

美国经济维持高位韧性 下半年有放缓压力

事件:

美国一季度实际 GDP 年化季环比初值录得-1.4%，前值（2021 年第四季度）为增长 6.9%。录得 2020 年 4 月疫情初期以来美国 GDP 低点。

点评:

美国一季度 GDP 环比负增长，库存和出口是主要拖累项。美国 2022 年一季度 GDP 环比折年率录得-1.4%，大幅低于 1.1% 的市场预期，前值为 6.9%；2022 年一季度 GDP 同比仍增长 3.6%，前值为 5.5%。分项来看，个人消费支出环比折年率录得 2.7%，前值为 2.5%；私人投资环比折年率 2.3%，前值为 36.7%；政府支出环比折年率-2.6%，持平前值；出口环比折年率录得-5.9%，前值为 22.4%，进口环比折年率 17.7%，前值为 17.9%。可以明显看到固定资产投资和出口是拖累 GDP 的主要因素。

美国消费、投资分项仍维持高位韧性。通过 GDP 环比拉动率进一步细分来看。首先是个人消费仍偏强，整体对 GDP 环比拉动率为 1.8%，其中耐用品和服务消费均较前值进一步走高，但油价的上涨拖累了非耐用品消费，从 0.4% 的前值下降至-0.4%。私人投资分项整体对 GDP 环比拉动率为 0.43%，较 5.83% 的前值大幅回落，其中私人库存变化是主要拖累项，从 5.3% 的前值大幅回落至-0.84%，这一点更多是前期过度补库所导致，并且目前美国仍处于主动补库阶段，仅属于环比补库速度的放缓。出口 2022 年一季度对 GDP 的环比拉动率为-0.68%，前值为 2.24%。**总体而言，库存和出口是一季度 GDP 的主要拖累项，并且目前美国仍处于主动补库阶段，仅属于环比补库速度的放缓，目前美国消费和投资分项仍维持高位韧性。**

信贷、库存等领先指标显示美国经济拐点在下半年。首先，美国非金融部门信贷增速领先美国 GDP 约两个季度，而与信贷增速相关性较高的商业银行资产负债表增速目前仍处于上行阶段，显示美国经济将至少改善至 2022 年上半年。此前，美国目前仍处于主动补库周期，本轮美国制造业补库周期始于 2020 年 10 月，至今仍在延续，假设接近三轮的美国制造业补库周期均不低于 18 个月来计算，美国本轮补库周期有望延续至 2022 年 6 月。并且美国的制造业、服务业 PMI 以及就业市场数据也显示当前美国经济仍维持高位韧性。

此前美国也出现了一些衰退的信号，其中最主要的是 10Y-2Y 的美债利差倒挂。4 月 1 日-4 日美债 10Y-2Y 利率一度进入倒挂阶段，以及美国垃圾债和部分欧洲主权债利率抬升等经济下行风险信号。这里需要指出的是美债利差倒挂这一具有标志性的指标，基于资金的时间价值或无风险受益角度，一般情况下主权债利率是随着久期抬升而抬升的，一旦利差出现倒挂，要么是市场出现流动性危机导致短端利率抬升，要么是市场看衰经济预

