

美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什么状况？

报告发布日期

2022年04月13日

研究结论

● 海外经济：当我们开始谈论衰退——

从新冠大流行到史诗级财政纾困，海外经济已经经历了近两个年度的强劲反弹。时间如倒退一个季度，鲜少有人会经济衰退放进 2022 年宏观经济的话题列表当中。

然而自 2022 开年以来，意外性陆续冲击市场的宏观预期：超预期的通胀、超鹰派的央行，以及俄乌冲突背景带来的额外波动率和不确定性。眼下市场确实正在广泛谈论、前瞻衰退，未来甚至可能开始定价衰退。

衰退的风险是真实的吗？它有多近？从通胀到滞胀，资产价格又会如何据此反应？在接下来的一系列报告当中，我们将逐项展开上述问题在不同环节和角度下的分析和讨论。本篇报告，我们将首先从一些重要的经济领先指标状况出发，聚焦于当前衰退信号的验证。

● 从经济领先指标前瞻衰退——

根据 NBER 界定，美国上一次出现持续一年以上的经济衰退已经要追溯到 2007 年 12 月-2009 年 6 月。在进入 2022 年以前，海外经济大体上维持了复苏以来的强势。如果基于经济现况显然无法对衰退风险作有效的评估和讨论——时下我们应当关注的是相对整体经济周期具有领先性的指标表现。

连续 3 个月份的 LEI 下跌，可以作为预警衰退的重要信号。60 年来 LEI 连续 3 月下行共计出现 11 次，其中 8 次衰退周期随之而来。从信号确认到经济进入衰退，短则 3-6 个月，长则 1 至 1 年半。

当下，综合领先指标在本轮复苏周期之后首度出现见顶迹象，但预测衰退的标准尚不成立。整体来看，多数经济领先指标当前读数都要好于历史均值。但是我们需要注意到，其中一些指标正在显露颓势，比如订单、建筑许可；还有一些则受到疫情带来的结构性冲击影响，不能够再以疫情前的标准来评价其当下传递的信息，比如劳动力供需矛盾下的就业市场指标。

● 高通胀、紧货币及相应领先指标的预警——

消费预期是否会在持续高通胀中崩塌？ 消费需求是美国经济的基石，消费衰则经济衰。高通胀是消费预期面临的一项重要风险因素。高通胀会压制消费预期，因此从数据上来看，通胀通常与消费者信心反向。而在通胀异常走高时，高通胀容易成为摧垮消费预期的决定性风险点：1970s 的两轮通胀飙高，就伴随着同期消费者信心指数的大幅度下挫。从指标现状来看，密歇根大学消费者信心指数最新读数为 59，是近 10 年的低位，谘商会的消费预期指标则是从 2021Q3 以来转入低于历史均值区间，均提示了高通胀环境下，消费需求未来可能面临的下挫风险。

美联储是否再度成为衰退的诱因？ 期限利差是与货币政策条件相关的领先指标。期限利差本质上是即期货币政策条件 vs 中长期经济活动强度的比较，多数的衰退周期之前，美联储都曾经采取过激进的紧缩性政策。展望远期，只要加息路径按照前瞻指引前进，短端利率上行就是确定性的，但是长端利率尽管在近期大幅上冲，但我们认为远端利差收敛、倒挂的趋势和预期仍然存在：本轮加息周期的终局可能是曲线的深度倒挂，倒挂深度将足以抵消对今日倒挂信号有效性（央行大规模资产购买对长端利率的压制）的质疑。

风险提示

模型测算结果依赖于输入条件和情景假设。各项经济指标的发展趋势存在不确定性。

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
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

俄乌冲突后的宏观环境变化：阶段性总结 2022-04-06 评估

目录

海外经济：当我们开始谈论衰退.....	4
从领先指标前瞻衰退	5
首先，什么是衰退	5
综合的领先指标当前指向何处？	5
多数领先指标仍然处在强劲状态吗？	7
就业：周工时、初请失业金人数.....	8
房地产：新屋营建许可	9
新订单：消费品和资本品	10
资本市场：股市和信用	11
高通胀、紧货币及相应领先指标的预警	12
消费预期是否会在持续高通胀中崩塌？	12
美联储是否再度成为衰退的诱因？	13
总结	15
风险提示.....	15

图表目录

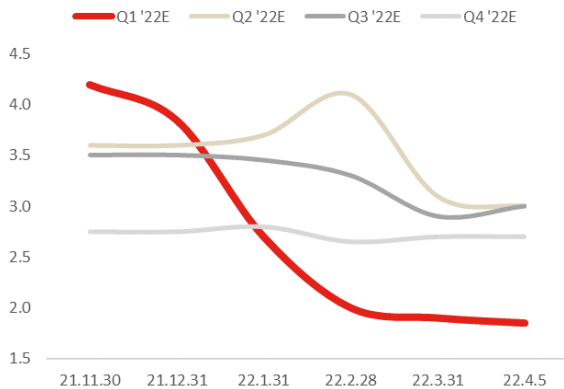
图 1: 美国 GDP 实际同比: 机构一致预期	4
图 2: 亚特兰大联储 GDPNow: 实际同比预测值	4
图 3: NBER 界定的美国衰退周期 vs 实际 GDP 年同比	5
图 4: 经济领先指标 (LEI) vs 衰退周期	6
图 5: 同步-滞后比 (同步指标/滞后指标) vs 衰退周期	7
图 6: 各分项领先指标对 LEI 的环比拉动 (%)	8
图 7: 制造业&全部非农部门周工时 (小时)	8
图 8: 周均初请失业金人数 (千人)	8
图 9: 劳动参与率、JOLTS 岗位空缺数量	9
图 10: 劳动参与率&劳动力规模缩减: 按照原因划分	9
图 11: 新建私人住宅营建许可 (千套)	9
图 12: 抵押贷款银行家协会 (MBA) 再融资指数、长期按揭贷款利率	9
图 13: ISM PMI: 新订单指数 vs 历史均值	10
图 14: 制造商新订单: 消费品和原材料 (百万美元)	10
图 15: 制造商新订单: 非国防资本品 (百万美元)	11
图 16: 非国防资本品订单 vs 非住宅设备支出: 环比年率 (%)	11
图 17: 标普 500 指数	11
图 18: 谘商会领先信用指数 vs 均值	11
图 19: 美国 CPI 同比 (%) vs UMich 消费者信心指数	12
图 20: 谘商会消费者商业条件预期指数	12
图 21: 居民部门收入、消费环比、储蓄额	13
图 22: 联邦基金利率 (%) vs 衰退周期	14
图 23: 10 年期美债收益率与联邦基金利率之差 (截至 2 月底)	14
图 24: 即期、1 年、2 年远期美债收益率 (%) 曲线期限结构	14
图 25: 我们的模型描述的美债收益率期限结构 (%): 22 年底和加息终点	14

海外经济：当我们开始谈论衰退

从新冠大流行，到史诗级的财政纾困，海外经济已经经历了近两个年度的强劲反弹，2021年美国实际GDP年同比录得5.7%。时间倒退一个季度，鲜少有人会将经济衰退放进2022年宏观经济的话题列表当中。

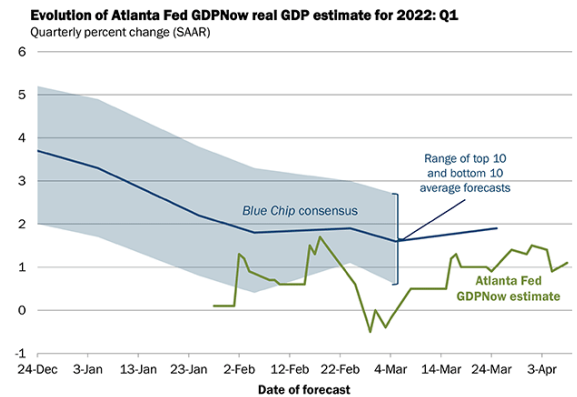
然而自2022开年以来，意外性陆续冲击市场的宏观预期：超预期的通胀、超鹰派的央行，以及俄乌冲突背景带来的额外波动率和不确定性。眼下市场确实正在广泛谈论、前瞻衰退，未来甚至可能开始定价衰退：这不光来自于各类文本——从央行政策纪要，到市场研究报告当中——衰退更加频繁地出现，也真实地反映于机构一致预期的清晰变化当中——近期机构对于Q1美国实际GDP增长的预期已经从近4%（也是年前机构对于22年美国实际增速的普遍预测）大幅跳水至约1%，如预测者中偏悲观一派的亚特兰大联储，一度将Q1增速预测下修至0。

图 1：美国 GDP 实际同比：机构一致预期



数据来源：Factset、东方证券研究所

图 2：亚特兰大联储 GDPNow：实际同比预测值



数据来源：Atlanta Fed、东方证券研究所

无论对于宏观研究还是市场投资，衰退都是不可忽视的关键议题，何况与当下高通胀的背景相结合，类滞胀的格局已是我们多年未曾应对的宏观场景。衰退的风险是真实的吗？它有多近？从通胀到滞胀，资产价格又会如何据此反应？在接下来的一系列报告当中，我们将逐项展开上述问题在不同环节和角度下的分析和讨论。

本篇报告，我们将首先从一些重要的经济领先指标状况出发，聚焦于当前衰退信号的验证。

从领先指标前瞻衰退

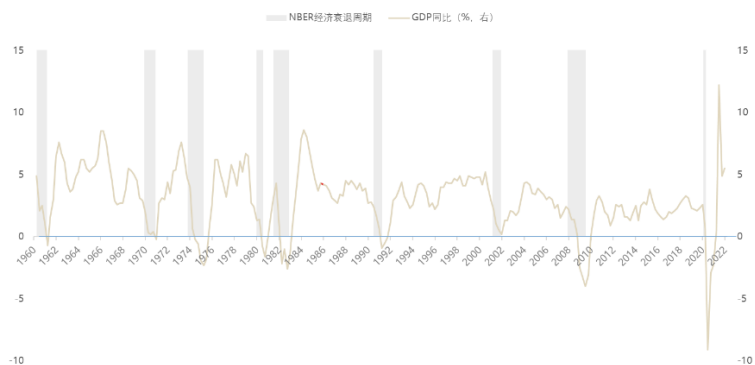
首先，什么是衰退

从衰退周期的认定来看，市场有着自己广为流传的拇指法则：连续 2 个季度的实际 GDP 负增长。当然，也有更加权威严谨的解释，来自于 NBER 经济周期测度委员会的裁定：他们根据就业、收入、生产、销售等一系列经济同步指标的表现，综合考虑指标下行的持续时间、深度，界定了美国经济的每一次衰退周期。当衰退周期来临，我们将看到消费萎靡、失业攀升、实际收入缩水、生产疲弱，或者是其中某些环节的严重下行，最终导致经济整体呈现负增长。

拇指法则的裁定结果与衰退周期的权威界定和在大多数时候吻合。除了 2020 年 2-4 月的大流行冲击之外，美国上一次出现持续一年以上的经济衰退，已经要追溯到 2007 年 12 月-2009 年 6 月的金融危机。

我们说过，在进入 2022 年以前，海外经济大体上维持了复苏以来的强势。2021 年 Q3/Q4，美国实际 GDP 环比折年率分别录 2.3%/6.9%，如果基于经济现况显然无法对衰退风险作有效的评估和讨论——时下我们应当关注的是相对整体经济周期具有领先性的指标表现，特别是那些被经验证明最能有效前瞻、预警衰退可能性的领先指标表现。

图 3：NBER 界定的美国衰退周期 vs 实际 GDP 年同比



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

综合的领先指标当前指向何处？

在各类宏观经济的指标当中，存在一批指标经过长期研究经验的检验，被发现可以“跑”在整个周期趋势变化的前边，从而其领先性被市场所广泛认可，成为经济周期的领先指标。比如说，股市由于反映微观企业经营状况和市场参与者的预期、情绪变化，就是典型的经济领先指标，除此之外，各类软性、硬性指标当中的新订单项，地产投资的营建许可等等，都在逻辑上和实证中表现出较好的领先性。

将经济系统方方面面的领先指标调配在一起，就可以形成综合的经济领先指数。不少机构都有各自的综合领先指标配方，这里以谘商会（The Conference Board）的领先指数（LEI）为例，它是 10 个分项领先指标的合成。其他机构的综合领先指数配方在具体指标、权重、计算方式上可能略有差异，但大致结构和分项指标分布的领域上类似（括号内为分项权重）：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

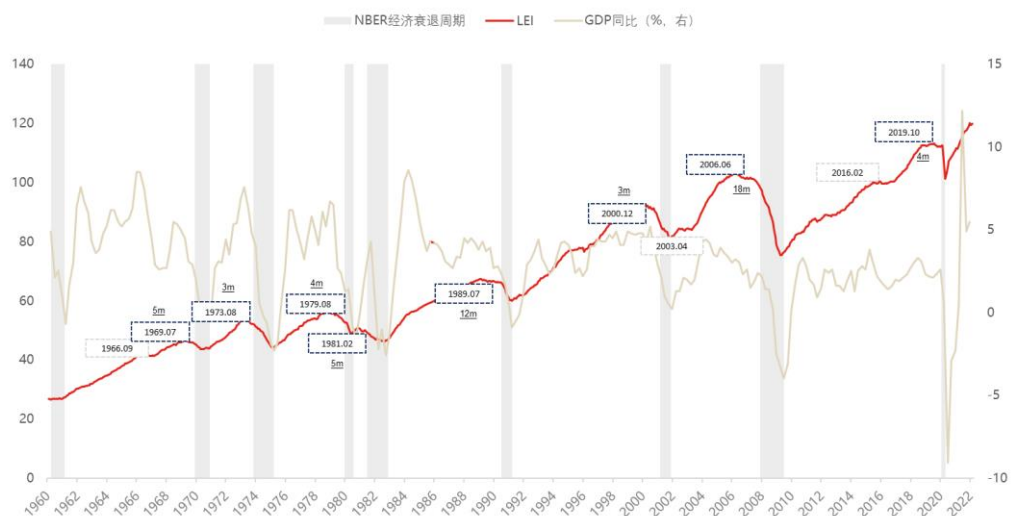
- 1) 平均每周工时，制造业（28%）；
- 2) 平均每周初请失业金人数（3%）；
- 3) 制造业新订单：消费品和原材料（8%）；
- 4) ISM 的新订单指数（17%）；
- 5) 制造业新订单：非国防资本品（除飞行器）（3%）；
- 6) 新屋营建许可（2%）；
- 7) 标普 500 股价（4%）；
- 8) 领先信贷指数（8%）；
- 9) 利差：10 年期美债收益率 vs 联邦基金利率（10%）；
- 10) 消费者预期（17%）。

可以看到，依照美国经济结构，就业、消费、金融数据通常是综合领先指标当中最重要的一批分项，而设备和地产投资等相关变量（资本品订单&新屋营建）权重靠后。

虽说生搬硬套领先指标的测度和统计规律并不是预测衰退的最佳做法，还有可能被萨缪尔森嘲讽为“成功预测 5 次衰退中的 9 次”，但资本市场总还是希望能够穷尽办法走在曲线之前。公允地说，我们认为这些综合的、单项的领先指标，对简明清晰地理解、防范经济衰退的风险和可能性确实有着不小的帮助——

连续 3 个月份的 LEI 下跌，可以作为预警衰退的重要信号。下图（图 4）呈现的是 20 世纪中期以来的经济领先指数（LEI）和经济衰退周期的关系：图中标记了每一次 LEI 连续 3 个月度下行的情况，60 年来共计出现 11 次，其中 8 次衰退周期随之而来，3 次发送了错误的警报（这 3 次随后也出现了经济增速大幅下跌，但没有跌入 0 以下）。来自领先指标的信号相对衰退周期具有明显的领先性，从信号确认到经济进入衰退，短则 3-6 个月，长则 1 至 1 年半。

图 4：经济领先指标（LEI）vs 衰退周期



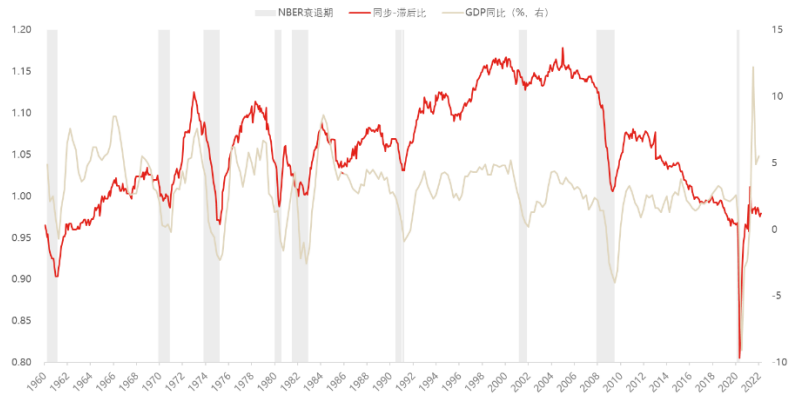
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

注：蓝色框线标注为随后出现衰退周期的 LEI 信号，灰色框线为随后未进入衰退的 LEI 信号。

顺带一提，除了领先指标，当然还有同步和滞后指标。这两类指标单独来看似乎对需要进行预测和前瞻的市场投资意义有限，但我们可以进一步使用两者的比较，进一步验证衰退周期以外的周期状况。比如当扩张周期进入后半程，同步指标往往较滞后指标更快下跌，此时同步-滞后比（同步指标/滞后指标）回落，我们由此得知周期接近尾声。

图 5：同步-滞后比（同步指标/滞后指标）vs 衰退周期



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

从当下的情况来看，我们已经见到的是截至 22 年 2 月份的各指标读数，读数表明：

- 1) 领先指标（LEI）刚刚在 22 年 1 月份出现明显的下降（月环比降 0.6pp），是自 2020 年 5 月份以来 LEI 第二次出现下降（第一次在 21 年初，但仅 0.1pp），且下降的幅度与该指标的历史比较幅度较大。但是随后在 2 月份出现了约 0.3pp 的反弹；
- 2) 同步-滞后比从 2021Q2-Q3 开始见顶缓步下行，进一步揭示本轮复苏周期已度过了上半场，早已向着下半程发展。

也就是说，如果从综合经济系统方方面面的领先指标表现来看，连续 3 个月下降的标准不成立，目前最多可以算作本轮复苏周期之后的首度见顶迹象。那么在经济的综合领先指标未出问题的当下，对衰退的警惕是否是多余的？

多数领先指标仍然处在强劲状态吗？

整体来看，复苏周期的余温之中，多数指标当前读数确实都要好于各自的历史均值。但是我们需要注意到，其中一些指标正在显露颓势，比如新屋营建许可；还有一些则受到疫情带来的结构性冲击影响，不能够再以疫情前的标准来评价其当下传递的信息，比如劳动力供需矛盾下的就业市场指标。

以下是对主要经济领先指标的逐项核对——

图 6：各分项领先指标对 LEI 的环比拉动（%）

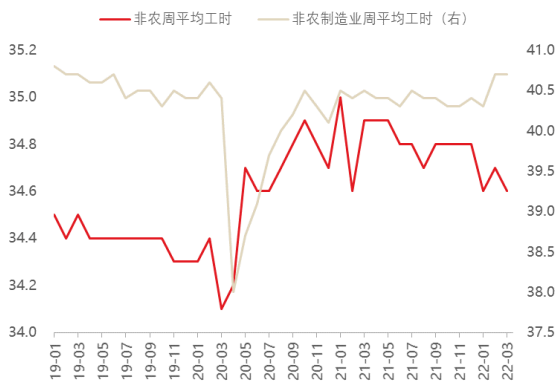
	周均工时	初请失业金	消费者预期	新订单：ISM PMI	新订单：消费品	新订单：资本品	期限利差	领先信用指数	股价	建筑许可
2022/2/28	0.17	0.14	-0.14	0.13	0.01	0.02	0.23	0.06	-0.13	-0.06
2022/1/31	-0.11	-0.31	-0.15	0.05	-0.09	0	0.21	-0.01	-0.09	0.02
2021/12/31	0	0.23	-0.09	0.12	0.1	0	0.17	0.05	0.01	0.29
2021/11/30	0.06	0.24	-0.12	0.13	-0.02	-0.02	0.18	0.08	0.19	0.12
2021/10/31	-0.06	0.26	-0.13	0.11	0.03	0.01	0.19	0.14	0.01	0.13
2021/9/30	0	0.05	-0.09	0.19	-0.03	0.04	0.16	0.14	-0.01	-0.25
2021/8/31	-0.06	0.14	-0.11	0.22	-0.1	0	0.15	0.25	0.09	0.17
2021/7/31	0.11	0.01	0.09	0.2	0.06	-0.02	0.15	0.23	0.12	0.07

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

就业：周工时、初请失业金人数

就业数据，不啻最重要的经济周期指标之一，从而也在综合领先指标体系当中占据最高的权重。我们都知道，当前美国就业市场状况与其说是“松”，不如说是“紧”，这也是当下美联储官员言及加息时候，最频繁提及的宏观经济判断。

图 7：制造业&全部非农部门周工时（小时）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

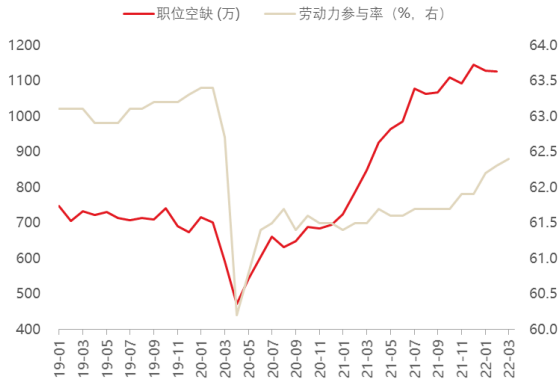
图 8：周均初请失业金人数（千人）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

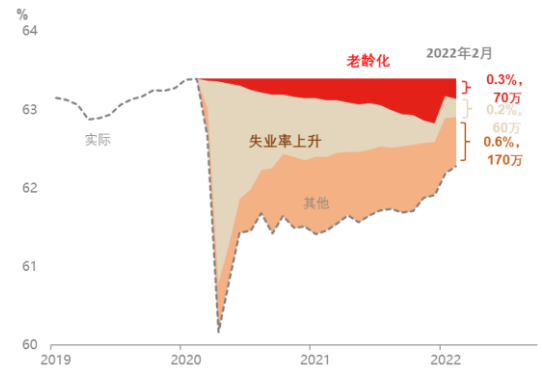
从就业方面的领先指标来看，制造业周平均工时 41.5h，自大流行以来稳定持平/略高于历史均值（注：1990 以来，下同）的 41.2h。全部非农就业部门周平均工时 34.6h，基本回到大流行之前的水平。周均初请失业金人数 23 万人，大流行以来持续走低，显著历史均值 38.5 万人。

图 9：劳动参与率、JOLTS 岗位空缺数量



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 10：劳动参与率&劳动力规模缩减：按照原因划分



数据来源：PIIE、东方证券研究所

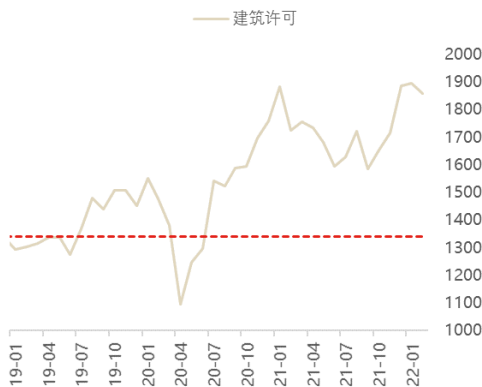
但问题在于，此“紧”非彼“紧”——就业数据是在大流行后典型受到疫情的结构性的影响的经济数据。大流行后，就业市场长期呈现劳动力供不应求的格局，表现为劳动参与率疲弱（一直没能回到大流行之前水平）、劳动力规模缩水、空缺岗位数量持续走高等等，并顺带造成了薪资增速的持续高企。也就是说，就业市场所谓的“紧”，更多来自于劳动力供给相较于疫情前的大幅度缩水，而不是需求端的旺盛。这样的情况下，平均工时被动走高，失业指标也自然被压制在低位，两者传递周期信号的有效性弱化。未来，当需求萎缩的情况开始出现（可能同时伴随着劳动力回归就业市场的意愿强化），劳动力市场当下这种供给收缩条件下的“紧俏”能否维持，这一点是值得怀疑的。

房地产：新屋营建许可

新冠大流行后，得益于历史性的低按揭利率、财政补贴、更多的低密度住宅需求等，美国地产周期在原有上行趋势基础上，景气度进一步跃升。地产投资、地产后周期景气，对大流行后的经济增长形成显著的贡献。

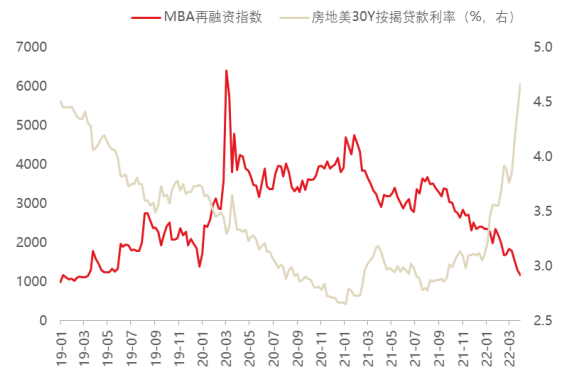
新屋营建许可是理论上较好的房地产领先指标，因为许可证申请一定是领先于住宅开工和投资的。从当前读数来看，新屋营建许可年化 186 万套，显著高于历史均值的 134 万套，但近期呈现出向下的趋势。

图 11：新建私人住宅营建许可（千套）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 12：抵押贷款银行家协会（MBA）再融资指数、长期按揭贷款利率



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

一般来说，地产的趋势是长周期变量，当前营建许可一类领先指标绝对读数仍然较高，地产周期的景气下行不会一蹴而就，但是在需求端，我们确实也看到随着货币政策收紧，长端利率飙高，以及随后启动的缩表，更将直接影响到抵押支持债券（MBS）市场，对住房按揭利率水平形成直接影响。地产指标的短期逆风需要关注。

新订单：消费品和资本品

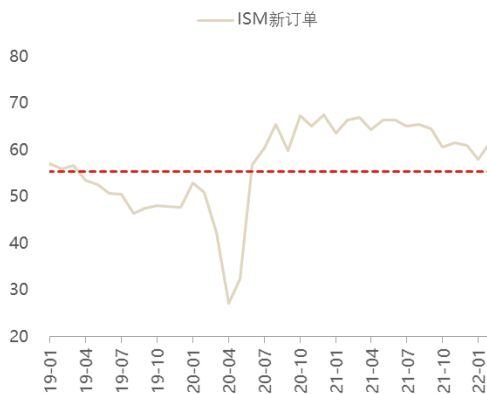
新订单是经济未来需求的代理变量，也是企业未来收入的代理变量。综合领先指标当中，通常都会囊括不止一项的新订单数据，如包含在 LEI 当中的订单分项包括——

- 1) 供应链管理学会（ISM）采购经理指数（PMI）当中的新订单指数，作为问卷调查的结果，是一个反映情绪的软指标；
- 2) 美国人口调查局（United States Census Bureau）的制造业订单报告：消费品分项。主要前瞻消费品需求；
- 3) 美国人口调查局（United States Census Bureau）的制造业订单报告：非国防资本品（除飞行器）分项。这一指标经常被作为美国 GDP 当中设备投资的月度代理变量使用，主要反映投资需求。

可以看到：

- 1) 权重最高的 ISM 新订单指数，疫情以来一直在高位缓慢下行，但目前仍大幅高于荣枯线（61.7）；
- 2) 消费品订单数据自 21Q2 开始大幅下行。剔除价格上涨后（谘商会的订单数据经由通胀调整）消费品订单的实际需求较为疲弱；
- 3) 资本品订单维持高景气，但是自 21Q4 开始，也逐步呈现筑顶迹象。

图 13：ISM PMI：新订单指数 vs 历史均值



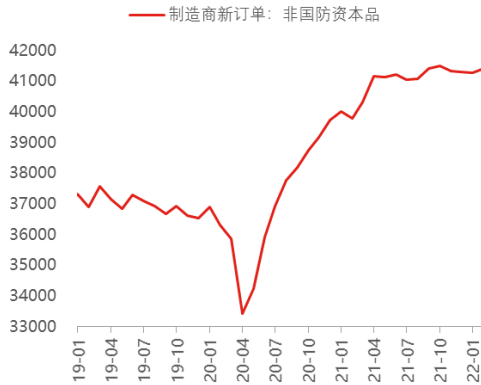
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 14：制造商新订单：消费品和原材料（百万美元）



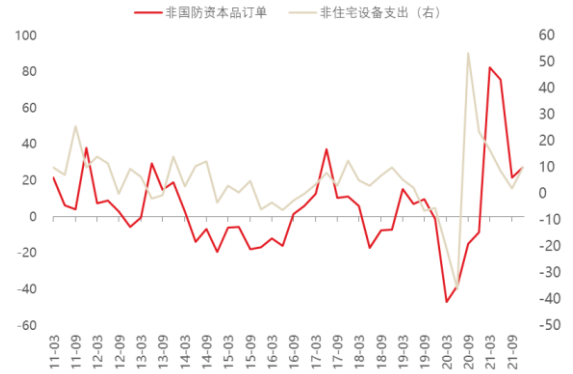
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 15: 制造商新订单: 非国防资本品 (百万美元)



数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

图 16: 非国防资本品订单 vs 非住宅设备支出: 环比年率 (%)



数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

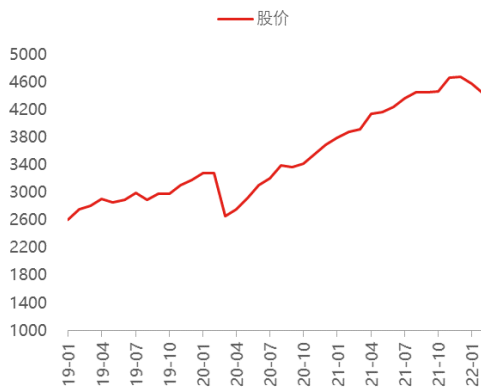
资本市场：股市和信用

谈及资本市场领先指标，当前最受关注的大概是反复倒挂的期限利差，我们留待后文及后续报告中展开讨论。

市场领先指标当中的其余两项，分别是标普 500 股指、领先信用指数。大流行以来美股持续上涨的趋势，止于 2021 年 11 月前后，但跌幅不大。一些市场参与者据此推断美股并未充分定价下面临的宏观经济潜在风险。但是除了增长的降温以外，高通胀也是我们当下和至少未来一段时间要持续应对的宏观条件，在高通胀背景之下，股票市场特定风格、板块，仍有可能具备优先级较高的配置价值，这是与以往应对衰退单一主题时，资产配置逻辑当中较为不同的一点。总而言之，作为经济的领先指标看待，当前美股跌幅并未给出如往常衰退周期之前般强烈的预警信号。

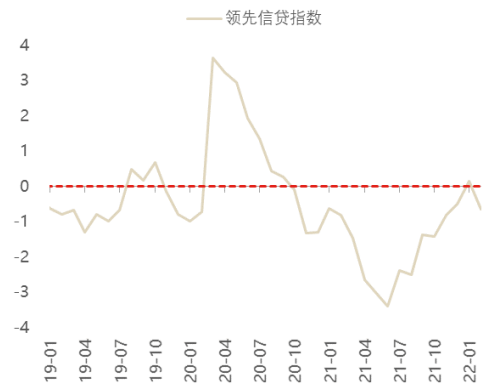
领先信用指数是谘商会自行计算的一项指标，包含 2y 掉期利差、3m Libor 与 3m 美债利差、经纪商保证金账户的借方余额、AAII 投资者情绪看涨 (%) 减看跌 (%)、高级贷款官员 C&I 贷款调查 - 银行收紧对大中型企业的信贷 (季度)、美联储证券回购，即一系列具有领先性的指标综合形成的衡量金融市场流动性和景气程度指标。该指标历史均值为 0，值越大则市场信用环境越紧。该指标自 2021 年中开始前瞻到市场信用环境的收紧，目前处在历史均值附近震荡。

图 17: 标普 500 指数



数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

图 18: 谘商会领先信用指数 vs 均值



数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

高通胀、紧货币及相应领先指标的预警

最后，我们把研究范围收敛、聚焦，从当下宏观环境出发，什么最有可能成为触发本轮衰退的动因？我们目之所及，已经足够清晰的线索有两条：高通胀、紧货币。

以下我们讨论分别与两条线索相关的经济领先指标：消费预期（消费者信心）、期限利差。注意到它们不仅是衡量消费需求、货币政策条件的代表性领先指标，在单独作为整个经济周期的领先指标时，也具备相当好的衰退预警效果。

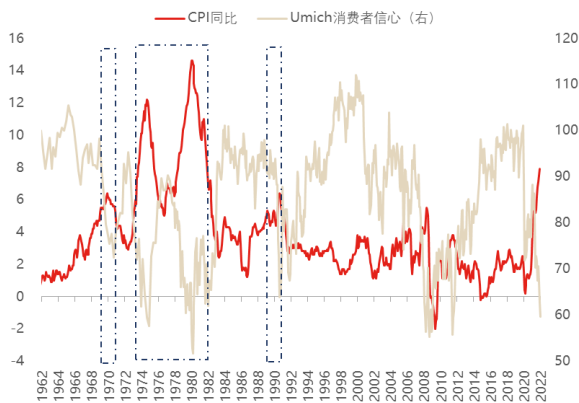
消费预期是否会在持续高通胀中崩塌？

消费需求是美国经济的基石，消费衰则经济衰。目前多数对美国经济前景的预测，普遍建立在服务消费快速复苏的前提假设之上。而无论商品、服务消费，消费预期（消费者信心）均是消费需求较好的领先指标。在消费预期指标方面，谘商会有自己编制的消费者商业条件预期指数，市场更常用的指标则是密歇根大学消费者信心，二者趋势上保持一致。

高通胀是消费预期面临的一项重要风险因素。高通胀会压制消费预期，因此从数据上来看，通胀通常与消费者信心反向。而在通胀异常走高的时候，高通胀容易成为摧垮消费预期的决定性风险点：1970s 的两轮通胀飙高，就伴随着同期消费者信心指数的大幅度下挫。

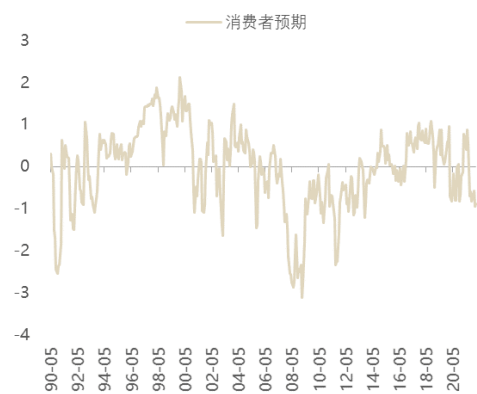
从指标现况来看，密歇根大学消费者信心指数最新读数为 59，是近 10 年的低位，谘商会的消费预期指标则是从 2021Q3 以来转入低于历史均值区间，均提示了高通胀环境下，消费需求未来可能面临的下挫风险。

图 19：美国 CPI 同比（%）vs UMich 消费者信心指数



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 20：谘商会消费者商业条件预期指数

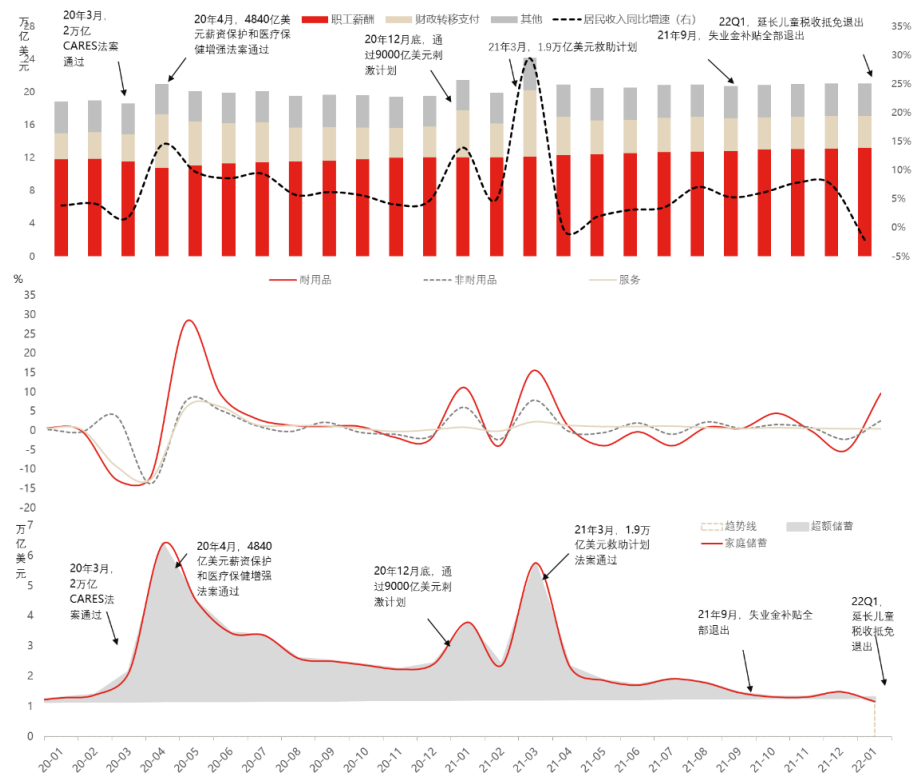


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

而根据我们对通胀的展望，在油价维持在 100 美元/桶的情景之下，当前高通胀短期内见到明确拐点较为艰难。

不少市场参与者仍然期待，受惠于疫情以来的政策刺激，居民高储蓄和健康的资产负债表能够庇护消费需求撑过本轮高通胀的惊涛骇浪。我们复盘大流行以来美国居民部门储蓄流量，并将大流行前的储蓄作趋势线为基准，比较之下计算出财政纾困以来超额储蓄规模累计约 2 万亿，而自 2021Q4 以来，居民部门的当期储蓄流量已经低于趋势线，可以理解为消费者已经开始动用财政纾困带来的超额储蓄。这确实有望为消费需求提供一定的缓冲垫，但效果是否显著有待进一步观察。

图 21：居民部门收入、消费环比、储蓄额



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

美联储是否再度成为衰退的诱因？

期限利差，是与货币政策条件相关的领先指标。

在没有过多债券供需因素干扰的情况下，我们理解期限利差本质上是即期货币政策条件 vs 中长期经济活动强度的比较，因此美债期限利差是过去最好的预警衰退的领先指标之一，曲线倒挂在过去成功预言了大部分衰退周期的到来。

经济动能太弱，或者货币政策太紧，都有可能吞噬期限利差。目前的情况介于二者之间，其中经济活动较通常的衰退周期前夕更强，但货币政策路径明显更紧——过于陡峭的货币政策收紧，对本轮期限利差收窄的作用更大。某种程度上我们可以说，货币政策如果按照当前前瞻指引的路径推进，那么美联储本身也可能成为引致衰退的诱因——这样的情况在历史上并不罕见，多数的衰退周期之前，美联储都曾经采取过激进的紧缩性政策。

图 22：联邦基金利率（%）vs 衰退周期



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 23：10 年期美债收益率与联邦基金利率之差（截至 2 月底）



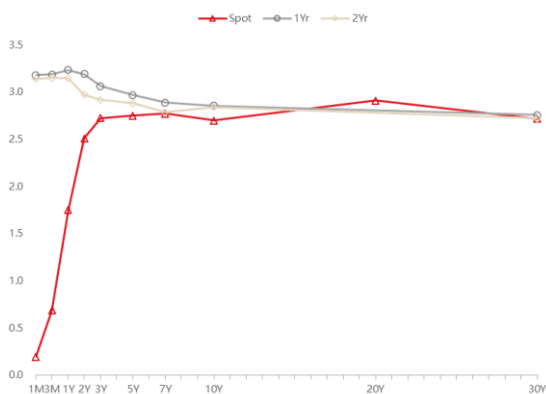
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

俄乌冲突之后，为了应对更高的通胀风险，美联储货币政策进一步从紧。期限利差上，我们看到 5s30s 已经倒挂，2s10s 也已经多次触及倒挂，但 10y 与政策利率的利差仍然较高，但这并非是个好消息——

由于当前前瞻指引中，全部的加息预计在 1-2 年时间内完成，因此 2y 收益率已经提前启动，但联邦基金利率仍然需要随每一次加息逐级抬升，但在加息的终点，联邦基金利率将与一众短期利率汇合，也就是说以联邦基金利率衡量的期限利差终将收窄，只是来得更晚。那么如果以综合领先指标为准绳，当前期限利差收窄的信号尚未显现——在图 6 呈现的分项环比拉动中，在目前曲线倒挂风险极大的情况下，期限利差甚至仍对综合领先指标形成关键的正向贡献。

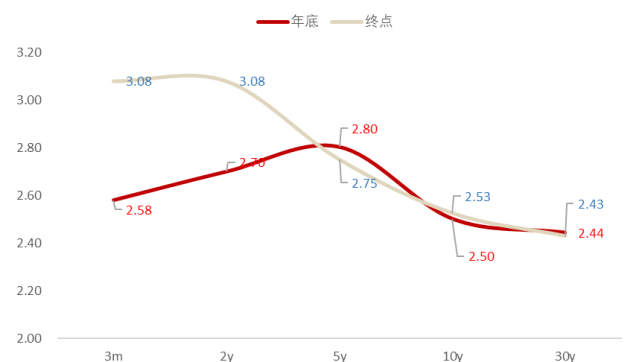
展望远期，只要加息路径按照前瞻指引前进，短端利率上行就是确定性的，但是长端利率尽管在近期大幅上冲，但远期利差收敛、倒挂的趋势和预期仍然存在：从利率期货市场看，1 年远期的曲线结构上，2s10s 倒挂幅度达到约 30bp。根据我们对各期限美债利率的定价模型，这轮加息周期的终点，2s10s 倒挂或达到约 55bp。

图 24：即期、1 年、2 年远期美债收益率（%）曲线期限结构



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 25：我们的模型描述的美债收益率期限结构（%）：22 年底和加息终点



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

由于全球货币当局的大规模资产购买，长端美债利率受到明显的压制，一些市场参与者由此质疑（2s10s）曲线倒挂在今天作为预警衰退信号的有效性。但是展望本轮加息周期的推进和终局，我们认为超调式加息（终点利率超过长期的均衡利率）对应的将是曲线的深度倒挂。上述倒挂幅度已经超过了期限溢价模型显示的当前期限溢价水平与近 10 年历史均值之间的差值（-50bp）——当曲线在加息周期上出现如上幅度的深度倒挂，这一信号对衰退周期的到来仍将是具有说服力的。

总结

通过领先指标前瞻衰退虽然不能保证完美的准确率，但是意义仍然显著。

当下各方面领先指标综合来看，尚未讲述衰退周期浮现的故事。但是从各主要指标发展方向和趋势推断来看，我们不会惊讶于领先指标在未来数月当中呈现出连续下行的典型衰退预警。

从领先指标的衰退预警到进入衰退周期之间存在时滞。特别是结合期限利差指标和远期预期来看，经济周期未来或伴随本轮货币政策紧缩推进逐渐步入衰退。

风险提示

模型测算结果依赖于输入条件和情景假设。变量间的统计关系来自于历史数据，在对未来的前瞻预测上可能存在偏差。

各项经济指标的发展趋势存在不确定性。当下宏观环境的不确定性较高，报告结论基于对各项经济指标的现状观察和合理推断展望。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn