

关税背景下美国衰退分析

——贸易战 2.0 系列二

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

4月2日，特朗普正式宣布了针对全球的对等关税。本系列报告将从综述篇（宏观分析）、美国篇（衰退跟踪）、全球篇（流动性跟踪）、中国篇（政策应对）和市场篇（资产影响）等几个维度展望分析，本文为第二篇，观察关税博弈背景下美国的衰退风险。

核心观点

■ 美国衰退风险在上升

贸易：结构转变下的收缩预期。按照特朗普对全球经济实施加征关税的目的来看，实现制造业回流是其核心目标，而在美国生产率相对消费率提升的背景下，美国对外账户的赤字也将进一步收缩，这对于全球总需求形成收缩压力，对于美国而言则在实现长期平衡之前或将造成更大的供需矛盾（外部供给收缩，内部投资需求扩张）。

财政：短期内延续着收缩机制。美国财政部自1月21日起已经开始使用特别的会计措施，以避免突破36.1万亿美元的债务上限；在DOGE进行化债的状态下叠加2025年大量到期的短期债务，整体上而言今年的美国财政扩张呈现出约束状态。

财富：美股不稳定性继续增加。对于构筑于美股基础之上的美国家庭财富而言，随着关税战下市场波动率的显著抬升，美股的估值也将形成更大的挑战。从内部而言，净储蓄的压力叠加“滞胀”担忧下利率仍保持高位的特征，削弱了长期投资；从外部来看，2月21日美国白宫《“美国优先”投资政策》备忘录进一步约束了外资的扩张空间。

■ 关注美股见顶的风险

美股：见顶风险上升。从流动性压力到总需求收缩或进一步上升，影响美股的盈利预期。而滞胀风险的担忧也约束美联储提供更宽松的流动性环境，影响美股的估值预期。

美债：关注年内流动性风险。无论是俄乌冲突的解决面临曲折，还是中国迅速对美国关税做出反制措施，短期内都加强了美国实施新的博弈措施可能，我们预计美国对于全球经济的再平衡将进一步从关税领域向金融领域拓展，增加了美债需求的不确定性。在2025年再融资风险之下，需要关注相关的流动性风险。

美元：美国和全球博弈的观察变量。美元走弱因为市场定价了美国政策约束和海外财政扩张预期的分化，未来需要关注的是关税条件下美国国内的供给约束和美国海外的需求约束变化，或将逐步扭转美元弱势格局，关注4月相关风险。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件	1
核心观点	1
美国衰退风险在上升.....	3
贸易	3
财政	4
财富	5
关注美股见顶的风险.....	6
美股	6
美债	7
美元	8

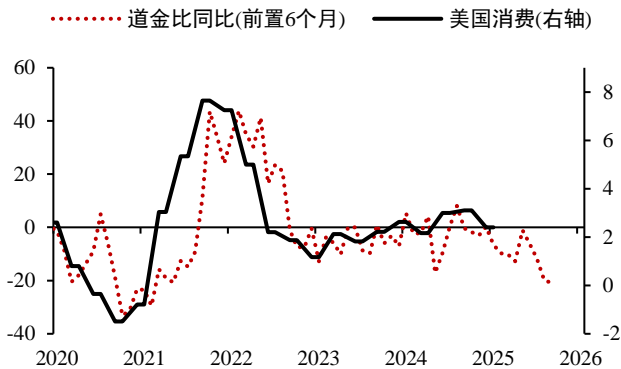
图表

图 1: 道金比与美国消费增速 单位: %YoY.....	3
图 2: 美股同比变动和美国库存周期 单位: %YoY.....	3
图 3: 美国经常帐占比和美元指数 单位: %GDP.....	3
图 4: 全球商品贸易和信用增速对比 单位: %.....	3
图 5: 美联储降息预期上升 单位: %PCT.....	4
图 6: 美债持仓结构 单位: %PCT.....	4
图 7: 美国不同期限国债发行结构与财政赤字对比 单位: 万亿美元	4
图 8: 美国净储蓄结构 单位: 十亿美元	5
图 9: 道金比价进入到下行风险状态 单位: 指数点	5
图 10: 美股的波动率风险显著上升 单位: 指数点	5
图 11: 美股同比和美国高收益债利差 单位: %.....	5
图 12: GDP 一季度料继续放缓 单位: %YoY.....	6
图 13: 美联储持有证券和美股 单位: 万亿美元	6
图 14: 美债期货净持仓保持相对高位 单位: 万张	7
图 15: 美债交易商持仓结构 单位: 十万亿美元	7
图 16: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	7
图 17: 美债曲线和对外利差 单位: BP	7
图 18: 美元指数期货持仓降至相对低位 单位: 万手	8
图 19: 全球政策不确定性和美元指数 单位: 指数点	8
图 20: 财政利息支出和美元指数 单位: %.....	8
图 21: 政府债务回升和美元指数 单位: %.....	8

