

## 衰退继续延迟，消费动能略有减弱

--2023年三季度海外宏观经济观点更新

分析师

康明怡

联系方式：13795374754

执业证书编号：S1480519090001

# 提纲—经济动能略有减弱，下半年经济环比略高于上半年（以美国为例）

## 实体经济：消费动能减弱，但仍可支撑年内经济，投资有望短期止跌。

- 商品冷服务热是全球普遍现象，服务消费恢复性增长、低失业率仍将高于通胀对经济的影响。
- 家庭负债健康是经济不陷入衰退的重要支撑。
- 投资有望短期止跌，底部震荡。
- 劳动力市场紧绷程度下降，但下半年为传统消费旺季，年内衰退概率不大。

## 货币政策：接近尾声，短期可承受5.5~6.25%之间的政策利率终点。

- 加息终点和维持在终点的时间程度决定是否衰退。
- 维持超过5.25%衰退概率加大：家庭部门可承受高利率，企业部门不行，但基于负债利率结构，需更长时间显现。
- 高于5.25%以上的时间不会过长：若能及时跟随通胀回落下调回5.25%附近，则衰退概率可再次下降。
- 年内通胀回落幅度取决于住宅分项。

## 资本市场：美股趋势性泡沫再次出现

- 年内衰退概率不大，长期仍维持中性；
- 上调美十债利率上限4.4~4.65%，政策利率正常化或带来市场利率正常化；
- 由于美联储再次加息美元相对略强势。

风险提示：全球通胀超预期导致全球衰退。

# 实体经济

# 一、实体经济：全球商品需求回落速度继续放缓，服务需求开始回落

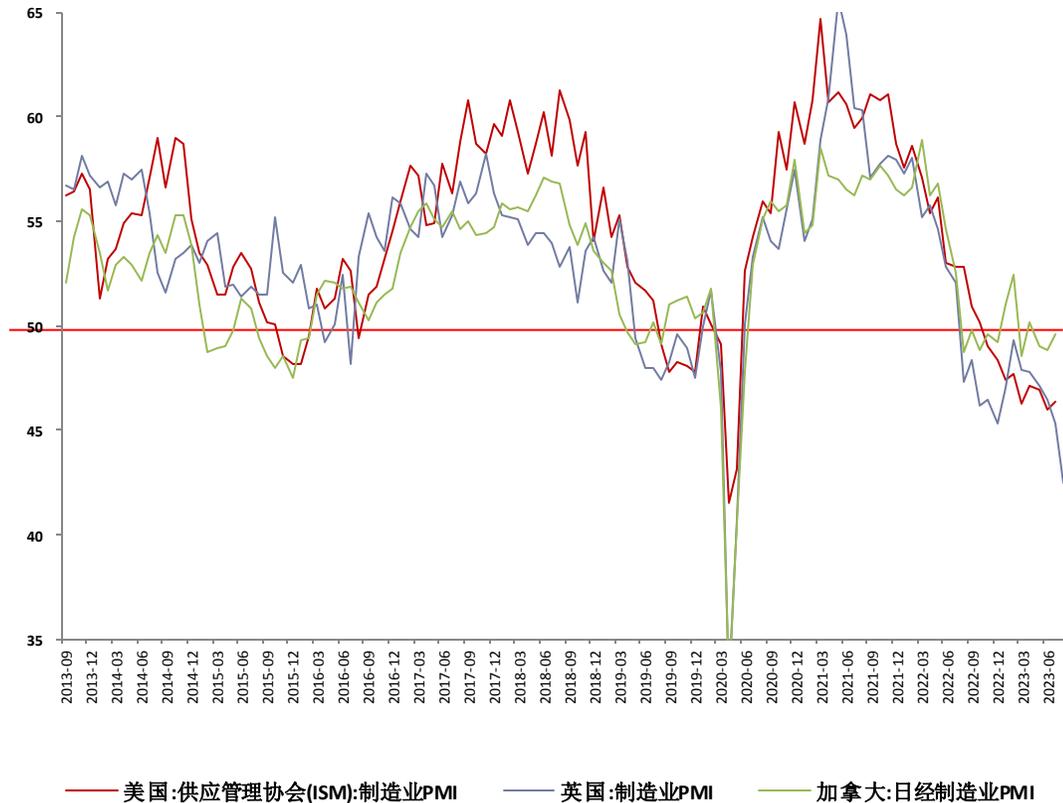
- 韩日出口底部震荡，并未改善。



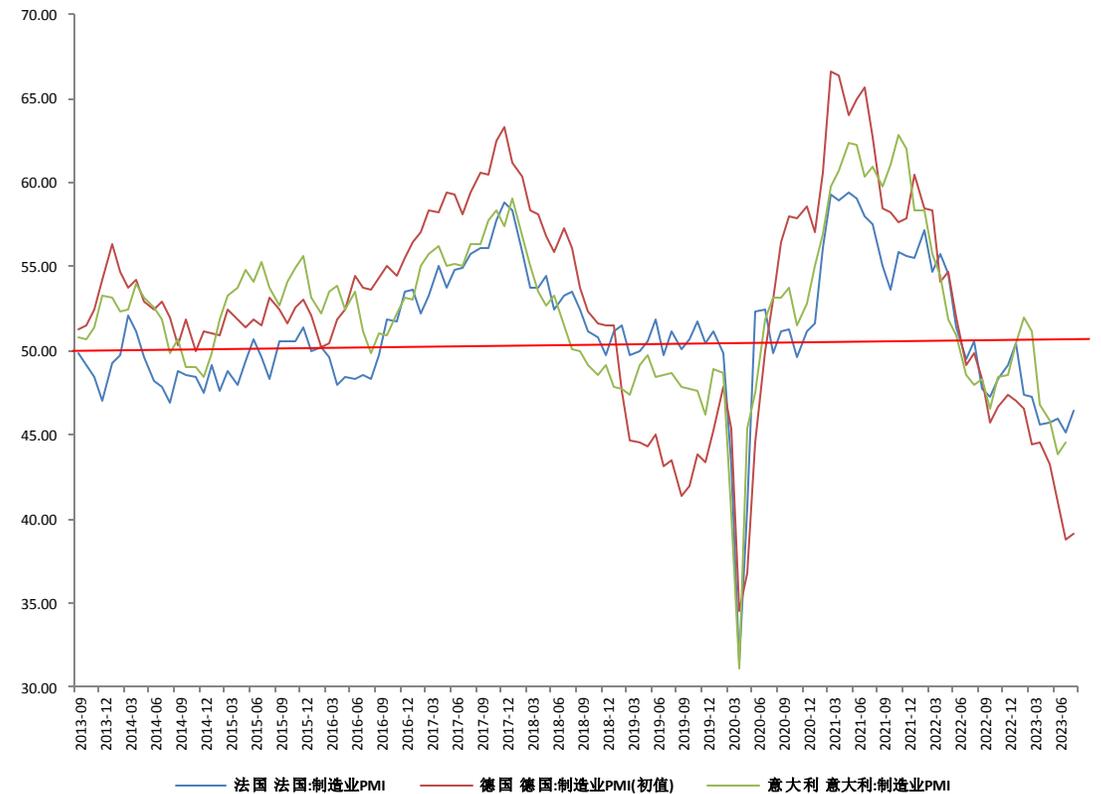
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球商品需求回落速度继续放缓，服务需求开始回落

- 欧美制造业PMI底部企稳情况不明，欧洲再探新低。



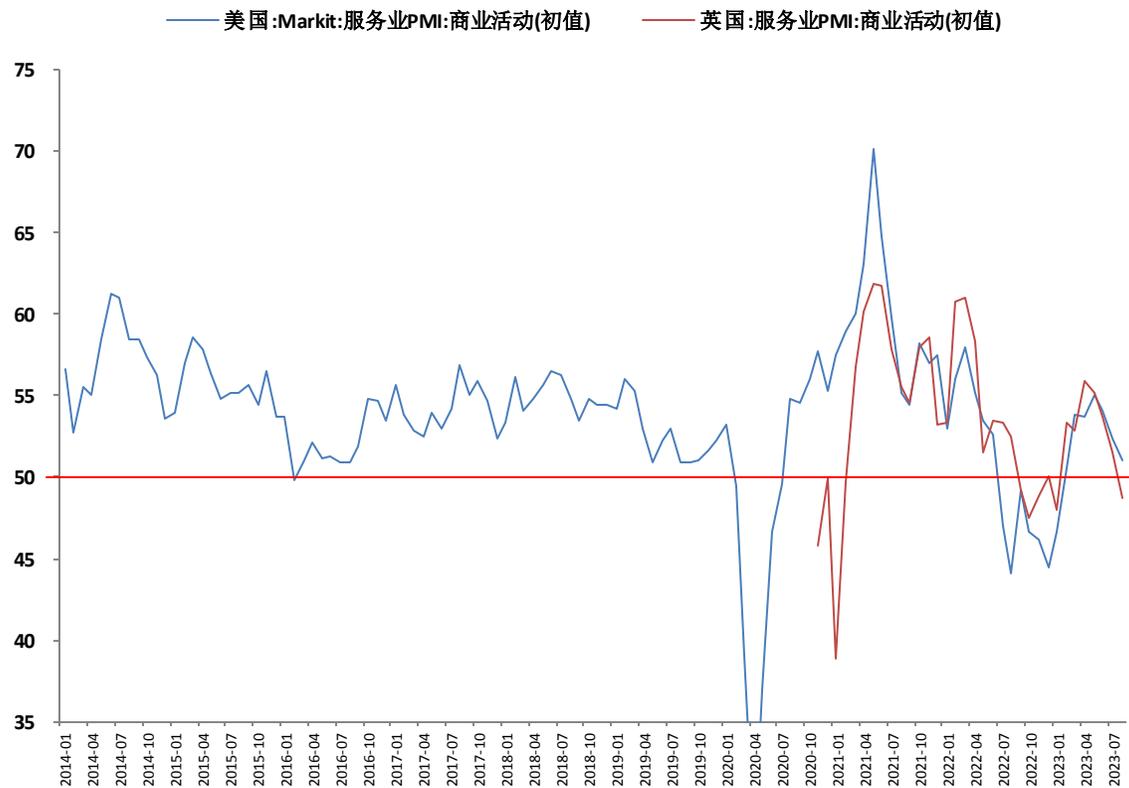
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



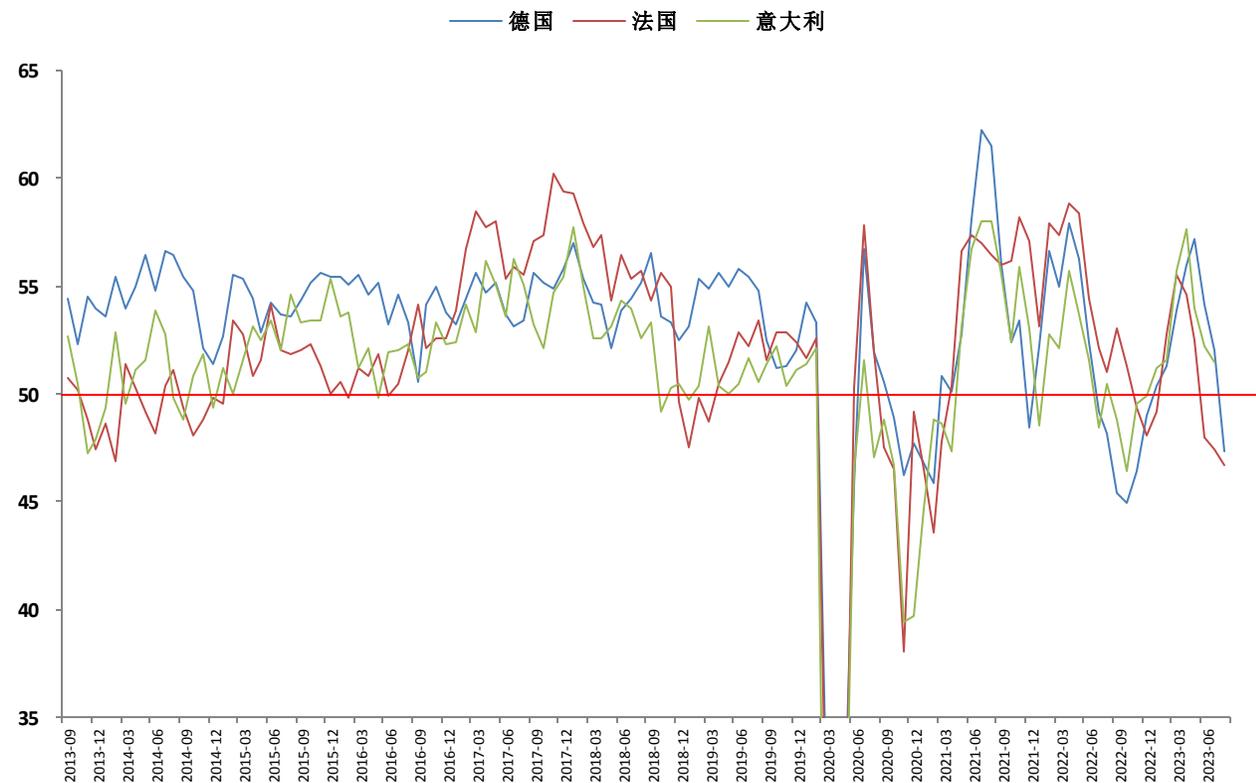
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球商品需求回落速度继续放缓，服务需求开始回落

- 欧洲服务业PMI回落至荣枯线以下，美国尚未。



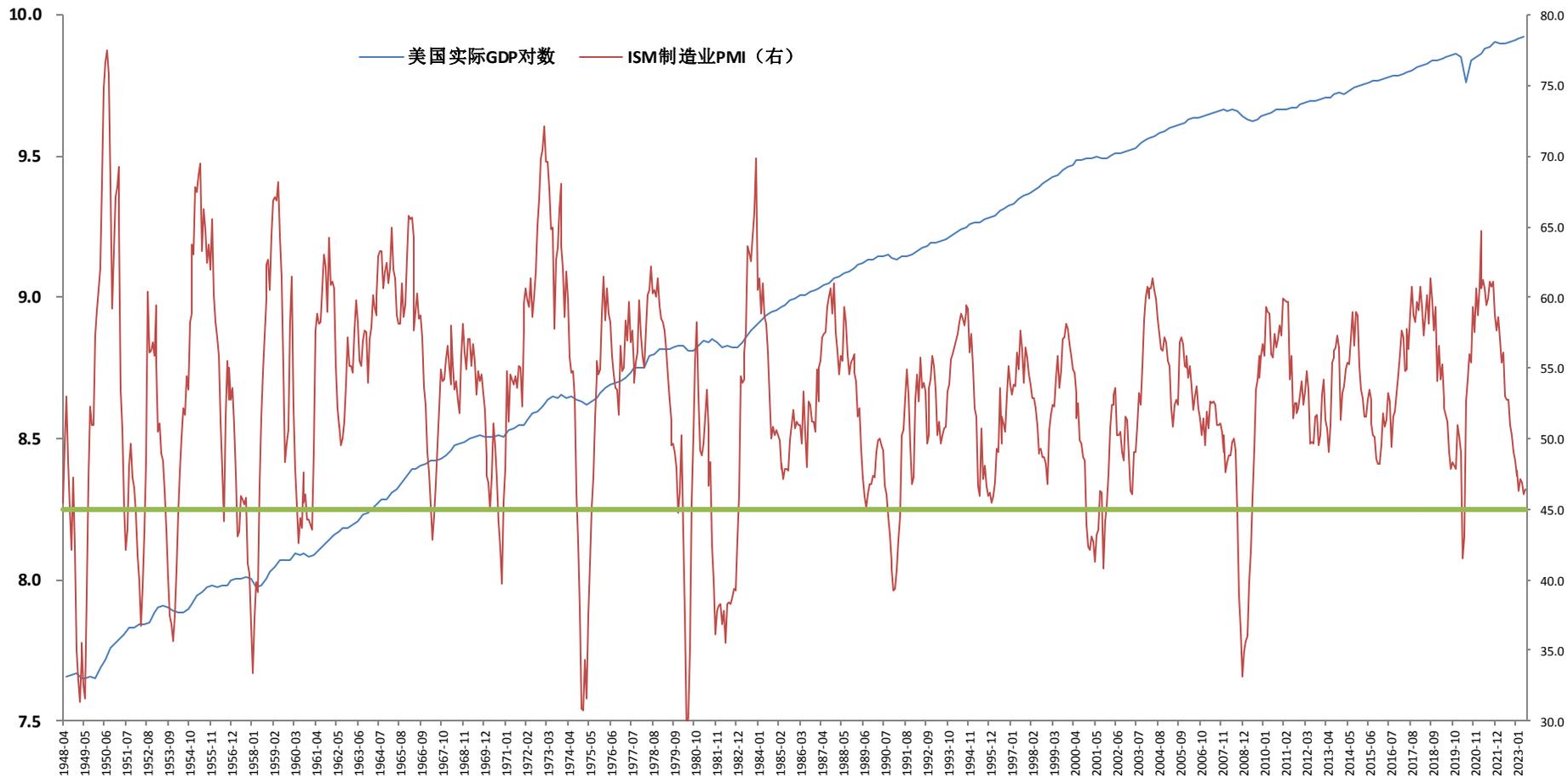
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球商品需求回落速度继续放缓，服务需求开始回落

- 制造业PMI：根据历史经验，低于45即为经济危机。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

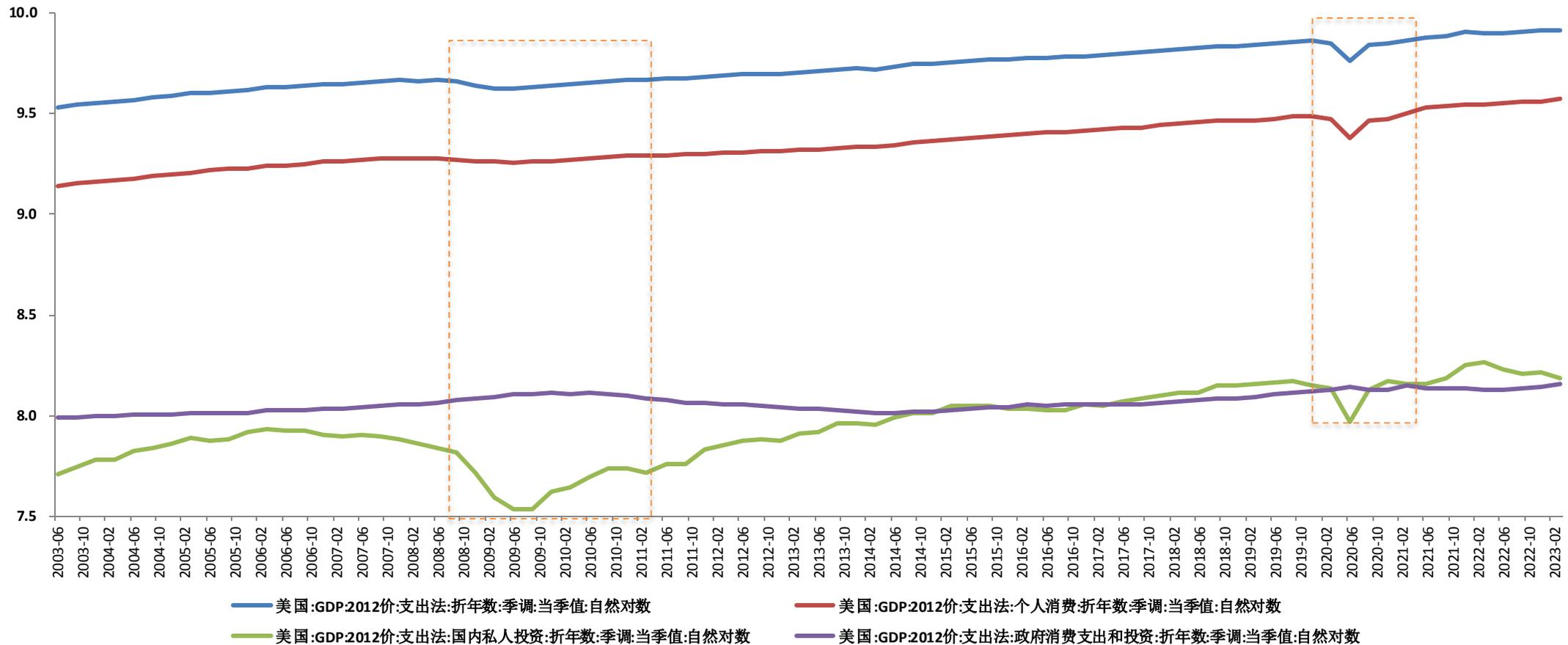
# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为例）

