

美国宏观：共识拥挤，需要警惕的变化是什么？

随着 24 年经济数据的公布，市场此前定价的增速下行、去通胀进程顺利、联储快速降息的宏观场景转变为增速保持韧性、通胀保持粘性、联储预防式降息，目前市场对增长、通胀、降息次数的共识已经相对一致。而在后续的可能上，由于最值得关注的风险仍然为通胀风险，因此提出供给冲击带来的滞胀式通胀反弹以及需求拉动式通胀温和上升两种的宏观后续场景，提前为共识可能的大幅变化做出应对。

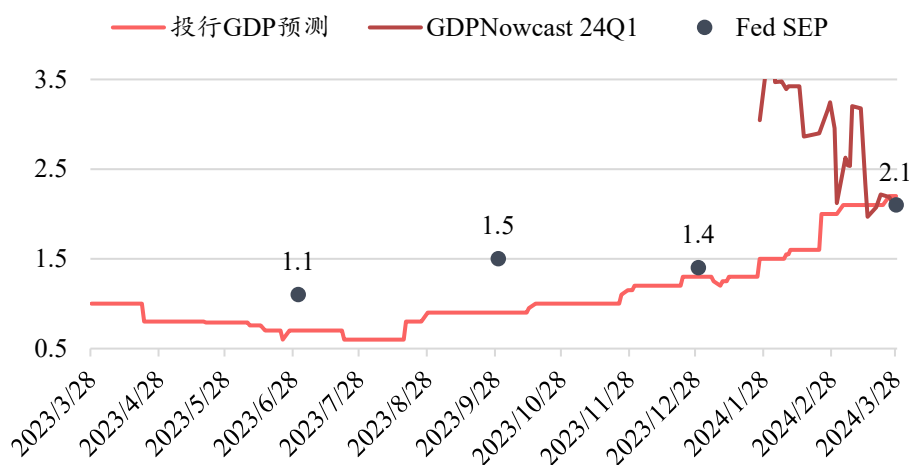
一、经济不着陆成为市场共识

24 年 1 季度以来，美国经济增长整体维持了较强的韧性，尽管增速预计较 23Q4 有所下行，但整体依然表现较好；此外，通胀数据则连续数月超出市场预期，显示出了较强的粘性。受此影响，此前定价的“金发女郎式”的增速小幅转弱、去通胀进程顺利的宏观叙事转向了“不着陆”状态，即经济增速维持、通胀仍有风险。

而从目前相关信息来看，尽管“不着陆”的叙事从 2 月才开始浮现，但已经迅速成为了市场共识，甚至可以说处于拥挤的边缘，主要证据在于以下几点：

第一、经济增速预期基本一致，维持在全年 2% 上下。从经济数据来看，美国 1、2 月零售数据（除汽车外）同比分别为 -2.2%、1.8%，较 23 年高增速局面明显下行；而制造业订单数据则出现了边际上的小幅好转。由于美国经济滚动式转弱的局面，叠加劳动力市场依然健康等因素，目前美联储最新点阵图中对 24 年增速预期由此前 1.4% 上调至 2.1%，而彭博调查的一致预期则为 2.2%，基本与美联储指引相同。

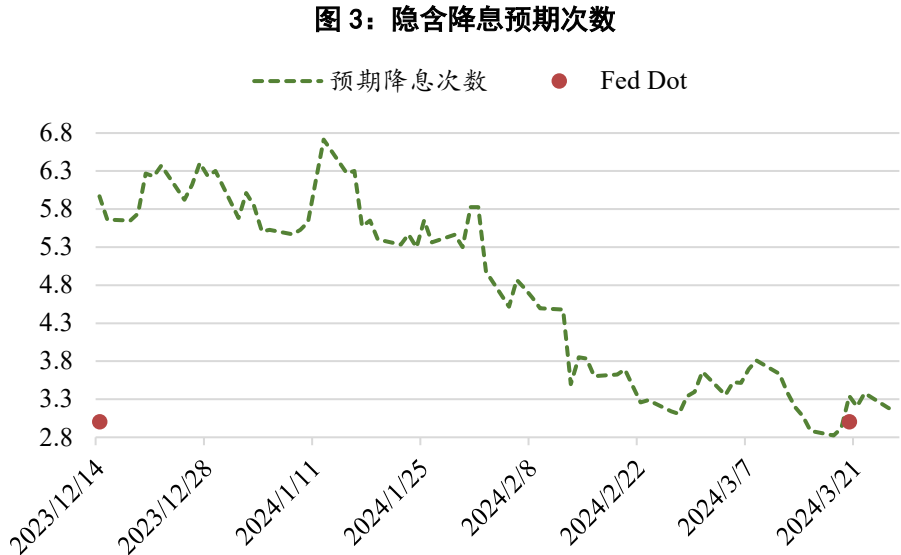
图 1：美联储、投行 24 年经济增长预测



图片来源：永安期货研究中心、Bloomberg

第二、市场已经完全接受联储点阵图指引，降息预期集中在 3 次左右。由于 24 年公布的通胀数据超出预期，市场整体的预期降息次数由此前的最高 7 次左右开始迅速下行，其中于 3 月 FOMC 前夕最低达到 2.8 次（即包含了联储由

