



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美国衰退冲击开始共振

基本内容

近期美国经济的负面冲击开始逐渐共振，且当下像是过去几年的镜像：（几乎）所有消息都是坏消息，衰退压力也带来了美股的连续下跌，美债利率的持续下行，以及波动率的飙升。

毫无疑问，关税是当前美国经济（甚至全球经济）的主要矛盾，也是衰退冲击的最大来源。如果“对等关税”全额落地，将看到 1907 年以来最高的美国平均关税税率，美国贸易需求将迅速萎缩，将美国经济推向衰退。

但关税压力并非美国经济唯一逆风，即使特朗普在关税有所收敛，美国还将面临多重衰退冲击的共振。

这意味着我们需要更认真地对待美国经济衰退，甚至不能完全排除全球经济衰退的可能性。放在一个季度或者半年前，都难以想象在 2025 年提及“全球经济衰退”。但当下，我们需要把美国衰退当作基准情形，把全球衰退当作最坏情形，直到特朗普发生“自我纠偏”。

风险提示

1) 特朗普强硬推进关税计划 2) 美国预防式储蓄更为激进 3) 美国通胀飙升带来特朗普进一步政策加码可能



近期美国经济的负面冲击开始逐渐共振:从马斯克依然咬定一万亿美元的减支幅度,到新一轮联邦裁员的开启,再到特朗普的“对等关税”幅度大超预期。

当前更像是过去几年的镜像:(几乎)所有消息都是坏消息,衰退压力也带来了美股的连续下跌,美债利率的持续下行,以及波动率的飙升。

图表 1: 10y 美债利率的下跌主要来自于实际利率下行 (增长担忧)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

毫无疑问,关税是当前美国经济(甚至全球经济)的主要矛盾,也是衰退冲击的最大来源。如果“对等关税”全额落地,将看到 1907 年以来最高的美国平均关税税率,美国贸易需求将迅速萎缩,将美国经济推向衰退。

但关税压力并非美国经济唯一逆风,即使特朗普在关税有所收敛,美国还将面临多重衰退冲击的共振。

这意味着我们需要更认真地对待美国经济衰退,甚至不能完全排除全球经济衰退的可能性。放在一个季度或者半年前,都难以想象在 2025 年提及“全球经济衰退”。但当下,我们需要把美国衰退当作基准情形,把全球衰退当作最坏情形,直到特朗普发生“自我纠偏”。

特朗普的政策风险

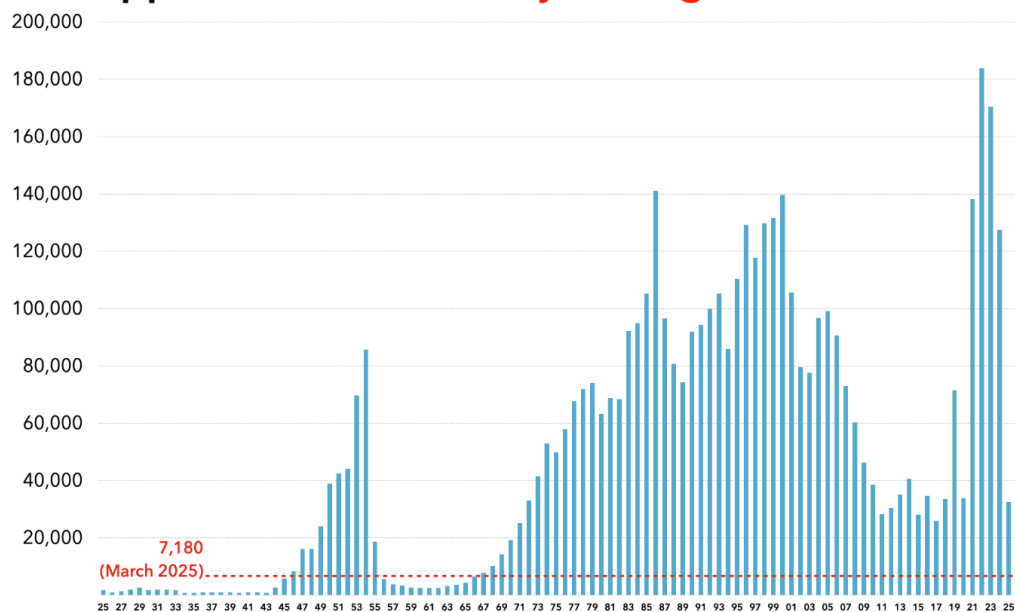
最大的冲击来自特朗普的政策风险,如果说马斯克领导的政府效率改革是让美国联邦政府“过紧日子”,那么特朗普近乎无厘头的“对等关税”则是让美国消费者也“过紧日子”。

