

海外宏观双周报

衰退预期升温，美国政策走向如何？

核心观点

美国经济放缓，市场开始交易“衰退”：继美联储6月FOMC会议下调了美国经济增长预期至1.7%，近期的一些经济数据也表现出美国经济持续放缓。其中，美国6月MarkitPMI出现大幅下滑，密歇根大学消费者信心指数持续回落，接近2011年的低点。美国经济放缓叠加美联储紧缩幅度加大，市场的“衰退”预期上升。

预计美国经济将“温和”放缓：值得关注的是，很多经济指标表现出美国经济是较为健康的，不会因经济放缓产生较严重的危机。虽然近期美国房地产销售数据明显走弱，但住房刚需和美国居民良好的负债率将支撑美国房地产市场温和降温。目前美股市盈率已处于历史上较低水平，表现当前美股“泡沫”不大。经济放缓会使一部分企业破产，但美国企业盈利增速尚可，并且企业部门杠杆率在大幅下降，美国因经济放缓出现企业大面积违约的可能性不高。就业缺口或将成为失业率上升的“缓冲垫”，较高的劳动力缺口预计将减缓失业率的快速上升，给美联储充足的时间进行政策调整。

经济放缓，美国“胀”能否缓解？：供应链方面，美联储公布的5月全球供应链压力指数有所回落，并且主要分项均出现了下降趋势，表现国内复工复产进度加快对全球供应链压力有些许缓解。全球粮食价格在6月降幅较大。同时石油价格较为震荡，美国6月通胀数据可能有些许缓解。

经济放缓，美国财政货币政策会转向吗？：预计美联储短期依旧是以控制通胀为目标，不会过早地传递“鸽”的信号，以防好不容易控制的通胀预期再度上升。目前美国经济较为健康，就业市场依旧强劲。尽管开启了缩表进程，美国金融系统流动性充足，预计今年美联储不会“被动”转向。

美国财政短期内不具备转向的政治和经济支撑。高通胀已成为美国首要的社会问题，通胀能否缓解，将会是美国中期选举的重要影响因素。同时在货币政策收紧的背景下，受制于再融资成本上升压力，美国政府不具备财政扩张的经济基础。

美联储官员发言与市场加息预期跟踪：鲍威尔对于美国经济软着陆的态度发生改变，认为在美联储激进加息后，美国经济软着陆的困难加大，会出现经济衰退的可能性。而另一些官员则表示，目前美国经济虽然开始放缓，但由于就业市场强劲，经济活动开放，美国经济衰退的可能性不高。对于7月加息幅度，部分官员表示，鉴于通胀尚未出现明显缓解的迹象，支持鲍威尔先声称于7月加息50或75bp的决定。

风险提示：海外疫情再度爆发对经济影响程度超预期、全球大宗商品价格再迎上涨、极端气候对全球供应链造成冲击。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

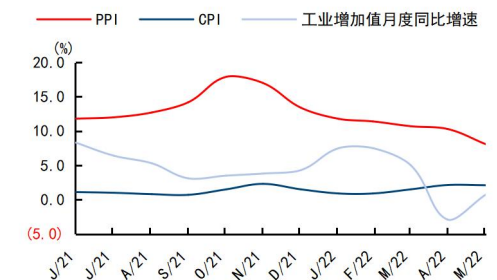
证券分析师：季家辉
 021-61761056
 jijiahui@guosen.com.cn
 S0980522010002

联系人：王艺熹
 021-60893204
 wangyixi@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	6.20
社零总额当月同比	-6.70
出口当月同比	16.90
M2	11.10

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-房地产销售延续回暖，消费指标继续改善》——2022-06-28
- 《宏观经济宏观周报-房地产销售加速回暖，消费指标改善，经济加快修复》——2022-06-20
- 《海外宏观双周报-从消费和投资看美国后续增长动能》——2022-06-14
- 《宏观经济宏观周报-5月国内进出口与融资总量数据较4月明显好转》——2022-06-13
- 《宏观经济宏观周报-5月PMI显示国内经济动能开始向上修复》——2022-06-07