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC 组

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

吴嘉颖 FICC 组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

投资咨询号: Z0017091

期导致长端利率疲软。但也需要指出的是，10Y-2Y 和 10Y-3M 美债利率出现了明显分化。

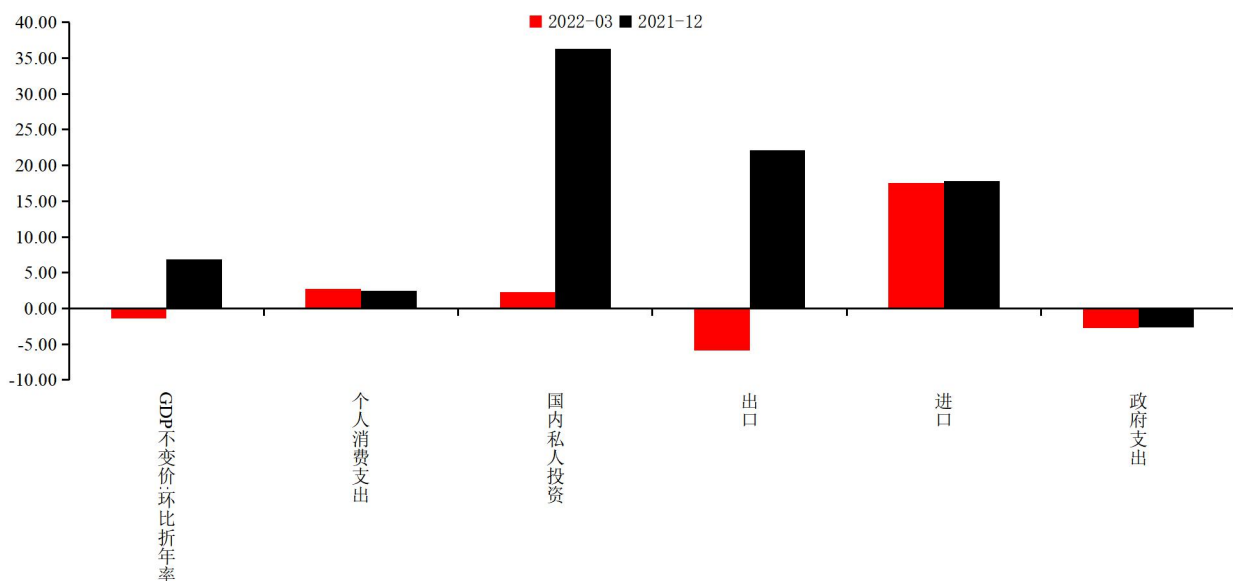
美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差走势分化，它折射出美国经济强现实、弱预期的特征，显示短期“经济下行”风险不大，但下半年压力陡增。从美国 1978 年至今的数据来看，如果用制造业 PMI 跌破枯荣线并持续下行来定义“经济下行”，那么当 10Y-2Y 以及 10Y-2M 利差出现倒挂后半年内 100% 的概率将出现经济下行，而如果用 GDP 不变价同比负增长来定义“经济下行”，上述的指标也有 7~8 成的概率预测经济下行，但领先时间变得更加不稳定。当前，美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差自 2021 年 10 月以来明显分化，我们认为这是市场对于 2 年内加息概率定价的走高导致 2Y 期限美债利率快速抬升，而 10Y-3M 利差并未明显下行显示市场流动性仍较为充裕、近期经济韧性犹存。总的来讲，尽管此前 10Y-2Y 美债利差一度倒挂，但美国经济实质下行仍需更多佐证，短期发生大幅度经济下行概率相对较低。

经过进一步测试，我们发现，10Y-2Y 及 10Y-3M 利差倒挂和投资时钟定义的经济“衰退”周期的匹配度和前瞻性并不高。我们选取历史上美国制造业 PMI 至少连续三个月下行，并且 CPI 持续下行的阶段定义为“衰退”。从“衰退”的配置阶段倒看美债利率倒挂，在历史 7 个“衰退”时段中，10Y-3M 以及 10Y-2Y 利差对经济衰退的前瞻指引胜率仅为 28% 以及 42%，其中，一个有前瞻性时段的领先周期甚至长达两年，从该角度来看利差倒挂和经济“衰退”周期的匹配度和前瞻性并不高。

基于上述对“经济下行”和“衰退”周期的测试结果，我们仍需警惕远期海外市场有一定概率转入“衰退”的配置象限。我们选取历史上美国制造业 PMI 至少连续三个月下行，并且 CPI 持续下行的阶段定义为“衰退”。那复盘历史上的七个衰退样本来看：一、商品明显承压，CRB 商品各分项样本上涨概率均不到 30%；二、分板块看，金属和工业原料 7 个样本阶段均录得下跌，CRB 商品指数、原油、油脂下跌的概率也高达 85.7%，黄金具备一定避险属性，57% 的概率录得上周；三、美元 71.4% 的概率录得上涨表现最好，美股则表现差异，纳指 57% 的概率录得上涨，道指 42% 的概率录得上涨。四、美国衰退阶段对国内资产冲击明显。五个样本中，除创业板、上证 50 指数外，大部分股指上涨概率均等于或低于 25%；Wind 商品 100% 概率录得调整，大部分板块上涨概率也等于或低于 25%。

