



曲线倒挂并非恐慌开始



美国 2 年-10 年收益率曲线接近倒挂。当前利率倒挂发生在美联储进行了大量量化宽松的背景下,我们预测 10 年利率将趋势上升至 2.6%到 2.7% 区间,若四季度经济显露疲软则利率可能有下行风险。宏观层面,通胀是美联储目前面临的最大问题,货币加速紧缩可能加大经济下行压力,增加衰退风险。现在美国经济到哪一步了呢?

就企业投资而言,企业投资取决于两个关键:企业是否有投资能力,企业是否有投资意愿。就投资能力而言,美国企业目前盈利能力仍然可观,每股盈利增速仍然处于高位。就投资意愿而言,最近美国 CEO 信心指数下降值得关注。由于通胀因素、劳工短缺和供应链问题的影响,美国 CEO 信心指数从去年 Q3 开始接连下滑,并且最新数据更新在 2 月初期,尚未反映俄乌冲突可能带来的影响与变化。这个指标通常领先美国投资支出增速大概 2 个季度。

接下来的走势取决于俄乌局势是否能有所缓解(已初见端倪)以及通胀能否得到有效的控制(尚未明朗)。但总体而言,CEO 信心指数仍然处于正的区间,这代表美国的投资支出能持续实现正增长的机率仍然较大。

另外,美国的 NFIB 调查显示,美国在未来 3-6 月有投资计划的公司占比仍然处于 2008 年以后的较高位置。现在绝大多数国家的资本开支仍未达到疫情前的水平,随着疫情消退,供给瓶颈的缓解和资本开支共振都能对美国经济起到支撑作用。

就居民部门而言,目前美国的零售增速仍然维持在一个较高水平。通

常情况下，一个紧张的劳工市场意味着劳动力的议价能力有所提升，对消费能力和意愿都应该有所帮助，但是较高的通胀水平对劳动力的实际工资有所冲击。

这就导致我们看到的两大测量美国消费信心的指数从 2021 年中期开始有了显著背离。美国咨商会（Conference Board）消费信心指数仍然在高位，而密西根大学消费信心指数则降到了衰退期间的同等水平。前者更多反映劳工市场情况，而后者则对通胀更为敏感。上一次两个指标出现如此大的背离发生在 1970 年代末期，同样是通胀高企的时候。

接下来是密西根指数企稳回升，还是美国咨商会消费信心指数跟着下降，取决于美联储是否能在保证劳动力市场稳定的同时控制通胀。

然而，有些因素不在美联储的控制范围，如俄乌局势和供给瓶颈。但如果按照去年美国国会预算办公室（CBO）对美国潜在 GDP 的测算和我们对美国 2022 年 3.5% 实际 GDP 增速的预期来看，美国到 2022 年底仅能填平其产出缺口。当然现在面临的问题是潜在 GDP 有可能被高估了，尤其是在劳动力参与度以及供应链的恢复显著低于预期的情形下。

就权益市场而言，利率倒挂本身不构成太大威胁。历史上，标普在利率倒挂期间仍然能有所表现，平均在利率倒挂大概 10 个月后果见顶，仅领先于经济衰退 6 个月左右（相较之下，利率倒挂通常领先衰退 16 个月左右）。自 1988 年以来，标普见顶的时间和利率倒挂的间隔时间则更长，平均滞后达 17 个月，但仅仅领先衰退 4 个月。就地区而言，倒挂前后表现较弱的

为新兴市场, 往往更高的美债利率对新兴市场不利。但利率倒挂后 3-6 月, 当利率已经充分反应加息预期, 纳斯达克和新兴市场则会有更好表现。就行业表现而言, 金融和偏防御型行业在利率倒挂前 6 个月到前 3 个月期间跑赢, 但在利率将要倒挂时市场风格开始转变, 周期行业开始跑赢。倒挂后 3 到 6 个月行业表现则更趋于平衡。

在这一轮周期下, 我们认为未来两三个月内美国通胀仍是核心矛盾。在通胀得到显著缓解或者拐点出现前, 股市短期内可能仍延续波动。基准情形下, 我们预计通胀拐点可能于年中或三季度初期附近出现, 而下半年美股尤其纳斯达克可能仍有表现机会。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39924