美国衰退风险在上升

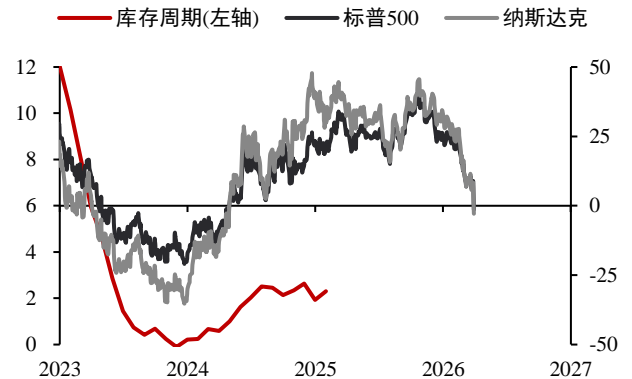
回顾年初我们对于美国经济周期下行的判断，随着“对等关税”的实施以及相应反制措施的落地，我们认为美国经济下行的压力也将进一步增强。

图 1：道金比与美国消费增速 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：美股同比变动和美国库存周期 | 单位：%YoY

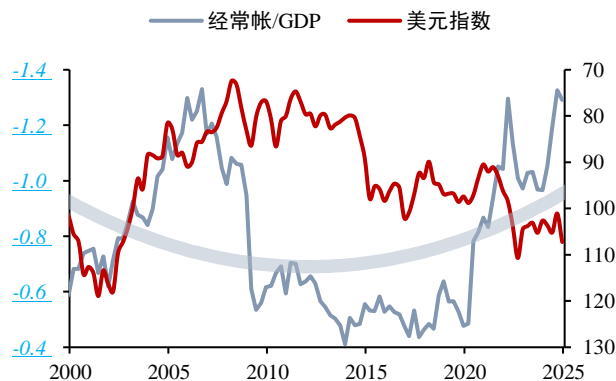


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

贸易

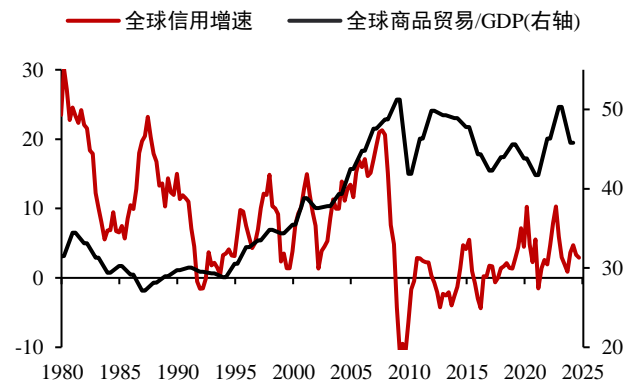
结构转变下的收缩预期。按照特朗普对全球经济实施加征关税的目的来看，实现制造业回流是其核心目标，而在美国生产率相对消费率提升的背景下，美国对外账户的赤字也将进一步收缩，这对于全球总需求形成收缩压力，对于美国而言则在实现长期平衡之前或将造成更大的供需矛盾（外部供给收缩，内部投资需求扩张）。

图 3：美国经常帐占比和美元指数 | 单位：%GDP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：全球商品贸易和信用增速对比 | 单位：%



