

“周期的力量”系列（一）

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）

chendafei@gjzq.com.cn

美国经济能否逃逸“衰退”？

年初以来，海外市场持续定价基本面的修复，逐渐偏离了对衰退的定价。美国经济已跨越周期的顶点，进入“准衰退”阶段。美联储成员对美国经济“软着陆”依然乐观，或导致其低估货币政策的紧缩效应，存在“矫枉过正”的风险。

经济周期的界定：NBER 是如何划分美国经济周期的？

NBER 是界定美国经济周期的权威机构，但方法是主观的，确定周期拐点的时间是滞后的，无法指导交易。这根源在于其对衰退的定义：“经济活动显著下降，且范围广泛、持续数月”，可归纳为 3 个标准：深度、广度和长度。NBER 并未明确量化指标，其确定周期顶点的时间平均滞后 7 个月，确定低谷的时间平均滞后 15 个月。

NBER 对周期拐点的界定分季频和月频两种，以月频为主。两者参考的底层指标不同。季频主要考察实际 GDP 增速和实际国内总收入（GDI）增速，权重相等。月频参考 6 个指标：工业生产、批发与零售、个人收入（扣转移支付）、个人消费支出、非农薪资就业、家庭调查就业，均为实际值，分属于生产、销售、收支和就业。

NBER 并未界定深衰退和浅衰退，市场多从常识进行判断，未从深度、广度和长度对衰退进行区分。衰退时间的长短与衰退程度的深浅并不是一一对应的关系。深衰退和浅衰退更多是从经济总量的回撤上来界定的。基于历史经验，本文将“深衰退”定义为：GDP 降幅大于等于 1.74% 或 GDI 降幅大于等于 1.92%；反之则为“浅衰退”。

美国周期的画像：1960 年来的 9 次衰退的比较

本文量化了 NBER 衰退的 3 个标准，从横向和纵向两个维度比较了 8 个底层指标（季频+月频）在过去 9 次衰退中的表现，重点关注 5 个方面：1. 衰退的起因；2. 单一指标的高点和低点与周期顶点和低谷的领先-同步-滞后关系；3. 回撤幅度；4. 下行期和修复期的长度；以及 5. 回撤速率和修复速率。

没有两次衰退是一样的，深衰退与浅衰退内部也存在较大差异，但仍能挖掘出周期的共性。批发与零售的平均回撤最大（10.2%），工业生产排名第二（9.8%），其它 4 项指标回撤均值位于 3.5-4% 之间。消费支出是 6 个指标中最具韧性的，无论是深衰退还是浅衰退，都是经济稳定的“压舱石”。“滞胀式衰退”的共同点是就业的韧性（相对而言）。

月频的 6 个底层指标的衰退期都比修复期短。消费支出的衰退期（6.4 个月）和修复期（7.8 个月）都是最短的。非农就业和工业生产的衰退期约 11 个月，修复期分别为 17 和 20 个月。家庭就业的衰退期和修复期差异最大，分别为 9.6 和 18.8 个月。批发与零售的回撤和修复速率最大（1.9% 和 1.3%），其次是工业生产（1.6% 和 0.7%）。

周期的拐点与方向：拐点的基本特征和最佳观测指标

周期顶点的特征有：第一，6 个指标中至少有 3 个出现高点；第二，批发与零售和工业生产是最佳领先指标，平均领先 2 个月和 1 个月；第三，就同步性而言，工业生产是平均偏离度最小（1.8），所以是最佳同步指标。

周期低谷的特征有：第一，至少有 3 个指标的最低点领先或同步于低谷（1973-75 年衰退除外）；第二，批发与零售和消费支出是最佳领先指标，频次均为 7 次，但前者的平均偏离度更小；第三，工业生产是最佳同步指标。

2022Q4 满足周期顶点的特征，短期下行压力需关注 6 个方面。截止到 2022 年底，3 个出现高点的指标为：批发与零售、工业生产和个人收入。短期下行压力来自：（1）货币政策的紧缩效应被低估；（2）货币政策滞后效应未充分体现；

