



**孙明春：2023 年美联储将继续
保持偏紧的货币政策，美元年
内有可能重回强势**



意见领袖 | 孙明春、白芮伊

北京时间 2 月 2 日凌晨,美联储如期将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.50%至 4.75%。虽然鲍威尔在讲话中强调“加息事业仍未完成”,但对通胀的评估及加息空间等措辞的变化仍然让市场普遍形成“鸽派”解读,市场降息预期进一步升温,美股大涨。



如何展望美国今年的经济和通胀走势? 美联储的利率峰值及暂停加息、开启降息的关键条件是什么? 更关键的问题或许还在于,在此期间,全球美元流动性将如何变化? 美元指数走向何方? 此外,还有哪些重要的全球金融风险点需要关注?

本次美联储议息会议前夕,中国金融四十人论坛(CF40)研究部邀请 CF40 成员、海通国际首席经济学家孙明春就相关问题分享观点。

孙明春表示,2023 年美国经济陷入衰退的可能性较大,但即使出现衰

退，应该也是一次程度相对较浅的衰退，主要原因在于美国家庭部门资产负债表相当健康，消费活动应该有较强的韧性。预计美国经济衰退时间不会很长，或将维持两至三个季度。

“美国核心通胀率将在相当长的时间里维持在 3% 以上。”在他看来，美国核心通胀在短时间内回到 2% 的目标水平并不容易，这意味着美联储将继续保持偏紧的货币政策，年内降息的可能性不大，预计美联储今年全年可能加息 2-3 次，共计 50-75BP。

孙明春预计，美联储将于 2024 年底前结束缩表，在此之前的持续量缩将会不断收紧全球美元流动性，因此美元汇率在经过最近一段时间的调整后很可能强势回归。此外，欧洲大概率已经度过能源危机的最严重阶段，2023 年欧元区整体经济表现将比较疲弱，部分成员国有可能陷入衰退。

孙明春认为，2023 年，全球经济增速将会整体呈现放缓趋势，通胀水平也会相对缓和，但出现“全球衰退”或“全球滞胀”的可能性不大。

他提出，2023 年全球金融领域有三方面风险点需要关注：一是美联储等多国央行量化紧缩收紧全球流动性，二是俄乌冲突的后续发展有可能出现意想不到的变化，三是俄乌冲突及全球异常气候变化有可能加剧全球农产品供应短缺，推动粮食价格大幅度上涨，对 2023 年的全球通胀形成意想不到的影响。

以下为访谈实录。

1、您对美国在今年陷入经济衰退的可能性、程度、持续时间及其对全球经济及金融市场的影响有哪些分析和判断？

孙明春：2023 年美国的经济陷入衰退的可能性较大。但预计美国经济衰退程度大概率比较浅。

之所以说美国经济将会衰退，主要是因为美国家庭、企业和政府三大部门都面临不同程度的挑战。

最新数据显示，美国 2022 年 12 月零售销售额环比下滑 1.1%，创一年来最大降幅。消费是美国经济的重要引擎。经过 2020 年、2021 年两年美国财政对于家庭部门的巨额“输血”，家庭部门的资产负债表较为健康，支撑了美国经济尤其是消费的强劲表现。

但在 2022 年，随着家庭补贴计划到期、财政刺激力度减弱，美国家庭部门的资产负债状况有所弱化，消费活动也相应转弱。与此同时，美国政府当前也面临着债务上限问题。1 月 19 日，美国政府达到 31.4 万亿美元法定债务上限。虽然这一问题或可通过技术性手段解决，但 2023 年美国财政支出力度势必将比前三年减弱，其对于美国经济的支撑作用也将逐渐消退。

另一方面，美国企业面临严重的高库存压力，去库存周期或将开启。目前来看，无论是批发库存、零售库存还是工业库存，其绝对水平都达到历史最高，严重偏离其长期趋势值。接下来如果出现“减存货”，有可能

会相当剧烈，对经济增长产生不利影响。

之所以说衰退程度较浅，主要原因在于美国家庭部门资产负债表总体上来说仍然相当健康。虽然中低收入家庭的储蓄规模回落较快，但就家庭部门整体而言，美国家庭储蓄的绝对额较 2020 年疫情前的水平仍高出 3 万亿美元，这对美国经济增长而言将是一个有力支撑。另外，虽然美国居民的信用卡余额已回升到 2020 年年初水平，但进一步上涨的空间仍然存在，因此消费者信贷也将对美国消费形成支撑作用。

劳动力市场方面，目前来看美国劳工市场仍然偏紧。虽然一些大型科技公司和金融机构出现了裁员现象，但是整体来看，中小企业的招工难问题还没有完全解决，企业仍然面临薪资上行的压力。只要劳动力市场不出现大幅度调整，消费应该也不会出现大的调整。

此外，中国经济在 2023 年的强劲复苏也将对美国产生一定积极作用，尤其是在服务贸易方面。

综合考虑以上因素，2023 年美国将会放缓，形成“高位回调”的态势。如果出现衰退，衰退幅度应该会比较浅的。至于美国经济衰退的持续时间，预计不会很长，或将维持两至三个季度。

美国经济衰退无疑将对全球经济产生负面影响，但由于此次衰退程度较浅，预计其外部影响有限。考虑到金融市场已经或多或少提前反映出对美国经济衰退的定价，预计后续衰退出现时，对全球金融市场的影响应该

相对有限。

2、现有一些观点认为虽然美国通胀将会下降，但很难再回到 2%的水平，可能会在 4%以上停留很久。您如何看待 2023 年美国通胀形势？通胀何时才能回到 2%？

孙明春：对于美国通胀水平的分析，首先要区分核心通胀和总体通胀这两个概念。

一般情况下，总体通胀的波动性较大。如果原材料及能源价格出现比较大的回调，或是一些进口产品的价格出现比较大的回调，总体通胀率在未来一两年内回落到 2%以内也是有可能的。

但美联储的长期政策目标是维持核心通胀率（而不是总体通胀率）在 2%的中枢水平上下，而且它关注的核心通胀率是核心家庭消费开支（PCE）物价指数的通胀率这一指标。我认为，核心 PCE 在短时间内回到 2%并不容易，至少在 2023 年实现的可能性不大。

但是核心通胀率会不会在 4%以上停留很久？我认为，也不见得。实际上，最新数据显示，美国 2022 年第四季度核心 PCE 物价指数年化季率初值录得 3.9%，已经回到了 4%以下。

美国的核心通胀水平受劳动力市场的影响较大，劳动力成本上涨将对核心通胀产生显著影响。如前所述，目前美国劳动力市场仍然处于偏紧状态，“工资-通胀”螺旋的上升过程尚未结束。因此，我认为美国核心通胀

率将在今后相当长的时间里维持在 3%以上,至少在 2023 年内会维持在这一水平。

3、您对 2023 年美联储加息空间有何预期? 美联储会否在 2023 年开启降息?

孙明春: 基于对美国核心通胀率将在相当长的时间内维持在 3%以上的预测,我认为,美联储将继续保持偏紧的货币政策,预计今年全年可能加息 2-3 次,共计加息 50-75BP。

同时,由于核心通胀还将处在较高水平,我认为 2023 年美联储降息的可能性并不大。不再加息并不意味着美联储会选择降息,这体现了通胀对货币政策的制约。只有坚持美联储现在的做法,通过加息、量缩来控制流动性,真正将劳动力市场的热度打压下来,才能够控制住“工资-通胀”的螺旋上升。我们已经看到美联储紧缩政策的一些初步效果,但是要完全显效还需再过一段时间。

4、您如何预测 2023 年美元汇率走势及美元流动性的变化趋势?

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_51857