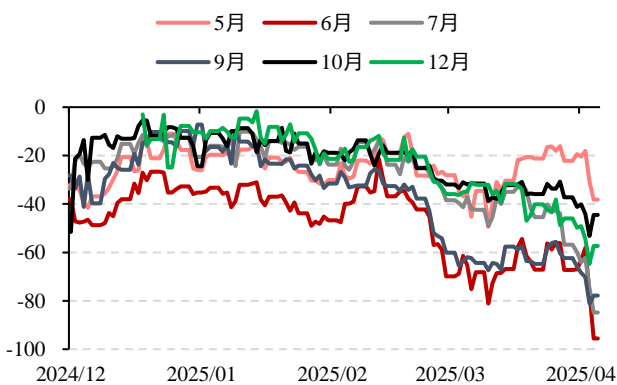
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

财政

财政短期内延续着收缩机制。美国财政部自 1 月 21 日起已经开始使用特别的会计措施，以避免突破 36.1 万亿美元的债务上限；在马斯克领导的 DOGE 进行化债（马斯克接受福克斯新闻采访时宣布，计划在 5 月底前完成 1 万亿美元的政府开支削减）的状态，叠加 2025 年大量到期的短期债务，整体上而言今年的美国财政扩张呈现出约束状态。

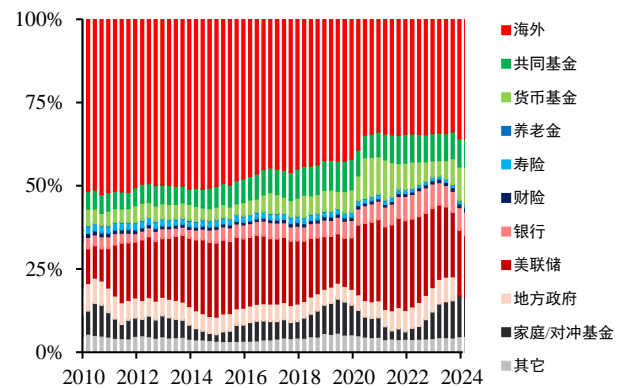
2025 年美债再融资压力上升。一方面，从存量债券结构来看，拜登政府通过财政债券的供给增加提振经济，预计今年将有近 3 万亿美元的美国国债到期，其中大部分是过去几年美国财政部大量发行的短期国债。另一方面，根据美国 CBO 在 3 月声明，若债务上限仍未发生变化，政府使用特别措施的借款能力很可能将在 2025 年 8 月至 9 月耗尽。

图 5：美联储降息预期上升 | 单位：%pct



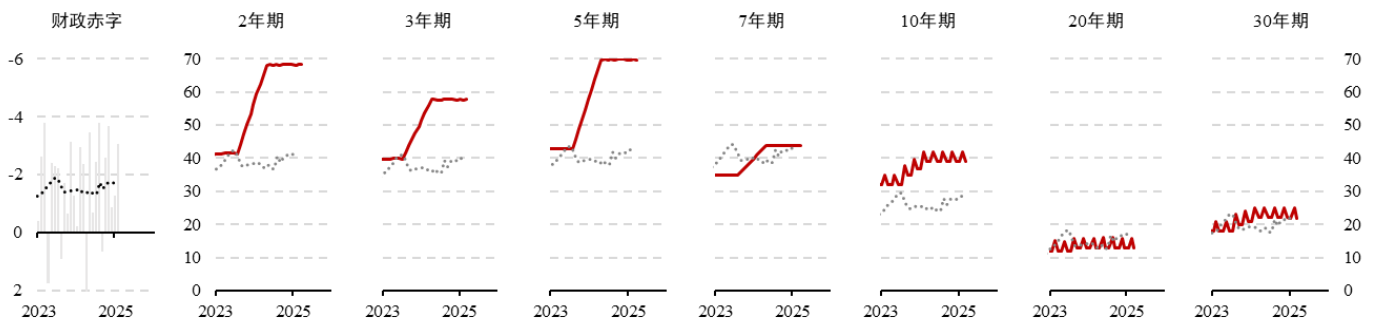
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：美债持仓结构 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：美国不同期限国债发行结构与财政赤字对比 | 单位：万亿美元

