

充分就业衰退：美联储 2023 年会降息吗？

——海外周度观察（20230108）

主要结论

■ 热点思考：“充分就业衰退”及其货币政策含义

美国经济呈现出“冰火两重天”的矛盾现象。PMI、房地产和工业生产等已显示经济进入衰退，但劳动力市场依然“非常紧张”。12月非农数据公布后，美股3大指数收盘涨幅超2%，美元和美债收跌，市场交易“软着陆”或“浅衰退”。

自美联储诞生以来，美国或首次出现“充分就业衰退”。在 NBER 的 6 个指标中，至少 3 个指标见顶并持续下降才会被定义为衰退。截至 2022 年底，实际个人收入（扣除转移支付）、批发与零售实际销售、非农薪资就业、工业生产指数和家庭调查就业已经见顶，实际个人消费支出还在创新高，但 11 和 12 月持平。

2023 年，在政策立场和力度上，美联储更需要在紧缩不足和紧缩过度之间取得平衡，以实现政策的跨期最优：短期压制通胀和中期实现“软着陆”。2023 年上半年，通胀仍是主要矛盾。随着经济的持续放缓，在通胀向 2% 目标收敛和工资增幅下降的趋势明朗后，美联储也会果断开启降息周期。

■ 海外基本面跟踪

美国 12 月制造业 PMI 继续收缩，数值创两年来新低，连续第二个月处于收缩区间，12 月录得 48.4，比 11 月的 49 低 0.6 个点。12 月美国服务业 PMI 下滑，疫情以来首次跌破荣枯线。欧元区制造业 PMI 延续反弹，日本 PMI 制造业回落。

本周美国红皮书零售销售指数增速 10.2%，高于前值 9.6%。11 月欧元区零售同比增-2.8%，前值-2.6%。美国地产延续下滑，建造支出增速回落，房贷利率上升。美国商业原油库存抬升低于预期，库存增加 170 万桶，低于预期。

美国非农就业仍表现强劲，失业率处于低位。12 月失业率降至 3.5%，前值 3.6%。失业率已达到 2022 年内最低点。12 月平均时薪同比增 4.6%，预期增 5%，前值 4.8%；平均时薪环比增 0.3%，预期增 0.4%，前值 0.4%。

■ 大类资产高频跟踪（2023/01/02-2023/01/07）

全球主要股票指数和行业指数多数上涨。法国 CAC40、德国 DAX、英国富时 100、道琼斯工业指数、标普 500、纳斯达克指数分别上涨 6.0%、4.9%、3.3%、1.5%、1.4%、1.0%，仅日经 225 下跌 0.5%。港股大涨。

发达国家 10 年期国债收益率悉数下行，新兴市场也多数下行。美国-33bp 至 3.55%，德国-19bp 至 2.34%，英国-15bp 至 3.65%，法国、意大利分别下行 40bp、48bp，仅日本上行 5bp。

美元指数走强，主要国家货币兑美元多数贬值，人民币兑美元大幅升值。欧元、英镑、日元兑美元分别贬值 0.55%、0.04%、0.74%。土耳其里拉和印尼卢比兑美元分别贬值 0.47% 和 0.54%。美元兑人民币贬值 0.91%；

大宗商品价格多数下跌，原油价格大幅下跌。原油、有色、黑色和农产品价格多数下跌，贵金属价格走势分化。其中，下跌幅度最大的是布伦特原油、WTI 原油、LME 镍、焦煤和沥青；仅 COMEX 黄金和棉花价格上涨。

风险提示：全球疫情反复超预期，地缘政治“黑天鹅”。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

陈达飞 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002
chendafei@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、“充分就业衰退”及其货币政策含义.....	5
(一) 美国经济“冰火两重天”.....	5
(二) 一次非典型的“充分就业衰退”.....	6
(三) 2023 年美联储会降息吗?	10
二、海外基本面跟踪.....	12
(一) 制造业 PMI: 美日制造业 PMI 下滑, 欧元区反弹	12
(二) 服务业 PMI: 美国服务业 PMI 跌破荣枯线, 欧日反弹	14
(三) 地产: 美国地产建造增速回落, 房贷利率上升.....	15
(四) 消费: 美国零售延续反弹, 欧元区消费回落	15
(五) 库存: 商业原油库存抬升低于预期	16
(六) 就业: 非农就业仍表现强劲, 失业率仍处于低位	16
三、大类资产高频跟踪 (2023/01/02-2023/01/06)	17
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场多数上涨	17
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数下行.....	18
(三) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 美元兑人民币贬值.....	19
(四) 大宗商品市场追踪: 原油价格大幅下跌、黄金价格上涨.....	20

图表目录

图表 1: 12 月美国新增非农就业和平均时薪变化.....	5
图表 2: 2022 年 12 月美国失业率、劳动参与率和就业率.....	5
图表 3: 12 月新增非农就业公布后, 美股纠结后收涨.....	6
图表 4: 美元指数和 10 年期美债收益率均收跌.....	6
图表 5: 芝商所期货交易中隐含的美联储加息路径 (1 月 6 日更新)	6
图表 6: 失业率视角“充分就业衰退”较为罕见	7
图表 7: 失业率视角“无就业复苏”较为常见.....	7
图表 8: 非农薪资就业视角看“充分就业衰退”	8
图表 9: 非农薪资就业视角看“无就业复苏”.....	8
图表 10: 1973-1975 年衰退期间, 非农薪资就业仍维持较长时间上涨趋势	8
图表 11: 周期顶点的条件: 6 个底层指标中至少要有 3 个见顶.....	9
图表 12: 2022 年 4 季度美国工业生产加速回落.....	9
图表 13: 2022Q3 美国工业和制造业产能利用率见顶.....	9
图表 14: NBER 周期 6 个底层指标走势 (绝对值)	10
图表 15: NBER 周期 6 个底层指标走势 (相对值)	10
图表 16: 周期顶点的条件: 6 个底层指标中至少要有 3 个见顶	11
图表 17: LMIC 的底层指标, 多数已显示美国劳动力市场开始边际走弱	11

图表 18: 美国劳动力缺口仍高到 450 万, 但最紧张的时期已经过去	12
图表 19: 劳动力需求已经开始下降.....	12
图表 20: 工资增速或维持下降态势.....	12
图表 21: 12 月美国制造业 PMI 延续回落	13
图表 22: 12 月欧元区 PMI 反弹, 日本回落	13
图表 23: 除就业和库存外, 美国制造业 PMI 各分项普遍下跌	13
图表 24: 除希腊外, 欧洲各国制造业 PMI 普遍回升	14
图表 25: 12 月美国服务业 PMI 为 49.6, 降低 6.9pct.....	14
图表 27: 12 月欧洲服务业 PMI 反弹	14
图表 28: 12 月日本服务业 PMI 小幅反弹	14
图表 29: 美国地产建造支出增速回落	15
图表 30: 美国房贷利率延续反弹	15
图表 31: 红皮书零售增速反弹至 10.2%.....	15
图表 32: 本周折扣店销售回升较大.....	15
图表 33: 红皮书零售并未表现太强的超季节性	16
图表 34: 欧元区 11 月消费增速回落.....	16
图表 35: 美国当周原油库存增加 170 万桶.....	16
图表 36: 美国原油产量增加至 1210.0 万桶/日	16
图表 37: 美国 12 月新增非农 22.3 万人.....	17
图表 38: 12 月平均时薪同比增 4.6%.....	17
图表 39: 本周, 发达国家股指多数上涨.....	17
图表 40: 本周, 新兴市场股指多数下跌.....	17
图表 41: 本周, 美股行业多数上涨.....	18
图表 42: 本周, 欧元区行业多数上涨	18
图表 43: 本周, 香港市场全线上涨.....	18
图表 44: 本周, 恒生行业全线上涨.....	18
图表 45: 主要发达国家 10 年国债收益率多数下行.....	19
图表 46: 本周, 美德英 10 年期利率均下行	19
图表 47: 新兴市场国家 10 年国债收益率多数下行.....	19
图表 48: 本周, 巴西 10 年期国债收益率上行.....	19
图表 49: 本周, 美元指数走强.....	19
图表 50: 本周, 欧元和英镑兑美元均贬值	19
图表 51: 本周, 主要新兴市场货币兑美元多数升值	20
图表 52: 本周, 土耳其里拉兑美元贬值.....	20
图表 53: 本周, 主要发达国家兑人民币均贬值	20
图表 54: 本周, 美元兑人民币贬值.....	20
图表 55: 本周, 大宗商品价格多数下跌.....	21
图表 56: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格均下跌	21
图表 57: 本周, 焦煤价格下跌、动力煤价格持平.....	21

