

美国衰退并非“海市蜃楼”

2023 年 06 月 13 日

➤ 当前美国经济仍受到火热就业市场的支撑，不过前景并不乐观。

美国新增非农就业已经连续两个月环比上行，且连续 14 个月超过市场预期。在强劲就业需求下，美国居民的工资增速维持在较高水平，也导致目前美国核心通胀偏高。

不过，最近美国 PMI 数据表现不佳，制造业 PMI 长期低于荣枯线，非制造业 PMI 也已经跌至荣枯线附近。一些前瞻指标甚至显示，美国失业率存在上行风险。

展望下半年，我们对于美国经济的判断可以归纳为三大猜想。

➤ 短期内美国通胀难起波澜，但年内恐难以回归 2%。

近期美国通胀的结构和前瞻指标显示，美国通胀向下的方向明确，通胀屡超预期的日子大概率“一去不复返”。

近期美国通胀的主要拉动项是二手车和能源通胀。然而前瞻指标显示，在二季度剩下的时间，两者对通胀的拉动将走弱，能源甚至可能成为拖累项。同时，美国房租通胀在 4 月份看到了拐点，企业的调价行为也预示着核心通胀或将逐步下行。

然而，在火热就业的支撑下，数据测算表明工资增速很难在今年回到美联储满意的水平。也就是说，在没有经济衰退冲击的情况下，年内美国核心通胀基本不可能回到美联储可接受的水平。

➤ 美国经济大概率走向硬着陆。

首先，失去储蓄和消费信贷的支撑后，我们看空未来美国居民消费的韧性。

低收入人群的超额储蓄基本用尽，银行业收紧了对居民消费信贷的投放，当前美国消费支撑项只有工资收入。然而，今年美联储抗通胀最重要的目标就是压制工资增速，我们预计工资和居民消费之间可能进入“负反馈”状态。

美国银行业危机的余波仍存，或将加剧美国“紧信用”的进程。

美联储的快速加息和 3 月份的银行业风波让美国商业银行大幅收紧了信贷标准，一般来说信贷标准的收紧和经济下行之间具有强相关。同时，中小银行是目前美国信贷投放的主力军，但是它们受银行业风波影响最大，这大概率会加深美国的信用收缩进程。

➤ 非线性的经济衰退可能会带来非线性的降息。

围绕未来美联储的货币政策，市场主要有两个问题。第一个是假如 6 月份不加息，美联储是否会在 7 月份重启加息？第二个是美联储会在什么时候降息。

第一个问题，我们预计美联储从 6 月份开始将停止加息，也就是说 7 月份也不会加息。6 月份不加息基本上已经被市场所定价。而我们认为，由于美国经济日益疲软，通胀数据在 2 季度也很难出现超预期，数据依赖的美联储很难模仿澳大利亚和加拿大央行“重启”加息。

第二个问题，我们预计美联储最早能在 2023 年 Q4 进入降息周期，而且将是一次快速的“非线性降息”。美国经济硬着陆最早或于 2023 年 4 季度左右到来，届时通胀回落，美联储也就获得了降息刺激经济的政策空间。而且，如果要刺激经济，美联储需要把政策利率快速降至均衡利率 2.5% 以下，即非线性降息。

➤ 重申今年仍是强美元与弱美债利率的组合。

我们认为，由于近期降息预期的修正已经非常充分，且财政部的发债大概率不会显著影响美国流动性，短期内 10Y 美债利率可能会在偏高位置（3.6%-3.8%）运行。随着下半年美国经济走软，长端利率或将进入下行阶段。美联储的非线性降息或将带来做多美债的战略性机会。

美元方面，由于受金融条件收缩的影响，欧元区经济仍有进一步走弱的可能，我们估计美元指数近期的反弹并未结束。

展望下半年，欧美仍在“紧财政+紧信用”阶段，全球仍处于经贸周期下行阶段，强美元基调难以改变。

➤ 风险提示：海外地缘政治风险；美联储货币调控超预期；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 宏观事件点评：假如降息-2023/06/11
2. 流动性跟踪周报：汇率何时企稳？-2023/06/11
3. 全球大类资产跟踪周报：政策博弈延续-2023/06/10
4. 2023 年 5 月出口数据点评：出口转负的意义-2023/06/08
5. 宏观事件点评：重要的是地产周期-2023/06/07

目录

1 当前海外经济处于什么状态?	3
2 美国经济的三个关键展望	5
2.1 美国通胀难起波澜, 但年内也难以回归 2%.....	5
2.2 美国经济大概率走向硬着陆.....	6
2.3 非线性的经济衰退可能会带来非线性的降息.....	9
3 重申今年仍是强美元与弱美债利率的组合	10
3.1 美国硬着陆和非线性降息或将带来美债的战略机会	10
3.2 全球经贸周期下行, 强美元基调未改	11
4 风险提示	13
插图目录	14

1 当前海外经济处于什么状态？

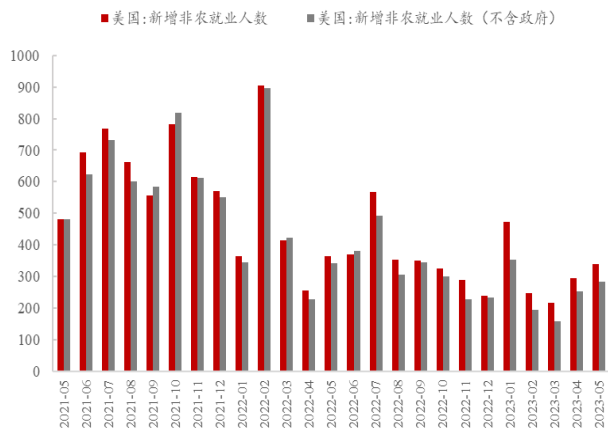
数据显示，火热的就业市场目前仍在支撑美国经济的韧性。不过，某些前瞻指标则指示美国经济或不如表面般乐观。

