

美欧央行态度偏鹰，美国经济数据不及预期

——海外周评

2022年12月16日

宏观经济 事件点评

分析师 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

一周点评。

- 1、美国11月CPI环比0.1%，预期0.3%，前值0.4%；同比7.1%，预期7.3%，前值7.7%。
- 2、美联储和欧洲央行均加息50bp。
- 3、11月纽约PMI -11.2，预期-1，前值4.5；费城PMI -13.8，预期-10，前值-19.4 均不及预期。
- 4、11月美国零售数据环比-0.6，预期-0.2%，前值1.3，不及预期。

主要观点：

- 1、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不对降息的时间点过于乐观。鲍威尔讲话印证这一点。
- 2、纽约和费城制造业PMI均不及预期，分项显示就业和物价均趋于缓和。
- 3、后续美联储加息幅度依次为25bp，25bp至4.75%~5%。若高于5.25%，衰退风险加大。
- 4、欧洲央行将继续50bp，拉加德态度略鹰。
- 5、11月美国零售数据不及预期，但尚未出现趋势性回落，餐饮业持续复苏，服装消费疲软。

基于基数效应，明年上半年同比将加速回落；真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不对降息的时间点过于乐观。我们从2020年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移50bp至2.3%附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去24个月CPI均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。明年年初受基数以及地产降温影响，同比将有明显下降。在薪资增速同比没有降至4%以下前，服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。当前劳动力市场虽然紧缺有所缓和，但总体仍旧强劲。受人口老龄化、移民数量减少以及新冠影响，劳动力供给短缺短期内难以解决。基于70年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不对降息的时间点过于乐观。FOMC会后鲍威尔讲话印证了这一点。

纽约州、费城制造业PMI以及11月美国零售数据均不及预期，但整体没有出现趋势性的下滑，韩国出口继续萎缩。纽约州PMI再次回落至0以下，根据经验，纽约州PMI回到0以上才可解除衰退风险。纽约州和费城制造业PMI分项中物价与就业分项均显示通胀和劳动力压力区域缓和。11月购物季零售数据不及预期，可选消费中服装同比持续回落，但餐饮行业持续恢复表明疫情管控放开的影响仍在持续。**零售数据的总体不及预期以及餐饮数据良好是消费在通胀与疫情管控的双重作用下的表现。**从美国经济基本面看，面临风险的主要是高通胀高利率下的企业负债。美国家庭部门负债水平相当于2000年左右，因此相对可以承受当前的利率水平。加之疫情管控放松后服务业的持续复苏，明年消费虽因高通胀而放缓，但整体不是拖累经济的主要引擎。反观企业端，杠杆水平位于2019年的位置，是除了疫情期间的最高位，面临的利率水平却比疫情前高出约100bp。此外，美国商业银行已收紧大中企业贷款的比例升至较高水平。从历史数据来看，随后企业投资同比均会出现确定性下降。在融资成本和人力成本高企的背景下，企业成本难以回落。而消费又因通胀而放缓，因此明年企业盈利局面不容乐观。

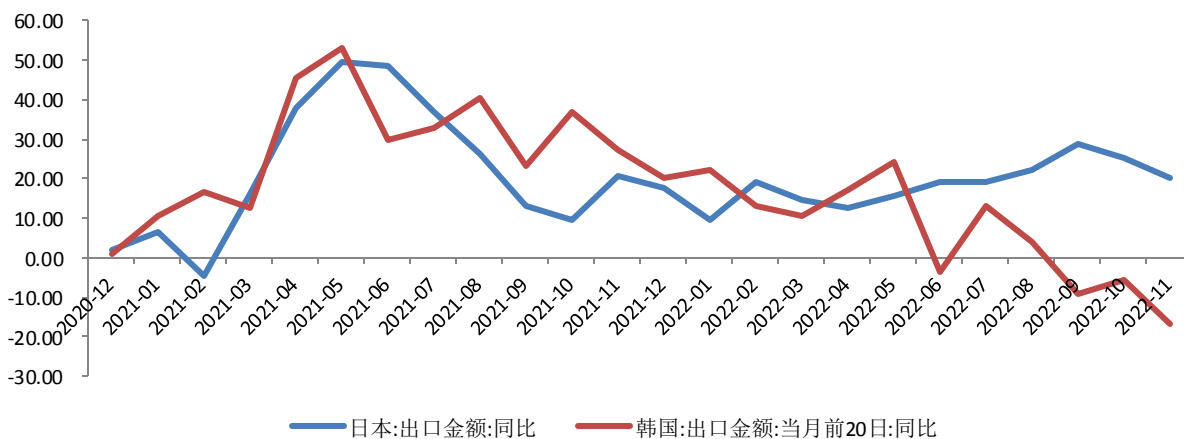
预计美联储后续加息幅度依次为 25bp，25bp 至 4.75%-5%。12 月美联储加息 50bp 符合预期。基本情景下，政策至少接近 5%，若升至 5.25% 也在合理范围之内，预计加息将延续至明年一季度末。若高于 5.25%，衰退风险加大。我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。此外，欧央行加息 50bp，并暗示下次继续加息 50bp。拉加德讲话整体偏鹰。

