

可以开始交易衰退了吗？

美国宏观经济专题

证券研究报告

2022 年 05 月 24 日

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：隐性债务问责怎么看？- 信用市场周报（2022-05-22）》2022-05-22
- 2 《固定收益：降息后，转债市场留意交易节奏与趋势转折-可转债市场周报（2022.5.22）》2022-05-22
- 3 《固定收益：产业债利差整体下行-产业债行业利差动态跟踪（2022-05-22）》2022-05-22

5 月联储议息会议后，海外市场出现衰退交易。

海外对衰退的担忧来源于两方面：一是联储激进加息，过快推升利率可能加剧金融约束；二是担心高通胀持续进而挤出消费。而高通胀的成因一方面是疫情后各种因素叠加的供给问题；另一方面是美国自身需求扩张的结果。

复盘历史，从衰退信号出现，到完全展开衰退交易，还需要进一步确认周期顶部与通胀回落。目前可能还处在交易早期信号的阶段。

虽然目前还无法准确判断美国经济见顶，但是前期推动美国经济扩张的三方面主要动能：限制措施解除后的消费强劲反弹、企业补库与地产高景气度，都开始有所放缓。虽然就业市场景气带来了工资上升，但是高通胀的侵蚀和储蓄率下降伴随着金融条件的变化，逐步开始限制进一步需求扩张的动能。

结合美国就业市场情况，如果不能降低工资增速、抑制信贷扩张、甚至一定程度地约束居民资产负债表，美国面临的通胀压力就难以真正缓解，所以联储的主要关注点估计还是在控制通胀上。

结合历史，我们估计，更进一步的衰退交易可能还需等待进一步的基本面信号。鉴于美国基本面的方向还不明确，联储延续加息，我们预计美债美元暂时将维持震荡格局，十年美债区间在 2.8-3.2%，美元区间为 102-105，分别对应衰退与扩张的美债前期边界点位。不排除后续美债美元突破边界的可能。

对国内而言，美国经济扩张放缓，基本面角度意味着出口需求回落，修复压力可能进一步上升；联储继续控通胀，意味着中美政策继续背离，内外均衡问题仍有困扰；美债美元震荡，则意味着外围市场读数进入到一个不稳定状态，国内市场情绪容易受到影响。

当然，国内市场方向还是以我为主、内因为主，外因还是要通过内因来实现其影响，前期美债上行我们并未跟随，后续美债进一步下行，预计我们反应也有限，除非国内经济出现新的明显下行压力。

风险提示：全球经济放缓超预期、市场情绪调整超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

内容目录

1. 海外市场近期在交易什么？	4
2. 如何看待衰退交易与相关信号？	6
3. 如何看待当前美国经济与衰退交易的持续性？	7
3.1. 周期拐点是否已经到来？	7
3.2. 如何看待就业市场失衡？	12
3.3. 如何看待未来通胀动态？	13
3.4. 衰退交易会持续吗？	16
4. 如何看待海外衰退交易对国内的影响？	16
5. 小结	18

图表目录

图 1：十年美债与 SPX500（%）	4
图 2：SPX500 从高点的跌幅（%）	4
图 3：劳动力人口与劳动力参与率（千人、%）	4
图 4：核心 CPI 同比与环比（%）	4
图 5：十年美债与 SPX500 市盈率（%）	5
图 6：SPX500 每股收益情况（%）	5
图 7：美国 GDP 环比贡献率分解（%）	5
图 8：零售销售数据（%）	5
图 9：十年美债与 SPX500-2018 年（%）	6
图 10：SPX500 每股收益情况-2018 年（%）	6
图 11：产能利用率、核心 CPI 同比与十年美债-2018 年（%）	7
图 12：美国 GDP 环比贡献率分解-2018 年（%）	7
图 13：美国销售环比（%）	7
图 14：美国销售同比（%）	7
图 15：美国个人消费支出同比（%）	8
图 16：美国:红皮书商业零售销售:周同比（%）	8
图 17：美国月度销售数据（百万美元、%）	8
图 18：工业总产值环比-1（%）	8
图 19：工业总产值环比-2（%）	8
图 20：汽车产量（万辆）	9
图 21：汽车销售与库存（万辆）	9
图 22：工业生产指数	9
图 23：全部工业部门产能利用率	9
图 24：制造业存货出货比与产能利用率（%）	9
图 25：制造业存货出货比与工业生产指数	9
图 26：美国:MBA 市场综合指数:周频	10
图 27：全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数:月频	10

