

衰退会否不期而至？

——海外宏观一周札记 0708

研究结论

- 市场承认发生衰退的可能性了吗？在 6 月份以前，这个问题在市场定价当中显得模糊，但现在我们可以回答，是的。6 月份美联储选择意外加息 75bp，但前后沟通中向市场传递的却更多是迟疑、顾虑，而非此前对于规避经济衰退前景的绝对自信。在鲍威尔终于承认“软着陆（soft landing）”并非板上钉钉后，市场酝酿已久的衰退担忧终于找到宣泄的出口。
- 横跨股、债、商品市场的调整，系统性反映了衰退，以及衰退带来的政策路径修正主题。从利率远期市场定价来看，一些人开始押注加息提前中止，或者在不远的将来央行会转入降息周期——这是目前市场认可衰退很有可能会发生的关键例证。
- 那么，衰退还存在影响和改变市场的潜力吗？是的。眼下重要的不确定性之一，是衰退发生和确认的时点。市场存在几个较为主流版本的预期——
 - 1) 利率远期：在加息结束后迎接衰退-降息。对应 2023 年 Q1。
 - 2) 期限利差：曲线倒挂平均 1 年后进入衰退。对应 2023 年 Q3。
 - 3) 综合领先指标：预警信号平均提前衰退 7 个月出现。对应 2022 年底。
- 但是必须要注意的是：预测衰退发生的概率和时点，可能是资本市场最为热衷而又胜率较低的工作之一。在这个问题上，预测者曾经反复犯过各色错误，对于 2007 年的衰退和金融危机的预估则是如在昨日的生动案例。上述预期基于各自观测指标的历史统计规律出发，但是历史均值的背后是个例之间的巨大方差，因此，我们其实认为当下市场存在的几个版本的预测和分析，可能都无法在时间节点的把握上为我们提供有实际意义的帮助。
- 所以回到标题的发问，答案也是肯定的：不论我们提前了多久，计入了多么充分的预期，有过多少个版本的逻辑和预测，衰退在真正发生的时候，往往还是带有意外性甚至是戏剧性的。这一次，我们对此仍所知不多，但是鉴于历史性的政策紧缩路径和通胀压力，我们更多需要提防的是衰退节奏比历史经验的提示到来更早——
- 当前条件下，理论上可能确认衰退周期启动的最早时点显著早于市场若干版本的远期衰退叙事。NBER 根据综合经济指标严格界定了美国的衰退周期，但市场上更多被接纳的简化版本是连续 2 个季度的实际 GDP 负增长。这也就意味着在 2022Q1 的 -1.6% 环比年率后，7 月底确认的 Q2GDP 数据成为了第一个测试衰退的时间节点。
- 截至目前，已公布的 Q2 一系列经济指标绝对谈不上理想，特别是个人消费支出、建筑支出等核心指标在 5 月份出现实际值的负增，不仅让 Q2GDP 读数达到市场之前 2-3% 的预期值几成奢望，更使得季度 GDP 增速再录负增长成为了真实存在的风险点。依据高频经济指标动态更新的亚特兰大联储 GDPNow 模型已经将 Q2GDP 预测增速下修至 -1.2%，按照这一版本，衰退“不期而至”是我们在本月之内就需要警惕防备的尾部风险。
- 前瞻充满未知，也很可能充满波动的 7 月份，我们首先仍需提醒通胀风险不会因为衰退潮起而退居幕后，由于汽油价格在 6 月份多数时间上涨，我们仍有可能在 7 月初看到一份高企的通胀读数，市场此前在油价下跌中交易的拜登中东之行成果（增产）有待检验，加息预期有可能伴随通胀预期修复，体现在市场，美债收益率在 7 月上旬更多面临上行风险。而进入本月下半段，美股财报季的启动将会是一个分析师们确认和下修公司盈利预期的窗口（当前美股 Fwd EPS 并未随衰退预期下修），衰退交易有较大机会继续主导市场走势，届时我们可能需要重新计算计入衰退之后的美股回调目标位。而如果月末 Q2GDP 读数出现上述潜在的尾部风险，远期的加息预期可能出现较大动摇，提前结束加息/启动降息的预期会进一步得到强化。

风险提示

衰退概率和时点预期不确定性；通胀走势不确定性；美联储货币政策路径的不确定性。

报告发布日期

2022 年 07 月 12 日

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

通胀、增长、政策：拐点谁先来？：—— 2022-06-20
海外宏观 2022 年中期策略
见顶但顽固的通胀意味着什么？：—— 2022-06-13
2022 年 5 月美国 CPI 数据点评
非典型负增长：——2022Q1 美国 GDP 数据点评 2022-04-30

图表目录

图 1：美股指数和长端美债收益率（%）在 6 月份变盘	5
图 2：原油、黄金下跌，美元高位震荡（2022.1.1=100%）	5
图 3：全球主要股票市场板块表现：前 5 和后 5（6.1-7.8）	5
图 4：OIS 1m 远期利率近期变化：曲线的曲率加深，利率上冲至终点后下行（%）	6
图 5：2s10s 美债期限利差（%）	6
图 6：远期美债收益率曲线的期限结构（%）	6
图 7：历次美债收益率曲线倒挂 vs 衰退周期（月份数）	7
图 8：谘商会领先指标（LEI）与美国衰退周期	7
图 9：本轮美国衰退周期跟踪路径和关键指标示意图	8
图 10：5 月份美国个人消费支出和营建支出实际值均录得负增长	8
图 11：美国 Q2 实际 GDP 机构预测增速中值约 3%	8
图 13：亚特兰大联储 GDPNow 模型预测 Q2GDP 增速-1.2%	9
图 14：机构预测 6 月份 CPI 同比增速继续走高	9
图 15：标普 500 指数的 Fwd EPS 和 Fwd PE	10

焦点评论：衰退会不会不期而至？

2022 年的美国独立日，除枪击、堕胎案等议题早早让美国社会上喧嚣异常，股、债、大宗市场在节前节后的躁动也为这个假期平添了一分不平静。

假期前后，发酵了近 1 个月的衰退交易再次大幅宣泄。由此，截至 7.8 收盘，在衰退交易的定价修正下，长端美债收益率已经回吐 6 月份以来全部涨幅，呈现筑顶震荡格局，10 年期美债收益率收 3.08%，美股先跌后反弹，美元指数上冲 107，原油下跌，黄金弱势。同期欧洲国家主权债也多跟随美债收益率趋势下行。

市场承认发生衰退的可能性了吗？在 6 月份以前，这个问题在市场定价当中显得模糊，但现在我们可以回答，是的。近 1 个月以来，在看到美国通胀读数反弹后，6 月份美联储选择意外加息 75bp，但前后沟通中向市场传递的却更多是迟疑、顾虑，而非此前对于规避经济衰退前景的绝对自信——这暗合市场对通胀居高不下，联储在加息的危险游戏中难以脱身的忧惧——美联储已不再是闲庭信步。在鲍威尔终于承认“软着陆（soft landing）”并非板上钉钉后，市场酝酿已久的衰退担忧终于找到宣泄的出口。

近几周衰退交易的展开以来，大宗价格跌幅扩大，美股在初期下跌后反弹震荡，美债收益率在短暂上冲后展开近几个月以来持续最久的筑顶趋势。

横跨股、债、商品市场的调整，系统性反映了衰退，以及衰退带来的政策路径修正主题。从利率远期市场定价来看，一些人开始押注加息提前中止，或者在不远的将来央行会转入降息周期——这是目前市场认可衰退很有可能会发生的关键例证。

那么，衰退还存在影响和改变市场的潜力吗？是的。眼下重要的不确定性之一，是衰退发生和确认的时点。我们观察当下市场存在几个较为主流版本的预期——

-1) 利率远期：在加息结束后迎接衰退-降息。根据利率远期，或者欧洲美元市场定价，短期利率的上行将持续至 2023 年初，并在 2023Q1 之后转入下行。其中隐含的预期是：2023 年初美联储完成本轮加息任务，届时宏观经济将面临显著的下行压力或者已经进入衰退，美联储转降息。衰退发生在这一远期利率的拐点上，目前看在 2023 年 Q1 前后。

-2) 期限利差：曲线倒挂平均 1 年后进入衰退。6 月份后，随长端美债收益率筑顶下行，期限利差大幅收窄，2 年期 vs10 年期（2s10s）利差已经倒挂。沿着当前短期加息持续+长端收益率上行乏力的趋势，这次与 3 月末盘中倒挂的浅尝辄止不同，可能会确认收益率曲线的实质性倒挂。历史上每一次的倒挂几乎都预言了下一轮衰退，平均提前 1 年出现。也就是说，如果认为曲线倒挂在 2022Q3 确认，市场会根据期限利差的领先规律预期 2023Q3 出现衰退。

-3) 综合领先指标：预警信号平均提前衰退 7 个月出现。我们曾在 4 月份通过对领先指标的观察提示不能低估衰退发生的概率（《美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什么状况？》，20220414）。我们的方法引用了谘商会领先指标（LEI）连续 3 个月环比下行预警衰退的拇指法则，彼时该预警尚未成型，而现在已经在 3、4、5 月份的指标连续走跌后确认。按照平均 7 个月的领先性，衰退周期最早在 22 年底拉开帷幕。

但是必须要加以注意的是：预测衰退发生的概率和时点，可能是资本市场最为热衷而又胜率较低的工作之一。在这个问题上，预测者曾经反复犯过各色错误，对于 2007 年的衰退和金融危机的预估则是如在昨日的生动案例。上述预期基于各自观测指标的历史统计规律出发，但是历史均值

的背后是个例之间的巨大方差，因此，我们其实认为当下市场存在的几个版本的预测和分析，可能都无法在时间节点的把握上为我们提供有实际意义的帮助。

所以回到标题的发问，答案也是肯定的：不论我们提前了多久，计入了多么充分的预期，有过多少个版本的逻辑和预测，衰退在真正发生的时候，往往还是带有一些意外性甚至是戏剧性的。这一次，我们对此仍所知不多，但是鉴于历史性的政策紧缩路径和通胀压力，我们更多需要提防的是衰退节奏比历史经验的提示到来更早——

当前条件下，理论上可能确认衰退周期启动的最早时点，要显著早于市场若干版本的远期衰退叙事。NBER 根据综合经济指标严格界定了美国的衰退周期，但市场上更多被接纳的简化版本是连续 2 个季度的实际 GDP 负增长。这也就意味着在 2022Q1 的-1.6%环比年率后，7 月底确认的 Q2GDP 数据成为了第一个测试衰退的时间节点。

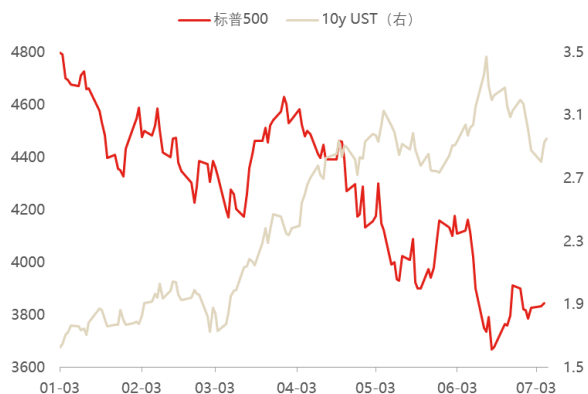
截至目前，已公布的 Q2 一系列经济指标绝对谈不上理想，特别是个人消费支出、建筑支出等核心指标在 5 月份出现实际值的负增，不仅让 Q2GDP 读数达到市场之前 2-3%的预期值几成奢望，更使得季度 GDP 增速再录负增长成为了真实存在的风险点。依据高频经济指标动态更新的亚特兰大联储 GDPNow 模型已经将 Q2GDP 预测增速下修至-1.2%，按照这一版本，衰退“不期而至”是我们在本月之内就需要警惕防备的尾部风险。

前瞻充满未知，也很可能充满波动的 7 月份，我们首先仍需提醒通胀风险不会因为衰退潮起而退居幕后，由于汽油价格在 6 月份多数时间上涨，我们仍有可能在 7 月初看到一份高企的通胀读数，市场此前在油价下跌中交易的拜登中东之行成果（增产）有待检验，加息预期有可能伴随通胀预期修复，体现在市场，美债收益率在 7 月上旬更多面临上行风险。而进入本月下半段，美股财报季的启动将会是一个分析师们确认和下修公司盈利预期的窗口（当前美股 Fwd EPS 并未随衰退预期下修），衰退交易有较大机会继续主导市场走势，届时我们可能需要重新计算计入衰退之后的美股回调目标位。而如果月末 Q2GDP 读数出现上述潜在的尾部风险，远期的加息预期可能出现较大动摇，提前结束加息/启动降息的政策预期会进一步得到强化。

近期海外宏观核心图表一览

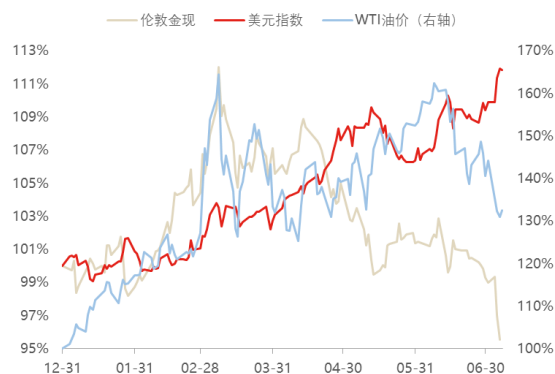
图 1-2：以 6 月 10 号为分水岭，股、债、大宗市场同步变盘。股票先跌而后反弹，美债收益率上冲之后筑顶，油价向下倾泻，而美元指数在 100-107 高位震荡——大类资产走向基本符合衰退周期当中的资产价格一般表现规律。

图 1：美股指数和长端美债收益率（%）在 6 月份变盘



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

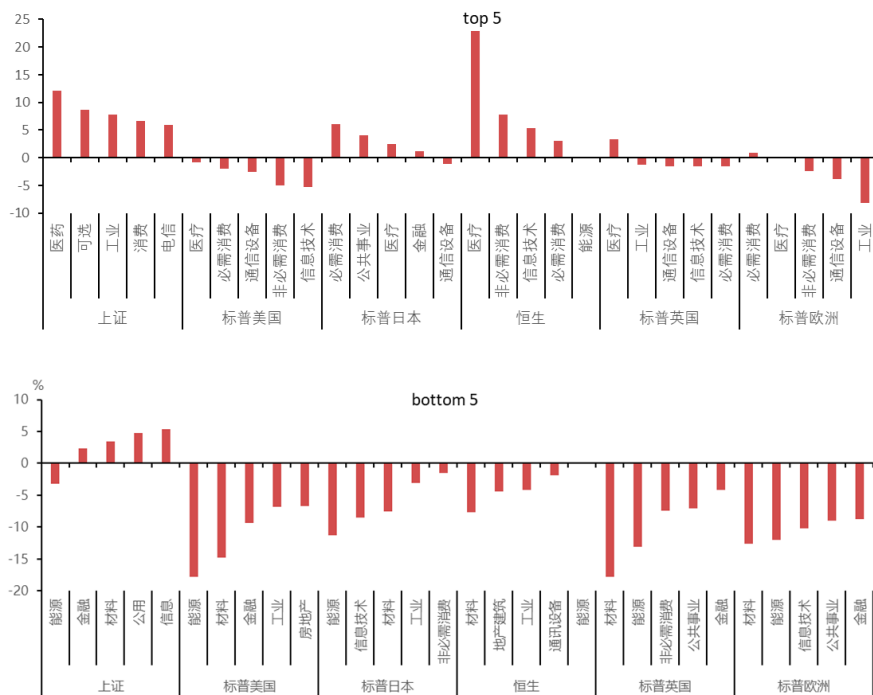
图 2：原油、黄金下跌，美元高位震荡（2022.1.1=100%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：股市风格上也正在反映衰退预期。6 月至今，主要股票市场板块表现趋同：均为医药、可选消费等刚需类板块较为抗跌，能源、材料等经济周期属性较强板块领跌。

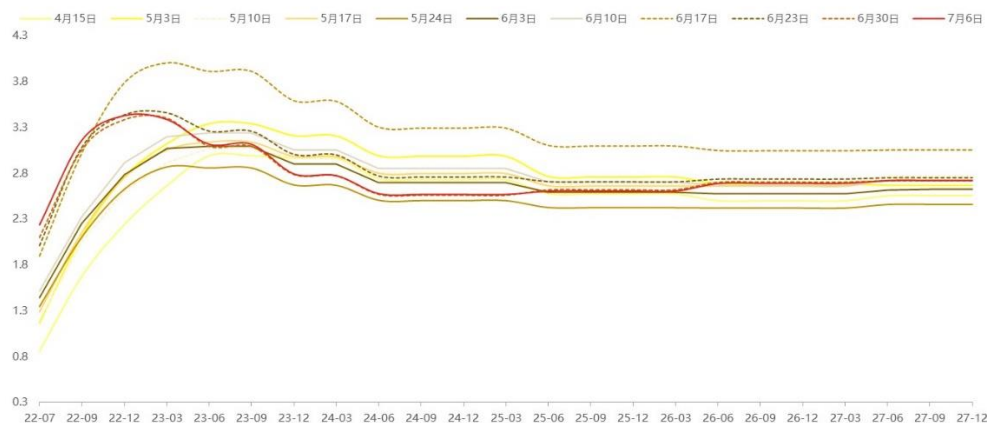
图 3：全球主要股票市场板块表现：前 5 后 5（6.1-7.8）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：衰退交易当中，货币政策远景叙事发生变化，市场开始定价加息的提前结束、降息。2023Q1 之后的远期利率开始走低，代表届时加息停止、降息启动的可能性。

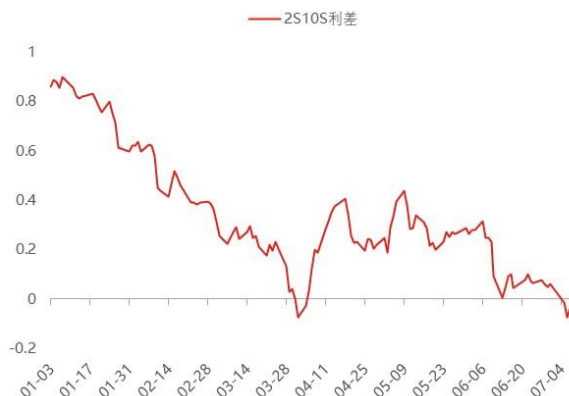
图 4：OIS 1m 远期利率近期变化：曲线的曲率加深，利率上冲至终点后下行（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

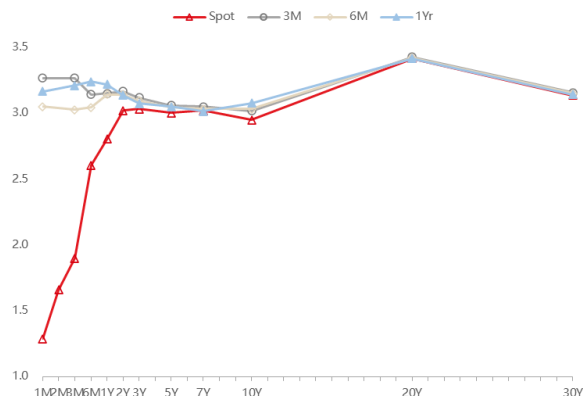
图 5-6：美债 2s10s 期限利差再次倒挂。这次可能是持续的实质性倒挂，从而形成预警衰退的重要信号。从 3 个月远期美债收益率期限结构来看，市场预计在 Q3 倒挂幅度还会继续加深。

图 5：2s10s 美债期限利差（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：远期美债收益率曲线的期限结构（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 7：历史上期限利差倒挂预警衰退的准确率较高。倒挂平均领先衰退 12 个月。市场根据期限利差的领先规律预期 2023Q3 出现衰退。

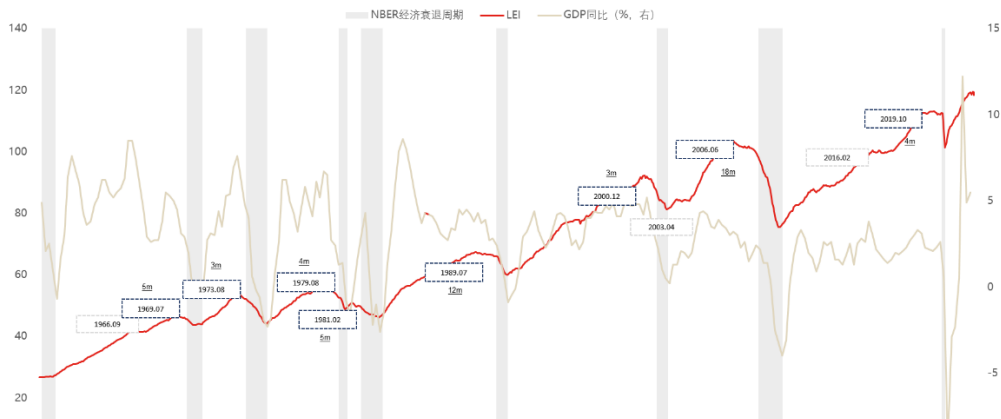
图 7：历次美债收益率曲线倒挂 vs 衰退周期（月份数）

倒挂	SPX 见顶	衰退开始	倒挂到 SPX 见顶	倒挂到衰退开始
1957.02	1957.07	1957.08	5	6
1959.09	1959.12	1960.04	3	7
1968.04	1968.11	1969.12	7	20
1973.03	1972.12	1973.11	-3	8
1978.09	1980.01	1980.01	16	16
1980.09	1980.11	1981.07	2	10
1989.02	1990.05	1990.07	15	17
2000.06	2000.08	2001.03	2	9
2006.01	2007.10	2007.12	21	23
2019.08	2019.12	2020.02	4	6
平均			7	12

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 8-9：谘商会领先指标已经连续 3 期下行，形成综合领先指标预警衰退的信号。消费、投资、金融条件的关键领先指标普遍处在下行趋势当中，其中一些指标已经跌落历史平均值。

图 8：谘商会领先指标（LEI）与美国衰退周期



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_43821