从马斯克改革到高压反移民,从俄乌局势到对等关税,特朗普至今的政策抉择看似无序激进,背后是对于美国改革更迫切也更坚定的追求,这意味当前的政策在短期内较难逆转——带来的“阵痛期”还会延续。考虑到他近期提到对于富人加税的可能,我们再度强调切勿低估特朗普对“财政平衡(削减赤字)”的诉求。



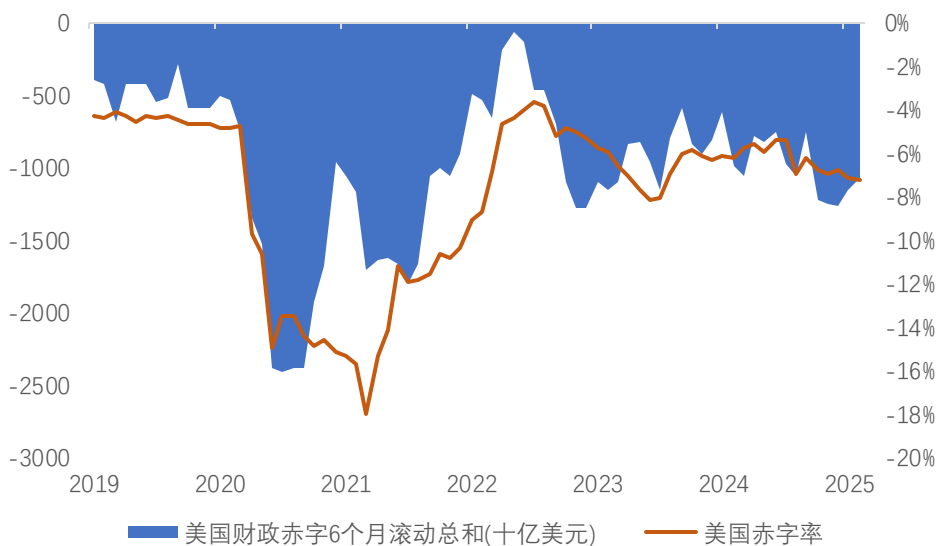
图表 2：特朗普的高压反移民——美墨边境 3 月抓捕人数为 1967 年来最低水平

