

美国经济真的值得担心么？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220116：缩债还有缩表，美债由谁来买？

2 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

3 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

4 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

5 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

6 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

7 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

8 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

9 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

10 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

11 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

12 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

13 宏观专题 20220502：关于缩表，需要担心什么？——海外经济系列之一

投资要点

- **宏观交流与思考：美国经济真的值得担心么？**
- **经过负向放大，妄断并不可靠。**今年 Q1 美国 GDP 环比折年率只有 -1.4%，较去年 Q4 大幅下滑。不过，环比折年率会放大当季数据的影响，这无疑是在负向放大后的结果，并且，环比增速的波动性往往较大，简单地作为经济趋势变化的判断依据并不可靠。今年 Q1 美国实际 GDP 同比增速约为 3.6%，剔除疫情的基数效应，这一增速是 15 年 6 月以来的新高。
- **我们认为，1 季度数据仅是经济恢复进程起伏中的浪花，既不意味着经济衰退很快将要到来，也不代表着经济增长拐点的出现。**
- **加息压制经济，高通胀规律失效。**市场普遍担心美联储货币政策收紧会拖累美国经济，这是过去低通胀以来的“刻板印象”。通胀增速高企本身就会抑制需求释放，美联储货币政策收紧压制通胀预期上行，对需求也有支撑。如美国在 20 世纪 70-80 年代大滞胀时期，政策利率和经济增速之间的同步性有所加强。
- **就业市场转好，稳定居民消费。**从就业市场来看，情况也是在变好而不是变差。3 月美国失业率水平已基本恢复到新冠疫情爆发前的状态，Q1 领取失业保险金的美国人数量也是 1970 年以来的最低水平。就业市场的良好态势将有助于稳定美国居民消费。
- **内需不出问题，其余拖累有限。**Q1 美国经济增速下行主要拖累来自于库存投资、贸易逆差和政府支出三项。而美国经济增长实际上大部分依赖于内需，无论是个人消费支出，还是固定资产投资增速，今年 Q1 都要高于去年 Q4 的增速水平。贸易逆差的扩大也从侧面反映出表征内需的进口增速保持强劲。如果内需没有出现太大问题，其余分项拖累的持续性有限。
- **收紧不会停步，取消费舍成长。**美联储政策目标事实上对于就业市场关注更多，这意味着其货币政策收紧脚步不会因经济短暂放缓而停止。政策收紧背景下，美债收益率水平或将继续上移，压制国内债市和高估值的成长板块表现。我们认为，稳增长下国内权益市场消费板块更具优势。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内疫情好转，变异毒株加速传播。**截至 5 月 1 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 1.4 万例和 7.8 万例。目前，全国疫情点多面广、规模化与散在聚集性疫情并存、呈现点多源多链的复杂局面。最近一周，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 425 万，相较前一周下降 12.8%。**美国疫情仍处高位。**全球新冠肺炎新增死亡病例约 1.6 万人，较上周下降 5.9%。**英国新增死亡大幅回落，德国、韩国持续下行。新变异毒株在美国快速传播。**韩国解除口罩禁令，全球加强针接种放缓。世卫组织批准 Paxlovid 在高风险新冠肺炎患者中使用。
- **海外：美联储或加息 50bp，欧洲通胀创历史新高。**本周，美联储官员集体发声，表达了对 5 月大幅加息 50 个基点的支持态度。美联储戴利和梅

斯特表示，美联储致力于控制通货膨胀。支持在5月份加息50个基点，希望在年底加息至2.5%左右的中性水平。日本央行维持货币宽松态度不变。欧洲央行高官密集发声，最快可能7月加息。全球掀起加息浪潮，加拿大、澳大利亚、捷克、瑞典、菲律宾等国纷纷表明加息态度。全球经济增长预期下调。IMF首席经济学家表示，受到多重不利因素叠加的影响，IMF把全球经济增长的预期下调至3.6%，并对全球经济发展的前景表示悲观。欧元区4月CPI同比创新高，美国3月核心PCE同比高位运行。

