

市场对于美国经济衰退的预期已愈演愈烈。我们认为，美国下半年总需求趋势下行，然而下行幅度和节奏或不如市场预期的那样强烈。美国 GDP 增速为负，这一经济衰退现象，今年下半年未必能看到。**2022 年下半年，我们预计美国衰退也许会迟到。**

► 今年上半年美国经济动能已经被市场低估

2022 年上半年美国经济最重要的关键词必然是“高通胀”。与高通胀相伴，美联储迅速加息和缩表。然而迅速大幅货币收紧之下，上半年美国内需体现出惊人韧性。

商品消费和企业资本开支超越市场预期。居民超额储蓄和消费信贷，二者支撑起上半年美国强劲内需。

► 错估美国经济韧性，本质上是忽略了居民资产负债表改善对总需求的拉动

把视角从 2022 年抽出，我们会发现本轮经济周期实因疫情后历史级别的财政刺激而起。假如说，**2021 年美国经济的主题是财政补贴对居民当期收入的改善，那么 2022 年我们便需要关注财政补贴对居民资产负债表的改善如何刺激后续需求。**

► 今年下半年美国需求韧性同样不可低估。

首先，下半年美国居民消费不会弱。未来较高的工资增速将带动美国居民消费。同时，强劲的收入和超额储蓄仍将支撑美国居民的财务状况，从而支持消费信贷增长。“工资+储蓄+信贷”，美国居民广义收入仍然健康，消费也会有韧性。

其次，企业资本开支增速或许会边际下行，但仍有韧性。企业是否进行资本开支通常受两个因素决定：终端需求和融资成本。居民消费已经决定终端需求不弱，但未来美联储快速的加息会抬升企业的融资利率。

► 下半年美国经济风险主要在地产

当然，下半年美国经济并非没有风险点，最大的逆风项来自房地产链条。在高利率下，房地产销售势必受到压制。我们预计下半年美国房地产销售将继续放缓，从而拖累房地产投资和地产消费。我们认为本轮地产下行不会带来房价的大幅下跌，加上当前美国居民资产负债表相对健康。从概率上判断，我们预计下半年美国地产崩盘可能性低。

► 通胀难“退烧”，货币收紧趋势难言拐点

通胀方面，因地缘政治及产能有限等原因，大宗商品价格仍处于易涨难跌状态。叠加未来美国较高的工资增速和租金通胀，我们预计美国通胀年内高烧难退。**经测算，2022 年末，美国 CPI 同比增速仍在 7.9% 的高位，核心 CPI 同比为 6.1%，远高于美联储目标区间。**

要讨论美联储的货币政策，首先需要明确的是，驯服通胀是美联储目前的核心诉求，美联储政策仅锚定通胀。

在如此高企的通胀增速下，美联储将继续实行快速加息战略，**我们预计在下半年的四次会议中，基准加息路径或为“75-50-50-25(BP)”。**

在货币政策快速收紧和实体经济韧性仍存的环境下，美债利率或未见顶。当前美债利率下行主要受市场“衰退恐慌”的情绪影响。若下半年实体经济的韧性得到兑现，对通胀和货币紧缩的担忧将重新主导市场，届时美债利率或将继续上行。另外，本轮美联储缩表或对银行体系准备金冲击较大，不能忽视其流动性影响。

► 风险提示：美联储加息节奏超预期；对美联储货币政策理解不到位；海外地缘政治风险；美国通胀失控风险；疫情发展超预期风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 美联储缩表的“马奇诺防线”——缩表系列（四）
2. 走出货币宽松的“良夜”——2022 年海外宏观经济展望

目录

前言	3
1 海外市场开始交易美国经济衰退	4
1.1 2022 年美国经济关键词之一，货币收紧	4
1.2 2022 年美国经济关键词之二，衰退担忧	5
2 市场错估上半年美国需求韧性	7
2.1 商品消费和企业资本开支表现“意外”韧性	7
2.2 超额储蓄和居民信贷支撑美国需求韧性	8
3 下半年美国经济或强于市场预期	10
3.1 下半年美国消费增速或许不弱	10
3.2 资本开支增速或边际下行，但仍有韧性	11
4 下半年美国经济风险主要在地产	13
4.1 下半年地产链下行相对确定	13
4.2 初步预计美国地产崩盘概率低	14
5 通胀难退烧，下半年货币收紧难言拐点	16
5.1 美国通胀：高通胀年内难退烧	16
5.2 美国货币政策：下半年基准加息路径或为“75-50-50-25”	17
6 结论	19
7 风险提示	20
插图目录	21

前言

通胀增速不断上升，美联储从 2021 年末开始收紧货币政策。货币紧缩成为了海外市场在 2022 年上半年最为重要的交易线索之一。俄乌冲突后，国际大宗商品价格进一步飙升，更为海外通胀平添“一把火”。

历史级的高通胀带来了两个后果，价格过高反噬需求，海外各国央行货币政策极致紧缩。

今年 6 月，美国消费者信心指数创下 1980 年以来新低。美联储单次加息 75BP，这是 1994 年后从未有过的单次加息幅度，且 7 月份我们预计美国大概率还将迎来另一次 75BP 加息。

市场关于美国经济衰退的讨论已经不绝于耳，2022 年 5 月之后市场开始交易衰退预期。

展望下半年，美国经济衰退与否已经成为目前市场最关注的热点问题。不仅如此，站在当前时点，我们看到充满矛盾的数据表现。居民消费仍在过热，消费信心却处于历史低位；货币政策快速收紧，然而企业资本开支却极具韧性。

美国消费信心不足，叠加货币收紧，故而美国需求走弱，美国经济必将面临衰退。这是市场交易美国经济衰退的核心逻辑。

跳出这一核心逻辑，厘清美国经济当前面临的逻辑主线，我们才能够真正理解当下美国发生了什么，美国什么时候迎来衰退。

事实上美国经济韧性一再强于市场预期。我们不仅在上半年看到了美国消费和资本支出相对强势，居民消费和企业资本开支或依然是 2022 年下半年“夜空中最亮的星”，也将继续支撑美国经济韧性。

