



2023年7月03日

二〇二三年度

# 供给限制型衰退风险和周期切换机遇

## ---2023年下半年海外宏观经济展望

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 [wangxiao019787@gtjas.com](mailto:wangxiao019787@gtjas.com)  
戴璐（联系人） 从业资格号：F03107988 [dailu026543@gtjas.com](mailto:dailu026543@gtjas.com)

### 报告导读：

上半年，海外宏观分歧延续，宏观数据表现仍有分化，“衰退交易”存在分歧。美国宏观数据表现参差不齐，前瞻性和周期性指标显示美国经济呈明显下行趋势，但滞后性指标和价格指数又极具韧性，价格指数最终向量的指标趋势性回落。宏观主线逻辑逐渐从“通胀-紧缩”带来的估值冲击，逐渐转为对更广泛的宏观指标和风险事件的关注。

上半年全球市场风险偏好普遍呈现反弹态势，但结构有所分化：权益板块普遍上涨，发达国家市场表现优于新兴市场，“蓝筹成长股”引领股市反弹；大宗商品表现相对疲弱，应和了海外通胀尤其是商品通胀趋势性回落；债券市场温和上涨，在以通胀触顶回落为表征的宏观周期下行以及仍旧谨慎的货币政策交织背景下债券宏观对冲效用回归。

下半年看，海外宏观供给限制型衰退风险和周期切换机遇并存。

三季度至四季度初采取“衰退准备期”（Pre-Recession）的宏观主线和配置方向，防备后周期衰退风险。宏观数据在长时间限制水平的基准利率环境下呈现更显著的下行趋势、更频发的风险事件概率较大。后周期宏观数据走弱或风险事件又往往呈情绪性、非线性发酵，资产价格超预期脉冲式下跌。应提前进入防守型配置策略，以长久期美债、价值型评级债、权重科技板块等为主，大宗商品趋势性规避风险。

年底至明年年初美国经济可能出现盈利回升、库存、金融条件指数扩张的关键性周期切换和资产配置机遇。美股作为海外先行指标金融条件的关键组成部分，盈利底出现后将有助于美国金融条件重回扩张并带动新周期启动，而盈利周期和库存周期的切换，将为大宗商品和顺周期板块带来关键配置机遇。但是三季度仍有盈利冲击，并警惕当前估值承压回落带来回调风险。

美元趋势性走弱尚未结束，年底或寻得周期底部，低点在99-100附近。降息年T-1下的美债配置重方向更重节奏和策略。盯住关键宏观指标走弱和市场风险点驱动趋势性配置行情。长短利差主要策略应以反弹为主，驱动因素在三季度来自于短端利率回落、在四季度或明年年初或将来自长端利率和实际利率的反弹。

本篇报告感谢实习生金启恒、朱涵青的贡献。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

## 目录

1. 2023 年上半年海外宏观和大类资产表现回顾.....	3
1.1 分歧延续：宏观数据表现仍有分化，“衰退交易”存在分歧.....	3
1.1.1 上半年海外宏观指标终呈现“价”向“量”回归.....	4
1.1.2 主要周期性指标趋势下行并处周期低位，但就业数据仍具韧性.....	4
1.2 主线切换：主线逻辑从“通胀-紧缩”转为对更广泛的宏观数据及风险事件的关注.....	6
2. 2023 年下半年海外宏观展望：供给限制型衰退风险和周期切换机遇.....	8
2.1 后周期衰退风险：供给限制型衰退背景下的配置思路.....	8
2.1.1 下半年采取“衰退准备期”（Pre-Recession）的宏观主线和配置方向.....	8
2.1.2 下半年大类资产的相对强弱判断.....	10
2.2 新周期切换机遇：浅衰退下盈利周期、库存周期和金融周期或在年底重回扩张.....	12
3. 美元指数和美债收益率下半年观点.....	14
3.1 美元趋势性走弱尚未结束，年底或寻得周期底部.....	14
3.2 降息年 T-1 下的美债配置重方向更重节奏和策略.....	17



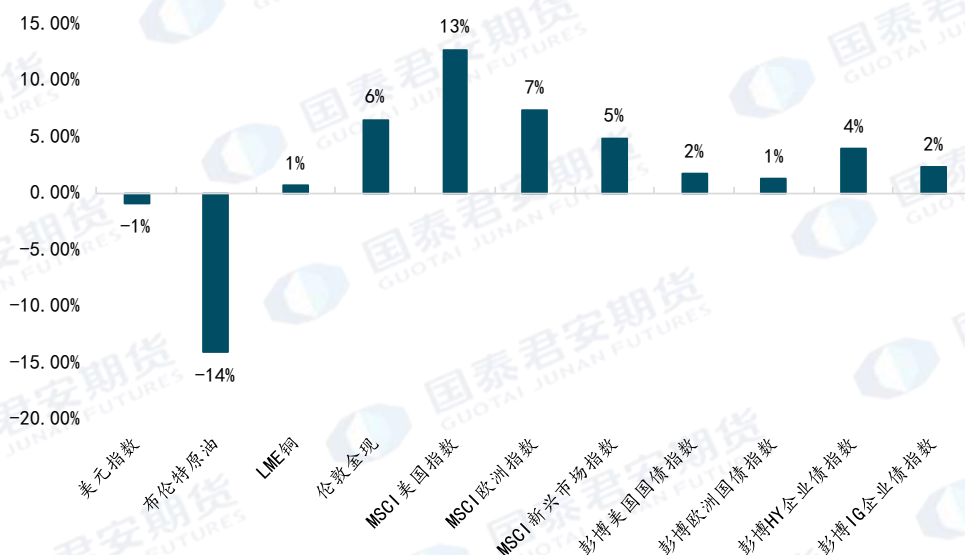
(正文)

## 1. 2023 年上半年海外宏观和大类资产表现回顾

2023 年上半年，全球宏观经济和资本市场在主线逻辑上经历了“极致反转”：一是在估值端，海外通胀同比趋势触顶回落趋势更为清晰，主要央行升息节奏悉数放缓且对市场冲击有所缓和；二是在增长端，中国经济疫后复苏以及欧洲能源危机缓和皆使得全球增长预期触底反弹。基于此，上半年全球市场风险偏好普遍呈现反弹态势，但结构有所分化：权益板块普遍上涨，发达国家市场表现优于新兴市场，“蓝筹成长股”引领股市反弹；大宗商品表现相对疲弱，应和了海外通胀尤其是商品通胀趋势性回落；债券市场温和上涨，在以通胀触顶回落为表征的宏观周期下行以及仍旧谨慎的货币政策交织背景下债券宏观对冲效用回归。

在上半年，海外宏观主线逻辑逐渐从对通胀下行的趋势和斜率，转为对更广泛的宏观数据是否呈现明确的走弱迹象、金融市场是否在升息环境下显现出更多风险点的关注。而在主线逻辑切换中，海外尤其是美国宏观数据表现参差不齐，前瞻性和周期性指标显示美国经济呈明显下行趋势，但滞后性指标和通胀指标又极具韧性，市场对于是否衰退、衰退深度存有分歧，并阶段性地主导市场情绪和大类资产相对表现。

图 1：全球主要大类资产年初至今表现



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 1.1 分歧延续：宏观数据表现仍有分化，“衰退交易”存在分歧

海外主要经济体在“是否衰退”的判断上仍旧存在分歧，主要体现在：宏观数据量价指标分化、各板块对高利率敏感程度差异、资产内部存在成为关键。

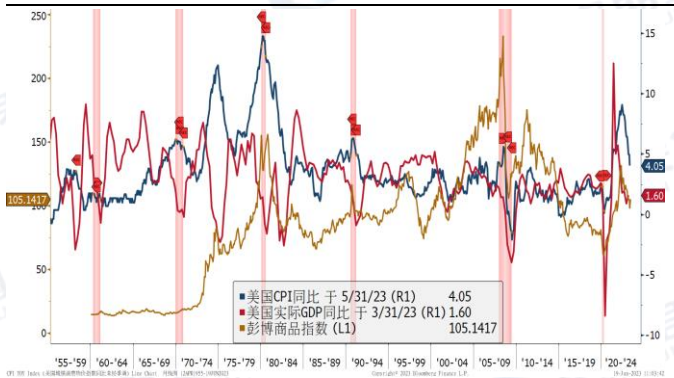
我们曾指出，自 2021 年起海外主要经济体呈现出显著的供给限制——来自大宗商品、劳动力市场的经济周期性或是事件冲击性的供给限制，超越需求周期波动成为更显著的特征。有别于我们更为习惯的需求型衰退，供给型衰退出现的频率并不高，但有其鲜明的特征——宏观量价指标分化、大类资产传导不畅。而在 2023 年上半年，量价指标背离最终以“价”向“量”回归修复：通胀回落、通胀预期重回均值附近、大宗商品价格整体下行。于此同时，美国经济各板块对升息的敏感程度不同，利率敏感板块如地产、大宗消费、银行业处于趋势性回落并处周期低位。而利率不敏感（滞后性）指标则仍旧存在韧性，如就业数据、小宗消费等。这使得市场对于判断美国经济“是否衰退”、“衰退程度”上仍旧存在分歧。

### 1.1.1.1 上半年海外宏观指标终呈现“价”向“量”回归

需求型衰退，或者当经济周期走弱主要由需求因素驱动时，宏观指标和资产价格的趋势方向往往趋同，滚动相关性走高；而当下的供给型衰退，或者当供给因素在经济周期中影响权重上升时，则会出现显著的宏观量价指标表现分化、滚动相关性走低——代表量的指标如实际 GDP 同比、工业产出同比、耐用品消费同比、PMI 指数等等，与价的指标如通胀、资产价格形成分化或严重滞后。自 2021 年开始海外经济中定量的、需求性指标周期触顶回落，而价的指标、大宗商品仍旧大幅上行。ISM PMI 指标与 CPI 同比显著分化，海外央行激进加息下急剧收缩的全球 M2 同比一时也无法有效抑制通胀，量价指标分化显著。

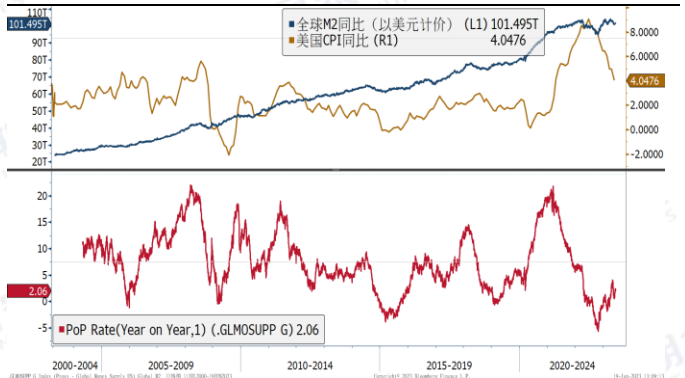
在 2023 年上半年，价格指标最终向量的指标趋势性回落，呈现出供给限制型衰退前段的征兆。大宗商品-股票板块传导以及权益板块内部亦展现出类似特征。大宗商品原材料价格上涨无法与终端权益指数形成共振，但最终大宗商品原材料价格下跌向权益板块（以可选消费为标的）回归。这意味着大宗商品原材料价格上行缺乏下游需求承接，并带来企业利润侵蚀，此时大宗商品价格上行更可能受供给因素驱动，在此环境下，股票板块营业收入和利润率指标往往出现分化，也是经济进入后周期时的显著特征之一。

图 2：通胀和大宗商品价格追随 GDP 增长趋势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 3：CPI 同比滞后于全球 M2 同比但也显著回落



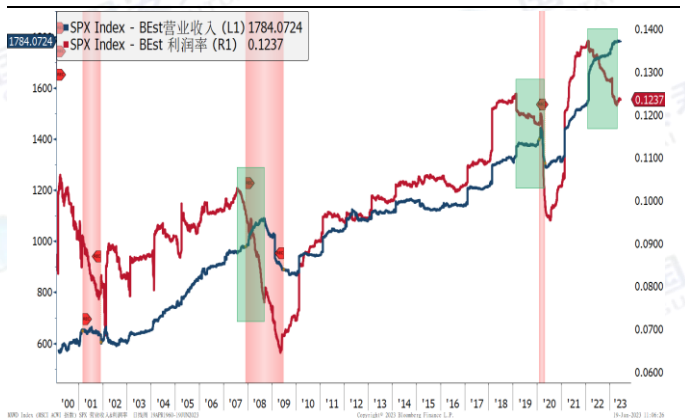
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 4：大宗商品原材料价格向可选消费股票回归



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 5：标普指数营业收入与利润率分化



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 1.1.1.2 主要周期性指标趋势下行并外处周期低位，但就业数据仍具韧性

2023 年上半年美国宏观数据表现参差不齐。一方面主要需求类和产出类指标趋势性下行并大多处于周期低位，如制造业和服务业 PMI 及新订单指数继续探低并处于衰退区间的周期低位；零售销售同比趋势下行，环比



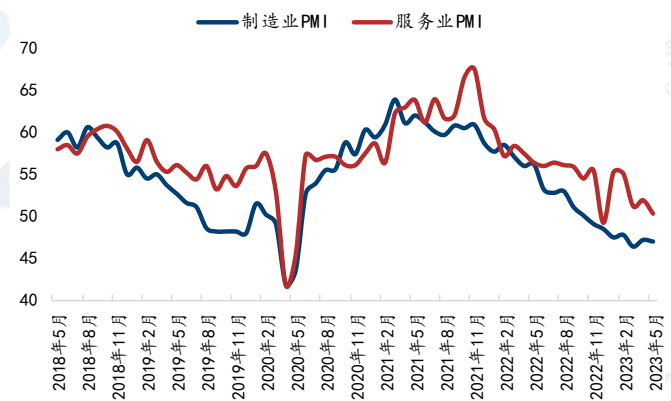
动能减弱；工业产出和耐用品订单表现亦相对疲弱；利率敏感的、代表大宗消费的如凯斯席勒 20 城房价同比和 Manheim 二手车价格同比趋势快速回落。但另一方面，就业数据仍旧有韧性，2023 年非农单月新增约 30 万人，仍显著高过 2017-2019 三年平均 17.7 万人；失业率和初请失业金人数处于低位；职位空缺数仍在 1000 万之上，意味着平均每个求职人数据对应职位在 1.7 个附近，劳动力市场供需偏紧尚未有效缓解。在宏观数据的分歧前，讨论已久的“衰退交易”难以形成共识，下半年宏观趋势转变需要盯住就业端作为核心数据的变化。

美国劳动力供给限制是构成供给限制型宏观环境的一个重要组成部分。目前美国劳动参与率为 62.6%，较 2020 年 2 月份仍低 0.7%，这意味着超过 200 万的就业供给缺口尚未填补；以非农就业总人数看持续处在 2020 年前增长趋势线下方，与远高于增长趋势线的职位空缺数和销售总额形成对比。

理解美国劳动力供给限制及其影响，一方面是非经济周期因素：相比金融危机后就业市场修复阶段，彼时“婴儿潮”人群正值 45-65 岁阶段，仍旧处在就业市场中甚至在劳动参与率上大幅领先于其他年龄段。而当下正值“婴儿潮”群体集中进入退休年龄（65 岁及以上），这一年龄群体又因诸如“长新冠”等因素较 2020 年前出现更高的退休率，65 岁以上人群劳动参与率处在低位迟迟无法向 2020 年之前回归。人口结构因素而非经济周期因素决定了这一部分缺失的劳动供给可能永久性退出就业市场，考虑人口结构调和后的劳动参与率可能已经接近完成充分修复，劳动力供给限制难以修复弥合，那么在此因素上，核心通胀下半年将持续高于目标。

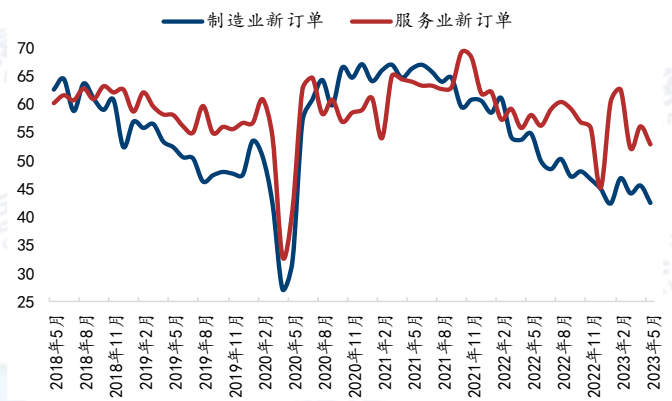
另一方面则是经济周期范畴内的因素：尽管金融危机和 2020 年后都出现劳动参与率下行（趋势上看金融危机后甚至更为显著），但从职位空缺和时薪增速作为就业市场的供需结果来看，当下劳动力紧张程度显然更甚，原因在于经济修复力度作为需求端因素的巨大差异，在金融危机后企业盈利增速经历近十年的漫长时间才修复至危机前水平，而 2020 年后仅经历一年企业盈利增速就修复至危机前并大幅高于上周期高点，背后自是两次危机在财政、货币上的不同量级、速度的应对方式所致。周期性需求增长刺激了供需矛盾的激化。

图 6：制造业及服务业 PMI 指数仍处于周期低位



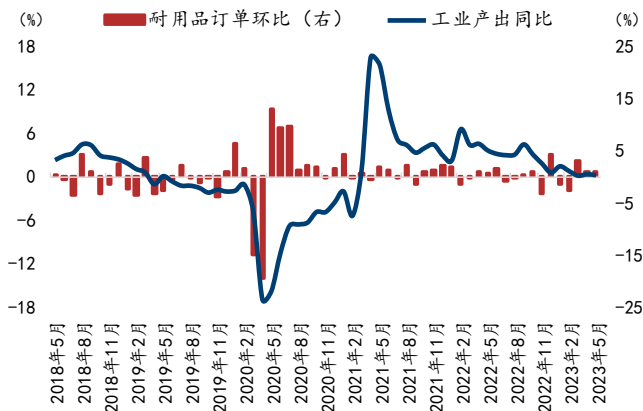
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 7：新订单指数下滑未见触底信号



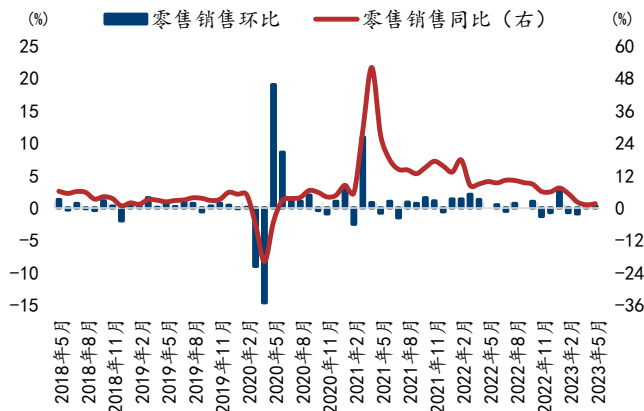
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 8：工业产出同比趋势仍旧疲弱



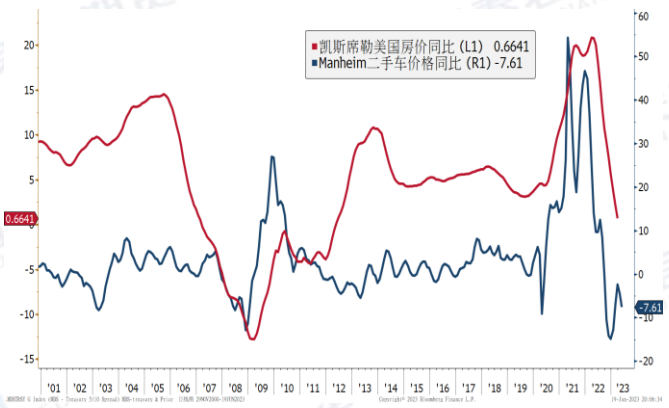
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 9：零售销售同比下行且环比动能减弱



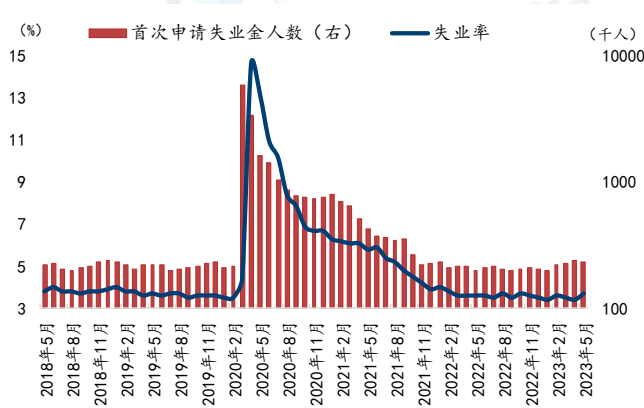
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 10：20 城房价同比与二手车价格大幅回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 11：美国失业率和初请失业金处于低位



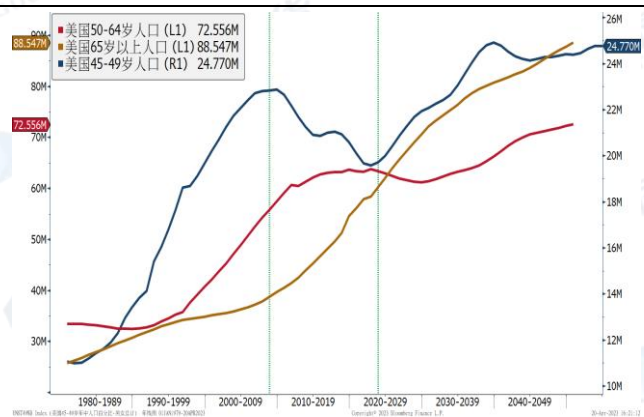
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：2020 年后各年龄段劳动参与率变化趋势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 13：美国不同年龄段人口趋势及预测



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2 主线切换：主线逻辑从“通胀-紧缩”转为对更广泛的宏观数据及风险事件的关注

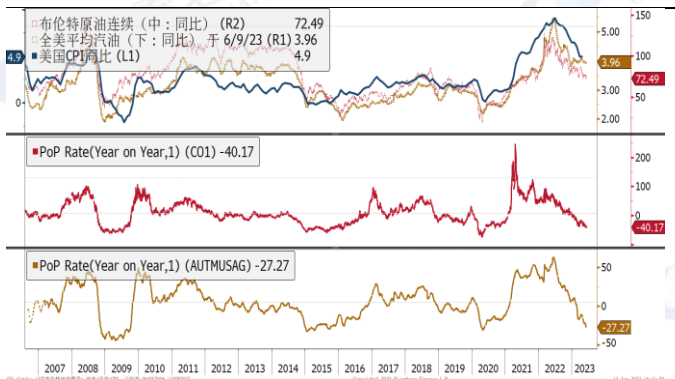


随着通胀趋势下行更加明朗化，市场关注的宏观主线逻辑逐渐从“通胀-紧缩”带来的估值冲击，逐渐转为对更广泛的宏观指标和风险事件的关注。除通胀数据外的宏观数据读数（就业、PMI、消费和美股盈利等）成为判断经济趋势的更为关键的因素，同时风险事件的发酵（银行业风险、债务上限等）也更具备行情驱动能力。

商品通胀快速下行拉动整体通胀同比趋势下行，安抚市场情绪并指引货币政策预期，但核心通胀仍具韧性。能源项和核心商品将在 2023 年 H1 展现显著的通缩作用，向下拉动美国整体通胀同比读数，我们预计在 2023 年年中美国 CPI 同比可能触及 3% 区域。从大宗商品的角度上看，由于 2022 年 H1 是能源和整体大宗商品价格大幅上升时期，必然意味着目前的能源价格同比趋势将对整体通胀带来明显的向下拉动，大宗商品（尤其是能源）的同比通缩作用是海外整体通胀下行的核心要素。从大宗商品基差结构上看，彭博商品指数 1 年期基差皆明显回落对通胀预期有同步指示作用，显示大宗商品高溢价、高估值的极端紧缺环境逐步向正常回归。从核心商品看，持续收紧的金融条件指数在本轮周期中虽传导有所迟滞，但将继续施压周期性经济指标并使得核心通胀趋势回落，周期性和政策性意义较强的类别如汽车（二手车）、电子产品和家具等核心商品项都出现明显环比回落迹象，预计核心商品对整体通胀带来通缩作用将在今年夏季达到顶峰。

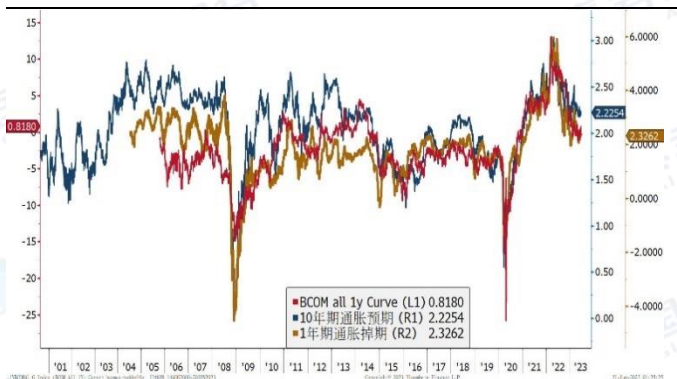
上半年看，尽管核心通胀仍具有韧性，但整体通胀趋势下行对市场明显有所安抚，尤其体现在对货币政策预期、市场利率和金融条件指数的传导上。随着整体通胀和核心通胀相继见顶，市场逐步建立了升息周期步入尾声的一致预期，美债收益率见顶震荡回落，金融条件指数从极端紧缩有所好转小幅扩张，美股（尤其以纳斯达克指数）引领风险偏好回升。美国通胀数据在本周期的重要意义在于它直接影响美联储的利率决策和市场对其预期，而利率端是宏观驱动最为显著、直接的因素，使得月度通胀数据的读数往往从逻辑上、行情驱动上有着重要节点意义。而当下从中长期的时间范畴内，美联储加息进入尾声，且 2024 年大概率开启降息周期，尽管我们认可美联储在 5.25% 甚至以上的区域维持 Higher for longer 态度，但加息终究进入尾声，若非出现异常的整体通胀或核心通胀向上超预期读数，货币政策预期应趋于稳定。但从短期的时间范畴看，市场利率预期计价仍低于点阵图指引的年内利率水平，一旦下半年商品通缩因素隐去，整体通胀缺乏下行动力而和核心通胀居高不下，则阶段性存在货币政策预期差弥合风险。

图 14：商品通胀回落拉动整体通胀回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 15：长期与短期的通胀预期控制目前较为有效



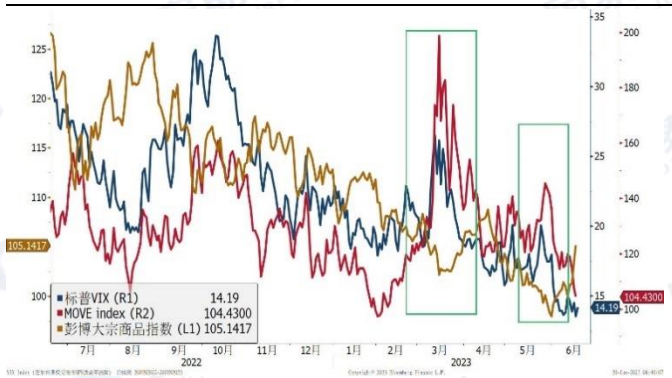
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16: 通胀见顶带动美债收益率震荡回落



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 17: 银行业风险和债务上限驱动波动率走高



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

## 2. 2023 年下半年海外宏观展望：供给限制型衰退风险和周期切换机遇

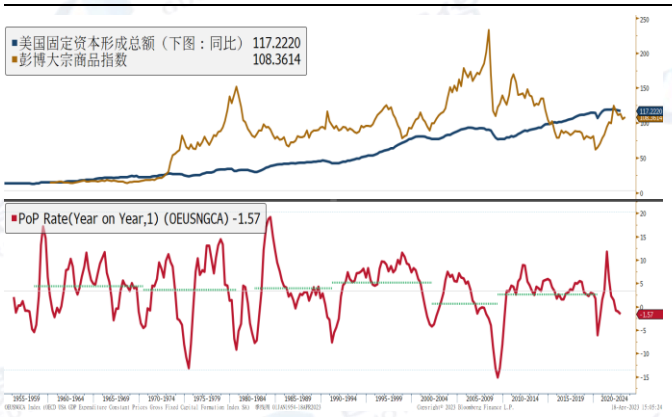
### 2.1 后周期衰退风险：供给限制型衰退背景下的配置思路

因为本周期存在显著的大宗商品、劳动力供给限制，意味着大宗商品在绝对价格（并非指同比趋势）上具有明显韧性，核心通胀亦在劳动力偏紧的背景下维持较高均值。同时供给限制型经济周期特征使宏观数据量价分化，显得宏观主线逻辑模糊；大类资产价格逻辑和表现参差不齐，宏观情绪和行业微观多存有矛盾。我们从时间周期、主线逻辑和相对强弱上来讨论供给限制型衰退环境下的配置思路。

#### 2.1.1 下半年采取“衰退准备期”（Pre-Recession）的宏观主线和配置方向

从不同时间周期的维度上看：大宗商品投资不足、全球地缘政治或新旧能源切换带来的供给限制周期往往较长，对应的周期尺度在 7-10 年，劳动力供应背后的人口结构变迁也是长周期因素。而需求周期往往在 1.5 至 3 年左右，库存周期切换在 2-3 个季度内发生。需求衰退和供给限制作为一对似乎相互矛盾的影响因素在不同时间尺度下、不同资产标的和不同投资者之中存在主次地位。若交易周期偏中短期，例如在大宗商品、汇率范畴内，需求周期可能是主导影响，决定中短期策略的主要方向和节点，供给限制因素提供事件型价格冲击，并提升价格中枢并限制回调幅度；而若交易周期偏中长期，如在权益资产领域，供应限制逻辑可能是主导影响，决定相对估值和策略的主要方向，周期性需求因素决定入场节点。

图 18: 美国固定资本形成总额同比均值下移



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 19: 商品较权益和债券在本周期更具韧性



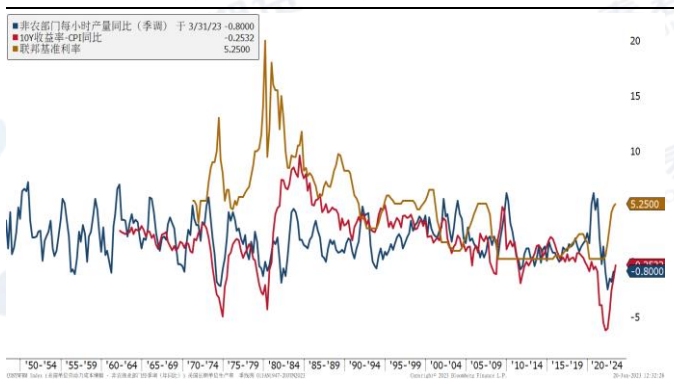
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究



从下半年主线方向上看：当下对海外采取“衰退准备期”（Pre-Recession）的宏观主线和配置方向可能是更适合的。我们的主要论据在于如何回答两个问题：美联储 5%+ 的基准利率是否对经济有限制；市场是否对基准利率 Higher for longer 有充分的预期和计价（后周期风险非线性发酵）。我们认为长期维持 5%+ 基准利率与长期生产率（以单位每小时产量同比衡量）和长期潜在增长率（产出缺口）趋势有所违背，当下货币政策首要目标仍是控制通胀、实现价格稳定，利率本身高于长期中性利率或 r-star 利率水平，从而对宏观经济和金融市场存在限制意义，故而在当下时间点向后推演，宏观数据在长时间限制水平的基准利率环境下呈现更显著的下行趋势、更频发的风险事件应是大概率事件。

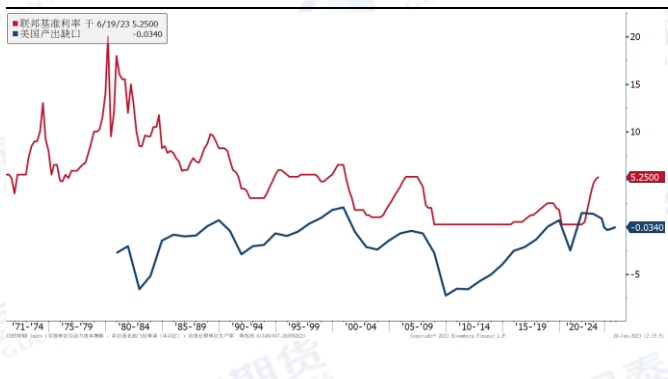
同时目前市场对基准利率 Higher for longer 的预期和计价或并不充分，因此我们仍旧提醒下半年可能面临的后期非线性风险。首先，下半年核心通胀的韧性将更为突出，美联储官方反复表态中将不得不逐步接受美联储反复传递的 5%+ 的基准利率水平将保持较长的时间（超出历史平均最后一次加息至第一次降息间隔 6 个月的时长）。我们观察到，对利率预期的变化传导至债券市场收益率和金融条件指数有所改善，确实会导致经济中利率敏感型板块出现边际改善（房地产等），但我们质疑其持续性向上的动能，6 月份 FOMC 点阵图指引给出的 1 年远期基准利率点位在 4.5% 附近，利率水平仍旧偏高，降息空间实则有限。意味着除非经济本身出现新的显著风险点（若有，风险点本身又成为剧烈开启衰退预期交易的触发点），利率预期更有可能在“鹰”“鸽”情绪切换中在较高的均值上震荡。我们观察到，对利率预期的变化传导至债券市场收益率和金融条件指数有所改善，确实会导致经济中利率敏感型板块出现边际改善，但我们质疑其下半年持续向上的动能。其次，在于后周期宏观数据走弱或风险事件往往呈情绪性、非线性发酵。纵观以往衰退期，尽管市场可能建立了对宏观经济指标下行的一致预期，但周期后段经济下行、利率偏高环境下触发的风险事件往往仍旧是难以预判的，即便是一场“软着陆”，从交易层面上看可能也会出现资产价格超预期脉冲式下跌。

图 20：基准利率与单位生产率分化



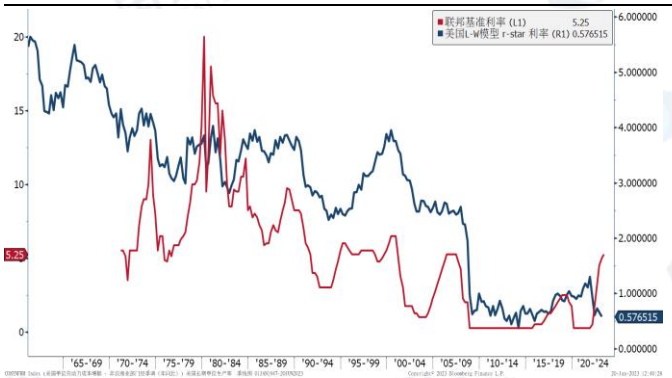
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 21：基准利率与美国产出缺口分化



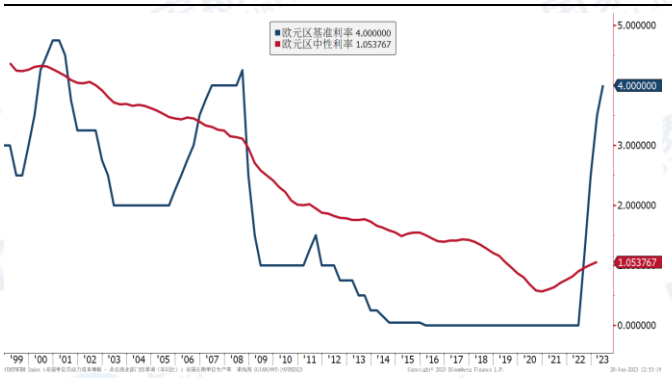
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 22: FED 基准利率大幅高于 r-star 利率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 23: ECB 基准利率大幅高于彭博欧洲均衡利率



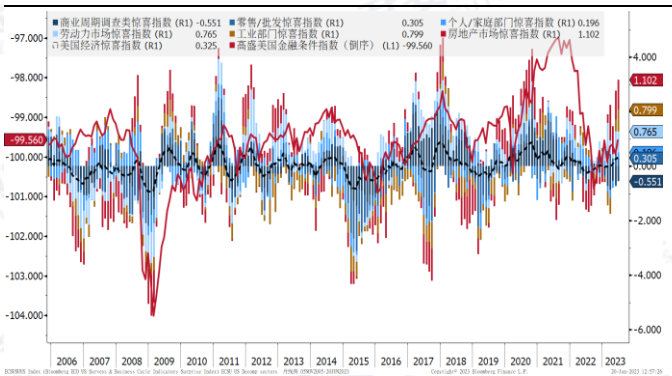
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 24: 美国企业信贷仍在惯性收紧



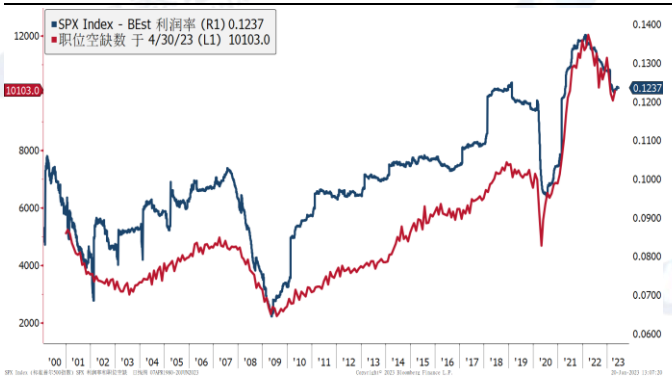
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 25: 金融条件指数对各板块边际变化影响



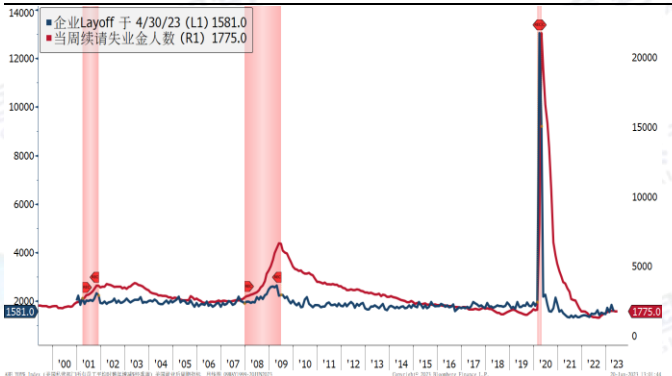
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 26: 企业利率仍在下行施压就业需求



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 27: 警惕就业在衰退中后期快速恶化



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

### 2.1.2 下半年大类资产的相对强弱判断

股票维持较高的估值依赖于低利率、低通胀的环境，大宗商品获得较高的估值溢价往往更欢迎较高的利率环境——无论利率走高是受经济增长动力（期现溢价）驱动还是供给端通胀驱动（通胀预期）。我们用利率趋势作为锚，看下半年大宗商品、债券、股票大类资产之间的相对强弱变化。

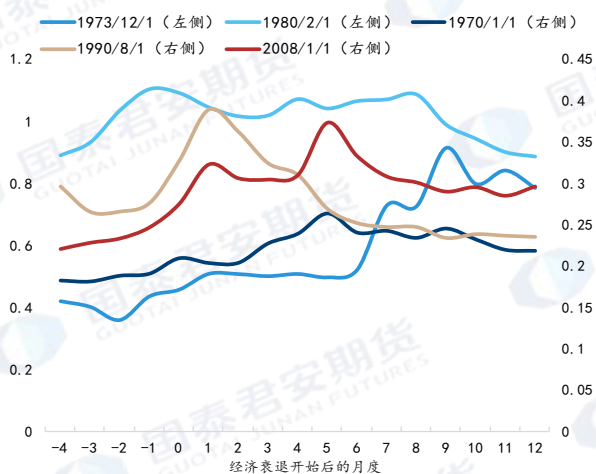


从长周期角度看，如果我们认可商品和劳动力供给限制因素在较长的时间范畴内难以出现根本性变化，那么大宗商品长期趋势性跑输股票和债券的环境可能在本周期出现重要拐点，相对强弱指标中枢提升。大宗商品在绝对价格上具有明显韧性，核心通胀亦在劳动力偏紧的背景下维持较高均值，传导至更高的通胀中枢和利率中枢，相对于股票和债券，大宗商品享有更好的估值环境。

从中短周期的维度看，需求衰退可能仍将施压供给成为主导逻辑，或是核心数据在衰退后期阶段快速走弱，或是在衰退背景下金融市场、地缘政治等因素的非线性发酵，使得风险情绪快速转弱。而“衰退准备期”（Pre-Recession）的配置策略显然具有一定范式可循。从衰退节点的角度看，我们选择历史上衰退期之前具有一定供给限制特征的周期统计，彭博大宗商品指数在正式进入衰退节点后6个月整体表现甚至强于标普指数，但在1-3个季度后，大宗商品价格最终受需求下行拖累而承压。从利率周期顶部的角度看，由于下半年重要宏观逻辑在于美联储将停止加息，故而我们统计美联储完成最后一次加息的时间节点后主要资产年化收益率差可以看出，停止加息6个月内权益好于商品、评级债好于高收益率债、可选消费好于必选消费、纳斯达克好于道琼斯；但在停止加息6个月后，则出现更为显著的周期性带动的Risk-on模式。

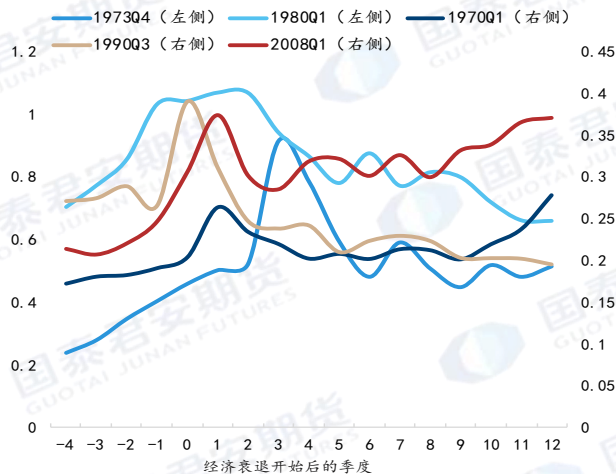
基于以上，在衰退预期-衰退实际-衰退恶化的时间线上，衰退预期期间（当下）甚至是衰退实际（三季度）中，宏观数据因供给限制型衰退特征表现参差不齐、难以形成共识，而供给端制约旧逻辑加上新事件，再叠加当下中国经济周期修复路径难言结束，大宗商品保有韧性。但我们提醒，进入衰退恶化的阶段（三季度底至四季度），应提前进入防守型配置策略，以长久期美债、价值型评级债、权重科技板块等为主，大宗商品趋势性规避风险，大宗商品相对弱于债券和权益板块。

图 28: 彭博大宗商品指数/标普指数相对强弱(月度)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

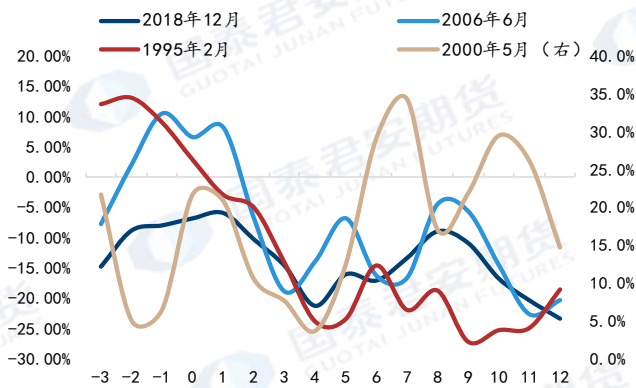
图 29: 彭博大宗商品指数/标普相对强弱(季度)



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 30：大宗商品-标普 500 指数年化收益率差

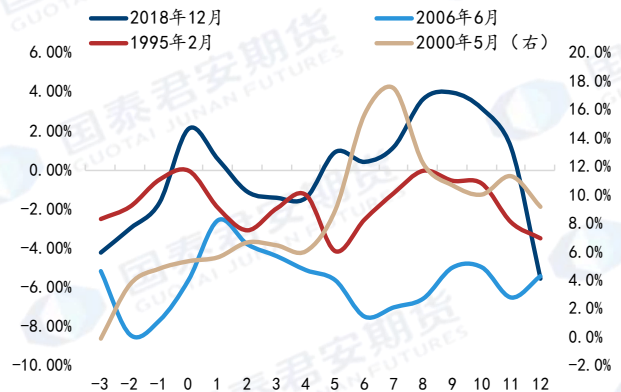
(注：X 轴加息尾轮后的月份)



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 31：评级债-高收益率债指数年化收益率差

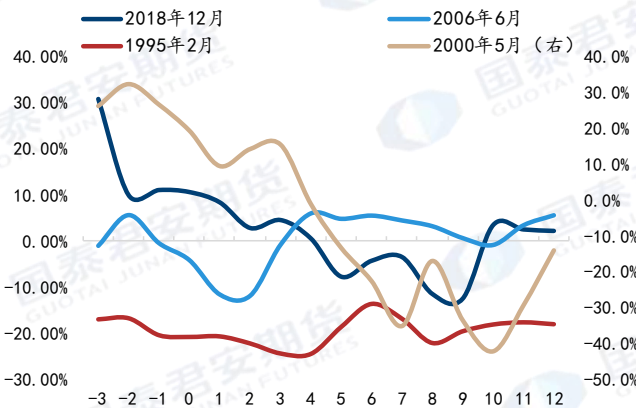
(注：X 轴加息尾轮后的月份)



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 32：可选消费-必选消费指数年化收益率差

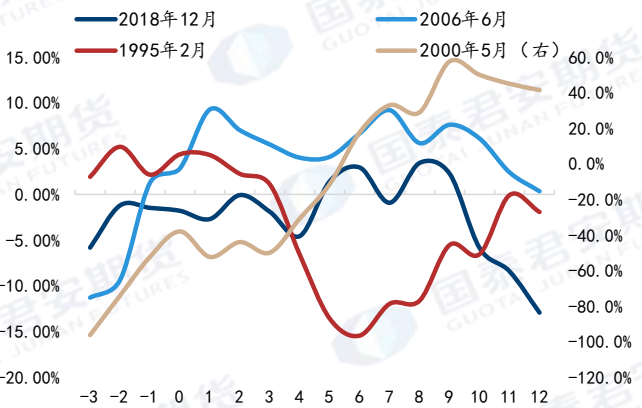
(注：X 轴加息尾轮后的月份)



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 33：道琼斯-纳斯达克指数年化收益率差

(注：X 轴加息尾轮后的月份)



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

## 2.2 新周期切换机遇：浅衰退下盈利周期、库存周期和金融周期或在年底重回扩张

我们认为，下半年三、四季度美国经济可能呈供给限制型衰退，后周期风险值得警惕。但我们提示，年底至明年年初美国经济可能出现盈利回升、库存、金融条件指数扩张的关键性周期切换和资产配置机遇。

首先我们维持 2022 年报观点——当前的就业韧性、非金融机构私人部门以及家庭整体低负债比率、房地产行业相对健康等因素反映了美国实体经济的基本面韧性。其次我们倾向于相信在金融危机后构建的更审慎的监管框架有助于避免系统性金融风险，也观察到了美国政策制定者对风险事件的应对政策更为及时及量。“浅衰退”是大概率。

基于此前提，回顾历史上标普 EPS 季度下行时长看，自 1950 年以来标普 EPS 季环比下行时长平均持续 7.5 个季度，若自 1980 年看标普 EPS 季环比下行时长平均持续 6 个季度。这意味着若我们认可本轮大概率是“浅衰退”甚至“软着陆”，美股 EPS 及环比收缩应该在均值以内。目前美股 EPS 已经连续四个季度回落，意味着在四季度或明年一季度将看到美国 EPS 重新扩张——无疑是周期开启的关键指标。目前，我们看到美股尽管趋势仍在下行，但 80% 企业财报能够优于市场预期，高于平均值 65% 左右。我们认为美股在二季度和三季度



仍将受到盈利冲击，但四季度和明年一季度或将重回扩张，美股在盈利扩张时罕见下跌，意味着从长周期看下半年美股存在关键配置机遇。但是短期看，受 AI 概念推动美股尤其是纳斯达克板块估值当前较实际利率（10 年期 TIPS）明显偏贵，若近期在鹰派指引和数据表现加持下美债收益率维持较高水平，则警惕美股估值承压回落带来回调风险。

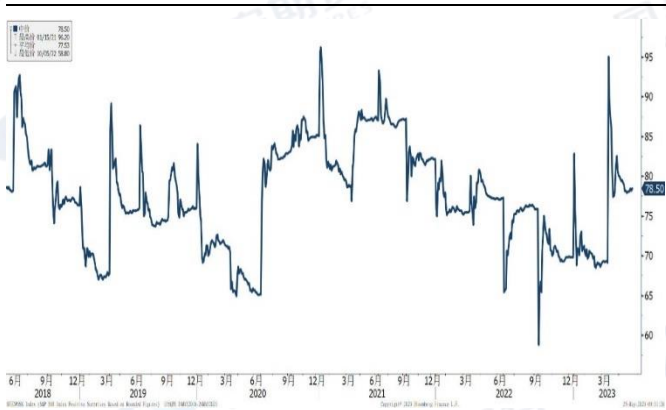
美股盈利重回扩张的关键影响因素在于：从企业端看，盈利扩张将带动美国库存周期由去库阶段切换为补库阶段。尽管制造业库存同比仍处于去库状态，但从美股头部制造业和零售业头部公司看，库存同比已经出现企稳征兆，考虑到紧缩周期对信心的影响、以及头部公司更为优秀的库存管理能力，全经济体补库或将在四季度。从宏观上看，美股作为海外先行指标金融条件的关键组成部分，盈利底出现后的强劲表现将有助于美国金融条件重回扩张并带动新周期启动。而盈利周期和库存周期的切换，将为大宗商品和顺周期板块带来关键配置机遇。

表 1：标普指数 12 月 EPS QoQ 下行持续季度时长

历史美股EPS平均连续下降时长：7.5		
历史美股EPS连续下降时长	出现频率	具体出现时点
4个季度	1	1960Q3-1961Q2
6个季度	2	1982Q2-1983Q3、2001Q1-2002Q2
7个季度	2	2015Q3-2017Q1、2019Q3-2021Q1
8个季度	1	2008Q1-2009Q4
10个季度	1	1985Q2-1987Q3
12个季度	1	1956Q2-1959Q1

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 34：Q1 企业盈利近 80%好于预期高于历史均值



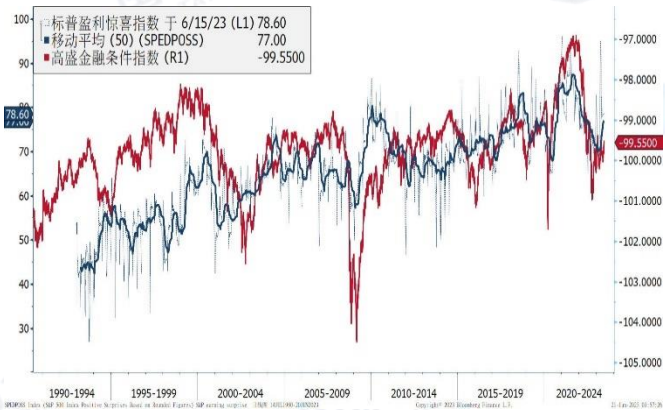
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 35：短期美股估值与实际利率（倒序）出现分化



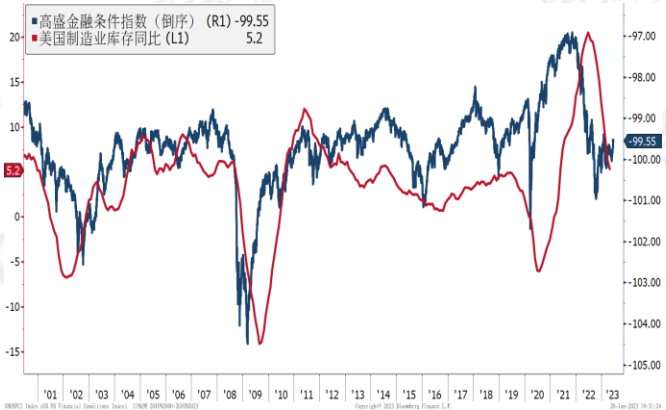
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 36：盈利惊喜指数与金融条件指数强相关



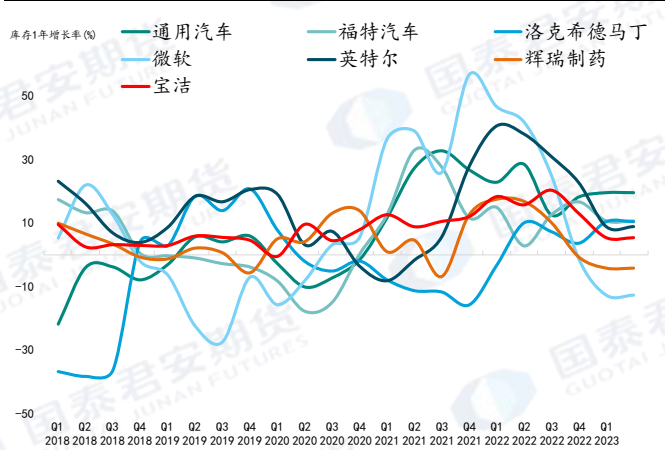
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 37：金融条件指数反弹将带动库存同比回升



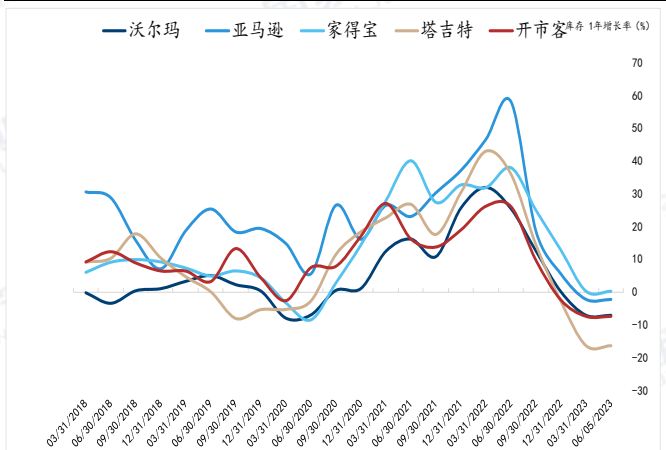
资料来源：国泰君安期货研究

图 38：头部制造业公司库存年同比下行有所企稳



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 39：头部零售公司库存年同比下行有所企稳



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 3. 美元指数和美债收益率下半年观点

#### 3.1 美元趋势性走弱尚未结束，年底或寻得周期底部

我们在 2023 年海外宏观年报《通胀冲击的尾声，增长动能的分化》中年度观点“美元指数偏弱，低点 97-98 附近”这一判断目前看基调未改变，但低点上调至 99-100 附近。我们在 2022 年 Q3 提出“美元指数 Q4 冲高回落，风险情绪触底反弹”后，至此仍旧站在偏弱美元的主线逻辑上，主要是基于以下三个因素：一是美元指数高估值需要修复。二是美国通胀趋势性回落以及利率周期驱顶。三是非美货币的相对强势。

下半年看，美元主要驱动逻辑可能仍旧是内生性的——来自美国经济基本面表现以及连带的对货币政策预期上。目前美元走弱中估值修复逻辑完成得已经较为充分，但导致美元指数走弱的三大因素中另外一项：美国通胀趋势性回落目前来看逻辑并没有走完。本质上意味着海外在当前利率水平下，总需求走弱趋势尚未结束，升息周期进入尾声且大概率进入降息周期，若金融条件指数重回扩张，往往对应美元同比趋势走弱。同时我们也提示若四季度和明年一季度美国确实呈现三大周期切换、新周期开启，美元指数或将周期性寻底，彼时美国与非美经济基本面的相对强弱因素将成为主导因素。



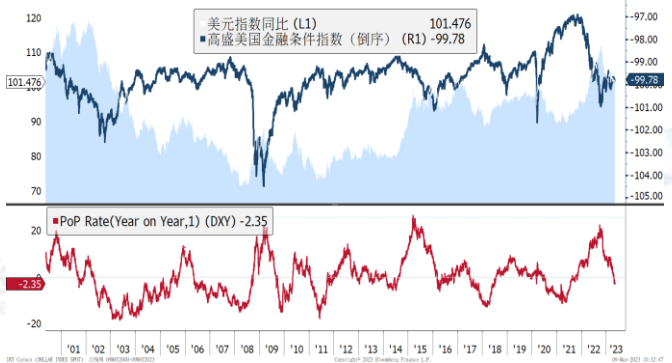
当下非美因素对美元指数的驱动不显著，方向多空皆存。一是风险偏好因素：由于欧元区和中国相继在去年具有强劲反弹动能，使得美元指数全球风险偏好明显转暖的背景下显著回落，而当下这一进程显然存在更多不确定性，美元下方有所抵抗；二是货币政策差异并不显著，目前美联储与欧央行等主要央行在紧缩方向上一致仅在步调上存在 25-50bp 节奏差，则对汇率趋势驱动力有限。三是基本面差异，我们确实观察到在经历了能源问题的“逆境反转”后，欧元区经济增长动能有所冷却，核心因素在于同样是紧缩抗通胀，目前欧元区金融条件收紧程度已经更甚于美国，接近金融危机和欧债危机高位，金融条件紧缩继续施压整体经济增长动能。

图 40：美元与对手货币估值有所回落但仍小幅高估



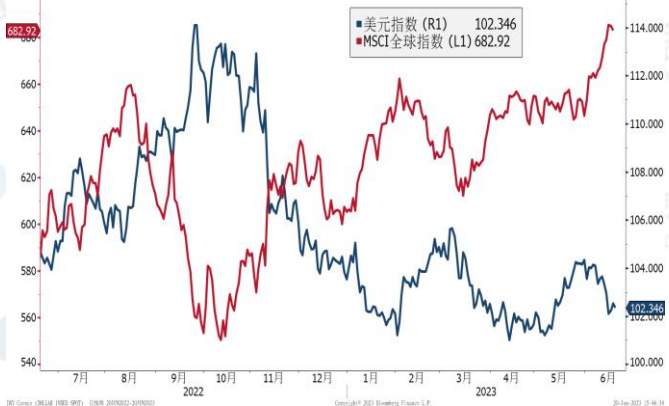
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 41：利率拐点及金融条件重回扩张对美元有所拖累



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 42：全球风险偏好与美元指数呈负相关性



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 43：能源价格回落提升欧元多头热情



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 44：欧元区金融条件收紧程度更甚于美国



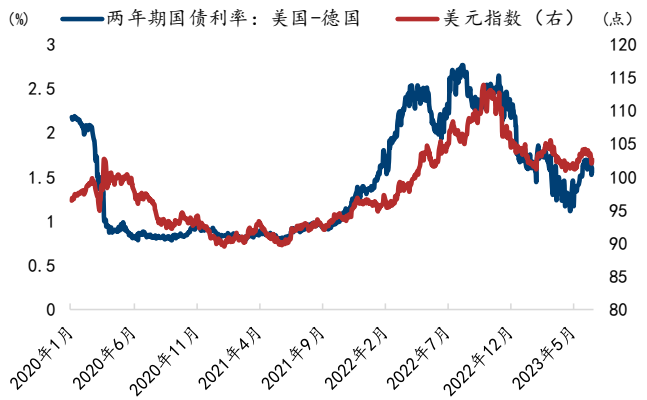
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 45：欧洲惊喜指数回落而美国惊喜指数有所反弹



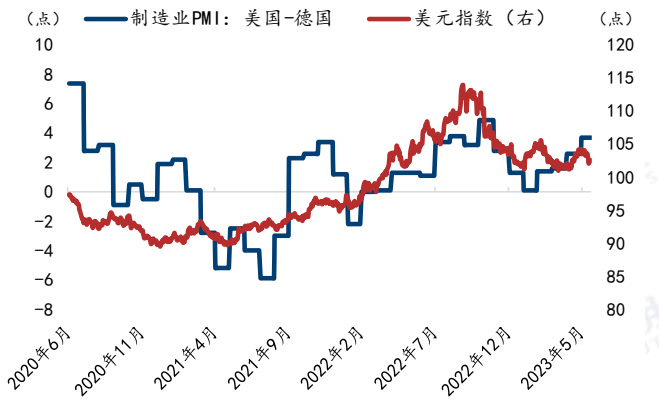
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 46：美欧 10 年期利差近期反弹对美元有所支撑



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

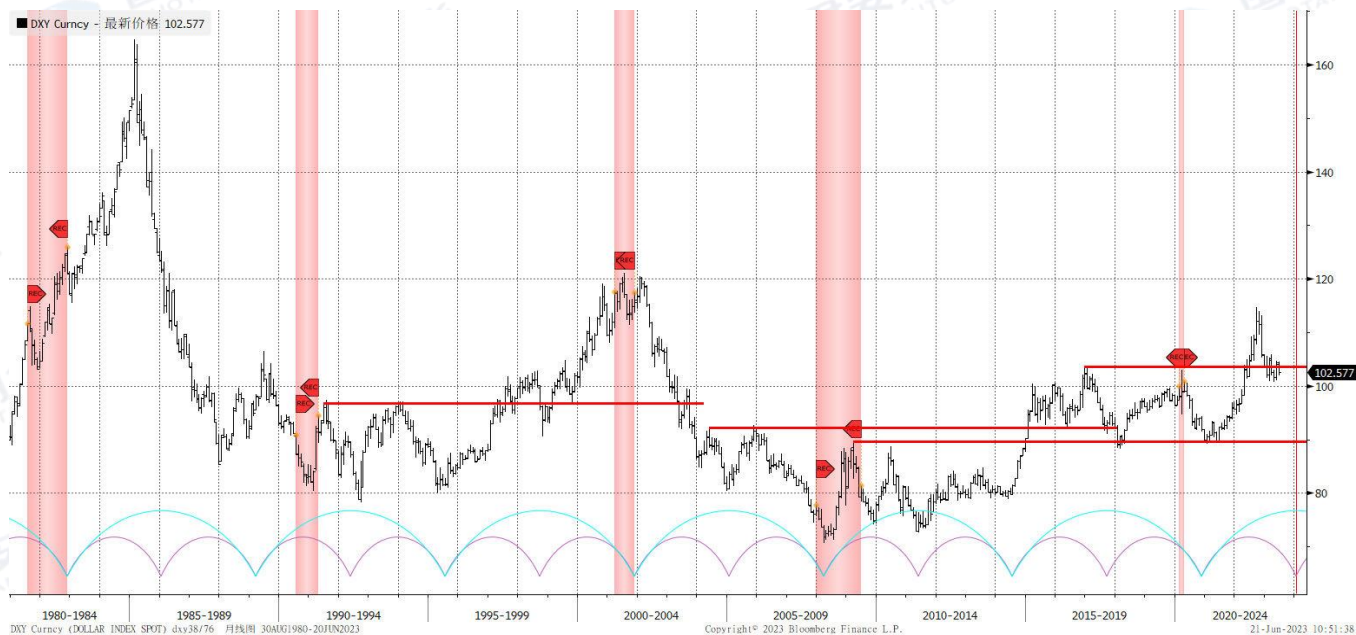
图 47：美德制造业 PMI 差近期有所走阔



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究



图 48：美元指数年底或将周期性寻底



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

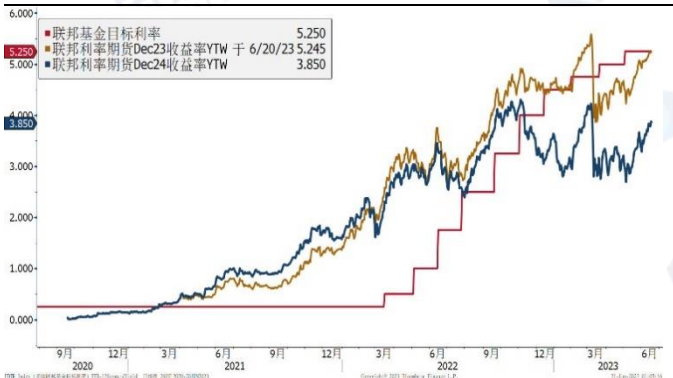
### 3.2 降息年 T-1 下的美债配置重方向更重节奏和策略

对于长端美债收益率的分析框架，我们采用纽联储 ACM (Adrian Crump & Moench) 模型为基础：将 10 年期美债收益率拆分为代表货币政策预期的短端利率预期和经济长期增长预期的期限溢价： $10Y$  美债收益率 = 短期利率预期 + 期限溢价。但考虑特殊背景下，通胀预期成为驱动美债收益率的重要因素，而当下通胀预期与经济周期（长期增长预期）明显背离，因此我们再度拆分，使用短期利率预期、通胀预期和期限溢价三个因素来解释 10Y 美债收益率。

短端利率预期仍旧是驱动美债收益率走低的关键因素，从基本面逻辑和美联储点阵图看，我们大概率建立了加息周期进入尾声，2024 年降息周期开启的一致预期。这意味着下半年美债存在降息 T-1 时点的配置机会。驱动因素按前文逻辑，主要盯住关键宏观指标如就业数据呈现更清晰的走弱，以及高利率环境下催生的金融市场风险点来触发美债尤其是长债趋势性配置行情。但需要承认的是，本轮降息周期即便开启，在无系统性风险的前提下降息幅度并不深，也意味着美债单边趋势空间有限，更依赖于节奏点把握和策略运用。

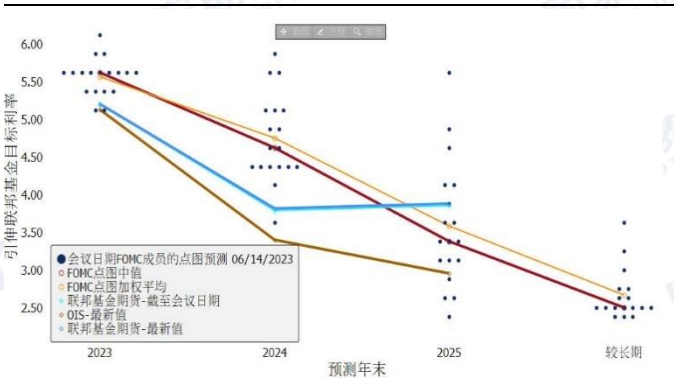
通胀预期下行空间有限无法提供美债收益率整体下行驱动，目前 10 年期通胀预期录 2.22%，接近 2000-2008、2008-2019 周期的 10 年期通胀预期平均值，意味着美债市场提前即时通胀计价经济走弱，长端通胀预期管理有效。期限溢价年底恐将触底反弹，10 年期-2 年期利差主要策略应从极端倒挂中反弹，驱动因素在三季度来自于短端利率回落，此时升息结束、核心数据走弱再度推动降息预期。在四季度或明年年初或将来自长端利率和实际利率的反弹，对应潜在的新周期开启。下半年防守配置态势下评级债占优，周期切换节点亦存信用上风险机遇。

图 49：2024 年底利率预期明显低于点阵图



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 50：6 月 FOMC 点阵图对于今年年底指引



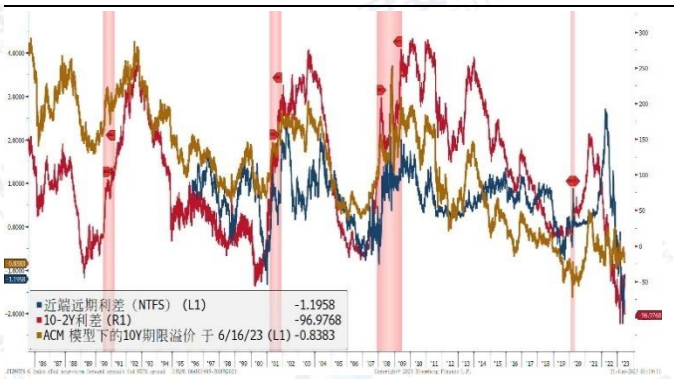
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 51：长期通胀预期下行空间有限已近周期均值



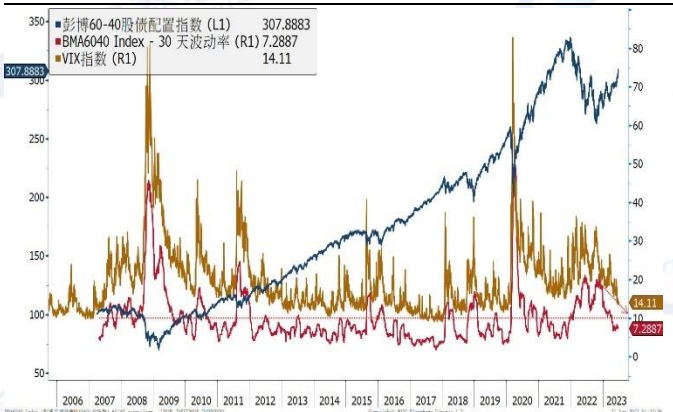
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 52：长短利差倒挂进入极值区



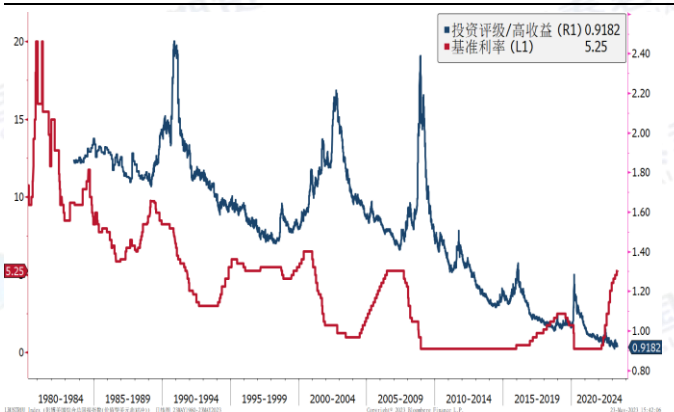
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 53：美债 60/40 的宏观对冲价值重现平抑波动率



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 54：加息转降息环境下信用债市场亦质量占优



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

风险提示：金融市场风险超预期；地缘政治风险超预期。



## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

### 国泰君安期货客户服务电话 95521