

美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什么状况？

报告发布日期

2022年04月13日

研究结论

● 海外经济：当我们开始谈论衰退——

从新冠大流行到史诗级财政纾困，海外经济已经经历了近两个年度的强劲反弹。时间如倒退一个季度，鲜少有人会经济衰退放进 2022 年宏观经济的话题列表当中。

然而自 2022 开年以来，意外性陆续冲击市场的宏观预期：超预期的通胀、超鹰派的央行，以及俄乌冲突背景带来的额外波动率和不确定性。眼下市场确实正在广泛谈论、前瞻衰退，未来甚至可能开始定价衰退。

衰退的风险是真实的吗？它有多近？从通胀到滞胀，资产价格又会如何据此反应？在接下来的一系列报告当中，我们将逐项展开上述问题在不同环节和角度下的分析和讨论。本篇报告，我们将首先从一些重要的经济领先指标状况出发，聚焦于当前衰退信号的验证。

● 从经济领先指标前瞻衰退——

根据 NBER 界定，美国上一次出现持续一年以上的经济衰退已经要追溯到 2007 年 12 月-2009 年 6 月。在进入 2022 年以前，海外经济大体上维持了复苏以来的强势。如果基于经济现况显然无法对衰退风险作有效的评估和讨论——时下我们应当关注的是相对整体经济周期具有领先性的指标表现。

连续 3 个月份的 LEI 下跌，可以作为预警衰退的重要信号。60 年来 LEI 连续 3 月下行共计出现 11 次，其中 8 次衰退周期随之而来。从信号确认到经济进入衰退，短则 3-6 个月，长则 1 至 1 年半。

当下，综合领先指标在本轮复苏周期之后首度出现见顶迹象，但预测衰退的标准尚不成立。整体来看，多数经济领先指标当前读数都要好于历史均值。但是我们需要注意到，其中一些指标正在显露颓势，比如订单、建筑许可；还有一些则受到疫情带来的结构性冲击影响，不能够再以疫情前的标准来评价其当下传递的信息，比如劳动力供需矛盾下的就业市场指标。

● 高通胀、紧货币及相应领先指标的预警——

消费预期是否会在持续高通胀中崩塌？ 消费需求是美国经济的基石，消费衰则经济衰。高通胀是消费预期面临的一项重要风险因素。高通胀会压制消费预期，因此从数据上来看，通胀通常与消费者信心反向。而在通胀异常走高的时候，高通胀容易成为摧垮消费预期的决定性风险点：1970s 的两轮通胀飙高，就伴随着同期消费者信心指数的大幅度下挫。从指标现况来看，密歇根大学消费者信心指数最新读数为 59，是近 10 年的低位，谘商会的消费预期指标则是从 2021Q3 以来转入低于历史均值区间，均提示了高通胀环境下，消费需求未来可能面临的下挫风险。

美联储是否再度成为衰退的诱因？ 期限利差是与货币政策条件相关的领先指标。期限利差本质上是即期货币政策条件 vs 中长期经济活动强度的比较，多数的衰退周期之前，美联储都曾经采取过激进的紧缩性政策。展望远期，只要加息路径按照前瞻指引前进，短端利率上行就是确定性的，但是长端利率尽管在近期大幅上冲，但我们认为远期利差收敛、倒挂的趋势和预期仍然存在：本轮加息周期的终局可能是曲线的深度倒挂，倒挂深度将足以抵消对今日倒挂信号有效性（央行大规模资产购买对长端利率的压制）的质疑。

风险提示

模型测算结果依赖于输入条件和情景假设。各项经济指标的发展趋势存在不确定性。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

俄乌冲突后的宏观环境变化：阶段性总结 2022-04-06 评估

目录

海外经济：当我们开始谈论衰退.....	4
从领先指标前瞻衰退	5
首先，什么是衰退	5
综合的领先指标当前指向何处？	5
多数领先指标仍然处在强劲状态吗？	7
就业：周工时、初请失业金人数.....	8
房地产：新屋营建许可	9
新订单：消费品和资本品	10
资本市场：股市和信用	11
高通胀、紧货币及相应领先指标的预警	12
消费预期是否会在持续高通胀中崩塌？	12
美联储是否再度成为衰退的诱因？	13
总结	15
风险提示.....	15

图表目录

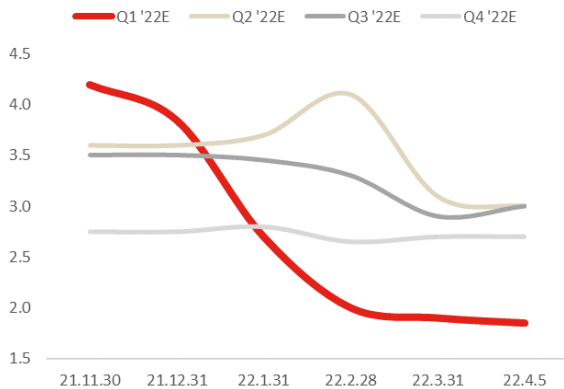
图 1: 美国 GDP 实际同比: 机构一致预期	4
图 2: 亚特兰大联储 GDPNow: 实际同比预测值	4
图 3: NBER 界定的美国衰退周期 vs 实际 GDP 年同比	5
图 4: 经济领先指标 (LEI) vs 衰退周期	6
图 5: 同步-滞后比 (同步指标/滞后指标) vs 衰退周期	7
图 6: 各分项领先指标对 LEI 的环比拉动 (%)	8
图 7: 制造业&全部非农部门周工时 (小时)	8
图 8: 周均初请失业金人数 (千人)	8
图 9: 劳动参与率、JOLTS 岗位空缺数量	9
图 10: 劳动参与率&劳动力规模缩减: 按照原因划分	9
图 11: 新建私人住宅营建许可 (千套)	9
图 12: 抵押贷款银行家协会 (MBA) 再融资指数、长期按揭贷款利率	9
图 13: ISM PMI: 新订单指数 vs 历史均值	10
图 14: 制造商新订单: 消费品和原材料 (百万美元)	10
图 15: 制造商新订单: 非国防资本品 (百万美元)	11
图 16: 非国防资本品订单 vs 非住宅设备支出: 环比年率 (%)	11
图 17: 标普 500 指数	11
图 18: 谘商会领先信用指数 vs 均值	11
图 19: 美国 CPI 同比 (%) vs UMich 消费者信心指数	12
图 20: 谘商会消费者商业条件预期指数	12
图 21: 居民部门收入、消费环比、储蓄额	13
图 22: 联邦基金利率 (%) vs 衰退周期	14
图 23: 10 年期美债收益率与联邦基金利率之差 (截至 2 月底)	14
图 24: 即期、1 年、2 年远期美债收益率 (%) 曲线期限结构	14
图 25: 我们的模型描述的美债收益率期限结构 (%): 22 年底和加息终点	14

海外经济：当我们开始谈论衰退

从新冠大流行，到史诗级的财政纾困，海外经济已经经历了近两个年度的强劲反弹，2021年美国实际GDP年同比录得5.7%。时间倒退一个季度，鲜少有人会将经济衰退放进2022年宏观经济的话题列表当中。

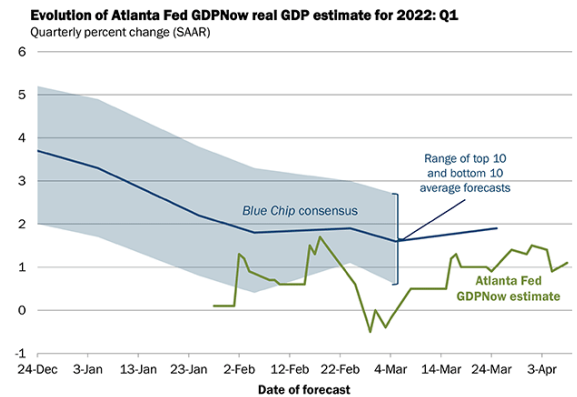
然而自2022开年以来，意外性陆续冲击市场的宏观预期：超预期的通胀、超鹰派的央行，以及俄乌冲突背景带来的额外波动率和不确定性。眼下市场确实正在广泛谈论、前瞻衰退，未来甚至可能开始定价衰退：这不光来自于各类文本——从央行政策纪要，到市场研究报告当中——衰退更加频繁地出现，也真实地反映于机构一致预期的清晰变化当中——近期机构对于Q1美国实际GDP增长的预期已经从近4%（也是年前机构对于22年美国实际增速的普遍预测）大幅跳水至约1%，如预测者中偏悲观一派的亚特兰大联储，一度将Q1增速预测下修至0。

图 1：美国 GDP 实际同比：机构一致预期



数据来源：Factset、东方证券研究所

图 2：亚特兰大联储 GDPNow：实际同比预测值



数据来源：Atlanta Fed、东方证券研究所

无论对于宏观研究还是市场投资，衰退都是不可忽视的关键议题，何况与当下高通胀的背景相结合，类滞胀的格局已是我们多年未曾应对的宏观场景。衰退的风险是真实的吗？它有多近？从通胀到滞胀，资产价格又会如何据此反应？在接下来的一系列报告当中，我们将逐项展开上述问题在不同环节和角度下的分析和讨论。

本篇报告，我们将首先从一些重要的经济领先指标状况出发，聚焦于当前衰退信号的验证。

从领先指标前瞻衰退

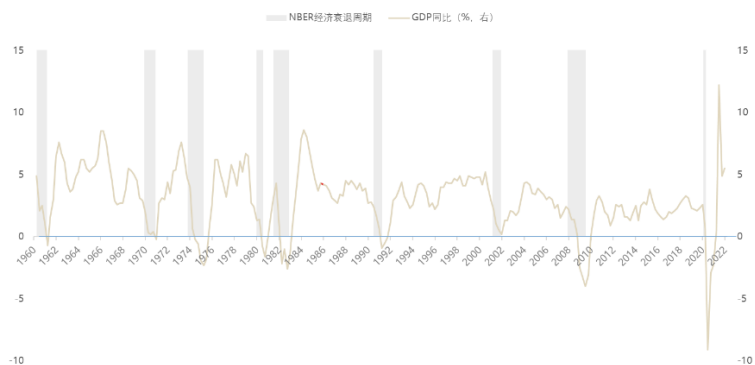
首先，什么是衰退

从衰退周期的认定来看，市场有着自己广为流传的拇指法则：连续 2 个季度的实际 GDP 负增长。当然，也有更加权威严谨的解释，来自于 NBER 经济周期测度委员会的裁定：他们根据就业、收入、生产、销售等一系列经济同步指标的表现，综合考虑指标下行的持续时间、深度，界定了美国经济的每一次衰退周期。当衰退周期来临，我们将看到消费萎靡、失业攀升、实际收入缩水、生产疲弱，或者是其中某些环节的严重下行，最终导致经济整体呈现负增长。

拇指法则的裁定结果与衰退周期的权威界定和在大多数时候吻合。除了 2020 年 2-4 月的大流行冲击之外，美国上一次出现持续一年以上的经济衰退，已经要追溯到 2007 年 12 月-2009 年 6 月的金融危机。

我们说过，在进入 2022 年以前，海外经济大体上维持了复苏以来的强势。2021 年 Q3/Q4，美国实际 GDP 环比折年率分别录 2.3%/6.9%，如果基于经济现况显然无法对衰退风险作有效的评估和讨论——时下我们应当关注的是相对整体经济周期具有领先性的指标表现，特别是那些被经验证明最能有效前瞻、预警衰退可能性的领先指标表现。

图 3：NBER 界定的美国衰退周期 vs 实际 GDP 年同比



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

综合的领先指标当前指向何处？

在各类宏观经济的指标当中，存在一批指标经过长期研究经验的检验，被发现可以“跑”在整个周期趋势变化的前边，从而其领先性被市场所广泛认可，成为经济周期的领先指标。比如说，股市由于反映微观企业经营状况和市场参与者的预期、情绪变化，就是典型的经济领先指标，除此之外，各类软性、硬性指标当中的新订单项，地产投资的营建许可等等，都在逻辑上和实证中表现出较好的领先性。

将经济系统方方面面的领先指标调配在一起，就可以形成综合的经济领先指数。不少机构都有各自的综合领先指标配方，这里以谘商会（The Conference Board）的领先指数（LEI）为例，它是 10 个分项领先指标的合成。其他机构的综合领先指数配方在具体指标、权重、计算方式上可能略有差异，但大致结构和分项指标分布的领域上类似（括号内为分项权重）：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

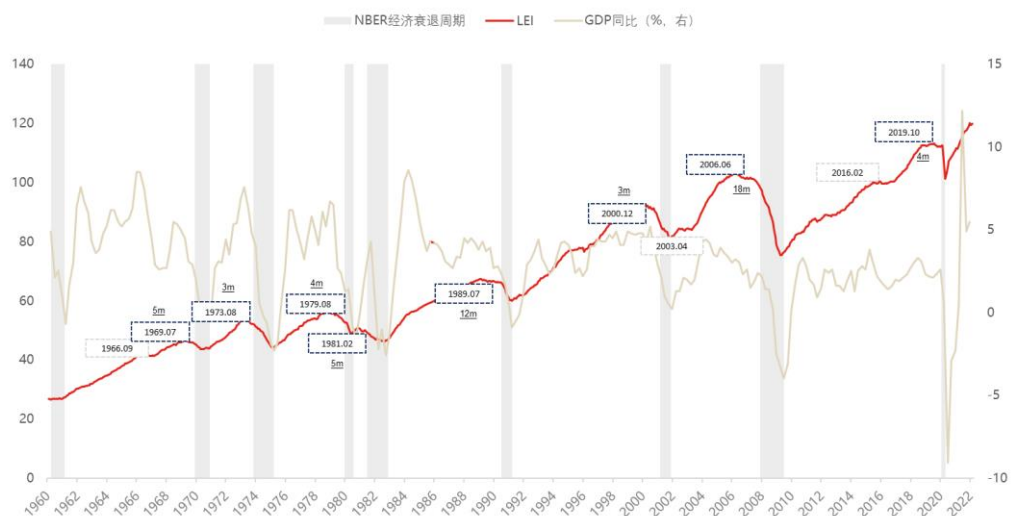
- 1) 平均每周工时，制造业（28%）；
- 2) 平均每周初请失业金人数（3%）；
- 3) 制造业新订单：消费品和原材料（8%）；
- 4) ISM 的新订单指数（17%）；
- 5) 制造业新订单：非国防资本品（除飞行器）（3%）；
- 6) 新屋营建许可（2%）；
- 7) 标普 500 股价（4%）；
- 8) 领先信贷指数（8%）；
- 9) 利差：10 年期美债收益率 vs 联邦基金利率（10%）；
- 10) 消费者预期（17%）。

可以看到，依照美国经济结构，就业、消费、金融数据通常是综合领先指标当中最重要的一批分项，而设备和地产投资等相关变量（资本品订单&新屋营建）权重靠后。

虽说生搬硬套领先指标的测度和统计规律并不是预测衰退的最佳做法，还有可能被萨缪尔森嘲讽为“成功预测 5 次衰退中的 9 次”，但资本市场总还是希望能够穷尽办法走在曲线之前。公允地说，我们认为这些综合的、单项的领先指标，对简明清晰地理解、防范经济衰退的风险和可能性确实有着不小的帮助——

连续 3 个月份的 LEI 下跌，可以作为预警衰退的重要信号。下图（图 4）呈现的是 20 世纪中期以来的经济领先指数（LEI）和经济衰退周期的关系：图中标记了每一次 LEI 连续 3 个月度下行的情况，60 年来共计出现 11 次，其中 8 次衰退周期随之而来，3 次发送了错误的警报（这 3 次随后也出现了经济增速大幅下跌，但没有跌入 0 以下）。来自领先指标的信号相对衰退周期具有明显的领先性，从信号确认到经济进入衰退，短则 3-6 个月，长则 1 至 1 年半。

图 4：经济领先指标（LEI）vs 衰退周期



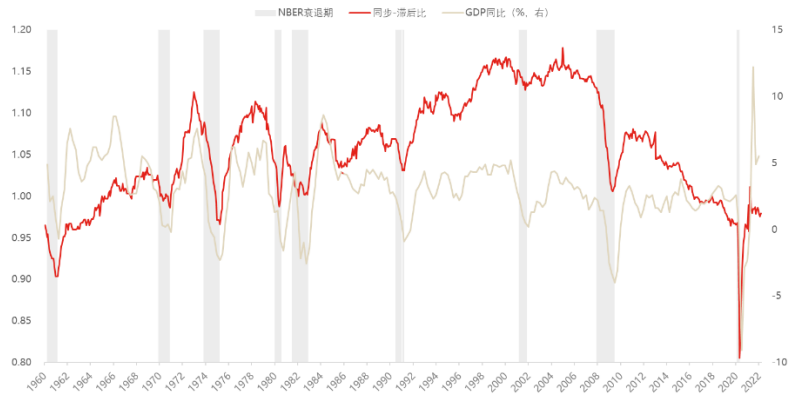
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

注：蓝色框线标注为随后出现衰退周期的 LEI 信号，灰色框线为随后未进入衰退的 LEI 信号。

顺带一提，除了领先指标，当然还有同步和滞后指标。这两类指标单独来看似乎对需要进行预测和前瞻的市场投资意义有限，但我们可以进一步使用两者的比较，进一步验证衰退周期以外的周期状况。比如当扩张周期进入后半程，同步指标往往较滞后指标更快下跌，此时同步-滞后比（同步指标/滞后指标）回落，我们由此得知周期接近尾声。

图 5：同步-滞后比（同步指标/滞后指标）vs 衰退周期



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

从当下的情况来看，我们已经见到的是截至 22 年 2 月份的各指标读数，读数表明：

- 1) 领先指标（LEI）刚刚在 22 年 1 月份出现明显的下降（月环比降 0.6pp），是自 2020 年 5 月份以来 LEI 第二次出现下降（第一次在 21 年初，但仅 0.1pp），且下降的幅度与该指标的历史比较幅度较大。但是随后在 2 月份出现了约 0.3pp 的反弹；
- 2) 同步-滞后比从 2021Q2-Q3 开始见顶缓步下行，进一步揭示本轮复苏周期已度过了上半场，早已向着下半程发展。

也就是说，如果从综合经济系统方方面面的领先指标表现来看，连续 3 个月下降的标准不成立，目前最多可以算作本轮复苏周期之后的首度见顶迹象。那么在经济的综合领先指标未出问题的当下，对衰退的警惕是否是多余的？

多数领先指标仍然处在强劲状态吗？

整体来看，复苏周期的余温之中，多数指标当前读数确实都要好于各自的历史均值。但是我们需要注意到，其中一些指标正在显露颓势，比如新屋营建许可；还有一些则受到疫情带来的结构性冲击影响，不能够再以疫情前的标准来评价其当下传递的信息，比如劳动力供需矛盾下的就业市场指标。

以下是对主要经济领先指标的逐项核对——

图 6：各分项领先指标对 LEI 的环比拉动（%）

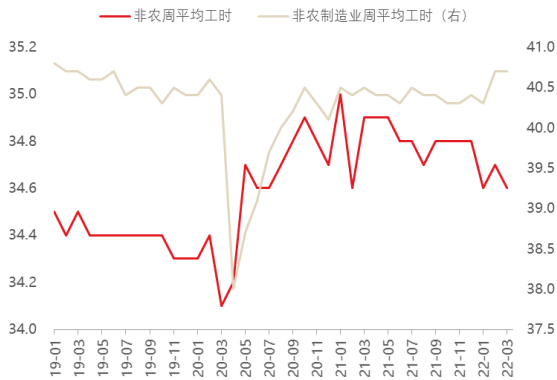
	周均工时	初请失业金	消费者预期	新订单：ISM PMI	新订单：消费品	新订单：资本品	期限利差	领先信用指数	股价	建筑许可
2022/2/28	0.17	0.14	-0.14	0.13	0.01	0.02	0.23	0.06	-0.13	-0.06
2022/1/31	-0.11	-0.31	-0.15	0.05	-0.09	0	0.21	-0.01	-0.09	0.02
2021/12/31	0	0.23	-0.09	0.12	0.1	0	0.17	0.05	0.01	0.29
2021/11/30	0.06	0.24	-0.12	0.13	-0.02	-0.02	0.18	0.08	0.19	0.12
2021/10/31	-0.06	0.26	-0.13	0.11	0.03	0.01	0.19	0.14	0.01	0.13
2021/9/30	0	0.05	-0.09	0.19	-0.03	0.04	0.16	0.14	-0.01	-0.25
2021/8/31	-0.06	0.14	-0.11	0.22	-0.1	0	0.15	0.25	0.09	0.17
2021/7/31	0.11	0.01	0.09	0.2	0.06	-0.02	0.15	0.23	0.12	0.07

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

就业：周工时、初请失业金人数

就业数据，不啻最重要的经济周期指标之一，从而也在综合领先指标体系当中占据最高的权重。我们都知道，当前美国就业市场状况与其说是“松”，不如说是“紧”，这也是当下美联储官员言及加息时候，最频繁提及的宏观经济判断。

图 7：制造业&全部非农部门周工时（小时）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 8：周均初请失业金人数（千人）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

从就业方面的领先指标来看，制造业周平均工时 41.5h，自大流行以来稳定持平/略高于历史均值

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_40354