明年美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%。我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。由于受到英国国债事件的干扰，尚不能明确判断下跌是否是避险原因，应保持高度关注。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。当然，短端货币市场目前正常。

美股维持长期中性，等待经济放缓或衰退落地。今年美股回调是因为货币政策从极其宽松转向中性的结果，史上第三次长期泡沫因而消失。当前由于美联储加息节奏转变而引起中短期反弹在历史上非常常见。下一轮下跌则是由实体经济是否无法仅仅放缓不得不进入衰退引起。

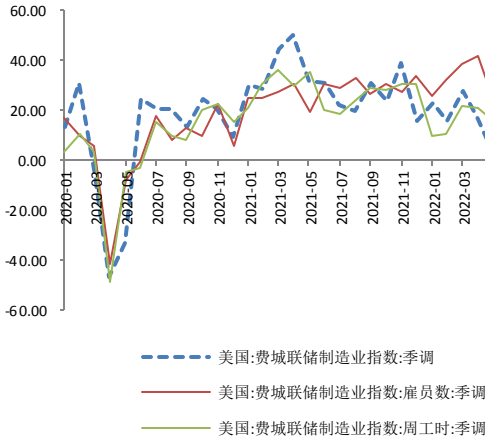
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机、

图1：韩国出口进一步萎缩



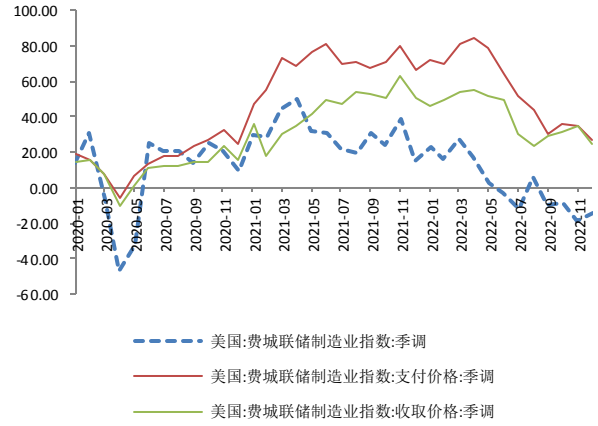
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：费城制造业 PMI 劳动力分项下降



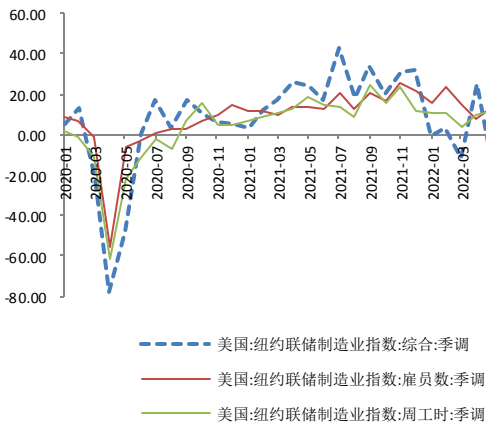
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图3：费城制造业 PMI 物价分项下降