美国就业数据韧性惊人，强劲的工资增速让核心通胀“居高难下”。

美国新增非农就业已经连续两个月环比上行，5月份录得33.9万人，大幅超越市场预期的19.5万。值得一提的是，美国非农就业数据已经连续14个月超过市场预期，就业市场延续了去年以来火热的趋势。在强劲的就需求下，美国居民，特别是低收入群体的工资增速维持在较高水平。2023年4月，亚特兰大联储薪资增长指数显示收入在后25%和50%-75%的美国雇员的工资增速同比分别为6.9%和7.1%。

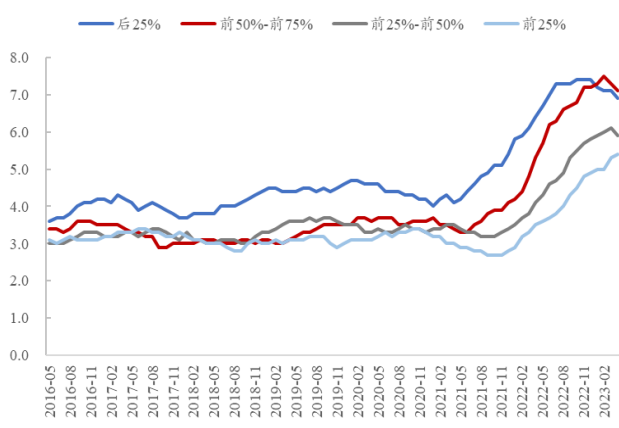
在高工资的支撑下，4月美国核心CPI同比增速录得5.5%，较2022年9月的高点仅仅回落1.1%。中位数CPI和截尾平均CPI等指标同样显示美国通胀的粘性仍然偏强。

图1：美国就业仍然火热（单位：千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：疫情后美国工资增速显著上升（单位：%）



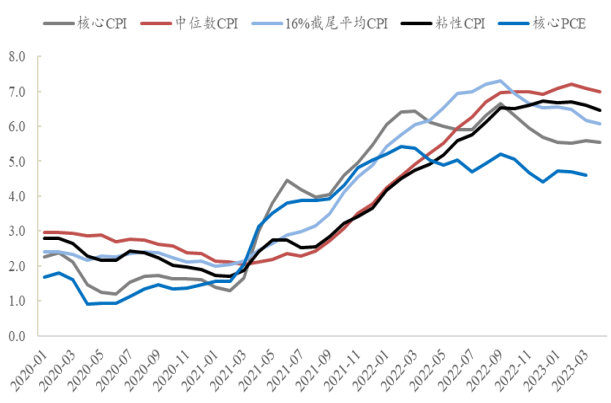
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国核心通胀韧性较强（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：各类指标显示美国通胀粘性较强（单位：%）

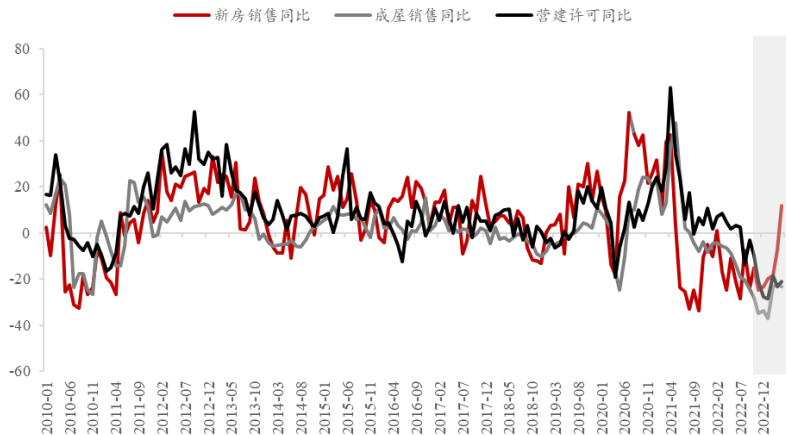


资料来源：美联储，民生证券研究院

地产数据的反弹也是近期美国经济韧性的一个重要特征。

中长端美债利率（以 10 年期美债为例）在今年一度跌至 3.3% 的水平，从而带动美国抵押贷款利率的下行。有赖于房贷利率的下跌，美国房地产数据在 2-4 月份明显回暖，新房销售同比增速在 4 月份更是冲高至 11.8%。

图5：受中长端利率回落影响，美国地产数据有所回暖（单位：%）



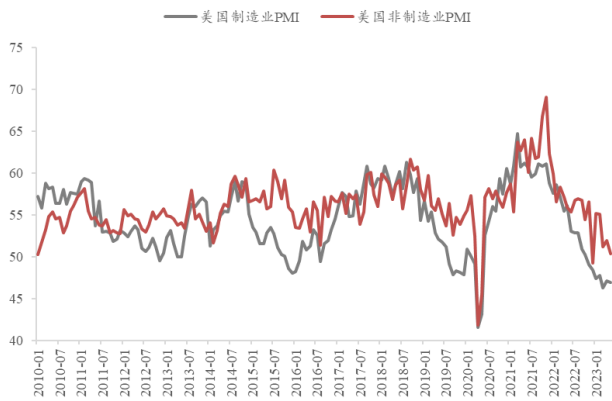
资料来源：Wind，民生证券研究院

近期美国 PMI 的趋势以及就业数据的前瞻指标显示，我们不能对美国过于乐观。

从 2021 年下半年开始，美国制造业 PMI 便进入了下跌趋势。2023 年 5 月美国制造业 PMI 录得 46.9，已经连续 7 个月在荣枯线以下。美国非制造业的状况同样不容乐观，在经历了 2023 年初短暂的反弹后，非制造业 PMI 重新开始下行，在 5 月份录得 50.3，仅仅达到荣枯线水平。