图表 58: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	22
图表 59: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落.....	22
图表 60: 本周, 贵金属价格涨跌互现.....	22
图表 61: 金价上涨, 10Y 美债实际收益率下行.....	22

一、“充分就业衰退”及其货币政策含义

(一) 美国经济“冰火两重天”

截止到 2022 年底，美国经济呈现出“冰火两重天”的矛盾现象。ISM 制造业指数持续下行，11-12 月连续两个季度低于 50，12 月服务业 PMI 指数首次跌至 50 以下（49.6%），较 11 月（56.5）大幅下降 6.9 个百分点；库存周期拐点已基本确立；消费者信心、中小企业信心等经济领先指标持续下行... 另一方面，12 月新增非农就业超预期，失业率（U3）回落至 3.5%，劳动参与率回升 0.1 个百分点；居民消费支出依然有韧性。

图表 1：12 月美国新增非农就业和平均时薪变化

行业	新增非农就业人数(千人)					平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	22-12	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	22-12	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	22-12	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	223.0	202.0	↑ -33.0	-46.0	-70.0									
私人部门	220.0	183.0	↑ 18.0	-35.0	-126.0	4.6	-0.21	-0.44	-0.63	0.3	0.4	↓ -0.1	-0.1	-0.1
商品生产	40.0		13.0	-3.0	-3.0	4.5	-0.03	0.04	-0.20	0.4	0.4	0.1	0.0	0.1
自然资源开采业	4.0		0.0	1.0	-4.0	4.6	1.01	0.67	0.52	1.2	1.2	0.5	0.9	0.1
建筑业	28.0		13.0	5.0	10.0	5.3	-0.10	0.27	0.27	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
制造业	8.0	8.0	→ 0.0	-9.0	-17.0	3.6	-0.11	-0.15	-0.44	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.3
耐用消费品	24.0		16.0	15.0	14.0	3.2	-0.44	-0.63	-1.05	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.0
非耐用消费品	-16.0		-16.0	-24.0	-31.0	4.1	0.33	0.76	0.54	0.8	0.8	0.4	0.6	0.6
服务业	103.0		-46.0	-43.0	-67.0	4.7	-0.21	-0.57	-0.70	0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.2
批发贸易	12.1		13.4	5.6	2.1	4.4	-0.03	0.52	0.14	0.6	0.6	0.5	0.4	0.0
零售贸易	9.0		25.3	30.9	-13.3	4.1	-0.33	-0.24	-0.33	-0.1	-0.1	-0.9	-0.3	-0.3
交通运输和仓储	4.7		26.4	22.3	-11.2	3.7	-1.10	-3.50	-2.03	-0.2	-0.2	-0.3	-1.0	0.3
公用事业	1.6		2.5	1.7	1.4	4.6	-1.37	-1.11	-1.65	0.0	0.0	0.4	-1.2	-0.3
信息	-5.0		-27.0	-13.0	-31.0	6.4	-0.47	-1.23	1.90	0.4	0.4	0.2	-0.5	-0.6
金融活动	5.0		-6.0	2.0	0.0	4.4	0.92	0.03	1.05	0.8	0.8	0.6	0.2	0.0
专业及商业服务	-6.0		2.0	-31.0	-96.0	4.9	-0.33	-0.51	-0.99	0.2	0.2	-0.3	-0.1	0.1
教育及健康服务	78.0		-12.0	-4.0	-16.0	4.1	-0.25	-0.05	-2.07	0.2	0.2	-0.3	0.1	-0.4
休闲和酒店业	67.0		-12.0	-44.0	24.0	6.4	0.07	-1.50	-2.51	0.7	0.7	0.2	0.4	-0.1
其他服务	14.0		-3.0	-11.0	18.0	1.9	-0.63	-0.95	-1.24	-0.2	-0.2	-0.3	-0.8	-1.1
政府	3.0		-31.0	-11.0	56.0									