内容目录

衰退预期升温，美国政策走向如何？	4
美国经济放缓，市场开始交易“衰退”	4
预计美国经济将“温和”放缓	4
经济放缓，美国“胀”能否缓解？	7
经济放缓，美国财政货币政策会转向吗？	8
美联储官员发言与市场加息预期跟踪	10
上两周主要资产走势概览	11
美股	11
美债	12
伦敦金和美元指数	12
布伦特原油和伦敦铜	13
免责声明	14

图表目录

图 1: 美国消费者信心指数接近 2011 年低点	4
图 2: 美国居民部门杠杆率 (%)	5
图 3: 美国房屋空置率与出租空置率 (%)	5
图 4: 美国新建住房与成屋销售同比增速 (%)	5
图 5: 居民和企业部门股票资产占比 (%)	6
图 6: 标普 500 和纳斯达克市盈率 (%)	6
图 7: 美国高收益债信用利差 (%)	6
图 8: 美国企业利润同比增速 (%)	7
图 9: 美国企业部门杠杆率 (%)	7
图 10: 美国失业率和职位空缺数	7
图 11: 全球供应链压力指数	8
图 12: WTI 原油现货价格 (美元/桶)	8
图 13: CBOT 粮食期货结算价 (美分/蒲式耳)	8
图 14: 美国 10 年期盈亏平衡通胀率 (%)	9
图 15: SOFR 利率 (%)	9
图 16: ONRRP 使用量 (十亿美元)	9
图 17: 美国存量国债和利息支出占 GDP 比重 (%)	10
图 18: 市场预期 7 月和 9 月加息概率 (%)	11
图 19: 市场预期 2022 年内加息幅度概率 (%)	11
图 20: 标普 500 指数 (截至 2022-6-30)	11
图 21: 道琼斯工业指数 (截至 2022-6-30)	11
图 22: 纳斯达克指数 (截至 2022-6-30)	12
图 23: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-30)	12
图 24: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-30)	12
图 25: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-6-29)	13
图 26: 美元指数 (截至 2022-6-29)	13
图 27: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-6-29)	13
图 28: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-6-29)	13
表 1: 美国 6 月 MarkitPMI 下滑明显	4
表 2: 近期美联储官员公开发言 (*为 2022 年票委)	10

衰退预期升温，美国政策走向如何？

美国经济放缓，市场开始交易“衰退”

继美联储 6 月 FOMC 会议下调了美国经济增长预期至 1.7%，近期的一些经济数据也表现出美国经济持续放缓。其中，美国 6 月 Markit PMI 出现大幅下滑，密歇根大学消费者信心指数持续回落，接近 2011 年的低点，美国经济放缓叠加美联储紧缩幅度加大，市场的“衰退”预期上升。

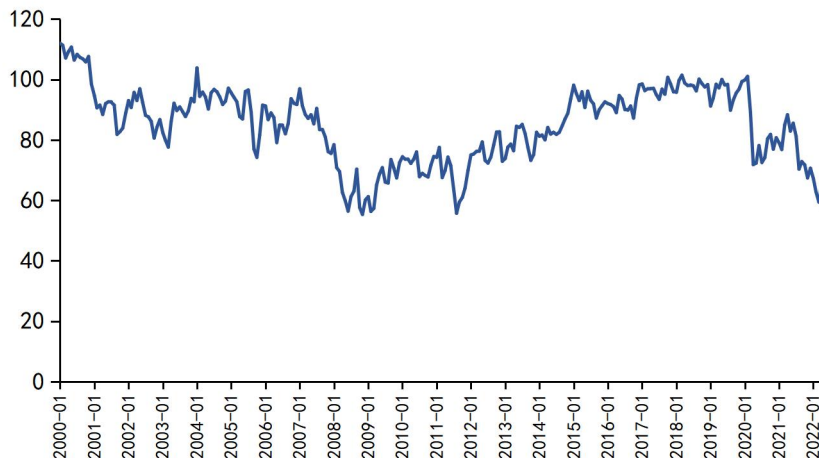
参考 Markit 的 PMI 报告，6 月美国制造业和服务业表现均为近 5 个月最弱的水平。其中，制造业新订单和制造业产出指数出现疫情以来的首次收缩。

表1：美国 6 月 Markit PMI 下滑明显

美国 Markit PMI	6 月	5 月
综合 PMI	51.2	53.6
制造业 PMI	52.4	57
制造业产出指数	49.6	55.2
服务业 PMI	51.6	53.4

资料来源：MARKIT、国信证券经济研究所整理

图1：美国消费者信心指数接近 2011 年低点



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

6 月 22 日，鲍威尔在国会就半年度货币政策报告作证词陈述时坦言“在美联储激进加息后，美国经济软着陆的困难加大，会出现经济衰退的可能性。”同时在 6 月 29 日在欧洲年度货币政策论坛上也表示“受俄乌冲突影响，美国经济‘软着陆’更具挑战性。”鲍威尔的此番讲话一反之前对经济“软着陆”的信心十足，大幅推升了市场的“衰退”预期。

预计美国经济将“温和”放缓

尽管一系列经济指标都指向了美国经济开始放缓，甚至可能进一步出现衰退，但值得关注的是，很多经济指标表现出美国经济是较为健康的，不会因经济放缓产

生较严重的危机。

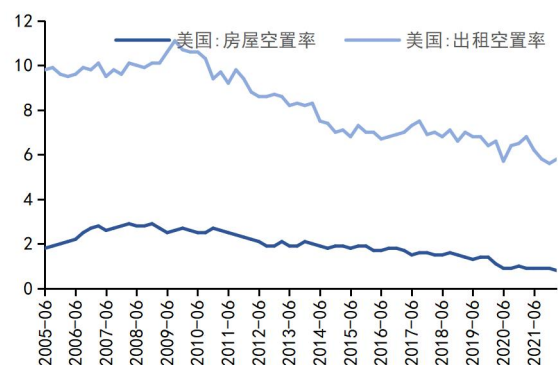
房地产方面，虽然目前美国房价维持在历史高位，但美国的住房空置率和租房空置率都是处于较低水平，表现疫情爆发改变了美国居民的住房习惯，独居的意愿上升，真实的住房需求增加而非投资性购房需求上升。另一方面，美国居民杠杆率自次贷危机爆发后一直保持收缩的趋势，尽管2020年美国宽松的货币政策带动了居民杠杆率的些许上升，但2021年又开始逐步回落。因此，我们认为，虽然近期美国房地产销售数据明显走弱，但住房刚需和美国居民良好的负债率将支撑美国房地产市场温和降温。

图2：美国居民部门杠杆率（%）



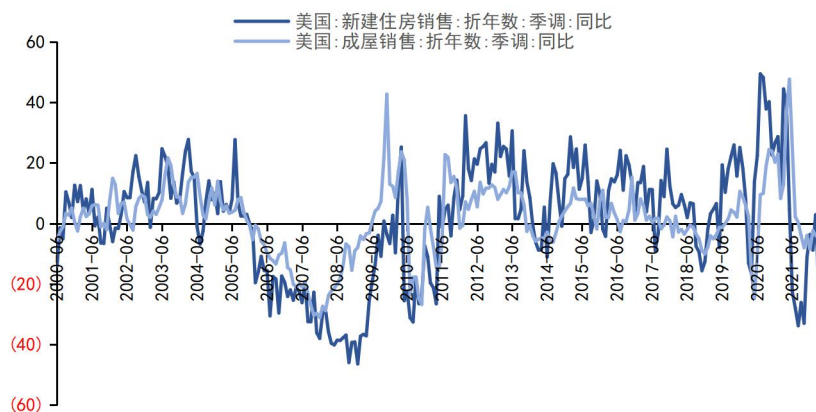
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国房屋空置率与出租空置率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

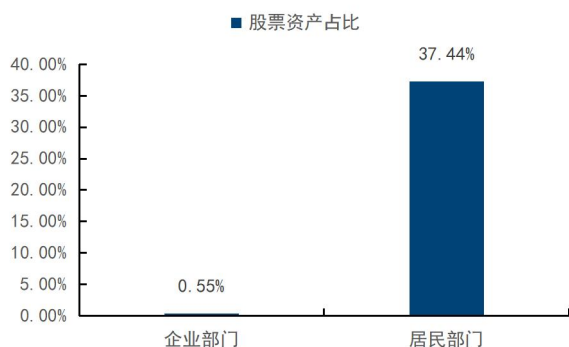
图4：美国新建住房与成屋销售同比增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

