

美国通胀的长期中枢是多少？

——海外周度观察（20201225）

主要结论

■ 热点思考：美国通胀的长期中枢是多少？决定因素是什么？

截止到 2022 年底，在西方主要经济体中，除日本外，美国、欧元区和英国的通胀率的高点均已经出现。市场对 2023 年通胀大缓和有高度共识，但对通胀的长期中枢水平是多少尚未形成定论。我们认同 2023 年美国整体或核心通胀趋于下行，但要提醒的是，等到非核心商品和住房的高基数效应消失后，工资主导的非住房核心服务价格决定了通胀压力仍将存在。

美国经验显示，通胀的中期趋势取决于工资，工资又取决于失业缺口。2010 年是美国“人口红利”的顶点，其后，战后“婴儿潮”时代出生 7,600 万人就陆续地进入老龄化阶段，这一个过程将持续到 2029 年。美国至今仍有近 500 万劳动力缺口，工资涨幅较难以回到疫情前的平均水平（3-4%）。假设就业成本指数（ECI）涨幅稳定在 4%，隐含的整体 CPI 通胀约为 3.6%。

■ 基本面跟踪：

美国 11 月整体 PCE 通胀连续第 5 个月下跌，并创单月最大跌幅，核心 PCE 创年内新低。美国 11 月整体 PCE 同比增速 5.5%，为连续第 5 个月回落，核心 PCE 同比为 2022 年 2 月达到峰值（5.42%）以来的最低值。将 PCE 的 129 个分项分解为涨价大于等于 3%、5% 和 10% 三档，10 月以来，三档同步进入下行通道。

BEA 上修三季度美国实际 GDP 环比增速至 3.2%，其中，消费贡献 1.54 个百分点，净出口贡献 2.86 个百分点。12 月美国红皮书零售数据及密歇根消费者信心有所反弹。受美联储加息影响，美国 11 月房地产景气持续下行，新屋开工、成屋及新房销售延续回落。

■ 大类资产高频跟踪（2022/12/19-2022/12/23）

全球主要股票指数和行业指数多数温和上涨。发达国家中，标普 500 指数上涨 1.1%，英国富时 100 指数上涨 0.9%，道琼斯指数微涨 0.2%，纳斯达克指数大幅回撤-6.5%，日经 225 指数跌-1.8%。港股大涨，恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨 11.49%、10.81% 和 6.66%。

发达国家 10 年期国债收益率悉数上行，新兴市场多数下行。美国+27bp 至 3.75%，德国+19bp 至 2.39%，英国+22bp 至 3.67%，法国、意大利和日本分别增加 26bp、20.9bp 和 15.1bp。越南、土耳其、巴西和南非分别下行 8.7bp、37.0bp、51.5bp 和 4.5bp；

美元指数走弱，主要国家货币兑美元均升值。英镑兑美元贬值 0.74%，日元、欧元兑美元分别升值 2.93% 和 0.26%。雷亚尔、韩元、印尼卢比和菲律宾比索兑美元分别升值 3.66%、2.85%、2.13% 和 1.57%；仅土耳其里拉兑美元贬值 0.31%。美元兑人民币贬值 2.02%。

大宗商品价格涨跌互现，原油价格大幅上涨。贵金属和原油价格上涨，农产品价格多数下跌，黑色和有色金属价格走势分化。其中，上涨幅度最大的是 WTI 原油、布伦特原油，分别上涨 7.09%、6.17%；下跌幅度最大的是豆粕、焦煤和 LME 锌，分别下跌 12.54%、5.17% 和 4.31%。

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：S1130521120002
chendafei@gjzq.com.cn

李欣悦 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、 热点思考：美国通胀的长期中枢是多少？决定因素是什么？	4
二、 基本面跟踪	7
（一）美国 11 月 PCE 连续 6 个月下降，创单月最大跌幅	8
（二）美国 3 季度 GDP 环比增速（折年率）上修至 3.2%	10
（三）美国 11 月新屋开工和成屋销售数据延续回落态势	11
（四）美国 12 月红皮书零售和密歇根大学消费者信心指数均有所回升	13
三、 大类资产高频跟踪（2022/12/19-2022/12/23）	13
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率悉数上行	15
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，美元兑人民币贬值	16
（四）大宗商品市场追踪：原油价格大幅上涨	17

图表目录

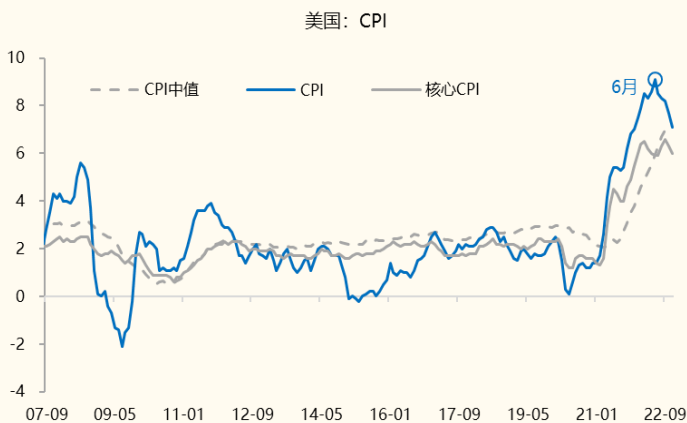
图表 1: 6 月为美国整体 CPI 通胀的高点	4
图表 2: 10 月为欧元区 HICP 通胀率的高点	4
图表 3: 10 月为英国整体 CP 通胀的高点	4
图表 4: 日本 CPI 通胀仍在创新高	4
图表 5: 周期、截尾与中位数价格指数变化与劳动力市场“松弛”程度	5
图表 6: 中周期内通胀与工资的正相关性	5
图表 7: 就业成本指数与核心通胀的正相关性	5
图表 8: 美国劳动力市场仍供不应求	6
图表 9: 美国劳动短缺程度依然维持高位	6
图表 10: 2010 年为美国“人口红利”的高点	6
图表 11: 美国各年龄段人口新增规模	6
图表 12: 2015 年是全球“人口红利”的峰值	7
图表 13: 全球各年龄段人口新增规模	7
图表 14: 工资与隐含的通胀水平	7
图表 15: 美国 PCE 通胀率走势	8
图表 16: PCE 商品价格指数走势	8
图表 17: PCE 通胀的细分项及其贡献	8
图表 18: PCE 通胀的结构持续优化	9
图表 19: 各类通胀指标（整体、核心和趋势类指标）均显示美国通胀已进入下行通道	10
图表 20: 美国 GDP 同比环比均抬升	10
图表 21: 三季度美国 GDP 年化季环比高于去年同期	10

图表 22: 三季度净出口和私人消费拉动作用较大.....	11
图表 23: 三季度美国 GDP 分项中净出口增速最高.....	11
图表 24: 美国新屋开工延续回落.....	11
图表 25: 先行指标营建许可同比降幅-21.86%.....	11
图表 26: 从类型看, 单户住宅开工回落幅度较大.....	12
图表 27: 从地区看, 美国南部新屋开工降幅较大.....	12
图表 28: 11 月, 美国成屋销售同环比增速回落.....	12
图表 29: 美国 11 月成屋销售回落至 409 万套.....	12
图表 30: 11 月美国各地区成屋售价中位数均下滑.....	13
图表 31: 美国西部地区增速最低, 南部最高.....	13
图表 32: 12 月 20 日红皮书零售增速反弹至 7.6%.....	13
图表 33: 美国 12 月消费者信心指数回升至 59.7.....	13
图表 34: 本周, 发达国家股指普遍上涨.....	14
图表 35: 本周, 新兴市场股指普遍上涨.....	14
图表 36: 本周, 美股行业多数上涨.....	14
图表 37: 本周, 欧元区行业多数上涨.....	14
图表 38: 本周, 香港市场全线上涨.....	15
图表 39: 本周, 恒生行业多数上涨.....	15
图表 40: 主要发达国家 10 年国债收益率全线上行.....	15
图表 41: 本周, 美德英 10 年期利率均上行.....	15
图表 42: 新兴市场国家 10 年国债收益率多数下行.....	15
图表 43: 本周, 巴西 10 年期国债收益率下行.....	15
图表 44: 本周, 美元指数走弱.....	16
图表 45: 本周, 欧元、日元兑美元升值, 英镑贬值.....	16
图表 46: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍升值.....	16
图表 47: 本周, 土耳其里拉兑美元贬值.....	16
图表 48: 本周, 人民币兑日元贬值、兑美元升值.....	17
图表 49: 本周, 美元兑人民币贬值.....	17
图表 50: 本周, 大宗商品价格涨跌不一.....	17
图表 51: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	18
图表 52: 本周, 焦煤价格下跌、动力煤价格持平.....	18
图表 53: 本周, 铜铝价格分化.....	18
图表 54: 本周, 铜价上涨, 通胀预期小幅回升.....	18
图表 55: 本周, 贵金属价格均上涨.....	18
图表 56: 金价上涨, 10Y 美债实际收益率上行.....	18

一、 热点思考：美国通胀的长期中枢是多少？决定因素是什么？

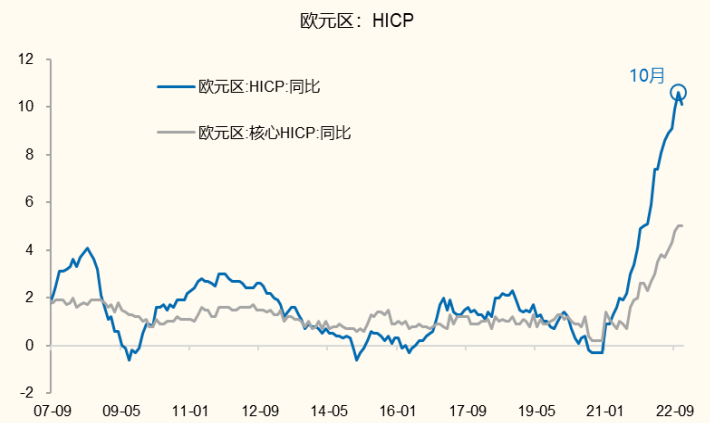
截止到 2022 年底，在西方主要经济体中，除日本外，美国、欧元区和英国的通胀率的高点均已经出现。美国 CPI 同比的高点出现在 6 月，欧元区和英国为 10 月。日本大概率会在 12 月达到高位，明年上半年进入下行通道。这是全球供应链持续修复、原油等大宗商品价格持续下行、重开后“被压抑的需求”动能放缓，以及全球央行持续收紧货币政策的结果。市场对 2023 年通胀大缓和有高度共识，但对通胀的长期中枢水平是多少尚未形成定论。

图表 1：6 月为美国整体 CPI 通胀的高点



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：10 月为欧元区 HICP 通胀率的高点



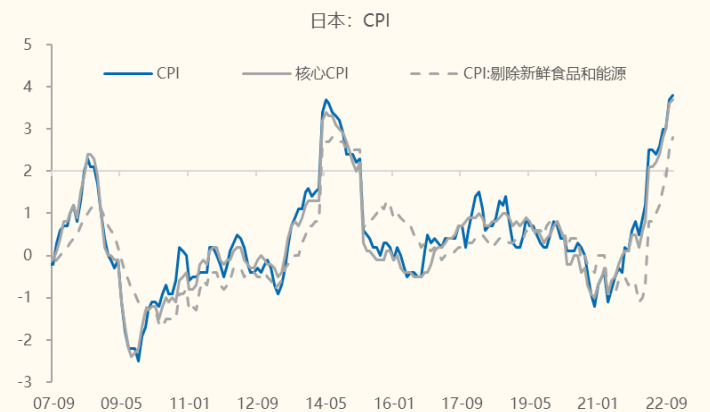
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：10 月为英国整体 CPI 通胀的高点



来源：Wind、国金证券研究所

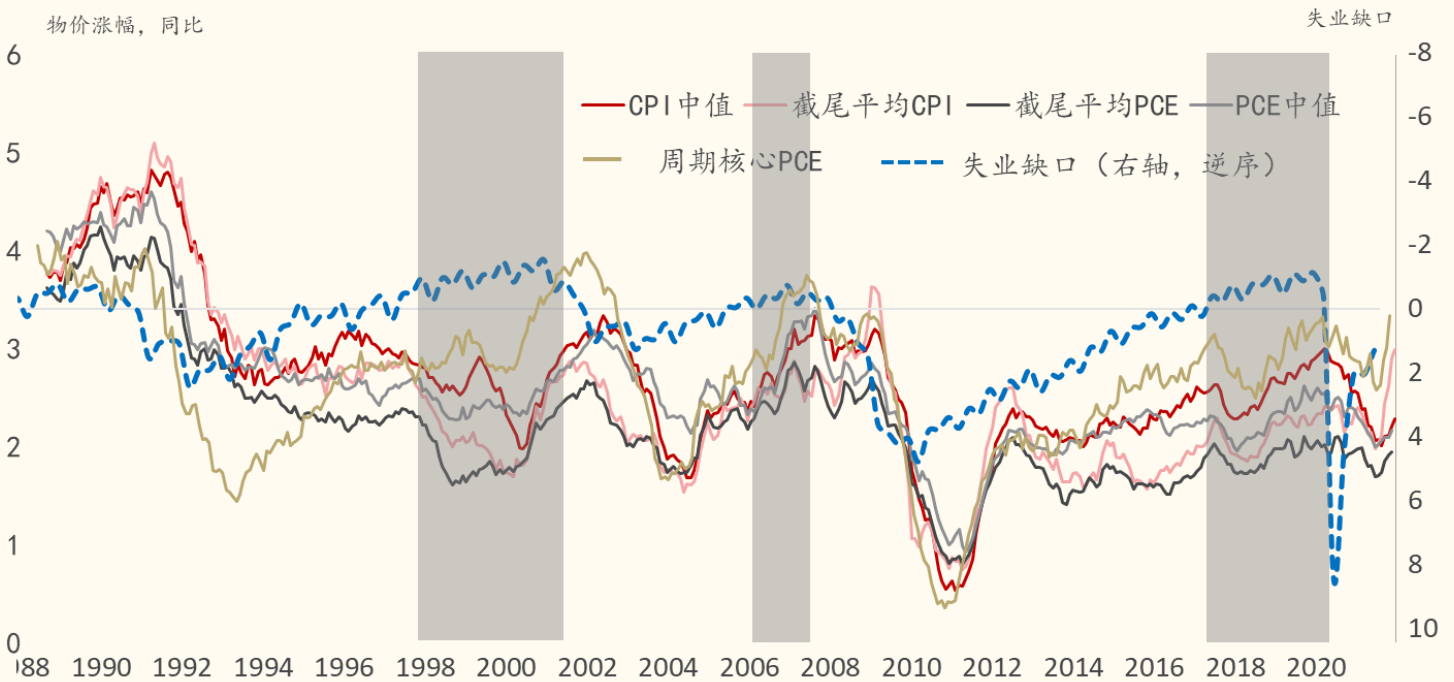
图表 4：日本 CPI 通胀仍在创新高



来源：Wind、国金证券研究所

美国的经验显示，通胀的中期趋势取决于工资水平，而工资又取决于“失业缺口”，即劳动力市场的“松弛”程度。该问题的本质是“菲利普斯曲线”有没有消失？上世纪 90 年代以来，在全球范围内，传统菲利普斯曲线的平坦化并无争议，即物价对劳动力市场的“松弛”程度不再敏感。但也有证据发现，如果在中周期内考察通胀和劳动力市场的关系，或者只选取通胀中的周期敏感性的部分，菲利普斯曲线并未消失。美国趋势性通胀指标（CPI 中值、截尾平均通胀等）与失业缺口的正相关性依然成立。

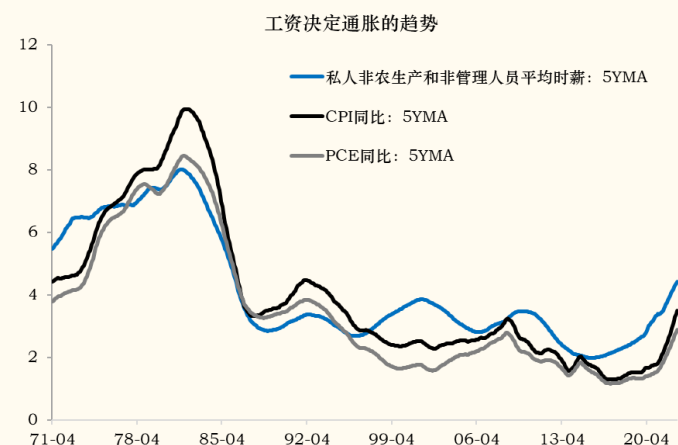
图表 5：周期、截尾与中位数价格指数变化与劳动力市场“松弛”程度



来源：美联储，wind，国金证券研究所

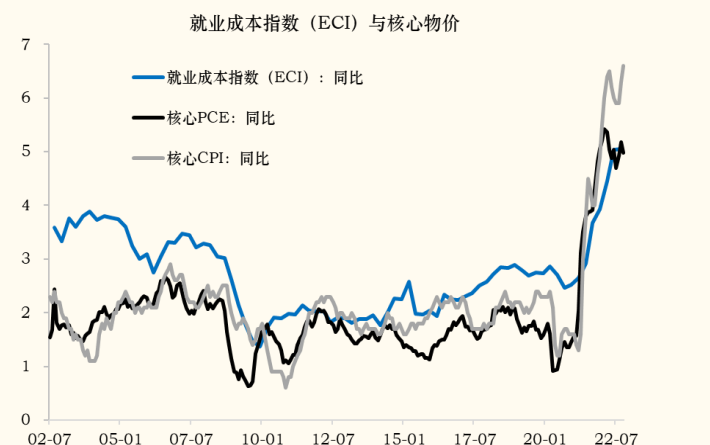
工资与通胀的关系并未消失。私人非农生产和非管理人员平均时薪与 CPI 和 PCE 通胀的 5 年移动平均值之间也保持这显著的正相关性（上世纪 90 年代中期-2006 年期间除外）。综合反映劳动力成本的就业成本指数（ECI）与核心 CPI 和核心 PCE 的同比变化也显著正相关。如果仅考察 ECI 与服务业通胀的关系，这种正相关性会更显著。这是因为，服务业是典型的劳动力密集型行业，劳动力报酬占比较高。工资向终端消费价格传导的效率更高。新冠疫情冲击的“前沿行业”¹均为服务业，它们同时也是劳动缺口最大和工资涨幅最高的行业。