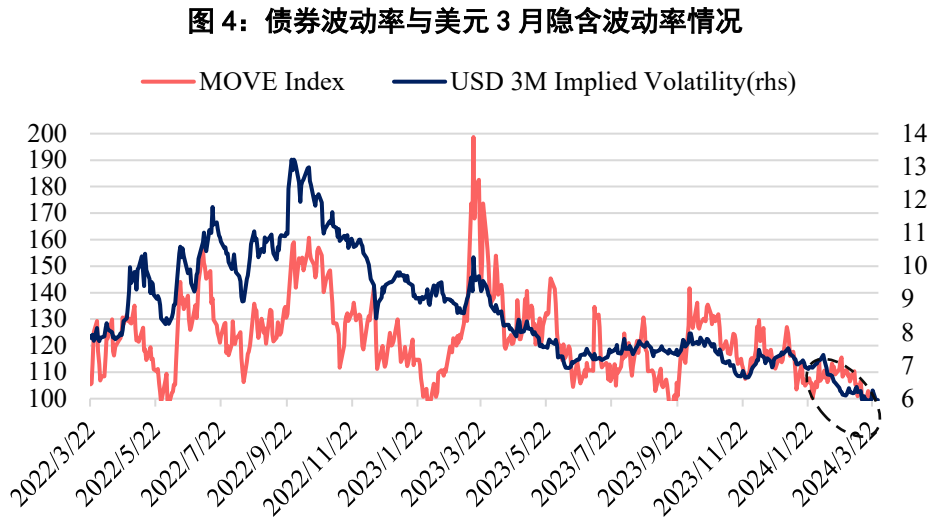
于通胀粘性调升点阵图指引)。而 3 月的 FOMC 会议上，SEP 文件显示 24 年点阵图仍然为 3 次不变，且鲍威尔强调，就业数据本身的强劲并不足以让联储担忧二次通胀问题，整体上来看联储对通胀的容忍度有所提升。而市场也在 FOMC 会议后基本接受了联储指引，从期权分布隐含的降息次数来看，市场的预期也十分集中。



图片来源：永安期货研究中心、Bloomberg

此外，不仅局限于增长与降息预期，目前通胀预期也相对一致。从通胀互换曲线上来看，市场认为下半年随着住房通胀的反弹，整体通胀依然有一定压力。在一季度通胀超预期粘性的基础上，美联储将核心 PCE 预期由 2.4% 上修至 2.6%，而经济学家对 24 年 CPI 预期则上修至 2.9%。整体来看，市场对通胀中枢的判断也固定在了 3% 左右。

由于“不着陆”预期成为市场共识，导致债券与外汇市场的波动率均处于被压制状态，两者均从 24 年年初开始不断走低。从位置来看，目前债券市场与外汇市场的波动水平基本位于自 22 年 3 月加息以来的最低位置。



图片来源：永安期货研究中心、Bloomberg

二、需要警惕的变化在哪？

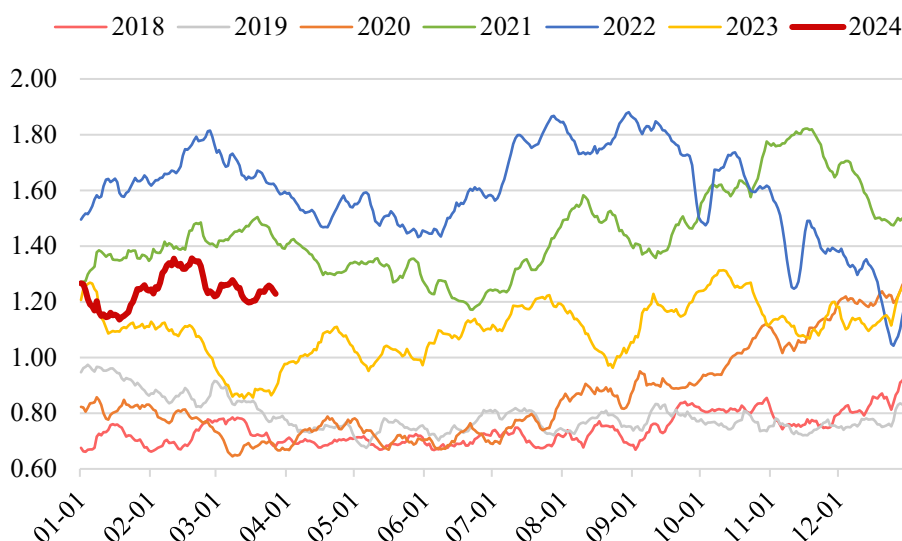
正是预期的过于一致，在某种程度上来说也值得我们警惕。尽管不确定宏观场景变化的方式，而且可能需要 1-2 个季度的经济数据渐进式转变，但我们仍需要尽可能做出想象，从而为下一阶段的可能变化做出准备。