证券市场方面，自美联储开启紧缩步伐以来，美国标普500和纳斯达克两大股指的估值持续调整，目前市盈率已处于历史上较低水平，表现当前美股“泡沫”不大。由于股票资产在美国居民资产结构中占比较高，美股价格的稳定至关重要。

图5: 居民和企业部门股票资产占比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

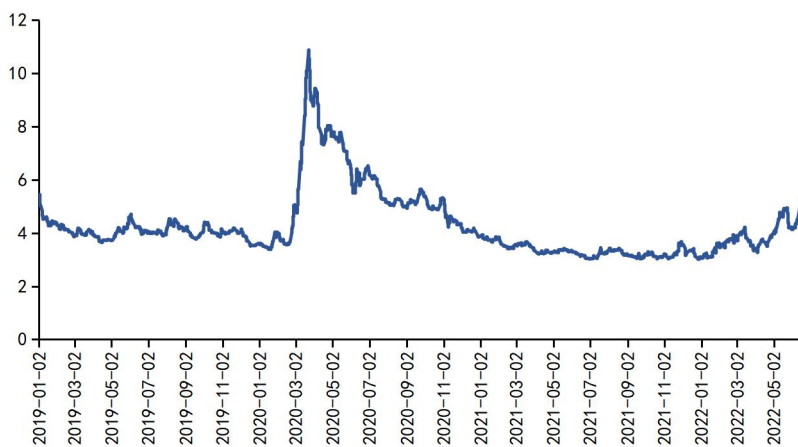
图6: 标普 500 和纳斯达克市盈率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

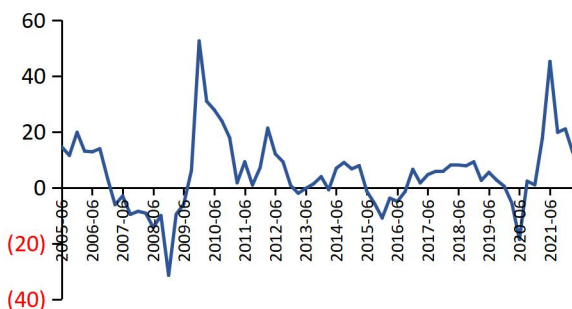
值得关注的是, 近期美国高收益债信用利差持续走高, 引起了市场对美国中小企业因再融资成本上升, 违约风险加大的担忧。我们认为, 在下游需求减弱、原材料价格高企叠加美联储紧缩周期的背景下, 会有一部分企业出现破产。但整体来看, 目前美国企业盈利增速尚维持在较高水平, 并且企业部门杠杆率在 2021 年以来有了大幅下降的趋势, 预计美国因经济放缓出现企业大面积违约的可能性不高。

图7: 美国高收益债信用利差 (%)



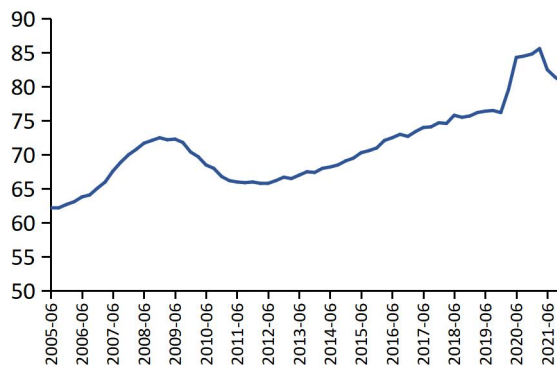
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 美国企业利润同比增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

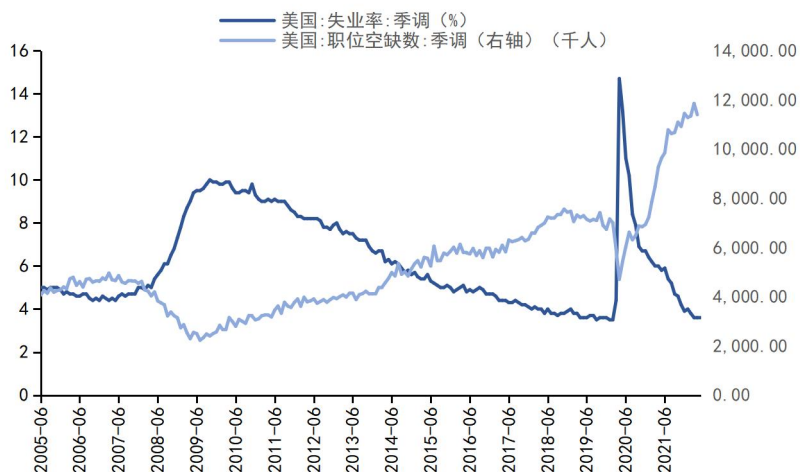
图9: 美国企业部门杠杆率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

就业缺口或将成为失业率上升的“缓冲垫”。目前美国失业率维持低位 3.6%，同时就业缺口尽管于 4 月出现小幅回落，现仍然处于历史高位。虽然下游需求的收缩会减少企业的劳动力需求，但较高的劳动力缺口预计将减缓失业率的快速上升，给美联储充足的时间进行政策调整。

图10: 美国失业率和职位空缺数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

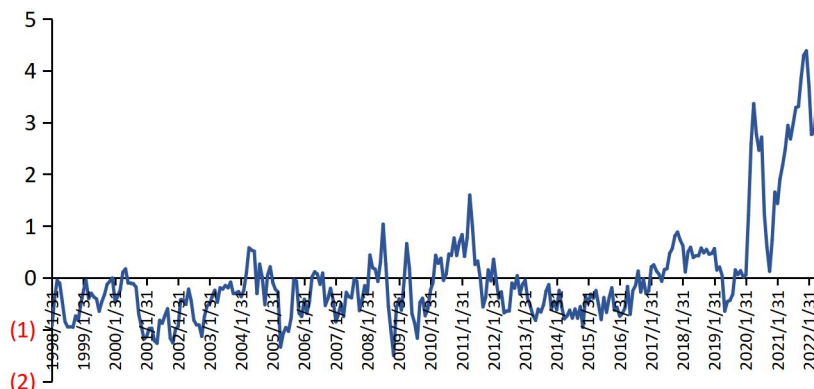
总体来看，目前美国家庭和企业资产负债表总体尚好，美国资本市场和房地产市场较为健康，就业缺口预计将对失业率上升起到缓冲作用，美国本轮经济放缓较为温和。

经济放缓，美国“胀”能否缓解？

在预计美国将要出现衰退的同时，市场的另一个关注点在“美国经济出现放缓，通胀能否缓解？”，目前来看，由于本轮主要为“供给型”通胀，需要重点关注全球供应链和地缘政治冲突的进一步变化。

供应链方面，美联储公布的 5 月全球供应链压力指数有所回落，并且主要分项均出现了下降趋势，表现国内复工复产进度加快对全球供应链压力有些许缓解。

图11: 全球供应链压力指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

6月以来, 俄乌双方开启乌克兰粮食货物海运出口谈判, 叠加美国冬小麦收获率超预期, 全球粮食价格降幅较大。同时出于对全球衰退预期的升温, 石油价格较为震荡。综合来看, 我们认为美国6月通胀数据可能有些许缓解。

图12: WTI 原油现货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: CBOT 粮食期货结算价 (美分/蒲式耳)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

经济放缓, 美国财政货币政策会转向吗?

近期美股有所反弹, 反映市场在交易“美国经济放缓, 美联储紧缩减速”的预期。货币政策方面, 我们预计美联储短期依旧是以控制通胀为目标, 不会过早地传递“鸽”的信号, 以防好不容易控制的通胀预期再度上升。

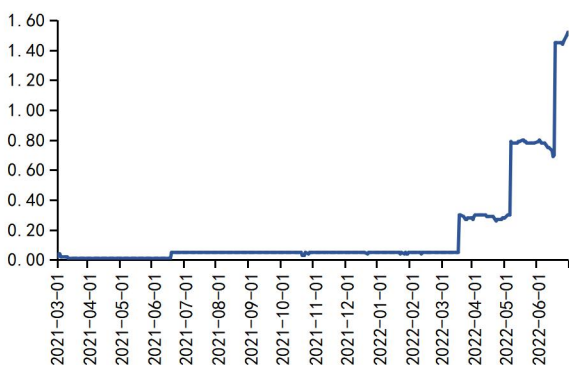
图14: 美国10年期盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

