

宏观点评 20220623

大类资产是如何为历次美国衰退定价的？

2022年06月23日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001
lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023
shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024
duanm@dwzq.com.cn

- 美国通胀“高烧不退”、美联储加息步伐再次加速后，美国经济衰退的风险显著增大，衰退时点或在半年到一年间到来（图1）。从经济周期的角度来讲，衰退无疑是宏观经济的一大拐点，也是影响资产配置的重要时点。对市场的影响有两方面：一是衰退前，各类资产往往能在不同时段捕捉衰退信号，提前对衰退进行“定价”；二是衰退拐点到来后，部分资产又会提前捕捉复苏的信号，率先于经济反弹。本文梳理了二战以来，大类资产在美国经济衰退前后的表现，对上述两个问题进行了解答。
- 哪类资产对于美国经济衰退的预判最具领先性？根据领先时间的排序，美债>美股>信用利差>美元>原油>铜（图2）。10Y-2Y美债利差倒挂指标以平均领先经济衰退13.6个月的成绩排名第一。
- 哪些资产价格在衰退到来后率先反弹？根据反弹时间的先后，美股>信用利差>铜>美债（美债为转跌，信用利差为收窄），而原油的反弹滞后于经济复苏。从衰退期间回报率来看，10Y美国国债>黄金>垃圾债>原油>铜>美股。

■ 接下来我们具体从各资产类别进行分析：

- 美债：对于美国经济衰退的领先性为10-18个月（指标为10Y-2Y美债收益率曲线首次倒挂时点），而美债的防御属性在经济衰退中尽显，自1990年以来的四轮美国经济衰退下，10Y美债的平均回报率为7.9%（表1）。从衰退前后的表现来看，自1969年以来的8轮美国经济衰退下，平均来说，10Y美债收益率在衰退期间下行63bp，在衰退结束后1个月内上行11bp（图3）。

当前的情况与1980和1981年美联储为了压制高通胀而大幅加息至经济衰退的情景有相似之处，而上述两次在收益率曲线首次出现倒挂至经济步入衰退期间，美联储平均加息近700bp，10Y美债收益率平均上行140bp。

2022年4月，10Y-2Y美债收益率曲线发生倒挂，至6月20日，在美联储加息的背景下，10Y美债收益率已上行84bp。如果我们假设从4月美联储加息算起至累计加息350bp时美国经济陷入衰退，那么美债收益率的上行已基本见顶（ $350/700*140=70\text{bp}$ ），但不排除短期冲高的可能性。

- 美股：参考我们此前的报告，美股（指标普500，下同）通常提前于经济衰退6个月步入熊市，而熊市的结束又提前于经济复苏3个月，温和衰退下（持续时间在10个月之内），美股的平均跌幅为26.5%（表2）。

分解来看，历史上四次温和衰退美股的下跌中，估值回调往往为主要原因（图4）。截至6月20日，标普自2022年1月高点已经跌落超23%。鉴于通胀高企下美联储不一般的鹰派，本轮美股估值下跌程度已超过以往温和衰退的情形，接下来驱动标普调整的动力将主要来自于盈利。

考虑温和衰退下，EPS自标普指数高点下跌3%至4%，PE先于EPS见底，我们认为3100至3200之间可能是更加合理的底部位置，对应的自高点的跌幅为33%至35%（表3）。

- 信用利差：信用债对企业盈利能力、市场流动性、消息面因素的敏感性较高。在1990年以来的四轮美国经济衰退下，美国高收益债信用利差对于衰退时点的预测方差较大，从中位数来看，提前3.6个月走阔、走阔幅度3.5个百分点，并在衰退结束前1.5个月开始收窄，在衰退期间美国高收益债回报率的中位数为-7.2%。

自2021年四季度美联储taper以来，信用利差已逐步走阔。在衰退预期下，我们预计信用利差还未见顶。自疫情爆发后，美联储在降息的同时推出CPFF、PMCCF、SSMCCF操作缓解信用市场风险，流动性愈发宽松，高收益债发行规模迅速攀升，2020年美国非金融企业杠杆率飙升至84.7%。然而目前经济下行风险不断加大，对企业偿债能力的质疑不

相关研究

《美股定价衰退，还能跌多少？》

2022-06-19

《美联储6月会议：加息直至衰退？》

2022-06-15

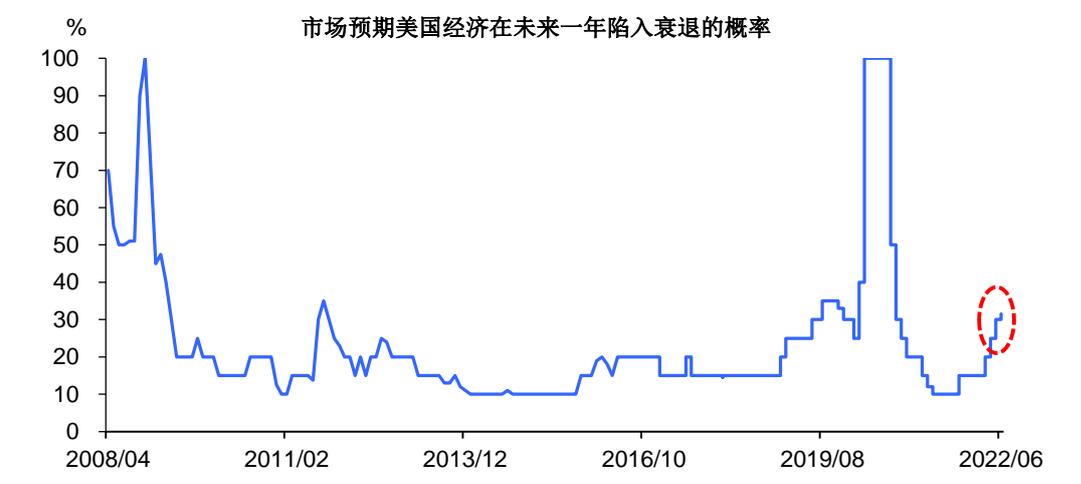
《被低估的5月经济回升：U还是V？》

2022-06-15

断增高，债项评级已见下降。美国信用债市场已连续 12 周资金净流出，美国 10Y 高收益债与国债利差已较年初上升 2.5 个百分点至 5.28%。

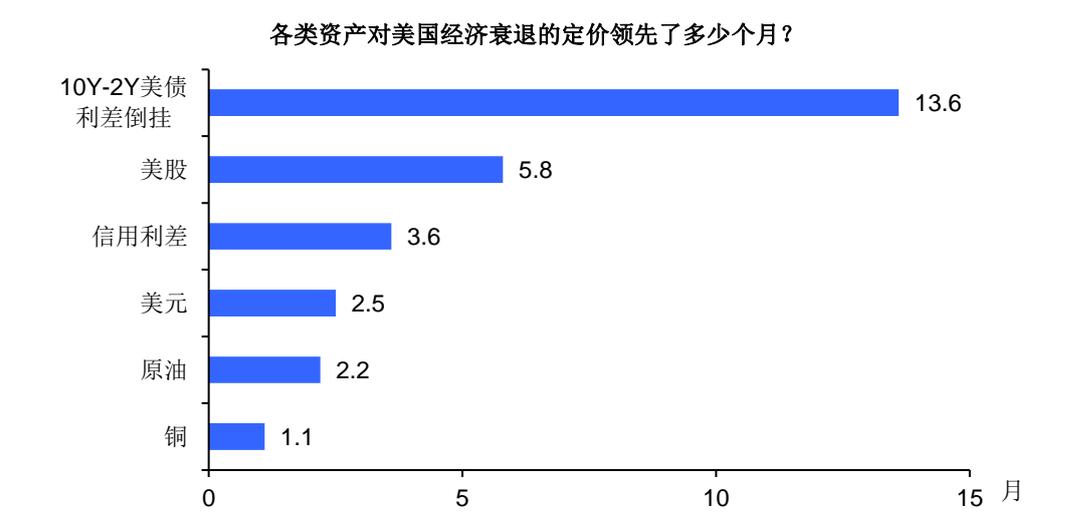
- **美元和黄金，谁才是衰退的避风港？**从 1970 年以来的衰退经历来看，美元的避险模式更具规律性，一般而言衰退开始前约 2.5 个月美元指数触底，而后由于避险情绪升温进入升值模式，衰退开启后 2 至 5 个月触顶回落，这取决于美联储宽松的力度、速度以及非美经济体的经济韧性（如果主要非美经济体复苏越快，美元回落也越快）（如表 5）。
- 不过值得注意的是，美国自身金融体系爆发危机带来的衰退会使得美元的避险模式改变。典型的是 1989 年美国储贷危机和 2007 年次贷危机带来的衰退，美国金融体系的动荡会直接影响美元的安全性，这会导致在衰退爆发前美元指数贬值，而随着金融体系恢复以及衰退向非美经济体扩散，美元又会成为全球的避险资产。
- 相较而言，黄金在衰退背景下的波动更加复杂。一方面，通常而言美国经济衰退对黄金有支撑，但另一方面，美元指数的强势对金价又会成为制约，除此之外易受地缘政治和其他大宗商品影响会进一步带来噪音，例如 1979 年底美伊关系破裂、1980 年初苏联入侵阿富汗使得金价早早进入上涨模式。
- **黄金提前上涨更多定价的是美联储在衰退前前瞻式降息，衰退期间则多呈现先跌后涨的走势。**如图 9，2000 年之后美联储越来越注重前瞻式降息，这是导致黄金上涨领先衰退的模式（2007 年领先 5 个月，2020 年领先 3 个月）的直接原因，但这一次在高通胀下美联储前瞻式降息难度越来越大，金价在衰退前将主要以震荡为主。
- 在衰退早期由于资金极度避险（现金为王）和美元相对强势，金价往往偏弱，但是随着美联储加大宽松、全球经济开始复苏，金价将在衰退开始后 3 至 5 个月再次上涨（如表 6）。
- **原油：**1980 年以来的六轮美国经济衰退下，油价见顶平均领先经济衰退 2.2 个月，衰退期间平均跌幅 15.9%，并在经济走出衰退后第二个月开始反弹。
- **铜：**在 1960 年以来的九轮美国经济衰退下，铜价见顶平均领先经济衰退 1.1 个月，衰退期间平均跌幅 20.9%。有在经济出现转机、走出衰退前开始反弹的可能，平均在走出衰退前 1 个月左右见底回升。
- **风险提示：**新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1: 滞胀风险升温下美国经济衰退的风险正在加大



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 资产定价对于衰退的领先性排序: 美债>美股>信用利差>美元>原油>铜



注: 剔除 2020 年新冠疫情造成的美国经济衰退

数据来源: Bloomberg, CEIC, NBER, 东吴证券研究所

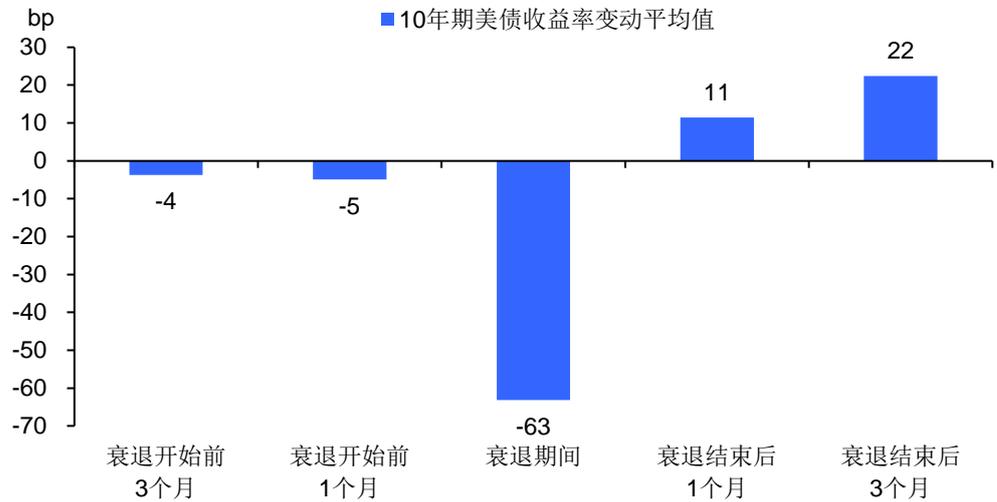
表1: 1990年以来的四轮美国经济衰退下, 10年期美债的平均回报率为7.9%

(1) 衰退开始	(2) 10y-2y美债收益率首次倒挂	(1) - (2) (月)	衰退结束	衰退持续时间 (月)	(2)至(1)期间美联储加息/降息 (bp)	(2)至(1)期间10Y美债收益率变动 (bp)	衰退期间10Y美债回报率 (%)	衰退期间10Y美债收益率变动 (bp)
1969年12月	--	--	1970年11月	11.2	--	--	--	-5
1973年11月	--	--	1975年3月	16.2	--	--	--	79
1980年1月	1978年8月	16.7	1980年7月	6.1	578	167.0	--	-20
1981年7月	1980年9月	9.8	1982年11月	16.3	817	112.0	--	-348
1990年7月	1989年1月	18.1	1991年3月	8.1	-97	-86.3	7.1	-29
2001年3月	2000年1月	13.4	2001年11月	8.2	-14	-113.0	7.6	-63
2007年12月	2006年6月	18.0	2009年6月	18.3	-75	-78.6	8.2	-27
2020年2月	2019年8月	5.3	2020年4月	2.0	-55	-20.4	8.7	-92

注: “--”表示无可得数据

数据来源: Bloomberg, NBER, 东吴证券研究所

图3: 美国经济衰退前后 10年期美债收益率的变动情况



注: 自 1969 年以来 8 轮美国经济衰退的均值

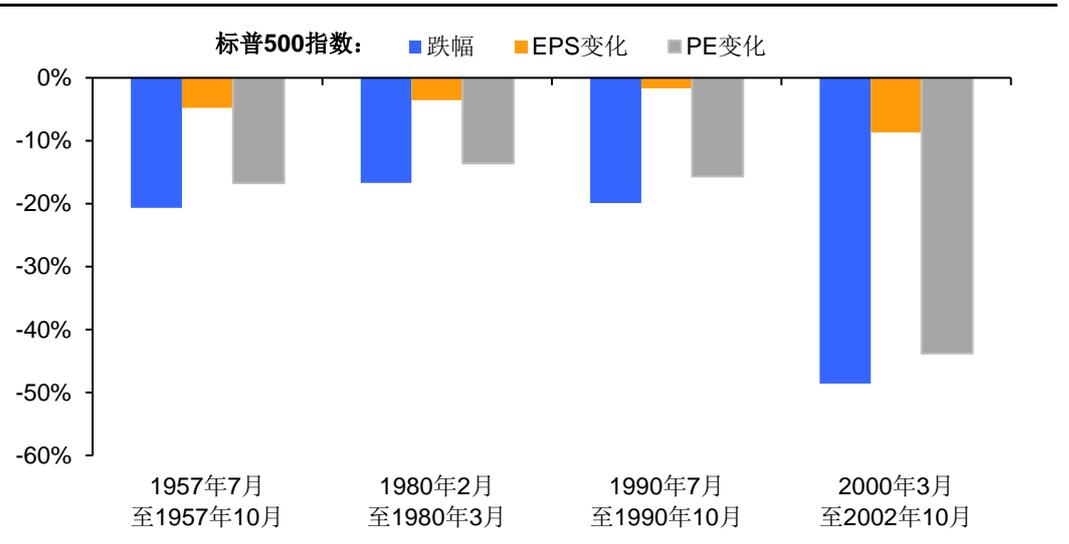
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表2: 历史上的美国经济衰退通常伴随着美股的调整或熊市

(1) 衰退开始	(2) 美股见顶	(1) - (2)	(3) 衰退结束	(4) 美股见底	(3) - (4)	美股下跌	衰退持续时间(月)	美股见顶到底的时间(月)
1948年11月	1948年6月	5个月	1949年10月	1949年6月	4个月	-20.60%	11.1	12.2
1953年7月	1953年1月	6个月	1954年5月	1953年9月	8个月	-14.80%	10.1	8.1
1957年8月	1957年7月	1个月	1958年4月	1957年10月	6个月	-20.66%	8.1	3.3
1960年4月	1959年8月	8个月	1961年2月	1960年9月	4个月	-13.60%	10.2	13.2
1969年12月	1968年11月	13个月	1970年11月	1970年5月	6个月	-36.10%	11.2	18.2
1973年11月	1973年1月	10个月	1975年3月	1974年10月	5个月	-48.20%	16.2	21.3
1980年1月	1980年2月	-1个月	1980年7月	1980年3月	4个月	-16.68%	6.1	1.4
1981年7月	1980年11月	8个月	1982年11月	1982年8月	3个月	-27.10%	16.3	21.3
1990年7月	1990年7月	0个月	1991年3月	1990年10月	5个月	-19.92%	8.1	2.9
2001年3月	2000年3月	12个月	2001年11月	2002年10月	-11个月	-48.59%	8.2	30.9
2007年12月	2007年10月	2个月	2009年6月	2009年3月	3个月	-56.80%	18.3	17.2
2020年2月	2020年2月	0个月	2020年4月	2020年3月	1个月	-33.92%	2.0	1.1

数据来源: Bloomberg, NBER, 东吴证券研究所

图4: 美国经济衰退对应的美股下跌中, 主要影响因素为估值回调



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表3: 本轮衰退标普 500 低点测算

参考情形		Trailing EPS (美元/股)			
		2022年6月17日	温和衰退	温和衰退 (含科网泡沫)	极端情形 (科网泡沫)
		200	187	185	177
温和衰退	21	4193.4	3925.6	3871.3	3708.6
温和衰退 (含科网泡沫)	19	3840.6	3595.4	3545.7	3396.6
2022年6月17日	18	3674.8	3440.2	3392.6	3250.0
PE	17	3400.2	3183.1	3139.1	3007.1
	16	3200.2	2995.8	2954.4	2830.2
20世纪均值	15	3000.2	2808.6	2769.8	2653.3
极端情形 (科网泡沫)	14	2782.3	2604.7	2568.7	2460.7

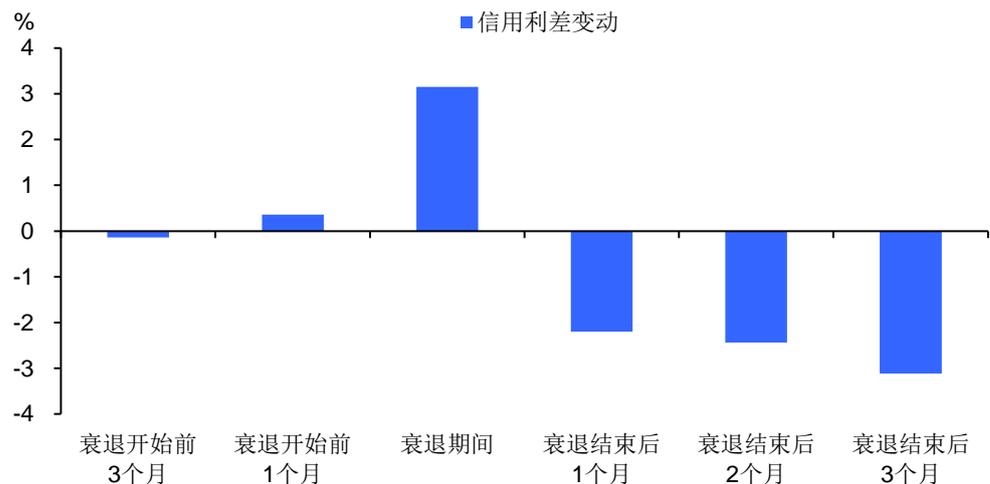
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所测算

表4: 从中位数来看, 信用利差走阔时点领先经济衰退 3.6 个月

(1) 衰退开始	(2) 信用利差 见底	(1) - (2)	(3) 衰退结束	(4) 信用利差 见顶	(3) - (4)	信用利差走阔 (%)	衰退持续时间 (月)	信用利差见顶 到见底的时间 (月)
1990年7月	1989年2月	16个月	1991年3月	1990年12月	2个月	3.67	8.1	22.4
2001年3月	2001年1月	1个月	2001年11月	2001年9月	1个月	1.58	8.2	8.1
2007年12月	2007年5月	6个月	2009年6月	2008年11月	6个月	3.25	18.3	18.3
2020年2月	2019年12月	1个月	2020年4月	2020年3月	0	3.95	2.0	3.0

数据来源: Bloomberg, NBER, 东吴证券研究所测算

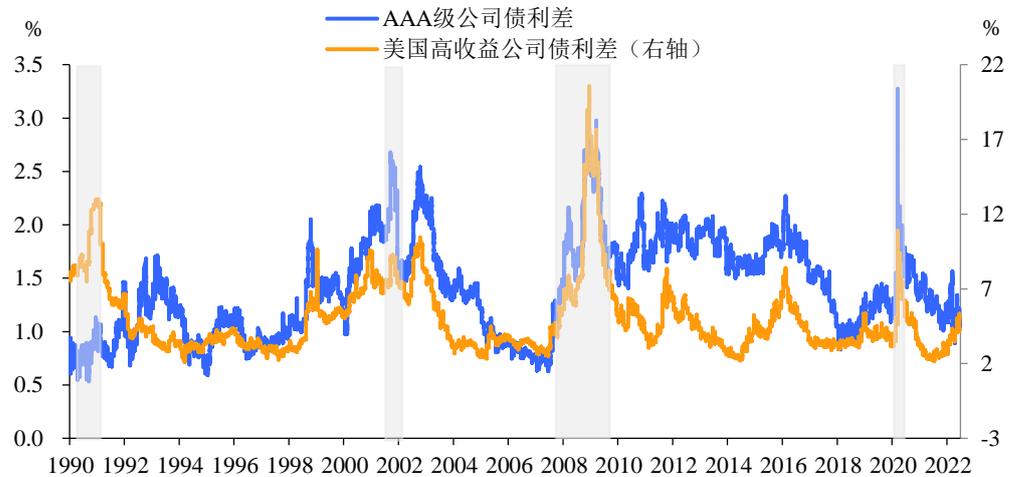
图5: 美国经济衰退前后信用利差的变动情况



注: 自 1990 年以来 4 轮美国经济衰退的均值, 信用利差为 10 年期美国高息债与美国国债到期收益率利差

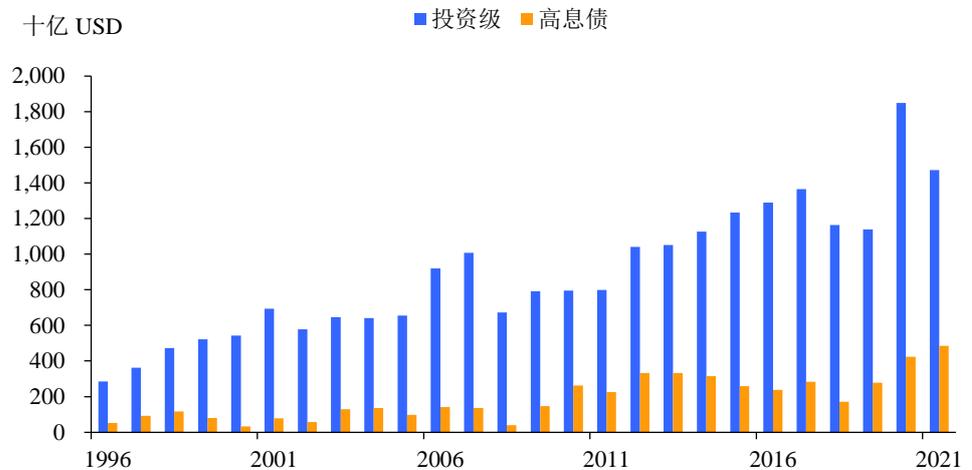
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 信用利差在美国经济衰退时的表现



注: 利差为 10 年期美国信用债与美国国债到期收益率利差
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国信用债发行规模在疫情爆发后达到峰值



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_43227

