

宏观报告

证券研究报告

2024年06月05日

美国经济对再通胀的重新适应

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-节能降碳行动会带来什么影响？》2024-06-03
- 2 《宏观报告：宏观-向外求确定性》2024-06-01
- 3 《宏观报告：宏观-A 股财报里的中国企业出海图》2024-05-30

从4月底公布的美国1季度GDP开始，紧随其后的一系列美国4月经济数据均不及预期，包括非农、PMI、地产销售以及PCE消费数据，都反映出美国经济呈现降温势头。

但我们认为不宜以4月数据外推美国经济走势，不宜对降息预期转向乐观。

我们认为4月美国经济数据走弱，是美国经济对货币政策隐含收紧的“再适应”促成了短期内的波动。自4月初起，联储开始“正视”二次通胀趋势，对“三次降息”的自我否定，从某种程度上说，可以看作是联储用“口头加息”来应对Q1超预期的通胀走势。

而随着大选临近，有利于通胀回落的高基数效应正在消失，联储年内降息的窗口越来越窄。我们认为当前美国经济的小幅走弱，完全无法支撑起联储在大选前的降息决策，更何况大选前还存在财政加码托底经济增长进而带动通胀进一步反弹的可能性。

风险提示：美国劳动力市场超预期走弱，美国失业率超预期上行，美国高利率维持更长时间

前言：

从4月底公布的美国1季度GDP开始，紧随其后的一系列美国4月经济数据均不及预期，包括非农、PMI、地产销售以及PCE消费数据，都反映出美国经济呈现降温势头。

但我们认为不宜以4月数据外推美国经济走势，不宜对降息预期转向乐观。

我们认为4月美国经济数据走弱，是美国经济对货币政策隐含收紧的“再适应”促成了短期内的波动。自4月初起，联储开始“正视”二次通胀趋势，对“三次降息”的自我否定，从某种程度上说，可以看作是联储用“口头加息”来应对Q1超预期的通胀走势。

而随着大选临近，有利于通胀回落的高基数效应正在消失，联储年内降息的窗口越来越窄。当前美国经济的小幅走弱，完全无法支撑起联储在大选前的降息决策，更何况大选前还存在财政加码托底经济增长进而带动通胀进一步反弹的可能性。

正文：

随着Q1通胀数据的持续超预期，以鲍威尔为首的联储官员从4月中开始纷纷表示对通胀缺乏信心、认为利率将维持更高的时间；这使得降息预期向不降息与更晚降息回摆。最重要的是鲍威尔在不同场合连续表示对通胀回落缺乏信心，认为货币政策应维持更长的时间。

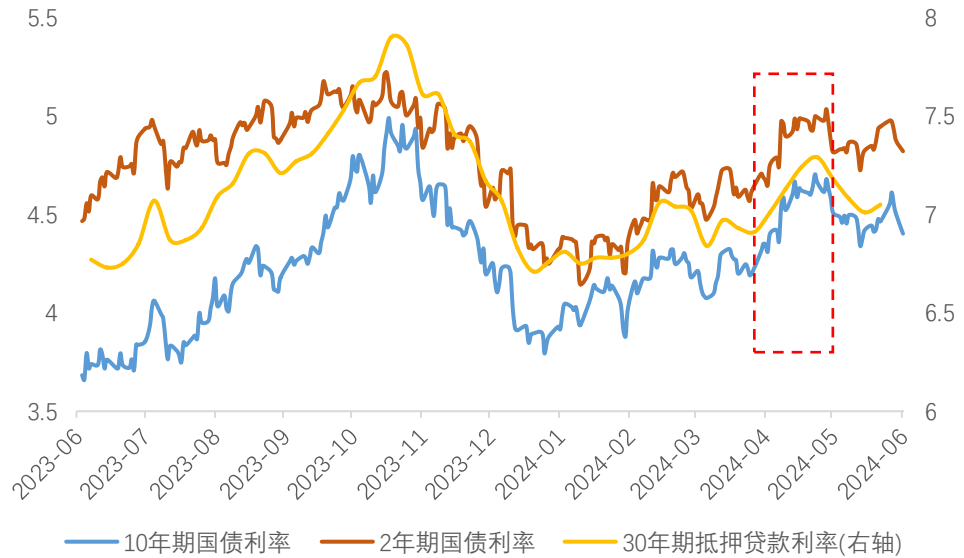
图 1：从4月初开始，鲍威尔发言连续展现鹰派立场



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

美联储再次转鹰的立场反映在更高的抵押贷款利率和美国国债利率：10年期美债利率从4.3%上行至最高4.7%；30年期抵押贷款利率也最高上行约40bp，至7.3%水平。真实的金融条件再次收紧。在年内降息预期锁定为“不多于两次”的情况下，对利率高度敏感的部门将继续承压，首当其冲的就是地产和制造业的新订单与资本开支。

