

这次不一样？

——美联储加息末期大类资产运行规律

✎ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
 ☎ : 021-64718888-1308 021-80106023
 ✉ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

投资要点

□ 美国经济步入扩张晚期

尽管美国经济步入本轮扩张的尾声，但是 2019 年出现衰退的概率较小。构建经济衰退预测模型，量化评估美国经济滑入衰退的可能，总体看今年概率较小。

□ 加息末期的界定及经济规律特征

过去 48 年美国经历了 9 轮加息周期，加息周期经济走势一般呈现先升后降的“驼峰”形状。以每个加息周期经济增速的最高点作为分界点，将加息周期分为前期和末期两个时期，上述 9 轮加息周期的末期分别为 1973.3-1974.7、1978.12-1980.4、1980.7-1981.6、1984.3-1984.8、1987.12-1989.5、1994.9-1995.2、1999.12-2000.5、2004.5-2006.6、2018.9-至今。加息末期的突出经济特征：经济增速放缓，通胀继续上升或维持在较高水平，失业率继续回落。

□ 美联储加息末期大类资产价格运行规律

加息末期美国长端利率先升后落：据利率走势，又可将加息末期分为前半段（往上走）和后半段（往下走）；美股在加息末期前半段无固定规律，加息末期的后半段，随着长端利率下行，美股会再次上涨；美元指数在加息末期的前半段亦无固定规律，取决于美国经济相对于欧元区等其他经济体的强弱状况，在加息末期的后半段，美元指数往往会迎来涨势；加息末期一般不是投资黄金的好时期，原油价格一般先降后升；加息末期后半段住宅价格往往开始快速下滑。

□ 2019 年大类资产展望

2019 年 10 年期美债收益率中枢或在 2.6%-2.8%。在美国、中国、欧元区等主要经济体经济增速放缓、贸易摩擦和英国脱欧等不确定性较大的背景下，全球投资者对安全性和流动性较好的高质量资产需求仍较强，叠加美联储暂停加息操作，将导致美国长端利率保持在一个相对较低的水平。

企业融资成本下降和中美贸易谈判前景明朗向好，美股或在高位盘整。但是随着经济下行趋势日渐明显，企业盈利预期恶化，美股或面临回调压力。

美联储货币政策转向的预期对美元指数施加了向下压力，但是 2019 年美元指数并不会明显走弱，因为美强欧弱的经济基本面对比状况没有发生变化，美元指数仍然会保持相对强势。

黄金的最佳投资时机可能尚未到来，2019 年只有波段机会。

美国经济不会出现衰退、中国经济企稳迹象初现（2018M12 中国 OECD 综合先行指标的止跌回升、2019M1 中国金融数据明显改善和中美贸易谈判前景向好），2019 年原油需求大概率不会出现明显下降的局面，叠加 OPEC+上半年执行减产协议，或支撑布伦特原油价格回升至 70 美元/桶上下。

美国住宅价格可能面临一轮向下调整的压力。

风险提示：中美贸易谈判不及预期。

相关报告

《以史为鉴，配置哪些资产？——美国加息周期下资产价格运行规律探析》

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

正文目录

1. 美国经济步入扩张晚期	5
1.1. 2018M10 以来美国经济表现	5
1.2. 美国距离经济衰退还有多远?	7
1.2.1. 单变量衰退预测模型	7
1.2.2. 双变量衰退预测模型	8
2. 本轮加息周期迈入末期	11
2.1. 加息周期终点的判别	11
2.2. 从暂停加息到结束缩表	11
2.2.1. 未来缩表计划: 2019 年底停止	11
2.2.2. 美联储缩表的影响	13
3. 美联储加息末期大类资产表现	13
3.1. 美债	15
3.1.1. 判定美债 10Y 收益率中枢的经验法则	16
3.1.2. 美债预测	17
3.2. 美股	18
3.3. 美元指数	19
3.4. 黄金价格	21
3.5. 原油价格	23
3.6. 住宅价格	27