来源：wind，国金证券研究所

图表 2：2022 年 12 月美国失业率、劳动参与率和就业率

指标	22-12	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	5年分位数	10年分位数	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
失业率(U3)	3.5	3.7	↓ -0.10	0.00	-0.10	0.0	0.0	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6
U3: 全职	3.4		-0.10	-0.10	-0.20	0.0	0.0	3.5	3.7	3.5	3.6	3.4	3.6	3.5	3.5
U3: 兼职	3.9		-0.50	0.20	0.00	3.3	1.6	4.4	3.9	3.7	4.1	4.2	3.9	4.3	4.3
U1	1.1		-0.10	-0.10	-0.20	0.0	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
U2	1.6		-0.10	0.10	0.00	3.3	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
U4	3.7		-0.20	-0.10	-0.10	0.0	0.0	3.9	3.9	3.8	3.9	3.7	3.8	3.9	3.9
U5	4.2		-0.30	-0.20	-0.30	0.0	0.0	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	4.5	4.5	4.6
U6	6.5		-0.20	-0.20	-0.20	0.0	0.0	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7	7.1	7.0
劳动参与率	62.3	62.2	↑ 0.10	0.00	0.10	46.6	22.9	62.2	62.2	62.3	62.3	62.1	62.2	62.3	62.2
男性	68.1		0.00	0.00	0.30	45.0	22.1	68.1	68.1	68.1	67.9	67.6	67.3	67.9	68.0
女性	56.8		0.30	0.00	0.00	43.3	31.1	56.5	56.7	56.8	57.1	56.9	56.8	56.9	56.7
就业率	60.0		0.00	-0.10	-0.10	43.3	63.1	60.0	60.2	60.1	60.1	60.2	60.1	60.2	59.9
男性	65.3		-0.20	-0.40	-0.60	40.0	44.2	65.5	65.8	65.7	65.6	66.0	65.9	65.7	65.4
女性(美国)	54.9		0.20	0.10	0.20	63.3	81.1	54.7	54.8	54.8	54.8	54.7	54.7	54.9	54.8

来源：wind，国金证券研究所（绿色填充表示环比下降）

非农和平均时薪数据公布后，美股 3 大指数（道琼斯工业综合指数、纳斯达克综合指数和标准普尔 500 指数）先上后下，收盘涨幅均超 2%。10 年期美

债收益率先上行至 3.8%，而后持续下行，当日收盘回落至 3.55%。美元指数从 105.6 下行至 103.9。由于新增非农就业人数和平均时薪涨幅（同比或环比）都延续下降态势——前者超预期，后者低于预期，两者相互对冲。芝商所期货交易中隐含的信息是，市场依旧定价美联储 2 月例会加息 25bp（63%，相比 12 月底有所下行），但将终点利率区间从此前的[475bp,500bp]上移至[500bp, 525bp]，并维持 2023 年 9 月首次降息的预期不变。

图表 3: 12 月新增非农就业公布后, 美股纠结后收涨



来源: bloomberg、国金证券研究所 (区间起点值设定为 100)

图表 4: 美元指数和 10 年期美债收益率均收跌



来源: bloomberg、国金证券研究所

图表 5: 芝商所期货交易中隐含的美联储加息路径 (1 月 6 日更新)

