

二季度美国经济怎么看？

核心观点：

根据我们之前的逻辑，按照实际利率升至 1%-1.5% 为加息终点的条件，那么美联储加息终点利率预计介于 5%-5.5% 之间。即使是每次会议稳步加息 25BP，那么美联储也将在二季度结束加息步伐。

3 月中旬以来，欧美银行事件的发生，导致美联储隐含的第三个任务——金融稳定重要性提升。鲍威尔在议息会议上也明确了银行危机带来的信贷紧缩一定程度上也等于加息，由此 higher 的叙事可基本确定于二季度落幕。

但对于年内降息的预期仍然太过乐观，预期差仍在。

美国经济未来仍是浅衰退的概率大。

第一，美国的金融业并没有重大缺陷，形成系统性风险的可能性不大，这一点与 2008 年的深度衰退完全不一样。

第二，新冠疫情的特性决定了商品与服务的节奏差。从历史上看，商品消费下行期与服务消费下行期基本一致，也就是说二者形成合力。但是此轮商品消费与服务消费的节奏差预示对经济的冲击是分先后的，无法形成合力，那么对整体经济的冲击就会相对温和，从而减轻硬着陆压力。

第三，房地产行业可能已走过至暗时刻。Higher 的叙事即将到达终点，美国 30 年期抵押贷款利率的高点很有可能已经出现了。当最坏的情况过去后，那么地产行业的底也基本出现了，因此我们看到近期地产行业指标陆续回升。

风险提示 更多超预期事件暴露

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	二季度美国经济如何看？	3
1.1.	美联储 higher 叙事落幕	3
1.2.	美国经济面临软衰退压力	5
免责声明		9

第1章 二季度美国经济如何看？

1.1. 美联储 higher 叙事落幕

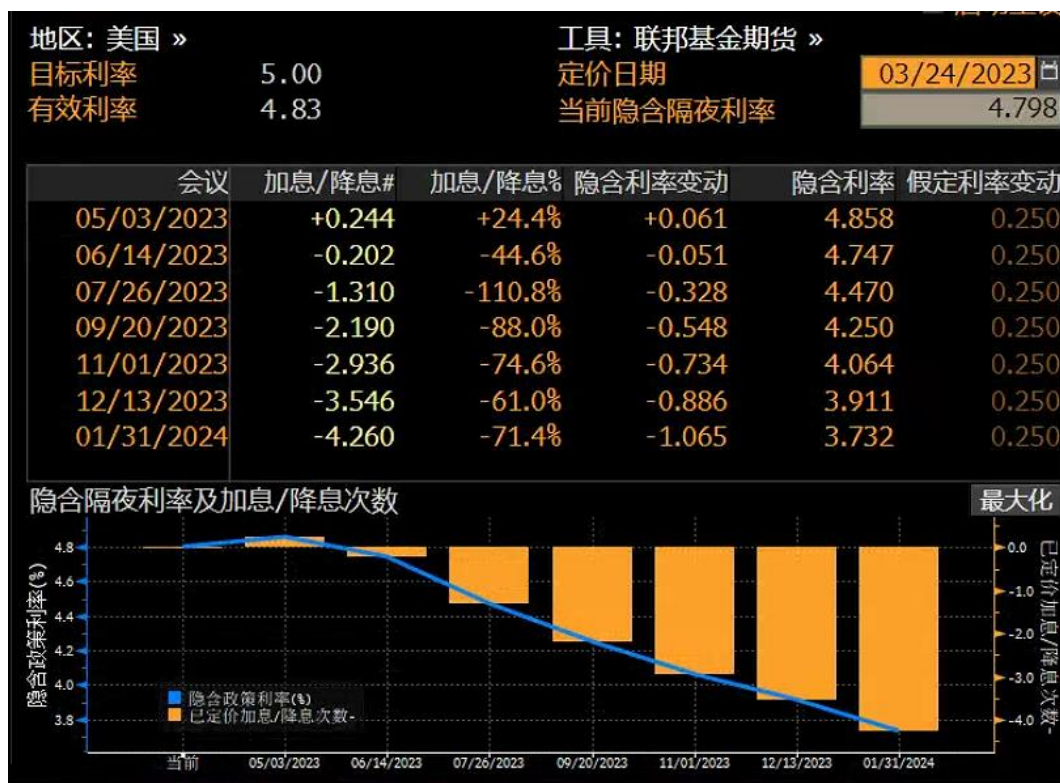
根据我们之前的逻辑，按照实际利率升至 1%-1.5% 为加息终点的条件，那么美联储加息终点利率预计介于 5%-5.5% 之间。即使是每次会议稳步加息 25BP，那么美联储也将在二季度结束加息步伐。

