

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相关地产消费。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

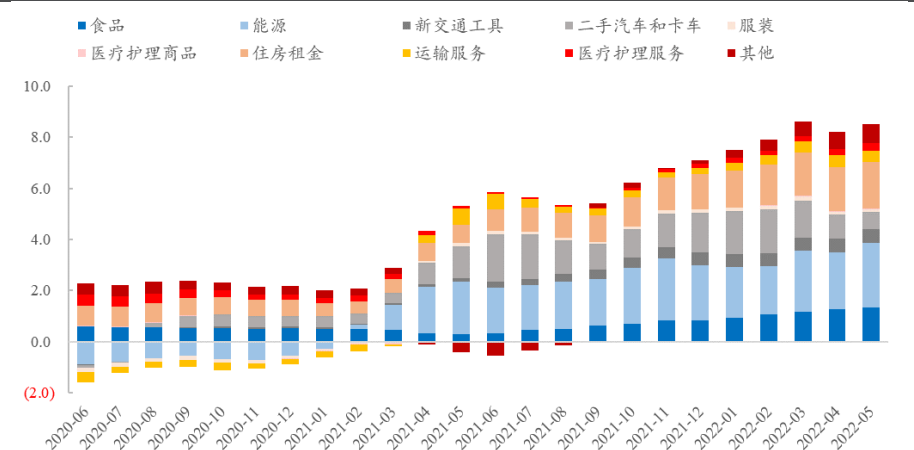
1.1 2022 年美国关键词之一，货币收紧

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。

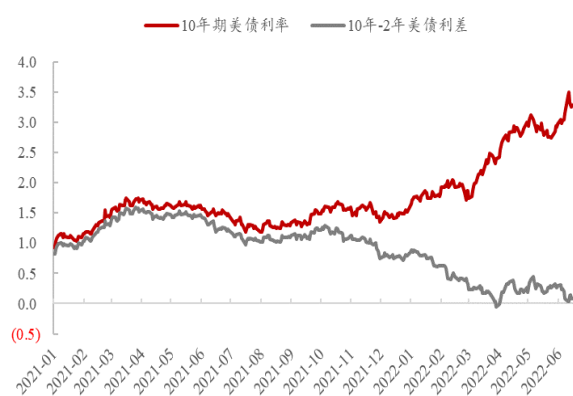
快速紧缩背景下，美债利率加速攀升。

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。

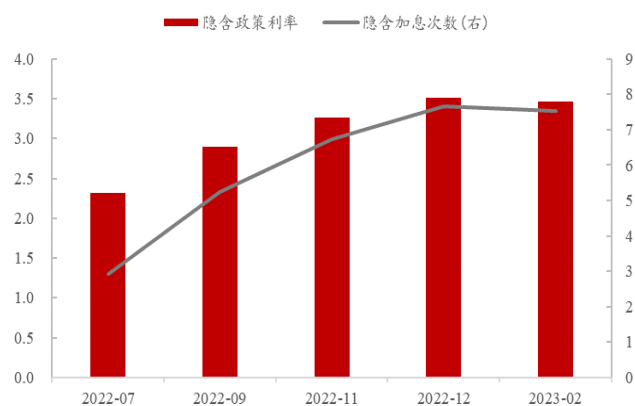
6 月 22 日的半年度货币政策国会听证会上，鲍威尔罕见地承认了美国经济有衰退的可能性，这和美联储在 6 月会议上乐观的经济预测相差甚远。

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。

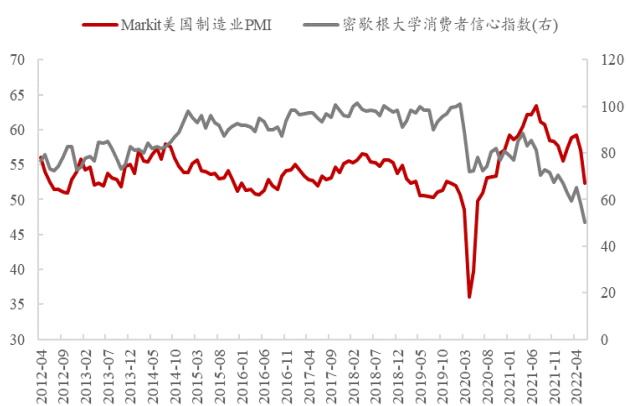
6 月份，美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.4，创 2020 年 8 月以来的新低。密歇根大学消费者信心指数更是进一步下行至 50.2，已经是 1980 年以来的新低。归根究底，各项指标均表明，过高的通胀已经严重压制了美国消费者的需求，并向企业信心蔓延。同时，美联储的快速加息收紧了金融环境，企业借贷成本上升，居民金融资产价值不断下降，两者均压制了美国经济。

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“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。

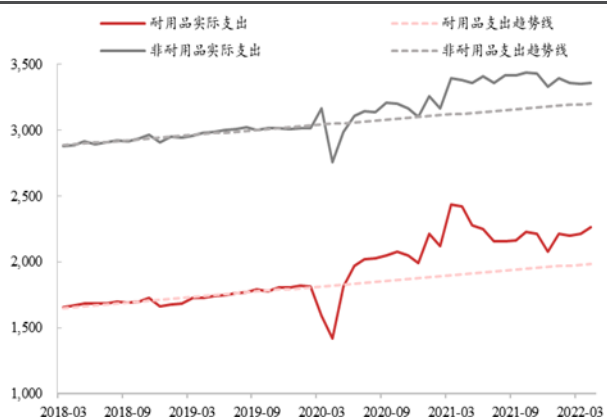
现实情况是，虽然绝对值有所回落，但商品消费仍显著高于趋势线，且回落较慢。特别是耐用品消费，近期甚至可以看到反弹的势头。

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额用于消费，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%。

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_43351