U.S.-Mexico Border Patrol Migrant Apprehensions: Monthly Average Since 1925



来源：WOLA，国金证券研究所

图表 3：美国赤字问题依然严峻，因而不可低估特朗普的减赤决心



来源：Bloomberg，国金证券研究所

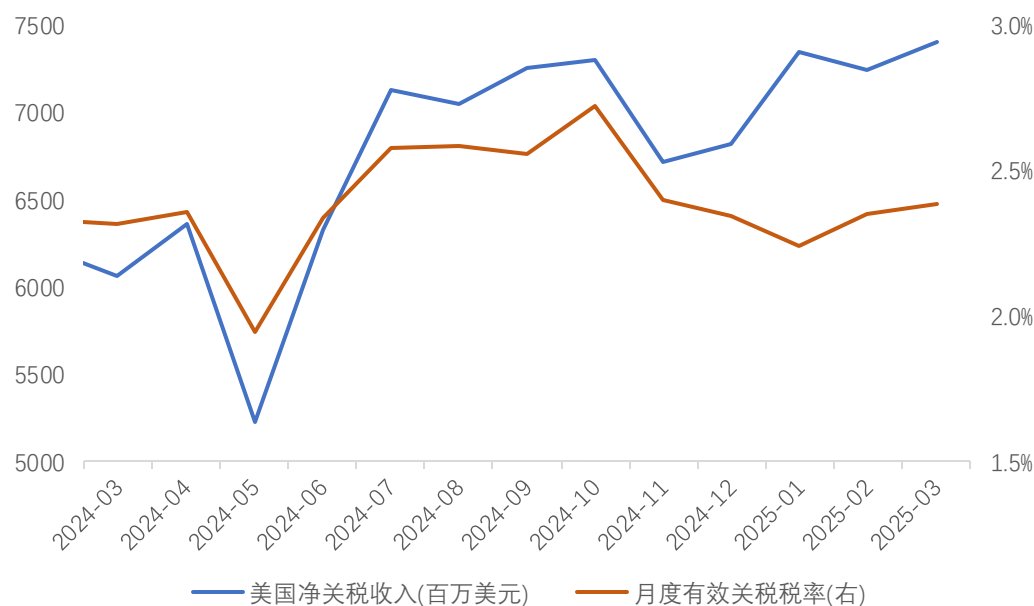
经济的周期性走弱

美国经济的另一个逆风是基本面进一步周期性走弱。

从 3 月美国的有效关税税率和关税收入来看，关税对美国经济的冲击暂未发生。但是在负面预期下，基本面的走弱已经发生——3 月制造业 PMI 的主要分项明显收缩（新订单、就业等），服务业 PMI 大幅不及预期，近三分之一的企业表示对贸易政策或关税表示担忧，自通胀见顶后（2022Q3）持续修复的信心预期也开始回落。

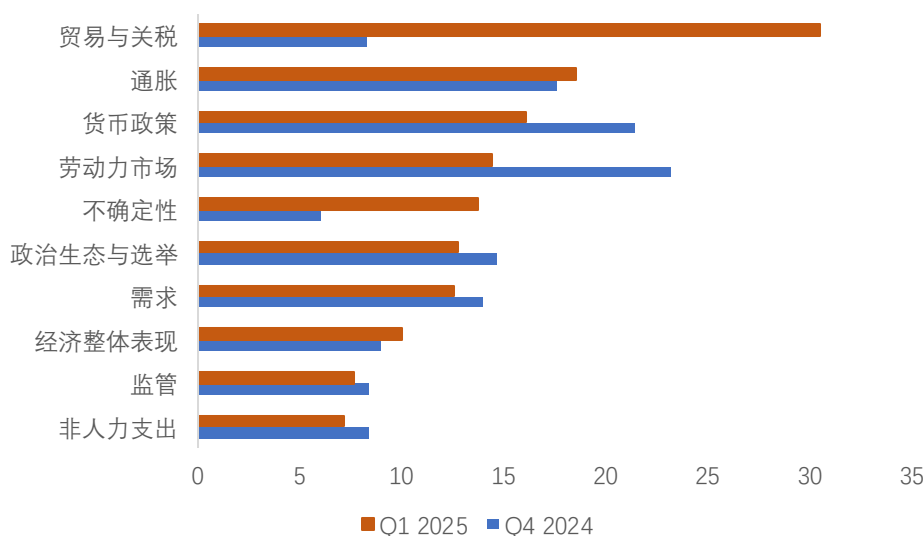


图表 4：截止 3 月，美国的平均关税税率和关税收入并未明显上升



来源：Census Bureau，国金证券研究所（净关税收入基于 DTS 估算）

图表 5：贸易与关税成为美国企业最担忧的因素(提及公司占比，%)

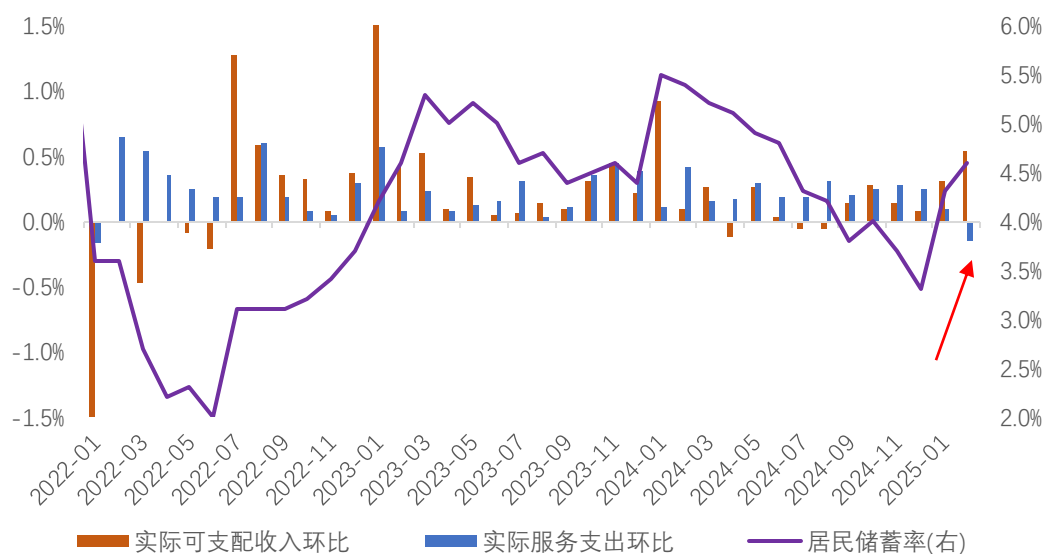


来源：FED，国金证券研究所

负面预期逐渐从 PMI、居民信心等软数据向消费等硬数据开始传递。硬数据方面，2 月实际服务支出(Real Service PCE)环比收缩 0.15%，是自 2022 年 1 月以来首次环比下降，但实际可支配收入环比高增 0.5%，这也可以看作居民部门对于不确定性所进行的预防式储蓄。



