

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2022年11月4日

【专题研究】

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

美国经济会陷入衰退吗？ ——9大领先指标观察

【内容摘要】

从各项领先指标来看，目前美国经济在短期（2022年四季度至2023年一季度）发生衰退的可能性较低。佐证指标为GDPNow，纽约联储WEI，芝加哥联储全国活动指数（CFNAI）、萨姆规则衰退指标（SRRI）和CEIC先行指标。

但美国经济中期（2023年二、三季度）发生衰退的风险开始增加。佐证指标为ECRI领先指标，CEIC先行指标，咨商会领先经济指标（LEI），OECD综合领先指标（CLI）。

即便能避免中期衰退，但从更远的期限来看，美国经济最终出现衰退的风险极大。佐证指标为咨商会LEI（三项判断标准都指向衰退），以及美国10Y-3M国债收益率出现倒挂（历史看几乎是未来7-14个月出现衰退的充要条件）。

预计美联储在今年仅剩的12月议息会议上有更大可能加息50个基点至4.5%。而加息的终点大概率落在5.25%，这意味着明年2月、3月、5月的三次议息会议将累计加息75个基点，并在明年下半年可能的衰退来临前结束加息进程。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

美国经济会陷入衰退吗？ ——9 大领先指标观察

温彬 应习文

美联储 11 月 2 日宣布，将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点至 3.75%-4% 之间。随着美联储不断加息，美国经济未来的衰退风险也在增加。为此，我们选取了美国经济的九大领先指标来预判美国经济衰退的可能性和发生时点，有助于预判未来美联储的加息进程。

一、美国经济的领先指标

（一）亚特兰大联储 GDPNow

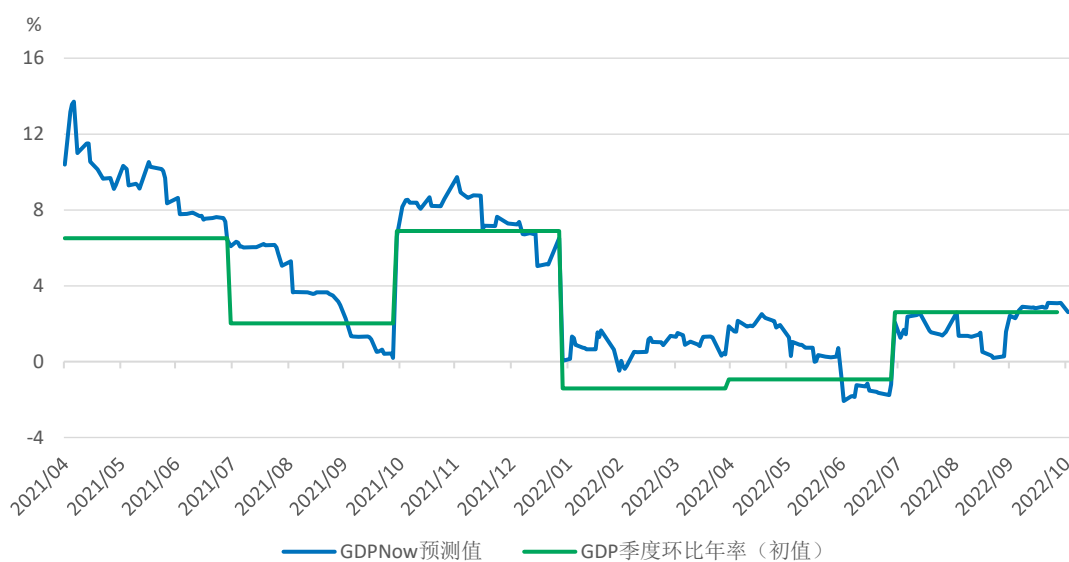
美国亚特兰大联储根据美国经济在个人消费支出、联邦与地方政府收支、制造业数据、房地产销售、劳动力市场情况、进出口等方面的高频（月度）数据，对美国商务部经济分析局（BEA）公布的 GDP 季度环比年率进行估计，每隔数日便会更新一次，频度取决于高频数据的更新情况。

2014 年以来 GDPNow 对于实际 GDP 增长的估计情况获得了市场认可，一般而言越接近实际数据公布日，各项信息更为充分，预测误差越小。从最新一个季度的预测情况来看，2022 年 10 月 27 日 BEA 公布的最新美国 GDP 季调环比折年增长 2.6%，而三季度 GDPNow 的预测值在 7 月末始于 2.1% 附近，随后在 9 月