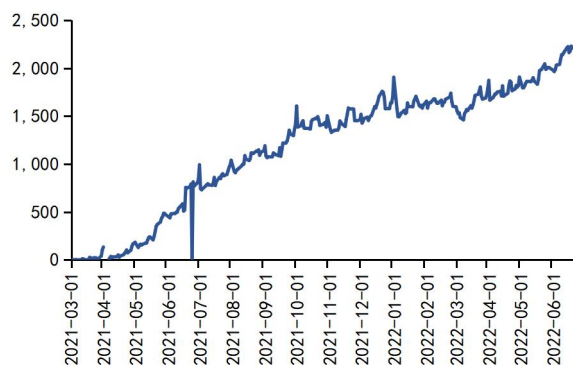
同时, 就业市场状况和金融稳定是美联储货币政策调整的重要影响因素。参考上一节的观点, 目前美国经济较为健康, 就业市场依旧强劲, 尽管开启了缩表进程, 美国金融系统流动性充足, 预计今年美联储不会“被动”转向。

图15: SOFR 利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: ONRRP 使用量 (十亿美元)

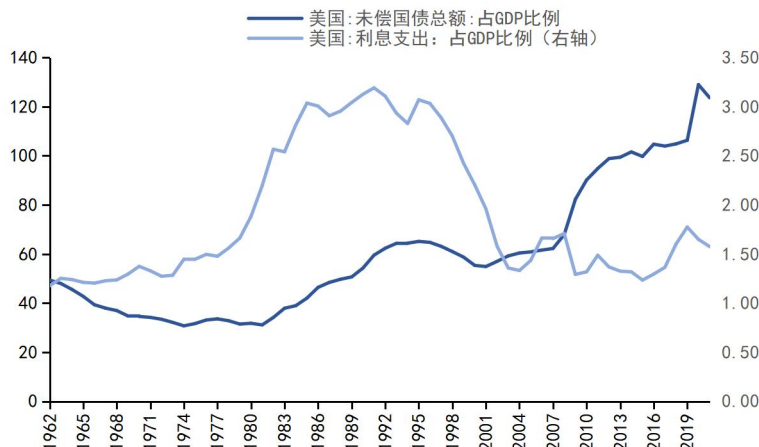


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财政政策方面, 我们认为美国财政短期内不具备转向的政治和经济支撑。政治方面, 高通胀已成为美国首要的社会问题。通胀能否缓解, 将会是美国中期选举的重要影响因素。此前拜登在会见鲍威尔时表示赞同美联储将遏制通胀作为首要任务, 坚持美联储的独立性。

经济方面, 目前美国政府存量债务占 GDP 比重创历史新高, 同时, 美联储加息也会增加美国的利息支出, 推高美国政府的再融资成本, 我们认为, 在货币政策收紧的背景下, 受制于再融资成本上升压力, 美国政府不具备财政扩张的经济基础。

图17: 美国存量国债和利息支出占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美联储官员发言与市场加息预期跟踪

近两周美部分联储官员对美国经济衰退发表了看法。其中鲍威尔对于美国经济软着陆的态度发生改变, 认为在美联储激进加息后, 美国经济软着陆的困难加大, 会出现经济衰退的可能性。而另一些官员则表示, 目前美国经济虽然开始放缓, 但由于就业市场强劲, 经济活动开放, 美国经济衰退的可能性不高。对于 7 月加息幅度, 部分官员表示, 鉴于通胀尚未出现明显缓解的迹象, 支持鲍威尔先前声称于 7 月加息 50 或 75bp 的决定。

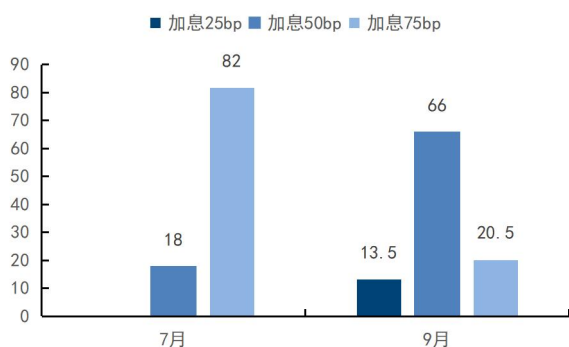
表2: 近期美联储官员公开发言 (*为 2022 年票委)

姓名	职位	发言日期	发言内容
Loretta J. Mester	克利夫兰联储行长*	6月22日	通胀率需要两年时间才能降至央行的 2% 目标。尽管增长放缓, 但预计不会出现衰退
Jerome H. Powell	美联储主席	6月23日	坚定地致力于使通胀回落, 我们正在迅速采取行动。但同时要实现“软着陆”, 即在没有衰退等严重经济环境的情况下收紧政策, 将是困难的。
Patrick Harker	费城联储行长	6月23日	美国经济增长可能会出现温和收缩, 但预计就业市场将保持强劲。
Tom Barkin	里士满联储行长	6月23日	7月会议加息 50 或 75bp 是合适的, 经济数据将指引美联储做进一步决策
Charles L. Evans	芝加哥联储行长	6月23日	因为通胀未出现明显缓解的迹象, 在 7 月加息 75bp 是非常合适的。外部不确定因素将对经济软着陆造成挑战。
James Bullard	圣路易斯联储行长*	6月24日	对美国经济衰退的担忧被夸大了, 消费者大流行期间积累了充足的现金。美联储加息将使经济放缓, 但不会低于趋势水平。
Mary C. Daly	旧金山联储行长	6月25日	预计需要在年底前将利率提高到 3.1%, 支持 7 月再加息 75bp。但如果经济放缓幅度超预期, 则可能加息 50bp。
Jerome H. Powell	美联储主席	6月29日	尽管确实存在美联储收紧会使经济过度放缓的风险, 但最大的错误是未能恢复价格稳定。
John C. Williams	纽约联储行长*	6月29日	预计美国经济将会放缓, 但仍会保持增长。仍有必要大幅提高利率以控制通胀。联邦基金利率可能会从目前的 1.5%-1.75% 的目标范围上升至 3%-3.5%

资料来源: FED 官网、国信证券经济研究所整理

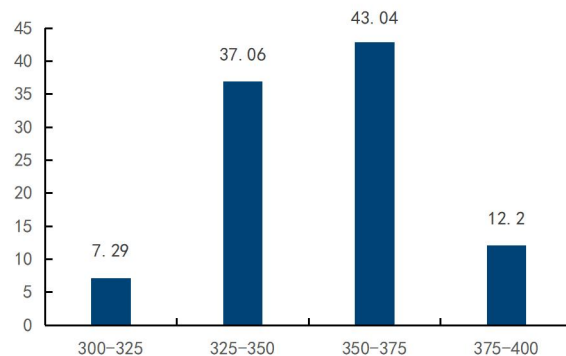
根据 CME 反映的市场加息预期来看，近期市场衰退预期的增加削弱了市场的加息预期。截至 6 月 29 日，市场预计 7 月最有可能加息 75bp，9 月最有可能加息 50bp。市场预计年内最有可能加息至 3.5%-3.75%，而后停止加息。

图 18: 市场预计 7 月和 9 月加息概率 (%)



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

图 19: 市场预计 2022 年内加息幅度概率 (%)



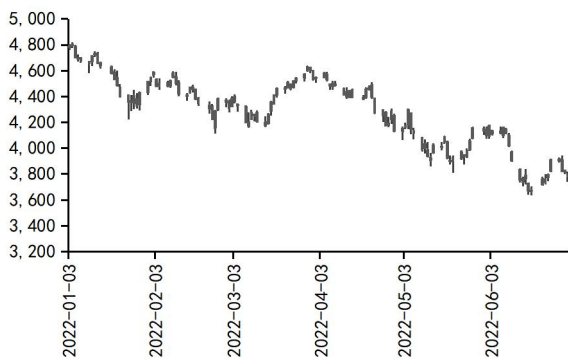
资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