3 月中旬以来，欧美银行业陆续出现濒临破产情况。先是硅谷银行，后是瑞士信贷，市场风险情绪受到极大干扰，避险资产大幅上扬，如黄金，一度突破 2000 美元，美债大涨，10 年期美债和 2 年期美债利率分别下挫，风险资产则在未来需求悲观情况下明显下跌，如欧美股市、原油等大宗商品。

原本美联储的主要任务是抗通胀，同时要顾及经济下行程度，但欧美银行事件的发生，导致美联储隐含的第三个任务——金融稳定重要性提升。鲍威尔在议息会议上也明确了银行危机带来的信贷紧缩一定程度上也等于加息，由此 higher 的叙事可基本确定于二季度落幕。

尽管市场依然已经在预期年内降息，且降息幅度超过 100BP，如果每次降息步长为 25BP，那么降息次数就是 4 次。但我们认为还是太过乐观。我们的基准情形（银行业等其他风险依然可控）下，二季度仍不太可能降息，年内降息的概率也不大。

图 1.1.1：市场预期年内降息接近 110BP



资料来源: Bloomberg 南华研究

首先，通胀依然顽固。现在通胀的下降大部分来自于弹性比较大、价格比较容易波动的项目，而偏核心的、粘性较强的项目依然显示了十足的通胀韧性，导致我们关注的粘性 CPI 指标依然在筑顶，没有拐头迹象。同样衡量通胀粘性的结尾 16%通胀率尽管早已掉头，但近期下降斜率明显放缓。

图 1.1.2：粘性 CPI 指数还没有拐头



数据来源：Bloomberg 南华研究

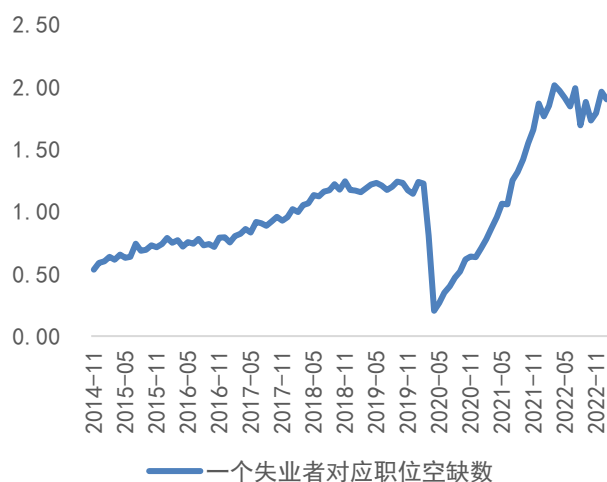
图 1.1.3：截尾 16%通胀指标降速放缓



数据来源：Bloomberg 南华研究

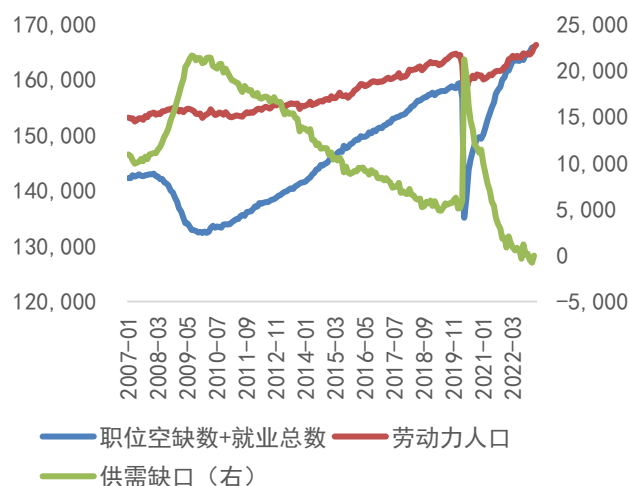
其次，就业市场依然紧张。截至 2 月，新增非农就业人数 3 个月均值仍高达 35.1 万，从历史上看依然处于较高水平。一个失业者对应的招聘岗位高达 1.9，接近有数据以来的最高水平。就业市场提供的岗位总数依然高于美国劳动力人口总数，也就是说就业市场存在供不应求情况。

图 1.1.4：一位失业者对应的职位空缺数依然很高



数据来源：Wind 南华研究

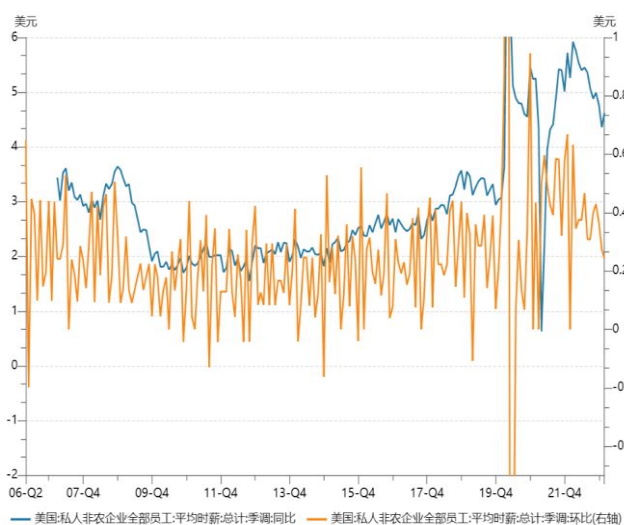
图 1.1.5：美国劳动力市场供需缺口仍然紧张（千人）



数据来源：Wind 南华研究

如此紧张的就业市场意味着求职者溢价能力依然较高，薪资增速必然水涨船高。尽管 2 月的非农数据表明，平均时薪环比增速仅 0.24%，接近 2006 年以来的历史均值水平，但我们认为平均时薪增速指标缺陷明显。当前服务业等低薪行业是新增就业主力，而信息业等高薪行业则是裁员主力，大量的低薪行业就业会拉低整体平均薪资水平。从 ECI 指标来看，同比依然是历史最高值，而环比则仍然处于历史相对高位，表明薪资压力仍在。

图 1.1.6：平均时薪环比增速接近历史均值水平（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.7：美国劳动力市场供需缺口仍然紧张（千人）



数据来源：Bloomberg 南华研究

假如在金融稳定风险相对可控的情况下，美联储过早降息，恐导致通胀居高不下的情况，引发滞胀风险。当然目前这不是我们的基准预期。毕竟从以往的发言来看，鲍威尔抗通胀的决心很强，也非常警惕 70 年代在通胀未得到压制下提前降息的教训。

1.2. 美国经济面临软衰退压力

从去年至今，对于美国经济未来走向，市场观点起起伏伏，最早硬着陆的观点甚嚣尘上，后来软着陆又占据上风，2 月伴随着美国硬核经济数据的突出表现，不少研究机构又开始高调表示美国经济将不着陆。如今在欧美银行业危机下，不着陆的声音似乎瞬间消失了。但我们关于美国经济的未来走向观点维持不变，仍然是软着陆。

本次银行危机验证了长短期利率持续倒挂对金融乃至经济的影响路径。持续加息下，银行资产端可能面临亏损（可能以浮亏形式展现），负债端成本又上升较快。假如没有完备的预先风险对冲措施，以银行为代表的金融机构容易引发流动性危机，严重的话，则是偿付力问题。同时，期限倒挂下，银行不愿长期放贷，投资决策行为偏向短期化，不利于经济长期发展。

以本轮区域性银行危机为例，根据高盛统计，资产少于 2500 亿美元的银行提供了全美约 50% 的商业和工业贷款、60% 的住房贷款、80% 的商业房地产贷款以及 45% 的消费者贷款。当爆发危机后，受持续承压影响，区域性小银行会保留更多的流动性以应对可

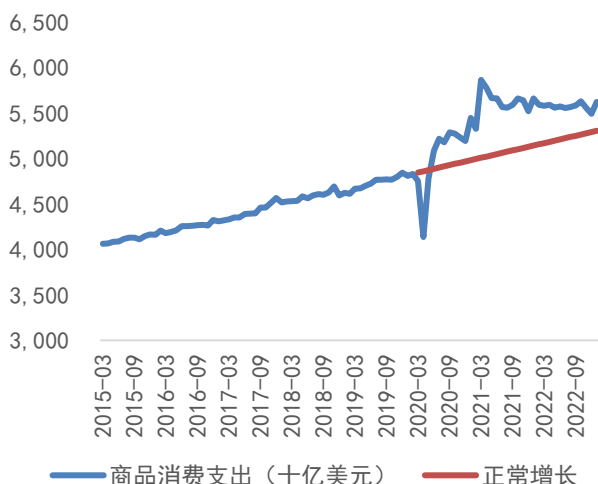
能的储户提款，从而压缩信贷，提高信贷标准，收缩整体金融条件，促使经济进一步下行，衰退风险持续提升。

但我们仍然不认为此次衰退幅度会很深。

第一，2008 年金融危机后，美国政府就加强了对金融业的监管，特别是对系统重要性银行的监管。尽管此次爆发区域性银行危机，但相对而言比重依然较小。也就是说美国的金融业并没有重大缺陷，形成系统性风险的可能性不大，这一点与 2008 年的深度衰退完全不一样。

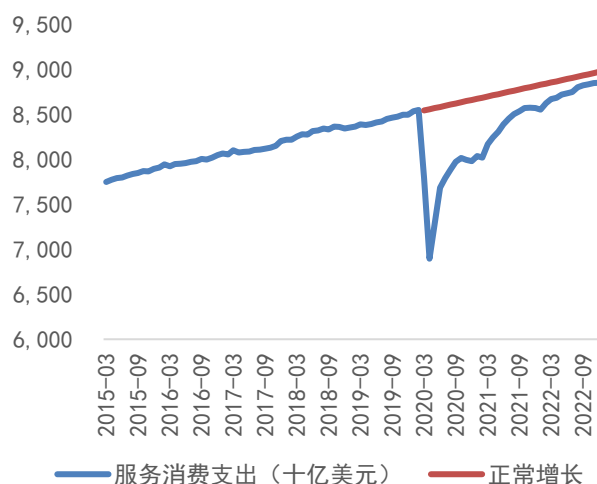
第二，新冠疫情的特性决定了商品与服务的节奏差。尽管美国政府向居民大量发放财政补贴，但由于新冠疫情限制了消费场景，居民只能将大量的消费都投入到商品上，导致的结果就是商品消费大增，远超趋势线。此后，随着疫情限制措施的放开，消费场景逐步恢复，居民的消费也逐渐从商品转向服务，接触型服务业开始回升，接触型服务业招工需求也开始飙升。

图 1.2.1：商品消费放缓



数据来源：Wind 南华研究

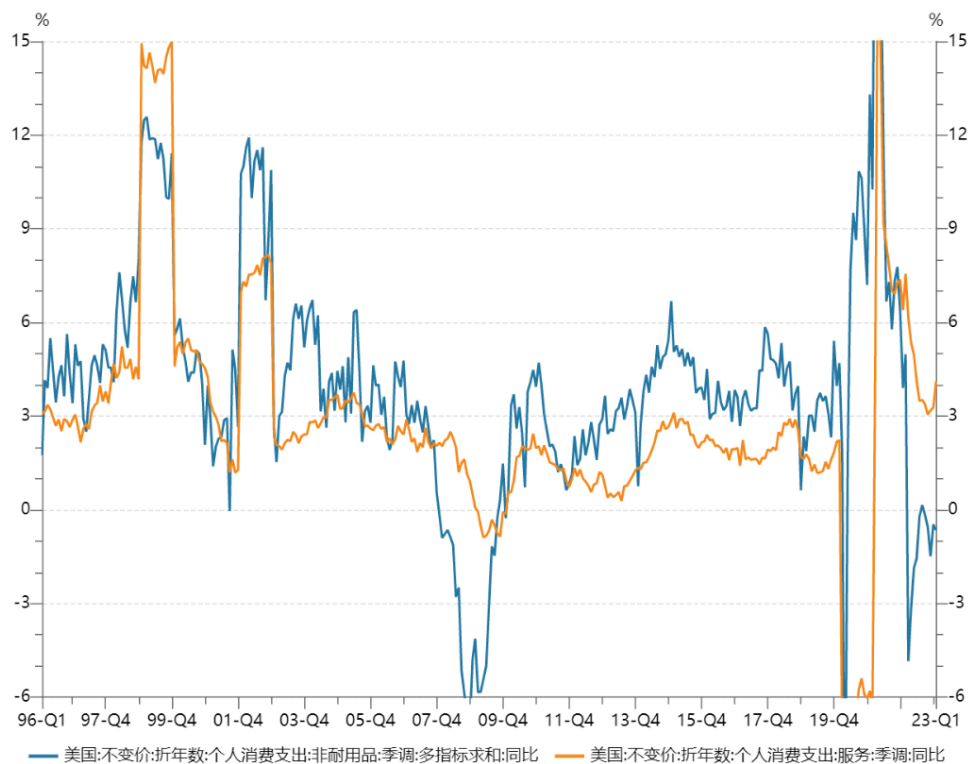
图 1.2.2：服务消费逐渐修复至趋势线水平



数据来源：Wind 南华研究

从历史上看，商品消费下行期与服务消费下行期基本一致，也就是说二者形成合力。但是此轮商品消费与服务消费的节奏差预示对经济的冲击是分先后的，无法形成合力，那么对整体经济的冲击就会相对温和，从而减轻硬着陆压力。

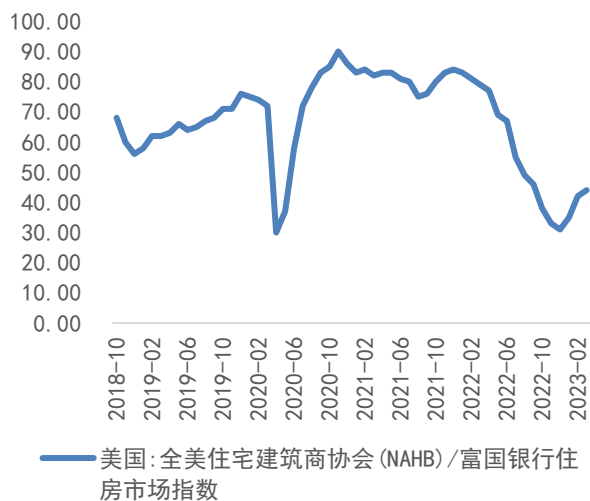
图 1.2.3：历史上商品与服务大多同步下降或上升



资料来源：Wind 南华研究

第三，房地产行业可能已走过至暗时刻。Higher 的叙事即将到达终点，美国 10 年期国债利率的高点大概率已现，与之相对应，美国 30 年期抵押贷款利率的高点也很有可能已经出现了。当最坏的情况过去后，那么地产行业的底也基本出现了，因此我们看到近期地产行业指标陆续回升，譬如 NAHB 指数已连续 3 个月回升，成屋销售以及新屋销售也在拐头，私人住宅开工也较多。

图 1.2.4: NAHB 指数连续三个月回升



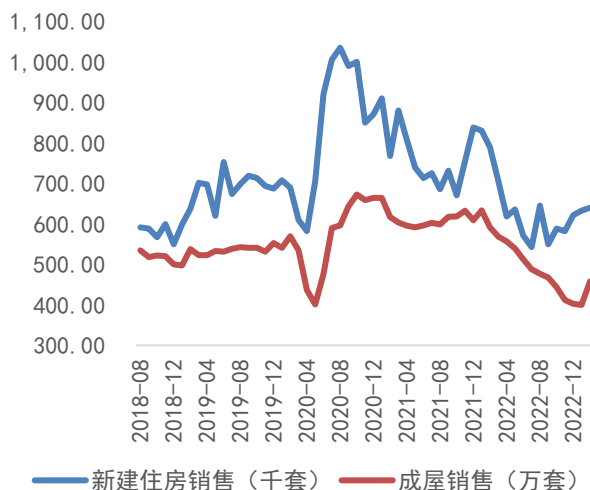
数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.5: 抵押贷款利率可能高点已现 (%)



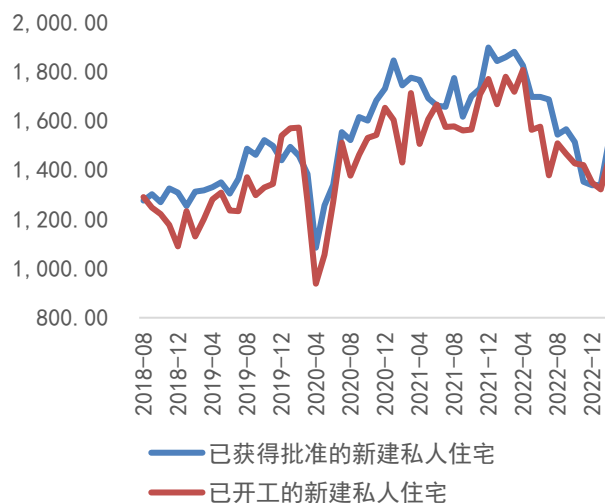
数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.6: 房屋销售回升



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.7: 私人住宅建设也在回升 (千套)



数据来源: Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点