



张瑜：美国经济何时陷入衰退？衰退幅度有多大？





主要观点

1、何为衰退？NBER 定义的实质性衰退。在本文讨论美国经济衰退时点与幅度、以及对衰退历史进行复盘时，我们所指的均为 NBER 定义的经济衰退。

2、经济衰退时间的判断：看领先指标

美国经济增长的各项领先指标包括了收益率曲线倒挂、就业市场、以及其他经济领先指数，通过对上述指标的梳理，多数指标均指向了美国经济在 2023 年 9-12 月陷入衰退的风险较大。

1) 收益率曲线视角：目前，10Y-2Y 国债利差于 2022 年 7 月进入倒挂期间，10Y-3M 国债利差也于 2022 年 11 月进入倒挂期间，根据历史经

验，则 10Y-2Y 国债利差隐含 2023 年 9 月前后、10Y-3M 国债利差隐含 2023 年 12 月前后美国经济或将进入衰退期。

2) 就业市场视角：失业率触底、时薪见顶时，通常指征一轮经济周期的顶点。目前，美国失业率 (MA6) 于 2022 年 7 月录得 3.6% 的历史低位、时薪同比增速 (MA6) 于 2022 年 6 月录得 6.6% 的周期顶部水平，按历史经验，则失业率见底时间隐含 2023 年 6 月、时薪增速见顶时间隐含 2022 年 11 月美国经济将有步入衰退期的压力。

3) 纽约联储基于收益率曲线的衰退概率：2023 年 8 月起经济衰退概率提升至 25% 以上；以历史规律来看，则 2023 年 10 月美国经济或将正式进入衰退期。

3、经济衰退幅度的判断：看两大部门

70 年代以来的经验显示，如果美国经济持续处于去库存+房地产投资下行周期中，则经济衰退或难以避免。因此展望后续美国经济会否陷入衰退，关键在于把握住宅投资与库存投资的方向。

1) 地产投资：地产由于“买建库融”四维度跟踪指标全线走弱，反映短期房地产市场难有改善空间，大概率继续拖累经济增长。不过由于目前房地产市场呈现“二手房库存低+新房销售占比低”的组合，未来若贷款利率从高位明显回落，在二手房低库存的背景下，新房销售和房价的变动幅度弹性将加大、或将明显超过以往的周期，进而也会加大 GDP 增速的波动。

因此本轮地产下行带来的经济衰退程度或也相对温和。

2) 库存投资：去库周期或将持续至 2023 年末前后。从美国库存周期的规律来看，1994 年以来美国共经历了 10 轮完整的库存周期，其中补库周期、去库周期均平均持续 16 个月左右；则本轮去库周期或可持续至 2023 年 11 月左右。而历史上在去库周期中，库存分项对 GDP 同比增速的贡献通常为负，则 2023 年库存分项或将对 GDP 同比增速构成负向拖累。

另外，70 年代以来的衰退周期中，消费与企业投资对经济衰退的拖累幅度不大，2023 年上述两部门对经济或也无亮点：

1) 非住宅投资（企业投资）：或已进入投资下行周期。一则，从企业投资周期的角度来看，美国平均约 4.8 年经历一轮企业投资周期，本轮企业投资上行期或已于 2021 年二季度结束，后续企业投资或将进入下行阶段。二则，70 年代以来企业投资下行周期中基本均同时出现经济衰退，仅有的 3 次例外背后均有美联储降息、财政刺激加码等逆周期因素；考虑到 2023 年美联储或难以快速进入降息周期、国会两党分立之下推出更多财政刺激的难度也较大，因此此轮企业投资下行周期中，经济增长或也较难走出独立趋势而不陷入衰退。

2) 居民消费：伴随居民实际收入降至趋势值以下以及居民消费者信心降至历史低位，居民消费大概率继续偏弱。但一则目前居民的负债负担尚且较低，二则疫情期间居民积累的超额储蓄尚未耗尽，因此居民消费具备充分的缓冲垫，这或也带来经济衰退程度相对温和。

4、结论：

1) 对本轮美国经济衰退的判断：2023 年 9-12 月经济陷入衰退的风险较高（根据第二章中分析的各项美国经济领先指标，多数经济领先指标指向美国在 2023 年 9-12 月陷入衰退的风险较大），衰退幅度或是温和衰退（房地产投资弹性加大+居民消费具备充分缓冲垫）。

2) 这次的不一样：本轮潜在衰退与以往又有较大区别，带来研判衰退风险和时点的困难，也是目前市场相对一致的衰退预期背后潜在的不确定性：

一则，货币政策上，本轮美联储加息速度之快居于前列，但相较于通胀预期也极为滞后，这可能为后续通胀何时能够得到控制以及加息行动是否会进一步超预期埋下了隐患，带来研判 2023 年衰退情况的不确定性。

二则，经济上，当下美国就业市场紧张程度史无前例，一方面支撑通胀难落，另一方面也给研判软着陆的可能性带来了一定困难。另一方面，就业市场史无前例的紧张程度也让根据历史经验判断其未来软着陆的可能性遇到了困难，即便是美国权威研究机构内部对此问题也存在分歧。

风险提示：美国通胀超预期，美联储政策超预期，历史走势不代表未来走势

报告目录

一、 何为衰退？ NBER 定义的实质性衰退.....	7
二、 经济衰退时间的判断：看领先指标.....	7
（一） 收益率曲线视角	7
（二） 就业市场视角	8
（三） 经济领先指数视角	9
1、 纽约联储基于收益率曲线的衰退概率	9
2、 各类经济领先指数	10
三、 经济衰退幅度的判断：看两大部门.....	12
（一） 住宅投资：地产景气度全线弱化，地产周期弹性加大	13
（二） 库存投资：去库周期或将持续至 2023 年末前后	17
（三） 非住宅投资（企业投资）：或已进入投资下行周期	18
（四） 居民消费：消费能力大幅下降不过缓冲垫仍在	21
四、 结论：美国经济 9-12 月陷入温和衰退的风险较高.....	24
（一） 对本轮美国经济衰退的判断	24
（二） 这次的不一样	24

报告正文

—

何为衰退？ NBER 定义的实质性衰退

在《其实你不了解衰退——衰退的三种理解》中，我们对实质性衰退、技术性衰退与资产配置中的衰退三个概念进行了梳理。通常来说，在经济分析中我们常用的衰退概念是实质性衰退，即美国国家经济研究局（NBER）定义的衰退。因此在本文讨论美国经济衰退时点与幅度、以及对衰退历史进行复盘时，我们所指的均为 NBER 定义的经济衰退。

二

经济衰退时间的判断：看领先指标

美国经济增长的各项领先指标包括了收益率曲线倒挂、就业市场、以及其他经济领先指数，通过对上述指标的梳理，多数指标均指向了美国在 2023 年 9-12 月陷入衰退的风险较大。

(一) 收益率曲线视角

美国国债收益率利差成功预测了 80 年代以来除疫情导致的所有经济衰退。从历史经验来看，美国 10Y-2Y 国债收益率利差倒挂领先美国经济衰退 14 个月左右；10Y-3M 国债收益率利差倒挂领先美国经济衰退 12.2 个月左右。目前，10Y-2Y 国债利差于 2022 年 7 月进入倒挂期间，10Y-3M 国债利差也于 2022 年 11 月进入倒挂期间，根据历史经验，则 10Y-2Y 国债利差隐含 2023 年 9 月前后、10Y-3M 国债利差隐含 2023 年 12 月前后美国经济或将进入衰退期。

图表 1 10Y-2Y 国债利差领先经济衰退 14 个月



资料来源：wind，华创证券

图表 2 10Y-3M 国债利差领先经济衰退 12.2 个月



资料来源：wind，华创证券

图表 3 美债收益率利差领先经济衰退

经济衰退起点	经济衰退终点	10Y-2Y 利差倒挂时点	10Y-2Y 利差倒挂领先经济衰退的时间（月）	10Y-3M 利差倒挂时点	10Y-3M 利差倒挂领先经济衰退的时间（月）
1980-02	1980-07	1978-09	16.3	/	/
1981-08	1982-11	1980-10	9.1	/	/
1990-08	1991-03	1989-02	17.3	1989-06	13.2
2001-04	2001-11	2000-03	12.2	2000-08	7.1
2008-01	2009-06	2006-09	15.3	2006-08	16.3
2020-03	2020-04	/	/	2019-06	8.2
		2022-07		2022-11	
		平均值:	14.0		12.2
本轮经济衰退起点的预计值		2023-09		2023-12	

资料来源: wind, 华创证券

（二）就业市场视角

失业率触底、时薪见顶时，通常指征一轮经济周期的顶点。就业数据本身是经济的滞后指标，只有当企业明确下游需求回落、订单下降后才会选择大幅减少就业人数，但此时经济往往已经走过周期顶部开始步入下行，因此就业数据也可以被看作是一轮经济下行的先行指标。从历史走势来看，当失业率触底、时薪见顶时，通常是一轮经济周期达到顶点的信号，失业率见底后约 10.9 个月、时薪增速见顶后约 5.1 个月美国经济进入衰退周期。目前，美国失业率 (MA6) 于 2022 年 7 月录得 3.6% 的历史低位、时薪同比增速 (MA6) 于 2022 年 6 月录得 6.50% 的周期顶部水平，按历史经验

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_51860