- **消费—动能略有减弱，仍将继续支撑经济**
  - 继续放缓：商品消费继续放缓；服务消费继续回升；超额储蓄接近耗尽
  - 继续支撑经济：家庭部门资产负债表健康，负债负担历史低位，可承受高利率。  
三四季度是传统消费旺季，有望支撑经济。
  
- **投资—地产跌幅收窄，助力总投资止跌**
  - 地产投资底部震荡；
  - 非地产投资回落有限：R&D、建筑以及工业投资均稳健增长；
  - 企业部门杠杆率居于高位，银行收紧信贷，融资利率处于高位，显著增长不太可能。
  
- **就业—错位复苏，紧绷到适中**
  - 服务业十分受益于经济活动正常化，服务业三大主力动能减弱；
  - 先期恢复，超过疫情前就业水平的行业就业增速回落。
  
- **未来：美国年内风险不大，衰退推迟但没有消除；欧洲略显疲软。**

# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为例）

➤ **GDP：美国回到长期增长趋势通道，更受消费驱动；消费仍将支撑四季度经济。**

- 疫情对经济的冲击远小于次贷危机的原因在于两次经济波动中家庭部门的资产负债表健康程度有明显差异。

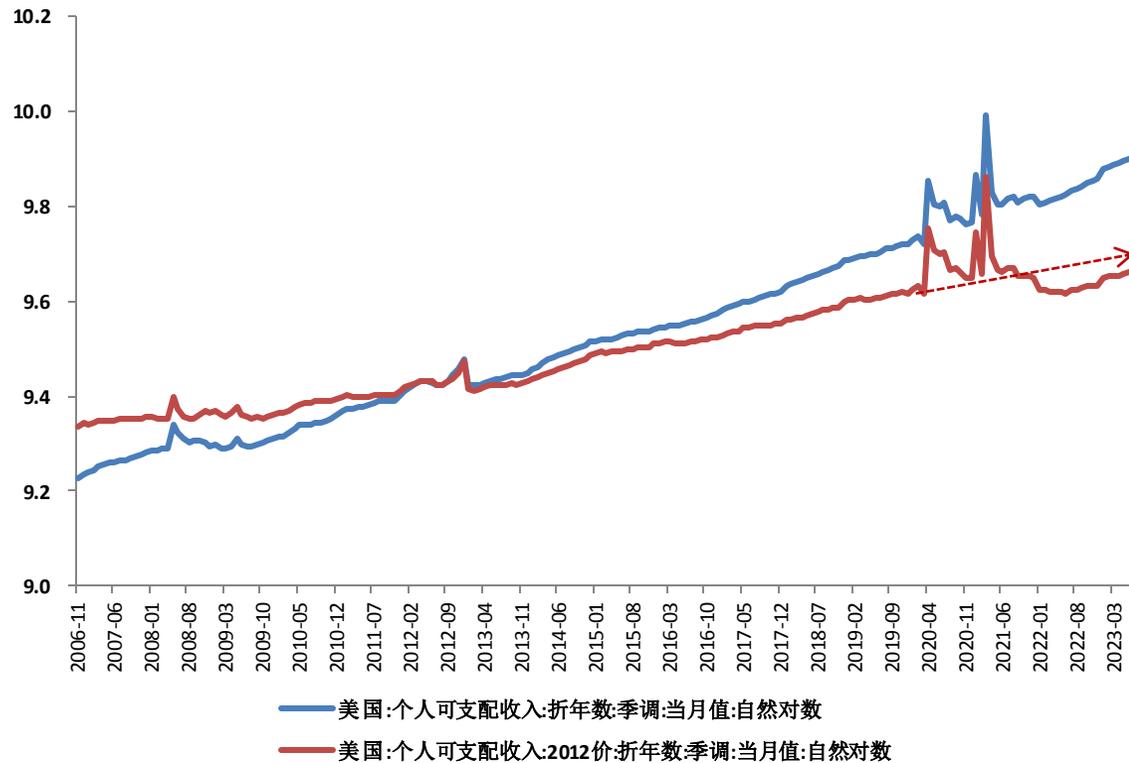


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

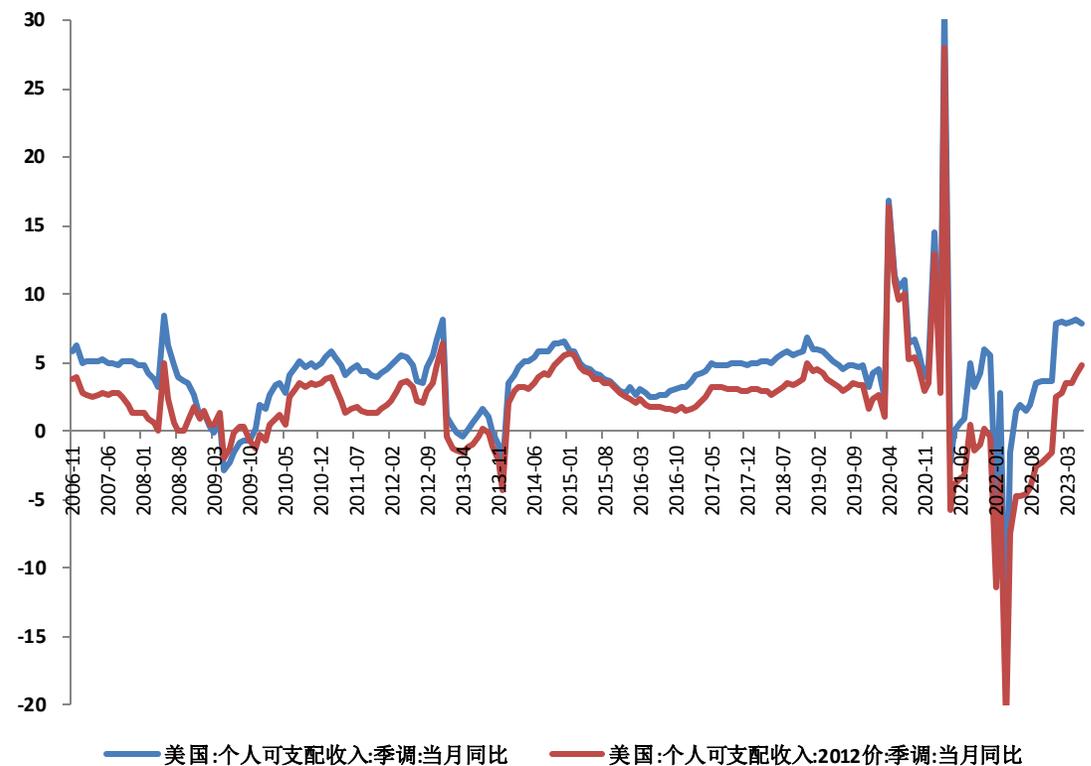
# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为例）

➤ **收入端**随着劳动力市场紧绷程度下降，收入增速同比陆续见顶。

1. 受高通胀冲击，实际人均个人可支配收入仍低于长期趋势。 ↓
2. 受劳动力紧缺影响，名义/实际人均个人可支配收入从2022年下半年开始明显增长。 ↑



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

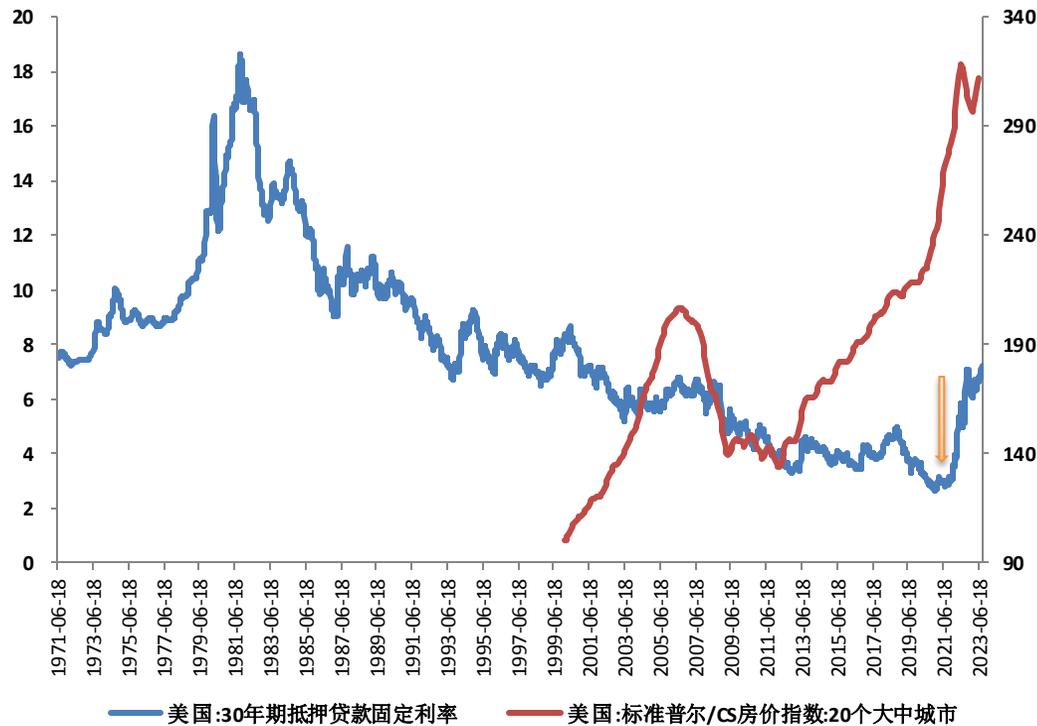


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

➤ **收入端**随着劳动力市场紧绷程度下降，收入增速同比陆续见顶。

3. 通胀主要侵蚀底层消费，有房人群抵御通胀能力强。2020-2022年存量房贷置换成低利率，减少房贷的部分可以对冲通胀。但随着房价上升，房产税将会提高，低利率存量房贷优势稍有减弱。 ↓
4. 低收入阶层名义收入开始见顶。（见就业部分） ↓



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

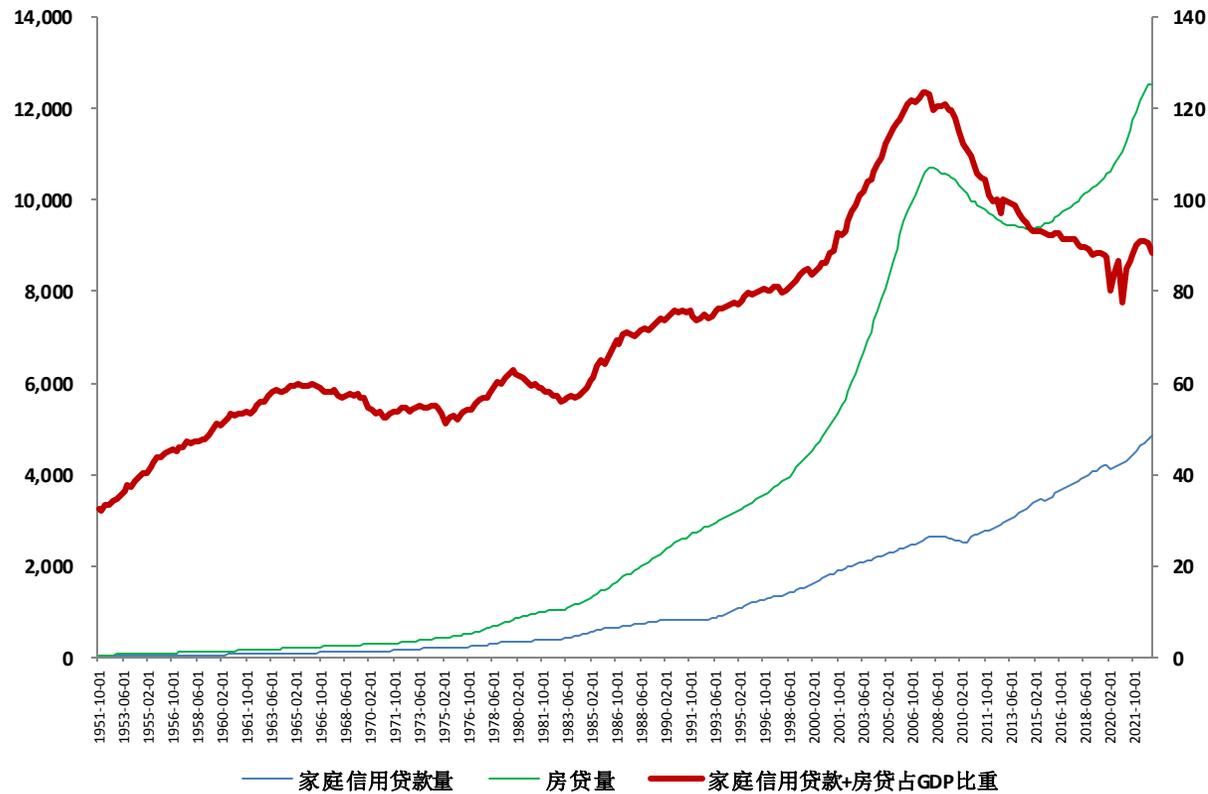


数据来源：美联储，东兴证券研究所

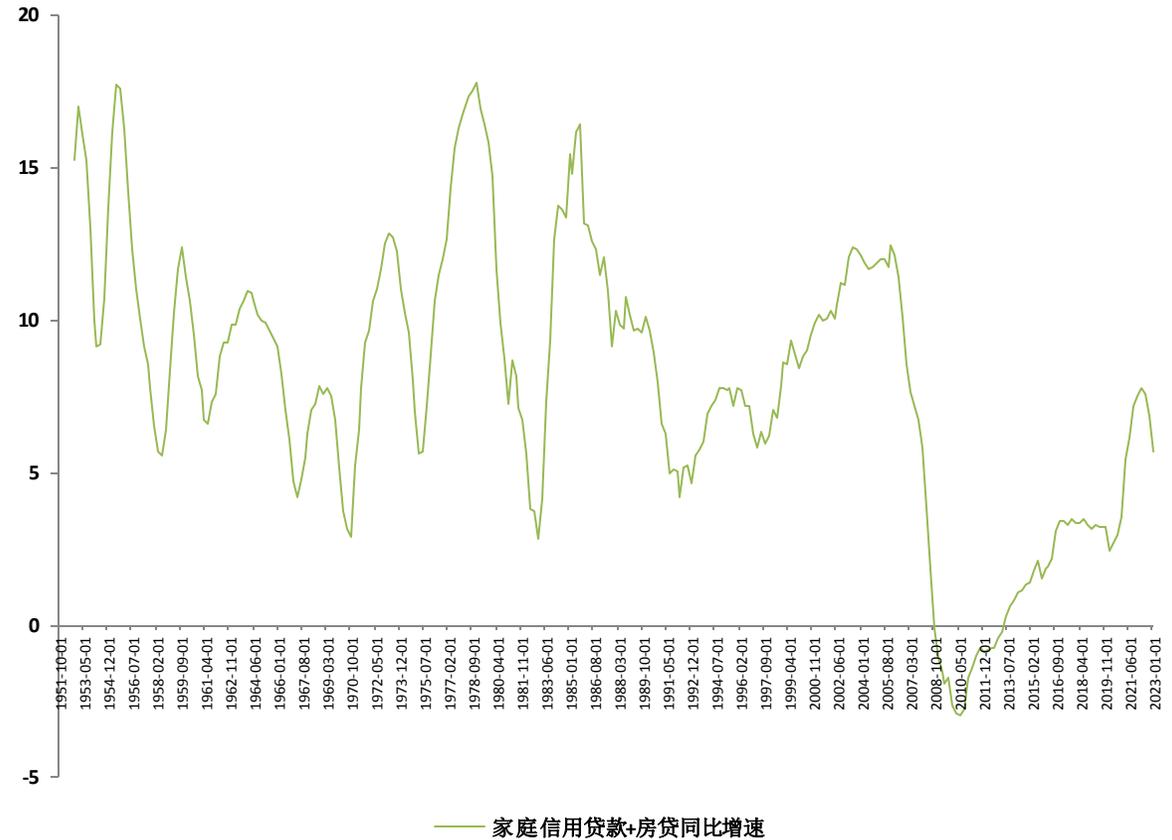
# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

➤ **负债端**对消费能力总体不构成压制。

1. 家庭部门总杠杆率与2001年持平，总体可以承受目前的高利率，是支撑经济浅衰退/软着陆的主要来源。
2. 家庭债务同比并未超过10%。



数据来源：Fred，东兴证券研究所



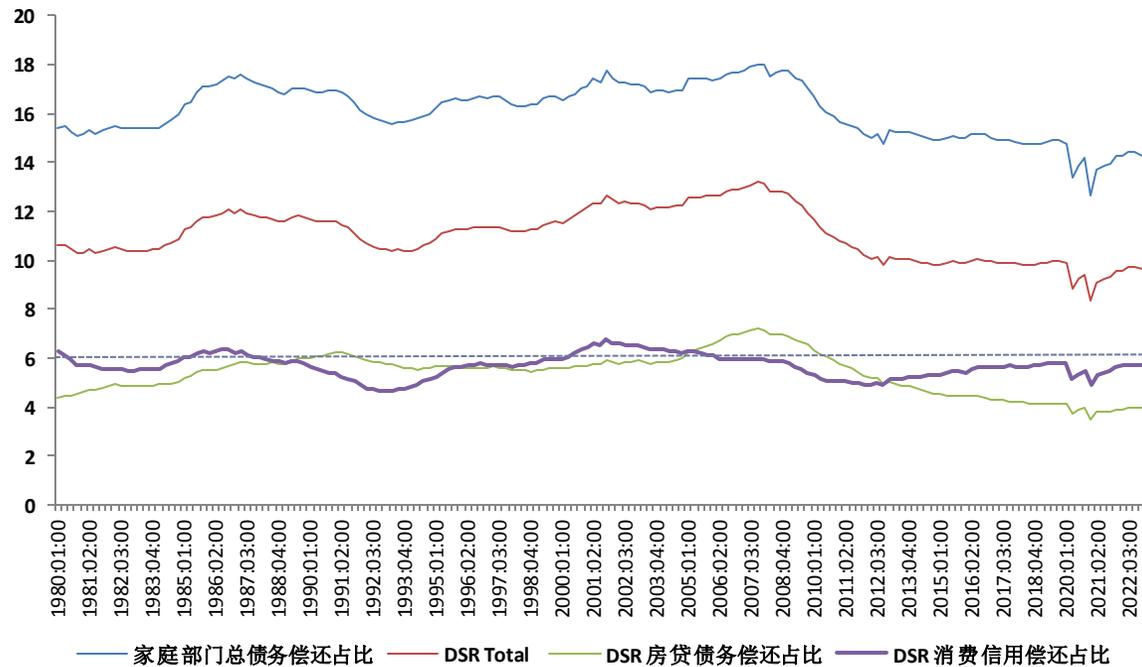
数据来源：Fred，东兴证券研究所

# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

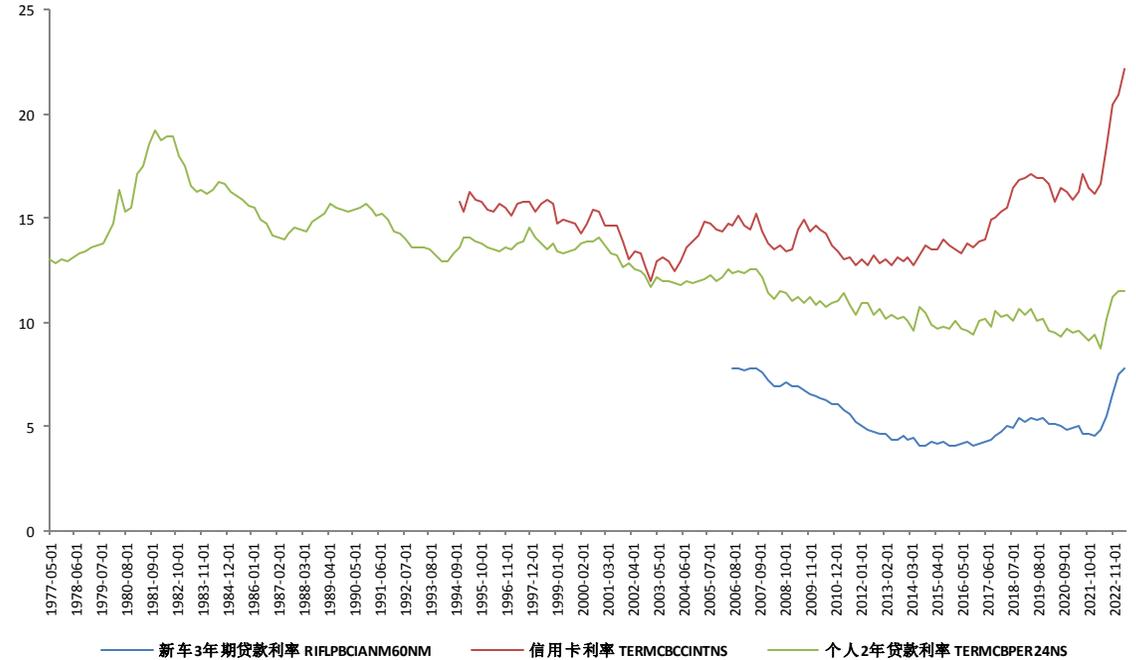
➤ **负债端**对消费能力总体不构成压制。

3. 家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。

4. 根据历史经验，当消费债务偿还占比超过6%，信用消费债务才会对消费起到压制作用：随着消费利率抬高，后期可能接近。



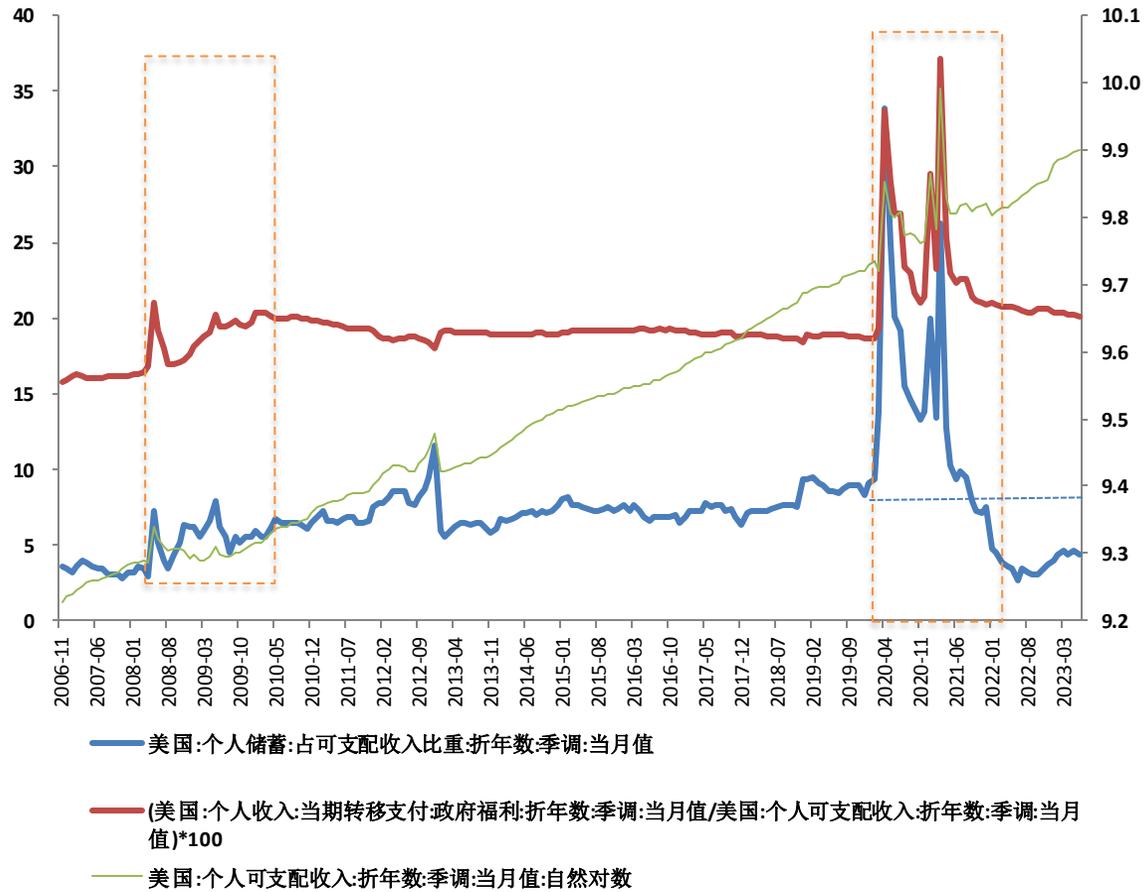
数据来源：美联储，东兴证券研究所



数据来源：Fred，东兴证券研究所

# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

➤ **储蓄率触底回升：**储蓄率没有继续回升，短期财富和收入效应后期将继续衰减。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

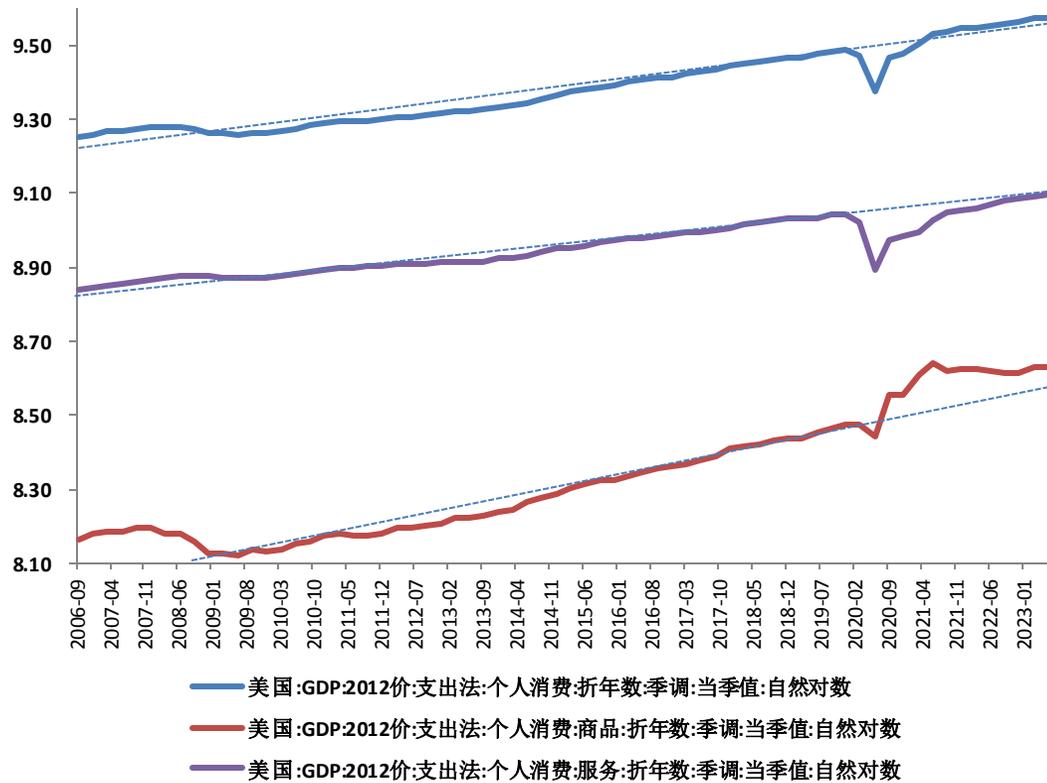


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

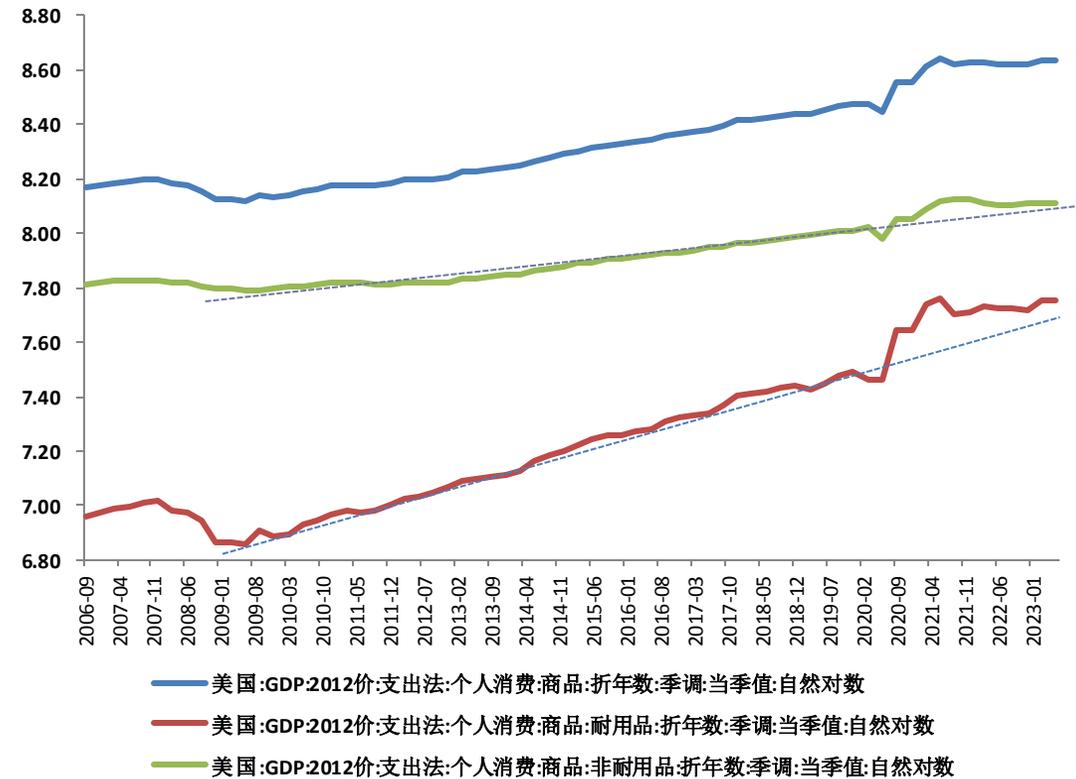
# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

## ➤ 消费仍处于长期增长趋势范围。

1. 更受服务消费影响。服务业基本恢复至长期趋势通道，之前的就业紧绷限制服务消费恢复速度。
2. 商品消费放缓不及预期，非耐用品继续放缓，耐用品受汽车和娱乐车辆支撑，放缓不及预期，但预计后期仍将继续回落。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

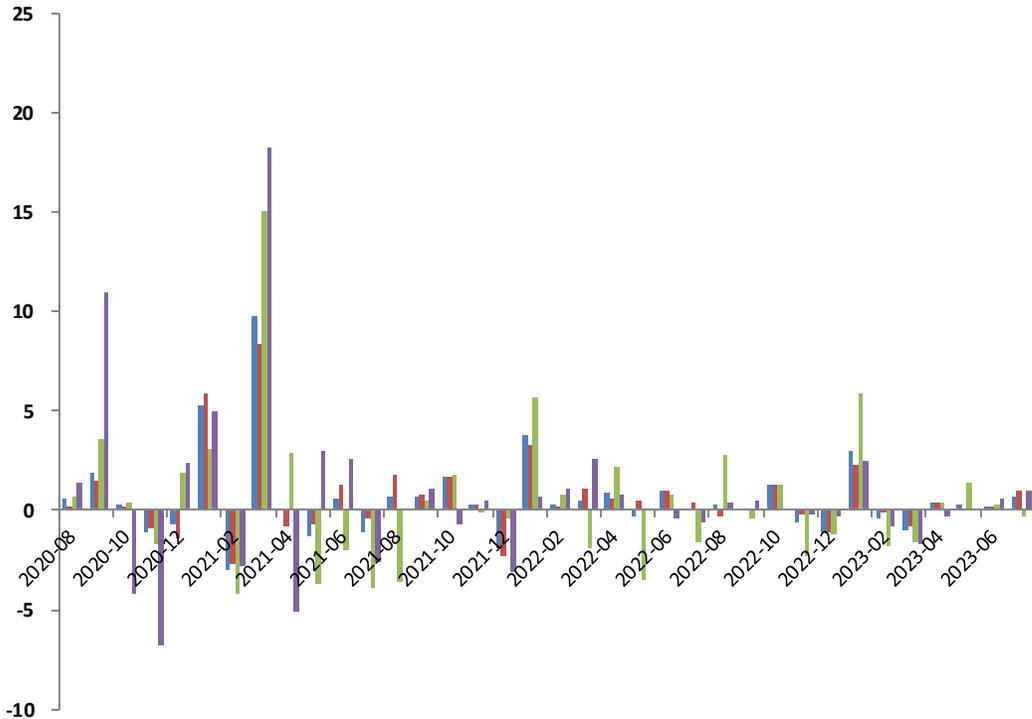


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

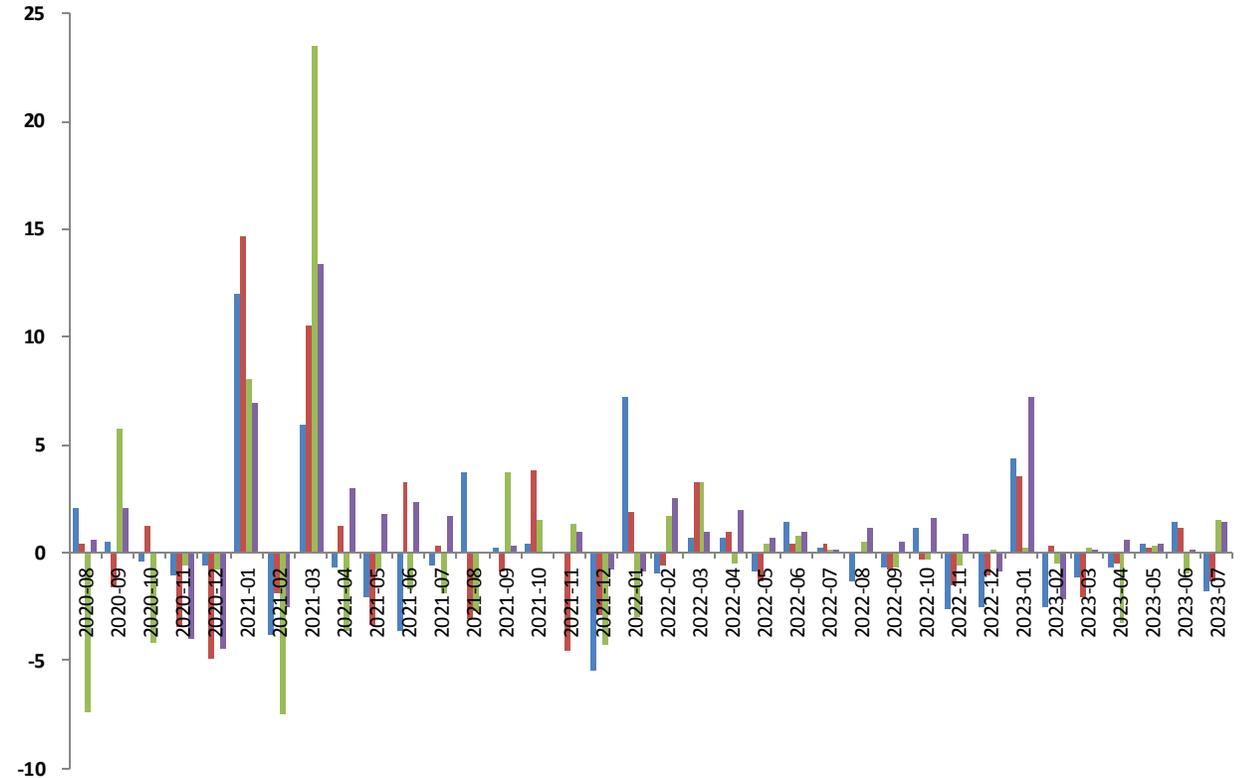
➤ 消费仍处于长期增长趋势范围。

3. 6~7月零售数据季节性消费属性较强，耐用品略有下降。



- 美国:零售和食品服务销售额:总计:季调:先行估算:环比
- 美国:零售和食品服务销售额(不含机动车辆及零部件店):季调:先行估算:环比
- 美国:零售和食品服务销售额:机动车辆及零部件店:季调:先行估算:环比
- 美国:零售和食品服务销售额:服装及服装配饰店:季调:先行估算:环比

数据来源: iFinD, 东兴证券研究所



- 美国:零售和食品服务销售额:家具和家用装饰店:季调:先行估算:环比
- 美国:零售和食品服务销售额:电子和家用电器店:季调:先行估算:环比
- 美国:零售和食品服务销售额:运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店:季调:先行估算:环比
- 美国:零售和食品服务销售额:食品服务和饮吧:季调:先行估算:环比

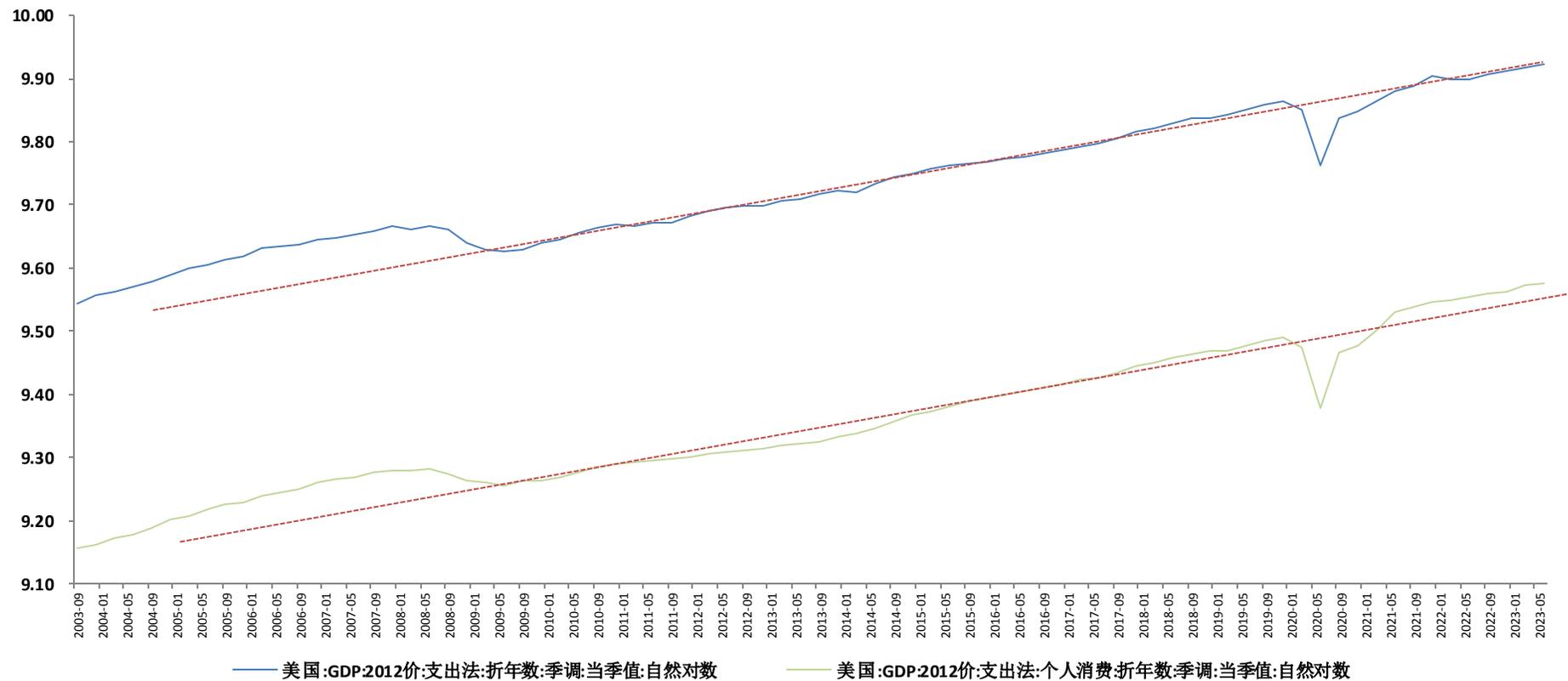
数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

# 一、实体经济：消费动能略有减弱，仍将继续支撑年末经济（以美国为

➤ 消费仍处于长期增长趋势范围。

4. 宏观经济并未过热，消费相对过热。

5. 三四季度为传统消费旺季。

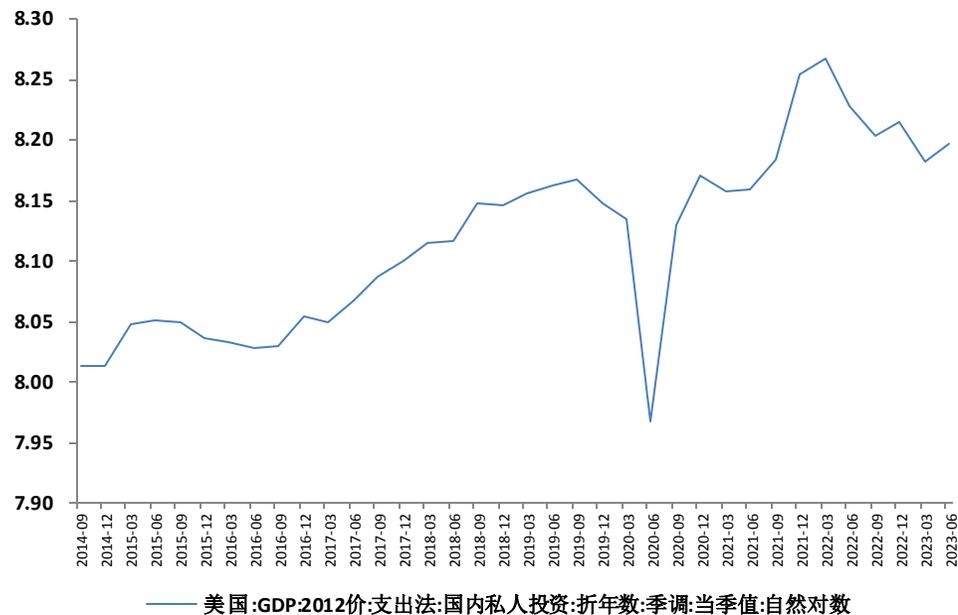


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

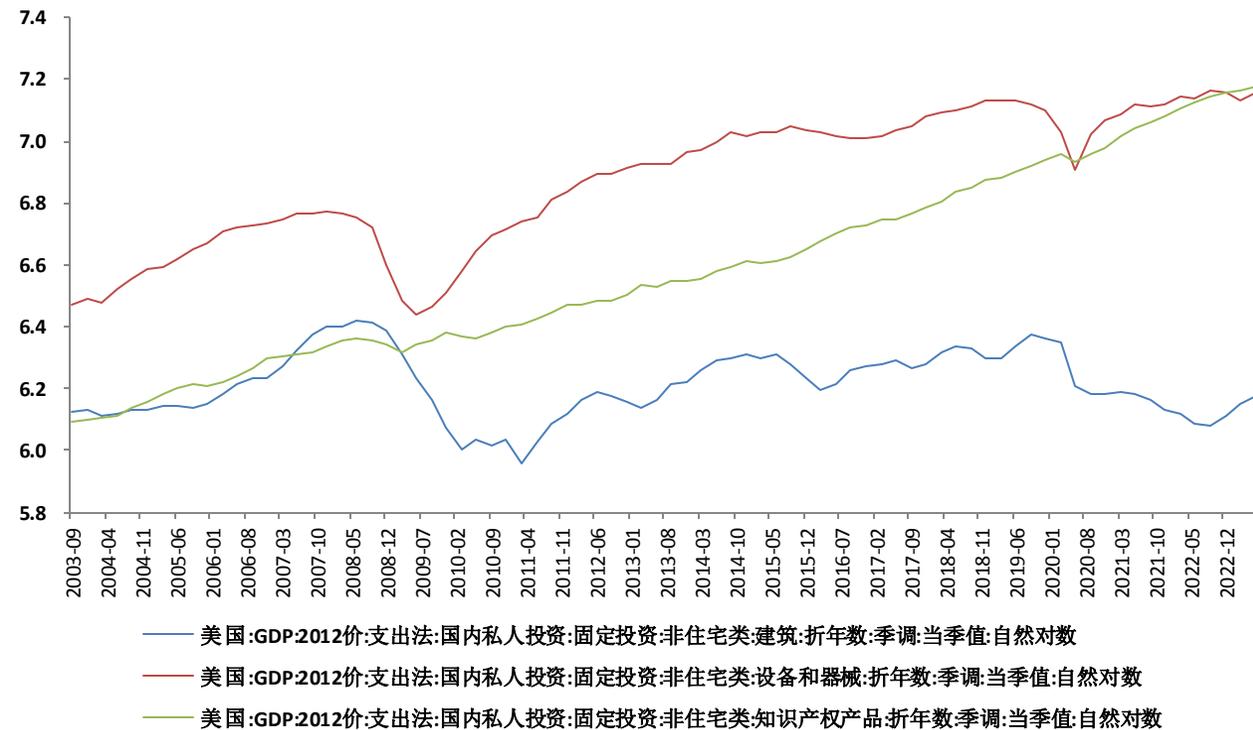
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

➤ 地产、企业设备周期性对总投资影响最大，预计三、四季度继续止跌，小幅震荡。

1. 地产底部止跌震荡。
2. 企业设备投资放缓不明显。
3. R&D增长稳健，速度略有放缓。
4. 下半年部分基建项目开工，建筑分项稳健。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

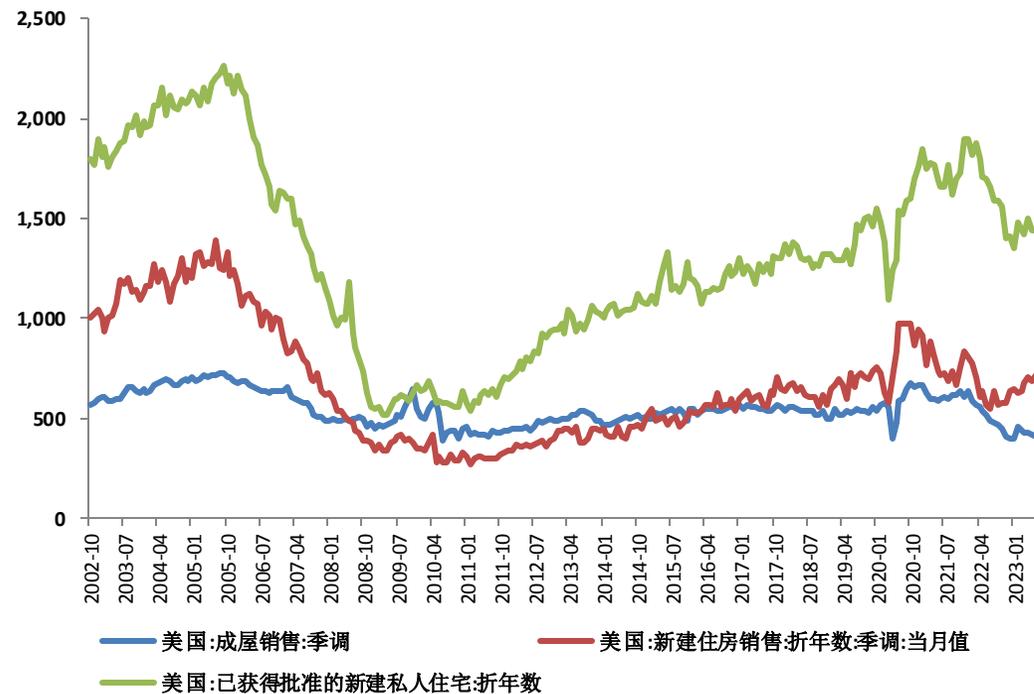
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

## ➤ 地产底部止跌震荡。

1. 2019年以来，美国地产投资活力已完全恢复，脱离2008年次贷危机影响，恢复对利率的敏感度。
  - 08年以后历经10多年的人口更新换代，购房适龄人群的家庭资产负债表没有受到次贷危机影响，非常健康。
2. 受高利率影响，地产高位震荡1年左右后出现显著下滑。
3. 下半年地产投资底部微暖。收入端持续增长，存量房太低，预计地产环比止跌，底部震荡。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

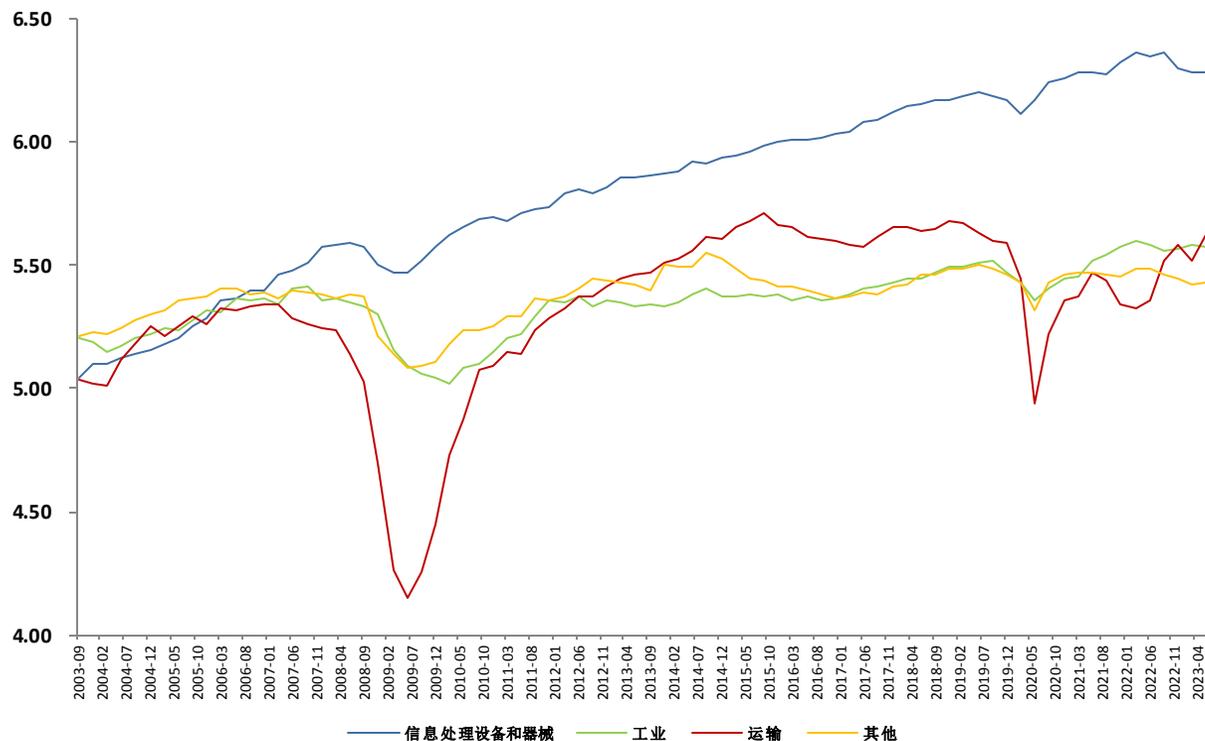


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

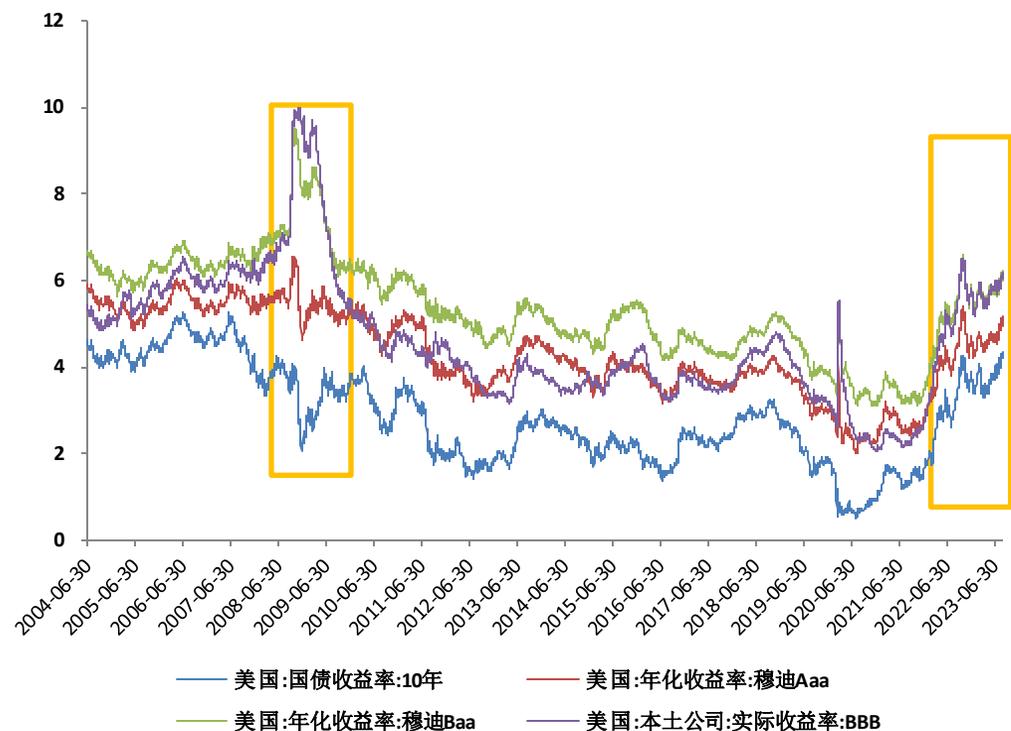
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

## ➤ 设备器械投资周期略有回落。

1. 融资、人力成本上升，企业盈利能力下降。
2. 头部科技、金融企业继续裁员，预计实体投资也有所谨慎。
3. 但，受产业政策扶持，工业投资一直处于高位，对利率不敏感。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

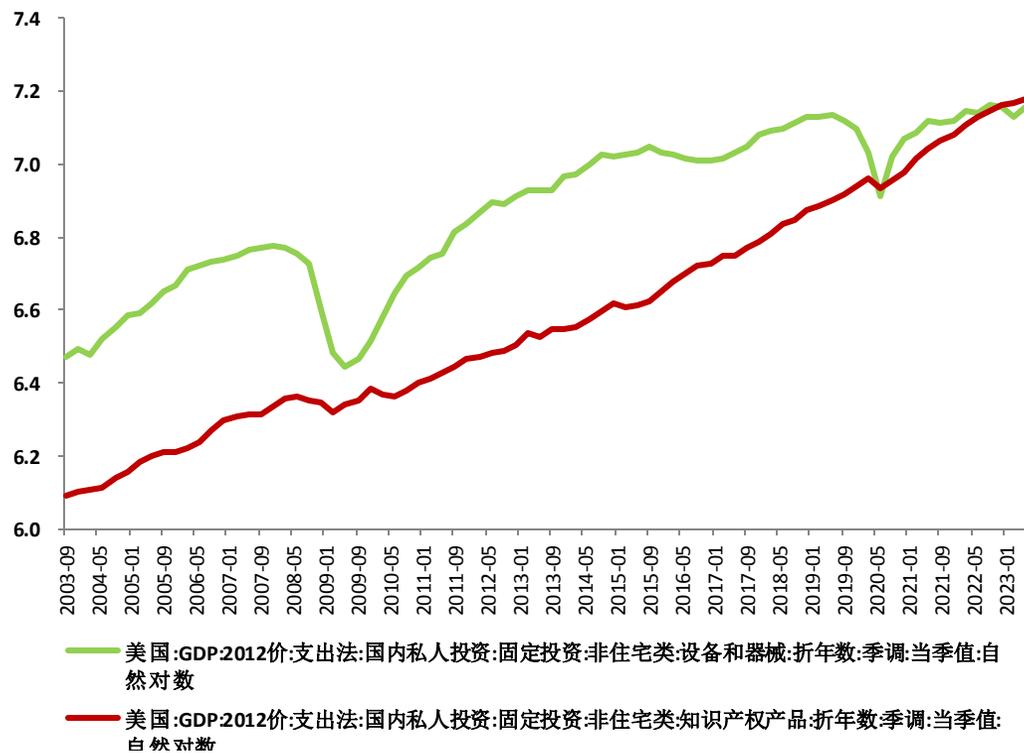


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

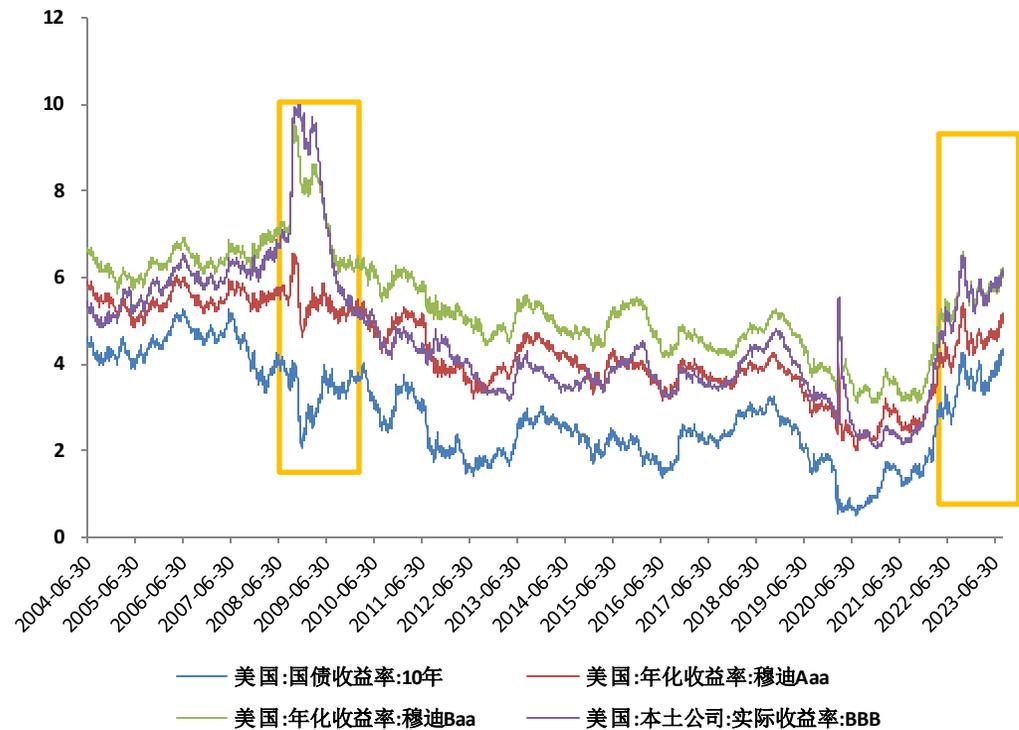
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

➤ 知识产权投资长期强劲，周期波动较小。

1. 预计下半年增速继续略有放缓，但整体仍小幅增长。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

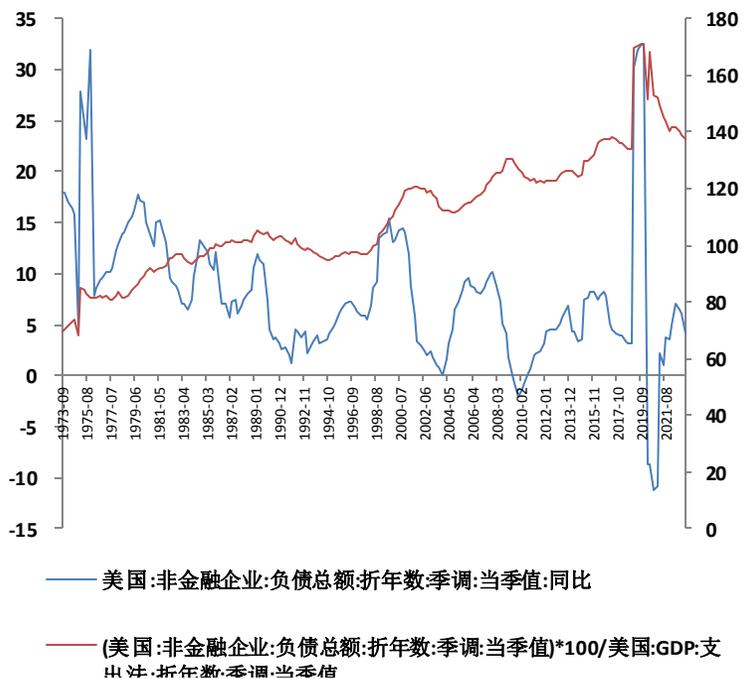


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

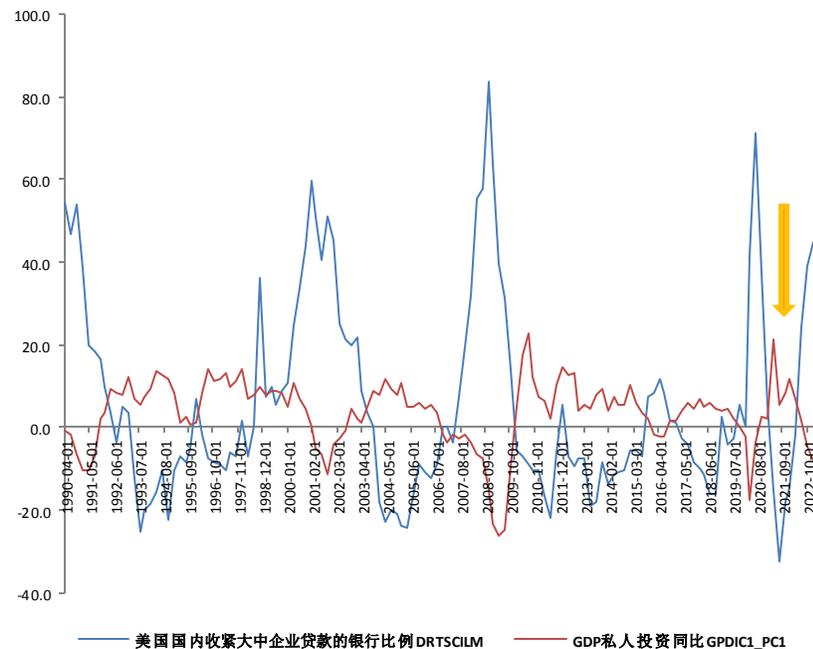
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

➤ 下半年非住宅投资跌幅有限，但也很难有明显增长。

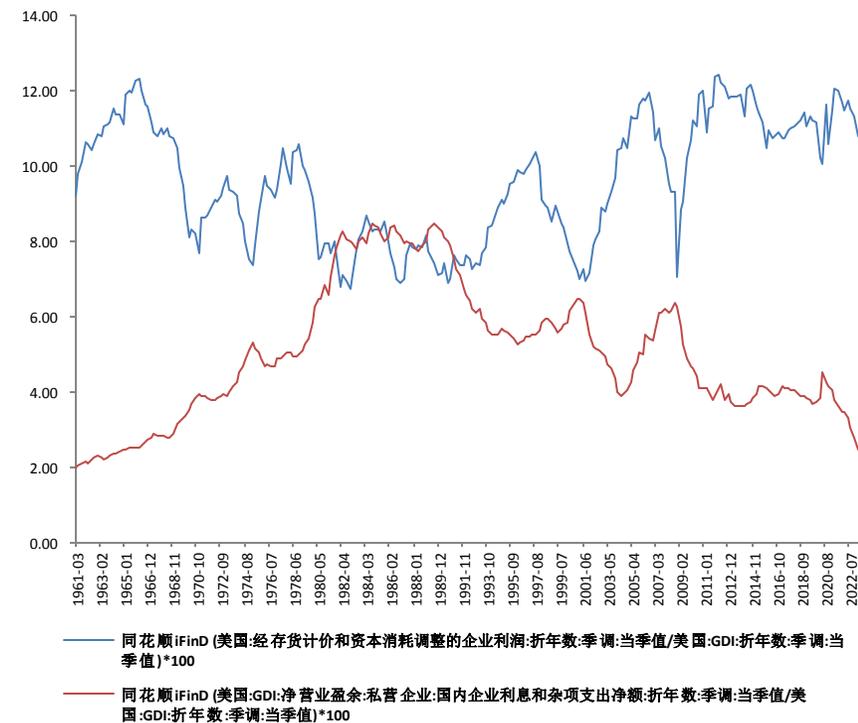
1. 企业部门杠杆高位，未来对利率敏感度远高于家庭部门。
2. 银行信贷从去年三季度开始收紧，目前继续维攀升。
3. 利率升高对**存量**企业贷款的影响是逐年显现的（如3~5年更新贷款利率），与08年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



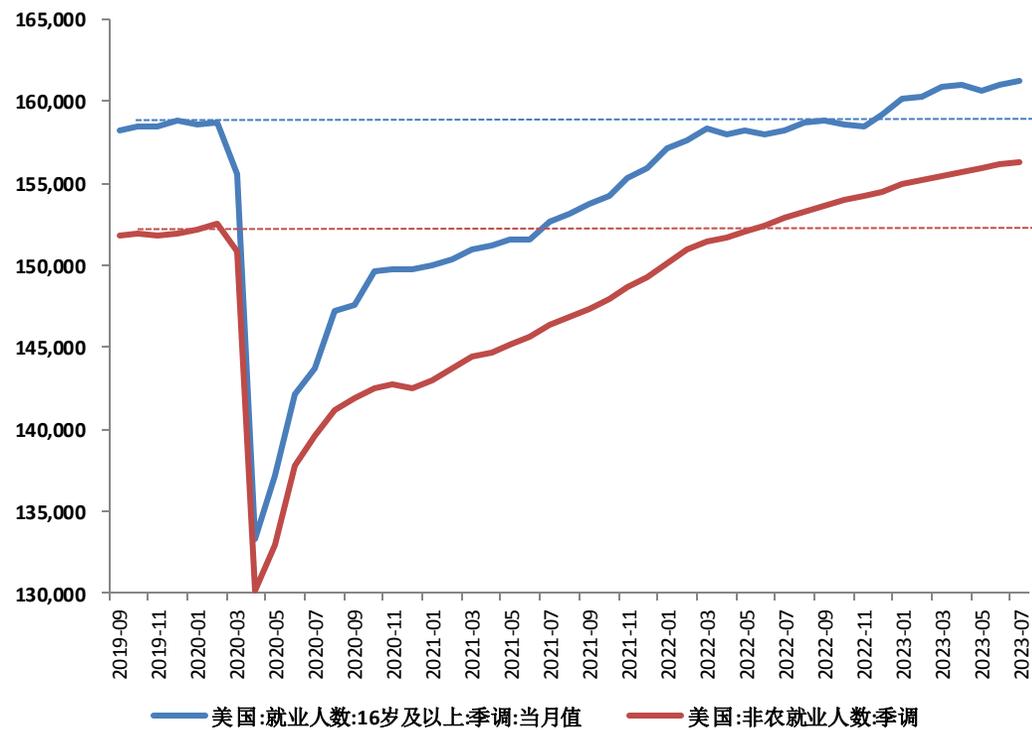
数据来源：Fred，东兴证券研究所



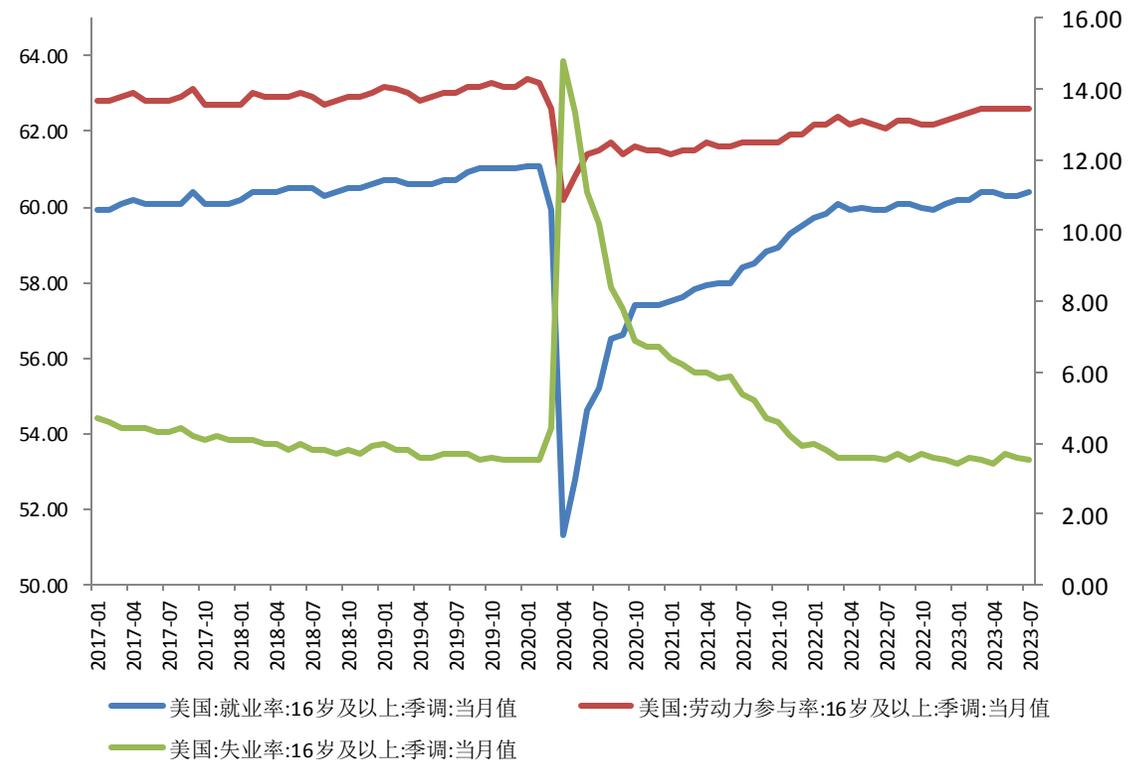
数据来源：Fred，东兴证券研究所

# 一、实体经济：美国就业紧绷程度下降

➤ 就业：劳动参与率在新平台迟迟没有继续恢复。



数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

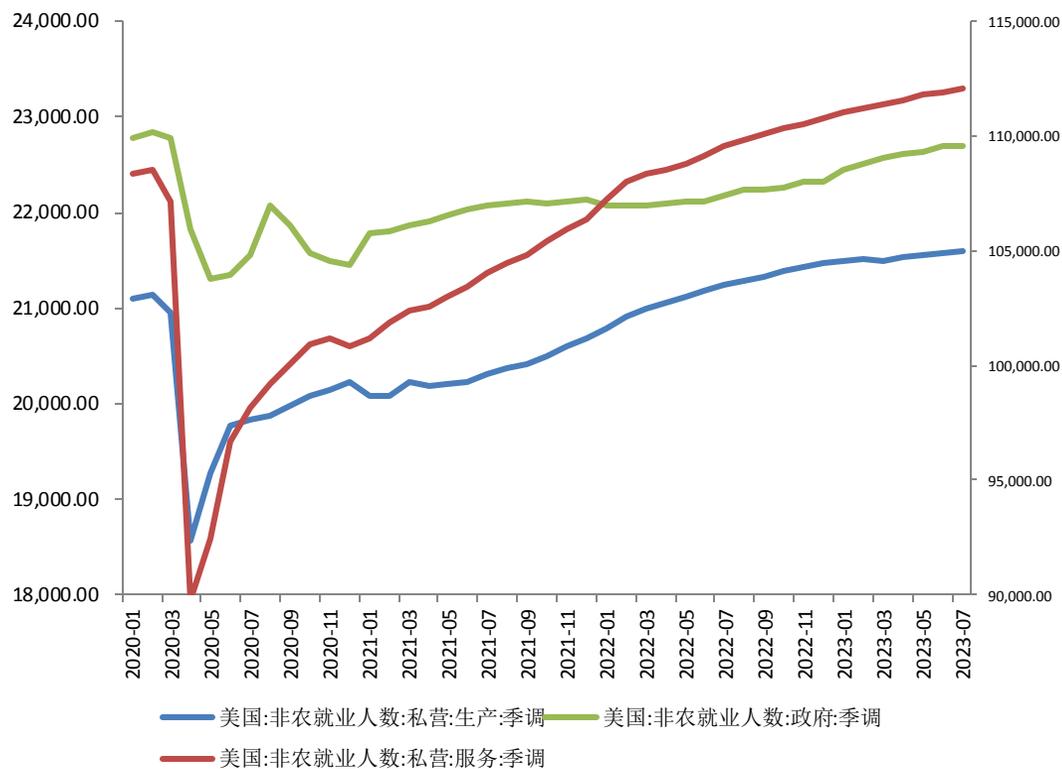


数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

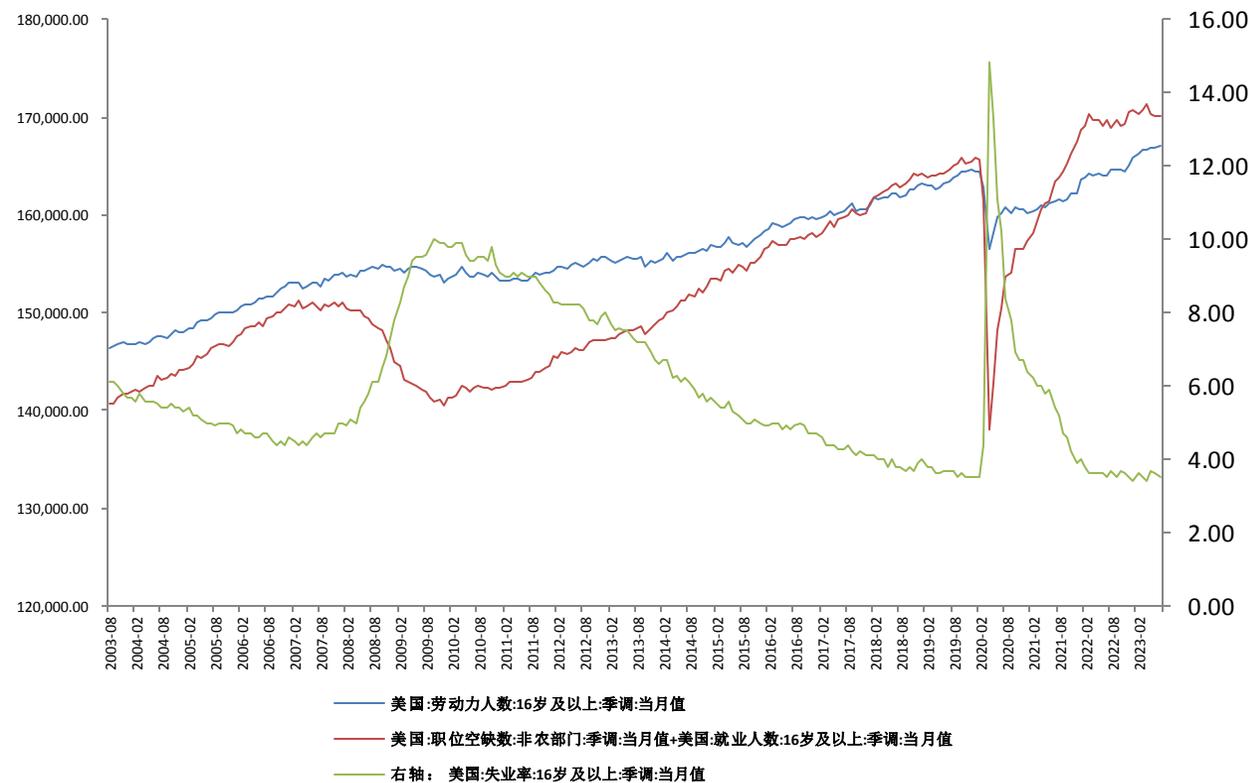
# 一、实体经济：美国就业紧绷程度下降

► 就业：非农数据质量连续3个月改变，不再普涨，三大恢复主力动能减弱。

1. 生产部门就业继续停滞，服务业稳步回升，政府部门恢复加速。
2. 岗位空缺数与就业供给的差距缩小。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：美国就业紧绷程度下降

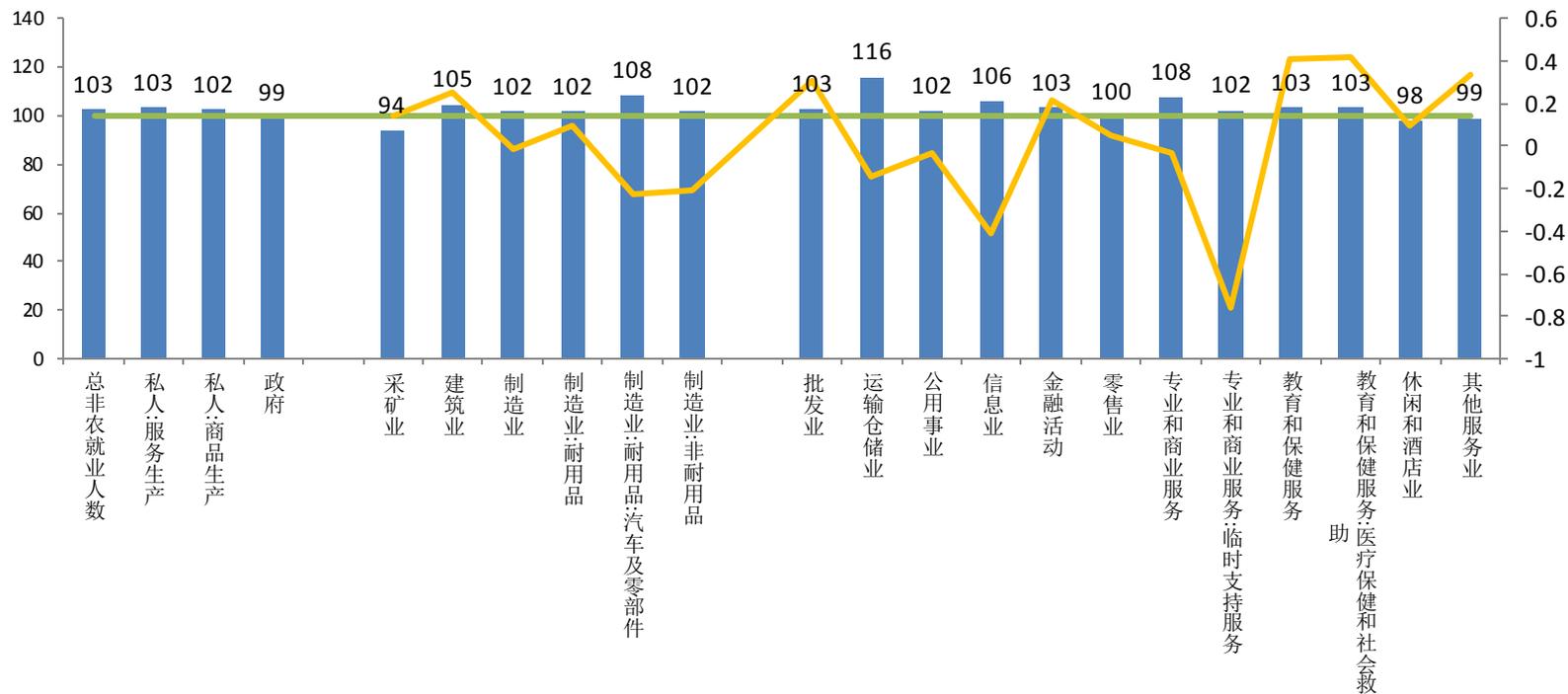
➤ 就业：非农数据质量连续3个月改变，不再普涨，三大恢复主力动能减弱。

3. 疫情管控导致的经济错位复苏，使得各行业恢复速度有明显差异。

恢复最快的行业：制造业和运输业、地产、科技行业。

较慢的行业：餐饮、酒店、地方政府。

4. 先期快速复苏的行业已明显减速或小幅回落，服务业三大主力恢复动能减弱（医疗依旧强劲，商业专业服务和餐饮减弱）。



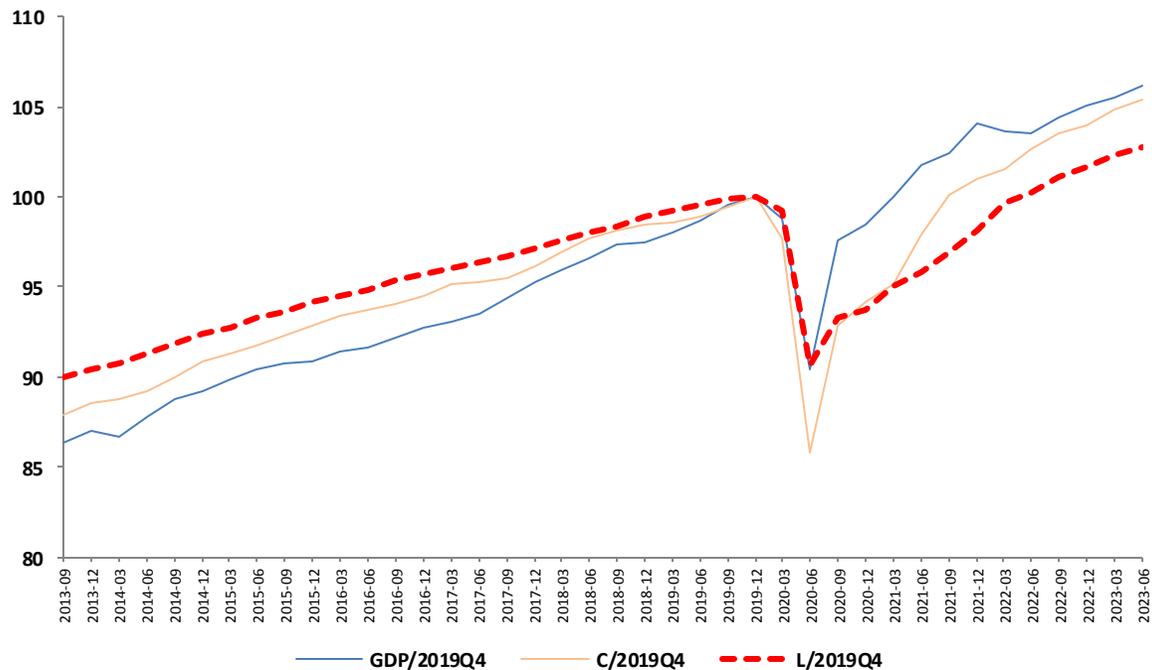
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

■ 2023年7月 ■ 100 ■ 7月新增变化 (右)

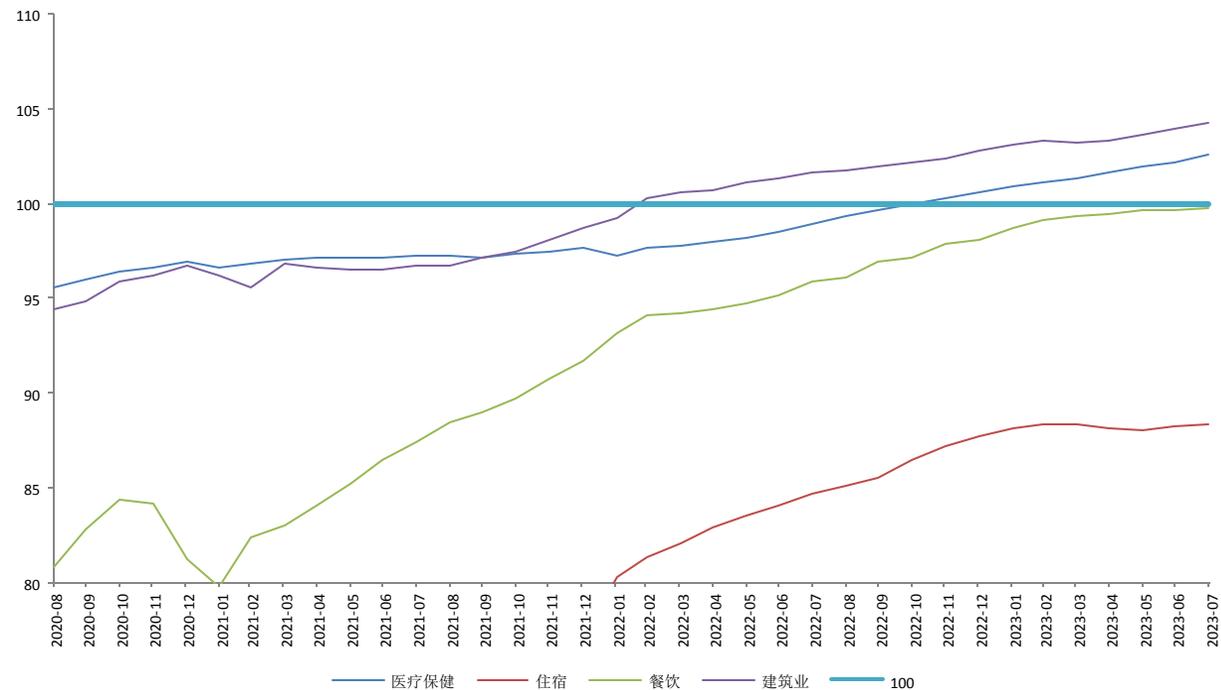
# 一、实体经济：美国就业紧绷程度下降

► 就业：非农数据质量连续3个月改变，不再普涨，三大恢复主力动能减弱。

5. 总量上，GDP和消费分别超过2019年四季度的5.3%、4.6%，而5月非农仅超过2.3%，差距明显。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：美国就业紧绷程度下降

➤ 错位复苏导致下半年美国经济陷入衰退的可能不大，衰退推迟。

1. 与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费v.s服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。

2. 服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。

数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 通胀与货币政策

## 二、通胀与货币政策：通胀高点已过，年末CPI同比缓慢回升至4~4.5%

我们从2020年始贯穿本轮疫情周期的通胀观点：

- **通胀维持高位的时间比美联储预期的要长。**

- 地产复苏抬升通胀中枢
- 疫情期间财政政策过于宽松
- 俄乌冲突延长通胀时间

- **通胀回落的幅度比美联储预期的要小。**

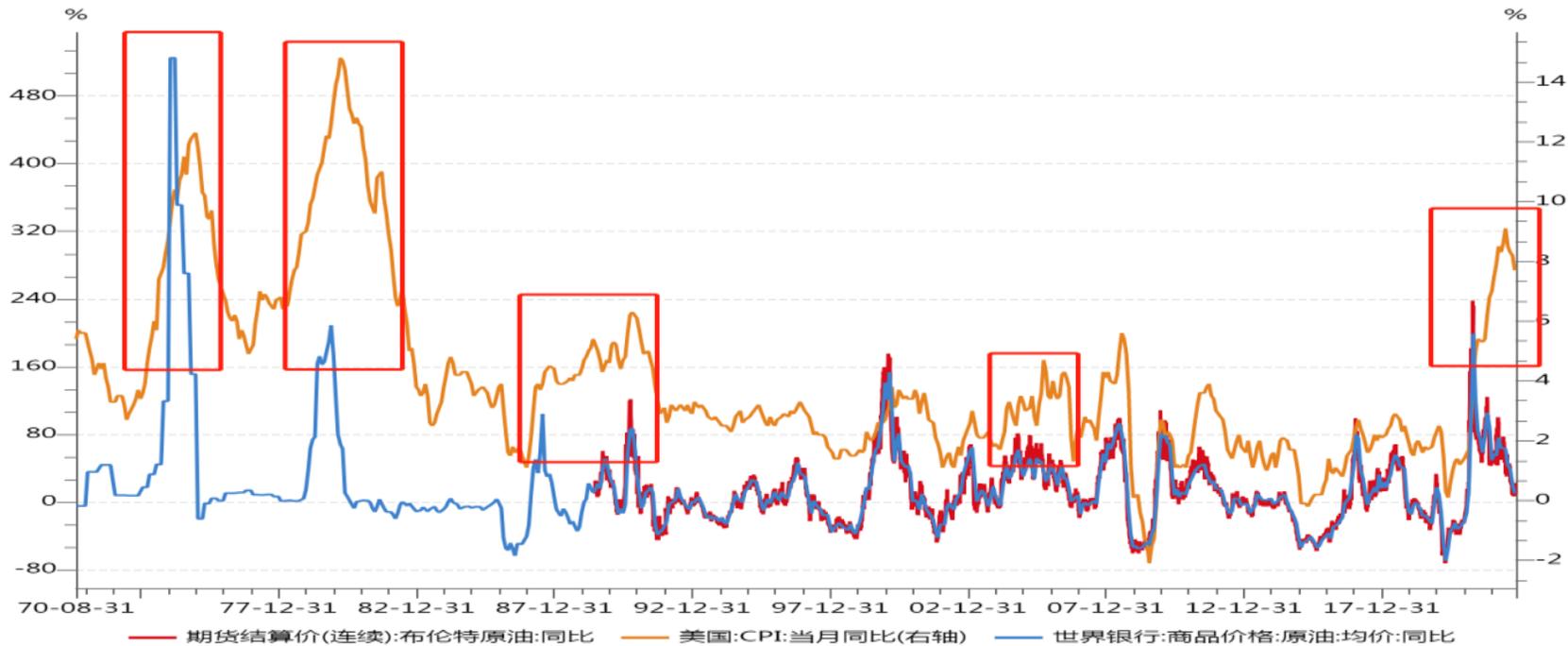
- 地产复苏抬升通胀中枢
- 薪资增速抬升人力成本
- 家庭部门债务负担轻，消费稳健

➤ 美联储在2020~2021年对通胀的错误判断是导致银行系统过度配债的原因之一。

## 二、通胀与货币政策：通胀高点已过，年末CPI同比缓慢回升至4~4.5%

➤ 通胀：从背景和触发缘由看，当前通胀形势为70年代的快进版。经济的易通缩体质消失，通胀中枢或抬升至2.5%。

1. 长期通缩环境导致财政货币政策的麻痹，容易过度宽松。
2. 油价高位。

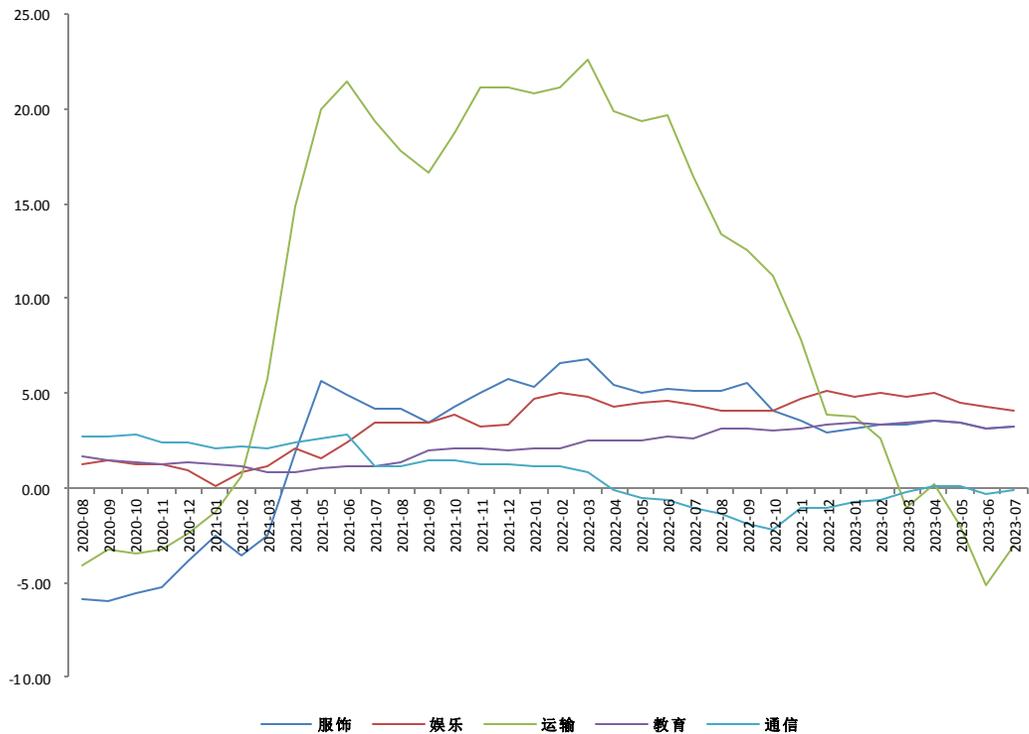


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：通胀高点已过，年末CPI同比缓慢回升至4~4.5%

➤ 基于基数效应，CPI同比6月见底，下半年基数效应消失，预计年末回升至4~4.5%附近。

1. 可选消费通胀同比已下降，非住宅核心CPI已明显回落。
2. 由于住宅分项落后领先指标1年，预计下半年住宅分项将最终显著回落，可部分对冲核心通胀和原油价格的粘性。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

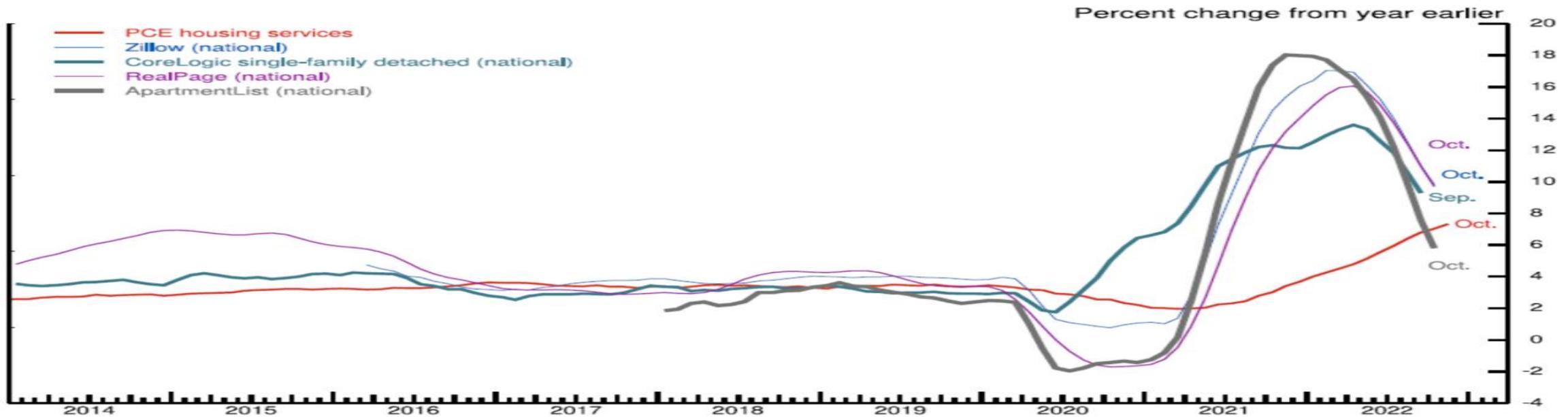


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：通胀高点已过，年末CPI同比缓慢回升至4~4.5%

➤ 基于基数效应，CPI同比6月见底，下半年基数效应消失，预计年末回升至4~4.5%附近。

1. 可选消费通胀同比已下降，非住宅核心CPI已明显回落。
2. 由于住宅分项落后领先指标1年，预计下半年住宅分项将最终显著回落，可部分对冲核心通胀和原油价格的粘性。

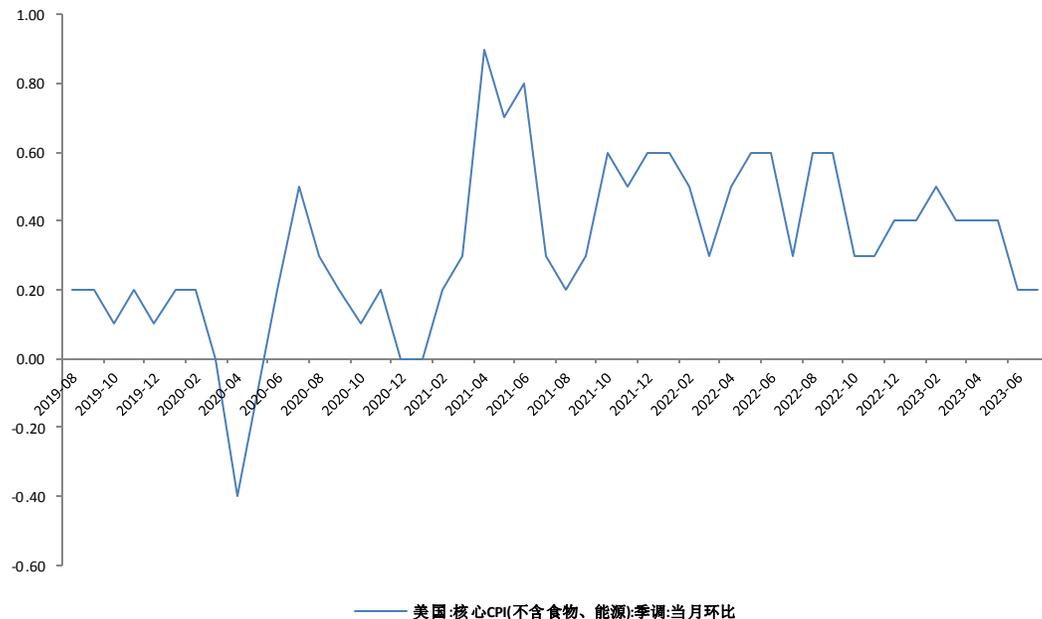


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

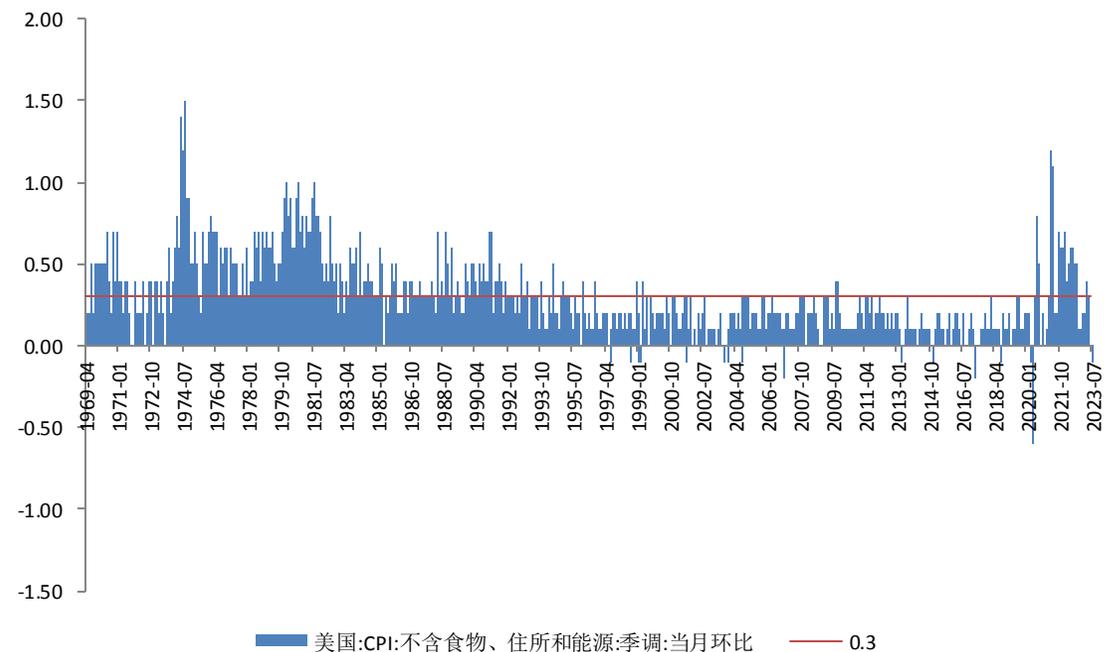
## 二、通胀与货币政策：通胀高点已过，年末CPI同比缓慢回升至4~4.5%

➤ 基于基数效应，CPI同比6月见底，下半年基数效应消失，预计年末回升至4~4.5%附近。

1. 从去年12月至5月，核心环比通胀没有下降，需降至0.3以下才可看到加息停止的可能：环比已连续2个月处于0.3以下。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

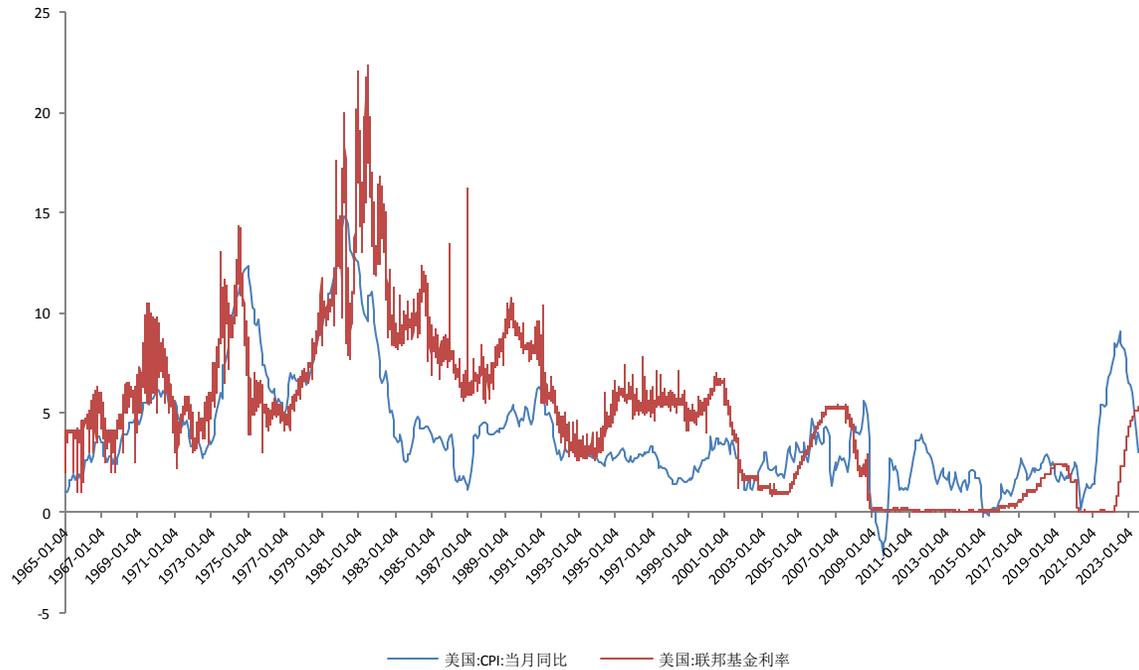


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：加息接近阶段尾声，降息太早。

➤ 经济短期可以承受较高利率水平。

1. 非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要2~3年才能显现。
2. 家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。
3. 劳动力紧绷仍需数月。
4. 短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过5.25%衰退风险加大的观点。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：加息接近尾声，降息太早。

