

“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 GDI 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 GDI 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 GDI 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 GDI 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 GDI 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 GDI 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>

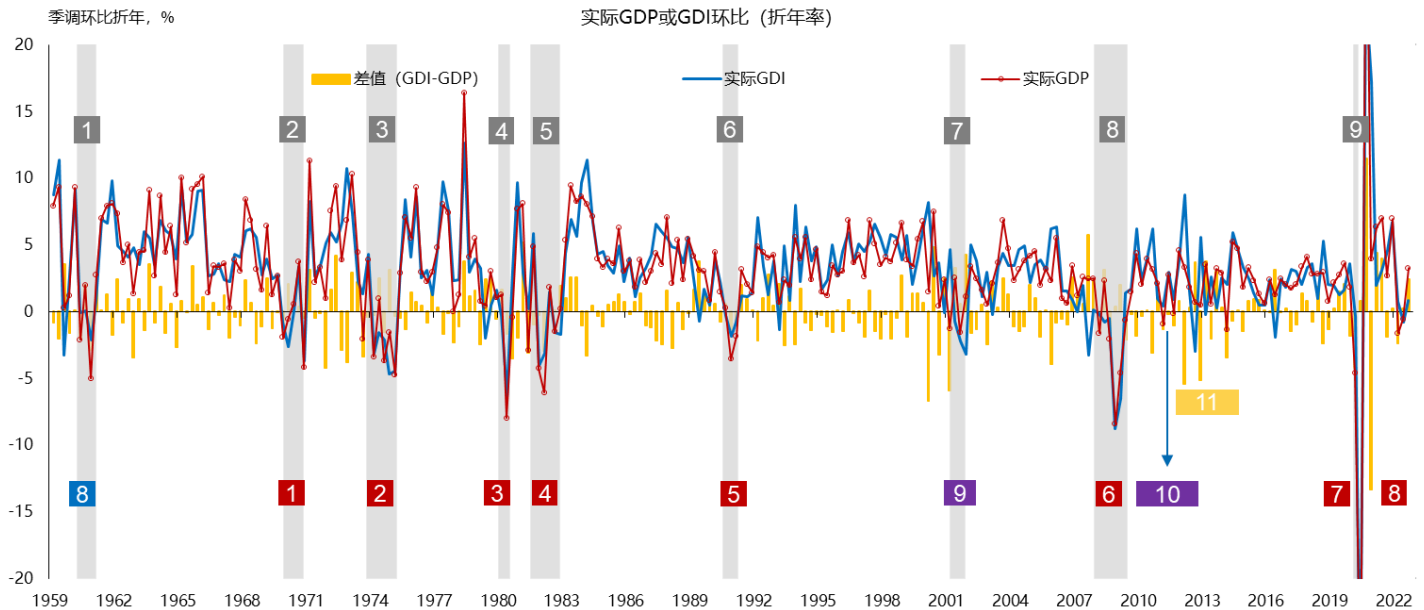
³ 在未特殊说明的情况下，本文所指的“衰退”都是 NBER 意义上的“实质性衰退”。

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、销售和生 产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。

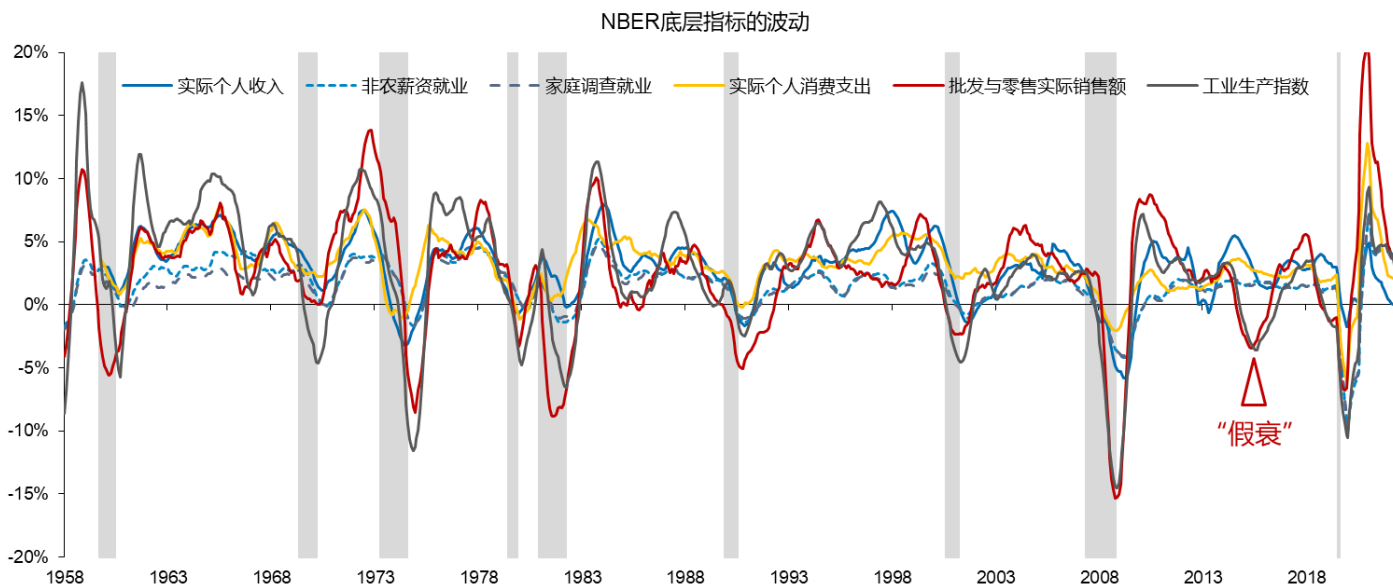
¹ 关于为什么不采用“技术性衰退”（GDP 连续两个季度负增长）概念，NBER 的解释是：首先，不仅参考实际 GDP，而是一系列指标；第二，实际 GDP 之外还会考虑实际 GDI，两者权重相等，但常出现较大的“统计差异”；第三，会考虑经济活动下滑的深度，如果负增长的幅度较小，则不满足深度标准。第四，NBER 更关注的是月频的定义。

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

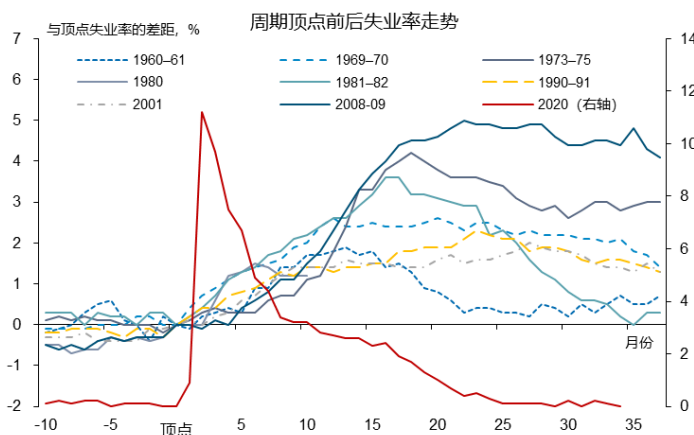


来源: NBER、wind、国金证券研究所

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。

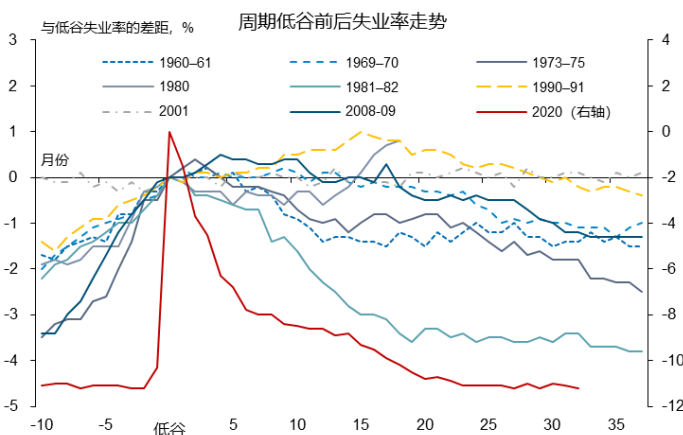
关于为什么不参考失业率, NBER 认为, 它们更关注与经济总量类似的趋势性指标, 失业率虽然也有明显的周期性, 但在确定周期拐点时经常失效。例如它在 2007 年 5 月触底反弹——领先于周期顶点 7 个月, 并多次在经济进入复苏阶段后仍在上行, 例如 1991 年 3 月底谷后, 失业率仍上行了 15 个月。

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		

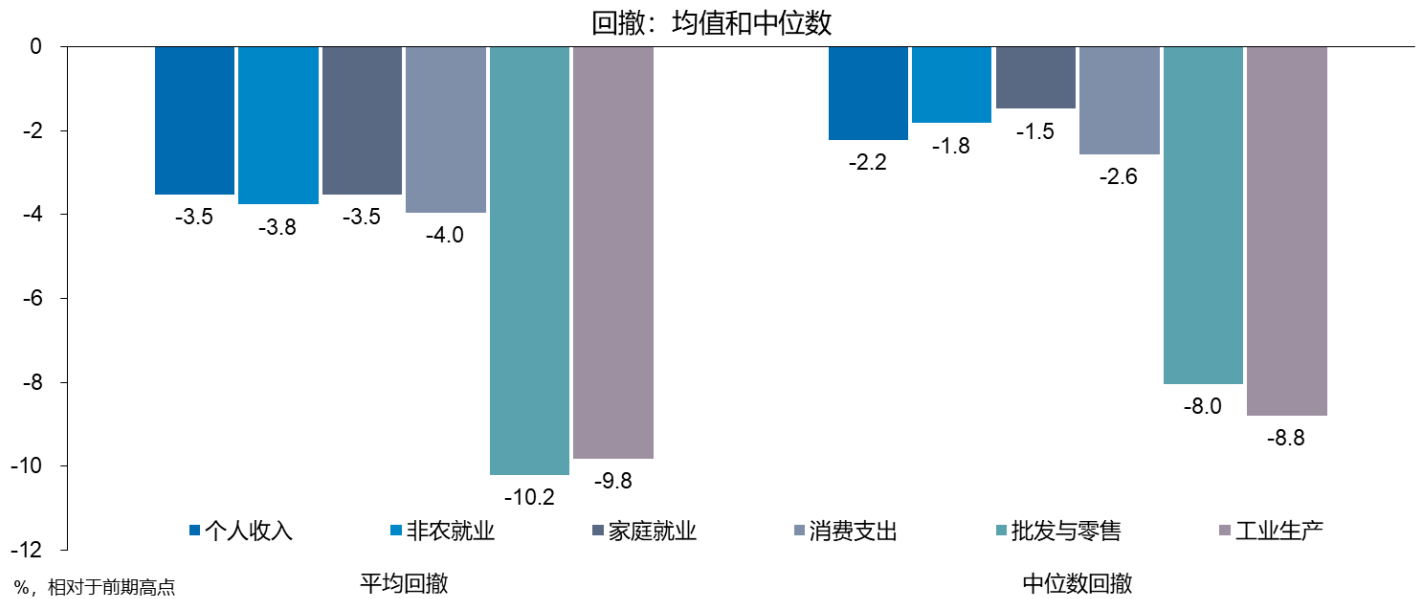
来源：NBER，国金证券研究所

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

总结而言，在 NBER 周期的 6 个指标中，批发与零售的平均回撤最大（10.2%），在 9 次衰退中有 5 次位列第一，4 次位列第二。工业生产的平均回撤排名第二（9.8%），比批发与零售低 0.4 个百分点，在 9 次衰退中有 4 次排名第一，4 次排名第二，1 次排名第三。如果按照中位数排名，工业生产排名第一（8.8%），比批发与零售高 0.8 个百分点。其它四项指标回撤的差距较小，均值位于 3.5-4%之间，中位数位于 1.5-2.6%之间。

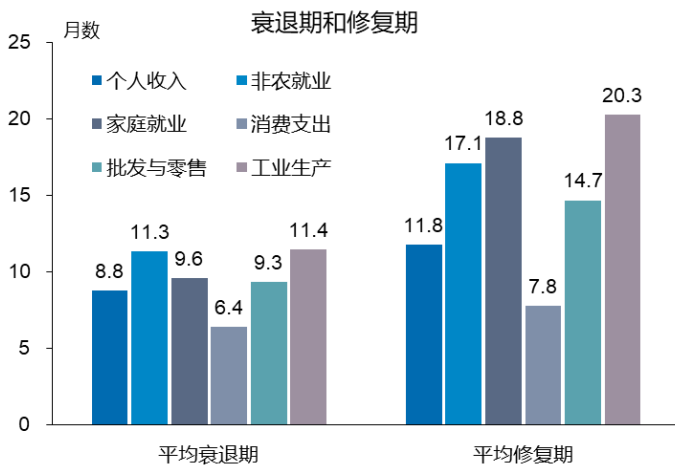
图表 7: 平均回撤的比较: NBER 周期 6 个指标在 9 次衰退中回撤的均值和中位数



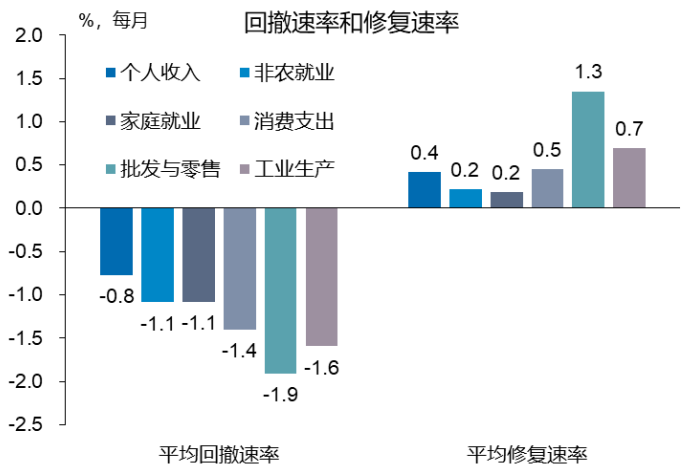
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

平均而言,所有指标的衰退期都短于修复期。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,且基本对称。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,前者为 9.6 个月,后者 18.8 个月。从回撤和修复速率看,两个就业指标较为一致,均为 1.1%和 0.2%。批发与零售的回撤速率和修复速率最大(1.9%和 1.3%),其次是工业生产(1.6%和 0.7%)。个人收入的回撤速率位列倒数第一(0.7%)。

图表 8: 6 个指标平均衰退期和修复期的比较



图表 9: 6 个指标平均回撤速率和修复速率的比较



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

(一) 横向比较: 9 次衰退中 NBER 周期 6 个底层指标的比较

横向比较关注历次衰退中 NBER 周期的 6 个底层指标的表现,比较指标间的异同,如:该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;回撤幅度;下行期和修复期的长度,与衰退时长的比较;以及回撤速率和修复速率。

2020 年: 同步性最高, 衰退最短、最深、最广, 复苏弹性最大

2020 年衰退是同步性最高、持续时间最短¹, 但也是程度最深和波及面最广的。6 个底层

¹ 季频为两个季度,与 1980 和 1990-91 年衰退相同。

指标均在3月下行,4月触底,5月反弹。GDP和GDI的下行维持了两个季度,回撤分别为9.6%和8.8%。6个分项指标的回撤从高到低排序依次为:批发与零售实际销售额(18.9%)、实际个人消费支出(17.7%)、非农就业(16.4%)、家庭就业(16.1%)和实际个人收入(8.2%)。

疫后复苏的弹性位居9次衰退之首。按修复时间排序,批发与零售的弹性最大,T+5期就回到了周期顶点,领先均值7个月,月均修复速率6.3%,远超其它指标。个人消费的弹性位列第二,修复时间为T+13¹,月均修复1.6%,超均值0.2个百分点。个人收入的回撤幅度最小,但直到T+16期才修复。工业生产、家庭就业和非农就业修复速度最慢,分别为19个月、25个月和31个月。

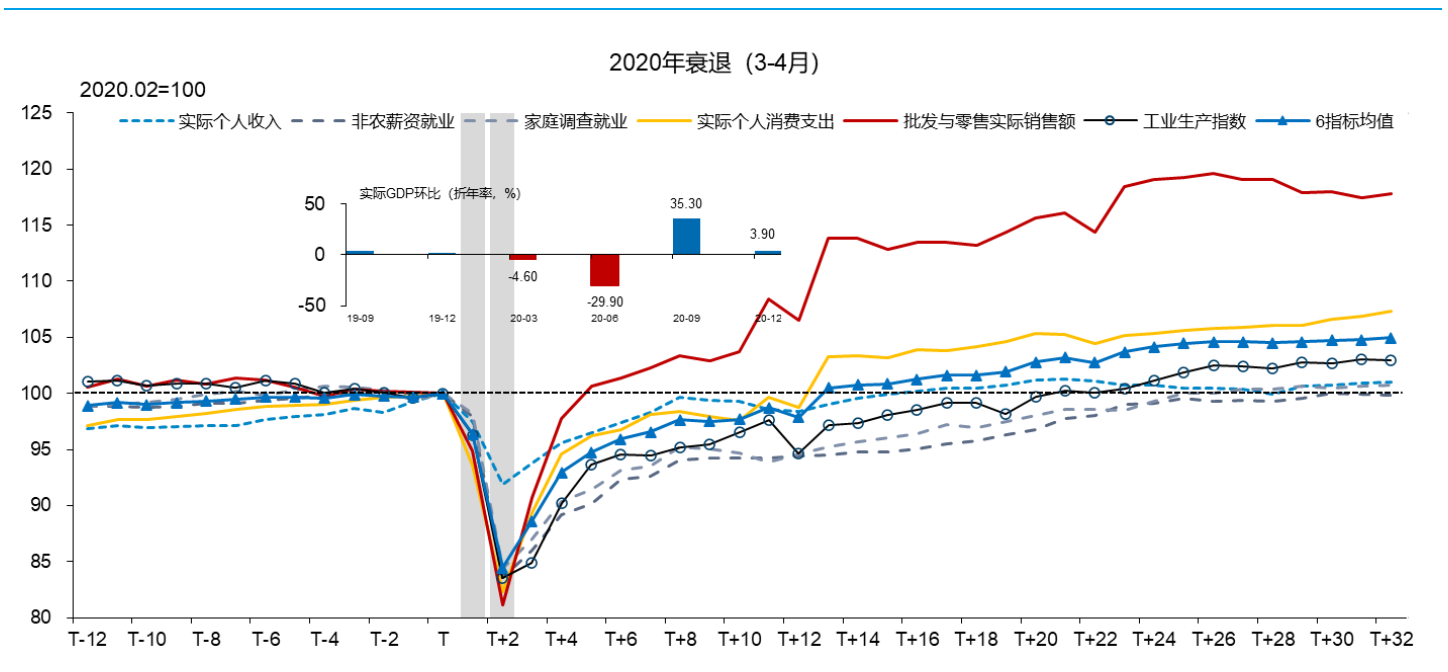
图表 10: 2020 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

2020年衰退	衰退起点(3月)	衰退终点(4月)	衰退期(T+月)	衰退期(T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间(月/季)	回撤速率(%月均/季均)	修复速率(%月均/季均)
实际个人收入	0	0	2		-8.2	2	14	-4.1	0.6
非农薪资就业	0	0	2		-16.4	2	31	-8.2	0.5
家庭调查就业	0	0	2		-16.1	2	25	-8.0	0.6
实际个人消费支出	0	0	2		-17.7	2	11	-8.8	1.6
批发与零售实际销售额	0	0	2		-18.9	2	3	-9.4	6.3
工业生产指数	0	0	2		-16.5	2	19	-8.2	0.9
6指标均值	0	0	2		-15.6	2	11	-7.8	1.4
实际GDP				2	-9.6	2	3	-4.8	3.2
实际GDI				2	-8.8	2	2	-4.4	4.4

来源: NBER、Wind、国金证券研究所

说明: 最大回撤均以该指标的前期高点为参照系(而非周期顶点);“触底时间”即该指标的“衰退期”,衡量从前期高点到低点的时间长度;“修复时间”为低点回到周期顶点水平的时间(连续3个月位于高于周期顶点水平)。

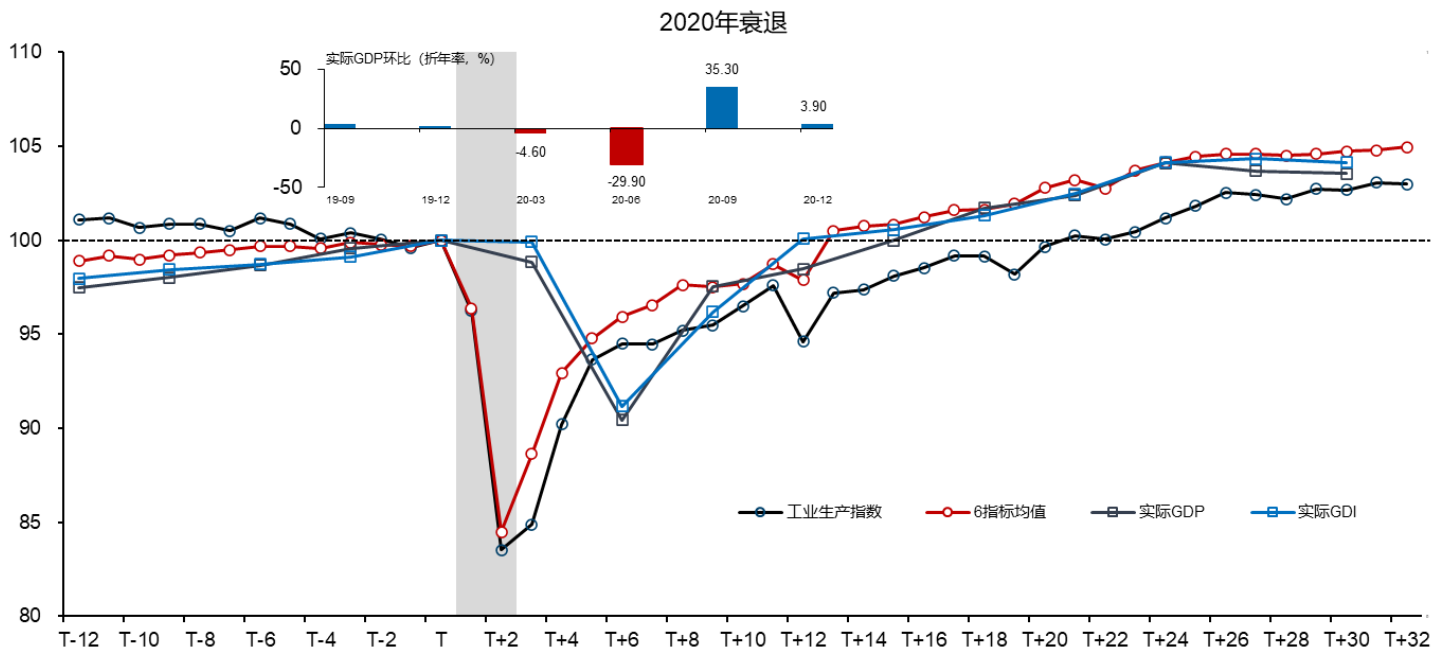
图表 11: 2020 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

¹ 与均值为同一期,但 T+13 期的读数更大。

图表 12: 2020 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

2008-09 年: 时间最长的衰退, 修复最慢的复苏, 深度仅次于 2020 年

美国房地产泡沫的破裂和次级抵押贷款违约触发了 2008 年全球金融危机, 引发了 1929-1933 年“大萧条”以来最严重的衰退, 即大衰退 (The Great Recession)。GDP 或 GDI 分别回撤了 4.0% 和 4.3%, 深度仅次于 2020 年。

本次衰退始于 2008 年 1 月, 终于 2009 年 6 月, 持续 18 个月 (6 个季度), 是 1960 年来的 9 次衰退中最长的一次衰退。领先、同步和滞后于周期顶点的指标数分别为 3、1、2: 非农就业、家庭就业和工业生产均领先 1 个月; 个人收入同步; 批发与零售和消费支出各领先 6 个月和 5 个月。领先、同步和滞后于周期低谷的指标数量分别为 2、1、3: 批发与零售和消费支出各领先 3 个月和 2 个月; 工业生产同步; 个人收入滞后 4 个月, 非农就业和家庭就业均滞后 6 个月。

分项而言, 下行期超过衰退期的指标有 4 个, 分别为: 薪资就业 (25 个月)、家庭就业 (25 个月)、个人收入 (22 个月) 和工业生产 (19 个月)。下行期比衰退期短的两个指标是个人消费 (11 个月) 和批发与零售 (9 个月), 两者的高点都滞后于顶点, 低点都领先低谷。

回撤较大的是批发与零售 (18%) 和工业生产 (17.2%), 幅度与 2020 年相当, 远高于 6 指标均值 (8%)。个人收入 (7.4%)、薪资就业 (6.1%) 和家庭就业 (5.9%) 的回撤均超过了 GDP, 仅消费支出的回撤 (2.6%) 小于 GDP 的回撤。

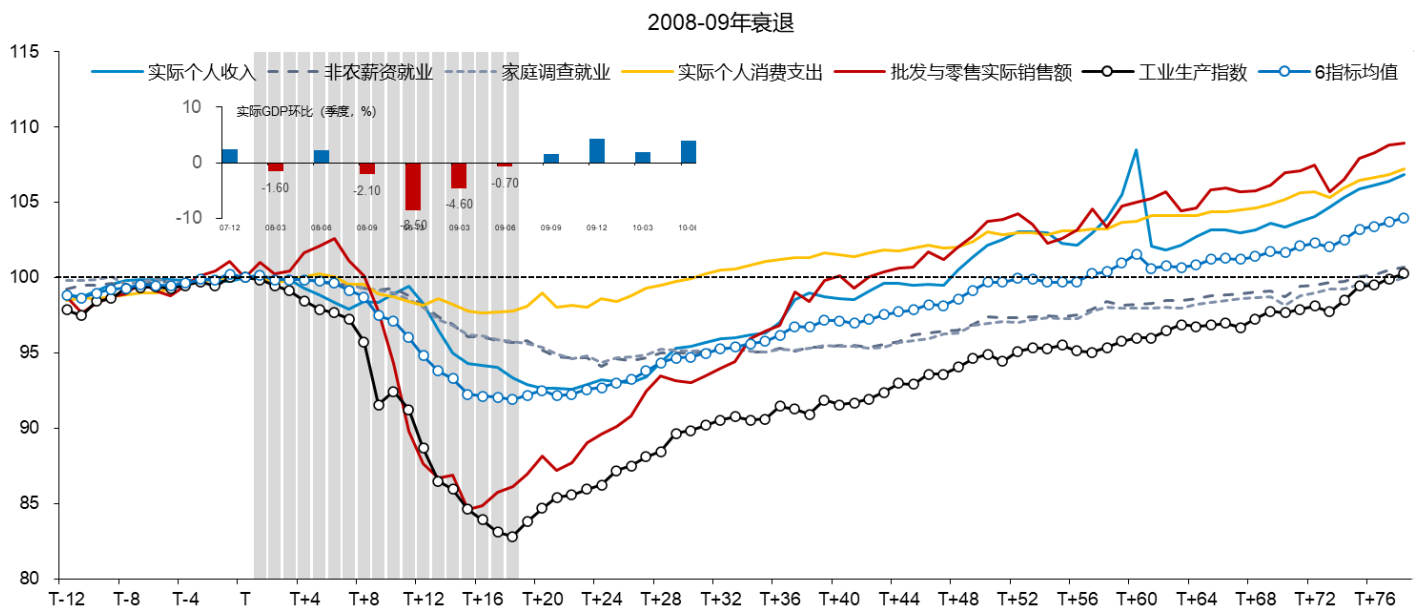
大衰退后, 美国经历了一次漫长的复苏。工业生产和就业的修复时间均比较长, 均超过了 50 个月; 消费支出的修复期最短 (15 个月); 居中的是个人收入 (22 个月) 和批发与零售 (27 个月)。修复弹性方面, 批发与零售的修复速率最高, 月均 0.7%; 其次是工业生产和个人收入 (0.3%), 三者都高于平均水平 (0.2%); 家庭就业和非农就业的月均修复率最低 (0.1%)。所有指标的修复速率都慢于回撤速率。

图表 13: 2008-09 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

2008-09年衰退	衰退起点 (1月)	衰退终点 (6月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%/月/季均)	修复速率 (%/月/季均)
实际个人收入	0	4	18		-7.4	22	26	-0.3	0.3
非农薪资就业	-1	6	18		-6.1	25	51	-0.2	0.1
家庭调查就业	-1	6	18		-5.9	25	54	-0.2	0.1
实际个人消费支出	5	-2	18		-2.6	11	15	-0.2	0.2
批发与零售实际销售额	6	-3	18		-18.0	9	27	-2.0	0.7
工业生产指数	-1	0	18		-17.2	19	60	-0.9	0.3
6指标均值	-1	0	18		-8.3	19	39	-0.4	0.2
实际GDP				6	-4.0	6	6	-0.7	0.7
实际GDI				6	-4.3	5	6	-0.9	0.7

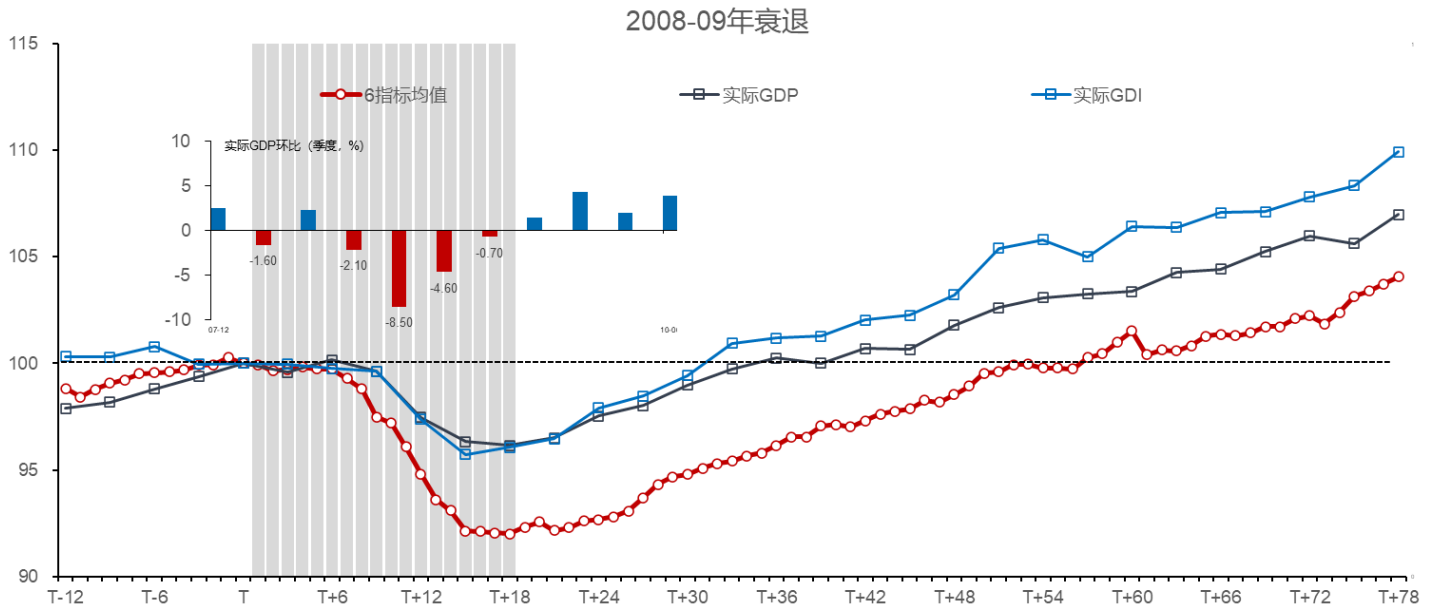
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 14: 2008-09 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 15: 2008-09 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

2001 年: 一次典型的浅衰退和非典型“无就业复苏”

2001 年衰退被称为“互联网衰退”(dot-com recession)。美联储加息被认为是刺破互联网泡沫的主要因素。纳斯达克综合指数在 2000 年 3 月站上 5,048 点高位后开始下跌,直到 2002 年 9 月才触底(1,114 点),熊市长达 30 个月,回撤高达 78%。

股市崩盘并未立马体现在实体经济中,美国 GDP 直到 2021 年 1 季度才首次出现负增长(-1.3%),2 季度又恢复了正增长。叠加“911 事件”冲击,3 季度美国 GDP 再次下跌 1.6%。GDI 在 Q2-Q4 连续 3 个季度负增长,回撤为 1.5%,但仅仅两个季度就完成了修复,季均修复 0.8 个百分点。所以,这是一次典型的“浅衰退”。

