

美国经济

从九大先行指标看美国衰退风险

随着美股从低位大幅反弹，讨论美国衰退风险变得富有争议。目前九大先行指标对美国衰退风险的预示并不清晰统一。收益率曲线和经济先行指数已发出预警，但标普 500 指数经过大幅反弹已收回之前预警；制造业 PMI 处于衰退边缘，但服务业 PMI 依然较强；消费者信心指数信号不一（密歇根大学 CSI 给出衰退预警，但经济咨商局 CCI 尚未给出）；银行贷款增速接近衰退风险预警，但新房开工数、金融条件指数和实际利率尚未给出预警。总体来看，美国衰退风险在上半年有所下降，但尚未完全解除。货币政策紧缩时间和程度不够是经济尚未进入衰退的重要背景，但经济超预期预示货币政策紧缩周期延续，下半年或仍有中小银行出现动荡，打击消费者信心和银行信贷增长，令经济活动进一步放缓。

- 1. 收益率曲线：**10 年/3 个月和 10 年/2 年国债利差已分别持续 8 个月和 13 个月为负，且负值显著超过历次经济衰退期均值，显示债券投资者预期远期衰退风险和降息周期。在各先行指标中，收益率曲线对未来 4-6 个季度衰退风险的预测准确率最高。
- 2. 标普 500 指数：**股市走熊似乎是经济衰退的必要非充分条件（历次经济衰退之前总伴随熊市，但并非所有熊市都有经济衰退相伴）。标普 500 指数在去年前三季度经历熊市，但今年大幅反弹，已收回之前的衰退风险预警。
- 3. 经济先行指数：**经济咨商局 LEI 自 2021 年 12 月至今年 5 月累计下降 9.4%，连续 14 个月下跌，创 2009 年以来最长连续下跌，已发出衰退风险预警。OECD 经济先行指数也接近衰退风险预警。
- 4. PMI：**ISM 制造业指数连续 7 个月处于收缩区间，目前已在衰退边缘，但服务业指数今年 3 月以来重回扩张区间，尚未发出衰退风险预警。
- 5. 消费者信心指数：**密歇根 CSI 大幅降至历次经济衰退时平均值，显示消费者财务状况恶化和耐用消费下滑趋势，经济咨商局 CCI 也显著下降，但仍显著高于衰退时平均值，显示就业市场强劲仍在支撑消费者信心。
- 6. 银行贷款增速：**目前银行贷款环比增速已连续下降超过 7 个月，今年 6 月出现环比负增长，临近经济衰退风险预警。随着消费信心下滑，消费贷款可能进一步放缓，加上 3 月中小银行动荡可能导致信贷条件收紧，美国银行业贷款增速可能进一步下行。
- 7. 新房开工数：**去年显著下滑，今年上半年有所反弹，尚未发出衰退风险预警。利率从零快速上升抑制再融资和成屋供应，25-39 岁人数创新高支撑新房需求，货币政策紧缩时间和程度不够，供应瓶颈缓解支撑房屋建筑活动。但不能判定新房市场将进入新一轮上升周期，因货币政策延续紧缩可能进一步抑制房地产市场。
- 8. 金融条件指数：**金融条件在去年前三季度明显收紧，但今年以来有所趋松，目前比历史平均水平宽松，并未发出衰退风险预警。
- 9. 实际利率：**联邦基金实际利率今年 5 月才转正，名义利率仍大幅低于泰勒规则合宜利率水平，说明货币政策紧缩时间和程度不够，尚未发出衰退风险预警。

叶丙南(852) 3761 8967
yebingnan@cmbi.com.hk**张元圣**(852) 5336 4682
kevinzhang@cmbi.com.hk

1. 收益率曲线或期限利差（已发出衰退风险预警）

美国国债收益率曲线或者期限利差通常被作为一种先行指标来预测经济周期变化，收益率曲线倒挂或者长短期利差降为负值是对未来经济衰退风险的提前预警。最常用的是 10 年/3 个月国债利差和 10 年/2 年国债利差。纽约联邦储备银行基于 10 年/3 个月国债利差构建了预测未来 12 个月美国经济衰退概率的模型¹。

国债收益率曲线或者期限利差对远期衰退风险的预测力较强。10 年/2 年国债利差会相对更早发出衰退预警。在 1960 年以来的 9 次衰退周期中，10 年/2 年利差平均在衰退开始前 14.8 个月给出预警，在衰退结束前 10.4 个月解除预警，10 年/3 个月利差平均在衰退开始前 10.6 个月给出预警，在衰退结束前 10.1 个月解除预警。10 年/3 个月国债利差的预测准确性相对更高。1998 年亚洲金融危机并未引发美国经济衰退，10 年/3 个月国债利差没有转负，但 10 年/2 年国债利差短暂出现负值。10 年/3 个月国债利差对 2020 年 2-4 月的经济衰退提前给出预警，但 10 年/2 年国债利差没有提前给出预警。

利用国债收益率曲线或者期限利差预测美国经济衰退风险具有坚实的理论基础。根据利率期限结构的预期理论，长期即期利率可以视为短期即期利率和远期利率的几何平均，长期即期利率低于短期即期利率意味着远期利率相比短期即期利率下降，隐含着远期经济下行和降息周期。

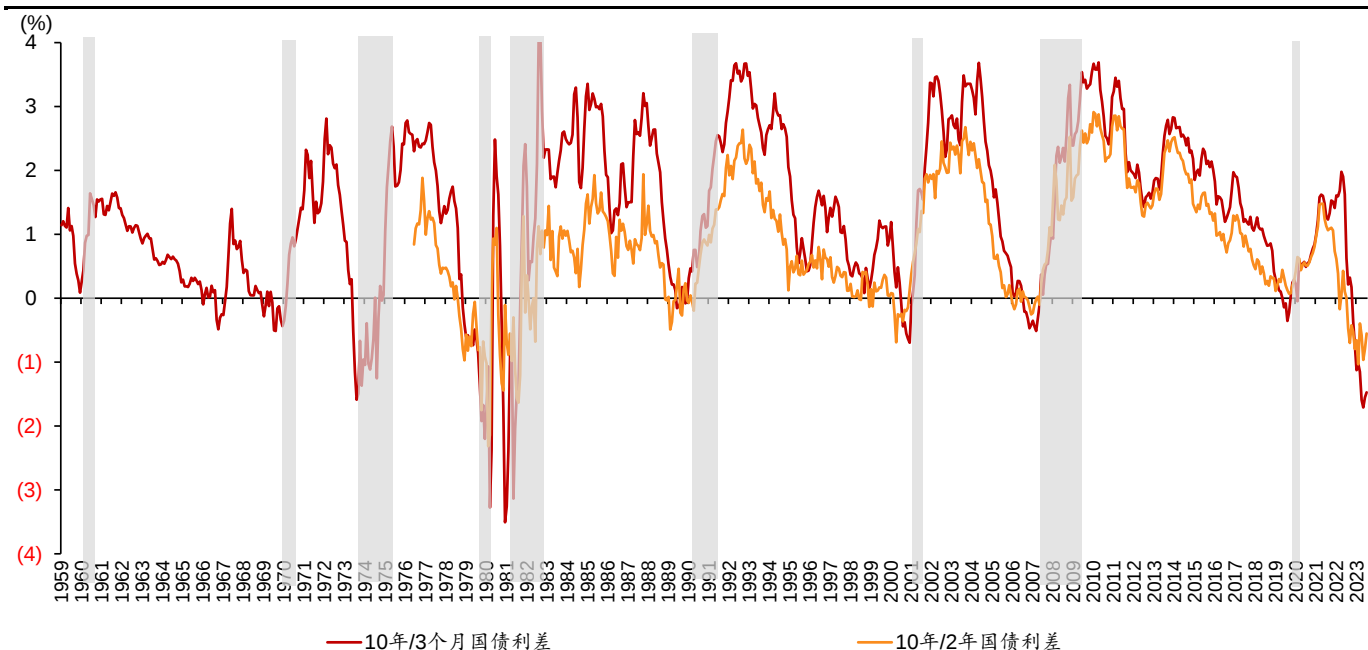
国债收益率曲线或者期限利差受当前货币政策影响，但反映市场对美国未来经济周期和政策利率路径的预期。货币政策紧缩一方面推升短期即期利率，另一方面通过抑制未来经济增长和通胀水平而降低远期利率，使长期利率升幅小于短期利率，推动收益率曲线平坦化，当远期衰退风险和通缩压力较大时，收益率曲线出现严重倒挂。货币政策宽松一方面降低短期即期利率，另一方面通过提升未来经济增长和通胀水平而推升远期利率，推动收益率曲线陡峭化。

国债收益率曲线倒挂的持续时间具有指示意义，持续时间越长，未来经济衰退风险越大。国债收益率曲线或者期限利差的日内波动，可能受投资者情绪突然变化或国债市场暂时性供求失衡影响，但时间越长，越能反映市场对未来经济周期的预期。我们可以忽略收益率曲线倒挂仅持续一日的情况，关注收益率曲线倒挂持续一个月甚至更久的情况。

目前国债收益率曲线已经发出未来衰退风险预警。10 年/2 年国债利差已连续 13 个月为负，持续时间超过历史平均，6 月平均值为-0.8，低于历史平均水平。10 年/3 个月国债利差已连续 8 个月为负，持续时间也超过历史平均，6 月平均值为-1.6，低于历史均值，按照纽联储模型预测未来 12 个月经济衰退概率达到 67.3%。

