

萨姆规则的影响及对资产走势的指导意义

研究员：王鹏

期货从业证号：F03127257 投资咨询资格编号：Z0020170

萨姆规则（Sahm Rule）是一种经济衰退的预测指标，由前美联储经济学家 Claudia Sahm 提出。该规则基于失业率的变动来预测经济衰退，具体而言，当美国失业率的三个月移动平均值比过去 12 个月的最低点上升 0.5 个百分点或更多时，这通常标志着美国已经进入了经济衰退的早期阶段。萨姆规则被广泛认为是预测经济衰退的可靠指标，其简单性和历史准确性使其成为经济学家评估经济状况工具箱中的一个有价值的工具。

萨姆规则在过去的多次经济衰退中表现出了惊人的准确性，自 1970 年代以来，每当失业率连续三个月触发萨姆规则，都对应着美国已经处于经济衰退的早期。这一规则在十一次 NBER 定义的经济衰退中均得到了印证。

萨姆规则的提出者 Claudia Sahm 曾发出警告，如果美联储不尽快采取行动，可能会将经济推向衰退。然而，也有观点认为萨姆规则作为“衰退指标”已失效。这种观点指出，萨姆规则的存在主要是为了让政府在衰退期间承诺采取设计良好的、有效的财政政策，并在宏观经济条件需要时立即启动。失业率的变化是一个非常强大的动态的公式，但如果将劳动力供应的增加视为一个坏事，那么萨姆规则指标读数令人不安的大部分原因就在于此。尽管衰退的几率在上升，但认为美联储有足够的空间来放松政策。

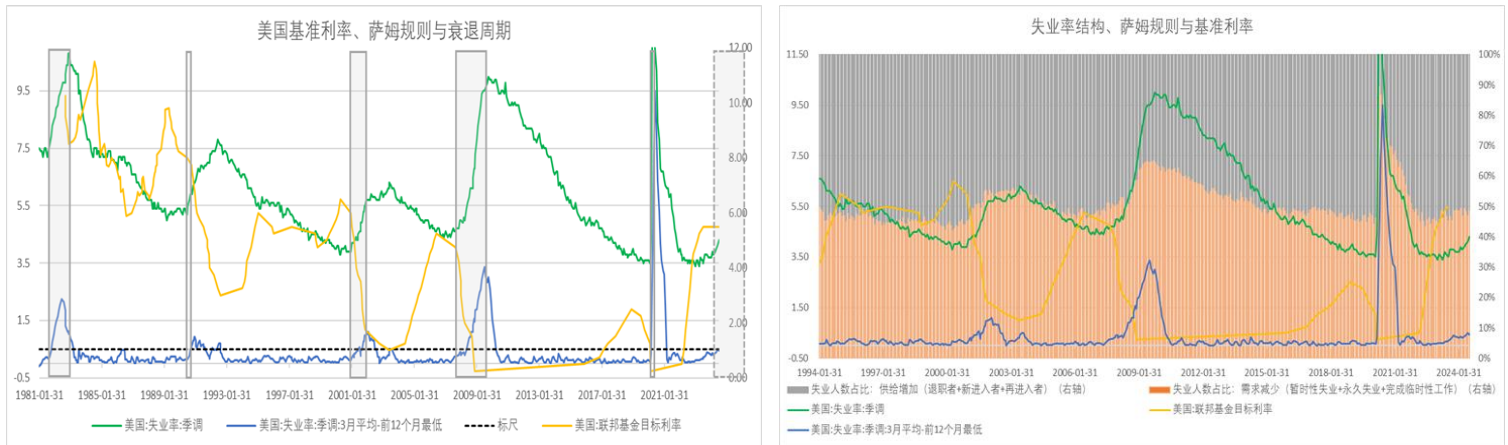
一、6月触及萨姆规则，且劳动力市场结构性因素在不断改变

2024年6月，美国失业率为4.1，三月移动平均达到4.0，高于前12个月失业率最低时3.5刚好0.5个点，触及萨姆规则，但在7月失业率上升到4.3，三月移动平均达到4.1的同时，前12个月的失业率最低值也上升到3.7，美国失业率未连续触及萨姆规则。

1980年以来，当美国失业率连续触及萨姆规则，都发生了衰退，且美联储均下调了基准利率，但本次6月的美国失业数据触及萨姆规则，与历史上历次触及萨姆规则时的情况有所不同。首先，2024年6月触及萨姆规则后，7月没有触及，如果8月美国失业率维持目前水平，才开始连续触及萨姆规则；其次，1980年以来，除本次外，美联储降息均先于失业率触及萨姆规则，这也是市场认为9月基本确定将降息的理由之一；再次，今年以来，劳动力供

给增加确是美国劳动力市场走弱的重要因素，也是前述观点认为萨姆规则意义有限的核心原因。但观察近期美国劳动力市场结构变化，供给因素对劳动力市场走弱的拖累正在减弱，需求不足对劳动力市场的影响增长增强，美国劳动力市场确实在一定程度上走弱，因此也不能认为本次触及萨姆规则是情况是特例，萨姆规则对经济衰退的指示意义仍需重视。

图1：美国失业率、联邦基金利率与萨姆规则

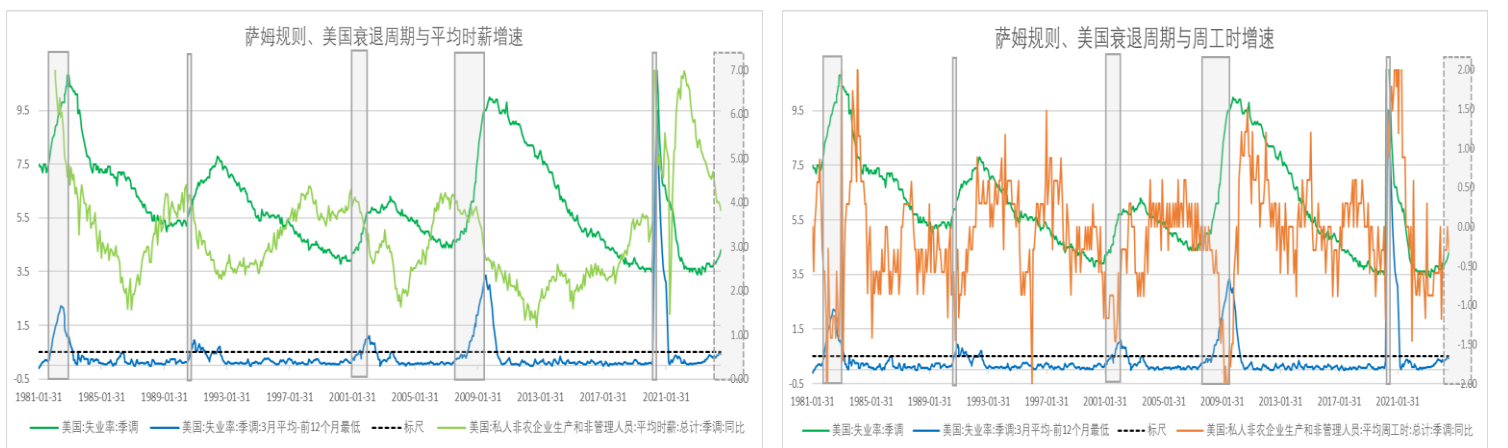


数据来源：Wind、银河期货

二、不论是否连续触及萨姆规则，工时和薪酬增速都不再增长

1980年以来，不论是五次连续触及萨姆规则的情况，还是1992年和2003年未连续触及萨姆规则的情形，当时以美国私人非农企业生产和非管理人员的平均周工时为代表的周工时增速还是以美国私人非农企业生产和非管理人员平均时薪增速为代表的薪酬增速都不再增速，这显示无论是否连续触及萨姆规则，劳动力市场的走弱是大概率会发生。

图2：美国薪酬和工时增速与失业率、萨姆规则



数据来源：Wind、银河期货

同时，本次导致劳动力市场走弱的人口结构因素也导致美国房地产市场也可能走弱，这也给美国经济未来走势进一步蒙上了阴影。

图3：美国地产走势

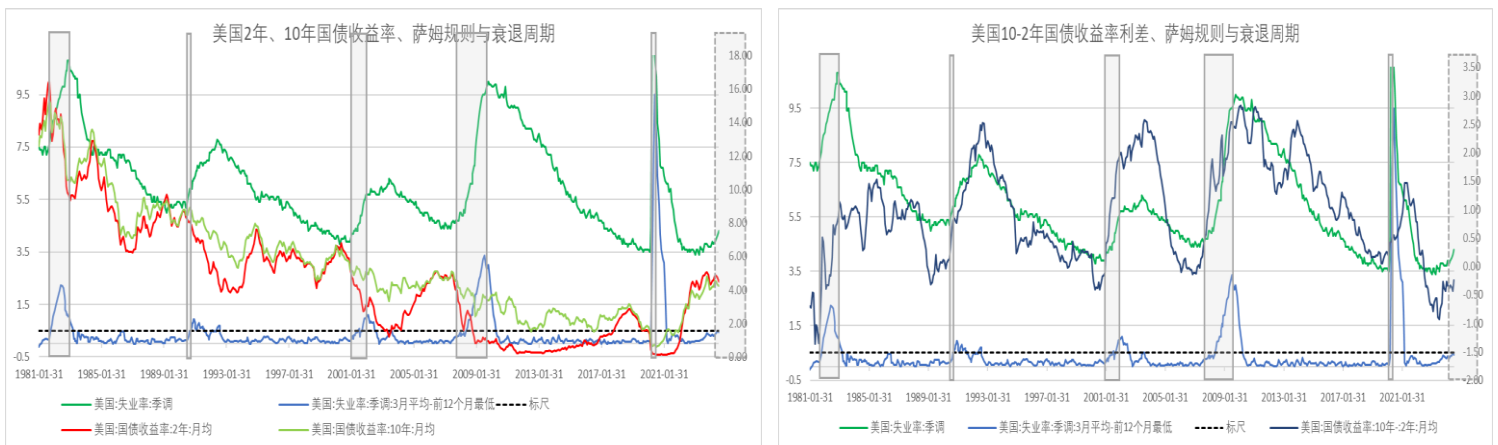


数据来源：Wind、银河期货

三、萨姆规则对资产走势的指导意义

1980 年以来，不论是五次连续触及萨姆规则的情况，还是 1992 年和 2003 年未连续触及萨姆规则的情形，美国国债收益率下行，其中短端美债收益率下行更为明显，美国国债长短端利差扩张，并在整个衰退周期里保持此趋势。股票指数月同比在触及萨姆规则前已经处于下行趋势，并在失业率 3MA 与近 12 个月失业率差扩大到最大前触底反弹。

图4：美国萨姆规则与美国国债收益率走势



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货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，但银河期货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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799