



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

如何追踪和判定美国经济衰退

投资要点:

- **核心观点。**市场对美国经济衰退预期的升温主要来自于三个方面: 货政紧缩加码、财政刺激消退、经济周期使然。但是, 目前美国经济并非衰退。美国国家经济研究所 NBER 对衰退的定义是基于 6 个指标的主观判断 (no fixed rule), 当这 6 个指标同时满足深度 (经济活动的显著下行)、广度 (扩散至全国范围)、久期 (至少持续几个月) 三个维度的主观考核时, 经济将被判定为衰退。根据美联储工作论文编制的宏观经济模型, 美国经济在未来 4 个季度、8 个季度陷入衰退的概率分别高达 53%、67%。
- **美国经济衰退预期渐浓。**市场对美国经济衰退预期的升温主要来自于三个方面: 货政紧缩加码、财政刺激消退、经济周期使然。尽管宏观经济过热的事实仍然存在, 但是市场策略已经开始基于这三个论证, 为“经济衰退”的论点寻找论据。经济数据不及预期的幅度与频次的增多进一步引发市场对衰退交易的炒作, 导致 10 年美债利率结束上行中枢走势, 转而在 2.7-3.5% 的高位开启宽幅箱体波动。从美债曲线的结构来看, 市场对衰退交易的定价更多集中在远端, 近端的美债利率水平仍然保持上行, 反映市场正同步在曲线的前端交易紧缩、后端交易衰退。
- **目前美国经济仍然维持过热。**美国官方方面, 白宫和财长耶伦都发表了“连续两个季度 GDP 收缩并非衰退”的观点。官方口径也给出了对美国经济衰退的定义, 美国国家经济研究所 NBER 对衰退的定义是基于 6 个指标的主观判断 (no fixed rule), 包括①扣除转移支付的实际个人收入; ②机构调查非农就业; ③工薪阶层调查就业; ④实际个人消费支出; ⑤批发与零售实际值; ⑥工业生产指数。当这 6 个指标同时满足深度 (经济活动的显著下行)、广度 (扩散至全国范围)、久期 (至少持续几个月) 三个维度的主观考核时, 经济将被判定为衰退。
- **跟踪美国经济是否衰退可以依据三类可观察的指标:** ①市场分析师的一致预期; ②根据前瞻性经济指标编制的领先指数; ③根据一揽子经济、金融指标所编制的衰退概率指标。6 月以来, 随着美联储货政紧缩预期的升温和经济数据不及预期幅度的增大和程度的加深, 市场对未来四个季度的 GDP 预期不断下修, 与之对应的是分析师对未来 1 年美国经济的衰退预期不断提升至 40%。此外, 业内常用的领先指数 LEI 的核心是为了给经济拐点提供参考, 而其同比增速已自 2 月 7.2% 的高点连续下滑至 6 月最新的 1.4%, 反映未来半年经济前景或有较明显的下修。根据美联储工作论文编制的宏观经济模型, 美国经济在未来 4 个季度、8 个季度陷入衰退的概率分别高达 53%、67%。
- **风险提示:** 美联储加速紧缩货币政策风险, 俄乌战事失控风险, 疫情恶化风险, 通胀失控风险, 美元流动性挤兑风险。

内容目录

1. 美国经济衰退预期因何而起？	4
2. 如何定义美国经济是否衰退？	5
3. 如何跟踪美国经济是否衰退？	6
3.1. 市场分析师的一致预期	6
3.2. 领先指数	6
3.3. 衰退概率指标	7
4. 风险提示	9

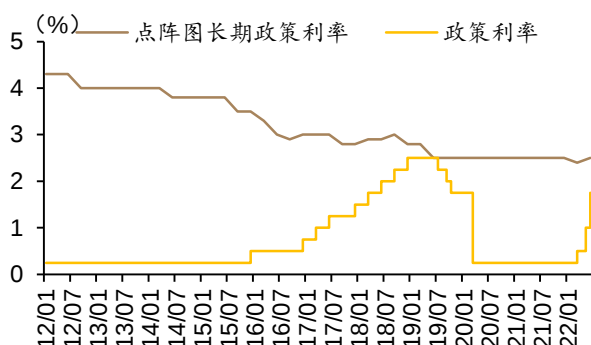
图表目录

图 1: 联邦基金利率上限 vs 点阵图长期利率	4
图 2: 美国居民部门转移收入季调年率	4
图 3: 今年以来 10 年美债利率与花旗经济意外指数走势	4
图 4: 部分日期截面 10 年美债利率远期曲线结构	4
图 5: Sahm 规则衰退指标	5
图 6: 平滑后的美国经济衰退概率指标	5
图 7: 彭博分析师对未来美国 GDP 季环比年率增速预期	6
图 8: 彭博分析师对未来 1 年衰退概率预期	6
图 9: 美国 LEI 与 GDP 同比增速	7
图 10: 经济指标模型预测未来 4 个季度衰退概率	7
图 11: 经济指标模型预测未来 8 个季度衰退概率	7
图 12: 美国 U3 失业率与 CPI 同比增速	8

1. 美国经济衰退预期因何而起？

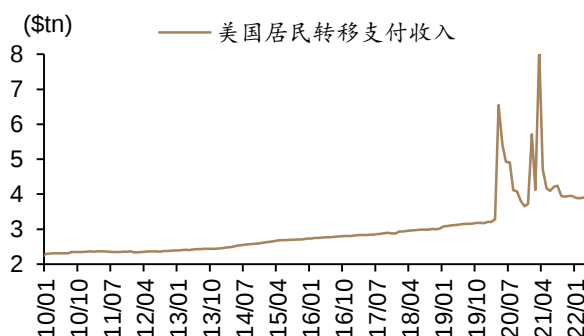
市场对美国经济衰退预期的升温主要来自三个方面：①货政紧缩加码。美联储货币政策即将越过中性水平（图1），届时货政对经济总需求的影响将由边际刺激递减转为抑制；②财政刺激消退。联邦中央政府层面财政补助已于21Q3停止发放，市场预计居民部门的剩余超额储蓄将逐步被高通胀侵蚀殆尽（图2）；③经济周期使然。市场交易逻辑始终围绕“复苏→过热→滞胀→衰退”的美银美林时钟框架进行，因此，在宏观卖事实、策略买预期的行为惯性下，当下美国经济过热的事实自然引申出了对未来经济衰退预期升温的担忧。

图1：联邦基金利率上限 vs 点阵图长期利率



资料来源：彭博，德邦研究所

图2：美国居民部门转移收入季调年率



资料来源：彭博，德邦研究所

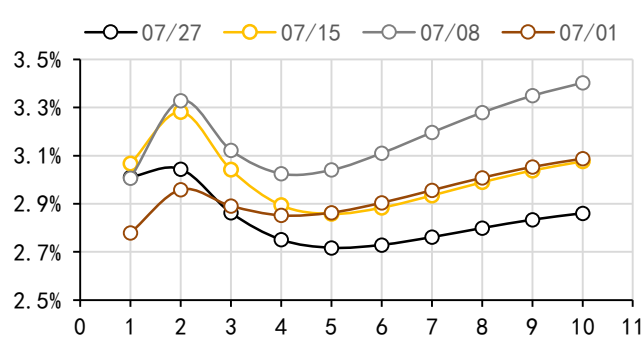
因此，尽管宏观经济过热的事实仍然存在，但是市场策略已经开始基于“货政紧缩加码、财政刺激消退、经济周期使然”三个论证，为“经济衰退”的论点寻找论据。同时，随着经济数据不及预期的幅度与频次的增多（图3所示，花旗银行所编制的美国经济意外指数从5月开始再度进入负值区间），市场对衰退交易的炒作进一步升温，前期一路飙升的10年美债利率结束上行中枢走势，转而在2.7-3.5%的高位开启宽幅箱体波动。

图3：今年以来10年美债利率与花旗经济意外指数走势



资料来源：彭博，德邦研究所

图4：部分日期截面10年美债利率远期曲线结构



资料来源：彭博，德邦研究所，横坐标2代表未来第1-2年的美债利率水平

当然，从美债曲线的结构来看，市场对衰退交易的定价更多集中在远端，美债曲线的近端仍然在交易美联储的货政紧缩。图4中我们将美债利率曲线的远期结构进行拆解，可发现随着时间推进，近端的美债利率水平仍然保持上行，即继续交易通胀高企环境下美联储增量的货政紧缩预期，而远端的美债利率则开始交易增长、通胀双回落所带来的衰退预期。因此，10年美债利率所反映的是市场正同步在曲线的前端交易紧缩、后端交易衰退。

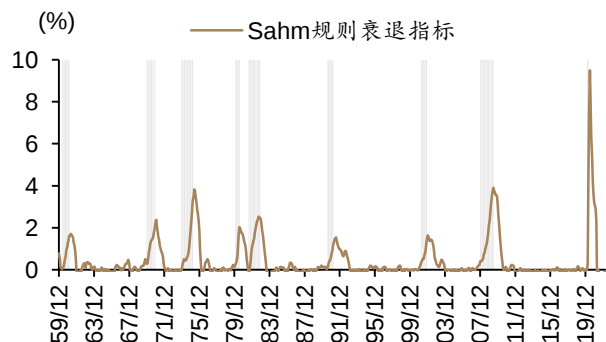
2. 如何定义美国经济是否衰退？

7月21日，美国白宫在官网发文表示¹，连续两个季度的GDP负增长并非官方或经济学家对衰退的定义。对经济衰退的评估来自劳务市场、消费、商业投资、工业产出、收入等广泛的经济数据，而这些数据目前都反映经济仍然运行良好，即使GDP连续第二个季度收缩，也难以指向经济衰退。24日，财长耶伦接受采访时²，再度重申“连续两个季度GDP收缩并非衰退”的观点。

*What is a recession? While some maintain that two consecutive quarters of falling real GDP constitute a recession, that is neither the official definition nor the way economists evaluate the state of the business cycle. Instead, both official determinations of recessions and economists' assessment of economic activity are based on a holistic look at the data—including the **labor market, consumer and business spending, industrial production, and incomes**. Based on these data, it is unlikely that the decline in GDP in the first quarter of this year—even if followed by another GDP decline in the second quarter—indicates a recession.*

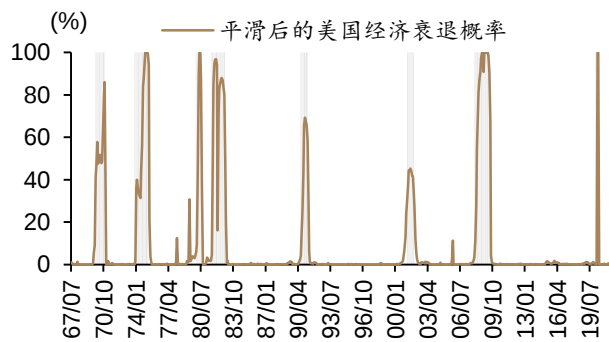
那么，如何定义衰退？许多学术论文对美国经济衰退的量化定义主要以美国劳工部公布的U3失业率为衡量指标。例如，以美联储前经济学家 **Claudia Sahm** 命名的 **Sahm 规则**，即是以三个月移动平均的U3失业率与过去1年的最低水平的比值（图5，**Sahm 规则衰退指标**）作为衡量，如果该指标超过了0.5%，则判定经济进入衰退。而目前美国6月最新失业率仍然在3.6%的历史低位，因此该指标6月最新值是0。类似的，6月21日 **Michael T. Kiley** 在美联储 **FRED Notes** 平台上发表一篇名为《金融与宏观经济指标中的衰退风险》的论文³，开篇也是以失业率作为唯一衡量衰退的指标：该论文对衰退的判定思想与 **Sahm 规则** 类似，认为当失业率超过无条件概率分布80%分位数后，经济应被判定为进入衰退。

图 5：Sahm 规则衰退指标



资料来源：FRB，德邦研究所，阴影为 NBER 定义的经济衰退时期

图 6：平滑后的美国经济衰退概率指标



资料来源：FRB，德邦研究所，阴影为 NBER 定义的经济衰退时期

除去经济学家依据失业率给出的量化定义外，官方口径对美国经济衰退的定义来自美国国家经济研究所 NBER 基于 6 个指标的主观判断（*no fixed rule*）⁴，分别为：①扣除转移支付的实际个人收入；②机构调查非农就业；③工薪阶层调查就业；④实际个人消费支出；⑤批发与零售实际值；⑥工业生产指数。当这 6 个指标能同时满足深度（经济活动的显著下行）、广度（扩散至全国范围）、久期（至少持续几个月）三个维度的主观考核时，则经济将被判定为衰退。

¹ <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2022/07/21/how-do-economists-determine-whether-the-economy-is-in-a-recession/>

² <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/07/24/icymi-treasury-secretary-yellen-says-us-economy-not-in-recession/>

³ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/financial-and-macroeconomic-indicators-of-recession-risk-20220621.htm>

⁴ <https://www.nber.org/research/business-cycle-dating>

The NBER's definition emphasizes that a recession involves a **significant decline in economic activity** that is **spread across the economy** and **lasts more than a few months**.

考虑到部分指标的重复性（例如②机构调查非农就业与③工薪阶层调查就业）与可回溯的最长时间（例如④实际个人消费支出仅能回溯到 2002 年，⑤批发与零售实际值仅能回溯到 1997 年），美联储对 NBER 的 6 个指标进行了重新筛选，最终选用非农就业、工业生产指数、扣除转移支付的实际个人收入、实际生产与贸易额 4 个指标，通过动态 *markov* 切换模型（*dynamic-factor markov-switching model*）重新编制了一个平滑后的美国经济衰退概率指数（图 6），用以定量刻画 NBER 所定义的衰退阶段经济收缩的幅度。

3. 如何跟踪美国经济是否衰退？

判断经济是否陷入衰退通常有如下几类可观察的指标：①市场分析师的一致预期；②根据前瞻性经济指标编制的领先指数；③根据一揽子经济、金融指标所编制的衰退概率指标，如前述图 5 的 *Sahm* 规则衰退指标、图 6 的平滑后的美国经济衰退概率指标。

3.1. 市场分析师的一致预期

彭博每月会向各类专业投资与研究机构发送问卷，搜集其对未来经济前景的展望。图 7 反映的 2021 年 8 月以来分析师对 22Q3-23Q2 美国 GDP 增速的一致预期，图中可见 6 月以来，随着美联储货币政策紧缩预期的升温和经济数据不及预期幅度的增大和程度的加深，市场对未来四个季度的 GDP 预期不断下修，截止最新对四个季度的 GDP 环比季调年率增速分别为 1.7%、1.3%、1.1%、1.4%。与之对应的是，分析师对未来 1 年美国经济的衰退预期已从 3 月的 15% 升至 7 月的 40%（图 8）。

图 7：彭博分析师对未来美国 GDP 季环比年率增速预期

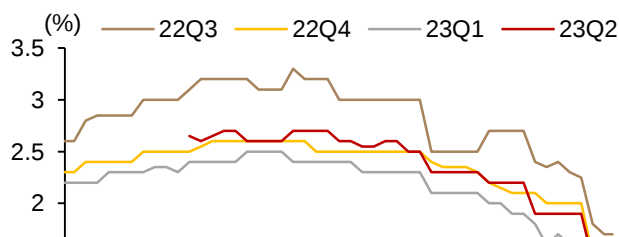
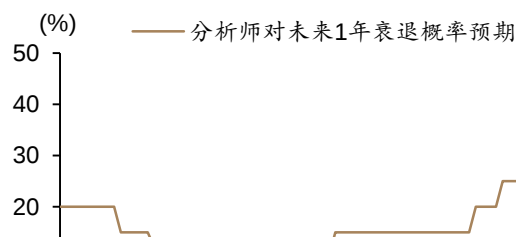


图 8：彭博分析师对未来 1 年衰退概率预期



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_44494