持续下行，最低触及 0.2%。但随着 10 月份美国一系列强劲的经济数据公布，最终 GDPNow 在 10 月 26 日最后一期给出的预测值反弹至 3.1%，与预测目标相差 0.5 个百分点。

对于美国四季度的增长情况，GDPNow 已公布两期预测数据，分别是 10 月 28 日的 3.1% 和 11 月 1 日的 2.6%，表明四季度美国 GDP 环比折年仍能保持增长，衰退还不是燃眉之急。

图 1：美国亚特兰大联储 GDPNow 历史预测值与 BEA 公布的 GDP 初值



数据来源：美国亚特兰大联储

（二）纽约联储周度经济指数（WEI）

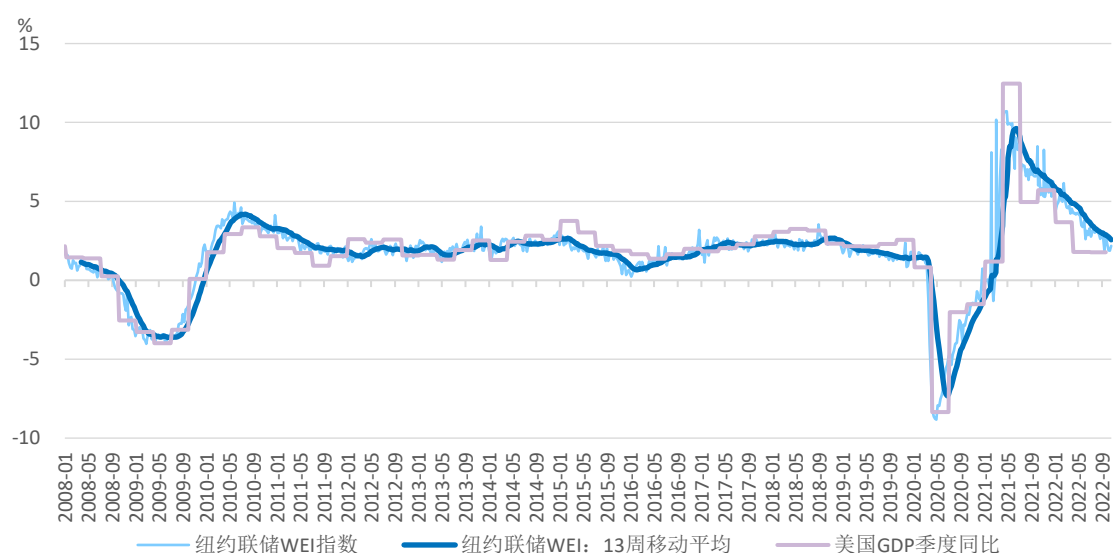
纽约联储周度经济指数（Weekly Economic Index）由 10 个周度经济指标合成而来，包括：红皮书零售销售、初请失业金人数、续请失业金人数、人力派遣指数、拉斯穆森消费者信心指数、粗钢产量、本土发电量、终端燃油销售、铁路货运量、联邦预扣税。

WEI 是对美国 GDP 季度同比增速的一个较好估计，通常一个季度的 WEI 指数均值（13 周平均值），与当季度 GDP 同比增

速较为接近，因此 WEI 是 GDP 的一个同步指标。但因其频度为周，一般能提前 1-2 个月对当季美国 GDP 同比增速进行判断，作用类似于亚特兰大联储 GDPNow 指数。

从最新一期的预测结果来看，三季度纽约联储 WEI 均值为 2.89%，而对应当季美国 GDP 实际同比增长 1.77%，预测值高估了约 1.07 个百分点。四季度已公布 4 期 WEI 指数，目前 13 周移动平均增速下降至 2.57%，并且还有下降趋势，预计美国四季度 GDP 同比增速将低于三季度。

图 2：纽约联储周度经济指数（当周值与 13 周移动平均）与美国季度 GDP 同比增速



数据来源：美国纽约联储

（三）OECD 美国综合领先指标（CLI）

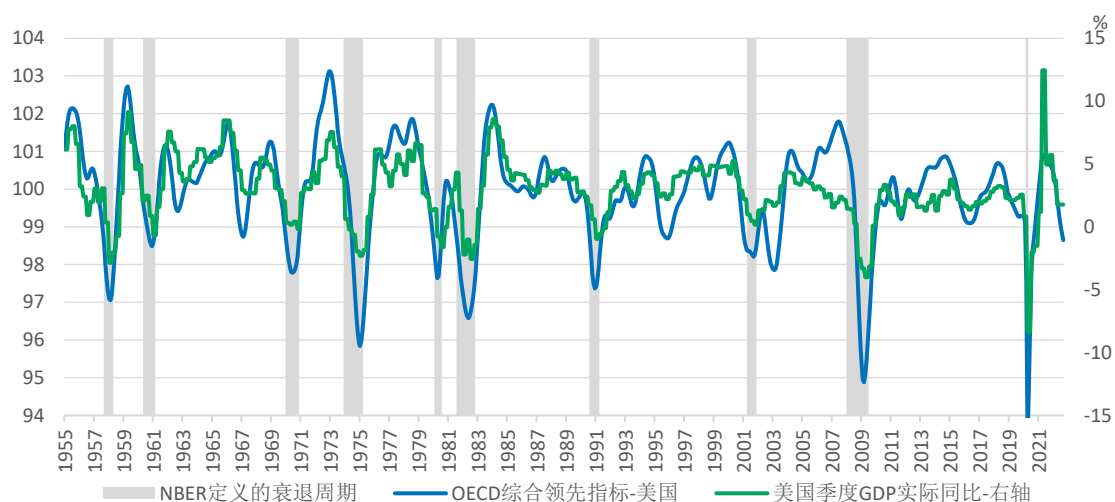
OECD 综合领先指标（Composite Leading Indicators）由经合组织（OECD）公布，通过地产、制造业、消费、就业、金融市场等各类指标合成而来。CLI 指标高于或低于 100，表明实际 GDP 高于或低于长期潜在水平。这意味着当 CLI 从高点回落时，经济扩张动力放缓，经济周期的顶点确认。当 CLI 下穿 100 时，意味

着经济将进入收缩区间。

从历史来看,CLI 相比美国季度 GDP 同比增速约领先 2-3 个月,相关性高于 70%。此外,CLI 对衰退有一定预测能力,多数时期 CLI 下穿 100 领先数月于美国国家经济研究局(NBER)定义的衰退开始时刻,但也有例外(1974 年与 2008 年滞后于衰退开始)。此外,CLI 下穿 100 也并非衰退的充分条件,在 1960、1990 和 2010 年代,都存在 CLI 下穿 100 但并未发生衰退的先例,或因为 GDP 低于潜在水平与经济衰退存在定义上的差别。

最新一期的 9 月美国 OECD 综合领先指标由上月的 98.6 下降至 98.5,表明当前美国经济已在长期潜在水平下运行。同时四季度 GDP 同比增速将较三季度继续回落,但并不代表会出现技术性衰退。

图 2: OECD 美国综合领先指标 (CLI) 与美国 GDP 同比增速



数据来源: OECD

(四) 芝加哥联储全国活动指数 (CFNAI)

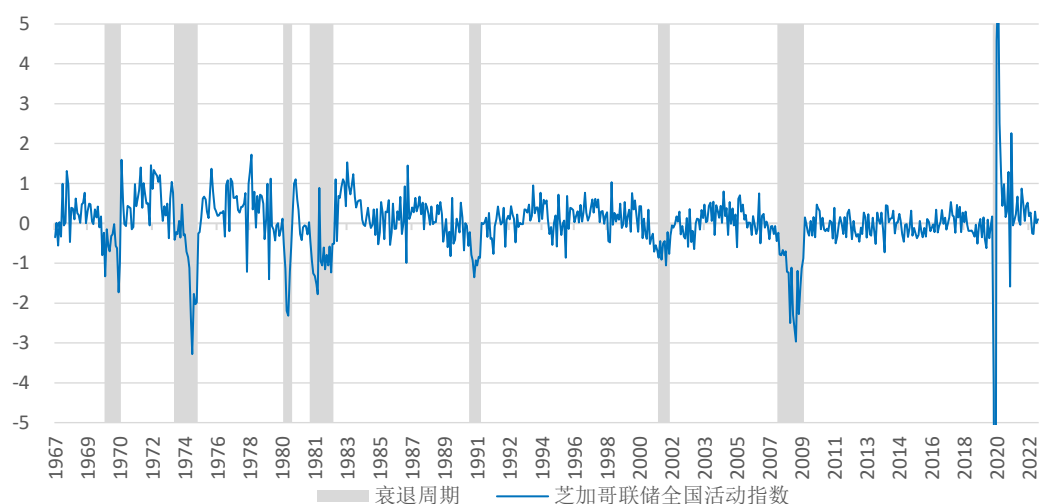
芝加哥联储全国活动指数 (Chicago Fed. National Activity

Index, CFNAI) 是由 85 个全国经济活动指标加权平均而成的一项美国全国性经济活动指标, 几乎涵盖美国宏观经济各方面的指标。从历史看, 该指数均值为 0, 标准差为 1, 意味当指数为 0 时, 美国经济扩张程度为历年来的正常平均值, 大于 0 和小于 0 分别表示高于和低于历史正常平均值。

从 NBER 定义的经济衰退周期看, 当 CFNAI 的 3 个月移动平均小于 -0.7 时, 可以判断当前经济已陷入衰退, 当大于 0.2 时, 可以判断经济走出衰退。但以上判断标准仅有同步性而缺乏领先性。

在领先性方面, 历史上美国经济衰退前 6 个月, CFNAI 至少有 3 个月小于 0 (仅 1973 年一次例外), 因而该指标可以看作是未来经济陷入衰退的必要条件。即若近 6 个月内, CFNAI 小于 0 的次数少于 3 次, 则可以判断近期美国经济暂不会陷入衰退。

图 4: 美国芝加哥联储全国活动指数与 NBER 定义的衰退周期



数据来源: 美国芝加哥联储

从目前的指数看, 2022 年 5、6 月份 CFNAI 小于 0, 但 7 至

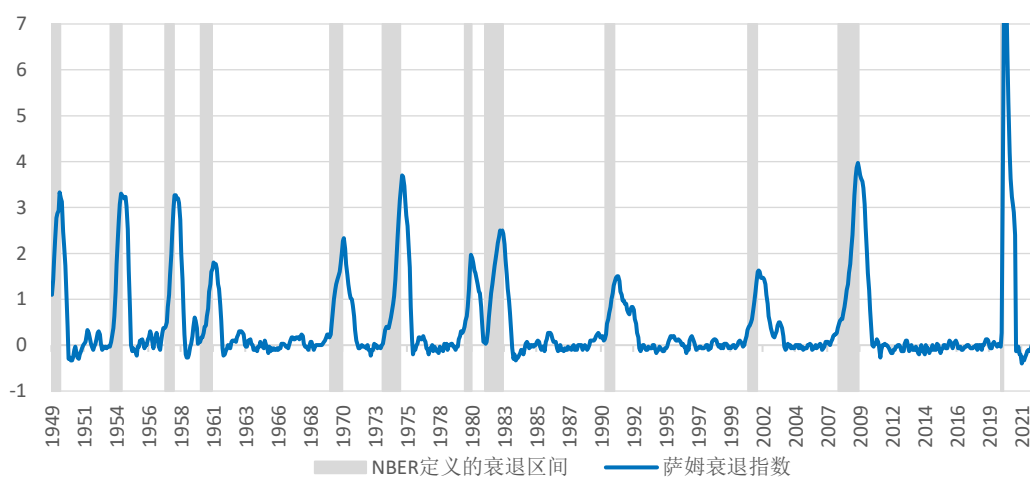
9月大于0，意味若10月份继续大于0（11月24日公布），那么基本可以排除短期陷入衰退的可能。但若10月重回0下方，则不能排除短期陷入衰退的可能。

（五）萨姆规则衰退指数（SRRI）

萨姆规则衰退指数（Sahm Rule Recession Indicator）由美国圣路易斯联储发布，计算方法为美国月度失业率的三个月移动平均减去过去12个月的最低失业率。当SRRI超过0.5时，意味着衰退的开始。

从历史看，萨姆指数对于衰退开始的显示比较准确，但主要问题是领先性不够。目前萨姆指数在0附近，表明当前美国经济并未有衰退迹象。

图5：萨姆规则衰退指数与美国的衰退区间



数据来源：美国圣路易斯联储

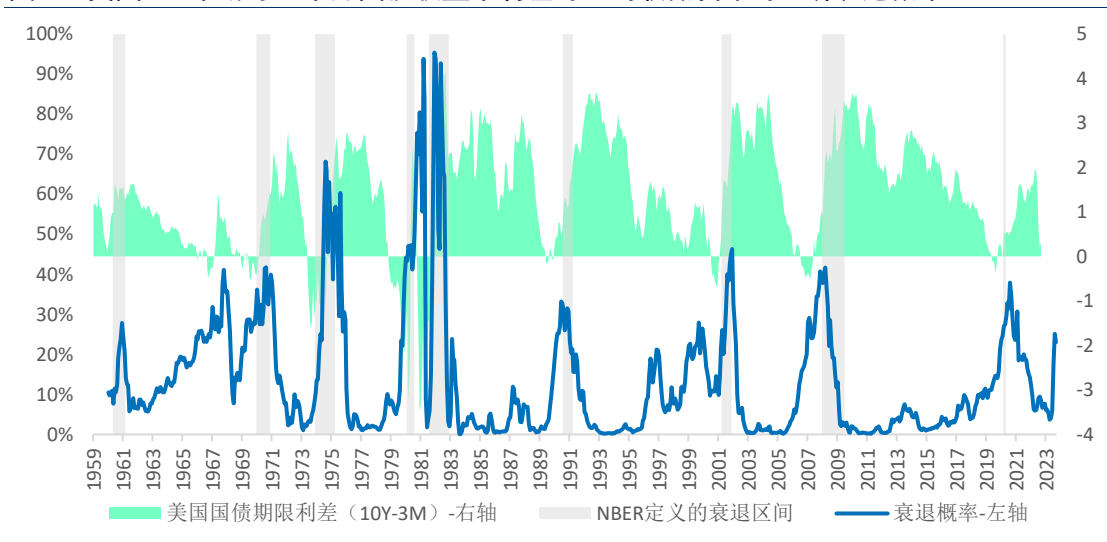
（六）基于国债收益率曲线的衰退概率

美国国债收益率的期限利差可用于估计美国经济未来的衰退概率，市场一般观察美国国债10年期与2年期的利差（10Y-2Y利差），以及10年期与3个月的利差（10Y-3M利差），利

差倒挂一般都能预示未来的经济衰退。相比较而言，10Y-2Y 利差的领先性强，但准确度欠佳，而 10Y-3M 利差的领先性略弱，但准确度更高。

纽约联储基于 10Y-3M 国债收益率利差模型测算未来 12 个月的美国经济衰退概率，目前 2023 年 7-9 月美国经济发生衰退的概率依次为 17.6%、25.2 和 23.0%。不过 10 月 25 日以来，美国 10Y-3M 国债利差已出现倒挂，但尚未在纽约联储的模型中更新。从历史看，1965 年之后美国的历次衰退，与 10Y-3M 国债利差倒挂为一一对应关系，可见其几乎是美国经济衰退的充分必要条件，领先期限为 7-14 个月，意味着明年下半年美国经济衰退的风险大增。

图 6：美国 10 年期与 3 个月国债收益率利差与纽约联储发布的经济衰退概率



数据来源：美国纽约联储

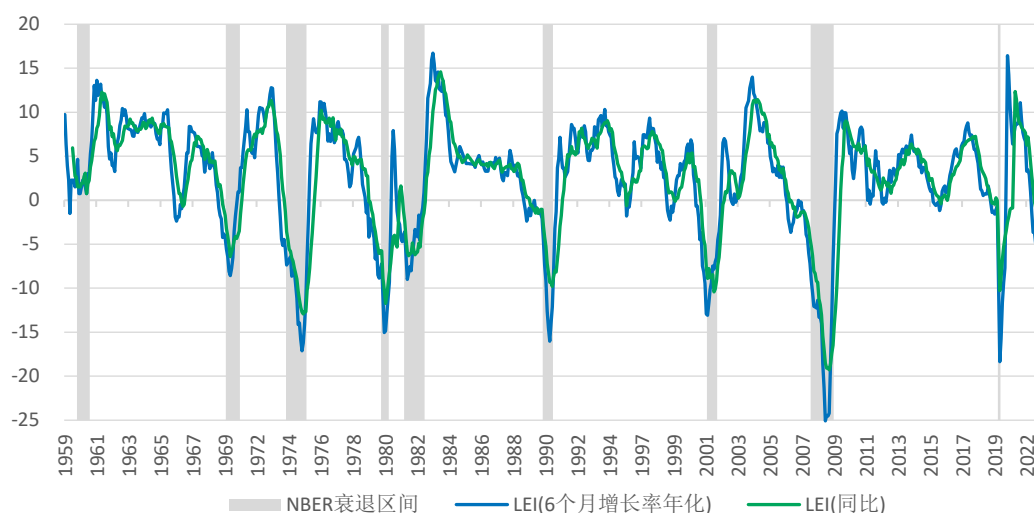
（七）美国咨商会领先经济指数（LEI）

美国咨商会（Conference Board）领先经济指数（Leading Economic Index）的拐点领先经济周期约 7 个月，该指标由十个

指标合成：制造业每周平均工时、每周初请失业金人数，制造业消费商品物料新订单，ISM 新订单，不包括飞机订单的非国防制造业新订单，私人住宅营建许可，标普 500 指数，信贷领先指数，利率期限利差（10 年国债收益率-联邦基金利率），消费者商业环境预期。LEI 绝对值以 2016 年为 100，通常可计算 LEI 的 6 个月年化增长率（LEI-6M-AGR）和同比增长率。

从历史看，若 LEI-6M-AGR 低于 0，可视为经济衰退的警告信号，通常领先衰退 5-12 个月；若该指标低于-4%，则可视为衰退即将发生的信号，通常领先衰退 0-6 个月。而 LEI 同比增速小于 0，通常领先衰退 1-15 个月，信号意义比 LEI-6M-AGR 稍弱，可视为预示未来衰退的辅助指标。从 1959 年以来的历史看，只要 LEI-6M-AGR 小于-4%，和 LEI 同比小于 0 同时出现，未来 10 个月内经济必然陷入衰退，而这正是当前美国经济面临的情况（9 月 LEI-6M-AGR=-5.62%，LEI 同比=-1.45%）。

图 7：美国咨商会领先经济指数



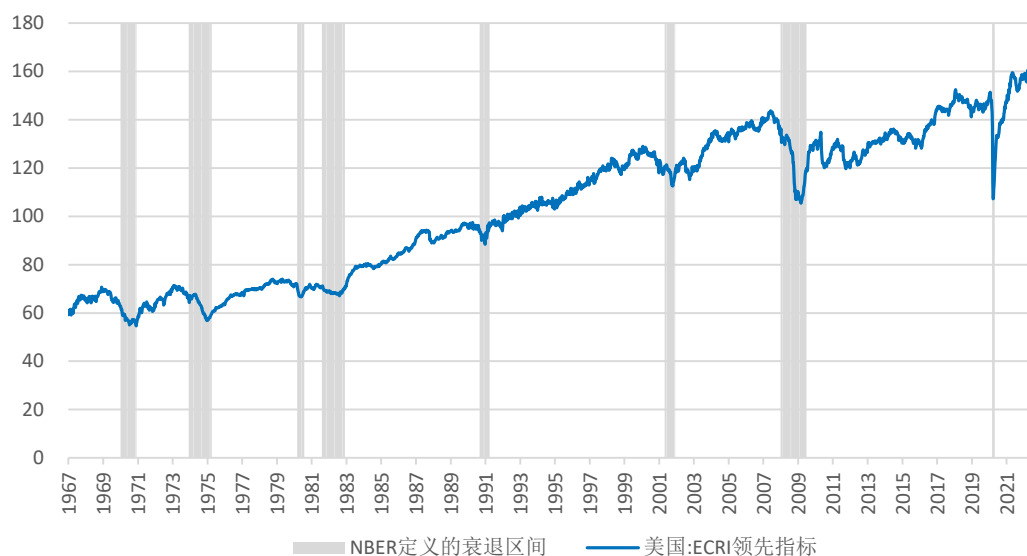
数据来源：美国咨商会

（八）美国经济周期研究所（ECRI）领先指标

美国经济周期研究所（Economic Cycle Research Ins.）领先指标可用于预测美国经济周期，若指标上升，则表明经济处在扩张状态，若指标由高点开始逐渐回落，则经济进入衰退的风险加大。

从历史看，NBER 定义的衰退，一般发生在 ECRI 领先指标从高点回落的 30-109 周之后，衰退开始时的指标回撤幅度在 1.1%至 11%之间。不过需要注意的是，ECRI 领先指标持续回落仅是衰退的必要非充分条件，需要结合其他衰退指标共同判断。当前美国 ECRI 领先指标已距离前期高点 29 周，且回撤了 11.97%，从历史看衰退风险较大。

图 8：美国经济周期研究所（ECRI）领先指标



数据来源：美国经济周期研究所

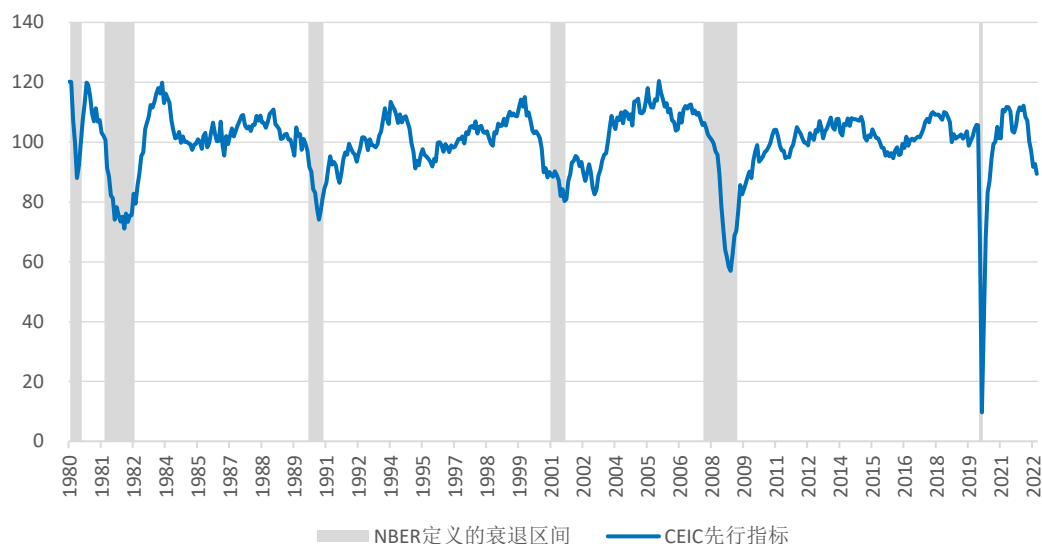
（九）CEIC 先行指标

CEIC 先行指标由 CEIC 数据公司的经济学家编制并发布，是预测经济周期拐点的先行指标，主要成分涵盖金融市场、货币部门、劳动力市场、贸易和工业等数据，包括巴西、中国、印度、

印度尼西亚、俄罗斯、欧元区、日本和美国 8 个经济体。

美国的 CEIC 先行指标从 1980 年开始，从历史看当该指标持续回落并跌破 100 时，预示经济衰退风险增加（领先性高但并不确定），当该指标跌破 80 时，表示经济即将或已经进入衰退区间（确定性高但领先性不足）。9 月份美国 CEIC 先行指标为 89.4，表明经济衰退风险上升，但距离 80 仍有一段距离，表明经济衰退暂不会立刻发生。

图 9：CEIC 先行指标（美国）



数据来源：美国经济周期研究所

二、对美国经济衰退和货币政策的判断

（一）九大领先指标的综合结论

从各项领先指标来看，目前美国经济在短期（2022 年四季度至 2023 年一季度）发生衰退的可能性较低。佐证指标为 GDPNow，纽约联储 WEI，芝加哥联储全国活动指数（CFNAI）、萨姆衰退指标（SRRI）和 CEIC 先行指标。

但美国经济中期（2023 年二、三季度）发生衰退的风险开始

增加。佐证指标为 ECRI 领先指标，CEIC 先行指标，咨商会领先经济指标（LEI），OECD 综合领先指标（CLI）。

即便能避免中期衰退，但从更远的期限来看，美国经济最终出现衰退的风险极大。佐证指标为咨商会 LEI（三项判断标准都指向衰退），以及美国 10Y-3M 国债收益率出现倒挂（历史看几乎是未来 7-14 个月出现衰退的充要条件）。

表：美国经济九大领先指标综合情况汇总表

领先指标	判断标准	领先性	准确性	目前指标的情况与结论
GDPNow	当前季度 GDP 环比预测值	小于一个季度	准确	预计四季度 GDP 环比年化增长 2.6%。
WEI	当前季度 GDP 同比预测值	小于一个季度	相对准确	四季度 GDP 同比将增长但增速回落。
OECD-CLI	低于 100 表明经济在潜在水平下方，衰退风险增加	2-3 个月	相对准确，但既非充分也非必要	连续 6 个月低于 100，9 月下降至 98.6，表明当前美国经济已在长期潜在水平下运行，四季度继续趋弱，但无法认定衰退。
CFNAI	衰退前一般 6 个月内有 3 次小于 0	短期	准确，但是衰退的必要非充分条件	5、6 月小于 0，但 7-9 月大于 0，短期无衰退风险
SRRI	超过 0.5 时，意味着衰退的开始	超短期，几乎同步	非常准确，衰退的充分必要条件	目前在 0 附近，短期无衰退风险
国债利差与纽约联储衰退概率	10Y-3M 利差倒挂，或纽约联储衰退概率上升	7-14 个月	准确，几乎为衰退的充分必要条件	10 月 25 日首次出现倒挂，明年下半年衰退风险大增
	10Y-2Y 利差倒挂	中长期	相对准确，衰退的必要非充分条件	6 月以来持续倒挂，未来衰退风险上升
咨商会 LEI	LEI 的 6 个月年化增长率低于 0	5-12 个月	相对准确	9 月为-5.62%，中长期衰退警告
	LEI 的 6 个月年化增长率低于-4%	0-6 个月	相对准确	9 月为-5.62%，中期衰退风险增加
	LEI 同比小于 0	1-15 个月	准确性一般，为辅助指标	9 月为-1.45%，中期衰退风险增加

ECRI 领先指标	自高点回落的时长与回落幅度	30-109 周	相对准确，为衰退的必要非充分条件	已较高点回落 29 周，回撤幅度 11.97%，衰退的必要条件达成
CEIC 先行指标	跌破 100 预示衰退风险增加	中期	相对准确	9 月为 89.4，中期衰退风险增加，短期不能确定
	跌破 80 衰退迫在眉睫	短期	相对准确	经济衰退暂不会立刻发生

（二）衰退风险增加对美联储货币政策的考验

美国联邦储备委员会 11 月 2 日宣布，将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点到 3.75% 至 4% 之间。这是美联储连续第四次加息 75 个基点。今年以来，美联储已加息累计 6 次加息共计 375 个基点。

尽管美联储在声明中显得较为鸽派，但随后鲍威尔的鹰派发言纠正了市场的鸽派理解。鲍威尔向市场透露的最主要信息在于，尽管美联储未来可能放缓加息步伐，但将提高利率最终的目标区间。

我们认为，美联储对此前试图加快加息节奏以换取明年更多货币政策空间的做法，在目前经济出现越来越多衰退信号的前提下需要进行调整。虽然美国劳动力市场仍过热，但经济软着陆的窗口正在变窄。同时，美国经济面临的能源价格上涨压力有所减轻，也给了美联储短期喘息之机，但长期通胀的顽固性，也决定美联储需要上调利率的最终目标区间。同时，美联储可能越来越倾向于接受经济衰退的事实，并将避免衰退的目标调整为尽可能降低衰退的深度。

综上所述，预计美联储在今年仅剩的 12 月议息会议上有更大可能加息 50 个基点至 4.5%。而加息的终点较大概率落在 5.25%，这意味着明年 2 月、3 月、5 月的三次议息会议将累计加息 75 个基点，并在明年下半年可能的衰退来临前结束加息进程。

近期研究成果

1. 2022 年四季度展望系列之一：国内经济有望延续温和复苏（2022 年 10 月 17 日）
2. 2022 年四季度展望系列之二：全球经济：遏制通胀的衰退处方（2022 年 10 月 20 日）
3. 2022 年四季度展望系列之三：内外周期错位下的信贷、金融市场运行及大类资产配置策略（2022 年 10 月 24 日）
4. 三季度经济恢复向好，内需贡献加大（2022 年 10 月 24 日）
5. 外需回落出口减速但仍有韧性（2022 年 10 月 25 日）
6. 财政收入持续回暖，财政支出略有放缓——9 月财政数据点评（2022 年 10 月 26 日）
7. 10 月经济景气走弱，需加快释放政策效应（2022 年 10 月 31 日）
8. 专项债结存限额密集发行——10 月地方债发行数据点评（2022 年 11 月 1 日）
9. 美联储加息 75bp 符合预期，后续加息节奏或将放缓（2022 年 11 月 4 日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

