

“周期的力量”系列五

宏观专题研究报告

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

历史的“组合解”：美国经济，这次如何“着陆”？

时值 2023 年下半年，美国经济进入到了“衰退尚未兑现，复苏言之尚早”的“薛定谔状态”。展望未来，美联储暂停加息后，美国经济如何“着陆”？本文认为，后疫情时代美国经济的“稳态解”，或是历史的一个“组合解”。

“经验主义”的困境：美国经济，这次似乎不一样！（现实）

截至目前，在关于美国经济是否会衰退、以及何时衰退的预判上，市场似乎都被经验主义“愚弄”了。精巧的预测模型陷入“经验主义的陷阱”。简单有效的“拇指法则”也失灵了。随着银行流动新年冲击的消退，美联储和市场机构纷纷上调美国经济增速预测，“软着陆”（soft landing）预期正在凝聚共识——虽然尚未形成压倒性优势。

衰退迟迟不兑现的事实迫使人们思考“这次为何不同”。本文总结了 6 个方面：（1）超额储蓄；（2）三个“错位”：不同经济体、美国国内不同部门之间，以及货币与财政；（3）劳动力市场的供给冲击；（4）加息节奏的“前置”；（5）“大危机”后居民资产负债表修复；和（6）金融监管体系的重构，归根到底，直接原因是未出现系统性金融风险。

但是，上述 6 个解释是有限度的。它们能解释衰退为什么迟到，但并非都可以作为“不衰退”的理由。展望未来，居民和企业部门的再融资压力仍是美国金融脆弱性上升的重要来源，政府部门付息压力的上升也将掣肘其财政刺激的能力。年内，美国经济或仍难摆脱“放缓而不衰退、复苏言之尚早”的“薛定谔状态”。

加息背景下美国经济的两种“着陆”场景：直接“硬着陆”和迂回的“硬着陆”（历史）

上世纪 50 年代末以来的 75 年历史中（1958 至 2023 年），美联储共执导了 13 次加息周期。在前 12 次加息周期中，美国经济共出现了 9 次硬着陆和 3 次软着陆。机械地计算，加息背景下硬着陆和软着陆的概率分别为 75% 和 25%。但这显然高估了加息的负向冲击。实践中，不宜脱离加息的细节、经济的状态或外生冲击而将衰退都归因于货币政策。

利用货币政策立场和经济周期两个变量，可将美国经济“着陆”的方式归纳为两种：场景一为直接“硬着陆”；场景二为迂回的“硬着陆”——先软着陆，后硬着陆。直接“硬着陆”的次序大致为：扩张-加息-维持高位-放缓-金融风险-降息-衰退。迂回的“硬着陆”的次序为：加息-维持高位-降息-软着陆-通胀反弹-加息-金融风险-硬着陆。

未来一段时间内，美国经济的走势将取决于三个变量的“合力”：（1）库存周期；（2）银行信用周期；（3）货币政策立场。短期内，这三个变量都是压力，从压力到动力的转变或最早出现在库存周期上。预计明年初美国启动新一轮补库周期。但是，补库周期的启动或增加“去通胀”的不确定性，进而推迟美联储降息的时点。

历史的“组合解”：这次如何“着陆”，大类资产如何演绎？（展望）

关于美国经济“这次是否不一样”的讨论，目前仍无定论。经验主义的标准答案是：这次没什么不一样，不一样的只是过程而非结果，衰退“虽迟必至”。经验和逻辑都说明，通胀压力越大，货币紧缩程度越高，衰退的概率越高。我们也倾向于认为，迂回衰退的概率更高，且从软着陆到硬着陆的时间间隔相较历史均值（45 个月）或许更短。

在美联储加息周期结束至衰退预期兑现之间，大类资产交易的逻辑存在一定的共性：1）美债收益率基本都是在美联储最后一次加息前后触顶；2）美联储加息阶段，美股多以上涨行情为主，在利率维持高位阶段，美股上涨斜率或更为陡峭（2000 年科网泡沫除外）；3）黄金在美联储加息和利率维持高位阶段往往表现不佳。

短期而言，2006-07 年案例具有一定的参考价值，中长期或是上世纪 60 年代和 90 年代的一个组合：0.7*90 年代+0.3*60 年代。这意味着：（1）经济进入到一个通胀中枢及其波动率略高的新“大缓和”时代；（2）美联储降息空间有限，FFR 进入“微调”模式；（3）中、长端利率维持高位，并有可能在复苏阶段创新高；（4）美股偏强；（5）黄金偏弱。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、“经验主义”的困境：美国经济，这次似乎不一样！	5
（一）美国经济进入“薛定谔状态”：衰退预期暂被证伪，“软着陆”叙事尚未成为共识	5
（二）这次为什么不一样？6个主流解释及其限度，未来需重点关注再融资压力	10
二、加息周期中经济的两种“着陆”场景：直接“硬着陆”和迂回的“硬着陆”	18
（一）直接“硬着陆”：扩张-加息-维持高位-经济放缓-金融风险-降息-硬着陆	18
（二）迂回的“硬着陆”：加息-维持高位-降息-软着陆-通胀反弹-加息-金融风险-硬着陆	20
三、历史的“组合解”：这次如何“着陆”，资产如何演绎？	21
（一）这次是否真的不一样？直接“硬着陆”和迂回的“硬着陆”的可能性	21
（二）美联储暂停加息后，大类资产如何演绎？即使同一场景，资产表现也可能不同	23
风险提示	30

图表目录

图表 1：谷歌搜索指数——衰退（recession）	5
图表 2：美国实际 GDP 增长及结构（2022Q1-2023Q2）	5
图表 3：美联储预测 2023 年美国实际 GDP 增速为 1%	5
图表 4：亚特兰大联储 GDPNow 预测 Q3 增速为 3.9%	5
图表 5：一级交易商调查：6 个月内美国衰退的概率	6
图表 6：一级交易商调查：美国衰退时间点的分布	6
图表 7：实际 GDP 预测：谘商会预测（7 月）	6
图表 8：实际 GDP 预测：一级交易商调查（6 月）	6
图表 9：美国经济基本面——彭博一致预测	7
图表 10：期限利差与经济衰退概率	7
图表 11：领先指标与世纪 GDP 增长	7
图表 12：基于失业率与通胀率的组合预测的经济衰退的概率	8
图表 13：美国实际 GDP 同比与环比增速	8
图表 14：美国实际 GDI 同比与环比增速	8
图表 15：GDP 增速与芝加哥联储全国活动指数	9
图表 16：GDP 增速与 PMI	9
图表 17：美国“去通胀”的进程	9
图表 18：美国“去通胀”三阶段	9
图表 19：基于失业率与通胀率的组合预测的经济衰退的概率	10
图表 20：周期的“错位”	10
图表 21：美国制造业与服务业复苏的“错位”	11

图表 22: 美国商品与服务业消费的“错位”.....	11
图表 23: 政府与居民部门现金流量表的“镜像”关系.....	11
图表 24: 疫情期间美国居民“超额储蓄”的积累.....	12
图表 25: “超额储蓄”的消耗明显放缓.....	12
图表 26: 什么样的加息周期, 更有助于“软着陆”?	12
图表 27: 美联储就加息节奏的“前置”.....	13
图表 28: 联邦基金利率已经超过“正常”水平.....	13
图表 29: 银行信用与房地产周期的关系.....	13
图表 30: 房价与租金通胀的领先-滞后关系.....	13
图表 31: 后疫情时代, 美国通胀的粘性远低于“大滞胀”时代.....	14
图表 32: 后危机时代, 美国私人部门去杠杆, 政府加杠杆.....	15
图表 33: 大危机后, 浮动利率抵押贷款占比大幅下降.....	15
图表 34: 抵押贷款利率大于 6% 的占比仅为 7.1%.....	15
图表 35: 美国住宅抵押贷款有效利率维持在低位.....	16
图表 36: 丧失住房赎回权案例数维持低位.....	16
图表 37: 美国非金融企业杠杆率.....	16
图表 38: 美国企业流动性比率与短期偿债压力.....	16
图表 39: 美国存款机构资本充足率趋于上行.....	17
图表 40: 美国存款机构不良率趋于下行.....	17
图表 41: 2023 年美联储压力测试结果显示, 23 家系统重要性银行均通过了压力测试.....	17
图表 42: 这次如何着陆? 1958 年以来美联储的 13 次加息周期和美国经济的 9 次硬着陆、3 次软着陆.....	18
图表 43: 美联储加息背景下, 美国经济“着陆”的次序.....	19
图表 44: 场景一: 直接“硬着陆”.....	19
图表 45: 场景二: 迂回的“硬着陆”.....	20
图表 46: 谘商会领先指标同比增速出现企稳迹象.....	21
图表 47: 耐用品新订单需求连续回升.....	21
图表 48: 制造业库存与商品 CPI 通胀高度正相关.....	21
图表 49: 制造业库存与 PPI 通胀高度正相关.....	21
图表 50: 美国经济尚未“着陆”.....	22
图表 51: 金融压力与制造业景气负相关.....	22
图表 52: 金融压力与制造业库存负相关.....	22
图表 53: 银行融资需求和信贷供给同步收缩.....	23
图表 54: 衰退与银行信用收缩区间一一对应.....	23
图表 55: 小企业乐观指数领先失业率.....	23
图表 56: 小企业“贷款可得性”领先失业率.....	23

图表 57: 案例 1 下的资产表现 (1990 年衰退)	24
图表 58: 案例 2 下的资产表现 (2001 年衰退)	24
图表 59: 案例 3 下的资产表现 (2008 年衰退)	24
图表 60: 案例 4 下的资产表现 (2020 年衰退)	24
图表 61: 通胀与联邦基金利率	25
图表 62: 劳动力市场条件 (LMCI) 与联邦基金利率	25
图表 63: 案例 5 下的大类资产表现 (上世纪 60 年代案例)	26
图表 64: 案例 6 下的大类资产表现 (上世纪 80 年代案例)	27
图表 65: 案例 7 下的大类资产表现 (上世纪 90 年代案例)	28
图表 66: 《劳动法》修正案中的最低工资条款是 60 年代中后期通胀上行的一个重要解释	29

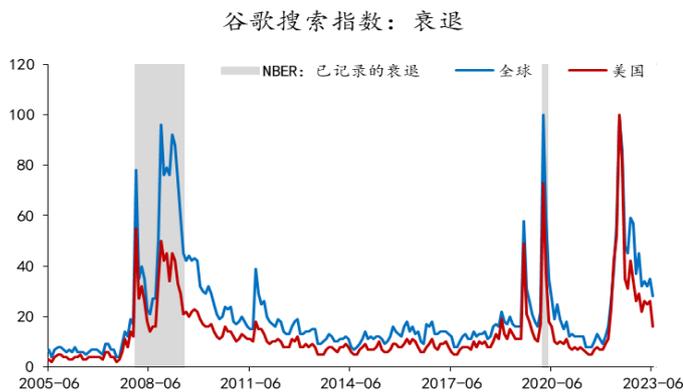
时值 2023 年下半年，美国经济进入到了“衰退尚未兑现，复苏言之尚早”的“薛定谔状态”。展望未来，美联储暂停加息后，美国经济将如何“着陆”？本文认为，后疫情时代美国经济的“稳态解”及金融市场的表现，或是历史的一个“组合解”。

一、“经验主义”的困境：美国经济，这次似乎不一样！

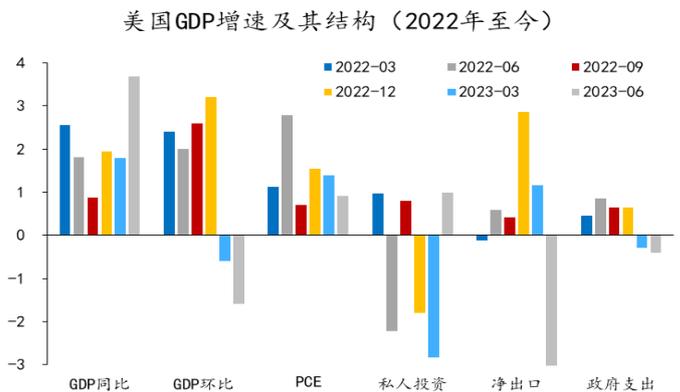
（一）美国经济进入“薛定谔状态”：衰退预期暂被证伪，“软着陆”叙事尚未成为共识

截止到目前，在关于美国经济是否会衰退、以及何时衰退的预判上，国内外多数分析人士似乎都被经验主义“愚弄”了。2022 年上半年，随着疫情管控措施的全面放开，美国实际 GDP 环比增速连续两个季度为负，出现了“技术性衰退”(technical recession)。2022 年 6 月，谷歌搜索中的“衰退”(recession) 指数升至 100 高位——与 2008 年“大危机”和 2020 年“大流行”期间持平，反映市场对于经济的悲观预期达到了极致。

图表1：谷歌搜索指数——衰退 (recession)



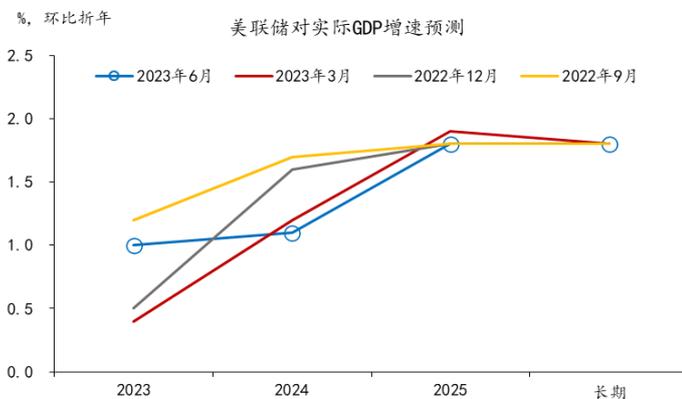
图表2：美国实际 GDP 增长及结构 (2022Q1-2023Q2)



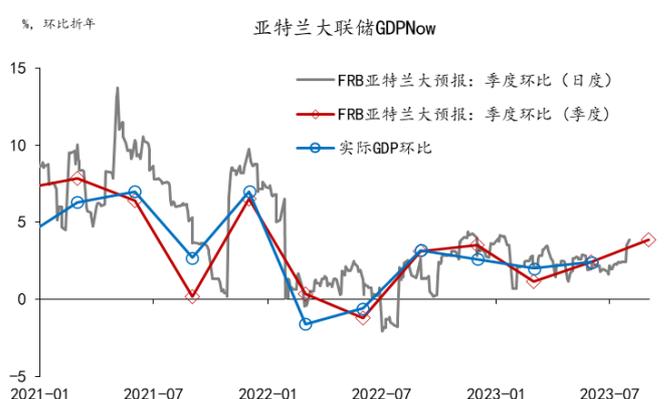
来源：Google、Wind、国金证券研究所

但是，衰退预期至今仍未兑现，并且，“软着陆”(soft landing¹) 预期正在凝聚共识。在过去的一年中，美国经济的表现持续超预期，2022 年 3 季度-2023 年 1 季度，实际 GDP 环比(折年率)在分别录得 3.2%、2.6%和 2.0%；劳动力市场依然偏紧，职位空缺数位于千万高位(每位失业者对应的职位空缺数等于 1.7%，依旧处于历史高分位区间)，失业率持续运行在 3.4-3.7%低位区间；二季度以来，作为最具代表性的利率敏感性部门，房地产超预期回暖；领先进入去库周期(2022 年 1 季度)的耐用品订单持续 3 个月回升(被动去库)。美联储 6 月经济预测摘要将今年美国的 GDP 增速从 0.4%上调至 1%。亚特兰大联储 GDPNow 预测 Q3 的实际 GDP 增速或反弹至 3.9%²。

图表3：美联储预测 2023 年美国实际 GDP 增速为 1%



图表4：亚特兰大联储 GDPNow 预测 Q3 增速为 3.9%



来源：美联储、国金证券研究所(说明：GDPNow 的预测越临近数据发布时间越准确)

¹ 本报告中的“硬着陆”(hard landing) 与美国国民经济研究局(NBER)衰退一一对应，非 NBER 衰退即“软着陆”(soft landing)。具体可参考“周期的力量”系列之一和二：《美国经济能否“逃逸”衰退？》；《证伪“不衰退”：美国经济，这次不一样？》。

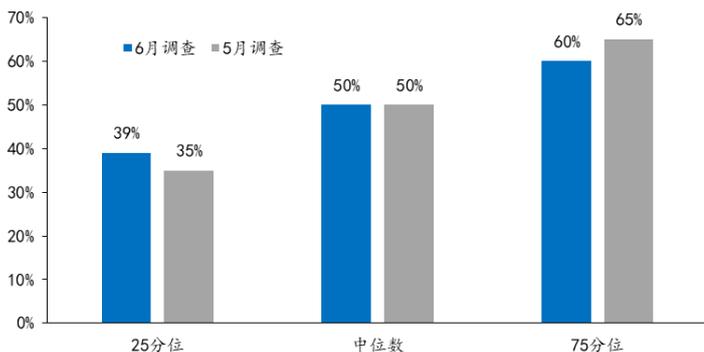
² 7 月 19 日预测，参考：<https://www.atlantafed.org/cqer/research/gdpnow>

只是到目前为止，“软着陆”观点还未形成压倒性的优势。官方预测方面，关于未来6个月内美国经济是否会衰退，6月一级交易商调查显示，概率的25分位数、中位数和75分位数分别为39%、50%和60%，5月调查结果分别为：35%、50%和65%——衰退的概率中位数不变。6月一级交易商调查（Primary Dealer Survey³）对2023年美国实际GDP增速的预测为0.4%，较5月调查仅上升0.2个百分点（0.2%）。6月市场参与者调查（Market Participant Survey⁴）认为2023年美国实际GDP增速为0.5%，与5月调查相同。两者均隐含着下半年美国经济会出现负增长。

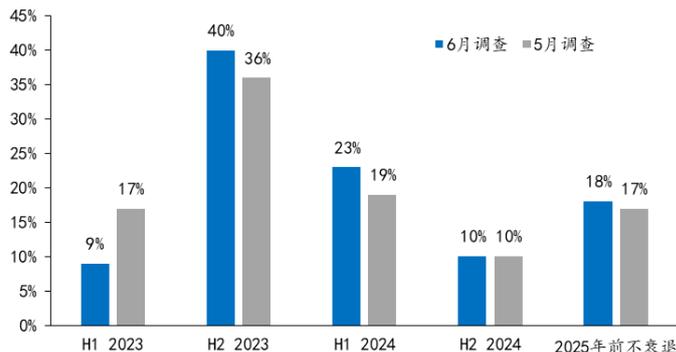
图表5：一级交易商调查：6个月内美国衰退的概率

图表6：一级交易商调查：美国衰退时间点的分布

一级交易商调查：美国经济6个月内衰退概率



一级交易商调查：衰退的起点



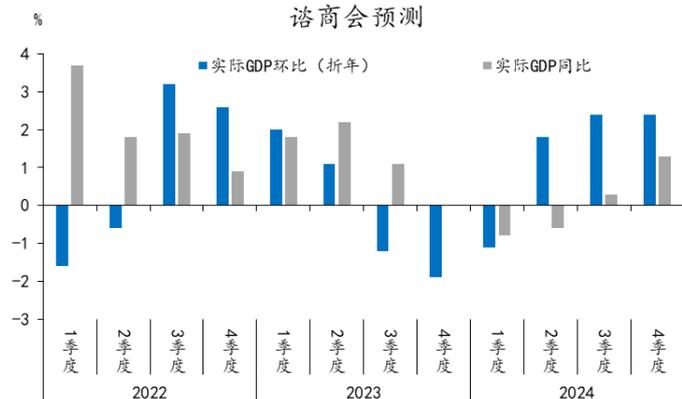
来源：纽约联储、国金证券研究所

市场机构预测方面，截止到7月初，彭博一致预测依然认为2023年4季度美国实际GDP环比（折年率）负增长（分别为-0.5%），其中，拖累项主要是投资和工业生产；独立研究机构谘商会（Conference Board）依然认为美国实际GDP在2023年3季度-2024年1季度连续3个季度出现负增长（-1.2%、-1.9%和-1.1%）⁵。资本经济学（Capital Economics）也认为温和衰退的可能性更高（2023年Q3和Q4连续两个季度负增长）⁶。

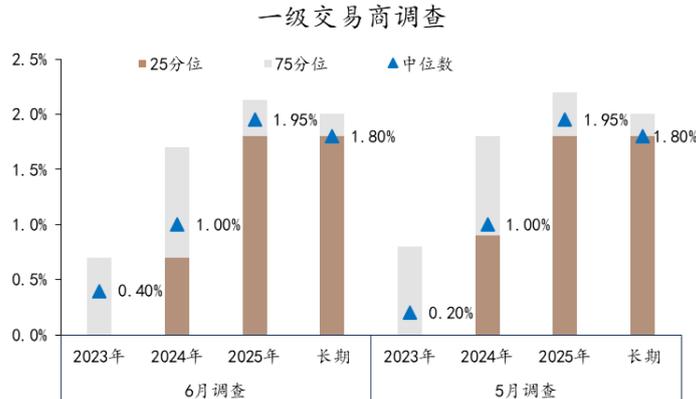
图表7：实际GDP预测：谘商会预测（7月）

图表8：实际GDP预测：一级交易商调查（6月）

谘商会预测



一级交易商调查



来源：美联储、国金证券研究所

³ 参考纽约联储官网：https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealer_survey_questions

⁴ 参考纽约联储官网：https://www.newyorkfed.org/markets/survey_market_participants

⁵ The Conference Board Economic Forecast for the US Economy, July 12, 2023.

⁶ Odds still favour a mild recession: Q3 US Economic Outlook, Capital Economics.

图表9：美国经济基本面——彭博一致预测

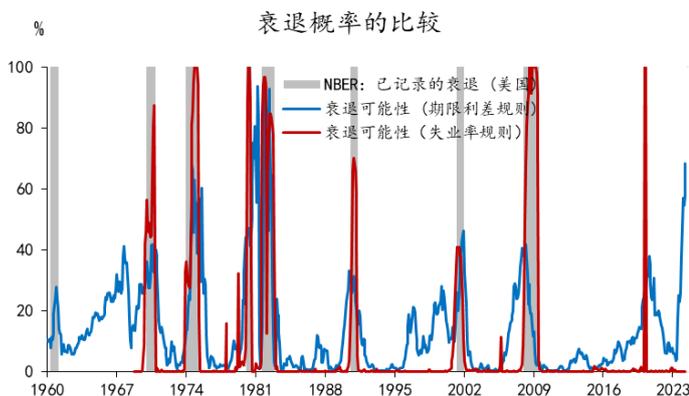
经济活动指标	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2022	2023	2024	2025
实际GDP (同比%)	1.9	0.9	1.8	2	1.2	0.4	0.1	0.2	0.8	1.3	2.1	1.3	0.7	1.9
实际GDP (环比折年%)	3.2	2.6	2	1.3	0	-0.5	0.7	1.3	1.7	1.9				
消费支出 (%SAAR)	2.3	1	4.2	1.3	0.5	0.2	0.6	1.2	1.5	1.7	2.7	1.7	0.8	2
政府支出 (%SAAR)	3.7	3.8	5	1	1	0.8	0.9	0.9	0.9	1	-0.6	2.7	0.9	1
私人投资 (%SAAR)	-9.6	4.5	-11.9	0.4	-1.6	-2	-0.5	2	2.7	3.1	4	-2.9	1	3
出口 (%SAAR)	14.6	-3.7	7.8	-3.4	0.1	0.7	2	2	2.6	3	7.1	2.4	1.3	3
进口 (%SAAR)	-7.3	-5.5	2	1.3	-0.4	-0.5	1.5	2.1	2.3	3	8.1	-0.7	1	3
工业产值 (同比%)	3.5	1.9	0.8	0.1	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	0.7	1.2	3.4	-0.3	0.4	2
新宅开工 (千, SAAR)			1350	1391	1342	1316	1332	1333	1395	1400	1556	1356	1374	1435
新宅销售 (千, SAAR)			634	650	605	588	590	595	622	640	644	625	606	675
成屋销售 (百万, SAAR)			4.2	4.3	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	5.1	4.2	4.3	5
建筑许可 (千, SAAR)			1440	1415	1405	1415	1438	1470	1488	1510	1679	1416	1488	1500

来源：bloomberg、国金证券研究所（更新至2023年8月初）

然而，预测的准确性建立在历史是否重演的基础之上，当存在“结构性冲击”时，预测模型便陷入“经验主义的陷阱”。后疫情时代，无论是美联储，还是市场机构，在预测方面都遭遇了“滑铁卢”。基于历史数据校准而得到的模型参数或不再适用于新的环境。

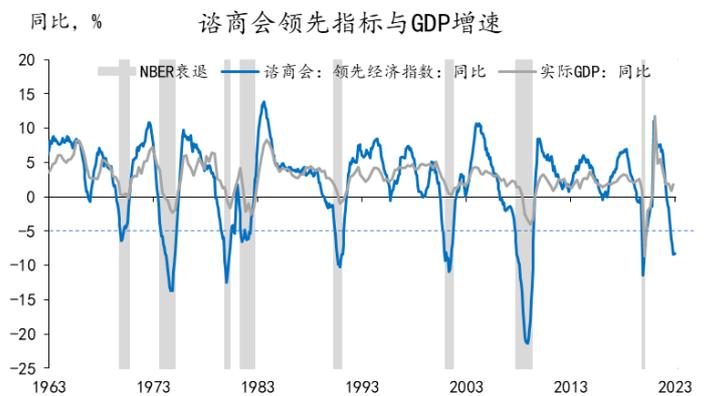
历史上简单、有效的预测经济衰退的“拇指法则”也失灵了。20世纪60年代以来，1) 美债期限利差(1y-10y)的在预测衰退方面胜率较高(9/10, 不包括2022年), 仅20世纪60年代中期错误地释放了1次衰退信号(当然, 并非每一次衰退的兑现都能归功于期限利差出现了倒挂, 例如2020年)。这一次, 利差倒挂已经持续一年时间, 隐含的衰退概率已经升至70%(未来12个月), 然而, 衰退依然没有兑现。这打破了历史经验。2) 谘商会经济领先指标(LEI)同比增速跌至-5%, 是经济开始衰退的强信号, 历史上胜率100%。但这一次, 数值已经跌至-8%; 3) 基于通胀率与失业率的组合预测经济衰退的结果显示, 美国经济在2023年3季度之前衰退的概率为100%; 4) 实际国内总收入(GDI)环比已经连续两个季度负增长, 60年代以来共出现过8次, 每次都对应着NBER衰退⁷; 5) 美国共出现过7次“去通胀”的经验, 无一例外地以衰退而结束⁸……

图表10：期限利差与经济衰退概率



来源：美联储、谘商会、Wind、国金证券研究所

图表11：领先指标与世纪GDP增长



⁷ 参考报告《美国经济重现“技术性衰退”》。

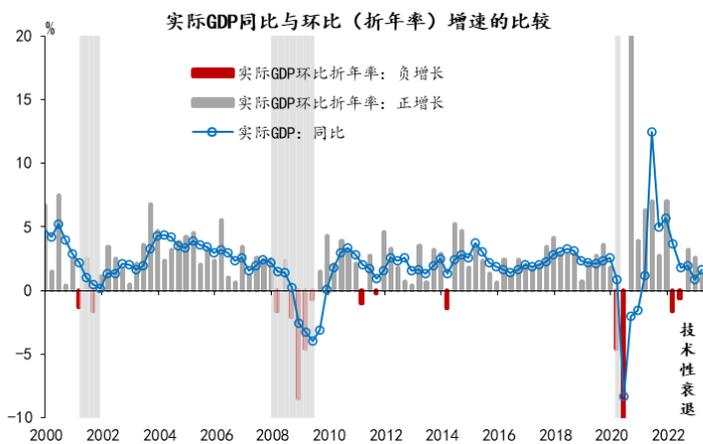
⁸ 参考“周期的力量”系列四：《注定衰退：去通胀“下半场”，美联储“两难全”》。

图表12: 基于失业率与通胀率的组合预测的经济衰退的概率

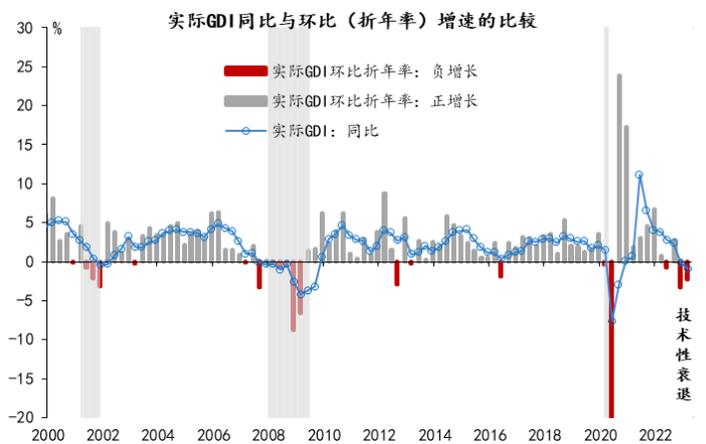
	季均通胀率 (大于)	季均失业率 (小于)	1年内衰退的概率	2年内衰退的概率	样本量	最近一次出现的时间
通胀	3%		27%	48%	95	2021Q2
	4%		37%	59%	51	2021Q2
	5%		45%	62%	29	2021Q3
失业		6%	25%	47%	142	2021Q2
		5%	31%	57%	83	2021Q4
		4%	42%	69%	26	2022Q1
通胀+失业	3%	6%	43%	75%	53	2021Q2
	3%	5%	54%	85%	26	2021Q4
	3%	4%	54%	85%	13	2022Q1
	4%	6%	59%	89%	27	2021Q2
	4%	5%	73%	100%	11	2021Q4
	4%	4%	57%	100%	7	2022Q1
	5%	6%	83%	100%	12	2021Q3
	5%	5%	100%	100%	5	2021Q4
	5%	4%	100%	100%	3	2022Q1

来源: Alex Domash, Lawrence H. Summers, 2022. Overheating conditions indicate high probability of a US recession, CEPR、国金证券研究所

图表13: 美国实际 GDP 同比与环比增速



图表14: 美国实际 GDI 同比与环比增速



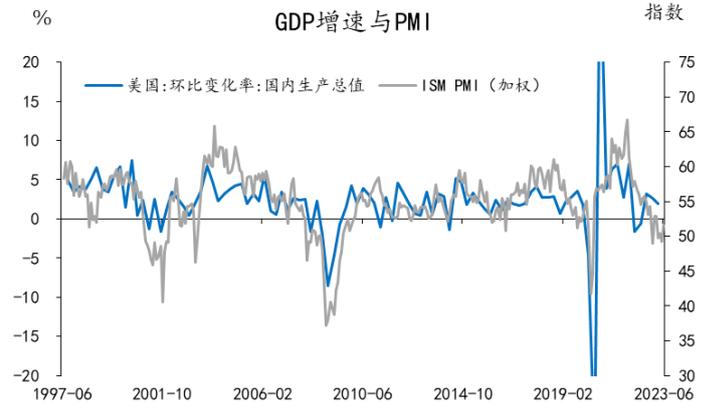
来源: Wind、国金证券研究所 (数据截止到 2023Q1, 2023Q2 GDI 数据尚未发布)

截至目前,上述经验法则似乎都失灵了。是否可以轻而易举地用“这次不一样”的理由认为,美国可以“软着陆”了?未必,因为衰退也可能只是“迟到”了。年初以来,房地产市场的超预期反弹和耐用品订单需求的回升,都增加了“软着陆”的概率。从芝加哥联储全国活动指数和PMI(加权)来看,美国GDP增速虽然还有进一步下降的压力,但近期陷入衰退的概率不高(不考虑外生冲击)。但动态地看,“软着陆”必然会延长美联储2%通胀目标实现的时间。而货币与信用偏紧的状态持续的时间越长,经济的脆弱性也会增加。

图表15: GDP 增速与芝加哥联储全国活动指数



图表16: GDP 增速与 PMI



来源: Wind、国金证券研究所

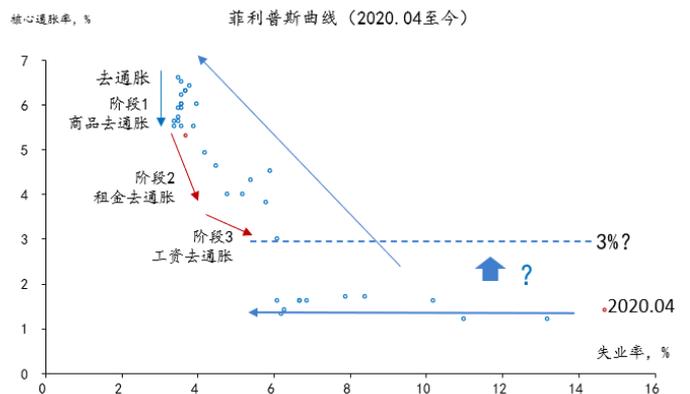
美国已经进入去通胀的“下半场”，总需求收缩的幅度决定了通胀下行的斜率，在报告《注定衰退：去通胀“下半场”，美联储“两难全”》中，我们用多种方式拆解了通胀的结构，认为美国已经进入到去通胀的“下半场”：1) 结构上从商品去通胀转向服务去通胀，通胀下行的斜率趋于平坦化；2) 从供给主导转向需求主导，通胀下行的幅度更加依赖于需求收缩的程度；3) 非周期性通胀下行空间不断收窄，周期性通胀开始下行；作为结果，通胀的下行将以总需求的收缩为前提，美联储更难平衡最大就业和物价稳定的“双重使命”。