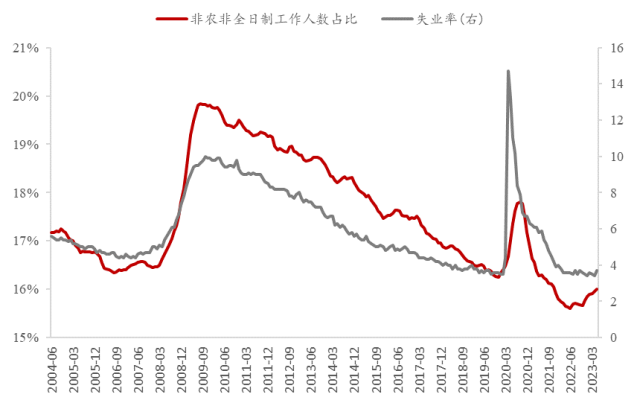
另一方面，虽然近期美国就业依然强劲，失业率维持在历史低位。但我们发现，美国就业人口中非全日制工作人数的占比是失业率的一个领先指标，该指标的上行往往预示着失业率将在不久后开启上行趋势。自 2022 年下半年以来，美国非全日制工作人数占比便开始触底回升，这或意味着美国失业率很难继续维持在历史低位水平。同时，非全日制工作人数的上升也解释了近期非农就业和失业人数背离的现象，即一个人从事多份兼职，将被非农就业调查计算多次，但在家庭调查（失业率相关）中只被计算一次。

图6：美国 PMI 情况（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：前瞻指标显示美国失业率或将上升（右：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

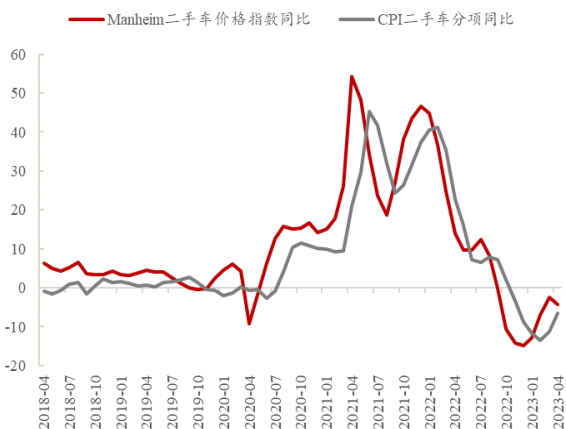
2 美国经济的三个关键展望

2.1 美国通胀难起波澜，但年内也难以回归 2%

近期美国通胀的结构和前瞻指标显示，美国通胀向下的方向较为明确，通胀屡超预期的日子大概率“一去不复返”。

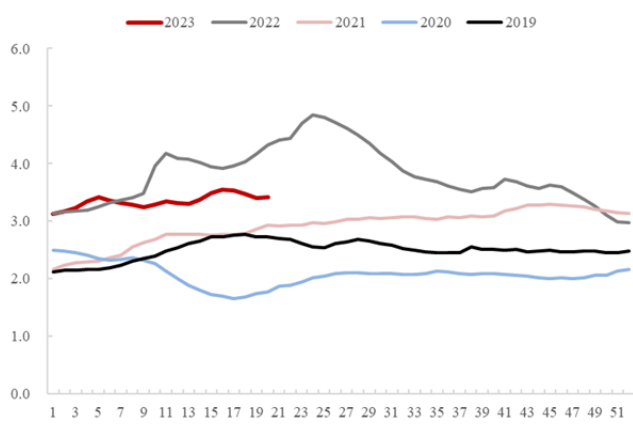
二手车和能源通胀在 4 月份的反弹支撑了当前偏高的 CPI 同比。Manheim 二手车价格指数往往领先于美国 CPI 二手车分项两个月，这一前瞻指标显示，5 月份之后二手车通胀将结束反弹。同时，美国汽油零售价格在 5 月份之后下跌明显，叠加 2022 年 5-6 月份偏高的价格基数，能源通胀未来大概率将重新成为通胀的拖累项。

图8：美国二手车通胀即将回落(单位：%)



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

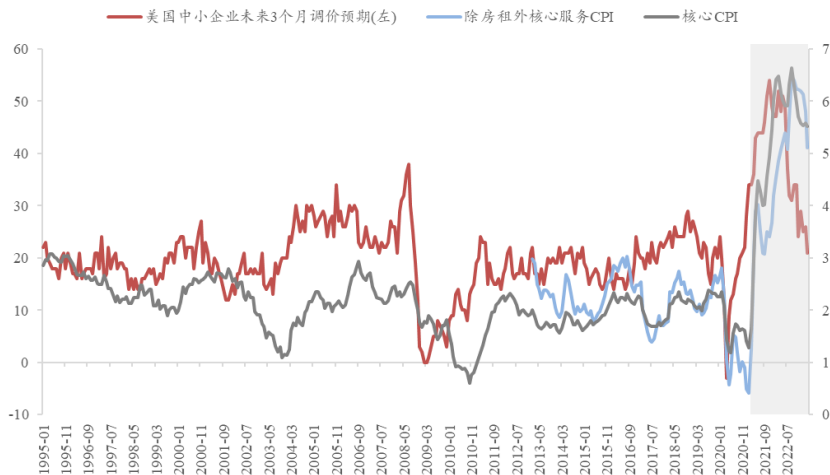
图9：美国汽油价格季节图(单位：美元/加仑)



资料来源：Wind，民生证券研究院

对于整体美国核心通胀来说，美国中小企业在未来 3 个月的调价计划在历史上是一个良好的领先指标。2022 年下半年以来，该指标就一路下行，目前已经跌至 2018 年的水平，这意味着未来美国核心通胀向下的方向较为明确。

图10：前瞻指标显示美国核心通胀向下的方向较明确 (单位：%)



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

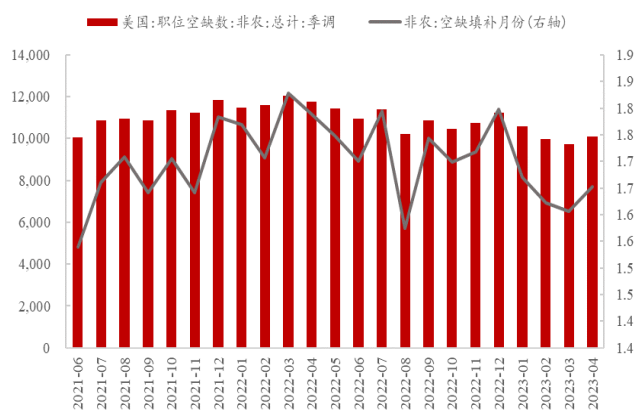
既然未来美国通胀下行方向基本确定，那么何时能够回到美联储 2%的通胀目标？我们认为，在没有经济衰退冲击的情况下，年内美国核心通胀基本不可能回到美联储可接受的水平。

首先，目前美国通胀的症结在于核心通胀，这与工资增速相关。美国工资增速现在正处于“见顶，但未明显回落”的状态，这与劳动力市场的供需不平衡有关。

在 2023 年 5 月议息会议记者会中，鲍威尔提到“与 2%通胀目标相符的工资增速”在 3%左右，而当前无论是 ECI 和非农时薪同比都离 3%有较大差距。虽然近期非农时薪增速有明显的回落，但即使其未来维持 0.2%的环比增速（低于近期平均水平），年底也不能回到 3%。若环比增速未来维持在 0.3%甚至 0.4%，那么美国工资增速未来将与 3%“无缘”。

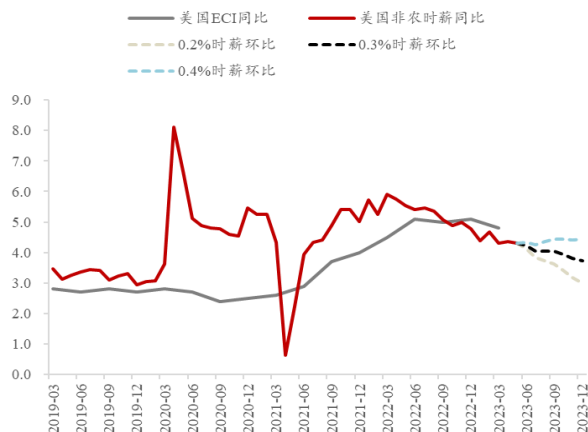
也就是说，除非美国劳动力市场快速降温，失业率显著上行导致工资增速滑坡式下行（即经济衰退），否则美联储在年内降息的概率极低。

图11：美国劳动力需求强劲(左：千人，右：月)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：美国工资增速测算(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院测算（环比增速指的是未来非农时薪保持该环比增速的话，时薪同比的演化方向）

2.2 美国经济大概率走向硬着陆

首先，失去储蓄和消费信贷的支撑后，我们看空未来美国居民消费的韧性。

一般我们认为居民消费的强弱取决于其“广义收入”的韧性，广义收入又包括储蓄（过去的收入）、工资（当前的收入）和消费信贷（未来的收入）。

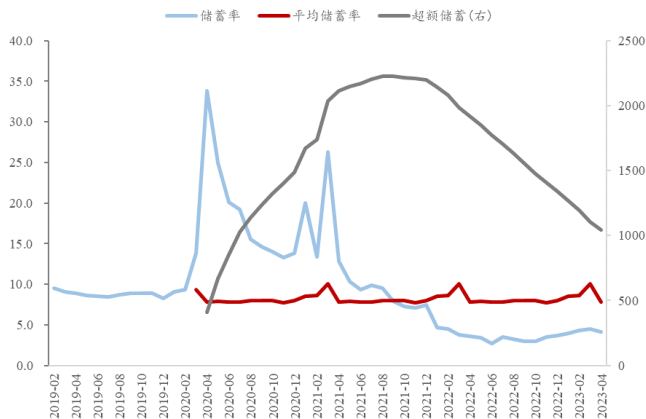
先看储蓄。疫情后，美国财政部对居民进行了大额的财政补贴，美国消费者储蓄率快速上升，积累了大量的超额储蓄。不过，随着财政补贴的退坡和高通胀环境下居民动用储蓄进行消费，美国居民超额储蓄规模已然快速下降。据测算，截至 2023 年 4 月，美国居民超额储蓄剩余规模在 1.1 万亿美元左右。同时，美国居民超额储蓄存在着巨大的“贫富差距”，即大部分超额储蓄囤积在富人手中，低收入群体可用规模较低。在经历了超额储蓄的大规模下跌后，我们认为未来储蓄对美国居民消费，特别是中低收入群体消费的支撑作用已经很低。

再看信贷。受美联储快速加息以及经济衰退预期的影响，美国商业银行大幅收紧了对信用卡贷款的投放标准，导致其资产端的消费信贷规模同比增速在 2022 年末开始见顶回落，并在 2023 年延续了下跌趋势。进入 2023 年，3 月美国银行业风波更是让银行进一步收紧信贷标准。历史上，信用卡信贷标准收紧比例脉冲式上升之后，美国消费信贷增速往往都会迎来断崖式的

下滑。同时，纽约联储发布的 2023 年 Q1 美国消费者信贷报告显示，美国信用卡贷款违约率进一步上升至疫情前的高位。这一背景下，我们预计下半年美国消费信贷增速将进一步下跌。