上两周主要资产走势概览

美股

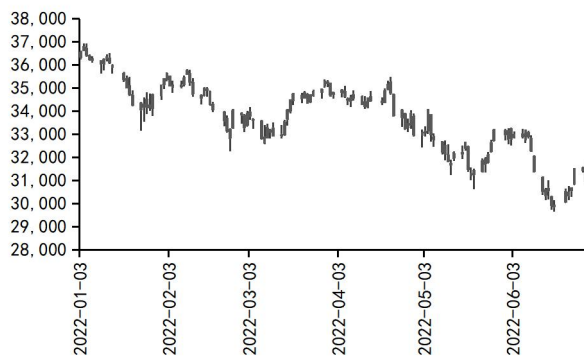
在过去的两周内，美股先涨后跌，走势较为震荡。截至 6 月 30 日收盘，道琼斯工业指数报 30775.43 点，近两周上涨 848.36 点，涨幅为 2.76%。标普 500 指数收报 3785.38 点，近一个月上涨 118.61 点，涨幅为 3.13%。

图 20: 标普 500 指数 (截至 2022-6-30)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

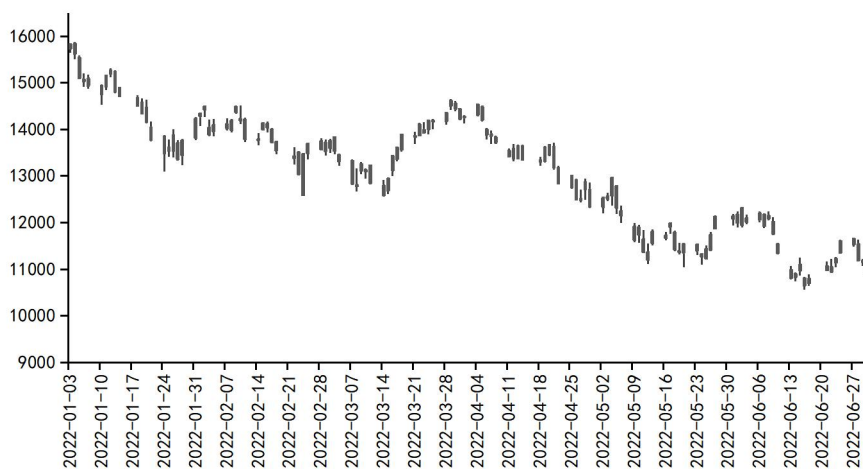
图 21: 道琼斯工业指数 (截至 2022-6-30)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

纳斯达克指数截至 6 月 13 日收盘报 11028.74 点，近两周上涨 382.64 点，涨幅为 3.47%。

图22: 纳斯达克指数 (截至 2022-6-30)

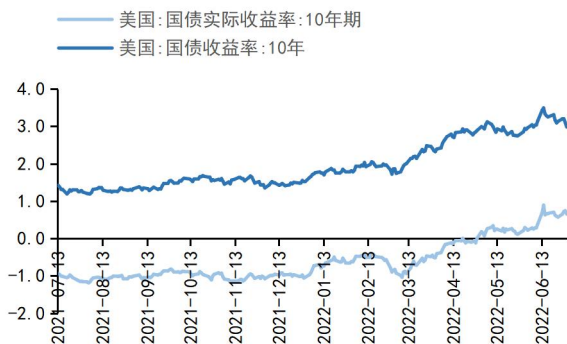


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美债

近两周 2 年期和 10 年期国债收益率拐点向下。截至 6 月 30 日, 美国 10 年期国债利率报 2.98%, 近两周以来行 30bp, 10 年期国债实际利率基本持平两周前, 下行 1bp; 2 年期国债利率报 2.92%, 近两周以来下行 22bp。

图23: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-30)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2022-06-30)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

近两周伦敦金价下跌, 美元指数走强。截至 6 月 29 日, 伦敦金价报 1817.4 美元/盎司, 近两周共下跌 39.5 美元/盎司, 跌幅 2.13%。美元指数报 105.11 点, 近两周共上涨 1.28 个点。

图25: 伦敦金价 (美元/盎司) (截至 2022-6-29)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图26: 美元指数 (截至 2022-6-29)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

近两周布伦特原油价格下跌, 截至 6 月 29 日, 布伦特原油价格报 116.26 美元/桶, 两周以来共下跌 3.55 美元/桶, 跌幅为 2.96%。

近两周伦敦铜价大幅下跌, 截至 6 月 29 日, 伦敦铜价报 8399.25 美元/吨, 近两周以来共下跌 680.5 美元, 跌幅为 7.49%。

图27: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2022-6-29)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2022-6-29)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032