图 28: 美国再融资与贷款利率 (%)	10
图 29: 住房销售情况 (千套)	10
图 30: 新屋开工情况 (千套)	10
图 31: 住房可供给情况 (月数)	10
图 32: 美国居民收入来源 (十亿美元)	11
图 33: 平均时薪环比与同比 (%)	11
图 34: 边际储蓄率 (%)	11
图 35: 消费信贷环比 (%)	11
图 36: 职位空缺与登记失业情况 (千人)	12
图 37: 职位空缺与失业比与工资同比增速 (%)	12
图 38: 新增非农就业 (千人)	12
图 39: 劳动力人口与劳动力参与率 (千人、%)	12
图 40: 失业率 (%)	13
图 41: 主动离职数与裁员数 (千人)	13
图 42: PCE 与核心 PCE 环比 (%)	13
图 43: CPI 与核心 CPI 环比 (%)	13
图 44: PCE 与核心 PCE 同比 (%)	14
图 45: CPI 与核心 CPI 同比 (%)	14
图 46: CPI 分项 (%)	15
图 47: 美国 CPI 环比与 RJ/CRB 商品价格指数环比 (%)	14
图 48: RJ/CRB 商品价格指数	14
图 49: 美日利差与美元指数 (%)	16
图 50: 美德利差与美元指数 (%)	16
图 51: 名义美元指数	17
图 52: 美元指数与十年国债 (%)	17
图 53: 十年国债与十年美债 (%)	17

1. 海外市场近期在交易什么？

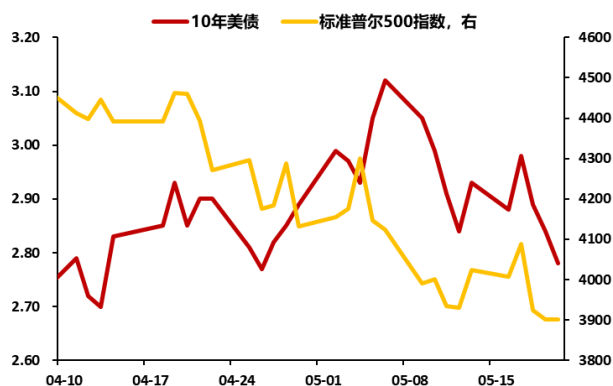
结合十年美债与 SPX500 表现，我们复盘了过去一个月美国资本市场表现。

不难发现，以 5 月 9 日划分，前后市场的交易重心似乎从“涨”转向了“滞”。

5 月 9 日盘中以前，是议息会议后十年美债收盘价站上 3.0%，并快速上行至 3.2%，同时美股延续下行趋势。

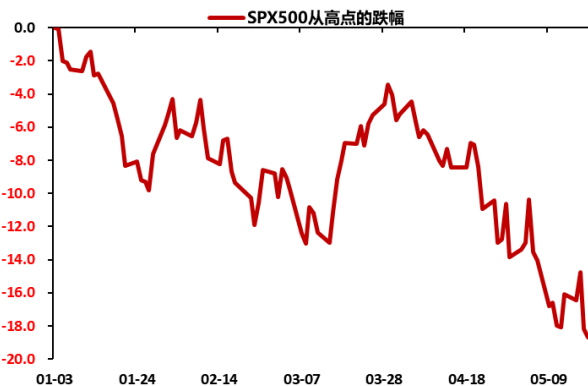
5 月 9 日盘中十年美债触及 3.2% 以后，进一步引发美股抛售，随后十年美债快速下行，同时加速美股下行。

图 1：十年美债与 SPX500 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：SPX500 从高点跌幅 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：SPX500 高点在 1 月 3 日。

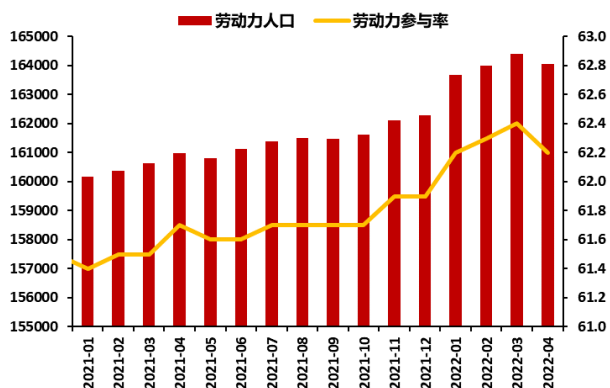
期间到底发生了什么？还要从联储 5 月议息会议讲起。

第一，5 月 4 日的议息会议虽然安抚了市场，表示暂未积极考虑单次加息 75BP，但也再度强调了对抗通胀的决心，同时提示了俄乌冲突与中国防疫给通胀与经济前景带来的额外压力。

第二，议息会议后两个交易日，事件与数据加速了市场对“涨”的交易，快速推升十年美债连续突破 3%、3.2% 的关键点位。

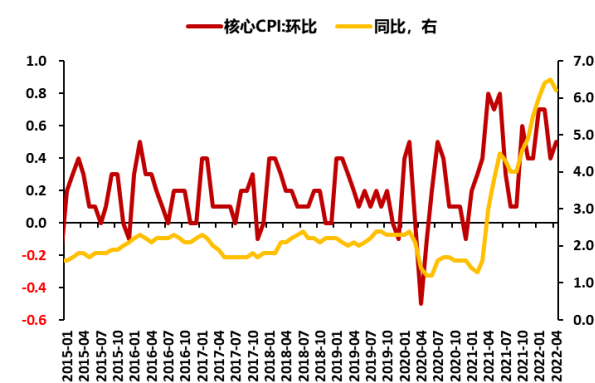
关键事件主要有 5 月 5 日的中国政治局会议坚定“动态清零”方针、以及欧盟准备进一步制裁俄罗斯。关键数据则主要有 5 月 5 日公布的一季度非农单位劳动力成本大幅上涨、5 月 6 日公布的非农数据显示劳动力供给不足，市场失衡加剧。

图 3：劳动力人口与劳动力参与率 (千人、%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：核心 CPI 同比与环比 (%)



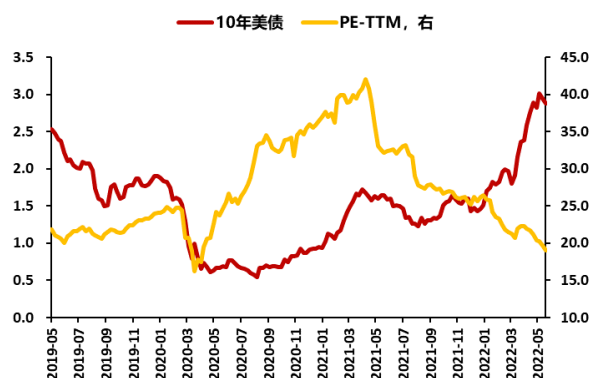
资料来源：WIND、天风证券研究所

第三，5月9日开盘后，十年美债快速上行触及3.2%的上轮高点。此后市场情绪开始快速反转，最终SPX500当日收跌3.56%，十年美债收盘日回落至3.05%，反而较上一交易日下行7个BP。

第四，5月11日，4月CPI通胀同比见顶回落，但是核心CPI环比反弹，对高通胀可能持续，并可能挤出居民消费的担忧，进一步加速了市场对“滞”的交易。

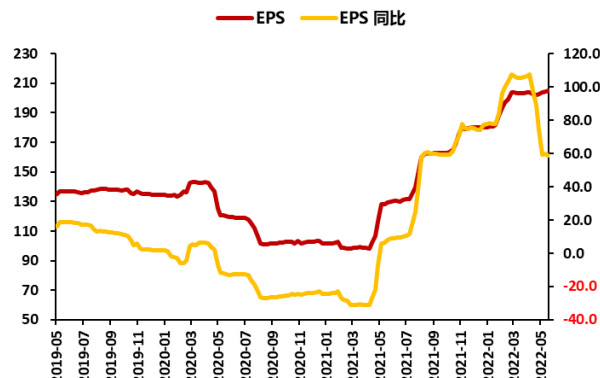
此前美股调整主要是由估值调整推动的，主要是流动性收紧下估值调整的结果。而最近一轮的美股抛售，则是由流动性收紧与企业盈利下滑共同推动。

图 5：十年美债与 SPX500 市盈率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：SPX500 每股收益情况 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

第五，5月17日公布的4月销售数据显示，美国消费扩张仍有动能，盘中美股与美债收益率一度双双反弹。但后续沃尔玛、TARGET等线下销售龙头公布的业绩变脸，促使分析师下调美股盈利预期，再度推动美股抛售，市场情绪再度转向“滞”。

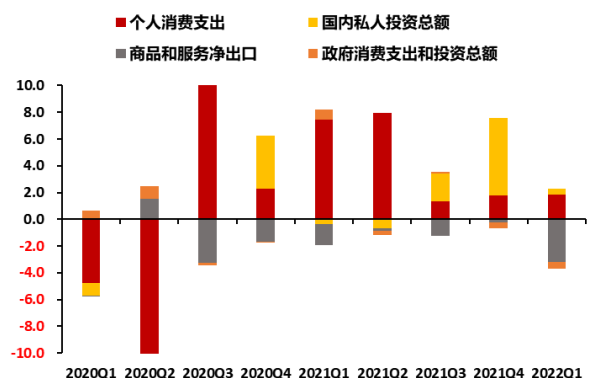
需要注意的是，财报季业绩变脸的不止是线下销售龙头，更有包括亚马逊在内的线上销售龙头。再加上民调显示，越来越多的美国居民因为高通胀将减少消费，市场对高通胀可能抑制消费，进而加速消费回落的担忧加剧。

第六，期间作为前瞻性数据的密歇根消费者信心指数与费城制造业指数大幅回落，也加速了市场对未来经济增长的担忧情绪。

整体而言，市场交易重心从涨向滞的切换是多方面因素共同作用的结果。

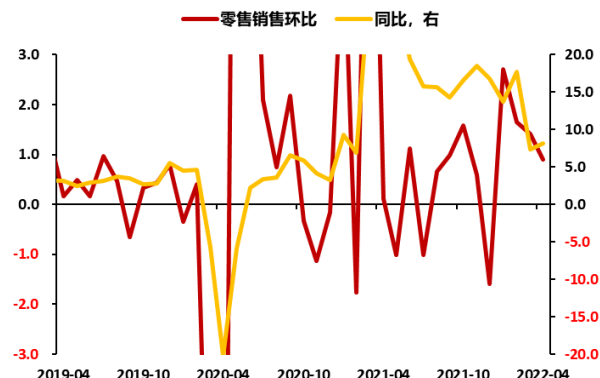
对滞的担忧主要还是来源于两方面，一是担忧联储激进加息，过快推升利率导致经济衰退；二是虽然通胀同比见顶，但是担心高通胀持续进而挤出消费，而个人消费支出是当前美国经济增长的主要动能。

图 7：美国 GDP 环比贡献率分解 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 8：零售销售数据 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

衰退交易似乎已经开始，但是截至目前，美国经济还没有看到明确见顶。该如何看待目前衰退交易的走向？

2. 如何看待衰退交易与相关信号？

当然，市场关心的问题是，即使还没有看到基本面拐点，是否可以根据有关信号逐步布局衰退交易？我们不妨看看历史上有无类似表现。

在复盘以前，我们需要确认样本可以比对的样本区间。

对比前述分析，样本区间需要满足几个条件，例如，有周期见顶的早期迹象，可以是基本面数据也可以是公司财报变脸，有通胀回落的确认。

另外，不可忽视的是，之所以触发上述预期交易，在基本面分析与财报数据外，联储紧缩推动十年美债突破 3% 的关键点位后，进而触及前期高点 3.2% 也是关键触发因素。

一个可以比对的样本或是 2018 年。

2018 年 5 月前后，在联储加息的过程中，在十年美债触及 3% 的关键点位后，美债美股曾出现过衰退交易。且背景也有财报变脸、通胀高于 2%、以及经济景气度的明显回落。与本轮类似的是，十年美债一度从 3.1% 回落超过 30BP 至 2.8% 以下。

但从事后看，2018 年那轮美国经济周期的拐点实际上出现在四季度。在经济拐点真正来临之前，期间十年美债维持了 2.8-3.1% 的区间震荡格局，分别对应了衰退和扩张的边界。

2018 年 10 月前后，在十年美债触及 3.2% 以后，美股美债又迎来了一次衰退交易。一个月后，因为经济拐点得到确认，且通胀已经先行明显回落，美股美债正式开启衰退交易模式。

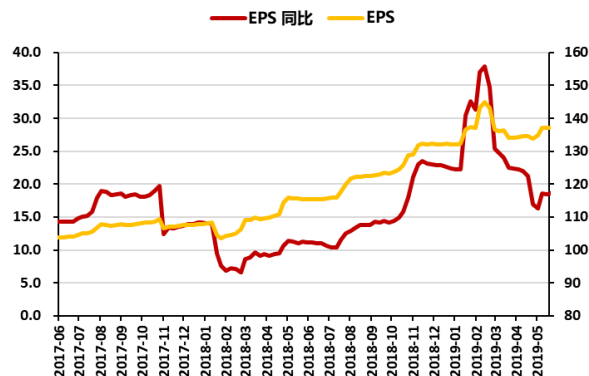
所以，从交易衰退的信号出现，到开启衰退交易，还需要确认周期顶部与通胀回落。后续是延续衰退交易，还是维持区间震荡，抑或是继续交易紧缩，取决于基本面的方向。

图 9：十年美债与 SPX500-2018 年 (%)



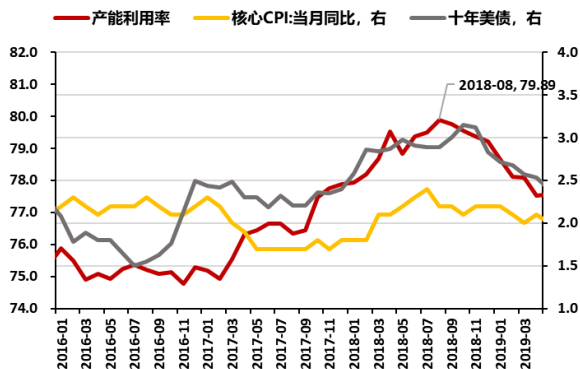
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：SPX500 每股收益情况-2018 年 (%)



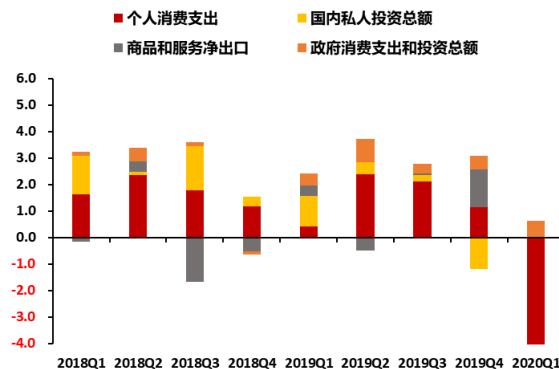
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11: 产能利用率、核心 CPI 同比与十年美债-2018 年 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 12: 美国 GDP 环比贡献率分解-2018 年 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

3. 如何看待当前美国经济与衰退交易的持续性?

3.1. 周期拐点是否已经到来?

对上述问题的回答, 我们还是要回归基本面, 观察推动周期扩张的力量如何变化。

需求端分析, 今年以来, 美国国内经济扩张的动能主要来源于三方面:

完全解除疫情限制措施后的消费扩张; 制造业补库带动的企业资本开支持续扩张; 美国住房市场景气。

目前的情况是:

第一, 消费扩张出现了放缓迹象。

3 月中旬美国完全解除疫情限制措施, 当月消费即快速扩张, 特别是接触式消费 (如食品服务和饮吧、杂货店、无店铺商贩和加油站等) 更是连续快速环比扩张。

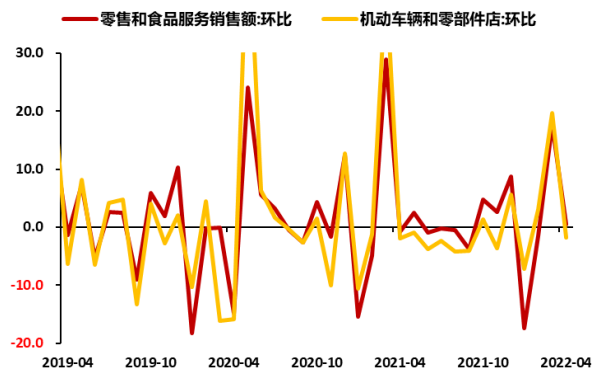
但是消费扩张势头在 4 月较快回落, 环比增速明显下降, 同比增速也明显回落。周频数据也显示, 5 月消费可能并未在 4 月基础上反弹。

高通胀可能是导致消费扩张放缓的主要原因。一是经过通胀调整的消费支出同比回落明显快于名义值。二是高通胀可能还在迫使居民削减支出。

当然, 近期消费趋弱也可能与俄乌冲突或中国防疫导致的供应链压力加剧有关, 这可以部分解释 4 月汽车消费与电子消费的回落。

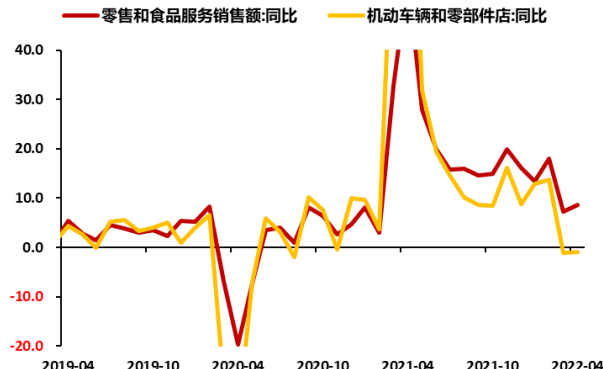
整体而言, 主要受制于高通胀, 消费扩张已经呈现出了放缓迹象。但是还无法判断美国居民消费的扩张已经结束。

图 13: 美国销售环比 (%)



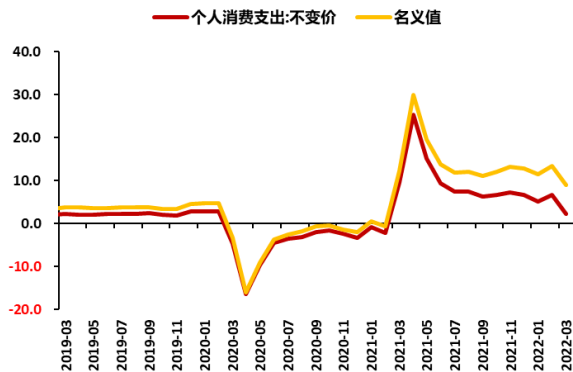
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 14: 美国销售同比 (%)



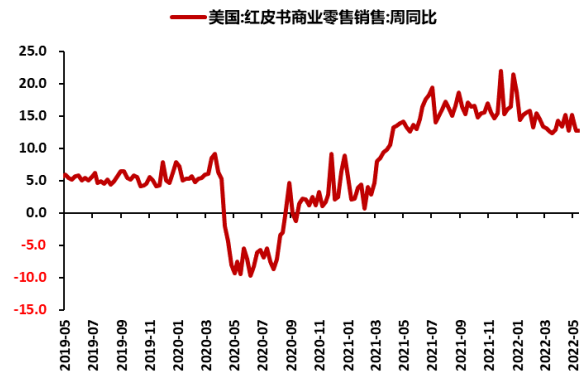
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 15: 美国个人消费支出同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 16: 美国:红皮书商业零售销售:周同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 17: 美国月度销售数据 (百万美元、%)

	销售额 (百万美元)	权重 (%)	同比 (%)			两年同比 (%)		环比 (%)		
	2020-04	2020-04	2020-02	2020-03	2020-04	2020-03	2020-04	2020-02	2020-03	2020-04
零售和食品服务销售	684,195	100.00	17.57	7.32	8.70	19.43	29.75	-1.50	17.66	0.41
机动车辆和零部件店	137,490	20.10	17.79	-1.18	-1.01	31.93	42.56	3.03	19.66	-1.79
家具和家用品店	12,063	1.76	7.76	1.33	0.94	25.04	76.96	2.51	17.60	-4.00
电子和电器店	7,003	1.02	4.98	-2.79	-4.67	15.10	52.46	-4.35	19.13	-8.52
建筑材料、园林和物料店	45,992	6.72	14.50	3.54	-1.16	18.04	13.54	-0.72	32.81	3.28
食品和饮料店	76,155	11.13	7.86	7.48	8.88	-2.40	4.24	-7.56	10.01	-0.13
保健和个人护理店	32,359	4.73	8.51	0.55	1.25	4.00	12.07	-7.07	12.32	-3.80
加油站	64,409	9.41	37.43	39.86	37.17	37.39	55.41	0.97	29.79	0.10
服装及服装配饰店	25,694	3.76	27.37	8.19	11.16	52.69	205.06	13.23	24.57	0.57
运动、爱好、书及音乐商店	8,516	1.24	14.16	-6.04	-3.07	29.97	57.64	-1.76	22.65	-2.79
日用品商场	66,684	9.75	6.60	-1.90	3.72	3.64	10.94	-7.08	19.26	-1.17
杂货店	15,843	2.32	28.39	18.11	19.87	27.61	50.09	2.72	17.65	4.91
无店铺商贩	105,566	15.43	14.76	5.24	11.26	21.29	18.54	-5.83	8.68	4.59
食品服务和酒吧	86,421	12.63	35.55	22.35	20.74	30.86	66.51	4.19	16.37	2.10

资料来源: WIND、天风证券研究所

第二，制造业周期拐点可能临近。

主要在汽车生产的带动下，近两个月美国的工业总产值环比仍有扩张。目前美国汽车制造业表现出产量、销量与库存三低的局面，一方面明显严重受制于供应链约束，另一方面也与汽车高销售价格、高油价有关。

图 18: 工业总产值环比-1 (%)



图 19: 工业总产值环比-2 (%)



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_42251

