

繁荣的顶点？“衰退交易”的历史启示

6月中下旬以来，全球资本市场的反应，似乎已从“滞涨交易”转向“衰退交易”。“衰退交易”的历史演绎，本轮又有何异同？本文分析，可供参考。

➤ 一问：商品价格普跌，释放的信号？市场对经济“衰退”的担忧

6月中下旬以来，大宗商品普跌、主要经济体股市震荡调整、长债利率回落等，似乎显示全球市场定价逻辑转向对经济“衰退”的担忧。6月8日以来，全球大类资产普遍下跌，其中铜、油、金分别下跌20%、11%、6%。7月5日，油价日内一度跌超9%，历史上同等跌幅极为罕见，往往伴随有供求大幅扰动、或衰退直接冲击，显示了当下市场对衰退风险的高度关注。

“衰退交易”兴起的时点，经济的韧性与通胀的攀高，又带给市场新的困惑。6月，美国非农新增就业人数37.2万人，远超市场预期的26.5万人，美国零售销售同比也高达8.94%，仍处高位，美国经济基本面仍显现了较强的韧性。与此同时，美国6月CPI高达9.1%，再创近40年新高。经济到底处于“过热”“滞胀”还是“衰退”？近期的市场表现仍存疑惑。

➤ 二问：“衰退交易”，历史如何演绎？通常，股债更早反应、商品有所分化

通常情况下，股债市场对经济的二阶导数较为敏感，会领先经济3个季度左右给出信号，“衰退交易”亦不例外。“衰退交易”初期，股票市场往往表现为指数见顶回落，强周期股票调整、弱周期股票强势；债券市场，往往会表现为国债长端利率的见顶回落、期限利差倒挂、信用利差快速走阔等。“衰退交易”后期，股市则会续杀盈利后、率先反弹，市场底领先盈利底出现。

商品市场通常由供需决定，对经济的一阶导数更为敏感；供需结构不同，决定不同商品价格表现的差异。铜为代表的基本金属，价格往往见顶于“滞胀”阶段；油为代表的能源价格更晚见顶。“铜油比”对辅助预判经济有良好效果，该指标“滞胀”阶段会快速走低，底部位置对应“衰退”开启。“衰退交易”中，商品价格往往大幅调整，仅避险资产黄金市场表现良好。

➤ 三问：本轮周期的异同，可能的演进？市场更早反应，预期或有反复

油价为代表的能源价格，与实际供需的“脱钩”，以及韧性的经济数据、高涨的通胀指标，显示“衰退交易”似乎操之过急。当前原油市场对衰退预期的定价，隐含对接下来出行旺季出行需求的预期，较5月下降或超6%，这与出行监测大幅背离。与过往衰退交易中油价走势相比，本轮市场更为“纠结”；近期油价隐含波动率的攀升，同样显现了市场对于衰退交易的疑虑。

本轮经济“滞胀”到“衰退”的切换，或始于冬春之交；短期，市场预期或仍有反复。领先指标指向，美国步入“衰退”的时点或在今年底至明年初，且“硬着陆”风险显著抬升，市场影响不容忽视。结合全球大通胀的背景，未来一段时期，海外经济、市场预期的稳定性依然较差，预期反复在所难免。这一过程中，美股或将维持弱势，而美元的强势表现则可能得到延续。

风险提示：美联储货币政策收紧不及预期、欧央行货币政策收紧超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、周度专题：繁荣的顶点？“衰退交易”的历史启示.....	4
1.1、商品价格普跌，释放的信号？市场对经济“衰退”的担忧.....	4
1.2、“衰退交易”，历史的演绎？股债通常更早反应、商品相对滞后.....	6
1.3、本轮周期的异同，可能的演进？市场更早反应，预期或有反复.....	10
二、数据跟踪：发达国家股市普遍上涨，大宗商品价格多数反弹.....	14
2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨.....	14
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化.....	16
2.3、外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元小幅升值.....	17
2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格多数上涨.....	18

图表目录

图表 1：6 月 8 日以来，主要大类资产价格变动.....	4
图表 2：CRB 金属与油脂的价格走势.....	4
图表 3：6 月中旬以来，美、德国债收益率快速回落.....	4
图表 4：7 月 5 日，油价一度暴跌近 10%.....	5
图表 5：历史上，油价单日跌超 10%的触发背景.....	5
图表 6：6 月，美国非农新增就业维持在 40 万人左右.....	5
图表 7：6 月，美国劳动参与率下降、失业率持平.....	5
图表 8：美国商业零售销售同比仍处高位.....	6
图表 9：6 月，美国 CPI 再创近 40 年新高.....	6
图表 10：衰退交易中，标普 500 指数趋于回调.....	6
图表 11：衰退交易中，周期股走弱，防御板块占优.....	6
图表 12：衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段.....	7
图表 13：经济衰退开始后美股继续回调深度与月数.....	7
图表 14：衰退交易中，美债收益率趋于回落.....	7
图表 15：期限利差倒挂通常是经济衰退的信号.....	7
图表 16：历次期限利差倒挂领先经济衰退月数.....	7
图表 17：信用利差通常在衰退交易中快速走阔.....	7
图表 18：2021 年铜的终端需求分布.....	8
图表 19：2020 年油的终端需求.....	8
图表 20：铜油比底部位置多对应“衰退”的开启.....	8
图表 21：铜价、油价见顶相对衰退时点的领先性.....	8
图表 22：衰退交易中，美元通常快速上行.....	9
图表 23：历轮衰退过程中的美元指数表现.....	9
图表 24：历轮衰退过程中的黄金价格表现.....	9
图表 25：衰退时点前后，黄金与美元的涨跌表现.....	9
图表 26：历次衰退交易中，各大类资产的领先时长.....	9
图表 27：衰退交易中，各大类资产领先的平均时长.....	9
图表 28：衰退交易的各个阶段，大类资产的市场表现.....	10
图表 29：各类资产在衰退开启后多久开始交易复苏.....	10
图表 30：本轮市场的衰退交易比过往更早.....	10
图表 31：全球出行相关原油不同景气度消费量.....	10

图表 32: 历轮衰退交易中的油价表现.....	11
图表 33: 近期, 油价的隐含波动率再度攀升.....	11
图表 34: 2020 年 3 月起, 美日欧央行资产负债表快速扩张.....	11
图表 35: 2020 年 3 月至 2021 年, 风险资产普遍上涨.....	11
图表 36: 风险资产与避险资产的联动加强.....	11
图表 37: 股票市场与商品市场的联动加强.....	11
图表 38: 美国近 11 次经济着陆中, 硬着陆高达 8 次.....	12
图表 39: 市场预期的衰退风险显著提升.....	12
图表 40: 美国制造业 PMI 新订单领先 GDP 同比变化.....	12
图表 41: 美国批发商库存同比增速最高.....	12
图表 42: CME 市场已在定价远期降息预期.....	13
图表 43: 当前货币政策显著偏离泰勒规则.....	13
图表 44: 4 月以来, 市场的 2022 年加息预期大幅波动.....	13
图表 45: 股票市场、债券市场的波动率显著提升.....	13
图表 46: 当下美股盈利预期仍未反映经济衰退的预期.....	13
图表 47: 年初以来, 美股防御板块表现优于周期板块.....	13
图表 48: 近期, 美元指数在避险情绪驱动下走强.....	14
图表 49: 近期, 做空欧元的力量仍在不断走强.....	14
图表 50: 本周, 发达国家股指普遍上涨.....	15
图表 51: 本周, 新兴市场股指多数上涨.....	15
图表 52: 本周, 美股行业多数上涨.....	15
图表 53: 本周, 欧元区行业多数上涨.....	15
图表 54: 本周, 恒生指数反弹.....	16
图表 55: 本周, 恒生行业多数上涨.....	16
图表 56: 主要发达国家 10Y 国债收益率走势分化.....	16
图表 57: 本周, 美德 10Y 利率下行, 英国上行.....	16
图表 58: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数下行.....	17
图表 59: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率分化.....	17
图表 60: 本周, 美元指数走强.....	17
图表 61: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元升值.....	17
图表 62: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	17
图表 63: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值.....	17
图表 64: 本周, 主要发达国家兑人民币多数升值.....	18
图表 65: 本周, 美元兑人民币小幅贬值.....	18
图表 66: 本周, 大宗商品价格多数上涨.....	18
图表 67: 本周, 布伦特原油、WTI 原油价格震荡分化.....	19
图表 68: 本周, 焦煤、动力煤价格分化.....	19
图表 69: 本周, 铜铝价格共振上涨.....	19
图表 70: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回落.....	19
图表 71: 本周, 贵金属价格小幅上涨.....	19
图表 72: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回落.....	19

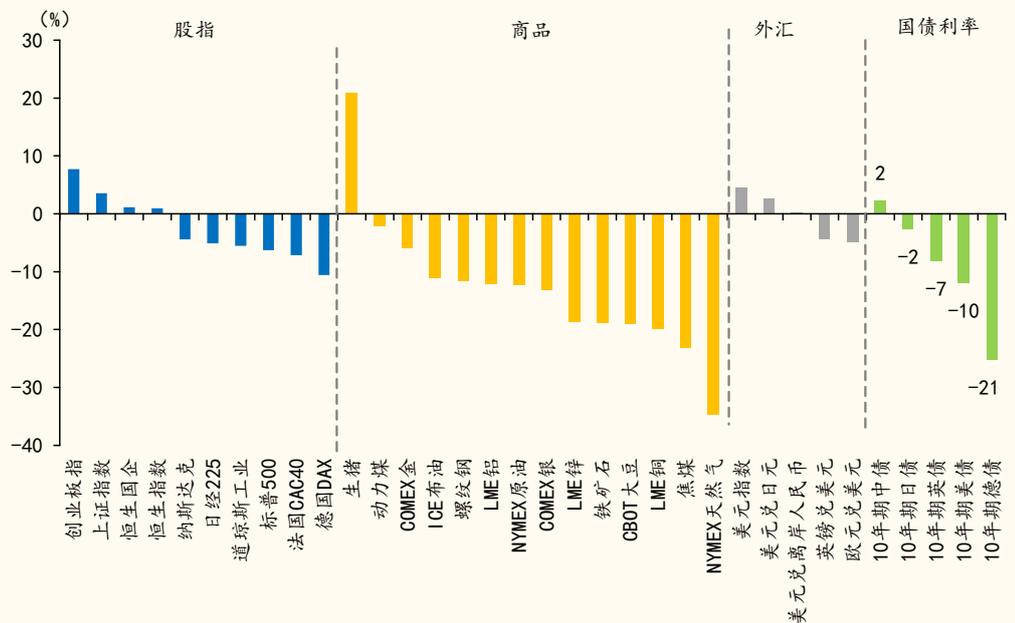
一、周度专题：繁荣的顶点？“衰退交易”的历史启示

6月中下旬以来，全球资本市场的反应，似乎已从“滞涨交易”转向“衰退交易”。“衰退交易”的历史演绎，本轮又有何异同？本文分析，可供参考。

1.1、商品价格普跌，释放的信号？市场对经济“衰退”的担忧

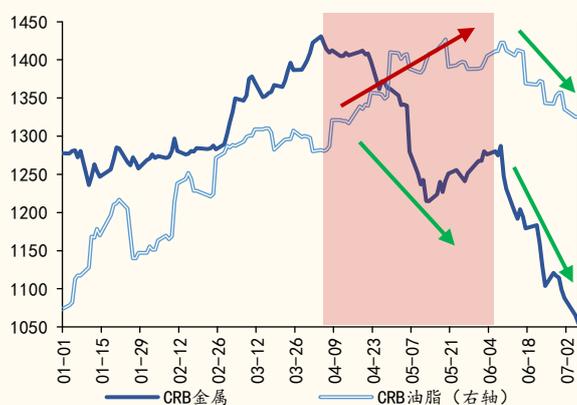
6月中下旬以来，大宗商品普跌、主要经济体股市震荡调整、长债利率回落等，似乎显示全球市场定价逻辑转向对经济“衰退”的担忧。6月8日以来，全球大类资产价格普遍下跌，其中LME铜、ICE布油、COMEX黄金价格分别下跌19.9%、11.1%、6.0%；主要经济体股市多数调整，德国DAX、法国CAC40、标普500、日经225分别下跌10.6%、7.2%、6.3%、5.1%；发达国家10Y国债收益率多数下行，10Y德债、美债、英债、日债分别下行21bp、10bp、7bp和2bp；美元创下近20年新高。全球市场的定价逻辑似乎都在向衰退交易转向。

图表 1：6月8日以来，主要大类资产价格变动



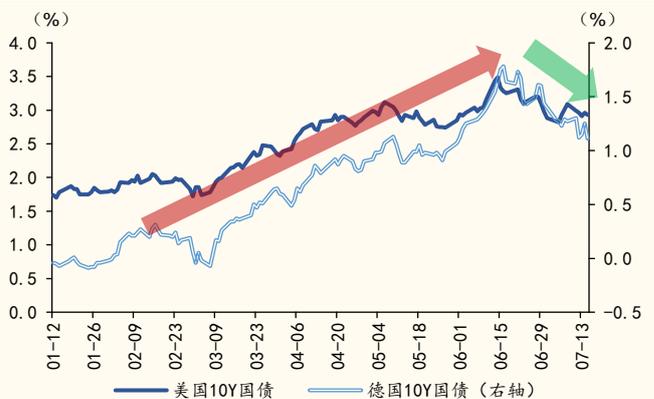
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：CRB 金属与油脂的价格走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

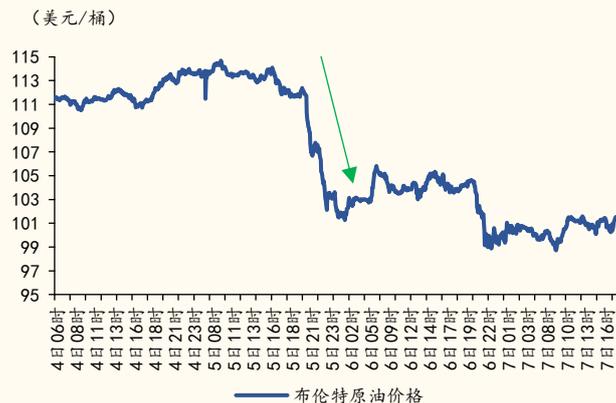
图表 3：6月中旬以来，美、德国债收益率快速回落



来源：Wind，国金证券研究所

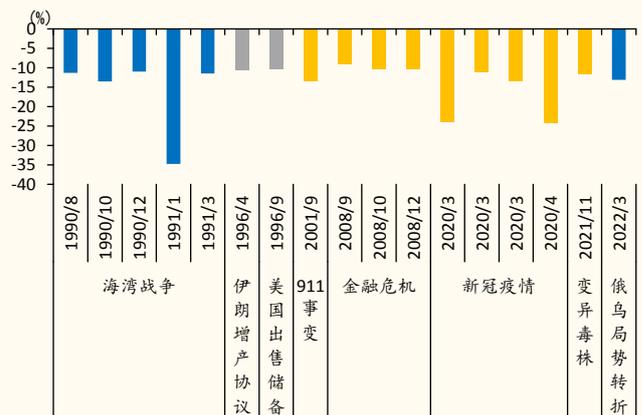
7月5日，油价跌超9%，历史上这一跌幅往往伴随有供求大幅扰动、或衰退直接威胁；而当下美国经济韧性仍强，显示了投资者对衰退的高度担忧。7月5日晚间，布伦特原油价格一度从112美元/桶暴跌至101美元/桶，跌幅一度达9.8%。回溯历史可以看到，油价单日下跌10%的情形并不多见；其中6次受产油国战争影响、2次受原油供给大幅异动，其余9次，分别发生在互联网泡沫、金融危机和新冠疫情的直接冲击下，经济均处于衰退环境之中。而本次离经济离衰退尚有距离，这一背景下的油价暴跌，更凸显了市场对衰退的担忧。

图表4：7月5日，油价一度暴跌近10%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

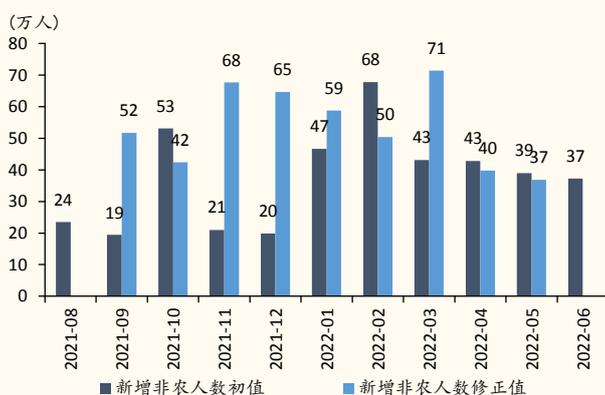
图表5：历史上，油价单日跌超10%的触发背景



来源：Bloomberg，国金证券研究所

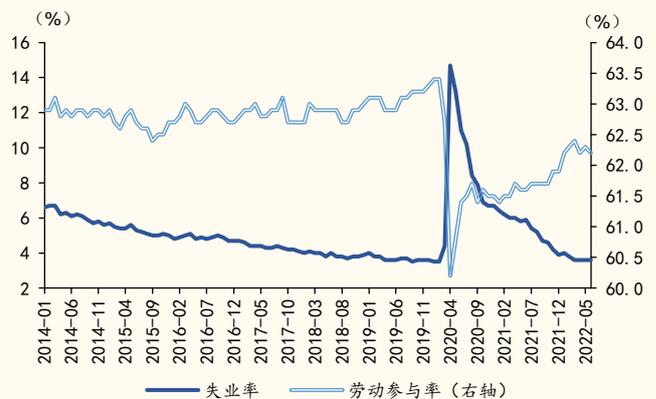
“衰退交易”兴起的时，经济的韧性与通胀的攀高，又带给市场新的困惑。从就业数据来看，美国非农新增就业人数 37.2 万人，远超市场预期的 26.5 万人，失业率也连续 4 个月维持在 3.6% 的低位，就业市场仍显现了较高的韧性；¹经济数据方面，6 月美国零售销售同比仍处高位，高达 8.94%，周频的红皮书商业零售销售数据也在 7 月 16 日再度升至 14.6%，反映了基本面较强的韧性。与此同时，美国 6 月 CPI 同比增速则高达 9.1%，再创近 40 年新高，并进一步对市场预期产生扰动。交易“滞胀”还是转向“衰退”，成为了市场关注的焦点。

图表6：6月，美国非农新增就业维持在40万人左右



来源：Bloomberg，国金证券研究所

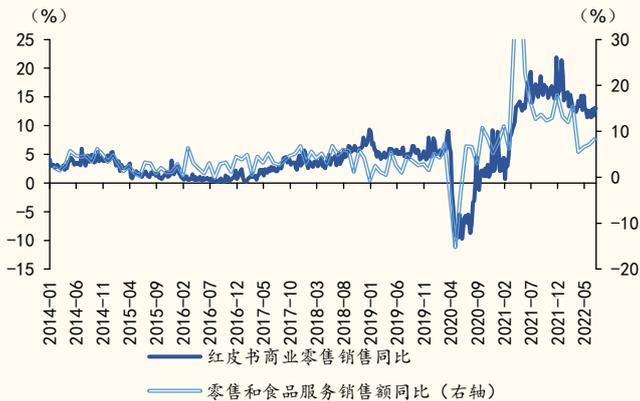
图表7：6月，美国劳动参与率下降、失业率持平



来源：Bloomberg，国金证券研究所

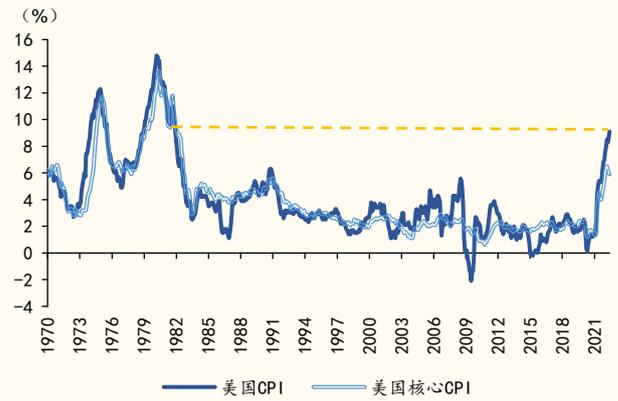
¹关于美国就业市场的讨论，详情参阅《从就业市场，看美国衰退有多远？》。

图表 8: 美国商业零售销售同比仍处高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9: 6月, 美国CPI再创近40年新高

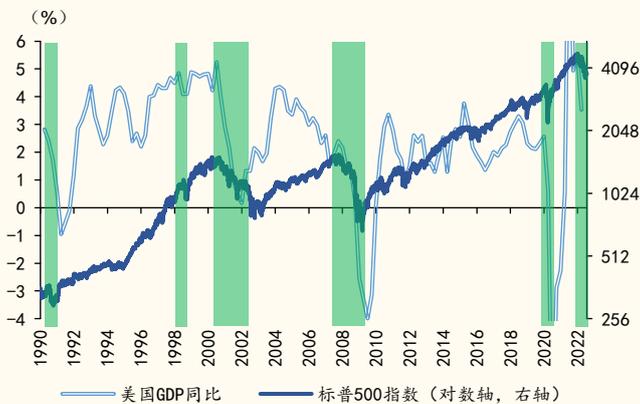


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、“衰退交易”，历史的演绎？股债通常更早反应、商品相对滞后

“衰退交易”中，股票市场通常会较早反应，主要表现为指数见顶回落、强周期股票的相对弱势、“杀估值”到“杀盈利”的两阶段下跌。1) 衰退交易中，标普 500 指数通常都会发生 20%以上幅度的回调，股市经历牛熊转换；2) 结构上，强周期板块调整幅度较大，周期性较弱的防御性板块相对占优；3) 股市通常会经历，加息周期中分母端冲击→衰退担忧下风险偏好冲击→衰退发生后盈利端冲击，前两者表现为“杀估值”，后一阶段则为“杀盈利”；经济步入衰退后，盈利预期的下修、与估值的被动抬升，往往使股市调整再延续一段时间。

图表 10: 衰退交易中，标普500指数趋于回调



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 11: 衰退交易中，周期股走弱，防御板块占优



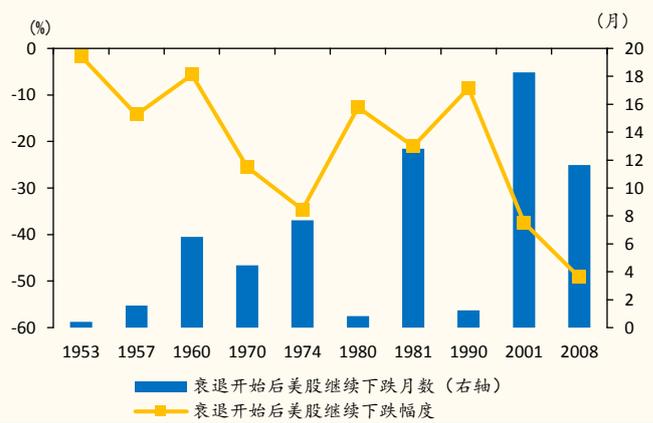
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12: 衰退中, 股市通常经历杀估值、盈利两阶段



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

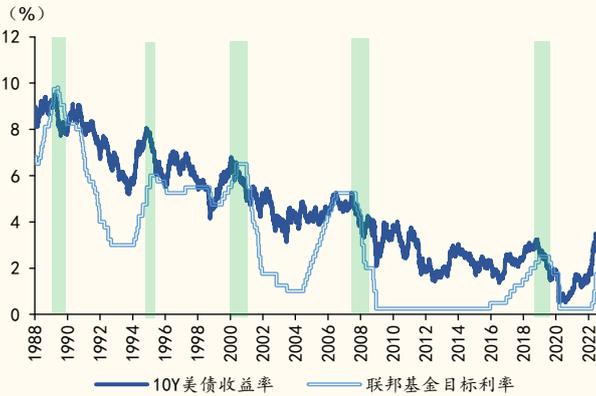
图表 13: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

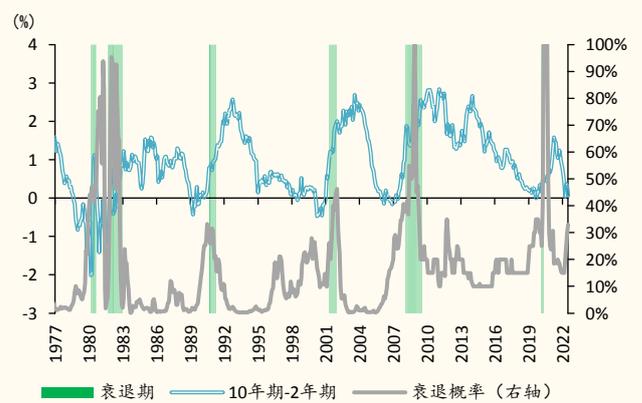
债券市场同样会提前反映经济衰退, 这通常表现为长端收益率的见顶回落、期限利差的倒挂、信用利差的快速走阔。1) 加息周期仍未结束, 但在避险需求与预期转向的驱动下, 长端收益率已经开始回落; 2) 期限利差倒挂一般领先经济衰退 3-4 个季度, 随后利差在底部区间震荡下行, 直至降息周期开启后起底回升; 3) 出于对低等级信用债违约风险的担忧, 信用利差通常快速走阔。

图表 14: 衰退交易中, 美债收益率趋于回落



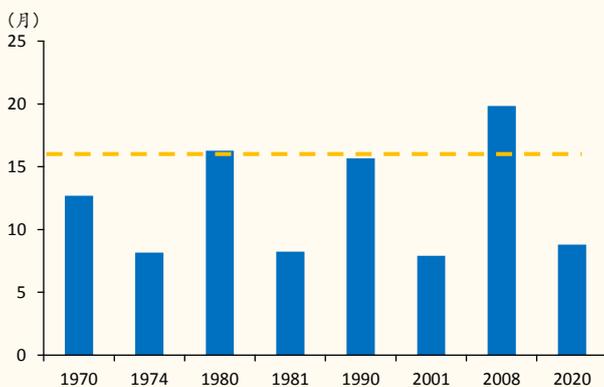
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 期限利差倒挂通常是经济衰退的信号



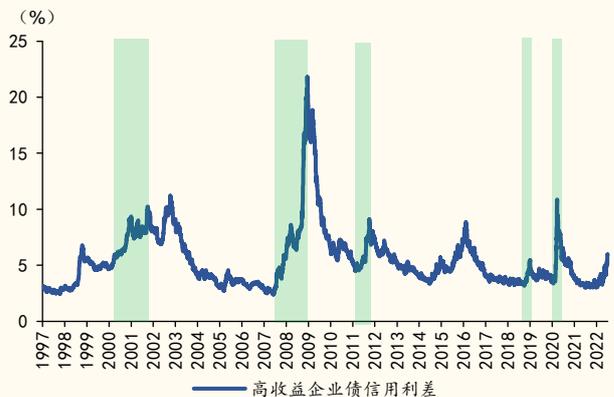
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 历次期限利差倒挂领先经济衰退月数



来源: Wind, 国金证券研究所

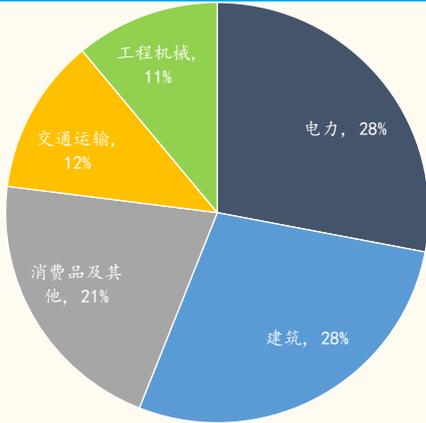
图表 17: 信用利差通常在衰退交易中快速走阔



来源: Wind, 国金证券研究所

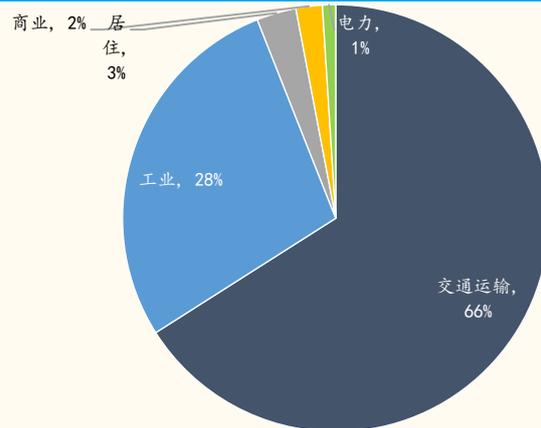
商品市场通常由供需决定，对经济的一阶导数更为敏感；供需结构不同，决定不同商品价格表现的差异。铜的需求结构中过半与工业生产相关，均指向强周期因素；而原油需求中 66%源自交运，弱化了油价对经济周期的反映。因此，铜为代表的基本金属，价格往往见顶于“滞胀”阶段；油为代表的能源价格更晚见顶。历史回溯来看，铜价见顶往往始于经济拐点处，通常领先油价见顶 1-4 个月，领先衰退时点约 6 个月，这与经济连续两季度负增长的衰退定义相恰。“铜油比”，在“滞胀”阶段通常快速走低，底部位置则对应“衰退”的开启。

图表 18: 2021 年铜的终端需求分布



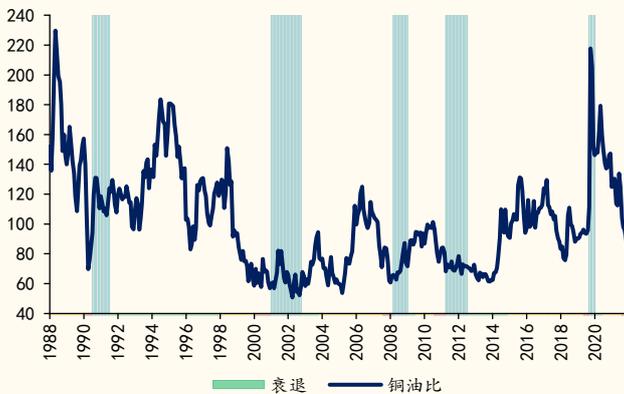
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 2020 年油的终端需求



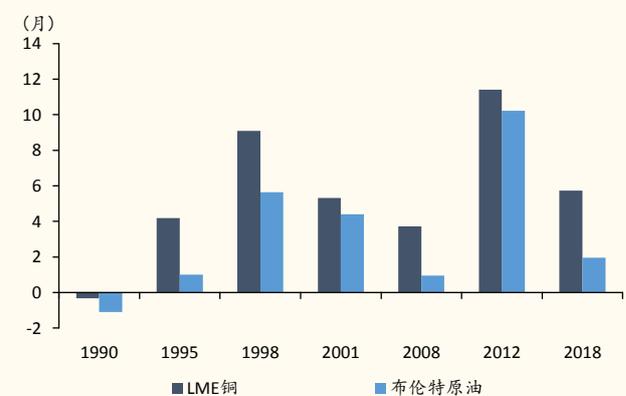
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 铜油比底部位置多对应“衰退”的开启



来源: Bloombera, NBER, 国金证券研究所

图表 21: 铜价、油价见顶相对衰退时点的领先性



来源: Bloombera, NBER, 国金证券研究所

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_44380

