

美國「衰退指標」為何不準了？



微觀經濟周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

今年以來，一直困擾市場的問題是，長期被視作美國衰退「先行指標」的2-10年的國債利差，為何失去了往常的魔力。從歷史上來看，美債2-10年的利差對於經濟有着神奇的預測能力，從1970年代以來，幾乎每一次利差出現「倒掛」（即10年利率低於2年利率），美國經濟都會隨之陷入「衰退」的泥潭。

由於這一指標屢試不爽，因此當本輪2-10年國債利差於2022年一季度再度出現倒掛時，市場的共識是「衰退即將到來」，這一預期在2022年底達到了頂峰，市場普遍認為美國經濟會在2023年初開始出現嚴重衰退，並最終倒逼美聯儲降息。

後面的事情市場也知道了，美國經濟在經歷了硅谷銀行倒閉等多輪波折後，總體走勢仍然顯得較有韌性。按照亞特蘭大聯儲的GDPNow預測，美國經濟在二季度仍可能保持大約2%（環比折年率）左右的增速，同時市場分析師的預測值也在緩慢抬升。換言之，市場對於衰退的預期出現了「推遲」和「減幅」。

然而，2-10年的國債利差指標並沒有正常化，反而出現了進一步的倒掛，本周倒掛幅度已經超過了108個基點，創下1980年代以來的峰值。儘管市場對於2024年的美國經濟仍不看好，但似乎即使「淺衰退」在某個時點實現，國債市場的定價也顯得過於誇張。換言之，除非美國經濟在未來幾個季度內出現「大蕭條」，否則2-10年利差這個被廣泛認可的早期衰退指標，其預測性也會被打上問號。

市場低估工資黏性

一個顯而易見的問題是，為什麼這一指標在本輪經濟周期中的預測性開始失效？市場縱然有無數的解釋，但有一點是確定的，即市場忽視了勞動力市場的結構性變化。這其中最為顯著的是貝弗里奇曲線的外移，這條度量「職位空缺率」和「失業率」的曲線，體現了勞動力市場的匹配效率。而這一曲線的外移，意味着勞動力市場匹配效率的下降。由於失業率處於歷史低位，但職位

空缺率仍在高位徘徊，這表明勞動力市場仍然處於「緊繃」狀態，這也意味着工資「易升難降」。

接下來的問題是，市場為何會忽視勞動力市場給出的信號呢？某種程度上，這是一種慣性思維——多數市場分析師認為，勞動力市場是一個「滯後」指標，因此更加關注如房價或者債券定價等更加「前瞻性」的指標。而對於房地產市場而言，「量為價先」是一個普遍的共識，因此當房地產成交量由於利率高企而出現下滑時，一個理性的推論就是房價將出現下降，導致銀行持有的抵押品價值下跌，從而帶來負面螺旋。而在近期，即使成交量仍然處於低位，美國的房地產市場卻出現了房價的上升，也在很大程度上挑戰着傳統的「量為價先」的邏輯。如果房地產市場的傳統邏輯可能被證偽，那麼關於勞動力市場是否是「滯後」指標，也大概率需要被重新論證。

對於更加靈敏、同時職業交易員深度參與的債券市場而言，利率的「倒掛」似乎意味着市場的脫節，即在短端交易的邏輯是跟隨美聯儲的政策指引，在長端交易的卻是市場對於經濟和通脹的預期。由於短端交易更注重「現實」，而長端交易更注重「感受」，因此兩者之間的大幅「倒掛」，意味着長期限債券的參與者更加相信自己的經驗，即過去三十年以來的每次「倒掛」，幾乎都帶來了經濟衰退，最終美聯儲不得不考慮降息來挽救經濟。

時至今日，「衰退」雖然尚未出現，但「倒掛」變得更加劇烈。這表明市場要麼在某種程度上高估了「加息」的概率和幅度，要麼嚴重高估了未來經濟「衰退」的可能性，抑或兩者兼而有之。

對於美聯儲而言，「慣性」的巨大抵抗力，導致了預期管理的難度也在上升，在某種程度上也讓其不得不在貨幣政策上顯得更加「鷹派」。當然，僵持不會是一種常態，市場與美聯儲會在未來某個時點上達成新的均衡。但有一點似乎是確定的，當2-10年利差「倒掛」未來出現時，市場將會淡化其對經濟的預測能力。在相當長的時間內，金融市場的指標以其敏銳的判斷和優秀的預測能力，成為經濟分析青睞的新領域，但從債券市場預測能力的長期「失效」來看，基本面分析似乎開始重新回到舞台中央。



在共同富裕，增強鄉村消費能力的政策環境下，鄉村的消費潛力有望得到充分釋放。

近年來，關於中國「消費降級」的討論逐漸增多，今年在五一和端午假期旅遊消費量升價未升、拼多多業績大超外界預期，「消費降級」再度成為熱詞。但是，中國消費真的降級了嗎？未來消費如何持續升級？消費行業是否還有投資機會？本文將就此進行探討。

中國消費未降級 投資機遇廣闊



財經通識 荀玉根

海通證券首席經濟學家

2022年以來，關於消費降級的討論就開始增多，原因在於一些宏觀數據和微觀事件引起投資者探討。

首先，社零（社會消費品零售總額）各分項中必選消費的增長仍較為穩健，但可選消費的增長偏弱，家電、音像、汽車均經歷一段時間負增長。其次，今年五一和端午假期旅遊出行熱度較高，使得市場對消費復甦充滿期待，但數據公布後發現旅遊收入的增長不及人次增長，市場再次擔憂居民消費能力。再次，拼多多一季業績超預期引發了市場對中國消費降級的探討，期內業績再次超預期，公司營收為376億元（人民幣，下同），同比增長58%，遠超外界預期的323億元；歸母淨利潤為81億元，同比大增212%，一定程度上反映平價商品的偏好在上升。

人均收入穩步上升

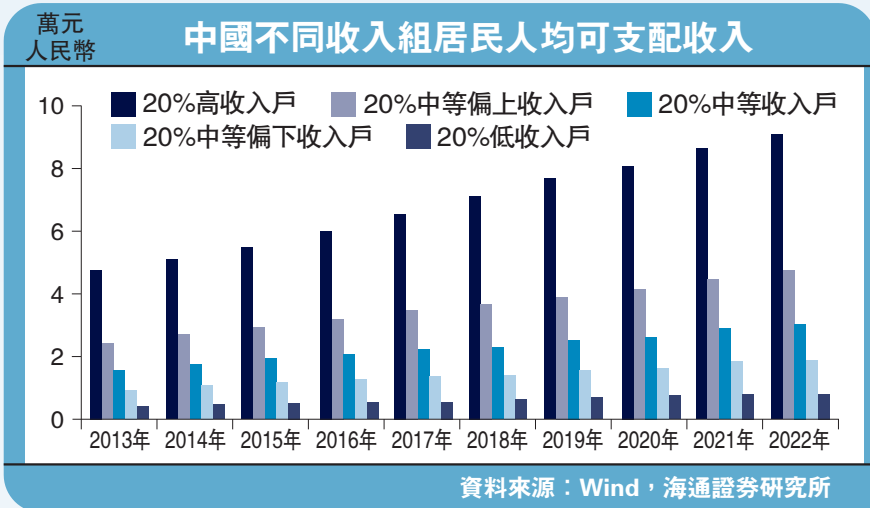
投資者有時會將短期現象長期化，將對短期消費景氣度不佳的討論演變為對中長期消費前景的擔憂，對消費降級的擔憂可能更多只是表達悲觀情緒的一種方式，並不代表消費降級存在。2022年以來所發生的宏觀現象背後，其核心原因在於消費復甦斜率放緩，消費升級進程放緩。

中國正邁向中等發達國家，消費升級趨勢有望延續。根據「十四五」規劃和2035年遠景目標，2035年中國人均國內生產總值需要達到中等發達國家水平。參考IMF（國際貨幣基金組織）、世界銀行和聯合國數據，2021年中等發達國家人均GDP門檻約在3萬美元左右，同年中國人均GDP約1.3萬美元，仍有較大提升空間。

借鑒各發達國家經驗，在人均GDP提升過程中，消費都存在升級的趨勢。例如，隨著美國人均GDP從1970年的0.5萬美元增加到2021年的7.0萬美元，美國服務業增加值比重從61.2%提升到77.6%。分階段看，美國人均GDP在1萬美元以下時消費升級相對緩慢，1971-1978年美國服務消費佔比年均提升僅0.3個百分點，1978年人均GDP跨過1萬美元門檻後消費升級明顯加速，1979-1992年服務消費佔比年均提升0.7個百分點。

2022年中國服務業增加值佔比為52.8%，服務性消費支出佔比為43.2%，對海外發達國家，中國未來提升空間較大。在中國邁向中等發達國家的進程中，隨着人均GDP逐步提升，消費升級依然是重要趨勢。

中央政府近年來屢次出台重要文件和指示，明晰共同富裕的重要地位，扎實推進共同富裕的實現。國家主席習近平在2021年10月16日出版的《求是》雜誌上，發表了重要文章《扎實推進共同富裕》，鮮明指出共同富裕是社會主義的本質要求，是中國式現代化的重要特徵。



2021年3月的國新辦發布會上，發改委曾明確表示推進共同富裕要「以縮小城鄉區域發展差距和收入分配差距為主攻方向」，再次明確共同富裕實現的兩個重要路徑。

中等收入群體擴容有利於釋放消費潛能。當前中國高收入戶與中等收入群體之間的絕對收入存在差距，20%高收入戶比20%中等偏高收入戶的人均可支配收入高出約90%，但中等收入群體為消費的主力軍。據測算，29.4%的中等收入群體創造了46.5%的全國總體消費；20%的低收入群體轉化為中等收入群體即能帶來8%的總消費增長。因此，未來在共同富裕的逐步落實過程中，擴大中等收入群體數量、提高中等收入群體收入，可有效擴內需推動消費升級。

城鄉差距縮小有助提升農村居民消費水平。未來鄉村消費提升空間較大，2022年城鎮社零總額為32億元，鄉村僅5億，鄉村居民的消費水平增長潛力可觀。以此視角展望未來，在共同富裕增強鄉村消費能力的政策環境下，鄉村市場的消費潛力有望得到充分釋放。

露營經濟等新型消費湧現

根據上文，消費升級動能趨緩僅僅是短期現象，中長期視角下隨着中國邁向中等發達國家、逐步實現共同富裕，消費升級仍是中國式現代化的主旋律。因此，中國消費投資機遇依然廣闊，二級市場和一級市場上的消費賽道充滿蓬勃生機。

2022年以來投資者對消費降級的討論，也有二級市場上消費板塊表現持續不佳的緣故，中證消費指數於2021年2月10日觸及高點後開始持續回落，至2023年6月27日累跌40%；從細分行業層面看，食品飲料最大跌幅為48%，美容護理為48%，醫藥生物為43%；個股層面，貴州茅台和中國中免是中國中產崛起、消費升級的典型受益股，兩者股價表現較弱也可能被誤解為消費降級，貴州茅台最大跌幅為48%，中國中免為71%。

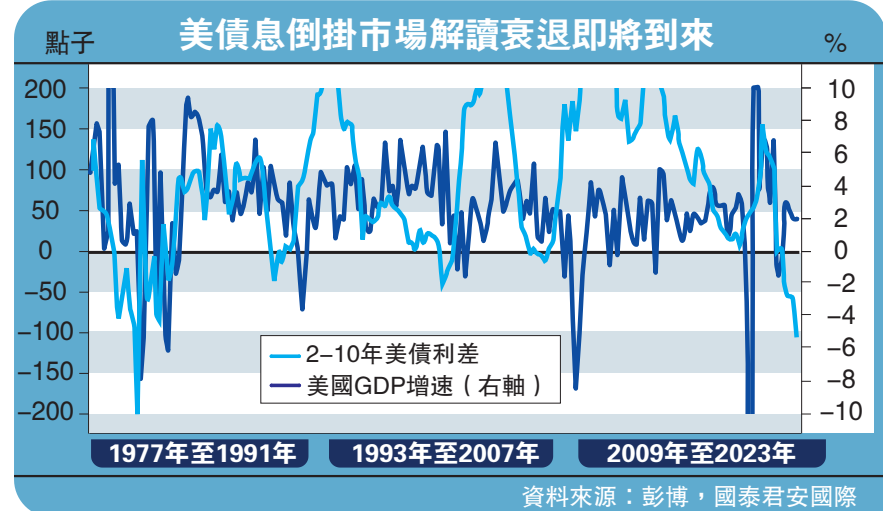
展望下半年，隨着經濟復甦和政策發力，消費基本面有望逐步改善。6月2日舉行的國務院常務會議提出，要進一步穩定市場預期、優化消費環境，更大釋放新能源汽車消費潛力；6月20日中共中央政治局常委、全國政協主席王滬寧在「恢復和擴大消