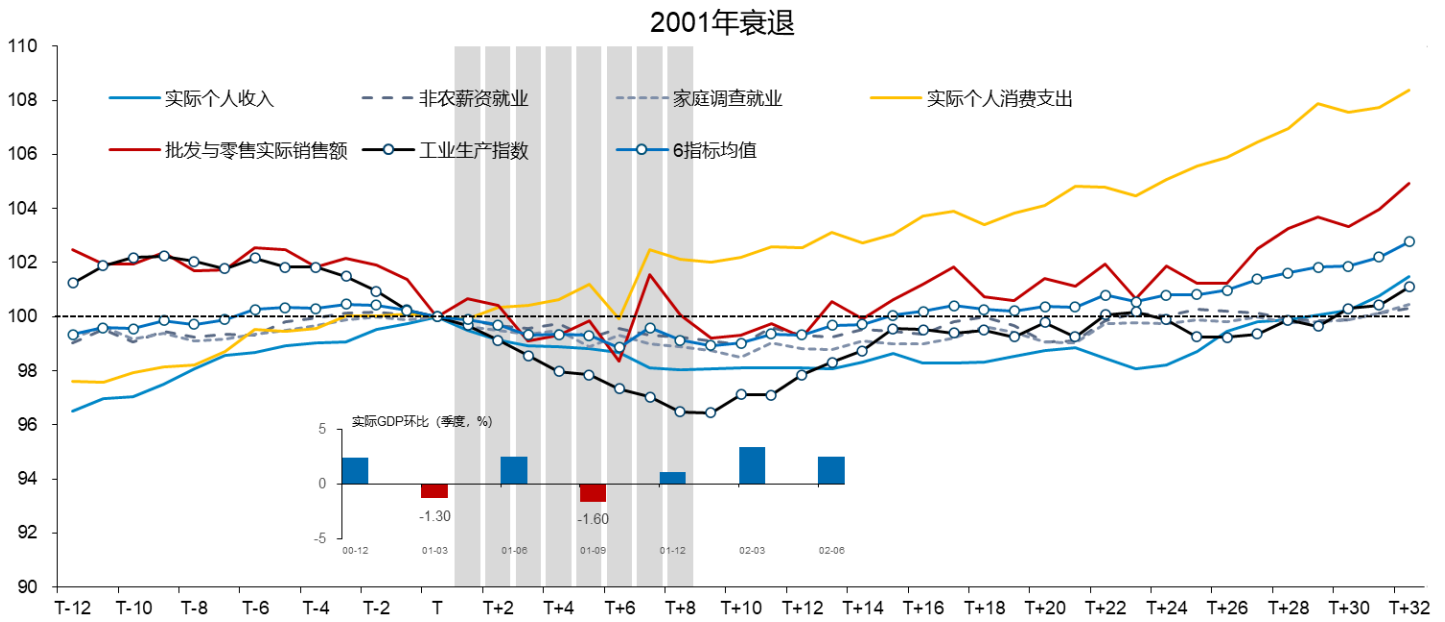
本次衰退始于 4 月,终于 12 月,仅持续了 8 个月(3 个季度)。分项指标中,回撤最大的是工业生产(5.7%),其次是批发与零售(4.2%),两者的高点都领先周期顶点 6 个月。工业生产的下行期和修复期均较长,分别为 15 个月和 21 个月——第 13 个月修复后,第 15 个月又下行。两项就业指标的回撤都超过 1%,下行期也都大于 8 个月,且修复较慢,轨迹基本运行在均值以下,是一次经典的“无就业复苏”(jobless recovery)。消费支出基本没有受到影响。根据修复速率,弹性最大的是批发与零售,其次是工业生产。

图表 16: 2001 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

2001年衰退	衰退起点(4月)	衰退终点(11月)	衰退期(T+月)	衰退期(T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间(月/季)	回撤速率(%月均/季均)	修复速率(%月均/季均)
实际个人收入	0	0	8		-1.9	8	21	-0.2	0.09
非农薪资就业	-2	2	8		-1.2	12	12	-0.1	0.10
家庭调查就业	0	2	8		-1.5	10	21	-0.2	0.07
实际个人消费支出	5	-2	8		-0.2	1	1	-0.2	0.16
批发与零售实际销售额	-6	-2	8		-4.2	12	9	-0.3	0.46
工业生产指数	-6	1	8		-5.7	15	21	-0.4	0.27
6指标均值	-3	2	8		-1.6	13	5	-0.1	0.32
实际GDP				3	-0.3	1	1	-0.3	0.3
实际GDI				3	-1.5	3	2	-0.5	0.8

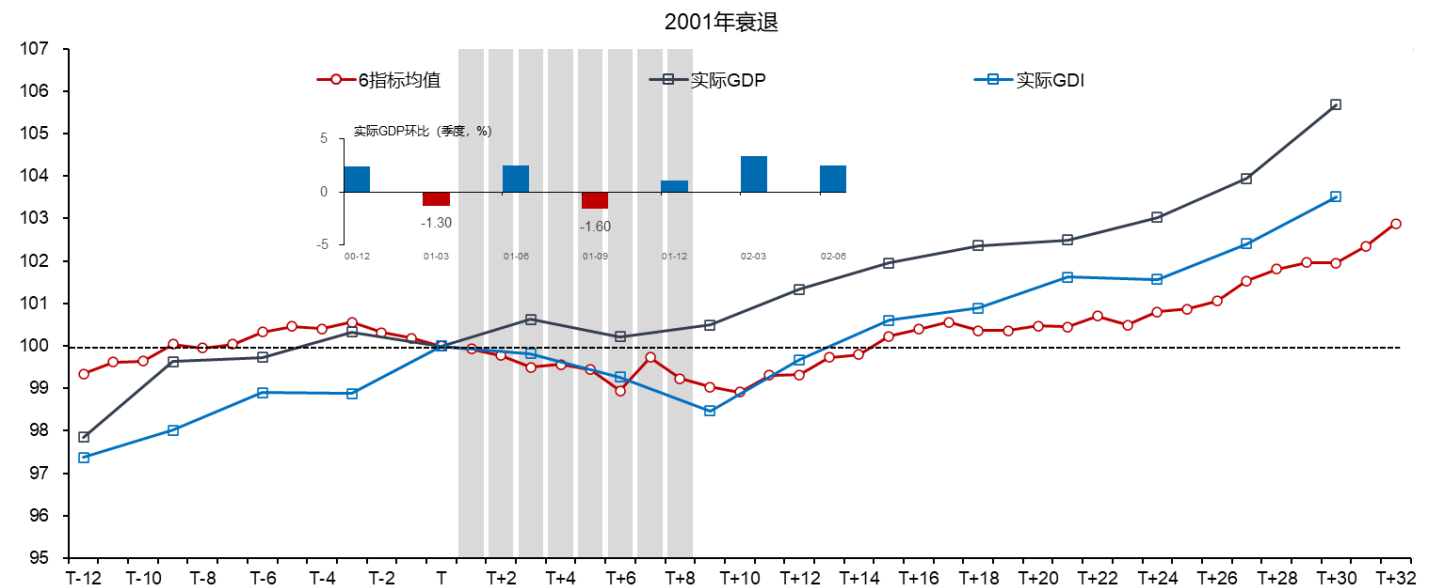
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 17: 2001 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 18: 2001 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDP 的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

说明: GDP 的高点领先于周期顶点 1 个季度, 在整个衰退期内都高于周期顶点位置。

1990-91: 另一次典型的“浅衰退”, 批发与零售是主要拖累项

本次衰退的原因主要有两个: 海湾战争和储贷协会危机。受原油涨价的影响, 1987 年初美国通胀压力开始增加。美联储从 1988 年 3 月开始加息, 截止到 1989 年 5 月, 有效联邦基金利率从 6.5% 上升到了 10%, 优惠贷款利率从 8.5% 涨到了 11.5%, 助推了储贷协会的破产和信用的收缩。1990 年 8 月, 伊拉克入侵科威特, 引发了海湾战争, 布伦特原油价格进一步从 15.7 美元/桶的低位上涨到 36 美元/桶 (10 月), 涨幅 130%。美国 CPI 通胀率也随之从 4.4% 上涨到 6.4%。幸运地是, 原油价格是脉冲式上涨, 很快又回到了 20 美元以下。

本次衰退始于 1990 年 8 月, 终于 1991 年 3 月, 仅持续 8 个月 (3 个季度)。领先、同步和滞后于顶点的指标数分别为 3、1、2, 对应于低谷的指标数分别为 3、1、2。

衰退深度和修复弹性方面，GDP 回撤 1.4%，约为 9 次衰退均值的 50%。GDI 回撤 0.7%，为历史次低（1960-61 年为 0.5%），不足 2001 年的一半。GDP 和 GDI 的修复时间均为 3 个季度，季均修复速率分别为 0.46%和 0.22%。所以，这也是一次典型的“浅衰退”。

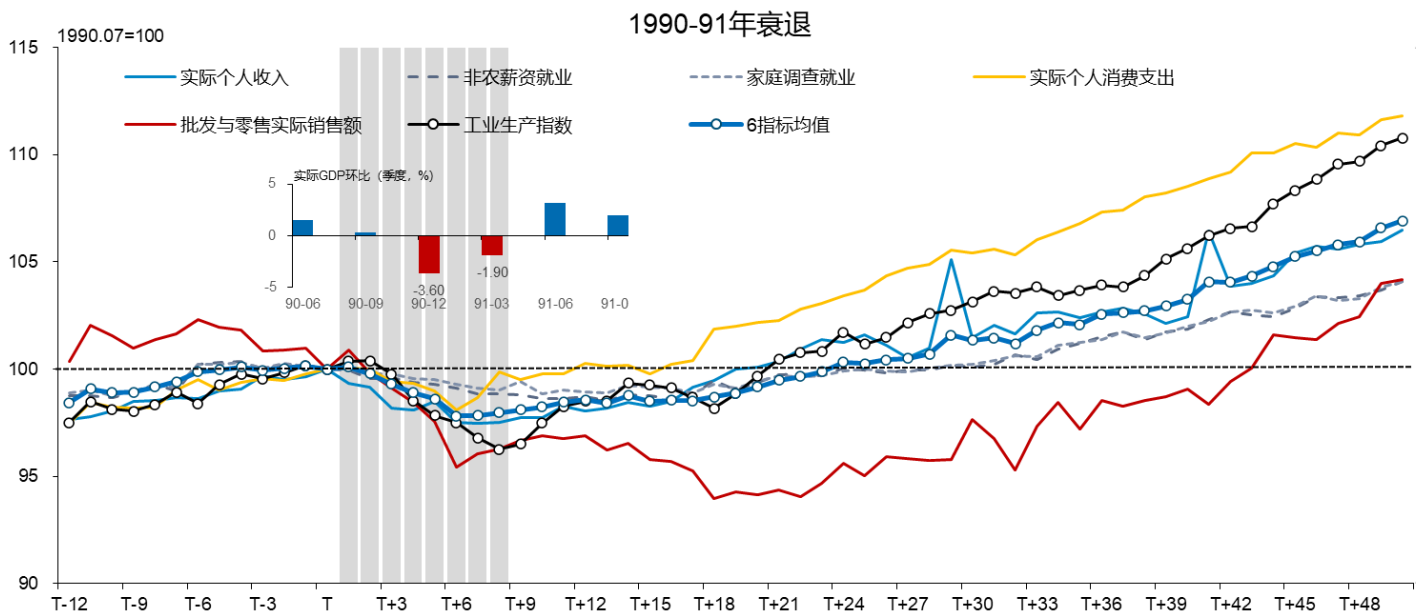
分项而言，批发与零售的回撤幅度位列第一（6.9%），高点领先周期顶点 6 个月，低点领先低谷 2 个月，下行期 12 个月，修复期长达 37 个月。工业生产回撤 4.1%，仅次于批发和零售，下行期为 6 个月，修复期 13 个月，修复速率较快（0.32%），是经济复苏的主要动力。就业的回撤较小，但下行期和修复期都较长，非农就业分别为 17 个月和 16 个月，家庭就业为 14 个月和 18 个月，也是一次典型的“无就业复苏”。消费支出最有韧性，回撤 1.9%，衰退期 5 个月，修复期 6 个月，修复弹性与工业生产相等。

图表 19: 1990-91 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

1990-91年衰退	衰退起点 (8月)	衰退终点 (3月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%/月/季均)	修复速率 (%/月/季均)
实际个人收入	0	-1	8		-2.5	7	12	-0.4	0.21
非农薪资就业	-4	5	8		-1.8	17	16	-0.1	0.11
家庭调查就业	-4	2	8		-1.5	14	18	-0.1	0.08
实际个人消费支出	1	-2	8		-1.9	5	6	-0.4	0.32
批发与零售实际销售额	-6	-2	8		-6.9	12	37	-0.6	0.19
工业生产指数	2	0	8		-4.1	6	13	-0.7	0.32
6指标均值	-1	-2	8		-2.3	7	18	-0.3	0.13
实际GDP				2	-1.4	2	3	-0.7	0.46
实际GDI				2	-0.7	2	3	-0.3	0.22

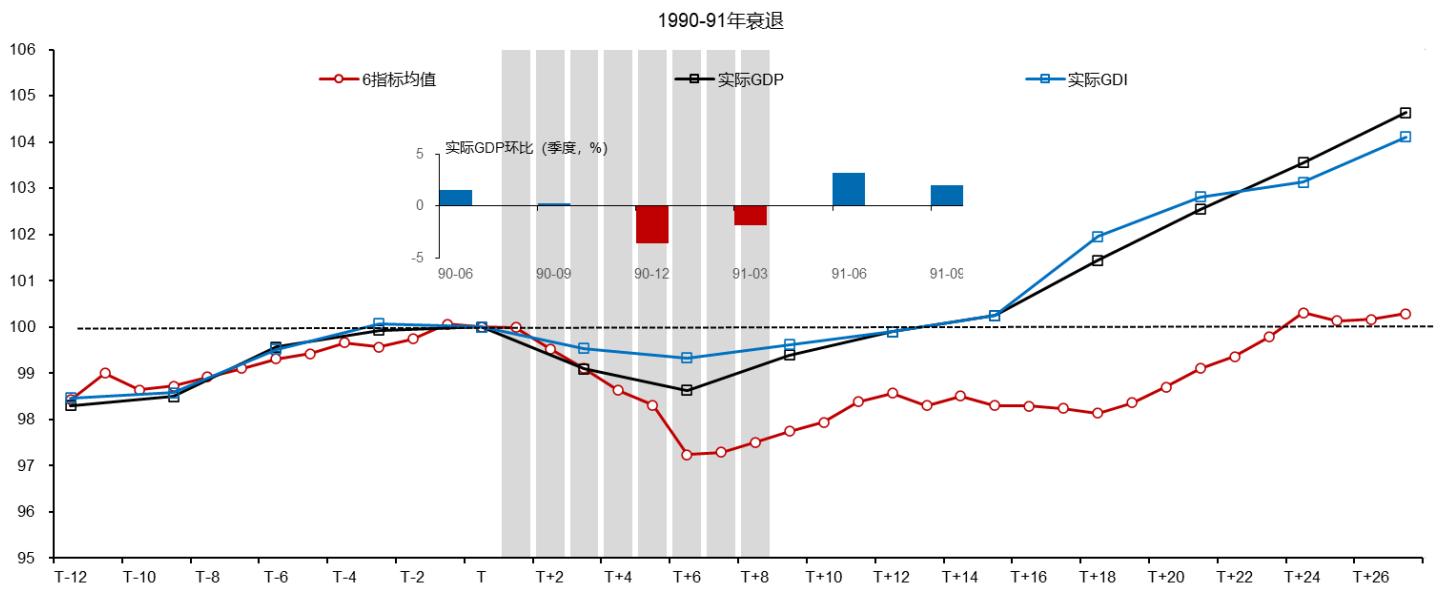
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 20: 1990-91 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 21: 1990-91 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

