

### 美国经济衰退分析-次贷危机后的剧变



走势评级: 美元:看跌  
报告日期: 2022年11月21日

元涛 资深分析师(外汇)  
从业资格号: F0286099  
投资咨询号: Z0012850  
Tel: 8621-63325888-3908  
Email: [tao.yuan@orientfutures.com](mailto:tao.yuan@orientfutures.com)

#### ★08年金融危机-政策反应滞后导致的衰退

08年金融危机的衰退起源于次贷危机,对于次贷问题的低估和政策反应的滞后使得流动性危机转化成了债务危机,这次衰退持续了较长时间,同时也开启了央行定向资产购买来解决债务危机的先河,对于未来产生了深远的影响。

#### ★新冠疫情造成的衰退-MMT力挽狂澜

新冠疫情造成了实体经济的冻结,导致居民和企业缺乏流动性进而产生流动性危机,但是这个非常短暂的流动性危机并未发展成债务危机,主要原因在于财政政策定向对于居民部门注入了流动性,同时央行进行资产购买,MMT的实践成功解决了新冠疫情对于美国经济产生的冲击,避免了经济持续衰退。

#### ★目前的局面-等待政策拐点

美国目前面临的局面在于高通胀和经济趋势走弱并存,因此政策的两难导致经济大概率出现衰退。由于目前居民部门整体债务水平依旧处于低位,因此实体经济面临的压力主要还是周期性而非结构性问题,在出现衰退局面后,我们认为政策上的转向能够阻止流动性危机转化成债务危机。

#### ★投资建议:

衰退预期强化后,政策拐点到来还是大概率事件,因此政策拐点意味着美元将由强转弱。美债尤其是长端美债中枢预计见顶,因此长端美债可以开始逐步购入。

应对衰退的货币政策或者是财政政策将导致实际利率的走低,因此考虑到远期政策变化,目前应该逐步进入到配置贵金属的阶段。

#### ★风险提示:

美国经济韧性超预期。

**重要事项:** 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成交易建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺,见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 目录

1、美国衰退分析.....	5
1.1、08年金融危机，美国经济的转折点.....	5
1.2、新冠疫情导致的经济冲击.....	10
1.3、目前的局面，更加棘手的困境.....	13
2、投资建议.....	19
2.1、等待政策拐点.....	19
2.2、强烈建议高配贵金属.....	19
3、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：因为通胀走高美联储持续加息.....	5
图表 2：贷款利率上升导致居民部门去杠杆.....	5
图表 3：违约和房贷利率上升之间存在时间延迟.....	6
图表 4：次贷占比的大幅上升加剧了市场风险.....	6
图表 5：房地产风险传导的 4 个阶段.....	6
图表 6：美国失业率低位和通胀偏高阻碍了美联储.....	7
图表 7：居民部门明显去杠杆阶段维持高利率.....	7
图表 8：流动性危机转化成金融危机.....	8
图表 9：实体经济反应明显滞后.....	8
图表 10：通过资产购买的形式修复居民部门债务.....	9
图表 11：定向资产购买解决次贷造成的负面影响.....	9
图表 12：新冠疫情冻结美国实体经济.....	10
图表 13：美国劳动力市场迅速走弱.....	10
图表 14：经济冻结产生流动性危机.....	10
图表 15：市场风险偏好迅速走弱.....	10
图表 16：降息对于市场而言效果不足.....	11
图表 17：财政和货币政策配合扭转困局.....	11
图表 18：流动性注入推升居民储蓄.....	12
图表 19：居民支出明显得到支撑.....	12
图表 20：新冠后劳动参与率大幅降低.....	13
图表 21：职位空缺高企产生对于薪资增速的压力.....	13
图表 22：薪资增速维持高位支撑核心通胀.....	14
图表 23：因此加速加息来抑制需求.....	14
图表 24：居民部门消费趋势乏力.....	14
图表 25：高企房贷利率制约地产融资.....	14
图表 26：流动性抽离引发金融紧缩.....	15
图表 27：流动性危机的概率上升.....	15
图表 28：掉期利率明显走高.....	16
图表 29：逆回购持续上升表明现金囤积意愿明显.....	16
图表 30：货币政策扭转修复周期较长.....	16
图表 31：财政刺激对于通胀预期影响非常大.....	16
图表 32：居民部门债务处于低位.....	17
图表 33：政府部门债务高位推升长端利率水平.....	17

图表 34：衰退风险传导的模式.....	18
----------------------	----

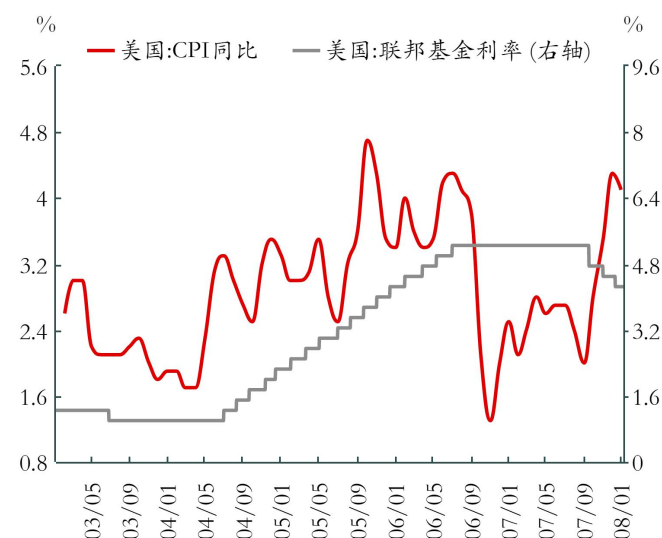
## 1、美国衰退分析

目前市场对于美国经济衰退的呼声非常高，市场在逐渐交易衰退预期。本文试着从2000年后的美国经济两次大的冲击入手，分析美国经济衰退的成因，特点和解决路径，来分析目前美国经济未来潜在衰退的特点和路径，