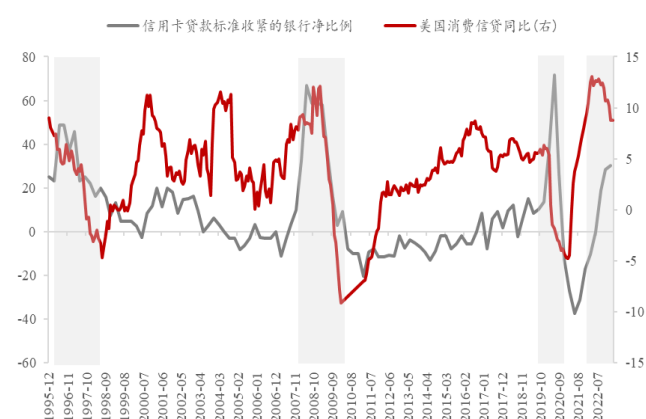
也就是说，在广义收入的“三驾马车”中，较高的工资增速是让美国消费在短期内不至于显著下滑的唯一支撑。然而，工资增速更多起到的是“正反馈”作用，即经济越火热，工资增速往往越高。未来美联储为了压制通胀将继续把利率维持在高位，并致力于压制就业市场和工资增速。在这种情况下，未来美国居民收入的下降或将让消费支出进入“负反馈”循环。

图13：美国超额储蓄回落（左：% ，右：十亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图14：美国消费信贷或继续走弱(单位：%)



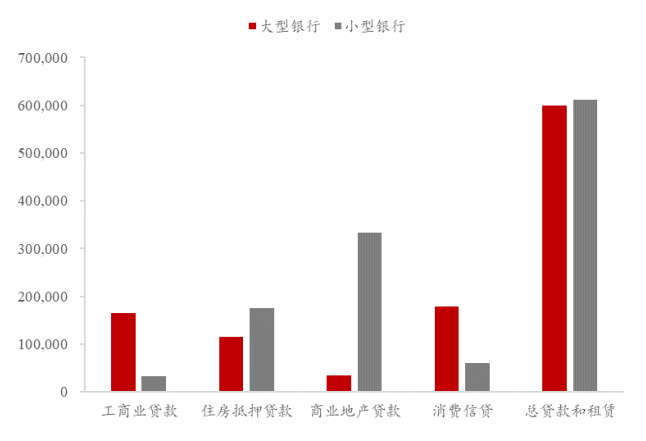
资料来源：Wind，民生证券研究院

美国银行业危机的余波仍存，或将加剧美国“紧信用”的进程。

在报告《SVB 事件背后的中小银行困局》中，我们提到美国中小银行的“负债端不稳定+资产端潜在亏损”问题让其成为银行业风波中最脆弱的一环，这一脆弱性至今仍然存在。同时，2022 年至今，中小银行是美国“宽信用”的主力。美国小型银行资产端各类贷款的增量高于大型银行，且小型银行明显是房地产领域的信贷扩张主力。

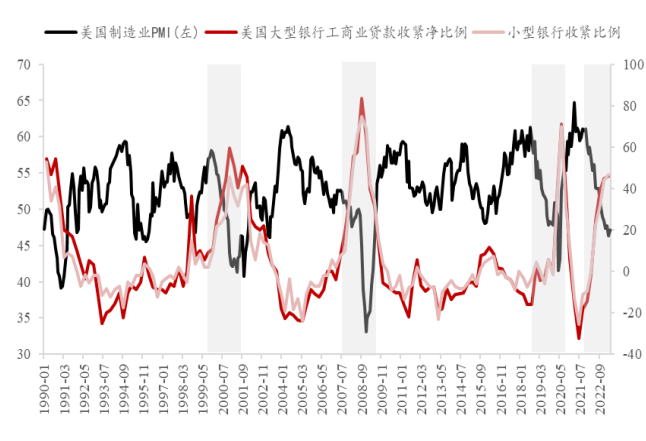
目前，受银行业风波和美联储快速加息影响，美国各类型商业银行均大幅收紧了信贷标准。由于中小银行在信贷领域的高活跃度，我们预计其信贷收缩带来的“紧信用”效应也将相当强劲，近期回暖的房地产数据也会被信贷收缩压制。

图15：银行 2022 年后信贷扩张规模(单位:百万美元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：信贷紧缩将带来经济衰退(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

随着美国商业银行流动性的收紧，收益率曲线倒挂这一经济衰退经典指标的有效性将提升。

历史上，美债收益率曲线倒挂对经济衰退有比较好的领先作用。这一现象背后的原理其实是收益率曲线倒挂意味着商业银行“借短贷长”模式盈利下降，从而减少信贷投放，并压制经济增长。不过，在 2008 年金融危机后，美联储实施量化宽松政策。这使得美国商业银行拥有了大量零成本资金，其负债端成本与短端利率脱钩（这体现为金融危机后的加息周期美国商业银行不愿意提高存款利率去吸引存款）。这意味着，美国商业银行充足的准备金规模使得收益率曲线倒挂这一现象不再代表银行信用投放利润的下降，也就难以成为经济衰退的预兆。

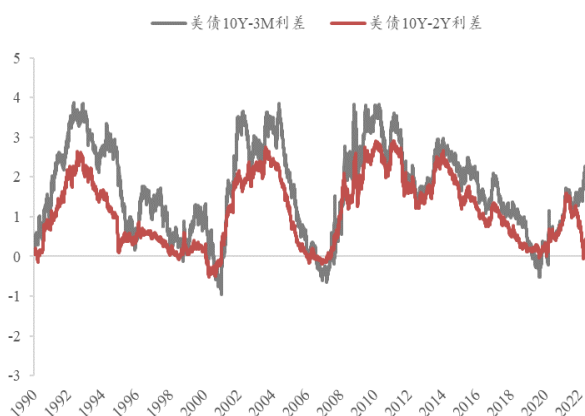
然而，2022 年美联储快速加息后，美国居民开始将存款转移至收益率更高的货币基金。这一“存款搬家”行为导致了美国商业银行的准备金占总资产比例快速下跌，在银行业风波期间中小银行存款流失更为严重。当前，美国中小银行的准备金占资产比例已经跌至接近疫情前的水平，这可能会迫使其提高存款利率去阻止存款流失。一旦美国商业银行开始竞争揽储，那么它们的负债成本将重新与短端利率挂钩，这时候高度倒挂的美债收益率曲线或将再次成为经济衰退的前兆。

图17：美国商业银行准备金规模加息后快速下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：美国收益率曲线目前倒挂严重(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

总的来说，抗通胀仍然是美联储在下半年的首要目标，在当下美国的宏观背景，抗通胀基本与压制工资增速等价。因此，我认为美国经济中最重要的部分：居民消费，在下半年或将失去工资增速这一最后的支撑。同时，美国银行部门的信贷紧缩在后加息周期仍将继续。我们预计，美国经济增长将在下半年进一步下滑，硬着陆最早或于 2023 年 4 季度左右到来。

2.3 非线性的经济衰退可能会带来非线性的降息

围绕未来美联储的货币政策，市场主要有两个问题。第一个是假如6月份不加息，美联储是否会在7月份重启加息？第二个是美联储会在什么时候降息？

第一个问题，我们预计美联储从6月份开始将停止加息，也就是说7月份也不会加息。

6月份美联储暂停加息已经是大概率事件。在5月会议声明中，美联储删除了前瞻指引中关于“未来加息”的表述，释放了较强的暂停加息信号。同时，近期不少美联储官员均表达了支持在6月份暂停加息的观点。

日益疲软的经济增长和平稳向下的通胀增速是我们判断7月份不加息的主要原因。

近期市场开始发酵美联储在7月“重启”加息的预期，这主要是基于两个原因。一是部分官员在讲话中透露出7月会议加息的倾向；二是近期澳大利亚和加拿大央行均在暂停加息一段时间后继续加息。实际上，这两个原因都指向同一个问题：那就是目前大部分国家的央行均遵循“数据依赖”原则。澳大利亚和加拿大“重启”加息是因为经济增长和通胀韧性超预期，美联储7月是否加息本质上取决于经济数据的走向。

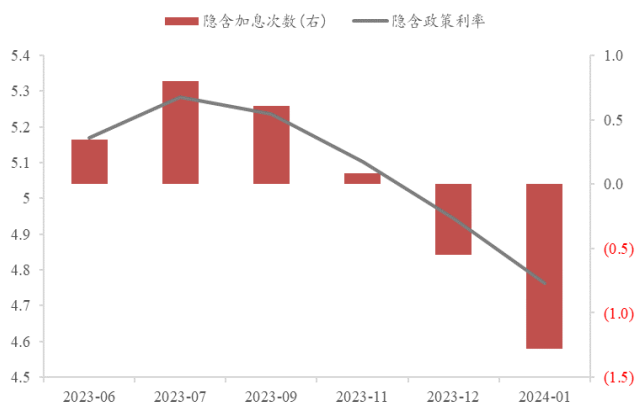
如上文提到，在未触及工资增速支撑的平台期前，未来美国通胀大概率呈现“平稳向下”。当前疲软的汽油价格、出现拐点的房租通胀和一系列前瞻指标均不支持美国通胀再次超预期。另一方面，近期美国PMI指标继续向下，信贷收缩的阴霾未散，以GDI衡量的经济增长甚至进入了“技术性衰退”。因此，我们认为“数据依赖”的美联储在7月重启加息的概率较低。

第二个问题，我们预计美联储最早能在2023年Q4进入降息周期，而且或是一次快速的“非线性降息”。

我们判断，美国经济硬着陆最早可于2023年4季度左右到来。历史经验表明，经济衰退往往能让通胀增速显著回落，因此美联储也就获得了降息刺激经济的政策空间。

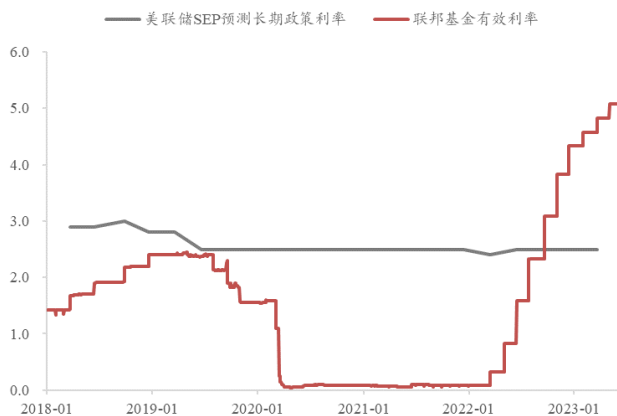
但是，我们认为美联储并不会如市场所预期一般，逐次25BP降息。因为，根据均衡利率理论，中央银行需要快速将政策利率降至均衡利率以下，才能达到刺激经济的效果。2019年以来，美联储的季度经济预测都显示各官员认为美国的长期均衡政策利率在2.5%的水平。也就是说，如果美联储需要降息以刺激经济，需要将政策利率快速降至2.5%以下，新冠疫情初期的紧急降息就是最好的例子。

图19：美国加息预期（左：% ，右：次）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图20：目前政策利率远超均衡利率（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

3 重申今年仍是强美元与弱美债利率的组合

3.1 美国硬着陆和非线性降息或将带来美债的战略机会

我们认为，短期内 10Y 美债利率可能会在偏高位置 (3.6%-3.8%) 运行。随着下半年美国经济走软，长端利率或将进入下行阶段。美联储的非线性降息或将带来做多美债的战略机会。

近期中长端美债利率有所反弹，主要原因是市场降息预期的修正以及债务上限问题解决后避险交易的消退。短期内，美债利率的定价核心问题主要是两个：一是加息预期修正是否充分？二是债务上限通过后，美债的新增发行是否会让流动性显著收缩？