或许市场再一次低估了美国经济韧性。美国经济衰退，可能会迟到。

1 海外市场开始交易美国经济衰退

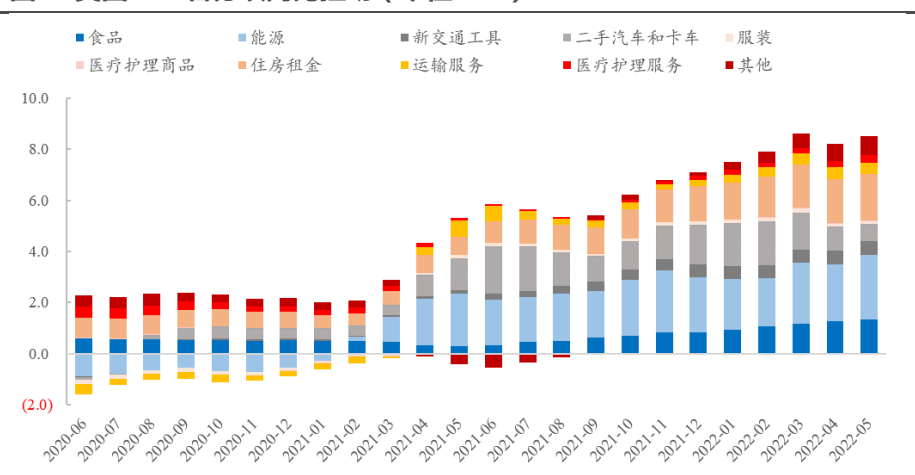
1.1 2022 年美国关键词之一，货币收紧

2022 年上半年美国经济最突出的特征必然是“高通胀”。

5 月份美国 CPI 同比增速续创 1982 年以来新高，录得 8.6%。除名义通胀外，美国核心通胀增速同样高涨。5 月份美国核心 CPI 同比为 6.0%，虽然较 3 月份高位有所回落，但受汽车及房租通胀支撑，回落幅度并不及预期。

总的来说，目前美国不仅核心通胀“见顶”速度慢于预期，名义通胀同样难言“见顶”。

图 1: 美国 CPI 各分项同比拉动 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

通胀不断超预期，美联储迅速加息以收紧货币政策。

通胀和居民工资增速不断上升，2022 年 3 月美联储结束量化宽松，同时宣布加息 25BP，开启了本轮快速加息序幕。随后，在 2022 年 5 月和 6 月会议上，美联储分别加息 50BP 和 75BP，75BP 的单次加息更是创下了 1994 年以来的最大值。6 月会议公布的利率点阵图表示，至 2022 年底，联邦基金利率区间将上升至 3.25%-3.50%的水平，也就是 6 月会议后还有 175BP 的加息空间。

加息之外，美联储还开始了缩表，节奏和规模更胜以往。

美联储宣布在 6 月 1 日开始缩表。初始缩表速度为最高 475 亿美元/月 (300 亿美债/月和 175 亿 MBS/月)，并在 3 个月后加速为 950 亿美元/月 (600 亿美债/月和 350 亿 MBS/月)。相较于上一轮缩表 (2017-2019 年)，本轮缩表在规模和节奏上均显著提升。

快速紧缩背景下，美债利率加速攀升。

通胀不断超预期，美联储日益鹰派，市场因此对美联储加息预期快速上升。2022 年初，OIS 掉期仅定价 2022 年末利率为 0.83%。6 月 22 日，该定价已上升至 3.61%。

受加息预期推动，10 年期美债利率同样快速上升，一度触及 3.5%的水平。

图 2：美联储进入快速加息阶段（单位：%）


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 3：美债利率与美债长短端利差（单位：%）


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 2022 年美国关键词之二，衰退担忧

快速紧缩背景下，市场对衰退的担忧同样甚嚣尘上

本轮美联储加息迅猛，叠加高通胀和财政补贴退出等一系列原因，市场对未来美国经济前景较为悲观。经典的衰退前瞻指标，10 年-2 年美债利差一度跌至负值，现在亦处于 10BP 左右的低位。

对于下半年的美国经济，市场依然悲观。

6 月 24 日，美国 OIS 掉期数据显示，市场预期 2022 年底利率为 3.51%，预期 2023 年 2 月利率为 3.47%。这意味着，市场正交易美联储在 2023 年初开始降息，背后的逻辑正是在经济衰退的背景下，美联储不得不“出手相助”。

美联储自身亦开始关注衰退的可能性。

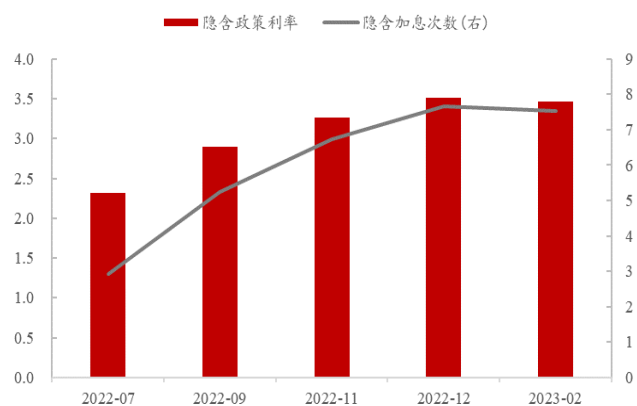
6 月 22 日的半年度货币政策国会听证会上，鲍威尔罕见地承认了美国经济有衰退的可能性，这和美联储在 6 月会议上乐观的经济预测相差甚远。

另外，纽约联储发布的 DGSE 模型经济预测表示，2022-2023 年美国实际 GDP 或将陷入负增长。

经济前瞻指标显示美国经济确实不容乐观。

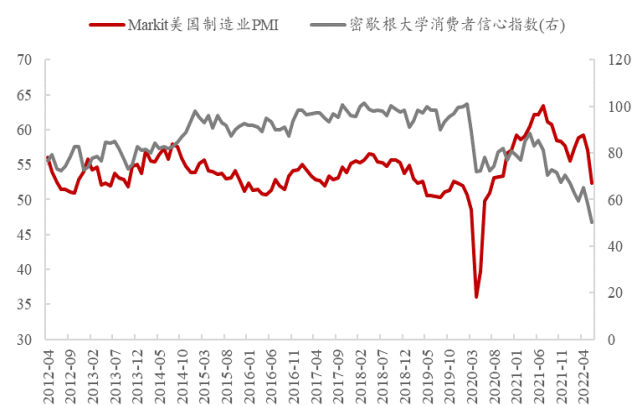
6 月份，美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.4，创 2020 年 8 月以来的新低。密歇根大学消费者信心指数更是进一步下行至 50.2，已经是 1980 年以来的新低。归根究底，各项指标均表明，过高的通胀已经严重压制了美国消费者的需求，并向企业信心蔓延。同时，美联储的快速加息收紧了金融环境，企业借贷成本上升，居民金融资产价值不断下降，两者均压制了美国经济。

图 4：市场定价 2023 年初降息（左：%，右：次）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 5：美国经济前瞻指标不断下滑（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 市场错估上半年美国需求韧性

2.1 商品消费和企业资本开支表现“意外”韧性

市场对美国经济前景并不乐观，2022年1季度美国实际GDP甚至录得负增速，然而美国经济仍然有两大超市场预期预期的“意外之喜”。

第一是意外有韧性的商品消费。

财政补贴逐渐退坡后，商品消费（包括耐用品与非耐用品）从高位回落已是市场共识。同时，由于通胀高企，居民部门的名义收入赶不上通胀的增速，导致实际收入不断下降。在多重不利因素下，商品消费疲软似乎已是大概率事件。

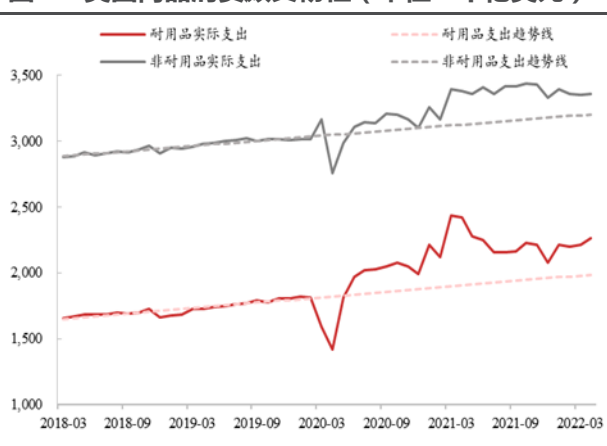
现实情况是，虽然绝对值有所回落，但商品消费仍显著高于趋势线，且回落较慢。特别是耐用品消费，近期甚至可以看到反弹的势头。

图6：美国居民实际工资不断下降（单位：美元）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图7：美国商品消费颇具韧性（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二是企业资本开支意外高企。

美联储加息预期开始发酵后，美国公司债信用利差开始有所提高，这意味着当前美国企业融资成本正不断上升。另一方面，近期某些大型零售商（如塔吉特、亚马逊等）库存累积的新闻屡见不鲜。也就是说，从终端需求和融资成本两个维度，当前似乎都不是美国企业进行资本开支的最佳时机。

令人意外的是，2022年1季度，美国非金融企业资本开支的资金支出同比达39.1%，实际GDP中设备投资分项同比录得6.3%。企业资本开支热度较高。

图 8：加息后信用利差有所上升（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 9：资本支出热度较高（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

2.2 超额储蓄和居民信贷支撑美国需求韧性

我们认为，居民消费信贷和超额储蓄的释放是支撑目前美国内需韧性的两大主要因素。

消费信贷和超额储蓄带动了居民消费，强劲的消费则在需求端推动了企业的资本开支。

首先，美国居民仍有 2.3 万亿美元的超额储蓄可供使用。

我们测算，2020 年 3 月至 2021 年 12 月期间，美国居民部门一共积累超额储蓄约 2.45 万亿美元。从 2022 年 1 月开始，美国居民储蓄率明显低于以往均值。

这不意味着美国居民的储蓄被耗尽，而是代表居民将收入更大比例的金額用于消费，即开始消耗超额储蓄。2022 年 1-4 月，美国居民共消耗超额储蓄约 1420 亿美元，剩余约 2.31 万亿美元。

其次，美国消费信贷在 2021 年 1 季度后增速开始反弹。

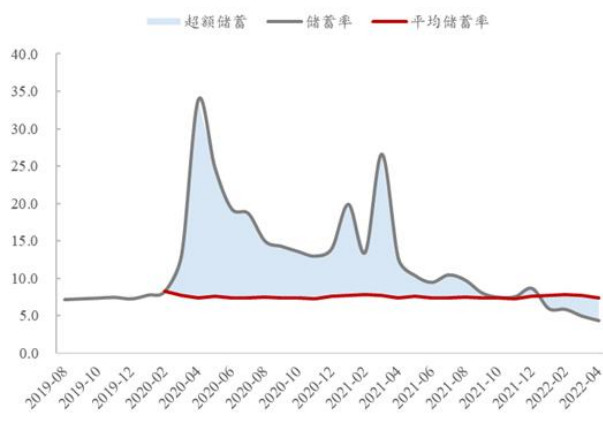
截至 2022 年 1 季度，美国信用卡债务余额同比增速达 9.2%，信用卡账户数量同比增速为 6.2%，均处于历史高位。美国汽车消费同样十分可观。2022 年 Q1，美国居民汽车贷款余额同比增速为 6.3%。

图 10：2021Q1 后消费信贷增速上升（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 11：美国居民超额储蓄情况（单位：%）



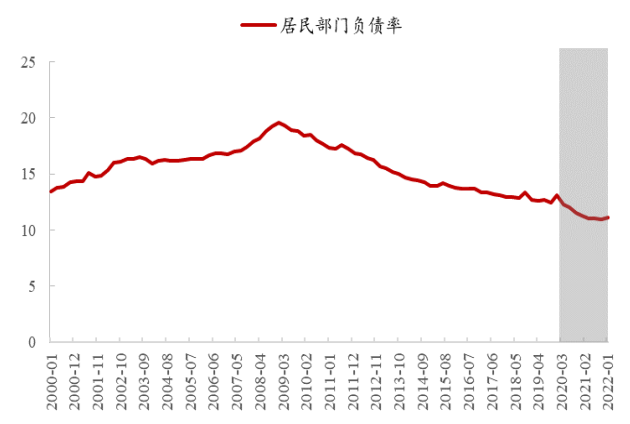
资料来源：Wind，民生证券研究院

这背后折射了一个问题：疫情以来的财政补贴不仅改善了居民当期收入，还提高了储蓄，并改善了居民的资产负债表，使其可以获取更多的信贷，也就提高了“未来收入”。

本轮消费信贷数据的改善从 2021 年 1 季度开始。与大多数经济数据不同，大部分经济数据（如 PMI，消费等）都在 2020 年 5 月开始强势反弹。

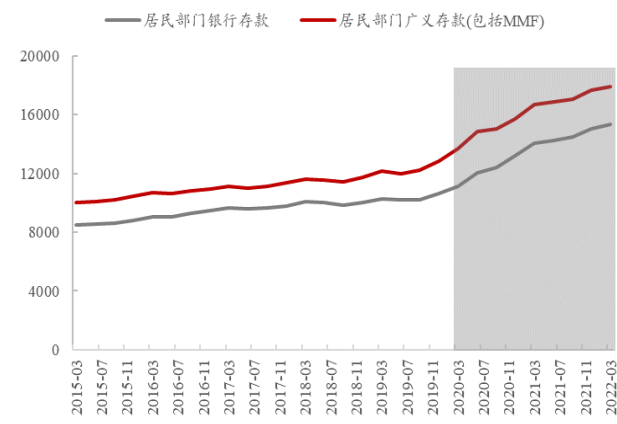
2021 年 3 月，美国开启了新一轮的“发钱”，居民存款金额和收入都大幅改善，负债率加速下降。这正说明了，本轮居民消费信贷的增加，和经济重启的相关性较小，但和财务状况的改善关系更大。

图 12：美国居民负债率情况（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 13：美国居民存款规模（单位：十亿美金）



资料来源：美联储，民生证券研究院

3 下半年美国经济或强于市场预期

美国经济在下半年继续放缓基本已成共识，但市场对于其下行的斜率仍有分歧。我们认为，美国居民消费和企业资本开支或仍可成为下半年美国经济“夜空中最亮的星”。

3.1 下半年美国消费增速或许不弱

市场担忧下半年美国居民消费下行，主要有三点考虑。

第一，美国居民超额储蓄可被消耗的空间有限。有观点认为，美国居民储蓄分布不均，收入较低人群所拥有的储蓄已被耗尽。尽管目前美国居民部门看似还有 2.3 万亿美元储蓄，这部分超额储蓄真正能被动用的量有限，无法释放出较高的居民消费动能。

第二，美国居民实际收入趋势下行。当前美国居民名义收入虽高，然而扣除掉通胀，居民实际收入自去年二季度以来持续下降。美国居民实际购买力下行，意味着消费动能将持续衰减。

第三，美国居民财产性收入的或有下行压力。疫情以来美国股票市场迎来繁荣。受益于这轮股票资产增值，美国居民财产性收入大幅提高。当下美联储不惜一切代价控制通胀，美联储货币持续收紧，将挫伤美国股市，引发居民财产性收入下行。

市场或许在三个方面误判了美国居民的消费韧性。

第一，低估美国低收入群体的实际储蓄。

我们发现，即使是收入位于 0-20%分位的人群，其广义存款（银行存款+持有的货币基金）规模也高于疫情前 10.3%，超额储蓄确实存在。

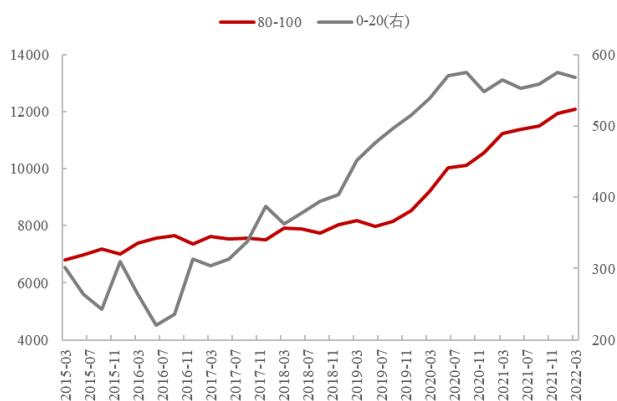
第二，低估美国居民财务状况的韧性。

首先，目前美国居民部门的超额储蓄规模仍有约 2.31 万亿美元剩余。这部分存款一方面可以平滑居民的消费支出，另一方面仍是居民资产负债表的重要支撑。

其次，劳动参与率较低，外来移民显著减少等原因影响，美国目前劳动力供给仍相对不足。截止 2022 年 4 月，美国非农职位空缺数为 1140 万人，处于历史高位水平。美国劳动力市场的供需失衡情况仍然严重，这意味着未来较长的一段时间里，工资增速或将高于正常水平。

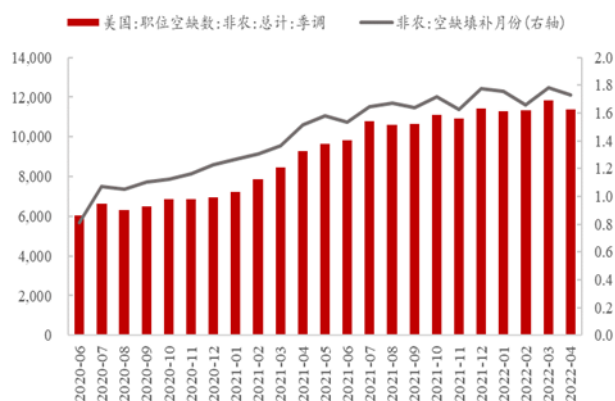
较高的名义工资收入，和超额储蓄将支撑美国居民的财务状况，从而支持消费信贷增长。

图 14：不同人群的广义存款规模(单位: 十亿美金)



资料来源：美联储，民生证券研究院（注：“80-100”指特定收入分位数群体）

图 15：美国职位空缺居高不下（左：千人，右：月）



资料来源：Wind，民生证券研究院

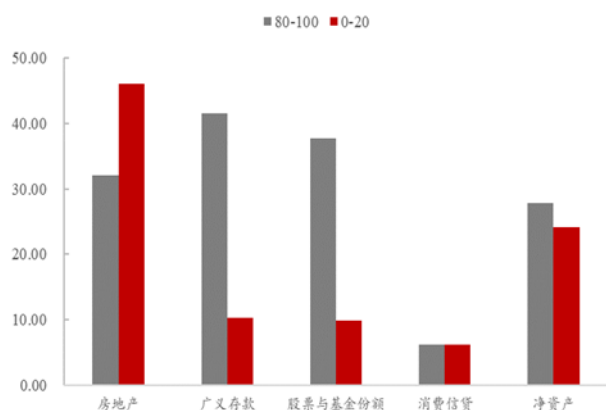
第三，低估美国低收入群体信用扩张能力。

首先，低收入人群信用扩张能力并不显著弱于高收入群体。美国超额储蓄分布确实并不均衡。但值得注意的是，高低收入人群（80-100%收入分位数人群）的净资产增加比例相差无几，故而高低收入人群的消费信贷规模增长大致相当。

低收入人群之所以能维持较高的净资产增长，原因正是其拥有的房地产价值增长远大于高收入人群。这意味着，只要未来美国房价不发生显著大幅下跌，美国低收入人群的财务状况大概率能维持健康水平。

其次，目前美国居民的利息负担几乎处于历史最低水平，料加息带来的冲击可控。2022年4月，美国居民利息支出占可支配收入的比例仅为1.54%。

图 16：不同人群资产负债较疫情前变动(单位：%)



资料来源：美联储，民生证券研究院（注：“80-100”指特定收入分位数群体）

图 17：美国居民利息负担很低（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 资本开支增速或边际下行，但仍有韧性

库存较低，未来仍驱动资本开支。

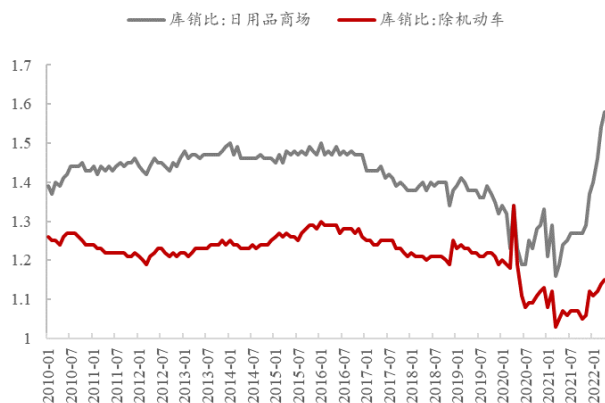
前文提到，大型零售商如塔吉特、亚马逊等近期爆出库存高度累积，利润率下降的新闻。这一现象和较强的居民消费和企业资本开支数据矛盾，毕竟企业不会在需求端明显转差的情况下进行资本开支。

看库存数据，会发现累库现象可能是百货商场行业特有的。

截止 2022 年 4 月，美国整体零售库销比仍处于 1.15% 的低位，但日用品商场行业的库销比已经突破了疫情前的水平。目前美国上游库存同样较低，制造商实际库存同比增速录得-6.76%，疫情后改善不大。

总的来说，美国的库存仍处于偏低水平。

图 18：美国零售库销比情况（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：美国上游库存情况（单位：%）



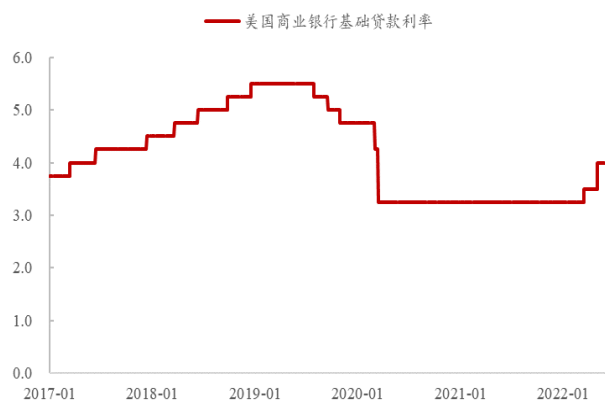
资料来源：Wind，民生证券研究院

加息后企业融资成本上行，资本开支增速或因此较上半年放缓。

尽管当前企业资本开支未受加息影响，但随着美联储快速加息的计划逐渐落地，高昂的借贷成本始终会让资本开支增速放缓。

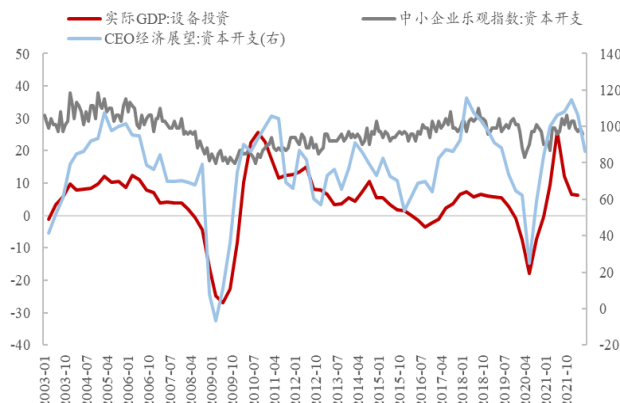
目前美国商业银行的基础贷款利率已经上行至 4.75%，与疫情前水平持平。另一方面，一些企业资本开支的前瞻指标，同样预示未来美国资本开支将较当前速率有所下行。

图 20：美国贷款利率有所上升（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 21：资本开支前瞻指标下行（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 下半年美国经济风险主要在地产

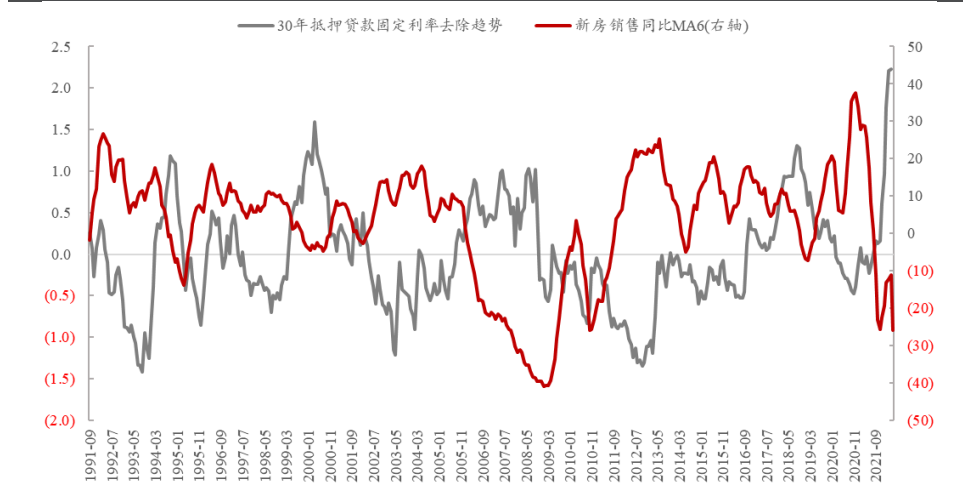
4.1 下半年地产链下行相对确定

新房销售和房地产投资将被高企的抵押贷款利率压制。

因美联储快速收紧货币政策，2022年6月23日，美国30年期固定抵押贷款利率已经攀升至5.81%，较疫情期间的低位上升了超过3%，绝对值和2008年的水平相当。

高企的贷款利率无疑会打压购房者的需求，当前美国房地产销售数据已经较疫情以来的高位较大幅度回落。新房销售增速往往领先美国GDP分项中的房地产投资增速，因此未来美国房地产投资同样不容乐观。

图 22: 贷款利率走高压制美国房地产销售 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

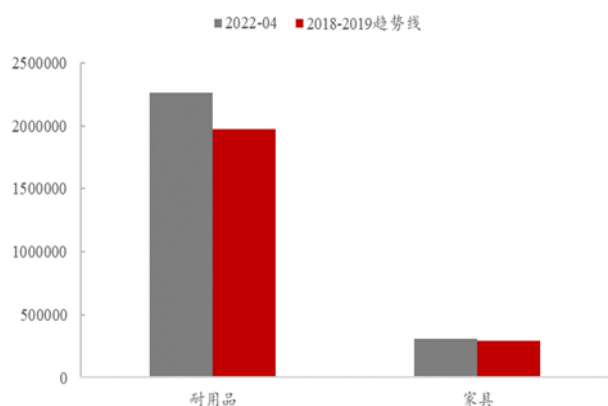
较弱的地产销售拖累地产相关消费。

地产行业被称作周期之母，不仅仅是因为房地产投资在经济中的重要性，更因为地产产业链条的盘根错节。因而，地产销售走弱不但会拖累房地产投资增速，同样会拖累美国经济的其他方面，最为典型的是地产链条消费。

2022年4月，美国居民耐用品实际支出仍显著高于疫情前的趋势线水平，和房地产密切相关的家具支出，则已回落至仅仅和趋势线持平。同样地，美国建材、园林设备的库销比已经高于疫情前水平。

目前美国地产相关的消费已经明显下滑，未来随着房地产销售的继续疲软，地产消费增速恐继续走弱。

图 23：美国家具消费较疲软(单位：百万美元)



资料来源：BEA，民生证券研究院

图 24：美国建材库存情况已经较高（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 初步预计美国地产崩盘概率低

本轮货币紧缩大概率不会引起美国房价大幅下跌。

地产导致的金融危机通常会有三个阶段，分别是“投机购买，房价飙升→供需逆转，房价开始向下→债务负循环，房价崩盘”。我们同样从这三个角度分析。

我们观察到的现象是，本次货币宽松并没有催生出美国次贷危机前的狂热房地产投机现象。最典型的例子是当前美国无论是房屋空置率，还是住房自有率都远低于美国次贷危机前的水平。

另一方面，当前美国房地产市场的供需缺口仍然存在，现房库存仍处于历史低位水平。2022年4月，美国成屋可供销售月度和已完工新房可供销售月度分别为2.2和2.9个月。

图 25：美国房地产投机现象较弱（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：美国房屋库存仍然很低（单位：月）

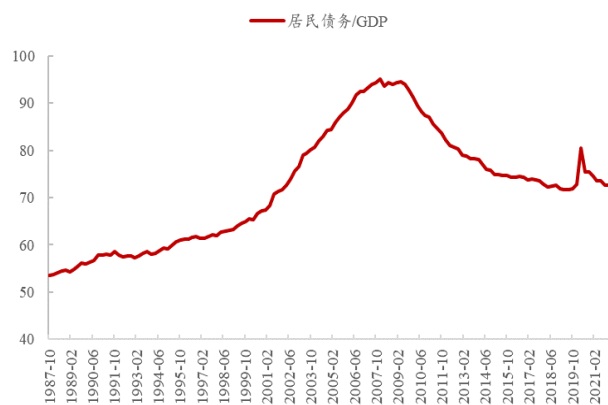


资料来源：美国普查局，民生证券研究院

最后，无论是总体还是结构上，美国居民部门的负债率均在低位，债务负循环的概率较低。截至2022年1季度，美国居民部门杠杆率（债务/GDP）为72.7%，高收入和低收入人群负债率（债务/总资产）分别为8.4%和14.9%，三者在08年美国金融危机后均大幅下降。

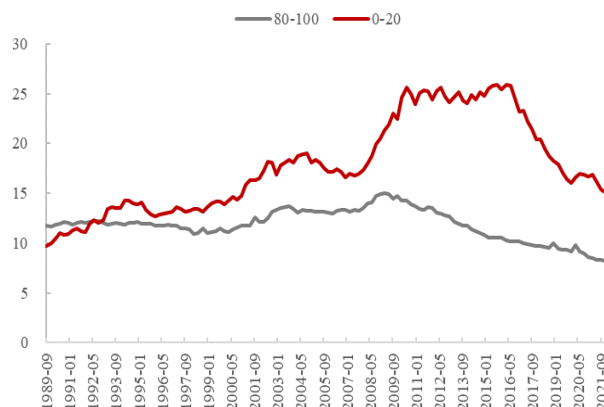
因此，我们认为未来即使美国房地产需求进一步下滑，房价大跌的“泡沫崩溃”现象也大概率不会出现。

图 27：美国居民杠杆率处于低位（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 28：美国不同收入人群负债率均低（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院（注：“80-100”指特定收入分位数群体）

5 通胀难“退烧”，下半年货币收紧趋势难言拐点

5.1 美国通胀：高通胀年内难“退烧”

我们预计 2022 年美国通胀在 3 季度因基数效应有所回落，但在 4 季度随着基数变低，通胀增速将反弹。

中性情形下，2022 年末，美国 CPI 同比增速仍在 7.9% 的高位，核心 CPI 同比为 6.1%。美国高通胀年内难以“退烧”。

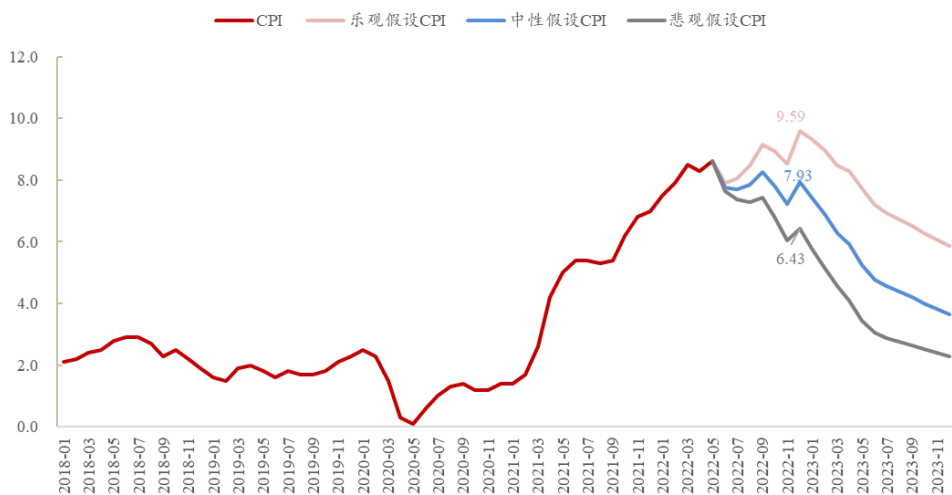
名义通胀之所以年内难以回落，关键原因是能源和食品价格仍将保持高位。

欧美对俄罗斯原油及天然气出口实施制裁，世界能源供给受限。另外，受长期资本开支不足所限，世界原油产能疫情后恢复较慢，同样约束了能源供给。

经济重启后，美国居民正大幅增加出行、旅游活动，这可能会增加下半年对原油的需求。总的来说，我们估计以原油为代表的能源价格下半年仍将维持高位。

高企能源价格下，粮食种植成本上行。同时，俄乌冲突降低了乌克兰的粮食出口，下半年世界粮食价格同样或将维持高位。

图 29: 美国 CPI 同比增速预测 (单位: %)



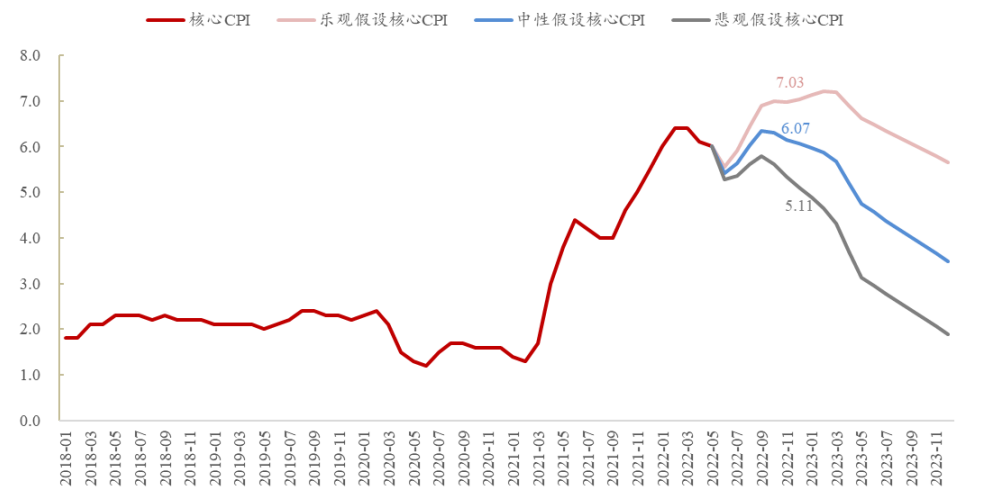
资料来源：Wind，民生证券研究院预测

偏紧的劳动力市场带来的高工资增速以及租金通胀是美国核心通胀的最大支撑。我们预计要到 2023 年 2 季度，美国核心通胀增速才能开始显著回落。

如前文所说，因劳动参与率较低，外来移民显著减少等原因影响，美国目前劳动力供给仍相对不足，今年美国工资增速或将高于正常水平。随着货币收紧的影响开始显现，美国企业的劳动力需求将被降低，预计 2023 年美国工资增速或将明显回落。

住房租金作为美国 CPI 中权重最高的分项，其对美国通胀的影响不可忽视。住房租金主要受两大因素影响，房价和居民收入。美国房价增速通常领先租金 1-2 年，当前美国房价仍处于历史最高水平，叠加同样高企的工资增速，年内美国租金通胀恐继续上行。

图 30: 美国核心 CPI 同比增速预测 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

5.2 美国货币政策: 下半年基准加息路径或为“75-50-50-25”

首先需要明确的是, 驯服通胀是美联储目前的核心诉求。

美联储最近两次议息会议前后, 资本市场走势非常相似。一开始都是由超预期的通胀数据点燃市场的紧缩情绪。然后美联储进行一次幅度巨大, 但“情理之中”的加息。最后, 鲍威尔在发布会中发表相对鸽派的言论。如 5 月会议的“暂未考虑 75BP 加息”和 6 月会议的“75BP 加息不是基准情形”, 市场亦随之反弹。

这样的做法, 投资者往往认为鲍威尔态度依然鸽派。我们认为, 这样的态度只是表明了美联储对未来通胀走势的迷茫, 从而无法对未来的政策路径作出承诺或指引。需要看到的是, 当前美联储的货币政策仅仅锚定通胀增速。在 PCE 核心通胀回到目标区间前 (2-2.5%), 美联储不会停止加息, 即使经济陷入衰退, 或失业率开始上行。

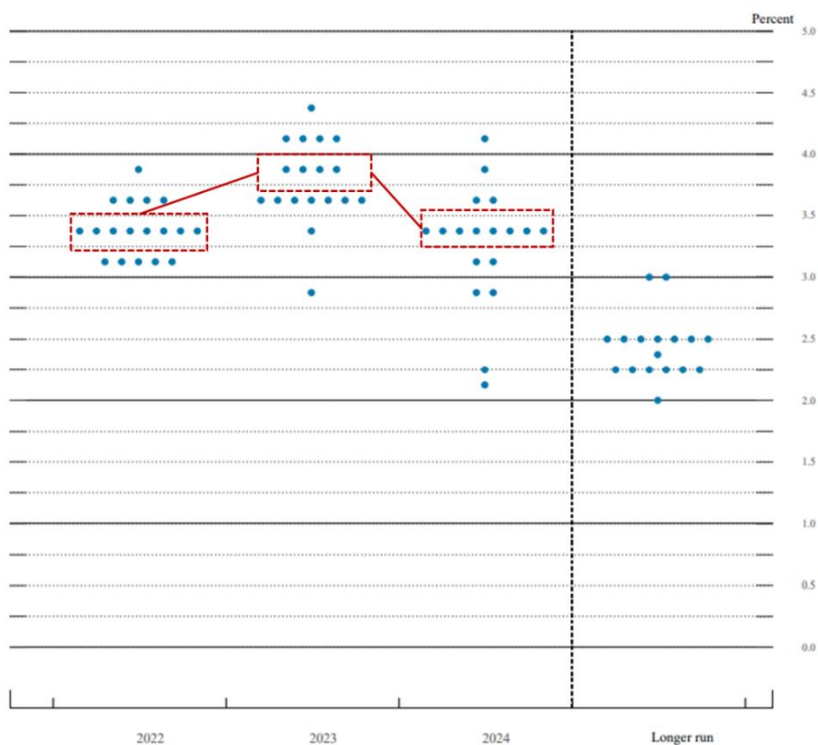
下半年基准加息路径或为 75-50-50-25(BP)。

6 月会议公布的利率点阵图显示, 至 2022 年底, 联邦基金利率区间将上升至 3.25%-3.50% 的水平。即 6 月会议后还有 175BP 加息空间。175BP 加息意味着未来加息路径或是“50-50-50-25(BP)”。但考虑到美联储为遏制通胀而采取的“前置加息”策略, 以及会后众多联储官员的表态, 7 月会议上加息 75BP 的概率不断提高。因此, 我们认为下半年基准加息路径很可能是“75-50-50-25(BP)”。

另外, 我们认为, 当前宏观环境下, 仍需关注未来超预期加息的风险。

目前以原油、天然气为首的大宗商品价格尚在高位震荡。美国居民工资增速居高不下, 且对服务消费有所加速, 未来通胀增速超预期概率不低。这种情况下, 依赖通胀数据的加息节奏往往会超出市场预期, 欧央行三季度超预期加息已是前车之鉴。

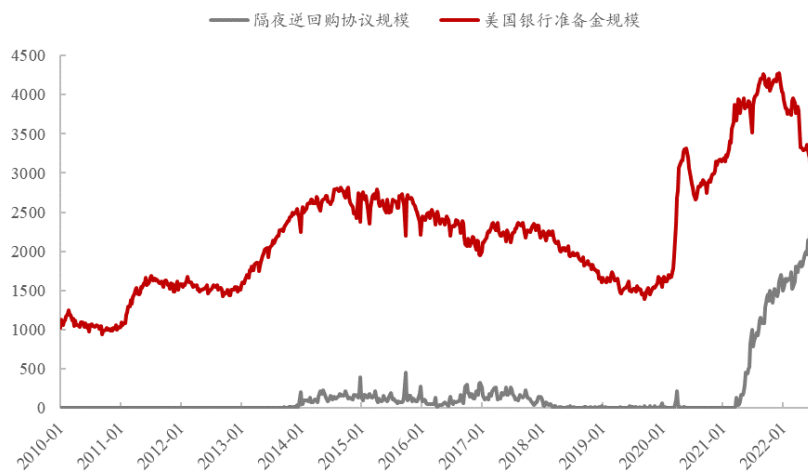
图 31: 美联储点阵图暗示 2022 年末政策利率区间为 3.25-3.50%



资料来源：美联储，民生证券研究院

在货币政策快速收紧和实体经济韧性仍存的环境下，美债利率勿轻言见顶。目前，受衰退恐慌影响，10 年期美债利率从 3.5% 的高位有所回落。需要注意的是，美国通胀在四季度仍有冲高的动力。同样地，美国经济在居民消费和企业资本开支的支撑下，韧性或将高于市场预期。届时，加息预期或将重新被点燃，美债利率继续上行。另一方面，在前期报告中（详见《美联储缩表的“马奇诺防线”》），我们提示本轮缩表或对银行体系准备金冲击较大，不能忽视其流动性影响。9 月份开始，缩表速率将翻倍，美债利率的上行动力也随之而来，不可忽视。

图 32: 本轮美联储缩表对银行准备金冲击较大（单位：十亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

6 结论

经历了 2021 年财政大补贴的经济过热后，货币随之收紧，市场对美国经济衰退担忧亦随之而来。2022 年上半年美国经济没有兑现衰退预期，市场再度预期 2022 年下半年美国经济将迎来衰退。然而 2022 年下半年美国经济或许仍有韧性，美国经济衰退的市场预期或许再度落空。

疫情以来美国经济动能主要来自财政补贴和货币宽松。如果说 2021 年美财政补贴改善居民当期收入，带动 2021 年经济过热；那么 2022 年财政补贴仍将改善居民资产负债表，继续刺激美国需求。财政补贴对美国居民资产负债表的影响被市场所忽略，也就带来美国经济韧性错估。

展望 2022 年下半年，居民消费和企业资本开支或仍可是美国经济“夜空中最亮的星”。

首先，下半年美国居民消费不会弱。

目前美国劳动力市场的供需失衡情况仍然严重，这意味着未来较长的一段时间里，工资增速或将高于正常水平。较高的收入叠加仍然可观的超额储蓄将支撑美国居民的财务状况，从而支持消费信贷增长。“工资+储蓄+信贷”，美国居民广义收入仍然健康，消费也会有韧性。

其次，企业资本开支增速或许会边际下行，但仍有韧性。

企业是否进行资本开支通常受两个因素决定：终端需求和融资成本。居民消费已经决定终端需求不弱，但未来美联储快速的加息会抬升企业的融资利率。

当然，下半年美国经济并非没有风险点，最大的逆风项来自房地产链条。

美国固定抵押贷款利率已经升至 2008 年的水平，在高利率下，房地产销售势必受到压制。我们预计下半年美国房地产销售将继续放缓，从而拖累房地产投资。另外，像家具、建材等房地产消费同样会受到疲软地产销售的影响，对居民消费有一定拖累。不过，我们认为本轮地产下行不会带来房价的大幅下跌，居民资产负债表将保持健康。

货币政策方面，我们认为未来美联储的政策仅锚定通胀。正是我们认为美国经济韧性较强，故下半年美国通胀高烧难退，货币政策也不能轻言拐点。

经测算，在 2022 年末，美国 CPI 同比增速仍在 7.9% 的高位，核心 CPI 同比为 6.1%。在如此高企的通胀增速下，美联储将继续实行快速加息战略，我们预计在下半年的四次会议中，基准加息路径或为 75-50-50-25(BP)。

在货币政策快速收紧和实体经济韧性仍存的环境下，美债利率或未见顶。

当前美债利率下行主要受市场“衰退恐慌”的情绪影响。若下半年实体经济的韧性得到兑现，对通胀和货币紧缩的担忧将重新主导市场，届时美债利率或将继续上行。

另外，本轮缩表或对银行体系准备金冲击较大，不能忽视其流动性影响。9 月份开始，缩表速率将翻倍，这同样会为美债利率提供上行动力。

7 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**若海外疫情再次反弹，对全球需求、大宗商品价格、美联储政策都会有深远影响。
- 2) **美联储加息节奏超预期。**
- 3) **对美联储货币政策理解不到位。**
- 4) **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。**
- 5) **海外地缘政治风险。**若俄乌冲突深化导致大宗商品价格再度大幅上升，美联储可能加快紧缩步伐。

插图目录

图 1: 美国 CPI 各分项同比拉动 (单位: %)	4
图 2: 美联储进入快速加息阶段 (单位: %)	5
图 3: 美债利率与美债长短端利差 (单位: %)	5
图 4: 市场定价 2023 年初降息 (左: %, 右: 次)	6
图 5: 美国经济前瞻指标不断下滑 (单位: %)	6
图 6: 美国居民实际工资不断下降 (单位: 美元)	7
图 7: 美国商品消费颇具韧性 (单位: 十亿美元)	7
图 8: 加息后信用利差有所上升 (单位: %)	8
图 9: 资本支出热度较高 (单位: %)	8
图 10: 2021Q1 后消费信贷增速上升 (单位: %)	8
图 11: 美国居民超额储蓄情况 (单位: %)	8
图 12: 美国居民负债率情况 (单位: %)	9
图 13: 美国居民存款规模 (单位: 十亿美金)	9
图 14: 不同人群的广义存款规模 (单位: 十亿美金)	10
图 15: 美国职位空缺居高不下 (左: 千人, 右: 月)	10
图 16: 不同人群资产负债较疫情前变动 (单位: %)	11
图 17: 美国居民利息负担很低 (单位: %)	11
图 18: 美国零售库销比情况 (单位: %)	12
图 19: 美国上游库存情况 (单位: %)	12
图 20: 美国贷款利率有所上升 (单位: %)	12
图 21: 资本开支前瞻指标下行 (单位: %)	12
图 22: 贷款利率走高压制美国房地产销售 (单位: %)	13
图 23: 美国家具消费较疲软 (单位: 百万美元)	14
图 24: 美国建材库存情况已经较高 (单位: %)	14
图 25: 美国房地产投机现象较弱 (单位: %)	14
图 26: 美国房屋库存仍然很低 (单位: 月)	14
图 27: 美国居民杠杆率处于低位 (单位: %)	15
图 28: 美国不同收入人群负债率均低 (单位: %)	15
图 29: 美国 CPI 同比增速预测 (单位: %)	16
图 30: 美国核心 CPI 同比增速预测 (单位: %)	17
图 31: 美联储点阵图暗示 2022 年末政策利率区间为 3.25-3.50%	18
图 32: 本轮美联储缩表对银行准备金冲击较大 (单位: 十亿美元)	18

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。本报告清晰准确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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001