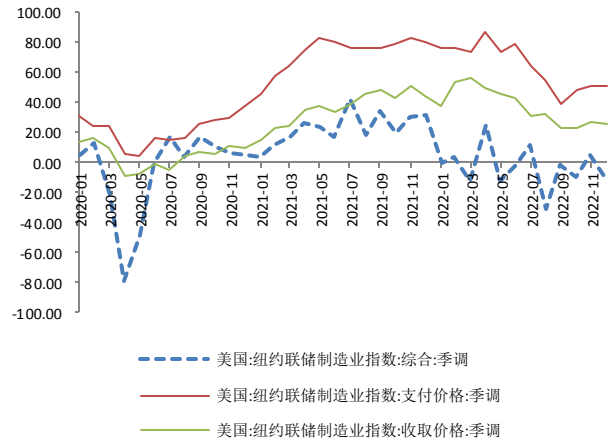
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图4：纽约州制造业 PMI 劳动力分项下降



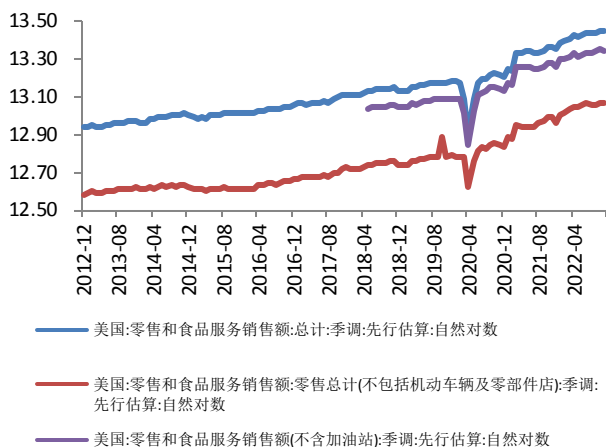
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图5：纽约州制造业 PMI 物价分项下降



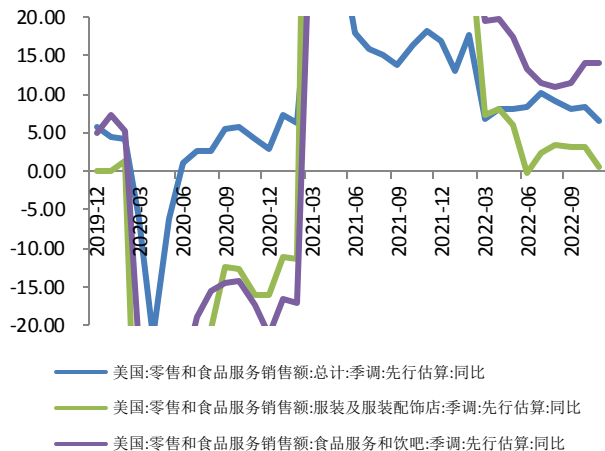
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图6：美零售回落，趋势尚可（名义）



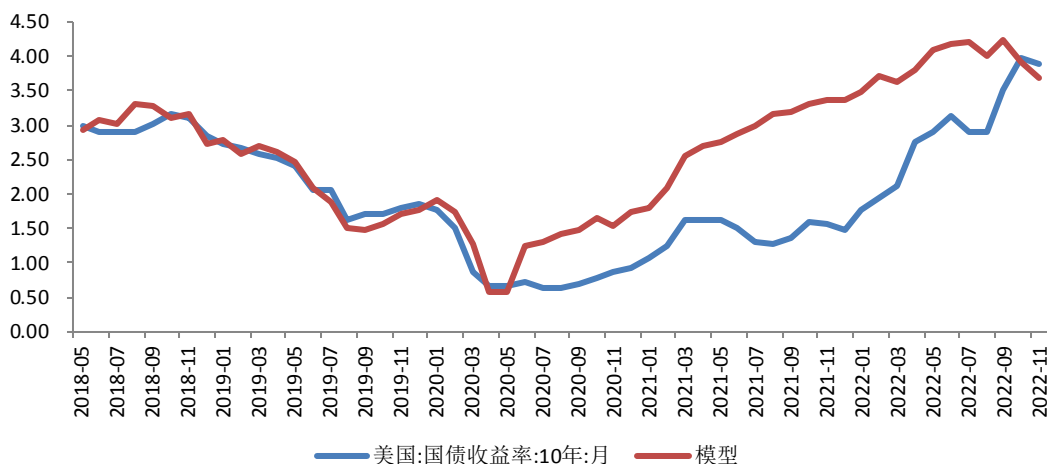
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：美零售分项同比餐饮持续涨幅，服装回落