展望“下半场”，短期内住房服务通胀下行的趋势比较确定，可带动核心通胀（住房服务在核心 CPI 中的权重约为 45%，在核心 PCE 中的权重约为 20%）加速下行。但这只是去年上半年房价下降的滞后反应。中期而言，决定通胀中枢的关键变量是工资增速，这又取决于劳动力市场状况。理论上，假设劳动生产率可以回到疫情前的平均水平（约 1%），只有工资增速下降至 3%，通胀才能回到 2%。任重道远！

图表17: 美国“去通胀”的进程



图表18: 美国“去通胀”三阶段



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

9 当前为负增长（参考报告：《美国经济“低效的繁荣”》）。

图表19：基于失业率与通胀率的组合预测的经济衰退的概率

工资指标	工资增速 (2022年6月)	隐含的CPI	差值	隐含的核心PCE	差值	工资增速 (2023Q1/2023Q4)	隐含的CPI	隐含的核心PCE
亚特兰大联储工资指数 (MA3)	6.7	5.3	1.4	4.9	1.8	6.1	4.7	4.3
ECI (全民, 激励除外)	5.1	4.7	0.4	4.5	0.6	4.8	4.4	4.2
ECI (全民)	5.2	4.8	0.4	4.5	0.7	5.0	4.6	4.3
ECI (私人工业生产, 激励 除外)	5.6	5.2	0.4	4.9	0.7	4.8	4.4	4.1
ECI (私人工业生产)	5.7	5.4	0.3	5.0	0.7	5.1	4.8	4.4
平均时薪 (私人部门)	5.3	4.7	0.6	4.4	0.9	4.5	3.9	3.6
平均时薪 (生产与非管理工 人)	6.7	6.5	0.2	5.9	0.8	5.0	4.8	4.2

来源：PIIE、Jason Furman (PIIE) and Wilson Powell III, 2022. 国金证券研究所

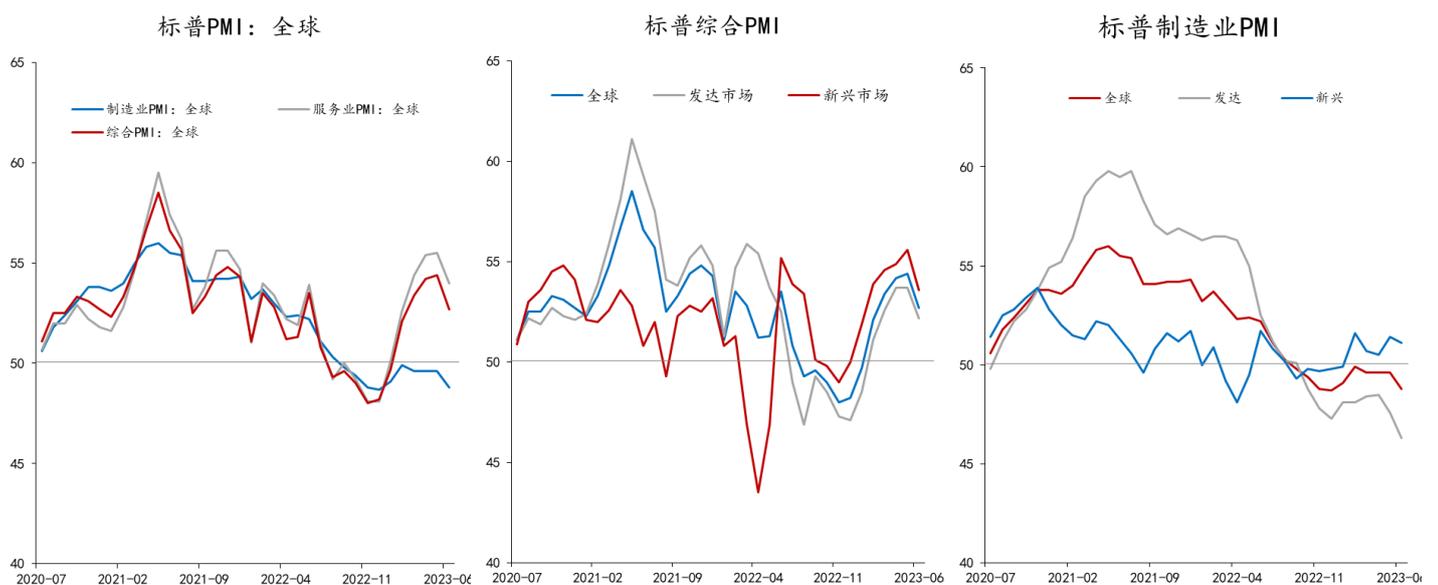
（二）这次为什么不一样？6个主流解释及其限度，未来需重点关注再融资压力

经验主义和建立在需求分析上的传统周期框架在解释和预测后疫情时代的经济运行中都遇到了困难。衰退预期（暂时）被证伪的事实迫使人们思考“这次为什么不一样”。具体而言，超额储蓄、全球及美国内部不同部门的“错位”复苏特征、劳动力市场的供给侧冲击（工资粘性）都可以解释衰退预期为何迟迟没有兑现。此外，2007-09年“大危机”后居民资产负债表修复和金融监管体系的重构也是重要原因。

1. 后疫情时代复苏周期的“错位”特征：既表现在全球层面，也表现在制造与服务之间

后疫情时代复苏的“错位”既体现在不同经济体之间，又体现在同一经济体内部不同部门之间，两者都可解释扩张周期的延长¹⁰。全球层面，对于任一经济体而言，其他经济体的复苏都有助于其外需的回暖和国内生产的恢复。后疫情时代，发达经济体的复苏进程整体上领先于新兴与发展经济体，2022年2季度开始，新兴与发展经济体强势复苏，至今综合PMI仍高于发达和全球平均水平。中国的全面重启一方面缓解了全球供应链的压力，另一方面也拉动了美国的出口。

图表20：周期的“错位”



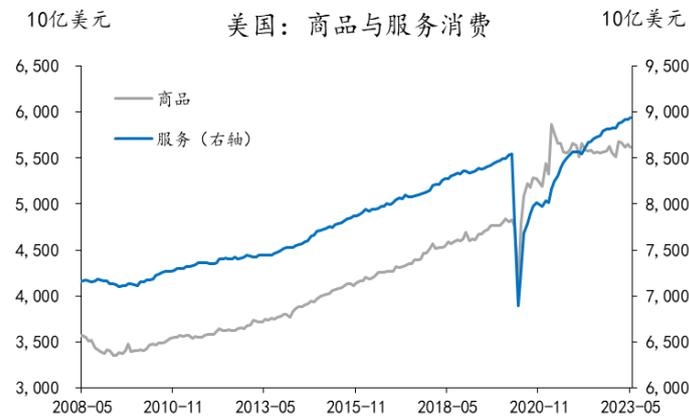
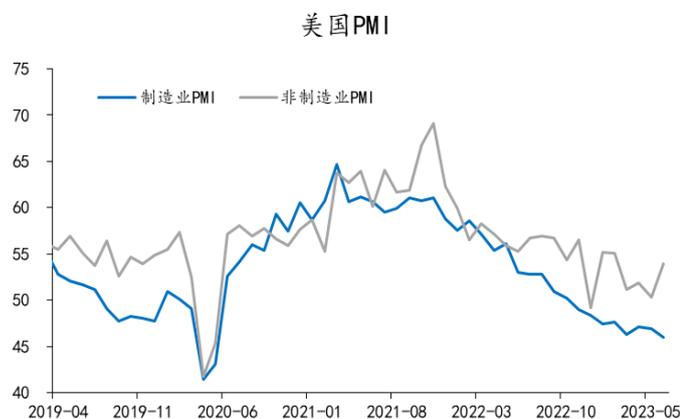
来源：标普、Wind、国金证券研究所

¹⁰ 衰退的两种情形是：结构而深度的衰退；全面但温和的衰退。

在美国内部，从行业结构上看，2021年3月以前是制造业强、服务业弱，此后则是制造业弱、服务业强。PMI方面，2021年3月以来，服务业PMI始终位于制造业PMI上方，且“剪刀差”呈扩大态势——制造业PMI下降斜率更大；消费结构方面，2021年2季度以来，商品消费持续下降，服务消费则持续上行¹¹。2023年上半年，在制造业持续探底的过程中，房地产业明显回暖，支撑了2023年上半年美国经济的强势表现。

图表21：美国制造业与服务业复苏的“错位”

图表22：美国商品与服务消费的“错位”

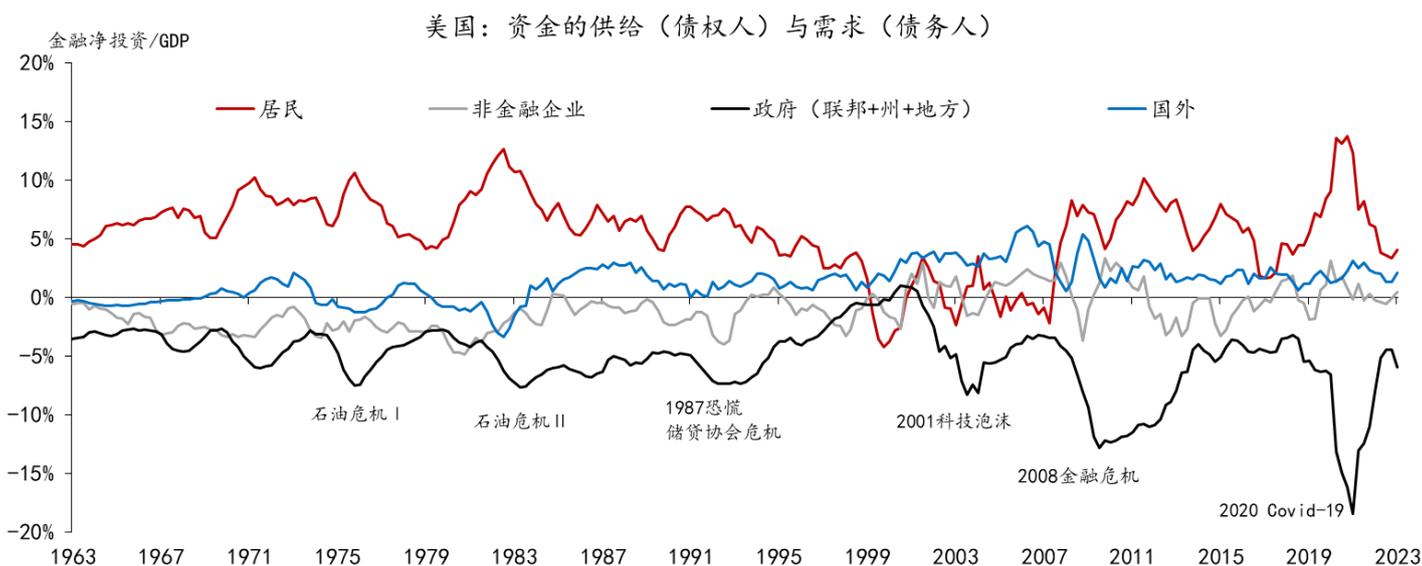


来源：Wind、国金证券研究所（数据为ISM PMI）

2. “直升机撒钱”与居民超额储蓄的积累：“超额储蓄”或已不再是“超额”

每当经济遭遇负面冲击而陷入衰退时，美国政府就会实施积极的财政政策，且财政赤字规模呈现出不断扩大的态势，尤其是二十一世纪的3次危机。2020年，美国经历了历史上最短的衰退（2个月），但财政政策却是二战结束以来最具扩张性的，赤字规模达到了3.1万亿，赤字率高达15%（占GDP的比重）。由于与疫情相关的救济政策直到2021年3季度末才退出，2021年的赤字率依然维持在12.4%的高位（2.8万亿），连续两年均显著高于2009年的9.8%。其中一部分资金直接用于对居民部门的转移支付。例如，2020年3月通过的CARES¹²法案中（2.3万亿），其中27%是对家庭部门的转移支付。所以，在疫情冲击早期，经济的运行呈现出失业率、居民收入和储蓄同步上升的“反常”现象。

图表23：政府与居民部门现金流量表的“镜像”关系



来源：美联储、国金证券研究所

据估算¹³，超额储蓄在2022年初达到峰值时接近2.4万亿，至2023年初低点时下降至1.2万亿。从最新的边际变化看，2023年初，居民储蓄率持续回升，超额储蓄沿着疫情之前的

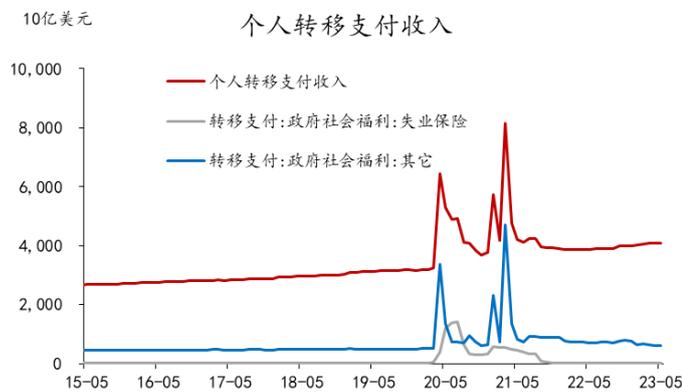
¹¹ 类似的“错位”特征在劳动力市场中也有充分地体现。

¹² 全称为：Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act.

¹³ 参考报告：《美国超额储蓄还能支撑消费吗？》。

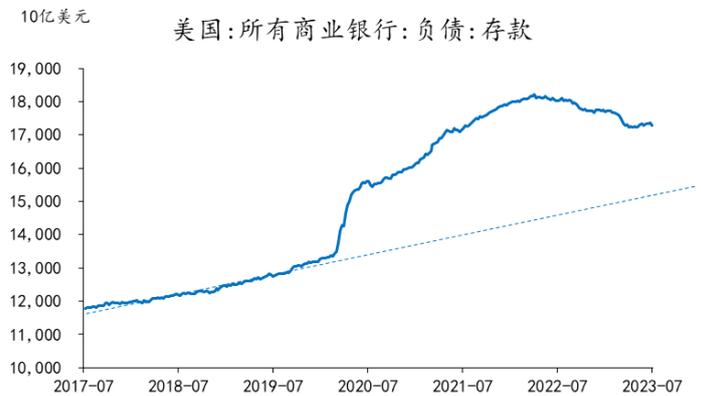
平行线缓慢上行。按收入高低分组来看，后 75 分位的居民超额储蓄或已经消耗殆尽，余下的“超额储蓄”多数属于前 25 分位的相对富有阶层。或可推断，在衰退兑现之前，超额储蓄均值回归的进程或明显放缓，甚至是“停滞”——在更高的中枢上，沿着疫情前的平行线增加。等衰退兑现之后，超额储蓄或再延续下行（剔除政府的转移支付）。故可以说，2022 年初到 2023 年初，超额储蓄释放了近 1.2 万亿消费需求，对经济重启后美国经济的韧性形成支撑，余下的 1.2 万亿“潜在需求”何时释放则是不确定的。