¹ https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq/

图 1: 美国 10 年/3 个月和 10 年/2 年国债利差与历史经济衰退



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国 10 年/3 个月和 10 年/2 年国债利差对历史衰退周期的预测

衰退开始日期	衰退结束日期	10Y/2Y国债利差在衰退 开始前X个月转负	10Y/3M国债利差在衰 退开始前X个月转负	10Y/2Y国债利差在衰退 结束前X个月转正	10Y/3M国债利差在衰 退结束前X个月转正
April 1960 (1960Q2)	February 1961 (1961Q1)	NA	NA	NA	NA
December 1969 (1969Q4)	November 1970 (1970Q4)	NA	12	NA	8
November 1973 (1973Q4)	March 1975 (1975Q1)	NA	5	NA	5
January 1980 (1980Q1)	July 1980 (1980Q3)	16	14	3	2
July 1981 (1981Q3)	November 1982 (1982Q4)	11	9	4	13
July 1990 (1990Q3)	March 1991 (1991Q1)	17	13	10	14
March 2001 (2001Q1)	November 2001 (2001Q4)	12	8	11	9
December 2007 (2007Q4)	June 2009 (2009Q2)	18	16	24	24
February 2020 (2019Q4)	April 2020 (2020Q2)	NA	8	NA	6
平均值		14.8	10.6	10.4	10.1

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

2. 标普 500 指数 (已收回发出的衰退风险预警)

美股市场被视为美国经济的晴雨表, 标普 500 指数的重大变化能够反映股票市场对未来美国经济和企业盈利前景的预期。在 1953 年以来历史经济衰退周期中, 标普 500 指数平均在衰退开始之前 23.7 周 (近 6 个月) 见顶下跌, 从衰退前 12 个月内最高点至衰退开始平均下跌 8.6%, 至衰退期内最低点平均下跌 32%; 标普 500 指数平均在衰退结束之前 22.3 周 (5.6 个月) 见底回升, 从衰退期内最低点至衰退结束平均上涨 25.6%。

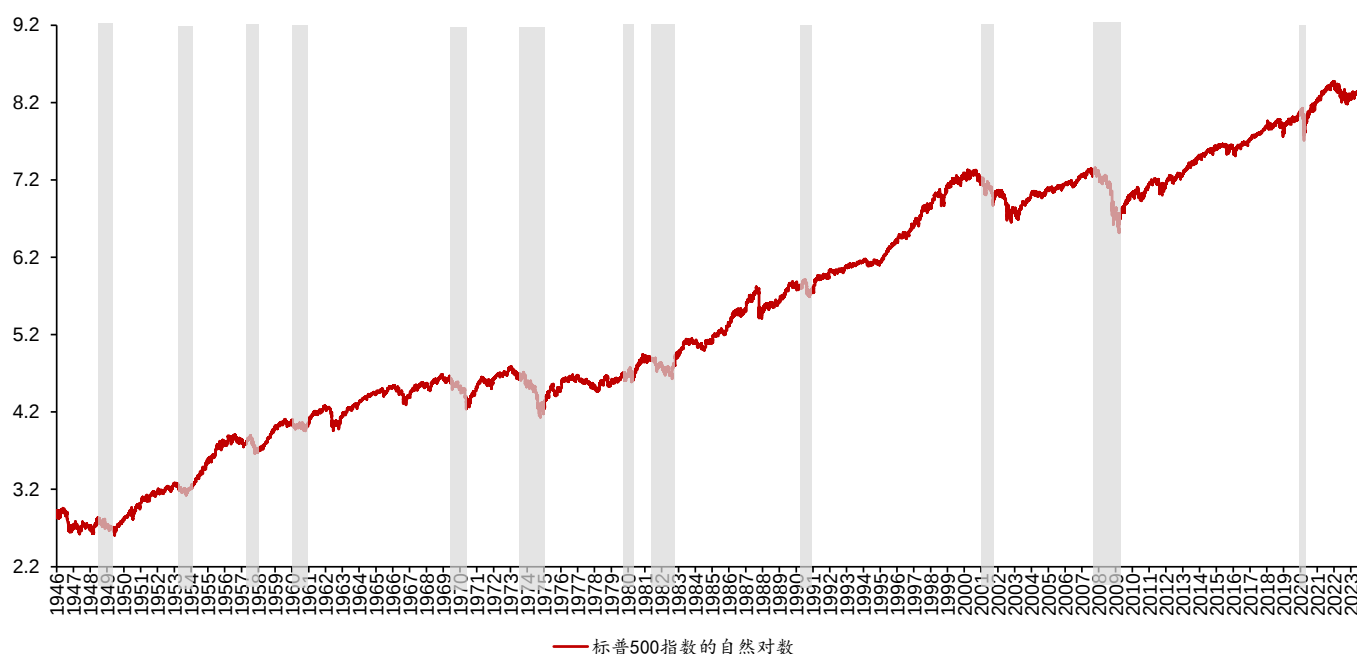
标普 500 指数大幅下跌似乎是美国经济衰退的必要非充分条件, 即历史经济衰退之前必然发生股市走熊, 但股市走熊之后未必一定伴随经济衰退。对应 1957 年 8 月至 1958 年 4 月、1969 年 12 月至 1970 年 11 月、1973 年 11 月至 1975 年 3 月、1981 年 7 月至 1982 年 11 月、2001 年 3 月至 11 月、2007 年 12 月至 2009 年 6 月以及 2020 年 2 月至 4 月的 7 次衰退周期, 标普 500 指数分别在 1956 年 8 月至

1957 年 10 月、1968 年 11 月至 1970 年 5 月、1973 年 1 月至 1974 年 10 月、1980 年 11 月至 1982 年 8 月、2000 年 3 月至 2001 年 9 月、2007 年 10 月至 2008 年 11 月以及 2020 年 2 月至 3 月处于熊市，标普 500 指数进入熊市时间比经济衰退开始时间平均领先 6 个月。但在 1961 年 12 月至 1962 年 6 月、1966 年 2 月至 10 月、1987 年 8 月至 12 月和 2002 年 1 月至 10 月的 4 次熊市周期之后，并未伴随经济衰退。

美股在 2022 前三季度经历熊市，标普 500 指数累计跌幅超过 25%，因投资者担心俄乌战争和美联储剧烈加息推升美国经济衰退风险。但因货币政策紧缩不够、就业市场强劲、超额储蓄释放和服务消费模式回归，美国经济好于预期，而供应链恢复和非美经济疲弱带动商品价格回落，美股自去年四季度以来再次反弹，标普 500 指数从最低点反弹超过 20%，已收回之前发出的衰退风险预警。

标普 500 指数对衰退风险的预测能力比国债收益率曲线更弱，尤其在提前 3-6 个季度的远期预测方面，准确率比后者更低。这是由于国债市场的交易者以相对理性和信息、资金占优的大型金融机构为主，且未来经济周期和货币政策路径是决定国债收益率曲线的唯一主导性因素，而股票市场的交易者既有相对理性和信息占优的机构投资者，也有大量非理性的噪音交易者，且影响股票市场价格的因素更加多元。

图 3: 美国标普 500 指数与历次经济衰退



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美股熊市周期

起始日-结束日	指数跌幅(%)	持续天数	因素
5/29/1946–5/17/1947	(28.8)	353	高通胀及对衰退的担心
6/15/1948–6/13/1949	(20.6)	363	衰退(1948年11月至1949年10月)
8/2/1956–10/22/1957	(21.6)	446	衰退(1957年8月至1958年4月)
12/12/1961–6/26/1962	(28.0)	196	估值泡沫化后调整
2/9/1966–10/7/1966	(22.2)	240	剧烈加息
11/29/1968–5/26/1970	(36.1)	543	衰退(1969年12月至1970年11月)
1/11/1973–10/3/1974	(48.2)	630	衰退(1973年11月至1975年3月)
11/28/1980–8/12/1982	(27.1)	622	衰退(1981年7月至1982年11月)
8/25/1987–12/4/1987	(33.5)	101	黑色星期一：地缘政治+程序化交易
3/24/2000–9/21/2001	(36.8)	546	科技股泡沫破裂，温和衰退(2001年3月至11月)
1/4/2002–10/9/2002	(33.8)	278	
10/9/2007–11/20/2008	(51.9)	408	金融危机，大衰退(2007年12月至2009年6月)
1/6/2009–3/9/2009	(27.6)	62	
2/19/2020–3/23/2020	(33.9)	33	衰退(2020年2月至4月)
1/3/2022–9/30/2022	(25.2)	270	剧烈加息，对衰退担忧
平均	(31.7)	339	

