

美国经济未必衰退

证券研究报告

2023年02月12日

2023年美国经济展望

美国经济并不差，之所以产生经济差的错觉，有以下几个原因：

一是互联网和金融领域的明星企业大幅冻结招聘或者裁员，但这些企业并不能代表更广泛的就业低迷。

二是情绪（软数据）和现实（硬数据）的差异较大。未来软数据可能向硬数据靠拢。

三是美债利差深度倒挂，但这也不能代表衰退深度，甚至这次不能代表一定会衰退。

美国各部门资产负债表较为健康，缺乏持续衰退、发生债务危机的条件。我们预计2023年美国GDP全年增长仍在0%以上，且上行风险大于下行风险。较有韧性的美国经济意味着联储不会较早降息，23年年底，通胀可能依然高于3%。

风险提示：美国货币政策紧缩超预期，美国经济下行超预期，美国通胀上行超预期

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

- 1 《宏观报告：2023年，全球财政重新扩张-主要海外国家财政一览》
2023-02-08
- 2 《宏观报告：风险定价-外资定价了多少-2月第1周资产配置报告》
2023-02-04
- 3 《宏观报告：宏观-一月金融数据前瞻》
2023-02-04

去年 1 月，我们率先提出美国经济可能“要衰退”（《最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望》），半年后，美国经济“硬着陆”成为当时市场的主流预期。去年 7 月，我们又提出美国经济仅是“浅衰退”（《别恐慌！这次可能只是浅衰退！》），现在，美国经济“软着陆”又成为新的市场主流预期。

而这次，我们提出美国经济可能“不衰退”。

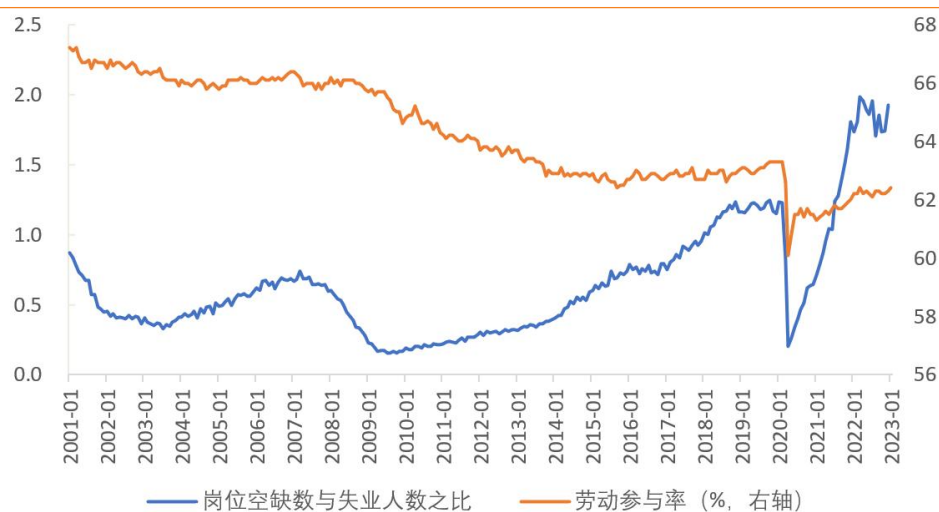
第一，美国经济并不差，之所以产生经济差的错觉，有以下几个原因：

一是互联网和金融领域的明星企业大幅冻结招聘或者裁员，占据了新闻媒体的头条，但这些企业并不能代表更广泛的就业低迷。

首先，截至今年一月，互联网和金融行业在美国就业市场中的占比较少，总共只有 7.5%。其次，疫情期间，互联网和金融行业就业率先反弹，许多企业在疫情期间积极雇佣，例如互联网行业的就业人数比疫情前仍高了 11.8%（截至今年一月），但这也意味其过度推断了与疫情相关的趋势，如对电子产品的需求增加或用户在线时间延长。对金融行业而言，联储大幅加息打击了股市和债市，融资和交易需求相对低迷。由于股价下跌，明星公司为响应投资者对利润的要求，通过减少劳动力来削减成本，而非应对需求前景的恶化。

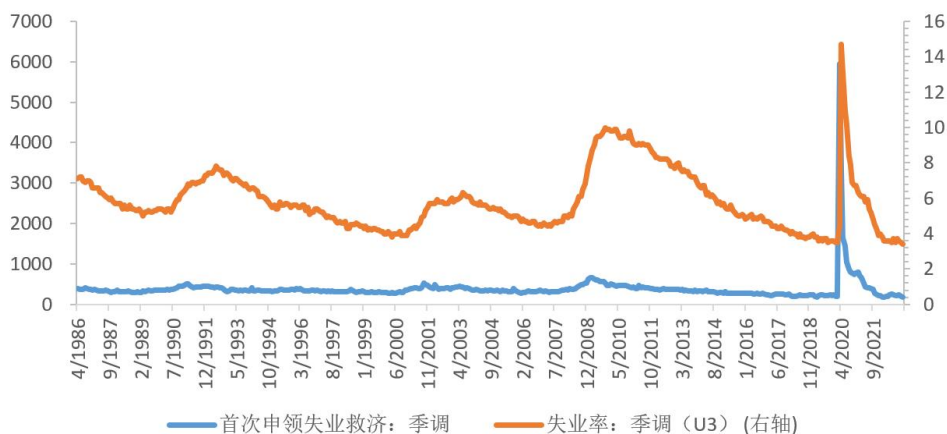
事实上，除了这两个行业外，很多行业依然缺人，截至今年 1 月，餐饮住宿、娱乐行业就业相比疫情前仍有 3% 差距，伐木采矿行业则低 8.6%。初次申请失业救济金的人数接近历史低点，JOLTS 岗位空缺接近历史高点，劳动参与率仍比疫情前低接近 1%，劳动力市场依旧紧张。

图 1：职位空缺数/失业人数之比仍在 1.9 以上，远远高于 2019 年疫情前的高点 1.2，劳动参与率仍未修复



资料来源：fred，天风证券研究所

图 2：失业率 (%) 与首次申领失业救济金人数 (千人) 处于历史低位



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

二是情绪（软数据）和现实（硬数据）的差异较大。

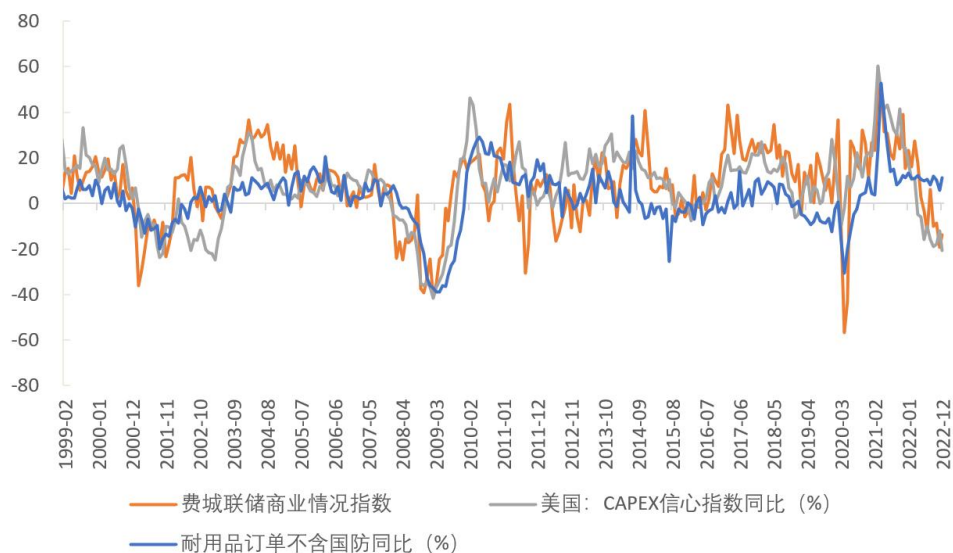
例如密歇根消费者指数和资本开支信心指数、费城商业情绪指数均来到历史低位，但对应的零售和不含国防耐用品订单数据却没有像以往周期一样跟随回落。对于消费者而言，其恶劣的情绪可能来源于飙升的通胀，事实上随着去年下半年通胀的降温，目前消费者信心指数已经从6月的50反弹至64.9。而对企业而言，通胀、劳工短缺和美联储紧缩的货币政策均导致企业信心不足，而这三者皆有不同程度好转，费城商业指数、资本开支信心指数也有所企稳，未来软数据可能向硬数据靠拢。

图 3: 消费者信心指数低迷, 但零售增速保持韧性



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 4: 商业预期、资本开支信心指数大幅下滑, 但不含国防耐用品订单增加仍在回升



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

三是美债利差深度倒挂，但这也不能代表衰退深度，甚至这次不能代表一定会衰退。

金融机构盈利的机制在于借短贷长，在吸纳低利率短期存款，然后贷长期贷款给企业，赚取长短端的利差。而利率曲线倒挂预示着经济衰退的原理在于，当利率曲线倒挂时，这种机制反而会让银行损失利差，因此银行缺乏向实体经济提供贷款融资的动力，从而抑制了经济活动。

