

## 美国衰退的时点与欧日危机的概率

——2023年1月全球经济月报

### 核心内容:

**美国通胀:** 2023年上半年会有更明显回落,这也将促使美联储放缓、停止加息。但紧凑劳动市场种的工资上行、美国家庭相对健康的资产负债表、消费信贷较高增速,都意味着核心通胀向2%目标靠拢还有相当的难度。

**美国经济:** 三季度GDP上修;劳动力市场延续韧性,工资仍在上升;零售增速仍然高于趋势,消费者信心改善;房地产销售下行速度有所放缓;制造业PMI浅度收缩但非制造业PMI保持扩张。商业银行信贷派生仍然较强,12月同比6.4%,快于疫情之前。总体而言美国经济边际下行但并未失速。

**美联储:** 2023年政策引导仍然保持鹰派,大滞胀时代“双峰”通胀的教训、鲍威尔“矫枉过正”态度预示着政策利率在2023年难以大幅下降。预计2月加息50bps,3月放缓至25bps,5月停止加息。降息则需要进一步关注劳动市场和经济衰退,从目前经济运行情况推测,技术性衰退(同比连续负值)可能要等到2023Q4。

**美债:** 近期CPI连续回落以及美联储加息幅度见顶等信息已经被定价。明年核心通胀难以回归2%,利率中枢上移可能较大。但美国财政部潜在的美债置换行动将进一步改善市场流动性。

**美股:** 调整没有结束,虽然利率风险降低,CPI回落也在改善风险偏好,但美股的信用和流动性风险更值得关注。经济景气度趋于下行显示美股的盈利底和潜在的破产潮还没有被充分定价,美股尚不会迎来反转。

**美元:** 预计在震荡中小幅下行,但不会快速回落。从利差角度考虑,美联储当前预期利率终值仍是发达经济体中最高的。从基本面来看,美国经济仍有消费和非地产投资支撑,相对好于欧洲。从金融市场来看,全球紧缩一番的金融风险并未退去,美联储大规模缩表的影响也不容忽视。

**欧元区:** 恐慌情绪平复、能源问题缓解、生产成本回落,都带动欧洲的衰退有所缓解。欧元区三季度GDP增速从2.1%上修至2.3%,前三季度同比增速接近4%。但PMI生产与新订单等分项都暗示四季度负增长的概率较大。未来欧央行的加息空间仍有至少75bps,这可能引发南欧高债务国家的重大风险。

**日本:** 日央行对收益率曲线控制(YCC)做出超预期调整,2023年3月黑田东彦卸任可能引发货币政策进一步正常化,这可能带来金融冲击。同时日本疫后复苏程度不及预期,消费和居民工资增速仍相对不足,制造业PMI也已进入收缩区间。

总体而言,当前全球能源冲击与通胀压力有所缓解,美联储、欧央行都调低加息幅度,但全球经济衰退预期仍然明显。这对中国有两方面影响:从经常账户来看,中国出口增速加速下行,叠加国内消费与房地产都还处在复苏初期,明年上半年经济下行压力仍然较大。从金融账户来看,随着美联储退出加息,中美利差倒挂程度将持续缓解,有利于人民币资产的重估。

### 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

特别感谢: 于金潼

风险提示：全球经济衰退、疫情持续期加长

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、美国能否如期衰退？ .....                    | 4  |
| （一）预计降息不会早于 2023Q4，同时按计划推进 QT .....  | 4  |
| （二）通胀率下行趋势进一步确认 .....                | 6  |
| （三）劳动力市场延续韧性，工资仍在上升，有助于维持消费 .....    | 7  |
| （四）三季度 GDP 上修，消费韧性较强，房地产下行速度放缓 ..... | 8  |
| （五）美国商业银行信贷派生仍然较强 .....              | 11 |
| 二、欧元区：通胀有所缓解，加息开始放缓，但高债务国家面临风险 ..... | 13 |
| （一）欧央行放缓加息，高债务国家仍面临利率上行风险 .....      | 13 |
| （二）欧元区通胀与能源问题有所缓解 .....              | 14 |
| （三）欧元区经济收缩程度有一定缓解 .....              | 15 |
| 三、日本：初步开始货币政策正常化，疫后复苏不及预期 .....      | 16 |
| （一）日央行调整超常规货币政策 .....                | 16 |
| （二）日本疫后恢复程度不及预期 .....                | 16 |
| 四、当前海外环境对中国经济的可能影响 .....             | 18 |
| （一）出口增速趋于下行，不利于上半年工业经济 .....         | 18 |
| （二）中美利差倒挂缓解，有利于人民币资产重估 .....         | 19 |