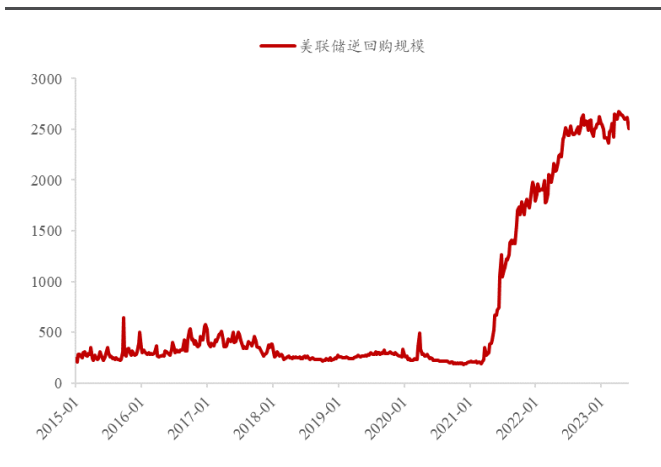
当前衍生品市场对美联储的政策预期是 7 月份加息 25BP，而下半年则降息一次，年末联邦基金目标利率区间维持在 5.0%-5.25%。也就是说，市场基本上 price-in 了美联储“年内不降息”的表态，当前的定价比“7 月加息 25BP，年内不降息”的路径略显鸽派，但比我们预期的“7 月不加息，年内硬着陆前不降息”的路径略显鹰派。我们认为，在美国经济数据能够给出确定性的增长方向前，加息预期很难出现显著的波动。也就是说，目前降息预期的修正已经非常充分。

关于第二个问题，实际上美国财政部已经给出了答案。今年 6 月 7 日，美国财政部发布公告称将主要发行短期国债和现金管理工具来补充 TGA 账户（相当于美国的财政存款）。这类短期资产是美国货币基金的主要投资标的，而货币基金在美联储的逆回购账户中尚存有近 2.5 万亿美元的“冗余流动性”。因此，我们认为这次美债的增发主要影响的是逆回购规模，并不会对银行的准备金规模造成较大影响，也就不会让流动性发生显著收缩。

由于短期内市场对美联储政策预期充分，流动性也没有显著的逆风，我们预计 10 年期美债利率将继续在 3.6%-3.8% 附近运行。

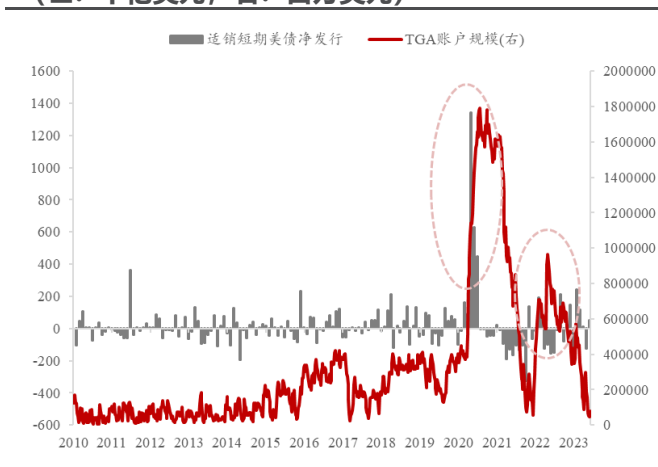
中长期看，随着美国经济数据走软，以及美联储开启非线性的降息周期，美债利率的下行空间将充分打开。也就是说，当前的美债利率可能处于“上行风险有限，下行空间巨大”的状态，提供了做多美债的战略机会。

图21：美联储逆回购规模很高（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图22：债务上限解决后一般通过短债发行补充资金（左：十亿美元，右：百万美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

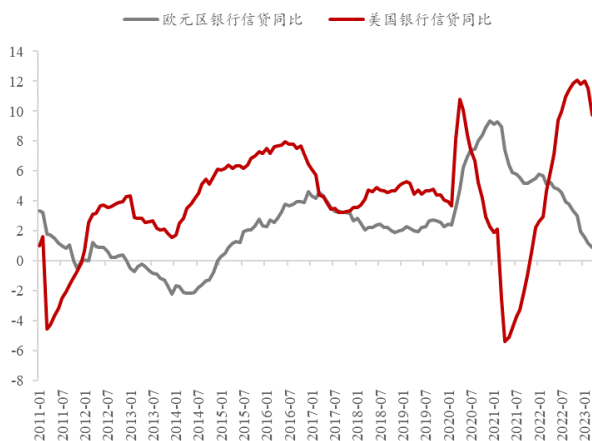
3.2 全球经贸周期下行，强美元基调未改

短期内，市场对欧洲经济定价的过度乐观提供了美元反弹的窗口。中长期看，在全球经贸周期下行的大背景下，强美元基调并未改变。

从 2022 年末开始，随着欧洲逐渐走出能源危机的阴霾，市场对欧元区的经济预期亦日益乐观。另一方面，经济衰退预期和银行业危机则困扰着美国。此消彼长之下，美元指数从 2022 年 Q4 开始从高点 115 左右一路下行，最低一度跌至 100 关口。

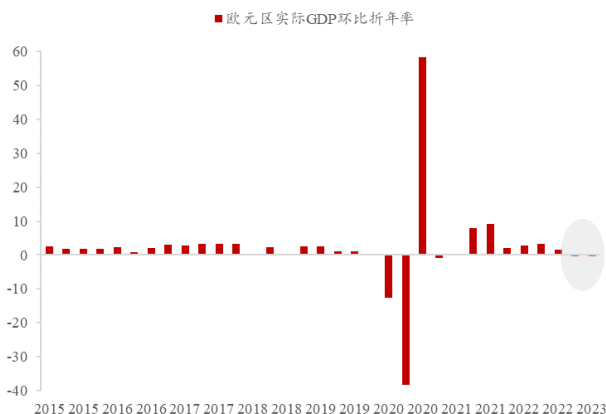
在报告《加息暂停后，寻找下一个超预期》中，我们提示欧洲经济可能并不如市场预期般强韧。背后的主要原因是我们看到欧元区银行信贷增速出现了明显的下滑，欧元区的“紧信用”进程甚至比银行业风波的“发源地”美国更深。最新数据显示，2023 年 1 季度欧元区实际 GDP 环比折年率录得-0.4%，已经连续两个季度为负。这意味着欧元区经济已经进入“技术性衰退”。**我们预计，受金融条件收缩的影响，欧元区经济仍有进一步走弱的可能，美元指数近期的反弹并未结束。**