- **物价：猪肉价格上涨，国际油价回落。**上周农业部农产品批发价格指数环比下行，28种重点监测蔬菜均价下行、7种重点监测水果均价上行。上周猪肉平均批发价格回升，环比上涨6.7%，4月猪肉平均批发价格整体较3月上涨1.7%。上周布伦特原油和WTI原油均价环比均有所回落，国内动力煤均价稳定，螺纹钢均价下行。
- **流动性：资金利率上行，人民币汇率贬值。**上周短端资金利率上行，DR001周度均值环比上行9.4bp，DR007周度均值环比上行4.6bp；3个月Shibor利率和3个月存单发行利率周度均值下行。票据利率下行，其中6个月国股银票转贴现利率创年内新低。4月24-29日，央行公开市场共进行了600亿元逆回购和50亿元的央票互换操作，央行公开市场累计有500亿元逆回购和50亿元的央票互换到期；5月5-7日，央行公开市场将有600亿元逆回购到期。上周美元指数均值上行，人民币延续贬值。
- **大类资产表现：恒生科技领涨，国债与国开债走势分化。**4月25日-5月3日，港股有所上涨，其中恒生科技大幅上行。美股方面，标普500、纳斯达克和道琼斯均有下跌；欧洲股市仅英国富时100小幅上涨，德国DAX、法国CAC40双双下跌。4月25-29日，国内股票涨幅前三的行业分别为建筑装饰、电力设备和建筑材料。4月25-29日，10年期国债收益率周度均值上行0.7bp，10年期国开债收益率周度均值下行3.4bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：美国经济真的值得担心么？	- 5 -
2. 疫情：国内疫情好转，海外变异毒株加速传播	- 6 -
3. 海外：美联储或加息 50bp，欧洲通胀创历史新高.....	- 10 -
4. 物价：猪肉价格上涨，国际油价回落	- 12 -
5. 流动性：资金利率上行，人民币汇率贬值.....	- 14 -
6. 大类资产表现：恒生科技领涨，国债与国开债走势分化.....	- 16 -

图表目录

图表 1: 高通胀时期政策利率与经济增长同步性趋强 (%)	- 6 -
图表 2: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 4: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 5: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 8 -
图表 6: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 7: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 8: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 9 -
图表 9: 各经济体加强针接种率 (%)	- 10 -
图表 10: 各经济体 CPI 同比增速 (%)	- 11 -
图表 11: 美国 3 月 PCE 及 CPI 同比 (%)	- 12 -
图表 12: 农产品批发价格 200 指数.....	- 12 -
图表 13: 食用农产品价格指数	- 12 -
图表 14: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 15: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 16: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 14 -
图表 17: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 14 -
图表 18: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 14 -
图表 19: R001 和 DR001 利率 (%)	- 15 -
图表 20: R007 和 DR007 利率 (%)	- 15 -
图表 21: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 15 -
图表 22: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 15 -
图表 23: 央行公开市场操作 (亿元)	- 16 -
图表 24: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率.....	- 16 -
图表 25: 美元指数.....	- 16 -
图表 26: 全球主要股指表现 (%)	- 17 -
图表 27: 国外主要商品期货表现 (%)	- 17 -
图表 28: 申万行业表现 (%)	- 18 -
图表 29: 国内主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 30: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 19 -
图表 31: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 19 -

1. 宏观交流思考：美国经济真的值得担心么？

环比折年增速新低。近期美国公布了今年 1 季度 GDP 数据，按照环比折年率来看只有 -1.4%，相较去年四季度的 6.9% 大幅下滑，这也创下 2020 年 9 月以来的增速新低。在美联储货币政策收紧周期刚刚开启的情况下，美国经济似乎就已不堪承受，如果这一情况属实，则经济衰退风险将制约美联储在收紧道路上走得更远。不过，美国经济增长真的像该数字所反映出的如此之差么？

经过负向放大，妄断并不可靠。事实上，在环比增速的基础上，环比折年率会进一步放大当季数据的影响，根据数据变化方向的不同，要么是正向放大，要么是负向放大，而 -1.4% 的环比折年率无疑是负向放大后的结果，实际上今年 1 季度美国季调后的 GDP 仅比去年四季度下滑不到 0.4 个百分点。此外，虽然环比增速相较于同比增速，对于数据变化的反映更为灵敏，但通常来说，由于环比增速的波动性较大，简单地用其作为经济趋势变化的判断依据往往并不可靠。