图表目录

图 1: OECD 综合领先指标领先经济活动 6 到 9 个月	5
图 2: OECD 综合领先指标变化	5
图 3: 美国制造业 PMI 走势	5
图 4: 2018M12 零售业大幅逊于预期	5
图 5: 美国消费者信心指数下滑明显	6
图 6: 美国投资者信心指数下滑同样明显	6
图 7: 利率倒挂是经济衰退的先行指标 (蓝色框内为经济衰退期)	6
图 8: 2019M1 美国经济政策不确定性指数飙升至历史高点 (橙色框内为经济衰退期)	7
图 9: 双变量 (LEAD 和 SPREAD) probit 模型预测 1 个月后的经济衰退情况	9
图 10: 双变量 (LEAD 和 SPREAD) probit 模型预测 3 个月后的经济衰退情况	9
图 11: 双变量 (PMI 和 SPREAD) probit 模型预测 6 个月后的经济衰退情况	10
图 12: 双变量 (SP 和 SPREAD) probit 模型预测 9 个月后的经济衰退情况	10
图 13: 单变量 (SPREAD) probit 模型预测 12 个月后的经济衰退情况	10
图 14: 四大央行持有资产规模 (10 亿美元)	12

图 15: 四大央行资产占 GDP 比重%	12
图 16: 美联储资产结构 (百万美元)	12
图 17: 美联储负债结构 (百万美元)	12
图 18: 美国商业银行超额准备金金额	13
图 19: 1973.3-1975.3 美国 10 年期国债收益率走势	15
图 20: 1978.12-1980.7 美国 10 年期国债收益率走势	15
图 21: 1980.7-1982.11 美国 10 年期国债收益率走势	15
图 22: 1984.3-1985.6 美国 10 年期国债收益率走势	15
图 23: 1987.12-1991.3 美国 10 年期国债收益率走势	16
图 24: 1994.9-1995.12 美国 10 年期国债收益率走势	16
图 25: 1999.12-2001.11 美国 10 年期国债收益率走势	16
图 26: 2004.5-2009.6 美国 10 年期国债收益率走势	16
图 27: 2018.9-2019.2.22 美国 10 年期国债收益率走势	16
图 28: 美国 10Y 国债收益率实际值和拟合值%	17
图 29: 1973.3-1975.3 美股走势	18
图 30: 1978.12-1980.7 美股走势	18
图 31: 1980.7-1982.11 美股走势	18
图 32: 1984.3-1985.6 美股走势	18
图 33: 1987.12-1991.3 美股走势	18
图 34: 1994.9-1995.12 美股走势	18
图 35: 1999.12-2001.11 美股走势	19
图 36: 2004.5-2009.6 美股走势	19
图 37: 2018.9-2019.2.22 美股走势	19
图 38: 1972-2017 美元指数走势	20
图 39: 欧美利差对美元指数走势的预测能力较强	20
图 40: 1973.3-1975.3 美元指数走势	20
图 41: 1978.12-1980.7 美元指数走势	20
图 42: 1980.7-1982.11 美元指数走势	20
图 43: 1984.3-1985.6 美元指数走势	20
图 44: 1987.12-1991.3 美元指数走势	20
图 45: 1994.9-1995.12 美元指数走势	20
图 46: 1999.12-2001.11 美元指数走势	21
图 47: 2004.5-2009.6 美元指数走势	21
图 48: 2018.09-2019.2.22 美元指数走势	21
图 49: 黄金价格与美元指数大致呈反比 (阴影部分为 2004.5-2006.6 的加息周期末期)	22
图 50: 1978.12-1980.7 黄金价格走势	22
图 51: 1980.7-1982.11 黄金价格走势	22
图 52: 1984.3-1985.6 黄金价格走势	22
图 53: 1987.12-1991.3 黄金价格走势	22
图 54: 1994.9-1995.12 黄金价格走势	23
图 55: 1999.12-2001.11 黄金价格走势	23
图 56: 2004.9-2009.6 黄金价格走势	23
图 57: 2018.9-2019.2.22 黄金价格走势	23
图 58: 1984.3-1985.6 原油价格走势	24

图 59: 1987.12-1991.3 原油价格走势	24
图 60: 1994.9-1995.12 原油价格走势	24
图 61: 1999.12-2001.11 原油价格走势	24
图 62: 2004.5-2009.6 原油价格走势	24
图 63: 2004-2006 世界经济较为景气, 全球原油需求较旺盛	24
图 64: 2018.9-2019.2.22 原油价格走势	24
图 65: 2019M1OPEC+石油减产执行力度% (负数代表增产)	25
图 66: 2017-2019M1 布伦特油价(最新价格为 2019.2.15 价格)、欧佩克和美国原油产量	25
图 67: 2010.1.15-2019.2.8 布伦特价格变化因素分解%	26
图 68: 2018.12.19 以来原油运输指数出现大幅下滑	26
图 69: 1973-2018 美国加息末期的住宅价格同比增速 (阴影部分为加息末期)	27
图 70: 1976.12-1982.12 住宅价格走势	27
图 71: 1983.3-1990.6 住宅价格走势	27
图 72: 1993.3-2007.3 住宅价格走势	27
图 73: 2015.12-2018.12 住宅价格走势	27
表 1: Probit 模型拟合程度指标和 z 统计量 (样本内预测)	8
表 2: Probit 模型拟合程度指标和 z 统计量 (样本内)	8
表 3: 危机以来主要央行各阶段政策操作	12
表 4: 1970 年以来美国加息周期末期的主要大类资产表现	13
表 5: 经济衰退前 1 年到经济衰退主要大类资产表现	14
表 6: 经济衰退前 6 个月到经济衰退主要大类资产表现	14
表 7: 经济衰退前 3 个月到经济衰退主要大类资产表现	14
表 8: 美国长端利率中枢预测	17

1. 美国经济步入扩张晚期

1.1. 2018M10 以来美国经济表现

目前美国经济继续向好。劳动力市场稳健扩张，失业率连续 11 个月处于 4% 线以下，而且收紧的劳动力市场并没有大幅推高薪资增速，美国核心 PCE 通胀率仍然低于 2%。向好的劳动力市场将支撑个人消费支出的扩张。

美国经济仍然处于一个较为景气的区间。2018 年美国前三季度的实际 GDP 年化季环比增速分别为 2.2%、4.2% 和 3.4%，预计 Q4 为 2.6%，仍然高于长期经济增速（美联储预测为 1.9%）。本轮经济周期从 2009Q4 开始计算，扩张已 9 年有余，2019 年大概率还将延续，本轮有望成为 1854 年以来最长的经济扩张期。

但是美国步入扩张晚期的迹象越来越明显。

① OECD 综合领先指标显示，美国经济动能已出现减弱的迹象。OECD 综合领先指标对预测经济走势有较高的准确度，这一指标通常领先经济活动 6 到 9 个月；

② 制造业 PMI 开始往下走，2018M12 ISM 制造业 PMI 从上月的 59.3 大幅下滑至 54.1，创近两年以来新低，2019M1 反弹至 56.6；

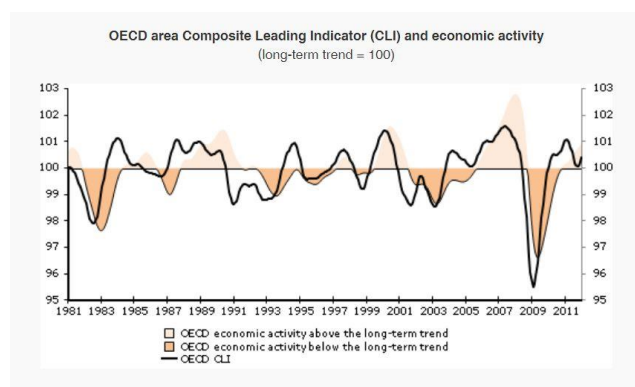
③ 2018M12 零售业销售额环比增速为 -1.2%，大幅逊于预期，创 2009 年 9 月以来最大跌幅；

④ 美国消费者信心指数和投资者信心指数呈现下滑趋势；

⑤ 利率倒挂是美国经济衰退的先行指标。1960S 以来美国总共经历了 8 次经济衰退，每次经济衰退出现之前都出现了利率倒挂现象，从利率倒挂到进入经济衰退时间间隔一般为 6 到 18 个月。目前美国国债期限利差(10Y-1Y)已经缩小至 13BP (2019.2.14 数据)，距离利率倒挂仅一步之遥（此前美国 3 年期和 5 年期国债收益率已经出现过倒挂现象）；

⑥ 美国经济政策不确定性指数飙升至历史高位。美国经济前景变差，导致经济政策不确定性指数飙升至历史高位。

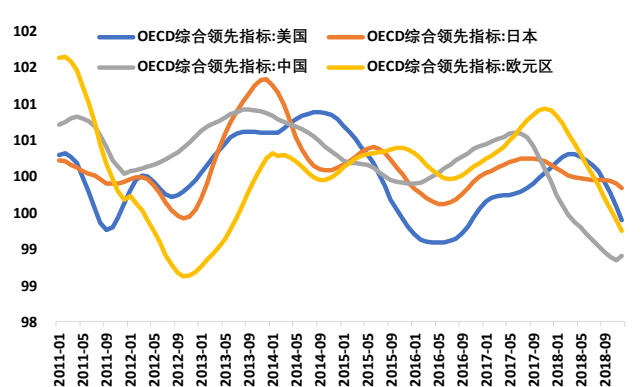
图 1：OECD 综合领先指标领先经济活动 6 到 9 个月



资料来源：OECD、浙商证券研究所

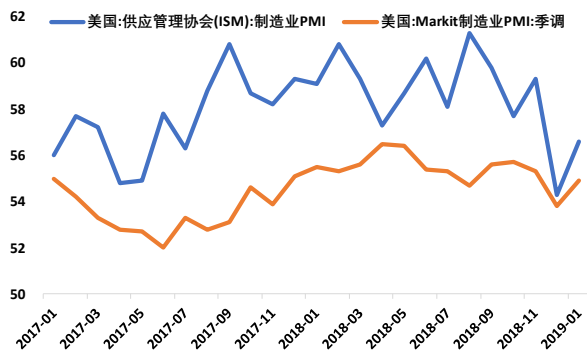
图 3：美国制造业 PMI 走势

图 2：OECD 综合领先指标变化



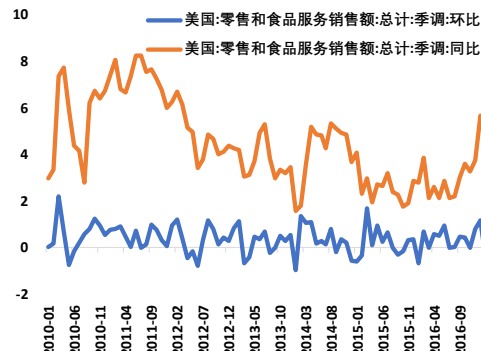
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 4：2018M12 零售业大幅逊于预期



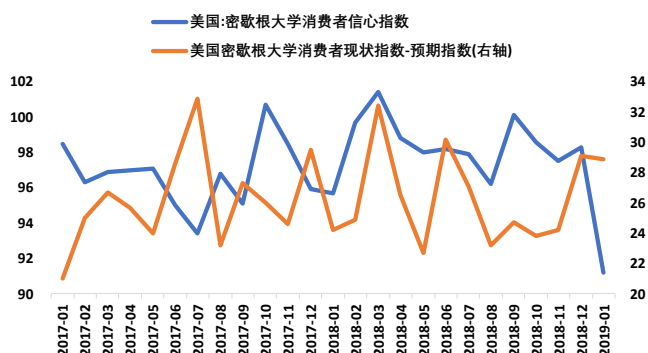
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5: 美国消费者信心指数下滑明显



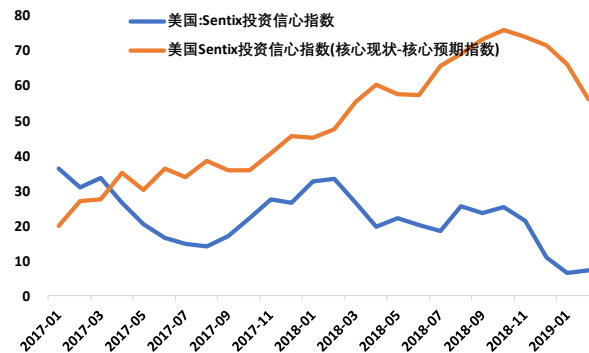
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 6: 美国投资者信心指数下滑同样明显

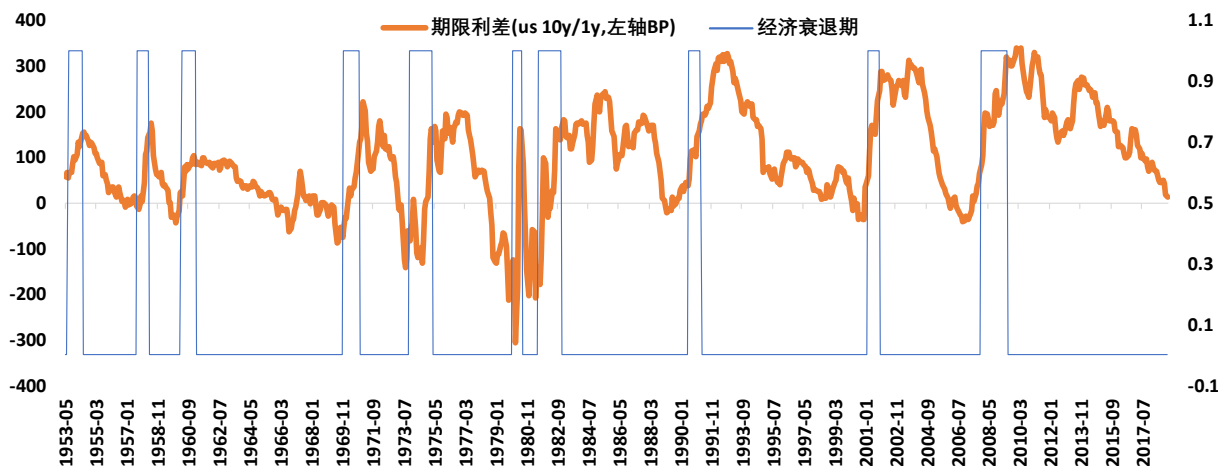


资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 7: 利率倒挂是经济衰退的先行指标（蓝色框内为经济衰退期）

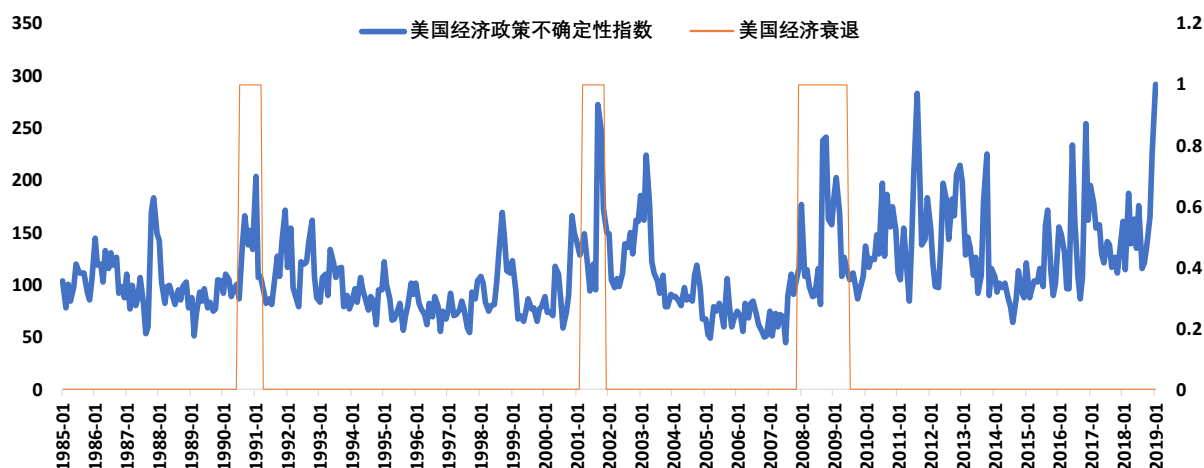


资料来源：WIND、浙商证券研究所



资料来源：NBER、WIND、浙商证券研究所

图 8：2019M1 美国经济政策不确定性指数飙升至历史高点（橙色框内为经济衰退期）



资料来源：EPU 网站¹、浙商证券研究所

1.2. 美国距离经济衰退还有多远？

目前看来美国经济出现衰退的风险较低。即使未来出现衰退情况，估计程度也较为温和，因为现在的美国银行系统比 2008 年金融危机前要健康的多，而银行危机是经济衰退的放大器，只要不出现银行危机，经济大幅衰退的几率就较小。

我们采用 Estrella & Mishkin (1996)² 的模型，来评估当前美国经济衰退的风险。我们选取了 1959M1-2019M1 区间 OECD 综合领先指标、期限利差（美国国债 10 年期和 1 年期的利差）、美国 ISM 制造业 PMI、标普 500 环比增速、利率倒挂指标（该变量为哑变量，如果 10 年期和 1 年期利率出现倒挂，赋值为 1；如果利率未出现倒挂，赋值为 0），这些指标均为月度数据，分别用 LEAD、SPREAD、PMI、SP、SPREADI 来指代。

1.2.1. 单变量衰退预测模型

我们首先构建一个单变量的 Probit 模型，来检验哪些选取的变量能够较好地预测经济衰退，以及预测的时效有多长。

$$P(RECESS_{t+k} = 1) = F(\alpha_0 + \alpha_1 X_{1t}), \quad k=1,2,3,\dots,18$$

如果 $t+k$ 期出现经济衰退， $RECESS_{t+k} = 1$ ；如果 $t+k$ 期未出现经济衰退， $RECESS_{t+k} = 0$ 。 X_{1t} 为 t 期 LEAD、SPREAD、PMI、SP、SPREADI 中的一个。我们将伪 $R^2=0.15^3$ 设定为一个临界值，如果伪 $R^2 \geq 0.15$ ，我们认为模型的拟合度较好；如果伪 $R^2 < 0.15$ ，我们则认为该模型的拟合程度有所欠缺。

经过回归，我们可以得到以下几个基本结论：

1. OECD 综合领先指标和制造业 PMI 这两个指标预测 1 到 3 个月后的经济衰退情况准确率较高；
2. 标普 500 指数不太适合预测经济衰退情况；
3. 收益率曲线陡峭/平坦程度是预测经济活动的一个较为优质的指标，期限利差数值用以预测 6 个月到 21 月之后的经济衰退情况准确率较高；

¹ <http://www.policyuncertainty.com/index.html>

² Arturo Estrella and Frederic S. Mishkin, 1996, "Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators", Federal Reserve Bank of New York, Research Paper No.9609

³ 由于估计 probit 模型使用的是最大似然法，所以无法得到和 OLS 一样的 R^2 。统计学家开发了一个伪 R^2 (Pseudo R-Squared)，来衡量模型拟合情况。

4. 利率倒挂情况预测 7 个月到 18 个月之后的经济衰退情况准确度较好。

表 1: Probit 模型拟合程度指标和 z 统计量 (样本内预测)

	K 值								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
LEAD	0.3337	0.2546	0.1799	0.1157	0.0650	0.0288	0.0073	0.0000	0.0055
	-11.75**	-10.88**	-9.58**	-7.94**	-6.09**	-4.11**	-2.08*	-0.09	1.76
SPREAD	0.0371	0.0697	0.1060	0.1373	0.1633	0.1914	0.2230	0.2492	0.2675
	-4.54**	-6.09**	-7.33**	-8.17**	-8.81**	-9.37**	-9.88**	-10.25**	-10.47**
PMI	0.3074	0.2325	0.1655	0.1184	0.0849	0.0600	0.0355	0.0158	0.0043
	-11.59**	-10.58**	-9.28**	-8.02**	-6.88**	-5.84**	-4.53**	-3.04**	-1.59
SP	0.0260	0.0510	0.0797	0.0723	0.0712	0.0721	0.0600	0.0462	0.0283
	-3.86**	-5.34**	-6.55**	-6.26**	-6.22**	-6.26**	-5.76**	-5.09**	-4.06**
SPREADI	0.0142	0.0292	0.0537	0.0791	0.1091	0.1365	0.1749	0.2002	0.2180
	2.92**	4.19**	5.16**	6.85**	8.01**	8.91**	10.00**	10.64**	11.06**

	10	11	12	13	14	15	16	17	18
LEAD	0.0213	0.0438	0.0694						
	3.39**	4.47**	5.82**						
SPREAD	0.2671	0.2679	0.2634	0.2591	0.2556	0.2510	0.2499	0.2367	0.2186
	-10.49**	-10.49**	-10.42**	-10.34**	-10.26**	-10.14**	-9.93**	-9.71**	-9.44**
PMI	0.0001	0.0015	0.0050	0.0085					
	-0.20	0.91	1.69	2.19					
SP	0.0218	0.0186	0.0071	0.0046					
	-3.57**	-3.30**	-2.04*	-1.63					
SPREADI	0.2271	0.2462	0.2363	0.2266	0.2080	0.1902	0.1854	0.1723	0.1516
	11.26**	11.67**	11.45**	11.24**	10.81**	10.37**	10.22**	9.84**	9.24**

指标第一行是伪 R^2 (Pseudo R^2) 数值, 第二行是 z 统计量

*在 1%的水平下是显著的

**在 5%的水平下是显著的

数据来源: WIND、浙商证券研究所

1.2.2. 双变量衰退预测模型

然后我们再构建一个双变量模型, 模型如下:

$$P(RECESS_{t+k} = 1) = F(\alpha_0 + \alpha_1 X_{1t} + \alpha_2 SPREAD_t), \quad k=1,2,3,\dots,12$$

其中, X_{1t} 是 LEAD、PMI 和 SP 中的一个。

检查回归结果, 我们得出以下重要结论:

1. 同时利用 OECD 综合领先指标和期限利差来预测未来经济衰退概率, 预测 1 个月到 7 个月后的情况准确度较

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_14033