图23：欧洲信贷增速非常疲软（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：欧元区进入“技术性衰退”（单位：%）

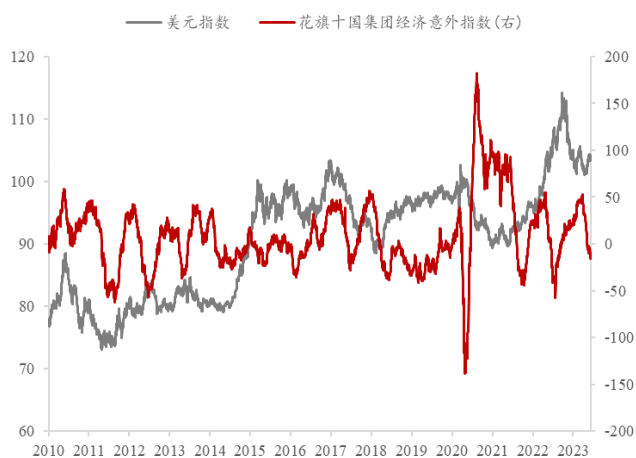


资料来源：Wind，民生证券研究院

在我们的 2023 年度展望中，我们提到“欧洲经济进入衰退的时点或较美国更早，非美经济体缺乏增长亮点，全球经贸周期大概率继续下行。这种情况下，即使美国经济同样进入衰退，美元指数仍会偏强”。实际上，这一观点在当下未被证伪。

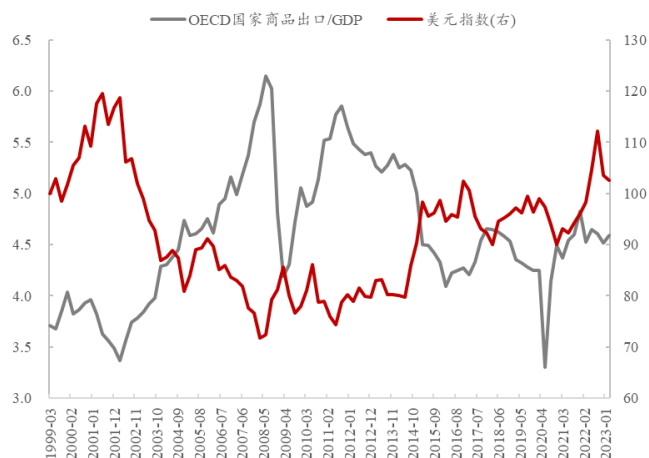
疫情后，发达国家的大规模财政刺激开启了新一轮全球经济周期。随着欧美财政脉冲在 2022 年回落，欧美需求的下行也开启了全球经贸周期下行的序幕。我们预计 2023 年欧美经济均处于“紧财政，紧信用”阶段，经济衰退大概率难以避免。这意味着，全球需求难有起色，经贸周期仍然较弱。历史上，非美国国家的增长动能以及全球贸易强弱与美元指数呈现显著的负向关系。**因此，我们预计在全球经贸周期下行的大背景下，强美元基调并未改变。**

图25: 美元指数和非美国国家增长动能负相关



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图26: 美元指数与全球经贸周期负相关 (左: %)



资料来源: OEDC, Wind, 民生证券研究院

4 风险提示

1) 海外地缘政治风险。如果俄乌冲突加剧，可能会深化欧洲能源危机，从而对欧元汇率和欧洲经济基本面产生额外冲击。

2) 美联储货币调控超预期。当前美联储货币政策讲究数据依赖，如果经济数据发展超出我们判断，对货币政策的预判可能也会有所偏差。

3) 美国通胀失控风险。若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

插图目录

图 1: 美国就业仍然火热 (单位: 千人)	3
图 2: 疫情后美国工资增速显著上升 (单位: %)	3
图 3: 美国核心通胀韧性较强 (单位: %)	3
图 4: 各类指标显示美国通胀粘性较强 (单位: %)	3
图 5: 受中长端利率回落影响, 美国地产数据有所回暖 (单位: %)	4
图 6: 美国 PMI 情况 (单位: %)	4
图 7: 前瞻指标显示美国失业率或将上升 (右: %)	4
图 8: 美国二手车通胀即将回落(单位: %)	5
图 9: 美国汽油价格季节图(单位: 美元/加仑)	5
图 10: 前瞻指标显示美国核心通胀向下的方向较明确 (单位: %)	5
图 11: 美国劳动力需求强劲(左: 千人, 右: 月)	6
图 12: 美国工资增速测算(单位: %)	6
图 13: 美国超额储蓄回落 (左: %, 右: 十亿美元)	7
图 14: 美国消费信贷或继续走弱(单位: %)	7
图 15: 银行 2022 年后信贷扩张规模(单位: 百万美元)	7
图 16: 信贷紧缩将带来经济衰退(单位: %)	7
图 17: 美国商业银行准备金规模加息后快速下降	8
图 18: 美国收益率曲线目前倒挂严重(单位: %)	8
图 19: 美国加息预期 (左: %, 右: 次)	9
图 20: 目前政策利率远超均衡利率 (单位: %)	9
图 21: 美联储逆回购规模很高 (单位: 十亿美元)	10
图 22: 债务上限解决后一般通过短债发行补充资金 (左: 十亿美元, 右: 百万美元)	10
图 23: 欧洲信贷增速非常疲软 (单位: %)	11
图 24: 欧元区进入“技术性衰退” (单位: %)	11
图 25: 美元指数和非美国国家增长动能负相关	12
图 26: 美元指数与全球经贸周期负相关 (左: %)	12

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026