区间/日期	22-01	22-03	22-05	22-06	22-07	22-09	22-11	22-12	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1	1	0
525-550	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14	17	15	11	8	3
500-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32	44	43	39	33	25	13
475-500	0	0	0	0	0	0	0	0	37	59	37	34	35	36	35	28
450-475	0	0	0	0	0	0	0	27	63	9	5	5	9	16	23	31
425-450	0	0	0	0	0	0	0	73	0	0	0	0	1	3	8	18
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5
375-400	0	0	0	0	0	0	86	0	0	0	0	0	0	0	0	1
350-375	0	0	0	0	0	0	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	83	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
250-275	0	0	0	0	26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
225-250	0	0	0	0	75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
200-225	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
175-200	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
150-175	0	0	0	97	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
125-150	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
100-125	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
75-100	0	0	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
50-75	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
25-50	6	97	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0-25	94	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: CME, 国金证券研究所

美联储 12 月会议纪要显示, FOMC 成员一致认为 2023 年不降息。该一致预期是建立在 12 月例会前已经公布的数据基础上的。假如 2023 年美国基本面继续走弱, 通胀压力继续下行, 但劳动力市场依然保持着“非常紧张”的状态 (如失业率维持在低位), 致使“物价-工资螺旋”的隐忧持续存在。这种可能出现的“充分就业衰退” (full-employment recession) 自美联储 1913 年诞生以来从未出现过, 美联储会如何应对? 市场和美联储的预期差会以何种方式收敛——联储提前转向, 还是市场自我修正?

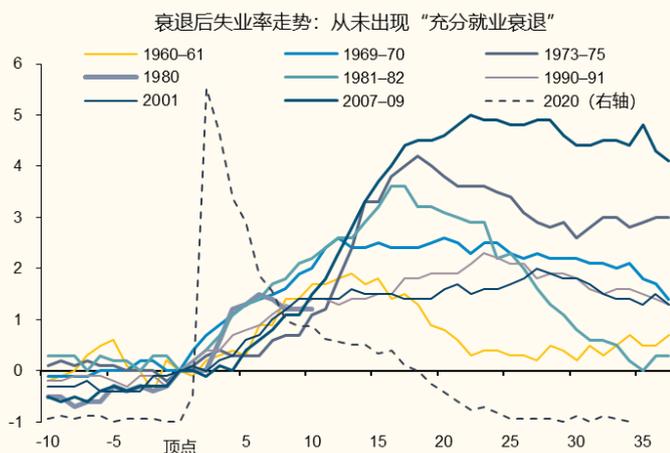
(二) 一次非典型的“充分就业衰退”

首先需要问的是：“充分就业衰退”是衰退吗？关于美国是否会衰退的讨论，基本采用的是国民经济研究局（NBER）的定义。NBER 商业周期测定委员会（Business Cycle Dating Committee，下文简称“周期委员会”）对衰退的定义是：“经济活动显著下降，且范围广泛、持续数月”——可被概括为“3D”标准：深度（depth）、广度（diffusion）和长度（duration）。

这是一种主观方法，因此也是分歧的来源。在大多数情况下，只有同时满足这三个标准才会被定义为衰退。但在极端情形下，某一两个标准也可能占主导作用。例如 2020 年 3-4 月的衰退就是以深度和广度来界定的，虽然只持续了两个月。月频上¹，NBER 主要参考 6 个指标：实际个人收入（扣除转移支付后）、非农薪资就业、家庭调查就业、实际个人消费支出、批发与零售实际销售额和工业生产指数。近几十年来，NBER 更重视实际个人收入和非农薪资就业这两个指标。那么，如果非农薪资就业不下降，还会被定义为衰退吗？

