

美股需要一次衰退？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

2 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

3 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

4 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

5 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

6 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

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

8 宏观专题 20220502：关于缩表，需要担心什么？

9 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？

10 宏观专题 20220526：疫情后居民财富有何变化？

11 宏观专题 20220608：加征关税取消，美国通胀能回落多少？

12 宏观专题 20220623：居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

投资要点

- **宏观交流与思考：美股需要一次衰退？**
- **本轮衰退两大特征：高通胀与密集加息。**近来市场对于美国经济衰退的担心上升，对于衰退可能引发的资产价格变化需提前应对。可能出现的本轮衰退或有两大特征：一是这应该是处于高通胀时期的一次衰退；二是在可能出现的衰退之前，美国处于密集加息周期，这意味着其和近期美国的几轮经济衰退相似性较少，而更多地像是在 70-80 年代“滞胀”时期出现的经济衰退。
- **美股走势先跌后涨，衰退期间积极布局。**对于美股而言，在高通胀时期，经济衰退期间美股涨幅普遍要好于衰退前表现，即“先跌后涨”。究其原因，高通胀对于资产价格的伤害更大，而如果陷入衰退意味着滞胀风险的降低，会对前期压抑的资产价格有所提振。
- **美债不是避险资产，衰退来临还会上冲。**对于美债而言，通常来说，经济衰退有利于债券收益率的下行，债券价格也往往会对衰退提前定价。但在高通胀时期，除非美联储给出力度空前的降息幅度，不然美债利率往往在经济衰退前乃至衰退期间还会上冲，高通胀时期其很难发挥好衰退期间避险资产的作用。
- **黄金不会令人失望，铜价难有积极表现。**对于大宗商品而言，衰退期共性特征更为突出：一是黄金价格在经济衰退期多数上涨；二是铜价在经济衰退期普遍下滑；三是原油价格，在高通胀的条件下，即便出现价格下跌，经济衰退期其价格跌幅也往往较小。
- **美元恐较疲弱，衰退后现拐点。**对于美元指数而言，一方面，高通胀时期，美元指数在经济衰退期往往表现疲弱；另一方面，衰退结束往往意味着美元指数走势的转折点。
- **总结来看，在高通胀时期，一旦美国经济陷入衰退的境地之中，则在衰退期间，往往美股和黄金会有不错的表现，而传统避险工具美债的作用有所降低，美元指数也较为疲弱，而像铜为代表的工业金属更应尽量回避。**
- **一周扫描：**
- **疫情：欧洲多国疫情反复，BA.4/5 或为最强变异毒株。**我国疫情形势持续向好。截至 6 月 23 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 80 例和 35 万例。除我国港澳台地区外，现存 41 个中高风险地区。中国澳门地区发现混检阳性，已进入即时预防状态。欧洲多国疫情反复。其中，意大利本周新增超 27 万例，较上周大幅上升 62.6%。全球新增死亡普遍下行。新变体 BA.4/5 为奥密克戎最强变异毒株。传播速度极快，拥有“免疫逃逸”能力，在肺泡上皮细胞中的细胞融合能力和复制效率均远强于 BA.2。欧洲部分国家或将收紧防疫措施。全球新冠疫苗加强针研制与接种加快。各经济体加强针接种率稳步上升。猴痘确诊数持续增加。截至 23 日，猴痘病例总数超过 3200 例。天花疫苗或可发挥出预防猴痘的

功效。

- **海外：美联储鹰声嘹亮，多国制造业 PMI 显著下行。**美联储主席鲍威尔本周在国会上表示，大幅加息可能会使美国经济陷入衰退，并称经济软着陆“非常具有挑战性”。欧央行或于 9 月结束负利率。欧洲央行官员们一再释放加息信号，不但要在 7 月实现十年来的首次加息，还准备让负利率应在 9 月份成为历史。多国推出燃油价格飙升应对措施。美国总统拜登呼吁国会暂时暂停征收联邦燃油税，欧洲议会计划从 2035 年开始在欧盟境内停止销售包含混合动力汽车在内的新的燃油车。美国成屋销售总数持续下行。美国通胀预期有所回落。多国制造业 PMI 显著下行。
- **物价：农产品批发价格下行，国际油价大幅回落。**本周农业部农产品批发价格指数持续下行，羊肉、牛肉和水果平均价格环比均下行，鸡蛋和蔬菜平均价格环比小幅回升。国际油价大幅回落，国内螺纹钢均价下行。
- **流动性：资金利率回升，人民币小幅升值。**本周 DR001 周度均值环比上行 2.2bp，R001 周度均值环比上行 2.9bp，DR007 周度均值环比上行 8.6bp，R007 周度均值环比上行 17.5bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比小幅下行 0.1bp，3 个月存单发行利率周度均值环比上行 4.8bp，票据利率持续回升。本周央行公开市场共进行了 1000 亿元逆回购，同时累计有 500 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场操作净投放 500 亿元下周央行公开市场共有 1000 亿元逆回购到期。本周美元指数均值小幅回落，人民币小幅升值。
- **大类资产表现：A 股小幅上涨，国债收益率回升。**本周 A 股小幅上涨，美股三大指数均有明显反弹。国内股票涨幅前三的行业分别为电力设备、汽车和家用电器。本周 10 年期国债收益率周度均值环比上行 1.2bp，10 年期国开债收益率周度均值环比上行 1.1bp。
- **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： 美股需要一次衰退？	- 6 -
2. 疫情： 欧洲多国疫情反复， BA.4/5 或为最强变异毒株	- 8 -
3. 海外： 美联储鹰声嘹亮， 多国制造业 PMI 显著下行	- 11 -
4. 物价： 农产品批发价格下行， 国际油价大幅回落	- 14 -
5. 流动性： 资金利率回升， 人民币小幅升值	- 16 -
6. 大类资产表现： A 股小幅上涨， 国债收益率回升	- 18 -

图表目录

图表 1: 美股在历次经济衰退期表现 (%)	- 6 -
图表 2: 十年期美债收益率在经济衰退期间表现 (%)	- 7 -
图表 3: 美元指数在经济衰退期间表现 (%)	- 8 -
图表 4: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 5: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 9 -
图表 6: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 7: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 10 -
图表 8: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 9: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 10: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 11 -
图表 11: 各经济体加强针接种率 (%)	- 11 -
图表 12: 美国成屋销售持续下行	- 13 -
图表 13: 美国密歇根消费者通胀预期 (%)	- 13 -
图表 14: 各经济体制造业 PMI (%)	- 14 -
图表 15: 农产品批发价格 200 指数	- 14 -
图表 16: 食用农产品价格指数	- 14 -
图表 17: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 18: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 19: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 20: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 16 -
图表 21: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 16 -
图表 22: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 16 -
图表 23: R001 和 DR001 利率 (%)	- 17 -
图表 24: R007 和 DR007 利率 (%)	- 17 -
图表 25: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 17 -
图表 26: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 17 -
图表 27: 央行公开市场操作 (亿元)	- 18 -
图表 28: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 18 -
图表 29: 美元指数	- 18 -
图表 30: 全球主要股指表现 (%)	- 19 -
图表 31: 申万行业表现 (%)	- 19 -
图表 32: 国外主要商品期货表现 (%)	- 20 -
图表 33: 国内主要商品期货表现 (%)	- 20 -

图表 34: 10Y 国债和国开债收益率 (%) - 21 -

图表 35: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) - 21 -

1. 宏观交流思考： 美股需要一次衰退？

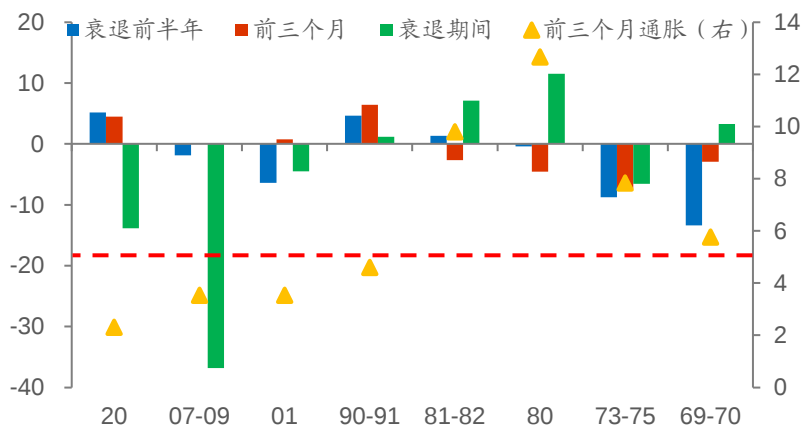
担心衰退成为现实。由于美国 CPI 增速的再度冲高，使得人们对于美国经济衰退的担心明显上升。美联储主席鲍威尔在出席国会听证会时表示，美国经济确实存在衰退的可能，但这并非美联储想要看到的结果。英国《金融时报》所组织的调查显示，40%的受访者预计明年上半年美国经济将陷入衰退。既然这种担忧有变为现实的可能性，我们就需要未雨绸缪，对于衰退引发的资产价格变化做以提前应对。

需要特别注意的是，虽然自 1970 年以来美国共记录了 8 次经济衰退，但每轮衰退的成因和特征不尽相似，甚至有些经济衰退之间存在着天壤之别，因此，我们在借鉴以往历史经验的同时，必须与可能出现的本轮衰退特征相结合，否则无异于缘木求鱼。

本轮衰退两大特征：高通胀与密集加息。从当前美国的经济和政策背景来看，可能出现的本轮衰退或具备两大特点：**一是这应该是处于高通胀时期的一次衰退。**5 月美国 CPI 增速已高达 8.6%，短期来看很难出现快速下降；**二是在可能出现的衰退之前，美国处于密集加息周期。**今年 3 月、5 月和 6 月接连加息，且幅度逐次上调，从目前的点阵图来看，今年年底的联邦基金利率预期中值将达到 3.4%，且所有官员都认为利率将升至 3.0% 以上。从本轮可能出现的衰退特点来看，其实和近期美国的几轮经济衰退相似性较少，而更多地像是在 70-80 年代“滞胀”时期所出现的经济衰退。

美股走势先跌后涨，衰退期间积极布局。回顾过往衰退时期的大类资产表现，首先，对于美股而言，高通胀时期与低通胀时期的走势可能截然相反。我们发现，在经济衰退前美国 CPI 增速超过 5% 的情况下，经济衰退期间美股涨幅要好于衰退前半年的美股表现，即体现为“先跌后涨”的走势。而如果经济衰退前 CPI 增速不高，则衰退期间美股表现往往不如人意，往往赶不上衰退期之前的美股涨幅，即表现为“先涨后跌”。究其原因，高通胀对于资产价格的伤害比经济增长放缓本身可能要更大，而如果陷入衰退意味着滞胀风险的降低乃至解除，会对前期压抑的资产价格有所提振。

图表 1：美股在历次经济衰退期表现 (%)

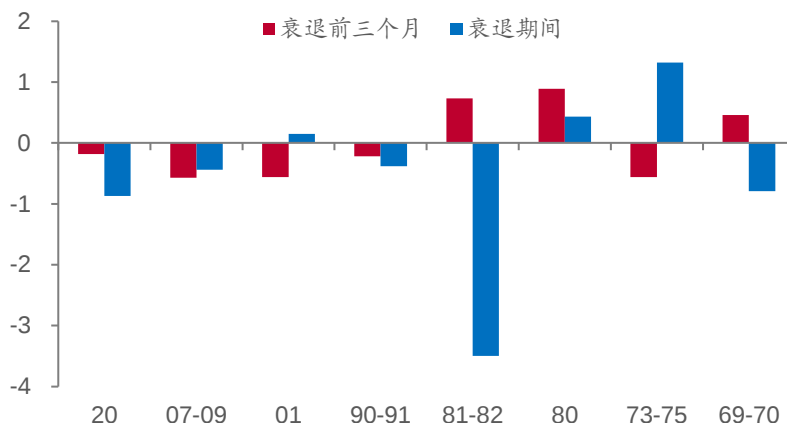


来源：WIND，中泰证券研究所

美债不是避险资产，衰退来临还会上冲。其次，对于美债而言，通常来

说，经济衰退有利于债券收益率的下行，而反过来债券价格也往往会提前对衰退定价。但在高通胀时期，债券收益率的下行往往并不顺畅，除非美联储给出力度空前的降息幅度（但这在高通胀时期发生的概率较小），不然美债利率往往在经济衰退前乃至衰退期间还会上冲，高通胀时期其很难发挥好衰退期间避险资产的作用。如在 1970 年以来的几轮美国经济衰退中，衰退前三个月共有三次出现美债利率上升，而衰退期间共有两次出现美债利率上行，均发生在高通胀时期。

图表 2：十年期美债收益率在经济衰退期间表现 (%)



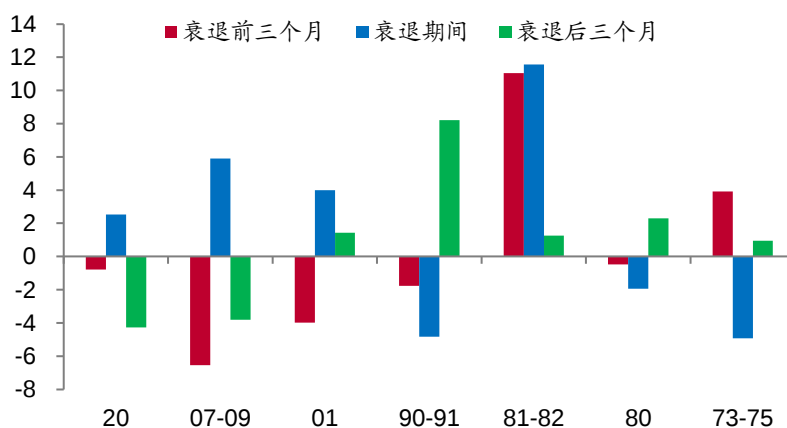
来源：WIND，中泰证券研究所

黄金不会令人失望，铜价难有积极表现。第三，对于大宗商品而言，在不同通胀水平下，衰退期资产表现的共性特征更为突出，而差异性相对并不明显：一是黄金价格在经济衰退期多数上涨，即便偶有处在价格下行周期的影响之下，但在经济衰退期的跌幅也要明显小于衰退期之前；二是铜价在经济衰退期普遍下滑，不过在高通胀时期，往往在经济衰退前会有铜价的上涨；三是原油价格，其变化的确较为复杂，不过在高通胀的条件下（当然很可能是油价高企引发），即便出现价格下跌，经济衰退期其价格跌幅也往往较小。

美元恐较疲弱，衰退后现拐点。最后，对于美元指数而言，我们发现，一方面，高通胀时期，美元指数在经济衰退期往往表现疲弱，而低通胀时期则出现强势美元的概率较大；另一方面，衰退结束往往意味着美元指数走势的转折点，如在衰退期间走强的美元，则衰退后会陷入疲弱，而在衰退期间走弱的美元，衰退过后可能又会重拾升值态势。

总结来看，在高通胀时期，一旦美国经济陷入衰退的境地之中，则在衰退期间，往往美股和黄金会有不错的表现，而传统避险工具美债的作用有所降低，美元指数也较为疲弱，而像铜为代表的工业金属更应尽量回避。

图表3：美元指数在经济衰退期间表现（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

2. 疫情：欧洲多国疫情反复，BA.4/5 或为最强变异毒株

我国疫情形势持续向好。截至6月23日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超80例和35万例。除我国港澳台地区外，现存41个中高风险地区。北京市和上海市疫情均得到有效控制，单日新增本土确诊控制在个位数。除此之外，内蒙古、天津、广东有少量新增确诊，其余大部分省市基本实现动态清零。国家卫健委疾控局副局长、一级巡视员雷正龙介绍，国务院联防联控机制在日前的新闻发布会明确提出疫情防控“九不准”，要求在毫不动摇坚持外防输入，内防反弹总策略和动态清零总方针的前提下，坚决防止简单化一刀切和层层加码等过度统一做法。中国台湾地区疫情形势仍较严峻，6月23日当地新增确诊4.8万人。19日，中国澳门地区发现混检阳性，截至23日，新一轮疫情核酸检测阳性病例增至110例，已进入即时预防状态。

图表4：中国大陆及港澳台地区每日新增确诊（七日移动平均，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_43283