### 1.1、08年金融危机，美国经济的转折点

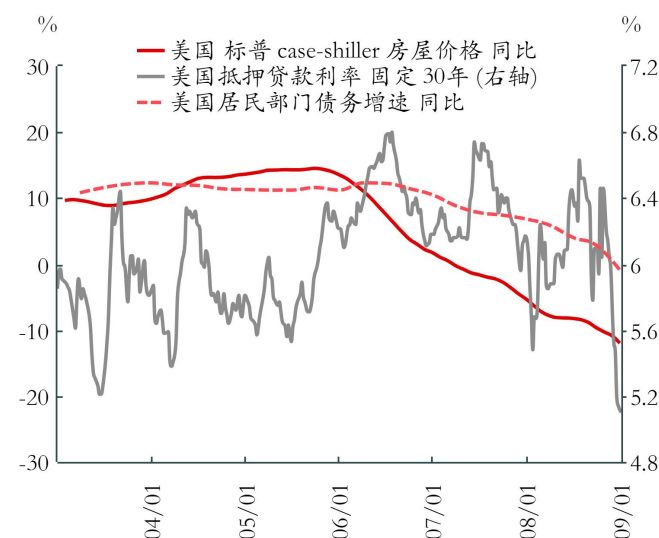
2000年后美国经济衰退绕不开的就是08年金融危机。08年金融危机对于全球经济产生了深远的影响。分析08年金融危机的文章多如牛毛，我们本次对于08年金融危机的分析主要从经济衰退的方面去分析。

图表1：因为通胀走高美联储持续加息



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表2：贷款利率上升导致居民部门去杠杆



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

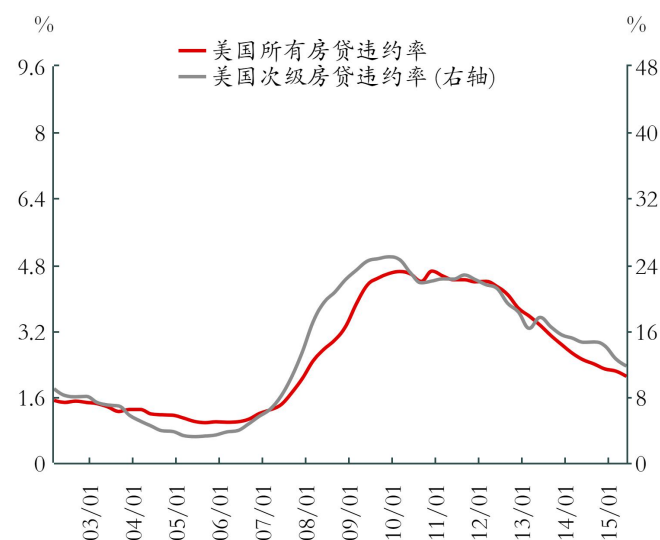
08年金融危机的来源来自于2000年后的美国科技股泡沫破灭，时任美国总统小布什为了提振美国经济，将美国经济的主要驱动力放在了房地产部门上，这就开启了美国居民部门和房地产高度绑定的时代，美国经济驱动力从90年代的科技革命转向居民部门购买地产。

但是这其中最关键的地方在于，美国的房地产市场在2000年后，已经不仅仅是通过居民抵押贷款这种简单的形式进行连接，而是通过金融贷款证券化的方式来实现深度绑定，这就导致08年金融危机的破坏力相较于此前的衰退要更加剧烈。

通过MBS和CDO这种较为复杂的金融工具，美国的商业银行实现了向不合格的购房者发放住房贷款的同时，通过证券化的形式转移这种风险，而由于美国房地产市场的持续上涨，次级贷款违约的几率被明显低估，这就埋下了危机的伏笔。

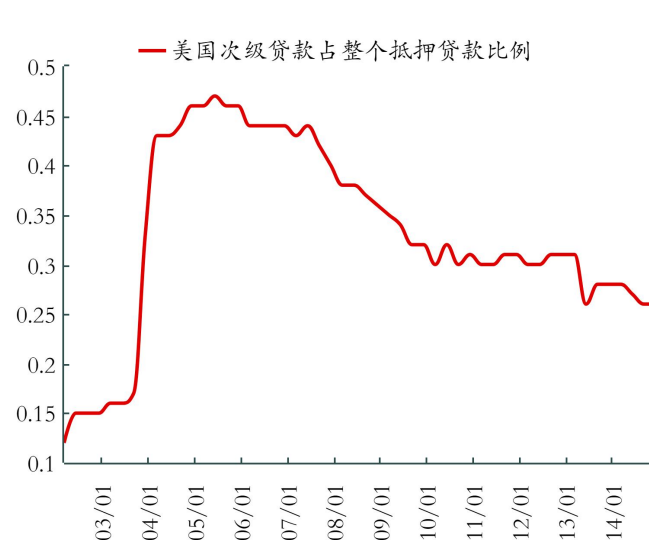
从上文可以得知，美国居民部门通过不断走低的金融条件来购买房屋，同时不断上涨的地产价格强化了居民部门进一步增加债务的意愿，因此造成了房价上涨-居民增加负债-房价继续上涨-居民消费增加的房地产市场走强传导至整个实体经济的正向循环。与此同时，金融市场也经历一个抵押物资产上升-信贷金融化资产价格上升-商业银行加大产品发行-金融证券化产品规模加速扩张的正向循环。

图表 3: 违约和房贷利率上升之间存在时间延迟



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

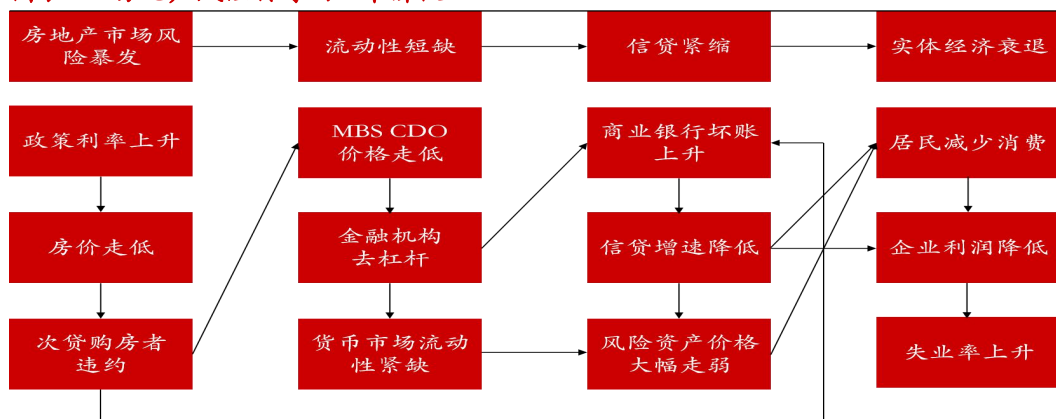
图表 4: 次贷占比的大幅上升加剧了市场风险



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

这个看起来一片向好的局面最大的问题是什么？那就是美国居民部门的韧性，也就是由于居民部门的收入增速不可能大于债务增速，造成在居民债务水平不断上升的过程中，必须保持利率水平处于绝对低位，但是由于通胀的上升，美联储不得不开始加息来应对经济过热，因此美联储加息就必然导致建立在地产价格永远上涨过程中的经济循环出现大问题。