同比增速新高，经济难言疲弱。比如我国通常来说，都是以同比增速作为经济增长态势强弱判断的参照。如果按照季调后的 GDP 规模来计算，今年 1 季度美国实际 GDP 同比增速约为 3.6%，剔除疫情造成的基数效应来看，这一增速应该是 15 年 6 月以来的新高。

转负仅是浪花，不改恢复趋势。我们认为，1 季度美国 GDP 环比折年率转负，仅是其经济恢复进程起伏中的浪花，既不意味着经济衰退很快将要到来，也不代表着经济增长拐点的出现。

加息压制经济，高通胀规律失效。首先，市场普遍担心美联储货币政策收紧会压制美国经济，进而拖累增长速度，但其实这是过去很长时间以来低通胀所形成的“刻板印象”。通胀增速高企本身就会抑制需求释放，美联储加息缩表等一系列货币政策收紧动作，虽然对供应链冲击的改善或许有限，但有助于压制通胀预期的进一步上行，一定程度上对需求也存在支撑作用。如美国在 20 世纪 70-80 年代大滞胀时期，政策利率和经济增速之间的同步性有所加强。

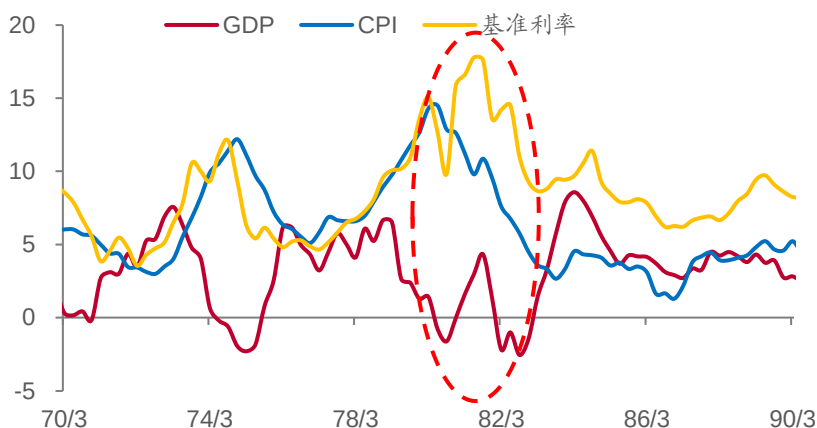
就业市场转好，稳定居民消费。其次，从就业市场来看，情况也是在变好而不是变差。3 月美国失业率水平已降至 3.6%，基本恢复到新冠疫情爆发前的状态，虽然劳动参与率水平尚低，但受人口年龄结构变动等因素影响，这部分参与率的损失具备永久性特征。而第一季度领取失业保险金的美国人数也处于 1970 年以来的最低水平。此外，随着通胀增速的走高，美国劳动者工资增速也随之同步上涨。就业市场的良好态势将有助于稳定美国居民消费。

内需不出问题，其余拖累有限。最后，1 季度美国经济增长增速下行，主要拖累来自于库存投资、贸易逆差和政府支出三项。而美国经济增长实际上大部分依赖于内需，即便从环比折年率上来看，今年 1 季度美国无论是个人消费支出，还是固定资产投资增速，都要高于去年 4 季度的增速水平。贸易逆差的扩大也从侧面反映出表征内需的进口增速保持强劲。如果内需没有出现太大问题，则库存投资和政府支出变化对美国经济增长的拖累持续性有限。

需要注意的是，今年1月初美国财政部库存现金余额大幅回落，在3月才逐渐补充至与去年底相当的水平，随着TGA账户余额重回充裕，政府支出可能也会在接下来有所改观。

收紧不会停步，取消费舍成长。既然美国经济并没有像1季度环比折年率数据显示得那样令人担心，加之美联储政策目标事实上对于就业市场关注更多。那么，这意味着美联储货币政策收紧的脚步，并不会因经济增速的短暂放缓而有所停止。加息缩表接踵而至的背景下，美债收益率水平或将继续上移，压制国内债市和高估值的成长板块表现。我们认为，“重量轻价”的稳增长背景下，消费板块或具备相对优势。

