

美国经济走向及债券市场分析

1. 美国当前经济走向

1.1 实际 GDP



图 1 2017-2021 美国实际 GDP 增速

数据来源：Bloomberg

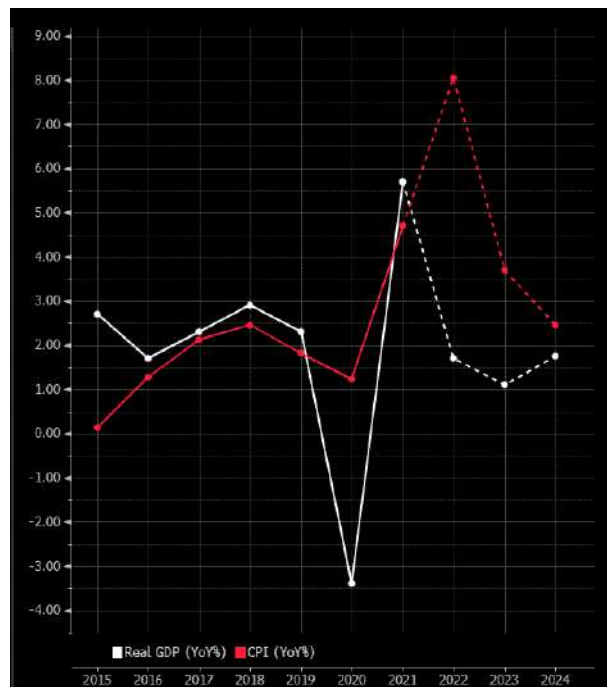


图 2 2015-2024 美国实际 GDP 及 CPI 增速（含预测）

数据来源：Bloomberg

考察近 5 年美国实际 GDP，可发现在疫情前美国实际 GDP 增速稳定在 2%附近。2020 年受新冠疫情影响，美国实际 GDP 锐减至-3%，这一衰退在 2021 年的经济复苏中得到了恢复，但伴随而来的是高企的通货膨胀问题。根据分析师预测，2022 年美国实际 GDP 增速将回落至 1.9%，大致与疫情前美国的经济增速保持一致。