从增长预期来看，后续若因需求回落出现增长的向下修正，联储降息的理由会更将坚定。且只要非衰退式的增速场景，市场仍然会对股、债抱有一定的乐观情绪。此外，根据美银美林海外基金经理问卷数据，目前通胀仍为排名前列的风险，因此后续两种场景会主要集中于通胀上行方面，以应对共识的大幅变化而带来的资产价格变动。

第一、滞胀式，这个场景下常见的组合为经济增速下行，通胀边际上升。而该场景的宏观驱动则应当是供给冲击，即由于能源价格、供应链扰动等因素，造成生产与供应的再度混乱。在这个局面下，我们应当看到能源价格上行、核心商品去通胀进程结束，从而传导至目前稳定的居民通胀预期。

而相关数据上，我们可以关注美国的汽油与天然气价格，干散货、集装箱海运价格，美国港口拥堵情况，全球供应链压力指数等。

图 5：北美东西海岸港口在港集装箱船舶(百万 TEU, 7DMA)

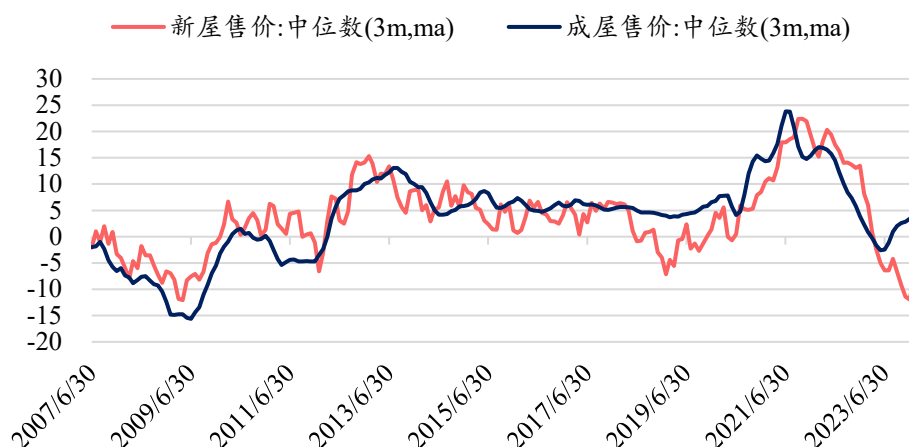


图片来源：永安期货研究中心、Clarksons

由于该情形下，经济受到的影响主要为供给冲击，在增速中枢下行过程中通胀却同样上行，预计会显著制约联储的降息空间。且由于货币政策对供应端的作用有限，联储可能不得不在通胀预期失控与经济下滑之间做出抉择。对应资产的叙事上，通胀冲击叠加联储降息空间受限，预计 10 年期美债利率会在该区间中显著上行；而利率的快速上升以及经济的下降则对美股来说同样难言乐观。

第二、需求拉动式，该场景下的组合则为联储降息开启后经济重新加速，通胀由于需求影响再度温和上升。该场景的宏观驱动则应当是制造业的回暖，叠加房地产及其他投资的逐步增加。在这个局面下，我们应当看到住房投资与开工上行，住房价格同比上升趋势不改，制造业 PMI 上行贸易活动增加等。

图 6：美国住房售价同比



图片来源：永安期货研究中心、Wind

由于该情形下主要为需求冲击，需求导致的通胀再度温和上升同样会制约联储的降息空间，但影响应当主要集中于 25 年降息次数的再定价（某种程度上接近于 90 年代，降息后长期维持高利率，然后缓慢的预防式降息）。在该情形下，预计美债利率会有所上行，而对美股则相对乐观，更可能的场景为美债利率上升后股市估值与美债利率动态匹配，而增长预期则会抬升 EPS 预期。此外，大宗商品作为品作为通胀对冲工具，且在需求较强背景下预计表现同样较好。