



邵宇 陈达飞：美国衰退何时发生？投资者如何交易？



意见领袖 | 邵宇 陈达飞

60s 要点速读：

1、我们基于 Probit 模型预测的结果显示，2023 年 10 月后，美国经济衰退的概率会大幅上升，到 2024 年 2 月会上升到 80%以上。考虑到当前的宏观环境，衰退只会提前。

2、我们的基准判断是，6 月或成为美国年内 CPI 涨幅的高点。并且，通胀正在从供给侧主导转向需求侧主导，需求侧的压力主要来源于强劲的服务需求和工资上涨压力，疫情期间被抑制的需求的修复已接近尾声，但劳动力市场的缺口短期内还无法弥合，工资上涨压力还将存在。

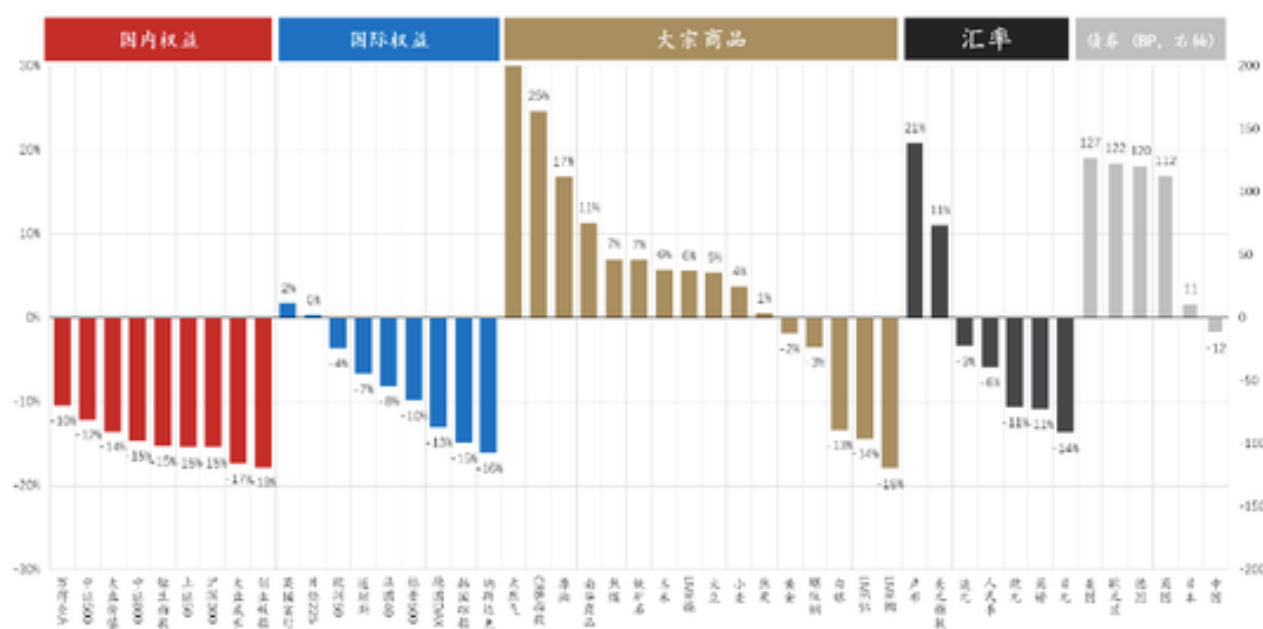
3、即使注定要用衰退来对抗通胀，美联储也希望是一次“浅衰退”。既然市场习惯性抢跑，美联储何不“将计就计”，避免过快、过度地加息。

正文：

截止到 8 月上旬，今年内全球大类资产的表现“泾渭分明”。大宗商品中的能源（石油、天然气）和农产品（小麦、大豆、玉米等）上涨，黑色金属整体持平，贵金属和有色金属下跌。权益资产方面，除巴西、印度等少数新兴经济体和英国微涨之外普遍下跌，MSCI 新兴市场指数跌幅（-17%）超过 MSCI 发达市场（-12%）。发达国家，美国跌幅靠前，纳斯达克综合指数回撤-16%，最大回撤 32%（6 月 16 日）。由于近两个月美股的反弹，年内国内权益跌幅略超过美股，其中创业板指数下跌 18%。汇

率方面，美元、俄罗斯卢布和巴西里尔上涨，其它主要经济体货币汇率以贬值为主，人民币兑美元双边汇率贬值 5%。债券方面，中国国债指数上涨（收益率下行），美欧等国债指数下跌（图 1）。

图 1: 2022 年全球大类资产表现



数据：wind，东方证券财富研究

年内大类资产的表现揭示了两条主线：一是俄乌冲突；二是美联储政策正常化（包含加息和缩表）。两条主线本身又是因果关系。俄乌冲突可以解释能源和部分农产品价格的上涨，这是今年 3 月以来全球通胀读数不断创新高的新因素。这在原有的基础上又进一步加快了美联储政策正常化的节奏。