（3）工业短期内或将延续下行趋势；（4）信贷增速拐点已现；（5）库存周期拐点已现；（6）消费的高景气难以为继。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期；

内容目录

一、经济周期的界定：NBER 是如何划分美国经济周期的？	5
（一）周期的定义：NBER 周期的主观性和滞后性	5
（二）NBER 周期：参考指标、衰退的标准和周期的时变特征	5
二、美国周期的画像：1960 年来的 9 次衰退的比较	8
（一）横向比较：9 次衰退中 NBER 周期 6 个底层指标的比较	9
（二）纵向比较：NBER 周期 6 个底层指标在 9 次衰退中的比较	25
三、周期的拐点与方向：拐点的基本特征和最佳观测指标	28
（一）拐点的特征：NBER 周期顶点和低谷的 3 个基本特征	28
（二）顶点的确立：2022 年 4 季度或成为美国疫后扩张周期的顶点	29
风险提示	32

图表目录

图表 1：NBER 方法在确定周期顶点和低谷时是滞后的	5
图表 2：实际 GDP 和实际 GDI 环比（折年率）增速的比较，及其与 NBER 实质性衰退的关系	6
图表 3：NBER 周期委员会观察的 6 个底层指标的波动性	7
图表 4：失业率的上行或领先于周期顶点	7
图表 5：失业率的下降或滞后于周期低谷	7
图表 6：1960 年来美国的 9 次衰退的深度的比较	8
图表 7：平均回撤的比较：NBER 周期 6 个指标在 9 次衰退中回撤的均值和中位数	9
图表 8：6 个指标平均衰退期和修复期的比较	9
图表 9：6 个指标平均回撤速率和修复速率的比较	9
图表 10：2020 年衰退：拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	10
图表 11：2020 年衰退：NBER 观察的 6 个底层指标的走势	10
图表 12：2020 年衰退：NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势	11
图表 13：2008-09 年衰退：拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	12
图表 14：2008-09 年衰退：NBER 观察的 6 个底层指标的走势	12
图表 15：2008-09 年衰退：NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势	13
图表 16：2001 年衰退：拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	13
图表 17：2001 年衰退：NBER 观察的 6 个底层指标的走势	14
图表 18：2001 年衰退：NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势	14

图表 19: 1990-91 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	15
图表 20: 1990-91 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势	15
图表 21: 1990-91 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势	16
图表 22: 1981-82 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	16
图表 23: 1981-82 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势	17
图表 24: 1981-82 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势	17
图表 25: 1980 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	18
图表 26: 1980 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势	18
图表 27: 1981-82 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势	19
图表 28: 1973-75 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	20
图表 29: 1973-75 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势	20
图表 30: 1973-75 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势	21
图表 31: 1970 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	22
图表 32: 1970 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势	22
图表 33: 1970 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势	23
图表 34: 1960-61 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较	24
图表 35: 1970 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势	24
图表 36: 1960-61 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势	25
图表 37: 实际个人收入在 9 次衰退中的走势	25
图表 38: 实际个人收入在 9 次衰退中的关键特征	25
图表 39: 非农薪资就业在 9 次衰退中的走势	26
图表 40: 非农薪资就业在 9 次衰退中的关键特征	26
图表 41: 家庭调查就业在 9 次衰退中的走势	26
图表 42: 家庭调查就业在 9 次衰退中的关键特征	26
图表 43: 实际个人消费支出在 9 次衰退中的走势	27
图表 44: 实际个人消费支出在 9 次衰退中的关键特征	27
图表 45: 批发与零售在 9 次衰退中的走势	27
图表 46: 批发与零售在 9 次衰退中的关键特征	27
图表 47: 工业生产指数在 9 次衰退中的走势	28
图表 48: 工业生产指数在 9 次衰退中的关键特征	28
图表 49: 周期的拐点: 6 个底层指标在周期拐点前后的表现	28
图表 50: 扩张与衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的回撤情况	29
图表 51: 美国制造业 PMI 连续处于收缩区间	30
图表 52: 美国工业和制造业产能利用率开始下降	30
图表 53: 谘商会经济领先指标显示经济下行压力较大	30
图表 54: 商业银行信用扩张的拐点已经出现	30

图表 55: 被动累库存: 销售同比增速领先库存下行	31
图表 56: 美国库存周期高点已现	31
图表 57: 美国储蓄率下行至后危机时代以来的低位	31
图表 58: 疫情期间的超额储蓄已消耗近五成	31

2023 年，海外经济的“滞胀”压力将逐渐从“胀”转向“滞”。金融市场持续交易预期修复和政策转向。这显然低估了货币政策的累计效应和滞后效应，忽视了基本面的隐忧，交易或难持续。美联储内部对对软着陆仍有较高共识，认为市场高估了通胀下降的斜率，加息虽已进入“慢车道”，但通胀的粘性或增加其“矫枉过正”的风险。

一、经济周期的界定：NBER 是如何划分美国经济周期的？

（一）周期的定义：NBER 周期的主观性和滞后性

NBER 对衰退的定义是：“经济活动显著下降，且范围广泛、持续数月”。¹衰退的标准可被归纳为“3D”：深度（depth）、广度（diffusion）和长度（duration）。NBER 通过界定周期的顶点（peak）和低谷（trough）来划分扩张和衰退阶段。“顶点指各种经济指标达到最高水平的月份，其后经济活动的显著下降……低谷是指经济活动达到最低点的月份，其后，经济活动开始在一段时间内持续上升。”²顶点即扩张期的终点——次月（或季）为衰退的起点。低谷为衰退的终点——次月（或季）为扩张期的起点。

一般而言，衰退需要同时满足 3D 标准。但在极端情形下，满足一两个标准也可能被定义为衰退。例如 2020 年 3-4 月的衰退就是以深度和广度来界定的，虽然只持续了两个月³。困难在于，NBER 并未量化 3D 标准，是否定义为衰退、以及衰退区间的界定等问题都由成员讨论决定⁴。所以，NBER 的方法是主观的和滞后的。1980 年以来，NBER 在确定周期顶点时平均滞后 7.3 个月，确定低谷时平均滞后 15.2 个月。常见的情形是，当 NBER 宣布某一时间为周期的顶点时，经济已至衰退尾声，甚至已经走出了衰退。

图表 1：NBER 方法在确定周期顶点和低谷时是滞后的

周期顶部	月份	宣布年份	宣布月份	滞后月数	周期底部	月份	宣布年份	宣布月份	滞后月数
1980	1月	1980	6月	5.0	1980	7月	1981	7月	12.0
1981	7月	1982	1月	6.0	1982	11月	1983	7月	8.0
1990	7月	1991	4月	9.0	1991	3月	1992	12月	21.0
2001	3月	2001	11月	8.0	2001	12月	2003	7月	20.0
2007	12月	2008	12月	12.0	2009	6月	2010	9月	15.0
2020	2月	2020	6月	4.0	2020	4月	2021	7月	15.0
			平均	7.3				平均	15.2

来源：NBER 官网、国金证券研究所

因此，判定美国经济是否会衰退，不仅要确定顶点的位置，还要预判未来的方向和持续时间。一般而言，方向向下且持续时间超过 2 个季度，才可能被 NBER 定义为衰退。否则就是软着陆。同理，是否进入扩张期也不要确定低谷的位置，还要判断复苏的持续性。

（二）NBER 周期：参考指标、衰退的标准和周期的时变特征

参考指标：季频的两个指标+月频的 6 个指标

NBER 对周期拐点的界定有季频和月频两种。季频和月频参考的底层指标完全不同。季频主要考察实际 GDP 增速和实际国内总收入（GDI）增速——分属于国民收入统计中的支出

¹ 参考：<https://www.nber.org/research/data/us-business-cycle-expansions-and-contractions>

² 参考：<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>

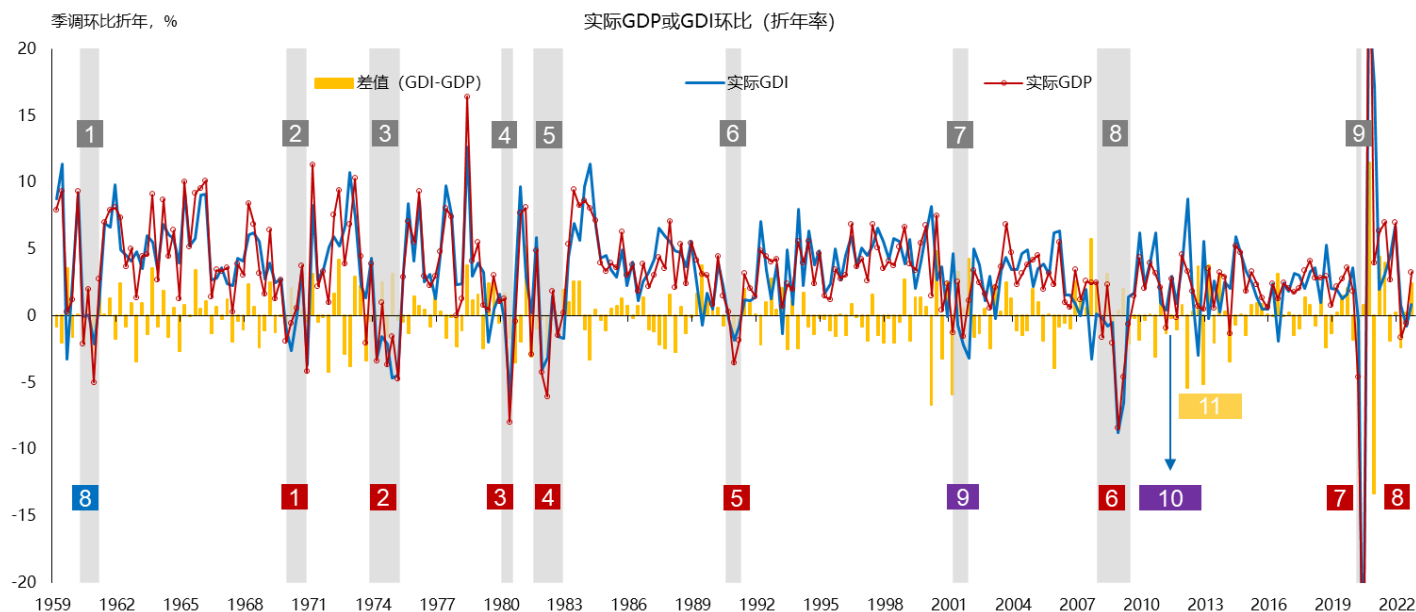
³ 在未特殊说明的情况下，本文所指的“衰退”都是 NBER 意义上的“实质性衰退”。

⁴ NBER 周期委员会目前包含 8 名成员，都是国际著名的经济学家。参考：<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-committee-members>

端和收入端，权重相等¹。还应关注的一个细节是，应该参考环比还是同比？我们认为，环比的参考价值更高，因为边际变化更重要。

GDP 和 GDI 环比的走势基本一致，1959Q1-2022Q3 的相关系数高达 0.87，1981Q1-2022Q3 的相关系数为 0.84。1959 年初以来，GDP 有 32 个季度出现负增长（32/255，12.5%），满足技术性衰退定义的有 8 次，其中 7 次与 NBER 衰退重叠（2022 年除外）。同一时期，GDI 口径也出现过 8 次技术性衰退，其中 7 次与 GDP 口径重合。2001 年为 GDI 口径的技术性衰退，2022 年为 GDP 口径的技术性衰退——这是 NBER 未将 2022 年定义为衰退的一个原因。亲着与 NBER 衰退重合。所以，GDI 口径的技术性衰退对 NBER 衰退的指向性更好。

图表 2：实际 GDP 和实际 GDI 环比（折年率）增速的比较，及其与 NBER 实质性衰退的关系



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

说明：阴影部分为 NBER 衰退（下同）；“灰色”编号（1-9，阴影部分）为 NBER 衰退（下同）。红色编号（1-8）为实际 GDP 口径的技术性衰退。蓝色编号（9-11）为实际 GDP 意义上的广义技术性衰退，黄色编号（12）为实际 GDI 意义上的广义技术性衰退。

NBER 参考的 6 个月频指标分别是：工业生产指数、批发与零售实际销售额、实际个人收入（扣除转移支付²）、实际个人消费支出、非农薪资就业（payroll survey）、家庭调查就业（household survey）³。它们分别描述了生产、销售、收入、支出和就业情况，彼此间存在较强的内在联系，如就业决定收入，收入决定支出，支出、销售和就业都是经济循环中的不同阶段。但是，经济结构的变迁、外生冲击的性质和政策的逆周期调节都会使得不同周期中各变量的走势有较大差异。整体而言，工业生产和批发与零售的波幅较大，周期性更强，两个就业指标波幅最小⁴，个人收入和消费指数居中。

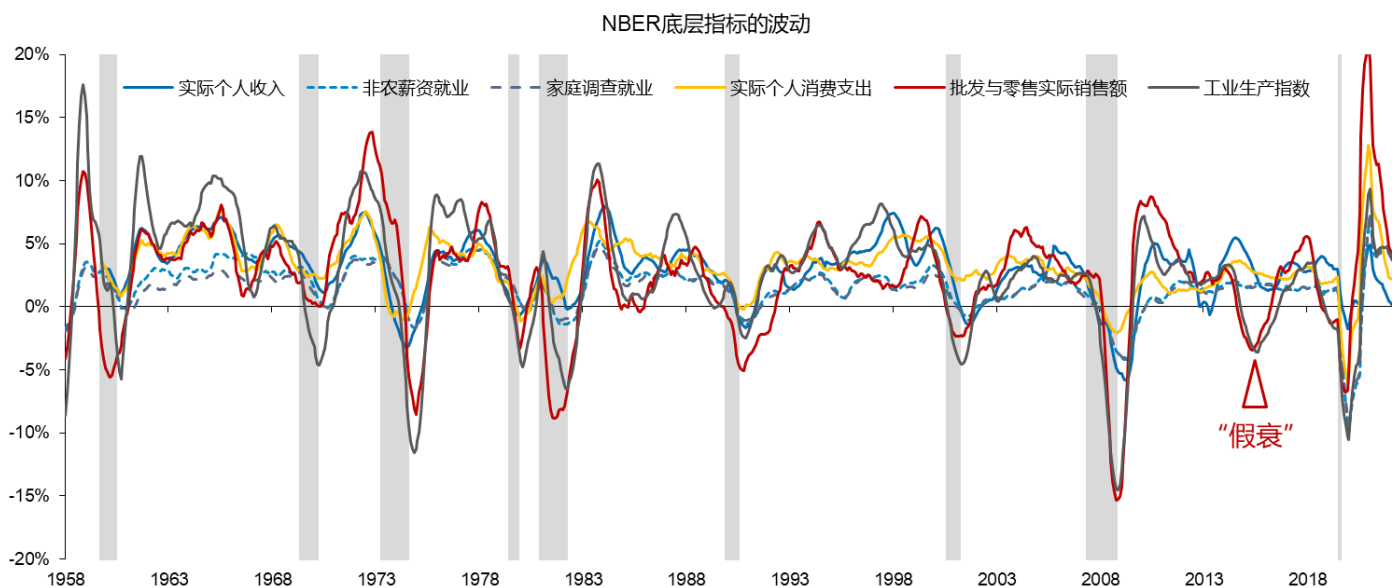
¹ 关于为什么不采用“技术性衰退”（GDP 连续两个季度负增长）概念，NBER 的解释是：首先，不仅参考实际 GDP，而是一系列指标；第二，实际 GDP 之外还会考虑实际 GDI，两者权重相等，但常出现较大的“统计差异”；第三，会考虑经济活动下滑的深度，如果负增长的幅度较小，则不满足深度标准。第四，NBER 更关注的是月频的定义。

² 下文均默认扣除转移支付。

³ 本文会频繁地提到这 6 个底层指标，下文均以简写形式代替：工业生产、批发与零售、个人收入、消费支出、非农就业和家庭就业。

⁴ 非农薪资就业的调查对象是企业，调查全称叫 Current Employment Statistics Survey（CES），又叫“establishment survey”。它收集了大约 131,000 家非农业企业和政府机构的数据，涉及约 697,000 个工作地点和约三分之一的工薪人员。家庭调查是基于美国人口普查局每月对 6 万个家庭的采访而形成。具体可参考 BLS 官网（https://www.bls.gov/web/empsit/ces_cps_trends.htm）

图表 3: NBER 周期委员会观察的 6 个底层指标的波动性

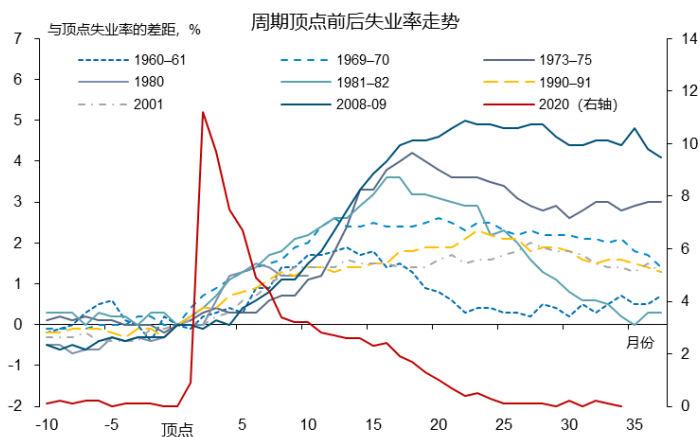


来源: NBER、wind、国金证券研究所

值得强调的是，所有指标都是实际值（real value）。6 个指标与周期拐点并无明确的对应关系（no fixed rule），比如哪个指标对确定周期拐点是决定性的，或哪个指标权重更高。虽然 NBER 近年来越来越关注就业指标，但 NBER 还明确表示，非农薪资就业并不是确定周期拐点的唯一标准，换言之，就业的下降并非衰退的必要条件。

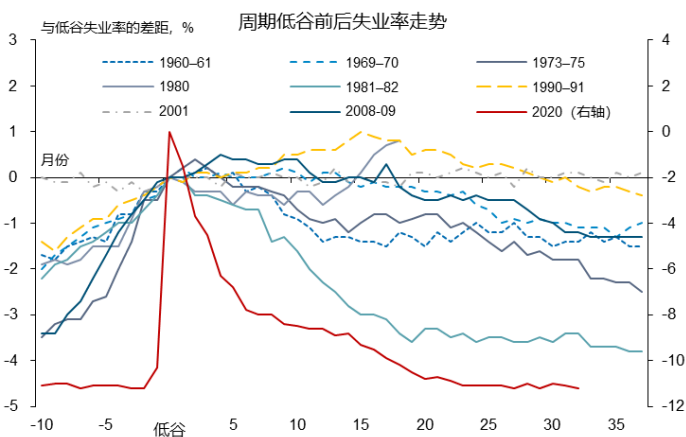
关于为什么不参考失业率，NBER 认为，它们更关注与经济总量类似的趋势性指标，失业率虽然也有明显的周期性，但在确定周期拐点时经常失效。例如它在 2007 年 5 月触底反弹——领先于周期顶点 7 个月，并多次在经济进入复苏阶段后仍在上行，例如 1991 年 3 月底谷后，失业率仍上行了 15 个月。

图表 4: 失业率的上行或领先于周期顶点



来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 失业率的下降或滞后于周期低谷



来源: Wind、国金证券研究所

消费支出虽然是 GDP 最重要的组成部分（2022 年 9 月为 68%），但由于其对经济周期的敏感性较低——在衰退期降幅有限，扩张期弹性较小，NBER 认为其信息量通常是有限的（often not highly informative¹），即不能提供太多定位周期拐点的信息。

深衰退与浅衰退的界定

衰退时间的长短与衰退程度的深浅并不是一一对应的关系。深衰退可以很短，浅衰退也可以很长。深衰退和浅衰退更多是从经济总量的回撤幅度上来界定的。2020 年和 1980 年衰退分别只有 2 个月和 6 个月，但都是深衰退。NBER 并未明确一个门槛值。市场对于衰退

¹ <https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions>

深浅的讨论也更多地凭借“常识”或“共识”。

1960 年至今，美国经济共经历了 9 次衰退，平均时间 10.6 个月（中位数 10），前 8 次平均 11.6 个月（不包含 2020 年）。持续期大于 10 个月的衰退有 5 次：最长 18 个月，对应的是 2007-2009 年全球金融危机；次长为 16 个月，都出现在“大滞胀”时代，前者对应的是第一次石油危机，后者为第二次石油危机和“沃尔克冲击”；1970 年衰退的背景是 1965 年开始上行的通胀压力和 1969 年美联储的紧缩；1960-61 年衰退与通胀和马丁时代的美联储的紧缩政策有关，国际背景是要维护布雷顿森林体系下的美元-黄金平价关系。

4 次持续期低于 10 个月的衰退为：2020.03-04（2 个月）、1980.02-07（6 个月）、1990.08-1991.03（8 个月）和 2001.04-2001.11（8 个月），对应的宏观背景分别是：新冠疫情冲击；第二次石油危机和美联储加息、美联储加息和海湾战争，以及美联储加息、互联网泡沫和“911”事件。除 2020 年外，最短的一次衰退为 6 个月。例如，在 4 次低于 10 个月的衰退中，其中，只有 1990-91 和 2001 年属于浅衰退。

本文以前 8 次衰退 GDP 回撤的均值为参照，将“深衰退”定义为：GDP 降幅大于等于 1.74% 或 GDI 降幅大于等于 1.92%；反之则为“浅衰退”。过去 9 次衰退美国 GDP 降幅的均值为 2.56%，GDI 最大为 2.68%，中位数分别为 2.2%和 1.6%。考虑到 2020 年（9.56%和 8.82%）的特殊性，以前 8 次的均值为参照（1.69%和 1.92%）。

图表 6：1960 年来美国的 9 次衰退的深度的比较

序号	衰退的起点	衰退的终点	衰退时长（月）	衰退时长（季）	实际GDP最大降幅（%）	GDP环比（折年率）	实际GDP负增长（季）	实际GDI最大降幅（%）	GDI环比（折年率）	实际GDI负增长（季）
1	1960.05（Q3）	1961.02（Q1）	10	3	-0.80		1/3	-0.54		1/3
2	1970.01（Q1）	1970.11（Q4）	11	4	-0.17		2/4	-0.77		2/4
3	1973.12（74Q1）	1975.03（Q1）	16	5	-3.14		4/5	-3.99		5/5
4	1980.02（Q2）	1980.07（Q3）	6	2	-2.18		2/2	-1.62		1/2
5	1981.08（Q4）	1982.11（Q4）	16	5	-2.63		3/5	-2.27		4/5
6	1990.08（Q4）	1991.03（Q1）	8	2	-1.37		2/2	-0.67		2/2
7	2001.04（Q2）	2001.11（Q4）	8	3	0.22		1/3	-1.54		3/3
8	2008.01（Q1）	2009.06（Q2）	18	6	-3.84		5/6	-3.93		5/6
9	2020.03（Q1）	2020.04（Q2）	2	2	-9.56		2/2	-8.82		2/2
均值			10.6	3.6	-2.61		68.75%	-2.68		78.13%
均值（前8次）			11.6	3.8	-1.74			-1.92		
中位数			10.0	3.0	-2.2			-1.6		

来源：NBER，国金证券研究所

说明：“实际 GDP（或 GDI）最大降幅”以周期顶点的数值为参照。

二、美国周期的画像：1960 年来的 9 次衰退的比较

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_51687