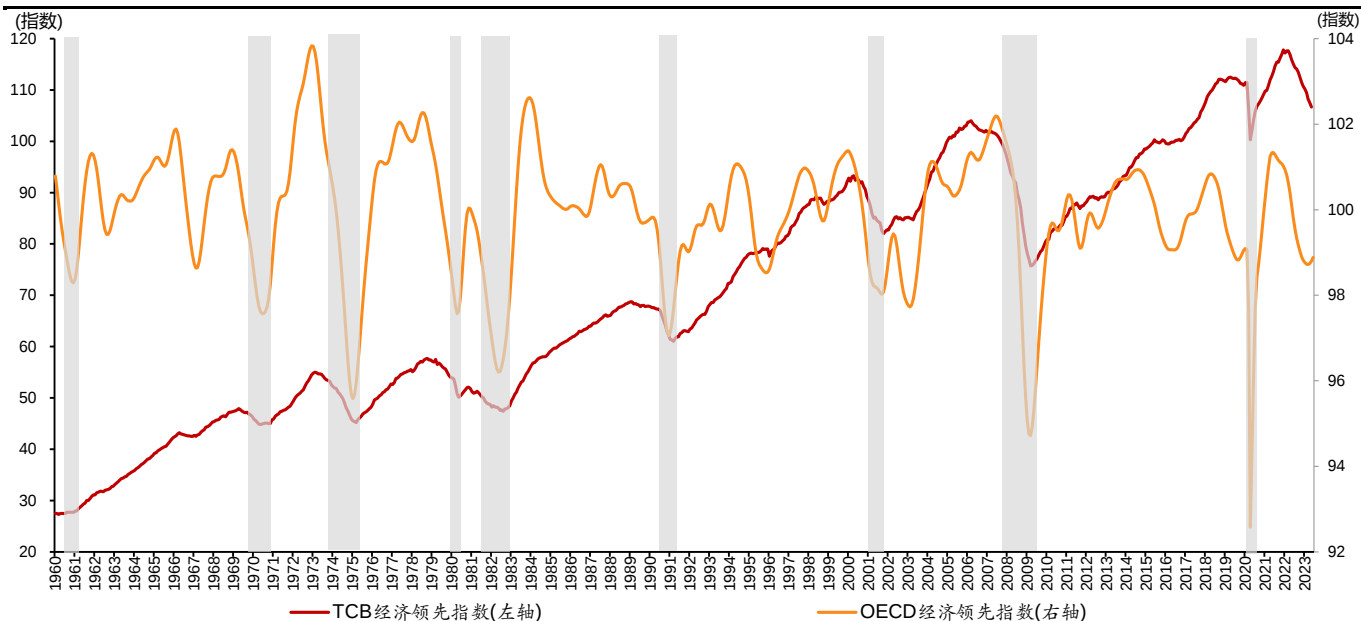
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

3. 经济先行指数（已发出衰退风险预警）

美国经济咨商局 (the Conference Board) 的经济先行指数常被用于预判美国的经济周期。该经济先行指数会在衰退前下降，在复苏前上升，可用于预判经济周期的波峰和波谷。该经济先行指数包括 10 个成分指标：1) 制造业每周工作小时数；2) 每周首次申请失业保险金人数；3) 制造商消费品和原材料新订单；4) ISM® 新订单指数；5) 制造商除飞机外非国防资本品新订单；6) 私人新宅建筑许可数量；7) 标普 500 指数；8) 通胀调整后的 M2；9) 10 年国债与联邦基金利差；10) 消费者对商业状况预期。在 1960 年以来的 8 次衰退周期中，该经济先行指数平均在衰退之前 6.5 个月开始显著下行，从衰退前高点至衰退期低点平均下跌 10% 左右。该经济先行指数目前已发出衰退风险预警，它在 2021 年 12 月见顶，至今年 5 月累计下降 9.4%，其中连续 14 个月下跌，是 2009 年以来最长的连续下跌。

OECD 经济先行指数也可用于预判美国经济周期。该经济先行指数包括 7 个成分指标：1) 房屋新开工量；2) 耐用品净新订单；3) 纽约综合股票指数；4) 消费者调查信心指数；5) 制造业每周工作小时数；6) 制造业调查信心指数；7) 期限利差。在 1960 年以来的 8 次衰退周期中，该经济先行指数平均在衰退之前 7 个月开始显著下行，从衰退前最高点至衰退期内最低点平均下跌 3.1%。该先行指数目前接近衰退风险预警，它在 2021 年 6 月见顶，至今年 3 月累计下跌 2.5%，4 月以来又小幅回升。

图 5: 美国经济先行指数与历次经济衰退



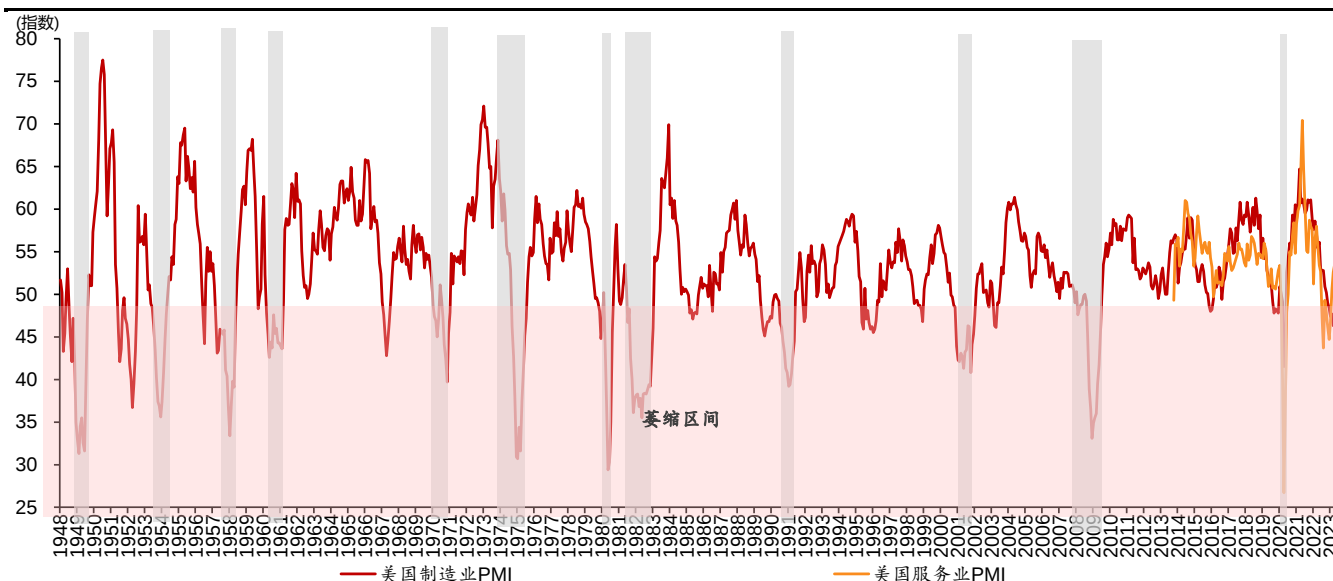
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

4.PMI（制造业指数处于衰退边缘，但服务业指数依然较强）

美国 ISM 制造业指数已发出衰退预警。ISM 制造业指数是衡量制造业活动的综合指数，对新订单、生产、就业、供应商交货时间和库存进行等权重平均计算得出。ISM 制造业指数 >50 表明制造业环比扩张，ISM 制造业指数 $=50$ 表示环比没有变化，ISM 制造业指数 <50 表明制造业环比收缩。ISM 制造业指数被视为重要的经济先行指标，对经济衰退风险具有一定预测力。在 1948 年以来的 9 次衰退周期中，ISM 制造业指数平均在衰退开始之前 3.2 个月降至 50 以下，衰退开始时平均值为 48.4，衰退期最低点平均为 36.1。ISM 制造业指数自 2022 年 11 月开始连续 7 个月低于 50，今年 5 月降至 46.9，显著低于过去历次经济衰退开始时的平均值，显示美国制造业已在衰退边缘。

但美国 ISM 服务业指数依然强劲，尚未发出衰退预警。ISM 服务业指数反映餐饮住宿、农业、文艺娱乐、教育、金融保险、医疗和社会救助、企业管理、专业和科技服务、公共管理、房地产和租赁、零售、交运仓储、批发贸易、公用事业等超过 15 个行业的就业、价格、库存等经营活动水平。美国 ISM 服务业指数曾在 2022 年下半年和今年 1 月降至 50 以下，但今年 2 月以来再次升至 50 以上。随着商品通胀回落和劳动力市场持续强劲，消费者将更多支出用于服务消费，推动服务业回归扩张，支撑美国经济没有进入衰退状态。服务业扩张预示服务通胀下降迟缓，将延长美联储政策紧缩周期。

图 6: 美国制造业、服务业 PMI 与历次经济衰退



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

5. 消费者信心指数（信号不统一）

消费者信心指数变化与美国经济周期密切相关。美国经济是典型的消费主导型经济，家庭消费占美国 GDP 的 68% 左右。一般来说，消费者信心指数下降意味着消费意愿降低，消费活动可能萎缩，经济下行风险上升。

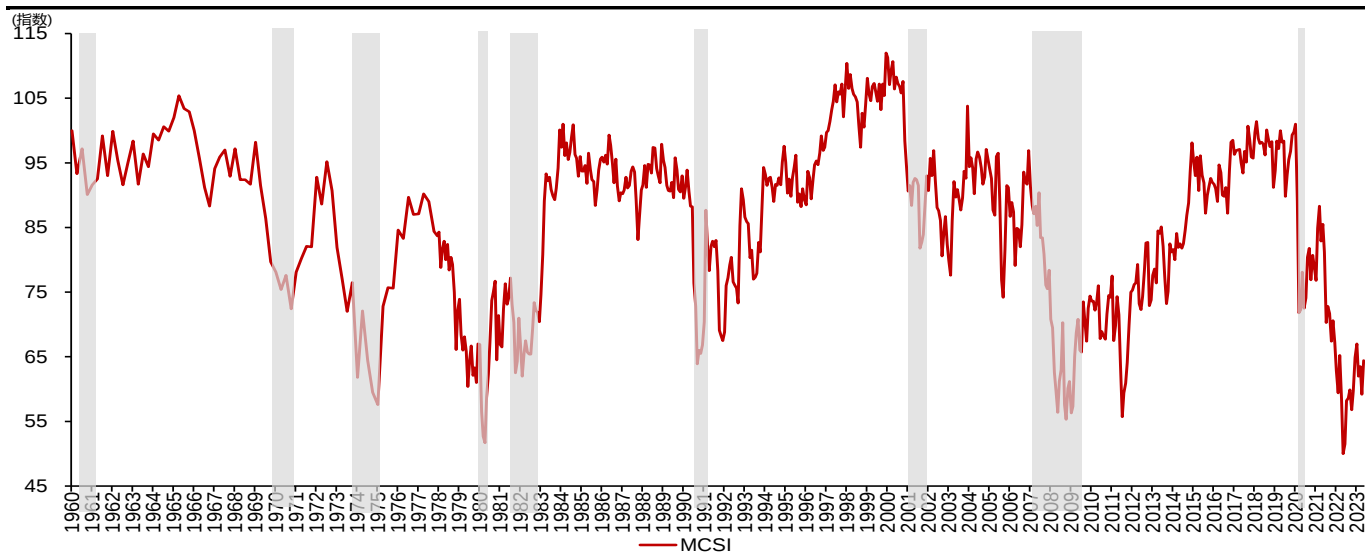
美国常见的消费者信心指数有两个：经济咨商局消费者信心指数（the Conference Board Consumer Confidence Index）和密歇根消费者情绪指数（Michigan Consumer Sentiment Index）。CBCCI 包括当前商业状况、当前就业状况、未来 6 个月商业预期状况、未来 6 个月就业预期状况和未来 6 个月家庭预期总收入等 5 个分项指标。MCSI 包括当前经济指数、当前家庭财务状况、耐用品购置状况、预期经济指数、预期家庭财务状况、未来 1 年商业状况和未来 5 年商业状况等 7 个分项指标。

CBCCI 与 MCSI 变化趋势基本一致，均在经济衰退来临之前开始显著下滑。在过去 8 次衰退周期中，CBCCI 平均在衰退开始前 11.3 个月跌破 100 的临界值（以 1985 年为基准），在衰退开始月份平均值为 101，MCSI 平均在衰退开始前 9.3 个月跌破 100 的临界值（以 1966 年为基准），在衰退开始月份的平均值为 83。

但两者也存在一些差异。CBCCI 样本数量更多，就业状况指标的权重更高，更能反映就业市场状况，而 MCSI 样本数量更少，家庭财务指标权重更高，且包含耐用品消费指标，更能反映消费者钱包和耐用消费情况。

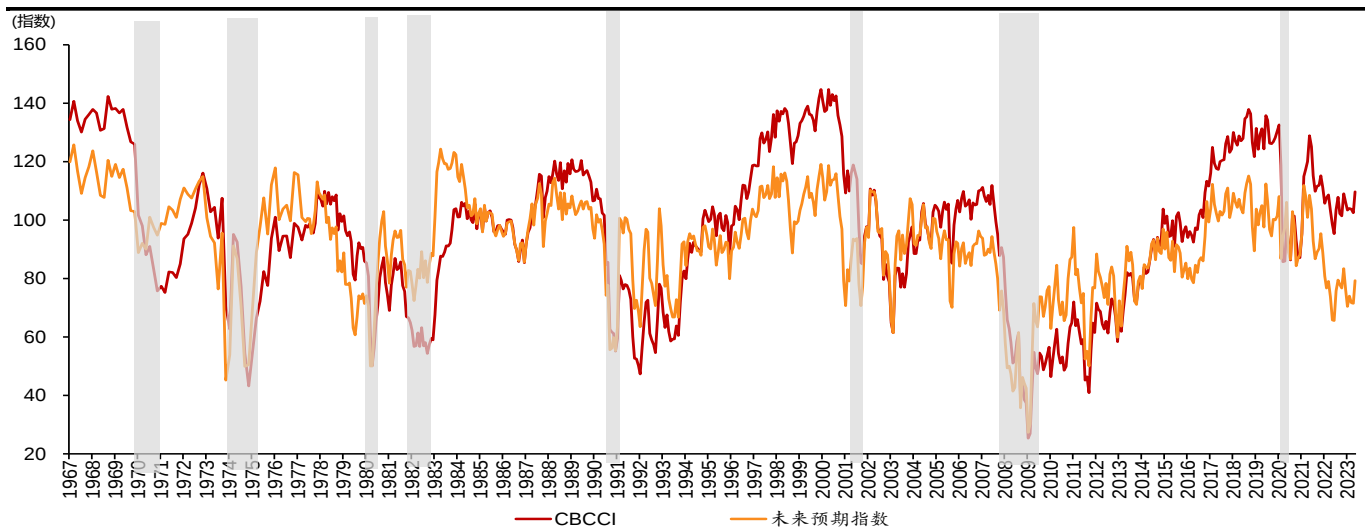
目前两个指标对衰退风险给出的信号并不统一。CBCCI 仍显著高于 100 临界值，尚未给出衰退预警，因就业市场依然强劲。但 MCSI 已大幅降至显著低于历次经济衰退开始月份的平均值，因高通胀挤压家庭钱包购买力，同时房地产和宅经济有关耐用消费大幅下滑。CBCCI 中的预期类指数降幅比当前类指数降幅更大，已接近以前一些衰退时期的水平，说明消费者当前就业状况较好，但对未来预期并不乐观。

图 7: 美国密西根大学消费者信心指数 (MCSI) 与历次经济衰退



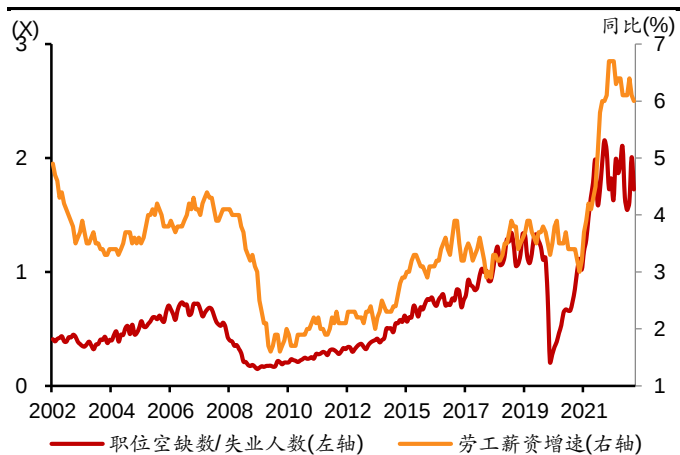
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美国经济咨商局消费者信心指数 (CBCCI) 与历次经济衰退



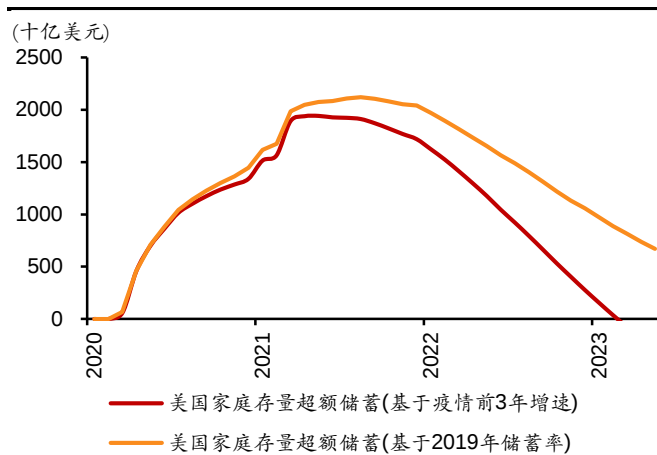
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美国职位空缺数/失业人数比与薪资增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国家庭存量超额储蓄



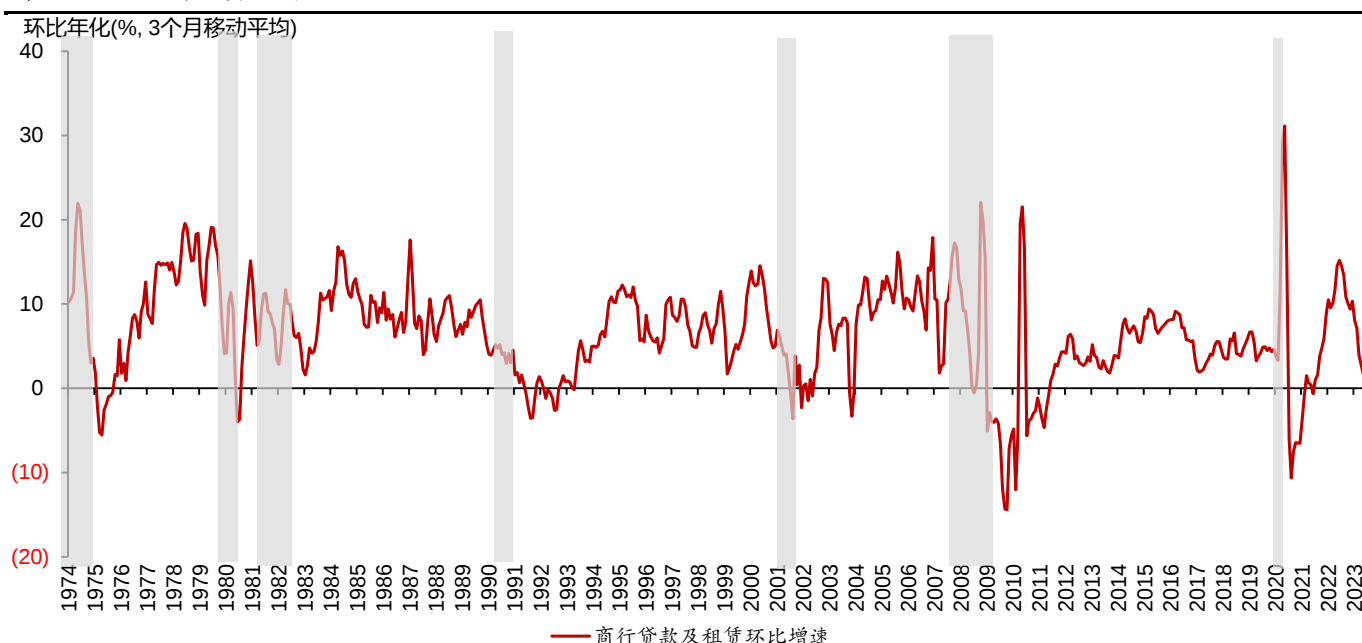
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

6. 银行贷款增速（接近衰退风险预警）

金融周期通常领先于经济周期，银行贷款增速则是观察金融周期的重要变量。银行贷款增速上升，意味着家庭和企业贷款需求走强，消费活动和资本支出向好。银行贷款增速下降，意味着家庭和企业贷款需求走弱，消费活动和资本支出变差。当经济衰退风险较高时，家庭和企业贷款需求疲弱，银行贷款供应也更加谨慎，贷款增速可能出现较大幅度下滑。

在 1974 年以来 6 次衰退周期中，银行贷款环比增速在衰退开始前 3-6 月显著下滑，在衰退期内可能降至 0 甚至负数，即出现贷款收缩。目前银行贷款环比增速已连续下降超过 7 个月，今年 6 月出现环比负增长，临近经济衰退风险预警。随着消费信心下滑，消费贷款可能进一步放缓，加上 3 月中小银行动荡可能导致信贷条件收紧，美国银行业贷款增速可能进一步下行。

图 11: 美国银行业贷款增速



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

7. 美国新房开工数（未发出衰退风险预警）

房地产是美国经济的重要部门。自有房产占美国家庭净财富 25% 以上，房屋建筑业吸纳接近一百万就业，住宅投资占 GDP 近 5%，包括房租、虚拟租金、公用事业等在内的居住服务占 GDP 的 12% 左右。房地产周期领先于经济周期，是导致美国经济周期的重要因素，例如房地产泡沫化及随后剧烈调整是导致美国 2008-2009 年金融危机和大衰退的最重要因素。

新房开工数是观察美国房地产周期乃至经济周期的重要指标。在 1960 年以来的 7 次衰退周期中，新房开工数平均在衰退开始前 9 个月开始下滑，自衰退前最高点至衰退期最低点平均下滑 44.4% 左右。其中降幅最小的是 2001 年温和衰退周期，自衰退前最高点至衰退中最低点下降 5.3% 左右，降幅最大的是 2008-2009 年大衰退，

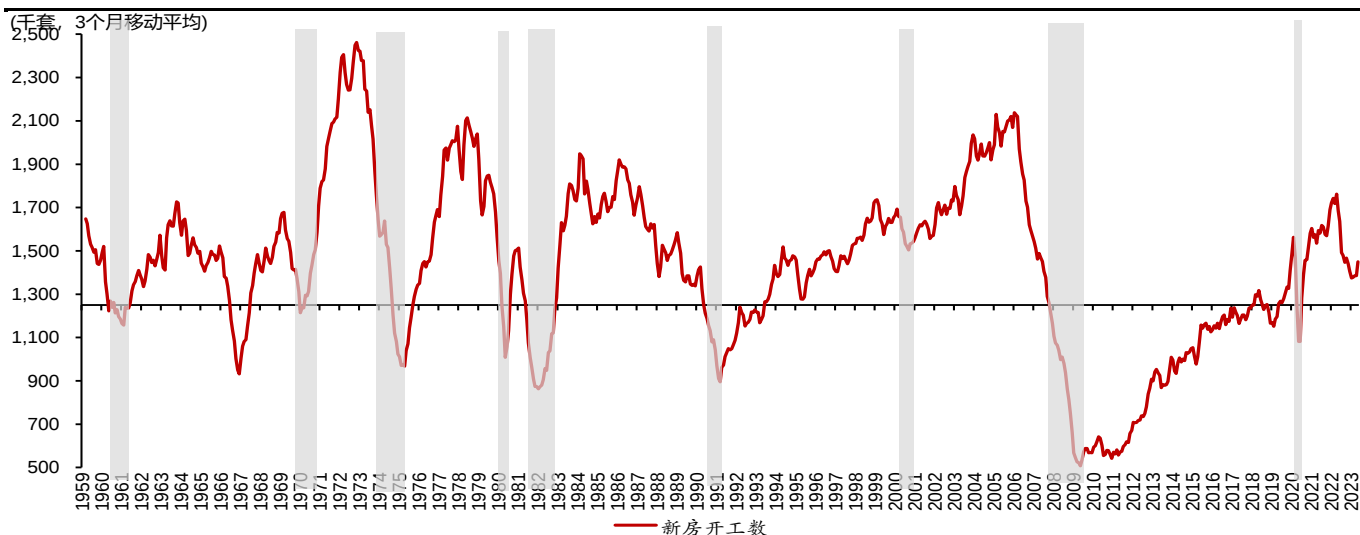
自 2007 年最高点至 2009 年最低点累计下跌 71.0%。唯一的例外是 1966 年，自 1 月至 12 月新房开工数累计下跌 37.7%，但美国经济在 1966-1967 年并未进入衰退。

新房开工数尚未发出衰退风险预警。伴随剧烈加息周期，新房开工数自 2022 年 4 月至今年 1 月累计下跌 25.7%，但随着长期利率有所回落和供应恢复，今年 2 月以来新房开工数显著反弹，截至 5 月累计降幅已收窄至 10% 以内。

面对剧烈加息周期，新房开工数展现出一定韧性。主要原因是：1) 抵押贷款利率从之前极低位置升至目前高位，大多数房主被“锁定”而不愿再融资或售房，成屋销售市场库存处于非常低水平，今年 1 季度成屋库存销售月数为 2.2 个月，显著低于 2012-2014 年平均 4.9 个月。2) 主力购房人群（25-39 岁人口）数量从 2010 年的 6,129 万人持续升至 2019 年以来超过 6,750 万人，创出历史新高，对新房需求形成支撑。3) 货币政策进入紧缩状态较晚，且紧缩程度不够。尽管剧烈加息周期已超过一年，但由于高通胀，实际利率在今年 5 月才转正，联邦基金利率仍大幅低于泰勒法则（Taylor's Rule）合宜利率水平（超过 9%）。4) 供应链瓶颈和劳工短缺对房屋建筑活动的抑制逐步缓解。

但目前仍不能判定美国新房市场进入新一轮上升周期。2020-2021 年超级宽松政策和供应链瓶颈推动美国房价泡沫化指数（房价/收入比和房价/租金比）创历史新高，目前房价泡沫化指数有所下降，但仍有进一步下调空间。当前经济和房地产市场的韧性必然导致货币政策紧缩力度和紧缩持续时间超过预期，对房地产市场产生进一步挤压效应。

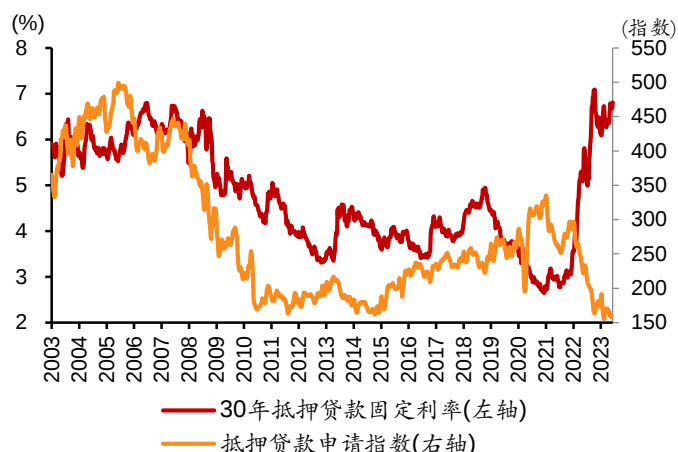
图 12: 美国房屋新开工数与历次经济衰退



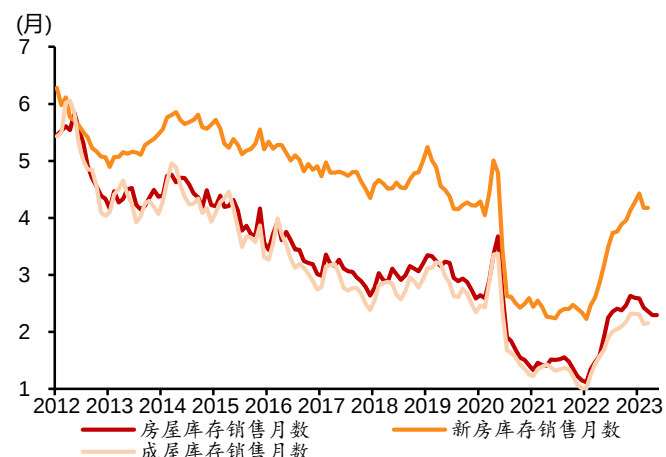
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国抵押贷款利率与申请数

图 14: 美国房屋、新房与成屋库存销售月数

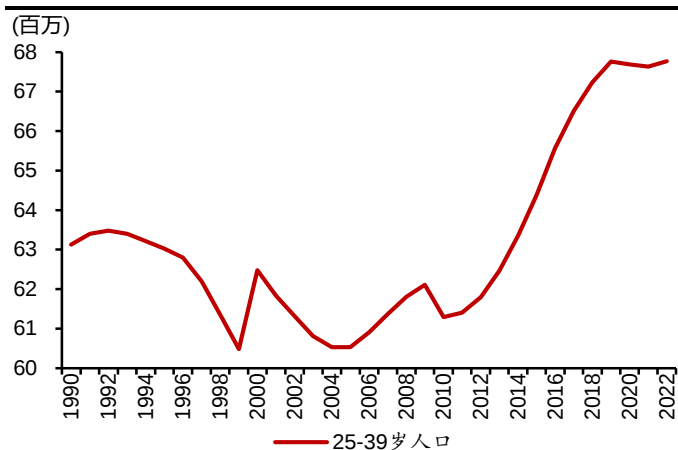


资料来源：Wind, 招银国际环球市场



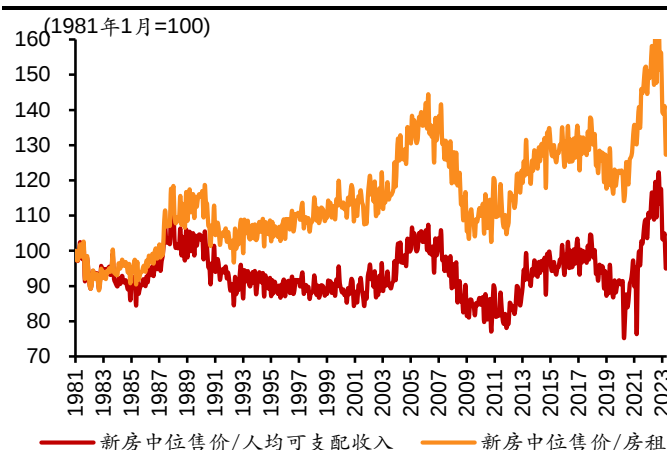
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国 25-39 岁人口数量



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国房价泡沫化指数



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

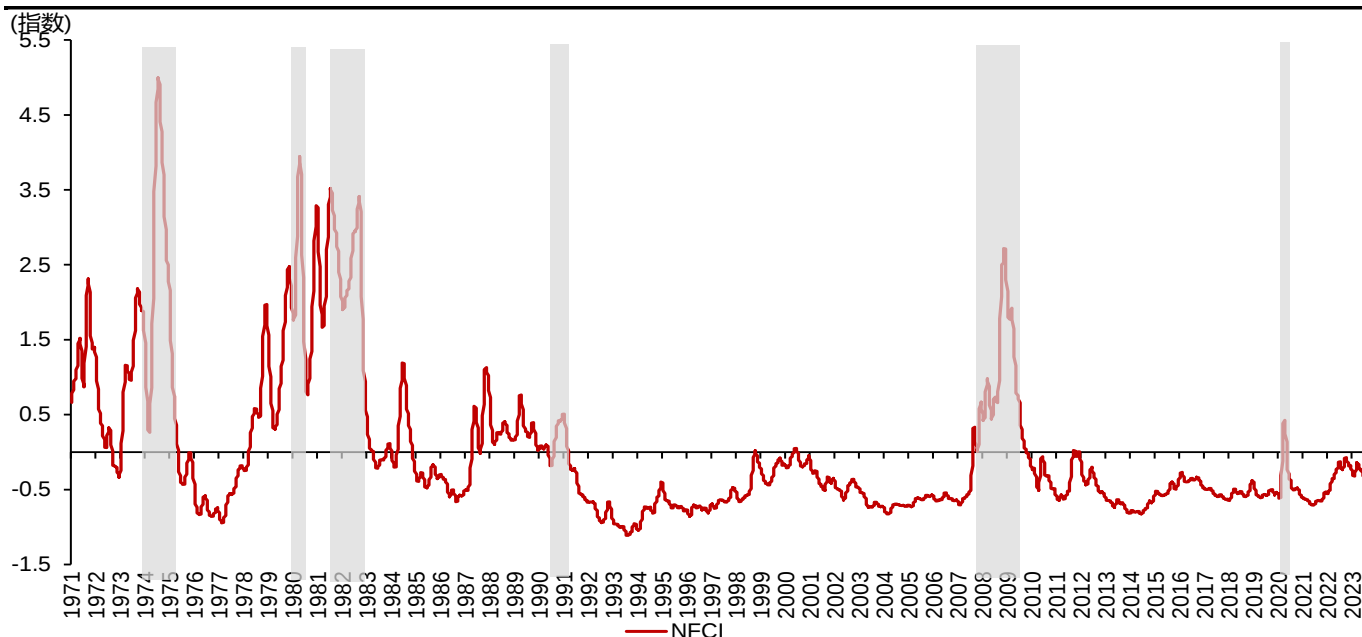
8. 金融条件指数（未发出衰退风险预警）

芝加哥全国金融条件指数（NFCI）是美国金融体系 105 个风险、信用和杠杆指标的加权平均值，反映包括货币市场、债券市场、股票市场、传统信贷和“影子银行”在内的金融条件变化（各指标情况请参考附录）。风险指标主要包括各类资产价格隐含的风险溢价和波动率，信用指标主要衡量在当前价格信贷供给和需求意愿，杠杆指标主要衡量债务率等。NFCI>0 表示金融条件比长期平均水平更紧，NFCI<0 表示金融条件比长期平均水平宽松。

比较 NFCI 与美国经济周期可以发现，金融条件收紧似乎是美国经济衰退的必要条件，但非充分条件，美国历次经济衰退之前必然伴随金融条件收紧，但金融条件收紧并不必然导致经济衰退。美国经济 7 次衰退开始之前，都伴随 NFCI 显著上升，并最终升至 0 以上。在 1984 年 7 月和 1987 年 8 月 NFCI 大幅上升至 1 以上之后，美国经济并未出现衰退。

NFCI 目前尚未发出经济衰退风险预警。NFCI 在 2022 年前三季度明显上升，因俄乌战争和剧烈加息增加金融市场压力，但随着通胀和长期利率有所回落，NFCI 在 2023 年以来又有所回落，6 月为 -0.32，显示目前金融条件比历史平均更加宽松。

图 17: 芝加哥全国金融条件指数 (NFCI) 与历次经济衰退



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

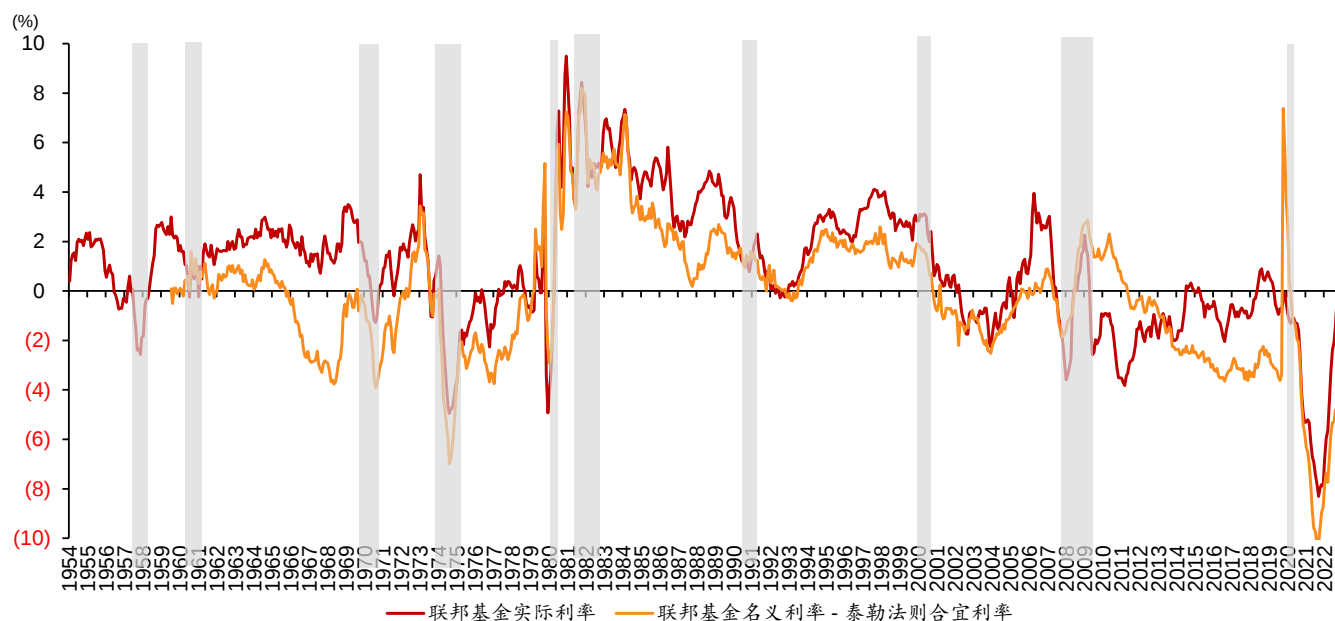
9. 美国实际利率（未发出衰退风险预警）

中央银行致力于熨平经济周期波动，货币政策成为影响经济周期的关键变量。在经济周期从复苏到繁荣的阶段，中央银行实施货币政策紧缩，名义政策利率逐步上升，当超过通胀水平时实际利率为正，当超过泰勒规则合宜利率时进入紧缩状态。

从历次经济衰退周期来看，在衰退之前的经济繁荣期，实际利率往往不断升至较高水平，经济繁荣和货币政策紧缩已为衰退到来埋下伏笔。经济繁荣伴随过度自信和过度扩张，过多要素需求竞争过少要素供应，要素成本上升，产出效率下降，名义利率和实际利率大幅上升，逐步引发需求冷却，但通胀下降相对更慢，货币政策反应更加滞后。由于货币政策本身存在反应时滞，以及货币政策对通胀的作用时滞比对产出的作用时滞更长，在经济不确定性背景下，货币政策常从期初的反应不足逐渐走向反应过度。

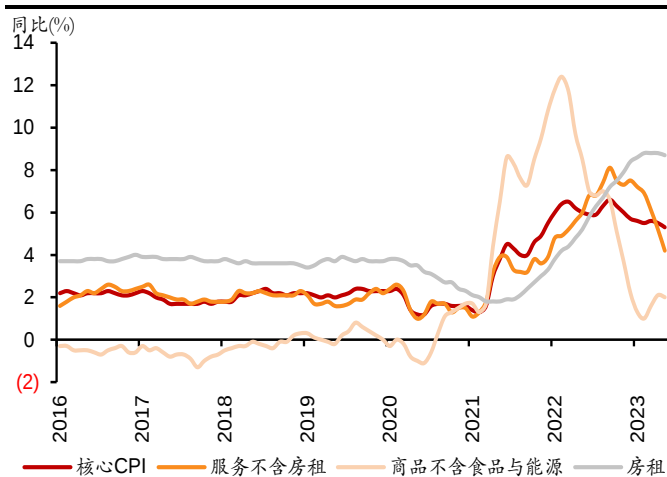
目前联邦基金实际利率仍显著低于以往加息周期平均水平，名义利率仍大幅低于泰勒规则合宜利率水平，说明货币政策紧缩时间和程度不够，尚未发出衰退风险预警。在此轮周期中，美联储对通胀的判断出现失误（通胀暂时论），加息过于迟缓，尽管名义利率经历一年多快速上升后处于较高水平，但由于高通胀和加息前利率过低，联邦基金实际利率（联邦基金利率-CPI 增速）今年 5 月才升为正值，目前名义利率仍大幅低于泰勒规则下合宜利率水平，显示货币政策进入紧缩状态时间较晚，且紧缩程度可能仍然不够。

图 18: 美国货币政策松紧度与历次经济衰退



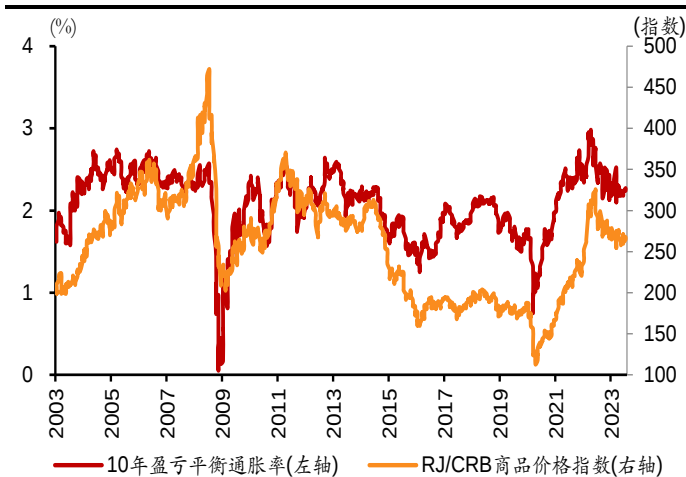
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国通胀水平



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 20: 美国通胀预期与大宗商品价格



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

附录：芝加哥全国金融条件指数成分指标

Risk Indicators	Start Date	Transformation	Frequency	NFCI	ANFCI
ICE BofAML ABS/5-yr Treasury yield spread	01-Feb-1991	LV	M	4.67	4.23
BofAML 3-5 yr AAA CMBS OAS spread ⁴	02-Jan-1998	LV	W	4.58	3.93
2-yr Interest Rate Swap/Treasury yield spread ⁷	03-Apr-1987	LV	W	4.02	4.33
ICE BofAML Financial/Corporate Credit bond spread	31-Jan-1997	LV	M	3.91	3.95
CBOE Market Volatility Index VIX	05-Jan-1990	LV	W	3.77	3.41
BofAML Home Equity ABS/MBS yield spread	05-Jul-1991	LV	W	3.57	3.18
3-mo. BofAML Swaption Volatility Estimate Index	06-Dec-1996	LV	W	3.13	2.94
1-mo. Asset-backed/Financial commercial paper spread	05-Jan-2001	LV	W	3.04	3.87
3-mo. LIBOR/CME Term SOFR-Treasury spread ⁸	06-Jun-1980	LV	W	2.84	3.45
1-mo. BofAML Option Volatility Estimate Index	08-Apr-1988	LV	W	2.80	2.83
10-yr Interest Rate Swap/Treasury yield spread ⁶	03-Apr-1987	LV	W	2.78	3.03
Counterparty Risk Index (formerly maintained by Credit Derivatives Research) ⁵	13-Sep-2002	LV	W	-2.66	-1.63
3-mo./1-wk AA Financial commercial paper spread	03-Jan-1997	LV	W	2.64	2.32
3-mo. Interbank Deposit Spread (OBFR/LIBID-Treasury)	08-Jan-1971	LV	W	2.26	2.66
ICE BofAML Mortgage Master MBS/10-year Treasury yield spread	27-Jan-1989	LV	M	1.72	1.80
3-mo. Overnight Indexed Swap (OIS)/Treasury yield spread	19-Sep-2003	LV	W	1.49	3.78
10-yr/2-yr Treasury yield spread	20-Aug-1971	LV	W	-1.07	-0.79
Fed Funds/Overnight Treasury Repo rate spread	24-May-1991	LV	W	0.97	2.07
3-mo. Financial commercial paper/Treasury bill spread	08-Jan-1971	LV	W	0.95	1.77
Repo Market Volume (Repurchases+Reverse Repurchases of primary dealers)	07-Oct-1994	DLNQ	W	-0.75	-0.48
1-yr./1-mo. LIBOR/CME Term SOFR spread ⁸	10-Jan-1986	LV	W	0.73	1.31
Commercial Paper Outstanding	10-Nov-1995	DLN	W	-0.62	-0.16
On-the-run vs. O -the-run 10-yr Treasury liquidity premium	20-Aug-1971	LV	W	-0.60	0.44
Agency MBS Repo Delivery Failures Rate	07-Oct-1994	DLNQ	W	0.60	0.58
Total Money Market Mutual Fund Assets/Total Long-term Fund Assets	28-Dec-1984	LV	M	0.50	0.22
Treasury Repo Delivery Fails Rate	07-Oct-1994	DLNQ	W	0.35	-0.08
Agency Repo Delivery Failures Rate	07-Oct-1994	DLNQ	W	0.33	-0.06
Fed Funds/Overnight Agency Repo rate spread	24-May-1991	LV	W	-0.22	1.19
Fed Funds/Overnight MBS Repo rate spread	24-May-1991	LV	W	-0.22	1.19
Advanced Foreign Economies Trade-weighted US Dollar Value Index	12-Jan-1973	DLN	W	0.13	0.18
2-yr/3-mo. Treasury yield spread	08-Jan-1971	LV	W	-0.10	0.45
Corporate Securities Repo Delivery Failures Rate	05-Oct-2001	DLNQ	W	0.09	-0.06
FDIC Volatile Bank Liabilities	01-Jul-1994	DLN	Q	-0.07	0.03
3-mo./1-wk Treasury Repo spread	24-May-1991	LV	W	-0.03	0.75

¹ All of the financial indicators are in basis points or percentages and are obtained from Haver Analytics unless otherwise noted.
² LV: Level, LVMA: Level Relative to Moving Average, DLV: First Difference, DLN: Log First Difference, DLNQ: 13-Week Log First Difference, . . . SA: Seasonally Adjusted Prior to Transformation.
³ Indicators are sorted by NFCI weight. The weights have been scaled to sum to 100 in absolute value for ease of presentation.
⁴ ICE/Bank of America Merrill Lynch.
⁵ Weekly average of 5-yr CDS spreads of top 15 major financial institutions; except as expressly provided elsewhere on this website, modifying, distributing, transmitting, performing, broadcasting, publishing, uploading, licensing, reverse engineering, transferring, selling or creating derivative works from the ICE Data Services data on this website is expressly prohibited.
⁶ Adjusted for mean break at 11/21/2008
⁷ Adjusted for mean break at 1/1/2010
⁸ LIBOR and SOFR data are spliced to form a single time series.