不过当前来看，10年与3个月的利差可能并不是代表银行资产负债利差的有效指标。银行的贷款利率并不以10年期国债收益率为基准，例如对企业的贷款利率以Prime Rate为基准，个人的房贷利率基准则是30年Mortgage Prime Rate，两者与10年期国债利差已经相比疫情前走阔了90~100Bps。

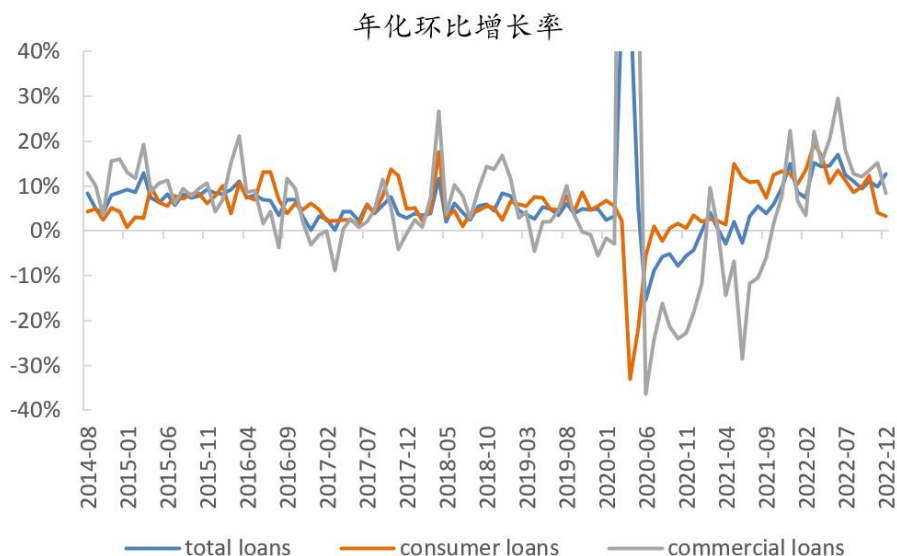
另一方面，美国商业银行的贷存比目前处在三十年以来最低区间，表明银行并没有因为经济好转、联邦利率上调而过度借贷。过低的贷存比意味着商业银行资产使用效率低，银行要么选择主动“瘦身”降低总负债，要么通过积极借贷增加资产端收益。目前居民和商业贷款仍在环比增长中。

图 5: 银行的 LDR 仍处于非常低的水平



资料来源: fred, 天风证券研究所

图 6: 居民和商业贷款仍在环比增长



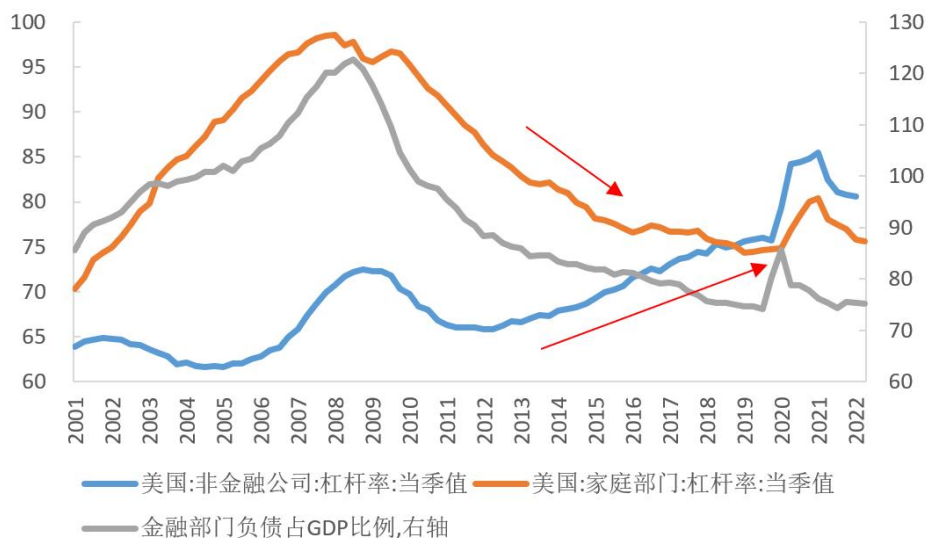
资料来源: fred, 天风证券研究所

事实上，如果美国出现深度衰退（所谓的“硬着陆”），是需要发生债务危机的。债务危机对应的资产负债的风险错配，而当下居民、企业、政府、金融这四张资产负债表，都缺乏持续衰退、发生债务危机的条件。

