

宏观专题

三大视角看美国经济衰退风险

近期，10Y-2Y 美债利差出现倒挂，引发市场对美国经济衰退的担忧有所加剧。本文从期限利差、债务风险、经济动能三大视角，结合历史经验和当前情况，对美国经济衰退风险进行详细分析，并进一步分析经济衰退对美联储加息和大类资产的影响。

核心结论：从期限利差、债务风险、经济动能三大视角来看，美国经济最早可能在 2023 年底或 2024 年初发生衰退。若美联储按当前预期加息，可能明年初停止加息。

一、期限利差视角

1. 期限利差预测经济衰退的原理：美债期限利差之所以能预测经济衰退，可以从两个维度来理解：其一，短债收益率基本只受货币政策影响，长债收益率受货币政策和经济预期共同影响，因此期限利差相当于剔除了货币政策，只反映了经济预期。其二，长债收益率可以视作短债收益率与一系列远期利率的合成值，而期限利差出现倒挂，意味着市场预期未来将会降息，即经济可能发生衰退。

2. 不同期限利差与经济衰退的领先关系：常用的期限利差主要有 10Y-3M、10Y-1Y、10Y-2Y 三种，历史经验表明，10Y-2Y 倒挂往往能更早预测衰退。我们梳理美国 1980 年以来的 6 次衰退发现，10Y-2Y 利差倒挂通常领先经济衰退 1-3 年，平均 19 个月。

3. 当前期限利差所反映的经济衰退信号：美债 10Y-2Y 利差 4 月初短暂倒挂后回正，目前仅为 30bp 左右；10Y-1Y 利差已收窄至不足 100bp，10Y-3M 利差目前仍在走阔。若美联储按照目前市场预期的节奏进行加息，下半年三大利差均可能发生倒挂，参照历史规律，美国经济最早可能在 2023 年底发生衰退，2024 年衰退风险将会更高。

二、债务风险视角

1. 美国居民债务状况：从资产负债率、债务收入比、偿债比率、贷款违约率等指标看，当前美国居民债务压力较轻，甚至低于疫情之前，这主要得益于财政补贴、就业向好、资产增值等因素。这意味着，居民债务至少不会成为美国经济衰退的触发因素，并且即使美国经济发生衰退，也不会像 2008 年次贷危机一样严重。

2. 美国企业债务状况：疫情爆发后，美国政府推出大规模援助贷款，抑制了企业债务危机的爆发。但政府救助本质上是债务展期，并未从根本上缓解企业债务压力。目前美国非金融企业存量债务、资产负债率均明显高于疫情前，但债务收入比低于疫情前，反映出存量债务压力仍大，但由于盈利强劲，短期内违约风险较低。

3. 后续债务压力展望：美国居民和企业负债中，三分之二以上是长期债务。加息主要影响短期债务，长期债务更多受长端利率的影响。往后看，由于经济放缓、通胀回落，长端美债收益率大概率重新下行，居民房贷利率也将随之下行，因此居民债务压力整体不会明显加剧。但经济放缓和流动性收紧会导致信用利差走阔，从而企业债收益率更有可能上行，再叠加盈利增长趋于放缓，企业债务压力将持续加剧。

三、经济动能视角

1. 美国私人消费景气分析：消费能力方面，在财政补贴停止、基本充分就业的背景下，居民收入难以维持高增长；消费意愿方面，伴随居民收入预期下降和美联储加息，消费意愿大概率回落。整体看，美国消费景气已过了最强的阶段，未来趋于走弱。

2. 美国私人投资景气分析：投资能力方面，由于债务压力仍大，企业扩大资本开支的能力有限；投资意愿方面，目前新订单增速仍在抬升，但企业盈利预期已开始下降。整体看，美国私人投资景气短期仍将保持高位，但中长期趋于走弱。

3. 经济景气指标历史规律：通过对比过去 6 轮衰退前的表现，并按当前情况进行线性外推，制造业 PMI 预示衰退还有 25 个月，服务业 PMI 预示衰退还有 21 个月，综合领先指标 CLI 预示衰退还有 16 个月，整体与期限利差反映的信号十分接近。

四、美国经济衰退的影响

1. 对美联储加息的影响：结合考虑各种因素，若美联储按照目前市场预期的节奏加息，即年内加息超过 200bp，则可能在 2023 年初停止加息。但我们更倾向于认为，随着美国经济放缓和通胀回落，后续加息节奏可能放缓，停止加息时间也会相应延后。

2. 对大类资产的影响：历史经验显示，美股大多在衰退前 1-3 个月开始下跌，衰退后会继续下跌 1-3 个月，再之后的表现取决于衰退的严重程度。美债收益率在衰退前表现不一，衰退后 1-2 个月由于流动性紧张而快速走高，随后由于货币宽松重新回落，中长期走势取决于衰退的严重程度。美元指数在衰退后 4-6 个月大多下跌，6 个月后大多上涨。黄金价格在衰退后大多短期上涨、中长期下跌，时间规律不明显。

风险提示：地缘冲突超预期，美联储货币政策超预期，美国财政政策超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 《美国通胀大概率已触顶，美联储最鹰时刻可能已过》2022-4-13
- 《美联储加息：历史对比、未来推演、市场影响》2022-3-17
- 《美联储 3 月会议前瞻与中长期展望——兼评 2 月非农》2022-3-6
- 《2021 年美国强劲收官，2022 年怎么看？》2022-1-28
- 《反转之年——2022 年海外宏观展望》2020-11-12

内容目录

一、期限利差视角	4
1.期限利差预测经济衰退的原理	4
2.不同期限利差与经济衰退的领先关系	5
3.当前期限利差所反映的经济衰退信号	6
二、债务风险视角	6
1.美国居民债务状况	6
2.美国企业债务状况	8
3.后续债务压力展望	9
三、经济动能视角	10
1.美国私人消费景气分析	10
2.美国私人投资景气分析	12
3.经济景气指标历史规律	14
四、美国经济衰退的影响	15
1.对美联储加息的影响	15
2.对大类资产的影响	17
风险提示	19

图表目录

图表 1: 短债收益率与政策利率挂钩, 长债收益率受经济表现影响更大	4
图表 2: 美债期限利差走势领先 ISM 制造业 PMI	4
图表 3: 较长期限的债券收益率对政策利率预期反映更充分	5
图表 4: 10Y-2Y 利差往往领先于 10-3M 利差开始收窄乃至倒挂	5
图表 5: 美债不同期限利差与经济衰退的领先关系对比	5
图表 6: 当前美国 10Y-2Y 利差短暂倒挂后回正	6
图表 7: 若美联储持续加息, 下半年 3M 和 1Y 美债利率将升至 2% 以上	6
图表 8: 当前美国居民资产负债率处在历史低位	7
图表 9: 当前美国居民债务收入比低于疫情前	7
图表 10: 当前美国居民偿债比率处在历史低位	7
图表 11: 当前美国居民贷款违约率持续下降至历史低位	7
图表 12: 当前美国工商业贷款存量明显高于疫情前	8
图表 13: 本轮危机中美国工商业贷款坏账率并未明显抬升	8
图表 14: 本轮危机中美国企业债违约规模较低	8
图表 15: 本轮危机中美国企业破产数量较少	8
图表 16: 美国非金融企业资产负债率仍处在高位	9
图表 17: 美国非金融企业偿债比率仍略高于疫情前	9
图表 18: 美国非金融企业负债以债券为主	9
图表 19: 美国家庭负债中以房地产贷款为主	9
图表 20: 短期负债成本跟随政策利率变化	10
图表 21: 长期负债成本跟随长端债券收益率变化	10
图表 22: 美国企业债信用利差与 PMI 高度负相关	10
图表 23: 经济放缓叠加流动性收紧, 企业融资成本将持续抬升	10
图表 24: 美国私人消费增速表现	11

图表 25: 美国个人实际可支配收入与消费意愿表现.....	11
图表 26: 美国就业市场改善空间已不大, 意味着薪资增长难继续抬升.....	11
图表 27: 消费者对未来收入的预期下降, 将带动消费意愿走弱.....	11
图表 28: 美联储开始加息后, 美国消费增速通常趋于回落.....	12
图表 29: 美国私人投资中, 非住宅投资占比接近 80%.....	12
图表 30: 美国私人投资的核心驱动项是非住宅投资.....	12
图表 31: 美国企业负债水平与投资增速负相关.....	13
图表 32: 美国企业盈利增速与投资增速正相关.....	13
图表 33: 当前美国制造业新订单增速仍在上升.....	13
图表 34: 美国企业对未来销售的预期已开始回落.....	13
图表 35: 美国住宅销售增速领先住宅投资增速半年左右.....	14
图表 36: 美国房贷利率与住宅销售增速高度负相关.....	14
图表 37: 美国经济景气指标与经济衰退的历史规律 (PMI 单位为%).....	14
图表 38: 美国经济景气指标与经济衰退的历史表现.....	15
图表 39: 历史上美联储停止加息与经济衰退的领先关系.....	15
图表 40: 当美国制造业 PMI 跌破 55% 时, 美联储往往会停止加息甚至开始降息.....	16
图表 41: 本轮加息前美债期限利差水平与 1999 年加息前十分接近 (单位%).....	16
图表 42: 美国历次经济衰退的严重程度对比 (除月数外, 数字单位为%).....	17
图表 43: 历次美国经济衰退时期, 标普 500 指数表现.....	17
图表 44: 历次美国经济衰退时期, 纳斯达克/标普 500 相对表现.....	17
图表 45: 历次美国经济衰退时期, 10Y 美债收益率表现.....	18
图表 46: 美国经济衰退爆发后, 短期内流动性往往快速收紧.....	18
图表 47: 历次美国经济衰退时期, 美元指数表现.....	18
图表 48: 历次美国经济衰退时期, 现货黄金价格表现.....	18

近期，伴随美联储加息预期升温和俄乌冲突对全球经济造成冲击，10Y-2Y 美债利差出现倒挂，市场对美国经济衰退的担忧有所加剧。本文从期限利差、债务风险、经济动能这三大视角，结合历史经验和当前情况，对美国经济衰退风险进行详细分析，并进一步分析经济衰退对美联储加息和大类资产的影响。

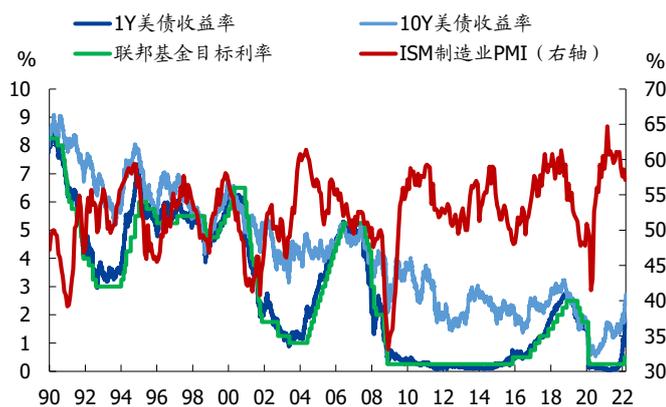
一、期限利差视角

1. 期限利差预测经济衰退的原理

美债期限利差可以反映市场对美国经济前景的预期状况，期限利差倒挂往往预示着经济衰退，这一现象可以从两个维度来理解：

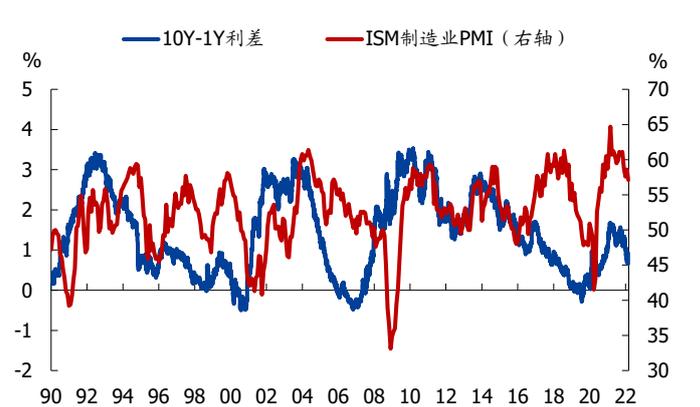
1) 短端国债利率基本和政策利率完全挂钩，而长端国债利率除受货币政策影响外，还会受经济预期影响。即可以近似视作：短端利率=货币政策利率，长端利率=货币政策利率+经济预期。因此长短端国债利差，就剔除了货币政策的影响，只反映了经济预期。从数据上看，美债期限利差走势领先美国制造业 PMI，也反映了这一点。

图表 1: 短债收益率与政策利率挂钩，长债收益率受经济表现影响更大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美债期限利差走势领先 ISM 制造业 PMI



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 长端国债利率可以视作短端利率与一系列远期利率的合成值，以 10 年期国债收益率为例，其用公式表示如下：

$$(1 + R_{10})^{10} = (1 + R_1) * (1 + R_{1,2}) * ... * (1 + R_{9,10})$$

上式中， R_{10} 代表 10Y 美债收益率， R_1 代表 1Y 美债收益率， $R_{1,2}$ 代表从第一年末到第二年末的 1Y 远期利率，后续以此类推。

根据这一公式，当期限利差发生倒挂时，意味着远期利率将低于即期利率，反映出市场预期未来将会降息，即经济可能发生衰退。

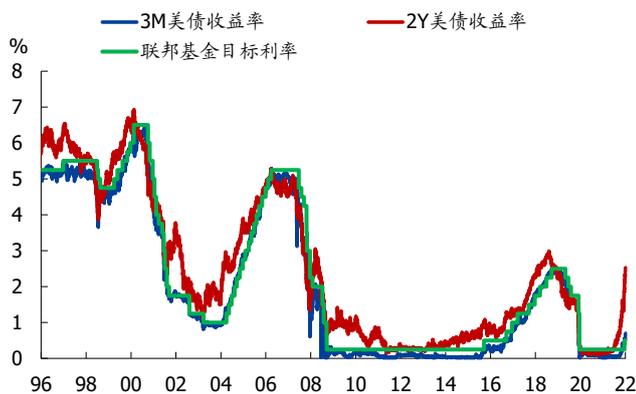
但需注意的是，如我们在前期报告《8 图看清 10Y-2Y 美债收益率倒挂的表与里》中指出的那样，期限利差本质是市场预期的结果，而非经济衰退的原因。

2.不同期限利差与经济衰退的领先关系

在预测经济衰退风险时，最常使用的期限利差主要有三个，分别是 10Y-3M、10Y-1Y、10Y-2Y，三者的差异在于减去的期限不同。根据前文的远期利率公式，期限越长的债券隐含越久的政策利率预期，可以近似理解为：3M 债券只隐含了 3 个月以内的政策利率变化，1Y 和 2Y 则分别隐含了近 1 年和近 2 年。

从数据上看，当美联储开始加息前，2Y 美债收益率往往领先于 3M 开始上行，并且上行幅度通常更大。因此，10Y-2Y 利差往往领先于 10Y-3M 利差开始收窄乃至倒挂。特别是在加息开始之初时，若市场对未来持续快速加息的预期较强，10Y-2Y 利差往往快速收窄，但 10Y-3M 利差反而维持高位或继续走阔，二者的背离正是由于短端利率所反映的时间跨度不同，而这也是当前正面临的状况。

图表 3: 较长期限的债券收益率对政策利率预期反映更充分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 10Y-2Y 利差往往领先于 10Y-3M 利差开始收窄乃至倒挂



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

根据美国国家经济研究局 (NBER) 的划分，1980 年以来的美国共发生了 6 次经济衰退，回溯历史可以发现，期限利差倒挂通常领先经济衰退 1-3 年，平均领先 19 个月。同时，10Y-2Y 利差领先时间最长，10Y-1Y 次之，10Y-3M 领先时间最短。唯一的例外是在 2019 年，当时 10Y-3M 和 10Y-1Y 利差倒挂领先衰退 12 个月，但 10Y-2Y 利差倒挂仅领先 6 个月，主要原因是在中美贸易摩擦加剧的背景下，美联储在 2019 年 8 月开始降息，市场预期未来还会持续降息，因此 2Y 美债收益率下行幅度明显超出 3M 和 1Y 美债，导致 10Y-2Y 利差较晚出现倒挂。此外，历史上从未出现过 10Y-2Y 倒挂，但 10Y-3M 和 10Y-1Y 始终未倒挂或经济未发生衰退的情况。由此可见，10Y-2Y 利差倒挂往往具有更强的指示意义，更应重点关注。

图表 5: 美债不同期限利差与经济衰退的领先关系对比

历次衰退	10Y-3M 利差		10Y-1Y 利差		10Y-2Y 利差	
	首次倒挂时间	领先衰退月数	首次倒挂时间	领先衰退月数	首次倒挂时间	领先衰退月数
2020-03	2019-03-22	12	2019-03-22	12	2019-08-26	6
2008-01	2006-01-17	24	2005-12-27	25	2005-12-27	25
2001-04	1998-09-10	31	1998-09-21	31	1998-05-26	35
1990-08	1989-03-27	16	1989-01-25	18	1988-12-13	20
1981-08	1980-10-27	9	1980-09-15	11	1980-09-12	11
1980-02	1978-11-01	15	1978-08-18	18	1978-08-18	18
	平均	18	平均	19	平均	19

资料来源: Bloomberg, NBER, 国盛证券研究所

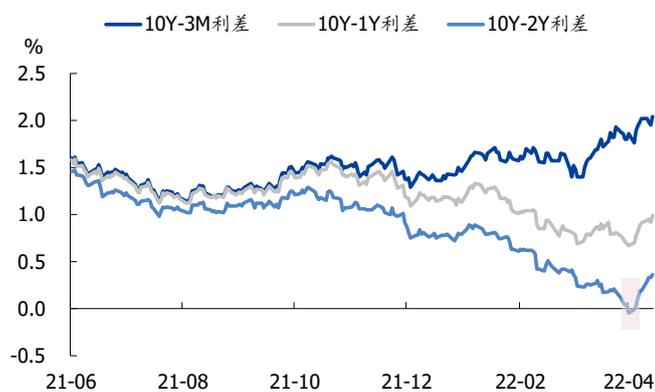
3.当前期限利差所反映的经济衰退信号

自去年底以来，随着美联储加息预期持续升温，美债 10Y-2Y、10Y-1Y 利差均持续收窄。4月1日至4月4日，10Y-2Y 美债利差在 4/1-4/4 出现连续 4 天的倒挂，随后回正，但目前仅 30bp 左右；10Y-1Y 利差已收窄至不足 100bp，10Y-3M 利差目前仍在走阔。

往后看，一方面，前期报告中我们曾多次指出，5 月之后伴随美国通胀回落、经济放缓，10Y 美债收益率大概率重新下行，预计将从目前的 2.8% 左右回落至年底的 2% 或更低；另一方面，目前利率期货隐含的全年加息次数已接近 10 次（每次 25bp），即年底时联邦基金利率将达到 2.25% 左右，从而 3M 和 1Y 美债收益率也将升至这一水平附近。因此，若美联储按照目前市场预期的节奏加息，则下半年 10Y-3M、10Y-1Y 美债利差也大概率双双倒挂，10Y-2Y 利差可能进入持续倒挂区间。

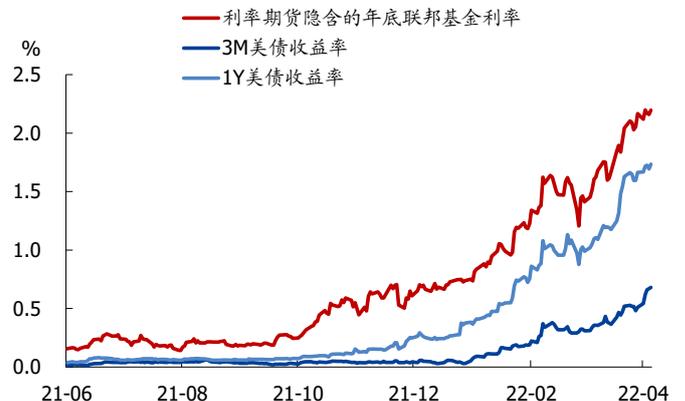
基于历史上期限利差倒挂与经济衰退的领先规律，美国经济最快将在 2023 年底陷入衰退，2024 年衰退概率则将明显提升。此外需注意的是，经济衰退是特指非常严重的经济放缓，根据期限利差所反映的情况，即便不发生严格意义上的衰退，美国经济放缓程度也将十分显著。

图表 6: 当前美国 10Y-2Y 利差短暂倒挂后回正



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 若美联储持续加息, 下半年 3M 和 1Y 美债利率将升至 2% 以上



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、债务风险视角

1.美国居民债务状况

在前期报告《2020 年美国展望: 日薄西山》中我们曾经指出，美国历次经济危机的本质都是债务危机。具体来看，当经济向好时，居民和企业会持续加杠杆，导致债务压力持续加剧；当债务压力高到一定程度时，叠加流动性收紧，往往爆发大规模债务违约，进而使经济陷入衰退。其中，企业债务往往是主导性因素，居民债务更多决定了经济衰退的严重程度。因此，要判断经济是否有衰退风险，核心是看居民和企业债务压力状况。若居民和企业债务压力均处在高位，则货币政策收紧过快容易导致严重衰退，例如 2008 年金融危机；若居民和企业债务压力均处在低位，则发生衰退的概率较低；若企业债务压力高企、但居民债务压力较轻，则经济更有可能发生不太严重的衰退，例如 2001 年互联网泡沫危机。

截至 2021 年底，从资产负债率、债务收入比、偿债比率来看，当前美国居民部门债务压力整体较轻，甚至低于疫情之前。与之相对地，居民贷款违约率持续下降至历史低位。这背后的原因主要有三点：

- 1) 疫情后美国政府实施了大规模财政刺激，其中包括大额的失业补贴和现金发放，导致居民收入相较疫情前不降反升；
- 2) 美联储史无前例的货币宽松，带动美股和房价大幅上涨，居民财富增值显著，同时也带动贷款利率大幅下行，房贷等浮息债务的付息成本减轻；
- 3) 劳动力短缺和通胀上升，导致就业者工资增速维持高位，而存量债务不会因通胀上升而增加，从而还款压力进一步减轻。

整体来看，当前美国居民债务压力较轻，伴随就业向好和资产增值，后续有望维持良性状态。这意味着居民债务至少不会成为美国经济衰退的触发因素，并且即使美国经济发生衰退，也不会像 2008 年金融危机一样严重。

图表 8: 当前美国居民资产负债率处在历史低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 当前美国居民债务收入比低于疫情前



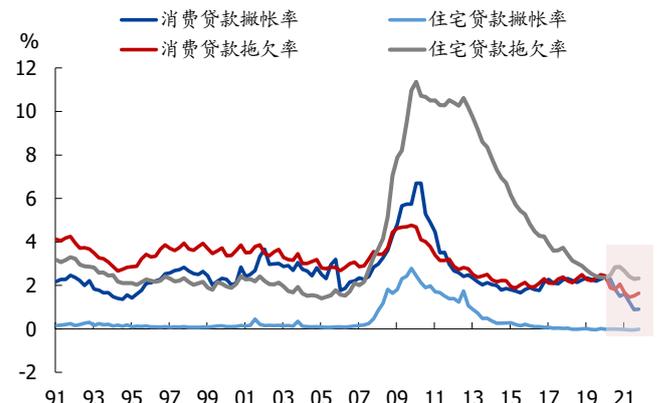
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 当前美国居民偿债比率处在历史低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 当前美国居民贷款违约率持续下降至历史低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 美国企业债务状况

疫情爆发后,美国政府对受影响企业推出了大规模援助贷款计划,其中大部分无需偿还,导致美国企业贷款规模先是快速跳升,随后快速回落。在援助贷款的支撑下,美国企业贷款坏账率、企业债违约规模并未出现大幅攀升,规模以上企业破产数量仅在疫情爆发之初有过短暂抬升,随后便快速回落至低位。整体来看,美国政府的救助措施完全抑制住了企业债务危机的爆发,这与历史上的经济危机时期截然不同,因此本轮经济复苏也不是内生性的复苏。

图表 12: 当前美国工商业贷款存量明显高于疫情前



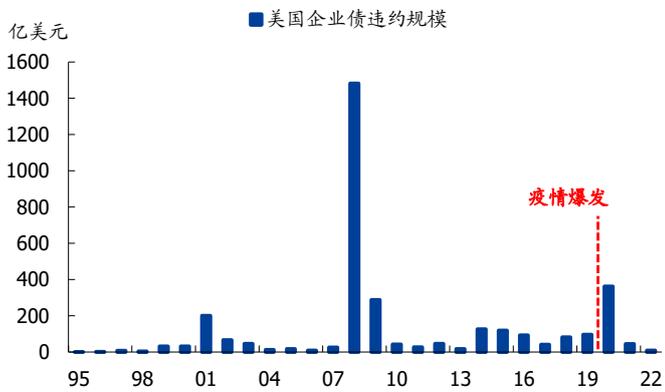
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 本轮危机中美国工商业贷款坏账率并未明显抬升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 本轮危机中美国企业债违约规模较低



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 15: 本轮危机中美国企业破产数量较少



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

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_40634