图表 6：中周期内通胀与工资的正相关性



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：就业成本指数与核心通胀的正相关性



来源：Wind、国金证券研究所

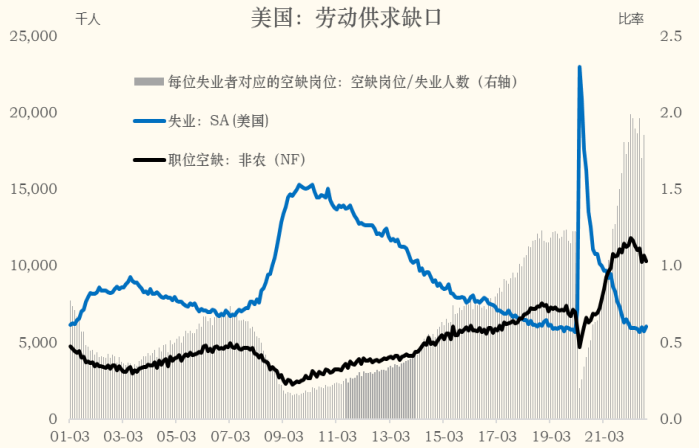
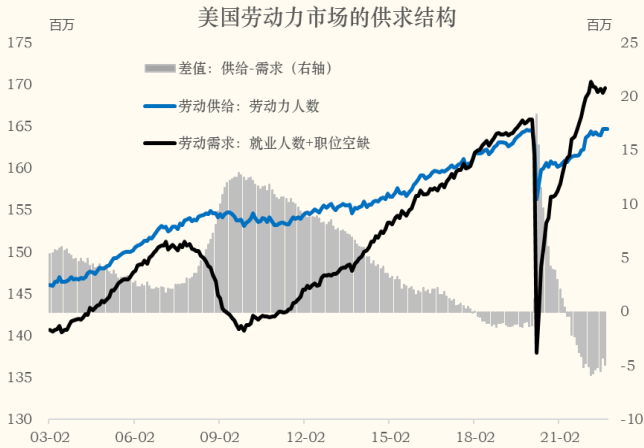
美国至今仍有近 500 万劳动力缺口，较 3 月的峰值下降了 100 万。每个失业者对应的空缺岗位数仍高达 1.6-1.7，低于峰值（2），但高于疫情之前的水

¹如杂货店、便利店和药店、公共交通、清洁服务、卫生保健、儿童保育和社会服务等。

平(1.2)。并且,劳动缺口具有长期性。一方面,受疫情影响,美国提前退休人数增加了近200万,导致劳动参与率比疫情前低0.8个百分点。受特朗普政府移民政策的影响,2017年来累计减少的移民人数约300万。

图表 8: 美国劳动力市场仍供不应求

图表 9: 美国劳动短缺程度依然维持高位



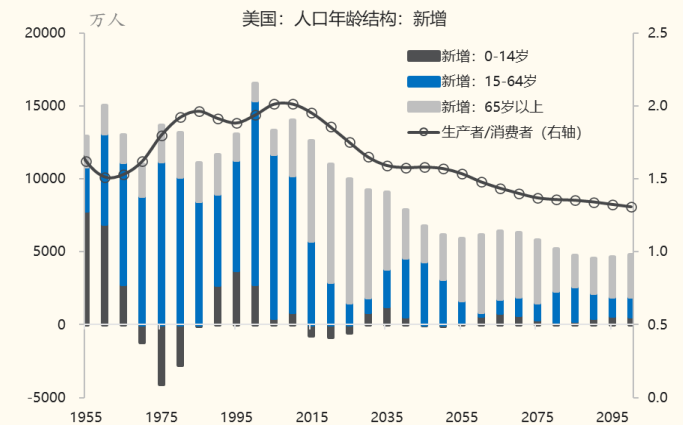
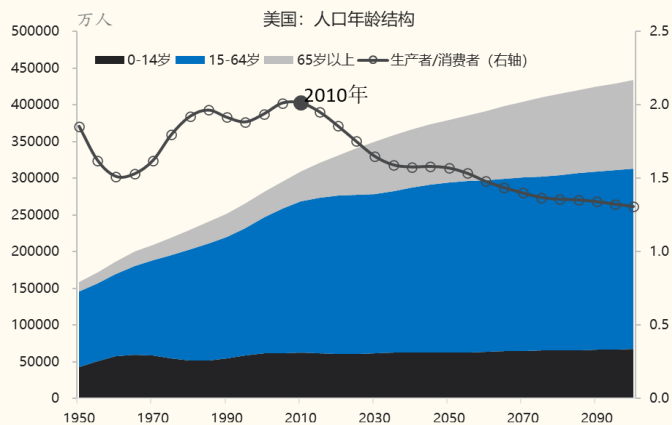
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2010年是美国“人口红利”(生产者/消费者比例)的顶点。从2011年开始,战后“婴儿潮”时代(1946年至1964)出生7,600万人就已经陆陆续续地进入老龄化阶段,这一个过程将持续到2029年(持续18年)。曾经,中国的“人口红利”就是全球的“人口红利”,但中国人口时代红利渐行渐远。并且,劳动供给问题已不再是美国或中国的问题,而是全球性问题。因为2015年是全球“人口红利”的峰值。美国劳动力短缺是个中期约束,劳动工资涨幅短期内难以回到疫情前的平均水平(3-4%)。

图表 10: 2010年为美国“人口红利”的高点

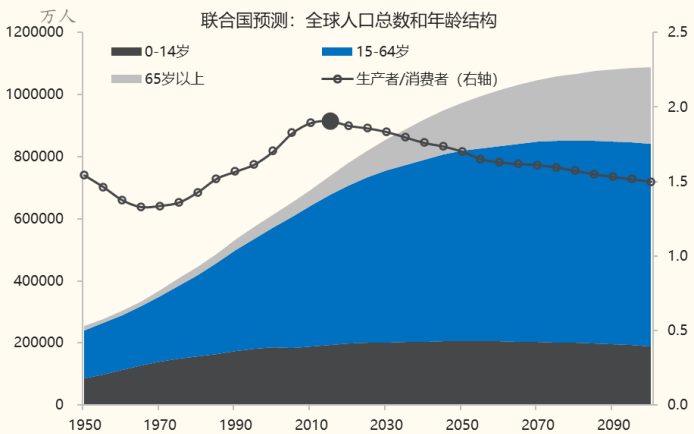
图表 11: 美国各年龄段人口新增规模



来源: Wind、国金证券研究所

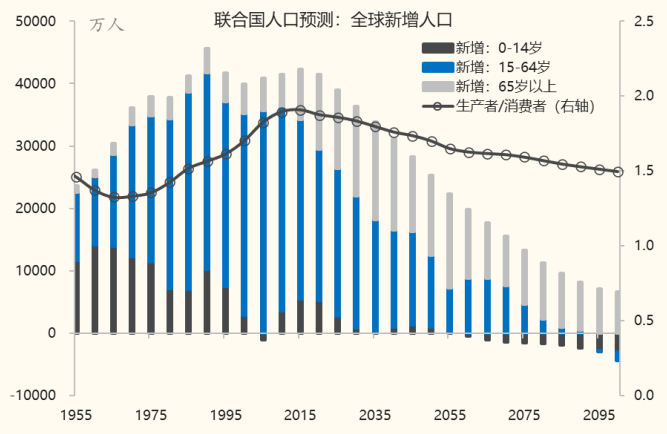
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 2015 年是全球“人口红利”的峰值



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 全球各年龄段人口新增规模



来源: Wind、国金证券研究所

根据菲利普斯曲线的关系，工资和通胀之间存在一定的转换关系，但不同指标之间存在一定差异。工资和整体 CPI 通胀的转换系数为 0.79-0.97，与核心 PCE 通胀的转换系数为 0.73-0.87。6 月为美国工资增长的高峰期，各工资指标对应的 CPI 和核心 PCE 通胀率如下表所示。虽然工资增速已经放缓，但较难回到疫情前的低位。假设就业成本指数（ECI）的涨幅稳定在 4%（2019 年底为 2.6%），隐含的整体 CPI 通胀约为 3.6%，隐含的核心 PCE 通胀约为 3.3%。

图表 14: 工资与隐含的通胀水平

工资指标	工资增速 (2022年6月)	隐含的整体CPI通胀	beta	隐含的核心PCE通胀	beta
亚特兰大联储工资指数	6.7	5.3	0.79	4.9	0.73
ECI (全民, 激励除外)	5.1	4.7	0.92	4.5	0.88
ECI (全民)	5.2	4.8	0.92	4.5	0.87
ECI (私人工业生产, 激励除外)	5.6	5.2	0.93	4.9	0.88
ECI (私人工业生产)	5.7	5.4	0.95	5.0	0.88
平均时薪 (私人部门)	5.3	4.7	0.89	4.4	0.83
平均时薪 (生产与非管理工人)	6.3	6.1	0.97	5.5	0.87

来源: Alex Domash, 2022, 国金证券研究所

说明: 假定劳动生产率增速和企业利润率水平保持在疫情前的平均水平。

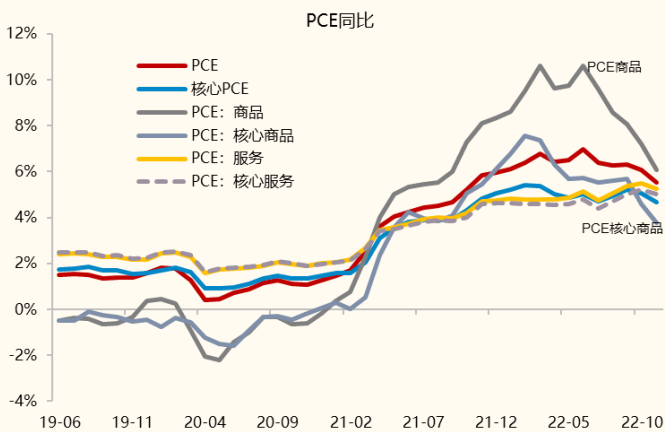
重申: 2023 年美国整体或核心通胀趋于下行，但要提醒的是，等到非核心商品和住房的高基数效应消失后，工资主导的非住房核心服务价格决定了通胀压力仍将存在。所以，在一致预期之外，应警惕通胀的二次反弹风险。这是美联储一直警惕“价格-工资”螺旋的原因。

二、 基本面跟踪

(一) 美国 11 月 PCE 连续 6 个月下降，创单月最大跌幅

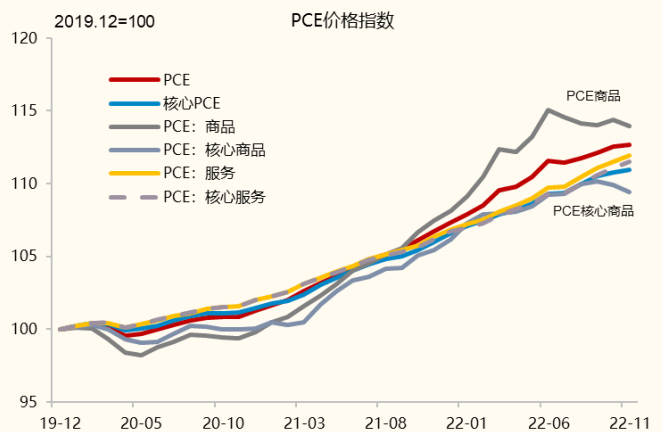
截止到 2022 年底，美国 11 月 PCE 通胀延续回落态势，结构上所反映出来的“持续性”压力也有明显缓解，仅服务项中的住房相关支出价格还在创新高。11 月整体 PCE 同比增速 5.5%，为连续第 5 个月回落，符合市场预期，较 10 月回落 0.5 个百分点，为单月最大跌幅；11 月核心 PCE 同比增长 4.7%，符合预期，为 2022 年 2 月达到峰值（5.42%）以来的最低值。

图表 15: 美国 PCE 通胀率走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: PCE 商品价格指数走势



来源: Wind、国金证券研究所

结构上，耐用品、非耐用品及服务大类价格增速同比均回落。其中耐用品同比增速为 2.7%，前值 4.0%；非耐用品同比增 8.1%，前值为 9.15%，服务类价格同比增长 5.3%，前值 5.47%。16 个二级分项中，同比增速下降的有 12 个。但权重较高的住房及水电气支出价格继续上涨，11 月同比增 7.89%，对通胀的贡献达 1.38 个百分点，占服务通胀的 26%，占整体通胀的 25%。

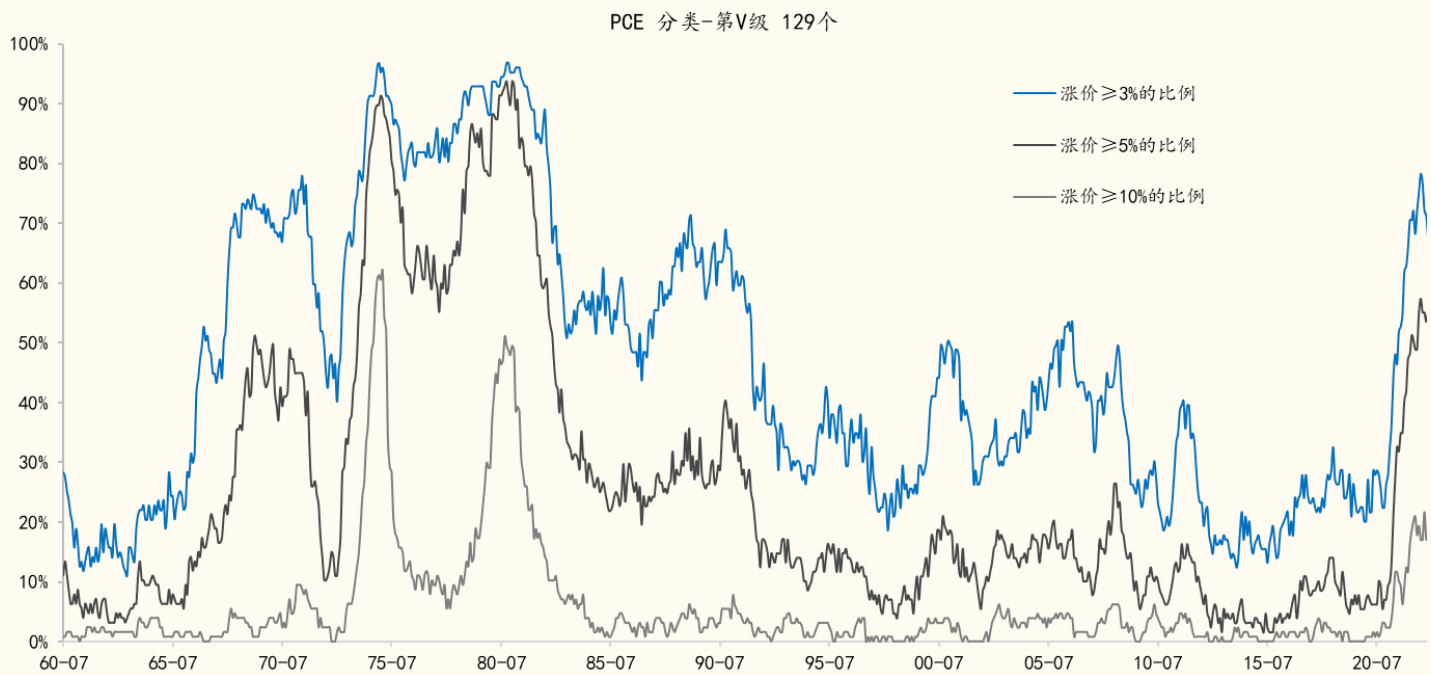
图表 17: PCE 通胀的细分项及其贡献

	权重	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
PCE	100.0%	5.54	6.08	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	6.41	6.77	6.39
核心PCE (不含食品和能源)	90.1%	4.68	5.05	5.20	4.93	4.70	5.04	4.88	5.03	5.36	5.42
商品	34.6%	6.06	7.22	8.05	8.58	9.60	10.61	9.76	9.62	10.61	9.51
耐用品	13.0%	2.72	4.02	5.66	5.32	5.74	6.30	6.97	8.38	9.98	10.55
机动车及零部件	4.3%	4.09	6.60	9.13	9.59	9.46	10.31	14.11	16.24	19.50	21.12
家具和家用设备	3.1%	5.69	7.28	8.57	9.85	10.55	9.91	9.92	11.96	12.05	11.45
娱乐商品及交通工具	3.8%	-1.21	-0.38	0.94	-0.55	0.00	1.26	-0.02	0.65	1.75	2.20
其他耐用品	1.7%	3.05	1.93	2.89	0.64	1.64	2.09	0.87	1.06	2.35	3.05
非耐用品	21.6%	8.07	9.15	9.48	10.55	11.94	13.22	11.44	10.33	10.92	8.87
食品饮料	7.6%	12.35	12.91	13.45	13.92	13.47	12.62	12.16	10.95	10.10	8.68
服装和鞋	2.9%	3.59	4.42	5.73	5.44	5.26	5.36	5.29	5.69	6.99	6.62
汽油及能源	2.3%	13.19	20.14	20.25	27.55	45.01	60.75	50.66	44.73	47.96	37.08
其他非耐用	8.8%	5.38	5.54	5.73	6.05	5.30	5.08	4.02	3.52	3.83	3.67
服务	65.4%	5.25	5.47	5.37	5.05	4.74	5.12	4.85	4.77	4.80	4.79
家庭服务	62.5%	5.12	5.27	5.16	4.80	4.52	4.88	4.54	4.42	4.44	4.39
住房及水电气支出	17.5%	7.89	7.78	7.95	7.58	7.07	6.76	6.10	5.57	5.29	4.97
医疗保健	16.2%	2.69	2.75	2.45	2.54	2.56	2.60	1.99	1.76	1.96	2.04
交通服务	2.8%	11.76	16.61	16.43	11.21	9.37	12.52	11.93	11.43	11.51	8.20
娱乐服务	3.3%	5.34	4.10	4.46	4.77	5.26	5.09	4.92	4.64	5.40	5.58
食品服务和住宿	6.7%	7.23	7.72	7.11	7.21	6.77	7.89	8.87	8.63	8.82	8.69
金融服务和保险	8.0%	0.16	0.21	0.17	-0.05	-0.81	0.49	1.02	1.83	1.93	3.70
其他服务	8.0%	4.50	4.14	4.09	3.78	4.15	4.19	3.33	3.69	3.72	3.41
公益性服务机构消费支出	2.9%	7.89	9.67	9.94	10.50	9.66	10.43	11.73	12.49	12.79	13.57

来源：CEIC、国金证券研究所

虽然通胀压力依然广泛，但边际放缓的趋势已经形成。将核心 PCE 通胀中的 119 个分项分解为涨价大于等于 3%、5% 和 10% 三档，可以考察通胀压力的分布和结构。2022 年 7 月以来，3% 和 5% 的两个细分项持续下行，但 10% 分项曾在 8-9 月出现反复，中断了核心 PCE 通胀下行的趋势，但 4 季度以来，该分项再次进入下行通道。极端涨价科目数量的下降对于通胀持续性而言是一个利好。

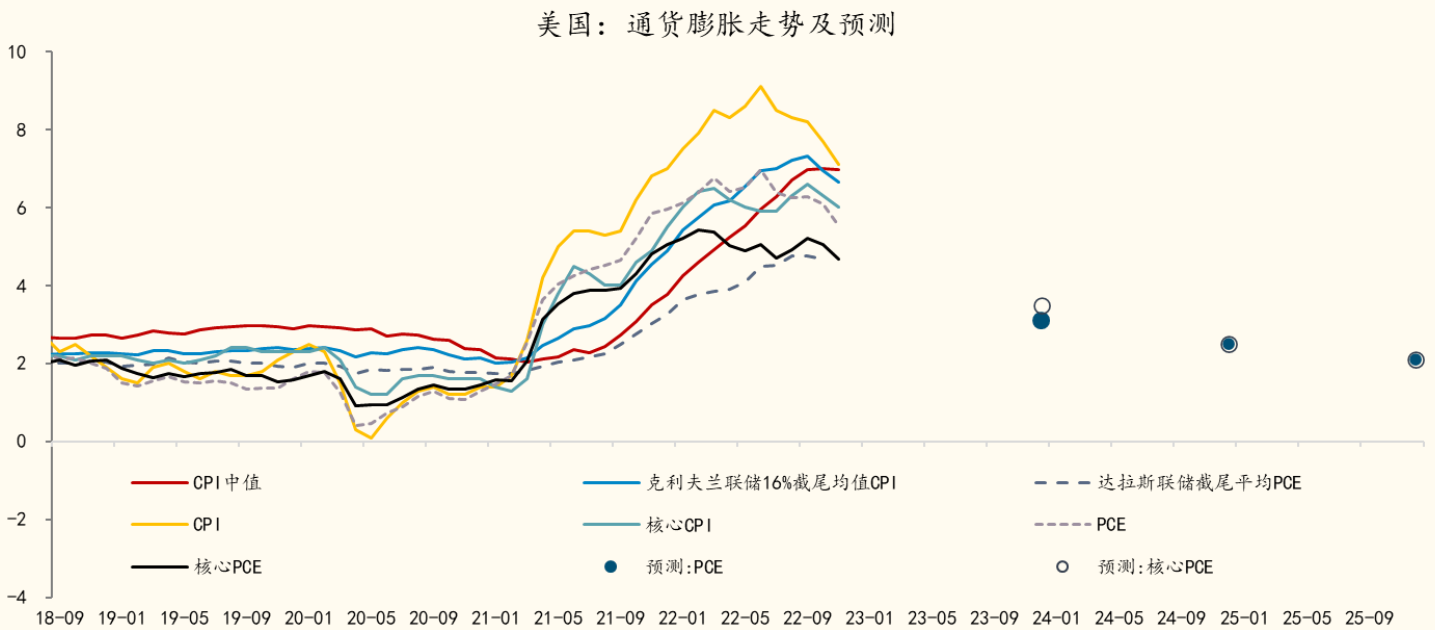
图表 18：PCE 通胀的结构持续优化



来源：BEA、国金证券研究所

总而言之，虽然美国通胀压力仍然较高，但下行的趋势也较为明确。而对于美联储政策立场的转变而言，斜率更为重要。在 12 月的经济预测摘要中，美联储进一步抬升了整体 PCE 和核心 PCE 通胀的曲线，但不改变“前高后低”的期限结构。美联储预测的 2023 年整体 PCE 通胀和核心 PCE 通胀分别为 3.1% 和 3.5%。由于核心 PCE 通胀下行斜率较小，2023 年下半年甚至会高于整体 PCE 通胀。但对于美联储政策立场而言，更关键的是对未来通胀的预期，而非当前时点的通胀水平。

图表 19: 各类通胀指标 (整体、核心和趋势类指标) 均显示美国通胀已进入下行通道



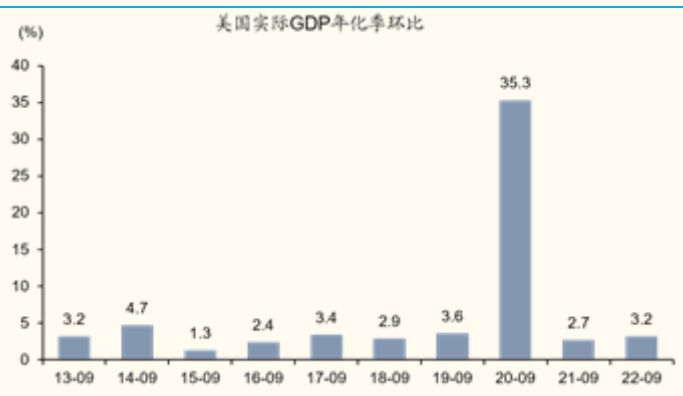
(二) 美国 3 季度 GDP 环比增速 (折年率) 上修至 3.2%

BEA 上修美国 3 季度 GDP 环比增速至 3.2%。结构上，消费和出口的拉动作用较大。实际个人消费支出终值环比折年升 2.3%，为去年第四季度以来的新高，拉动 GDP 环比增速 1.54 个百分点。商品和服务净出口三季度环比折年增速达到 14.6%，较二季度的 13.8% 进一步提高，拉动 GDP 环比提高 2.86 个百分点。此外，政府消费支出和投资总额拉动 0.65 个百分点。私人投资增速回落较大，三季度环比-9.6%，拖累 GDP 增速 1.8 个点。

图表 20: 美国 GDP 同比环比均抬升



图表 21: 三季度美国 GDP 年化季环比高于去年同期



图表 22: 三季度净出口和私人消费拉动作用较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 三季度美国 GDP 分项中净出口增速最高

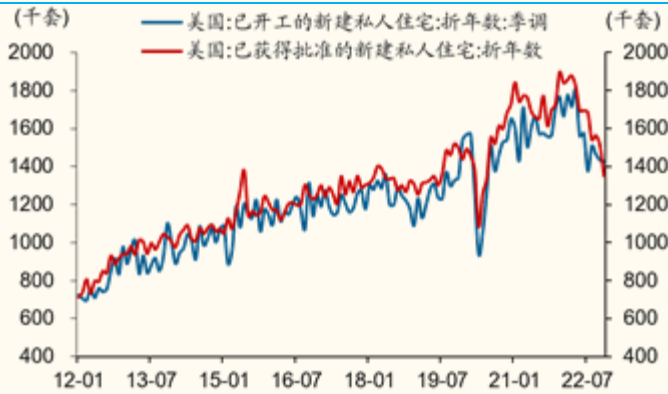


来源: Wind、国金证券研究所

(三) 美国 11 月新屋开工和成屋销售数据延续回落态势

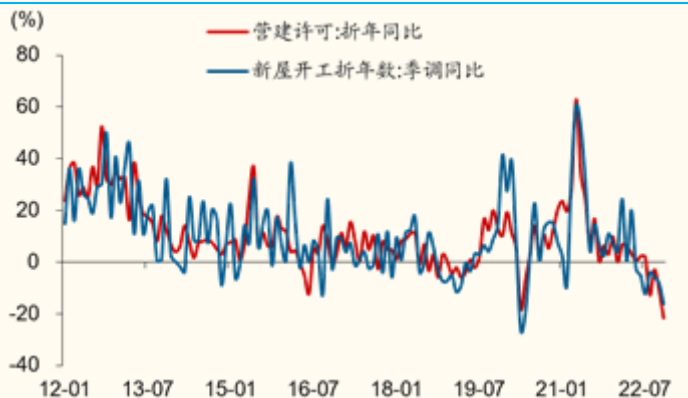
美国新屋开工延续回落。美国 11 月新屋开工 (折年数) 142.7 万套, 前值 143.4 万套。环比下跌 0.5%, 跌幅较上月 (-2.12%) 有所收窄, 但同比增速跌幅扩大至 -16.35%。先行指标营建许可 11 月值为 135.1 万套, 环比跌 11%。分地区看, 除美国西部沿海地区外, 东北、中西部、南部地区开工均不同程度下滑 其中美国南部新屋开工降幅最大, 由 10 月的 6.6 万套回落至 6.1 万套。

图表 24: 美国新屋开工延续回落



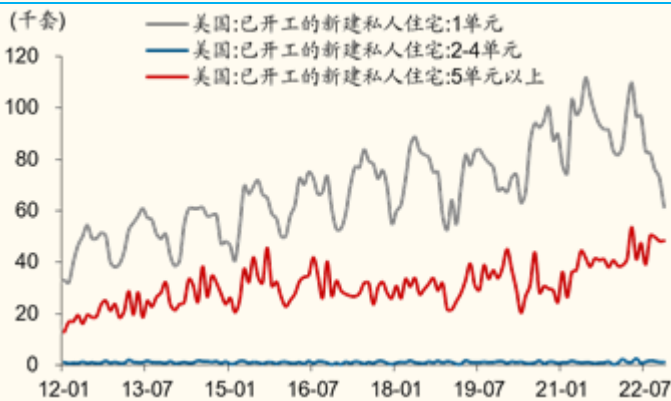
来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 先行指标营建许可同比降幅-21.86%



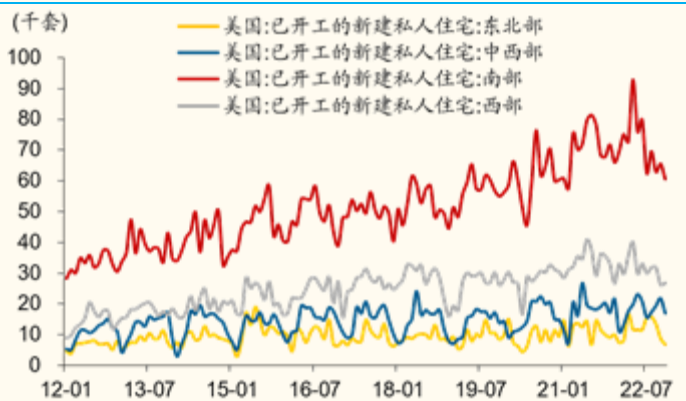
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 从类型看, 单户住宅开工回落幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

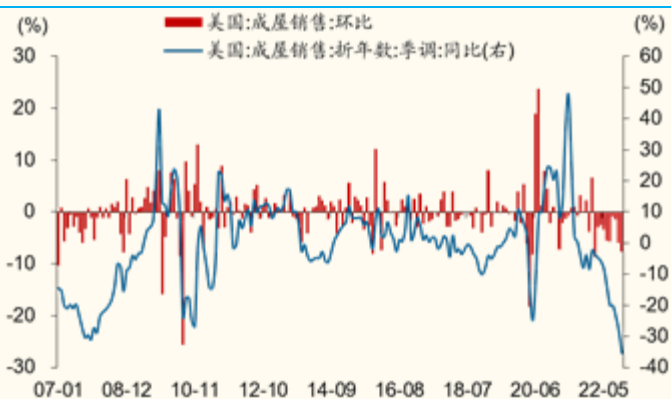
图表 27: 从地区看, 美国南部新屋开工降幅较大



来源: Wind、国金证券研究所

美国成屋销售加速回落。美国 11 月成屋销售折年总数 409 万套, 预期值 420 万套, 相比上个月的 443 万套继续回落 34 万套。同比和环比降幅均扩大, 11 月成屋销售折年环比下跌 7.7%, 预期值-5.2%, 前值-5.9%, 环比增速已连续第十个月为负; 同比增速为-35.4%, 已低于 2020 年疫情初期以及 2008 年金融危机时期的最低水平。

图表 28: 11 月, 美国成屋销售同环比增速回落



来源: Wind、国金证券研究所

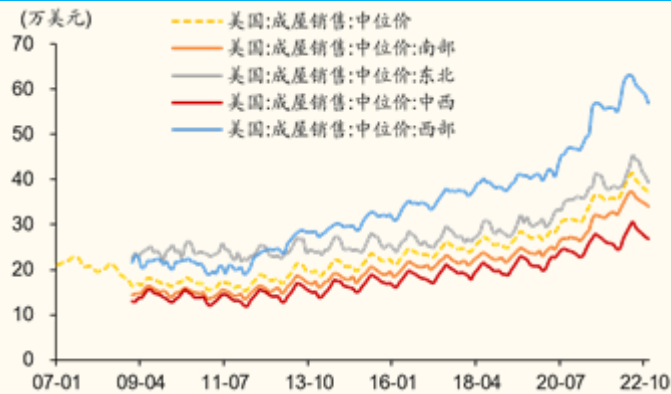
图表 29: 美国 11 月成屋销售回落至 409 万套



来源: Wind、国金证券研究所

成屋售价继续下降, 成屋库存同比增速扩大。美国 11 月成屋售价的中位数回落至 37.07 万美元, 前值为 37.8 万美元, 相比 2022 年 6 月高点 (41 万美元) 已经回落 10.4%。分地区看, 美国四大区域成屋售价中位数共同回落, 同比增速回落 1 至 4 个百分点, 西部沿海地区同比增速最低, 为 2.0%, 南部地区增速最高, 为 4.4%。绝对价格上, 美国西部沿海地区成屋房价中位数最高, 11 月为 57 万美元; 中西部地区成屋售价中位数最低, 为 27 万美元。库存方面, 成屋库存增速继续上升, 11 月为 2.7%, 前值-0.81%, 反映成屋去库情况继续恶化。

图表 30: 11 月美国各地区成屋售价中位数均下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 美国西部地区增速最低, 南部最高



来源: Wind、国金证券研究所

(四) 美国 12 月红皮书零售和密歇根大学消费者信心指数均有所回升

美国红皮书零售数据反弹。12 月 20 日, 美国公布上周红皮书零售数据, 当周同比 7.6%, 前值 5.9%。为连续第二周反弹回升, 但从全年来看, 红皮书零售增速数据仍在下滑, 今年最高增速为年初的 18.8%, 截至 12 月 17 日, 已回落超 10 个点。

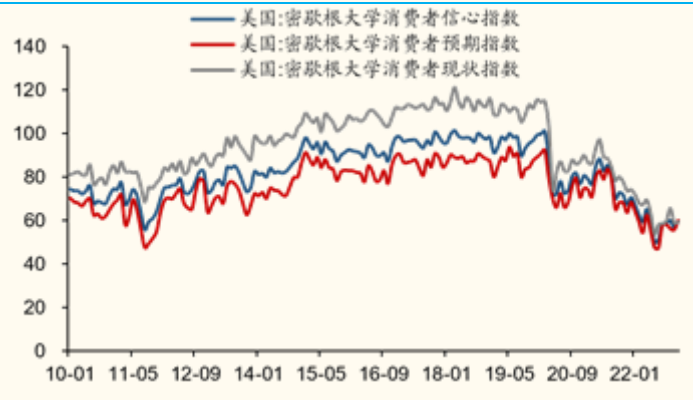
美国消费者信心有所回升, 但仍处于较低水平。12 月 24 日公布的密歇根大学 12 月份消费者信心指数终值从 11 月份的 56.8 上升至 59.7, 回升了 5.1%, 略高于月中 59.1 的初值。消费者预期指数回升至 59.9, 前值为 55.6, 消费者现状指数回升至 59.4, 前值 58.8。三项消费者调查指数均有反弹, 但从绝对水平上看, 仍处于近 5 年来的低位。

图表 32: 12 月 20 日红皮书零售增速反弹至 7.6%



来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 美国 12 月消费者信心指数回升至 59.7



来源: Wind、国金证券研究所

三、 大类资产高频跟踪 (2022/12/19-2022/12/23)

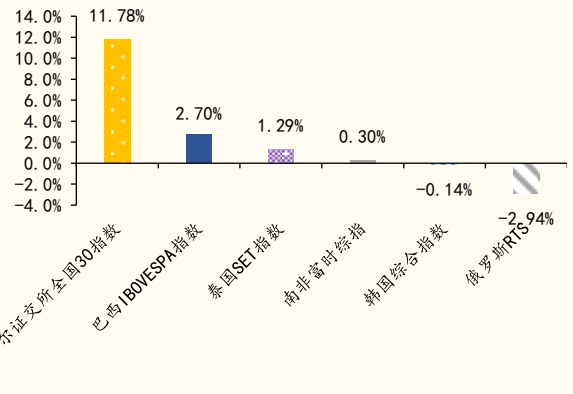
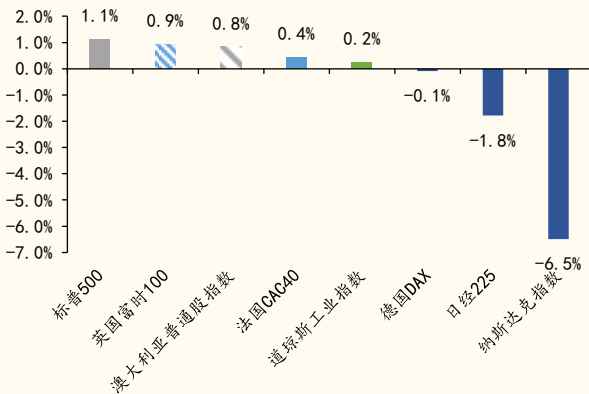
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场多数上涨

发达国家股指多数上涨, 新兴市场股指普遍上涨。标普 500、英国富时 100、澳大利亚普通股指数、法国 CAC40、道琼斯工业指数分别上涨 1.1%、0.9%、0.8%、0.4%和 0.2%, 德国 DAX、日经 225 和纳斯达克指数分别下跌 0.1%、1.8%和 6.5%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、巴西 IBOVESPA 指数、泰国 SET 指数、

南非富时综指分别上涨 11.78%、2.70%、1.29%和 0.30%，韩国综合指数、俄罗斯 RTS 分别下跌 0.14%和 2.94%。

图表 34：本周，发达国家股指普遍上涨

图表 35：本周，新兴市场股指普遍上涨



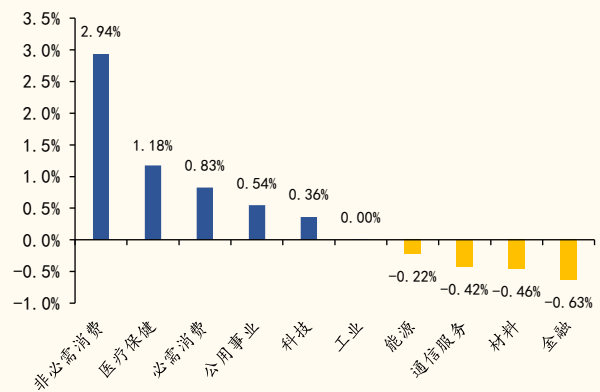
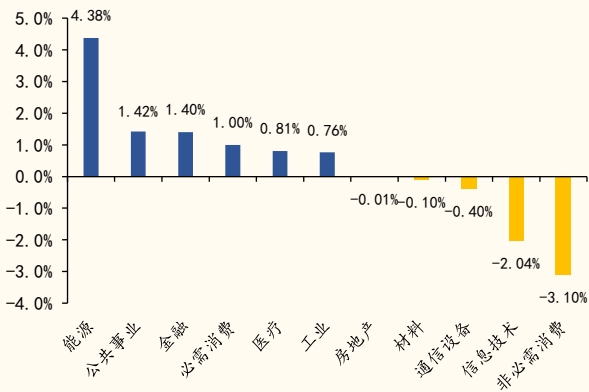
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

美国及欧元区各行业多数上涨。从美国标普 500 的行业涨幅来看，本周美股行业多数上涨。其中能源、公共事业、金融、必需消费、医疗、工业领涨，分别上涨 4.38%、1.42%、1.40%、1.00%、0.81%和 0.76%。从欧元区行业板块来看，本周欧元区行业多数上涨。其中非必需消费、医疗保健、必需消费、公用事业和科技领涨，分别上涨 2.94%、1.18%、0.83%、0.54%和 0.36%；工业持平。

图表 36：本周，美股行业多数上涨

图表 37：本周，欧元区行业多数上涨

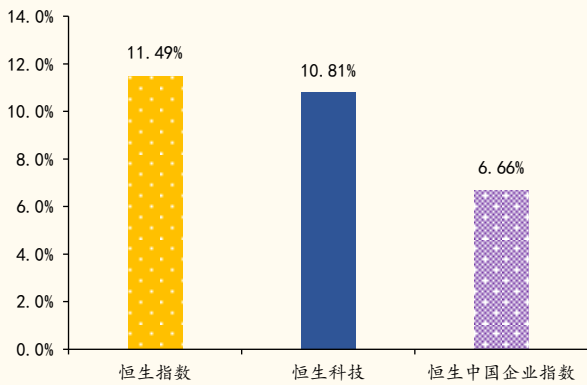


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

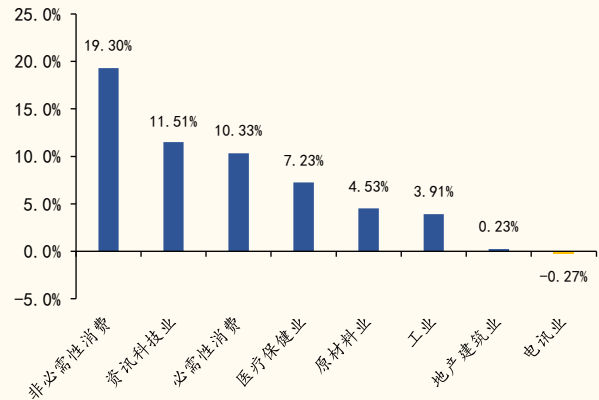
香港市场全线上涨，恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨 11.49%、10.81%和 6.66%。行业方面，恒生行业多数上涨，非必需性消费、资讯科技业、必需性消费、医疗保健业、原材料业、工业和地产建筑业领涨，分别上涨 19.30%、11.51%、10.33%、7.23%、4.53%、3.91%和 0.23%。

图表 38: 本周, 香港市场全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 本周, 恒生行业多数上涨

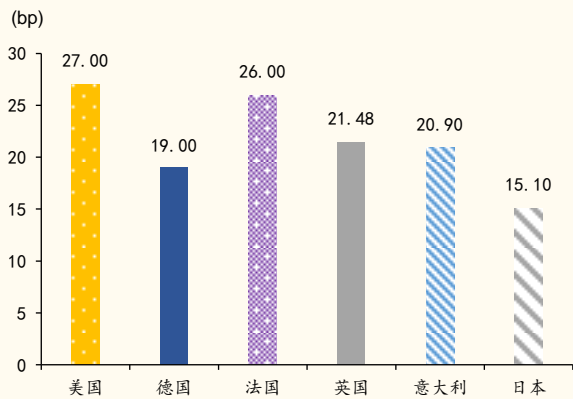


来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率悉数上行

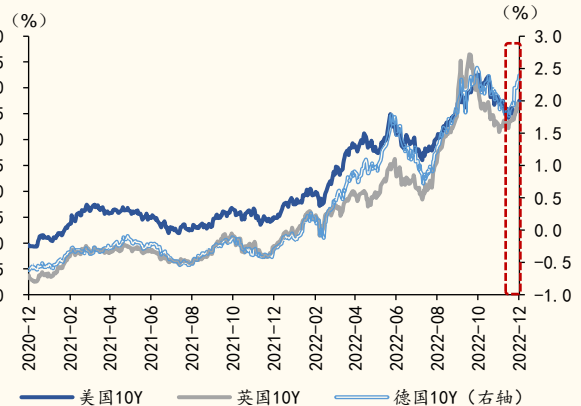
发达国家 10 年期国债收益率全线上行。其中, 美国 10Y 国债收益率上行 27bp 至 3.75%, 德国 10Y 国债收益率上行 19bp 至 2.39%, 英国 10Y 国债收益率上行 21.48bp 至 3.67%, 法国、意大利和日本 10Y 国债收益率分别上行 26bp、20.9bp 和 15.1bp。

图表 40: 主要发达国家 10 年期国债收益率全线上行



来源: Wind, 国金证券研究所

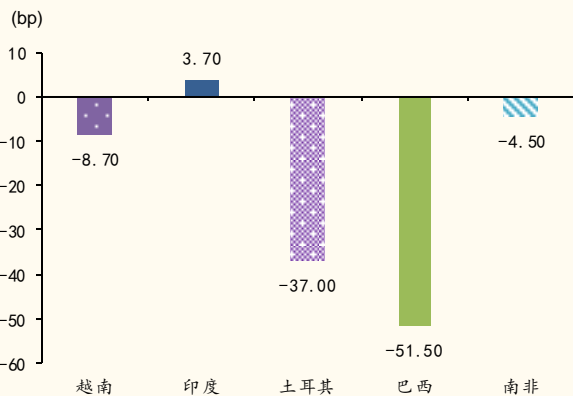
图表 41: 本周, 美德英 10 年期利率均上行



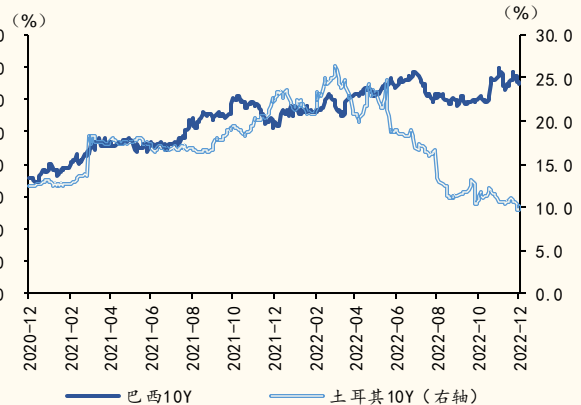
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数下行。越南、土耳其、巴西和南非 10Y 国债收益率分别下行 8.70bp、37.00bp、51.50bp 和 4.50bp; 仅印度上行 3.70bp。土耳其 10Y 国债收益率下行 37.00bp 至 10.11%, 巴西 10Y 国债收益率下行 51.50bp 至 12.95%。

图表 42: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数下行



图表 43: 本周, 巴西 10 年期国债收益率下行



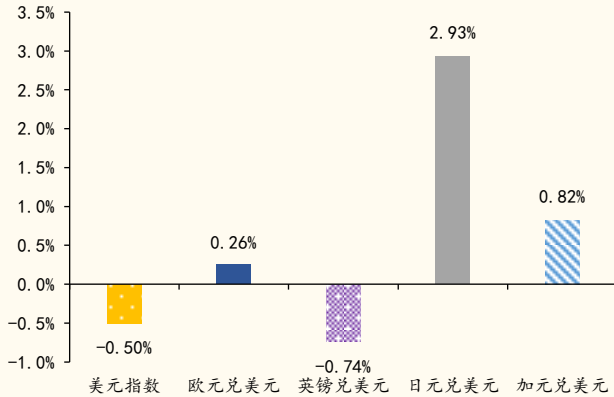
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 美元兑人民币贬值

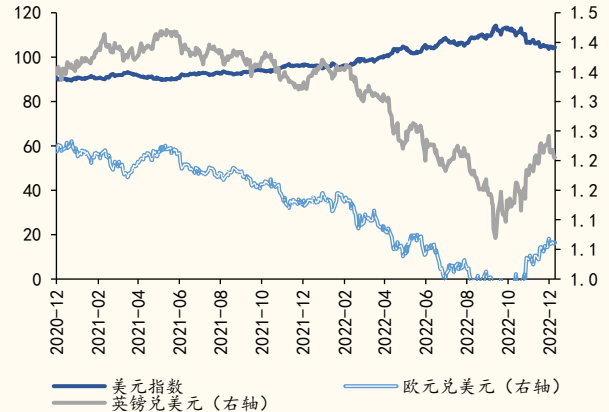
美元指数走弱, 主要国家货币兑美元均有升值。英镑兑美元贬值 0.74%, 日元、欧元兑美元分别升值 2.93%和 0.26%。雷亚尔、韩元、印尼卢比和菲律宾比索兑美元分别升值 3.66%、2.85%、2.13%和 1.57%; 仅土耳其里拉兑美元贬值 0.31%。

图表 44: 本周, 美元指数走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

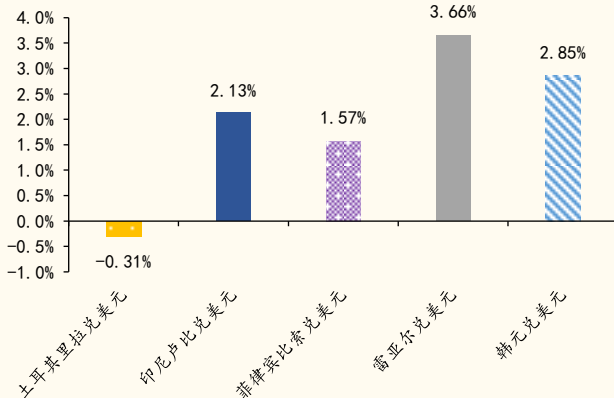
图表 45: 本周, 欧元、日元兑美元升值, 英镑贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

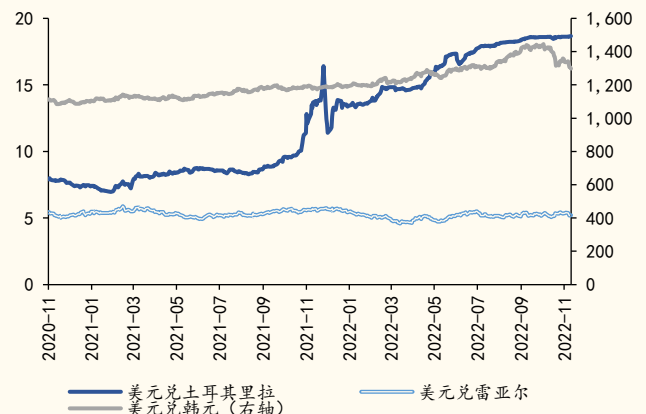
四、

图表 46: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍升值



来源: Wind, 国金证券研究所

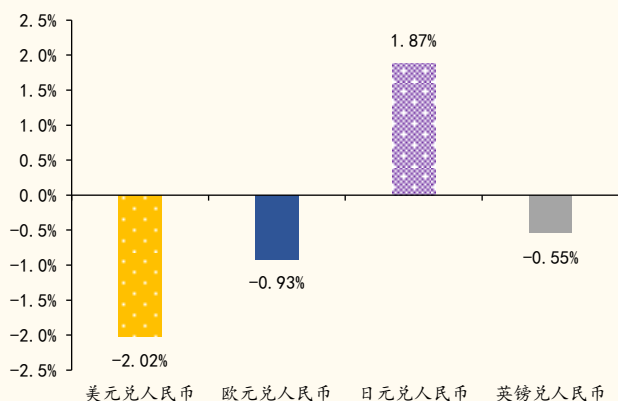
图表 47: 本周, 土耳其里拉兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

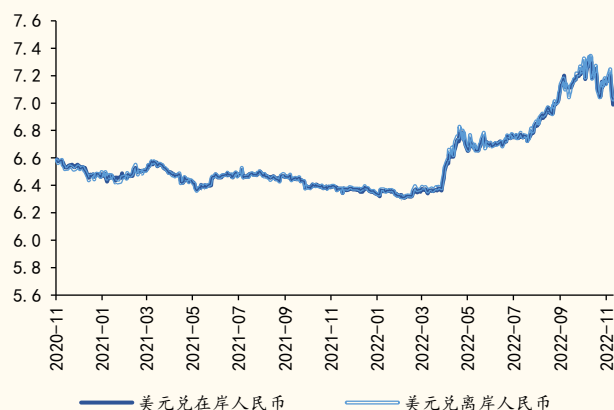
美元兑人民币贬值 2.02%。欧元、英镑兑人民币分别贬值 0.93%、0.55%, 日元兑人民币升值 1.87%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 1760bp 至 6.9880, 美元兑离岸人民币汇率下行 1679bp 至 7.0256。

图表 48: 本周, 人民币兑日元贬值、兑美元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 本周, 美元兑人民币贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油价格大幅上涨

大宗商品价格涨跌互现, 原油价格大幅上涨。本周, 贵金属和原油价格上涨, 农产品价格多数下跌, 黑色和有色金属价格走势分化。其中, 上涨幅度最大的是 WTI 原油、布伦特原油, 分别上涨 7.09%、6.17%; 下跌幅度最大的是豆粕、焦煤和 LME 锌, 分别下跌 12.54%、5.17%和 4.31%。

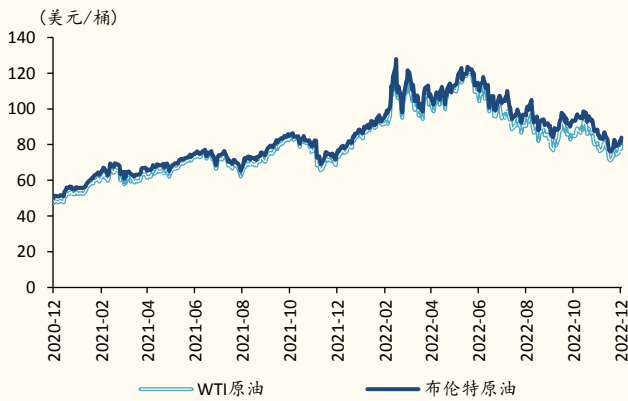
图表 50: 本周, 大宗商品价格涨跌不一

类别	品种	2022-12-23	2022-12-15	2022-12-08	2022-12-01	2022-11-23
原油	WTI原油	7.09%	6.51%	-12.02%	4.02%	-8.94%
	布伦特原油	6.17%	6.64%	-12.35%	1.80%	-8.02%
贵金属	COMEX黄金	0.22%	-0.76%	-0.75%	4.33%	-2.02%
	COMEX银	2.54%	0.25%	1.77%	6.90%	-0.73%
有色	LME铜	0.60%	-1.22%	2.19%	1.85%	-2.33%
	LME铝	-1.04%	-2.39%	0.77%	3.34%	0.80%
	LME镍	1.29%	-4.00%	14.16%	4.67%	-1.05%
	LME锌	-4.31%	-0.12%	5.00%	4.06%	-3.40%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	9.97%	0.00%
	焦煤	-5.17%	10.04%	-18.51%	2.53%	-2.25%
	沥青	1.30%	5.87%	-4.41%	0.06%	-5.47%
	铁矿石	0.30%	5.01%	0.97%	4.97%	-0.76%
	螺纹钢	-1.65%	5.66%	1.44%	1.35%	-1.42%
农产品	生猪	0.87%	-14.91%	-5.82%	2.22%	-5.67%
	棉花	-1.09%	2.35%	1.68%	-0.11%	-0.11%
	豆粕	-12.54%	-2.45%	2.08%	0.97%	1.04%
	豆油	-2.06%	-5.52%	-2.28%	4.06%	-1.56%

来源: CEIC、国金证券研究所

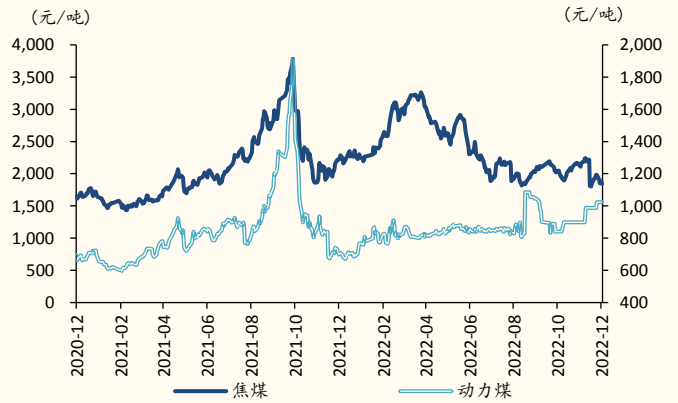
原油价格上涨, 黑色金属涨跌互现。WTI 原油价格上涨 7.09%至 79.56 美元/桶、布伦特原油价格上涨 6.17%至 83.92 美元/桶。焦煤价格下跌 5.17%至 1879 元/吨, 动力煤价格持平于 1023 元/吨; 铁矿石、沥青价格分别上涨 0.30%、1.30%至 827 元/吨、3658 元/吨, 螺纹钢价格下跌 1.65%至 4000 元/吨。

图表 51: 本周, WTI原油、布伦特原油价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

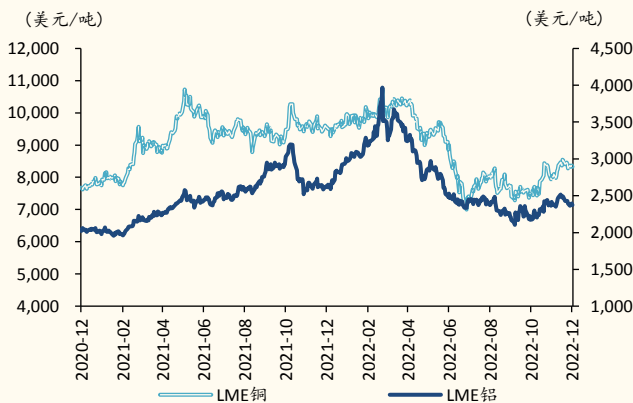
图表 52: 本周, 焦煤价格下跌、动力煤价格持平



来源: Wind, 国金证券研究所

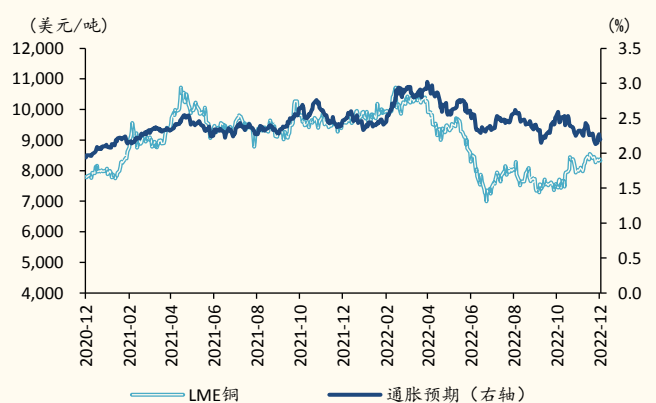
铜铝价格分化, 贵金属价格普涨。LME 铜上涨 0.60%至 8325 美元/吨, LME 铝价格下跌 1.04%至 2371 美元/吨。通胀预期从前值的 2.13%上升至 2.20%。COMEX 黄金上涨 0.22%至 1804.20 美元/盎司, COMEX 银上涨 2.54%至 23.92 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.35%上行至 1.55%。

图表 53: 本周, 铜铝价格分化



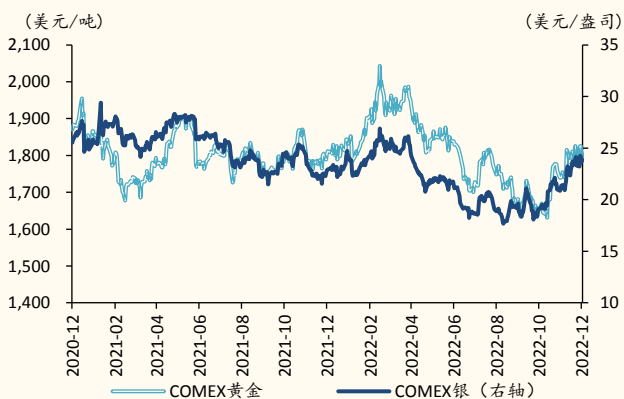
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 54: 本周, 铜价上涨, 通胀预期小幅回升



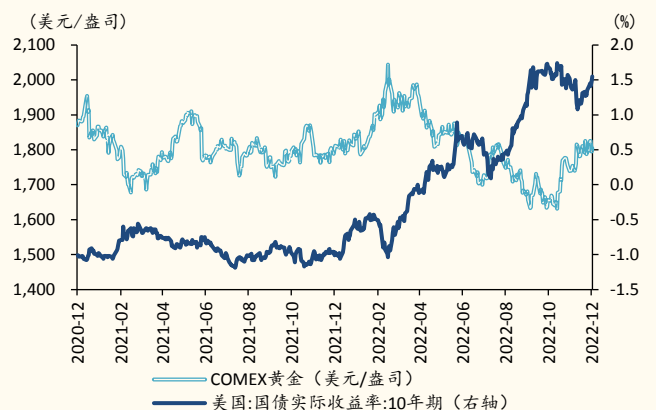
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 本周, 贵金属价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 金价上涨, 10Y 美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示:

- 1、**全球疫情反复超预期。**变异毒株等导致全球疫情仍存在反复的可能，或加大全球经济、供应链变化的不确定性。
- 2、**地缘政治“黑天鹅”。**逆全球化思潮、地缘政治冲突等，可能对全球和地区贸易产生影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402