我们在《别恐慌！这次可能只是浅衰退！》中详细分析了美国居民、企业、政府部门的资产负债表，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即使发生衰退，程度也是温和可控的。除此之外，金融部门尤其银行是提供房贷的主要机构，随着经济体的成熟，银行更乐于提供房地产贷款，而企业融资需求逐渐转向直接融资市场，因此金融部门杠杆与居民部门杠杆走势接近。

金融危机之后，美国居民部门持续去杠杆，居民部门负债占 GDP 比例已经从金融危机高峰期接近 100% 回落至 75.6%，居民部门的资产负债表相对健康。但非金融企业部门债务占 GDP 比例再创历史新高，2021 年 Q1 达 85.5%，虽然近期有所回落，但仍处于历史高位，中期如果发生经济危机，导火索将是企业债务危机。

图 7: 非金融企业部门杠杆比率再创新高 (%)



资料来源: fred, 天风证券研究所

2020、2021 年企业债券发行和 IPO 均创历史新高，企业在手现金流充裕，且企业债务置

换后，整体到期高峰后移到了2年以后，2022-2024年期间，高达万亿美元的企业杠杆融资债务（高收益债券和杠杆贷款的总和）中，到期量只有大约10%。企业部门短期偿债压力不大，难以发生严重的衰退，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。

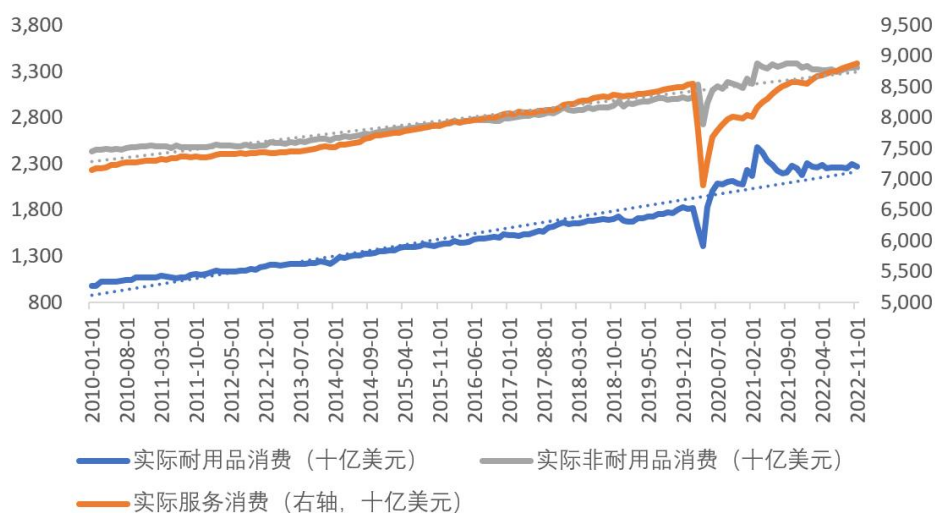
图8: CCC yield spread (%) 2010年至今



资料来源: fred, 天风证券研究所

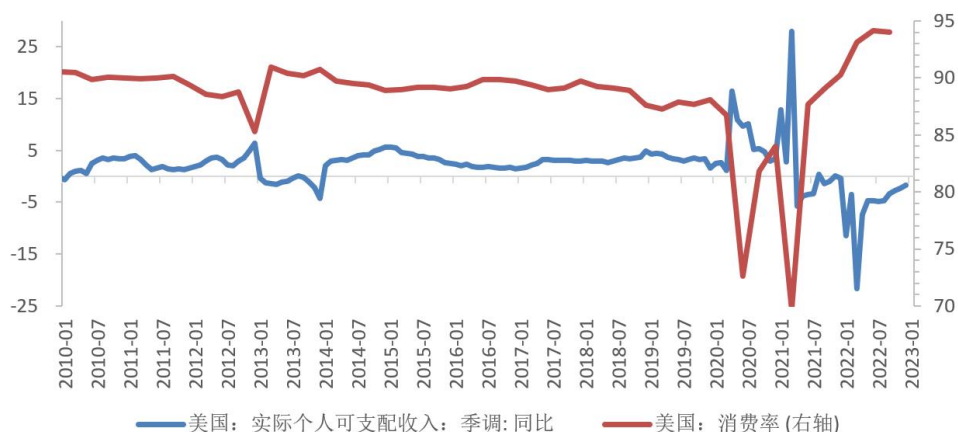
而美国居民部门的实际可支配收入增速去年受高油价冲击转负，但是2020、2021年居民在巨额财政转移过程中实现了超过2万亿美元的超额储蓄，这一定程度平滑了消费的下行。进入2023年，随着通胀下行，居民实际可支配收入增速大概率转正，这将进一步支持居民消费。根据我们测算，在疫情爆发前的十年（2010年至2020年2月），美国居民耐用品、服务和非耐用品的实际消费年化增速分别为5%、1.4%和1.7%。目前服务业消费基本修复到潜在增长水平，而耐用和非耐用消费品仍然分别高于潜在增长水平9.1%和5.8%。

图9: 2010年至今的实际消费分项和趋势



资料来源: fred, 天风证券研究所

图 10: 实际可支配收入增速 (%) 在今年上半年有望转正

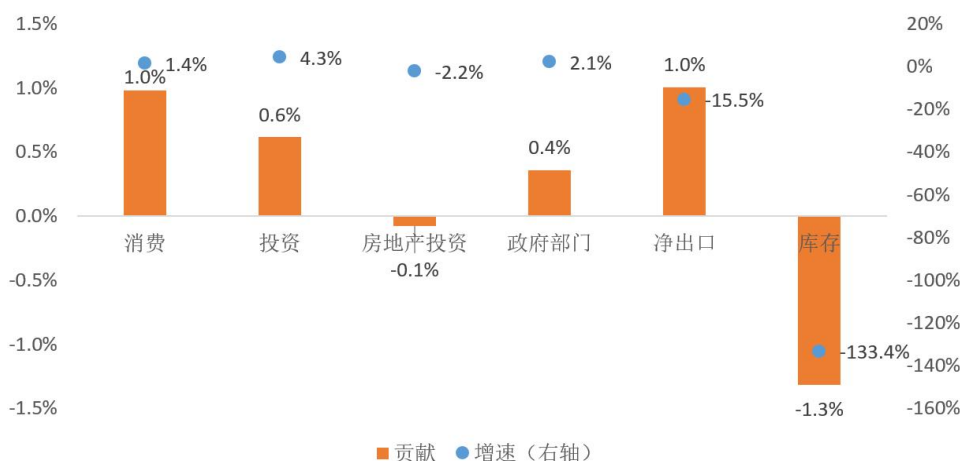


资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

整体来看, 美国经济其实并不差, 更没有发生债务危机和深度衰退(硬着陆)的基础, 经济减速的根本原因是 2020-2021 年过高的居民消费、房地产销售和企业库存投资在 2022 年通胀和利率上升之后, 挤出了后续的消费地产和库存投资, 在不发生危机的情况下, 只需要时间就可以逐步消化前期的过度消费和库存积累。这就是正常的经济周期。

我们测算, 2023 年, 美国服务消费可能从现在较高的同比增速 (~3.5%) 放缓, 商品消费可能维持当前低增长或小幅负增长, 实际消费增速放缓至 1.4%。核心消费和私人投资贡献可能回落至 0.8%~1.6% 左右, 财政支出方面预计将对经济形成正面贡献 (0.36%) (《2023 年, 全球财政重新扩张》)。另一方面, 美国的贸易赤字在经济下行期往往缩窄, 居民消费能力转弱带动进口增速回落, 全球开放美国服务业出口有望继续回暖, 今年净出口贡献有望维持在 1%。房地产投资和库存是主要的拖累项, 分别拖累美国 GDP 增速 0.1% 和 1.3%。我们预计 2023 年美国 GDP 全年增长仍在 0% 以上, 且上行风险大于下行风险。

图 11: 2023 年美国经济增长预测 (乐观)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

较有韧性的美国经济意味着:

(1) 美联储加息到 5% 以后停下来观察, 但也不会较早降息, 加息幅度可能并不足以使通胀回落到 2% 以内。

(2) 劳动力市场韧性导致通胀中枢有粘性 (劳动力市场-除房租外的核心服务通胀), 23 年年底, 通胀可能依然高于 3%。

(3) 23 年底, 联储需要在经济增长和高于目标中枢的通胀中枢之间做选择, 可能选择容忍更高的通胀中枢, 修改货币政策框架。

(4) 对市场而言, 联储过度加息是已知的风险, 联储停止加息或较早开始降息-通胀再回升-联储再考虑加息是未知的风险。

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	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com