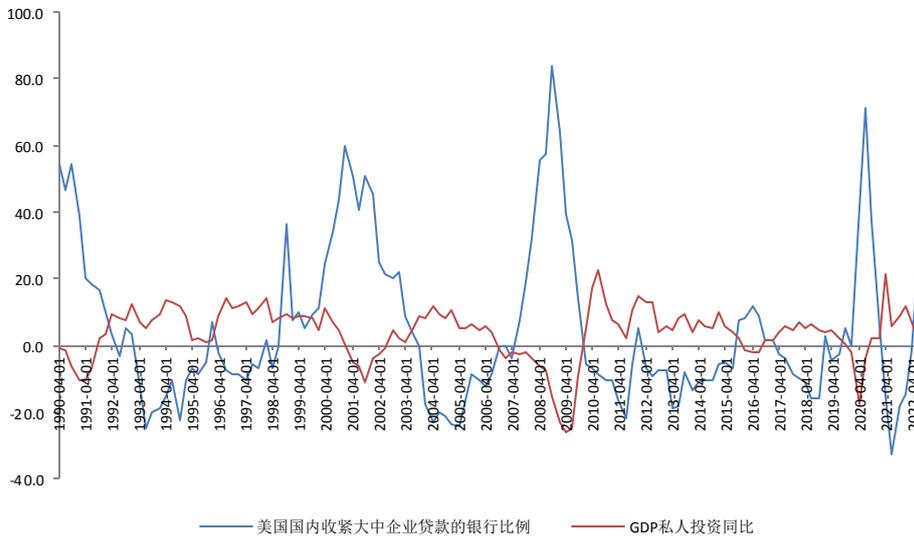
资料来源：Fred, 东兴证券研究所

图3：美国企业部门杠杆处于高位



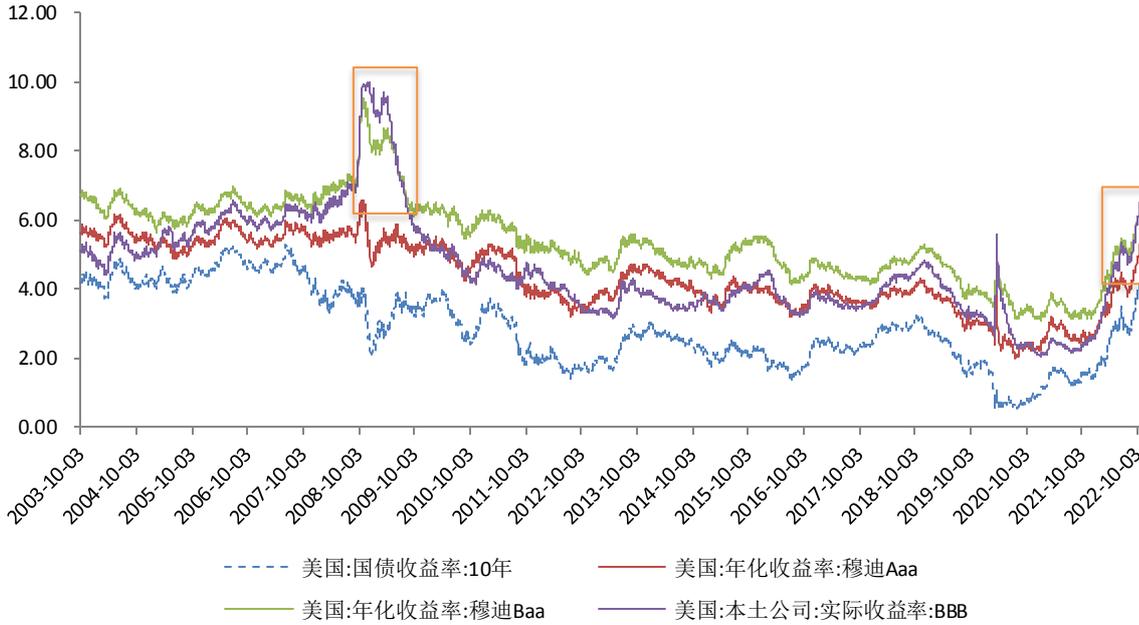
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：美国银行收紧银行信贷



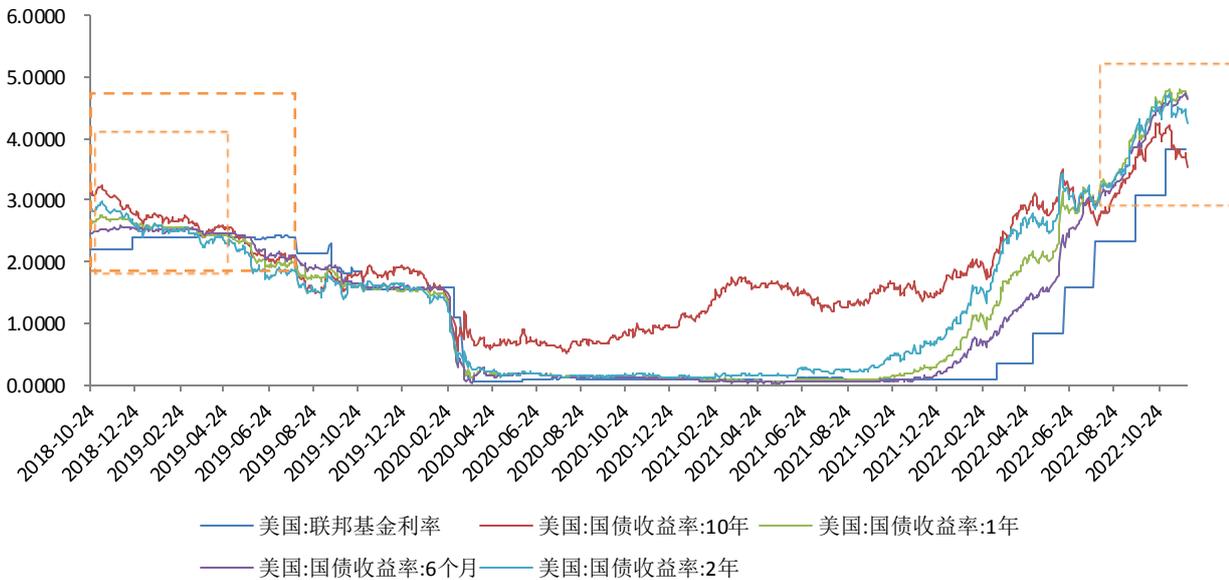
资料来源：Fred，东兴证券研究所

图5：美国垃圾债实际收益率居于高位，与 Baa 级别收益率利差持续缩窄，值得关注



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：美十债利率持续下跌，并与 FFR 倒挂。



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储大概率 12 月加息 50bp,关注美债波动	2022-12-02
宏观普通报告	美联储会议纪要关注金融稳定风险，加息幅度确定放缓	2022-11-25
宏观普通报告	宏观普通报告：本周市场风险度下降，美联储官员密集发声	2022-11-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-11-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，年内经济平稳渡过	2022-11-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储加息周期峰值预期再次提升	2022-11-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国三季度 GDP 略超预期，各国央行加息幅度或有转向	2022-10-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农略超预期，11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp，加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526