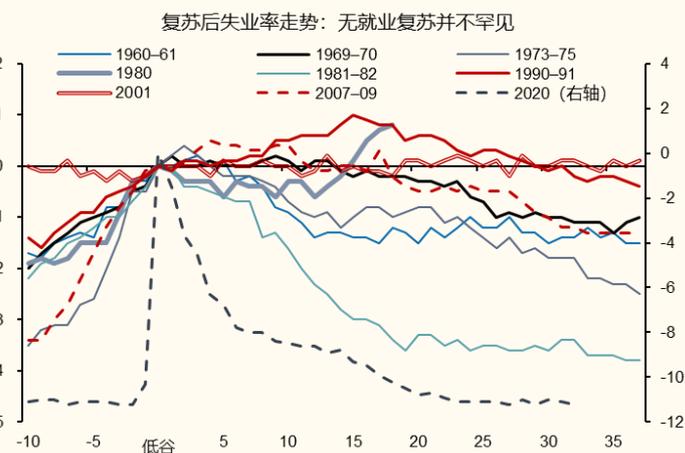
1960 年以来的经验是，每当经济跨越周期的顶点，失业率都会上升，无一例外。但是，当经济触底反弹进入复苏阶段后，失业率不一定会下降，如 1990-1991 年、2001 年和 2008-2009 年衰退周期结束后，失业率仍在上行。这被称之为“无就业复苏”。所以，从失业率角度看，“充分就业衰退”非常罕见，但“无就业复苏”却比较常见。

图表 6：失业率视角“充分就业衰退”较为罕见



来源：Wind、国金证券研究所（周期顶点值设为 0）

图表 7：失业率视角“无就业复苏”较为常见



来源：Wind、国金证券研究所（周期低谷值设为 0）

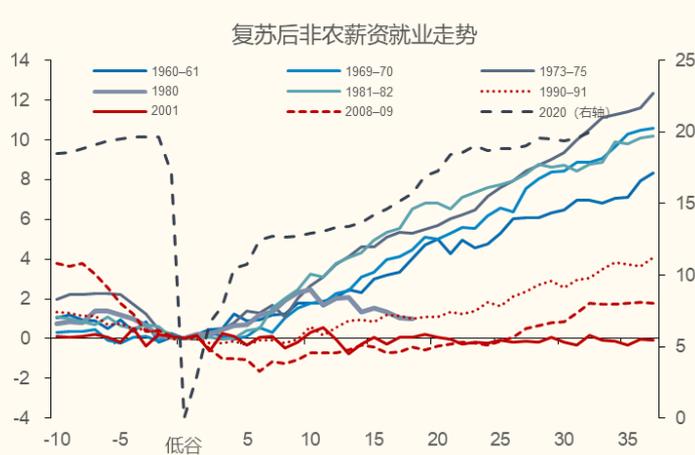
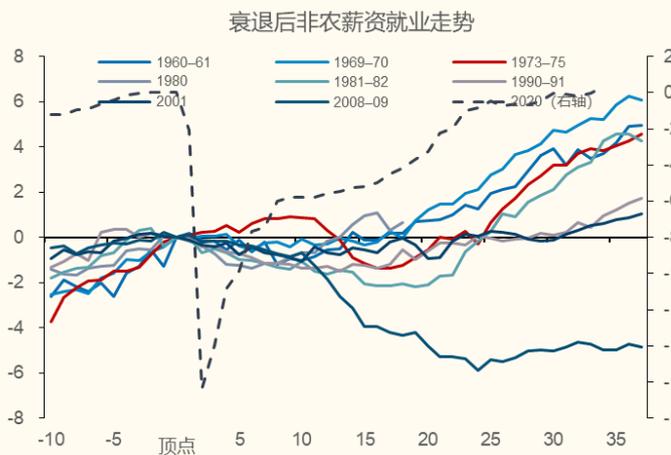
从非农薪资就业人数来看，1973-1975 年衰退是一次非典型的“充分就业衰退”——直到跨越周期顶点 11 个月后，非农薪资就业人数还在增加²。即使如此，在衰退期间的 5 个季度中，有 4 个季度 GDP 环比出现了负增长。这至少说明，在界定衰退的 6 个指标中，“非农薪资就业”并不拥有“一票否决权”。

¹ 季频主要参考实际 GDP 增速和实际国内总收入（GDI）增速。

² 同样地，1990-91 年、2001 年和 2008-2009 年衰退后的复苏仍然是“无就业复苏”。

图表 8: 非农薪资就业视角看“充分就业衰退”

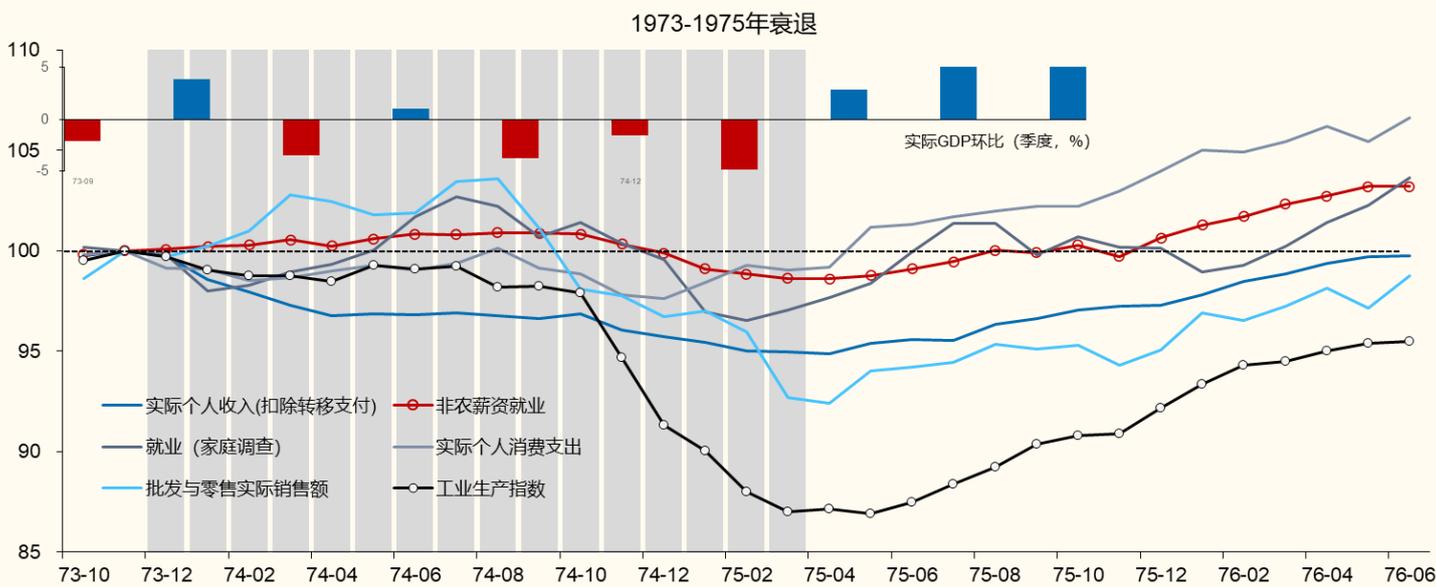
图表 9: 非农薪资就业视角看“无就业复苏”



来源: Wind、国金证券研究所 (周期顶点值设为 0, 其它期为相对值)

来源: Wind、国金证券研究所 (周期低谷值设为 0, 其它期为相对值)

图表 10: 1973-1975 年衰退期间, 非农薪资就业仍维持较长时间上涨趋势



来源: NBER、wind, 国金证券研究所

在确定周期拐点时, 需要综合考察 6 个指标在一段时间内的表现。对于每一个周期的顶点, 至少要有 3 指标见顶, 并持续回落。比较而言, “工业生产指数”在确定周期顶点和周期低谷时都更加精确。在 1960 年以来的 9 次衰退中, 工业生产指数有 4 次与周期顶点同步, 领先 1 个月, 2 个月, 2 个月, 6 个月。

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_51037



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn