

## 详解同步指标以及阻碍美国陷入衰退的因素

20230404

### 核心内容：

- **同步指标 (CEI) 是通过综合周期性数据反映经济位置的指标** 同步指标与美国国家经济研究局 (NBER) 判定经济的顶点、低谷以及衰退时长的主要数据指标重合，因此对推测货币政策变动有重要意义。NBER 判定衰退的常见参考指标包括个人实际收入、非农就业、家庭调查就业、个人实际消费支出、实际批发和零售额以及工业生产等。以上数据大致与 CEI 的构成吻合，也反映出 CEI 对推断美国经济与衰退的距离有着较强的指导作用。目前常见的同步指标提供者包括：(1) 美国经济周期研究所 (ECRI)、(2) 咨商会 (the Conference Board) 和 (3) 费城联储储蓄银行。其中，ECRI 和咨商会的同步指标构成基本一致，而费城联储的 CEI 则另辟蹊径的依靠四类劳动市场数据跟踪 GDP 的长期趋势。
- **四指标 CEI 一般包含就业、可支配收入、销售额和工业生产数据** CEI 为了简洁准确的显示经济增长的轨迹，一般选取少量最有代表性的指标进行拟合，和传统 GDP 核算思路比较接近。我们使用的数据包括 (1) 非农就业总人数、(2) 剔除政府转移支付的实际个人可支配收入、(3) 实际制造业和贸易销售额和 (4) 工业生产指数。就业的旺盛通常导致个人可支配收入的增加，而实际收入的增长又会影响到实际零售销售；零售销售的增速决定批发和制造业出货的水平，后两者又共同影响工业生产指数。这也导致其增长的峰值和谷底出现的位置比较一致，叠加后与经济周期的位置高度重合。
- **银河 CEI 的拟合方法与特征** 我们拟合的 CEI 包括以下步骤：(1) 计算各分项的月度对称百分比变化，得出月度增长率；(2) 为了防止个别分项存在过高的波动率，各指标的增长率均被标准化，使其平均值的绝对值为 1.0；(3) 用月度变化绝对值的平均数分别计算四个指标的“标准化系数”；(4) 通过标准化系数和该项的数据量计算所对应的权重；(5) 可以根据相应的经济增速加入校正系数，但为了保持分项数据的原始性，我们略过这一步骤；(6) 通过权重和增长率得到分项的月度增幅，将月度增幅加总得到分项指数；(7) 将四个分项的月度增幅加总累计得到 CEI 综合指数，这一综合指数的同比和环比增速与 GDP 均存在不错的相关性。
- **CEI 可以通过阈值帮助判断经济是否进入衰退以及增长率是否放缓到可以降息的水平** 相对于综合指数总量的表现，CEI 的同比和环比增速更加重要。CEI 与实际 GDP 的同比增速有着较好的相关性：1999-2022 年的 CEI 和 GDP 同比增速作为自变量和因变量进行线性回归，模型的 R2 为 0.75，可以作为提前预测季度 GDP 同比增长率的辅助手段。CEI 的 (环比) 增长率精准反映了 1949 年以来的全部 12 次衰退，比 GDP 环比折年率连续两个季度负增长的“技术性衰退”准确率高出许多。从经验角度考虑，银河 CEI 的判断美国经济衰退的阈值为“环比增速 6 个月移动平均值降低至

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼

**主要风险：**重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机

-0.25%以下”，而 0%的增速则可以作为可信度较高的衰退预警。银河 CEI 的“降息触发”阈值在 1%左右，在加息周期达到这一阈值并不意味着一定出现降息，而是反映周期性经济部门达到了可以降息的标准，但是否降息仍取决于美联储对价格和金融稳定的评估。

- **从 CEI 的分项指标看，美国经济短期难以陷入衰退，就业和收入指标是最大阻碍，而销售和工业生产达到了衰退前的水平** 销售额和工业生产的 6 月均环比增速在 2023 年 1 月分别为-0.38%和-0.35%，已经符合周期性衰退的状态；而阻止衰退判定的则是就业和可支配收入，两项的 6 月均环比增速分别为 0.63%和 0.28%，距离-0.25%的阈值仍有不小的距离。总体上，新增就业是经济韧性的重中之重，其在 CEI 中较大的权重也暗示短期衰退可能较低。以目前情况看，2023 一季度经济可能处于低位小幅反弹的状态，3 月中旬才开始的银行业危机对经济和金融条件的收紧短期并未显著扩散，一季度同步指标达到衰退概率极低，这也意味着美国经济二季度同样很难在没有意外冲击的情况下陷入衰退。
- **CEI 的缺陷：同步性稍差、忽视服务销售、在劳动指标中过多依靠非农就业统计以及疫情后低估可支配收入** 尽管 CEI 号称“同步指标”，但所依赖的底层数据发布都有迟滞，而制造业和贸易销售额导致 CEI 存在两个月的滞后。其次，CEI 的四指标一般都是强周期性指标，服务部分由于相对平稳而并未包括在内，导致 CEI 存在严重的商品贸易偏好。第三，综合类 CEI 对新增非农就业统计的依赖过多，在经济状况下滑时可能面临重复统计兼职就业问题，因此可以将对劳动数据覆盖更全面的费城联储同步指标作为参考。最后，CEI 中的“实际个人可支配收入”剔除了转移支付，对收入指标和形成的超额储蓄存在低估。目前超额储蓄至少还可支撑三个季度，这也暗示经济的实际韧性可能强于 CEI 所反映的状态。
- **根据 CEI 的表现和其他信息，我们倾向于美国在 2023 年四季度前不会陷入衰退，所以尽管年末降息概率不低，不宜过早计入二季度后降息的预期。**

## 目 录

一、同步经济指标（CEI）的意义、类别与构成.....	4
（一）概念和思路：通过综合周期性数据反映经济位置的指标 .....	4
（二）四指标 CEI 的底层数据特征 .....	5
二、CEI 的拟合、分析方法以及所反映的阻碍美国进入衰退的因素 .....	6
（一）银河美国 CEI 的拟合方法和特征 .....	7
（二）CEI 综合指数与衰退和降息间的关联 .....	8
（三）CEI 分项指标以及阻碍本轮衰退和降息的因素 .....	9
三、缺陷：警惕 CEI 对服务部门的忽视以及底层指标内含的问题 .....	11

## 一、同步经济指标（CEI）的意义、类别与构成

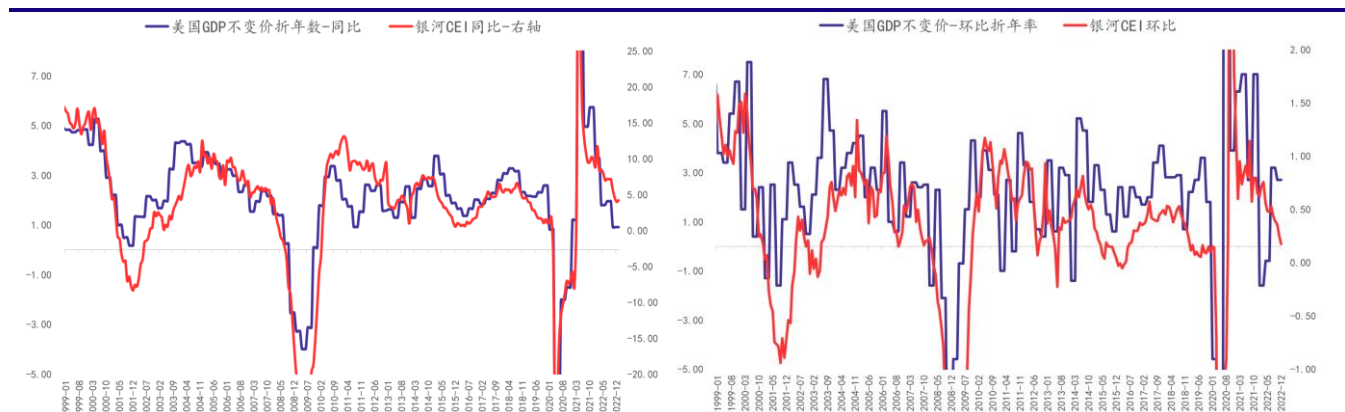
### （一）概念和思路：通过综合周期性数据反映经济位置的指标

**同步指标的概念：**美国的同步经济指标（Coincident Economic Indicator, CEI）与国家经济研究局（NBER）有着密不可分的关系，最早出现在 1938 年 5 月 28 日米切尔（Mitchell）和伯恩斯（Burns）的研究中，作为反映经济周期循环的量化指标不断发展<sup>1</sup>。同步指标一般与滞后和领先指标配合以更好确定经济周期的位置。

同步指标不仅可以较好的反映经济周期的位置，也与美国国家经济研究局（NBER）判定经济的顶点、低谷以及衰退时长的主要数据指标重合，因此对推测货币政策变动同样有重要意义。NBER 判定衰退的“3D”标准，即经济活动下行的深度（depth）、扩散程度（diffusion）和时间跨度（duration），具体仍依赖月度数据总量数据的范围变化：常见指标包括个人实际收入、非农就业、家庭调查就业、个人实际消费支出、实际批发和零售额以及工业生产等。以上数据基本与 CEI 的构成吻合，也反映出 CEI 对推断美国经济与衰退的距离有着较强的指导作用。

图 1：CEI 和 GDP 的同比增速吻合度较高（%）

图 2：CEI 和 GDP 的环比也有一定相关度，但不如同比关系准确

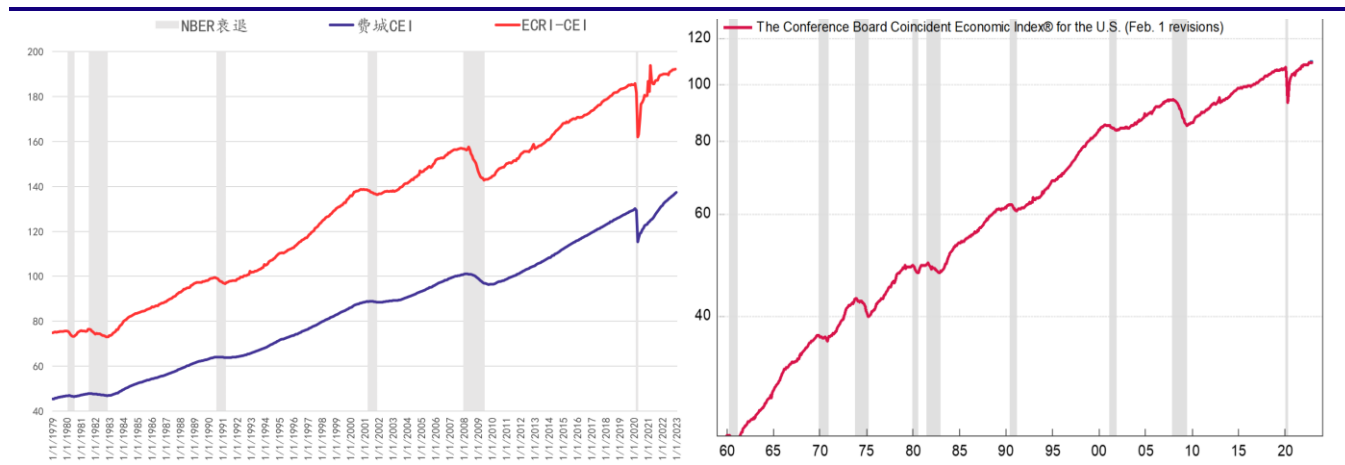


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：费城联储和 ECRI 的同比经济指标

图 4：咨商会同步经济指标



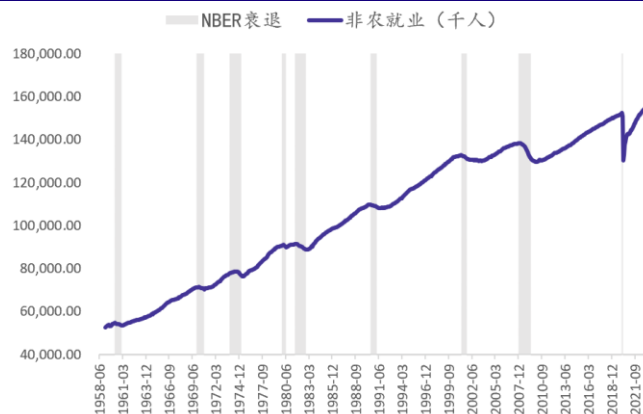
<sup>1</sup> <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4251/c4251.pdf>

资料来源: Wind、Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: the Conference Board, 中国银河证券研究院整理

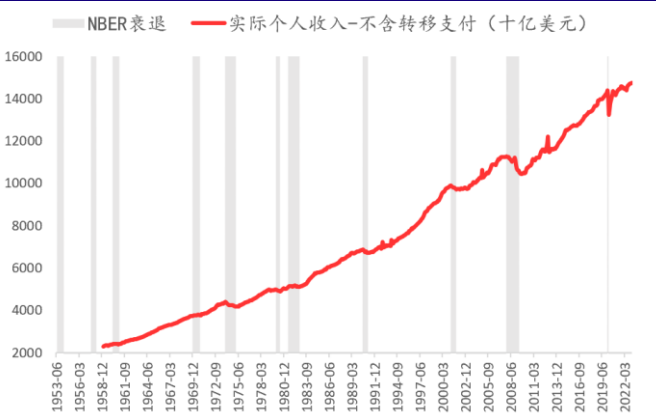
同步经济指标的拟合并无固定流程和指标,一般可以较好跟随实际 GDP 增长速度的数据均可纳入其中。目前常见的同步指标提供者包括:(1) 美国经济周期研究所 (ECRI)、(2) 咨商会 (the Conference Board) 和 (3) 费城联储储蓄银行。其中, ECRI 和咨商会的同步指标构成基本一致,而费城联储的 CEI 则另辟蹊径的依靠四类劳动市场数据跟踪 GDP 的长期趋势。比较这些同步指标可以看出, CEI 为了简洁准确的显示经济增长的轨迹,一般选取少量最有代表性的指标进行拟合,并且大都利用了消费、收入、就业和工业生产的月度数据,和传统 GDP 核算思路比较接近。所以,四指标 CEI 与 GDP 增速的同步性也较高,可以作为跟踪经济同比和环比变化的重要辅助。虽然费城联储的 CEI 精确程度并不亚于 ECRI 和咨商会的指标,但其分项过分偏重于劳动市场,不利于更全面的跟踪经济重要指标的变化;相比之下,消费、收入、就业和工业生产的四指标思路更贴近 NBER 判定衰退的参考数据,因此在拟合 CEI 分项前先对上述四指标做简短介绍。

图 5: 非农就业总人数与衰退



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 剔除转移支付的实际可支配收入与衰退



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 四指标 CEI 的底层数据特征

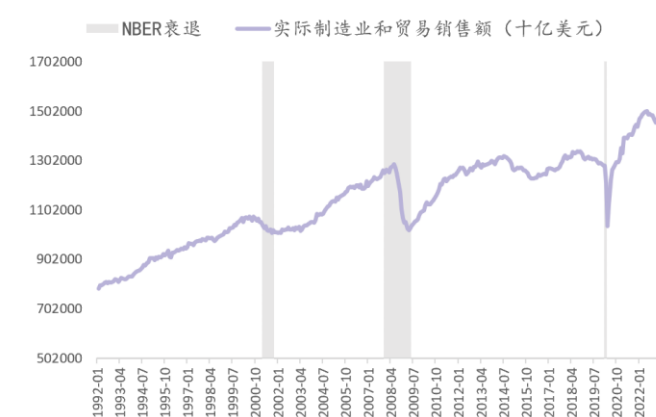
(1) **非农就业总人数**: 数据来自于美国劳工数据局 (BLS), 在企业 and 家庭两类调查中属于企业调查的范畴, 属于估算值。该指标大约包括对 GDP 做出贡献的劳动人群的 80%, 但不包括企业主、私人家庭雇员、无薪资志愿者、农业雇员和自雇佣人员。非农就业总人数的环比变化即是新增非农就业, 包括全职和兼职工作, 因此在兼职工作人员大幅上升时可能面临重复统计新增就业的问题。一般在每个月的第一个周五更新上个月的非农数据, 且会根据实际情况调整前两个月的估算值。

(2) **剔除政府转移支付的实际个人可支配收入**: 数据来自于美国经济分析局 (BEA), 但也利用了 BLS 就业调查报告中工资、工作时长和时间单位薪酬的估算数据, 不过覆盖范围比工资更广。其他包含在内的收入还有业主收入、房东租金收入、分红和利息等投资收入, 但政府转移支付由于其逆周期特性可能干扰同步指标的准确性被排除在外。在此税前收入的基础上, 除以 PCE 物价指数即可计算出实际个人可支配收入。需要注意的是, 虽然转移支付占可支配收入比重一般较为稳定, 但在疫情的特殊财政政策下却形成了大量的超



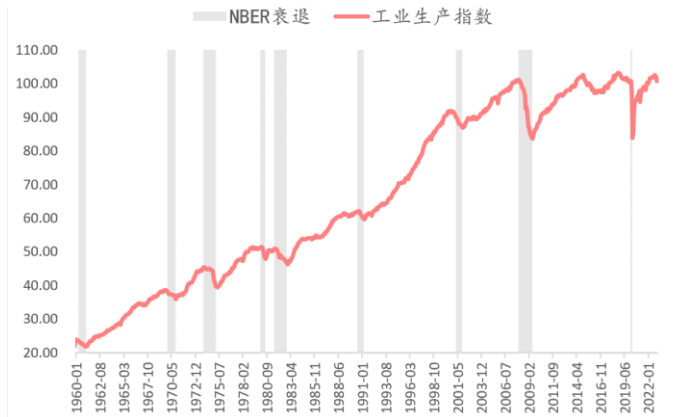
额储蓄，这种储蓄对经济（特别是服务业）韧性和 CEI 的滞后影响在剔除转移支付后会受到削弱。

图 7：非农就业总人数与衰退



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：剔除转移支付的实际可支配收入与衰退



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(3) **实际制造业和贸易销售额**：数据来自于美国人口普查局（Census Bureau），是工厂出货以及批发和零售商销售的总额，主要来自于月度的零售贸易调查、批发贸易调查和制造业出货、存货与订单调查，一般在月中公布并存在 2 个月的时滞；数据同样经过通胀调整<sup>2</sup>。制造业和贸易销售额与商品消费关联度较高，但不包括任何服务销售，这也是同步指标的重要缺陷之一。

(4) **工业生产指数**：数据来自于美联储，包含制造业、采矿业、电力和燃气公用事业的实际产出，也是对潜在可持续产出一个估计指标，目前的定基年份是 2017。1972 年以来，生产指数以费舍尔指数计算，而行业加权数则是根据预估的年度增加值计算<sup>3</sup>。产能利用率等于经季节性调整的产出指数，以相关产能指数的百分比表示。该指标也印证了同步指标对工业和商品的偏重。

一般情况下，上述四类指标的**内部相关性较高**：就业的旺盛通常导致个人可支配收入的增加，而实际收入的增长又会**影响实际零售销售**；零售销售的增速决定批发和制造业出货的水平，后两者又共同影响工业生产指数。这也导致其增长的峰值和谷底出现的位置比较一致，叠加后与经济周期的位置高度重合。

## 二、CEI 的拟合、分析方法以及所反映的阻碍美国进入衰退的因素

相比与利用高频数据回归形成的同步和高频指标，四指标拟合的 CEI 无需通过 GDP 增速的校正即可较好反映美国经济周期所处的位置，不仅简洁明了，也与 GDP 的同比增速以及距衰退的距离存在较好的相关性。尽管前文已经提到咨商会、ECRI 和费城联储提供的三种同步指标，但这些指标并不免费公开分项的构成，也难以依靠 CEI 评估分项所处的周期位置以及各项对综合同步指标的贡献。因此，我们将在本部分拟合 CEI 的综合和分项

<sup>2</sup> census.gov , Manufacturing and Trade Inventories and Sales - Release Schedule (census.gov)

<sup>3</sup> Federal Reserve Board - Industrial Production and Capacity Utilization - G.17

指标并评估各分项是否接近或已经达到衰退的标准，从同步指标视角分析美国经济韧性的来源以及可能触发降息的经济增长条件。

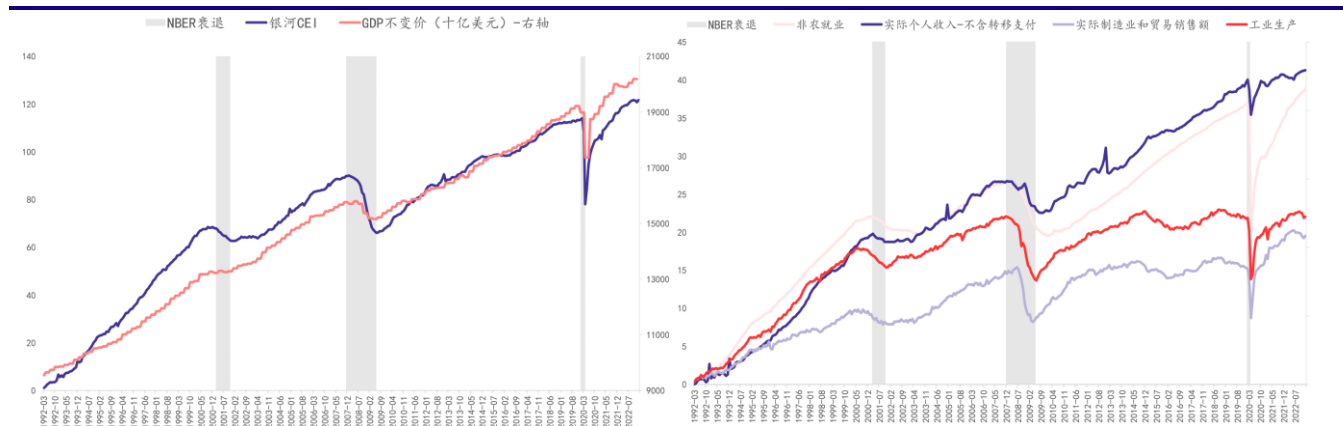
### （一）银河美国 CEI 的拟合方法和特征

银河 CEI 的拟合主要分为以下步骤：（1）计算各分项的月度对称百分比变化，得出月度增长率；（2）为了防止个别分项存在过高的波动率，各指标的增长率均被标准化，使其平均值的绝对值为 1.0；（3）用月度变化绝对值的平均数分别计算四个指标的“标准化系数”；（4）通过标准化系数和该月的数据量计算所对应的权重；（5）可以根据相应的经济增速加入校正系数，但为了保持分项数据的原始性，我们略过这一步骤；（6）通过权重和增长率得到分项的月度增幅，将月度增幅加总得到分项指数；（7）将四个分项的月度增幅加总累计得到 CEI 综合指数，这一综合指数的同比和环比增速与 GDP 均存在不错的相关性。

需要注意的是由于时间序列开始时间不同以及拟合方法的差异，银河 CEI 和咨商会以及 ECRI 的同步指标虽原理和效果类似，但不完全相同。比较咨商会与我们拟合的同步指标的标准化系数（系数越大，对应的权重越小）可以看出，非农就业和收入的变化在同步指标中一般会获得较高的权重，而制造业和贸易销售额所获权重普遍偏低；不过，咨商会赋予了工业生产相当高的权重，而我们使用的方法对工业生产波动的重视度则更低，各分项权重更加均匀。当然，权重分配的差异并不显著影响 CEI 所反映的经济周期位置：银河与 ECRI 的 CEI 环比增速（也即增长年率）所反映的经济周期位置基本一致。但由于我们的数据序列时间更短以及为保留分项原始状态没有加入经济增速校正系数等原因，在 2013 和 2016 年一季度的环比增速出现了两次低于 0 的“假信号”，因此银河 CEI 判断衰退的阈值要比 ECRI 和咨商会 CEI 的 0 增长更低一些。

图 9：银河 CEI 综合指数和实际 GDP

图 10：构成 CEI 的四指标分项情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：拟合方式的差别导致标准化系数和对应的权重存在差别，但就业和收入一般会获得较高权重<sup>4</sup>

<sup>4</sup> 为了与咨商会 CEI 的标准化系数统一，表格中的银河 CEI 的标准化系数也被调整为总和为 1 的状态，但实际拟合用的标准化系数高于 1，当然这不会影响各分项所对应的权重。

标准化系数	就业	收入	销售额	工业生产
咨商会CEI	0.2597	0.1357	0.5318	0.0728
银河CEI	0.1118	0.2230	0.3900	0.2752

资料来源：中国银河证券研究院整理

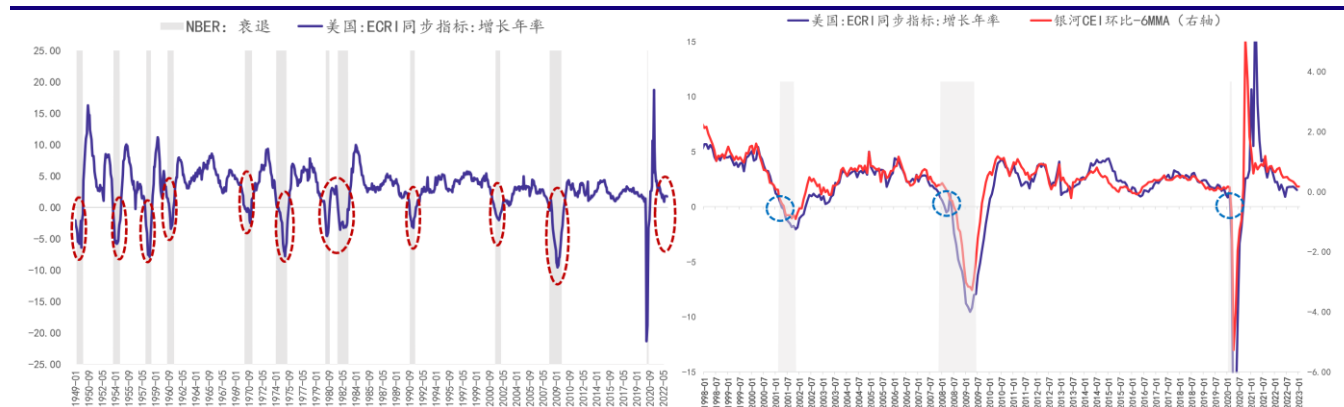
## (二) CEI 综合指数与衰退和降息间的关联

CEI 指数本身是综合指数，将分项指标月度增长幅度按权重加总的模式也是为了模拟实际 GDP 的增长；而相对于综合指数总量的表现，CEI 的同比和环比增速更加重要。如前文图 1 所示，CEI 与实际 GDP 的同比增速有着较好的相关性：1999-2022 年的 CEI 和 GDP 同比增速作为自变量和因变量进行线性回归，模型的  $R^2$  为 0.75，可以作为提前预测季度 GDP 同比增长率的辅助手段。由于银河 CEI 也采取了清楚易懂的四指标模式，依靠四类指标只能大致反映 GDP 环比折年率的趋势，但准确度有所降低。不过，观察 CEI 的环比增速（增长年率）对判断经济是否处于衰退状态以及是否达到可以触发降息的水平有着重要意义。下面将结合 ECRI 的 CEI 和 1982 年后目标联邦基金利率的变动情况分析 CEI 环比增速的重要性。

我们拟合的 CEI 和 ECRI 同步指标判定经济进入衰退状态的阈值稍有不同，但两者吻合度极高且原理一致，因此我们将回顾时间序列更长的 ECRI 同步指标来侧面印证银河 CEI 对衰退判定的准确性。对比领先性更强但容易出现衰退“假信号”综合领先指标（LEI），CEI 对衰退的判断准确率明显更高：同步指标的增长年率精准反映了 1949 年以来的全部 12 次衰退。以 ECRI 的 CEI 为例，当其增长年率降低至 0% 以下时，NBER 在事后均判定美国经济进入衰退状态。这也是因为 CEI 的四类指标是 NBER 决定经济是否陷入衰退的决定性参考数据，当这四类指标全部停止增长或者部分指标下滑过快导致综合指标增速低于 0% 时，NBER 通常会认定经济显著放缓。因此，CEI 的增长年率低于一个阈值自二战以来基本都会导致衰退判定，这比 GDP 环比折年率连续两个季度负增长的“技术性衰退”准确率高出许多，可以有效避免将 2022 年 Q3 误判为经济临近衰退的情况。

图 12：同步指标基本准确判断了二战以来所有衰退

图 13：银河 CEI 和 ECRI 同步指标基本一致，也可较好判断衰退





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

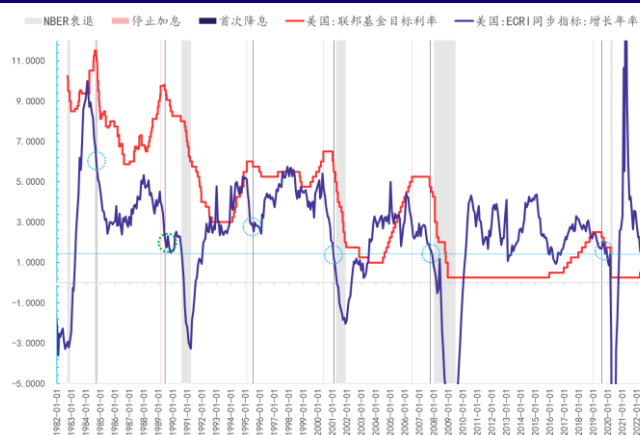
资料来源: Fred、Wind, 中国银河证券研究院整理

ECRI 同步指标的经验性阈值为 0%，也即当增长年率降低至 0% 以下时可以认为美国经济进入衰退的状态，银河 CEI 的环比增速有同样的性质，只是阈值略有不同。从图 13 可以观察到，银河 CEI 的环比增速 6 个月移动平均值与 ECRI 增长年率的走势几乎一致，这也意味着银河 CEI 同样可以有效判断美国经济是否衰退：不过如果以 0% 作为银河 CEI 的阈值则容易在 2013 和 2016 年产生“假信号”，因此从经验角度考虑，银河 CEI 的判断美国经济衰退的阈值为“环比增速 6 个月移动平均值降低至 -0.25% 以下”，而 0% 的增速则可以作为可信度较高的衰退预警。

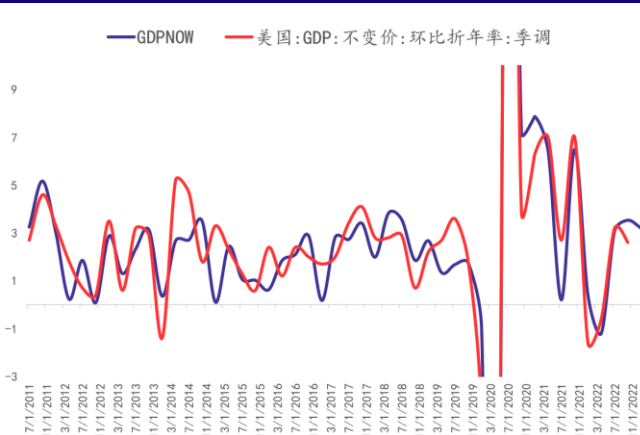
另一方面，CEI 对 1982 年货币政策重新向联邦基金利率目标制过渡后的降息也有指导作用。需要意识到美联储历次加息和降息周期的原因不尽相同，但一般遵循“通胀+经济增速+金融稳定”的框架，也即美联储在 FOMC 会议中表达对通胀控制的信心后，低于一定水平的经济增速比较容易导致降息，且降息一般略早于衰退判定。1982 年以来的 6 次降息有 4 次符合上述规律，当 ECRI 增长年率降低至 1.25% 附近时出现了降息；2 次例外是 1984 年沃尔克为压制强美元循环而提前降息和 1995 年格林斯潘在前置加息达到预防通胀效果后的降息。与 ECRI 同步指标所对应的银河 CEI 的“降息触发”阈值在 1% 左右，在加息周期达到这一阈值并不意味着一定出现降息，而是反映周期性经济部门达到了可以降息的标准，但是否降息仍取决于美联储对价格和金融稳定的评估。

图 14: CEI 增速降到一定水平之下，容易触发降息

图 15: 亚特兰大联储 GDPNOW 也可辅助判断衰退，但精度不如 CEI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



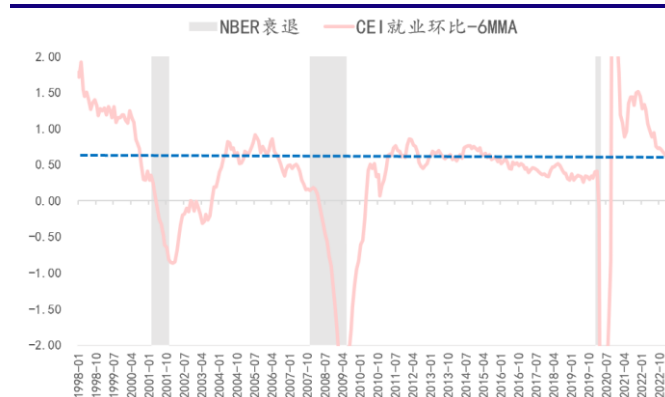
资料来源: Fred、Wind, 中国银河证券研究院整理

### (三) CEI 分项指标以及阻碍本轮衰退和降息的因素

银河 CEI 综合指标和 ECRI 以及咨商会同步指标所反映的美国经济周期信息比较一致，只是触发衰退判定和高降息概率的阈值不同。以目前综合指标数值来看，ECRI 的 2022 年 12 月增长年率为 1.53，银河 CEI 的 2023 年 1 月环比增速 6 个月移动平均值为 0.22，距降低至衰退阈值均还有一定距离，这也符合美国 2023 上半年难以出现衰退的判断。银河 CEI 在 2023 年 1 月以及 2022 年 12 和 11 月的环比增速分别为 0.72%、-0.51% 和 -0.22%，也支持 1 月份通胀、就业和消费数据超预期，金融条件有所放松的观察。

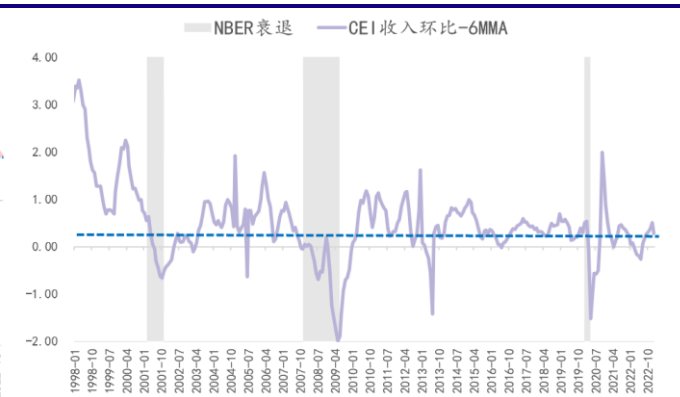
相较于 ECRI 同步指标，银河 CEI 更新速度稍快，且在辅助衰退判定的基础上提供四类分项状态，可以更好甄别阻碍衰退和降息因素。从就业、可支配收入、制造业和贸易销售额以及工业生产四个分项指标的状态看：销售额和工业生产的 6 月均环比增速在 2023 年 1 月分别为 -0.38% 和 -0.35%，已经符合周期性衰退的状态；而阻止衰退判定的则是就业和可支配收入，两项的 6 月均环比增速分别为 0.63% 和 0.28%，距离 -0.25% 的阈值仍有不小的距离。总体上，新增就业是经济韧性的重中之重，其在 CEI 中较大的权重也暗示短期衰退可能较低。从单月环比增速的角度看，就业、销售额和工业生产都出现了明显反弹，而实际可支配收入的环比降幅也出现放缓，这可能是由于名义通胀在 2023 上半年的降幅比名义收入更快，导致实际收入的降幅收窄。因此以目前 CEI 的分项情况看，2023 一季度经济可能处于低位小幅反弹的状态，3 月中旬才开始的银行业危机对经济和金融条件的收紧短期并未显著扩散，一季度同步指标达到衰退概率极低，这也意味着美国经济二季度同样很难在没有意外冲击的情况下陷入衰退。

图 16：银河 CEI 就业分项距离衰退还有较大距离



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17：CEI 实际收入分项接近衰退水平，但通胀回落可能提振收入

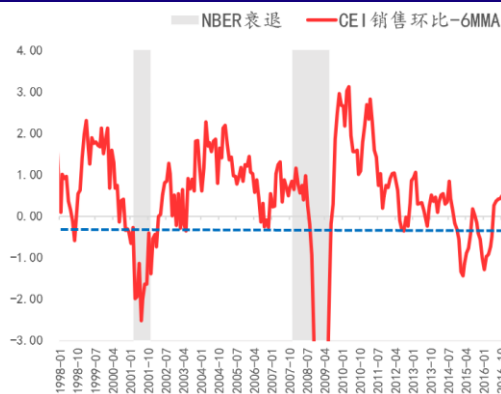


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

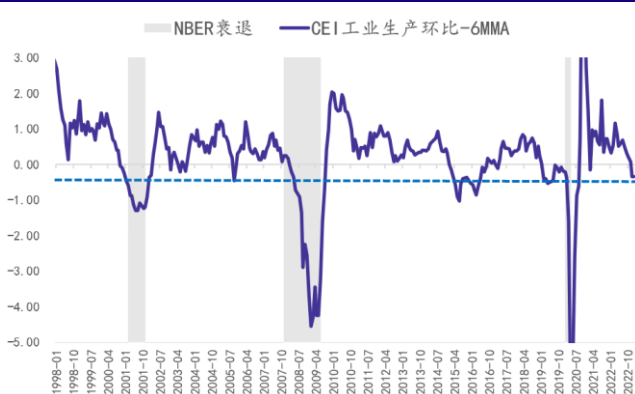
但另一方面，综合与分项指标的阈值似乎已经达到了可以触发降息（1% 以下的环比增速）的状态，那么为什么美联储坚持宣称年内不会降息呢？虽然美联储的加息进程临近终点，但降息除了需要经济增速降低到一定水平外，更需要美联储对通胀控制公开表达信心。1982 年以来美联储 4 次降息时核心通胀都稳定处于 3% 以下，剩下 2 次例外美联储也均在降息前的 FOMC 会议表示有信心控制价格上涨，目前不论是 CPI 还是 PCE 的核心增速都不会在上半年达到令美联储安心的水平，所以不宜过早计入降息的预期。虽然金融稳定作为美联储成立的初衷也在发挥作用，但目前美联储对银行业问题的评估结论是“非系统性”，且银行信贷派生暂未受到显著冲击；这表明尽管中小银行问题有利于加息在 5 月后停止以及 2023 年内降息，通胀控制在短期的重要性依然高于金融稳定。

图 18：CEI 销售分项达到衰退状态

图 19：CEI 工业生产分项同样达到衰退状态



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



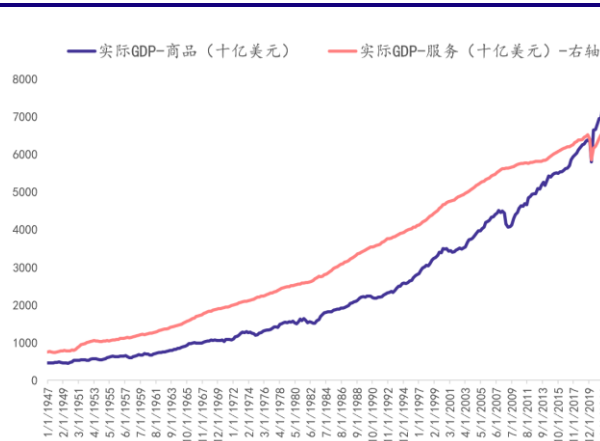
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、缺陷：警惕 CEI 对服务部门的忽视以及底层指标内含的问题

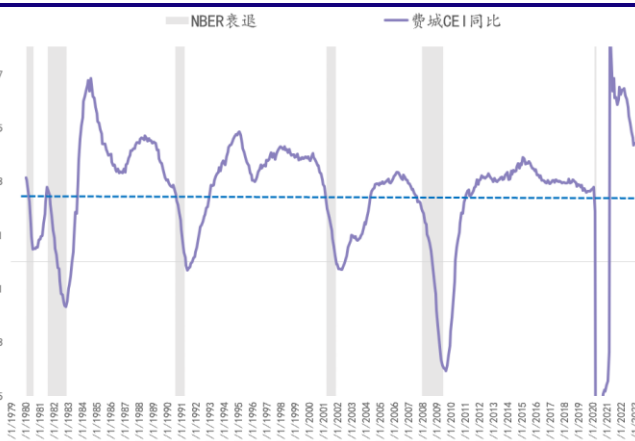
尽管 CEI 的历史表现显示其在预判衰退和反映经济同比增速方面比较准确，仍然需要认识到 CEI 存在 (1) 同步性稍差、(2) 构成严重偏重商品而忽视服务、(3) 就业指标过分依赖非农就业数据以及、(4) 对超额储蓄估计不完整这些问题。其中，忽视服务销售和剔除转移支付形成的超额储蓄可能导致经济的韧性超过 CEI 指标反映的状态，值得警惕。

我们首先讨论同步性问题：尽管 CEI 号称“同步指标”，但所依赖的底层数据发布都有迟滞，就业、收入和工业生产指标一般滞后一个月，而制造业和贸易销售额则滞后两个月，这也导致 CEI 存在两个月的滞后。所以，对银河 CEI 不仅要关注 6 月均环比增速是否低于阈值，也要注意预警信号和分项指标的边际变化，并与领先指标结合，从而更好预判美国经济是否陷入衰退。如果仅依靠综合指数的环比增长，仍可能会出现“后知后觉”的情况。

图 20：商品的周期波动更加明显，但疫情后服务韧性不容忽视 图 21：费城联储 CEI 的同比增速可以辅助衰退判断 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

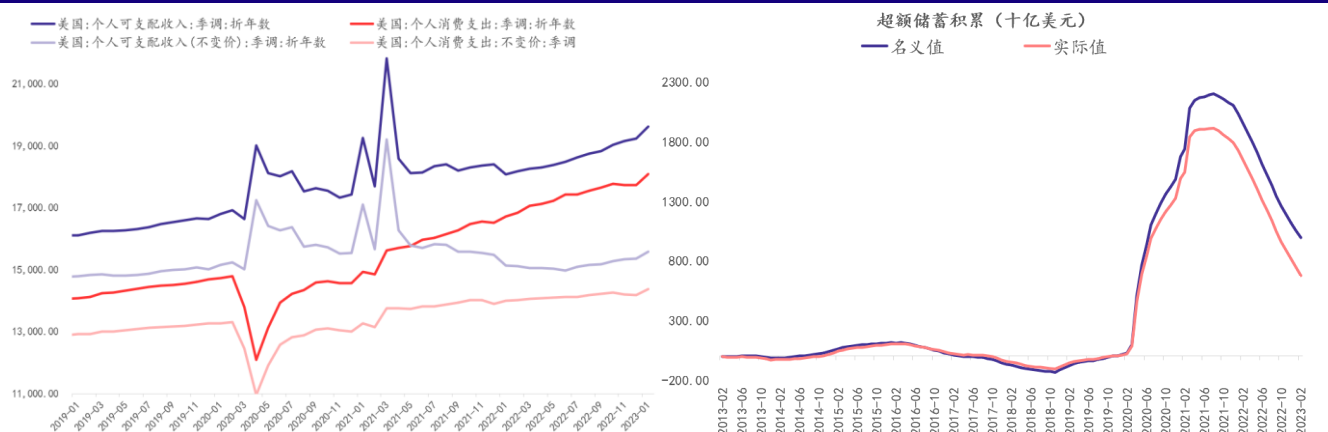
其次，CEI 的四指标一般都是强周期性指标，服务部分由于相对平稳而并未包括在内，导致 CEI 存在严重的商品消费偏好。2022 年下半年开始，通胀韧性就逐渐从商品部分向服



务部分过渡,美国劳动市场存在的巨大供给缺口无疑对服务消费和服务行业的工资形成了有力支撑,这也是阻止美国陷入衰退的重要原因。CEI 在服务部分的缺陷需要通过跟踪 PCE 中的剔除居住成本的核心服务环比变化和服务行业工资增速的环比变化来弥补。2023 年 2 月份核心服务部分对 PCE 通胀的同比拉动率依然高达 2.25%,是疫情前 1.1%水平的两倍,而非农服务工资同比增速接近 4.7%。服务业的韧性可能导致 NBER 对衰退的判定晚于银河 CEI 的 6 月均环比增速降至-0.25 的月份,因此我们倾向于降息需要等到 2023 四季度。

第三个问题来自于综合类 CEI (ECRI、咨商会和银河三种)对新增非农就业统计的依赖。由于就业指标在 CEI 中权重较高,非农就业的边际变化是阻止 NBER 判定衰退的重要因素,但新增非农就业在经济状况下滑时可能面临重复统计兼职就业问题。2023 年 2 月的家庭调查显示累计全职工作人数同比仅增长了 1.2%,但兼职同比增长 5.2%,这是由于经济下滑期间一人有多个兼职的数量会上升,因此不区分兼职和全职的非农就业可能夸大劳动市场的火热程度;不过不可否认的是,从失业率、工资增速和劳动缺口等指标来看,劳动市场的确难以快速达到衰退前的状态。费城联储 CEI 是完全依靠非农就业、失业率、平均工时和薪资拟合的同步指标,覆盖的劳动市场指标更加全面,1980 年以来同样可以较好的判断衰退,可以作为综合类 CEI 的补充。费城联储判断衰退的经验性阈值是其同比增速降低至 2.5%以下,目前同比增速 4.4%,也印证了短期不会衰退的判断。

图 22: 疫情后转移支付等因素贡献了大量超额储蓄 (十亿美元) 图 23: 私人超额储蓄仍可支撑消费三个季度以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

最后, CEI 中的“实际个人可支配收入”剔除了转移支付,这可能会导致对消费韧性的低估。从 2012 年至疫情前,美国私人部门超额储蓄峰值也仅为 1000 亿美元左右,且 2017 到 2019 年常处于负值,因此 CEI 剔除转移支付部分在疫情前的影响不大。但疫情后美国政府大量的转移支付、费用免除和私人支出的减少在 2021 年中形成了 2.3 万亿美元的名义超额储蓄。参照美联储的研究进行估算,2023 年 2 月私人超额储蓄仍超过 1 万亿美元,且消耗超额储蓄的斜率从 840 亿美元/月逐渐降低至 600 亿美元/月。因此,私人部门名义超额储蓄正常情况下仍可以支撑至 2024 年初,按实际值推算也可以坚持三个季度。CEI 的个人可支配收入分项在 2020 年后由于剔除大量的转移支付,因此存在低估;另一方面,虽然贸易销售额指标也可以反映收入水平导致的消费变动,但其并不包括任何转移支付刺激的服务消费。

整体上, CEI 的缺点显示其对当前美国经济的韧性仍存在一定低估,这至少表明经济问题很难导致美联储在三季度初就降息。而美联储对银行问题的态度也显示目前对金融



稳定的担忧不足以导致加息停止后立刻降息。结合 CEI 的增速判断，美国经济 2023 年四季度进入衰退的概率较大，因此在市场流动性不意外发生问题的情况下，我们倾向于降息的概率到四季度才会显著提升。

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn