

2022 年 11 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

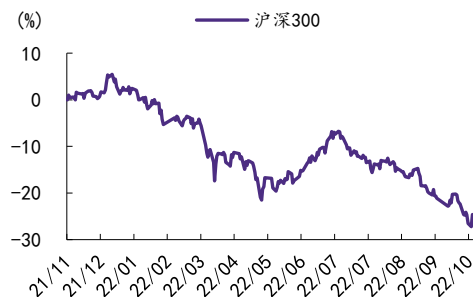
美国加息与衰退最后的博弈

—宏观专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《从量价结构拆解出口韧性》
2022-09-08
- 2、《华鑫证券*宏观报告*宏观深度报告：美国衰退：多远多深影响多大？*20220804*谭倩》
- 3、《华鑫证券*宏观报告*宏观专题报告：本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望*20220416*谭倩》

美国经济成色如何？

三季度美国经济回暖但预期偏弱：商品消费依然保持负值，服务消费的贡献减缓；投资在三季度房地产的拖累下继续走负，但设备投资有所回暖；出口上行进口下行，三季度美国净出口对 GDP 环比拉动 2.77%，是主要贡献项。

经济韧性持续多久？

美国经济韧性在出口和消费的支撑仍会在四季度保持，但随着支撑因素的消退，经济韧性预计也会在 2023 年开始减弱。

消费：当前虽然仍有部分疫情超额储蓄余额，但是基本集中在前 50%财富的家庭手中，难以转化成消费，且消费的韧性与美联储抗通胀的目标相违背，消费韧性的支撑不足。

投资：私人投资走势则是跟房价走势十分相关，预计 11 月房贷利率触顶之后，房价将延续下行趋势至 2024 年，带动投资增速的下行。

出口：四季度能源危机和美元的支撑下出口仍会走早，但在 2023 年将会面对优势减弱的情况。

综合来看，美国经济在四季度仍会有一定韧性，但在 2023 年将会开始逐步减弱。

美国衰退何时出现？

从经济指标来看，美国 Markit 制造业 PMI 回落到荣枯线之下，科技企业裁员也预示着就业市场疲态显现。从衰退指标来看，三大利差均进入倒挂区间；通胀失业差仍处在高位；铜油比再度下行，均说明当前美国衰退风险仍高。

从时点上看，三大衰退信号均指向最快 2023 年一季度衰退，而经济指标则表明 2023 年一季度末经济进入衰退的可能性较大，后续需要关注的几个重要指标：PMI 是否破 50，铜油比是否继续下行跌破 50%，失业率是否开始上升，以此来进一步验证我们对于衰退时间点的判断。

对市场影响几何？

对于美债和美元来说，市场当前正处在拐点前的博弈阶段，美元在衰退确认前仍会持续强势，美债也在当前强加息的支撑下仍有再次冲击 4%的可能，但后期衰退交易将逐渐占据上

风。

美股则是迎来了从杀估值到杀业绩的转换，从历史经验来看，每次美联储政策转向开始降息，平均 14 个月之后美股才能触底，平均跌幅 25%，当前美股更多是超跌反弹，反转远未到来。

■ 风险提示

欧美衰退加速兑现，地缘政治风险再起

正文目录

1、 美国经济成色如何？	5
1.1、 商品消费下行，服务消费放缓	5
1.2、 房产拖累投资下行	7
1.3、 净出口支撑加强	8
2、 经济韧性持续多久？	9
2.1、 消费韧性将逐步走低	9
2.2、 房价下行拖累投资	12
2.3、 四季度出口仍有支撑	14
3、 美国衰退还有多远？	15
3.1、 经济疲态开始显现	15
3.2、 衰退信号进一步强化	16
4、 对市场影响有多大？	18
5、 风险提示	20

图表目录

图表 1：消费对于 GDP 的拉动进一步减弱	5
图表 2：机动车是耐用品中最大的拖累项（%）	6
图表 3：除医疗以外其他服务项均出现了下行（%）	7
图表 4：房地产是三季度投资中最大的拖累	8
图表 5：出口增长和进口的减弱造成净出口的回升（%）	9
图表 6：美国家庭资产分布情况（百万美元）	10
图表 7：美国家庭负债分布情况（百万美元）	10
图表 8：美国超额储蓄大部分都在前 50% 家庭中（十亿美元）	11
图表 9：消费差值来看，服务消费仍未能回到正常曲线（十亿美元）	12
图表 10：房价和美国房贷利率有 11-14 个月的时差	13
图表 11：私人投资的走势与房价走势基本一致	13
图表 12：美国房贷利率主要由 10 年国债收益决定（%）	14
图表 13：美国能源出口增速处在新的历史峰值	14
图表 14：MarkitPMI 在疫情后再次进入到不景气区间（%）	15
图表 15：layoff 显示三季度裁员的科技企业开始变多	16
图表 16：三大美债利差进入到同步倒挂（%）	17
图表 17：就业通胀比依然维持在高位	17
图表 18：铜油比再次出现了下行趋势	18
图表 19：铜价的持续下跌再次推动了铜油比的走低	18