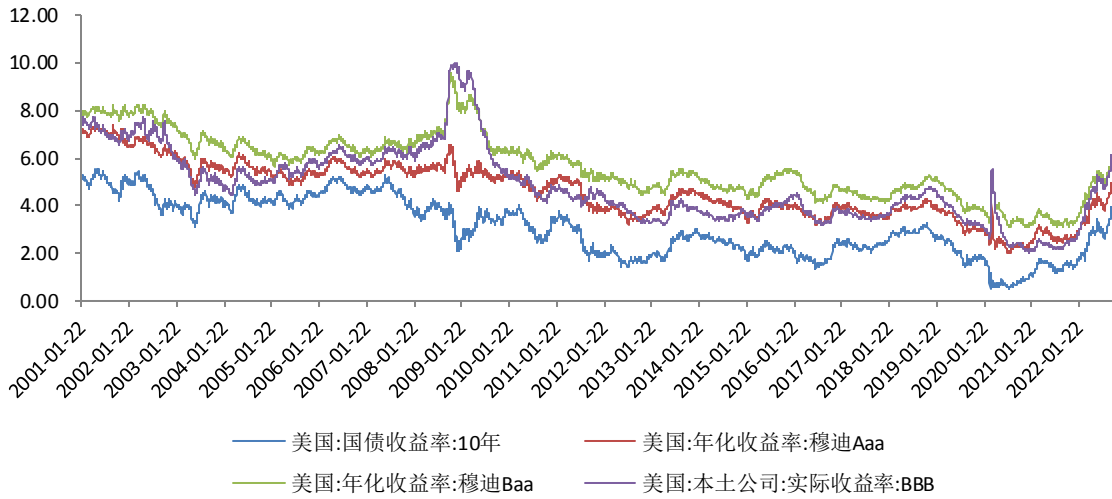
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图8：美十债模型



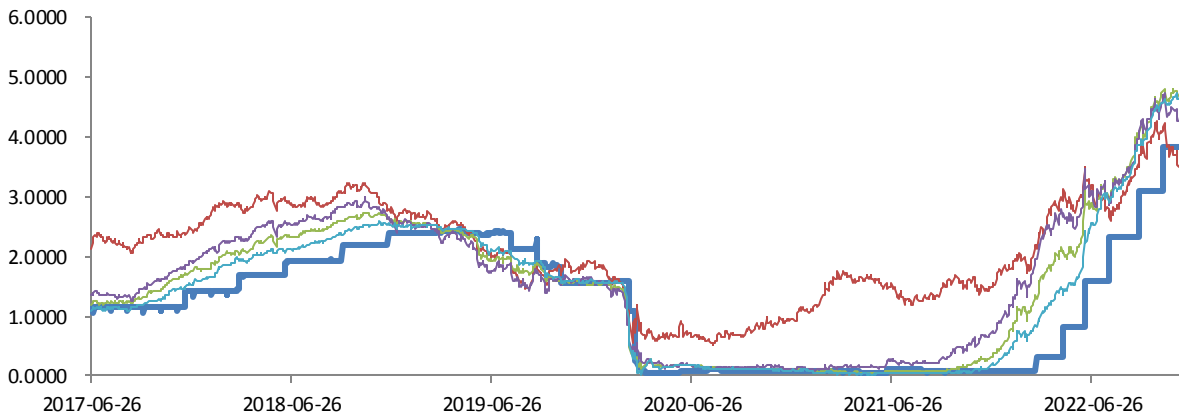
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：美国垃圾债实际收益率居于高位，与 Baa 级别收益率利差持续缩窄，值得关注



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：美十债利率持续下跌，并与 FFR 倒挂。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50375