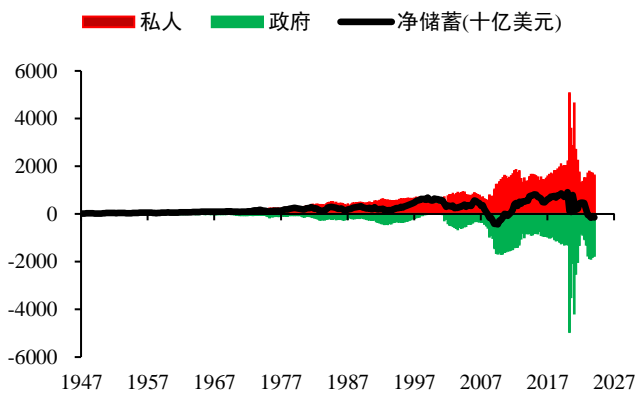


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

财富

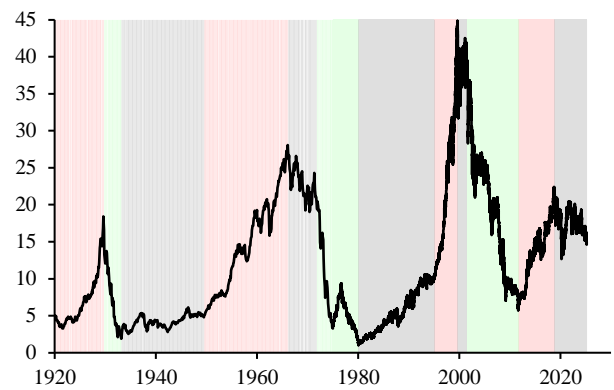
美股不稳定性继续增加，压缩了美股财富效应对于经济预期的正面影响。对于构筑于美股基础之上的美国家庭财富（美国养老金投资美股的规模占 20%，对美股的配置比例在 40%）而言，随着关税战下市场波动率的显著抬升，美股的估值也将形成更大的挑战。从内部而言，净储蓄的压力叠加“滞胀”担忧下利率仍保持高位的特征，削弱了长期投资；从外部来看，2 月 21 日白宫《“美国优先”投资政策》备忘录进一步约束了外资的扩张空间。

图 8：美国净储蓄结构 | 单位：十亿美元



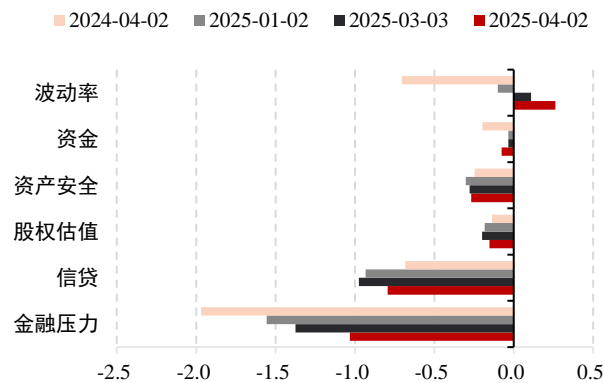
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：道金比价进入到下行风险状态 | 单位：指数点



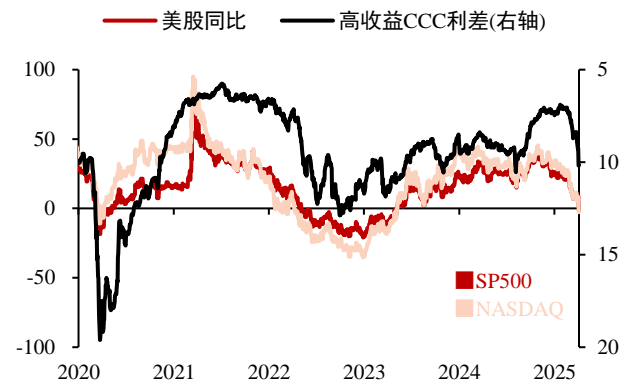
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：美股的波动率风险显著上升 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：美股同比和美国高收益债利差 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

关注美股见顶的风险

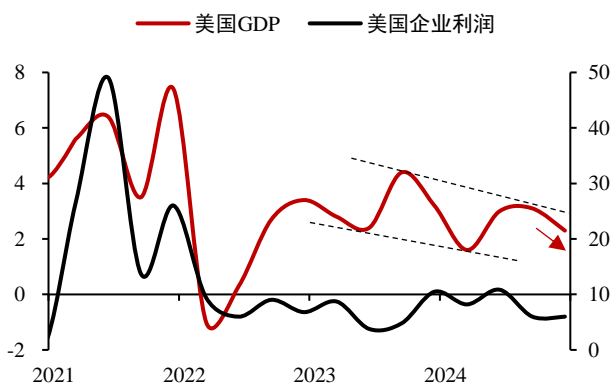
从美国国内角度来看，尽管美股短期压力比较大，但是波动率的上升暂未影响至整体金融环境的收紧，而通胀和就业数据的同样韧性。未来需要密切关注非经济因素——关税政策的进一步加码对于市场预期影响。

美股

见顶风险上升。从流动性压力到总需求收缩或进一步上升，影响美股的盈利预期。而滞胀风险的担忧也约束美联储提供更宽松的流动性环境，影响美股的估值预期。

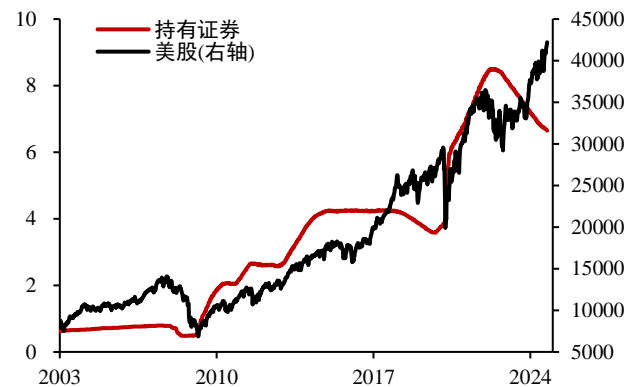
密切关注美股面临调整的风险，提升美联储降息可能性。从整体货币条件来看，除了波动率之外，当前美国金融市场仍处在相对宽松的状态。但是我们认为需要密切关注美国金融资产调整风险对于货币部门的影响。当前来看，美股的快速修正在向信用债市场传导，一方面是利率的高位降低了企业的融资意愿，另一方面是贸易不确定性对于实体经济的正在形成新一轮的压力测试。

图 12：GDP 一季度料继续放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：美联储持有证券和美股 | 单位：万亿美元

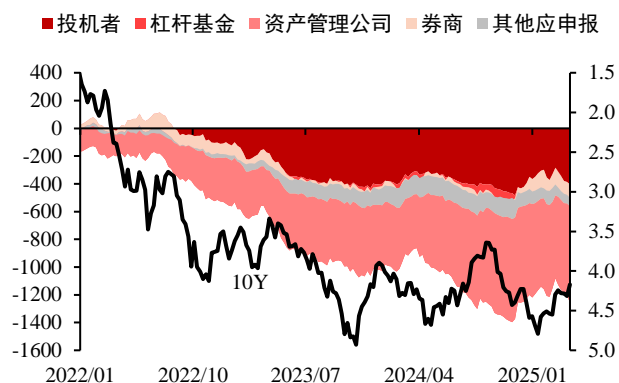


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美债

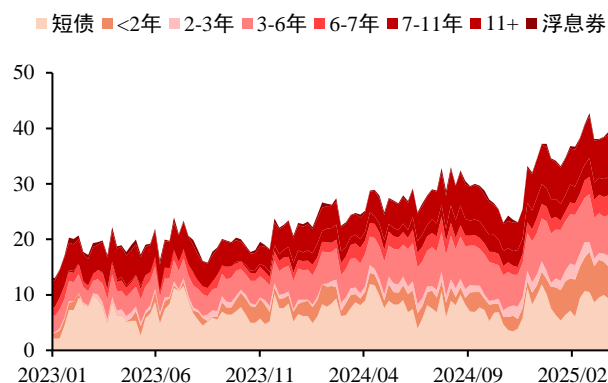
关注年内流动性风险。无论是俄乌冲突的解决面临曲折，还是中国迅速对美国关税做出反制措施，短期内都加强了美国实施新的博弈措施可能，我们预计美国对于全球经济的再平衡将进一步从关税领域向金融领域拓展，增加了美债需求的不确定性。在2025年再融资风险之下，需要关注相关的流动性风险。

图 14：美债期货净持仓保持相对高位 | 单位：万张



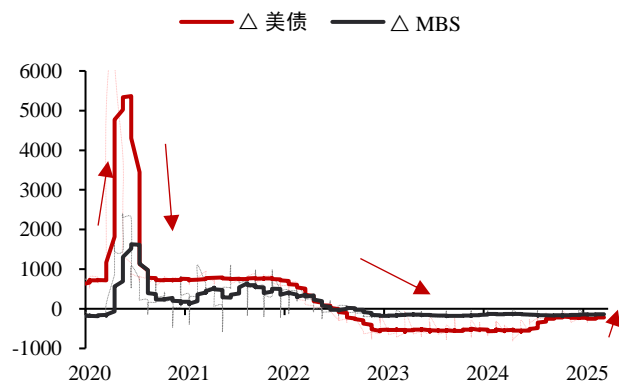
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：美债交易商持仓结构 | 单位：十万亿美元



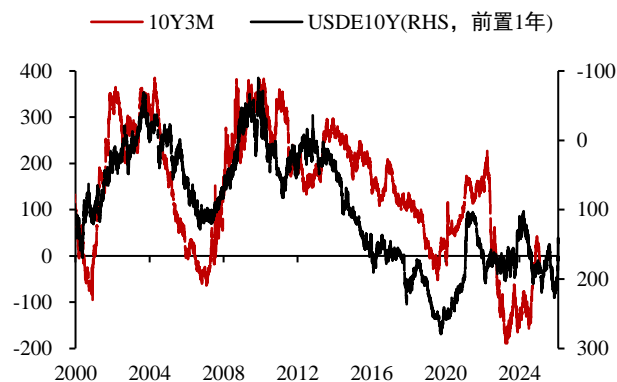
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储资产端环比变动 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：美债曲线和对外利差 | 单位：BP

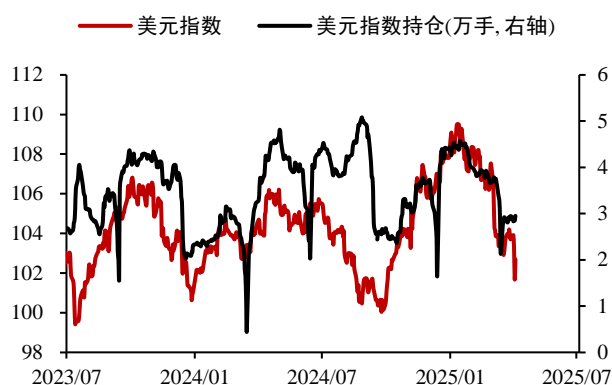


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美元

美国 and 全球博弈的观察变量。美元走弱因为市场定价了美国政策约束和海外财政扩张预期的分化，未来需要关注的是关税条件下美国国内的供给约束和美国海外的需求约束变化，或将逐步扭转美元弱势格局，关注 4 月相关风险。

图 18：美元指数期货持仓降至相对低位 | 单位：万手



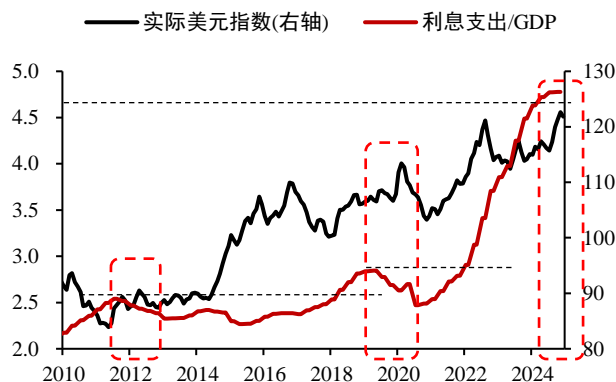
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：全球政策不确定性和美元指数 | 单位：指数点



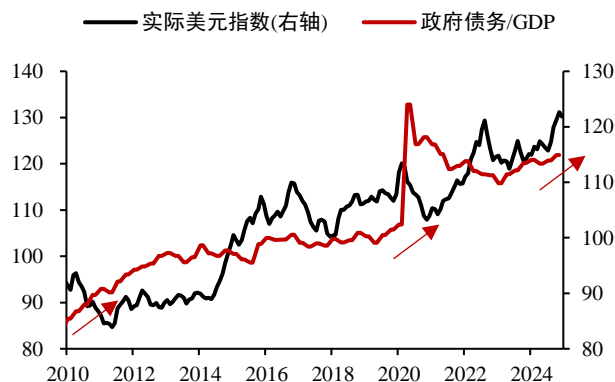
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：财政利息支出和美元指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：政府债务回升和美元指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 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

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com