費」調研協商座談會上指出「要深刻認識恢復和擴大消費是推進中國式現代化的應有之義」，消費有望成為政策發力點。

筆者認為政策以大宗消費品為抓手，有望帶動消費大盤的增長，預計今年社零總額增速有望達8%至9%。隨着政策效力顯現，A股各消費行業的盈利有望改善。其中，醫藥和基本消費部分子行業的盈利有望實現較快增長，筆者預計，今年醫藥板塊中藥歸母淨利潤增速為20%、醫療服務為50%、創新藥為30.0%，基本消費中食品加工為30%。疊加消費估值已經不高，消費板塊的投資性價比凸顯。

消費升級趨勢下消費新業態不斷湧現，一級市場消費行業的投融資依然活躍。消費升級趨勢催生各式各樣的新型消費，但由於這些消費並未擴張到整個消費群體，故而行業和公司規模還不大，尚處於發展初期，在A股也並無完全對應的上市公司，但這些行業的未來空間相當廣闊，具備孕育上市公司、為二級市場投資者帶來優質標的的潛力。例如露營經濟，市場規模在2014年僅百億，而2022年同比增長52%，已達1135億元，預計到2025年將增長至2483億元，22-25年的複合增長率高達30%；再比如，2025年預製菜行業市場規模將達8317億元，22-25年的複合增長率預計達26%；此外，智能家居行業2020年市場規模為3444億元，預計2025年市場規模將接近萬億。

A股投資者對消費升級的信心動搖，或與其聚焦二級市場有關，實際上二級市場上消費行業投融資活動依然活躍。數據顯示，2022年一級市場上消費生活行業融資金額達1453起、融資金額達1165億元，儘管不及投資大年2021年，但也基本與2019年、2020年持平，說明一級市場上消費新業態的投資活動依然活躍。從細分行業看，截至2023年6月20日，2023年消費生活行業中生活消費品、新式餐飲、無人零售、寵物服務等多個領域的投融資活動均較為活躍，如生活消費品獲得59.7億融資，投資事件多達126起，當下關注度較高的旅遊戶外領域獲38.4億融資，投資事件共38起。一級市場消費投資熱度高，並且分布在多個全新的領域，也從側面印證中國消費升級趨勢未曾逆轉，消費需求呈現多樣化特徵。



港樓市下季有望再展活力



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

美聯儲在最近一次議息時維持利率不變，但主席鮑爾近期已經表明，今年內還有機會加息兩次。有意置業的人士聽見，自然會變得有很多顧慮。與此同時，香港的經濟復甦速度亦未如人意，皆因很多行業沒有足夠人手配合，各行各業的生意在通關後仍未能跟上，不少人對經濟前景信心減弱。

也許有人會問，香港及內地遭遇這幾年疫情的打擊，港人的資金都蒸發了嗎？答案是：有部分人確實在這幾年間輸了大筆資金，但並不代表全部人。筆者相信，市場大部分有計劃置業的客戶，仍擁有一定的實力，只是他們正在觀望市場好消息與壞消息的角力。既然三年的疫情都可以等待，現在也不會急在一時入市。這種心態不斷蔓延，形成了近期香港房地產市場交投頗為淡靜的局面。

雖然筆者從事地產代理行業，但也不會盲目地唱好樓市。不過，筆者認為未來好消息不會少，包括各項政策的落實、加息期完結等等，都會陸續到位，

整體環境亦會有所好轉。

這幾年香港有部份人移民，但特區政府已經積極輸入人才，再加上最新公布的輸入外勞計劃，相信住屋需求一定大幅增加。再者，暑假期間正是海外學生來港就讀，租屋的旺季，多重因素催化之下，租盤數量會大幅度被消化，租金必定會持續向上，租金回報率亦相應提升。當香港經濟逐步發展，投資者必定會再度出擊，增加樓價回升的機會。

此外，財爺早前預告，考慮進一步放寬首次置業人士的按揭。這些都是推動樓市成交的動力，配合經濟逐漸走上正軌，樓市在三季度亦可望再展活力。



▲首次置業人士按揭有望放寬，樓市在三季度料再展活力。