Credit Indicators	Start Date	Transformation	Frequency	NFCI	ANFCI
1-mo. Non nancial commercial paper A2P2/AA credit spread	10-Jan-1997	LV	W	4.24	3.03
Markit Investment Grade (IG) 5-yr Senior CDS Index ⁸	21-Sep-2007	LVMA	W	4.16	4.51
30-yr Jumbo/Conforming xed rate mortgage spread	12-Jun-1998	LV	W	3.84	4.23
Markit High Yield (HY) 5-yr Senior CDS Index ⁸	28-Dec-2007	LVMA	W	3.73	3.16
BofAML High Yield/Moody's Baa corporate bond yield spread	07-Nov-1986	LV	W	3.65	1.80
CBOE Crude Oil Volatility Index, OVX	18-May-2007	LV	W	2.40	0.99
30-yr Conforming Mortgage/10-yr Treasury yield spread	02-Apr-1971	LV	W	0.93	1.18
NACM Survey of Credit Managers: Credit Manager's Index	01-Mar-2002	LV	M	-0.92	-0.47
Commercial Bank 24-mo. Personal Loan/2-yr Treasury yield spread ⁵	04-Aug-1972	LV	Q	-0.79	-0.67
Commercial Bank 48-mo. New Car Loan/2-yr Treasury yield spread	04-Aug-1972	LV	Q	-0.75	-1.28
UM Household Survey: Mortgage Credit Conditions Good/Bad spread ⁷	24-Feb-1978	LV	M	-0.51	-0.39

UM Household Survey: Durable Goods Credit Conditions Good/Bad spread ⁵	27-Jan-1978	LV	M	-0.50	-0.31
Bond Market Association Municipal Swap/State & Local Government 20-yr GO bond spread	07-Jul-1989	LV	W	0.43	0.66
S&P US Bankcard Credit Card: Excess Rate Spread	28-Feb-1992	DLVSA	M	-0.43	-0.26
UM Household Survey: Auto Credit Conditions Good/Bad spread ⁴	24-Feb-1978	LV	M	-0.42	-0.26
NFIB Survey: Credit Harder to Get	02-Nov-1973	LV	M	0.42	0.38
Moody's Baa corporate bond/10-yr Treasury yield spread	08-Jan-1971	LV	W	0.30	0.89
S&P US Bankcard Credit Card: 3-mo. Delinquency Rate	28-Feb-1992	DLVSA	M	0.30	0.19
FRB Senior Loan Officer Survey: Tightening Standards on Small C&I Loans	28-Sep-1990	LV	Q	0.29	0.13
FRB Senior Loan Officer Survey: Increasing spreads on Small C&I Loans	28-Sep-1990	LV	Q	0.29	0.18
FRB Senior Loan Officer Survey: Tightening Standards on RRE Loans	28-Dec-1990	LV	Q	0.29	0.22
FRB Senior Loan Officer Survey: Increasing spreads on Large C&I Loans	28-Sep-1990	LV	Q	0.29	0.16
FRB Senior Loan Officer Survey: Tightening Standards on CRE Loans	28-Dec-1990	LV	Q	0.28	0.16
FRB Senior Loan Officer Survey: Tightening Standards on Large C&I Loans	28-Sep-1990	LV	Q	0.28	0.10
NY Fed Consumer Credit Panel: Loan Delinquency Status: Non-current (Percent of Total Balance)	01-Oct-1999	DLV	Q	0.26	0.30
Commercial Bank Noncurrent/Total Loans	28-Jun-1985	DLN	Q	0.26	0.20
NY Fed Consumer Credit Panel: New Seriously Delinquent Loan Balances (Percent of Total Balance)	26-Sep-2003	DLV	Q	0.25	0.25
NY Fed Consumer Credit Panel: New Delinquent Loan Balances (Percent of Current balance)	26-Sep-2003	DLV	Q	0.24	0.20
S&P US Bankcard Credit Card: Receivables Outstanding	28-Feb-1992	DLNSA	M	-0.21	-0.04
FRB Senior Loan Officer Survey: Willingness to Lend to Consumers	02-Apr-1971	LV	Q	-0.05	0.00
Finance Company Owned & Managed Receivables	29-Jan-1971	DLNSA	M	0.05	0.04
Consumer Credit Outstanding	29-Jan-1971	DLN	M	-0.04	0.01
MBA Serious Delinquencies	29-Sep-1972	DLV	Q	0.02	0.06
Money Stock: MZM ⁹	01-Mar-1974	DLN	M	-0.02	-0.08

¹ All of the financial indicators are in basis points or percentages and are obtained from Haver Analytics unless otherwise noted.

² LV: Level, LVMA: Level Relative to Moving Average, DLV: First Difference, DLN: Log First Difference, DLNQ: 13-Week Log First Difference, . . . SA: Seasonally Adjusted Prior to Transformation.

³ Indicators are sorted by NFCI weight. The weights have been scaled to sum to 100 in absolute value for ease of presentation.

⁴ Series vehrn_nr_all

⁵ Adjusted for mean break at 7/1/1990

⁶ Series durnr_nr_all

⁷ Series homrn_nr_all

⁸ Consecutive Markit series are back filled in growth rates to form a consistent time series

⁹ The monthly average of FZMAH@WEEKLY is back filled in growth rates using the discontinued series, FZMZ@USECON, to form a consistent time series.

Leverage Indicators	Start Date	Transformation	Frequency	NFCI	ANFCI
S&P 500 Financials/S&P 500 Price Index (Relative to 2-yr MA)	06-Sep-1991	LVMA	W	-3.85	-4.77
S&P 500, S&P 500 mini, NASDAQ 100, NASDAQ mini Open Interest	17-Sep-2010	DLNQ	W	1.61	-0.04
3-mo. Eurodollar, 10-yr/3-mo. swap, 2-yr and 10-yr Treasury Open Interest	23-Jun-1995	DLNQ	W	-1.28	-0.42
Net Notional Value of Credit Derivatives ⁵	07-Nov-2008	DLN	W	-0.36	-0.29
CMBS Issuance (Relative to 12-mo. MA)	28-Dec-1990	LVMASA	M	-0.36	-0.36
Nonmortgage ABS Issuance (Relative to 12-mo. MA)	29-Dec-2000	LVMASA	M	-0.27	-0.11
New US Corporate Debt Issuance (Relative to 12-mo. MA)	01-Jan-1988	LVMASA	M	-0.25	-0.46
Commercial Bank Total Unused C&I Loan Commitments/Total Assets	29-Jun-1990	DLN	Q	-0.22	-0.16
S&P 500, NASDAQ, and NYSE Market Capitalization/GDP	28-Jun-1985	DLN	Q	-0.17	-0.11
2-yr Constant Maturity Treasury yield	11-Jun-1976	DLV	W	-0.16	-0.27
Broker-dealer Debit Balances in Margin Accounts ⁴	29-Jan-1971	DLN	M	-0.14	-0.20
New State & Local Government Debt Issues (Relative to 12-mo.h MA)	27-Feb-2004	LVMASA	M	-0.14	0.02
CME E-mini S&P Futures Market Depth	04-Jan-2008	LV	W	0.13	-1.15
COMEX Gold/NYMEX WTI Futures Market Depth	04-Jan-2008	LV	W	-0.11	-0.01
Commercial Bank Consumer Loans/Total Assets	02-Mar-1973	DLN	M	-0.10	-0.03
Commercial Bank C&I Loans/Total Assets	02-Mar-1973	DLN	M	0.09	0.13
CoreLogic National House Price Index	02-Apr-1976	DLN	M	-0.08	-0.18
Commercial Bank Securities in Bank Credit/Total Assets	02-Mar-1973	DLN	M	-0.08	-0.12
CME Eurodollar/CBOT T-Note Futures Market Depth	01-Feb-2008	LV	W	-0.08	0.20
New US Corporate Equity Issuance (Relative to 12-mo. MA)	01-Jan-1988	LVMASA	M	-0.08	-0.07
Total Agency and GSE Assets/GDP	30-Mar-1984	DLN	Q	0.07	0.08
Total Assets of ABS issuers/GDP	30-Mar-1984	DLN	Q	-0.07	-0.05
Wilshire 5000 Stock Price Index	29-Jan-1971	DLN	M	-0.07	-0.12
10-yr Constant Maturity Treasury yield	08-Jan-1971	DLV	W	-0.05	-0.21
Household debt outstanding/PCE Durables and Residential Investment ⁶	02-Apr-1971	DLN	Q	0.04	0.01

Total Assets of Insurance Companies/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	-0.02	-0.03
Non nancial business debt outstanding/GDP ⁶	02-Apr-1971	DLN	Q	0.02	0.07
Total Assets of Funding Corporations/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	0.02	0.00
Total Assets of Broker-dealers/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	-0.01	-0.04
Total MBS Issuance (Relative to 12-mo. MA)	29-Dec-2000	LVMASA	M	0.01	-0.11
Total REIT Assets/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	-0.01	0.08
Federal, state, and local debt outstanding/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	0.01	0.00
Fed funds and Reverse Repurchase Agreements/Total Assets of Commercial Banks	30-Mar-1973	DLN	M	-0.01	-0.04
Total Assets of Pension Funds/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	-0.01	-0.01
Total Assets of Finance Companies/GDP	02-Apr-1971	DLN	Q	0.00	0.02
FRB Commercial Property Price Index	02-Apr-1971	DLN	Q	0.00	-0.01
Commercial Bank Real Estate Loans/Total Assets	02-Mar-1973	DLN	M	0.00	0.07

¹ All of the financial indicators are in basis points or percentages and are obtained from Haver Analytics unless otherwise noted.

² LV: Level, LVMA: Level Relative to Moving Average, DLV: First Difference, DLN: Log First Difference, DLNQ: 13-Week Log First Difference, . . . SA: Seasonally Adjusted Prior to Transformation.

³ Indicators are sorted by NFCI weight. The weights have been scaled to sum to 100 in absolute value for ease of presentation.

⁴ FINRA and NYSE data are spliced to form a single time series.

⁵ Data provided under a license granted to the Federal Reserve Bank of Chicago by DTCC Solutions LCC ("DTCC Solutions"), an affiliate of The Depository Trust & Clearing Corporation. DTCC Solutions, its affiliates, and third parties from which they obtained data have no liability for the content of this material.

⁶ Non financial leverage subindex indicators.

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。