图表 20: CME 对于加息预期均低于 50% 19

图表 21: 历史经验来看降息之后美股仍有一段跌幅 20

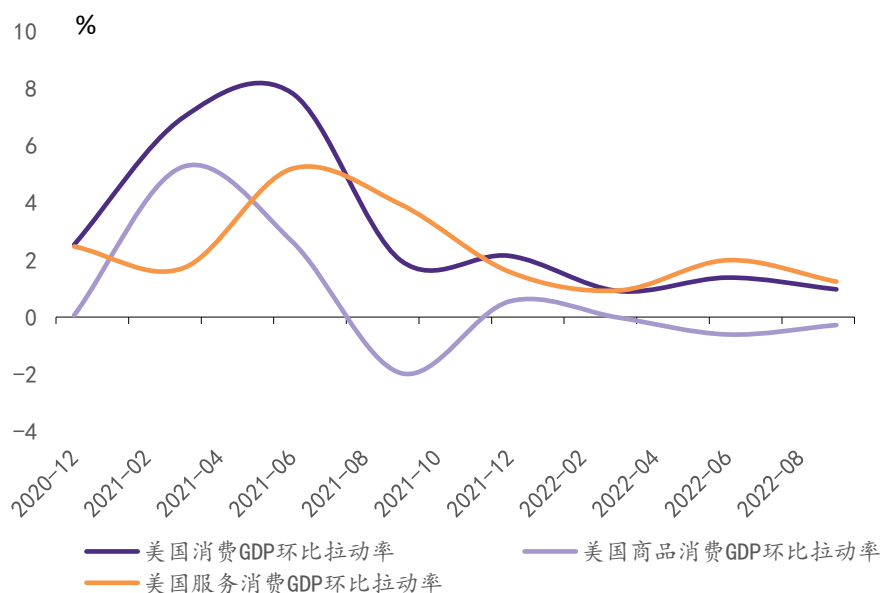
1、美国经济成色如何？

10月27日，美国经济分析局公布了三季度经济数据，GDP环比折年率录得2.6%，高于预期的2.4%、也同样高于二季度的-0.6%。主要分项中，私人消费环比由2%下滑至1.4%，对GDP环比贡献0.97个百分点；私人投资对GDP环比拖累1.59个百分点；政府支出的环比贡献分别为0.42个百分点，净出口对GDP贡献达到了2.77个百分点，是主要的贡献项。

1.1、商品消费下行，服务消费放缓

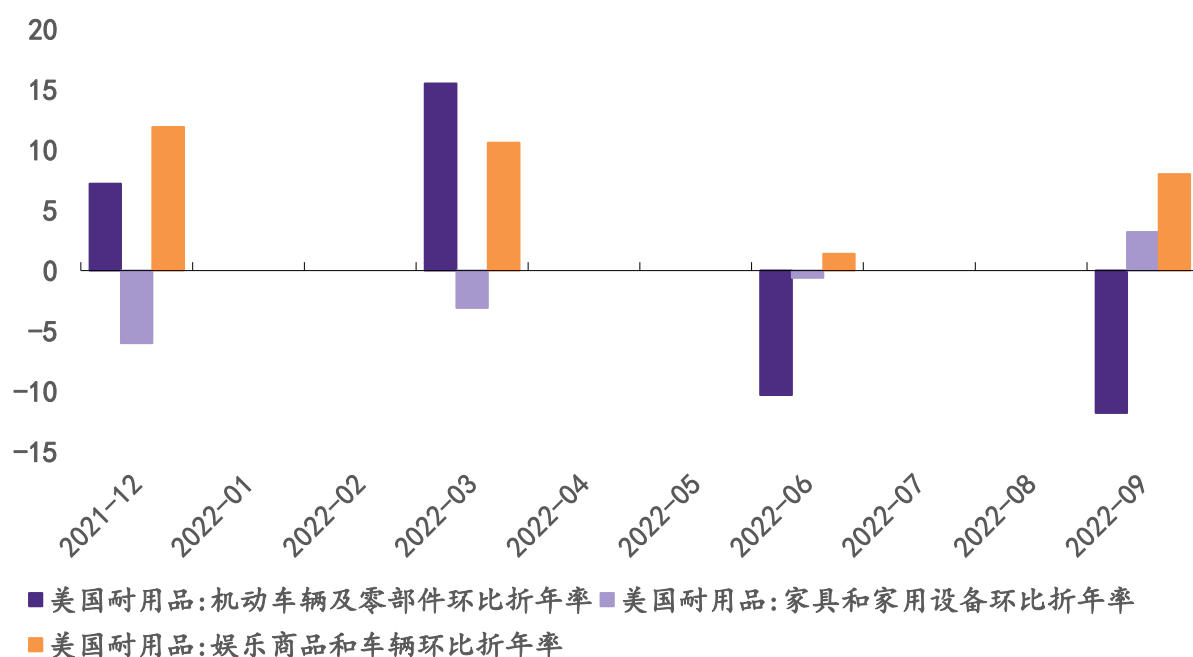
从消费的角度来说，美国居民消费出现了商品消费的持续走负和服务消费的同步降温，个人消费对与经济的贡献减弱。美国三季度个人消费支出环比折年率1.4%，低于前值的2%：商品和服务对个人消费环比折年率的贡献分别为-0.4%和1.82%，二季度为-0.9%和2.94%。从分项来看，商品消费延续了负增长的态势，但是降幅有所收窄，其中耐用品环比折年率-0.8%，非耐用品环比折年率-1.4%，均好于前值的-2.8%和-2.5%。耐用品消费中，汽车及汽车零件是最大的拖累项：三季度环比折年率-11.8%，对个人消费环比折年率贡献-0.52个百分点。家具和家用设备三季度环比折年率3.2%，娱乐相关消费环比折年率8%，分别贡献了0.1和0.29个百分点。

图表1：消费对于GDP的拉动进一步减弱



资料来源：Wind，华鑫证券研究

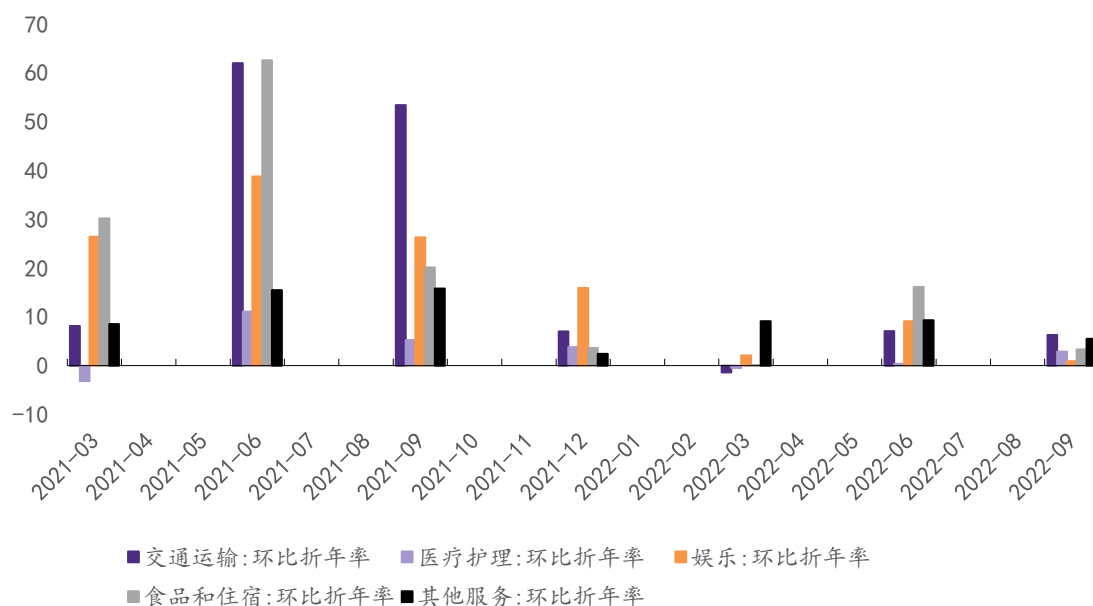
图表 2：机动车是耐用品中最大的拖累项（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

总体来看，服务消费虽然依然维持正增长，但是增速有所放缓，三季度环比折年率录得+2.8%，前值+4.6%。从具体分项来看，美国消费者的服务消费可以分为必需和可选。其中家庭经营以及金融服务就是属于必需消费，所以变动幅度较小（环比变动往往在 1%以内）。而食宿、娱乐、交通运输服务和医疗等服务消费则更具弹性，可以很好反映出需求的变化。其中娱乐以及食宿服务出现了较大幅度的回落，环比折年率分别从上季度的 9.1% 和 16.1% 下降至三季度的 0.9% 和 3.3%，交通出行服务消费在能源价格下行的影响下出现了微降，环比折年率从 7.1% 下降至 6.3%。医疗服务是可选服务中唯一的增长项，环比折年率从 0.4% 上升至 2.9%。

图表 3：除医疗以外其他服务项均出现了下行（%）

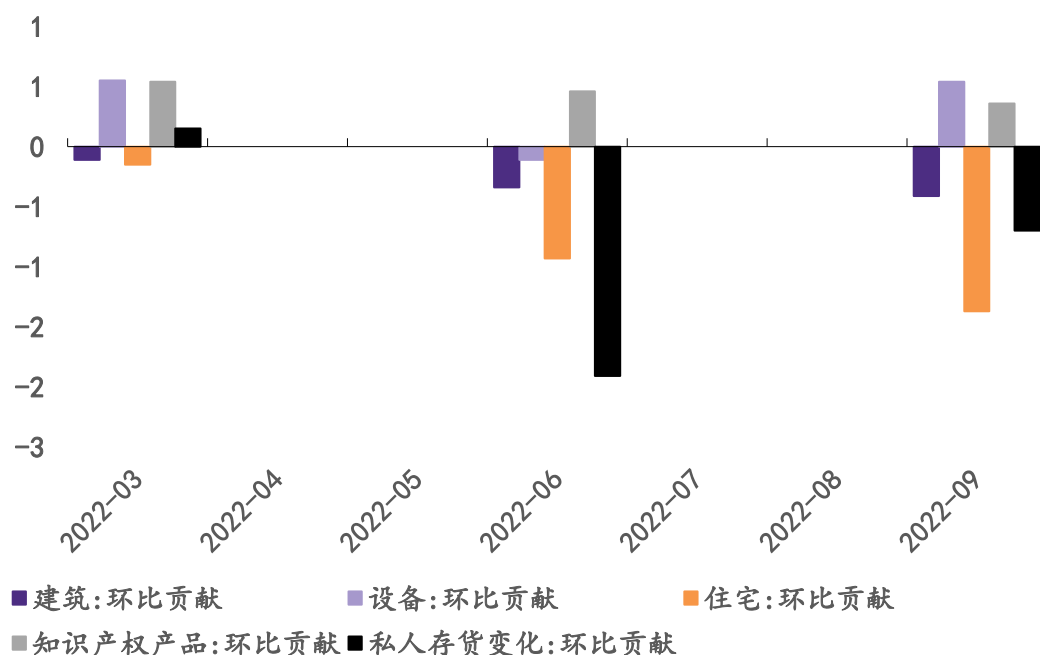


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、房产拖累投资下行

个人投资方面则是延续了之前的负增长，但主要下行拖累项有所变化，从库存转为了住宅投资。三季度个人投资支出环比折年率-8.5%，前值-14.1%，对三季度环比拉动率为-1.6%。结构来看，主要是在高房贷利率的影响下，住宅和非住宅建设投资继续下行，住宅和建设对三季度环比折年率的拖累分别为-2.33%和-7.11%，跌幅均较二季度有所扩大（-1.91%和-5.61%）；私人库存投资对 GDP 的拖累减弱，三季度私人投资库存环比折年数 61.94 亿美元，对 GDP 的环比影响由二季度的-1.91%收窄到-0.7%。不过三季度企业设备有所修复，环比折年率录得+10.8%。但在后续衰退逼近的情况下，设备投资修复的持续性有待观察。

图表 4：房地产是三季度投资中最大的拖累



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、净出口支撑加强

内部需求的降低和能源出口的高企导致了美国净出口数据的回暖，三季度净出口对 GDP 的环比拉动率为+2.77%。出口的环比折年率依然保持了高位的增长，三季度录得 14%，前值 13.8%；而进口则是在内需放缓的影响下出现进一步的下行，环比折年率从第二季度的 2.2%下滑至三季度的-6.9%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48142

