



2022 年 09 月 20 日

# 美国“衰退交易”何时到来、如何开启？

——探索宏观主线切换及推演大宗商品走势

|          |                    |                           |
|----------|--------------------|---------------------------|
| 王笑       | 投资咨询从业资格号：Z0013736 | wangxiao019787@gtjas.com  |
| 王蓉       | 投资咨询从业资格号：Z002529  | wangrong013179@gtjas.com  |
| 刘雨萱（联系人） | 从业资格号：F03087751    | liuyuxuan023982@gtjas.com |

## 报告导读：

从美国现实经济表现来看，无论是就业、消费还是工业生产均不能断定当下经济已经进入衰退，甚至强劲的就业、具有韧性的美国消费、高位回落的工业生产勾勒了当下美国经济正处于脱离过热、迈进下一个阶段的过度通道之中，从劳动力市场供需矛盾出现缓解信号、内在增长动能趋软来看，美国经济边际走弱已成现实，且持续下行已成定局。

我们尝试对未来美国经济何时进入衰退、何时交易衰退进行推演，根据部分领先指标显示，美国经济边际下行趋势较为清晰。从劳动力市场看，1）美国劳动力市场需求先行指标已经开始周期性回落，一般领先职位空缺数快速（衰退）1 年左右；2）劳动参与率有所回升，就业市场的高需求主线转为供给修复主线，可能带来近期失业率有所回升但单月劳动力增长动力维持韧性的局面；3）衡量职位空缺-失业率两者关系的贝弗里奇曲线显示，一旦职位空缺数分别下至 1000 万和 700 万人之时，可能分别对应衰退预期增强和衰退的现实，同时职位空缺-失业率组合在曲线移动的斜率决定了是“硬着陆”还是“软着陆”。

我们的基本结论是，虽然宏观指标边际走弱、先行指标下行，但劳动力市场仍旧极具韧性，当下来看并不符合衰退的定义，恐怕也难以期待所谓的货币政策转向并开启衰退预期的交易模式。一旦就业数据落入衰退预期阈值，美联储开始考虑货币政策边际放缓甚至是转向之时，衰退交易正式在美债收益率上趋势性的显现出来。但在面对本轮衰退之时，货币和财政政策应对速度可能会相对滞后、力度也会更为谨慎。

从大类资产表现来看，我们将未来的宏观交易分为三个阶段。首先，我们认为当下海外宏观主线仍旧是高通胀和货币政策紧缩的（通胀-紧缩）组合，即以利率抬升、美元走强、市场普遍受短端利率快速抬升带来估值压力、风险偏好低迷为特征。宏观压力将对下以贵金属、原油、铜为代表的金融属性偏强的品种显著施压。其次，在进入衰退前，可能会面临通胀回落、就业市场尚可、地缘政治风险相对明朗化的风险偏好短期反弹阶段，此时美债收益率整体继续偏强，美元指数筑顶有所回落，且价值表现好于成长、大宗商品相对权益更具韧性，各类商品自身的供需基本面矛盾将更为突出，走势将有所分化。最后，一旦以就业为首的衰退信号出现，商品也将迎来一波共振式的衰退交易，其中高估值的商品将优先跌落，美债收益率从周期顶部回落，期限溢价再度下行。

当下，衰退的故事仅仅是序章落幕，正篇远远还未到来，不远的未来将接棒紧缩，成为市场下一个大类资产的交易主线条。

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 定义衰退：美国离衰退期尚远，但边际走弱已成定局 .....                      | 3  |
| 2. 领先指标显示美国经济边际下滑趋势较为明确 .....                         | 5  |
| 2.1 预测效果和择时意义更好的近端远期利差并未进入倒挂区域，10-2Y 期限溢价稍显过度悲观 ..... | 6  |
| 2.2 调查类指标皆显示出一致性的衰退信号，但存在情绪和现实的分化 .....               | 7  |
| 2.3 前瞻性经济活动指标受金融条件指数持续收紧影响而走弱，指标与商品和通胀预期严重分化 .....    | 8  |
| 3. 以就业为线索推演衰退时点，关注职位空缺数跌破阈值释放衰退信号 .....               | 9  |
| 3.1 职位空缺数处历史高位显示劳动力市场偏紧，但雇佣计划回落显示劳动力需求放缓 .....        | 10 |
| 3.2 劳动力供给回归可能推动失业率上升，但新增就业仍较为强劲 .....                 | 10 |
| 3.3 若职位空缺回落到趋势线之下，衰退预期和衰退交易可能趋势性启动 .....              | 11 |
| 4. 衰退节点前后政策的应对以及大类资产配置的观点 .....                       | 12 |
| 4.1 利率提升持续形成估值压力，货币政策转向预期不宜太早 .....                   | 12 |
| 4.2 大类资产配置观点 .....                                    | 13 |
| 4.2.1 海外宏观主线可能呈通胀-紧缩、短期风险偏好反弹、衰退交易三个阶段切换 .....        | 13 |
| 4.2.2 年底前各类商品基本面矛盾主导，衰退信号后宏观共振下行再现 .....              | 14 |
| 5. 结论 .....   | 16 |



## (正文)

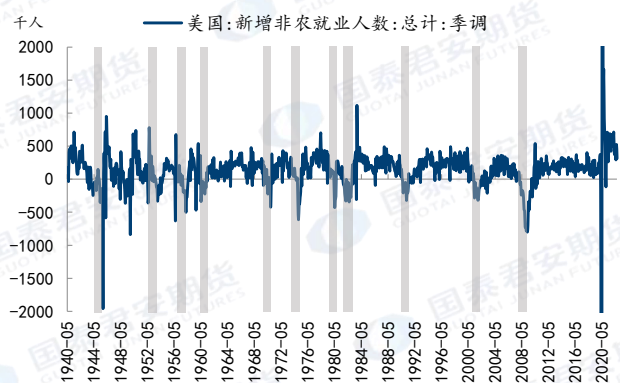
周期齿轮循循轮转，衰退滞涨音频共振。即便有前车之鉴，亦未能抵挡住百年难遇的疫情、40 年未见的极端通胀、以及央行快速加息对经济带来的一波又一波的冲击。处在经济周期拐点的当下，多头信心趁机狂欢，冰山下却处处埋藏衰退的暗礁，未来能否在湍急的河流中平稳着陆、衰退信号从何出现、衰退交易何时再来等等讨论甚嚣尘上，我们试图于本文一窥究竟。

## 1. 定义衰退：美国离衰退期尚远，但边际走弱已成定局

尽管连续两个季度 GDP 出现负增长，美国经济已经出现技术性衰退，但距离从官方角度定义的实质性衰退仍有一段距离。根据 NBER 官方定义，衰退期间描绘了美国在深度、广度、久期方面经济活动的全面下行，以扣除转移支付的实际个人收入、非农就业、家庭调查就业、实际个人消费支出、批发与零售实际值、工业生产指数等 6 个主要指标为判断依据，概括来看可分为就业、消费、工业生产三个维度的经济表现来观察定义是否进入衰退。

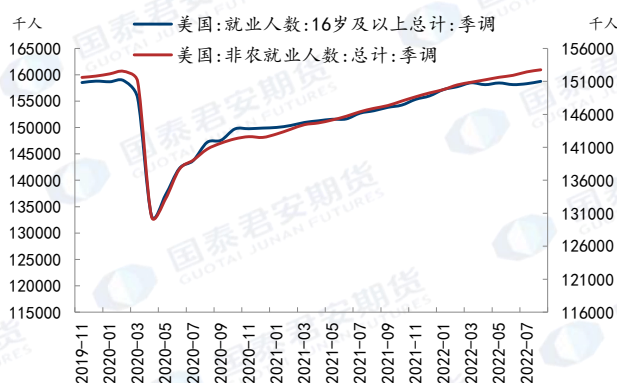
首先，从就业表现来看，无疑是处于强劲且供不应求的劳动力市场，但已初现缓解苗头。8 月非农新增就业人数为 31.5 万人，显示劳动力需求依旧处于有商品向服务需求转向的动车之上，新增劳动力需求最集中的行业依旧为教育和保健服务、零售业、休闲和酒店业等服务行业。同时失业率显著上升至 3.7%，劳动参与率亦突破瓶颈上升至 62.4%，特别是壮龄劳动力参与率（25-54 岁）延续 7 月升势，上涨 0.4 个百分点至 82.8%，意味着困扰劳动力供给的用工短缺问题有边际上的松动，之前退出或未参与劳动力市场的人可能正在寻找就业机会。这一点从家庭调查(Household Survey)的就业人数与机构调查(Payroll Survey)就业人数缺口收窄也能略窥一二，2022 年 3 月开始两者增长速率出现显著劈叉，这意味着劳动力供给不足导致身兼数职的人数增加，则按人头统计的家庭调查表现不如按职位统计的机构调查，而一旦家庭调查就业人口回归稳定回升通道，则劳动力紧张现状有望破解。

图 1：新增非农就业在衰退期内均出现显著转负



资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 2：家庭调查与机构调查就业人数缺口开始收窄

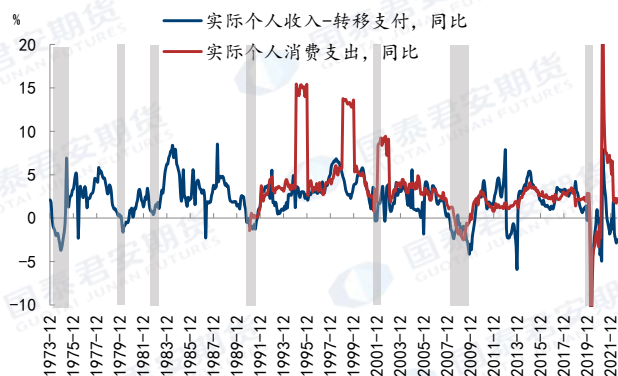


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

其次，消费增长动能仍在，但边际递减之势已出。消费之于美国经济的重要性不言而喻，以从支出法看美国 GDP 结构，截至 2022Q2 个人消费占比超过 70%，为 GDP 最大的拉动项，而此前市场对连续两个季度的 GDP 环比转负反应仅仅停留在未来预期层面的重要原因也是消费拉动仍表现良好。从 NBER 最为关注的个人支出、收入和零售数据来看，过去官方定义的衰退期内均有同比转负的情况出现，而当下零售数据与支

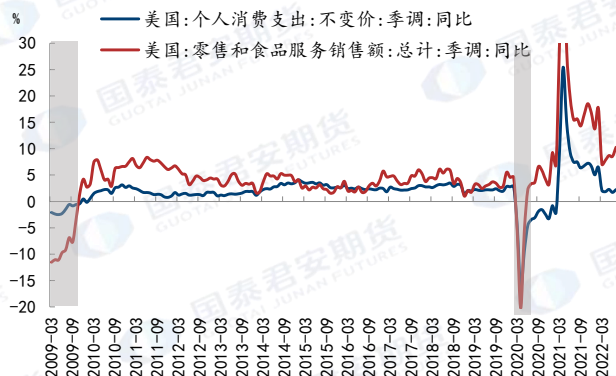
出数据尚且表现良好，扣减转移支付的实际个人收入却已出衰落信号。更微观的角度来看，美国银行出具的消费者统计表明，8月总支付额同比增长13%，而占总支付额20%以上的信用卡和借记卡支出总额同比增长11%，衡量美国银行客户家庭平均信用卡支出8月同比增长5%，呈边际递减之势。

图3：扣减转移支付的实际个人收入已出衰落信号



资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图4：零售数据与支出数据表现良好

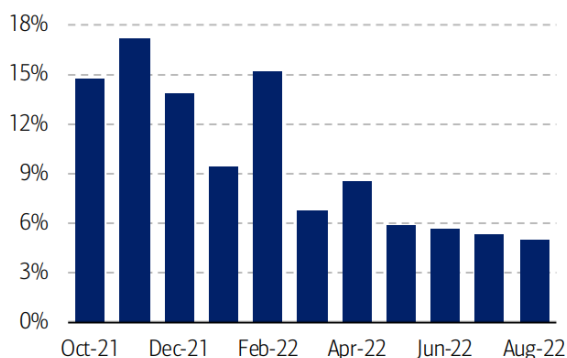


资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图5：家庭平均信用卡支出8月同比增长5%，呈边际递减之势

**Exhibit 9: Monthly card spending per household, based on Bank of America credit and debit cards (%YoY, monthly, Not seasonally adjusted (NSA))**

Card spending per household increased by 5% YoY NSA in August

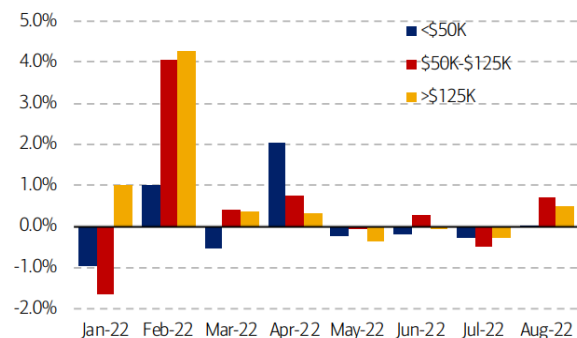


资料来源：Bank of America

图6：除去食品、汽油、和公共事业的家庭平均支出环比回弹

**Exhibit 10: Monthly card spending per household excluding food, gas and utilities, based on Bank of America credit and debit cards (%MoM, seasonally adjusted (SA))**

Discretionary spending growth rebounded in August after contracting in July



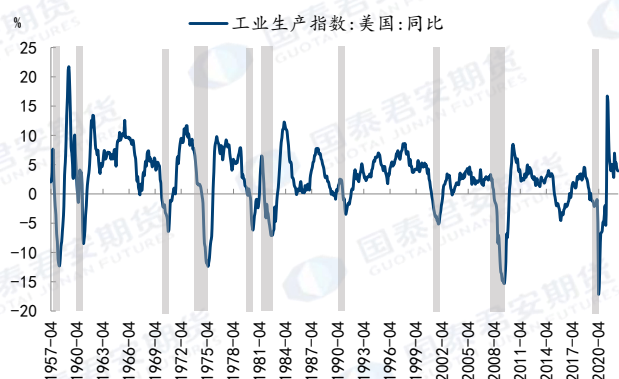
资料来源：Bank of America

工业生产表现方面，历次衰退无一不伴随着工业生产指数的同比转负，当下尽管工业生产指数刚刚疫后修复回到正常值，但是以 PMI 作为工业生产指数的前瞻指标来看，至少未来 3-4 个月将持续下滑，而目前制造业 PMI 已经接近荣枯线附近，且未有扭头迹象，**工业生产指数或将成为各大衰退指标中首现衰退信号的重要指标**。同时，工业生产指数较美国全社会库存为领先指标（领先一个季度左右），在工业生产指数已率先进入下行通道且将持续下行之时，已现同比拐点的制造商库存或将带领批发商库存以及零售商库存进入企业主动去库周期，在需求下滑叠加库存高企下，美国补库周期基本已经宣告结束，微观层面各大零售商的促销与电子行业的大幅砍单亦能作为印证。未来随着美国加速去库，各家企业利润将受到显著挤压，再投资意愿降低，国内大宗商品的出口需求将受到抑制，但同时美国通胀压力也将得到缓解，整体经济水平或将



呈现各个环节联动的加速走弱。

图 7：历次衰退无一不伴随着工业生产指数同比转负



资料来源：Wind、国泰君安期货研究 备注：灰色部分为 NBER 衰退期

图 8：美国制造业 PMI 领先工业生产指数约 3-4 个月



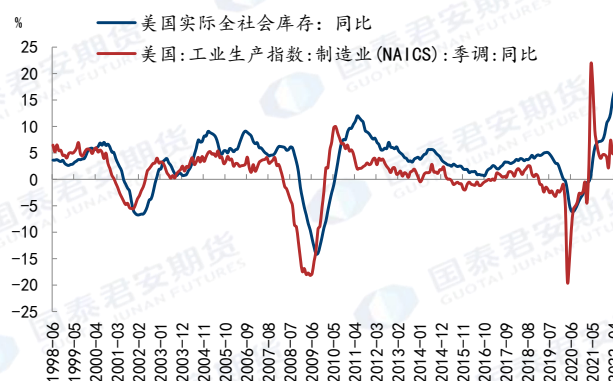
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 9：制造商库存同比已现拐点



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 10：工业生产指数较美国全社会库存为领先指标（领先一个季度左右）



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

总结来看，无论是就业、消费还是工业生产均不能断定当下经济已经进入衰退，甚至强劲就业、具有韧性的美国消费、高位回落的工业生产勾勒了当下美国经济正处于脱离过热、迈进下一个阶段的过度通道之中，从劳动力市场供需矛盾出现缓解信号、内在增长动能趋软、库存周期来看，美国经济边际走弱已成现实，且持续下行已成定局。

## 2. 领先指标显示美国经济边际下滑趋势较为明确

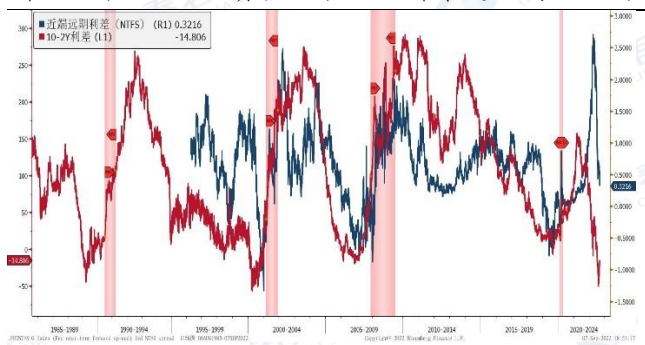
在对当下美国经济做出定性后，我们将尝试对未来美国经济何时进入衰退、何时交易衰退进行推演。我们将筛选部分领先指标，对其效果和实用意义进行梳理，领先指标显示美国经济边际下滑趋势较为明确。其中，美债收益率长短端利差尤其是短期远端利差在预测和择时效果上较高，其进入倒挂后对长短端（10Y、3M）美债收益率趋势下行有较好的指示意义。调查类指标皆显示出一致性的衰退信号，但存在情绪和现实

的分化，目前来看略显情绪性过度悲观之态。前瞻性经济活动指标受金融条件指数持续收紧影响可预见的将继续走弱，目前各项指标与商品和通胀预期严重分化值得警惕。

## 2.1 预测效果和择时意义更好的近端远期利差并未进入倒挂区域，10-2Y 期限溢价稍显过度悲观

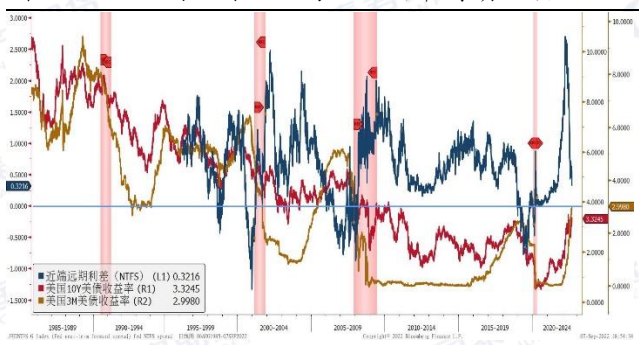
在美联储 2018 年发布的论文（The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror）中，展示了相比传统期限溢价（10 年期-2 年期、10 年期-3 个月），近端远期利差（The Near-Term Forward Yield Spread, NTFS）对于指示经济衰退预期以及货币政策的宽松预期有着更好的效果，因其较少的受到预期情绪的扰动。相比 10 年期-2 年期利差已经进入深度倒挂区域，目前近端远期利差指标并未进入倒挂预期，预示着 10-2 期限溢价可能在当下显得过度悲观。而当近端远期利差进入倒挂区域后，往往与 10 年期美债收益率见顶同步，并领先 3 个月美债收益率（代表利率预期）约 1 个季度左右。近端远期利差倒挂对于大宗商品的预示效果在不同衰退周期中由于大宗商品供需情绪不同而并不具有共性。

图 11：相比 10-2 期限溢价 NTFS 并未进入倒挂区域



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

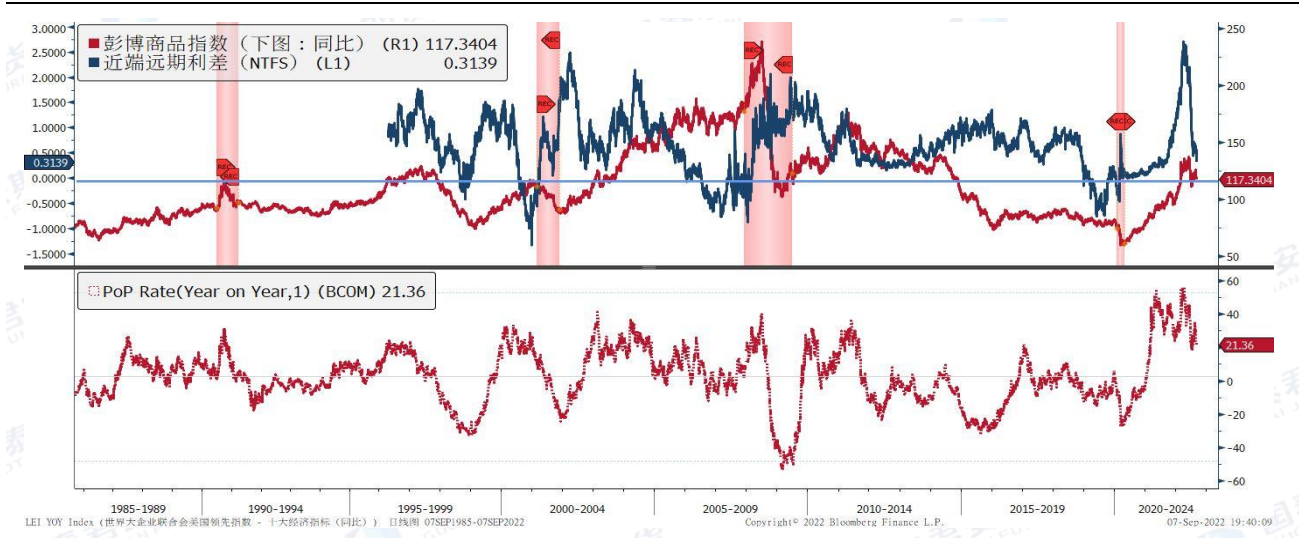
图 12：NTFS 倒挂时一般与 10Y 利率同期但领先 3M



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究



图 13：近端远期利差对大宗商品的指示作用在过去衰退周期中共性并不大



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

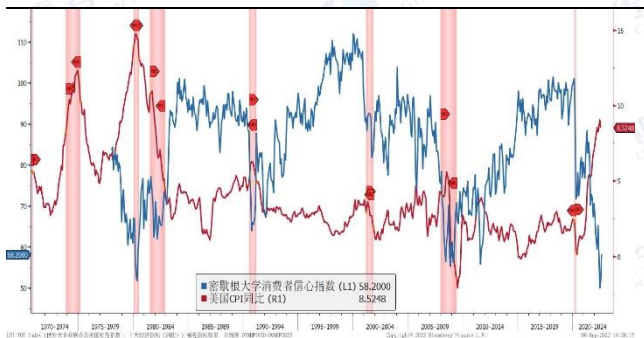
## 2.2 调查类指标皆显示出一致性的衰退信号，但存在情绪和现实的分化

美国密歇根大学消费者信心指数和 ZEW 美国经济景气指数作为典型的调查类指标，已经明显的展现出深度衰退焦虑。

美国密歇根大学消费者信心指数目前正处在历史极低位置，接近于大通胀时期水平，已然呈现出严峻的衰退现实。一方面看，消费者信心指数急剧下落至历史低位主要是受历史高位的通胀读数拖累，而正如近两个月观察到的，一旦美国通胀数据继续呈现顶部回落态势，消费者信心指数可能从极低位置有所反弹，反映出消费者对于通胀的担忧厌恶感有所缓解。另一方面看，消费者信心指数对衰退期的前瞻性并不显著，亦会出现情绪和现实的明显分化，正如目前极低的消费者信心指数对应的是仍明显高于上一个周期的零售销售同比增速，故而略显情绪性过度悲观之态。

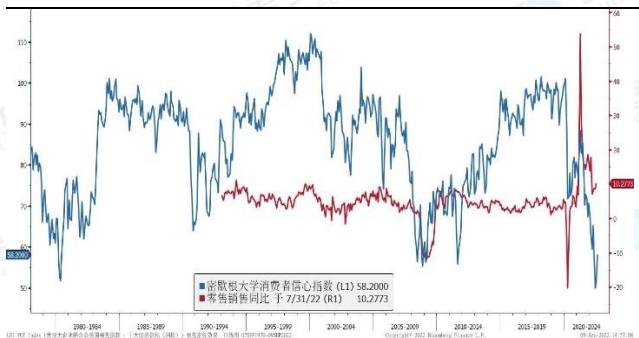
ZEW 美国经济景气指数衡量的是调查对象对美国经济乐观-悲观人数比率之差，它的实用意义在于 ZEW 经济景气指数预期领先 ZEW 经济景气指数现实呈现出较为稳定的 11 月的波峰谷底的对应，这意味着在目前预期指数没有清晰的见迹象时，后续 11 个月现实指数预计将继续呈下行趋势。

图 14：消费者信心指数受高通胀影响已进入历史极低位置



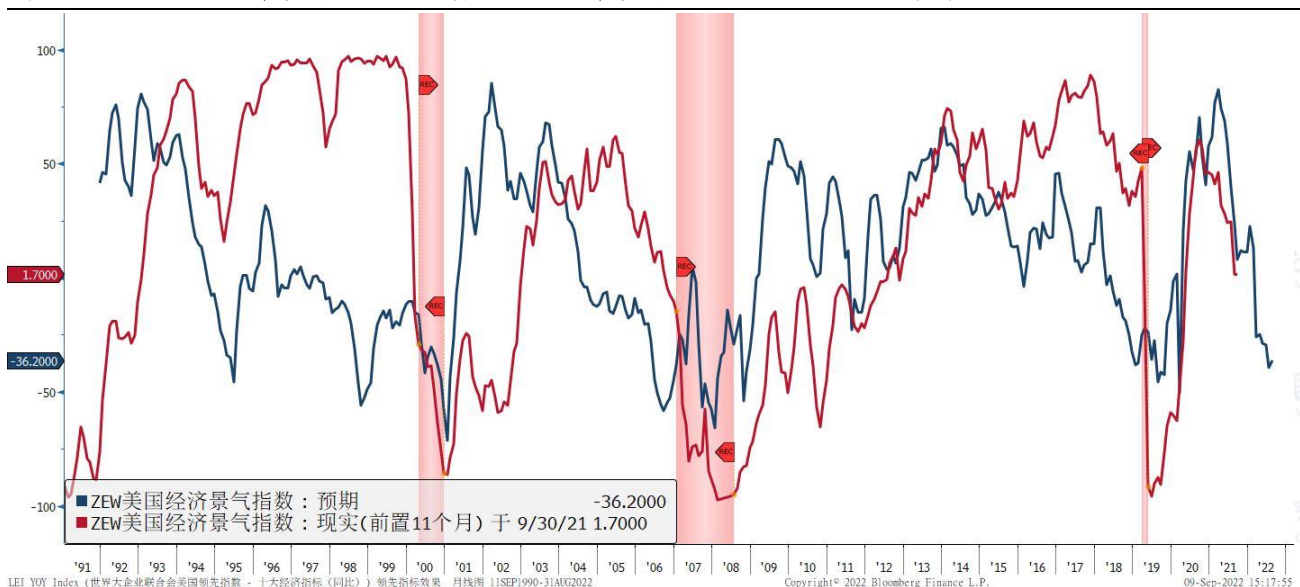
资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 15：调查类信心指数与现实消费增速有所分化



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 16: ZEW 美国经济景气指数 (预期) 领先经济景气指数 (现实) 约 11 个月

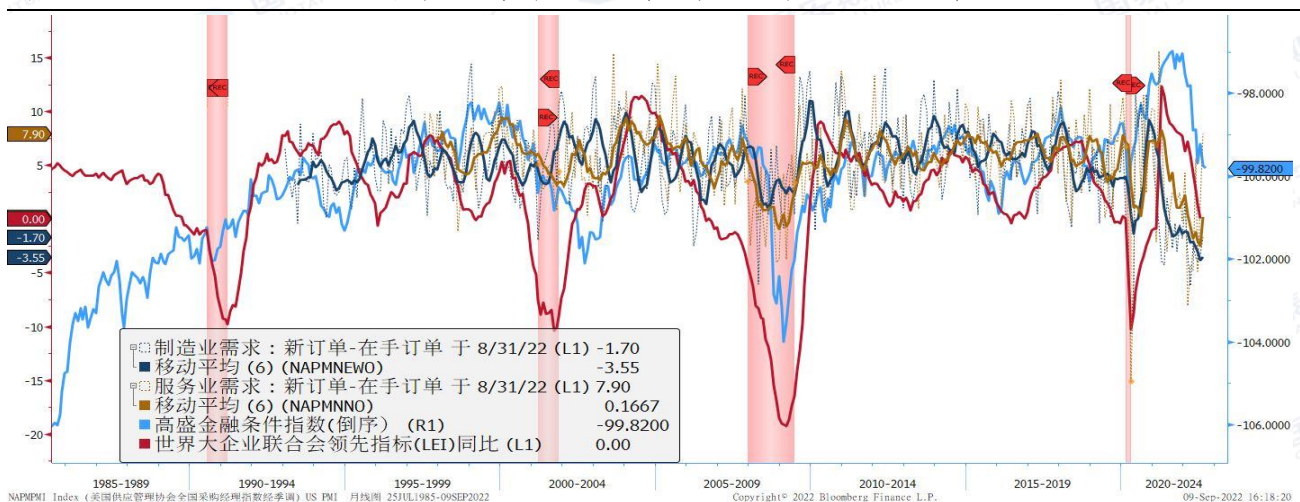


资料来源: Bloomberg、国泰君安期货研究

## 2.3 前瞻性经济活动指标受金融条件指数持续收紧影响而走弱，指标与商品和通胀预期严重分化

世界大企业联合会领先指标 (LEI) 和美国 ISM 指数新订单-在手订单可以作为反应美国总需求的前瞻性指标。当下的宏观环境下，美联储坚持收紧货币政策以抗击通胀无疑是确定性最高的宏观线索，这意味着美国金融条件指数 (FCI) 将继续收紧，作为美国经济周期之母，必然意味着后续经济活动指标将继续承压下行。

图 17: 美联储坚定抗击通胀意味着金融条件指数仍有收紧空间并继续施压经济活动指标



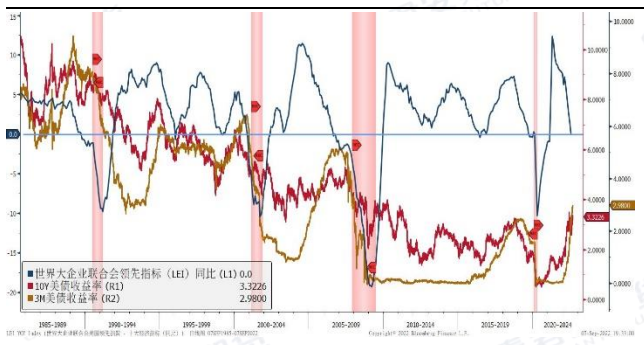
资料来源: Bloomberg、国泰君安期货研究

目前 LEI 同比为正落在临界点处。当世界大企业联合会领先指标 (LEI) 同比有效突破负值区间时间节点时可视为衰退预期指示，对美债收益率开启主要下跌趋势和大宗商品同比下行有一定领先作用。但是相对而言 LEI 的择时效果并不理想，在有限的衰退周期样本中 LEI 同比转负领先衰退现实在 5-15 个月不等。



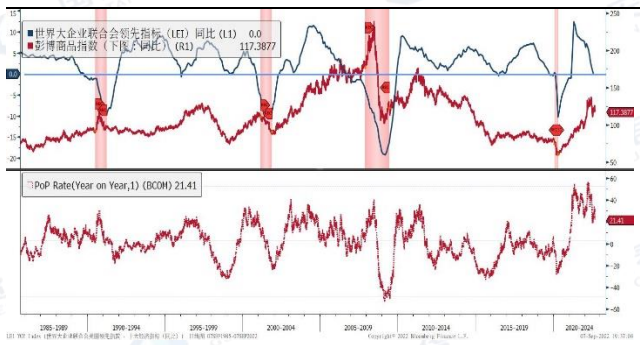
ISM 制造业和非制造业指数中新订单减去在手订单可以代表新增需求的强劲程度，可以更好、更前瞻的反应出美国经济需求端变化。目前代表制造业和非制造业的增量需求指标（6 个月平均）已经持续落入负值区域，意味着增量需求的持续萎缩。并且与金融危机时期出现了相似一幕——新增需求与大宗商品和通胀预期出现严重分化。

图 18：LEI 同比进入负增长时点可驱动美债进入衰退交易



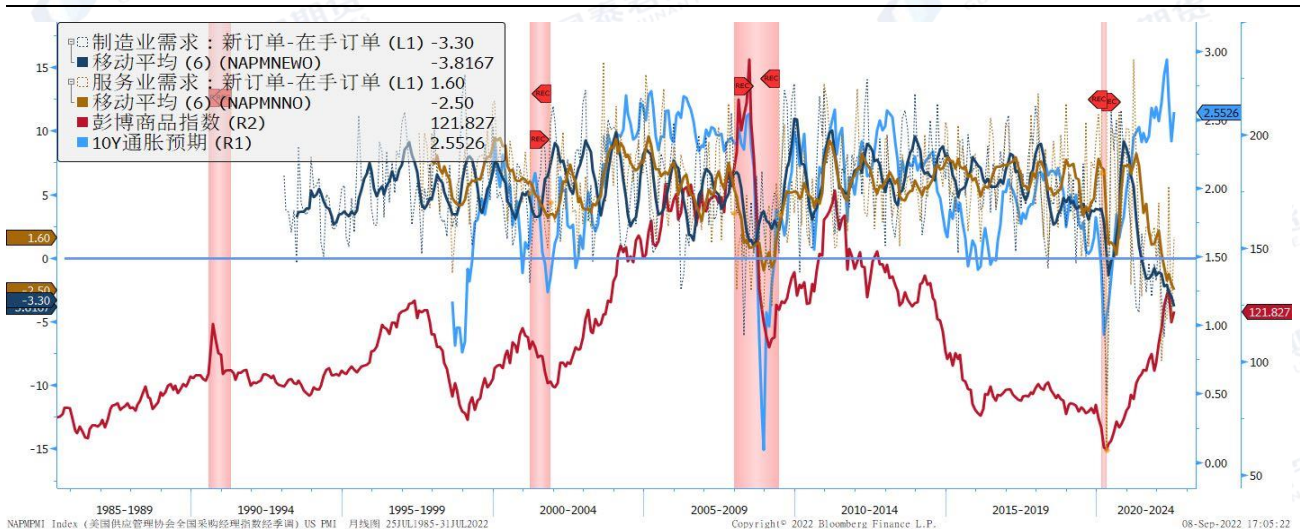
资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 19：LEI 同比进入负增长时点与大宗商品（及同比）走势



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 20：前瞻性需求指标（6 个月平均）已走弱已进入历史极低位置并与大宗商品和通胀预期严重分化



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

### 3. 以就业为线索推演衰退时点，关注职位空缺数跌破阈值释放衰退信号

接下来我们着重分析当下美国劳动力市场的变化。在就业、消费和其他经济活动数据的选择中，我们认为就业数据对美联储官方而言无疑是定义衰退更重要的指标，它的“官方性”进一步体现在，市场参与者（交易）的情绪固然会因为更广泛的经济活动数据波动而产生预期变化并驱动大类资产出现短期波动，但就业数据则是能够驱使政策制定者（美联储）对于经济状况和货币政策路径给出官方定性，从而驱动中长期的交易主线逻辑变化，并改变大类资产的配置结构。所以美国就业数据变化将必然是判断美国经济是否进入衰退的重要线索，我们也将以就业为切入点，推演未来美国可能的衰退时点。

我们发现：1）美国劳动力市场需求先行指标已经开始周期性回落，一般领先职位空缺数快速（衰退）

1 年左右；2) 劳动参与率有所回升，就业市场的高需求主线转为供给修复主线，可能带来近期失业率有所回升但单月劳动力增长动力维持韧性的局面；3) 衡量职位空缺-失业率两者关系的贝弗里奇曲线显示，一旦职位空缺数分别下至 1000 万和 700 万人之时，可能分别对应衰退预期增强和衰退的现实，同时职位空缺-失业率组合在曲线移动的斜率决定了是“硬着陆”还是“软着陆”。

### 3.1 职位空缺数处历史高位显示劳动力市场偏紧，但雇佣计划回落显示劳动力需求放缓

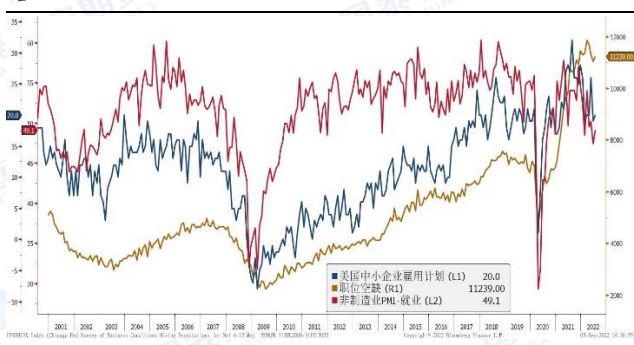
当下美国就业数据仍具有韧性，职位空缺率远高于疫情前趋势，劳动力市场仍旧偏紧，先行指标来看 2023 年底可能出现职位空缺数的快速滑落。就业数据可以成为支持美联储货币政策持续收紧以实现将通胀控制在目标区间的有力依据。最新美国职位空缺数录得 1123 万，绝对值上远远高于疫情前长期趋势线，即便是与 2020 年初疫情前水平对比也多出超 400 万的职位空缺数，这是美国劳动力市场偏紧的毋庸置疑的证据。在较高的职位空缺数背景下，首次申请失业金人数和平均失业期都处于较为安全的区域，显示劳动力市场整体较为健康并可预见的持续具有韧性。当然我们也看到相比职位空缺数作为劳动力市场供需结果的最终呈现，更具有前瞻意义的、反应就业需求的数据如美国中小企业雇佣计划数、PMI 指数就业项已经伴随着更为广谱的经济指标下行而出现明显的周期性疲软迹象。而以上指标往往可视作驱动职位空缺数于高位回落的先行指标，前两者快速回落的起点往往领先职位空缺数据快速回落（衰退状态）1 年左右，指向的是再 2023 年底可能出现职位空缺数的快速滑落。

图 21：较高的职位空缺数意味着劳动力市场偏紧仍将持续



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 22：中小企业雇佣计划和 PMI 就业项出现明显回落



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

### 3.2 劳动力供给回归可能推动失业率上升，但新增就业仍较为强劲

历次经济衰退一般会伴随着就业总数占人口比重和劳动参与率出现快速、大幅的下滑，和愈合往往是缓慢的。新冠疫情的影响也不例外，故而造成目前处于历史高位的职位空缺数固然因经济强劲复苏带来的就业需求产生，也由劳动参与率快速萎缩后修复速度较为缓慢带来。在 8 月份美国非农数据中，我们观察到单月非农新增就业好于预期，但就业率抬升，而复苏阶段持续低迷的劳动参与率有所提升。这可能预示着接下来我们将面临美国劳动力市场供需结构的特征变化：需求主线转为供给主线，即由劳动力需求强劲反弹为转为劳动力供给逐渐向疫情前正常化。

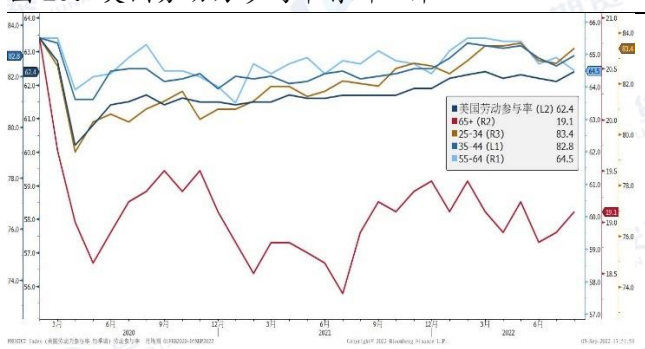
劳动参与率久违的提升预示着劳动力市场供给增加，而结合上一部分我们提及的需求前瞻性数据回落，意味着在接下来的时间内我们可能会观察到在新增就业尚可的情况下，失业率提升速度可能会比预想中快。从数据上看，美国劳动参与率在 8 月出现反弹，其中较为年轻的年龄段（25-34 岁）已经接近恢复至疫情前水平，而 65 岁以上年龄段（往往被仍为提早退休永久性退出就业市场）也出现反弹，整体就业总数占总



人口比例目前较疫情前尚差一个百分点，意味着 350 万的劳动力供给潜力。

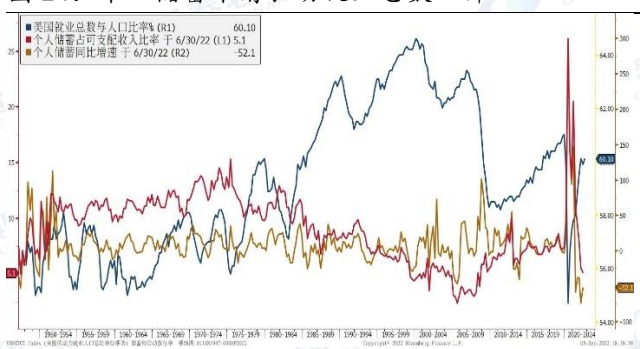
劳动参与率回升的原因在疫情的背景下会有多种解释，如对疫情影响担忧减轻、Daycare 人群回归职场以及就业形式更加灵活多变等等，但在对应的数据上，我们发现美国个人储蓄占比可支配收入、个人储蓄同比增速在后财政刺激时期大幅回落，并在历史上于劳动参与率和就业总数呈负相关性。我们认为这种情况正是美国劳动力市场的供需再平衡，甚至是政策制定者乐见之态，近期失业率的提升暂不足以达成对劳动力市场持续走弱的预判，新增就业预计仍旧能保持较为稳定的扩张态势，也意味着市场情绪可能将在就业数量和失业率两者之间权衡，但美联储则会更为看重就业环比动能更甚于失业率指标而坚持紧缩路径。

图 23：美国劳动力参与率有所回升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 24：个人储蓄下滑驱动就业总数回升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 3.3 若职位空缺回落到趋势线之下，衰退预期和衰退交易可能趋势性启动

就业数据整体具有韧性但已出现疲弱的迹象，劳动力市场需求放缓但供给可能回归，这意味着就业数据大概率向周期性走弱方向行进。但变化的速率是重要的，如果我们目前面临的是高职位空缺数和低失业率无可避免的双向收敛回归，那么讨论何种程度将会正式进入衰退的现实，何种程度会引起市场和美联储警觉从而启动衰退交易可能更具有现实的意义，我们采用反应职位空缺率和失业率关系的贝弗里奇曲线寻找有关速率和时间点的线索。

根据美联储近期工作笔记 (What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?) 中所述，疫情后 (2020 年至今) 贝弗里奇曲线整体较过去经济周期 (自 1970 年始) 明显向右上方移动，从过往经验来看造成曲线右移的原因一般是就业市场匹配效率 (Matching efficiency) 降低，即所提供的职位和求职者背景、技能和主观意愿的不匹配 (Mismatch)。但根据 Alexander Bick、Adam Blandin and Nicola Fuchs-Schundeln 在杰克逊霍尔央行年会上新发布的论文中 (Reassessing Economic Constraints: Maximum Employment or Maximum Hours?), 则给出了在新冠疫情背景下就业固定成本提升 (Fixed cost) 的解释，如对感染疫情风险的担忧、日常照顾责任、提早退休等等增加了就业的隐含成本，并认为这种影响可能将持续至 2024 年。

贝弗里奇曲线右移导致了目前当我们处在曲线的左上端时 (往往是经济周期中复苏阶段所处的位置)，面临的是一个更为紧张的劳动力市场——极高的职位空缺数和极低的失业率作为起点，在职位空缺数和失业率共同刻画的美国家就业数据中，考虑到新冠疫情对曲线的影响时间在经济周期的意义上仍旧较短，对市场匹配效率或是固定就业成本的影响传导至失业率上仍具有不确定性，故而在职位空缺数和失业率共同刻

画的美国就业数据中，相对而言我们更侧重具有一定前瞻意义的职位空缺数作为阈值的意义。

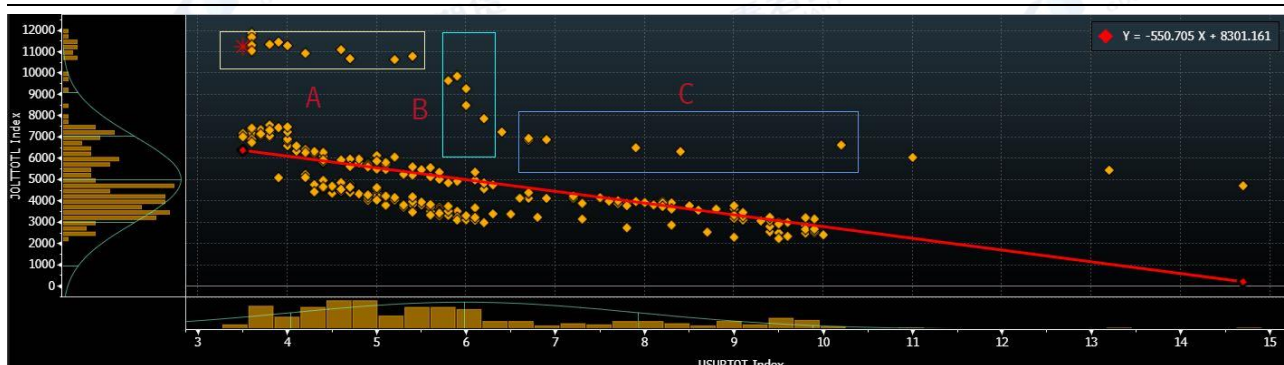
一旦职位空缺数回落至 1000 万附近时（接近于趋势线），意味职位空缺数从高位加快回落，月度环比就业增长动能减弱，就业市场不再成为强势项，或将于其他经济动能指标共振，驱动市场开启衰退交易。而一旦职位空缺数回落至 700 万附近甚至以下，依据本周期的贝弗里奇曲线，我们可能将观察到失业率快速上升、劳动力市场整体恶化，经济进入衰退的现实中。同时，我们也关心职位空缺数-失业率组合在曲线上的移动路径：大斜率下移，意味着职位空缺数下降过程中失业率反弹温和，则美国经济“软着陆”概率较大；小斜率下移，意味着职位空缺数下降过程中引起更为剧烈的失业率反弹，则美国经济“硬着陆”概率较大。

表 1：根据贝弗里奇曲线推断的美国劳动力市场和经济所处的阶段关系

|                              |                                     |                                    |
|------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| A 阶段：曲线左上方驱平阶段<br>(目前阶段)     | 职位空缺:1000-1200 百万<br>失业率: 3.5%-5.5% | 职位空缺较高、劳动参与率提升<br>新增就业强劲、失业率有所提升   |
| B 阶段：曲线中段陡峭阶段<br>(衰退预期/衰退交易) | 职位空缺: 700-1000 百万<br>失业率: 5.5%-6.5% | 职位空缺回落、劳动力市场紧张缓解<br>新增就业走弱、失业率稳定   |
| C 阶段：曲线右下方驱平阶段<br>(衰退阶段)     | 职位空缺: 500-700 百万<br>失业率: 6.5%-10%   | 职位空缺低迷，新增就业疲弱<br>失业率快速上升、劳动力市场整体恶化 |

资料来源：国泰君安期货研究

图 25：疫情后（2020 至今）贝弗里奇曲线整体上移并形成职位空缺和失业率相对变化速率的三个阶段



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

## 4. 衰退节点前后政策的应对以及大类资产配置的观点

### 4.1 利率提升持续形成估值压力，货币政策转向预期不宜太早

至此，我们从就业、消费和工业生产三个维度描述了美国经济现状，并对主要领先指标当下所处水平，以及各自的预测效果和择时效果进行了梳理，最后，我们选择以就业数据变化作为界定是否进入衰退、是否交易衰退的关键指标。我们的基本结论是虽然宏观指标边际走弱、先行指标下行，但劳动力市场仍旧极具



韧性，当下来看并不符合衰退的定义，恐怕也难以期待所谓的货币政策转向并开启衰退预期的交易模式。在历史级别的通胀水平下，美联储对先行指标走弱将更具忍耐力，从货币政策框架和政治压力两方面考虑都将不得不更依赖于通胀-就业“二元目标”，意味着在就业数据没有进入上文所提的阈值范围内，美联储货币政策都不得传递出更坚定的紧缩路径，意味着更高的平均利率水平和更持续估值端压力。

当前基准利率水平仅为 2.5%，与美国核心 PCE 同比以及泰特模型给出的理论利率水平相较，皆能看出目前基准利率仍需要大幅追赶理论利率水平。我们用联邦期货基金 1 年远期（年收益率化）来代表对基准利率的预期，在近期明显上行后目前录得 4.3%。而从金融条件指数作为货币政策紧缩的最后结果来看，尽管今年以来美国金融条件指数大幅收紧，但从 1980 年以来的绝对水平上看仍然处于历史低位，尤其是与当下核心通胀水平相比较，目前金融条件收紧程度尚不足以充分抑制通胀水平。

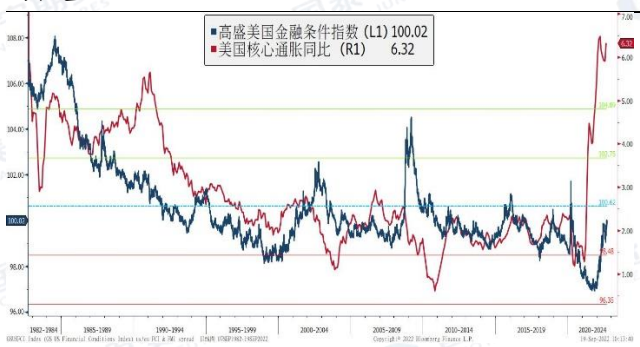
最新公布的 8 月美国 CPI 数据打消了市场对于通胀快速、如期回落的幻想，且核心通胀仍旧维持环比上行，再次提醒了通胀的长久期与高粘性，意味着接下来 9 月议息会议基调仍将会是对加息预期的再度校准。而展望 2022 年余下时间，即便未来核心通胀环比以较低速率上行，同比亦难以达到 5.5% 以下的水平，这意味着基准利率顶部空间预期易上难下。同时，以美联储 3% 甚至 2% 的通胀目标来看，明年上半年将继续保持在加息区间之中，只不过若通胀同比趋势下行，75bp 的加息速率将不再保持。

图 26：基准利率仍需要大幅追赶理论利率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 27：美国金融条件指数相对通胀而言仍处于过低的位置



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

一旦就业数据落入衰退预期阈值，美联储开始考虑货币政策边际放缓甚至是转向之时，衰退交易正式在美债收益率上趋势性的显现出来。但我们认为在面对本轮衰退之时，**货币和财政政策应对速度可能会相对滞后、力度也会更为谨慎**。首先，历史上美联储为应对衰退的平均降息幅度超过 500bp，利率政策空间不足之处则会通过量化宽松政策补足，故而美联储面临的一大挑战正是在衰退节点到来或就业数据显著走弱之时，无法在价格工具——利率政策上积累充分的降息空间，亦难在数量工具——量化宽松上再度加速扩张本就庞大的资产负债表。其次，政策制定者天然的将从最近的周期中吸取经验教训，这意味在历史级别的高通胀将在货币和财政政策制定者心中留下深刻印象，再度开启宽松政策将会有极大的压力，再加上美国中期选举后若民主党失去两院多数党地位，后续的财政政策也必将面临更大的政治阻力。

## 4.2 大类资产配置观点

### 4.2.1 海外宏观主线可能呈通胀-紧缩、短期风险偏好反弹、衰退交易三个阶段切换

我们认为当下海外宏观主线仍旧是高通胀和货币政策紧缩的（通胀-紧缩）组合，即以利率抬升、美元走强、市场普遍受短端利率快速抬升带来估值压力、风险偏好低迷为特征。

但我们认为在通胀-紧缩组合到正式衰退交易开启之间，通胀和就业数据两者的变化速度决定了市场情

绪可能并非一成不变的直接进入衰退模式中，按照目前能源类大宗商品同比变化的趋势以及参考机构预期平均值，我们认为尽管下行速度较预期慢，但通胀同比趋势应是呈下行趋势，并有望在明年年初回落至 6% 以下，而年底美国就业市场整体状态仍能够提供一定“安全垫”，尤其将美国中期选举落地、欧洲冬季能源危机明朗化、中国经济刺激政策逐步落地等政治因素考虑在内，意味着我们在进入衰退前，可能会面临通胀回落、就业市场尚可、地缘政治风险相对明朗化的风险偏好短期反弹阶段。

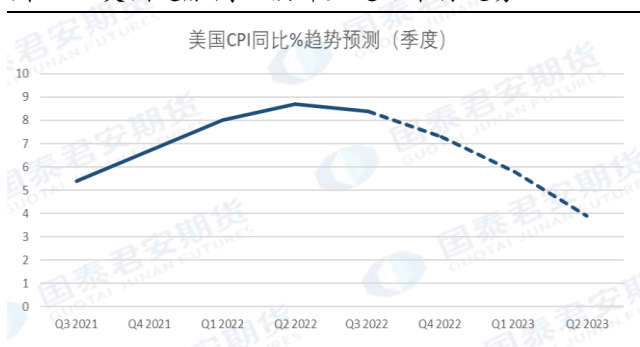
最后，当就业数据走弱，职位空缺数跌入阈值之下，美联储货币政策态度可能从“抑制通胀”向“平衡经济”转变，则以利率顶部拐点出现为表征的“衰退交易”才可能更顺畅的开启。

表 2：不同宏观主线阶段对应的情景演绎和大类资产表现

| 宏观主线         | 情景演绎  | 大类资产表现  |
|--------------|---|---|
| 阶段一：通胀-紧缩    | 通胀绝对值较高，下行趋势不明朗。<br>就业数据强劲，职位空缺处于历史高位。            | 美债收益率主要由短端利率上行驱动，期限溢价震荡寻底。<br>美元指数走强。<br>市场风险偏好低迷，短端利率快速抬升为风险资产带来普遍估值压力。              |
| 阶段二：风险偏好短期回升 | 通胀绝对值有所回落，下行趋势较为明朗。<br>就业数据相对仍具韧性，职位空缺数仍旧处于趋势线之上。 | 美债收益率中短端利率接近顶部，期限溢价有所反弹；美债收益率整体继续偏强。<br>美元指数筑顶有所回落。<br>风险偏好回升，且价值表现好于成长、大宗商品相对权益更具韧性。 |
| 阶段三：衰退交易     | 通胀显著回落。<br>就业数据明显走弱，职位空缺回落至趋势线之下，失业率上升速度加快。       | 美债收益率从周期顶部回落，短端利率触顶回落，期限溢价再度下行、通胀预期走弱。<br>大宗商品趋势性承压。<br>估值压力拐点出现，成长优于价值。              |

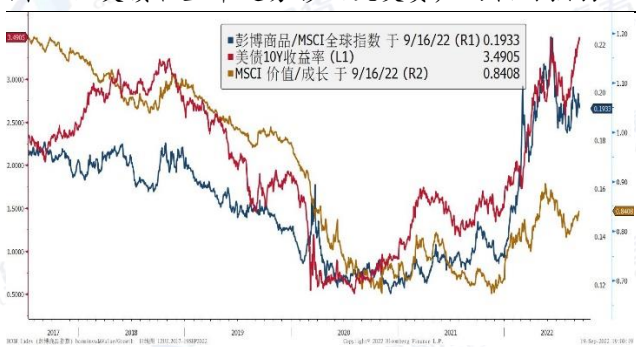
资料来源：国泰君安期货研究

图 28：美国通胀同比预计呈边际下行趋势



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 29：美债收益率趋势影响大类资产的相对强弱



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

#### 4.2.2 年底前各类商品基本面矛盾主导，衰退信号后宏观共振下行再现

若更集中于商品方面，6月中旬以铜为首的大宗商品开启了第一轮集中共振式衰退交易，部分品种跌幅超过 30%，此后持续了超过两个月的震荡休整，各类商品表现不一。相对来说，有色板块表现偏强，尤其是

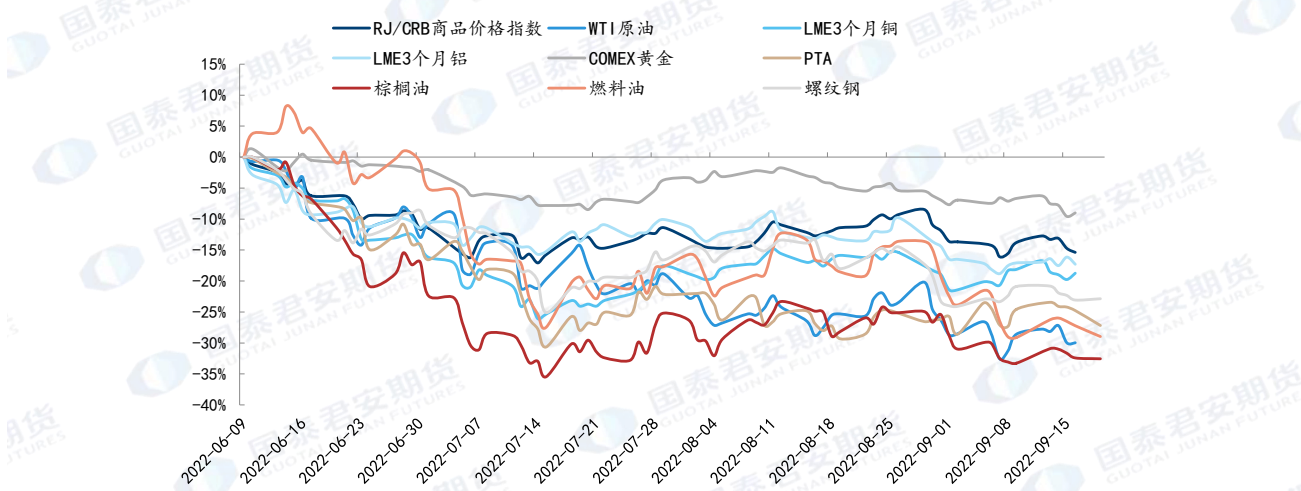


以铜、镍为代表的新能源相关金属，农产品和油品亦一度走出不错的反弹高度。而黑色、化工等板块则相对保持偏弱震荡，目前已基本回到上一轮衰退交易的低点，贵金属板块更是在宏观压力下持续走弱，COMEX 黄金已经触及 2020 年 4 月以来的下方关键技术支撑位。

在当下紧缩-通胀叙事尚未结束之时，宏观压力仍将对下以贵金属、原油、铜为代表的金融属性偏强的品种显著施压，而且金融属性越强的品种下行压力越大（例如黄金），强势美元以及短端利率的上行将限制与外盘联动性更强的商品表现。

而后当通胀回落，美联储货币政策或有所压力释放，即便通胀回落速度不及预期，各类资产对定价持续加息 75bp 的边际敏感度也将降低，风险情绪的回升令宏观层面对商品的压制走软，那么各类商品自身的供需基本面矛盾将更为突出，走势将有所分化。例如，处历史低库存的铜、铝、焦煤将表现更为突出，以油脂油料为代表的农产品则亦因为年内供应难以释放而存在反弹机会，策略上对这类基本面强势的商品以逢低做多思路对待。当然，作为全球总需求的组成部分，国内政策落地和实物工作进度以及欧洲能源危机未来的演绎将直接影响有色、黑色、化工等板块的需求预期，无疑需要动态观察调整。

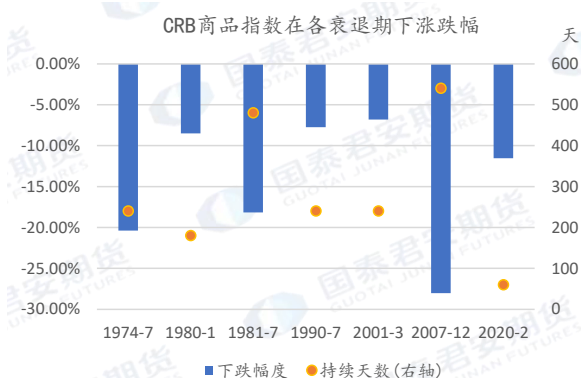
图 30：6 月 9 日开始以铜为首的大宗商品开启了第一轮集中共振式衰退交易



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

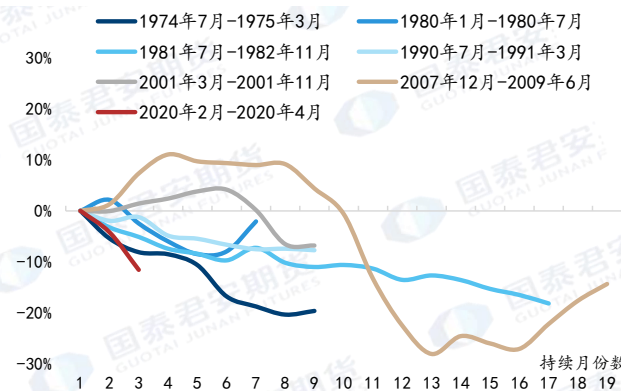
但是从更长远的视角来看，全球经济必将逐渐进入下行周期，随着高利率负反馈显现、需求开启全面萎缩，一旦以就业为首的衰退信号出现，商品也将迎来一波共振式的衰退交易，其中高估值的商品将优先跌落。历史回顾来看，每段 NBER 定义的衰退期内，CRB 商品指数无一例外趋势下行，最高录得 -28% 的跌幅。当下，衰退的故事仅仅是序章落幕，正篇远远还未到来，不远的未来将接棒紧缩，成为市场下一个大类资产的交易主线条。

图 31：衰退期内 CRB 商品指数最高录得-28%的跌幅



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 32：每段衰退期内，CRB 商品指数均呈趋势下行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 5. 结论

从美国现实经济表现来看，无论是就业、消费还是工业生产均不能断定当下经济已经进入衰退，甚至强劲的就业、具有韧性的美国消费、高位回落的工业生产勾勒了当下美国经济正处于脱离过热、迈进下一个阶段的过度通道之中，不过从劳动力市场供需矛盾出现缓解信号、内在增长动能趋软来看，美国经济边际走弱已成现实，且持续下行已成定局。

在对当下美国经济做出定性后，我们将尝试对未来美国经济何时进入衰退、何时交易衰退进行推演。我们将筛选部分领先指标，对其效果和实用意义进行梳理，**领先指标清晰的显示美国经济边际下行趋势。**

接下来我们着重分析当下美国劳动力市场的变化。我们发现：1）美国劳动力市场需求先行指标已经开始周期性回落，一般领先职位空缺数快速（衰退）1 年左右；2）劳动参与率有所回升，就业市场的高需求主线转为供给修复主线，可能带来近期失业率有所回升但单月劳动力增长动力维持韧性的局面；3）衡量职位空缺-失业率两者关系的贝弗里奇曲线显示，一旦职位空缺数分别下至 1000 万和 700 万人之时，可能分别对应衰退预期增强和衰退的现实，同时职位空缺-失业率组合在曲线移动的斜率决定了是“硬着陆”还是“软着陆”。

我们的基本结论是，虽然宏观指标边际走弱、先行指标下行，但劳动力市场仍旧极具韧性，当下来看并不符合衰退的定义，恐怕也难以期待所谓的货币政策转向并开启衰退预期的交易模式。一旦就业数据落入衰退预期阈值，美联储开始考虑货币政策边际放缓甚至是转向之时，衰退交易正式在美债收益率上趋势性的显现出来。但我们认为在面对本轮衰退之时，**货币和财政政策应对速度可能会相对滞后、力度也会更为谨慎。**

从大类资产表现来看，我们将未来的宏观交易分为三个阶段。首先，我们认为当下海外宏观主线仍旧是通胀和货币政策紧缩的（通胀-紧缩）组合，即以利率抬升、美元走强、市场普遍受短端利率快速抬升带来估值压力、风险偏好低迷为特征。宏观压力将对下以贵金属、原油、铜为代表的金融属性偏强的品种显著施压。其次，在进入衰退前，可能会面临通胀回落、就业市场尚可、地缘政治风险相对明朗化的风险偏好短期反弹阶段，此时美债收益率整体继续偏强，美元指数筑顶有所回落，且价值表现好于成长、大宗商品相对权益更具韧性，各类商品自身的供需基本面矛盾将更为突出，走势将有所分化。最后，一旦以就业为首的衰退信号出现，商品也将迎来一波共振式的衰退交易，其中高估值的商品将优先跌落，美债收益率从周期顶部回落，期限溢价再度下行。



当下，衰退的故事仅仅是序章落幕，正篇远远还未到来，不远的未来将接棒紧缩，成为市场下一个大类资产的交易主线条。