图 1: GDP 折年率细分下, 私人投资和出口是拖累 GDP 环比的主要因素

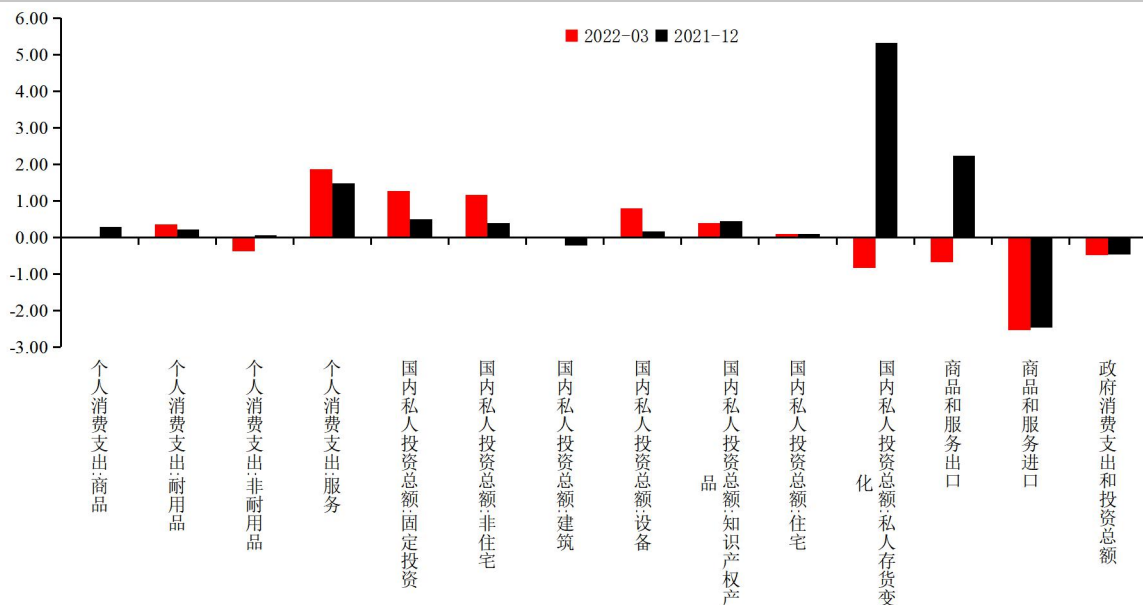
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: GDP 环比拉动率视角下, 美国经济结构明显分化

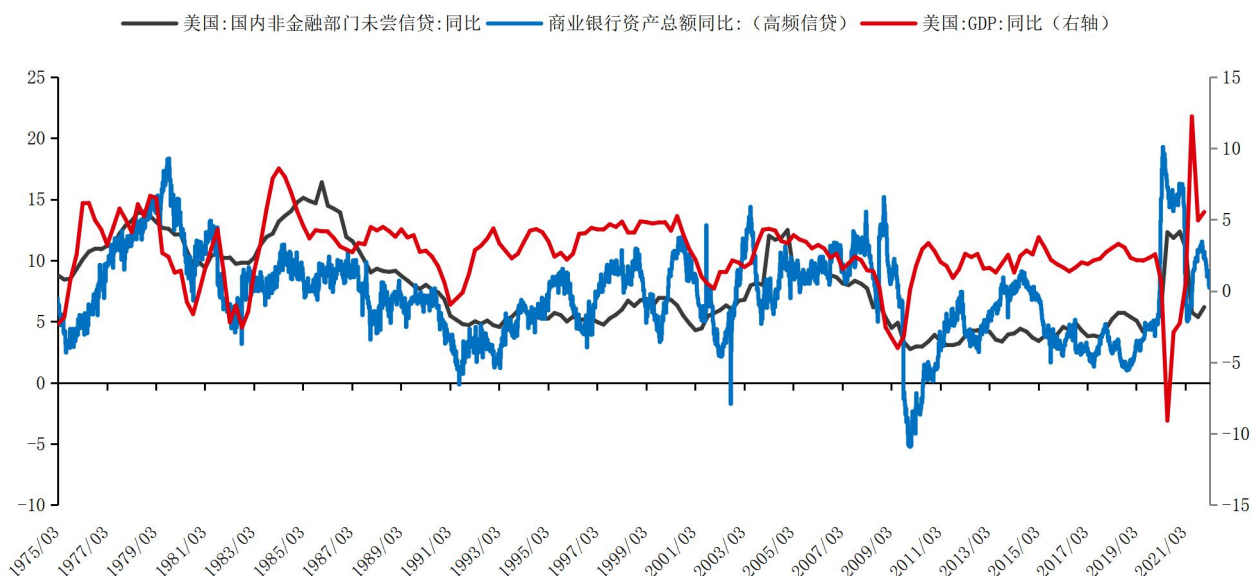
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3： 领先的信贷数据指向美国经济将至少改善至 2022 年上半年

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

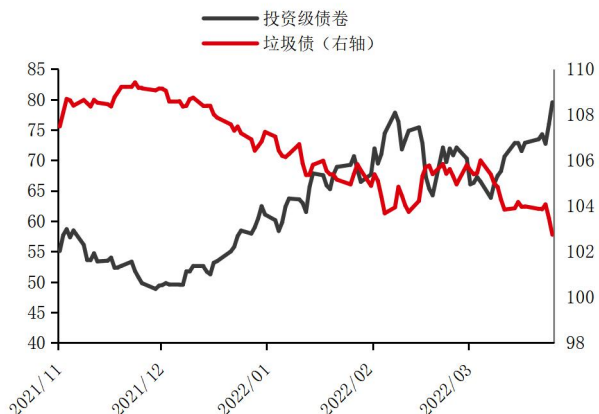
图 4： 美国目前仍处于主动补库周期，历史经验显示本轮补库将延续至 2022 年 6 月

单位：%



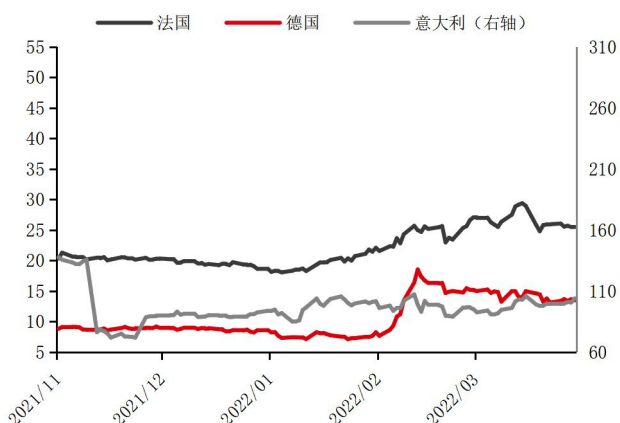
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 美国信用债 CDS 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 欧盟部分国家主权债 CDS 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 美银美国 AA 级企业债收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

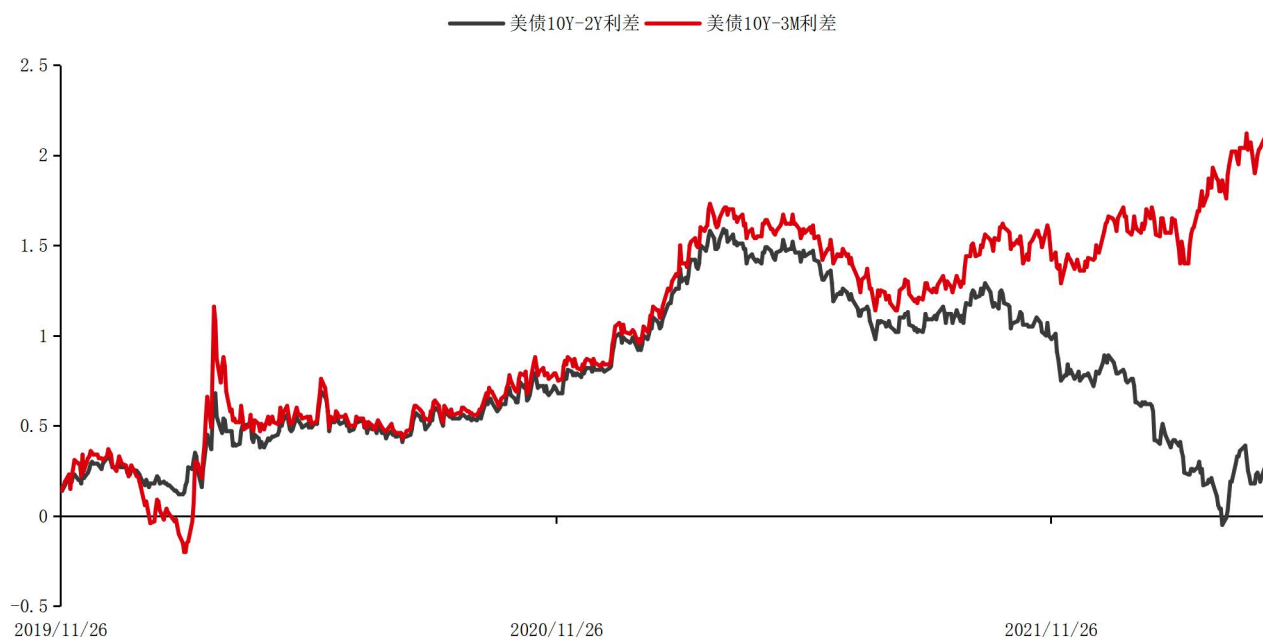
图 8: 美银美国 CCC 级企业债收益率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差明显分化

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差对经济下行的前瞻指引

	10Y-3M 利差倒挂	10Y-2Y 利差倒挂	GDP 不变价同比负增长	制造业 PMI 跌破枯荣线并持续下行
	2019/5/13~2019/10/10	2019/8/27-2019/8/30	/	2019-8-1-2020/6
	2006/7/17-2007/8/9	2006/6/8-2007-6-5	2008/12-2009/12	2006/12-2008/12
	2000/7/7-2001/1/19	2000/2/2-2000/12/28	2001/12	2000/6-2001/10
	1989/5/22-1989/12/28	1998/5/26-1998/7/27	1991/3-1991/12	1998/5-1998/12
	/	1988/12/13-1989/11/6	/	1989/2-1991/1
	1982/2/1-1982/2/18	1980/9/12-1982/7/16	1982/3-1982/12	1980/11-1982/5
	/	1978/8/18-1980/5/1	1980/6-1980/12	1979/9-1980/4
经济下行前瞻概率	80% (对于 GDP 增速)	71% (对于 GDP 增速)	80%和 71%	100% (对于 PMI)

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 从衰退周期倒看利差倒挂的领先性

美国衰退阶段	10Y-3M 利差倒挂阶段	10Y-2Y 利差倒挂阶段	10Y-3M 利差领先	10Y-2Y 利差领先
2020/1-2020/4	2019/5/13~2019/10/10	2019/8/27-2019/8/30	8M	5M
2014/10-2015/3	/	/	/	/
2011/12-2012/7	/	/	/	/
2008/7-2008/12	2006/7/17-2007/8/9	2006/6/8-2007-6-5	24M	25M
1997/10-1998/12	1989/5/22-1989/12/28	1998/5/26-1998/7/27	/	/
1989/5-1991/1	/	1988/12/13-1989/11/6	/	5M
1980/11-1982/2	1982/2/1-1982/2/18	1980/9/12-1982/7/16	/	/
衰退的前瞻概率	28%	42%	16M	11.3M

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国往轮衰退周期下大类资产表现

单位: %

	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com