图 1: 美国经济数据概览: 更新至 2023 年 1 月 3 日

|                      |                   | Dec-22 | Nov-22 | Oct-22 | Sep-22 | Aug-22 | Jul-22 | Jun-22 | May-22 | Apr-22  | Mar-22 | Feb-22 | Jan-22 | Dec-21 | Nov-21 | Oct-21 |      |
|----------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 生产总值                 | 实际GDP (同比)        |        |        |        | 1.94   |        |        | 1.80   |        |         | 3.68   |        |        | 5.53   |        |        |      |
|                      | 实际GDP (环比)        |        |        |        | 3.20   |        |        | -0.60  |        |         | -1.60  |        |        | 6.90   |        |        |      |
|                      | 个人消费支出 (同比)       |        |        |        | 2.19   |        |        | 1.84   |        |         | 4.51   |        |        | 6.89   |        |        |      |
|                      | 国内私人投资 (同比)       |        |        |        | 1.95   |        |        | 8.69   |        |         | 11.57  |        |        | 9.58   |        |        |      |
|                      | 政府支出 (同比)         |        |        |        | -0.30  |        |        | -1.64  |        |         | -1.67  |        |        | 0.09   |        |        |      |
| 净出口 (同比增长-亿美元)       |                   |        |        | 161.77 |        |        | 70.02  |        |        | -194.56 |        |        | -33.60 |        |        |        |      |
| 消费                   | 个人消费支出-现价 (同比)    |        | 7.67   | 8.10   | 8.54   | 8.70   | 8.69   | 9.26   | 9.28   | 8.93    | 9.19   | 13.48  | 12.01  | 13.39  | 13.71  | 12.63  |      |
|                      | 零售总额 (同比)         |        | 6.48   | 8.27   | 8.39   | 9.72   | 10.03  | 8.78   | 8.70   | 7.82    | 7.07   | 17.71  | 13.75  | 16.84  | 19.07  | 16.45  |      |
|                      | 个人储蓄存款总额 (同比)     |        | -64.76 | -68.48 | -69.05 | -71.55 | -68.11 | -69.90 | -67.09 | -72.66  | -87.86 | -65.80 | -78.07 | -42.89 | -43.37 | -45.98 |      |
|                      | 人均可支配收入-现价 (同比)   |        | 2.92   | 2.90   | 2.78   | 1.28   | 1.19   | 1.97   | 1.43   | -1.50   | -16.29 | 2.74   | -6.06  | 5.60   | 5.99   | 4.25   |      |
|                      | 密歇根消费者信心指数 (同比)   | 59.70  | 56.80  | 59.90  | 58.60  | 58.20  | 51.50  | 50.00  | 58.40  | 65.20   | 59.40  | 62.80  | 67.20  | 70.60  | 67.40  | 71.70  |      |
| 工业                   | 工业总产值 (同比)        |        | 2.28   | 3.46   | 4.88   | 3.55   | 3.24   | 4.07   | 4.83   | 5.94    | 4.56   | 6.45   | 2.06   | 3.05   | 4.41   | 4.01   |      |
|                      | 产能利用率             |        | 79.66  | 79.92  | 80.06  | 79.86  | 80.02  | 79.73  | 80.02  | 80.23   | 79.82  | 79.41  | 78.94  | 78.74  | 78.98  | 78.58  |      |
|                      | 新增订单 (同比)         |        |        | 6.35   | 6.54   | 6.78   | 7.65   | 9.50   | 9.19   | 9.76    | 8.88   | 8.50   | 6.86   | 8.13   | 9.17   | 8.54   |      |
| 房地产                  | 新建住房销售套数 (同比)     |        | -15.34 | -9.84  | -23.63 | -5.83  | -25.21 | -20.03 | -14.05 | -23.49  | -19.75 | 2.86   | -8.78  | -3.67  | -11.16 | -32.97 |      |
|                      | 成屋销售套数 (同比)       |        | -35.39 | -28.43 | -23.79 | -20.20 | -20.07 | -14.41 | -8.61  | -6.04   | -4.80  | -3.89  | -2.41  | -8.42  | -3.95  | -8.02  |      |
|                      | 开工新建私人住宅 (同比)     |        | -16.35 | -8.25  | -6.03  | -4.31  | -12.46 | -5.35  | -2.68  | 19.93   | 0.29   | 24.27  | 4.00   | 7.09   | 10.71  | 2.16   |      |
| Case-Shiller房价指数-20城 |                   |        |        | 10.41  | 13.05  | 15.98  | 18.64  | 20.53  | 21.30  | 21.25   | 20.31  | 19.00  | 18.47  | 18.26  | 18.47  |        |      |
| 通胀                   | CPI (同比)          |        | 7.10   | 7.70   | 8.20   | 8.30   | 8.50   | 9.10   | 8.60   | 8.30    | 8.50   | 7.90   | 7.50   | 7.00   | 6.80   | 6.20   |      |
|                      | 核心CPI (同比)        |        | 6.00   | 6.30   | 6.60   | 6.30   | 5.90   | 5.90   | 6.00   | 6.20    | 6.50   | 6.40   | 6.00   | 5.50   | 4.90   | 4.60   |      |
|                      | PCE (同比)          |        | 5.54   | 6.08   | 6.29   | 6.26   | 6.39   | 6.98   | 6.52   | 6.41    | 6.77   | 6.39   | 6.12   | 5.97   | 5.85   | 5.22   |      |
|                      | 核心PCE (同比)        |        | 4.68   | 5.05   | 5.20   | 4.93   | 4.70   | 5.04   | 4.88   | 5.03    | 5.36   | 5.42   | 5.21   | 5.04   | 4.82   | 4.31   |      |
|                      | PPI最终需求 (同比)      |        | 7.40   | 8.10   | 8.50   | 8.70   | 9.70   | 11.10  | 11.00  | 11.20   | 11.70  | 10.50  | 10.20  | 10.20  | 9.90   | 8.90   |      |
|                      | 核心PPI最终需求 (同比)    |        | 6.30   | 6.90   | 7.20   | 7.20   | 7.60   | 8.30   | 8.70   | 9.00    | 9.70   | 8.90   | 8.70   | 8.70   | 8.00   | 7.00   |      |
|                      | 10年期breakeven通胀预期 |        | 2.26   | 2.37   | 2.39   | 2.38   | 2.51   | 2.36   | 2.62   | 2.69    | 2.88   | 2.85   | 2.46   | 2.45   | 2.46   | 2.62   | 2.53 |
|                      | 5年期breakeven通胀预期  |        | 2.32   | 2.44   | 2.47   | 2.45   | 2.68   | 2.58   | 2.89   | 3.03    | 3.32   | 3.41   | 2.87   | 2.80   | 2.75   | 2.98   | 2.75 |
|                      | 密歇根5年通胀预期         |        | 2.90   | 3.00   | 2.90   | 2.70   | 2.90   | 2.90   | 3.10   | 3.00    | 3.00   | 3.00   | 3.00   | 3.10   | 2.90   | 3.00   | 2.90 |
|                      | 密歇根12个月通胀预期       | 4.40   | 4.90   | 5.00   | 4.70   | 4.80   | 5.20   | 5.30   | 5.30   | 5.40    | 5.40   | 4.90   | 4.90   | 4.80   | 4.90   | 4.80   |      |
| 劳动力市场                | 新增非农就业人数 (万人)     |        | 26.3   | 28.4   | 26.9   | 29.2   | 53.7   | 29.3   | 38.6   | 36.8    | 39.8   | 71.4   | 50.4   | 58.8   | 64.7   | 67.7   |      |
|                      | 非农职位空缺 (同比)       |        |        | 6.3    | 6.5    | 6.3    | 6.8    | 6.8    | 6.9    | 7.2     | 7.3    | 7.0    | 7.0    | 7.1    | 6.8    | 7.0    |      |
|                      | 失业率               |        | 3.7    | 3.7    | 3.5    | 3.7    | 3.5    | 3.6    | 3.6    | 3.6     | 3.6    | 3.6    | 3.8    | 4      | 3.9    | 4.2    | 4.6  |
|                      | 劳动参与率             |        | 62.2   | 62.4   | 62.3   | 62.2   | 61.9   | 61.9   | 61.7   | 61.7    | 61.7   | 61.7   | 61.6   | 61.6   | 61.7   | 61.5   |      |
|                      | 非农平均时薪 (同比)       |        | 5.09   | 4.92   | 5.08   | 5.20   | 5.22   | 5.21   | 5.34   | 5.50    | 5.62   | 5.19   | 5.45   | 4.88   | 5.33   | 5.35   |      |
| PMI                  | ISM 制造业PMI        |        | 49     | 50.2   | 50.9   | 52.8   | 52.8   | 53     | 56.1   | 55.4    | 57.1   | 58.6   | 57.6   | 58.8   | 61.1   | 60.8   |      |
|                      | ISM 非制造业PMI       |        | 56.5   | 54.4   | 56.7   | 56.9   | 56.7   | 55.3   | 55.9   | 57.1    | 58.3   | 56.5   | 59.9   | 62.3   | 69.1   | 66.7   |      |
|                      | 有效联邦基金利率-月均 (%)   |        | 4.1    | 3.78   | 3.08   | 2.56   | 2.33   | 1.68   | 1.21   | 0.77    | 0.33   | 0.2    | 0.08   | 0.08   | 0.08   | 0.08   |      |
| 政策利率                 | 准备金率-108B-月均 (%)  | 1.63   | 2.63   | 2.4    | 1.75   | 1.28   | 0.84   | 0.4    | 0.27   | 0.15    | 0.15   | 0.15   | 0.15   | 0.15   | 0.15   | 0.15   |      |
|                      | 隔夜逆回购利率-月均 (%)    | 4.30   | 4.06   | 3.73   | 3.05   | 2.55   | 2.30   | 1.63   | 1.16   | 0.73    | 0.30   | 0.17   | 0.05   | 0.05   | 0.05   |        |      |
|                      | 标普500指数-月均        | 3912   | 3917   | 3726   | 3851   | 4159   | 3912   | 3899   | 4040   | 4391    | 4391   | 4436   | 4574   | 4675   | 4667   | 4461   |      |
| 市场指标                 | COBE标普VIX指数-月均    | 21.78  | 23.30  | 30.01  | 27.34  | 22.17  | 25.00  | 28.23  | 29.45  | 24.37   | 26.97  | 25.75  | 23.18  | 21.55  | 18.50  | 17.87  |      |
|                      | WTI原油现价-月均 (美元/桶) | 76.52  | 84.11  | 86.96  | 84.03  | 91.49  | 99.80  | 114.29 | 109.47 | 101.61  | 108.15 | 91.61  | 82.98  | 71.77  | 78.62  | 81.20  |      |
|                      | 2年美债收益率-月均 (%)    | 4.29   | 4.50   | 4.38   | 3.86   | 3.25   | 3.04   | 3.00   | 2.62   | 2.54    | 1.91   | 1.44   | 0.98   | 0.68   | 0.51   | 0.39   |      |
|                      | 10年美债收益率-月均 (%)   | 3.62   | 3.89   | 3.52   | 2.90   | 2.90   | 2.90   | 3.14   | 2.90   | 2.75    | 2.13   | 1.93   | 1.76   | 1.47   | 1.56   | 1.58   |      |

