



2022 年 09 月 21 日

美国“衰退交易”何时到来、如何开启？

——探索宏观主线切换及推演大宗商品走势

王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	wangxiao019787@gtjas.com
王蓉	投资咨询从业资格号：Z002529	wangrong013179@gtjas.com
刘雨萱（联系人）	从业资格号：F03087751	liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读：

从美国现实经济表现来看，无论是就业、消费还是工业生产均不能断定当下经济已经进入衰退，甚至强劲的就业、具有韧性的美国消费、高位回落的工业生产勾勒了当下美国经济正处于脱离过热、迈进下一个阶段的过渡通道之中，不过从劳动力市场供需矛盾出现缓解信号、内在增长动能趋软来看，美国经济边际走弱已成现实，且持续下行已成定局。

我们尝试对未来美国经济何时进入衰退、何时交易衰退进行推演，根据部分领先指标显示，美国经济边际下行趋势较为清晰。从劳动力市场看，1）美国劳动力市场需求先行指标已经开始周期性回落，一般领先职位空缺数快速（衰退）1 年左右；2）劳动参与率有所回升，就业市场的高需求主线转为供给修复主线，可能带来近期失业率有所回升但单月劳动力增长动力维持韧性的局面；3）衡量职位空缺-失业率两者关系的贝弗里奇曲线显示，一旦职位空缺数分别下至 1000 万和 700 万人之时，可能分别对应衰退预期增强和衰退的现实，同时职位空缺-失业率组合在曲线移动的斜率决定了是“硬着陆”还是“软着陆”。

我们的基本结论是，虽然宏观指标边际走弱、先行指标下行，但劳动力市场仍旧极具韧性，当下来看并不符合衰退的定义，恐怕也难以期待所谓的货币政策转向并开启衰退预期的交易模式。一旦就业数据落入衰退预期阈值，美联储开始考虑货币政策边际放缓甚至是转向之时，衰退交易正式在美债收益率上趋势性地显现出来。但在面对本轮衰退之时，货币和财政政策应对速度可能会相对滞后、力度也会更为谨慎。

从大类资产表现来看，我们将未来的宏观交易分为三个阶段。首先，我们认为当下海外宏观主线仍旧是高通胀和货币政策紧缩的（通胀-紧缩）组合，即以利率抬升、美元走强、市场普遍受短端利率快速抬升带来估值压力、风险偏好低迷为特征。宏观压力将对以贵金属、原油、铜为代表的金融属性偏强的品种显著施压。其次，在进入衰退前，可能会面临通胀回落、就业市场尚可、地缘政治风险相对明朗化的风险偏好短期反弹阶段，此时美债收益率整体继续偏强，美元指数筑顶有所回落，且价值表现好于成长、大宗商品相对权益更具韧性，各类商品自身的供需基本面矛盾将更为突出，走势将有所分化。最后，一旦以就业为首的衰退信号出现，商品也将迎来一波共振式的衰退交易，其中高估值的商品将优先跌落，美债收益率从周期顶部回落，期限溢价再度下行。

当下，衰退的故事仅仅是序章落幕，正篇远远还未到来，不远的未来将接棒紧缩，成为市场下一个大类资产的交易主线条。

目录

1. 定义衰退：美国离衰退期尚远，但边际走弱已成定局	3
2. 领先指标显示美国经济边际下滑趋势较为明确	5
2.1 预测效果和择时意义更好的近端远期利差并未进入倒挂区域，10-2Y 期限溢价稍显过度悲观	6
2.2 调查类指标皆显示出一致性的衰退信号，但存在情绪和现实的分化	7
2.3 前瞻性经济活动指标受金融条件指数持续收紧影响而走弱，指标与商品和通胀预期严重分化	8
3. 以就业为线索推演衰退时点，关注职位空缺数跌破阈值释放衰退信号	9
3.1 职位空缺数处历史高位显示劳动力市场偏紧，但雇佣计划回落显示劳动力需求放缓	9
3.2 劳动力供给回归可能推动失业率上升，但新增就业仍较为强劲	10
3.3 若职位空缺回落到趋势线之下，衰退预期和衰退交易可能趋势性启动	11
4. 衰退节点前后政策的应对以及大类资产配置的观点	12
4.1 利率提升持续形成估值压力，货币政策转向预期不宜太早	12
4.2 大类资产配置观点	13
4.2.1 海外宏观主线可能呈通胀-紧缩、短期风险偏好反弹、衰退交易三个阶段切换	13
4.2.2 年底前各类商品基本面矛盾主导，衰退信号后宏观共振下行再现	14
5. 结论	15