1.2 消费者价格



图 3 2017-2022 美国 CPI 增速

数据来源：Bloomberg



图 4 2017-2022 美国核心 PCE 增速

数据来源：Bloomberg

Contributors to headline inflation

Contribution to y/y % change in CPI, non seasonally adjusted

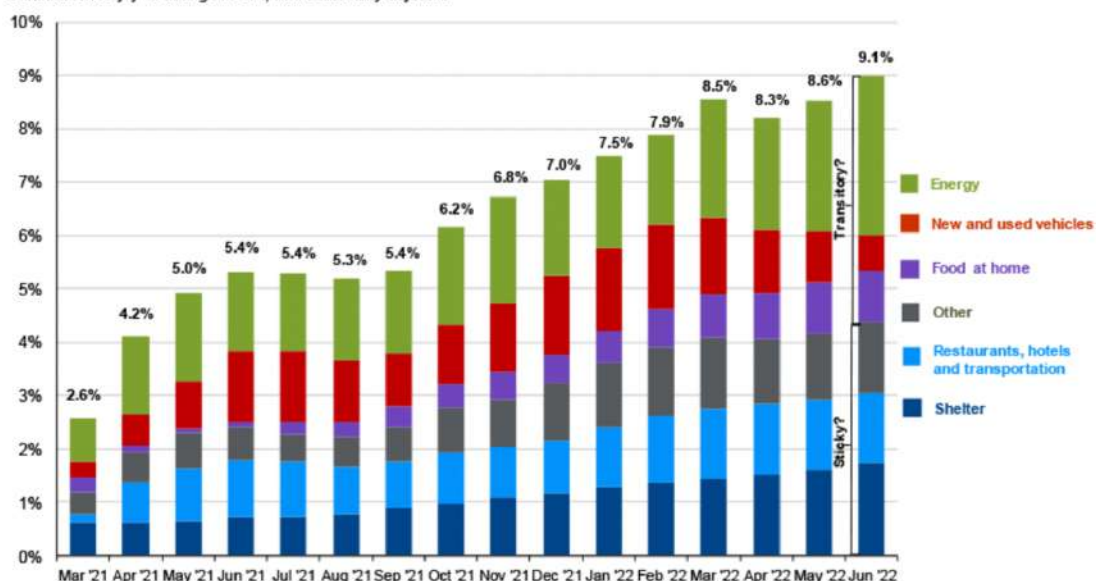


图 5 2021-2022 美国月度通货膨胀构成

数据来源：J.P. Morgan

CPI 指数和核心 PCE 指数都是衡量消费者价格和通货膨胀的重要指标，自 2021 年初以来，CPI 指标自 2% 攀升至 9.1%，反映出美国经济面临巨大的通货膨胀压力。根据 J.P. Morgan 的统计，2022 年 6 月美国 CPI 指数最大的来源是能源价格，食品价格的增长也十分显著。作为美联储决策重要参考的核心 PCE 指数也经历了相当高的增长，但当前 4.7% 增速已有所回落，反映出通胀压力可能已经见顶。但就整体而言，8.5% 的通胀率仍远高于美联储希望看到的水平，目前还没有显示出足以让美联储放弃收紧货币政策的下降趋势。根据分析师预测，2022 年美国 CPI 增速为 8.1%，之后将在未来两年回落至 3.7% 和 2.5%。

1.3 生产者价格



图 6 2017-2022 美国 PPI 增速

数据来源：Bloomberg

PPI 是反映某一时期生产领域价格变动情况的重要经济指标，衡量企业购买的一篮子物品和劳务的总费用。自 2021 年初开始，PPI 指标也呈现出明显的增长，反映美国生产领域的价格水平增长很快，对消费领域的价格压力也不断增大。值得注意的是，7 月 PPI 和 CPI 指标均有回落，可能标志着通胀压力已经见顶。

1.4 劳动力市场

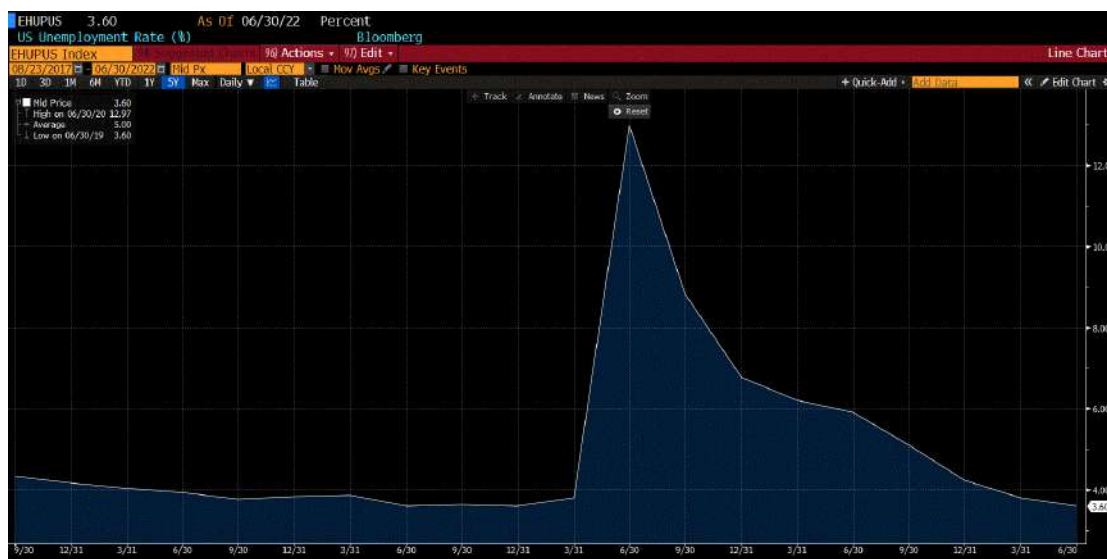


图 7 2017-2022 美国失业率

数据来源：Bloomberg

2020 年的新冠疫情使美国失业率飙升至 13%，但今年 7 月就业数据出现颠覆减速预期的强劲数字，失业率低至 3.6%，恢复了疫情前的就业水平。但值得注意的是美国 16 岁以上人口中，劳动人口的占比（劳动参与率）为 62.1%，下降 0.1 个百分点，而 7 月的非劳动人口增加 23 万 9000 人，可以看出退出劳动力市场的人员增加的情形。经过新冠疫情，美国劳动力市场的结构已明显改变，虽然计算上失业率出现下降，但就业形势未必正在改善。根据分析师预测，2022 年美国失业率将低至 3.6%，之后将在 2023 年和 2024 年增长至 4.0%和 4.1%。

1.5 商业景气状况

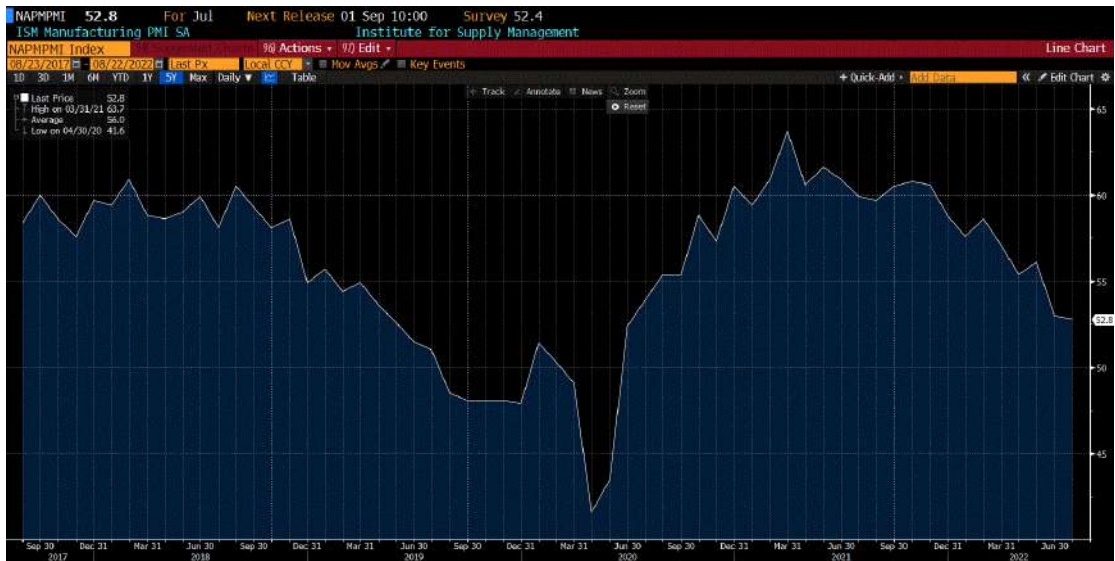


图 8 2017-2022 美国 ISM 制造业 PMI 指数

数据来源：Bloomberg

7 月美国制造业 PMI 为 52.8，比上月下降 0.2 个百分点。虽然降幅较小，但连续 2 个月下降。创出自 2020 年 6 月以来的低点。新增订单疲软，而且生产也在减速，拉低了指数。PMI 下降反映出制造业活动停滞的情形。整体来看，自 2020 年 6 月以来，美国制造业 PMI 指标均高于 50 的荣枯线，反映出近期美国的制造业虽然增速放缓，但仍在继续扩张。

1.6 货币供给



图 9 2017-2022 美国 M1 狭义货币供应量增速

数据来源：Bloomberg



图 10 2017-2022 美国 M2 广义货币供应量增速

数据来源：Bloomberg

从货币供应量变化来看，2020 年下半年至 2021 年上半年，美国货币增发明显，体现了宽货币、宽财政政策刺激总需求扩张的政策。自 2021 年 6 月以来，美国 M1 货币供应量增速已回落至疫情前水平，而 M2 货币供应量增速虽有缓慢下降，但仍高于疫情前的水平。当前美国通胀高企的根本原因在于美元的超发，预计近期 M2 货币供应量将逐渐回落至 5% 以下，而通胀压力的缓解需要至少半年的时间进行传导。

1.7 进出口贸易



图 11 2021 美国进出口贸易流向

数据来源：Bloomberg

2021 年美国的经常项目账户（出口减去进口）为逆差，前三大贸易伙伴为中国、墨西哥和加拿大。根据美国经济局的数据，2022 年美国第一季度经常项目赤字从上一季度的 2248

亿美元扩大到 2914 亿美元，创出 24 年来的新高。这反映出美国经济对进口的依赖，也隐含着美元贬值和美国经济增长失去动力的风险。根据分析师预测，2022 年美国陷入衰退的概率为 50%。

2. 美联储政策走向



图 12 2017-2022 美联储基准联邦基金利率

数据来源：Bloomberg

美国 7 月份消费者价格同比升幅为 8.5%，远高于美联储 2% 的目标，美联储今年的加息幅度为 20 世纪 80 年代以来最大。为对抗高企的通货膨胀，美联储自 3 月 15 日以来多次加息，基准联邦基金利率从 0.08% 升高至 2.33%。继 6 月份加息 75 个基点后，美联储官员在 7 月份会议上投票决定再次将基准利率提高 75 个基点。这是美联储自 1994 年以来最大的单次加息幅度。自 7 月份会议以来，一些官员已暗示会支持美联储在 9 月份会议上加息至少 50 个基点。美联储官员在 7 月份货币政策会议上一致认为，有必要继续加息到足够高的水平以遏制通胀，但暗示对未来的加息步伐更加谨慎。

据上个月美联储工作人员准备的经济预测，随着经济活动和招聘步伐在今年晚些时候进一步放缓，未来通胀率降幅将比 6 月时预测的要大一些。美联储上个月将基准联邦基金利率提高至 2.25%-2.5%，为 2019 年年中以来的最高水平。在 7 月份政策会议结束后的几个小时、甚至几天里，市场出现反弹，因为美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上暗示最终会减缓加息步伐。

会议纪要显示，尽管官员们就可能放慢加息步伐进行了讨论，但一些官员对短期内降息的可能性表示了反对。一些官员认为，一旦联邦基金利率达到有足够限制性的水平，可能合适的做法是在一段时间内维持这一水平，以确保通胀率已牢牢地处于向 2% 回落的路径上。在近期公布的数据显示美国就业市场表现强劲之后，最新公布的数据显示美国 7 月通胀小幅降温，这加大了美联储 9 月决定加息幅度的难度。美联储主席鲍威尔强调，美联储的目标是降低美国的高通胀，即使这意味着经济出现衰退。

3. 美债市场分析及投资建议

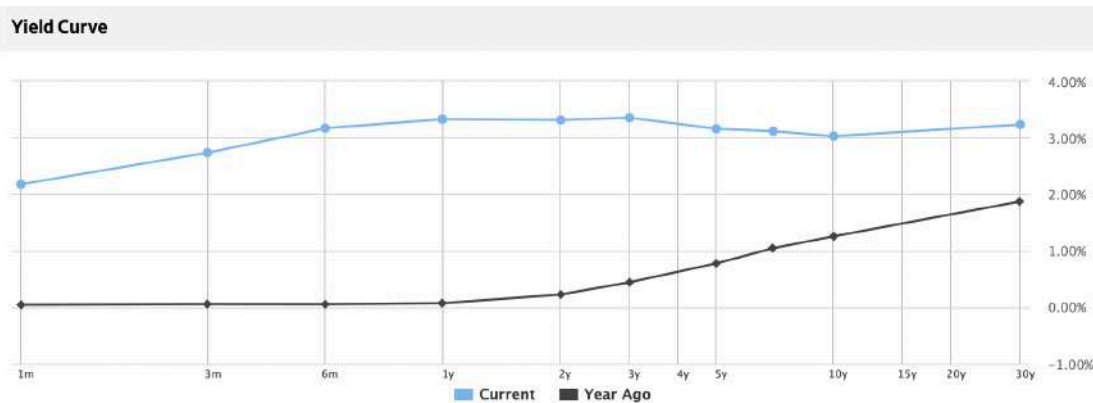


图 13 8 月 23 日美国国债收益率曲线

数据来源：华尔街日报

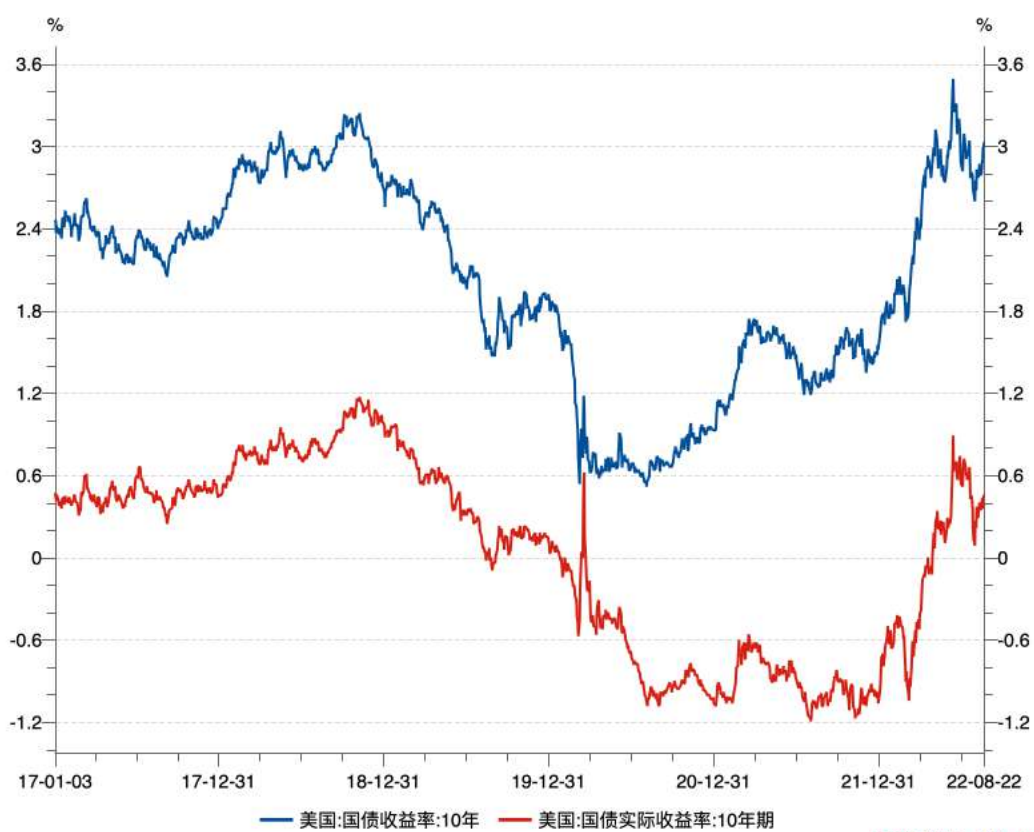


图 14 2017-2022 美国 10 年期国债收益率曲线

数据来源：Wind

																	2007-2021		2007-2021	
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD	Ann.	Vol.			
EMD LCL	Treas.	High Yield	EMD LCL	TIPS	EMD USD	High Yield	Muni	Muni	High Yield	EMD LCL	ABS	EMD USD	TIPS	TIPS	ABS	High Yield	EMD LCL			
18.1%	13.7%	-38.2%	15.7%	13.6%	17.4%	7.4%	9.1%	3.3%	17.1%	15.2%	2.7%	15.0%	11.0%	6.0%	-2.6%	7.4%	11.6%			
TIPS	MBS	EMD USD	High Yield	Muni	EMD LCL	ABS	Corp.	MBS	EMD USD	EMD USD	Muni	Corp.	Corp.	High Yield	TIPS	EMD USD	High Yield			
11.6%	8.3%	29.8%	15.1%	10.7%	16.8%	-0.3%	7.3%	1.5%	10.2%	10.3%	1.3%	14.5%	9.9%	5.3%	-5.0%	6.1%	11.2%			
Treas.	Bbg. Agg.	ABS	EMD USD	Treas.	High Yield	MBS	EMD USD	EMD USD	EMD LCL	High Yield	MBS	High Yield	Treas.	Muni	MBS	Asset Alloc.	EMD USD			
9.0%	5.2%	24.7%	12.2%	9.8%	15.8%	-1.4%	7.4%	1.2%	9.8%	7.5%	1.0%	14.3%	8.0%	1.5%	-5.8%	5.5%	8.7%			
Bbg. Agg.	Asset Alloc.	EMD LCL	Corp.	Corp.	Corp.	Corp.	MBS	Treas.	Corp.	Corp.	Treas.	EMD LCL	Bbg. Agg.	ABS	Muni	Corp.	Corp.			
7.0%	4.9%	22.8%	9.8%	7.1%	9.8%	-1.5%	6.1%	0.8%	6.1%	6.4%	0.9%	13.5%	7.5%	1.1%	-6.6%	5.5%	6.1%			
MBS	TIPS	Corp.	Asset Alloc.	Bbg. Agg.	Asset Alloc.	Asset Alloc.	Bbg. Agg.	Bbg. Agg.	Asset Alloc.	Muni	Bbg. Agg.	Asset Alloc.	High Yield	Asset Alloc.	Treas.	Muni	Treas.			
6.3%	-2.4%	18.7%	7.6%	7.8%	7.6%	-1.8%	6.0%	0.5%	7.8%	5.4%	0.0%	9.8%	7.1%	-0.2%	-7.7%	4.3%	5.0%			
Asset Alloc.	Muni	Asset Alloc.	Bbg. Agg.	Asset Alloc.	TIPS	Bbg. Agg.	Asset Alloc.	ABS	TIPS	Asset Alloc.	Asset Alloc.	Bbg. Agg.	Asset Alloc.	Corp.	Bbg. Agg.	TIPS	TIPS			
6.2%	-2.5%	16.5%	6.5%	7.7%	7.0%	-2.0%	5.4%	0.2%	4.7%	5.3%	-0.6%	8.7%	6.6%	-0.9%	-8.2%	4.2%	4.8%			
EMD USD	Corp.	Muni	TIPS	EMD USD	Muni	Muni	Treas.	Asset Alloc.	Bbg. Agg.	Bbg. Agg.	TIPS	TIPS	EMD USD	MBS	Asset Alloc.	Bbg. Agg.	ABS			
5.2%	-1.9%	12.9%	7.3%	6.8%	2.6%	5.1%	5.1%	-0.4%	2.6%	3.5%	-1.3%	8.4%	5.3%	-1.8%	8.4%	3.9%	4.2%			
Corp.	EMD LCL	TIPS	Treas.	MBS	Bbg. Agg.	Treas.	TIPS	Corp.	ABS	TIPS	High Yield	Muni	Muni	Bbg. Agg.	High Yield	MBS	Asset Alloc.			
4.8%	-5.2%	11.4%	5.9%	6.2%	4.2%	-2.7%	3.6%	0.7%	2.8%	3.0%	-2.1%	7.5%	5.2%	-1.5%	-9.1%	3.5%	3.8%			
Muni	EMD USD	Bbg. Agg.	ABS	ABS	ABS	EMD USD	High Yield	TIPS	MBS	ABS	Corp.	Treas.	MBS	EMD USD	Corp.	Treas.	Muni			
3.4%	-12.0%	5.9%	5.9%	5.1%	3.7%	-5.3%	2.9%	-1.4%	1.7%	3.0%	-2.5%	6.9%	3.9%	-1.8%	-11.6%	3.3%	3.7%			
ABS	ABS	MBS	High Yield	MBS	TIPS	ABS	High Yield	Treas.	MBS	EMD USD	MBS	ABS	Treas.	EMD LCL	ABS	Bbg. Agg.	Bbg. Agg.			
2.2%	-12.7%	5.9%	5.4%	3.0%	2.6%	-8.6%	1.9%	-4.3%	1.0%	2.5%	-4.3%	6.4%	3.4%	-14.3%	-14.3%	2.9%	3.3%			
High Yield	High Yield	Treas.	Muni	EMD LCL	Treas.	EMD LCL	EMD LCL	EMD LCL	Muni	Treas.	EMD LCL	ABS	EMD LCL	EMD LCL	EMD USD	EMD LCL	MBS			
1.9%	-26.2%	-3.6%	2.4%	-1.8%	2.9%	-9.0%	-5.7%	-14.9%	0.2%	2.3%	-6.2%	3.8%	2.7%	-8.7%	-18.0%	2.5%	2.5%			

图 15 2007-2022 美国债券市场投资产品回报率
数据来源：J.P. Morgan

当前美国的国债收益率曲线呈现倒挂态势，两年期国债收益率相较于十年期国债收益率高出了 0.2872%，债券市场发出了衰退可能即将来临的信号，在过去几十年里，持续的收益率曲线倒挂会在随后的 12 至 18 个月里引发经济衰退。今年美国国债收益率曲线第一次倒挂出现在 4 月 1 日，而最近的一次倒挂出现在 7 月劳动市场数据公布后，市场认为美联储将在 9 月会议中继续加息 75 个基点。

整体来看，美国国债收益率曲线相较于去年上移明显，10 年期美债收益率自 2018 年以来首次触及 3%。10 年期美国国债收益率是从房贷到学生贷款等各种借贷成本的参考指标，该国债作为中长期国债流动性最好的品种，既能衡量长期利率的变化又能不容易受到短期市场波动的影响，常常用来预期经济前景。该收益率上次收在 3% 上方是在 2018 年 11 月，去年底的水平仅为 1.496%。国债收益率的上升意味着债券价格下跌，而债券价格的下跌是因为债券被抛售，这背后有三个原因：国债过量发行、通货膨胀加剧和货币政策收紧。

第一，美国为缓解疫情带来的经济衰退，在 2020 年实施了无限量化宽松，国债规模也随之膨胀到 30 万亿美元，然而外国政府、央行以及其它投资者对美债的需求却在不断下降，使得美债价格下跌，美债收益率上升。

第二，债券固定收益的属性注定其与通货膨胀的此消彼长，美国今年严重的通货膨胀不断侵蚀固定收益证券的收益价值，债券的贬值引发投资者的大量抛售，从而推高了收益率。

第三，债券市场对央行货币政策的预期，将影响债券价格。当预期央行将收紧货币政策，在未来上调利率时，投资者会追逐未来利息较高的债券，从而抛售手中低利率的债券，导致债券价格下降，债券收益率上升。

美国 10 年期国债收益率的持续走高，反映了美债市场对美国长期利率保持上行的预期，也体现了紧缩性货币政策的影响。其次，美国 10 年期国债收益率被认定为市场的“无风险收益率”，根据 CAPM 模型，是各类资产收益率的下限，美债 10 年期收益率的上升意味着借贷成本上升，在一定程度上将增加企业的负担，对美国经济构成压力。

投资建议：

J.P. Morgan 在 7 月 31 日发布了最新的 Guide to the Markets，其中统计了近 15 年美债市场大盘及各投资产品的收益率，综合考虑近期美国通胀压力，可以着重考虑以下表现较好的债市投资产品。

1. 通胀保值债券 (TIPS)

TIPS 债券是由美国财政部发行的与消费者物价指数挂钩的债券，最早于 1997 年发行。该债券是一种每半年付息一次的固定收益类产品，其票面利率在发行时就固定，但本金会按美国劳工部发布的消费者物价指数 (CPI) 进行调整，以此达到抵御通胀上行风险的目的。当前美国经济面临巨大的通货膨胀压力，TIPS 债券可以有效抵抗通胀对债券收益的影响，值得投资者关注。

2. 高收益债券 (High-Yield Bond)

高收益债券是信用评级甚低的债券。垃圾债券是由不如商业信用能力的中小企业、新兴企业、有呆账纪录的公司所发行，商业风险高，而需要透过提高债券利息来吸引投资者。最近几年，高收益债券受到不少投资者的青睐。单纯就收益率来看，高收益债券是美债市场收益率最高的投资品，也可以满足偏好高风险高收益的投资者的需求。然而，我们还是要注意到高收益债券隐含的巨大违约风险，购买了垃圾债券以后，投资者承担了类似于股票的风险，但是其回报却未必比股票更好。高收益债券是一类需要投资者谨慎甄别的投资产品。

3. 市政债券 (Municipal Bond)

市政债券是美国的州、市或县为资助其资本支出而发行的债务证券，包括修建高速公路、桥梁或学校。它们可以被视为投资者向地方政府提供的贷款。市政债券通常对居民免征联邦税、大多数州和地方税，这使得它们对所得税等级较高的人特别有吸引力。2021 年的经济复苏让投资者对垃圾债券和未评级证券有了信心，使得利差压缩，持有这些债券的成本下降，所以美国违约风险最高的州和地方政府债券去年的回报率接近 8%，几乎超过了所有其他固定收益资产类别。

4. 资产抵押债券 (ABS Bond)

资产抵押债券，也叫资产担保证券或资产支撑证券，是以资产的组合作为抵押担保而发行的债券。资产抵押债券通常是由银行、信用卡公司或者其他信用提供者的贷款协议或者应收帐款作为担保基础发行的债券或票据。将资产集中到资产抵押债券是一个称为证券化的过程，资产抵押债券通常吸引收入导向型的投资者，因为它像债券一样支付稳定的现金流。资产抵押债券具有事件风险小的特点，由于资产支持型证券得到标的资产的保证，从而提供了针对事件风险而引起的评级下降的保护措施，与公司债券相比，这点更显而易见。

5. 新兴市场美元债 (EMD USD)

新兴市场债券主要由政府、主权机构或公司发行。通过投资新兴市场，投资者可以受益于这些国家/地区超凡的增长速度、蓬勃发展的国内消费市场和有利的人口结构特征。由于新兴国家/地区债券的风险较高，因此通常也能带来更高的回报。以美元计价的新兴市场债券在货币紧缩和美元走强的情况下表现强劲，3 月新兴市场国家主权债相较于美国国债的收益率已超过 500 个基点，超过了 10 多年来仅两次突破的阈值。此外，历史表明，一旦美联储开始加息，新兴市场美元债往往会反弹，这也能较好满足投资者当下的投资需求。