资料来源: Wind, BEA, BLS, Fred, 中国银河证券研究院

图 2: 欧元区经济数据概览: 更新至 2023 年 1 月 3 日

|                    |      | Nov-22 | Oct-22 | Sep-22 | Aug-22 | Jul-22 | Jun-22 | May-22 | Apr-22 | Mar-22 | Feb-22 | Jan-22 | Dec-21 | Nov-21 | Oct-21 |
|--------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 实际GDP (同比)         |      |        |        | 2.3    |        |        | 4.2    |        |        | 5.5    |        |        | 4.8    |        |        |
| 实际GDP (环比)         |      |        |        | 0.3    |        |        | 0.8    |        |        | 0.6    |        |        | 0.5    |        |        |
| 最终消费支出 (同比)        |      |        |        | 1.4    |        |        | 4.0    |        |        | 6.4    |        |        | 4.9    |        |        |
| 资本形成总额 (同比)        |      |        |        | 10.6   |        |        | 5.6    |        |        | 3.1    |        |        | 5.4    |        |        |
| 政府最终消费支出 (同比)      |      |        |        | 0.4    |        |        | 0.7    |        |        | 3.0    |        |        | 2.6    |        |        |
| 出口 (同比)            |      |        |        | 7.7    |        |        | 7.9    |        |        | 8.7    |        |        | 8.3    |        |        |
| 进口 (同比)            |      |        |        | 10.8   |        |        | 8.4    |        |        | 9.3    |        |        | 9.2    |        |        |
| 欧元区19国:零售销售指数 (同比) |      |        | -2.7   | 0      | -1.4   | -0.8   | -2.9   | 1.1    | 5.1    | 2.3    | 6.2    | 9.7    | 2.5    | 9      | 1.7    |
| 欧元区19国:消费者信心指数     |      | -23.9  | -27.5  | -28.7  | -24.9  | -27    | -23.7  | -21.2  | -22.1  | -21.7  | -9.7   | -9.7   | -9.4   | -8.2   | -5.1   |
| 欧元区19国:工业生产指数 (同比) |      |        |        | 5.1    | 2.6    | -2.5   | 2.2    | 1.6    | -2.5   | -1.1   | 1.7    | -1.3   | 1.9    | -1.3   | 0.1    |
| 制造业PMI             | 47.1 | 46.4   | 48.4   | 49.6   | 49.8   | 52.1   | 54.6   | 55.5   | 56.5   | 58.2   | 58.7   | 58     | 58.4   | 58.3   |        |
| 服务业PMI             | 48.5 | 48.6   | 48.8   | 49.8   | 51.2   | 53     | 56.1   | 57.7   | 55.6   | 55.5   | 51.1   | 53.1   | 55.9   | 54.6   |        |
| 每小时劳工成本指数          |      |        |        | 116    |        |        | 115.5  |        |        | 114.8  |        |        | 113.5  |        |        |
| 就业人数 (同比)          |      |        |        | 1.8    |        |        | 2.6    |        |        | 3      |        |        | 2.4    |        |        |
| 失业率 (%)            |      |        |        | 6.5    | 6.6    | 6.7    | 6.6    | 6.7    | 6.7    | 6.8    | 6.8    | 6.9    | 7      | 7.1    | 7.3    |
| 调和CPI (同比)         |      | 10.1   | 10.6   | 9.9    | 9.1    | 8.9    | 8.6    | 8.1    | 7.4    | 7.4    | 5.9    | 5.1    | 5      | 4.9    | 4.1    |
| 核心调和CPI (同比)       |      | 5      | 5      | 4.8    | 4.3    | 4      | 3.7    | 3.8    | 3.5    | 3      | 2.7    | 2.3    | 2.6    | 2.6    | 2      |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3: 日本经济数据概览: 更新至 2023 年 1 月 3 日

|                     |  | Nov-22 | Oct-22 | Sep-22 | Aug-22 | Jul-22 | Jun-22 | May-22 | Apr-22 | Mar-22 | Feb-22 | Jan-22 | Dec-21 | Nov-21 | Oct-21 |
|---------------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 实际GDP (同比)          |  |        |        | 1.53   |        |        | 1.59   |        |        | 0.42   |        |        | 0.79   |        |        |
| 实际GDP (环比)          |  |        |        | 1.10   |        |        | -2.09  |        |        | -1.94  |        |        | 4.60   |        |        |
| CPI (同比)            |  | 3.80   | 3.70   | 3.00   | 3.00   | 2.60   | 2.40   | 2.50   | 2.50   | 1.20   | 0.90   | 0.50   | 0.80   | 0.60   | 0.10   |
| 核心CPI (同比)          |  | 3.70   | 3.60   | 3.00   | 2.80   | 2.40   | 2.20   | 2.10   | 2.10   | 0.80   | 0.60   | 0.20   | 0.50   | 0.50   | 0.10   |
| 产能利用率指数             |  |        | 6.56   | 12.30  | 5.84   | -1.93  | -4.40  | -6.71  | -6.63  | -4.43  | 0.77   | -2.87  | 3.73   | 6.70   | -5.67  |
| 工业生产指数: 制造和采矿业 (同比) |  |        | 3.02   | 9.57   | 5.78   | -2.00  | -2.76  | -3.12  | -4.87  | -1.65  | 0.54   | -0.79  | 2.25   | 4.83   | -4.33  |
| 家庭月消费性支出 (同比)       |  |        | 1.20   | 2.30   | 5.10   | 3.40   | 3.50   | -0.50  | -1.70  | -2.30  | 1.10   | 6.90   | -0.20  | -1.30  | -0.60  |
| 商业销售总额总计 (同比)       |  |        | 5.40   | 7.50   | 8.20   | 4.90   | 6.90   | 8.60   | 5.70   | 5.40   | 6.00   | 6.90   | 6.20   | 9.40   | 5.20   |
| 失业率                 |  | 2.40   | 2.60   | 2.70   | 2.60   | 2.50   | 2.70   | 2.80   | 2.70   | 2.60   | 2.60   | 2.70   | 2.50   | 2.70   | 2.70   |
| 所有行业总收入 (同比)        |  |        | 1.50   | 2.29   | 1.70   | 1.32   | 2.02   | 1.14   | 1.35   | 2.05   | 1.20   | 1.13   | -0.37  | 0.82   | 0.27   |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

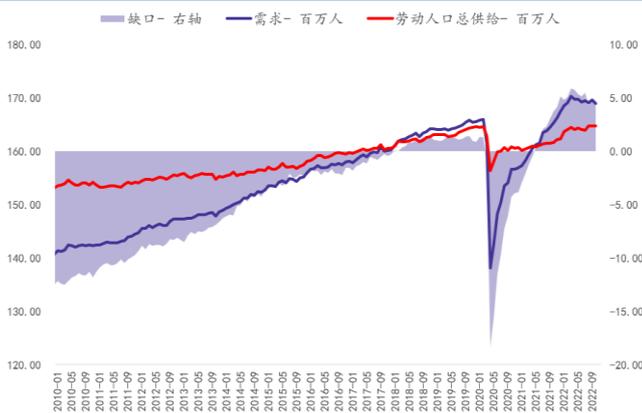
## 一、美国能否如期衰退？

### (一) 预计降息不会早于 2023Q4，同时按计划推进 QT

12月14日美联储FOMC会议依然保持较鹰派基调，内容较11月份变化不大，但美联储最鹰派的时刻可能已经过去，目前仍然存疑的主要是首次降息的时点。会议如期放缓加息至50bps，联邦目标基金利率达到4.25%-4.50%。量化紧缩（QT）计划继续执行，上限为950亿美元/月，12月预计实际缩减760亿美元。

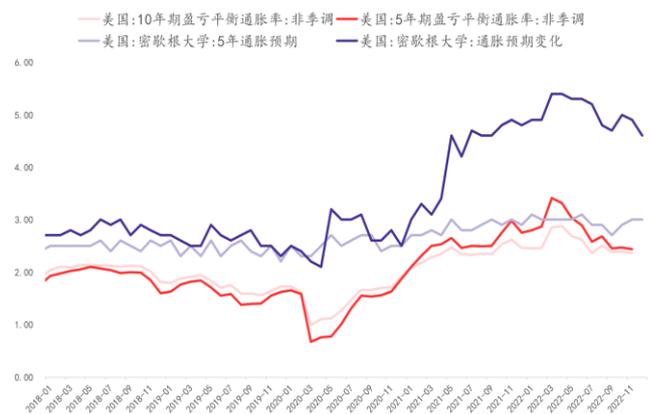
美联储主席鲍威尔表示，未来的不确定性导致当下无法对利率终点和衰退的时间和深度等问题做出明确判断，意在留出灵活空间。美联储预计的2023年末联邦基金利率终值为5.1%，比9月的4.6%增加50bps。19位委员中有17位认为利率终值应在5%以上。目前，市场预计美联储在2023年2月加息50bps，3月放缓至25bps，5月停止加息，利率终值5.00%-5.25%。降息要进一步关注劳动市场和经济衰退，可能在四季度甚至更晚出现。

图 4：劳动缺口创造的工资通胀是美联储的难题



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：目前长期通胀预期较为稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 1. 美联储难以在 2023Q4 以前降息

在 FOMC 会议声明和发布会中，通胀依然是决定货币政策路径的核心变量。目前一季度的边际缓和确定性较强，但劳动市场运行会显著影响下半年的通胀格局，美联储在“历史教训”之下难以在 2023 年末以前进行降息。未来主要关注四个方面：

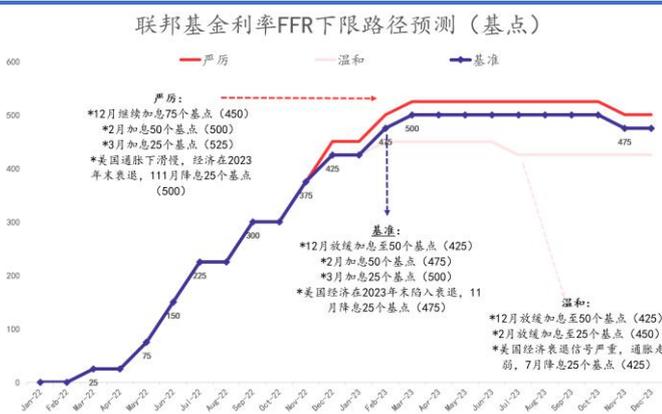
**(1) 通胀率：**在发言稿和答记者问中，鲍威尔均表示尽管通胀连续两个月超预期回落，仍然没有足够证据判断通胀是否会持续向 2% 的中长期目标靠拢。如果 2023 年的通胀连续保持 10 月和 11 月的回落斜率，那才有可能被视为持续向 2% 靠拢的证据。未来，核心通胀与 2% 目标的偏离程度仍会阻止美联储考虑降低联邦基金利率。我们乐观假设的 CPI 预测中，名义通胀有望在 2023 年下半年回落至 3% 以下，但核心通胀仍会在 3.5% 左右，这也不支持美联储在 2023 年末以前降低利率。

**(2) 通胀率目标:** 被问及 2% 中长期通胀目标是否会考虑调整时, 鲍威尔明确表示暂时没有考虑。这对短期货币政策的判断影响不大, 只是暗示不会通过提高通胀目标而更早放松, 但美联储目前似乎拒绝承认中长期通胀和利率中枢有上移可能。

**(3) 劳动市场:** “极度紧张”这一表述一直未发生明显改变, 且近两次会议对劳动参与率没有改善的关注度提高。美联储关于失业率和经济增长的预测略有矛盾。2023 年 4.6% 的预期失业率已超过中长期自然失业率, 这在历史上有极高概率导致衰退。我们认为, 美联储预测 2023 年经济将避免衰退并维持 0.5% 的增长可能过于理想。当前数据均指向美国经济浅度衰退。

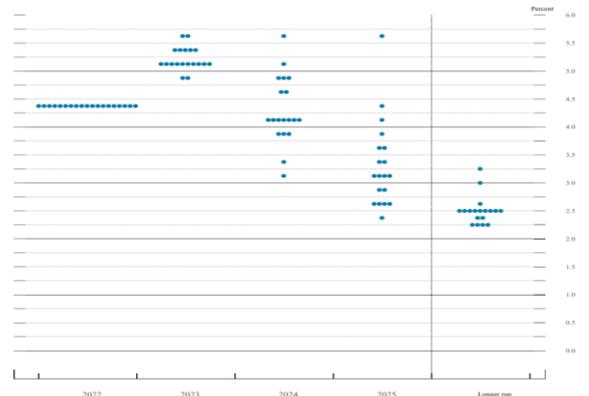
**(4) 加息进度:** 鲍威尔表示当前加息速度的重要性低于利率终值的位置和坚持不降息的时长, 但对这两个重要信息的表述都尽可能的模糊。综合判断美国实际利率在 2023Q1 之后有概率转正, 利率终值提高的可能较低; 但坚持不降息的时长难以判断, 就业率和经济景气度是关键变量。

图 6: 联邦基金利率路径展望 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 美联储 12 月点阵图



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院

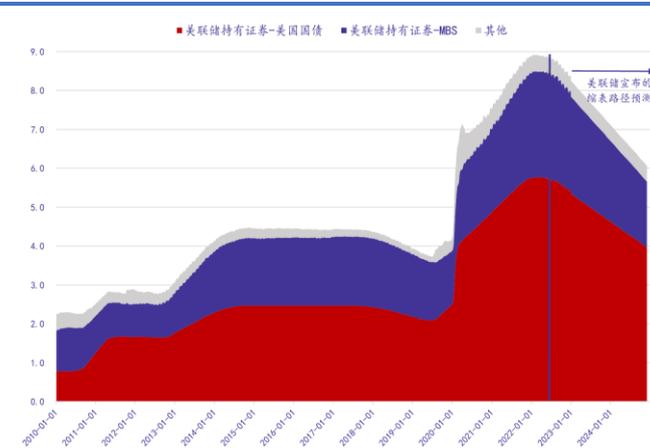
**2. QT 继续按照计划进行, 银行间流动性有所改善**

前期缩表面临的问题是货币市场基金 (MMF) 并不热衷于将存放在逆回购账户 (RRP) 中的资金出借给银行购买国债, 因此银行在消耗存款准备金承接债券, 导致存款准备金规模从高点快速下降了 1.2 万亿美元。这一形势近期出现了变化, 银行间流动性也边际改善。改善主要源于以下三个因素: (1) 加息预期见顶意味着长端美债收益率难再大幅上行, 债市风险偏好改善; (2) 美国经济最终滑向衰退的趋势愈发明显, 利好国债市场; (3) 美国财政部在讨论通过以发行新短债回购旧长债的方式改善国债市场流动性。

在以上因素作用下, 长端国债吸引力上升, 货币基金开始将淤积在 RRP 账户中的流动性用于购债, 银行准备金快速大幅下行的趋势得到边际扭转。数据显示, 2022 年 9 月末时银行存款准备金比 2021 年 12 月时 4.27 万亿美元的高点下降了 1.22 万亿美元; 而 11 月末这一规模缩小至 1 万亿美元, 且 RRP 账户中存款同期减少了 1800 亿左右, 也就是说淤积在 RRP 中的流动性开始进入国债市场, 阻止银行进一步消耗准备金购债。银行间流动性的改善意味着通过

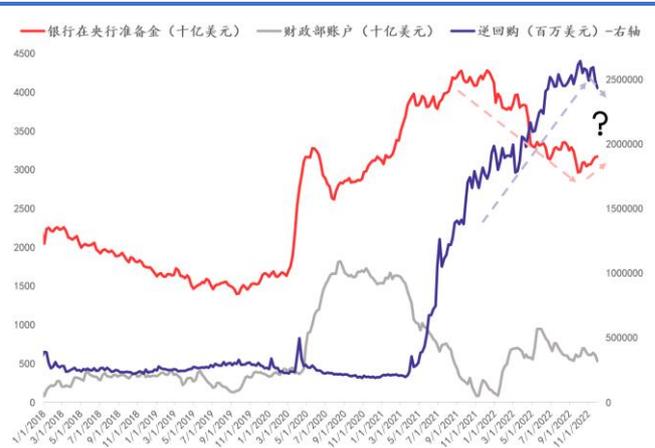
QT 的缩表对流动性的冲击有所减弱，这将减轻美国爆发金融风险的压力，不过 RRP 账户存款减少能否持续还需要观察。同时，QT 的继续仍在给美元指数提供支撑。

图 8：美联储计划缩表可能路径（万亿美元）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

图 9：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源：FRBNY、Fred，中国银河证券研究院整理

## （二）通胀率下行趋势进一步确认

11 月 CPI 同比+7.1%（前值+7.7%），保持 6 月以来的回落趋势，核心 CPI 同比+6.0%（前值+6.3%）；11 月 PCE 同比+5.5%（前值+6.1%），核心 PCE 同比+4.7%（前值+5.05%）。

**美国 11 月 CPI 再次超预期下行，连续回落的趋势进一步确认。**同比增速从 10 月的 7.7% 降至 7.1%，低于市场预期的 7.3%。11 月 CPI 环比 0.1%，核心 CPI 环比 0.2%，均为年内较低水平。除了高基数效应之外，环比的放缓确立了通胀动能的减弱。

**分结构来看，核心通胀继续与名义通胀分化，居住成本和服务类粘性更强。**其中，能源和商品贡献较大，权重较高的汽车和能源价格增速的持续下行。其他同比增速回落的重要项目还有食品类、医疗商品和服务以及运输服务，滞后的居住成本依然是上行主要动力。环比方面，食品依然保持了 0.5% 的增速，但也比高峰期有明显放缓；能源类和二手车价格继续负增长，也间接减少了运输服务的压力；医疗价格保持稳定；而居住成本继续小幅加快。

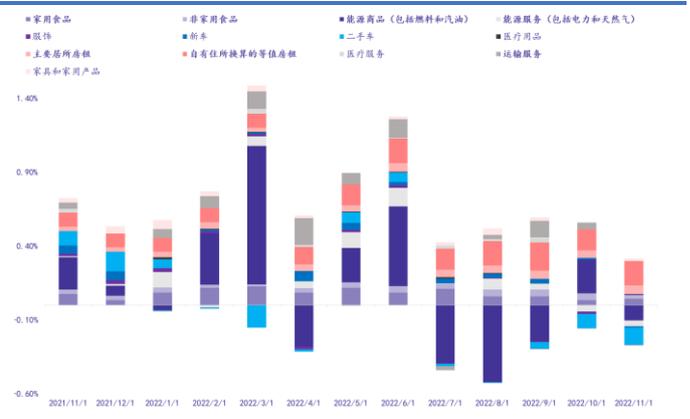
**展望未来：**由于 CPI 的基数在 2021 年 10 月之后快速抬升，在涨价压力放缓的情况下，同比增速在 12 月和 2023 年上半年继续大幅度回落的概率较高。不过，超预期的非农就业意味着核心服务的动力仍在，而居住成本的滞后效果也会继续提供支撑。2023 年，预计美国 CPI 同比增速可能在年中回落至 3% 左右，同时出现核心 CPI 增速更高的状况。

图 10: 11 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 11: 11 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

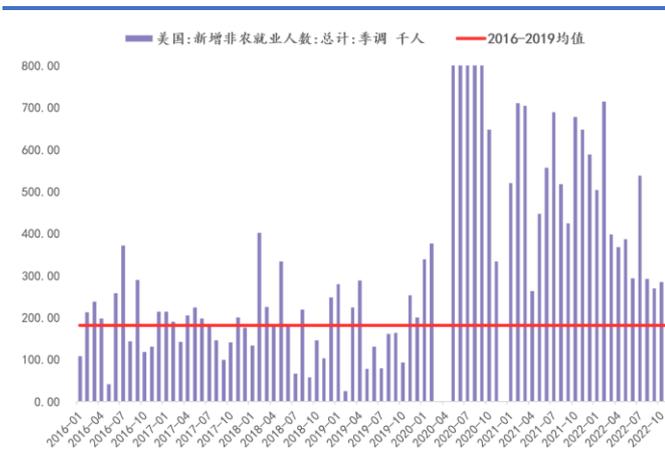
### (三) 劳动力市场延续韧性, 工资仍在上升, 有助于维持消费

11 月, 新增非农就业 26.3 万人, 超出 20 万人的市场预期, 失业率维持 3.7% 的低位。非农时薪同比增速 5.09%, 环比增速 0.55%, 比前两个月加快; 劳动参与率下滑 0.1pct 至 62.1%, 55 岁及以上参与率下滑 0.3pct 至 38.6%。美国劳动市场仍存韧性, 可能有两个方面的预示。

第一, 美国 CPI 在 2023 年虽然会在高基数下回落, 但下半年部分能源和商品进入负增长之后, 服务价格主导的核心通胀将高于名义 CPI 且回落较慢。

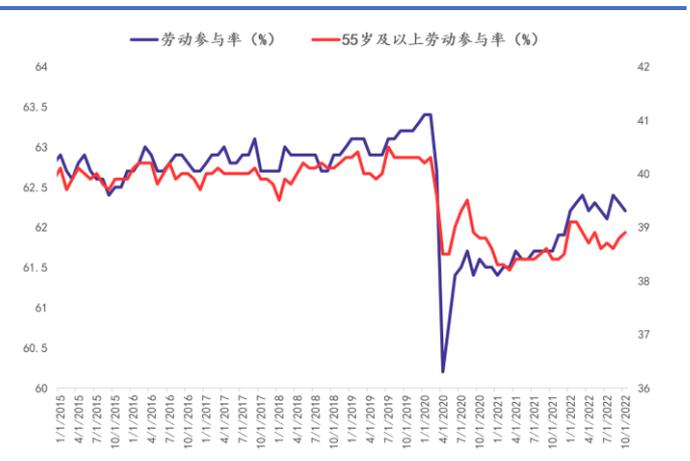
第二, 从目前的就业和工资数据看, 美国 2023 年上半年陷入衰退的可能较小。当前长期失业率为 4.4% 左右, 这也是美联储 9 月经济预测对 2023 和 2024 年失业率的预测值。从工资角度考虑, 当前美国劳动市场短缺问题难以解决, 同时居民资产负债表健康、超额储蓄充足等, 实际工资韧性意味着美国居民收入增速的稳定, 以及消费回落和经济衰退的延后。

图 12: 新增非农就业 (千人)



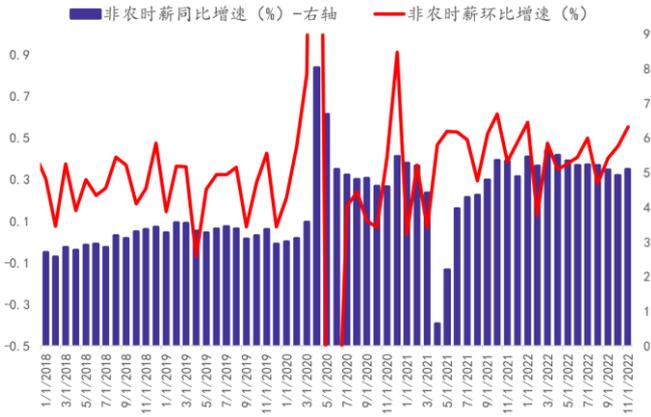
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 13: 劳动参与率再次下滑 (%)



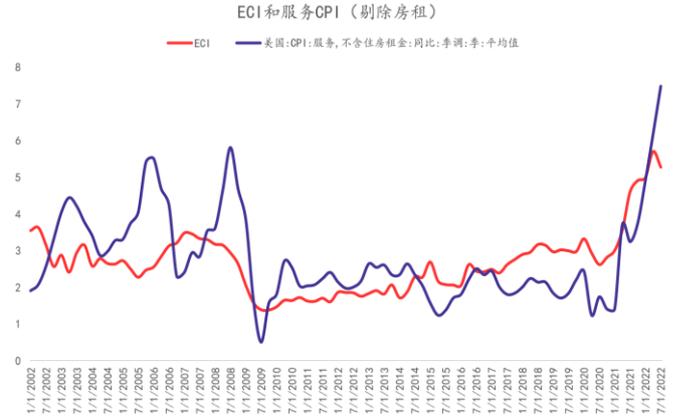
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 14: 非农时薪增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 工资向物价传导压力尚存 (%)



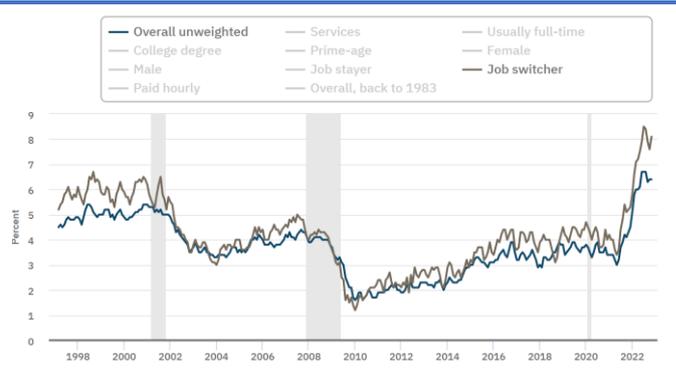
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 非农就业和时薪情况 (%)

|          | 新增非农就业-季调 (千人) |         |         | 非农时薪-季调(美元) |         |         | 新增非农离职 (千人) |         |         | 时薪变化 |
|----------|----------------|---------|---------|-------------|---------|---------|-------------|---------|---------|------|
|          | 2022-11        | 2022-10 | 2022-09 | 2022-11     | 2022-10 | 2022-09 | 2022-10     | 2022-09 | 2022-08 |      |
| 非农总计     | 263.0          | 284.0   | 269.0   |             |         |         | -240.0      | -858.0  | 478.0   |      |
| 非农私人合计   | 221.0          | 248.0   | 255.0   | 32.8        | 32.5    | 32.4    | -186.0      | -798.0  | 399.0   |      |
| 商品生产     | 37.0           | 47.0    | 43.0    | 32.9        | 32.7    | 32.6    |             |         |         |      |
| 采矿业      | 3.0            | 2.0     | 3.0     | 36.8        | 36.5    | 36.6    | 1.0         | -2.0    | 1.0     |      |
| 建筑业      | 20.0           | 9.0     | 23.0    | 35.4        | 35.1    | 34.9    | 23.0        | -78.0   | -6.0    |      |
| 制造业      | 14.0           | 36.0    | 17.0    | 31.3        | 31.1    | 31.0    | 0.0         | -104.0  | 55.0    |      |
| 耐用品      | 11.0           | 27.0    | 9.0     | 32.9        | 32.7    | 32.6    | -12.0       | -62.0   | 35.0    |      |
| 非耐用品     | 3.0            | 9.0     | 8.0     | 28.7        | 28.4    | 28.4    | 13.0        | -42.0   | 20.0    |      |
| 服务生产     | 184.0          | 201.0   | 212.0   | 32.8        | 32.4    | 32.3    |             |         |         |      |
| 批发业      | -3.3           | 9.2     | 6.5     | 28.5        | 27.9    | 27.8    | 3.0         | -15.0   | 22.0    |      |
| 零售业      | -29.9          | -2.6    | -29.9   | 35.8        | 35.3    | 35.3    | 16.0        | -149.0  | 127.0   |      |
| 运输仓储业    | -15.1          | -3.4    | -18.1   | 23.5        | 23.1    | 23.0    |             |         |         |      |
| 公用事业     | -0.5           | 1.1     | -0.1    | 29.5        | 28.4    | 28.2    |             |         |         |      |
| 信息业      | 19.0           | 6.0     | 8.0     | 48.0        | 47.9    | 47.2    | -28.0       | -12.0   | 20.0    |      |
| 金融活动     | 14.0           | 13.0    | 3.0     | 48.4        | 47.7    | 47.2    | 7.0         | -38.0   | 13.0    |      |
| 专业和商务服务业 | 6.0            | 26.0    | 25.0    | 42.2        | 42.1    | 41.8    | -83.0       | -14.0   | -119.0  |      |
| 教育和健康服务业 | 82.0           | 80.0    | 82.0    | 39.5        | 39.0    | 38.9    | 21.0        | -122.0  | 58.0    |      |
| 休闲和酒店业   | 88.0           | 60.0    | 111.0   | 32.2        | 32.0    | 32.0    | -70.0       | -224.0  | 170.0   |      |
| 其他服务业    | 24.0           | 12.0    | 25.0    | 20.5        | 20.3    | 20.3    | -41.0       | -9.0    | 30.0    |      |
| 政府       | 42.0           | 36.0    | 14.0    |             |         |         |             |         |         |      |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 亚特兰大联储-工资增速追踪 (%)



资料来源: 亚特兰大联储, 中国银河证券研究院整理

### (四) 三季度 GDP 上修, 消费韧性较强, 房地产下行速度放缓

#### 1. 美国三季度 GDP 上修, 经济短期韧性较强

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\\_50841](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50841)