图表24：疫情期间美国居民“超额储蓄”的积累



来源：Wind、国金证券研究所

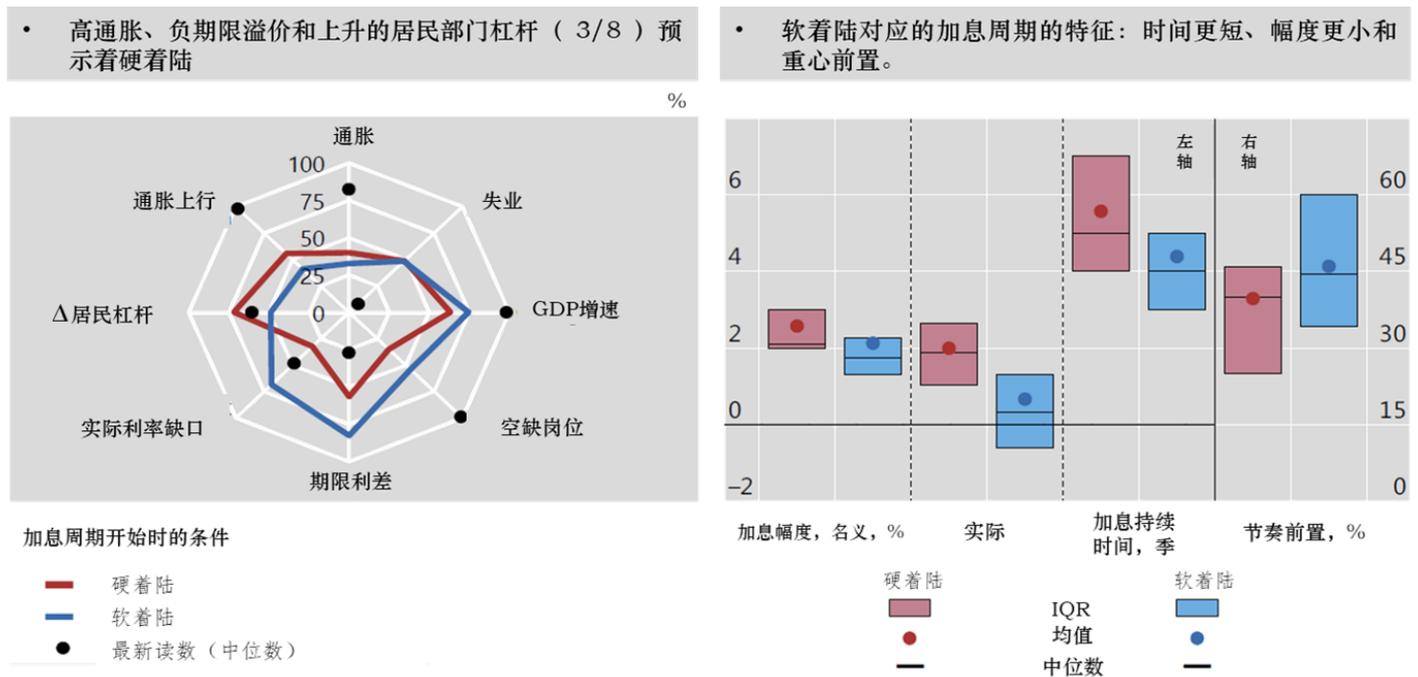
图表25：“超额储蓄”的消耗明显放缓



3. 美联储加息节奏的“前置”，有助于尽早压制通胀，并创造降息的空间

并非所有的货币紧缩都会导致衰退，也并非所有加息周期之后的衰退都应该“归罪”于美联储。在什么样的经济状态下加息（内部和外部），以及如何控制加息的节奏，都会影响经济的运行。一方面，以高 GDP 增速、高职位空缺率、高期限利差（而非倒挂）、偏高的失业率、低居民杠杆率的变化率、低通胀和低通胀斜率（通胀的一阶导为负）为初始条件的货币紧缩周期更有可能实现软着陆；另一方面，在其他条件相同的情况下，加息幅度越小、实际利率越低（负实际利率缺口）、持续时间越短和节奏前置（front-loaded）——前两个季度累计加息的幅度占比超过 50%——都有助于经济软着陆。

图表26：什么样的加息周期，更有助于“软着陆”？



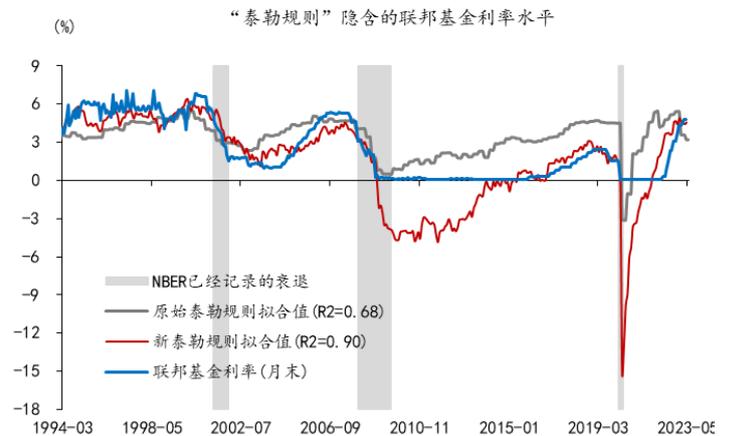
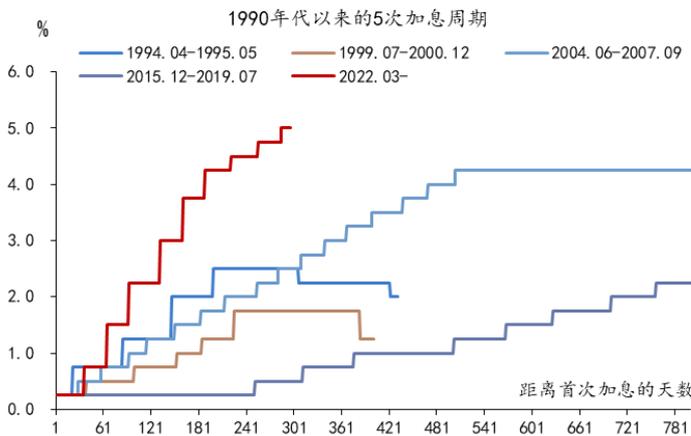
来源：Boissay, De Fiore and Enisse Kharroubi, 2022. Hard or soft landing? BIS Bulletin, No.59. 国金证券研究所

广义而言，加息节奏的“前置”有两种路径：一是传统的“逆风而行”规则（lean against the wind），即在通胀上行（或产出缺口、失业缺口转正）之前就开始加息，这是美国历史上的3次软着陆的共性¹⁴；二是在启动加息周期后，节奏上表现为前快后慢，例如2022年以来的加息周期。

有两个原因或可解释这一次为什么美联储要“前置”加息节奏：第一，利率正常化“落后于曲线”（behind the curve）——主要是通胀。在2022年3月首次加息时，CPI和核心CPI同比已经升到了8.0%和6.4%，高于5次深衰退的均值。通胀的斜率为8.8%，5次深衰退的均值为5.5%。而导致美联储“落后”的，除了早期通胀确实呈现出“临时性”特征和外生冲击的不可预测性之外，还受限于“充足准备金”框架。在当前操作框架下，美联储往往需要先结束扩表（Taper）才开始加息。而在2021年11月美联储开始缩表前，CPI与核心CPI通胀水平为6.2%和4.6%（2021年10月）。

图表27：美联储就加息节奏的“前置”

图表28：联邦基金利率已经超过“正常”水平



来源：Wind、国金证券研究所

第二，加息前置不仅有助于通胀更早见顶回落，也有助于加大通胀下行的斜率。作为全球辐射力最广泛的央行，美联储加息会带动全球加息，比如与之毗邻的加拿大或新兴市场经济体，从而引发全球总需求的收缩，驱动周期品价格下行。对美国国内而言，随着紧缩周期的开启，房地产部门和制造业中的耐用品部门等利率敏感性部门的景气明显回落。这是商品通胀快速下行的主要逻辑之一，也加速了服务业通胀拐点的到来——租金通胀的下行主要归因于美联储加息。

图表29：银行信用与房地产周期的关系

图表30：房价与租金通胀的领先-滞后关系



来源：Wind、国金证券研究所

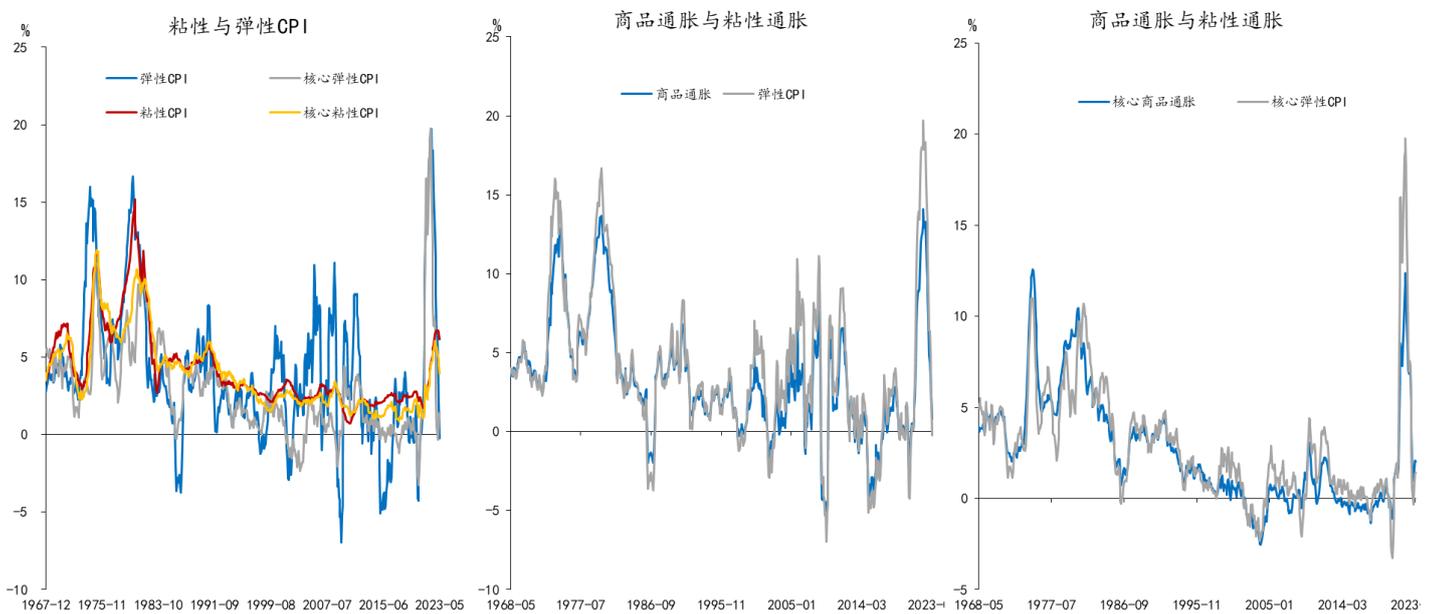
¹⁴ 参考“周期的力量”系列二：《证伪“软着陆”：美国经济，这次不一样？》

4. 疫情冲击的“临时性”和“供给侧”特征，降低了通胀的粘性

事后看，后疫情时代美国通胀的粘性明显低于“大滞胀”时代，这一方面表现为弹性通胀或商品通胀的快速下行（虽然高点更高，但下降速度也更快）；另一方面，粘性通胀的高点远低于大滞胀时代。相比上世纪70年代，由于能源、食品权重的下降，以及原油自给率的提升，非核心商品通胀向核心商品的传导效应也在弱化。

新冠疫情冲击是典型的“供给侧冲击”。经验上，供给侧冲击的持久性要远低于需求侧冲击¹⁵。疫情的“供给侧冲击”主要体现在全球供应链和劳动力两个维度。全球价值链的快速修复是商品去通胀的主要解释因素之一；劳动参与率的缓慢提升一方面降低了工资通胀的压力，另一方面，偏低的劳动参与率的结果之一便是高空缺岗位数（率），这会增加软着陆的概率（参考图表26），因为它相当于提供了一个“缓冲垫”——被裁人员如果能在1个月内找到工作，就不算失业。截止目前，去通胀的顺利推进，是软着陆概率趋于上行的重要逻辑支撑。否则，美联储不得不进一步抬升终点利率水平，或将高利率维持更长时间，进而增加金融系统的脆弱性。

图表31：后疫情时代，美国通胀的粘性远低于“大滞胀”时代



来源：Wind、国金证券研究所

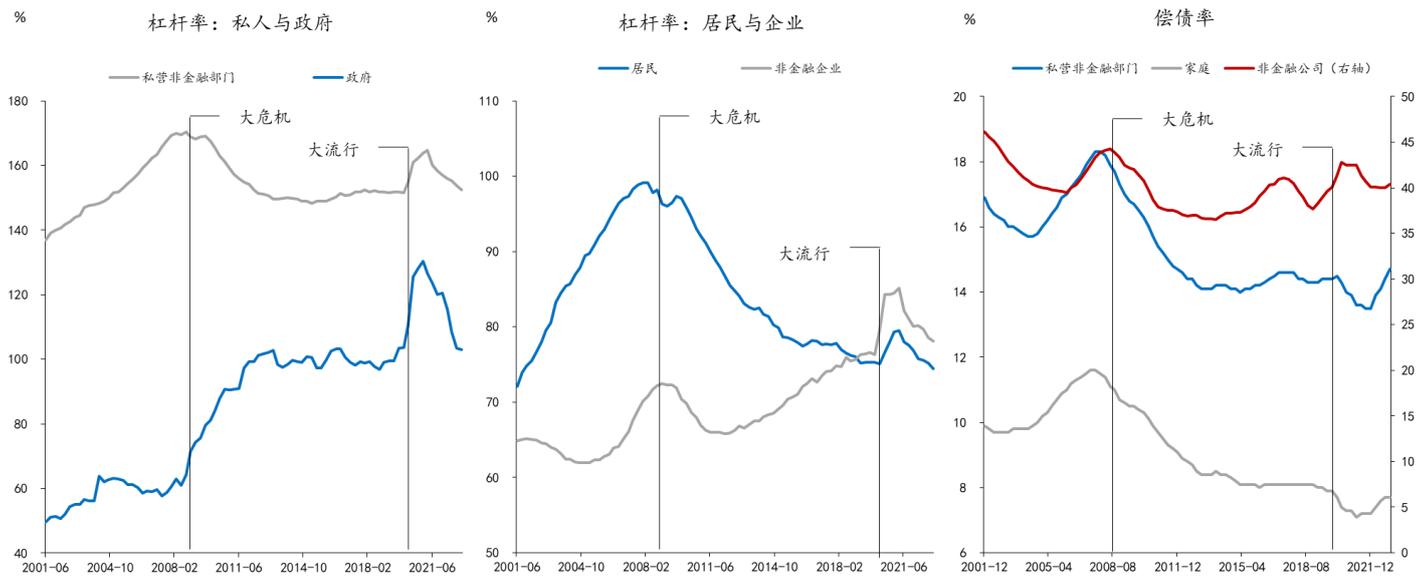
5. 美国居民部门资产负债表的修复和固定利率按揭，增强了其“对抗”货币紧缩的能力

2008年金融危机之后，美国经历了一次“漫长的复苏”，工业生产直到2014年中才回到危机前的高点，失业率直到2015年底才降至5%以下，房地产价格直到2013年下半年才回到正增长区间（房地美房价指数同比）。按照国会预算办公室（CBO）的测算，直到疫情前美国的产出缺口仍未转正。

在这个过程中，美国居民部门持续去杠杆。按照辜朝明（Richard Koo）的说法，美国私人部门经历了一场“资产负债表衰退”。从2007年底到2019年底，美国家庭部门的杠杆率（债务/GDP）从99%下降到了75%，负债/资产从31.1%下降到了17.7%，偿债率从11.6%下降到了7.7%，储蓄率（储蓄/个人可支配收入）从2%的低位回升到了8%以上，净资产规模从40万亿上升到了77万亿。

¹⁵ Sheremirov, 2022. Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation, Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4.

图表32: 后危机时代, 美国私人部门去杠杆, 政府加杠杆



来源: Wind、国金证券研究所

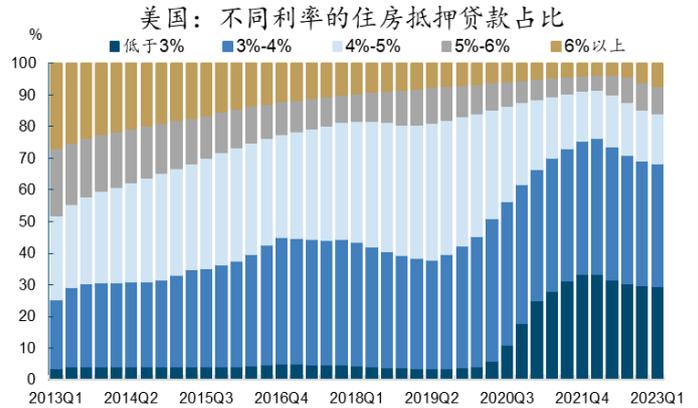
并且, 2008 年大危机之后, 美国浮动利率住宅抵押贷款占比快速下降, 美联储加息不影响存量放贷利率。截止到 2023 年 1 季度, 按揭利率超过 6% 的占比仅为 7.1%, 而低于 3% 的占比为 30%, 3-4% 之间的占比为 39%。截至目前, 美国住宅抵押贷款违约率和丧失住宅赎回权的案例数依然维持在低位。

图表33: 大危机后, 浮动利率抵押贷款占比大幅下降

图表34: 抵押贷款利率大于 6% 的占比仅为 7.1%



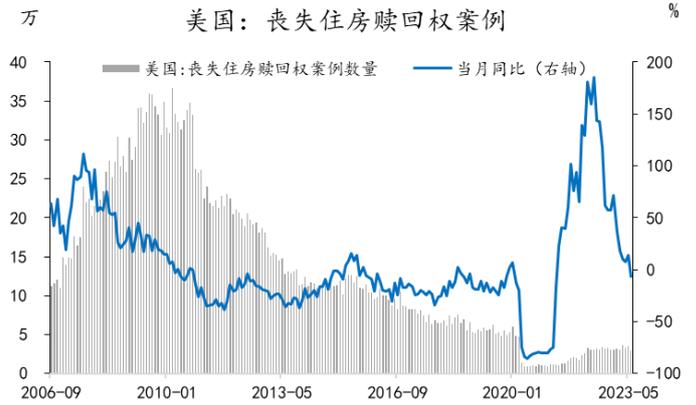
来源: Wind、国金证券研究所



图表35: 美国住宅抵押贷款有效利率维持在低位



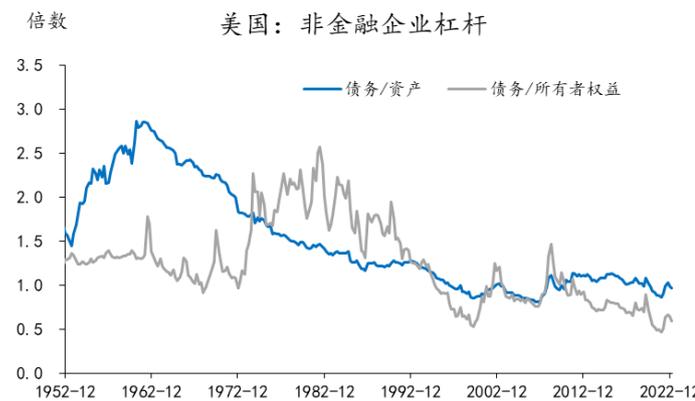
图表36: 丧失住房赎回权案例数维持低位



来源: Wind、国金证券研究所

后危机时代, 非金融公司的杠杆率整体上是抬升的, 至疫情前升至 76% 高位, 比 2008 年危机前高 10 个百分点。但基于资产负债表计算的杠杆率 (负债/总资产或负债/所有者权益) 显示, 企业债务压力并未明显上行, 负债/所有者权益比例甚至出现了下降。私营部门偿债率整体上也位于较低水平。

图表37: 美国非金融企业杠杆率



图表38: 美国企业流动性比率与短期偿债压力



来源: Wind、国金证券研究所

只有在货币与信用收缩周期启动前持续且快速加杠杆的部门, 才面临较高的风险。后危机时代的美国, 政府持续加杠杆, 美联储通过量化宽松购买了大量的美债。一定意义上, 这相当于杠杆从私人部门转移到了公共部门。考虑到美债的全球公共品属性和安全资产 (高质量抵押品) 属性, 以及美元的世界货币地位, 再加上美联储的量化宽松政策, 联邦政府的债务持续性在短期内被证伪的概率极低。私营部门的金融稳定性也得以增强。

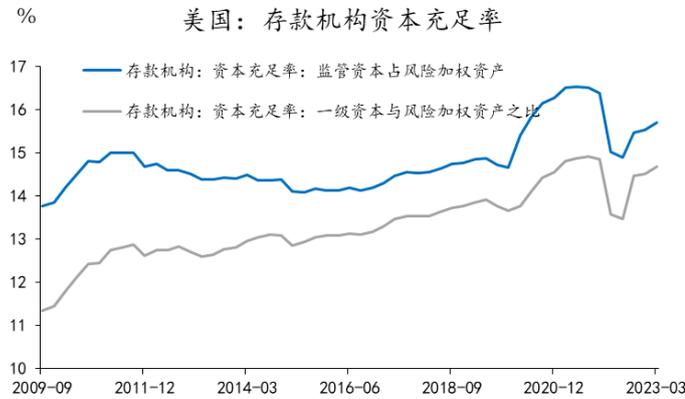
6. “大危机”后美国加强了金融监管, 提高了银行等系统重要金融机构的稳健性

大稳健孕育大危机, 大危机催生大改革。2009 年 6 月, 时任财政部长盖特纳发布了一份长达 88 页的金融监管改革草案, 建议从 3 个方面加强金融监管: 第一, 对于系统重要性的金融机构, 设置更严格的资本充足率、流动性和风险管理标准; 第二, 授权美联储全面监管所有系统性重要的金融机构, 包括银行控股公司、投资银行、保险公司等; 第三, 设立一套务实的破产机制, 以一种有序的方式接管或解散系统重要性机构, 以处理“大而不能倒”的问题。经过近 3 个月的辩论和修订, 最终形成了长达 1,279 页的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(简称《多德-弗兰克法案》)。

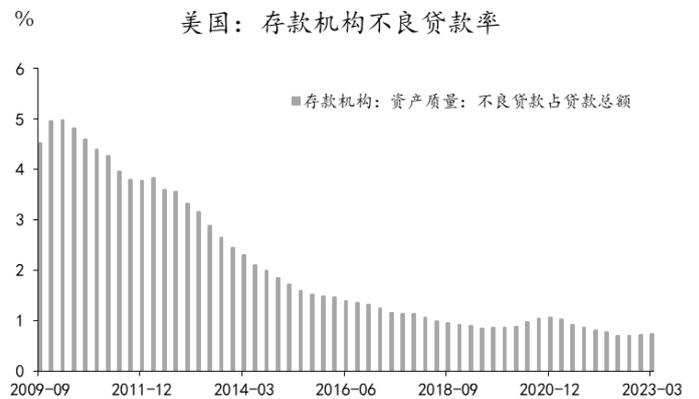
《多德-弗兰克法案》被认为是 1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法案》以来最全面、最严格的金融监管法案。法案授权成立了金融稳定监管委员会 (Financial Stability Oversight Council, FSOC), 负责全面监测美国金融体系; 授予美联储更大的监管权力, 设立了消费者金融保护局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB), 为消费者提供他们所需要的信息, 以便做出符合自己和家人最大利益的财务决策; 为了避免利益冲突, 采用了

“沃尔克规则”，禁止银行从事证券、金融衍生品、商品期货和期权的自营交易；制定了新的破产清算制度，具体由 FDIC 负责；还将衍生品业务也纳入了监管……在一个混业经营和相互依赖的金融市场上，防范金融风险不能“只见树木，不见森林”，而应该是“既见树木，又见森林”，微观审慎与宏观审慎两手抓（伯南克，《行动的勇气》，p. 588-589）。

图表39：美国存款机构资本充足率趋于上行



图表40：美国存款机构不良率趋于下行

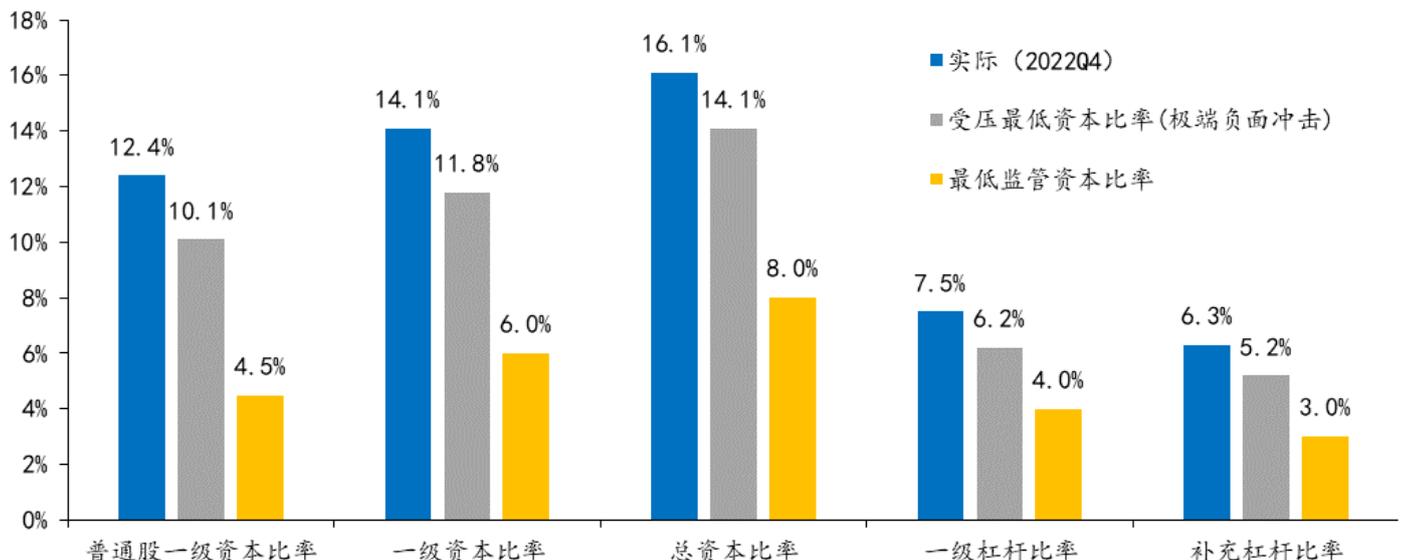


来源：Wind、国金证券研究所

全球层面，在一个金融全球化的世界，统一的监管框架对于防止全球范围内的监管套利是必要的。雷曼冲击之后，巴塞尔委员会就针对银行资本和流动性的新标准展开讨论，并于2010年12月发布了第三版《巴塞尔协议》(Basel III)。新协议不仅提高了银行的资本金要求，还要求设立额外的“反周期”的资本缓冲，在“最低杠杆率”（总资本/总资产）指标的计算中纳入了对表外资产的考核，要求银行的一级资本占调整后的表内外资产余额的比例不低于4%，此外还新增了对银行资产的流动性的要求。美国在推进《巴塞尔III》上更积极，内部监管改革更为全面，某些标准也更高。美联储6月发布的最新“压力测试”报告显示，在极端负面冲击（失业率上升至10%；房价/可支配收入比下降到2007-09年间的低点）场景下，美国23家系统重要性银行将面临5,400亿美元损失，普通股资本充足率将从12.4%下降到10.1%低位，但仍显著高于最低资本金要求。

图表41：2023年美联储压力测试结果显示，23家系统重要性银行均通过了压力测试

美联储2023年银行压力测试结果



来源：美联储《2023 Federal Reserve Stress Test Results》、国金证券研究所

美联储加息需要通过直接融资和间接融资渠道影响总需求。而从加息到衰退，金融市场脆弱环节的信用风险的出清往往是必要条件。归根到底，这次不一样的直接原因，是金融压力未明显上行，这一方面是经济韧性的结果；另一方面也与私人部门资产负债表和金融体系更加稳健有关；除此之外，与充足的货币流动性也有一定关系——QE的一个结果是，信用利差及其波动性趋于下行。

上述6个解释也是有限度的。它们都能解释衰退为什么迟到了，但并非都可以作为规避衰退的理由。例如，银行信贷仍在收缩区间，有效抵押贷款利率正在上行，抵押贷款到期和CBMS债务到期量都在上行……

展望未来，居民和企业部门的再融资压力仍是美国金融脆弱性上升的重要来源，政府部门付息压力的上升也将掣肘其财政刺激的能力。美国经济仍未摆脱“放缓而不衰退、复苏言之尚早”的“薛定谔状态”。

二、加息周期中经济的两种“着陆”场景：直接“硬着陆”和迂回的“硬着陆”

上世纪50年代末以来的75年历史中（1958至2023年），美联储共执导了13次加息周期。在前12次加息周期中，美国经济共出现了9次硬着陆（即衰退）和3次软着陆（1965年、1983-84年和1993-95年）——可将9次衰退分为4次浅衰退（1960-61、1970、1990-91和2001）和5次深衰退（1973-75、1980、1981-82、2008-09和2020）。

图表42：这次如何着陆？1958年以来美联储的13次加息周期和美国经济的9次硬着陆、3次软着陆



来源：作者绘制、国金证券研究所

机械地计算，美联储加息背景下美国经济硬着陆和软着陆的概率分别为75%和25%。但这显然低估了软着陆的概率¹⁶。不宜脱离加息的细节、经济的状态或其它外生冲击而将衰退都归因于货币紧缩。假如2020年没有新冠疫情冲击，2015-2019年加息周期可能对应着一次软着陆。仅考虑这一案例，衰退和软着陆的次数就分别修正为8和4，概率为67%和33%。如果再考虑2001年案例（叠加了“911”事件冲击），次数将被修正为7和5，概率为58%和42%。面对正在进行的第13次加息，美国经济能否逃逸衰退？这次是直接“硬着陆”，还是一次迂回的“硬着陆”？

（一）直接“硬着陆”：扩张-加息-维持高位-经济放缓-金融风险-降息-硬着陆¹⁷

利用货币政策立场和经济周期两个变量，可将美国经济“着陆”的方式归纳为两种：直接“硬着陆”和迂回的“硬着陆”。可将联邦基金利率划分为加息、维持高位和降息3个阶段，将经济周期划分为复苏、扩张（过热）、放缓和衰退4个阶段，直接“硬着陆”的次

¹⁶ Alan S. Blinder, 2023. Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022, Journal of Economic Perspectives—Volume 37, Number 1—Winter 2023—Pages 101-120.

¹⁷ 9次直接“硬着陆”案例的具体分析可参考深度报告“周期的力量”系列一：《美国经济能否“逃逸”衰退？》。

序大致为：扩张-加息-维持高位-放缓-（金融风险-降息-衰退）。其中，括号之前的阶段的次序较为确定，括号中的次序存在一定的可变性。例如，在本文考察的9次衰退中，前5次降息时点滞后于衰退拐点，后4次则领先于衰退——预防式降息¹⁸。

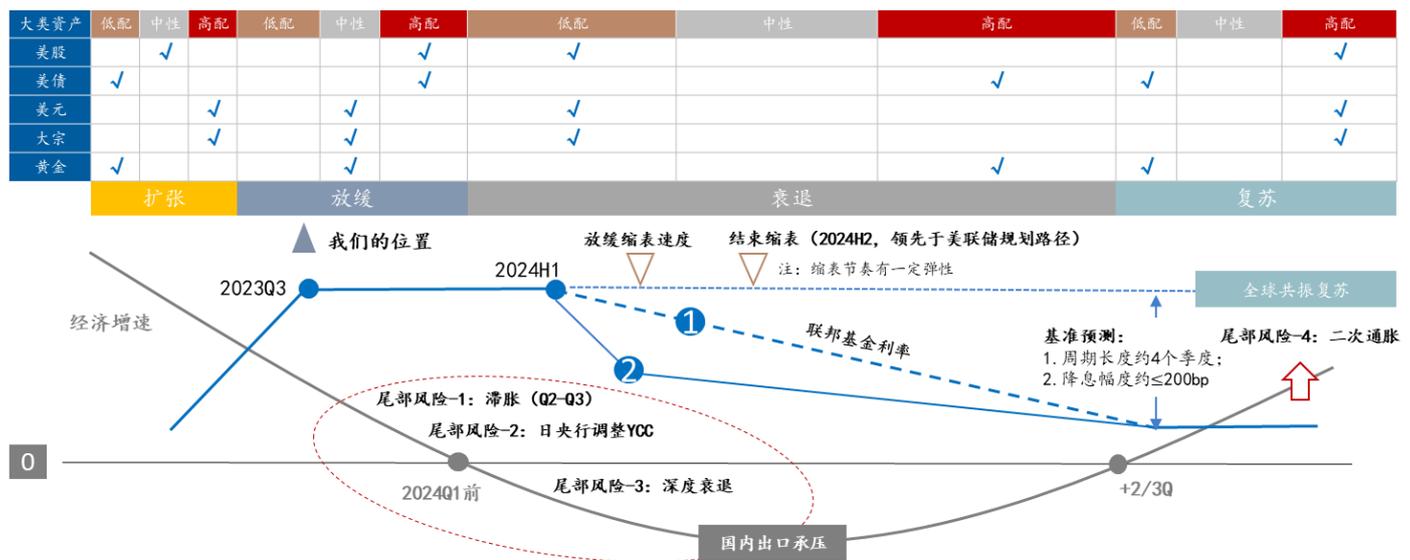
图表43：美联储加息背景下，美国经济“着陆”的次序

序号	加息周期	周期长度(月)	起息利率(%)	终点利率(%)	加息幅度(bps)	维持高位的时长(月)	衰退的起点	衰退的终点	衰退周期长度(月)	实际GDP降幅(%)	GDP负增长(季)	加息起点至衰退(月)	降息起点至衰退(月)	降息至CPI拐点(月)	降息前CPI水平(%)	CPI是否处于下行区间
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	12	1960.05(Q3)	1961.02(Q1)	10	-1.34	2/3	24	3	4	1.4	✓
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	5	-	-	-	-	软着陆	-	-	3	3.4	✓
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	9	1970.01(Q1)	1970.11(Q4)	11	-0.66	3/5	29	2	1	6.4	X
4	1972.04-1974.10	31	4.75	12.00	725	3	1973.12(74Q1)	1975.03(Q1)	16	-3.14	4/5	22	10	-1	12	X
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	3	1980.02(Q2)	1980.07(Q3)	6	-2.18	2/2	34	2	0	14.6	X
6	1980.08-1981.09	14	11.00	21.50	1050	4	1981.08(Q4)	1982.11(Q4)	16	-2.63	3/5	12	2	18	10.9	✓
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	3	-	-	-	-	软着陆	-	-	6	4.3	✓
8	1988.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	4	1990.08(Q4)	1991.03(Q1)	8	-1.37	2/2	19	-14	1	5.3	X
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	5	-	-	-	-	软着陆	-	-	3	3	✓
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	8	2001.04(Q2)	2001.11(Q4)	8	-0.33	2/3	27	-3	5	3.4	✓
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	15	2008.01(Q1)	2009.06(Q2)	18	-4.00	5/6	43	-4	5	1.9	✓
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	7	2020.03(Q1)	2020.04(Q2)	2	-9.56	2/2	51	-8	13	1.7	✓
13	2022.03-	20	3.25	8.50	525	?								?		
	均值(前12次)	24.4	6.3	10.8	452.1	6.5			11	-1.96	68.8%	29.0	-1	4.8		
	中位数(前12次)	20.5	5.8	9.3	300.0	5.0			10	-1.78		27.0	2.0	3.5		
	软着陆	15.0	7.0	9.3	233.3											
	浅衰退	21.0	6.3	8.6	231.3							24.8	-3.0			
	深衰退	30.0	6.5	15.4	893.8							27.8	2.5			

来源：美联储、NBER、Wind、国金证券研究所

参照历史上9次直接“硬着陆”的经验，可将美国经济着陆的“场景一”归纳如下：灰色曲线描述经济周期；蓝色线条代表联邦基金利率。基于历史统计、概率预测模型、市场一致预期和库存周期的综合结果显示，2024年1季度之前兑现衰退的概率较高——具体时点存在不确定性，关键变量为金融压力的上行和金融系统性风险的冲击。换言之，如果观察期内美国国内未出现一定量级的系统性风险，或者政策的有效应对制止了恐慌情绪的传播（如同SVB事件之后），经济很可能只是放缓，而非衰退。

图表44：场景一：直接“硬着陆”



来源：作者绘制、国金证券研究所

美联储政策主要建立在通胀、就业和金融压力这3个维度之上——海外溢出效应对美联储政策的影响也需连续到这3个维度。截止到2023年7月，美联储已累计加息525bp。市

¹⁸ 值得强调的是，此种划分都是“事后之明”，在实际操作中，美联储或许希望每一次降息都是预防性的。

场目前定价 7 月为最后一次加息，2024 年 3 月首次降息。在“央行笔记”系列 4《从加息到降息的距离》中，我们复盘了历史上 12 次货币紧缩周期。结果显示，利率维持高位的时间区间为 2-15 个月，平均为 6.5 个月，中位数为 5 个月。

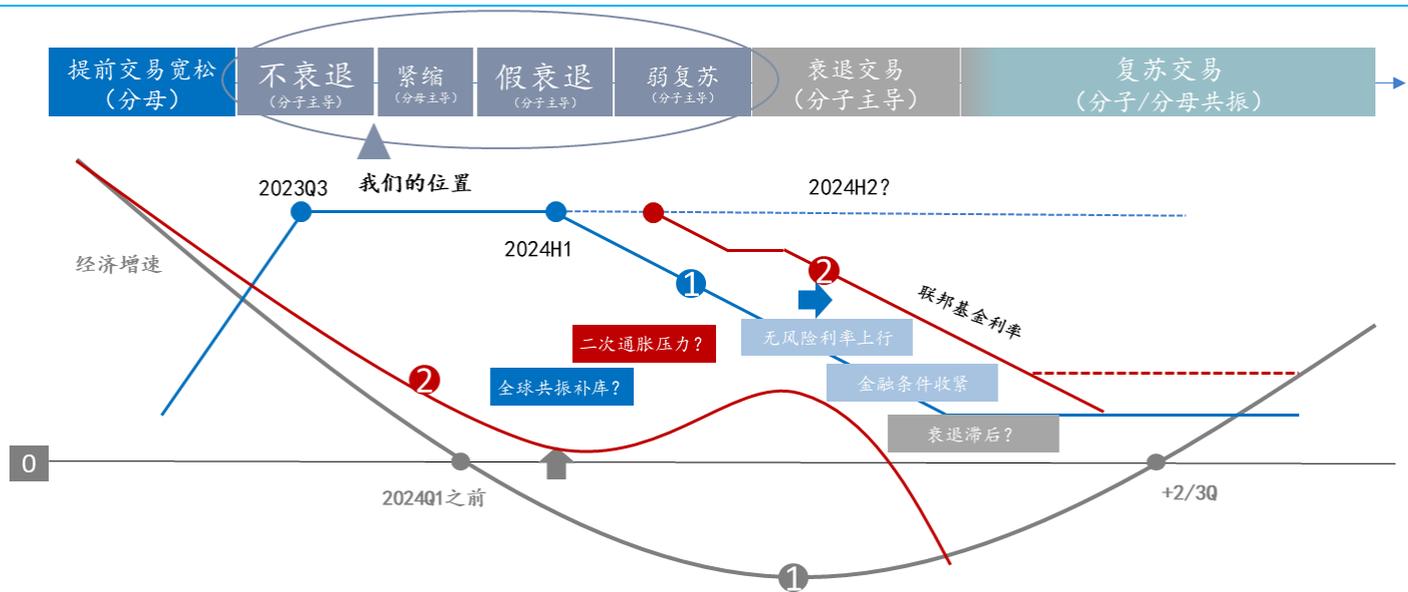
历史中性假设（利率维持高位的时间为 2 个季度）下，首次降息的时点或位于 2024 年上半年——具体时点随金融风险出现的时间、经济衰退压力等而动态调整。考虑服务通胀的粘性，我们倾向于认为，美联储降息的时点或落后于衰退的起点。

任何脱离通胀、就业和金融压力 3 个维度的降息时点的判断都是没有意义的。值得强调的是，由于历史样本偏小，且读数分布较为分散，不宜机械地外推历史经验（均值 6.5 个月）。我们建议，将美联储降息的时点看作一个随机变量。在“场景一”假设下，降息节奏更可能是“路径 2”（先快后慢），而非“路径 1”（匀速降息）。因为，快速降息有助于缓解抵押贷款（住宅和商业地产）或企业债的再融资压力和信用风险的扩散。

（二）迂回的“硬着陆”：加息-维持高位-降息-软着陆-通胀反弹-加息-金融风险-硬着陆

“场景二”指迂回的“硬着陆”——先复苏，后衰退。相比场景一，场景二中的经济周期曲线将整体上移。假设 2024 年初补库周期兑现¹⁹，美国经济将跳过衰退阶段，直接从放缓过渡到复苏。在该场景下，美联储降息的时点可能推迟——即使降息，节奏也会较慢。因为，一方面，随着补库周期的启动，美国劳动力市场均衡化的进程可能受阻，甚至阶段性地变得更为紧张；另一方面，补库周期的启动或提高通胀的二次反弹风险。

图表45：场景二：迂回的“硬着陆”



来源：作者绘制、国金证券研究所

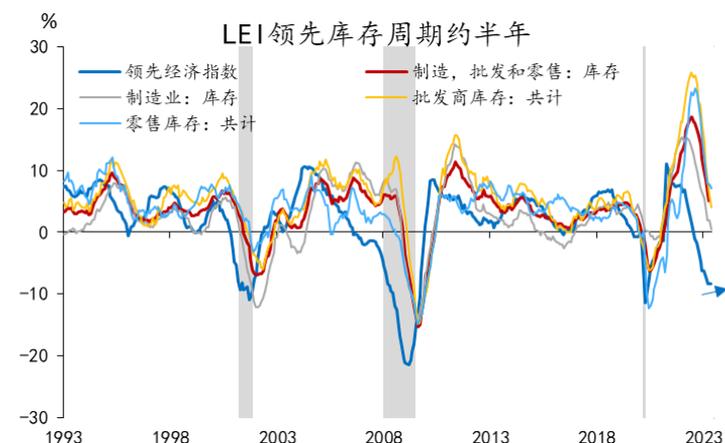
未来一段时间内，美国经济的走势取决于三个变量的“合力”：1) 去库存周期。美国本轮去库周期始于 2022 年中，或延续至 2024 年初；2) 银行信用周期。目前仍在下行，经验上，经济衰退区间与银行信用周期的收缩区间是一一对应的，1990-91 年、2001 年、2008-09 年和 2020 年衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段；3) 货币政策立场。虽然加息临近尾声，但短端实际利率依然在上行，缩表依然在继续，货币政策紧缩程度仍在上行。

短期内，这三个变量都是压力，从压力到动力的转变或最早出现在库存周期上。预计明年初美国启动新一轮补库周期。一方面，谘商会经济领先指标 2 季度已经企稳——领先库存周期 2-3 个季度；另一方面，2 季度耐用品新订单需求和出货持续回升，库存增速也在低位企稳，说明耐用品已进入“被动去库”阶段，补库周期渐行渐近，而耐用品去库周期领先制造业约半年。

¹⁹ 参考报告：《从美国库存周期看中国出口景气》。

图表46: 谘商会领先指标同比增速出现企稳迹象

图表47: 耐用品新订单需求连续回升



来源: Wind、国金证券研究所

补库周期的启动或增加“去通胀”的不确定性，进而推迟美联储降息的时点。美国制造业库存周期与 PPI、整体 CPI 和 CPI 中的商品通胀高度正相关。1994 年至今，制造业库存周期与 PPI、CPI 商品通胀和整体 CPI 通胀的相关系数分别为 0.71、0.69 和 0.64，与核心 CPI 通胀的相关系数为 0.36。所以，随着补库周期的启动，降息时点大概率会延后，除非美联储确认通胀的反弹是温和的，否则不能排除进一步加息的可能性。

图表48: 制造业库存与商品 CPI 通胀高度正相关

图表49: 制造业库存与 PPI 通胀高度正相关



来源: Wind、国金证券研究所

三、历史的“组合解”：这次如何“着陆”，资产如何演绎？

(一) 这次是否真的不一样？直接“硬着陆”和迂回的“硬着陆”的可能性

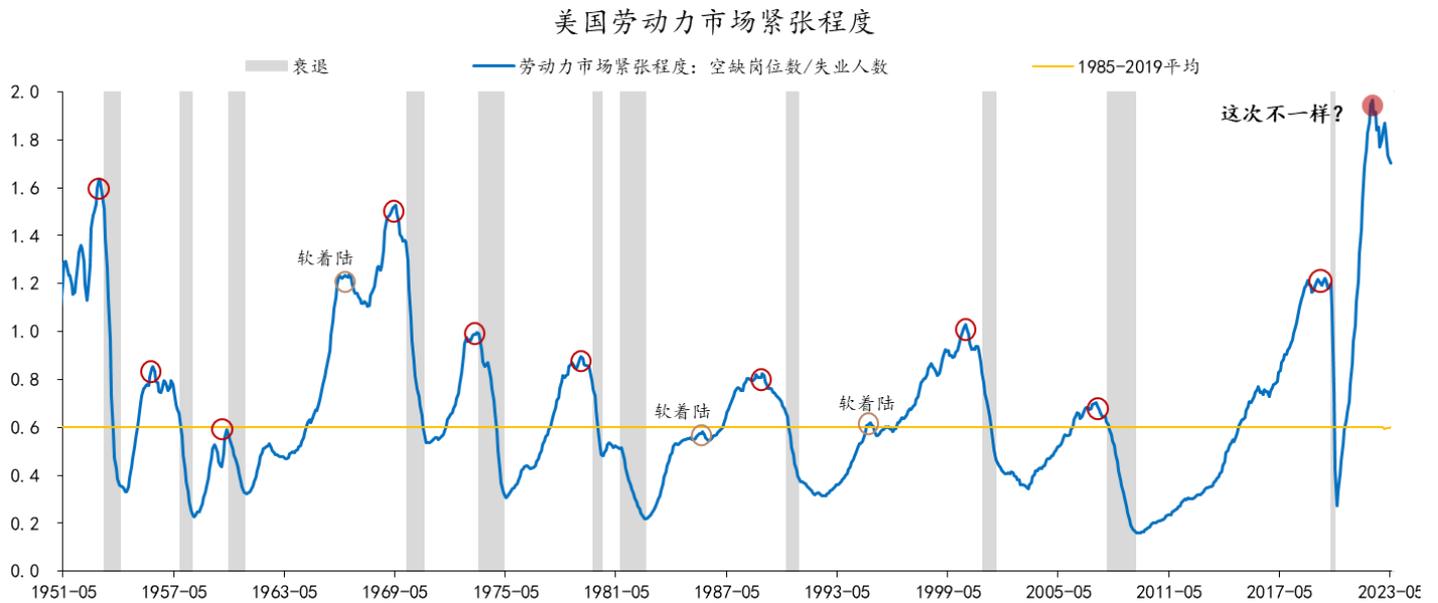
关于美国经济“这次是否不一样”的讨论，目前仍无定论。经验主义的标准答案是：场景一，即这次没什么不一样，不一样的只是过程而非结果，衰退“虽迟必至”，如历史反复重演的那样。在“周期的力量”系列一《美国经济能否“逃逸”衰退》中，我们详细复盘了场景一所代表的 9 次直接“硬着陆”。在系列二《证伪“不衰退”：美国经济，这次不一样？》中，又对场景二所代表的 3 次“软着陆”——迂回的“硬着陆”进行了分析，从加息的细节与经济状态两个角度回答了为什么这次“软着陆”的概率较低。

历史经验分析的“陷阱”在于习惯性地偶然性视为必然性。针对每一个“这次没什么不一样”的论据或许都能找到“这次可能不一样”的解释。虽然我们将 12 个案例归纳为两个场景，但每个场景包含的案例，其实都不同。场景二所谓的“先软着陆，后硬着陆”只能看作时间上的先后关系，而非逻辑上的因果关系。所以，从归纳到演绎，应该打破“二分法”，寻找历史的“组合解”。

综合而言，我们倾向于认为，“迂回的硬着陆”出现的概率更高。经验和逻辑都说明，通

胀压力越大，货币紧缩程度越高，衰退的概率越高。前文列举的关于“这次不一样”的解释，或只能说明过程更漫长，而非结果不同。

图表50：美国经济尚未“着陆”



来源：Cecchetti et al., 2023. Managing Disinflation, U.S. Monetary Policy Forum discussion paper, Feb; Wind、国金证券研究所

这次或不同的是，从软着陆到硬着陆的时间间隔相较历史平均值（45个月）或许更短。考虑到“软着陆”的一个结果是通胀压力的反弹和美联储降息时点的推迟，与历史上场景二中的3个案例不同的是，这一次可能不只是时间上的先后关系，也存在一定的逻辑上的因果关系。历史上的3个案例时间间隔25-58个月不等，以劳动力市场边际转紧作为软着陆的起点，案例一（1967年12月软着陆-1970年1月衰退）间隔25个月，案例二（1986年6月软着陆到1990年8月衰退）间隔51个月，案例三（1996年7月软着陆-2001年4月衰退）间隔58个月。

如同去库未能将美国经济带入衰退一样，高利率背景下的补库周期的弹性也可能偏弱。我们倾向于认为，场景二下的补库周期的弹性和持续性均较弱。因为，经验上，只有经济衰退引发的深度去库之后才可能出现强势补库；逻辑上，高利率抬升补库的机会成本，进而限制补库的弹性和持续性。上世纪90年代初以来，政策利率具有明显的顺周期性——加息周期与补库周期较为同步。高利率对库存的压制或建立在其对金融压力的传导上——只有当高利率产生信用风险，进而提升金融压力时，才会压制补库周期的弹性。

图表51：金融压力与制造业景气负相关



图表52：金融压力与制造业库存负相关

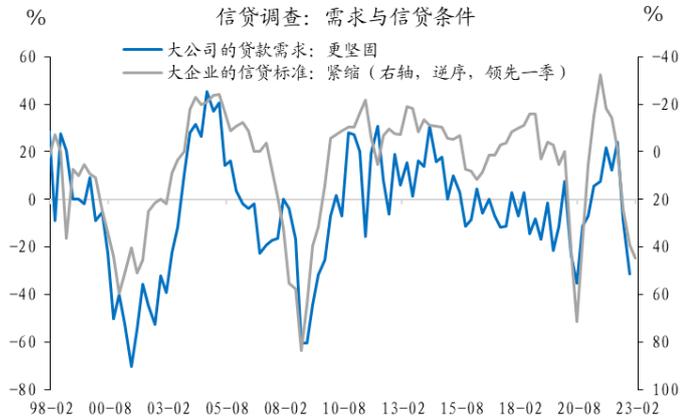


来源：Wind、国金证券研究所

库存周期的反转除外，紧缩的货币政策和银行信用周期的下行仍是压制经济复苏经济的力量。经验上，NBER衰退与银行信用周期收缩区间是重叠的，1990-91年、2001年、2008-09年和2020年衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段。“(中)小企业乐观指数”及

其“贷款可得性”分项对失业率均具有一定的领先性。结合美联储货币政策的立场看，当前的这种背离或难以为继，且大概率以失业率的上行而实现收敛。

图表53: 银行融资需求和信贷供给同步收缩

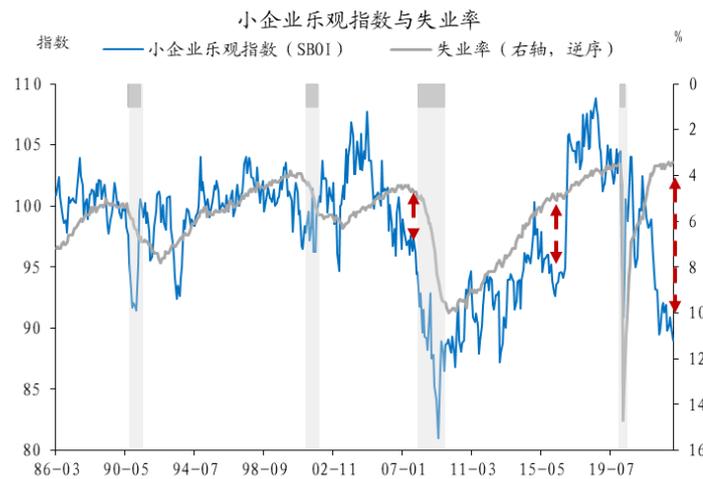


图表54: 衰退与银行信用收缩区间一一对应

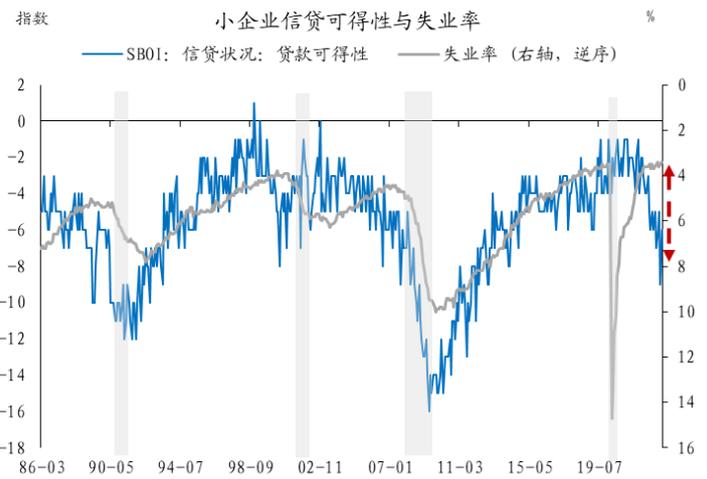


来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 小企业乐观指数领先失业率



图表56: 小企业“贷款可得性”领先失业率



来源: Wind、国金证券研究所

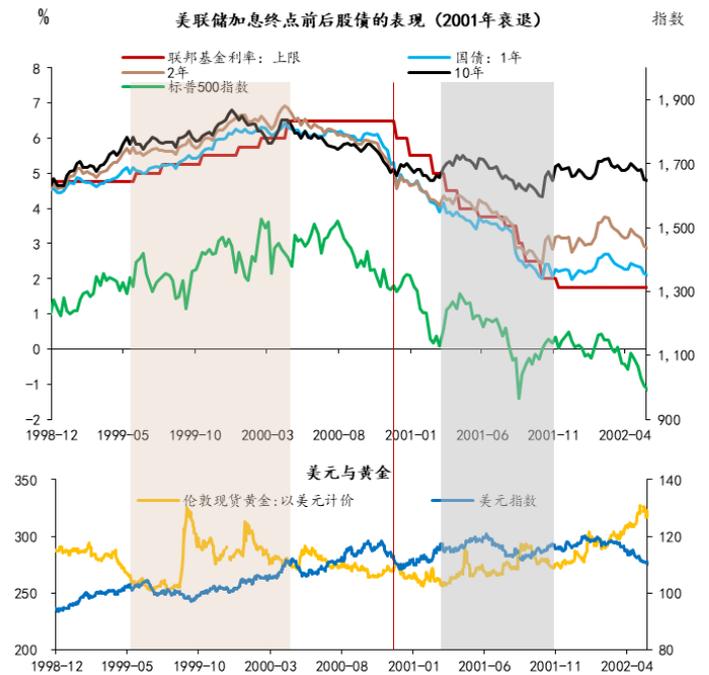
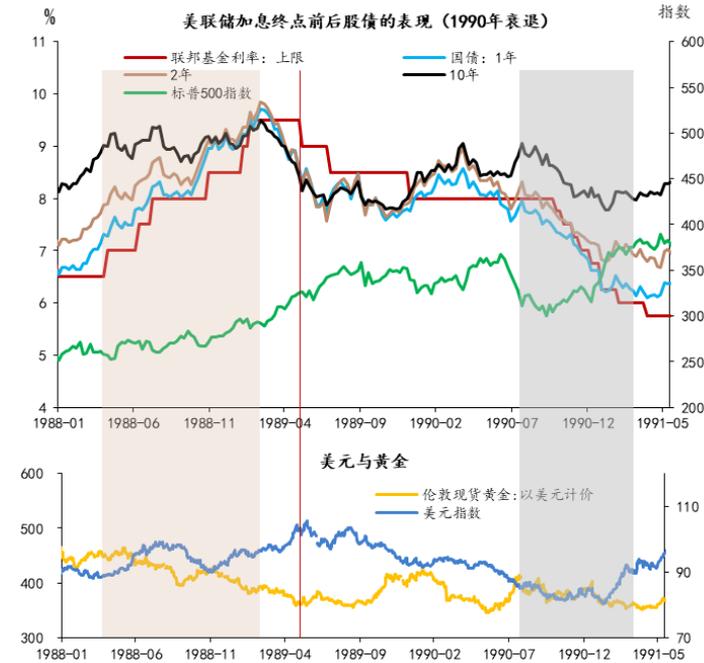
(二) 美联储暂停加息后，大类资产如何演绎？即使同一场景，资产表现也可能不同

从资产配置和择时的角度来说，无论是场景一还是场景二，最关键但也是最棘手的问题都是“衰退何时兑现”？之所以棘手，是因为外生冲击往往是衰退的必要条件之一。它是不可预测的。在场景一中，即使是先降息、后衰退，两者之间的时间间隔也不确定。场景二中的软着陆与硬着陆的时间间隔可能更长，更加难以确定。较为确定的是，无论是场景一还是场景二，在美联储加息周期结束至经济衰退风险兑现之间，大类资产交易的逻辑存在一定的共性，从而可作为未来一段时间内交易的一条主线。

场景一中的4个案例（1990年衰退、2001年衰退、2007-09年衰退和2020年衰退）均遵循“加息-维持高位-降息-硬着陆”的次序，但从停止加息到衰退的时间、从开始降息到衰退的时间，以及利率维持高位的时间等都不尽相同，但资产表现上有一定共性：1）美债收益率基本都是在美联储最后一次加息或之前触顶，其中，前3个案例较为同步，第4个案例略领先（大约1个月）；2）美联储加息阶段，美股多以上涨行情为主，在利率维持高位阶段，美股上涨斜率或更为陡峭（2000年科网泡沫除外）；3）黄金在美联储加息和利率维持高位阶段往往表现不佳，案例1为趋势性熊市，案例2波动性较高（脉冲上行后趋弱），案例3在加息阶段稳步上行、利率维持高位阶段低波动横盘，案例4整体横盘。

图表57: 案例 1 下的资产表现 (1990 年衰退)

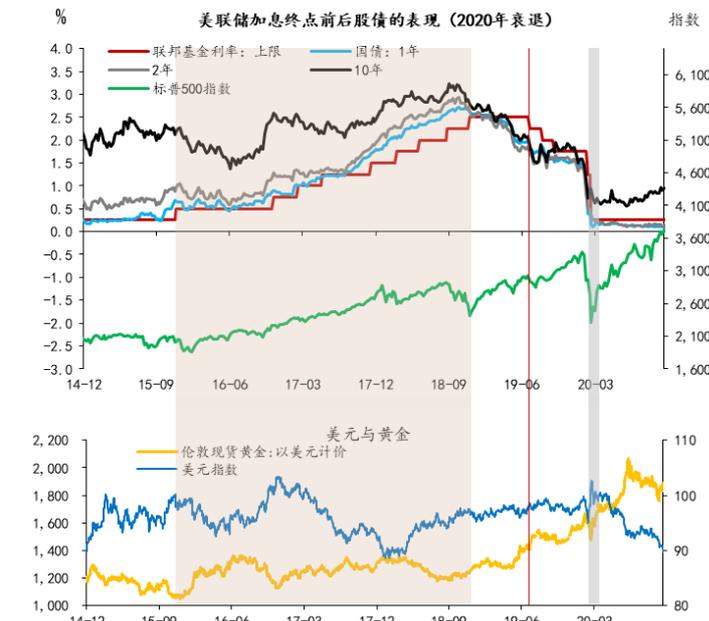
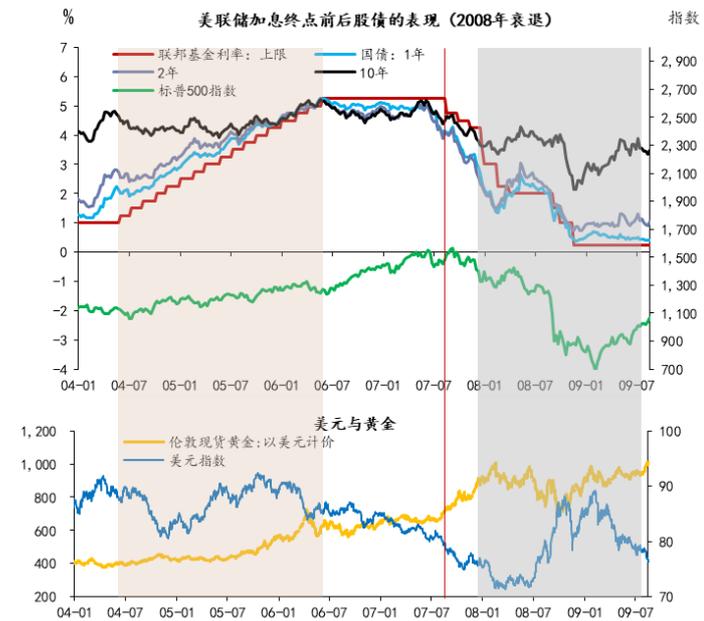
图表58: 案例 2 下的资产表现 (2001 年衰退)



来源: Wind、国金证券研究所

图表59: 案例 3 下的资产表现 (2008 年衰退)

图表60: 案例 4 下的资产表现 (2020 年衰退)



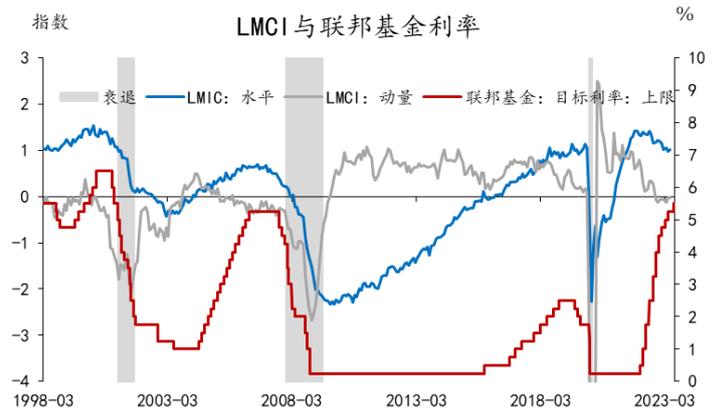
来源: Wind、国金证券研究所

值得说明的是,“市场总是正确的”其实是一种后见之明,因为它往往是多次“试错”之后的一次侥幸正确。例如,在2020年衰退案例中,市场在2018年4季度开始博弈2018年12月或为最后一次加息,事后看是正确的,但如果没有后续出现的外生冲击,它本可能是错误的。虽然2018年底美国经济开始放缓,但美联储在2018年9月的经济预测摘要中的指引是:2019年加息3次,2020年加息1次。2018年12月的指引修改为:2019年加息2次,2020年再加息1次。然而,随着2019年全球贸易冲突的激化,2018年12月即为最后一次加息——市场对了,但很偶然。

有共识的是，这一次美国经济“着陆”的方式即使是场景一，也不太可能是案例3中的深度衰退，但其中美联储暂停加息之后的经验值得关注：一方面，联邦基金利率维持高位的时间是过去12次加息周期中最长的一次（15个月）；另一方面，案例1-7中，在联邦基金利率维持高位期间（2006.07-2007.09），美债利率多数情况下都有可观的下降，唯独在案例3中保持高位震荡、持续倒挂，并且在暂停加息近1年后还回到了前高。因为，通胀是一个“硬约束”。美联储政策的重心是防范能源价格波动引发的通胀风险²⁰。就业虽然边际转弱（LMCI 动量转负），但失业率持续位于4.4-4.6%低位窄幅震荡。房价涨幅虽然自2006年中开始下降，但发生系统性风险的概率依然被认为是偏低的。所以，从通胀、就业和金融风险3个维度进行比较，2008年美联储暂停加息之后的市场表现值得借鉴。

图表61：通胀与联邦基金利率

图表62：劳动力市场条件（LMCI）与联邦基金利率



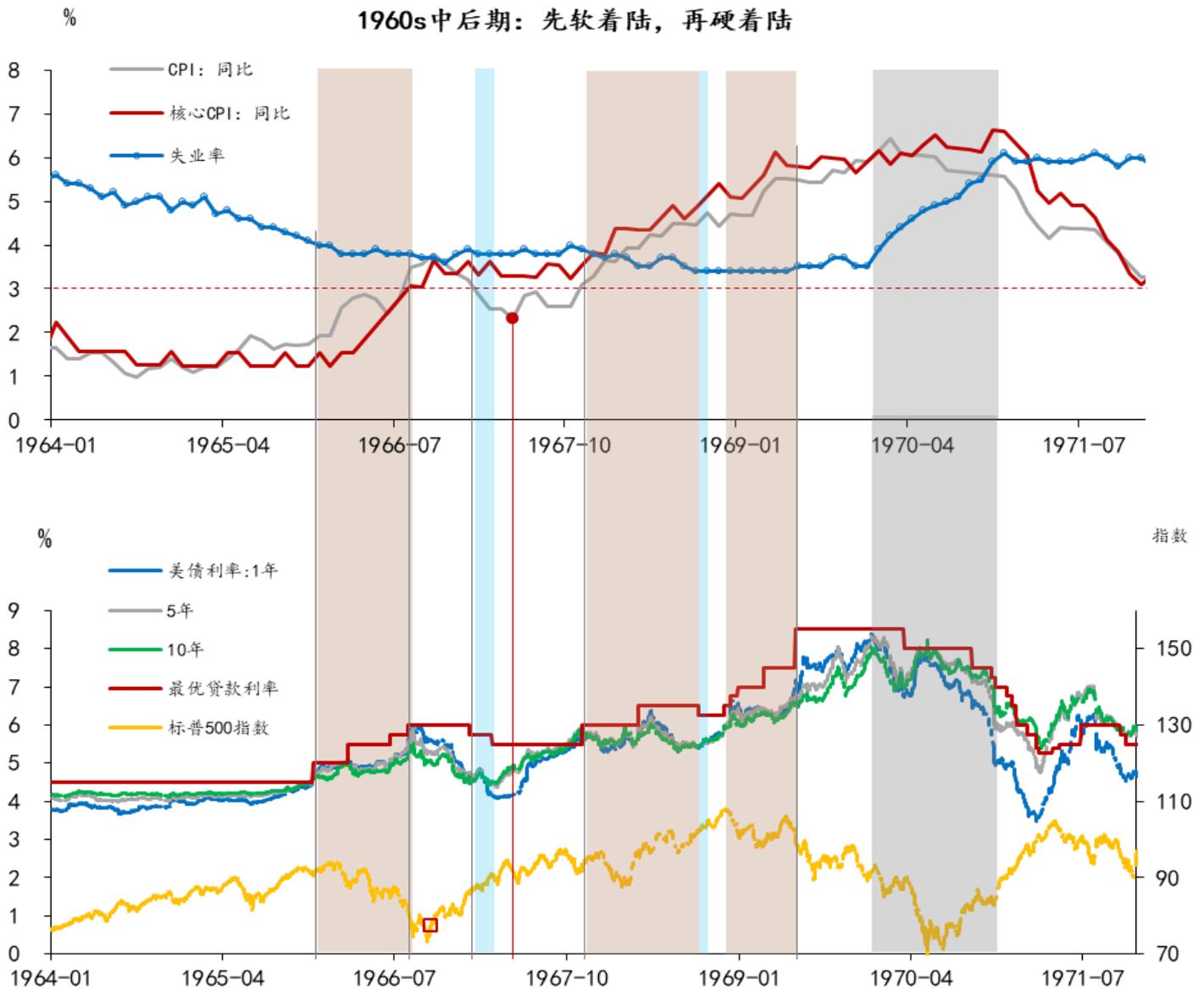
来源：美联储、Wind、国金证券研究所

场景二中的3个案例（案例5-7）的背景各不相同²¹。案例5为上世纪60年代中后期。为了预防通胀，时任美联储主席马丁（Martin）于1965年12月开始加息，至1966年8月共加息4次，期间累计加息150bp。1966年10月，通胀见顶（3.8%）回落。时隔仅3个月（1967年1月），美联储开始降息。经济实现了软着陆，重回复苏之路。与此同时，通胀在1967年5月开始反弹，美联储于11月开启新一轮加息，其后，通胀与政策利率同步上行。1968年底，核心CPI通胀突破5%，美联储加快加息节奏，美股见顶回落，经济于1969年12月进入衰退阶段，美债利率同步见顶回落。

²⁰ 参考《行动的勇气》（伯南克著）第六章和第七章。

²¹ 详细分析可参考“周期的力量”系列之二：《证伪“不衰退”：美国经济，这次不一样？》

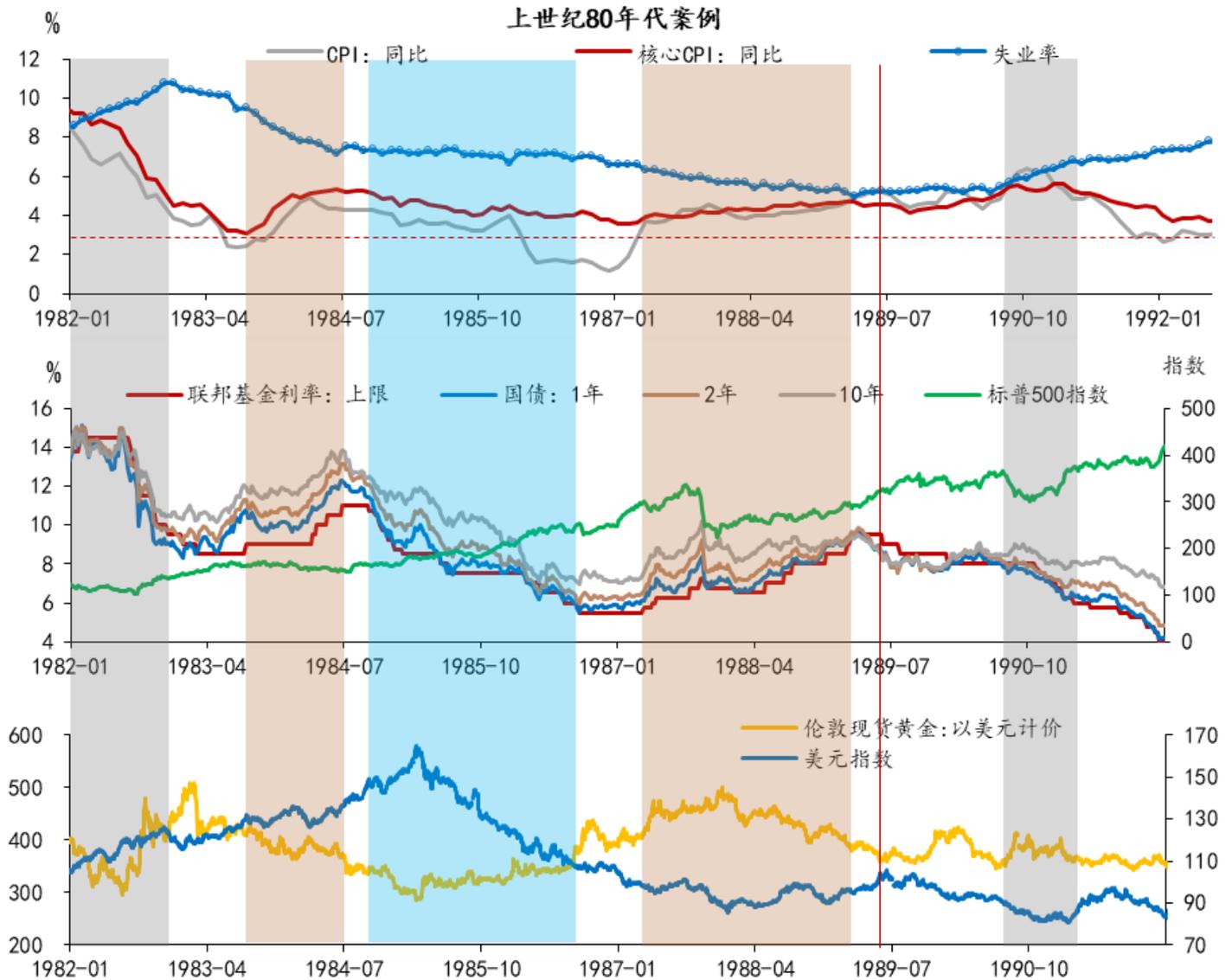
图表63: 案例5下的大类资产表现(上世纪60年代案例)



来源: Wind、国金证券研究所

案例6为上世纪80年代,但背景和资产表现与案例5不尽相同。在经历第二次石油危机和“沃尔克冲击”之后,美国经济在1981-1982年出现了一次深度衰退。当然,这也是“去通胀”的代价。截止到1983年3季度,CPI已经下降到2.4%。为防范通胀反弹,沃尔克于1983年8月开始加息,并于1984年3月加快加息的节奏,期间累计加息250bp。1984年3月,CPI触顶(4.3%)回落。8月,在CPI同比增速连续5个月回落后,沃尔克果断降息。并且,降息的斜率更陡,节奏更快,幅度更大。至1984年底,累计降息250bp(与加息幅度相等)。资产表现方面,美债利率高点与加息终点基本同步。在加息和利率维持高位区间,美股缓慢下行,黄金走弱。

图表64：案例6下的大类资产表现（上世纪80年代案例）



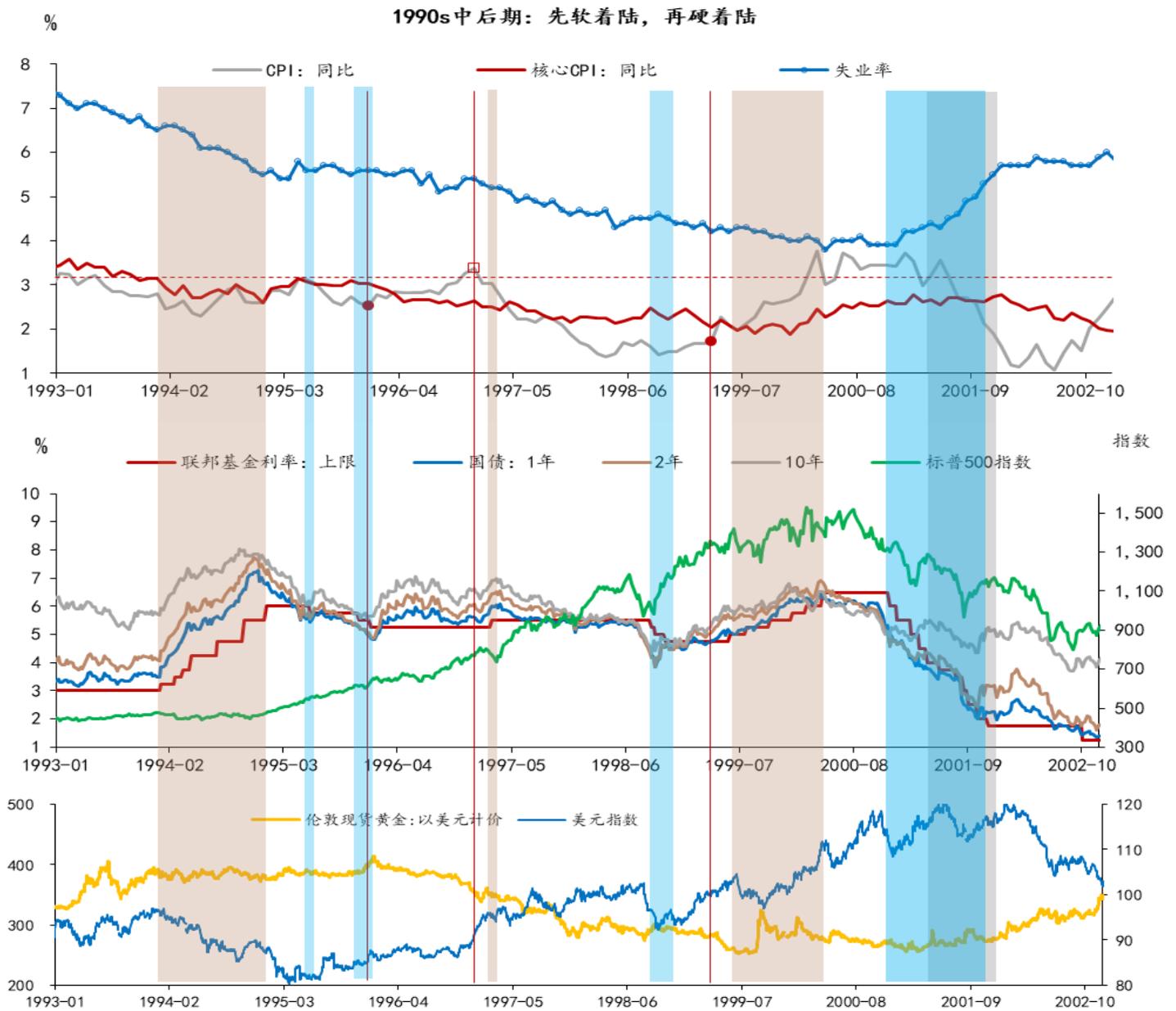
来源：Wind、国金证券研究所

案例7为上世纪90年代，通胀压力始终较为温和，但美联储政策可谓“百转千回”。第一轮加息始于1994年3月，终于1995年7月，累计加息300bp。通胀温和反弹后便开始回落。时任美联储主席格林斯潘顺势降息，初期节奏较慢，一段时间后又连续降息两次。

美国经济实现了软着陆。通胀于1995年底开始反弹，美联储随即停止降息。通胀在1996年12月触顶回落（3.4%），截止到1998年初下降至1.4%。美联储于1998年4季度开始连续降息。1999年3月通胀反弹，美联储又连续加息，直至2000年3月科网泡沫破灭。

案例7的资产表现为：1) 美债收益率在第一轮加息结束之前见顶回落，其后以联邦基金利率为中枢波动，整个90年代中后期均处于高位震荡状态，多数时间高于FFR上限，但始终未突破第一轮加息结束前的高点；2) 美股方面，受互联网革命的驱动，美股牛市延续到2000年初；3) 黄金在第一轮加息周期内横盘震荡，波动率较低，在1996年初暂停降息后持续走熊；

图表65：案例7下的大类资产表现（上世纪90年代案例）

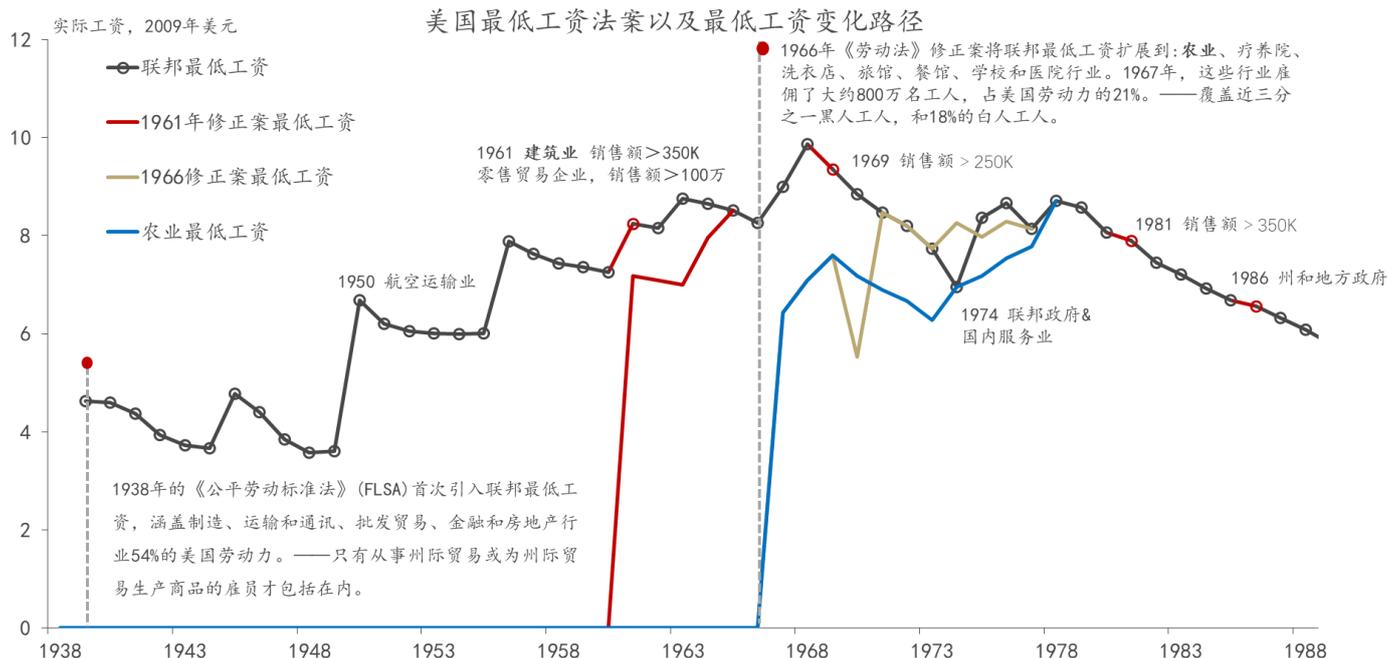


来源：Wind、国金证券研究所

案例7与案例5的比较对当下具有较强的指导意义。虽然它们都属于场景二，但资产价格表现却不尽相同。其中，差异较大的是美债利率²²：案例5是持续创新高，案例7是高位震荡，且未破前高。究其原因，最关键的变量仍是通胀。60年代中后期，美国通胀持续上行的原因包括（但不限于）：1）国际关系方面，美苏冷战和越南战争，刺激了美国国内的国防开支；2）美国国内的政治-经济意识形态偏“进步主义”，主导约翰逊政府的经济政策方案是“凯恩斯主义”的需求管理政策，充分就业是重要的施政目标；3）劳动力市场始终处于紧张状态，且当时工会参与率较高，具有较强的集体谈判权；4）1966年《劳动法》修正案将联邦最低工资扩展到：农业、疗养院、洗衣店、旅馆、餐馆、学校和医院行业，实际最低工资大幅上行。1967年，这些行业雇佣了大约800万名工人，占美国劳动力的21%——覆盖近三分之一黑人工人，和18%的白人工人。

²² 案例5还处于布雷顿森林体系时期，美元与黄金价格是固定的（1盎司黄金=35美元）。

图表66: 《劳动法》修正案中的最低工资条款是60年代中后期通胀上行的一个重要解释



来源: Derenoncourt et al., 2020、Wind、国金证券研究所

“历史不会重演，但会押韵”。市场经常思考的一个问题是：这次会像哪一次？答案之所以有分歧，是因为不同期限、阶段或角度，可能对标的历史“片段”都不同。

后疫情时代美国经济的“稳态解”与金融市场的表现，或是历史的一个“组合”。短期而言，假设美国最多只出现温和衰退（实际GDP增速负增长的时间不超过两个季度），在美联储暂停加息期间，考虑到通胀的约束和美联储的鹰派政策立场，案例3具有一定的参考价值：联邦基金利率维持高位的时间偏长（历史均值6.5个月）；中长期美债利率高位震荡、维持倒挂状态；美股偏强势；黄金横盘震荡为主；

中长期而言（从美联储开始降息算起），从国际关系、全球产业链重构、美国国内的政治-经济意识形态和劳动力市场紧张程度等方面来说，后疫情时代与案例5（上世纪60年代中后期）类似，但从科技革命角度来说，又与案例7（90年代中后期）类似²³。美联储也不一样了，独立性、政策声誉和经验较60年代都明显抬升，政策框架更完备。所以，中长期“稳态解”或是案例5和案例7的一个组合：0.7*案例7+0.3*案例5。

这意味着：(1) 经济将进入到一个通胀中枢及其波动率略高的新“大缓和”时代——不同于案例5的趋势性上升；(2) 美联储降息空间较为有限，将以“微调”模式调整利率；(3) 中、长端利率维持高位，并有可能在复苏阶段创新高（相比2023年10月）；(4) 美股在AI浪潮推动的“真实繁荣”和流动性相对充裕（美联储资产负债表“有机”增长）的环境下走出长期牛市行情；(5) 黄金偏弱。

经济分析及其结论都是在约束条件下做出的，也要随着约束条件的变化而上而调整。述对美国经济和金融市场的短期和中长期展望最关键的假设条件是“美国经济最多只出现温和衰退”，这是当前阶段较有共识的一个假设。假如出现了新的外生冲击，致使通胀重新进入上行通道，进而导致美联储还未降息就开启新一轮加息；抑或假如在美联储利率维持高位期间，美国或欧元区等非美主要发达经济体的房地产和金融市场出现了足以触发系统性风险的事件，上述“稳态解”均需要做出相应调整。

²³ 实际上，60年代也属于战后“黄金时代”，汽车、石油化工、消费电子产业也掀起了一场科技革命。

风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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