在 3 月缩减资产购买 (Taper) 结束后，美联储立即开始加息，3 月到 7 月的连续 4 次加息 (25bp、50bp、75bp 和 75bp) 使联邦基金利率目标区间从 0-25bp 上升到 225bp-250bp，市场预期年内剩下的 3 次会议

还将累计加息 100bp。预计截止到今年底，联邦基金利率的中枢将位于 3.4% 左右，与美联储 6 月的宏观经济预测中给出的加息路径保持一致。相比较而言，以巴西为代表的新兴市场国家加息领先于美联储，叠加大宗商品牛市和今年经济的强势反弹，货币汇率反而表现强势。欧元区面临的通胀或滞胀压力不比美国小，加息节奏又比较慢，所以欧元兑美元汇率一度跌破 1:1 平价。



俄乌冲突加剧了通胀压力，促使全球货币政策加快收缩，引起无风险利率快速上行，是上半年全球风险资产估值承受的双重压力。高通胀环境下股债相关性由负转正，使传统的 60-40 股债组合也面临挑战。但 6 月中

旬以来，交易的逻辑由通胀切换至去通胀（disinflation）甚至是衰退，由货币政策的紧缩切换至宽松（预期）。原因是标准普尔-高盛商品指数从 6 月 9 日 825 一路下跌到了 665，降幅近 20%，主要来自于非能源金属类商品的贡献。因此，从 6 月中旬开始，美股止跌回升，纳斯达克已经回升至 13,100 点，相比低点涨了 2,500 点，涨幅 24%。10 年期美债收益率从 3.5% 的高位回落到了 2.8%，最低时达到了 2.6%。

美国 7 月整体 CPI 同比上涨 8.5%，较 6 月的 9.1% 回落 0.6 个百分点，与今年 3 月持平。根据克利夫兰联储实时预测（Nowcasting）数据，8 月 CPI 同比增长或维持缓慢回落态势。核心 CPI 或 PCE 涨幅已经分别在今年的 3 月和 2 月出现高位拐点。我们的基准判断是，6 月或成为美国年内 CPI 涨幅的高点。并且，通胀正在从供给侧主导转向需求侧主导，需求侧的压力主要来源于强劲的服务需求和工资上涨压力，疫情期间被抑制的需求的修复已接近尾声，但劳动力市场的缺口短期内还无法弥合，工资上涨压力还将存在。所以，通胀下行的斜率较上行阶段或更为平坦。年内交易或将延续 6 月以来的主线：去通胀、美联储加息节奏放缓、美国经济硬着陆风险等。当然，这背后隐含的假设是俄乌冲突不再反复，欧盟对俄的制裁不再升级，OPEC 增产的兑现等。

但最近两年的经验是，基本情景常被外生冲击打破，预测不断地被修正，最典型的的就是美联储对通胀的误判，市场也在不断向后修正通胀的拐点出现的时间。一致性预期会导致交易者抢跑。那么，市场是否过早地交

易了去通胀或衰退，低估了通胀的不确定性和美国经济基本面和就业的韧性，从而过早地交易了美联储政策的放松？

理论上，美联储紧缩周期的资产价格表现与宽松周期正好相反，例如：无风险利收益率整体上行，国债期限溢价走窄；权益资产估值水平下移，小盘成长估值下行幅度超过大盘价值；以 2015-2019 年美联储正常化周期为例（表 1），在 2015 年 12 月启动加息之后的 6 个月内，MSCI 主要股票指数均出现了不同幅度的下跌，而波动率则大幅上升，直到 12 个月之后才转为上升，不同期限的美债收益率在整个加息区间内大幅上升，期间有涨有跌，短端涨幅超过长端。在缩表周期内，权益资产表现并不符合理论预期，一是因为利率的正常化是一阶条件，起主导作用，二是因为交易中常出现“抢跑现象”，原本应该在某些事件之后的涨跌都提前到事件之前了。

表 1：美联储进入加息和缩表周期后的大类资产表现（以 2015-2019 年为例）

加息周期：2015/12-2018/12							缩表周期：2017/10-2019/9								
	资产类别	-1M	+1M	+3M	+6M	+12M	加息周期		资产类别	-1M	+1M	+3M	+6M	+12M	缩表周期
全球 权益	MSCI全球	0.0%	-1.9%	-8.7%	-1.0%	1.5%	11.2%	全球 权益	MSCI全球	18.4%	2.0%	5.4%	3.3%	7.8%	6.0%
	MSCI发达	0.3%	-1.9%	-8.7%	-1.1%	1.0%	10.4%		MSCI发达	17.3%	1.8%	5.1%	3.3%	9.4%	7.9%
	MSCI新兴	-2.6%	-2.5%	-9.1%	-0.7%	6.0%	18.2%		MSCI新兴	27.6%	3.5%	7.1%	8.2%	-3.3%	-7.7%
	MSCI北美	1.0%	-2.1%	-7.6%	0.8%	5.7%	18.1%		MSCI北美	20.9%	2.0%	5.9%	4.3%	15.2%	15.5%
	MSCI欧洲	-1.9%	-2.6%	-11.0%	-4.7%	-10.6%	-5.3%		MSCI欧洲	10.5%	0.4%	1.9%	-0.7%	-3.1%	-7.8%
	MSCI亚太	-0.2%	0.1%	-9.6%	-2.7%	2.9%	10.8%		MSCI亚太	19.9%	4.3%	7.8%	7.2%	2.4%	-2.6%
	MSCI美国	1.2%	-1.9%	-7.6%	0.5%	5.4%	19.0%		MSCI美国	20.9%	2.2%	6.0%	4.9%	16.1%	16.6%
	MSCI中国A股	1.8%	4.3%	-22.2%	-17.6%	-5.5%	-31.4%		MSCI中国A股	0.6%	2.7%	-0.5%	-5.6%	-21.7%	-12.2%
	MSCI中国海外	8.4%	-4.4%	-17.7%	-7.6%	-0.4%	18.4%		MSCI中国海外	73.1%	2.4%	0.5%	3.6%	-11.0%	-17.0%
	恒生指数	-1.1%	-0.4%	-13.1%	-6.5%	3.6%	15.9%		恒生指数	21.7%	2.5%	8.6%	9.2%	0.9%	-5.3%
	CBOE波动率	-2.7%	12.9%	27.4%	-18.7%	-17.4%	75.7%		CBOE波动率	-36.9%	7.0%	16.1%	110.0%	26.2%	95.2%
美债	美债：1年(BP)	-14	14	11	17	29	232	美债	美债：1年(BP)	-7	12	52	77	129	42
	美债：3年(BP)	-11	12	-28	-16	21	127		美债：3年(BP)	-17	10	38	74	127	-12
	美债：10年(BP)	5	12	-41	-31	22	54		美债：10年(BP)	-18	4	12	39	75	-69
中债	标普中国债券	0.3%	1.4%	2.1%	2.3%	4.7%	10.9%	中债	标普中国债券	3.9%	-0.5%	-0.4%	1.2%	4.5%	10.2%
	中债-国债总财富(总值)	0.1%	1.6%	2.3%	2.6%	4.9%	11.0%		中债-国债总财富(总值)	2.4%	-0.8%	-0.3%	1.8%	4.6%	11.3%
	中债-信用债总财富(总值)	0.0%	1.3%	2.1%	2.4%	4.6%	13.9%		中债-信用债总财富(总值)	6.0%	0.0%	-0.1%	1.9%	5.4%	11.5%
其他	美元指数	3.0%	-1.5%	-2.0%	-4.5%	1.3%	-3.9%	其他	美元指数	-3.9%	1.6%	-0.9%	-3.3%	2.4%	6.5%
	CRB商品	-5.7%	-3.4%	-10.6%	2.0%	3.7%	-6.3%		CRB商品	-6.4%	2.4%	5.9%	6.7%	8.0%	-4.9%
	黄金	-6.4%	-0.5%	16.3%	14.1%	10.3%	20.5%		黄金	12.4%	-1.0%	1.6%	3.5%	-7.2%	15.6%
	原油	-10.6%	-11.0%	-18.6%	19.0%	17.6%	8.3%		原油	10.8%	5.7%	16.3%	25.6%	46.1%	4.5%

数据：wind，东方证券财富研究

联邦基金利率的路径主要取决于就业和通胀。如果说 2021 年就业市场的“K 型”复苏特征是美联储政策正常化的“绊脚石”，那么 2022 年强劲就业则是正常化的“垫脚石”。在高通胀和低失业率并存的情况下，美联储没有理由不继续紧缩货币政策；紧张的劳动力市场从需求侧推动了“工资-通胀”螺旋的形成，需要紧缩的货币政策进行对冲。

当前市场关心的问题是：9 月以后加息的节奏是否会放缓？2023 年是否会降息，以及何时降息？就业虽然整体上保持强劲，但也不乏边际走弱的信号，什么是暂缓或暂停加息的充分条件，何时达到？在通胀的下一步演绎中，劳动市场和工资扮演着什么角色？美联储加息是否会导致实质性衰退，这是否是降低通胀的必要条件？即使注定要用衰退来对抗通胀，美联储也希望是一次“浅衰退”。既然市场习惯性抢跑，美联储何不“将计就计”，避免过快、过度地加息。鲍威尔能等到衰退的兑现吗？

截止到 2022 年 7 月底（图 2），劳动力市场条件指数（LMCI）位于历史平均水平的 1.46 个标准差以上，与 2022 年 2 月持平，表明美国劳动力市场依然稳健，可以说处于后疫情时代最好的状态。LMCI 动量从 2020

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_45401