图表 5: 房地产风险传导的 4 个阶段

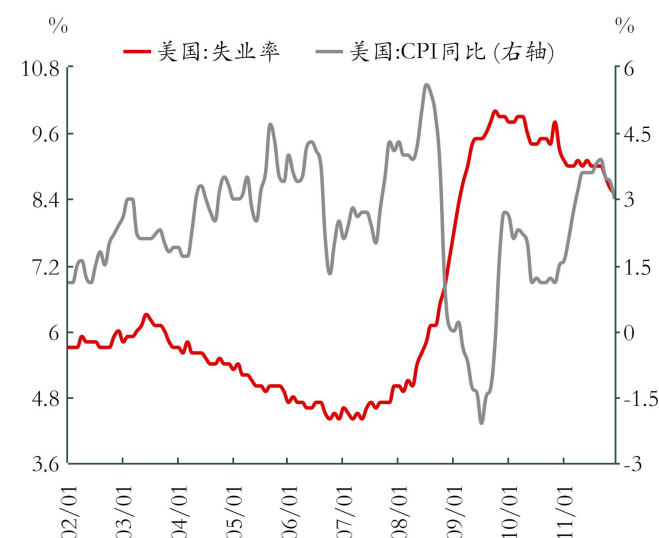


资料来源: 东证衍生品研究院

因此我们就在美联储加息之后看到了非常典型的风险传导的过程。我们可以把这种风险传导过程分为4个阶段1) 美国房地产市场走弱: 加息传导至房地产市场走弱是需要时间的, 因此美联储04年开始的加息, 直到06年美国房地产市场基本见顶, 这其中我们认为 ARM (Adjustable Rate Mortgage) “可调整利率贷款”的推出可能是一个重要原因, “可调整利率贷款”意味着抵押贷款的前两年提供一个非常低的利率, 然后在第三年回到正常略高的利率, “可调整利率贷款”主要针对的就是次级贷款的受众, 也就是还款能力不足的购房者, 因此当2年后的加息导致次级贷款的购房者出现违约时, 房地产风险就开始爆发。2) 流动性短缺: 随着次级贷款的违约, 建立在债务金融化下的次贷产品包括 MBS, CDO 等产品的价格出现了走低, 这引起了金融机构的去杠杆行为, 尤其是大量持有这种资产的机构不得不面临资产价格重估带来的追加保证金行为和资产价格下跌过程中流动性在下跌过程中的突然消失, 因此这会导致金融市场出现被动的紧缩循环。3) 次级贷款的违约率继续上升, 商业银行也开始受到负面冲击, 房地产市场风险传导至商业银行, 商业银行坏账率上升, 信贷开始紧缩, 信用利差出现明显走阔, 风险资产价格出现大跌。4) 整个实体经济其他部门受到负面冲击, 居民部门减少支出, 企业利润下跌, 劳动力市场疲弱, 实体经济进入到衰退阶段。

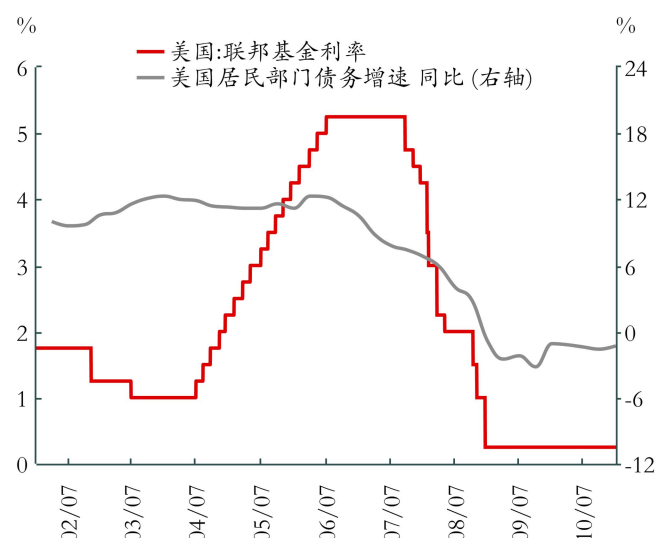
在这个过程中, 我们再来关注一下美联储的态度和行动节奏。在美国房地产见顶的06年, 美联储对于美国经济维持高度信心, 认为房地产市场降温非常正常, 就是政策想要看到的结果, 07年3月份, 美联储开始注意到次级贷款市场的风险, 但是认为风险非常小。07年6月, 贝尔斯登出现次贷产品重大亏损, 8月7日美联储利率会议认为经济稳定, 担忧通胀, 并未降息。9日法国巴黎银行宣布冻结次贷亏损基金, 风险传导至美国, 流动性开始紧张, 隔夜拆借利率上升, 美联储通过纽约联储向市场释放了240亿美元的现金, 并且宣布贴现窗口将持续提供现金, 8月16日17日, 美联储连续降低再贴现利率, 短期流动性风险基本被稳定。

图表6: 美国失业率低位和通胀偏高阻碍了美联储



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表7: 居民部门明显去杠杆阶段维持高利率

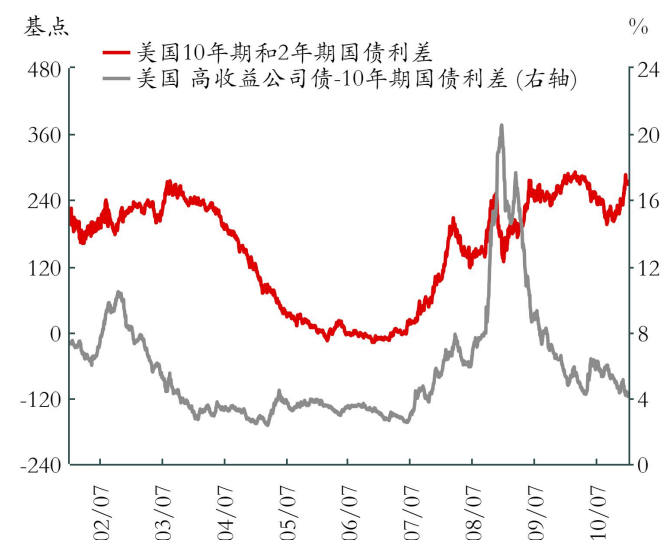


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院



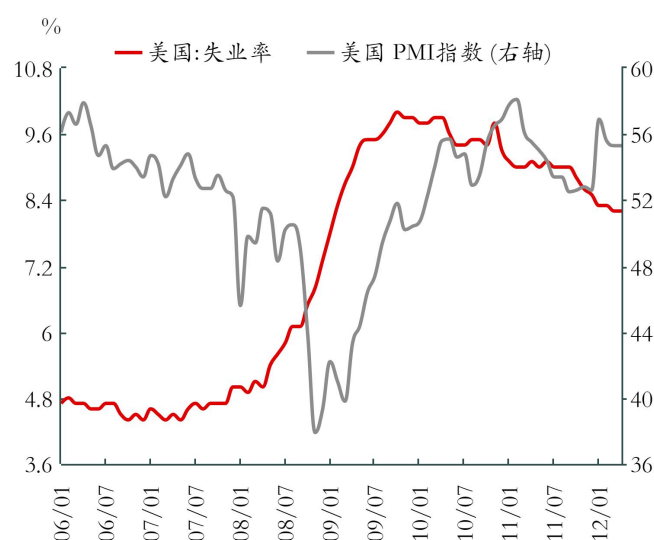
但是根据上文，次贷产生的风险传导的过程还在延续，因为基本面并未改善，因此实际上风险还在继续，10月份美联储开会讨论次贷危机的风险，但是基于当时的失业率和通胀，美联储认为风险有限，仅仅降息至4.5%。11月花旗开始披露次贷资产大幅度减记，保险公司风险开始传染，12月美联储降息0.25%，理由是大幅降息可能被市场理解成担忧经济前景，市场反应大跌。进入到08年1月，实体经济出现走弱加速迹象，非农就业减少17000个职位，美国政府部门提出1500亿美元的财政刺激方案，面对市场愈演愈烈的抛售潮，美联储直接降息从4.25%至3.5%。3月，贝尔斯登流动性枯竭，美联储紧急提供300亿美元，同时美联储3月利率会议降息75个基点，4月再次降息25个基点。短期市场风险偏好明显回升。但是到了6月，雷曼兄弟遭遇危机，美联储并未拯救，美国金融危机彻底爆发。

图表8：流动性危机转化成金融危机



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表9：实体经济反应明显滞后



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

我们看到在次贷危机导致的美国经济衰退过程中，风险的传导过程并非一蹴而就，而是实体经济，金融市场依旧政策制定者之间的剧烈博弈。

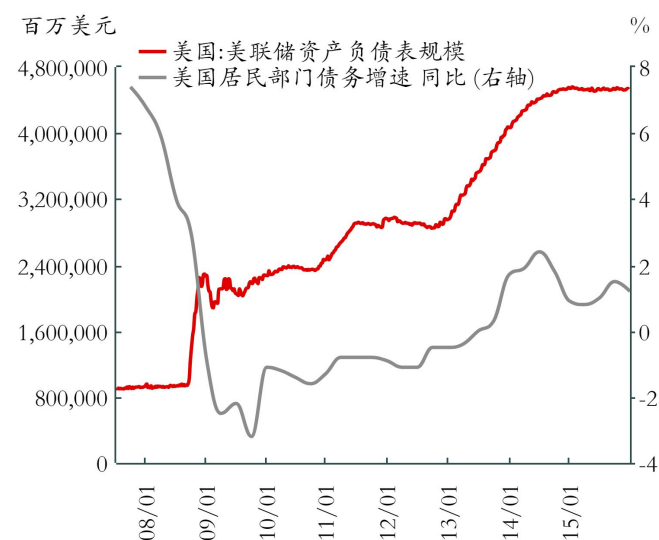
次贷危机本身是由于居民部门的收入和债务之间的背离导致的，因此一定会形成违约，关键是由于债务金融产品化的特点，使得违约对于金融系统的影响将是非常明显的，非线性的扩散影响。但是政策制定者对于次贷危机的认识不足，低估了风险传导的速度和威力，因此在决策层面出现了节奏缓慢和力度较低的问题。一开始美联储只是注入现金，随后降低利率，短期内解决了流动性风险问题，但是由于本质上的原因并未解决，因此危机只不过被延后，随着更多的机构出现问题，仅仅通过增加流动性来切断风险传导是不足的，必须建立信心扭转，而政策制定者在节奏上依旧缓慢，尤



其是根据当下的经济数据来采取行动，因为金融风险传导至实体经济数据需要时间，因此实体经济数据本身的滞后使得决策上存在先机尽失的风险，美联储因为实体经济数据尚可选择谨慎就犯了这个错误，然后雷曼兄弟的倒台彻底使得市场预期发生了变化，衰退不可避免。

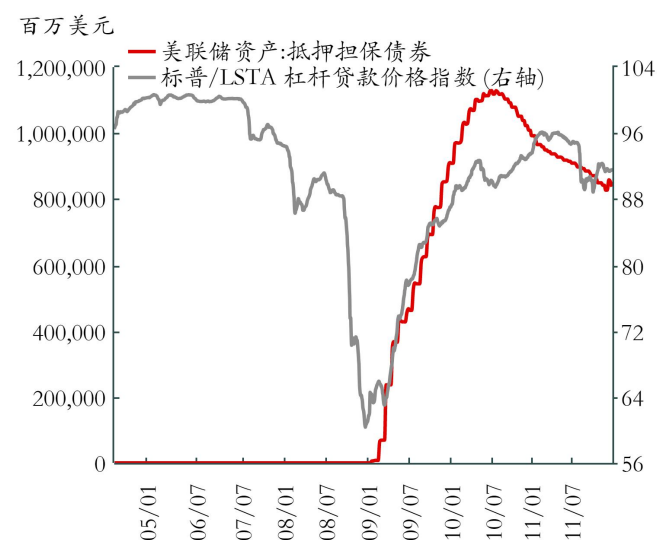
08年金融危机导致的衰退是系统性的，内生性的衰退，在居民部门和房地产市场高度绑定的局面下，解决居民部门问题才是解决衰退的核心因素，因此之后美联储采取的解决方案就是在利率水平降至0的情况下，开始资产购买（QE），通过央行资产购买的方式，尤其是购入MBS资产，修正了恐慌性的通缩循环带来的资产价格大幅走弱，同时引导长端利率进一步下行，在居民部门因为次贷导致的去杠杆过程中，实现温和的修复，由于美国居民部门受到的负面影响较大，因此这个修复的过程时间较长。

图表 10：通过资产购买的形式修复居民部门债务



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 11：定向资产购买解决次贷造成的负面影响



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

## 1.2、新冠疫情导致的经济冲击

新冠疫情导致的美国经济衰退则和08年金融危机的风险传导路径明显不一样。美国经济在19年中已经出现了流动性不足的问题，所以美联储向市场投放了流动性并且停止了缩表，这可以看作是衰退的前兆，在经历了18年中美贸易战，美国经济已经出现了疲态。

图表 12：新冠疫情冻结美国实体经济



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 13：美国劳动力市场迅速走弱



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 14：经济冻结产生流动性危机



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 15：市场风险偏好迅速走弱



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

新冠疫情的到来加速了美国经济的走弱，随着疫情的扩散，市场从一开始的不以为意，迅速转向恐慌，仅仅用了2个多月的时间。市场恐慌的核心之处在于疫情带来的对于居民部门的限制，将导致实体经济进入到“冻结”的状态之中，经济活动将受到明显的放缓，因此相较于08年金融危机的风险传导主要是金融传导至实体，新冠疫情产生的风险传导则是实体传导至金融。

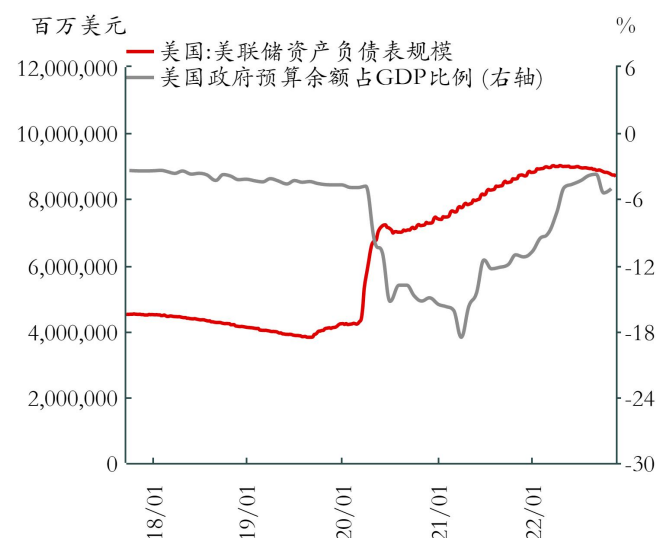
由于预期的影响，金融市场的反应要迅速的多，美联储短期内降低利率，解决流动性问题，但是市场对于此并不买单，因为没有解决实际问题，对于经济的“冻结”效应需要解决的是居民部门的收入问题。因此风险继续传导，美国股市出现连续熔断，市场进入到实体经济冻结预期下的通缩循环，信用利差大幅度上升，美元被动走强。

图表 16: 降息对于市场而言效果不足



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

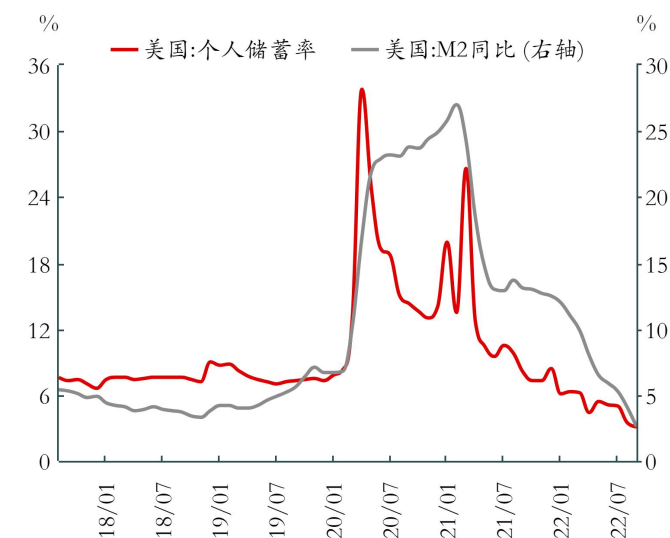
图表 17: 财政和货币政策配合扭转困局



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

由于吸取了08年金融危机的经验，这次政策制定者的政策节奏相比而言快了许多，在出现了连续的熔断之后，美联储临时召开了会议，宣布无限量资产购买，并且推出了一篮子定向政策工具来解决企业和居民的流动性短缺问题。

图表 18: 流动性注入推升居民储蓄



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 19: 居民支出明显得到支撑



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

除了美联储的货币政策，这一次非常重要的一项是财政刺激，相较于之前的财政刺激，新冠疫情后的财政刺激是直接对于居民部门注入流动性，这包括了多个法案。直接给居民部门注入流动性最大的作用就是防止居民部门在经济冻结产生的失业率大幅上升的局面下维持购买力水平不变，防止经济进入持续的紧缩循环，因此在流动性的持续注入下，实体经济的紧缩风险被终止。

因此短期市场虽然由于紧缩冲击形成了流动性风险，造成了金融市场的巨大波动，但是流动性风险并未进一步上升至债务危机，由于强有力的政策，新冠疫情产生的巨大通缩压力实际上使得市场出现了巨大的交易机会，因为实体经济修复的速度明显弱于流动性注入的速度，因此通缩到通胀之间的过程需要时间，市场风险偏好可以长期上升。

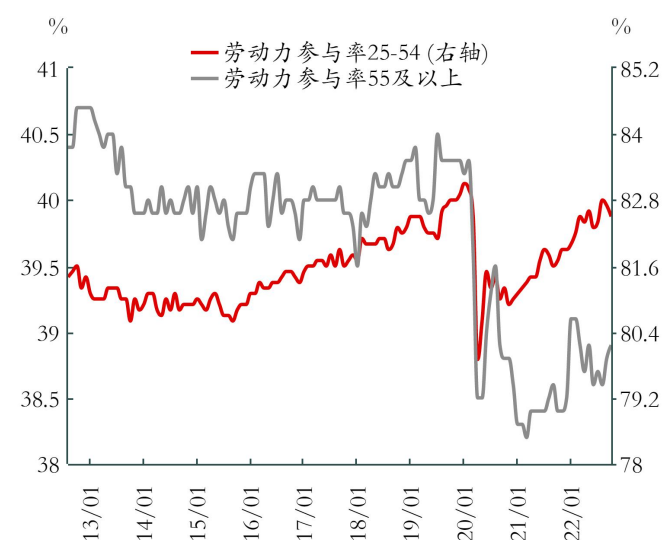
因此我们可以总结，在由于新冠造成的巨大通缩压力下，直接财政刺激的效果是非常迅速的，因为对冲了通缩产生的债务紧缩压力，同时解决了流动性危机，常规的政策节奏缓慢而且效果不足，因此这就是重病下猛药的手段，只不过副作用较为明显。

### 1.3、目前的局面，更加棘手的困境

目前的美国经济面临的局面处于一个非常棘手的困境。一般局面下而言，在新冠疫情后如此巨大的货币宽松和财政刺激，美国经济周期不会出现非常迅速的波动，但是实际上目前的美国经济，已经出现了衰退的迹象。

主要原因在于美国新冠财政刺激后，过剩的消费力和疫情带来的供应链中断之间产生了矛盾，而且这种矛盾由于俄乌冲突的爆发更加剧烈，这导致了高通胀的出现，高通胀带来的问题在于政策制定者不得不迅速的退出宽松政策来降低需求，但是实际上的经济本身韧性不足以支持流动性迅速的抽离。因此造成了目前非常棘手的局面。

图表 20：新冠后劳动参与率大幅降低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

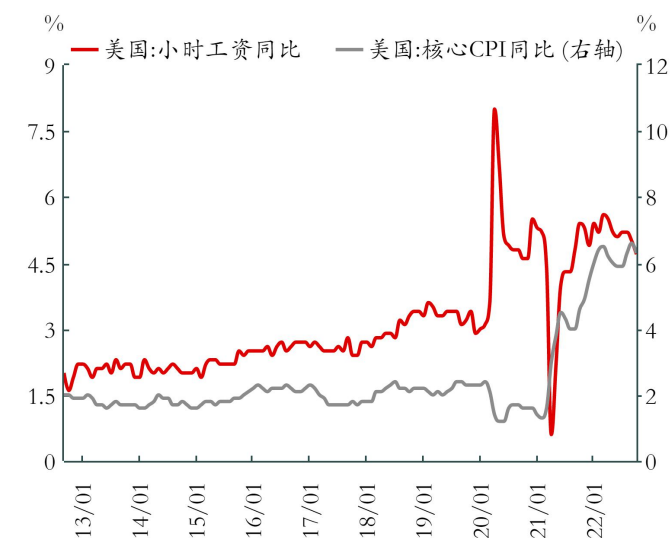
图表 21：职位空缺高企产生对于薪资增速的压力



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

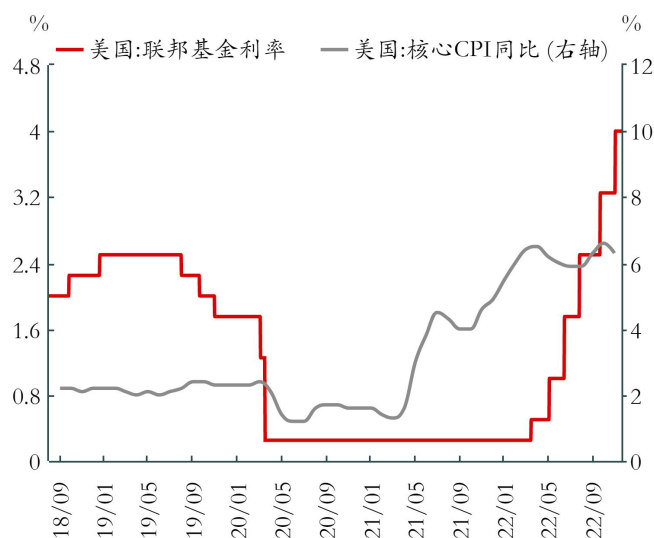
目前衰退的特征和08年金融危机最大的区别在于，08年债务危机的风险主要集中在居民部门对于金融的传导上，目前的局面则是即使经历了财政刺激，美国居民部门债务水平的位置依旧处于较为健康的状态，居民部门风险向金融传导的压力有限，但是美国政府部门的债务处于非常高的水平，因此对于利率长期的水平较为敏感。

图表 22: 薪资增速维持高位支撑核心通胀



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

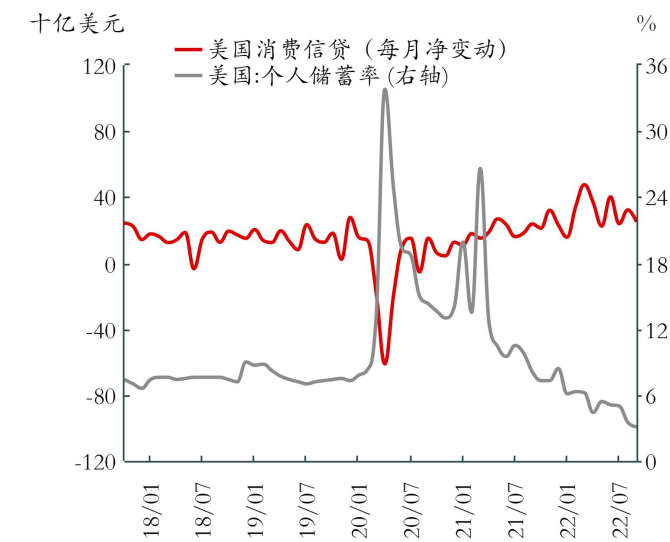
图表 23: 因此加速加息来抑制需求



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

因此目前我们倾向于美国的衰退将是一次实体经济下行为主, 部分传导至金融的衰退, 因为经济冻结的可能性很低, 因此出现剧烈的通缩风险可能性不高, 但是流动性风险依旧会出现, 主要原因在于随着经济基本面走低, 对于利率耐受度的下降将导致相对较高的利率水平持续时间越长, 实体部门倾向于减少支出的意愿就愈加强烈, 这会导致实体需求进一步降低, 这种局面将自我强化并且对于企业部门造成持续负面影响, 经济从稳态向不稳态转变。

图表 24: 居民部门消费趋势乏力



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 25: 高企房贷利率制约地产融资



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院



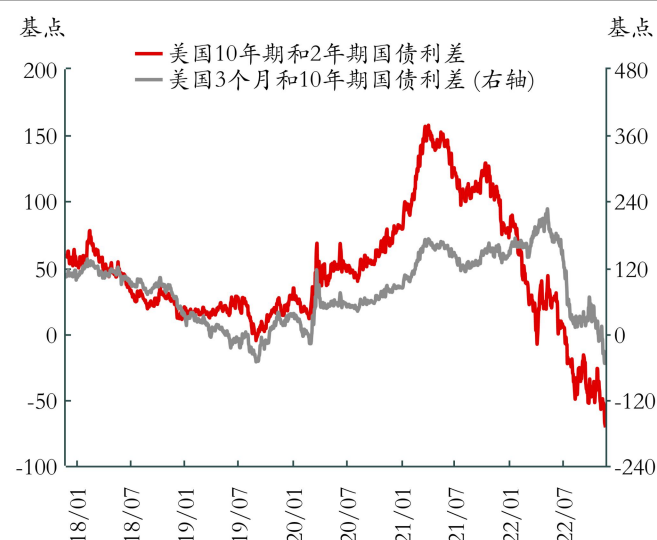
因此这将导致出现流动性风险，随着实体经济和利率之间的背离愈发严重，利率曲线持续的倒挂，信用利差将出现上升，表明企业部门由于实体经济的下行感到压力，而此时政策利率依旧处于高位，短期流动性紧张的局面出现。美国流动性紧张在19年出现的标志性事件就是系统内的流动性不足，导致美联储不得不开始向系统内注入流动性。因此目前需要特别关注美联储整个系统内的流动性状况，随着经济基本面走弱，系统内流动性承压，经济硬着陆概率上升，流动性风险的上升将从系统内首先出现，因此可以关注美国隔夜互换利差（FRA-OIS）和纽约联储的流动性互换规模来观察系统内流动性的压力，尤其是隔夜互换利差的水平在不断走高，只要流动性互换的数量开始迅速持续上升，这可能就是流动性危机出现的前兆。

**图表 26：流动性抽离引发金融紧缩**



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

**图表 27：流动性危机的概率上升**



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

这种流动性危机的出现，实际上就是美国经济本次衰退的信号，08年和20年的问题都有流动性危机，但是对于流动性危机的处理手段不一样导致结果巨大的差异。因此本次衰退最为核心的问题就是，如何切断流动性危机向债务危机的传导。

目前的情况复杂之处在于，我们看到的实体经济和货币政策之间的失衡，导致流动性危机，但是最为核心的因素-通胀并未得到有效的控制，流动性危机出现往往伴随着通缩冲击，但是目前的高通胀局面，即使到了2023年，流动性危机出现，通胀中枢也不太可能处于非常低的水平。因此目前美联储坚持政策利率水平维持在高位，就是要控制通胀预期持续下行，这和流动性危机下需要迅速降低利率水平之间出现了巨大的分歧，对于再次高通胀的恐惧限制了美联储迅速做出有力政策的空间。我们认为经济硬着陆对于通胀的影响还是非常明显的，短期通缩的压力将明显上升，在同比因素和时间周期都不支持通胀的状况下，美国通胀可能面临短期明显下降的压力，即使如此，考虑到结构性因素，整体通胀水平降低至2%以下的可能性非常低，这一点和新冠疫情

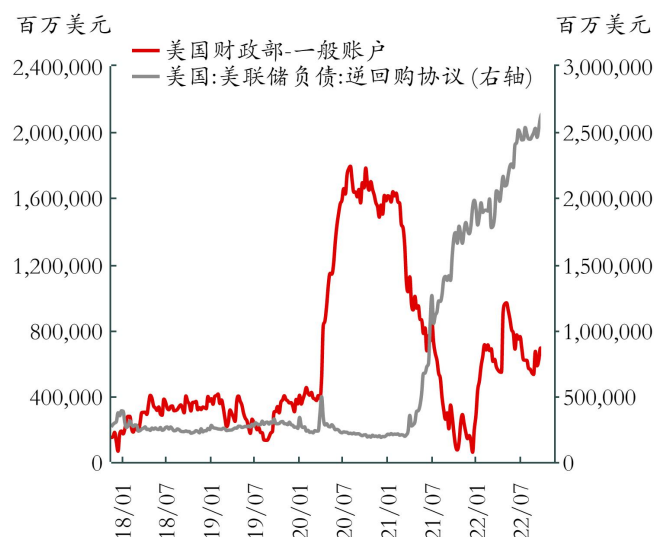
产生的通缩压力相比还是明显不一样。预计美国通胀在2023年中期会回落至4%左右的水平

图表 28: 掉期利率明显走高



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

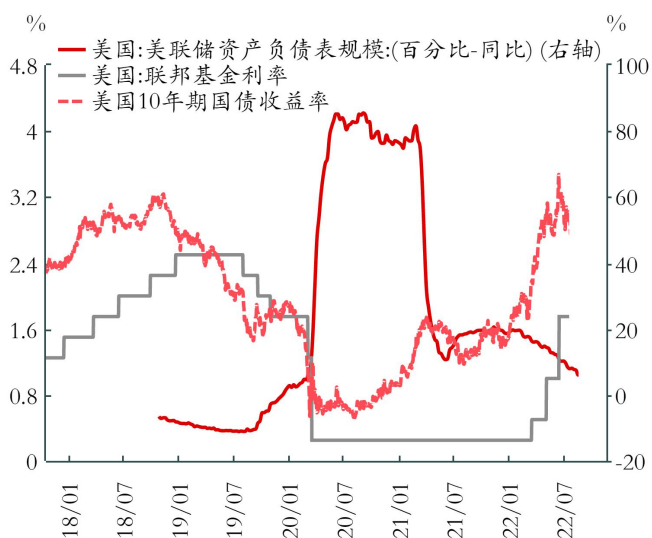
图表 29: 逆回购持续上升表明现金囤积意愿明显



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

对于目前存在的衰退压力,我们认为顽固的通胀压力将强化衰退形成的概率,但是系统性内部流动性的紧缩将会导致流动性风险,进而对于更为广泛的金融系统产生压力,尤其是目前的紧缩政策对于导致的流动性不足可能产生螺旋紧缩的风险,造成抵押物价格连环下跌,这种风险对于实体经济预期将产生巨大的负面影响,因此美联储在这种局面出现后,我们认为不太可能袖手旁观,将采取行动。从目前的时间来看,美国经济2023年2季度左右美国经济衰退的风险非常明显,预计美联储政策彻底转向的时间点也在附近。

图表 30: 货币政策扭转修复周期较长



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 31: 财政刺激对于通胀预期影响非常大

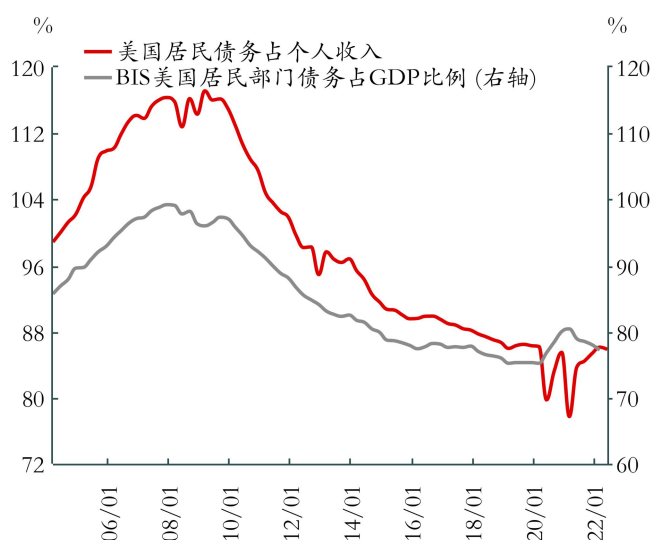


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

因此我们认为 2023 年的美国经济衰退主要的解决思路有两种模式，1) 货币政策为主，美联储停止加息缩表，开启降息和扩张资产负债表，改变目前的金融环境。好处在于对于通胀预期的影响有限，不足之处在于效果传导间接，货币政策对于实体经济尤其是居民部门的提振效果有限，2) 财政政策为主，经历过新冠疫情的 MMT，财政刺激尤其是直接给居民部门注入流动性的措施依旧可能出现，好处在于效果非常直接，经济的复苏将较为强劲，坏处在于通胀预期的不稳定，通胀预期可能出现失控。

考虑到目前政策制定者面临的环境和约束，我们预计在流动性危机出现的时刻，采取财政政策来对冲经济下行的可能性并不高，因此可以判断这会是一次相对较慢的经济修复。

图表 32：居民部门债务处于低位



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 33：政府部门债务高位推升长端利率水平



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

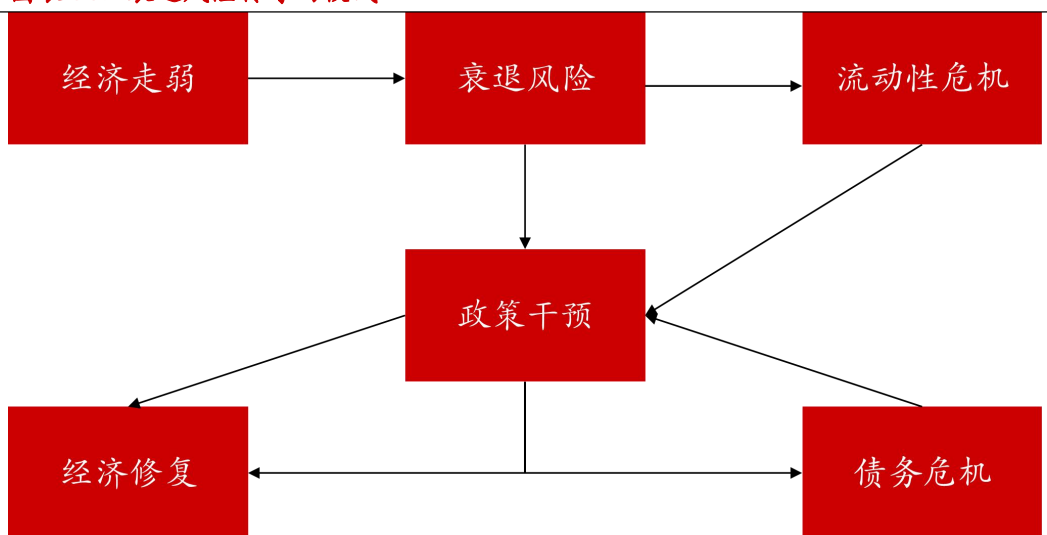
从不同阶段的衰退风险可以看出，对于美国经济衰退的分析重点并不在实体经济衰退本身，而是在于衰退发生的原因和政策应对。我们看到衰退的前置阶段往往出现流动性危机，解决流动性危机的方式决定了衰退的程度。目前来看，2022 年美国面临的是经济周期和通胀之间的错配，我们认为政策节奏不可避免的时间迟滞导致流动性危机发生的概率明显上升，但是居民部门整体债务较低，和经济其他部门的结合程度不高，因此流动性危机转化成全面债务危机的可能性并不足，政策制定者只需要解决

流动性的问题。

因此目前强势的美元和美债收益率产生的流动性抽离，预计在通胀被压制后出现反转，市场并不需要等待基本面的反转，只需要通胀被压制和流动性危机的迹象，整体市场的反转就可能就是大概率事件，因此虽然市场讨论了较多的节奏问题，本质上的核心还是需要在基本面和政策之间的负反馈转为正反馈，而且这个过程不能造成超预期的冲击。

因此我们预计随着美国衰退风险的继续上升，美联储政策反转，美元指数将从目前的绝对高位开始回落，流动性风险的出现将导致美元短期明显上升，但是一旦美联储开始解决问题，我们预计美元将出现持续的走弱，并不是因为美国经济本身弱于其他经济体，而是解决衰退和流动性危机需要美联储释放出流动性转向的信号，这造成了美元流动性实际和预期的恢复，对于美元本身形成下行压力，而后续的美元指数走势就要看美国经济复苏的程度和其他经济体的相对增速差，从目前美国经济面临的局面来看，如果仅使用货币政策来解决问题，美元指数出现15%左右的跌幅可以预见。

图表 34：衰退风险传导的模式



资料来源：东证衍生品研究院

在08年金融危机之后，随着央行购买资产的政策入局，经济周期自我的修复过程逐渐被央行政策所影响，因此我们认为美国经济衰退在目前来看，主要不取决于经济各个部门自我修复，而是政策力度，因此虽然负面作用的效应远期较高，尤其是财政政策的可能入局强化了政府部门明显的债务压力，但是在美元系统依旧存有明显相对竞争优势的局面下，长期的困境对于短期的市场波动而言并不是最先考虑的问题，因此和政策起舞依旧是最优解。

## 2、投资建议

### 2.1、等待政策拐点

衰退预期强化后，政策拐点到来还是大概率事件，因此政策拐点意味着美元将由强转弱。美债尤其是长端美债中枢预计见顶，因此长端美债可以开始逐步购入。

### 2.2、强烈建议高配贵金属

应对衰退的货币政策或者是财政政策将导致实际利率的走低，因此考虑到远期政策变化，目前应该逐步进入到配置贵金属的阶段。

## 3、风险提示

美国经济韧性超预期。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。



## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)