

# 经济或触底回升，机会与挑战并存

## 宏观年度报告

报告撰写人：宏观团队

部 门：浙商期货研究中心

日 期：2022年12月30日

**国内：**明年国内的经济主线应以修复为主，防疫政策放开预期直接利好消费，对工业、服务业亦有改善，地产政策支持融资端改善，基建政策亦存在支撑。同时货币政策预期维持宽松，财政政策更为高效，此外在低基数影响下，全年经济有望好于2022年。

**海外：**关键仍为美国通胀，我们预期明年虽然通胀将继续回落，但一季度在核心通胀支撑下仍有可能坚韧程度超出市场预期。使得美联储政策持续偏鹰，本轮加息终点大概率在5%以上。节奏上，美国通胀前高后低，经济持续下滑，美债美元先上后下。

**风险提示：**海外衰退冲击影响外贸，国内政策不及预期，疫情影响超出预期。

# 目录

## CONTENTS

1 国内预期

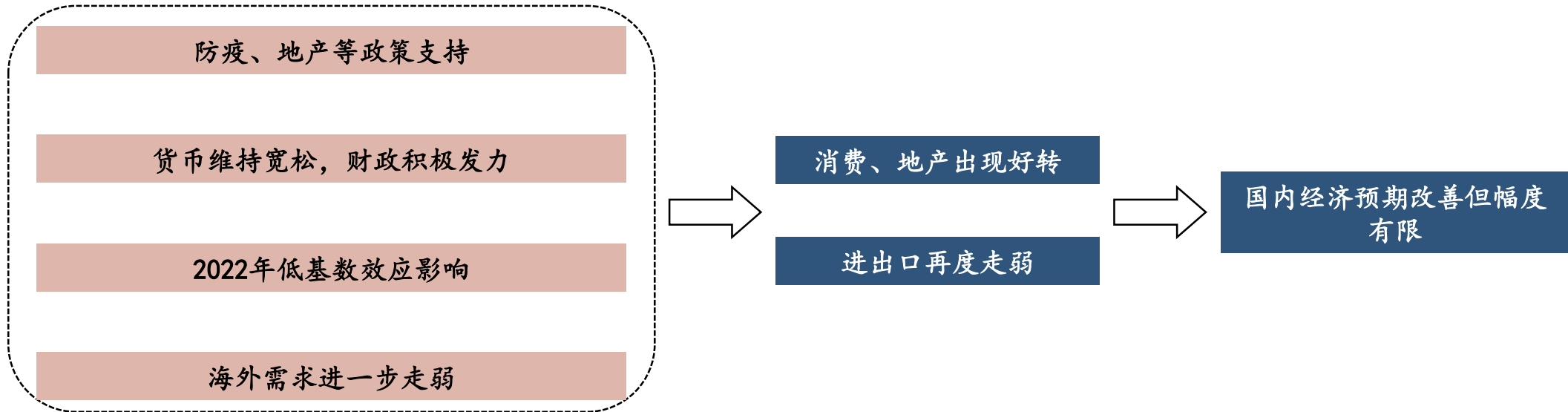
2 海外环境

3 资产配置



1

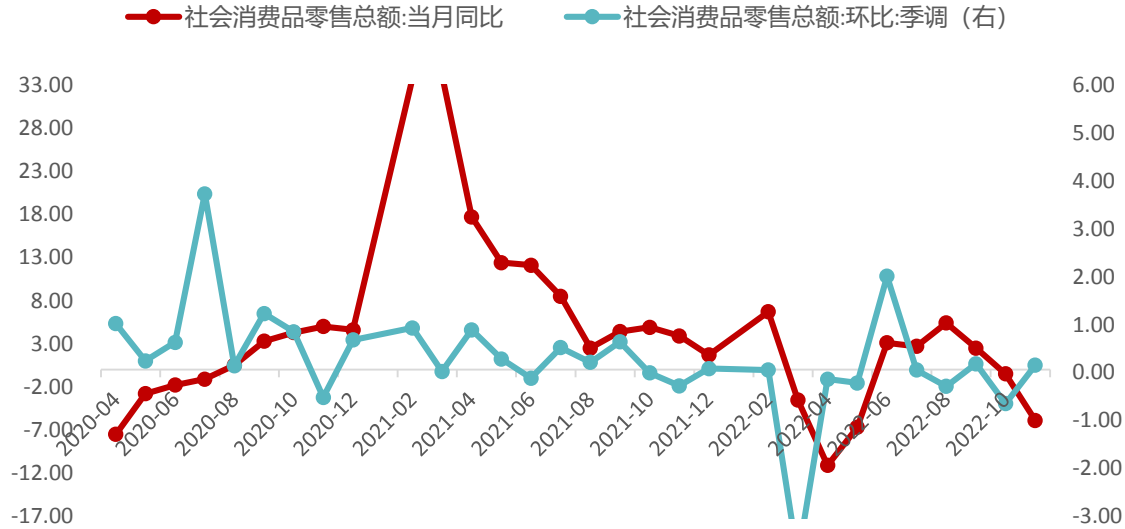
国内预期



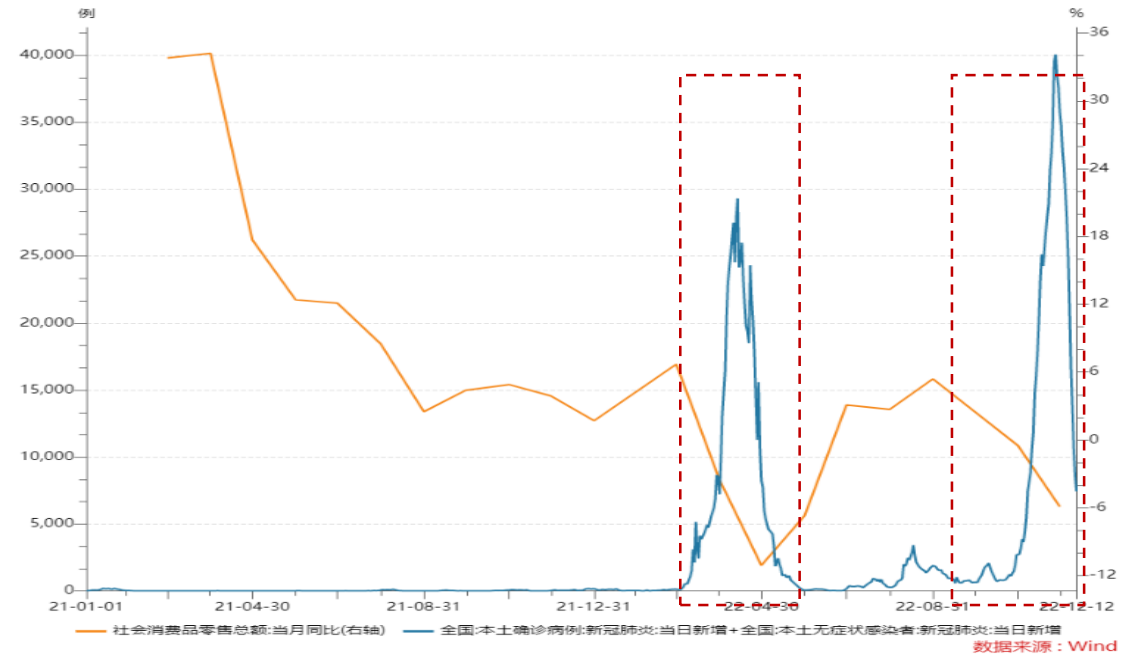
## 2.2.1、社会消费或企稳

- 2022年1-11月社会消费品零售总额同比仅为-0.1%，12月受疫情扰动影响全年数据或更加疲软。可以发现2022年消费增速在4月和10月两度跌下负值，均与当时疫情集中爆发形成较大拖累有关。
- 我们预期2023年消费会出现改善：①在2022年偏低基数影响下，2023年消费同比增速有被动回升的潜力。②其次，在防疫优化二十条与新十条等等政策落地影响下，国内疫情防控基本全面放开。预期未来居民出行消费将不受疫情影响，所以疫情对于明年经济的影响将显著小于今年。③疫情后期居民生活正常化后，收入波动下降使得居民超额储蓄需求随之下降，消费意愿出现回升。

图：2022年社会消费较为疲软



图：消费主要受到疫情拖累

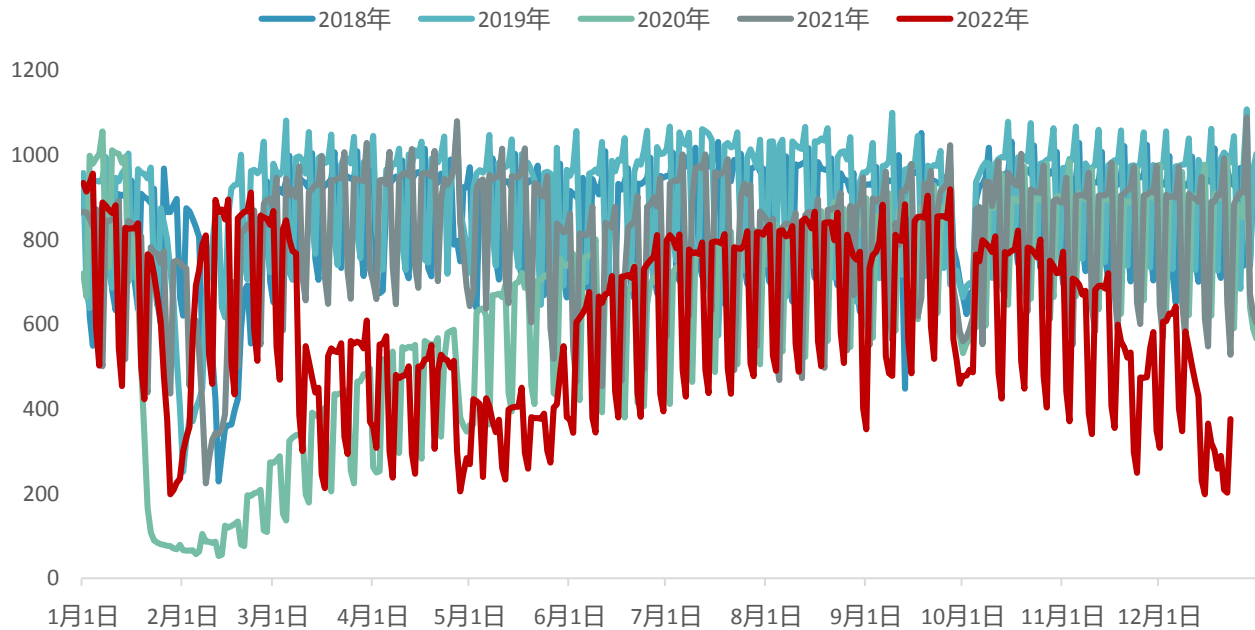


数据来源: Wind

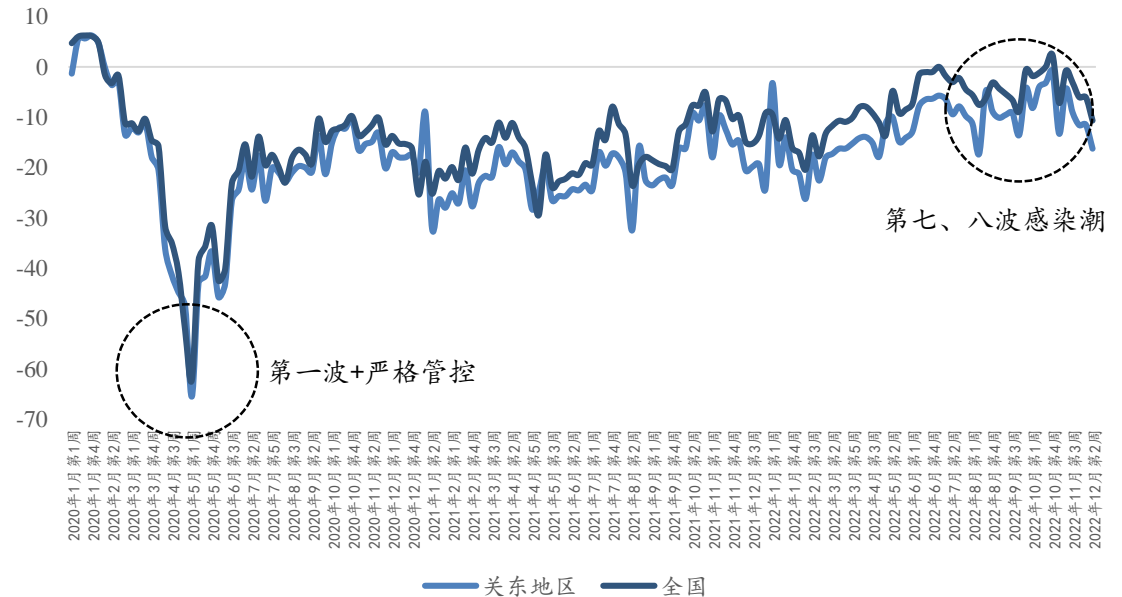
## 2.2.2、疫情对出行影响将减弱

- 疫情对消费的影响一方面在于疫情爆发后防控措施趋严，以及居民出行意愿降低。从国内四大城市地铁客运量数据中可以发现，2022年是五年来地铁客运量数据最差的一年，甚至比2020年疫情刚开始还要偏弱一些。居民减少出行后，自然会减少相应的消费，比如餐饮消费或者一些可选的商品消费。
- 不过明年这一影响或将减弱：①从海外国家，比如日本的经验来看，疫情全面放开后由于多数居民已经被感染过，所以心理上疫情对居民出行的影响将有所减弱。数据显示第七、第八波感染潮仅降低10%左右的出行，远远高于日本第一波的减少60%-70%，以及国内12月这轮的降低近七成出行。②在疫情全面放开后，很多强制防控措施将不再执行，从物理上减少对居民出行的限制。

图：国内地铁客运量变化



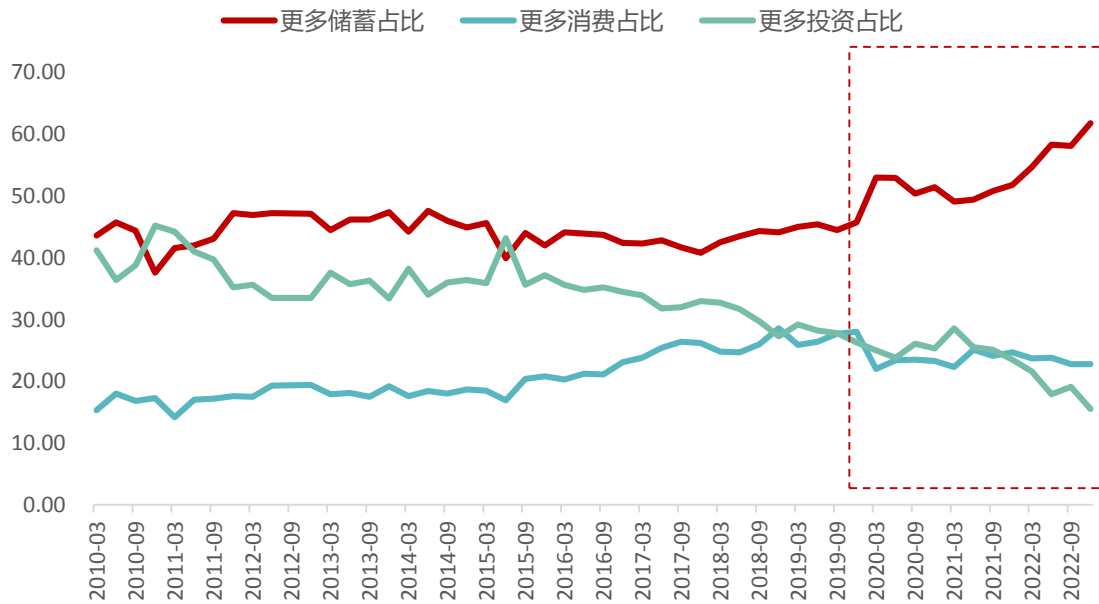
图：日本出行人数恢复情况



## 2.2.3、居民消费意愿或回升

- 疫情冲击影响居民收入，进而降低了居民的消费意愿。
- 一方面，2020年3月以及2022年4月这两个时期均出现了较强的疫情爆发，当时居民可支配收入出现大幅下滑，同时消费者信心也出现大幅下降。特别是2022年4月影响极为深远，消费者信心自120点迅速下滑至不到90，且持续至今未见回升。
- 另一方面，当居民可支配收入下滑后，为了应对未来可能的冲击，居民将有更大的意愿进行超额储蓄。可以发现2020年3月以来居民储蓄占比上涨了16%，而同时消费占比下降了5.2%，投资占比下降了10.8%。
- 若如之前预期，疫情全面放开后对经济影响逐渐减弱，则居民可支配收入、消费者信心均有望出现恢复，从而使得储蓄需求回落，最终刺激消费占比回升。

图：居民储蓄占比大幅增加



图：居民可支配收入影响消费者信心



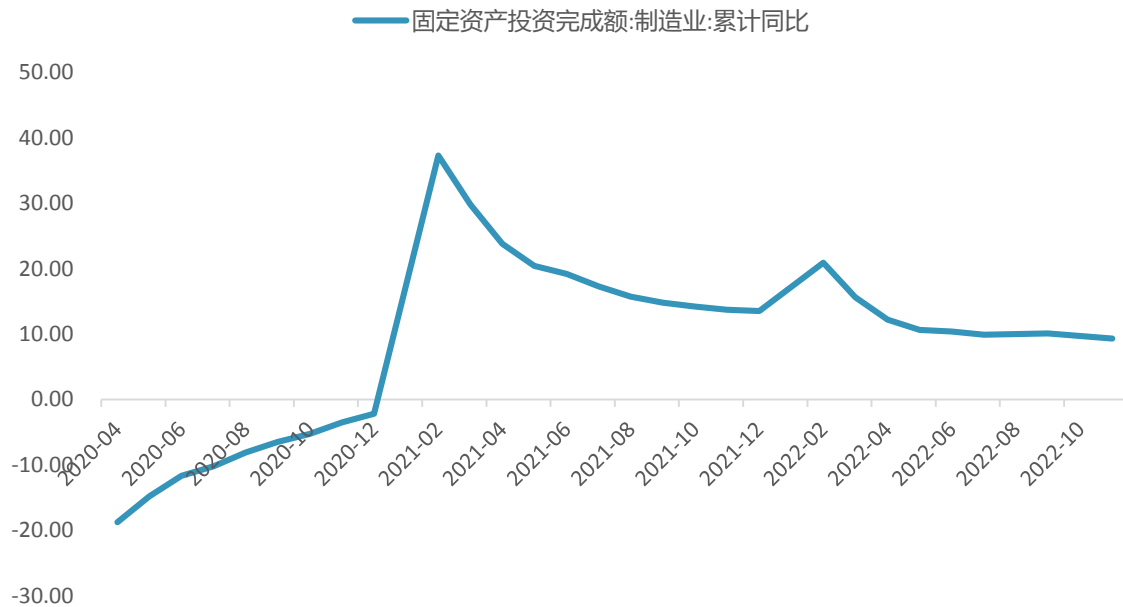
数据来源: Wind



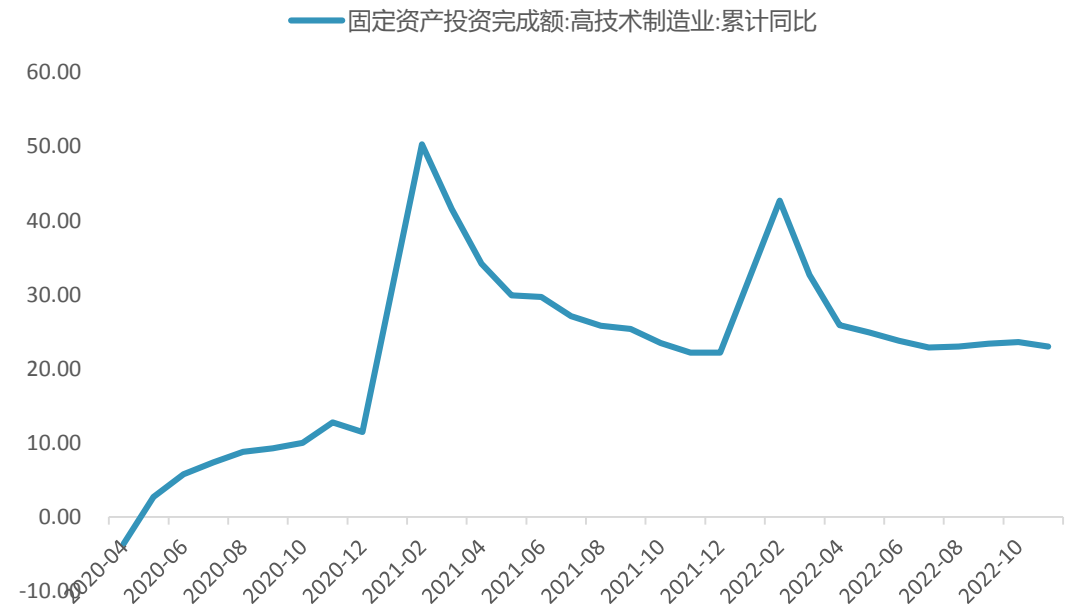
## 2.3.1、制造业维持较高增速

- 截至11月，制造业投资累计增速为9.3%，好于整体投资4个百分点，继续支撑整体投资增速。
- 高技术制造业累计增速达到23%，仍然呈现出较强潜力。其中计算机、通信和其它电子设备制造业累计增速19.9%，专用设备制造业累计增速12.8%，通用设备制造业累计增速14.5%，电气机械及器材制造业累计增速41.4%。
- 目前国际环境日趋复杂，产业链安全受到威胁，在此中央经济工作会议提及“着力补强产业链薄弱环节”，目的就是要改变关键核心技术受制于人的局面。所以高技术制造业发展将持续得到国家政策方面支持，有望继续维持较高增速。

图：制造业增速支撑投资



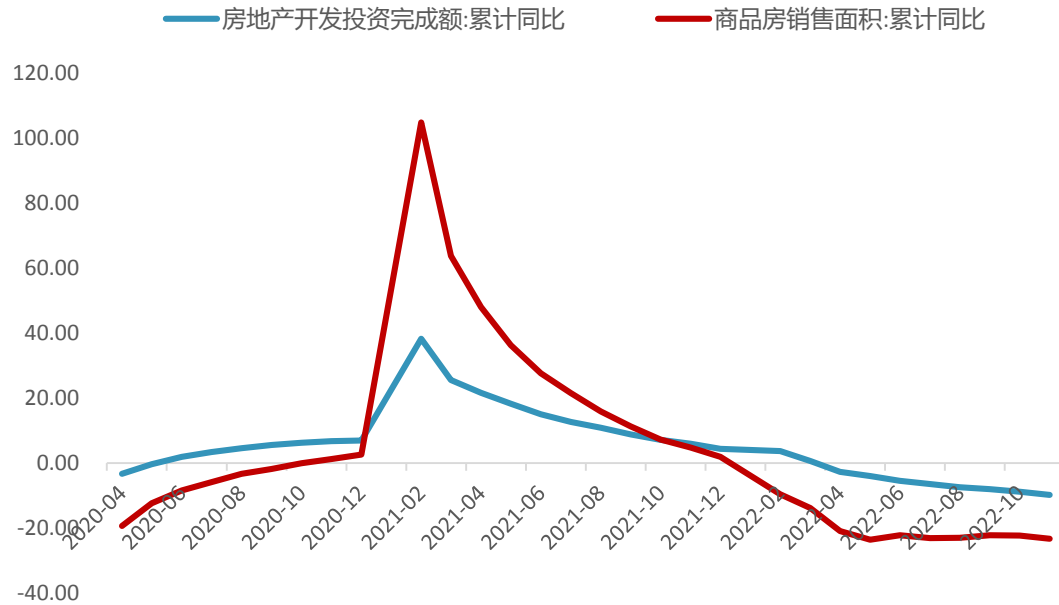
图：高技术制造业增速明显较快



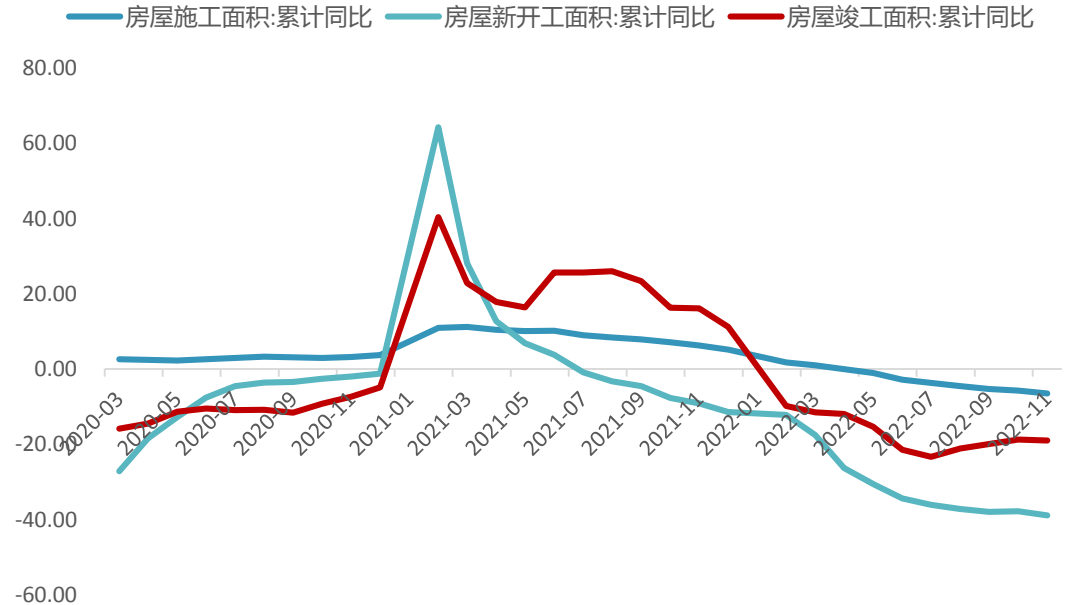
## 2.3.2、地产增速或前低后高

- 截至2022年11月，房地产开发投资完成额累计增速为-9.8%，全年增速持续下行显示出地产投资偏弱的格局。但我们预期2023年地产投资增速或将出现一定的积极因素。
- ①低基数效应下有回升的驱动。地产投资4月以后均为负增长，各项指标基本均偏低。2023年只要保持今年的投资量就能维持正向增长，节奏上可能前低后高。②政策支持下有望修复。在弱基本面的现实下，中央多次重磅会议定调房地产调控转向宽松。供给侧方面政策应出尽出，房企“四支箭”、保交楼专项借款、预售资金监管优化；需求侧房贷利率下调、限制性政策加速松绑，以及低基数效应下。我们认为参考14-15年地产复苏周期，重磅政策出台后需要1-2个季度实现销售转正，而销售是房地产企业投资意愿的重要前提，故明年地产有望实现弱复苏。

图：2022年地产投资和销售均偏低



图：疫情冲击叠加停工停贷影响



## 2.3.2、地产政策面持续宽松

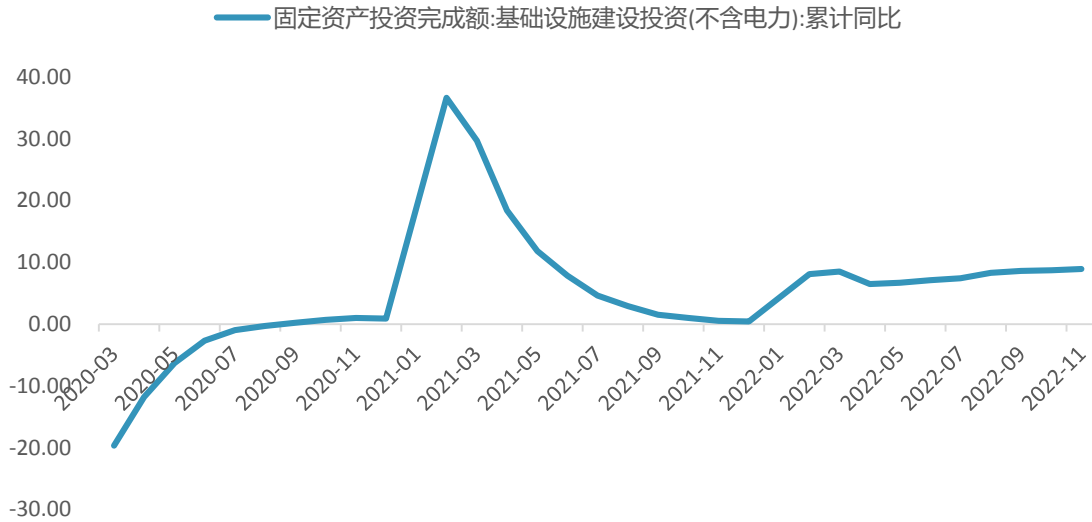
图：2022年5月以来地产支持政策一览

时间	发布主体	政策内容
2022年5月15日	央行	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限LPR减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022年5月20日	央行	中国央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）维持在3.70%不变；将五年期贷款市场报价利率（LPR）从4.60%下调至4.45%
2022年6月1日	住建部	加强房地产市场调控、实施城市更新行动、实施乡村建设行动、推动建筑业转型升级。
2022年7月29日	政治局	支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。有近170个城市出台宽政策，调整频次达325次。
2022年9月14日	住建部	以政策性银行专项借款方式支持推进已售逾期难交付的项目交付。
2022年9月29日	央行、银保监会	对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限；二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022年10月26日	央行	央行通过抵押补充贷款向三大政策性银行注入1082亿元人民币来提振房市。
2022年11月8日	中国银行间市场交易商协会	坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业健康发展，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
2022年11月28日	证监会	<b>就支持房地产企业股权融资方面，决定调整优化5项措施：</b> 1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；4) 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用。
2022年12月6日	中央政治局会议	<b>要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。</b>
2022年12月26日	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作， <b>满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。</b> 要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>推动房地产业向新发展模式平稳过渡。</b>

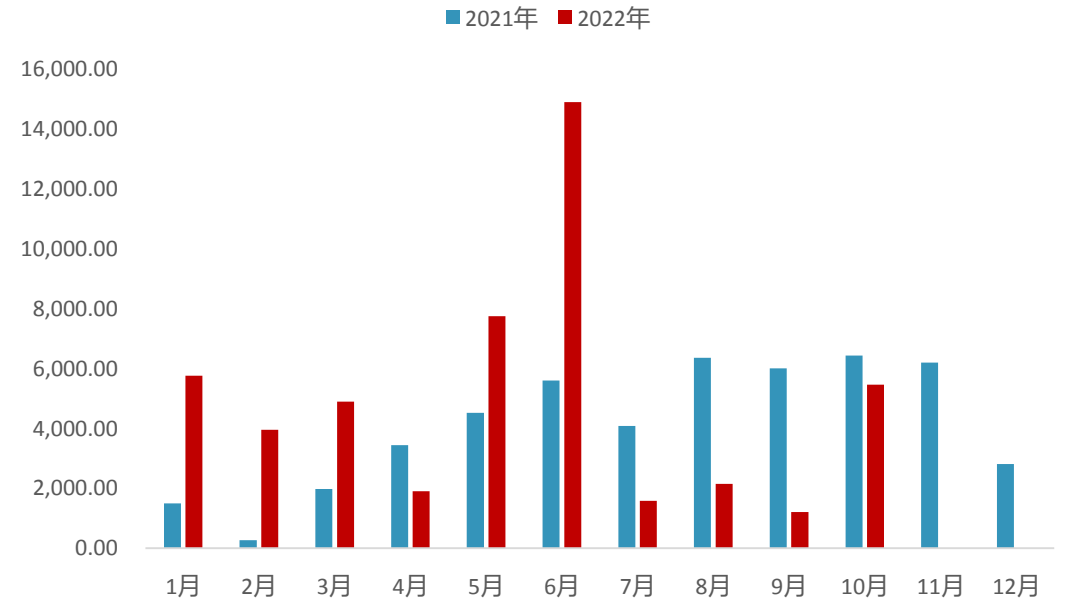
## 2.3.3、基建投资继续发力

- 2022年财政支出进一步发力，基建投资成为逆周期调节的重要抓手。
- 新口径下截至11月基建投资累计增速达8.9%，除4月受疫情影响外，全年基建投资均实现持续回升，表明逆周期政策的有效支撑。
- 2023年基建投资的影响因素：①现实情况仍然偏弱，政策支持不会放松。中央经济工作会议提出“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”，2023年逆周期政策仍然将会是重要抓手之一。②疫情防控放松之后，地方政府财政或有所好转，对于基建支持更加积极有效，且疫情对于基建项目施工的影响也将逐渐减弱。③但考虑到2022年存在较高基数，或拖累2023年基建增速整体表现。

图：2022年基建投资持续回升



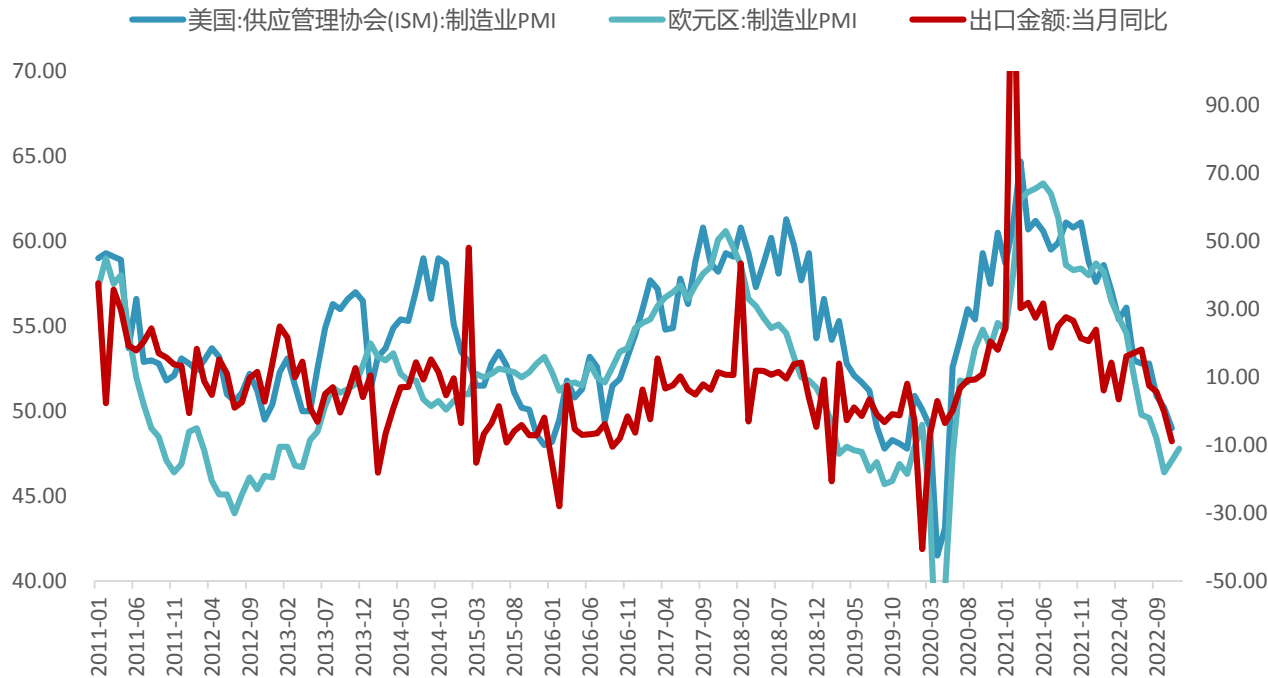
图：2022年专项债支持基建



## 2.4.1、外贸需求或将减弱

- 2022年11月，出口同比降至-8.9%，进口同比降至-10.6%，双双创下2020年以来的新低，显示出进出口当前压力较大。
- ①海外需求下滑基本上钉钉。根据IMF的全球经济展望判断，2023年大多数发达经济体GDP增速将大幅下滑，虽然发展中经济体、中等收入经济体以及低收入发展中国家经济增速持平或略有回升，但发达经济体占比较大，使得世界经济整体出现下行。②欧美经济预期下行，制造业PMI也已跌下荣枯线。从历史经验上看欧美PMI与国内出口存在一定相关，或拖累出口下滑。分国别来看，中国出口需求前三分别来自美国、欧盟和东盟，三个地区预期明年经济增速均会下滑。③海外供应链冲击持续，工人罢工、生产停滞，海外市场或转向寻求更加稳定的国内供应。

图：进出口或将承压



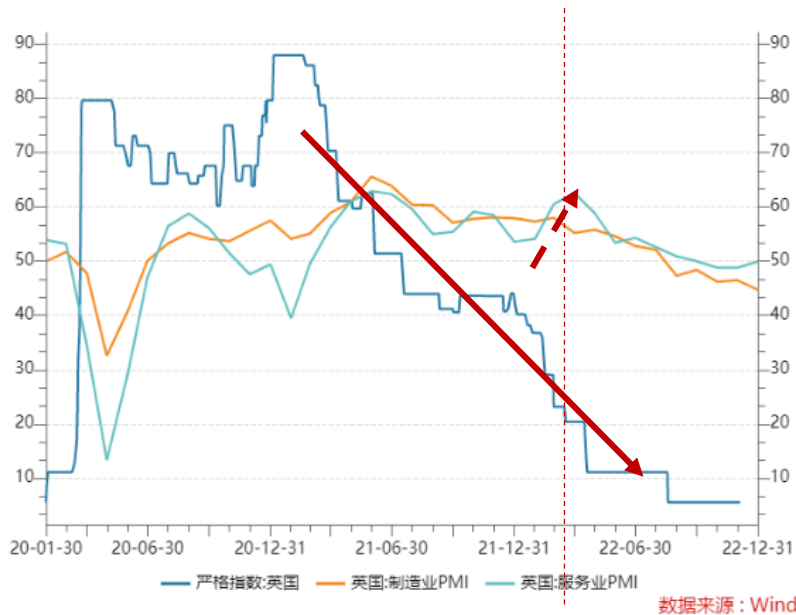
图：IMF全球经济展望

IMF全球经济展望			
实际GDP增速	2021年	2022年	2023年
世界	6.00%	3.20%	2.70%
发达经济体	5.20%	2.40%	1.10%
美国	5.70%	1.60%	1.00%
欧元区	5.20%	3.10%	0.50%
日本	1.70%	1.70%	1.60%
英国	7.40%	3.60%	0.30%
发展中经济体	6.60%	3.70%	3.70%
中国	8.10%	3.20%	4.40%
印度	8.70%	6.80%	6.10%
东盟	3.40%	5.30%	4.90%
巴西	4.60%	2.80%	1.00%
中等收入经济体	6.80%	3.60%	3.60%
低收入发展中国家	4.10%	4.80%	4.90%

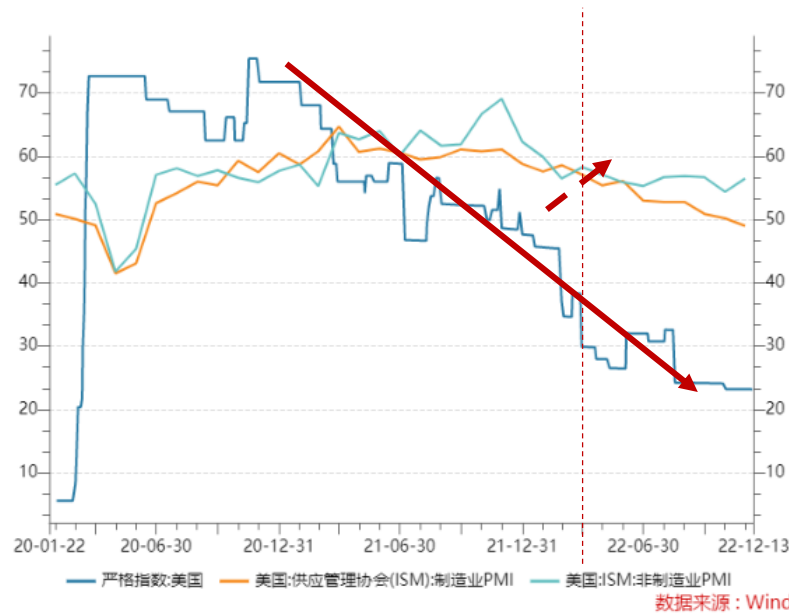
## 2.5.1、海外经验表明，防控放松初期利好经济回升

- 严格指数是衡量国家疫情防控严格程度的综合指标,综合考虑了政府九种防控措施的严格程度:学校封闭、办公场所封闭、取消公共活动、限制人群聚集、关闭公共交通、居家隔离政策、公共宣传政策、国内以及国际出行限制。目前中国严格指数仍在70以上,在世界范围内处于高位水平。
- 而海外多数国家包括英国、美国及日本的严格指数已经出现明显下行,目前分别达到5.6, 23.2和31.5。结合新闻信息英美日三国全面解除疫情防控时间大致均在2022年3月左右,期间疫情严格指数差不多自40下滑至不到30水平,而同期三国的PMI出现2-4个月的回升,其中非制造业回升更为明显,这与疫情防控放开逻辑维持一致。这表明疫情防控放松初期虽然使得感染人数增多,短期高频数据下滑等问题,但在短期时点上仍然是利好于未来经济表现的。

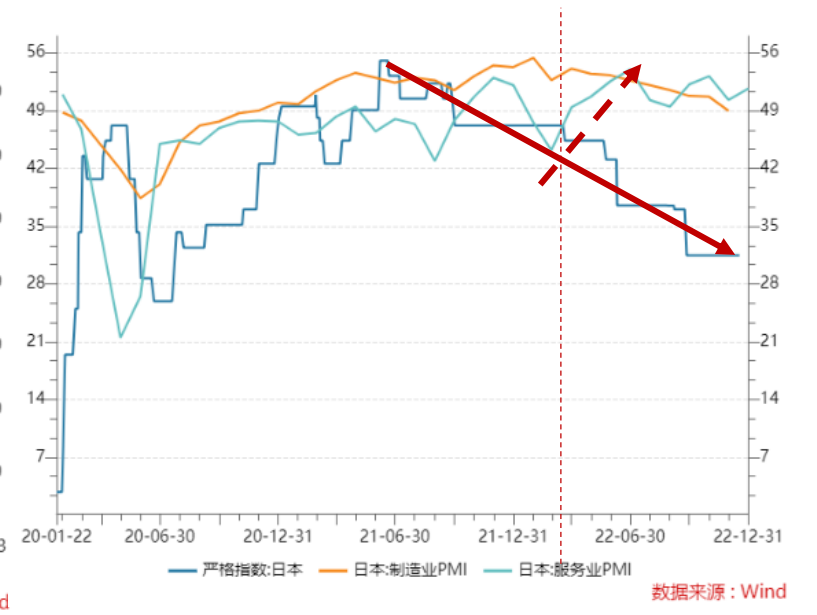
图：2022年3月英国防控放松与PMI



图：2022年3月美国防控放松与PMI



图：2022年3月日本防控放松与PMI



## 2.5.2、更多亚洲国家和地区的经验

- ▶ 越南在2021年10月就宣布全面放松，严格指数自70下滑，2022年3月以后大幅下滑至30以下。而同期制造业PMI在2021年10月以后出现一波明显回升，重新站上50的荣枯线上。
- ▶ 香港和台湾分别在2022年4月左右放开疫情防控，其中香港严格指数自70下滑至40以下，台湾严格指数放开后达到30以下水平。而经济表现方面，香港在全面放开后，制造业PMI大幅回升至荣枯线上；台湾制造业PMI没有明显回升，但非制造业PMI回升站上荣枯线。

图：越南2021年10月全面放松与PMI



图：香港2022年4月全面放松与PMI



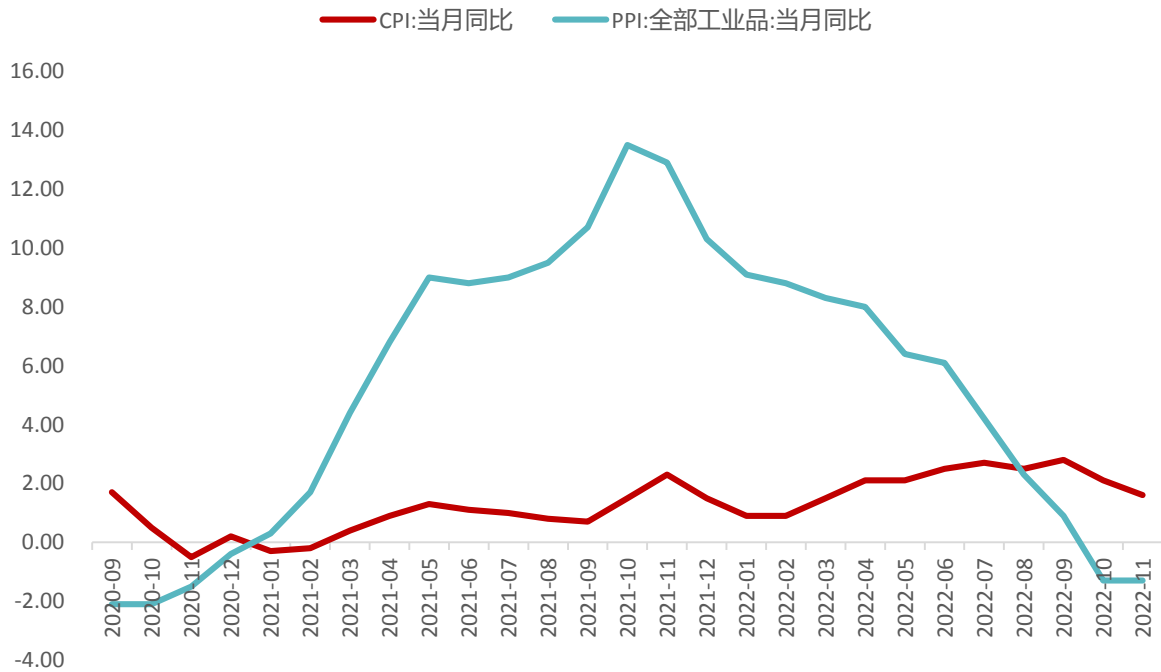
图：台湾2022年4月全面放松与PMI



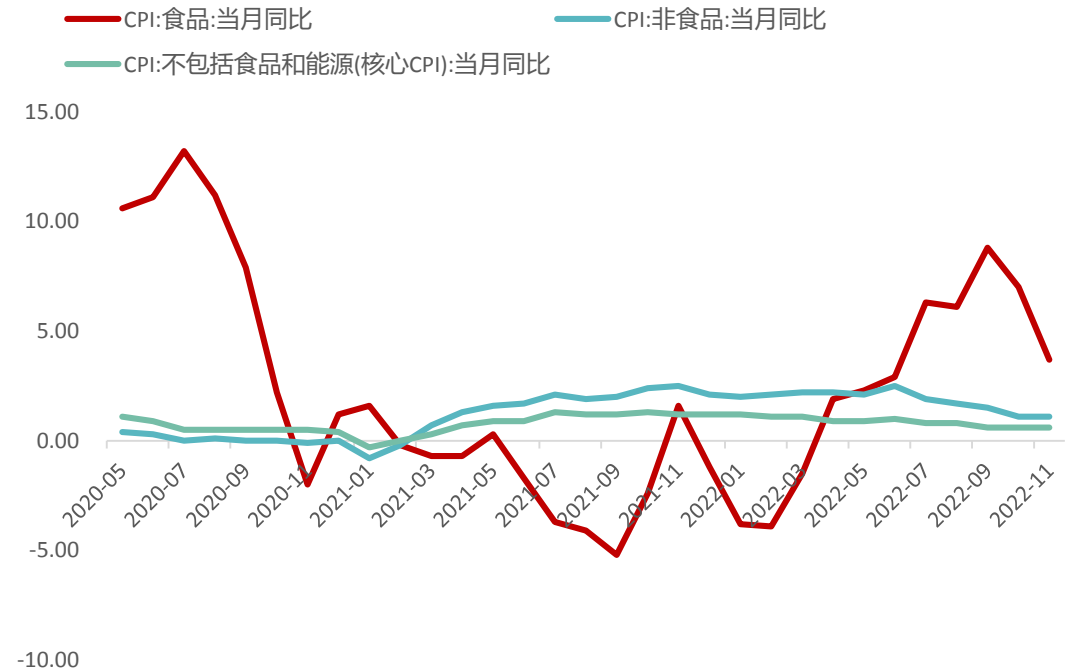
## 2.6.1、价格指数回升可控

- 2022年CPI呈现出上升再回落的走势，主要源于食品项前三季度大幅上行，而第四季度大幅下滑。与之对比的PPI自年初以来就一直下滑。
- ①食品项波动较大为猪肉价格。今年猪肉再度开启上行周期，短期存栏回升以及淡季影响导致四季度价格回落，但预期明年整体猪肉价格中枢将温和上行。②非食品项主要关注原油价格。我们预期明年原油价格在发达经济体衰退压力下中枢下移，但俄乌冲突、OPEC减产等因素或带来一定的短期波动。
- 整体来看，明年食品项与非食品项波动相反，且整体幅度均比较温和，所以2023年通胀整体仍然可控。

图：当前通缩压力大于通胀



图：主要为食品项回落，非食品项也下滑

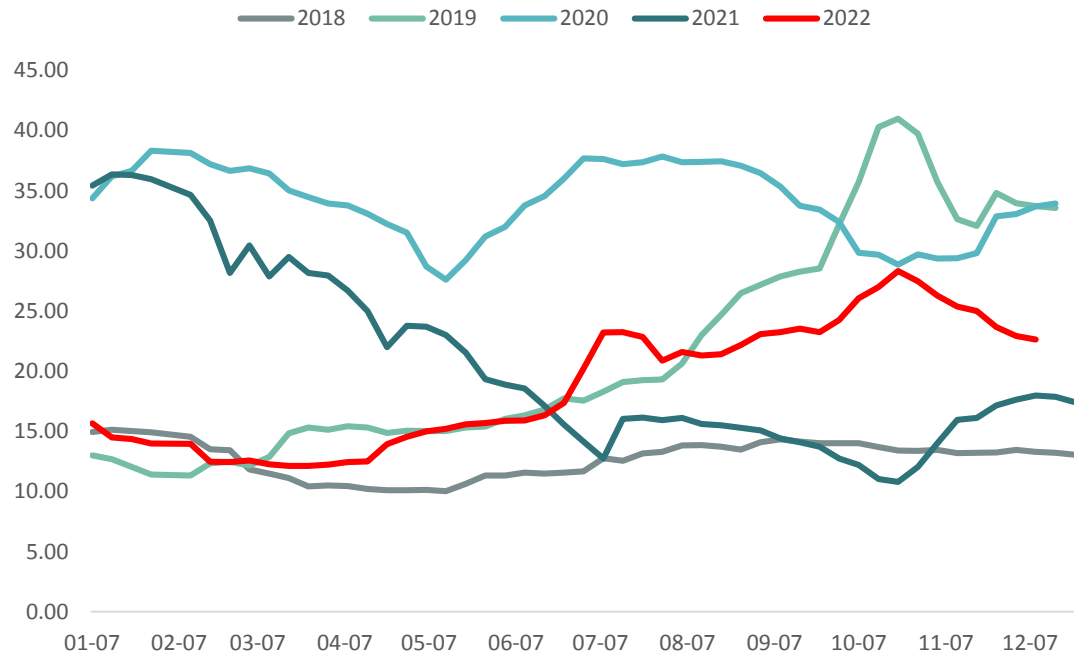




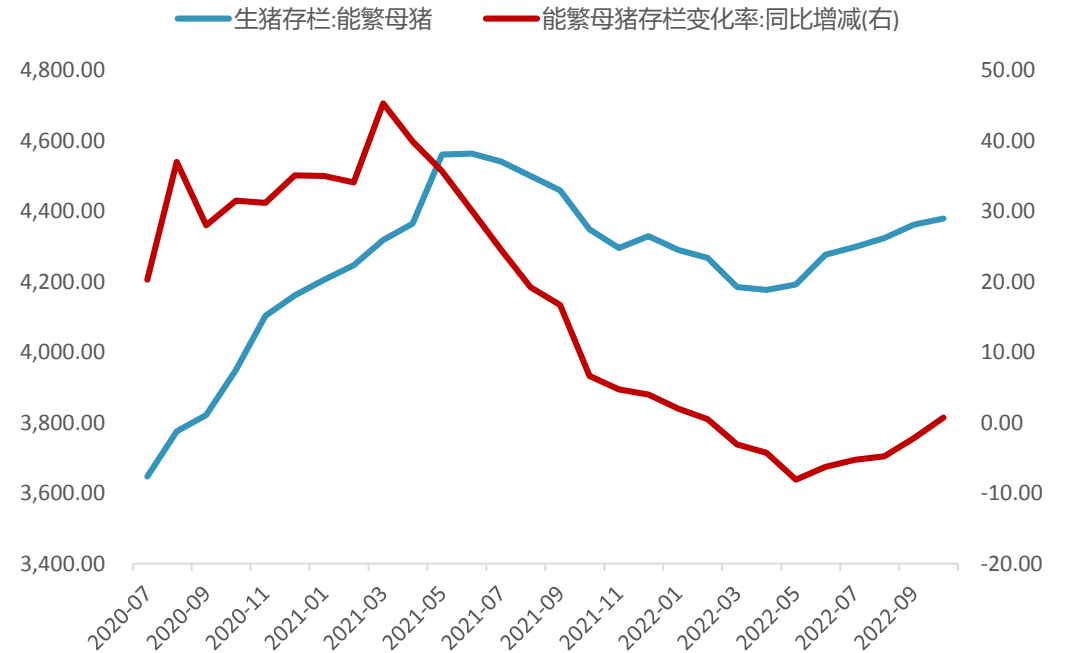
## 2.6.2、食品价格预期回升

- 食品项中影响最大的是猪肉价格，我们预期明年猪肉价格前低后高，温和抬升。
- ①前期一致性预期过强下集中性供给增加，旺季需求不及预期引发养殖户持续抛售，猪价持续下行。短期来看，疫情形势严峻下，年前需求提振有限，养殖端出栏压力仍偏大，预计整体猪价反弹动力可能不足大概率维持偏弱态势。
- ②对于年后猪价，产能恢复带来的供给增加将逐步兑现但增幅相对平缓压力尚可，需求季节性变化由淡转旺，预计上半年一季度猪价可能继续承压，二季度价格将有所回升，下半年供需情况进一步好转下，猪价重心可能有所上移，全年来看价格中枢可能在成本附近17元/公斤。

图：猪肉价格出现回落



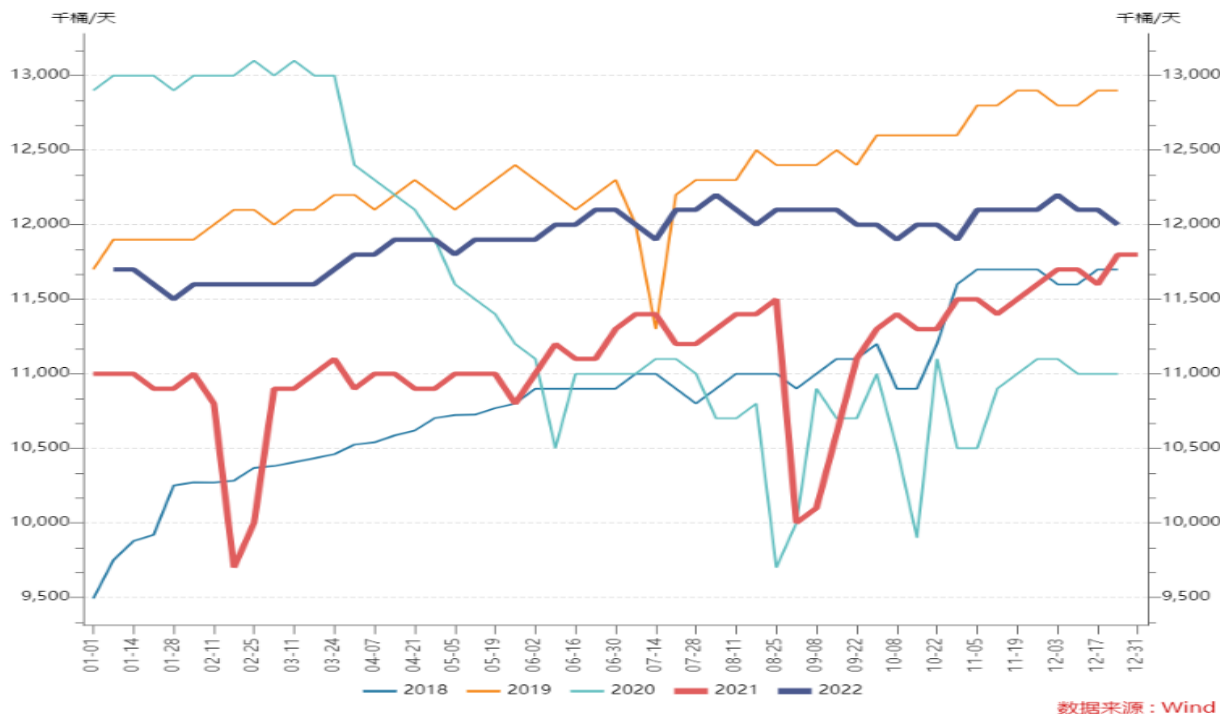
图：能繁母猪同比回升



## 2.6.3、能源价格预期走弱

- 非食品项中影响最大的是能源价格，我们预期明年原油价格前高后低。
- ①美国经济衰退逐渐兑现，将使得原油需求大幅下滑，全年原油中枢低于2022年。②俄乌局势尚不明朗，俄罗斯原油出口节奏变化将影响原油价格出现波动。③美国原油产量维持高位，当前资本开支意愿下滑，明年产能提升或有限，再叠加油价下跌后OPEC存减产预期，预期明年原油供需仍存平衡格局。

图：美国原油产量高位



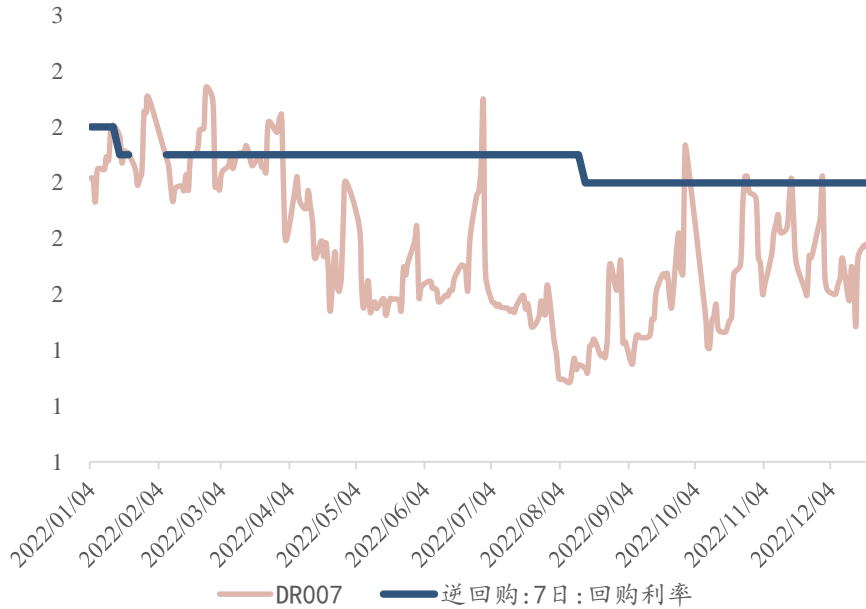
图：完工油井基本持平



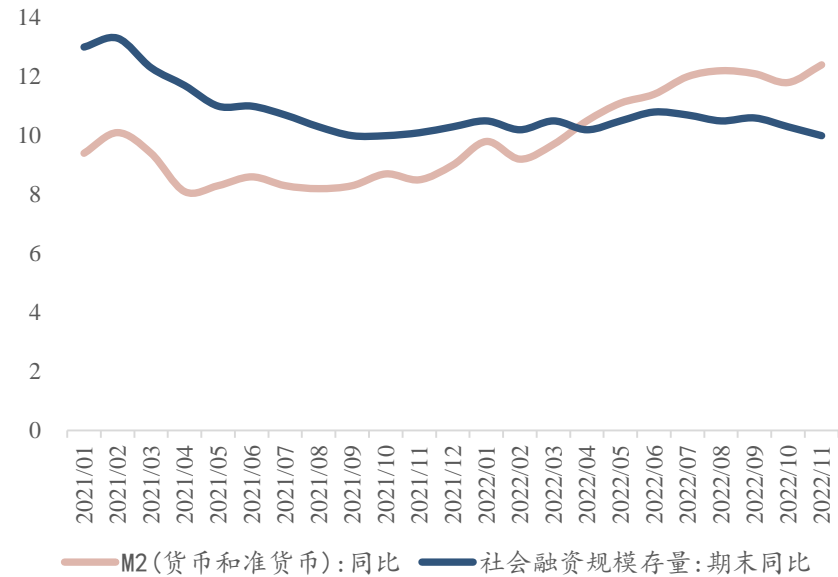
# 2.7.1、狭义流动性宽松+广义流动性分化

- 2022年流动性整体情况可归纳为狭义流动性宽松，广义流动性方面M2强势，社融偏稳。
- 2022年4月开始，实体经济受疫情、地产停贷断供等事件影响明显回落，流动性淤积在银行体系，银行体系对流动性的需求明显下降。DR007中枢单边下行，明显低于7D OMO利率。
- 广义流动性方面M2和社融剪刀差走阔，主要是由于今年货币政策偏松但实体经济融资需求较弱，银行可配资产供给不足出现结构性资产荒，从而加大对金融同业的投资，这项数据单边影响M2。
- 受此影响全年资金市场利率维持历史低位，是债市延续牛市行情的重要因素。

图：DR007明显偏离政策利率



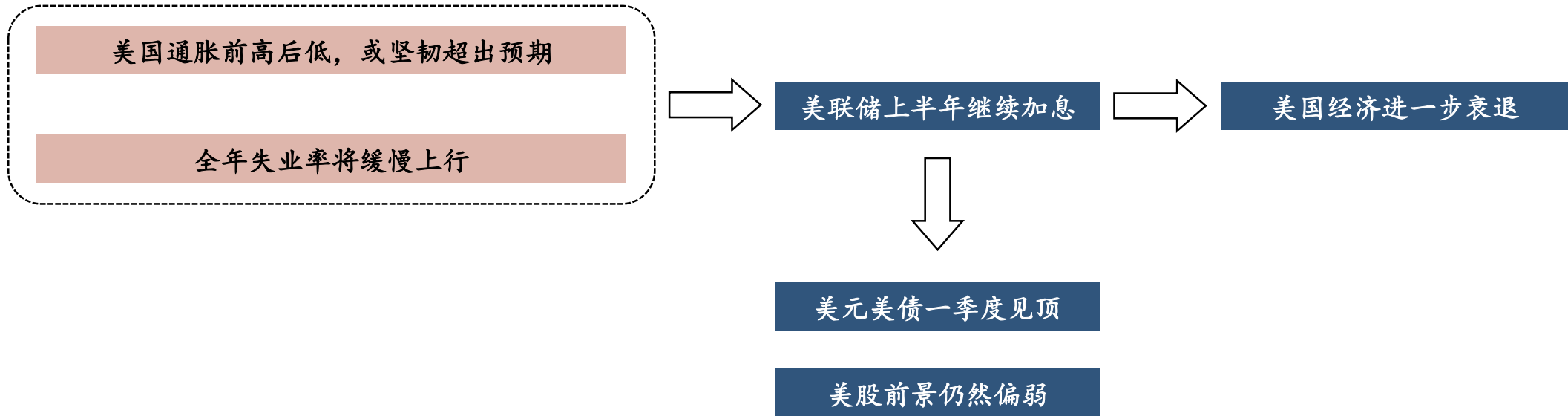
图：M2与社融剪刀差



- 我们认为2023年狭义流动性可能出现先维持宽松后逐步收紧的态势，收紧时点和速率受经济恢复进程影响，但不存在大幅度宽松基础，对债市而言利多已经释放。
- **短期来看**，根据前文分析国内在明年一季度前将面临第一波感染潮冲击，疫情仍然会约束居民社交半径和消费回暖速度。而地产端政策传导至投资端需要1-2季度时间，同时需求端政策支持力度也需要继续观察。综合来看短期实体经济仍会偏弱，这决定了银行间体系的狭义流动性需求仍将偏低，DR007大概率处于政策利率下方。
- **中期来看**，参考海外日韩台等国家的疫情放开进程，防疫政策优化调整打开居民消费、出行约束是一个趋势，只是能否恢复至疫情前水平需要考虑本国经济周期和政策等因素。此外地产纾困政策保主体，行业逐渐回暖也是一个趋势，这两个变化有助于融资需求的恢复，提高货币政策传导效率，所以我们认为22年流动性大量淤积在银行体系的现象将有所缓解。

2

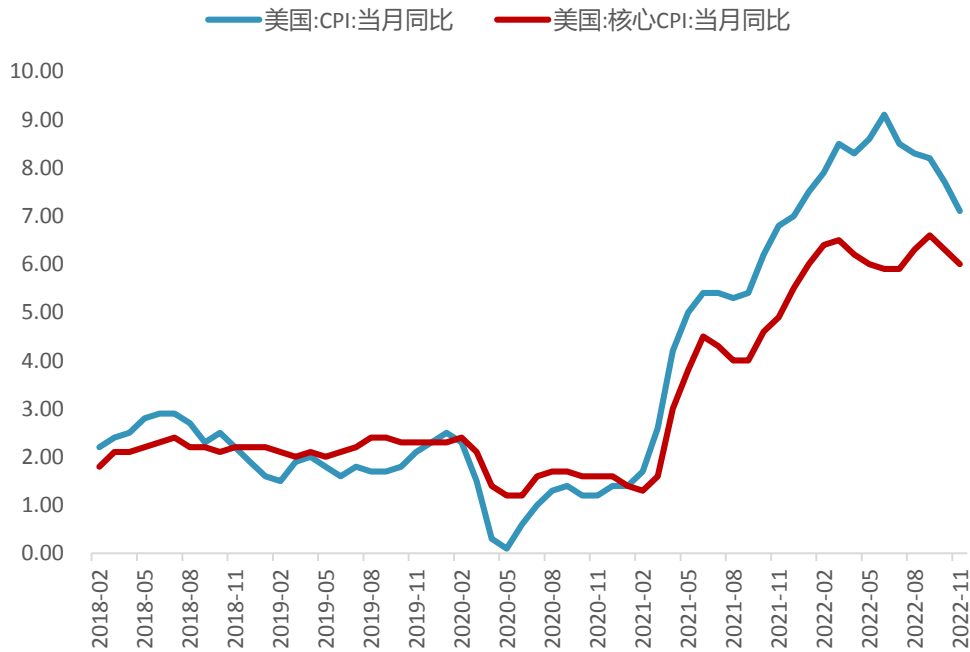
# 海外环境



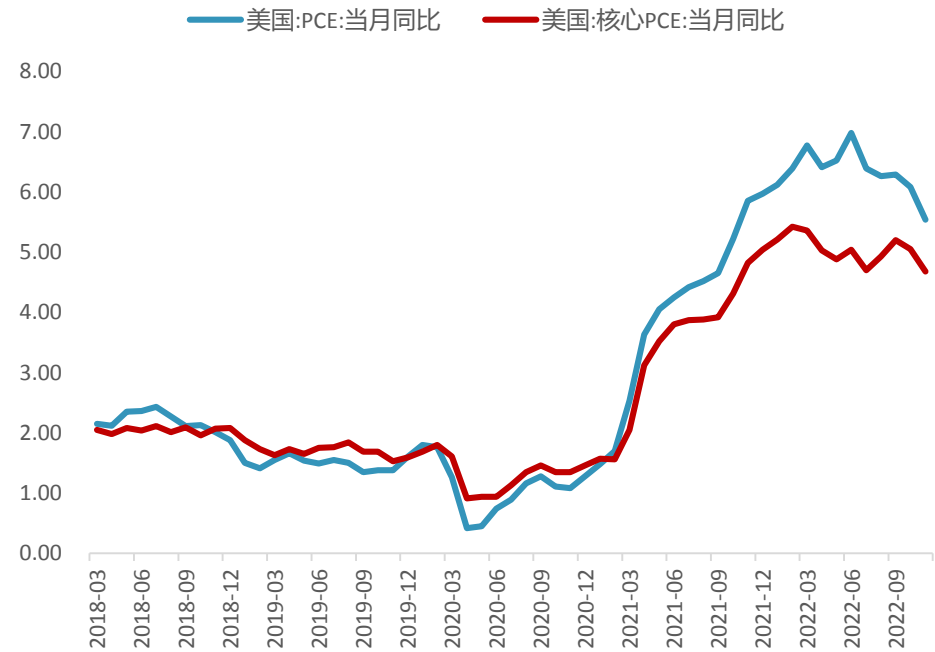
# 1.2.1、通胀预期前高后低

- 2022年美国的CPI以及PCE价格指数均在6月见顶后回落，而更为重要的核心价格指数回落幅度远小于非核心指数。
- 我们预期美国核心通胀在明年一季度将仍然维持坚挺，或将超出市场预期，而随后随着高基数效应以及美国实际需求的下滑，美国通胀将再度见顶回落。全年通胀节奏可能出现前高后低的格局，同时最高不会超过2022年的顶点，最低也无法达到2%的政策目标。通胀下滑仍然是一个长期的趋势。

图：美国CPI与核心CPI持续下行



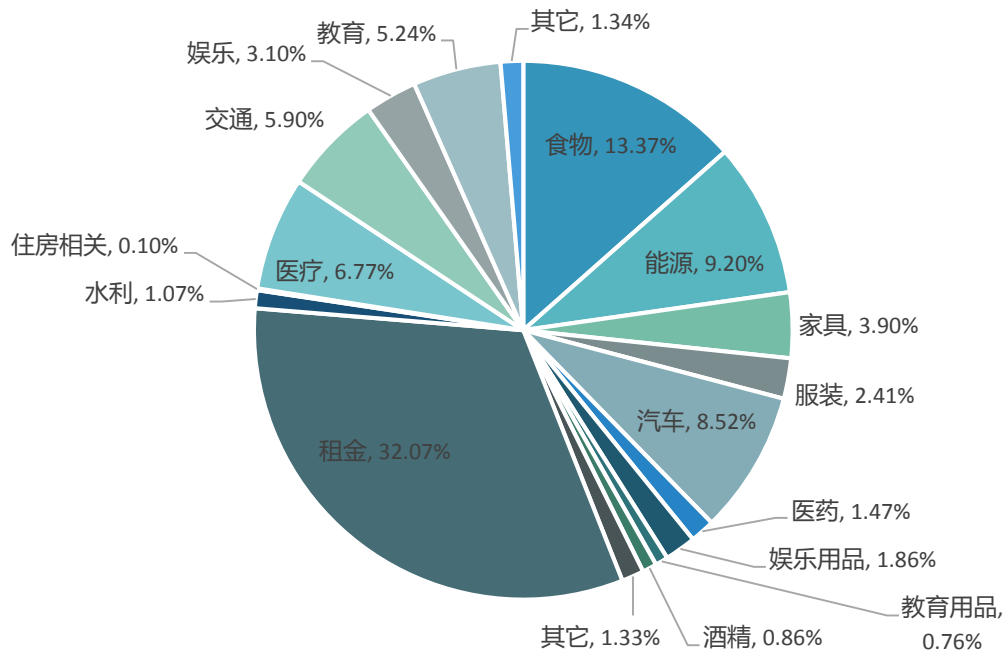
图：美国PCE与核心PCE同样回落



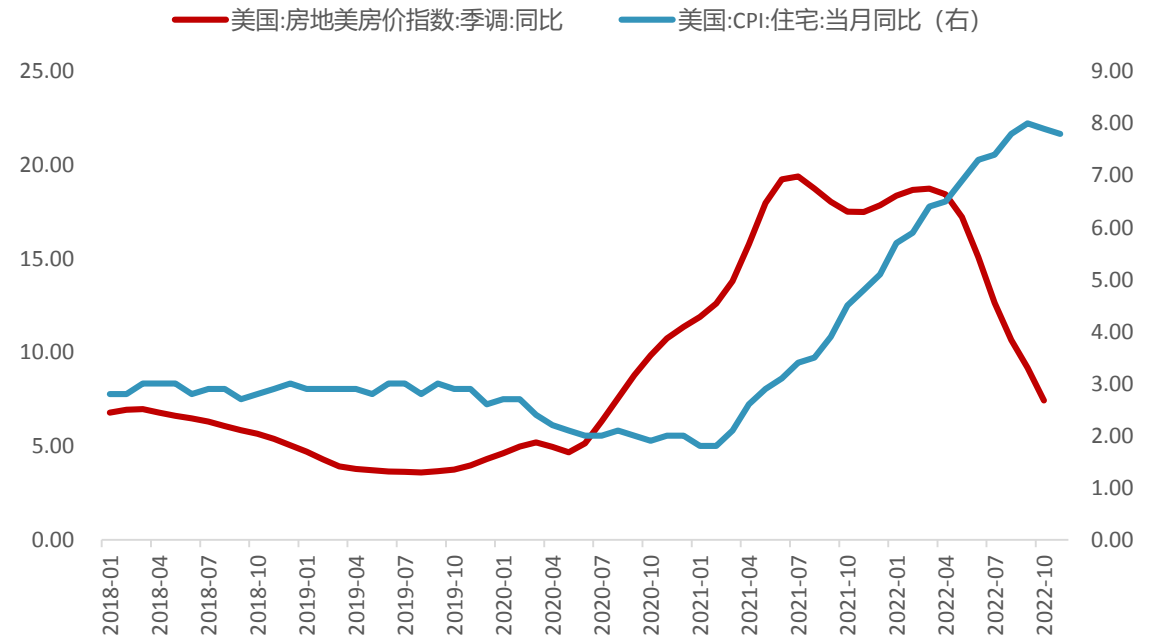
## 1.2.2、核心服务仍具韧性

- 美国通胀权重主要分为四大块，食品、能源、核心商品和核心服务，分别占比13.4%、9.2%、21.4%和56%。其中核心服务中租金以32%占比为最重。当前美国通胀自2022年6月见顶后回落，主要以能源、交通相关分项以及高科技产业回落为主，**核心商品和服务价格实际上仍然较为坚挺。**
- 核心价格中，医疗、服装、娱乐项目在三季度以后也出现小幅回落，但整体回落幅度尚且不大，而其中房租价格最为坚挺，目前据高点仅回落0.2%。这主要是因为美国CPI中房租以续租价格为主，这与ZORI代表的新租价格指数或以房地美、标普为代表的房价指数将形成显著的滞后关系。在以往的房价-房租周期中，房租往往滞后于房价15-37个月。即使本轮周期加快，可能最早也将滞后一年时间，即2023年4月见顶的概率较大。

图：美国CPI权重中核心服务占比达56%



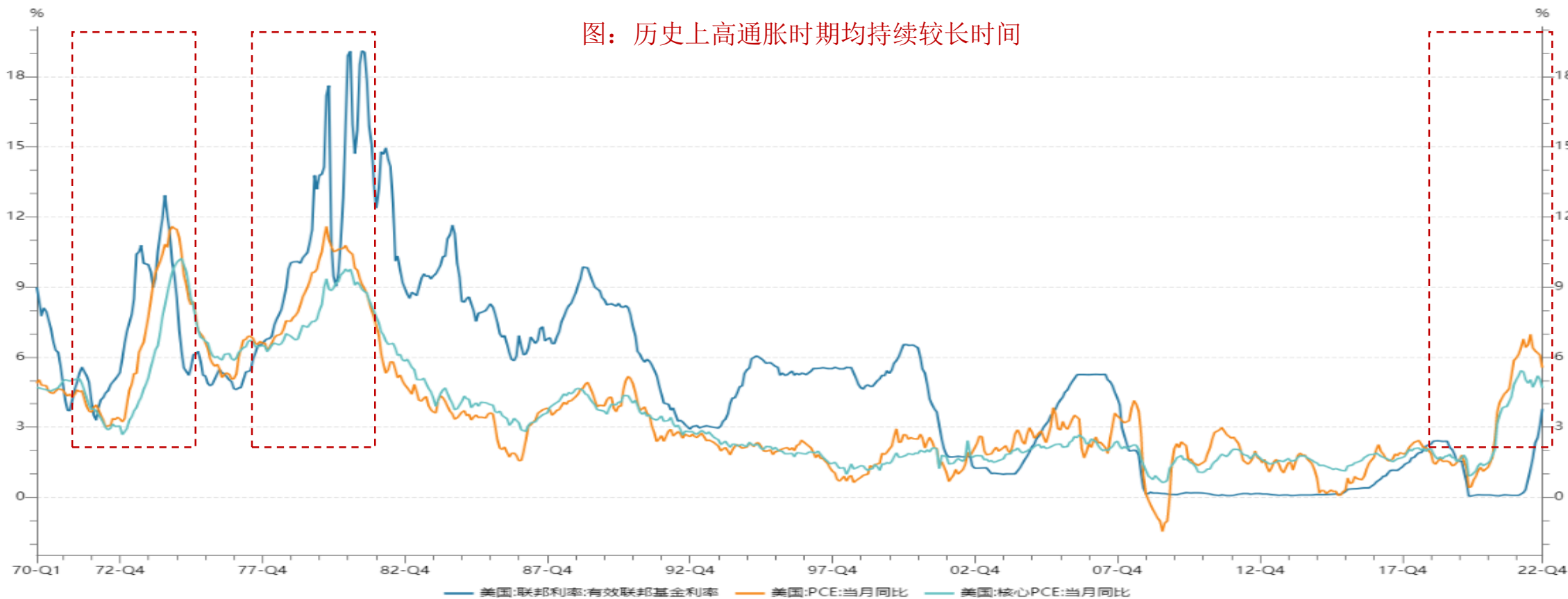
图：房租滞后于房价变化





## 1.2.3、高通胀或难以快速消化

- 70年代以后核心CPI在4%以上时期统计：①1973年8月至1976年12月，其中上行19个月，下行22个月。②1977年1月至1985年11月，其中上行47个月，下行60个月。③2021年10月至2022年11月，至今已经14个月。
- 高通胀时期并不会因为高基数而迅速走低，还是需要看内生通胀因素变化，70-80年代两次持续时间均比较长。而且当时的货币政策均发生了经济衰退压力下过早放松，结果通胀反弹，最终被迫二度紧缩的过程。本轮通胀与加息周期同样需要警惕顽固性高通胀的危险。

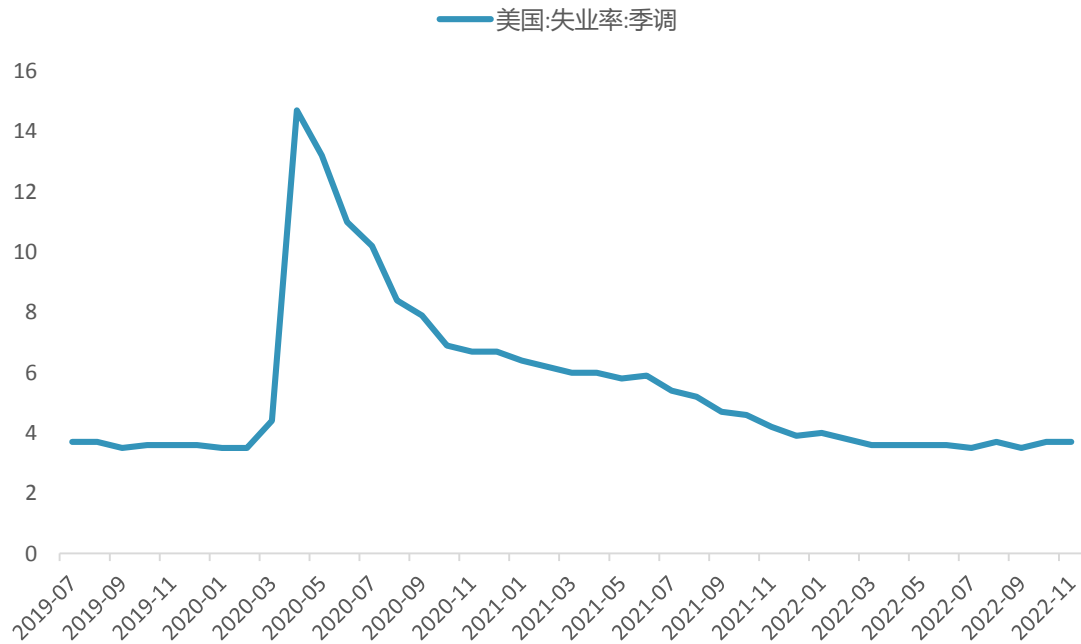


数据来源：Wind

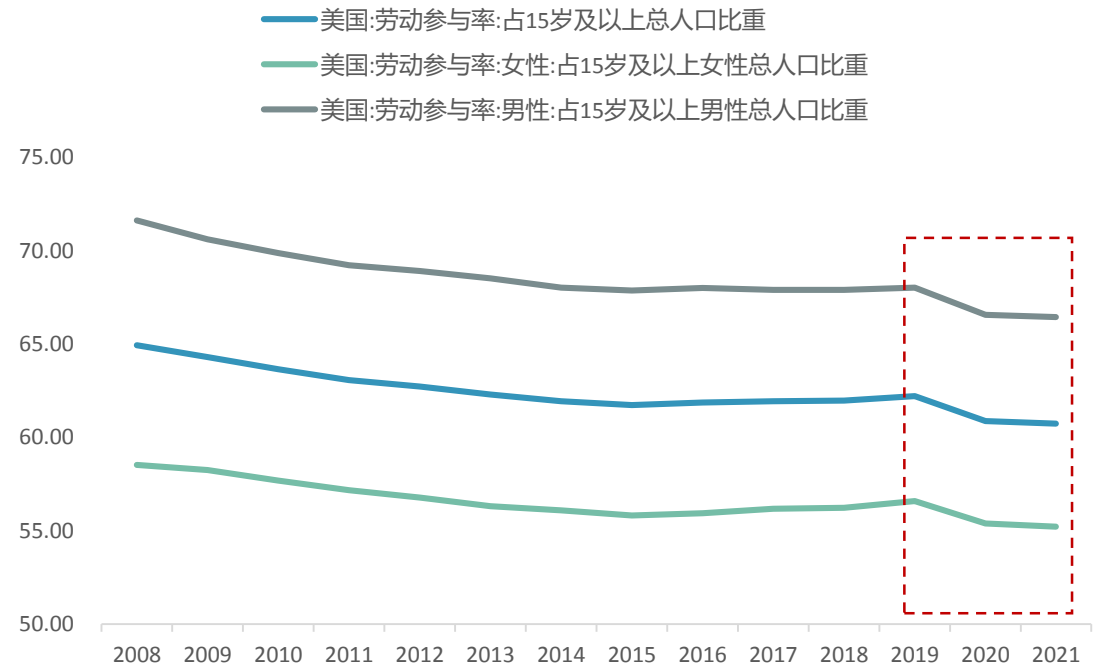
# 1.3.1、供给冲击下美国就业市场偏强

- 2022年以来美国失业率维持在3.5%-4%之间，处于历史低位水平。失业率维持低位的原因主要为劳动力供给不足，劳动参与率自2020年疫情以来快速下滑，近乎跌破60%水平。
- 造成供给冲击的原因可能有以下几方面：  
①**人口老龄化与提前退休**。美国65岁以上老年人劳动参与率大幅下滑，表明婴儿潮一代人正在进入退休年龄。同时不少老年人因为担心新冠疫情冲击选择提前退休规避风险。  
②**长期新冠影响深远**。美国至今累计感染新冠人数超过一亿人，其中可能有超过1600万人产生长期新冠后遗症，对工作生活产生影响。  
③**政府补贴下劳动意愿降低**。虽然2021年9月大多数州结束发放失业补助金，但当前不少州政府开始发放通胀补助金，使得居民能够在不工作的情况下仍然获得不错的收入。

图：2022年美国失业率维持低位



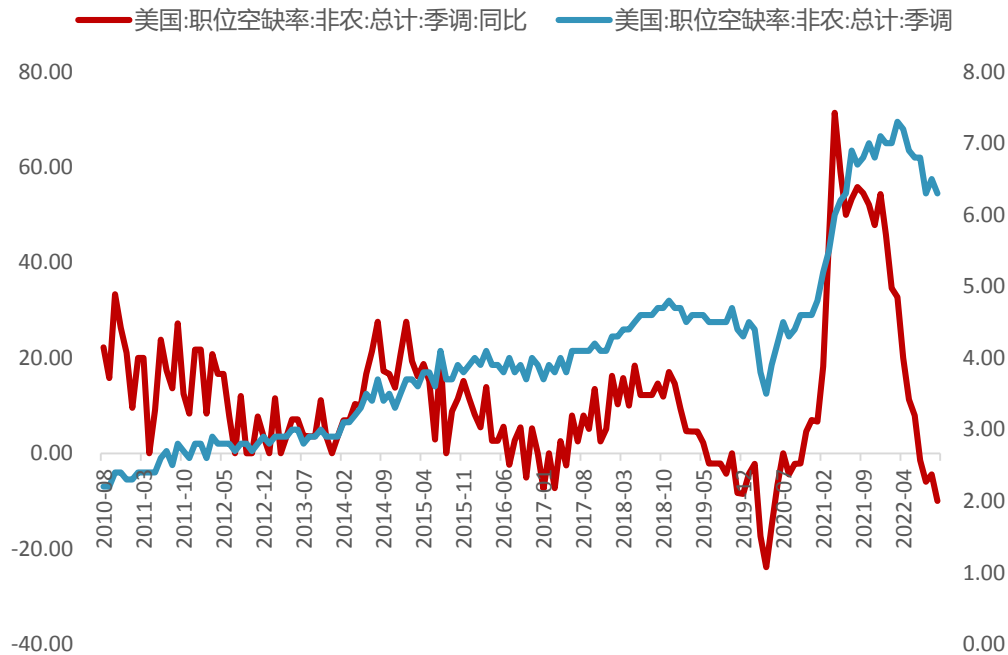
图：美国劳动参与率持续下降



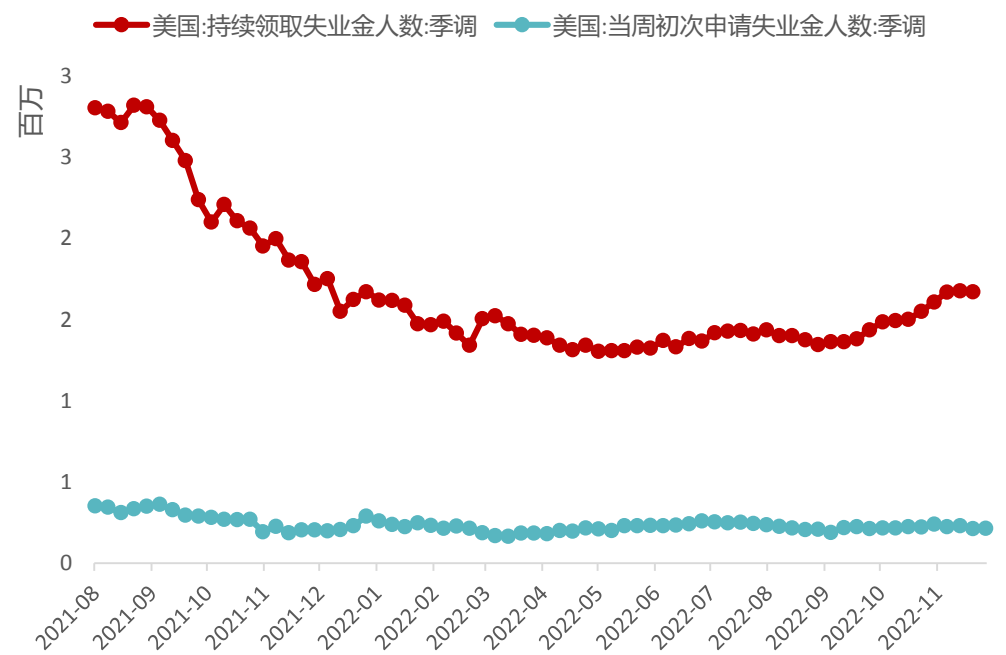
# 1.3.2、美国就业市场边际转弱

- 虽然当前美国就业仍然偏强，但其中已有边际转弱迹象：
- ①非农职位空缺率已从高位下滑。自2022年4月以来持续回落，其同比数据已降至-10%，表明边际上职位空缺正在减少。
- ②续领失业金人数增加。2022年前三个季度续领失业金人数约在130万人左右，但自9月份以来出现明显回升，至11月已多增30万人。
- ③美联储最新经济预期显示，2023年美国失业率或将升至4.6%的水平。

图：美国非农职位空缺率同比大幅下降



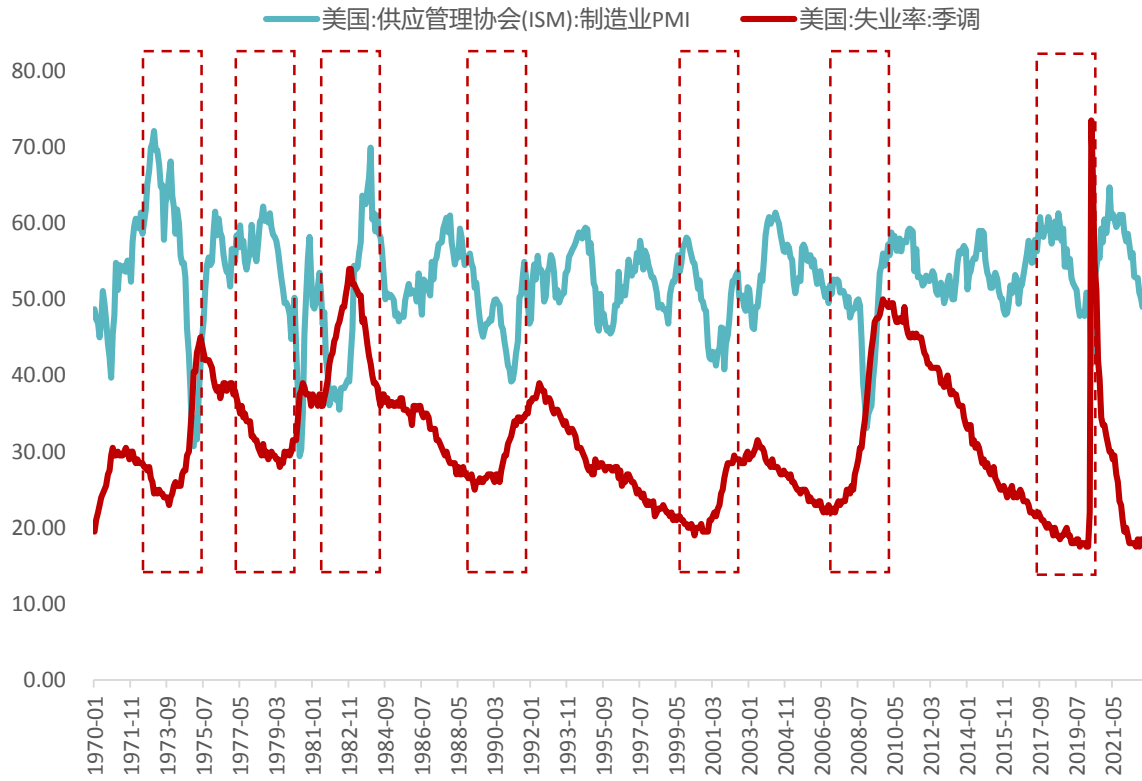
图：9月以来持续领取失业金人数已上升近30万人



# 1.3.3、历史上PMI与失业率的关系

- 1970年以来7次失业率回升时制造业PMI的情况如下：
  - ①失业率上行后一年内平均上行1.8个百分点。②制造业PMI多数时期已经自一年前高点下滑，多数至略低于荣枯线位置。③制造业PMI未来一年还将继续下滑至30%-40%的历史低位区间。
- 2022年11月失业率为3.7%，制造业PMI刚跌下荣枯线至49%，比前一年下行12.1个百分点，下行幅度已经超过前七轮。在此带动下，明年失业率或出现明显上行。

图：失业率回升往往滞后于PMI下滑



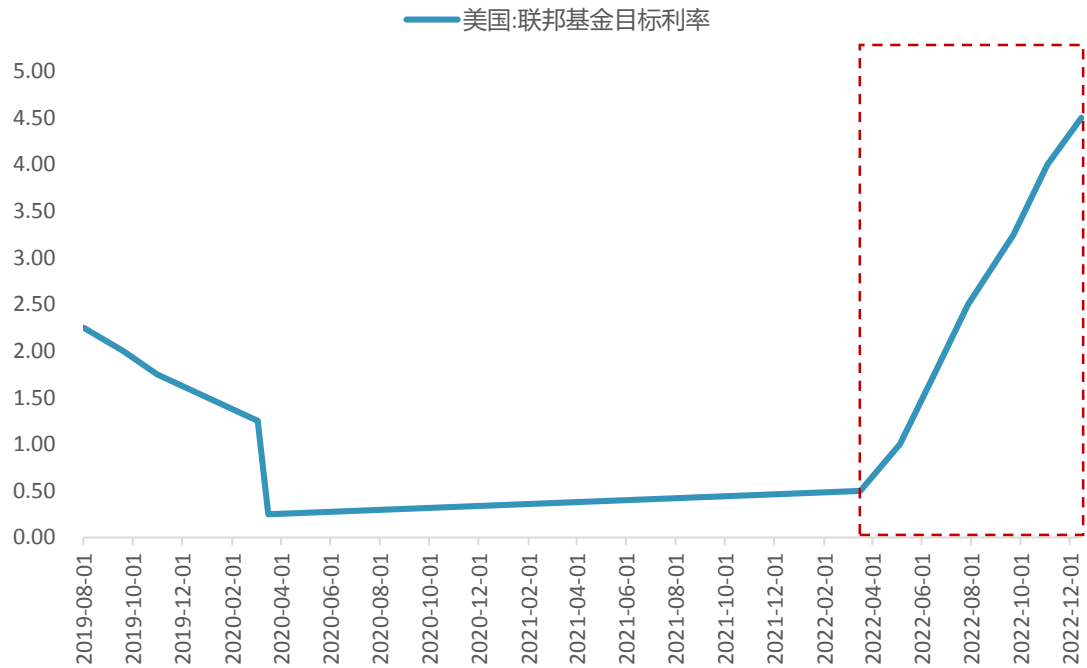
图：平均失业率一年上升1.8%，制造业PMI略低于荣枯线

	开始日期	失业率	一年后	Δ失业率	制造PMI	一年后	ΔPMI	一年前	ΔPMI
第一轮	1973.11	4.8%	6.6%	1.8%	68.1%	37.9%	-30.2%	69.90%	-1.8%
第二轮	1979.6	5.7%	7.6%	1.9%	52.7%	30.3%	-22.4%	60.50%	-7.8%
第三轮	1981.8	7.4%	9.8%	2.4%	48.3%	38.3%	-10.0%	45.50%	2.8%
第四轮	1990.4	5.4%	6.7%	1.3%	50.0%	42.8%	-7.2%	52.20%	-2.2%
第五轮	2000.10	3.9%	5.3%	1.4%	48.7%	40.8%	-7.9%	57.20%	-8.5%
第六轮	2007.12	5.0%	7.3%	2.3%	49.0%	33.1%	-15.9%	51.40%	-2.4%
第七轮	2020.3	4.4%	6.0%	1.6%	49.1%	64.7%	15.6%	55.30%	-6.2%

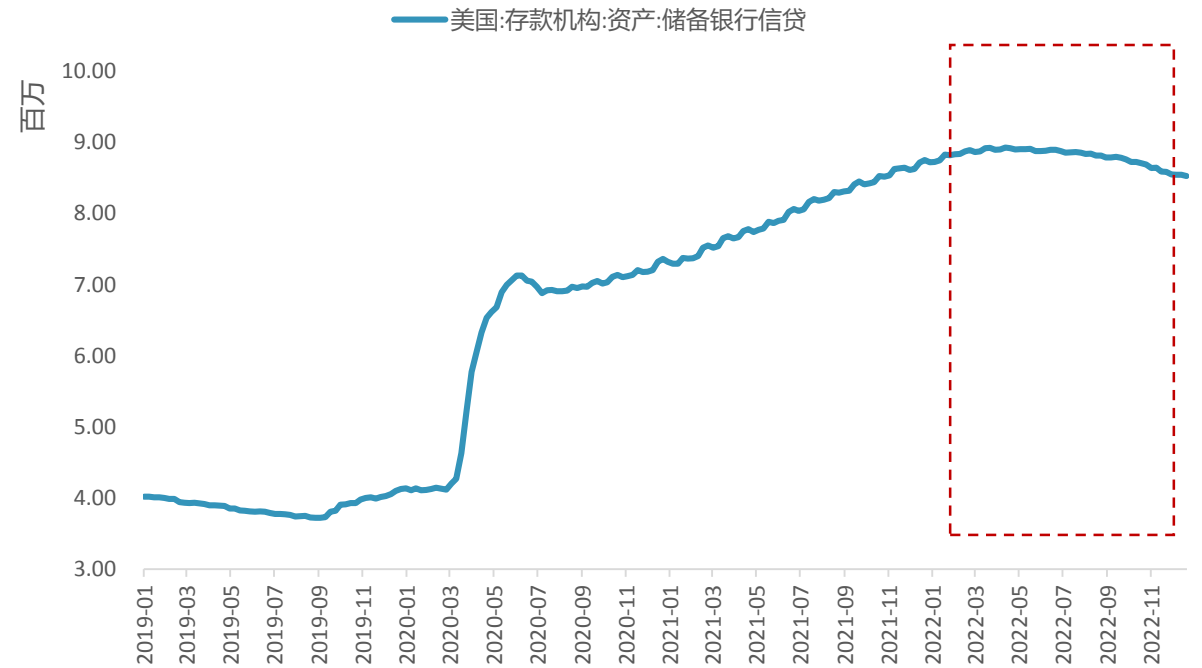
# 1.4.1、美联储货币政策

- 2022年1月美联储态度转向，3月开始正式加息，全年7次加息，联邦基金目标利率自（0-0.25%）上升至（4.25%-4.5%）。本轮加息速度堪称史无前例，一年内加息425个基点。
- 我们预期2023年一季度将延续本轮加息步伐，同时在核心通胀尚未回归正常时不会过早开始降息。

图：美联储2022年加息425bp



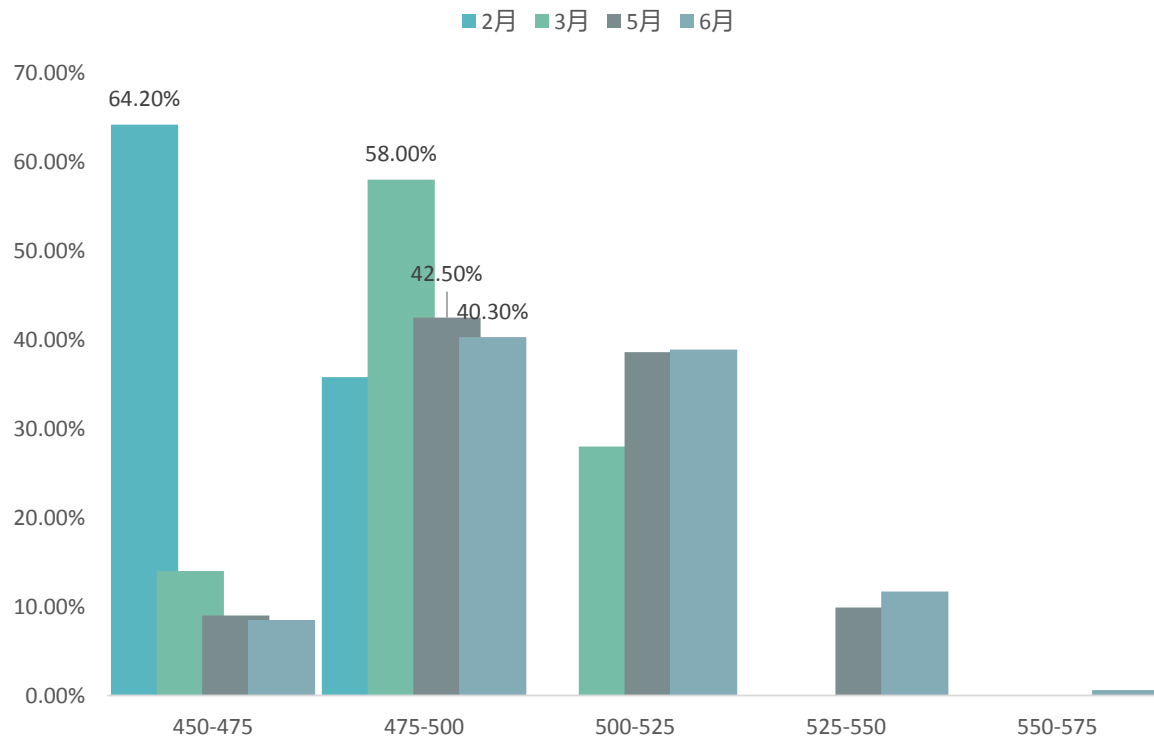
图：美联储缩表进程持续



## 1.4.2、当前加息预期

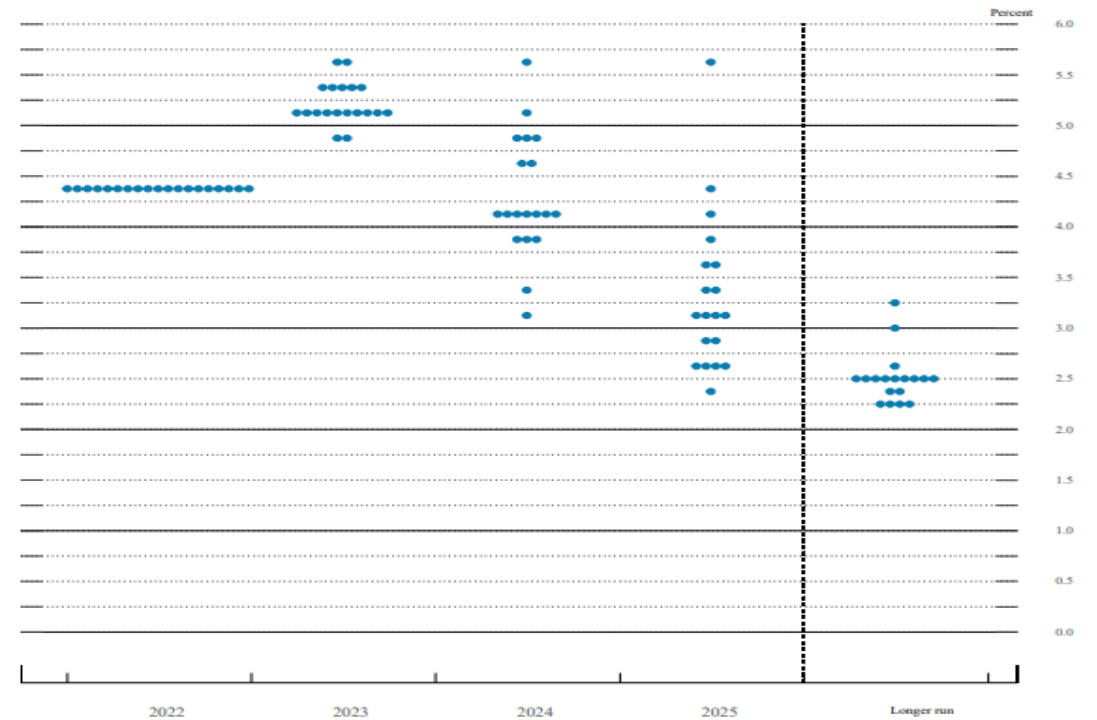
- 当前联储观察工具显示的市场加息预期与美联储12月点阵图显示的加息预期存在较大的差距。
- 联储观察工具显示，2月会议将大概率加息25bp至450-475，3月会议将继续加息25bp至475-500。但5月和6月不加息的概率略大于继续加息的概率，所以本轮加息高点可能达不到5%的水平。但美联储12月点阵图显示，19位官员中有17位认为2023年联储目标利率应在5%以上。
- 这个市场与美联储的预期差可能反映出当前市场对于美国通胀过于乐观的预期，或在明年一季度出现反转。

图：下四次会议市场预期为加息25，25，0，0



图：美联储12月点阵图预期2023年大概率加息至5%以上

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



# 1.4.3、联储官员态度

- 当前美联储官员中性观点普遍认为需要观察经济数据来决定加息步伐，偏鹰派主要关注高通胀的压力，偏鸽派主要关注经济衰退的压力。
- 2023年票委换届，目前来看新上任的四位票委相比2022年的票委鹰派程度有所降低，但整体12位票委仍以中性或偏鹰派居多。

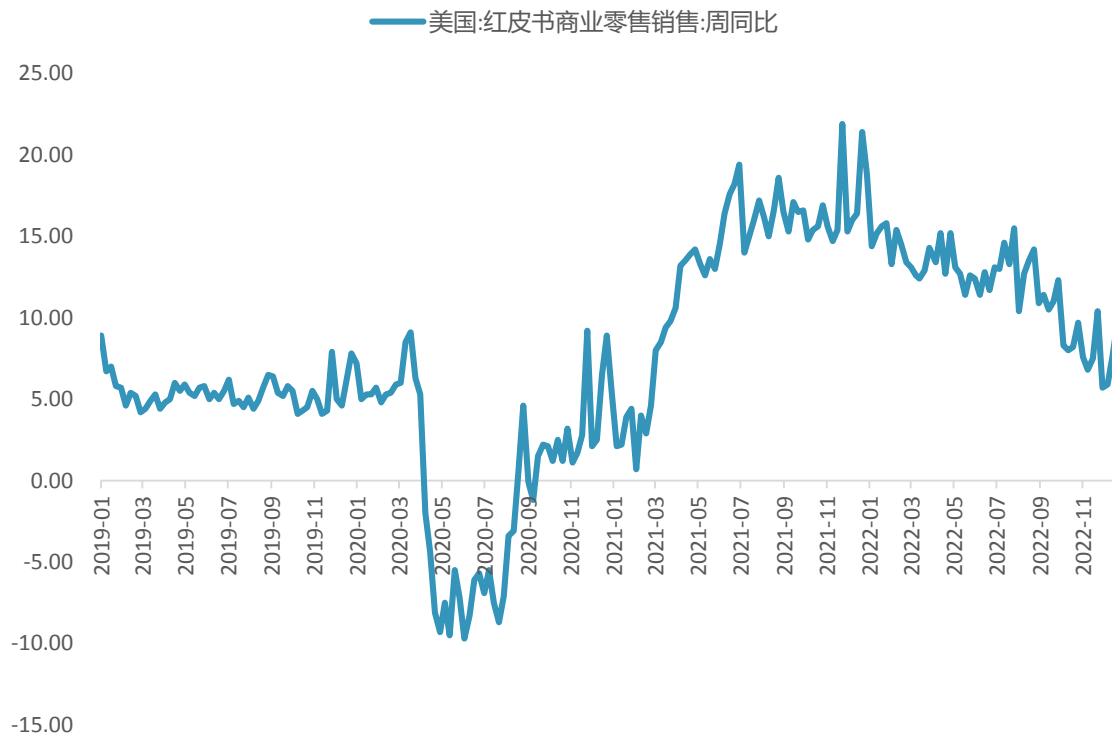
图：美联储官员对于货币政策近期表态

职位	名字	日期	态度	纽约	威廉姆斯	12月17日	不需要超过6%的联邦基金利率，美联储加息幅度可能超过终端利率预期。
主席	鲍威尔	12月15日	美联储预计持续加息的行动有助于将通胀率恢复至2%的目标。他还指出，预计2023年不会降息，而明年2月会议上宣布的加息幅度将取决于经济数据	圣路易斯	布拉德	11月30日	美联储将需要将利率提高至5%-7%区间底部；美联储将继续加息到2023年；市场低估了风险，美联储可能更加激进；最好尽快达到目标利率；重申需要进一步加息来遏制通胀，她对利率峰值的预期不受近期经济报告的影响。
副主席	布雷纳德	11月15日	美联储目前的确很关注核心通胀率数据。恰当的做法是尽快放缓加息步伐。紧缩政策的实施需要时间，因此把加息步伐调整到更谨慎的速度是有意义的。迅速收紧政策会导致经济出现溢出效应。	波士顿	科林斯	11月19日	美联储面临的“真正挑战”是避免过早停止加息，否则这之后将需要恢复加息，在不出现经济衰退的情况下降低通胀可能是不可行的
副主席	巴尔	11月16日	目前通货膨胀太高了，将看到经济大幅放缓。美联储致力于物价稳定。将会看到失业率有所上升，但不确定失业率会上升到什么程度。美联储依赖数据行动，而就业一直是我们关注的指标之一。	堪萨斯	乔治	11月16日	恢复物价稳定是美联储的首要任务，将使用所有工具来实现这一目标；劳动力需求仍旧超过供给；在多数行业，工资增长仍落后于通胀的上升
理事	鲍曼	12月1日	虽然美联储可能很快就会放缓加息步伐，但通胀依然很高，美联储政策需要在一段时间内保持足够的限制性才能让通胀降下来，预计终点利率可能会略高于9月预测的4.6%。	克利夫兰	梅斯特	11月23日	即使未来几个月的通胀增速继续超出预期，考虑到美联储已经将利率升到这么高的水平，现在也是时候开始放慢加息速度了。
理事	库克	12月1日	美联储在未来加息时应谨慎地采取“小幅度”加息；美联储加息的幅度取决于经济的反应；美联储已经采取了强有力的措施来控制通货膨胀；利率敏感的经济领域受到美联储加息的影响；通胀仍然过高，美联储的主要关注点仍是降低价格压力；看到通胀数据改善的早期迹象。	芝加哥	埃文斯	11月10日	只要我们持续且有意义地推动通胀回落，我认为可以在必要时暂停加息。从政策角度来说，与其冒险过度紧缩，还不如在适当的时候暂停加息。”
理事	杰弗森	10月4日	降低高通胀是美联储的首要任务，为此可能需要一段时间内经济增长疲软。货币政策需要时间充分发挥影响，而以我在FOMC的短暂经历看，美联储已经为解决通胀上升问题大刀阔斧地行动，我们致力于采取进一步的必要步骤。	费城	哈克	11月16日	政策制定者正努力实现美国经济软着陆，但不会在遏制高通胀方面退缩。12月加息50个基点或75个基点均在考虑之列，但不排除其他选项。
理事	沃勒	11月17日	我们看到了一些抑制需求的进展，但还不够；加息50个基点仍将是紧缩政策的体现；最近的数据让我对12月加息50个基点的想法更为放心；我们还有一段路要走，明年还需要提高利率。	明尼阿波利斯	卡什卡里	11月11日	美联储将可能很快放缓加息，但这并不意味着美联储将实施宽松的货币政策。通胀率仍远高于美联储设定的2%长期通胀目标。
				达拉斯	洛肯	11月10日	美国经济可能将进入劳动力供应长期受限的时期，这可能会继续给通胀带来上行压力，企业必须花更多钱来吸引和留住劳动力。
				里士满	巴尔金	12月3日	预计将需要更多的加息。衰退不是必然的，美联储将尽可能避免衰退。
				亚特兰大	博斯蒂克	11月16日	美联储的政策行动有可能引发衰退，但这比高通胀根深蒂固要好。
				旧金山	戴利	11月22日	如果通胀没有降温，美联储可以至5%以上；在某些时刻，联储减缓加息步伐是合适之举；认为通胀已经见顶并正在降温还为时过早；

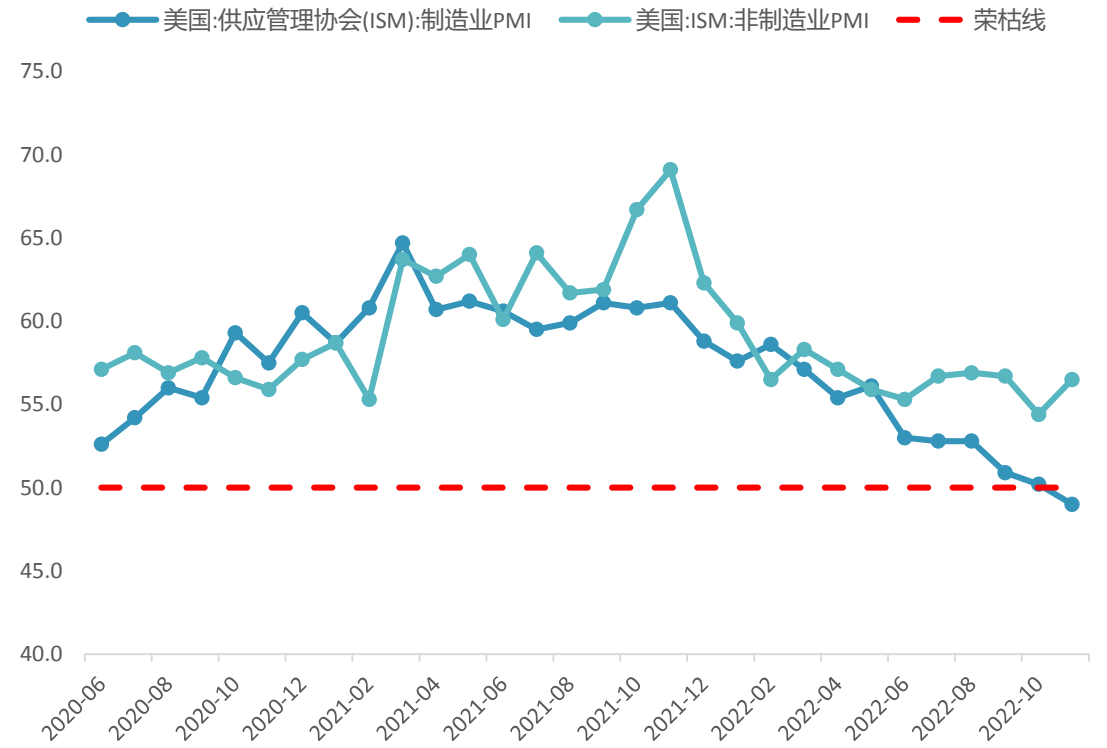
# 1.5.1、美国经济边际衰退

- 2022年美国消费、地产、景气指数等经济数据均出现边际放缓迹象。
- ①红皮书商业零售销售自18.8%回落至最低5.7%，边际放缓13.1个百分点。消费占比美国经济超过三分之二，2022年全年消费震荡走低表明美国整体内需正在下滑。②美国制造业PMI跌下荣枯线，非制造业PMI自高点回落，表明美国景气程度开始进入收缩区间。
- 2023年上半年美联储将继续加息，下半年也将维持限制性利率水平，预期经济数据将进一步衰退。

图：美国红皮书商业零售销售回落



图：美国制造业与非制造业PMI下滑





3

# 资产配置

### □ 资产配置建议：

- **债券：**美债利率一季度或二度冲高接近美联储目标利率，下半年则受经济衰退，美联储结束加息影响出现回落，全年利率前高后低。国债利率在经济触底回升的背景下中枢抬升，但经济修复动能有限且货币政策维持宽松，预期上行幅度不会太大。
- **股票：**股指趋势看涨，上半年侧重结构性，下半年侧重趋势性。技术上位于W型底的右侧，后续随着经济基本面的改善，会推动指数上行。上半年更多的是结构性行情，指数的波折或许会比较大。下半年关注随着企业盈利的修复以及相关政策的落地，将会带来趋势性行情。
- **商品：**海外经济陷入衰退，原油在需求继续下滑与OPEC减产的平衡下预期中枢价格仍将走弱。此外需关注俄乌冲突变化，与俄罗斯原油出口对原油价格影响。基本金属方面，预计在全球总需求放缓的背景下震荡下行。
- **黄金：**美债美元一季度回升将砸出黄金坑，二季度后美联储结束本轮加息或使得美债美元同步下行，或将开启黄金牛市，整体2023年黄金将极具配置价值。



本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。



[www.cnzsqh.com](http://www.cnzsqh.com)

**THANK YOU**