图表1：高通胀时期政策利率与经济增长同步性趋强（%）

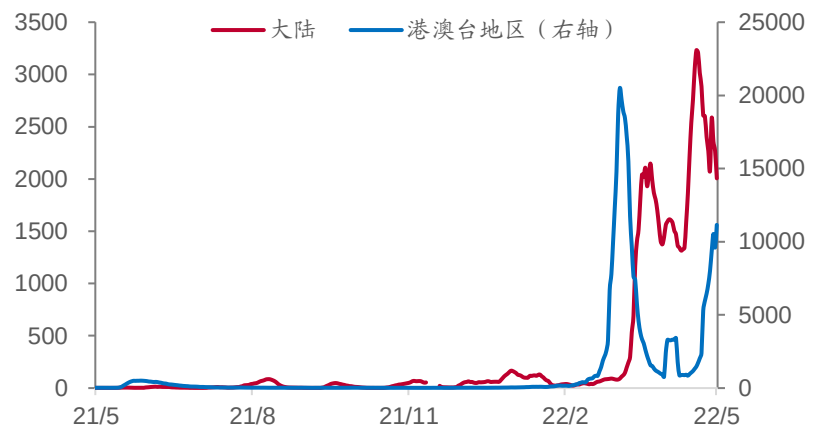


来源：WIND，中泰证券研究所

2. 疫情：国内疫情好转，海外变异毒株加速传播

国内疫情好转。截至5月1日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超1.4万例和7.8万例。除我国港澳台地区外，现存103个中高风险地区。国家卫生健康委疾控局副局长吴良有表示，4月以来，全国31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告本土感染者约55万例，波及除西藏外的所有省份。总体来看，近期全国疫情主要有以下几个特点：一是继续呈现点多面广态势。二是规模化与散在聚集性疫情并存。全国疫情仍主要以上海市和吉林省两地的规模化疫情为主，两地报告感染者数占全国总数的95%以上。除西藏未报告病例，重庆、宁夏等少数省份仅报告个别散发病例外，其余省份均存在本土聚集性疫情。三是继续呈现点多源多链的复杂局面。多个省份的疫情传播链条多，既有外省溢入疫情，也有本地源头不清的传播疫情，增加了疫情防控的复杂性和艰巨性。吉林省疫情呈持续下降态势，上海市疫情整体呈现明显下降趋势，社会面疫情风险正逐步降低，**抗疫效果初显**，但防控形势依然严峻，防反弹防外溢任务十分艰巨。**中国台湾地区新冠肺炎疫情严峻**，确诊人数不断攀升，5月1日本土病例约1.6万人，连续四天破万人。

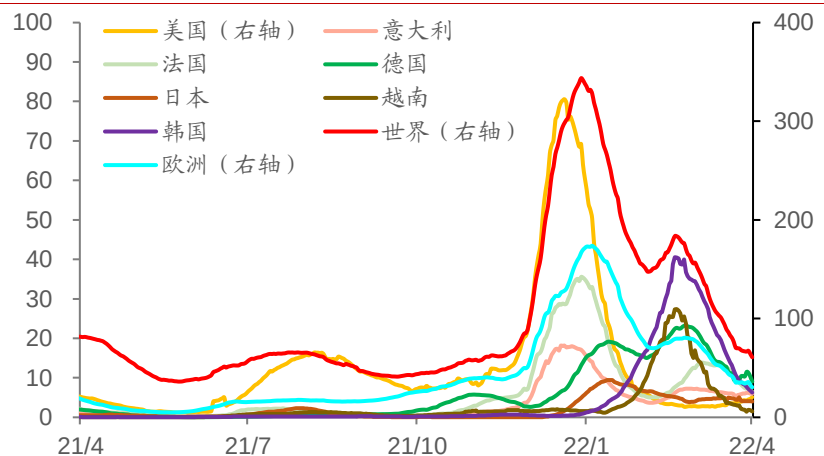
图表2：中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

美国疫情仍处高位。截至4月29日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约425万，相较前一周下降12.8%。欧洲本周新增212万，较上周下降12.8%。美国本周新增约36万，较上周大幅上行24%，**疫情仍处高位**。周一，美国纽约市卫生部门将当地的疫情风险等级上调至“中等”，以反映出近期当地再度抬头的感染形势。亚洲方面，日本本周新增27万，较上周下降21.3%，疫情状况持续好转。韩国本周新增43万，较上周大幅下降32.4%。

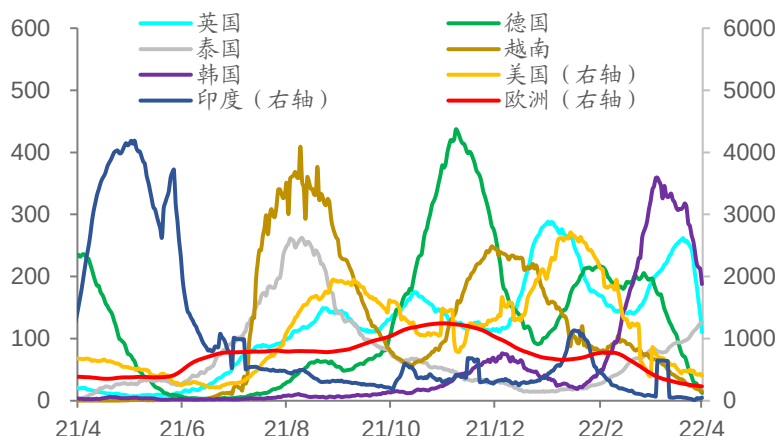
图表3：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



来源：CEIC，中泰证券研究所

英国新增死亡大幅回落，德国、韩国持续下行。截至4月29日，全球新冠肺炎一周新增死亡病例约1.6万人，较上周小幅下降5.9%。欧洲一周新增死亡超6400人，较上周大幅下降17.6%，死亡人数持续回落。本周，各主要经济体新增死亡持续回落，**英国本周新增死亡939例，相较上周大幅回落42.3%**，**德国、韩国延续上周下降势头**，德国本周新增死亡约120例，相较上周下降58.5%，韩国本周新增死亡约850例，相较上周下降32.3%。美国本周新增死亡2500余例，相较上周小幅下降6%。同时，泰国本周新增死亡880余例，相较上周基本持平，**拐点尚未显现**。

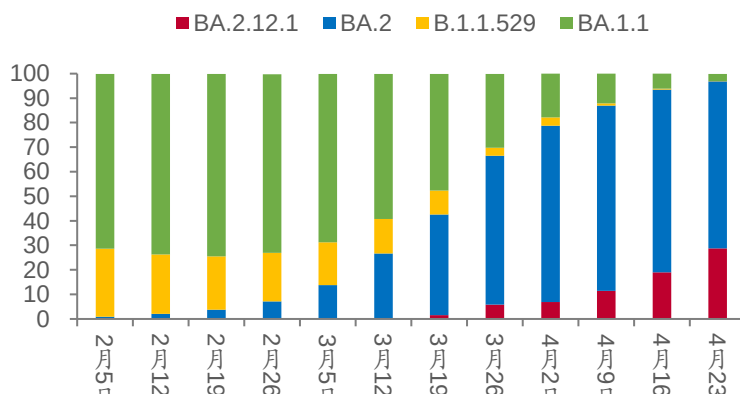
图表4：各经济体近每日新增死亡数量（七日移动平均，例）



来源：CEIC，中泰证券研究所

BA.2.12.1 变异毒株在美国快速传播。美国疾病控制和预防中心发布周报，重点关注了奥密克戎 BA.2.12.1 变异毒株。美疾控中心表示，奥密克戎 BA.2.12.1 变异毒株比其他奥密克戎亚谱系变异毒株的传播速度更快。根据美疾控中心的监测，奥密克戎谱系已占美国新冠病毒变异毒株的 100%。其中，美国 74.4% 的新冠病例被检测出奥密克戎 BA.2 变异毒株。在纽约州、新泽西州和康涅狄格州，奥密克戎 BA.2.12.1 变异毒株已经占了新增新冠病例的 52.3%。该毒株的快速传播或为纽约州、新泽西州的疫情近期死灰复燃的诱因。

图表5：美国送检样本中各变种毒株比例（%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41297