➤ 短端利率结构改善，可承受进一步小幅加息；9月加息必要性下降。

5. 1年期国债利率已回到FFR上方，短端利差倒挂结束，利率结构部分改善。同时，FFR利率在最近两个月中表现非常平稳，并未再次出现3月异常波动情况。这表明市场可承受未来的小幅加息。。
6. 核心CPI环比已跌落0.4%的平台，9月加息必要性下降。



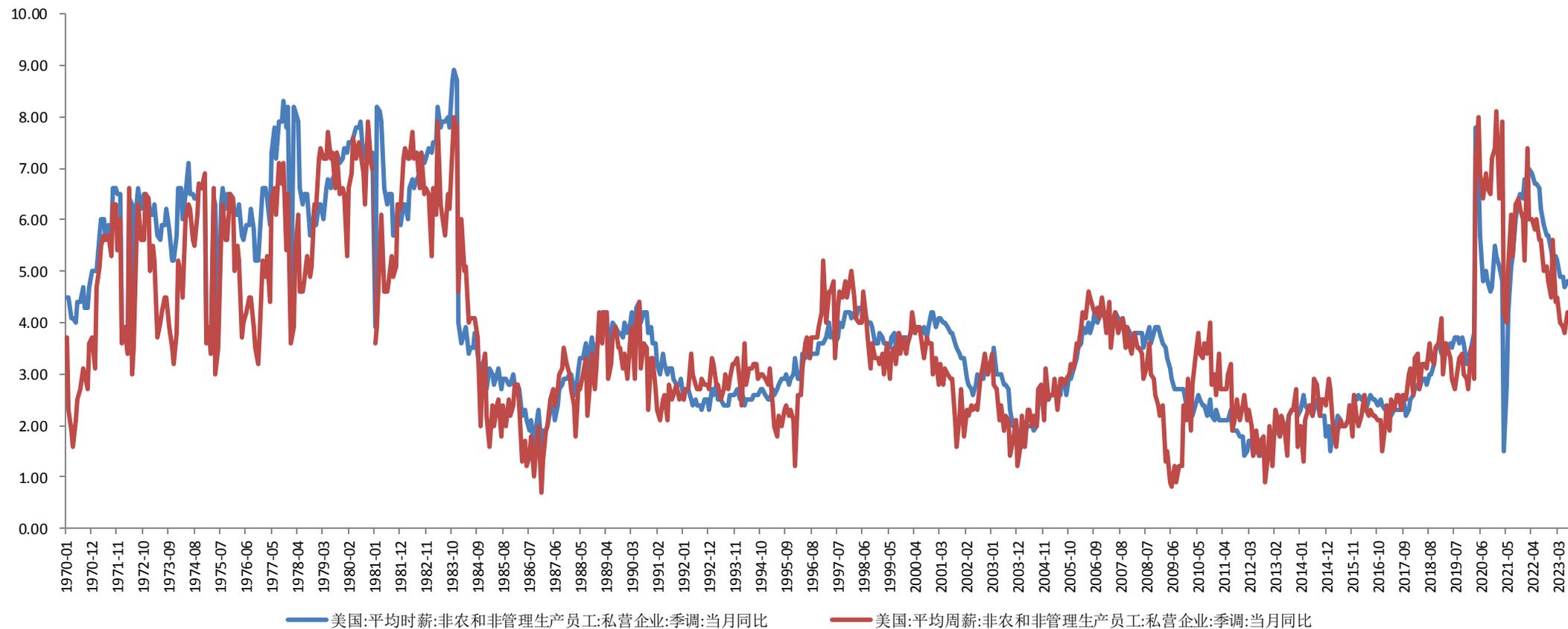
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：加息接近尾声，降息太早。

### ➤ 降息太早。

7. 时薪至少需要稳定的回落至4%附近。

8. 降息最早在四季度末开始考虑。

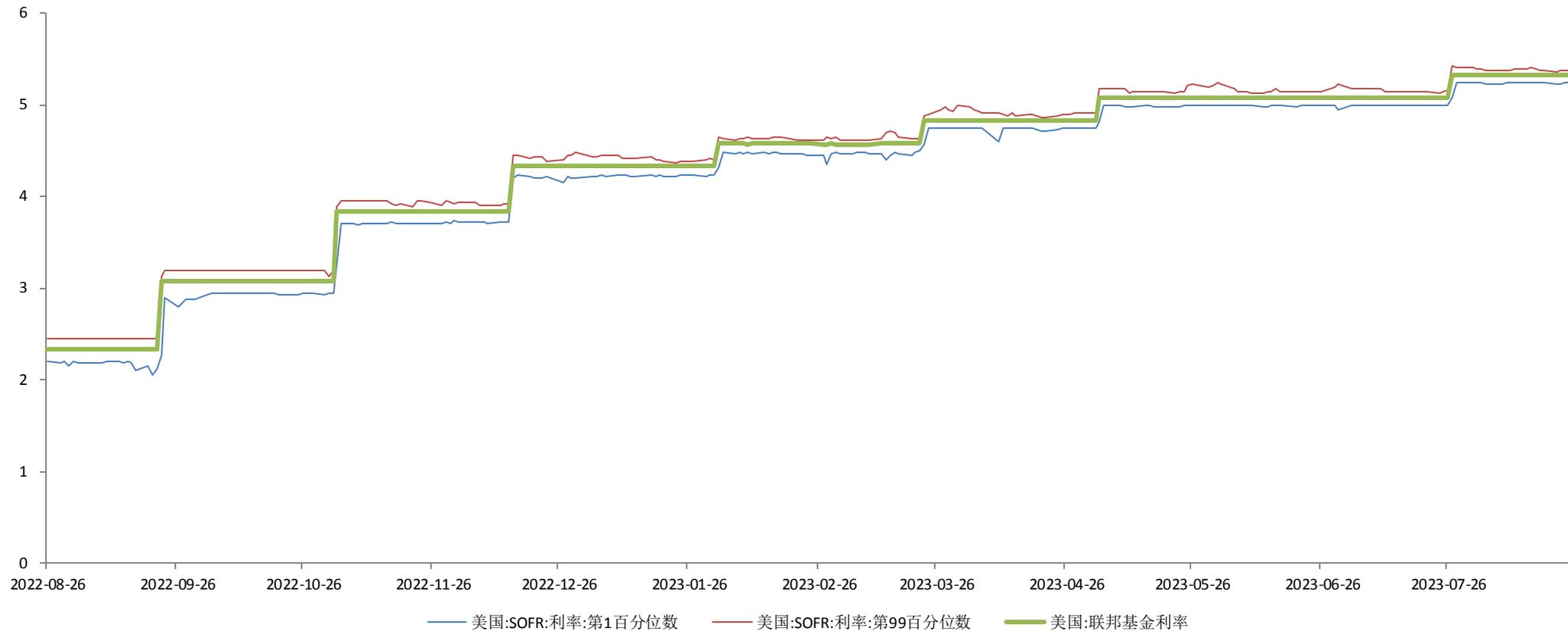


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：加息接近阶段尾声，降息太早。

➤ 下半年继续加息，政策利率高于5.25%的时间不会太长。

9. 短期流动性开始出现波动，08年以后过度的短期流动性充裕局面终结。

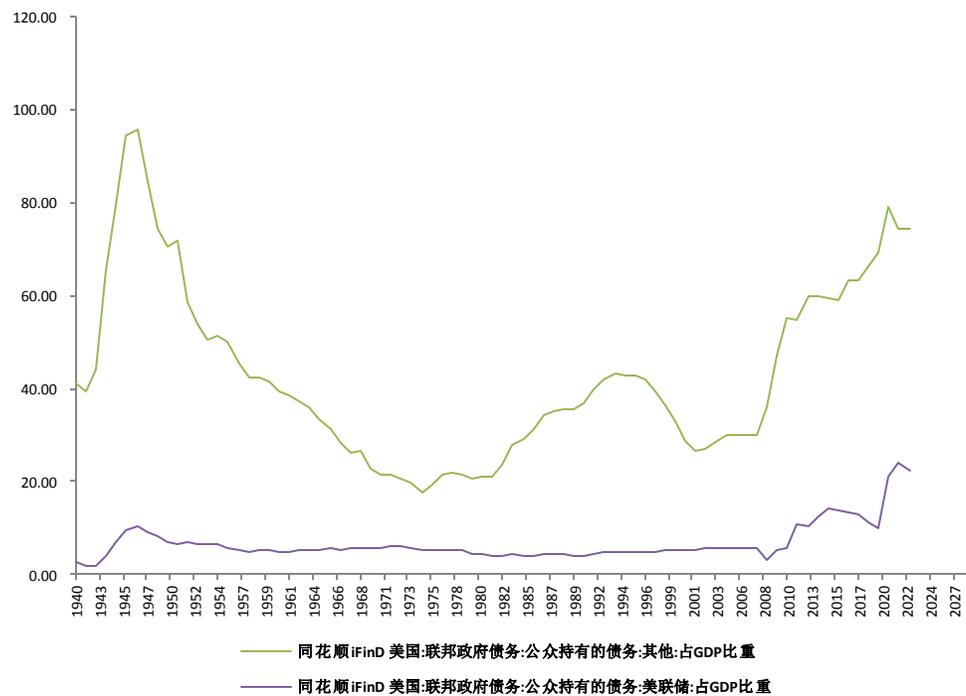


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

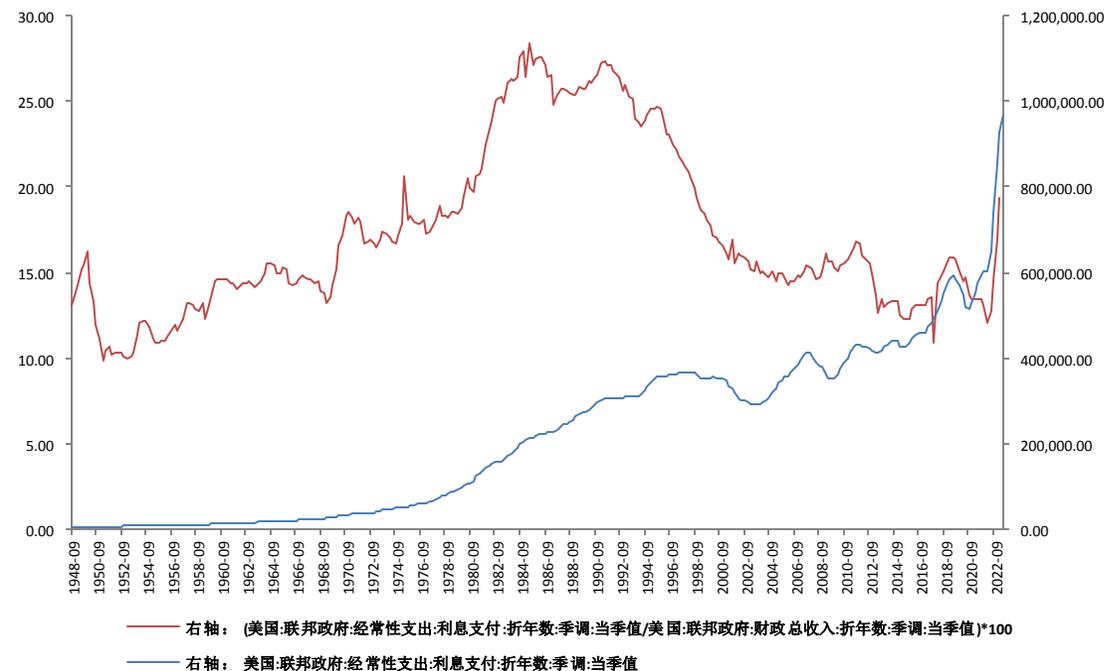
## 二、通胀与货币政策：加息接近阶段尾声，降息太早。

➤ 联邦政府债务水平已达到二战时期，利息负担压力增加。

7. 2023年一季度联邦利息支出占收入19.3%，处于历史高位。



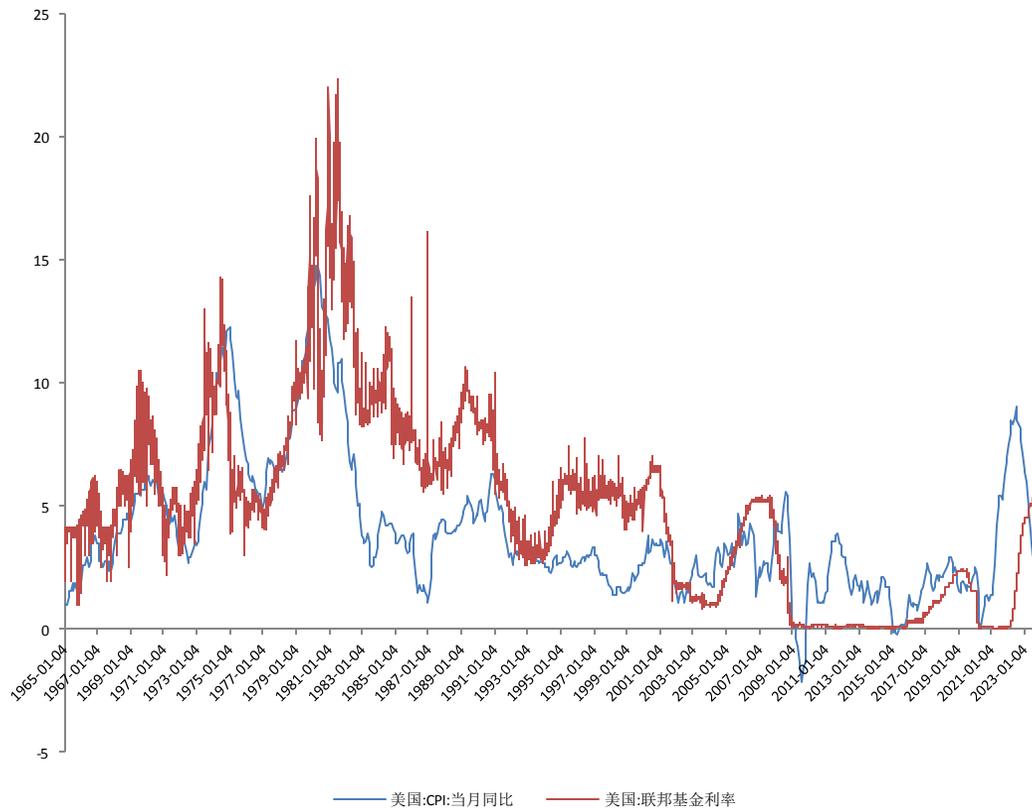
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



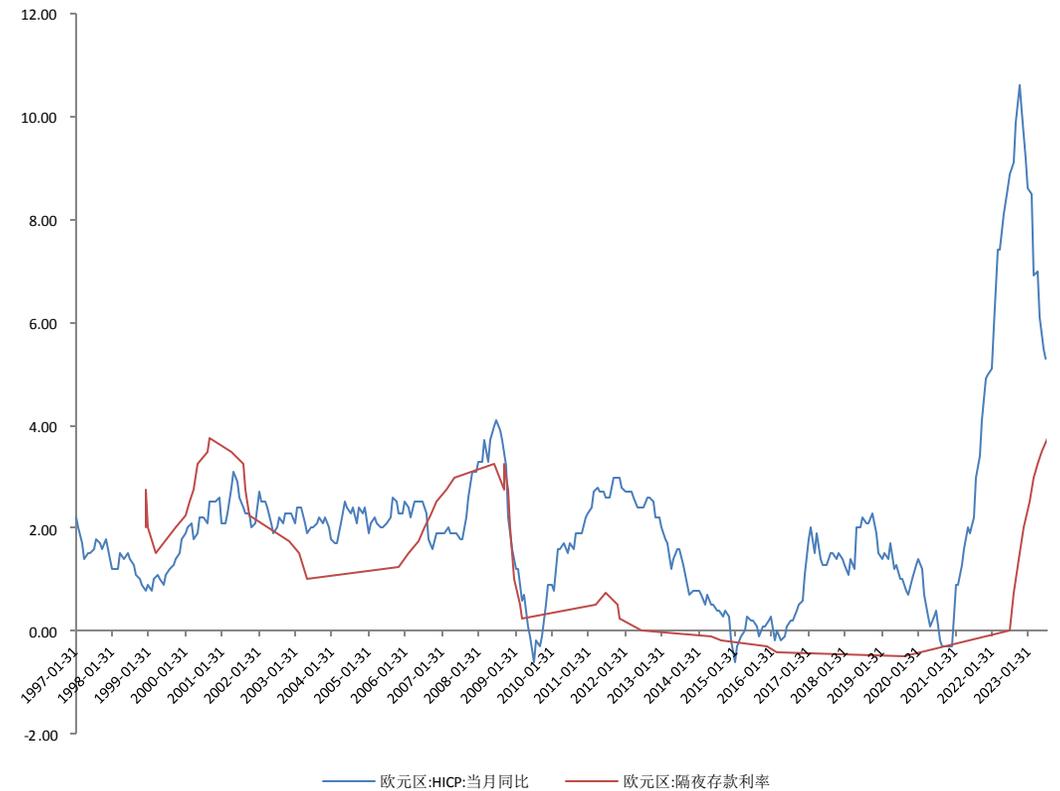
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 二、通胀与货币政策：加息接近尾声，降息太早。

➤ 欧洲加息必要性远高于美国。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



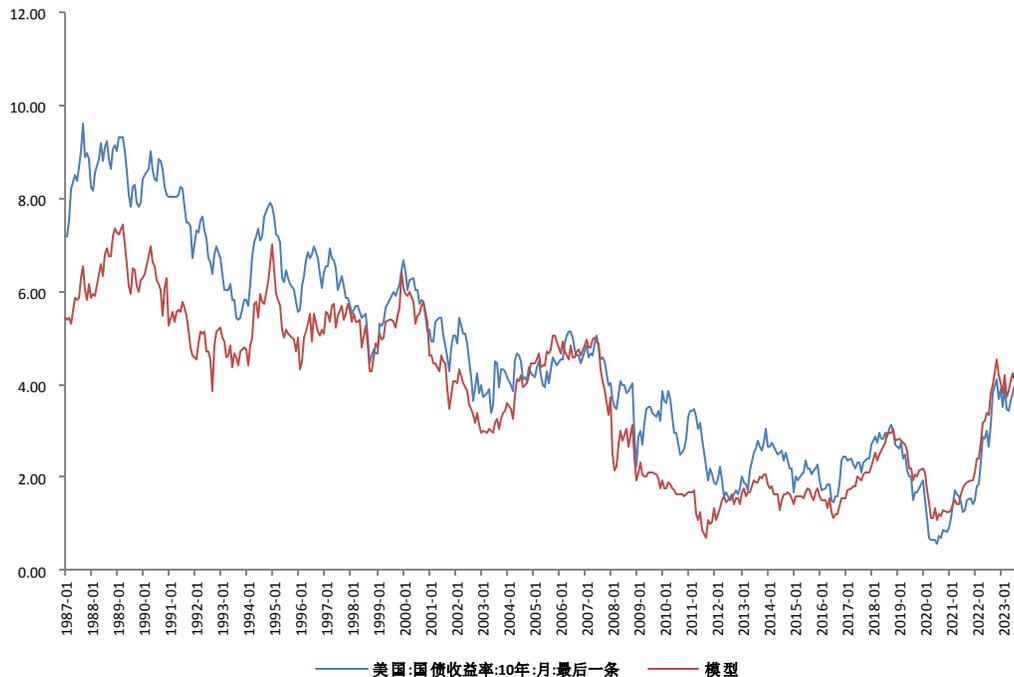
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 资本市场

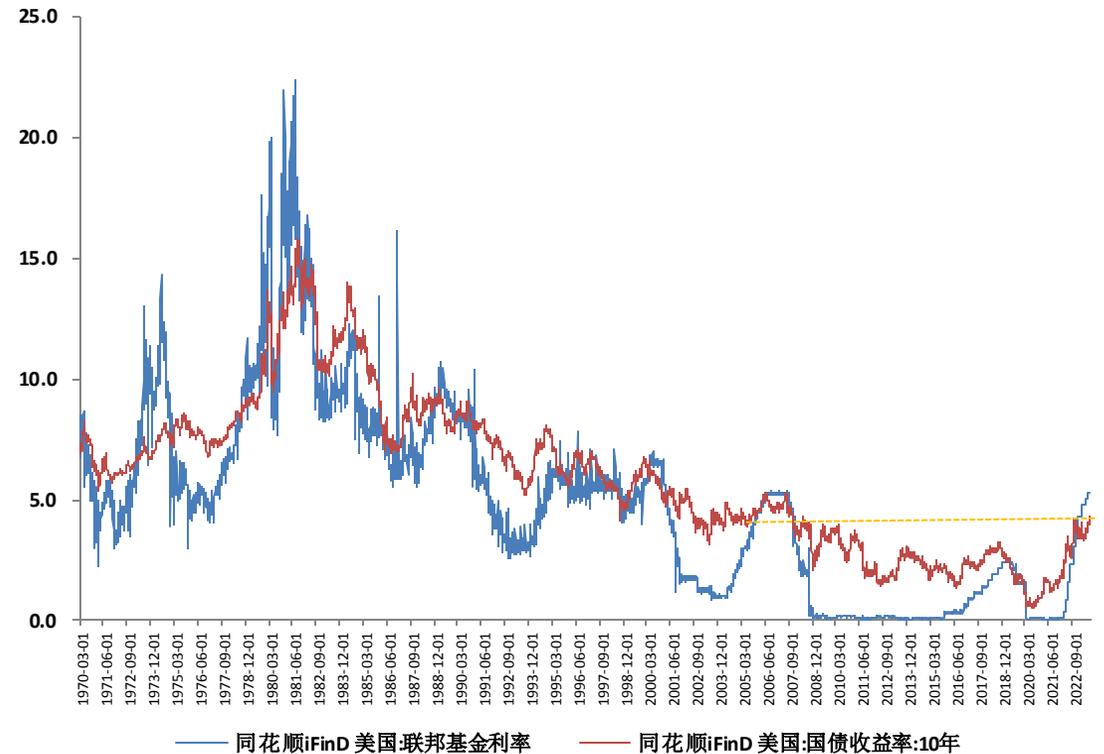
- 利率            美十债上限上调至4.4~4.65%。
- 美股            年内衰退风险不大，股市短期风险不大。  
                    长期泡沫再次出现，长期维持中性。
- 美元            由于美联储继续加息，在加息完成前，美元指数将保持相对强势。

# 三、资本市场：利率

1. 上调美国十年期国债利率上限至4.4~4.65%。
2. 随着通胀上移，利率结构恢复至次贷危机之前亦在合理范围之内。
3. 若加息至5.75+，则短债优于美股指数。



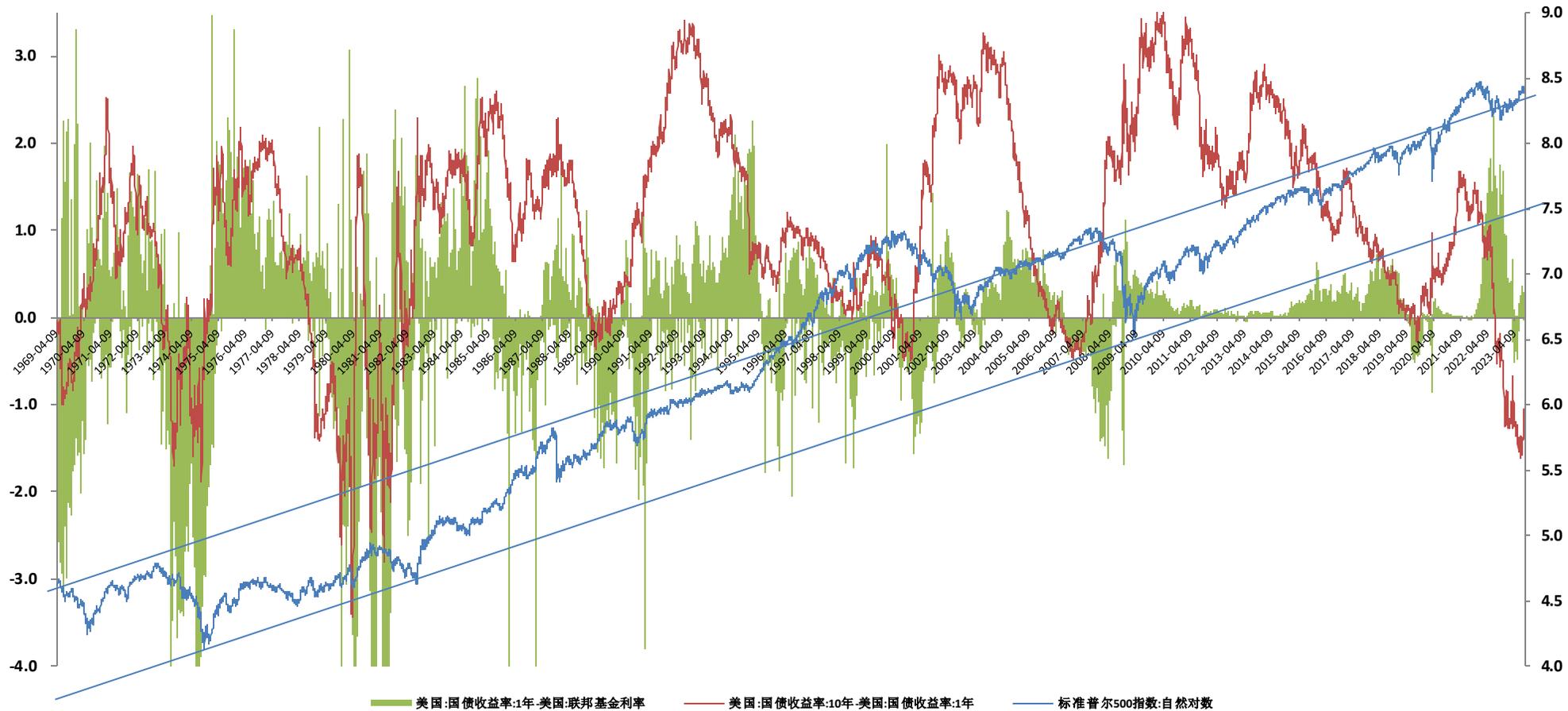
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

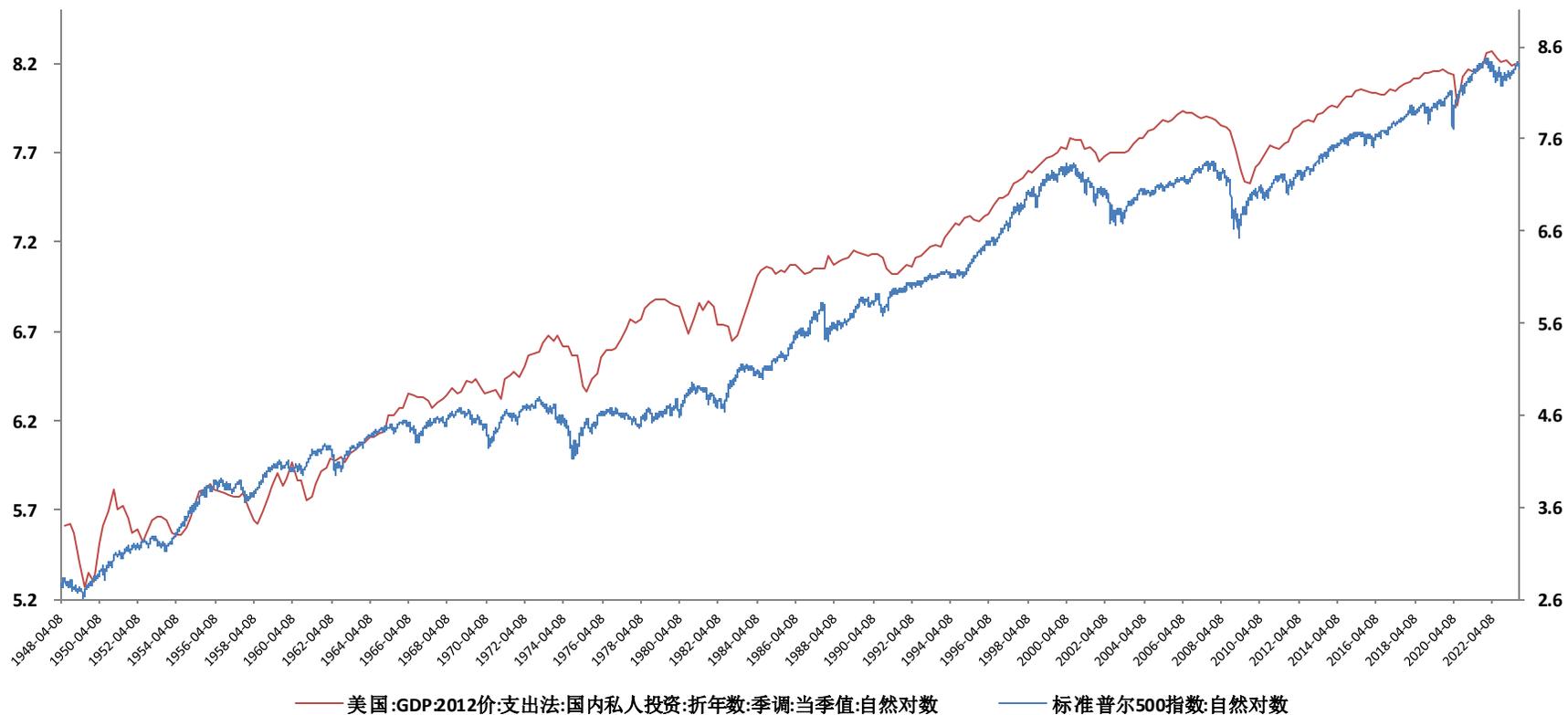
# 三、资本市场：美股

1. 年内经济衰退风险不大，股市三季度风险不大。
2. 长期泡沫再次出现，类似1997-2000年科技泡沫时期，长期仍维持中性。



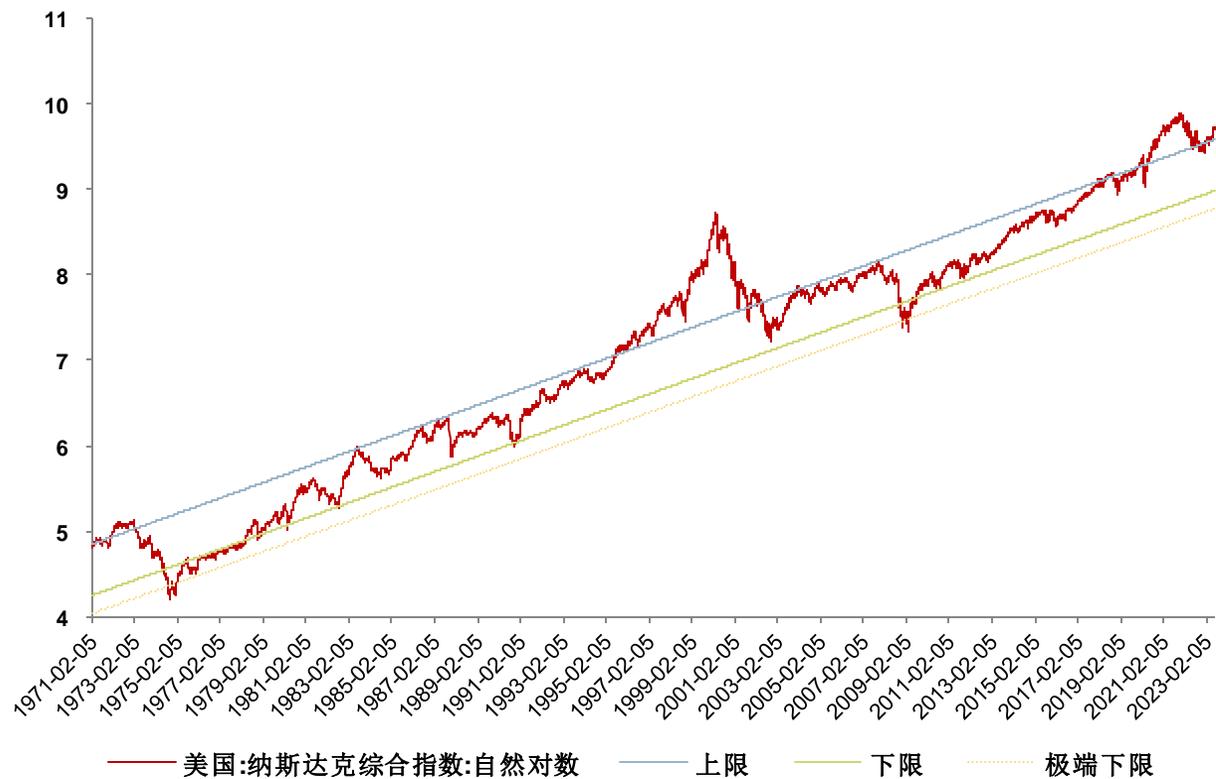
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 1. 年内经济衰退风险不大，股市三季度风险不大。

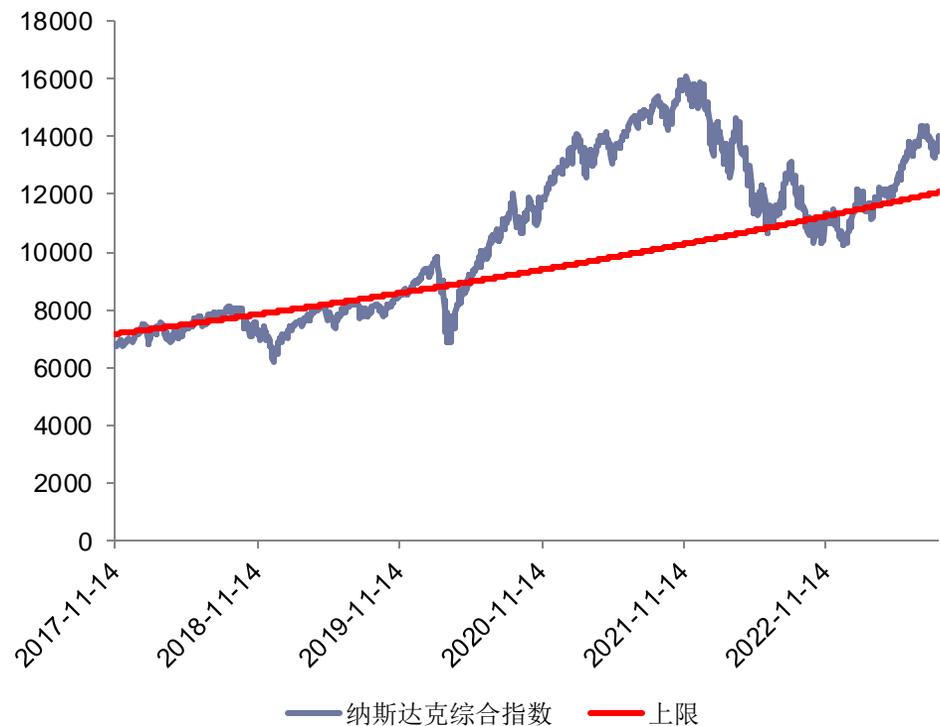


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 趋势性泡沫再次出现，长期仍维持中性。



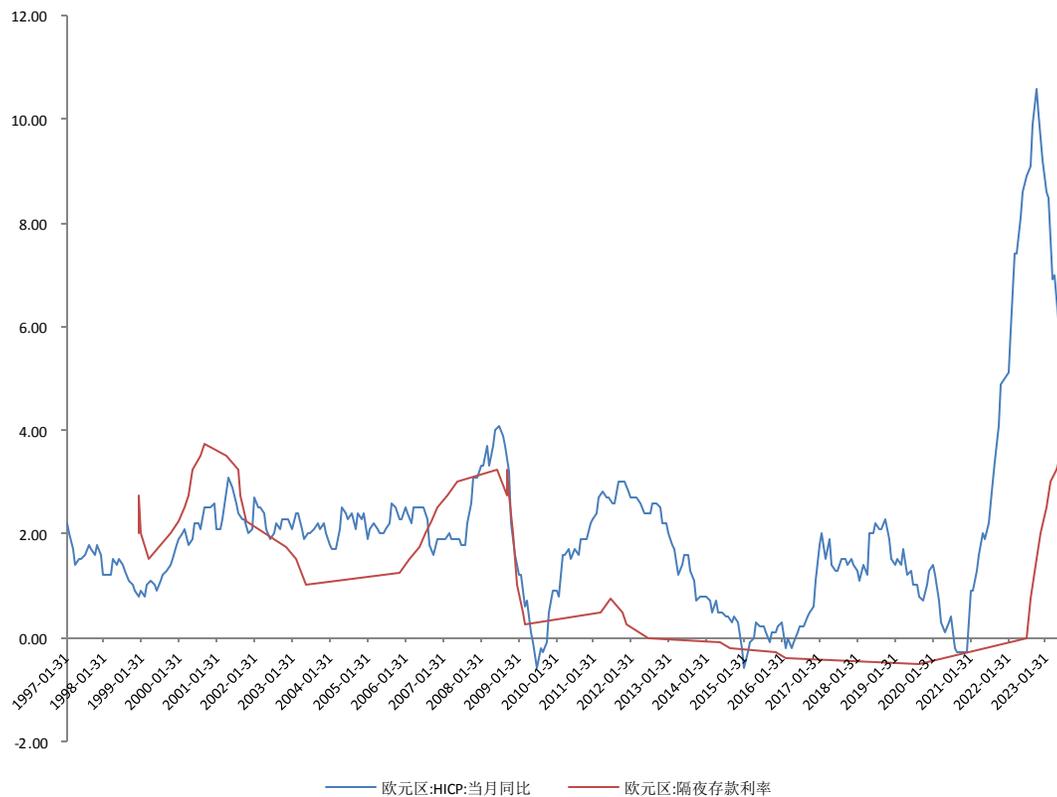
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



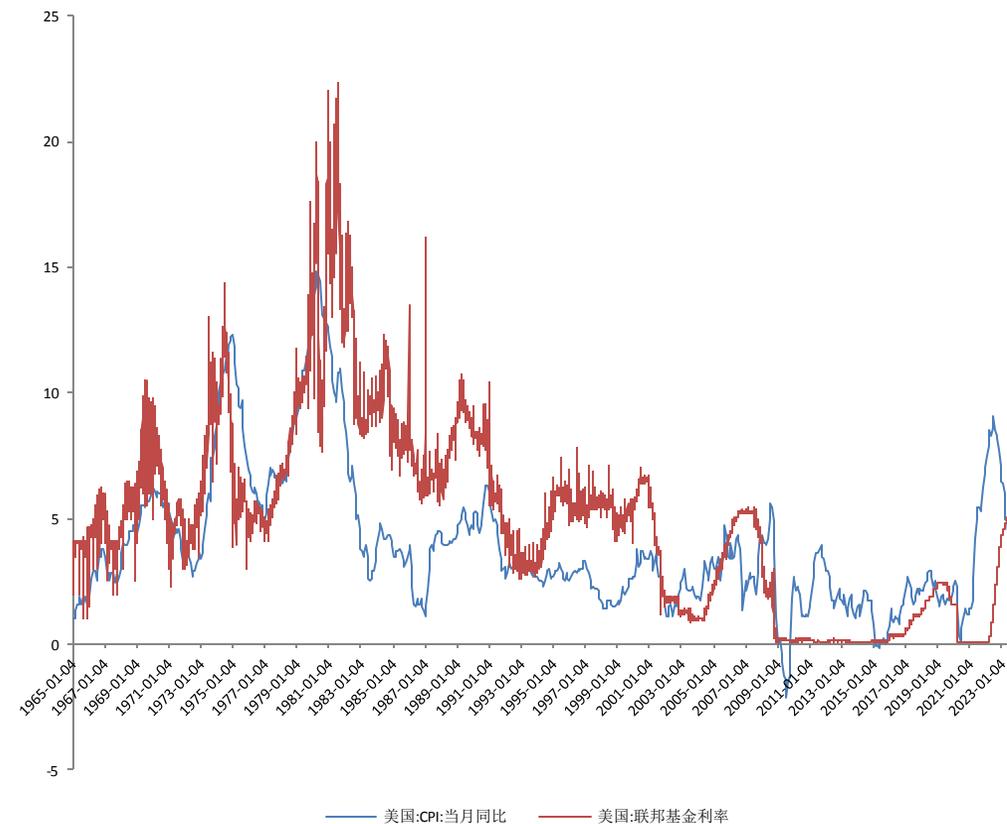
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 三、资本市场：美元

➤ 由于美联储继续加息，在加息完成前，美元指数将保持相对强势。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

欧美去年经济恢复的形势给国内在疫情管控结束后经济复苏有以下几点启示。

1. 我们超额储蓄的形成原因与欧美不同：后者通过发钱获得，我们通过减少支出获得，对疫情管控放开后的短期效应不及欧美合理。
2. 欧美疫情管控结束对服务业恢复的可持续性远超2021年底的市场预期，表明经济活动正常化的长期效应持久并具有韧性。

全球通胀超预期导致全球衰退。

## 分析师简介

康明怡, S1480519090001

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。

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。

# 感谢观看，欢迎交流

## 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

东兴宏观

2023年9月13日