

海外经济衰退交易怎么看

美国经济基本面数据从 Q2 开始出现降温迹象，市场开始对海外经济衰退预期交易，8 月公布的 7 月数据除零售外难得指向一致，特别是 8 月 2 日公布的失业率数据触发了“萨姆规则”下的衰退信号，使得经济衰退交易持续，工业品板块整体震荡下行。上周美国公布 7 月零售销售数据，环比增速大幅超预期和前值，打破了经济数据的一致指向，经济衰退交易降温。本文将带大家看看过去美国经济衰退发生了什么，以史为鉴。

NBER 如何认定经济衰退

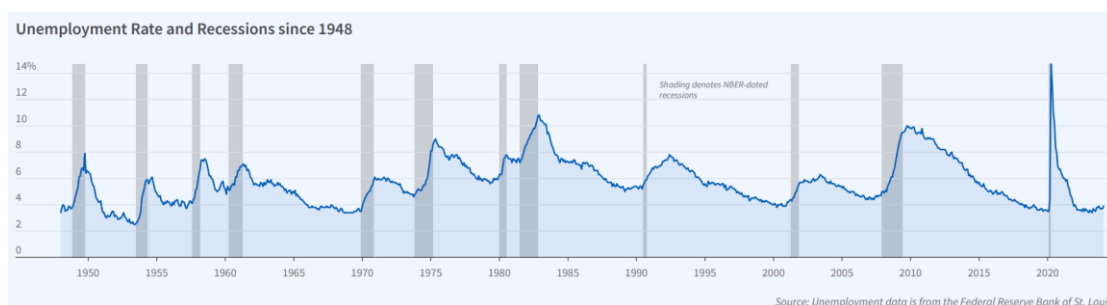
美国经济研究局（NBER）将经济衰退定义为：经济活动显著下降，遍及整个经济体，持续时间超过几个月。

从理解上需要注意，一是衰退和扩张是指经济活动变化的方向，而不是绝对水平。高峰和低谷之间的间隔表明经济衰退，即经济活动收缩的时期。随后的时期表示经济活动增加时的扩张。由于低谷月份的活动水平可能远低于之前的峰值水平，因此扩张的前几个月甚至几年的活动水平可能低于之前的峰值。二是高峰和低谷月份的确定是基于联邦统计机构发布的一系列月度总体实体经济活动指标。其中包括实际个人收入减去转移支付、非农就业人数、实际个人消费支出、根据价格变化调整的批发零售销售、家庭调查衡量的就业和工业生产等。这一系列指标在深度、扩散和持续时间这三个维度中都应有某种程度满足，但某一维度的极端条件也可能部分抵消其他维度满足程度较弱的情况。三是认定有时滞，通常在经济衰退开始后 4-21 个月，NBER 才会宣布经济衰退已经开始。

根据 NBER 定义，1990 年来美国经历了四次经济衰退：分别为 1990 年 7 月-1991 年 3 月、2001 年 3 月-2001 年 11 月、2007 年 12 月-2009 年 6 月、2020 年 2 月-

2020 年 4 月，持续时长为 2-18 个月。外生冲击是导致经济衰退的主要原因，美国分别经历了 90 年代石油危机、2000 年互联网泡沫破裂、2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情冲击。

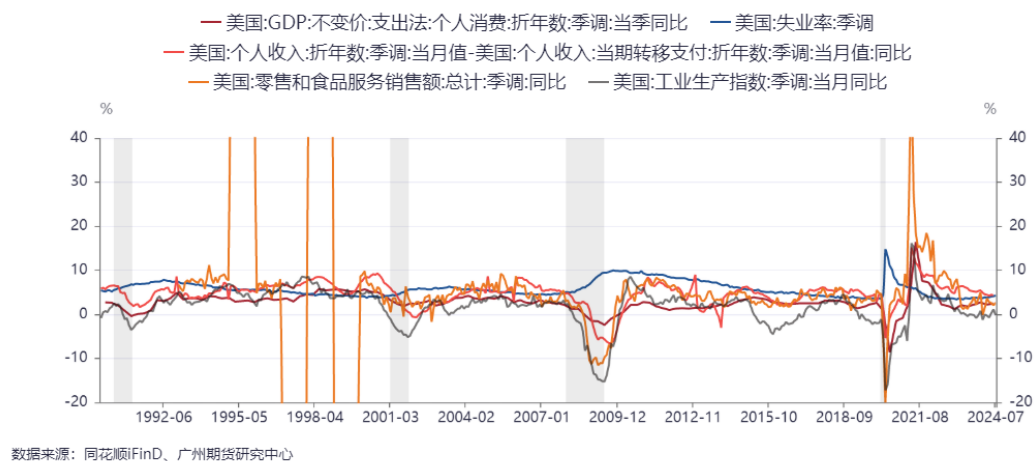
图、NBER 定义的四轮美国经济衰退周期及失业率表现



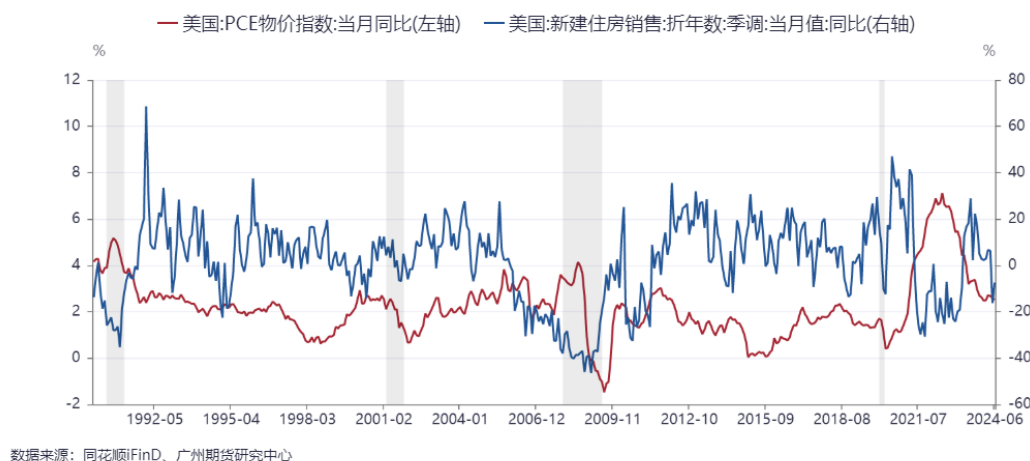
过去四轮衰退经济数据表现如何

美国经济衰退时期，工业生产、制造业 PMI 与失业率变化基本呈同步反应，部分消费指标有领先反应，物价水平的回落多为滞后反应。

图、1990 年以来美国经济衰退时期经济数据表现



图、1990 年以来美国经济衰退时期通胀及住房销售表现



经济衰退有什么前瞻指标

关注度较高的前瞻性指标有两个，一个由国债收益率曲线倒挂推算而出的衰退概率，二是基于失业率数据的萨姆规则。从历史规律复盘看，当前者利率倒挂-衰退概率超 25%、后者萨姆规则超 0.5 时，美国经济陷入衰退。

图、美国经济衰退的两个前瞻性指标



具体来看，前者经济衰退概率由美国十年期国债与两年期国债利差走势经模型计算而得。其背后代表着企业及居民部门对长期经济增长及投资回报率走低的悲观预期，由此引起信贷周期、设备投资周期、消费周期的下行，因此往往是经济衰退的先行指标。从过去来看，当两者利差倒挂超 10bp、对应模型计算而得的衰退概

率超 25%时，美国在 1-2 年内进入衰退。

萨姆规则由美联储经济学家 Claudia Sahm 提出的，计算公式为美国失业率 3 个月移动平均值减去前一年失业率低点。其背后代表着当经济衰退需求持续下降时，企业部门减少生产活动，随后实施裁员，失业率提升，居民部门受就业及收入减少，消费能力降低，进一步对需求产生负反馈，加深经济衰退。历史规律为所得数值超过 0.5%时标志着美国进入经济衰退的早期阶段。

如何理解本轮经济衰退交易

自本轮美联储强势加息以来，利率上行至历史高位，而经济韧性受前期货币史诗级宽松、社会债务结构特征、居民部门及企业部门资产负债表相对健康等影响，经济短期韧性仍强，去年上半年已经历了一波经济衰退担忧-经济超预期韧性的交易主线，今年 3 月以来出现了再通胀预期-经济衰退担忧的反向交易主线。

从前瞻指标看，由利率曲线倒挂得出的衰退概率自去年 8 月已处警戒值 25%以上且一路走高，萨姆规则数值亦于今年 8 月初公布踏上警戒值 0.5，而经济衰退“迟迟未现”。我们认为一是本轮利率曲线倒挂更多受短端资金成本快速提升推动，而长端利率并未过快下行，且考虑到通胀因素后的利率曲线并未长时间倒挂，对长期通胀预期亦相对平稳，因此对长期经济增长仅“担忧”、未及“悲观”。二是 7 月失业数据虽使得萨姆规则数值高于警戒值，但结合其他就业数据看，劳动力市场仍处趋平衡的过程中，新增非农就业数据、时薪仍处较高水平，未能指向就业市场大幅收缩。

我们维持前期观点，在结合居民部门消费韧性及债务结构的传导机制下，经济衰退“虽迟但到”，但本轮衰退大概率较为温和。中性基准情形下，美联储 9 月开启货币政策转向并修订年内利率指引，金融条件改善有助于美国经济软着陆。而风

险点在于一是美联储降息节奏及力度不及预期，二是大选后新一届政府紧贸易政策再度推高通胀压力。

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：方旻 期货从业资格：F03105216 投资咨询资格：Z0021334 邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，部分观点来自于研究员对公开信息整理后的判断，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。上述信息和观点并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！