



美国衰退，概率几何



“时人不识凌云木，直待凌云始道高。” 尽管美联储在滞胀面前言辞强硬，但理性的金融市场已经在交易美国衰退的可能性。我们认为，美国经济会不会衰退，是一个模糊的问题；而美国经济有多大概率发生衰退，则是一个精确的问题。对于市场参与者和政策制定者而言，精确的概率分析更具有客观、务实的应用价值。

过去 70 年来，美国曾经历 10 次经济衰退且都与美联储加息政策密切相关。在“沃尔克时刻”已然到来的背景下，我们利用收益率曲线模型、商业周期模型以及宏观景气模型，预测未来 12 个月内(2022Q2 至 2023Q2)美国经济衰退的概率。三种模型预测结果显示，美国经济衰退概率将在 2023 年上半年显著抬升。其中，收益率曲线模型显示的衰退概率为 29%，商业周期模型为 43%，宏观景气模型为 41%。值得警惕的是，面对如此不容小视的测算概率和市场正在发生的衰退交易，美联储不仅在 6 月 FOMC 会议上否认了当前存在任何经济衰退迹象，而且也没有给出一份可靠的计划以解释如何平衡失业与通胀，进而实现经济“软着陆”。

基于过去 70 年来的经济衰退研究，我们认为，美联储为了实现 2% 的通胀目标允许未来两年内失业率中值上升至 4.1% 的预测与统计结果相距甚远。根据模型分析，若要求今年核心 PCE 从 5.2%（美联储 6 月 FOMC 预测值）回落至目标区间 2%-2.5%，则失业率的上升幅度将在 3.8%-4.5%，意味着 2023 年美国失业率或将高达 7% 以上，这表明美国经济政策实际上已经陷入预判失误和进退两难的尴尬境地，这将为美国经济和美股市场的

未来蒙上阴影。

尽管 6 月中旬，美国财政部部长耶伦和美联储主席鲍威尔均坚持强调没有任何迹象表明美国经济衰退“正在发生”，但美联储似乎低估了经济衰退更快来临的可能性。

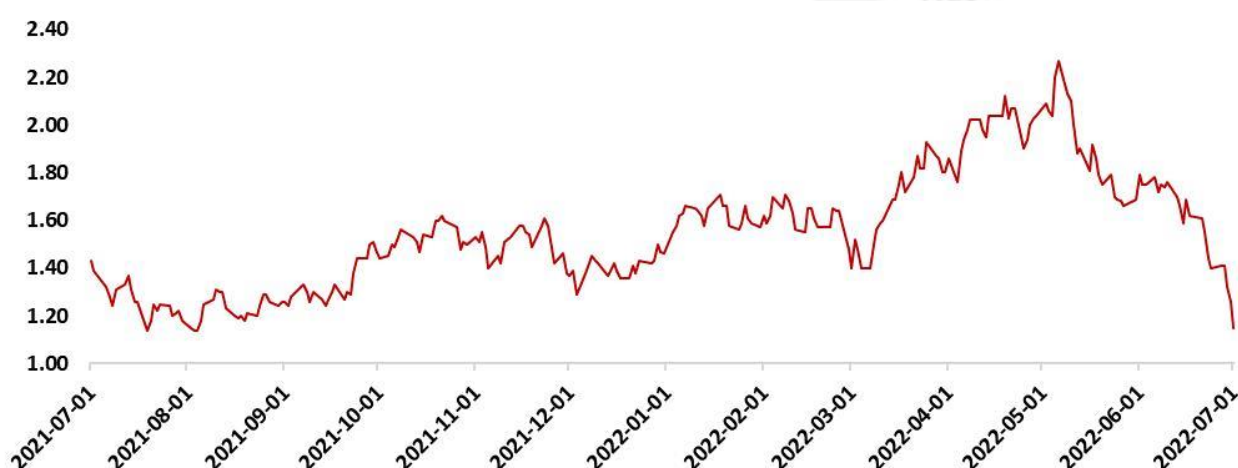
鲍威尔在 3 月和 4 月提出的“短端利差”论已然失效。今年 3 月以来，市场对长端利差出现的倒挂问题开始普遍担心，最主要的原因是美国长端收益率曲线倒挂往往与经济衰退高度相关。然而，鲍威尔在 3 月和 4 月的讲话中均强调市场应该观察短期利率变化，认为当前 10 年-2 年或 30 年-5 年等长端利率存在太多噪音，并不是经济衰退的可靠指标。

进入 5 月以来，受到美联储强势加息政策影响，6 月末美国 10 年-3 月利差快速下滑（图 1），反映出鲍威尔的“短端利差”论缺乏支撑。实际上，短端利差向上的基础假设本身就不可靠，我们在 5 月 FOMC 会议点评中也曾提及，受到“薪资-价格”螺旋影响，美国通胀回落存在假象。基于新泰勒规则模型，联储加息节奏仍落后于曲线，若通胀反弹，联储加息和缩表节奏一旦加快，将带动短端利差加快收窄。因此，鲍威尔的“短端利差”论完全忽略了再通胀的可能性。

尽管短端利差快速向下反映了美联储对通胀走势的再一次误判，但当前仅通过期限利差判断经济衰退也存在不足。根据前联储主席伯南克的模型，收益率曲线的变化主要受到四个核心变量影响：1) 实际短期利率预期，2) 通胀预期，3) 通胀风险溢价，4) 实际风险溢价。其中，实际短期利率

预期显著受到流动性因素影响；通胀预期和通胀风险溢价不仅受到流动性影响，还受到来自供给层面的冲击（如地缘问题、疫情影响、劳动力市场等）；实际风险溢价的影响因素则更为复杂，难以直接观测。考虑到当前市场环境的高动态性和复杂性，收益率曲线模型的预测效率会由于较多的市场噪声而下降。

图 1：美国国债 10 年-3 月利差%



除了收益率曲线模型，经济学家更倾向采用商业周期理论和菲利普斯曲线来预测经济衰退，即利用商业周期模型以失业率和经济增长来衡量经济衰退。

基于对美国失业率在去通胀（disinflation）前六个月和后六个月的变化进行观察（即对比失业率在去通胀发生前 6 个月的谷值与去通胀结束后 6 个月的峰值），我们发现历史上美国去通胀过程与经济衰退具有相关性。

过去 70 年中，美国去通胀周期前后的失业率平均上升幅度为 4.5 个百分点，中值为 3.6 个百分点。由此可见，在高通胀压力下，美联储不得不

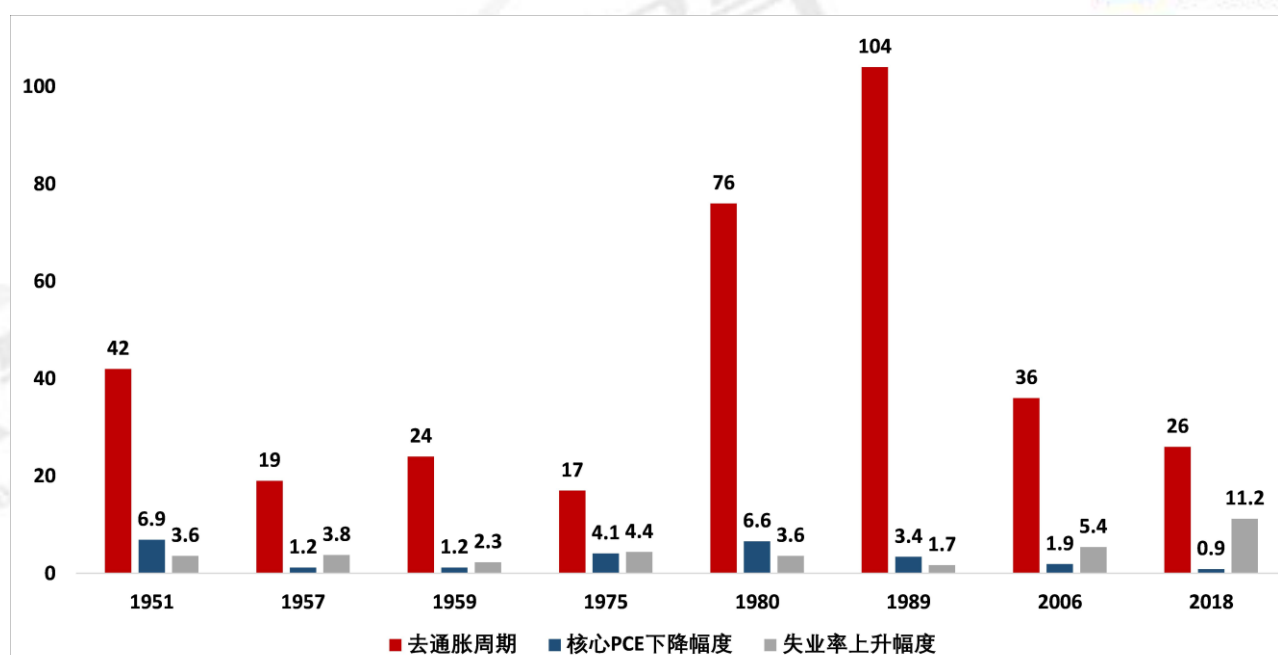
接受用失业率的上升换取对价格稳定的有效控制。

根据历史数据统计，自 1950 年以来，美联储共计 10 次去通胀过程中有 8 次出现经济衰退，其中 4 次去通胀幅度超过 3 个百分点的时期（1951 年、1975 年、1980 年及 1989 年）均发生了严重的经济衰退。

比如，20 世纪以来两次历时最长的经济衰退（1973Q4-1975Q1 和 1981Q3-1982Q4，衰退期持续 18 个月）去通胀（核心通胀）幅度分别为 4.1%和 6.6%。从去通胀的时间跨度来看，平均时间为 43 个月，中值为 31 个月。其中，8 次出现经济衰退的去通胀过程中，最长的一次去通胀时期发生于 1989 年 1 月，直至 1997 年 9 月结束，时间跨度超过 104 个月。

“大通胀”时期的去通胀持续时间（“沃尔克时刻”）是历史中值的 2 倍，反映了外生因素冲击下的通胀往往具有更强的韧性。从失业率变化来看，过去 70 年来每次与经济衰退相关的去通胀阶段，失业牺牲率中值为 3.7%，每牺牲 1 个百分点的失业率，通胀率中值则会降低 0.7 个百分点。因此，若要求美国今年核心 PCE 从 5.2%（美联储 6 月 FOMC 预测）降至明年的 2-2.5%，失业率的上升幅度区间应为 3.8%-4.5%（即 2023 年美国失业率将高达 7%以上），意味着美国避免经济衰退与实现通胀“软着陆”几乎无法同时做到。

图 2：70 年来 8 次与去通胀相关的经济衰退



除了收益率曲线模型和商业周期模型，基于宏观经济领先指标的宏观景气模型也可用于评估衰退风险。宏观景气模型不仅将期限利差和商业周期模型中的经济及金融变量作为独立变量或控制变量，并添加经济活动中的领先指标（如消费者信心、商业信心、制造业（或服务业）PMI 指数、生产和劳动力市场指标，以及其他金融变量的综合指数等）对经济衰退进行预测。进入二季度以来，美国消费者信心指数与商业信心指数显著下滑。6 月最新公布的 ISM 制造业采购经理人指数也从 5 月的 56.1 降至 6 月的 53，创下了自 2020 年 6 月以来最低增长水平。从对中小企业的调研来看，

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_43658