(正文)

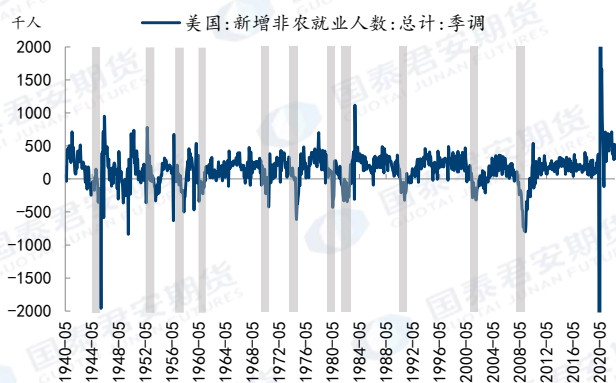
周期齿轮循循轮转，衰退滞涨音频共振。即便有前车之鉴，亦未能抵挡住百年难遇的疫情、40 年未见的极端通胀、以及央行快速加息对经济带来的一波又一波的冲击。处在经济周期拐点的当下，多头信心趁机狂欢，冰山下却处处埋藏衰退的暗礁，未来能否在湍急的河流中平稳着陆、衰退信号从何出现、衰退交易何时再来等等讨论甚嚣尘上，我们试图于本文一窥究竟。

1. 定义衰退：美国离衰退期尚远，但边际走弱已成定局

尽管连续两个季度 GDP 出现负增长，美国经济已经出现技术性衰退，但距离从官方角度定义的实质性衰退仍有一段距离。根据 NBER 官方定义，衰退期间描绘了美国在深度、广度、久期方面经济活动的全面下行，以扣除转移支付的实际个人收入、非农就业、家庭调查就业、实际个人消费支出、批发与零售实际值、工业生产指数等 6 个主要指标为判断依据，概括来看可分为就业、消费、工业生产三个维度的经济表现来观察定义是否进入衰退。

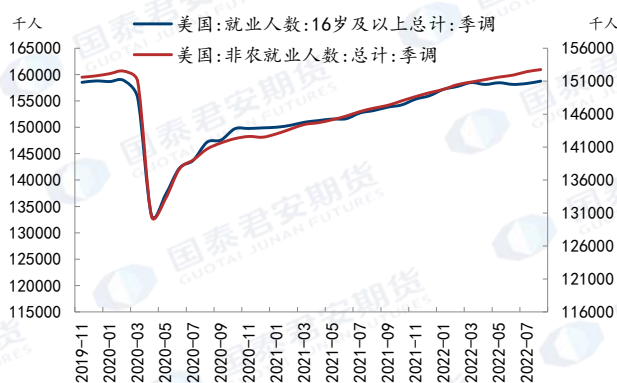
首先，从就业表现来看，无疑是处于强劲且供不应求的劳动力市场，但已初现缓解苗头。8 月非农新增就业人数为 31.5 万人，显示劳动力需求依旧处于由商品向服务需求转向的动车之上，新增劳动力需求最集中的行业依旧为教育和保健服务、零售业、休闲和酒店业等服务行业。同时失业率显著上升至 3.7%，劳动参与率亦突破瓶颈上升至 62.4%，特别是壮龄劳动力参与率（25-54 岁）延续 7 月升势，上涨 0.4 个百分点至 82.8%，意味着困扰劳动力供给的用工短缺问题有边际上的松动，之前退出或未参与劳动力市场的人可能正在寻找就业机会。这一点从家庭调查(Household Survey)的就业人数与机构调查(Payroll Survey)就业人数缺口收窄也能略窥一二，2022 年 3 月开始两者增长速率出现显著劈叉，这意味着劳动力供给不足导致身兼数职的人数增加，则按人头统计的家庭调查表现不如按职位统计的机构调查，而一旦家庭调查就业人口回归稳定回升通道，则劳动力紧张现状有望破解。

图 1：新增非农就业在衰退期内均出现显著转负



资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 2：家庭调查与机构调查就业人数缺口开始收窄

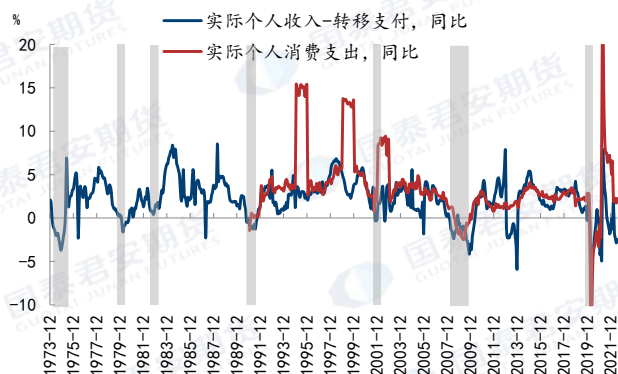


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

其次，消费增长动能仍在，但边际递减之势已出。消费之于美国经济的重要性不言而喻，从支出法看美国 GDP 结构，截至 2022Q2 个人消费占比超过 70%，为 GDP 最大的拉动项，而此前市场对连续两个季度的 GDP 环比转负反应仅仅停留在未来预期层面的重要原因也是消费拉动仍表现良好。从 NBER 最为关注的个人支出、收入和零售数据来看，过去官方定义的衰退期内均有同比转负的情况出现，而当下零售数据与支出数

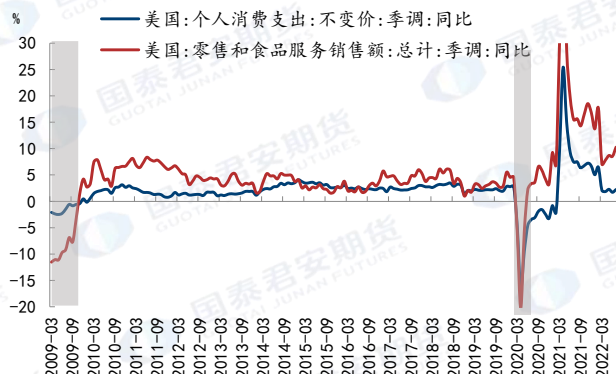
据尚且表现良好，扣减转移支付的实际个人收入却已出衰落信号。更微观的角度来看，美国银行出具的消费者统计表明，8月总支付额同比增长13%，而占总支付额20%以上的信用卡和借记卡支出总额同比增长11%，衡量美国银行客户家庭平均信用卡支出8月同比增长5%，呈边际递减之势。

图3：扣减转移支付的实际个人收入已出衰落信号



资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图4：零售数据与支出数据表现良好

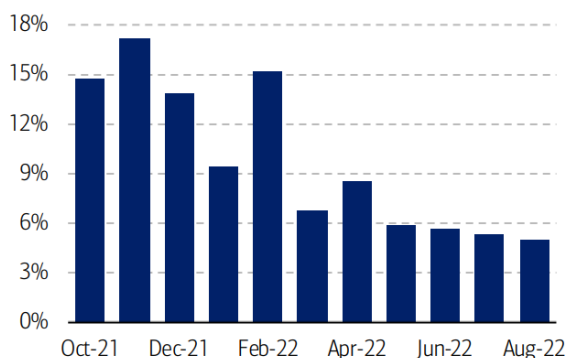


资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图5：家庭平均信用卡支出8月同比增长5%，呈边际递减之势

Exhibit 9: Monthly card spending per household, based on Bank of America credit and debit cards (%YoY, monthly, Not seasonally adjusted (NSA))

Card spending per household increased by 5% YoY NSA in August

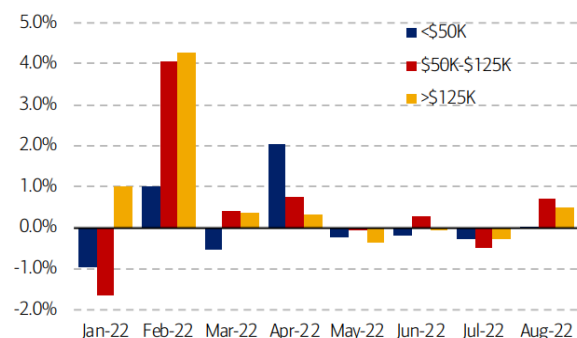


资料来源：Bank of America

图6：除去食品、汽油、和公共事业的家庭平均支出环比回弹

Exhibit 10: Monthly card spending per household excluding food, gas and utilities, based on Bank of America credit and debit cards (%MoM, seasonally adjusted (SA))

Discretionary spending growth rebounded in August after contracting in July

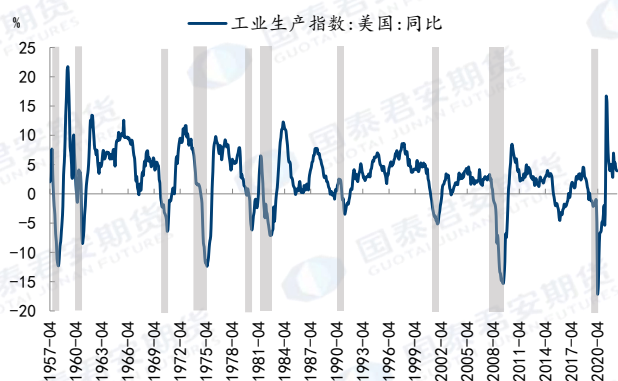


资料来源：Bank of America

工业生产表现方面，历次衰退无一不伴随着工业生产指数的同比转负，当下尽管工业生产指数刚刚疫后修复回到正常值，但是以 PMI 作为工业生产指数的前瞻指标来看，至少未来 3-4 个月将持续下滑，而目前制造业 PMI 已经接近荣枯线附近，且未有扭头迹象，**工业生产指数或将成为各大衰退指标中首现衰退信号的重要指标**。同时，工业生产指数较美国全社会库存为领先指标（领先一个季度左右），在工业生产指数已率先进入下行通道且将持续下行之时，已现同比拐点的制造商库存或将带领批发商库存以及零售商库存进入企业主动去库周期，在需求下滑叠加库存高企下，美国补库周期基本已经宣告结束，微观层面各大零售商的促销与电子行业的大幅砍单亦能作为印证。未来随着美国加速去库，各家企业利润将受到显著挤压，再投资意愿降低，国内大宗商品的出口需求将受到抑制，但同时美国通胀压力也将得到缓解，整体经济水平或将

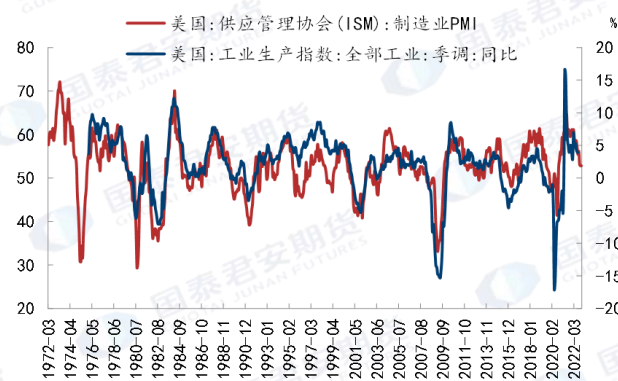
呈现各个环节联动的加速走弱。

图 7：历次衰退无一不伴随着工业生产指数同比转负



资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 8：美国制造业 PMI 领先工业生产指数约 3-4 个月



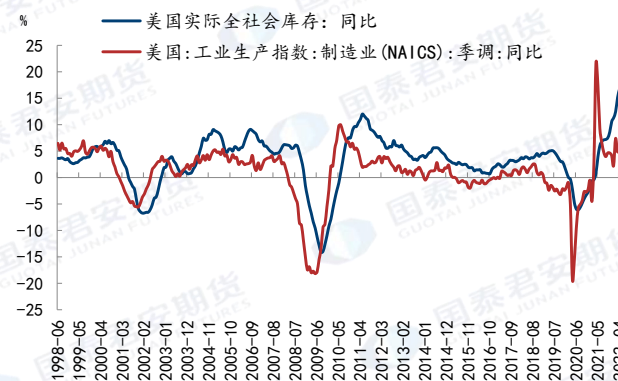
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 9：制造商库存同比已现拐点



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 10：美国制造业 PMI 领先工业生产指数 3-4 个月



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

总结来看，无论是就业、消费还是工业生产均不能断定当下经济已经进入衰退，甚至强劲就业、具有韧性的美国消费、高位回落的工业生产勾勒了当下美国经济正处于脱离过热、迈进下一个阶段的过渡通道之中，不过从劳动力市场供需矛盾出现缓解信号、内在增长动能趋软、库存周期来看，美国经济边际走弱已成现实，且持续下行已成定局。

2. 领先指标显示美国经济边际下滑趋势较为明确

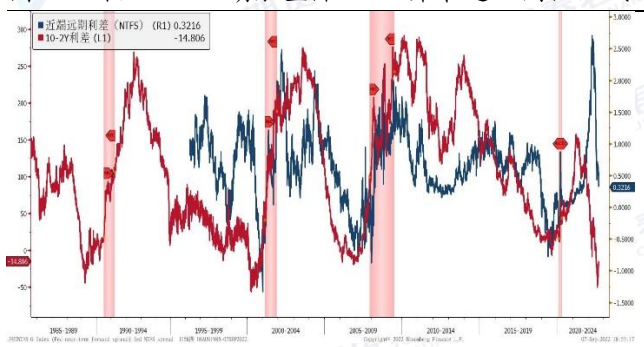
在对当下美国经济做出定性后，我们将尝试对未来美国经济何时进入衰退、何时交易衰退进行推演。我们将筛选部分领先指标，对其效果和实用意义进行梳理，领先指标显示美国经济边际下滑趋势较为明确。其中，美债收益率长短端利差尤其是短期远端利差在预测和择时效果上较高，其进入倒挂后对长短端（10Y、3M）美债收益率趋势下行有较好的指示意义。调查类指标皆显示出一致性的衰退信号，但存在情绪和现实的分化，目前来看略显情绪性过度悲观之态。前瞻性经济活动指标受金融条件指数持续收紧影响可预见的

将继续走弱，目前各项指标与商品和通胀预期严重分化值得警惕。

2.1 预测效果和择时意义更好的近端远期利差并未进入倒挂区域，10-2Y 期限溢价稍显过度悲观

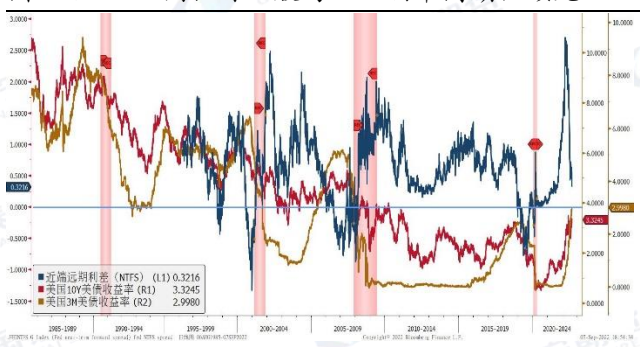
在美联储 2018 年发布的论文（The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror）中，展示了相比传统期限溢价（10 年期-2 年期、10 年期-3 个月），近端远期利差（The Near-Term Forward Yield Spread, NTFS）对于指示经济衰退预期以及货币政策的宽松预期有着更好的效果，因其较少地受到预期情绪的扰动。相比 10 年期-2 年期利差已经进入深度倒挂区域，目前近端远期利差指标并未进入倒挂预期，预示着 10-2 期限溢价可能在当下显得过度悲观。而当近端远期利差进入倒挂区域后，往往与 10 年期美债收益率见顶同步，并领先 3 个月美债收益率（代表利率预期）约 1 个季度左右。近端远期利差倒挂对于大宗商品的预示效果在不同衰退周期中由于大宗商品供需情绪不同而并不具有共性。

图 11：相比 10-2 期限溢价 NTFS 并未进入倒挂区域



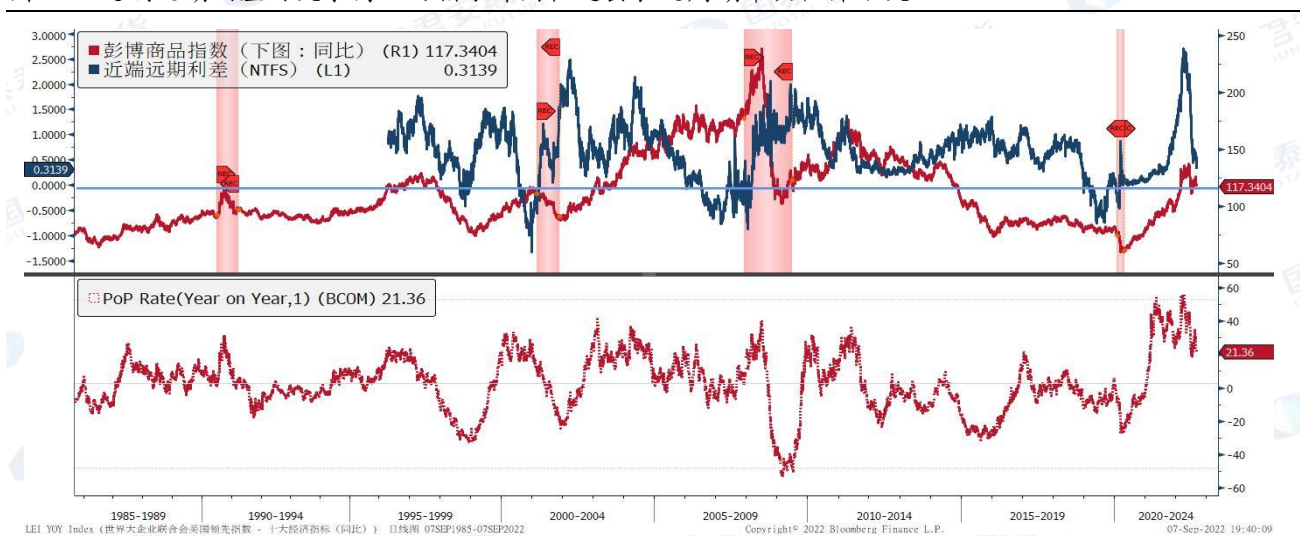
资料来源：Bloomberg

图 12：NTFS 倒挂时一般与 10Y 利率同期但领先 3M



资料来源：Bloomberg

图 13：近端远期利差对大宗商品的指示作用在过去衰退周期中共性并不大



资料来源：Bloomberg

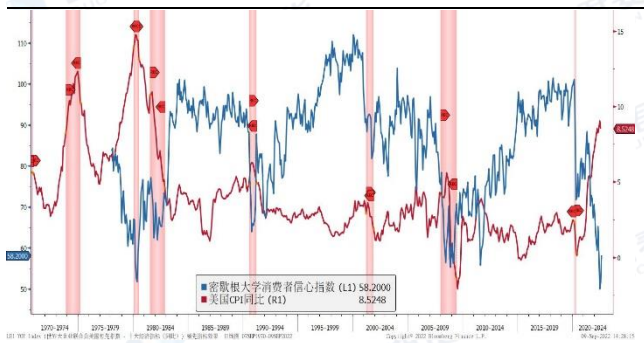
2.2 调查类指标皆显示出一致性的衰退信号，但存在情绪和现实的分化

美国密歇根大学消费者信心指数和 ZEW 美国经济景气指数作为典型的调查类指标，已经明显地展现出深度衰退焦虑。

美国密歇根大学消费者信心指数目前正处在历史极低位置，接近于大通胀时期水平，已然呈现出严峻的衰退现实。一方面看，消费者信心指数急剧下落至历史低位主要是受历史高位的通胀读数拖累，而正如近两个月观察到的，一旦美国通胀数据继续呈现顶部回落态势，消费者信心指数可能从极低位置有所反弹，反映出消费者对于通胀的担忧厌恶感有所缓解。另一方面看，消费者信心指数对衰退期的前瞻性并不显著，亦会出现情绪和现实的明显分化，正如目前极低的消费者信心指数对应的是仍明显高于上一个周期的零售销售同比增速，故而略显情绪性过度悲观之态。

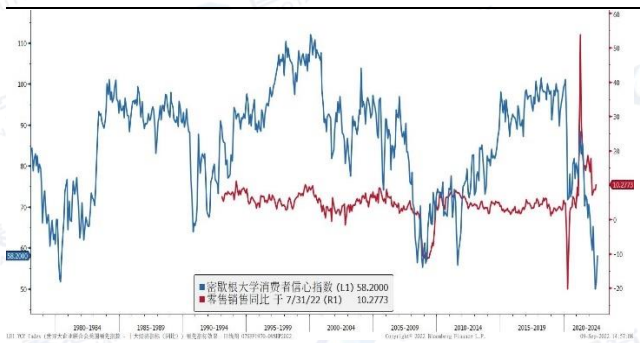
ZEW 美国经济景气指数衡量的是调查对象对美国经济乐观-悲观人数比率之差，它的实用意义在于 ZEW 经济景气指数预期领先 ZEW 经济景气指数现实呈现出较为稳定的 11 月的波峰谷底的对应，这意味着在目前预期指数没有清晰的见底迹象时，后续 11 个月现实指数预计将继续呈下行趋势。

图 14：消费者信心指数受高通胀影响已进入历史极低位置



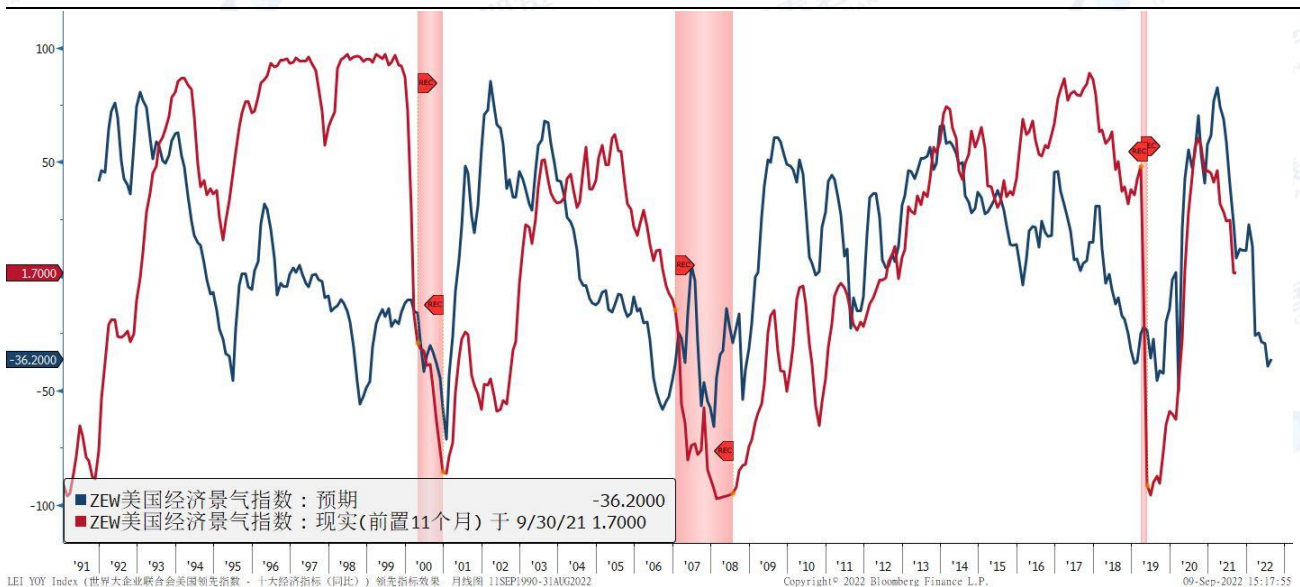
资料来源：Bloomberg

图 15：调查类信心指数与现实消费增速有所分化



资料来源：Bloomberg

图 16：ZEW 美国经济景气指数（预期）领先经济景气指数（现实）约 11 个月

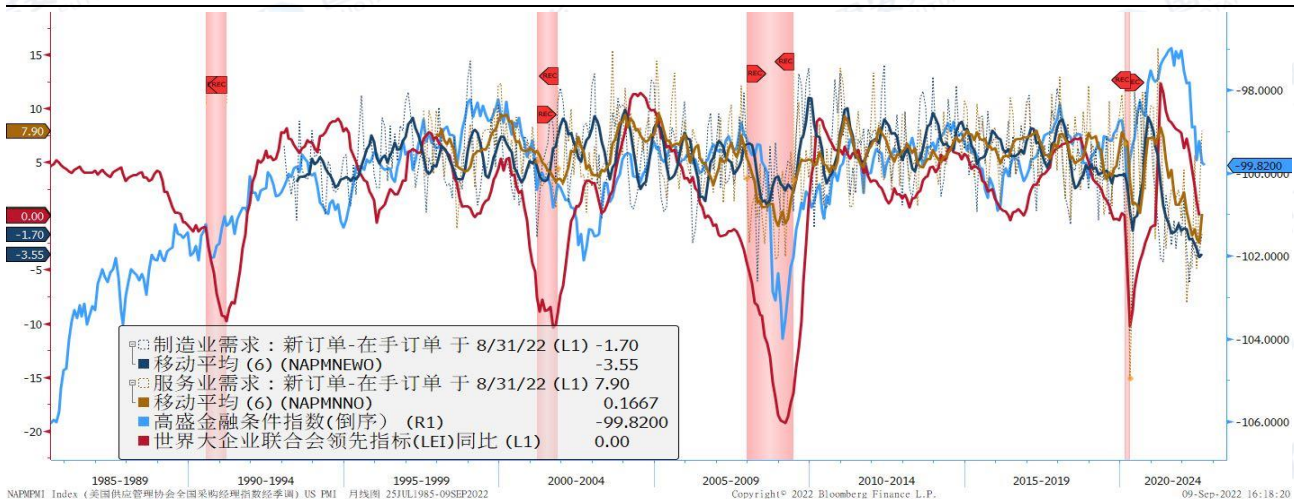


资料来源：Bloomberg

2.3 前瞻性经济活动指标受金融条件指数持续收紧影响而走弱，指标与商品和通胀预期严重分化

世界大企业联合会领先指标（LEI）和美国 ISM 指数新订单-在手订单可以作为反应美国总需求的前瞻性指标。当下的宏观环境下，美联储坚持收紧货币政策以抗击通胀无疑是确定性最高的宏观线索，这意味着美国金融条件指数（FCI）将继续收紧，作为美国经济周期之母，必然意味着后续经济活动指标将继续承压下行。

图 17：美联储坚定抗击通胀意味着金融条件指数仍有收紧空间并继续施压经济活动指标



资料来源：Bloomberg

目前 LEI 同比正落在临界点处。当世界大企业联合会领先指标（LEI）同比有效突破负值区间时间节点时可视为衰退预期指示，对美债收益率开启主要下跌趋势和大宗商品同比下行有一定领先作用。但是相对而言 LEI 的择时效果并不理想，在有限的衰退周期样本中 LEI 同比转负领先衰退现实在 5-15 个月不等。

ISM 制造业和非制造业指数中新订单减去在手订单可以代表新增需求的强劲程度，可以更好、更前瞻地反应出美国经济需求端变化。目前代表制造业和非制造业的增量需求指标（6 个月平均）已经持续落入负值区域，意味着增量需求的持续萎缩。并且与金融危机时期出现了相似一幕——新增需求与大宗商品和通胀预期出现严重分化。

图 18：LEI 同比进入负增长时可驱动美债进入下行 图 19：LEI 同比进入负增长时可驱动大宗商品（及同

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_46327