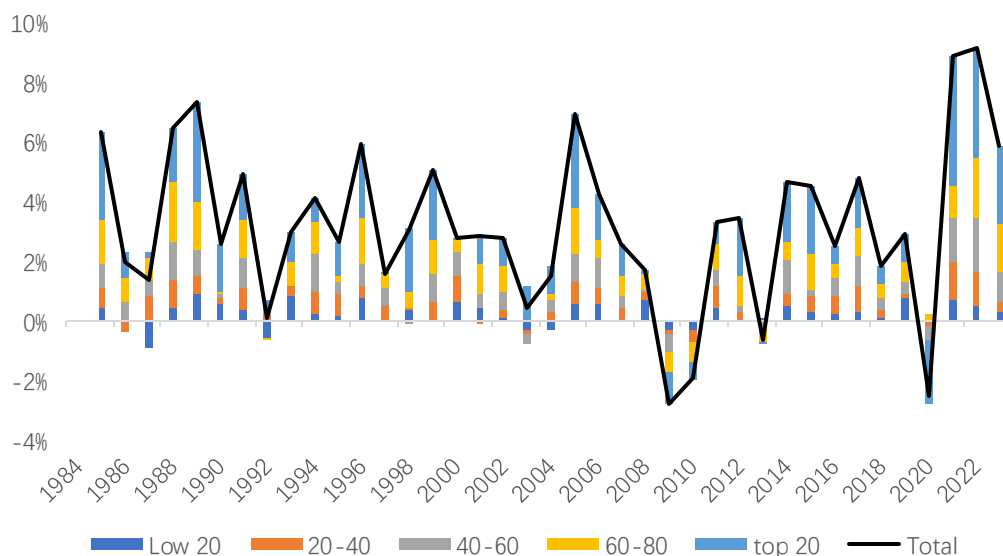
图表 6：实际服务支出自 2022 年 1 月后再次环比收缩



来源：Bloomberg，国金证券研究所

在这个过程中，美股财富效应的扭转对于消费的拖累将愈发展现，收入前 20% 的美国人贡献了 50% 的消费增速，而过程逆转也会对消费明显拖累。

图表 7：不同收入人群对美国消费增长的贡献水平



来源：FRED，国金证券研究所

联储的谨慎姿态

鲍威尔持续传递出“白宫的归白宫，联储的归联储”，并强调需要观察关税对物价的动态影响；这种相对谨慎且偏向“后动”的姿态将使得美国经济暴露在更大的衰退风险之中。

鲍威尔最新的发言对于劳动力市场的稳健依然较为满意，甚至有一丝偏鹰的表态。迄今为止的美股下跌并未引发联储的警惕，可能需要等待一些信用事件的发酵或者劳动力数据的明显走弱。

但金融市场的“恐慌模式”传导速度极快，而且劳动力数据本身又具有滞后性；这意味着当联储再次降息时，美国经济的衰退可能已经发生，下一次降息也将会是 50bp 起步。

我们的基准情形是 6 月降息 50bp，但如果当前负向正反馈不明显缓解，降息前置到 5 月的可能性将持续增加。再者，离下次 FOMC 会议还有 1 个月，期间如果出现基本面数据明显走弱（实际消费支出收缩，非农就业放缓，失业率跳升），



以及系统性流动性冲击（美债利率飙升，回购利差走阔等），联储紧急降息依然是桌面上的选择。

风险提示

- 1) 特朗普强硬推进关税政策，导致美国贸易需求锐减，金融条件的紧缩向全球金融市场传导。
- 2) 美国消费者的反应函数中物价权重更高，意味着即使关税相对温和，“预防式储蓄”还会延续，需求侧进一步走弱。
- 3) 美国通胀在关税的影响下飙升，生产效率明显下降，带来特朗普更加极端的政策反制风险。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究