1981-82: 一次广度有限的“深衰退”，工业生产和批发与零售是主要拖累

本次衰退的两大背景是第二次石油危机和“沃尔克冲击”。1978年10月，伊朗最主要的石油区“菲尔兹”爆发大罢工。11月，伊朗原油出口从每天450万桶降到100万桶。12月底供应彻底中断。伊朗民族革命触发了第二次石油危机。原油价格涨势维持了1年，价格从14美元/桶涨到了45美元/桶。美国CPI通胀随之从6.5%上涨到了14.6%（1980年1月）。1979年10月开始担任美联储主席的保罗·沃尔克以抗通胀为首要任务，即使通胀从1980年初便开始下行，加息周期却持续到了1980年底，有效联邦基金利率史无前例地突破了20%。1981年1-4月短暂地降息后，5月又重新开始加息。

本次衰退始于1981年8月，终于1982年11月，持续了16个月（5个季度），时长仅次于大衰退。GDP回撤2.6%，略低于9次衰退的均值（2.7%），但高于中位数（2.2%）和前8次衰退的均值（1.7%）。GDI回撤2.3%，低于均值（2.7%），但高于前8次均值（1.9%）。所以，这也是一次深衰退。

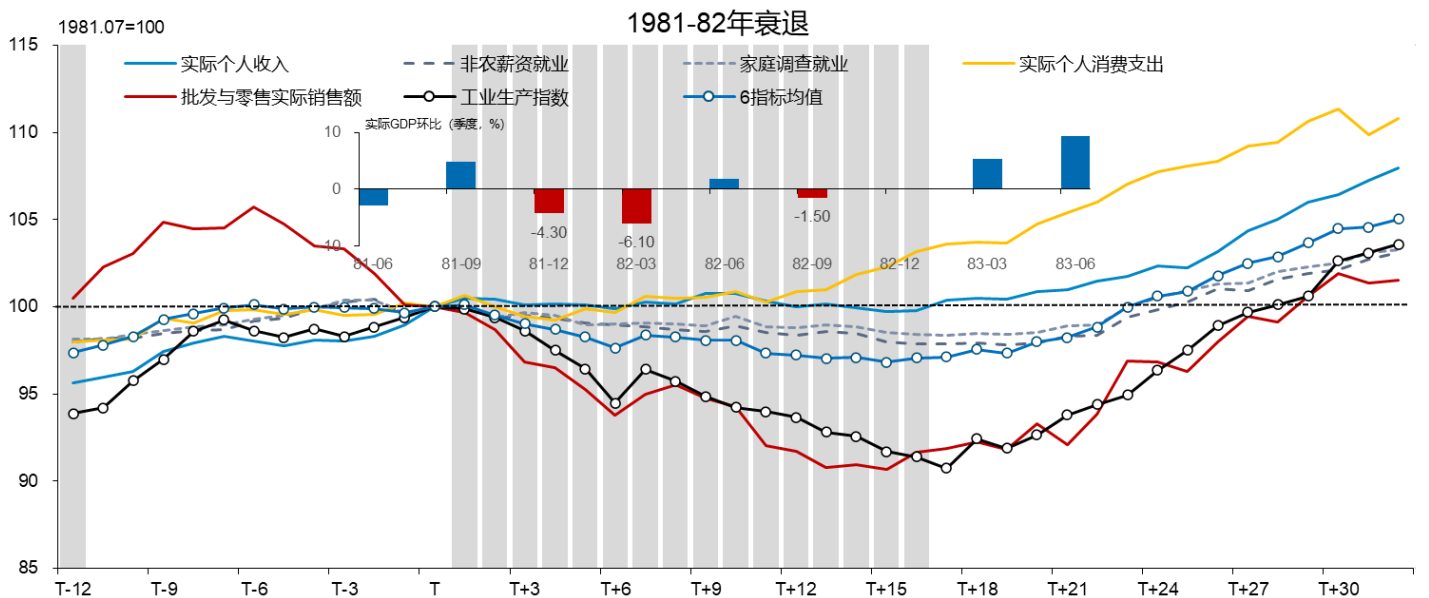
与大衰退相似的是，工业生产和批发与零售的回撤都比较大，个人消费都很有韧性，不同的是本次个人收入也很有韧性。批发与零售的高点领先顶点6个月，回撤高达15%——比大衰退时期少降3个百分点，远高于其它分项，下行期和修复期分别为21个月和14个月。工业生产与顶点同步，回撤9.3%，下行期和修复期分别为17个月和11个月；非农就业和家庭就业的回撤相对有限，分别为2.6%和1.2%，前者的衰退期为21个月，但修复只用了6个月，后者衰退期和修复期均为12个月。个人收入和消费支出都很有韧性，回撤分别为0.3%和0.7%，衰退期和修复期也较短。

图表 22: 1981-82 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

1981-82年衰退	衰退起点 (8月)	衰退终点 (11月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%月均/季均)	修复速率 (%月均/季均)
实际个人收入	10	-1	16		-0.3	5	2	-0.1	0.1
非农薪资就业	-2	3	16		-2.6	21	6	-0.1	0.4
家庭调查就业	0	-4	16		-1.2	12	12	-0.1	0.1
实际个人消费支出	1	-12	16		-0.7	3	3	-0.2	0.2
批发与零售实际销售额	-6	-1	16		-15.05	21	14	-0.7	1.1
工业生产指数	0	1	16		-9.26	17	11	-0.5	0.8
6指标均值	1	-1	16		-3.3	14	9	-0.2	0.4
实际GDP				5	-2.6	2	5	-1.3	0.5
实际GDI				5	-2.3	5	2	-0.5	1.1

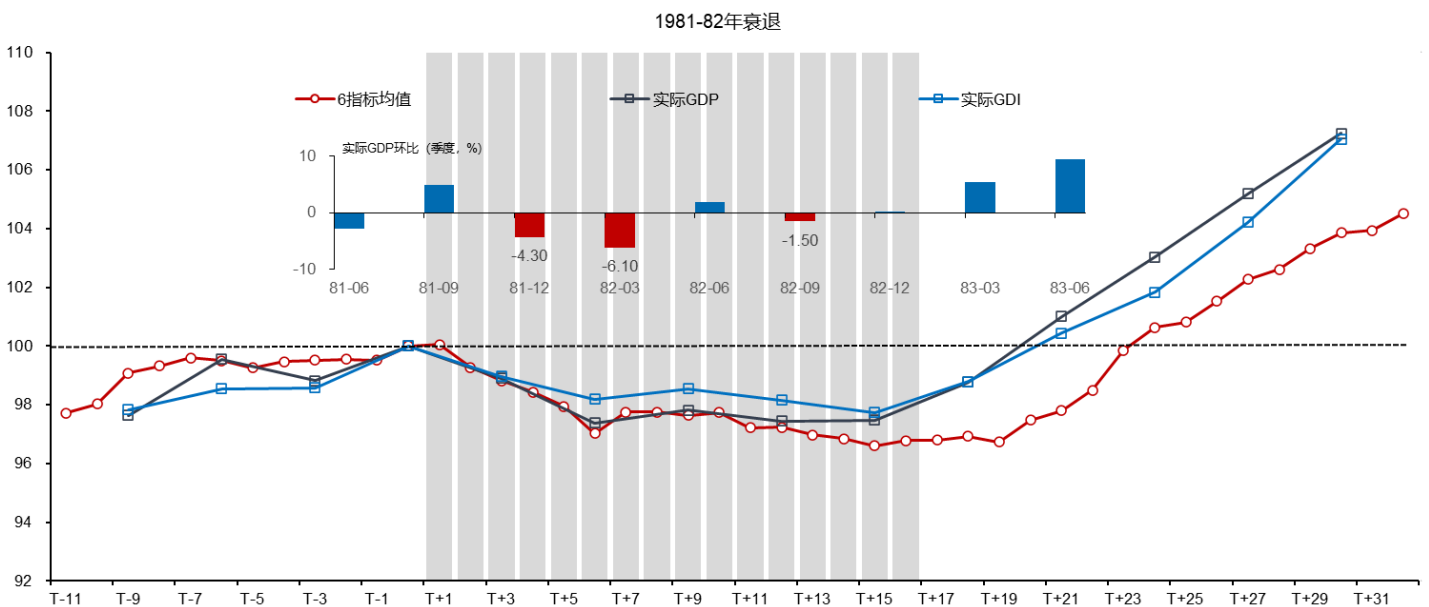
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 23: 1981-82 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

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



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

1980 年: 时长仅 6 个月, 工业生产和批发与零售仍是主要拖累项

1980 年衰退是第二次石油危机和美联储紧缩政策冲击的第一波, 是除 2020 年外最短的一次衰退, 始于 2 月, 终于 7 月, 时长仅 6 个月 (2 个季度)。时间很短, 但 GDP 和 GDI 的回撤分别达到了 2.2% 和 1.6%, 季均回撤 1.1% 和 1.6% (GDI 仅在 2 季度环比负增长)。修复速度也比较快, 均为 2 个季度, 季均修复 1.1% 和 0.8%。

分项而言, 回撤较大的是批发与零售 (6.8%) 和工业生产 (6.7%)。批发与零售的高点与周期顶点同步, 下行期和修复期分别为 5 个月和 4 个月, 但在 1981 年 1 月 (T+12) 触及高点后又快速下行, 领先 1981-82 年衰退 6 个月。工业生产的高点滞后于顶点 1 个月, 下行期也是 5 个月, 但修复进程被下一次衰退中断, 截止到 1981 年 7 月仍比前期高点低

0.6%，12个月（1980.08-1981.07）累计修复5.9%，月均修复0.5%。就业的回撤最小，分别为1.4和1.3%，与失业率上行的幅度相当（1.5%）。消费支出的衰退期也只有4个月，回撤3.4%，月均0.8%，但修复较慢（13个月），月均0.3%。

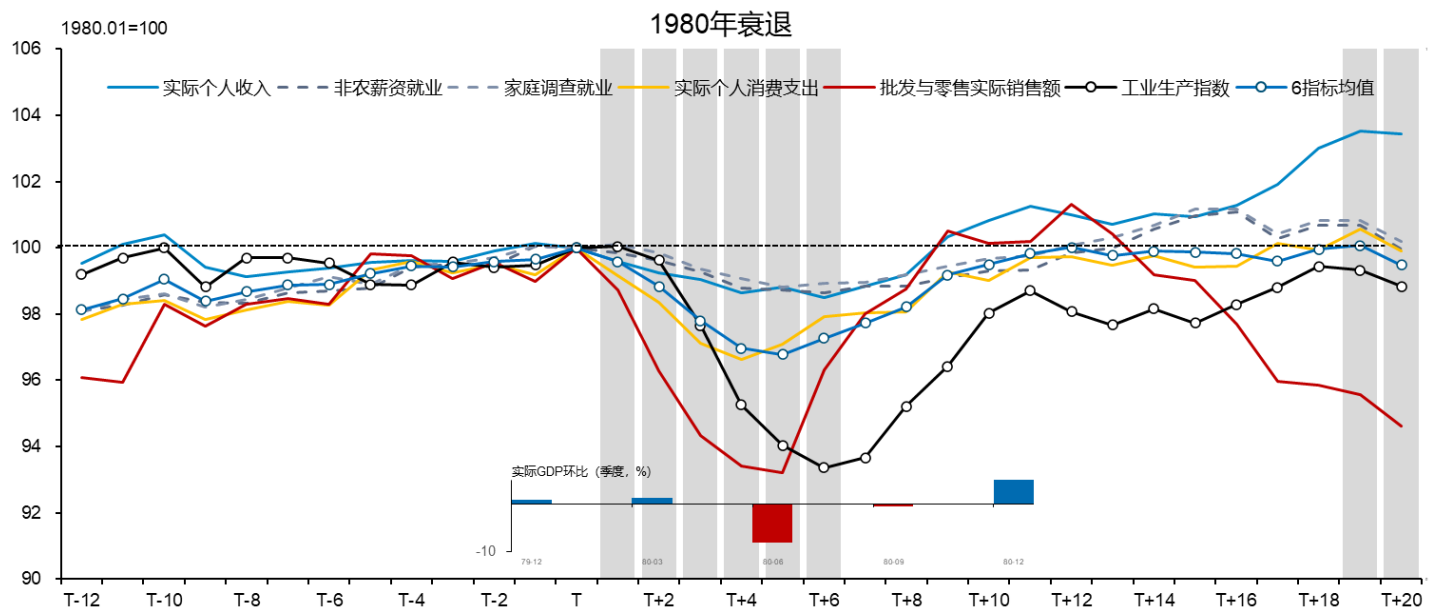
图表 25: 1980 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

1980年衰退	衰退起点 (2月)	衰退终点 (7月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%/月/季均)	修复速率 (%/月/季均)
实际个人收入	-1	0	6		-1.6	7	3	-0.2	0.5
非农薪资就业	-1	0	6		-1.4	7	8	-0.2	0.2
家庭调查就业	-1	0	6		-1.3	4	7	-0.3	0.2
实际个人消费支出	0	-2	6		-3.4	4	13	-0.8	0.3
批发与零售实际销售额	0	-1	6		-6.8	5	4	-1.4	1.7
工业生产指数	1	0	6		-6.7	5	#N/A	-1.3	#N/A
6指标均值	0	-1	6		-3.2	5	7	-0.6	0.5
实际GDP				2	-2.2	2	2	-1.1	1.1
实际GDI				2	-1.6	1	2	-1.6	0.8

来源: NBER、Wind、国金证券研究所

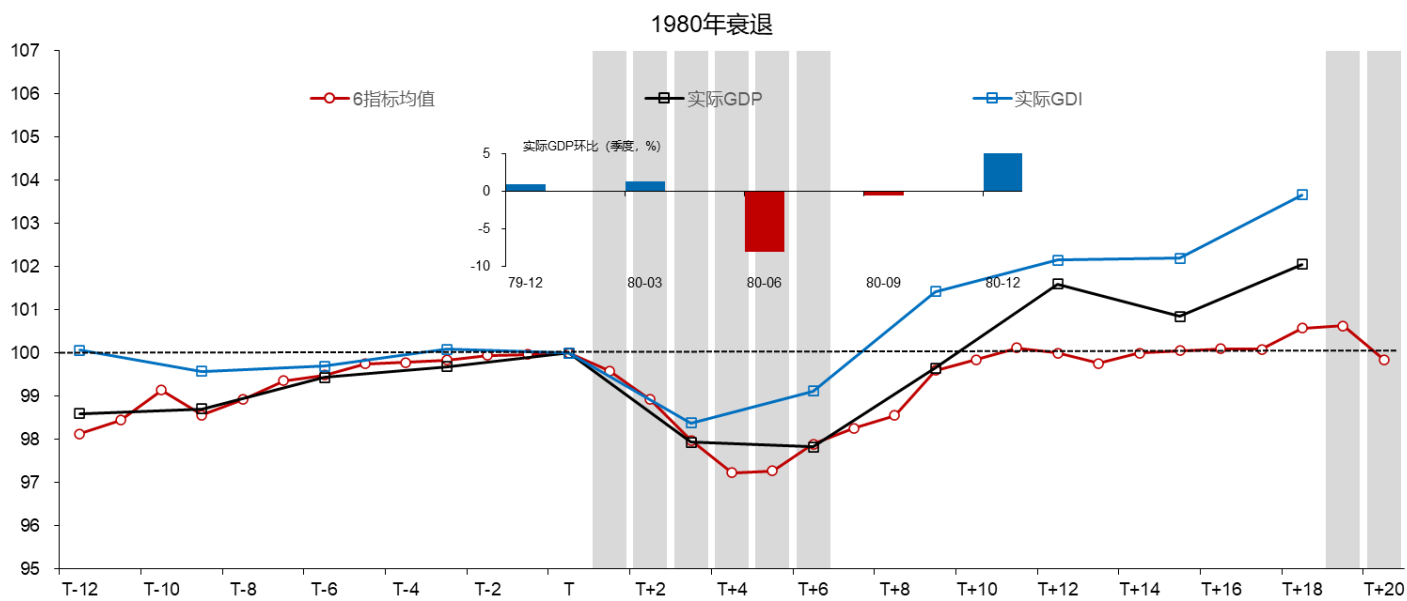
说明: 家庭调查就业的回撤是指第 T 期相对于 T-6 期的回撤。

图表 26: 1980 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 27: 1981-82 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

1973-75: 就业的高点显著滞后于顶点, 工业生产和批发与零售是最大拖累项

1973 年 10 月爆发的“第一次石油危机”拉开了“大滞胀”时代的序幕, 叠加约翰逊政府积累的越南战争赤字、1970 年的“尼克松冲击”、1973 年初开始的股票市场崩盘和新兴市场国家的竞争和钢铁危机, 美国迎来了战后的第一次深衰退, 终结了战后黄金时代。

本次衰退始于 1973 年 12 月, 终于 1975 年 3 月, 时长 16 个月/5 个季度, 与 1981-82 年衰退相同, 仅次于 2008-09 年衰退。领先、同步和滞后于顶点的指标数为 1、2、3, 对应低谷上的数目为 2、0、4。

这也是一次富有弹性的深衰退。GDP 和 GDI 均在第 5 个季度触底, 前者出现 4 次环比负增长, 后者连续 5 个季度环比负增长, 分别回撤了 3.14% 和 3.99%, 远高于 8 次或 9 次衰退的均值和中位数。两者修复的弹性较大, GDP 仅用 3 个季度就完成了修复, 季均修复速率超 1%。GDI 的修复时长为 4 个季度, 季均修复约 1%。GDI 口径修复弹性与 1981-82 年相似, 略高于 1980 年。

工业生产和批发与零售是主要拖累项。工业生产的高点与周期顶点同步, 低点滞后于低谷 2 个月, 下行期 18 个月, 回撤 13.1%, 月均 0.7%, 修复期 21 个月, 月均修复 0.6%。批发与零售直到衰退期的第 9 个月才达到高点, 低点滞后于低谷 1 个月, 下行期 8 个月, 回撤 11.2%, 月均 1.4%, 斜率较大, 修复期 20 个月, 月均 0.6%。消费支出较有韧性, 是唯一一点和低点都领先于周期顶点和低谷的指标 (分别领先 4 个月和 3 个月), 下行期虽然持续了 17 个月, 但期间有一段是回升的, 最大回撤 2.7%, 修复期仅 5 个月。

两项就业指标的回撤均有限, 非农就业和家庭就业的高点都大大滞后于顶点, 低点与低谷错位 1 个月。其中, 非农就业的高点和低点分别滞后于顶点和低谷 9 个月和 1 个月, 相对于周期顶点位置回撤 1.4%, 相对于高点回撤 2.3%。家庭就业的高点滞后于顶点 8 个月, 低点领先于低谷 1 个月, 相对于周期顶点位置回撤 1.3%, 相对高点回撤 2.3%。

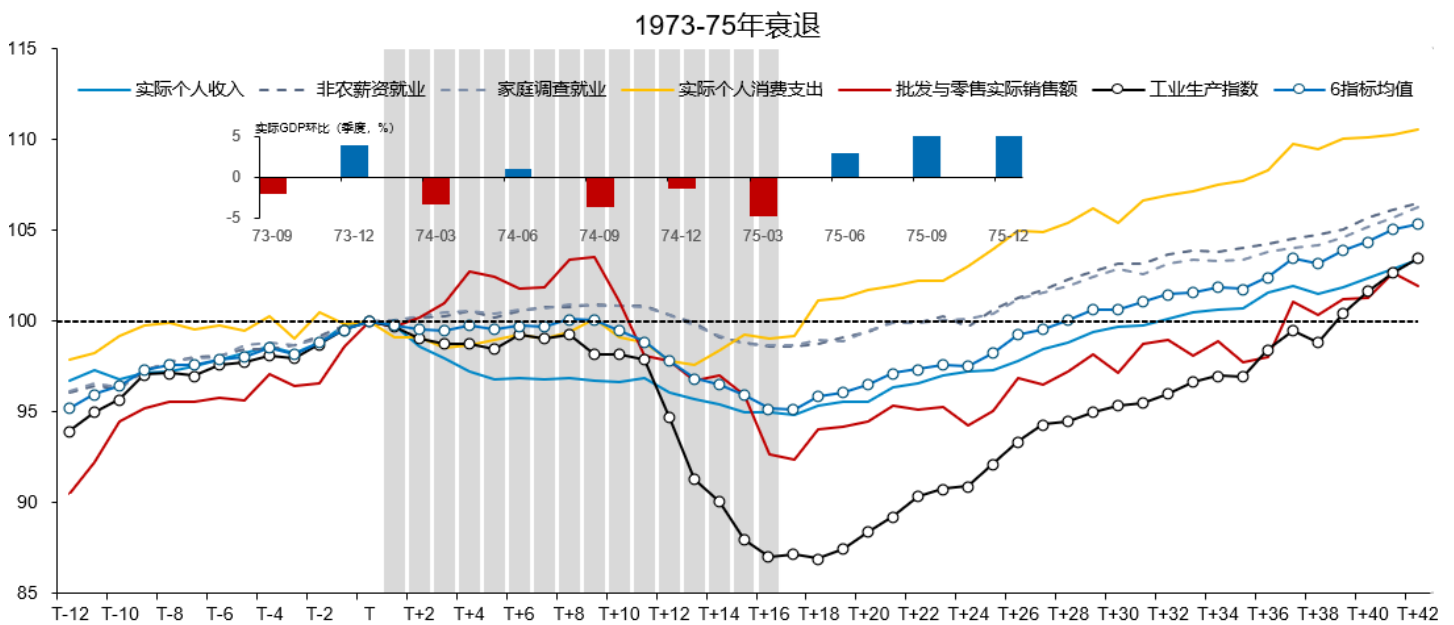
图表 28: 1973-75 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

1973-75年衰退	衰退起点 (4月)	衰退终点 (11月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%/月/季均)	修复速率 (%/月/季均)
实际个人收入	0	1	16		-5.1	17	15	-0.3	0.3
非农薪资就业	9	1	16		-2.3	8	8	-0.3	0.3
家庭调查就业	8	-1	16		-2.3	8	7	-0.3	0.3
实际个人消费支出	-4	-3	16		-2.7	17	5	-0.2	0.5
批发与零售实际销售额	9	1	16		-11.2	8	20	-1.4	0.6
工业生产指数	0	2	16		-13.1	18	21	-0.7	0.6
6指标均值	0	0	16		-5.0	9	11	-0.6	0.5
实际GDP				5	-3.1	5	3	-0.6	1.0
实际GDI				5	-4.0	5	4	-0.8	1.0

来源: NBER、Wind、国金证券研究所

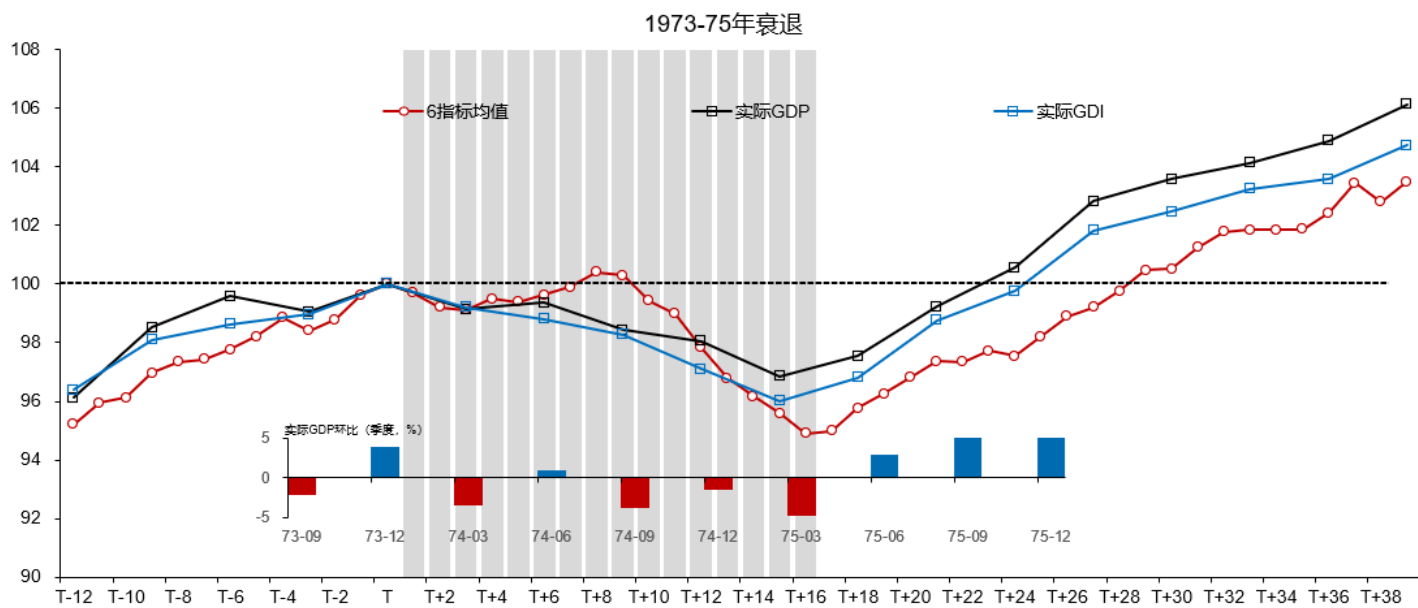
说明: 家庭调查就业的回撤是指第 T 期相对于 T-6 期的回撤。

图表 29: 1973-75 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

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



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

1970 年: 一次财政与货币同步收缩引起的浅衰退

1970 年衰退被称为“尼克松衰退”(Nixon Recession), 背景是越南战争和布雷顿森林体系的瓦解。越南战争导致美国出现了“双赤字”: 财政赤字+贸易赤字。1967 年 11 月, 通胀开始上行, 当月 CPI 通胀率为 3.1%, 至 1970 年 2 月升至 6.4% 高点。为压制通胀, 也为维持布雷顿森林体系下的美元-黄金平价关系, 美联储从 1967 年 11 月开始加息, 一直持续到了 1970 年 3 月¹, 有效联邦基金利率从 4% 上升到了 9%, 优惠贷款利率从 5.5% 提高到了 8.5%。尼克松还压缩了财政赤字。1969 年 4 季度和 1970 年 1 季度, 美国 GDP 连续两个季度负增长 (2、3 季度恢复正增长)。1970 年 8 月 15 日, 尼克松下令关闭黄金窗口, 宣告布雷顿森林体系瓦解。1970 年 4 季度, GDP 环比下跌 4.2% (折年率)。

本次衰退始于 1970 年 1 月, 终于 11 月, 时长 11 个月 (4 个季度)。个人收入和消费支出始终高于周期顶点位置, 并未出现回撤。在余下的 4 个指标中, 领先、同步和滞后于顶点的指标数为 2、0、2, 对应在低谷上的数目为 3、1、0。

这也是一次典型的浅衰退。GDP 和 GDI 分别回撤 0.7% 和 1.0%, 后者幅度略高于 1960-61 年的 0.54% 和 1990-91 年的 0.67%。工业生产是主要拖累项, 高点领先顶点两个月, 下行期 13 个月, 回撤 7.1%, 月均 0.5%, 修复期 12 个月。批发与零售的高点也领先顶点两个月, 下行期只有 6 个月, 回撤 2.9%, 修复期 9 个月。非农就业和家庭就业在衰退后开始走平, 直到 T+19 期才重新上行, 高点和低点都显著滞后, 回撤均为 0.7%。失业率却从 1960 年 12 月的 3.5% 上升到 1970 年 12 月的 6.1%。

¹ 以降低优惠贷款利率为准。

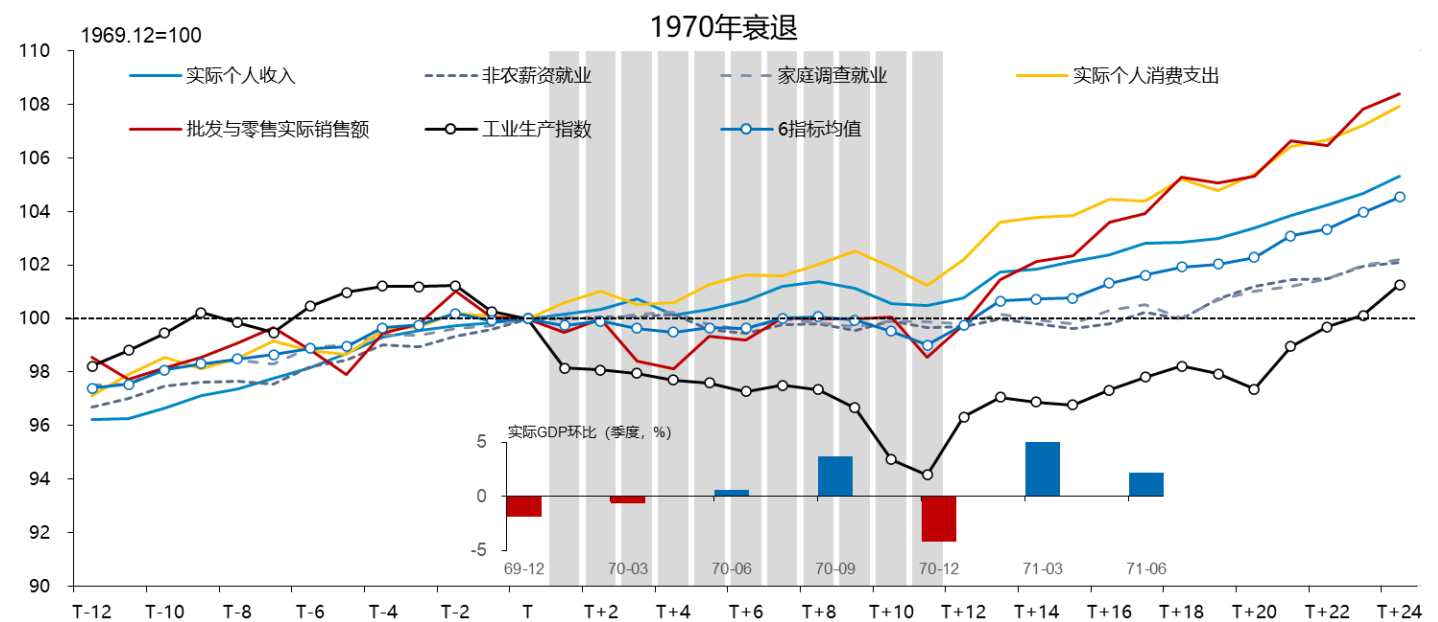
图表 31: 1970 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

1970年衰退	衰退起点 (4月)	衰退终点 (11月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%/月/季均)	修复速率 (%/月/季均)
实际个人收入	#N/A	#N/A	11			#N/A	#N/A		
非农薪资就业	4	-5	11		-0.7	2	13	-0.3	0.1
家庭调查就业	5	-5	11		-0.7	2	10	-0.3	0.1
实际个人消费支出	#N/A	#N/A	11			#N/A	#N/A		
批发与零售实际销售额	-2	-7	11		-2.9	6	9	-0.5	0.3
工业生产指数	-2	0	11		-7.1	13	12	-0.5	0.6
6指标均值	-2	0	11		-1.2	13	2	-0.1	0.6
实际GDP				4	-0.7	5	1	-0.1	0.7
实际GDI				4	-1.0	5	1	-0.2	1.0

来源: NBER、Wind、国金证券研究所

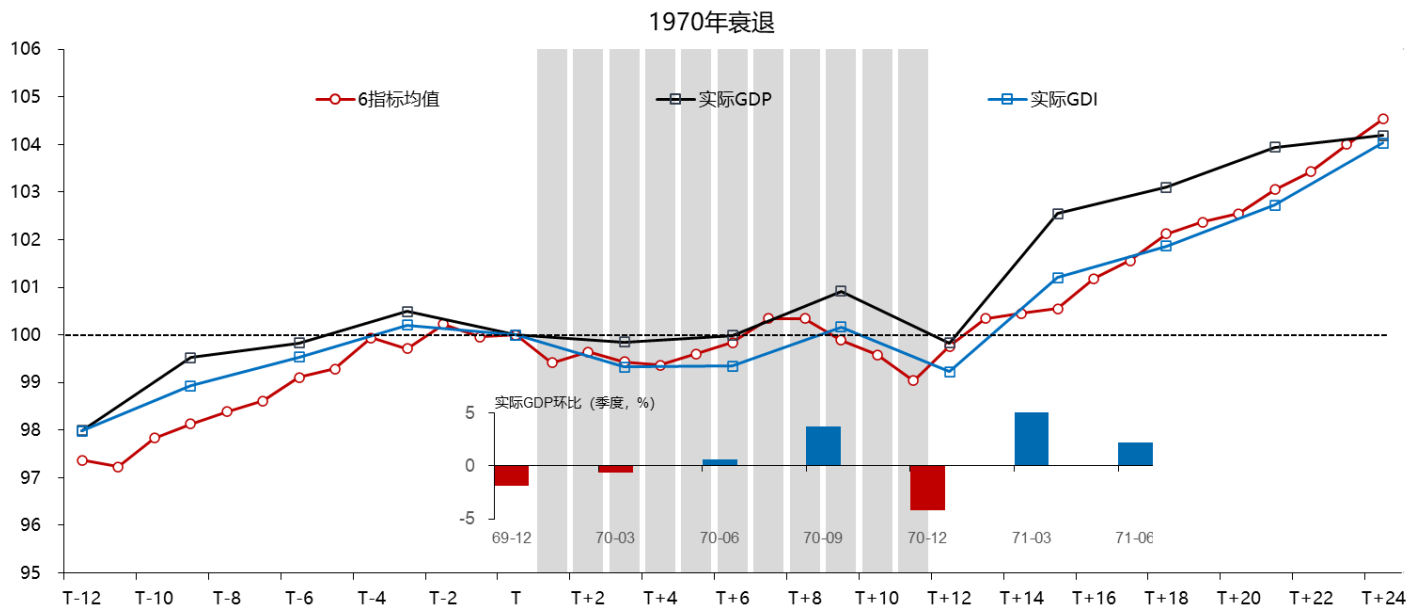
说明: 家庭调查就业的回撤是指第 T 期相对于 T-6 期的回撤。

图表 32: 1970 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 33: 1970 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

1960-61: 一次由产业结构“滚动调整”引发的浅衰退

1960-21 年衰退常被归因为产业部门的“滚动调整”(rolling adjustment): 一个部门的收缩产生了连锁反映, 导致另一个或多个部门出现收缩, 进而导致经济衰退。本次衰退首当其冲的是汽车行业, 原因是美国的国产汽车品牌开始受到进口的廉价汽车的激烈竞争。此外, 美联储加息和财政赤字率的收窄也是重要解释。由于担心通货膨胀, 美联储将联邦基金利率从 1958 年中的 1.75% 提高到 1959 年底的 4%, 并一直维持到 1960 年 6 月, 导致银行信贷快速下降。财政赤字率也从 1959 年的 2.6% 下降到 0.1%。

本次衰退始于 1960 年 5 月, 终于 1961 年 2 月, 时长 10 个月(或 3 个季度)。从 GDI 的回撤幅度(0.54%)看, 本次衰退是 9 次衰退中最浅的一次。GDP 回撤 0.8%, 高于 1970 年的 0.17%, 其中, 1960 年 4 季度环比下跌超 5% (折年率)。GDP 和 GDI 的下行期和修复期均为 2 个季度¹。综合衰退长度和深度看, 本次衰退可比 1970 年。

分项而言, 工业生产和批发与零售是主要拖累项。工业生产的高点(102.6)领先顶点 3 个月, 下行期 13 个月, 回撤 8.8%, 5 个月后完成修复。批发与零售的高点(103.7)领先周期顶点 10 个月, 衰退期 19 个月, 回撤 8%, 9 个月后完成修复。个人收入的高点滞后于顶点 6 个月, 低点领先于低谷 2 个月, 衰退期仅 2 个月, 回撤 0.7%, 1 个月后完成修复。就业的回撤比较温和, 两项就业指标均回撤 1.4%。失业率上行 2 个百分点(从 1960 年 5 月的 5.1% 上升到 1961 年 5 月的 7.1%)。

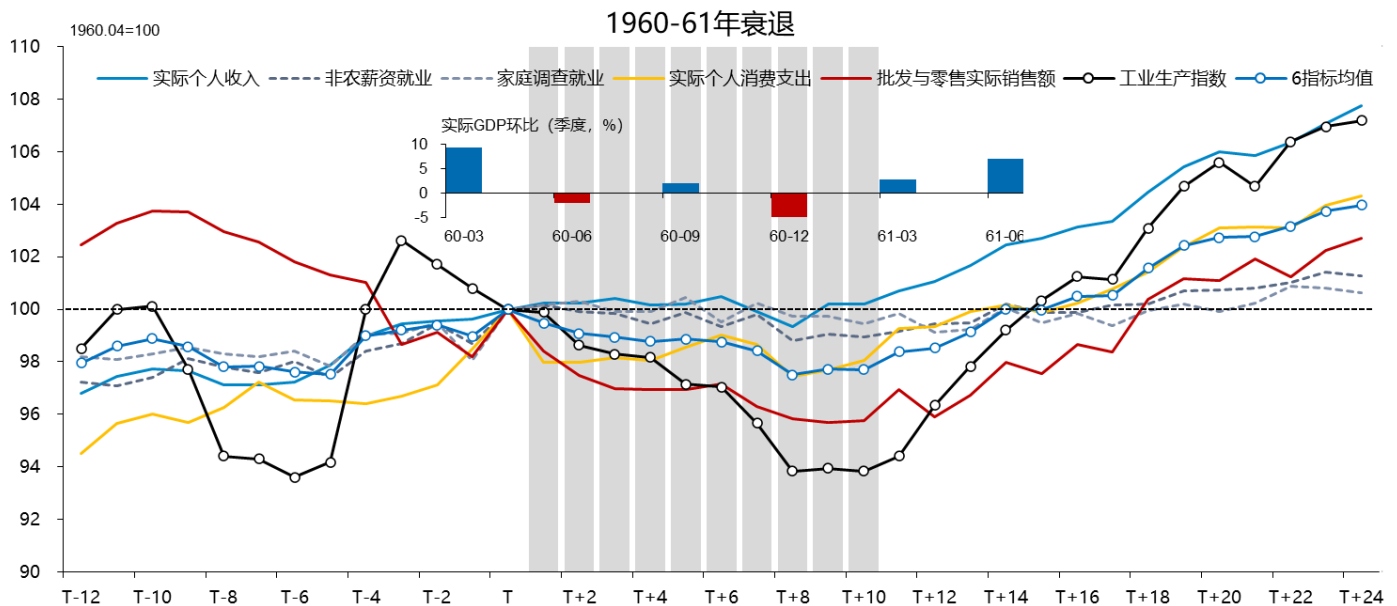
¹ NBER 将周期顶点设定在 1960 年 2 季度, 但当季 GDP 环比已经出现负增长。

图表 34: 1960-61 年衰退: 拐点位置、回撤幅度与修复弹性的比较

1960-61年衰退	衰退起点 (4月)	衰退终点 (11月)	衰退期 (T+月)	衰退期 (T+季)	最大跌幅	触底时间(月/季)	修复时间 (月/季)	回撤速率 (%/月/季均)	修复速率 (%/月/季均)
实际个人收入	6	-2	10		-1.2	2	1	-0.6	1.2
非农薪资就业	1	-2	10		-1.4	7	9	-0.2	0.2
家庭调查就业	5	2	10		-1.4	7	9	-0.2	0.2
实际个人消费支出	0	-2	10		-2.5	8	8	-0.3	0.3
批发与零售实际销售额	-10	-1	10		-8.0	19	9	-0.4	0.9
工业生产指数	-3	0	10		-8.8	13	5	-0.7	1.8
6指标均值	0	-2	10		-2.5	8	5	-0.3	0.5
实际GDP				3	-1.3	3	2	-0.4	0.7
实际GDI				3	-0.6	3	2	-0.2	0.3

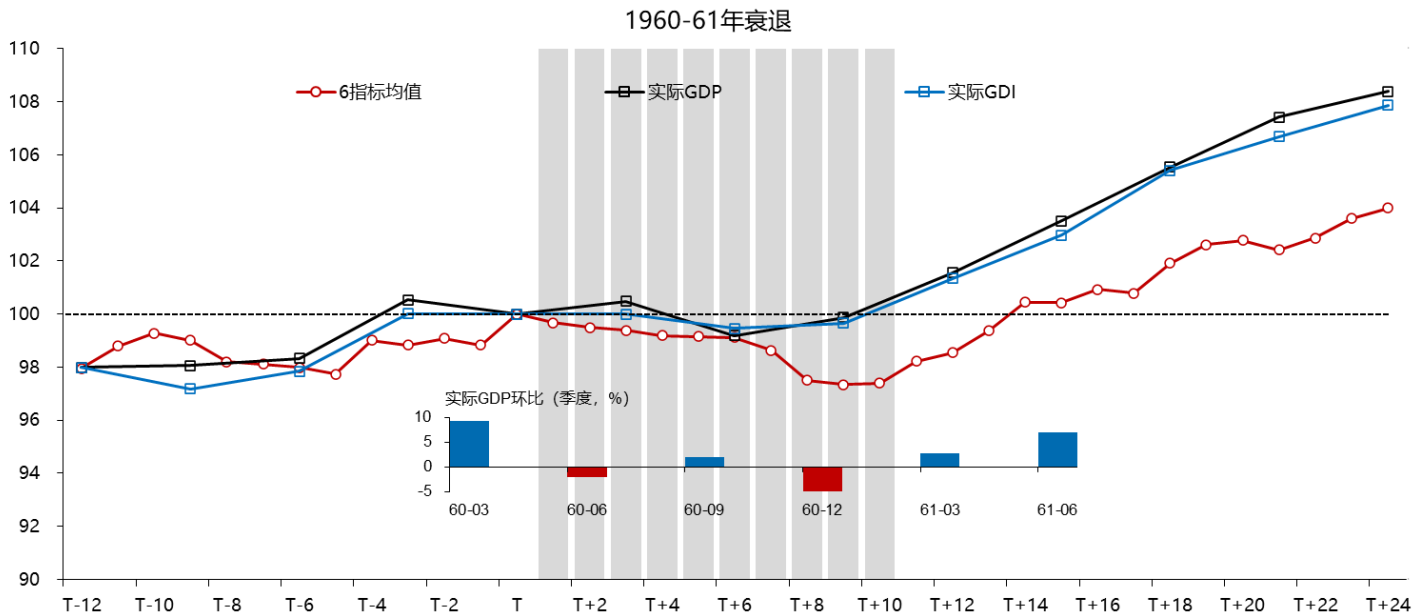
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 35: 1970 年衰退: NBER 观察的 6 个底层指标的走势



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表 36: 1960-61 年衰退: NBER 观察的 6 个指标的均值、GDI 和 GDI 的走势



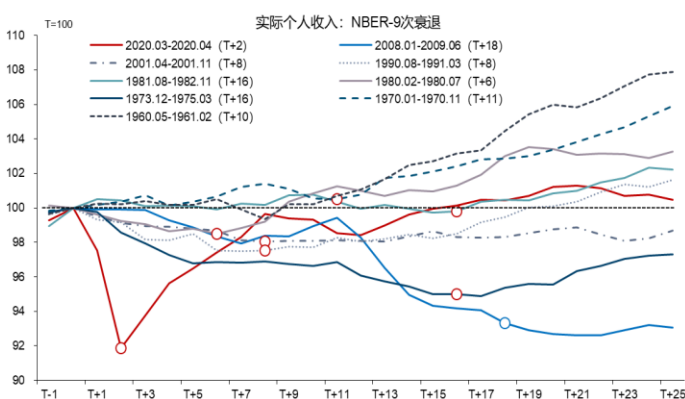
来源: NBER、Wind、国金证券研究所

(二) 纵向比较: NBER 周期 6 个底层指标在 9 次衰退中的比较

深衰退的典型特征是经济总量大幅收缩, 衰退期或复苏期较长, 波及面广泛。浅衰退恰好相反。单一指标大体上也符合这一特征, 但非典型的案例并不罕见。横向比较认识到的是不同指标在同一衰退时期的差异性, 以及同一指标在历次衰退中所表现出来的共性, 但却不能很好地揭示同一指标在不同衰退期的异同点。

在过去 8 次衰退中 (1970 年除外), 个人收入平均回撤 3.5% (中位数 2.2%), 浅衰退平均 1.9%, 深衰退 4.5%; 衰退期平均 9 个月, 浅衰退 6 个月, 深衰退 11 个月; 月均回撤和修复速率为 0.8% 和 0.4%, 浅衰退月均 0.4% 和 0.5%, 深衰退为 1% 和 0.4%。在 2020、2008-09 和 1973-75 年三次典型的深衰退中, 个人收入的回撤明显更大, 衰退期和修复期都更长。但在 1990-91 和 2001 年两次典型的浅衰退中, 个人收入的修复期却超过了 5 次深衰退的平均值, 以至于在 T+7 期后, 均被 2020 年反超。所以, 1990-91 和 2001 年衰退后的复苏不只是“无就业复苏”, 也是“无收入复苏”。

图表 37: 实际个人收入在 9 次衰退中的走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 实际个人收入在 9 次衰退中的关键特征

实际个人收入	周期起点	周期低谷	衰退期 (月)	最大跌幅 (%)	触底时间(月)	修复时间 (月)	回撤速率 (%)	修复速率 (%)
2020	0	0	2	-8.2	2	14	-4.1	0.6
2008-09	0	4	18	-5.4	22	26	-0.3	0.3
2001	0	0	8	-1.9	8	21	-0.2	0.1
1990-91	0	-1	8	-2.5	7	12	-0.4	0.2
1981-82	10	-1	16	-0.3	5	2	-0.1	0.1
1980	-1	0	6	-1.6	7	3	-0.2	0.5
1973-75	0	1	16	-5.1	17	15	-0.3	0.3
1970	#N/A	#N/A	11	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1960	6	-2	10	-1.2	2	1	-0.6	1.2
均值	2	0	11	-3.4	9	12	-0.8	0.4
中位	0	0	10	-2.2	7	13	-0.3	0.3
均值: 浅衰退	2	-1	12	-1.9	6	11	-0.4	0.5
均值: 5次深衰退	2	1	12	-5.5	11	12	-1.0	0.4

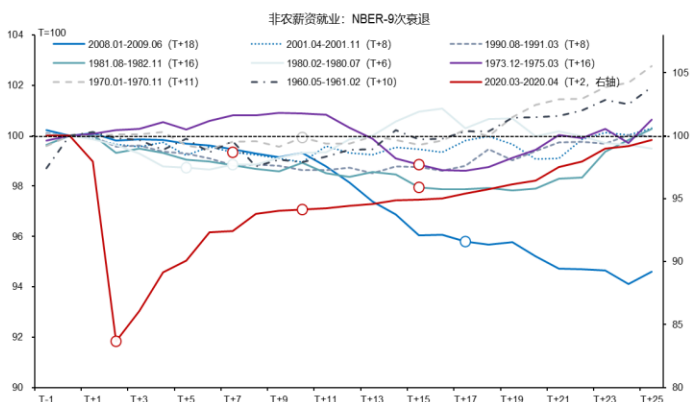
说明: 1. 图中“圆圈”代表周期的低谷(下同); 2. 1970 年在计算均值和中位数时为包含在内。

非农就业平均回撤 3.8% (中位数 1.8%), 其中, 浅衰退 1.3%, 深衰退 5.8%; 衰退期平均 11 个月 (中位数 8 个月), 浅衰退 10 个月, 深衰退 13 个月; 月均回撤和修复速率为 1.1% 和 0.2%, 浅衰退月均 0.2% 和 0.1%, 深衰退为 1.8% 和 0.3%。较为特殊的是 1973-75 年衰

退，虽然是一次深衰退，但非农薪资就业直到衰退的第9个月(T+9)才触顶回落。在衰退早期，失业率也未明显上行，1973年11月周期顶点的读数为4.8%，1974年2月升至5.2%，5月又下降到5.1%，至8月仅小幅上行至5.5%，累计增加0.7个百分点。

图表 39: 非农薪资就业在9次衰退中的走势

图表 40: 非农薪资就业在9次衰退中的关键特征



非农薪资就业	周期顶点	周期低谷	衰退期(月)	最大跌幅(%)	触底时间(月)	修复时间(月)	回撤速率(%)	修复速率(%)
2020	0	0	2	-16.4	2	31	-8.2	0.5
2008-09	-1	6	18	-6.1	25	51	-0.2	0.1
2001	-2	2	8	-1.2	12	12	-0.1	0.1
1990-91	-4	5	8	-1.8	17	16	-0.1	0.1
1981-82	-2	3	16	-2.6	21	6	-0.1	0.4
1980	-1	0	6	-1.4	7	8	-0.2	0.2
1973-75	9	1	16	-2.3	8	8	-0.3	0.3
1970	4	-5	11	-0.7	2	13	-0.3	0.1
1960	1	-2	10	-1.4	8	9	-0.2	0.2
均值	0	1	11	-3.8	11	17	-1.1	0.2
中位	-1	1	10	-1.8	8	12	-0.2	0.2
均值: 4次浅衰退	0	0	12	-1.3	10	13	-0.2	0.1
均值: 5次深衰退	1	2	12	-5.8	13	21	-1.8	0.3

来源: Wind、国金证券研究所

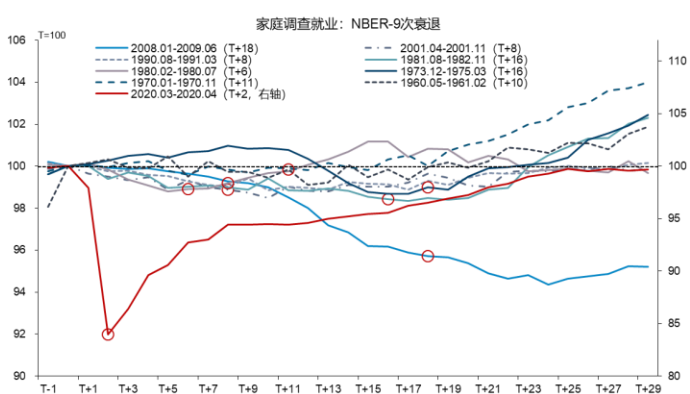
家庭就业与非农就业的走势较为一致。家庭就业平均回撤3.5%（中位数1.5%），浅衰退1.3%，深衰退5.3%。衰退期平均10个月，浅衰退9个月，深衰退10个月，略小于非农就业；月均回撤速率和修复速率为1.1%和0.2%，浅衰退月均0.2%和0.1%，深衰退月均1.8%和0.3%，均与非农就业相等。

如果将1973-75、1980年和1981-82年统称为“滞胀式衰退”，那么就业的韧性就是共同特征。但是，这一韧性主要表现在就业人数上，从失业率上看则是另一幅图景。例如1973-75年，家庭就业回撤2.3%，失业率上升了4.4个百分点（4.6%上升到9%）。1981-82年衰退家庭就业回撤1.2%，失业率上升了3.6个百分点（7.2%升值10.8%）。

另一方面，1990-91年虽然是一次浅衰退，但就业的修复却异常缺乏弹性。非农就业回撤1.8%，家庭就业回撤1.5%，失业率在衰退区间内上行1.3个百分点（1990年7月5.5%，1991年3月6.8%），但经济进入复苏阶段后，失业率仍在上行，至1992年6月升到了7.8%，累计上行2.3个百分点。虽然就业人数下降或失业率上升的幅度并不高，但持续时间却比较长，非农就业和家庭就业的衰退期分别为17个月和14个月，在9次衰退中分别排名第3和第2，仅次于2008-09年危机。

图表 41: 家庭调查就业在9次衰退中的走势

图表 42: 家庭调查就业在9次衰退中的关键特征



家庭调查就业	周期顶点	周期低谷	衰退期(月)	最大跌幅(%)	触底时间(月)	修复时间(月)	回撤速率(%)	修复速率(%)
2020	0	0	2	-16.1	2	25	-8.0	0.6
2008-09	-1	6	18	-5.9	25	54	-0.2	0.1
2001	0	2	8	-1.5	10	21	-0.2	0.1
1990-91	-4	2	8	-1.5	14	18	-0.1	0.1
1981-82	0	-4	16	-1.2	12	12	-0.1	0.1
1980	-1	0	6	-1.3	4	7	-0.3	0.2
1973-75	8	-1	16	-2.3	8	7	-0.3	0.3
1970	5	-5	11	-0.7	2	10	-0.3	0.1
1960	5	2	10	-1.4	9	15	-0.2	0.1
均值	1	0	11	-3.3	10	19	-1.1	0.2
中位	0	0	10	-1.5	9	15	-0.2	0.1
均值: 4次浅衰退	2	0	12	-1.3	9	16	-0.2	0.1
均值: 5次深衰退	1	0	12	-5.3	10	21	-1.8	0.3

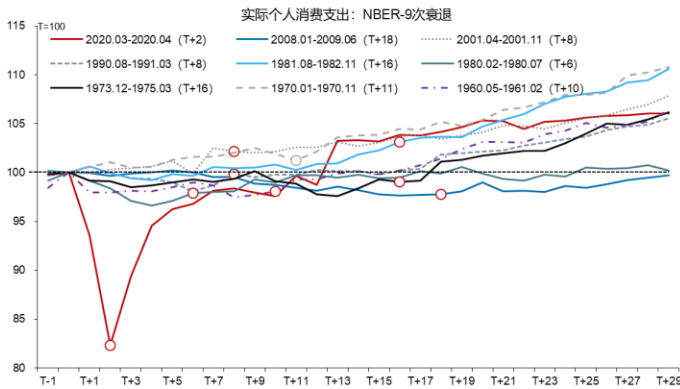
来源: Wind、国金证券研究所

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”，尤其是考虑到其在GDP中的份额时（68%¹）。一方面，9次衰退平均回撤4%，虽然排名倒数第三（中位数2.4%），但只比倒数第一和第二高0.5和0.4个百分点。4次浅衰退平均回撤1.5%，深衰退5.3%（前4次深衰退平均2.2%）；实际上，在2020年以外的4次深衰退中，消费支出的回撤都非常有限。

¹ 2022年3季度。

另一方面，消费支出的平均衰退期和修复期都是最短的，分别为7个月和8个月。其中，浅衰退为7个月和5个月，深衰退为8个月和9个月，差别并不显著。月均回撤速率和修复速率分别为1.4%和0.5%，浅衰退0.2%和0.2%，深衰退2.0%和0.5%。

图表 43: 实际个人消费支出在9次衰退中的走势



来源: Wind、国金证券研究所

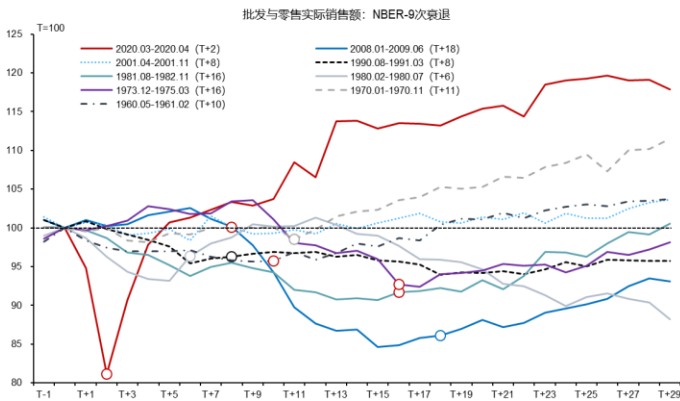
图表 44: 实际个人消费支出在9次衰退中的关键特征

实际个人消费支出	周期顶点	周期低谷	衰退期(月)	最大跌幅(%)	触底时间(月)	修复时间(月)	回撤速率(%)	修复速率(%)
2020	0	0	2	-17.7	2	11	-6.8	1.6
2008-09	5	-2	18	-2.6	11	15	-0.2	0.2
2001	5	-2	8	-0.2	1	1	-0.2	0.2
1990-91	1	-2	8	-1.9	5	6	-0.4	0.3
1981-82	1	-12	16	-0.7	3	3	-0.2	0.2
1980	0	-2	6	-3.4	4	13	-0.8	0.3
1973-75	-	-2	16	-2.7	17	5	-0.2	0.5
1970	#N/A	#N/A	0	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1960	0	-2	10	-2.5	8	8	-0.3	0.3
均值	1	-	9	-4.9	6	8	-1.4	0.5
中位	1	-	8	-2.6	5	7	-0.3	0.3
均值: 4次浅衰退	2	-	9	-1.5	5	5	-0.3	0.3
均值: 5次深衰退	0	-	12	-9.4	7	9	-2.1	0.6

批发与零售是反映经济是否衰退和刻画衰退深浅的有效指标。9次衰退平均回撤7.8%(中位数6.8%)，浅衰退3.1%，深衰退11.6%；衰退期和修复期平均9个月和15个月，浅衰退分别为6个月和16个月，深衰退分别11个月和14个月——深衰退修复时间更短。月均回撤速率和修复速率为1.7%和1.2%，浅衰退0.5%和0.2%，深衰退2.6%和1.9%。

批发与零售关于深衰退的信号或许会迟到，但不会缺席。1973-75和2008-09年衰退中批发与零售的高点分别滞后于周期顶点9个月和6个月，但相对于顶点的回撤分别达到了7.6%和15.4%(相对于高点分别回撤11%和18%)。

图表 45: 批发与零售在9次衰退中的走势



来源: Wind、国金证券研究所

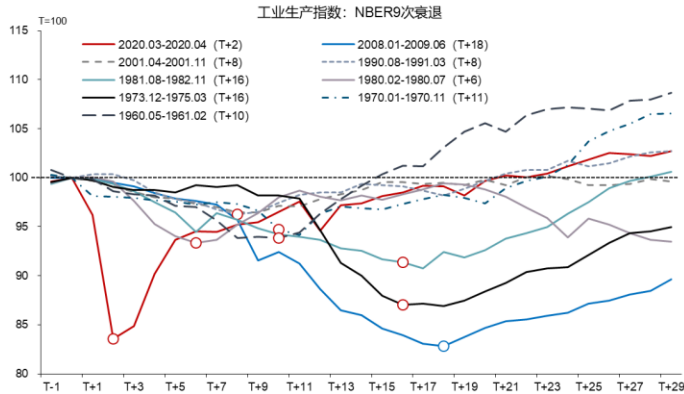
图表 46: 批发与零售在9次衰退中的关键特征

批发与零售实际销售额	周期顶点	周期低谷	衰退期(月)	最大跌幅(%)	触底时间(月)	修复时间(月)	回撤速率(%)	修复速率(%)
2020	0	0	2	-18.9	2	3	-9.4	6.3
2008-09	6	-	18	-15.4	15	27	-1.0	0.6
2001	-	-	8	-1.6	6	9	-0.3	0.2
1990-91	-	-	8	-4.6	6	37	-0.8	0.1
1981-82	-	-	16	-9.3	15	14	-0.6	0.7
1980	1	-	6	-6.8	5	4	-1.4	1.7
1973-75	9	1	16	-7.6	17	20	-0.4	0.4
1970	-	-	11	-1.9	4	9	-0.5	0.2
1960	-	-	10	-4.3	9	9	-0.5	0.5
均值	-	-	11	-7.6	9	15	-1.7	1.2
中位	-	-	10	-6.8	6	9	-0.6	0.5
均值: 4次浅衰退	-	-	12	-3.1	6	16	-0.5	0.2
均值: 5次深衰退	2	-	12	-10.9	11	14	-2.6	1.9

与批发与零售一样，工业生产也是刻画衰退深浅的有效指标。9次衰退平均回撤9.8%(中位数8.8%)，浅衰退平均6.4%，深衰退平均12.5%；衰退期和修复期平均11个月和20个月，浅衰退分别为10个月和13个月，深衰退分别12个月和28个月。月均回撤和修复速率为1.6%和0.7%，浅衰退0.6%和0.7%，深衰退2.3%和0.6%。

工业生产还是经济周期的最佳同步指标，平均领先周期顶点1个月，与周期低谷同步。这使其比批发与零售有更高的实践价值。一次特殊的案例是1973-75年，工业生产虽然从衰退期开始就出现回撤，但直到T+12期才加速下行，时点落后于批发与零售的高点两个月。

图表 47: 工业生产指数在 9 次衰退中的走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 工业生产指数在 9 次衰退中的关键特征

工业生产指数	周期顶点	周期低谷	衰退期 (月)	最大跌幅 (%)	触底时间(月)	修复时间 (月)	反弹速率 (%)	修复速率 (%)
2020	0	0	2	-16.5	2	19	-8.2	0.9
2008-09	-1	0	18	-7.2	19	60	-0.9	0.3
2001	-2	1	8	-5.7	15	21	-0.4	0.3
1990-91	2	0	8	-4.1	6	13	-0.7	0.3
1981-82	0	1	16	-9.3	17	11	-0.5	0.8
1980	1	0	6	-6.7	5	#N/A	-1.3	#N/A
1973-75	0	2	16	-12.1	18	21	-0.7	0.6
1970	-1	0	11	-7.1	11	12	-0.6	0.6
1960	-3	0	10	-8.8	10	5	-0.9	1.8
均值	-1	0	11	-8.8	11	20	-1.6	0.7
中位	0	0	10	-8.8	11	16	-0.7	0.6
均值: 4次浅衰退	-1	0	12	-6.4	11	13	-0.6	0.7
均值: 5次深衰退	0	1	12	-12.5	12	28	-2.3	0.7

三、周期的拐点与方向: 拐点的基本特征和最佳观测指标

(一) 拐点的特征: NBER 周期顶点和低谷的 3 个基本特征

周期顶点的特征有: 第一, 6 个指标中至少有 3 个出现高点。9 次衰退中领先或与周期顶点同步的指标数量分别为 6、4、5、4、4、5、3、3、3; 第二, 就领先性而言, 批发与零售和工业生产较好, 平均领先 2 个月和 1 个月。但就领先的频次而言, 批发与零售和非农就业的频次都是 5 次, 家庭就业和工业生产的频次为 4 次; 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。从同步的频次而言, 个人收入是 5 次, 其中包含了最近的 4 次衰退, 两者都可作为周期顶点的“影子指标”。

周期低谷的特征有: 第一, 至少有 3 个指标的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——9 次衰退中有 3 次领先 1 个月, 两次领先 2 个月, 领先 3 个月、7 个月、同步和滞后 1 个月的各 1 次; 第三, 工业生产是“最佳同步指标”, 9 次中有 6 次同步, 两次滞后 1 个月, 1 次滞后两个月, 平均偏离度仅 0.5 个月, 低于 6 指标均值。

图表 49: 周期的拐点: 6 个底层指标在周期拐点前后的表现

周期顶点	2020年	2008-09年	2001年	1990-91年	1981-82年	1980年	1973-75年	1970年	1960-61年	平均值	领先的频次	同步的频次	滞后的频次	平均偏离度
实际个人收入	0	0	0	0	10	-1	0	#N/A	6	2	1	5	2	2.1
非农薪资就业	0	-1	-2	-4	-2	-1	9	4	1	0	5	1	3	2.5
家庭调查就业	0	-1	0	-4	0	-1	8	5	5	1	4	3	2	2.4
实际个人消费支出	0	5	5	1	1	0	-4	#N/A	0	1	1	3	4	2.0
批发与零售实际销售额	0	6	-6	-6	-6	0	9	-2	-10	-2	5	2	2	5.4
工业生产指数	0	-1	-6	2	0	1	0	-2	-3	-1	4	3	2	1.8
6指标均值	0	-1	-3	-1	1	0	0	-2	0	-1	4	4	1	0.8
分项拐点数量	6/6	4/6	5/6	4/6	4/6	5/6	3/6	3/4	3/6	2/6				
周期低谷	2020年	2008-09年	2001年	1990-91年	1981-82年	1980年	1973-75年	1970年	1960-61年	平均值	领先的频次	同步的频次	滞后的频次	平均偏离度
实际个人收入	0	4	0	-1	-1	0	1	#N/A	-2	0	3	3	2	1.1
非农薪资就业	0	6	2	5	3	0	1	-5	-2	1	2	2	5	2.4
家庭调查就业	0	6	2	2	-4	0	-1	-5	2	0	6	2	1	1.1
实际个人消费支出	0	-2	-2	-2	-12	-2	-3	#N/A	-2	-3	7	1	0	3.1
批发与零售实际销售额	0	-3	-2	-2	-1	-1	1	-7	-1	-2	7	1	1	2.3
工业生产指数	0	0	1	0	1	0	2	0	0	0	0	6	3	0.5
6指标均值	0	0	2	-2	-1	-1	0	0	-2	0	4	4	1	1.0
分项拐点数量	6/6	3/6	3/6	5/6	4/6	6/6	2/6	4/4	6/6	3/6				

来源：NBER，国金证券研究所

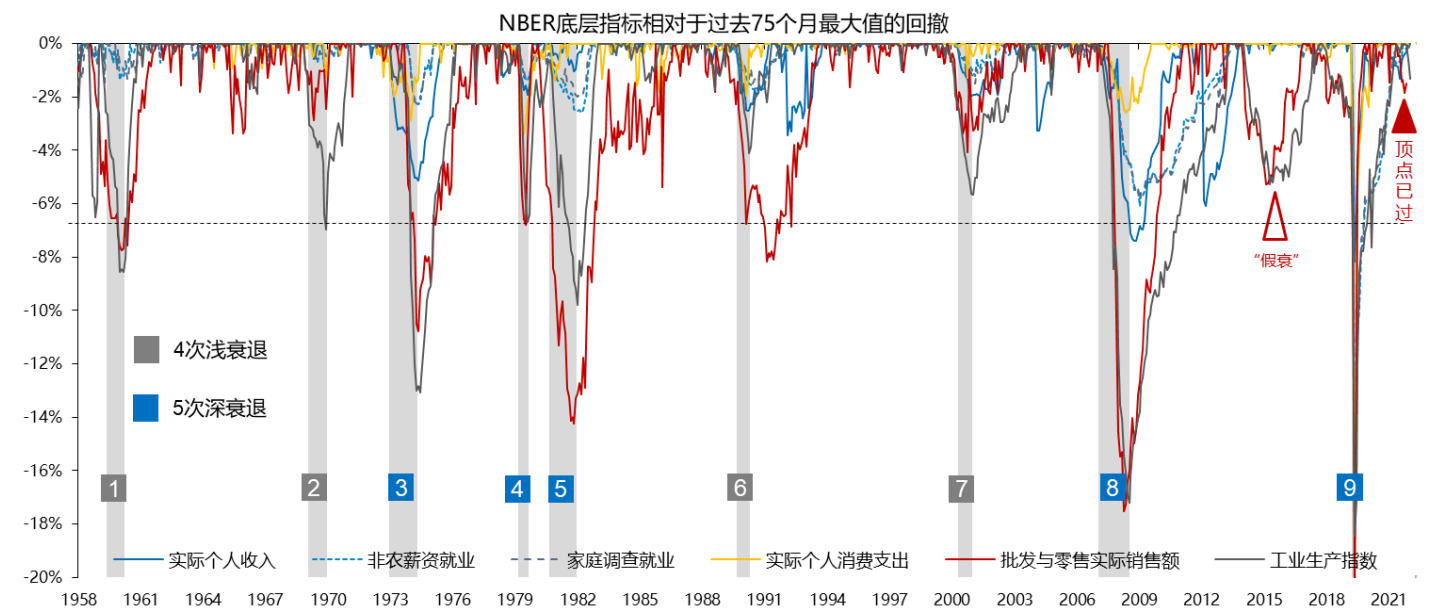
说明：1. 以周期的拐点（顶点和低谷）所在的月份为参照，小于零表示该指标的拐点领先于周期拐点，大于零表示滞后，等于零表示同步。数值表示月数。最大领先月数设定为 12 个月（不包含顶点）；2. “平均偏离度”为 9 次（或 8 次）偏离取绝对值后的平均值；

（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

2022 年上半年，美国 GDP 连续两个季度出现环比负增长，陷入“技术性衰退”，叠加俄乌冲突、通胀压力和货币紧缩，经济衰退预期升温，二级市场“衰退交易”¹一直持续到 8 月中旬。事后从底层的 6 个月频指标看，上半年任何一个月份都不符合周期顶点的特征，仅有两个指标的高点出现在 6 月之前：个人收入的高点出现在 2021 年 11 月，批发与零售出现在 2022 年 4 月。

截止到 2022 年底，NBER 观测的 6 个指标中已经有 3 个出现了高点。批发与零售的高点出现在 2022 年 4 月，5-11 月已累计回撤 2.7%。工业生产的高点位于 2022 年 9 月，10-12 月延续下行态势，累计回撤 1.4%。个人收入的高点出现在 10 月份，11-12 月已经连续两个月下降。另外 3 个——非农就业、家庭就业和个人收入——还在创新高。其中，个人收入的高点原本出现在 2021 年 11 月，2022 年的走势是前低后高，12 月又创下了新高。如果 2023 年上半年个人收入、批发与零售和工业生产延续下行态势，2022 年 4 季度大概率被定义为 1960 年来“第 10 次衰退”的顶点。

图表 50：扩张与衰退：NBER 观察的 6 个底层指标的回撤情况



来源：NBER，国金证券研究所

我们认为，美国经济短期内会延续向下趋势，浅衰退的概率依然较高。有以下几个论据：

第一，名义利率低估了货币政策的紧缩效应。一方面，即使下半年美联储结束加息，但由于通胀和通胀预期还将下行（住房服务通胀的拐点或位于 2023 年 2 季度末²），短端实际利率还会上行，货币政策依然在收紧；另一方面，缩表的紧缩效应等价于加息，美联储副主席布雷纳德认为缩表相当于加息 50-75bp，沃勒认为是 75-125bp³。

第二，货币政策的紧缩效应尚未充分体现。2022 年 3 月至今，美联储加息的需求收缩效应主要体现在耐用品消费和房地产等利率敏感性部门，其累计效应和滞后效应在 2023 年或有更广泛地体现。FOMC 成员沃勒认为滞后期为 9-12 个月⁴，又由于前期美联储加息节奏较慢，所以 2023 年上半年紧缩效应还会强化；

¹ 如 10 年期美债收益率从 6 月中旬的 3.5% 下降到 8 月初的 2.6%，伦敦金价从 7 月中旬的 1,700\$/oz 涨到 8 月中旬 1,800\$/oz 美元指数从 108.5 下降到 105 等。

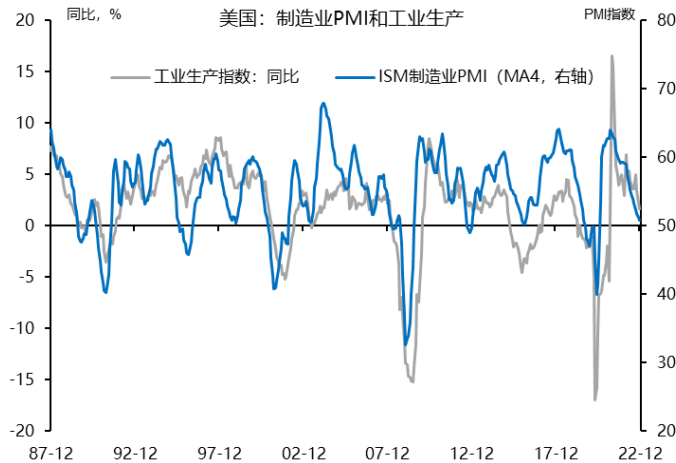
² 参考达拉斯联储的研究：<https://www.dallasfed.org/research/economics/2022/0816>

³ 参考沃勒最新演讲：<https://www.cfr.org/event/c-peter-mccolough-series-international-economics-christopher-j-waller>

⁴ 同上。

第三，领先指标显示，美国工业或制造业生产短期内还将延续下行趋势。制造业 PMI 略领先工业生产，2012 年 11 月-2023 年 1 月，美国制造业 PMI 已连续 3 个月运行于枯荣线以下。产能利用率也在 2022 年 4 季度回落。另外，谘商会综合领先指标对美国衰退具有较好的指引，该指数的 6 个月环比自 2022 年 5 月跌至负值，目前已经下行至-4.16%。上世纪 60 年代以来，共有 8 次跌至-5%以下，每一次都对应着 NBER 衰退。

图表 51: 美国制造业 PMI 连续处于收缩区间



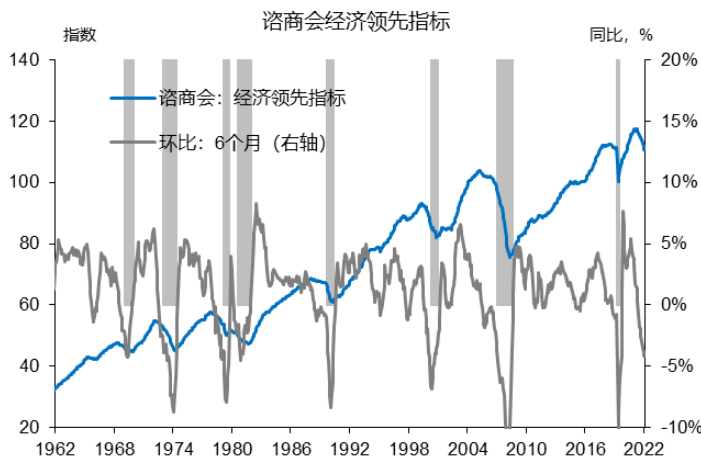
来源: Wind、国金证券研究所

图表 52: 美国工业和制造业产能利用率开始下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 53: 谘商会经济领先指标显示经济下行压力较大



来源: 谘商会、Wind、国金证券研究所

图表 54: 商业银行信用扩张的拐点已经出现



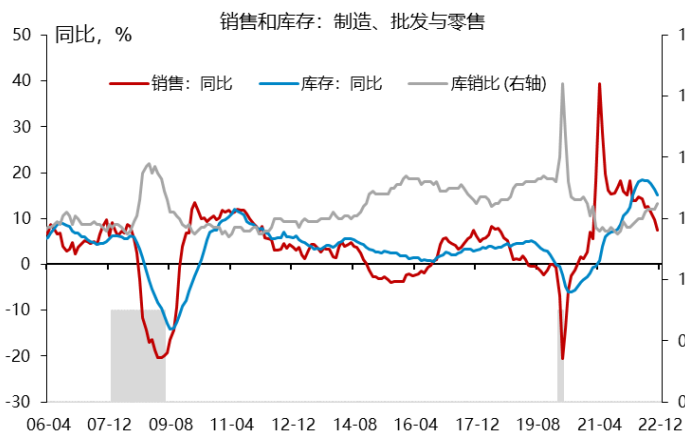
来源: Wind、国金证券研究所

第四，商业银行信贷增速的拐点已经出现。美联储加息会压缩总需求，从而间接压制通货膨胀，中间需经由资本市场和银行信贷渠道传导。不同市场的传导速率有差异，2022 年主要体现在资本市场——风险资产价值重估，通过财富效应影响需求。2023 年银行信贷渠道也会有所体现。截止到 2022 年底，美国商业银行总信用增速已经出现拐点¹。

第五，美国库存周期拐点已现。经验上，销售领先库存。美国制造、批发和零售的销售增速持续下行，2022 年 3 月开始低于库存增速，11 月已经降至 7.4%，相比 2 月的高点下降了 11 个百分点。库存同比从 9 月开始下降，但斜率小于销售，导致库销比被动上行。2023 年，美国库存周期或从被动累库存向主动去库存转变。

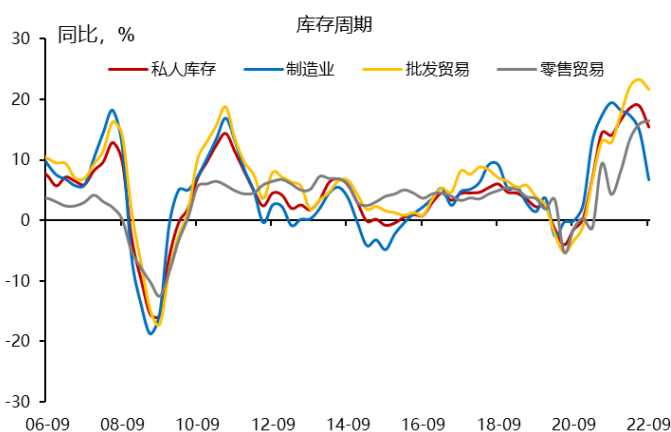
¹ 这与近期市场关注的美国 M2 增速降至负区间有一定关联。

图表 55: 被动累库存: 销售同比增速领先库存下行



来源: Wind、国金证券研究所

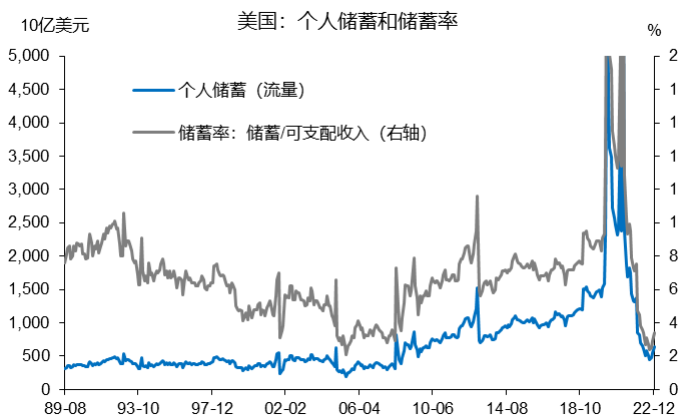
图表 56: 美国库存周期高点已现



来源: Wind、国金证券研究所

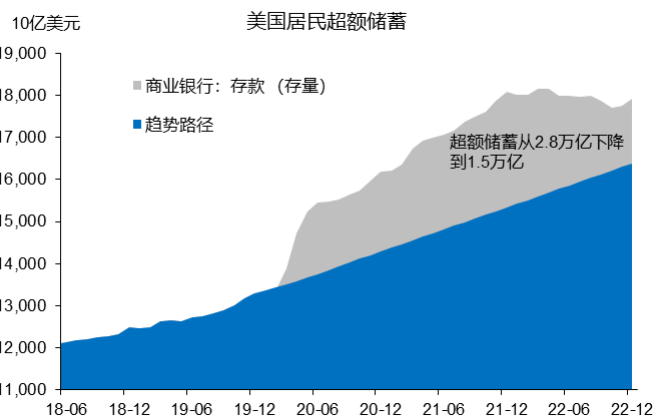
第六, 实际工资持续负增长, 损害了居民的实际购买力, 服务业消费的高景气难以为继。2021 年至今, 美国居民实际工资增速(工资增速-通胀率)持续为负, 削弱了居民的实际购买力。2021 年 2 季度以来, 美国个人储蓄率持续下降, 目前已经降至 2007 年以来的低位(约 3%), 远低于疫情前的 9%。并且, 疫情期间的超额储蓄也在不断消耗, 从 2021 年底的 2.8 万亿峰值下降到 2022 年底的 1.5 万亿, 降幅近 50%。

图表 57: 美国储蓄率下行至后危机时代以来的低位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 58: 疫情期间的超额储蓄已消耗近五成



来源: Wind、国金证券研究所

总结:

1. 权益类风险资产对衰退的定价尚不充分, 低估了货币政策的滞后效应, 忽视了基本面的隐忧, “软着陆交易”或难持续。欧美央行加息虽已进入“慢车道”, 但通胀粘性和需求韧性或提高“矫枉过正”的风险。
2. NBER 对周期拐点的界定有季频和月频两种。季频考察实际 GDP 增速和实际 GDI 增速, 权重相等。6 个月频指标为: (1) 工业生产指数; (2) 批发与零售实际销售额; (3) 实际个人收入(扣除转移支付); (4) 实际个人消费支出; (5) 非农薪资就业; (6) 家庭调查就业。所有指标均为实际值。
3. 在美国 1960 年来的 9 次衰退中, 批发与零售的平均回撤最大(10.2%), 工业生产位列第二(9.8%), 其它 4 项指标回撤均值位于 3.5-4%之间; 平均而言, 所有指标的衰退期都短于修复期, 其中, 消费支出的衰退期和修复期都是最短的, 无论是深衰退还是浅衰退, 都是经济稳定的“压舱石”。
4. NBER 周期的顶点有 3 个特征: (1) 6 个指标中至少有 3 个出现高点; (2) 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; (3) 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。
5. NBER 周期的低谷有 3 个特征: (1) 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); (2) 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; (3) 工业生产是最佳同步指标。
6. 2022 年 4 季度满足周期顶点的特征。6 个指标中已有 3 个出现高点: 批发与零售是 2022 年 4 月, 已累计回撤 2.7%; 工业生产位于 2022 年 9 月, 已累计回撤 1.4%; 个人收入出现在 10 月份, 已连续两个月下降。若 2023H1 个人收入、批发与零售和工业生产延续下行态势, 2022 年 4 季度大概率被定义为 1960 年来“第 10 次衰退”的顶点。
 7. 美国经济短期内会延续向下趋势, 浅衰退的概率依然较高。有以下 6 个论据: (1) 名义利率低估了货币政策的紧缩效应; (2) 货币政策的紧缩效应尚未充分体现; (3) 领先指标显示, 美国工业或制造业生产短期内还将延续下行趋势; (4) 商业银行信贷增速的拐点已经出现; (5) 美国库存周期拐点已现; (6) 实际工资负增长、储蓄率降至低位、超额储蓄持续下降导致实际消费需求动能趋弱。

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023 年 1 月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2% 通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402