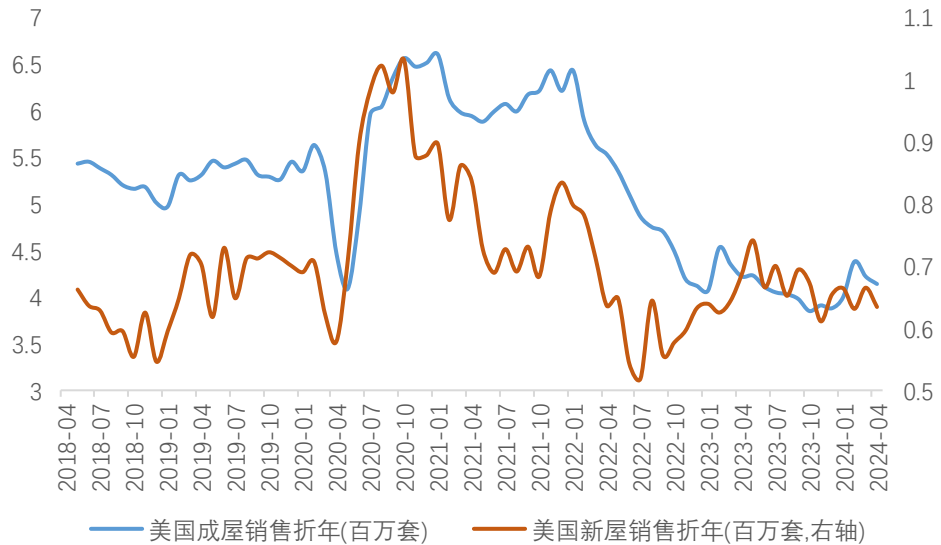
图 2：从4月初开始，联储的鹰派立场反映在持续攀升的利率水平



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

无论是1季度GDP中进一步下修的耐用品消费,还是四月PCE中明显收缩的整体商品消费,都反映出美国制造业的相关前景并不明朗。且当前存在大量耐用品订单的挤压,导致耐用品未完成订单处于历史高位,并未随着之前库存增速大幅回落而得到释放。

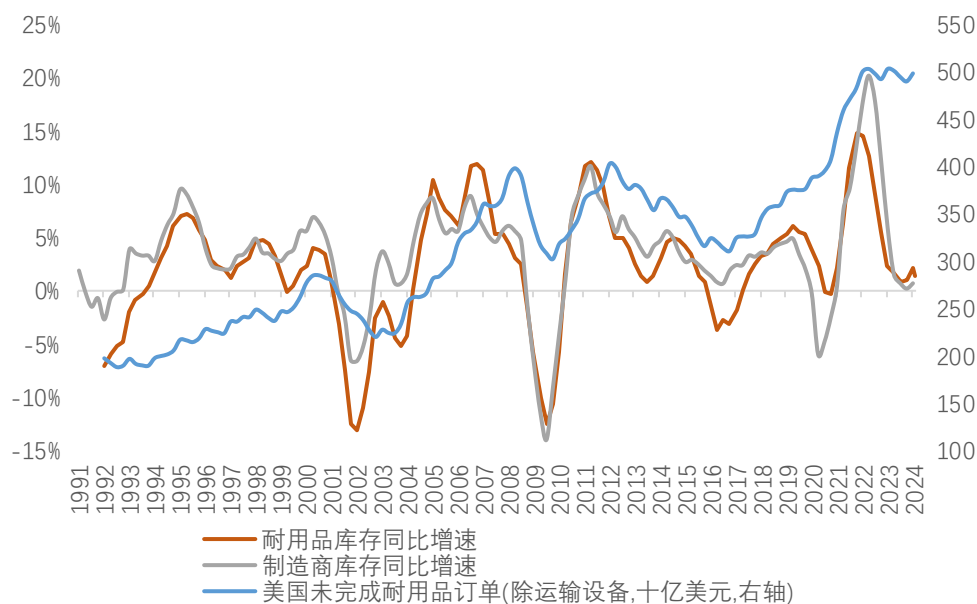
图3: 美国地产销售受到利率再次走高的影响,均有所回落



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

从历史上看,每一轮去库都伴随着未完成订单约20%-25%的释放水平,而本轮仅是高位走平,这也压制了美国制造业的新订单水平。这又会限制强度本就有限的美国补库周期。无论是居民部门不太确定性的商品需求,还是高利率产生的运营资本成本,都限制了制造商的补库强度。

图4: 美国本轮耐用品订单尚未释放,对补库周期强度形成压制

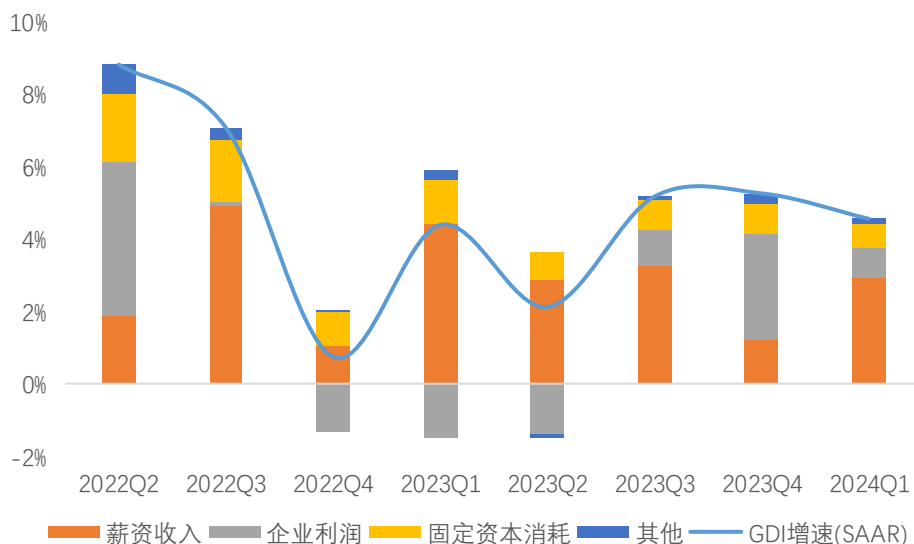


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

但是从经济增长的角度来看，更反映实际内需的私人部门最终购买需求同比保持稳定；Q1 美国财政支持力度偏弱，当前 TGA 余额处于近两年高位，下半年还存在加码财政支出的可能性。

在经历了 4 月的“再适应”之后，美国各地方联储的服务业 PMI 修复明显好于制造业 PMI；以 Markit 服务业 PMI 以及谘商会信心指数为首的一系列 5 月相关数据再度超预期，体现出美国经济的韧性。美国经济的“内生性”部分，即“就业-薪资-消费”的链条，在 1 季度 GDI 中依然体现了企业利润和居民薪资收入互相转换的良性循环。

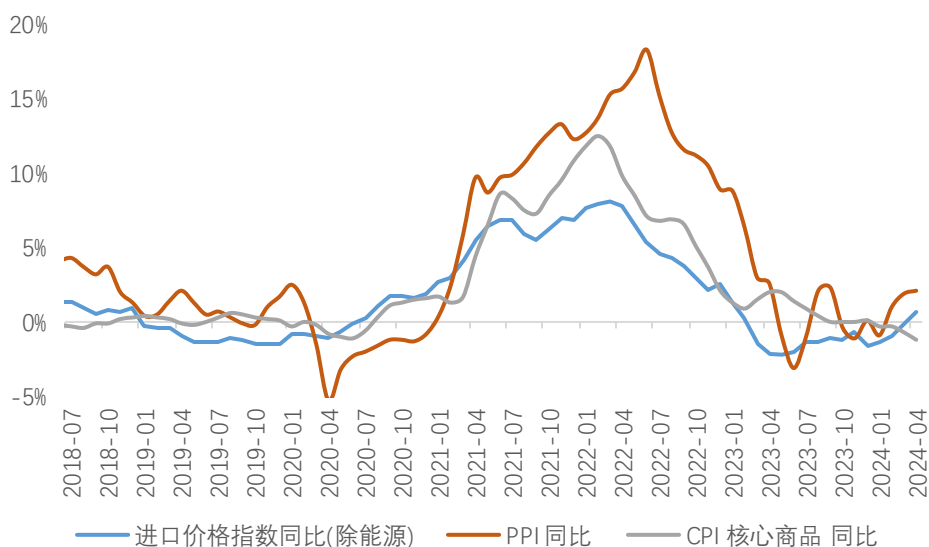
图 5: 2024 Q1 的 GDI 体现出了企业利润和居民薪资收入的互相转换



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

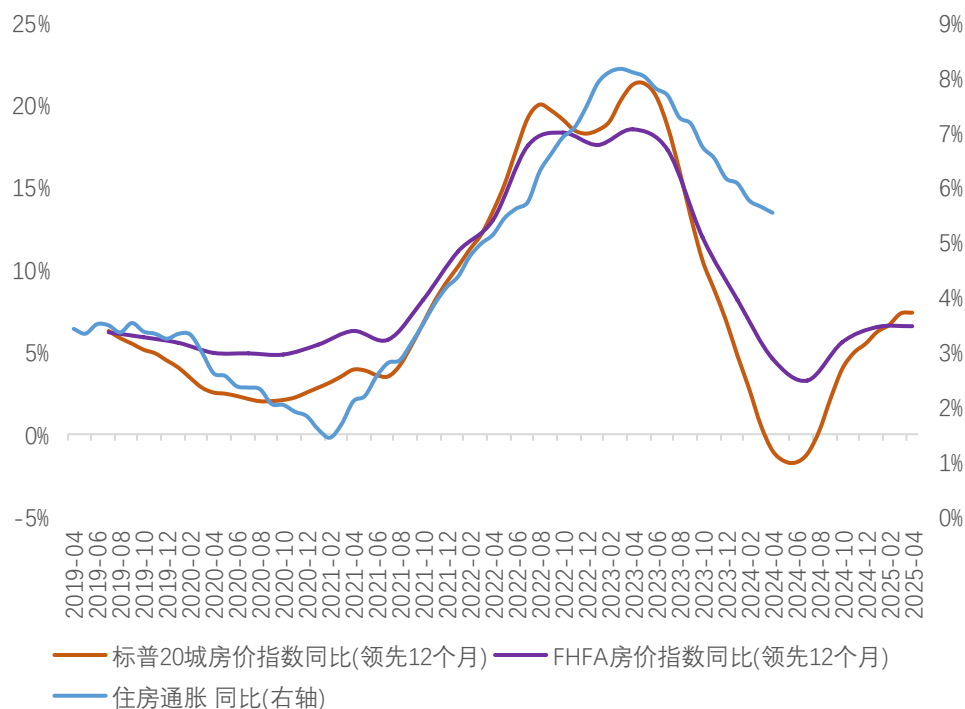
随着进口价格指数以及相对应的 PPI 的回正，美国持续通缩的核心商品价格大概率将反弹，带来更高的通胀压力。除此之外，我们一直强调的房屋价格同比读数持续反弹也指向更有黏性的核心服务下住房通胀价格。

图 6: 美国进口价格指数和 PPI 终端商品价格开始回正，将对核心商品带来新的通胀压力



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

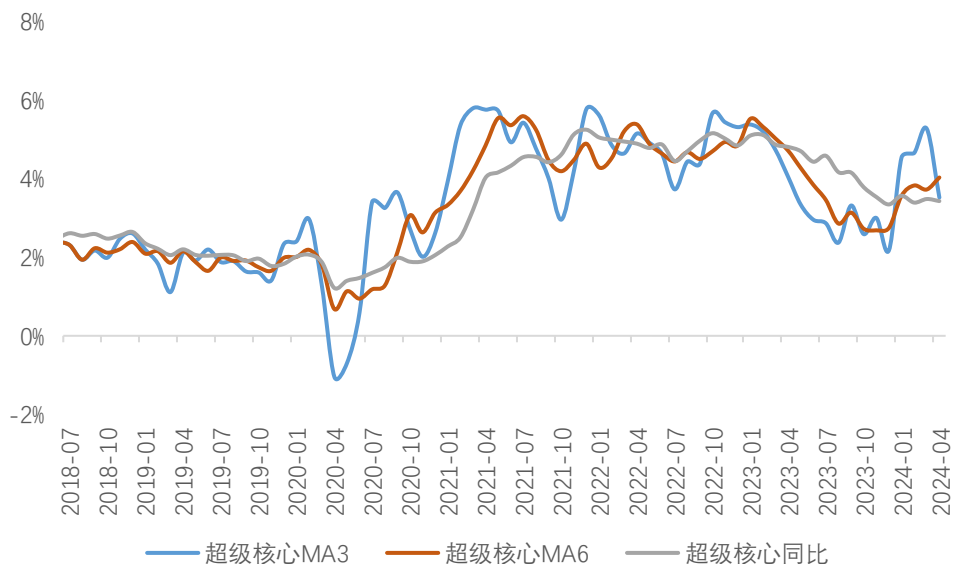
图 7: 房屋价格带动住房通胀反弹已迫在眉睫



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

4 月 PCE 物价数据勉强符合预期，但超级核心 PCE 6 个月环比折年读数依然在持续反弹，3 个月环比折年读数波动较大但也高于去年均值水平。从单月角度看，超级核心 PCE 从 3 月的 0.42% 放缓到 4 月的 0.26%，主要是暑运开始前机票价格的大幅走低。当前高频数据指向美国的夏季出行需求保持火热，因此对 5 月的核心 CPI 与 PCE 不宜低估。

图 8: 4 月超级核心 PCE 物价仅小幅缓和



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

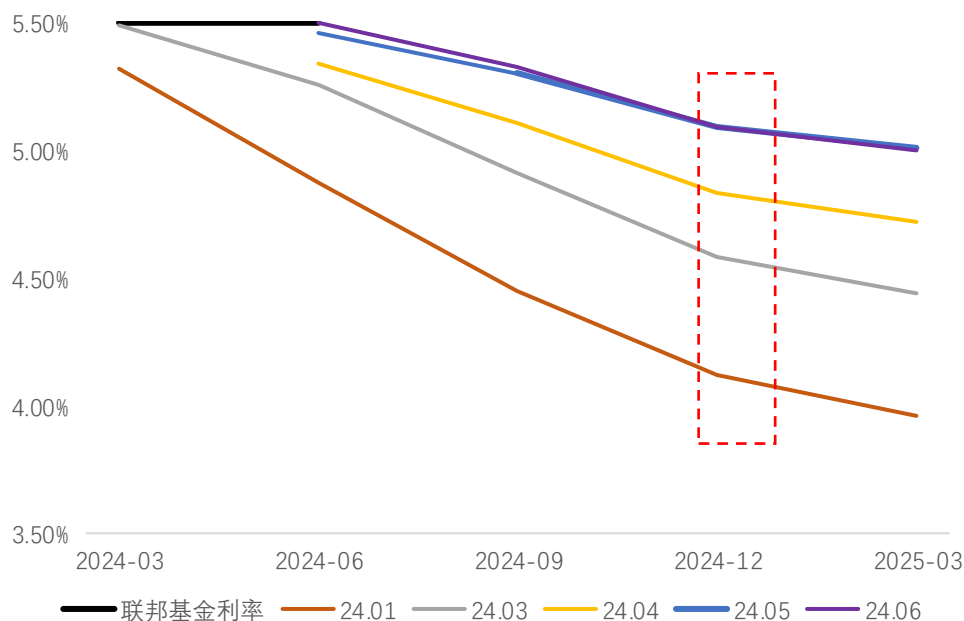
随着大选的临近，通胀有利基数的消失，联储年内降息的窗口也越来越窄。我们认为当前美国经济的小幅走弱完全无法支撑起联储大选前的降息决策，更何况存在财政加码托底经济增长，带动通胀进一步反弹的可能性存在。

因此，我们认为 4 月美国经济数据的波折，反映的是经济对于“再通胀趋势-降息预期下降-金融条件收紧”的重新适应，不代表长期趋势，即不宜对短期数据的波折作趋势外推。

站在广义资产的视角下，资产价格或已经消化了“再通胀”带来的金融条件收缩。道琼斯指数在 4 月下行之，5 月中已经收复了全部失地；纳斯达克更是在 4 月中旬调整后屡创历史新高；信用利差依然维持在低位。可见市场对经济数据走弱的反应并不“剧烈”，数据仅小幅不及预期，并非崩塌式走弱。

值得一提的是，尽管各类数据走弱，但各类利率在下行之，仍然高于 4 月初水平。反映了当前降息预期已经稳定收敛为“年内不高于 2 次（50bp）”，并没有随着利率下行而再次重启“降息交易”。

图 9：当前美国降息预期稳定在了 2 次左右，并未再度回摆



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com