

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	
生产总价值	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	6.7	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

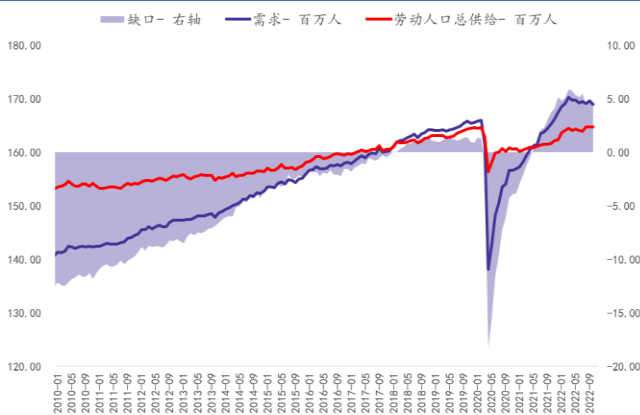
一、美国能否如期衰退？

(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。

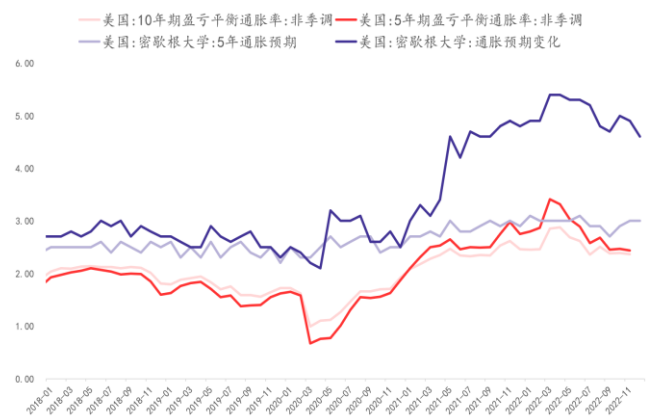
美联储主席鲍威尔表示，未来的不确定性导致当下无法对利率终点和衰退的时间和深度等问题做出明确判断，意在留出灵活空间。美联储预计的2023年末联邦基金利率终值为5.1%，比9月的4.6%增加50bps。19位委员中有17位认为利率终值应在5%以上。目前，市场预计美联储在2023年2月加息50bps，3月放缓至25bps，5月停止加息，利率终值5.00%-5.25%。降息要进一步关注劳动市场和经济衰退，可能在四季度甚至更晚出现。

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：

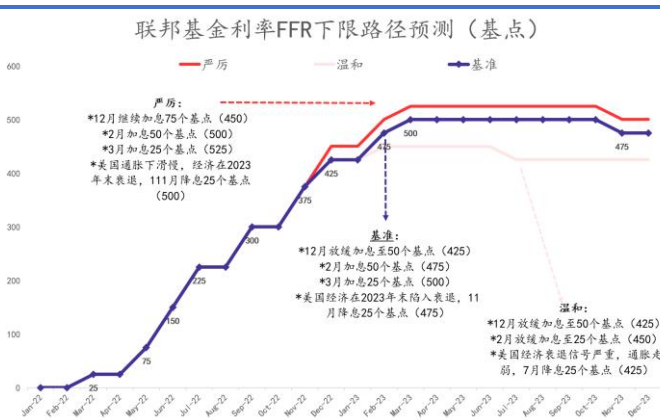
(1) 通胀率：在发言稿和答记者问中，鲍威尔均表示尽管通胀连续两个月超预期回落，仍然没有足够证据判断通胀是否会持续向 2% 的中长期目标靠拢。如果 2023 年的通胀连续保持 10 月和 11 月的回落斜率，那才有可能被视为持续向 2% 靠拢的证据。未来，核心通胀与 2% 目标的偏离程度仍会阻止美联储考虑降低联邦基金利率。我们乐观假设的 CPI 预测中，名义通胀有望在 2023 年下半年回落至 3% 以下，但核心通胀仍会在 3.5% 左右，这也不支持美联储在 2023 年末以前降低利率。

(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。

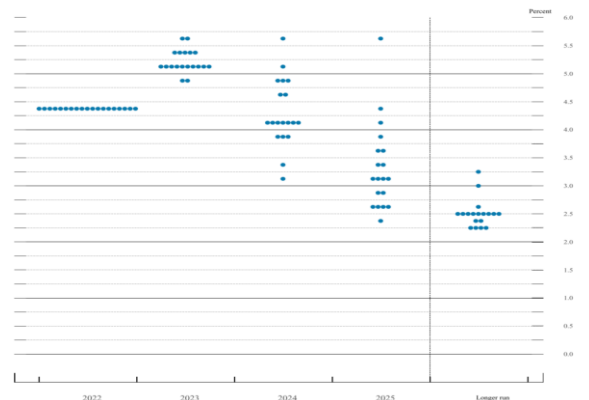
(4) 加息进度: 鲍威尔表示当前加息速度的重要性低于利率终值的位置和坚持不降息的时长, 但对这两个重要信息的表述都尽可能的模糊。综合判断美国实际利率在 2023Q1 之后有概率转正, 利率终值提高的可能较低; 但坚持不降息的时长难以判断, 就业率和经济景气度是关键变量。

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

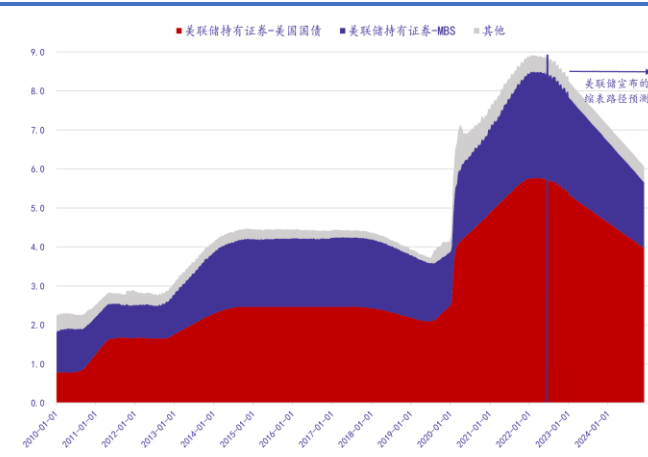
2. QT 继续按照计划进行, 银行间流动性有所改善

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

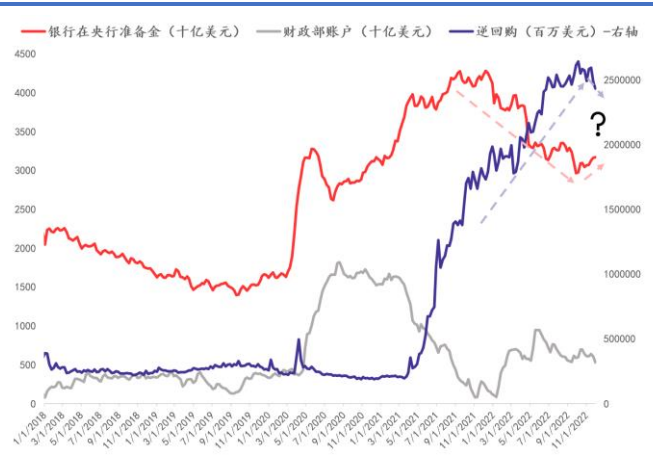
QT 的缩表对流动性的冲击有所减弱，这将减轻美国爆发金融风险的压力，不过 RRP 账户存款减少能否持续还需要观察。同时，QT 的继续仍在给美元指数提供支撑。

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

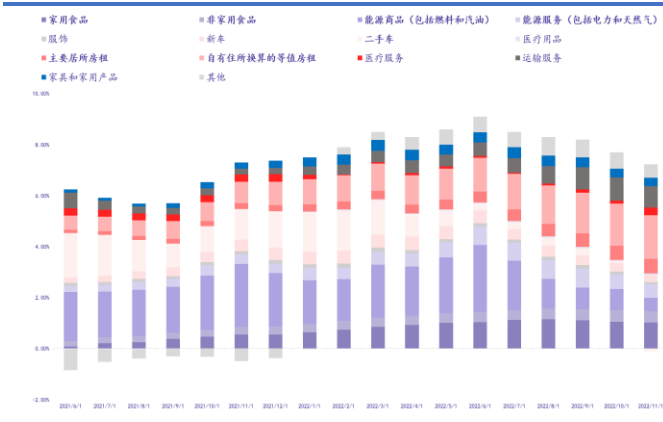
11 月 CPI 同比+7.1%（前值+7.7%），保持 6 月以来的回落趋势，核心 CPI 同比+6.0%（前值+6.3%）；11 月 PCE 同比+5.5%（前值+6.1%），核心 PCE 同比+4.7%（前值+5.05%）。

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。

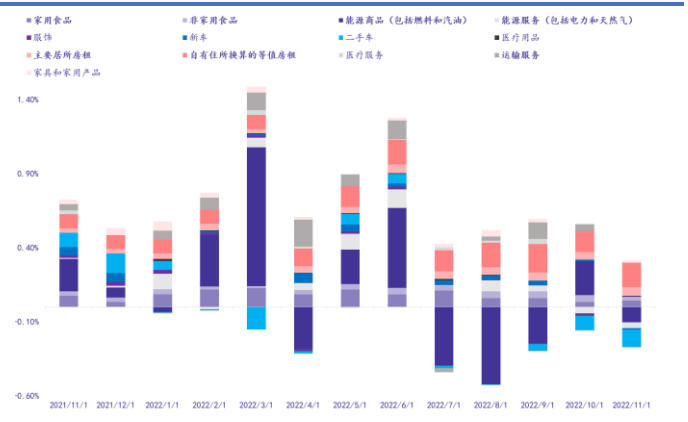
展望未来：由于 CPI 的基数在 2021 年 10 月之后快速抬升，在涨价压力放缓的情况下，同比增速在 12 月和 2023 年上半年继续大幅度回落的概率较高。不过，超预期的非农就业意味着核心服务的动力仍在，而居住成本的滞后效果也会继续提供支撑。2023 年，预计美国 CPI 同比增速可能在年中回落至 3% 左右，同时出现核心 CPI 增速更高的状况。

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

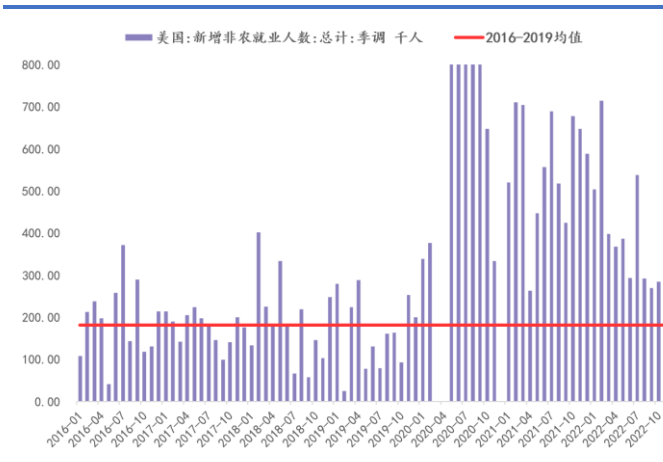
(三) 劳动力市场延续韧性, 工资仍在上升, 有助于维持消费

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。

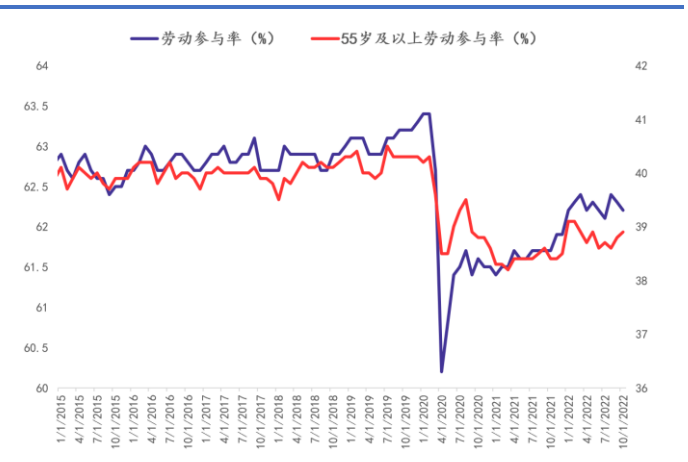
第二, 从目前的就业和工资数据看, 美国 2023 年上半年陷入衰退的可能较小。当前长期失业率为 4.4% 左右, 这也是美联储 9 月经济预测对 2023 和 2024 年失业率的预测值。从工资角度考虑, 当前美国劳动市场短缺问题难以解决, 同时居民资产负债表健康、超额储蓄充足等, 实际工资韧性意味着美国居民收入增速的稳定, 以及消费回落和经济衰退的延后。

图 12: 新增非农就业 (千人)



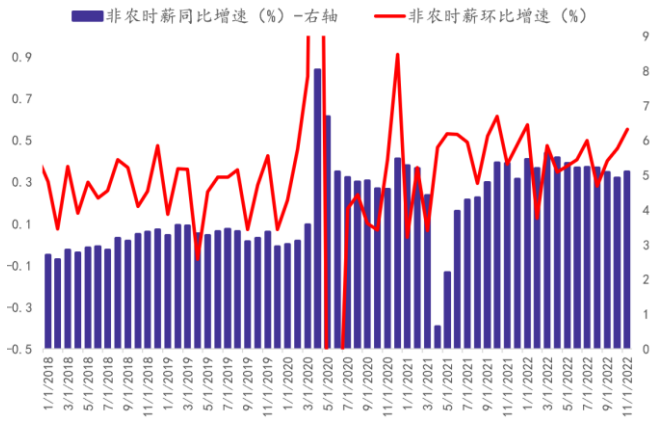
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 13: 劳动参与率再次下滑 (%)



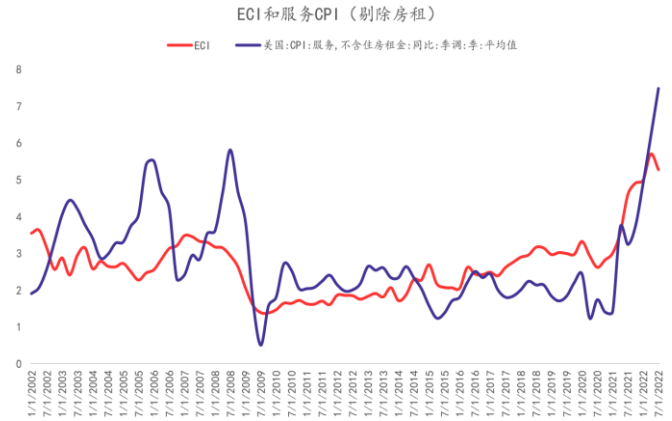
资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

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

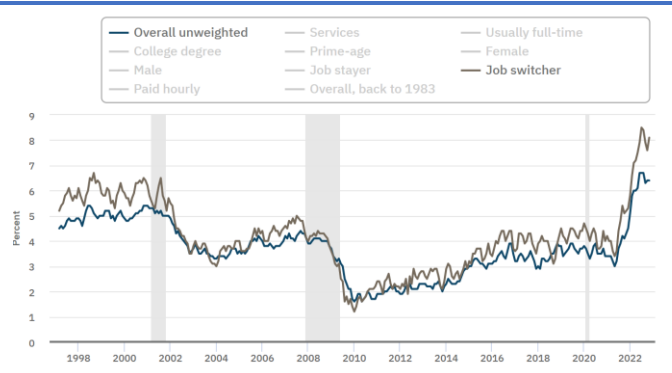
图 16: 非农就业和时薪情况 (%)

	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	32.8	32.5	32.4	-240.0	-858.0	478.0	
非农私人合计	221.0	248.0	255.0	32.9	32.7	32.6	-186.0	-798.0	399.0	
商品生产	37.0	47.0	43.0	36.8	36.5	36.6	1.0	-2.0	1.0	
采矿业	3.0	2.0	3.0	31.3	31.1	31.0	0.0	-104.0	55.0	
建筑业	20.0	9.0	23.0	28.7	28.4	28.4	13.0	-42.0	20.0	
制造业	14.0	36.0	17.0	32.9	32.7	32.6	-12.0	-62.0	35.0	
耐用品	11.0	27.0	9.0	28.5	27.9	27.8	3.0	-15.0	22.0	
非耐用品	3.0	9.0	8.0	35.8	35.3	35.3	16.0	-149.0	127.0	
服务生产	184.0	201.0	212.0	42.2	42.1	41.8	-83.0	-14.0	-119.0	
批发业	-3.3	9.2	6.5	39.5	39.0	38.9	21.0	-122.0	58.0	
零售业	-29.9	-2.6	-29.9	32.2	32.0	32.0	-70.0	-224.0	170.0	
运输仓储业	-15.1	-3.4	-18.1	20.5	20.3	20.3	-41.0	-9.0	30.0	
公用事业	-0.5	1.1	-0.1	48.0	47.9	47.2	-28.0	-12.0	20.0	
信息业	19.0	6.0	8.0	48.4	47.7	47.2	7.0	-38.0	13.0	
金融活动	14.0	13.0	3.0	82.0	80.0	82.0	88.0	60.0	111.0	
专业和商务服务业	6.0	26.0	25.0	24.0	12.0	25.0	24.0	12.0	25.0	
教育和保健服务	82.0	80.0	82.0	88.0	60.0	111.0	24.0	12.0	25.0	
休闲和酒店业	88.0	60.0	111.0	24.0	12.0	25.0	24.0	12.0	25.0	
其他服务业	24.0	12.0	25.0	24.0	12.0	25.0	24.0	12.0	25.0	
政府	42.0	36.0	14.0							

单元格标注: 大于前值

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 (%)



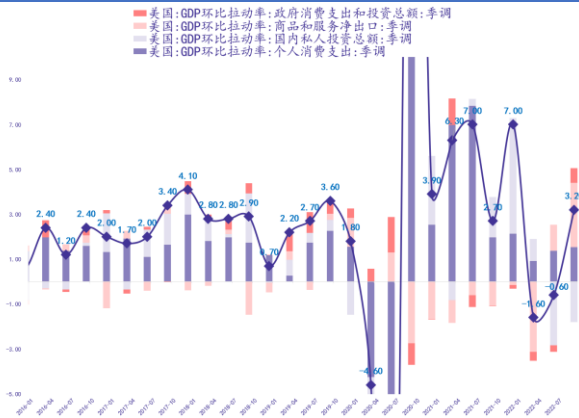
资料来源: 亚特兰大联储, 中国银河证券研究院整理

(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

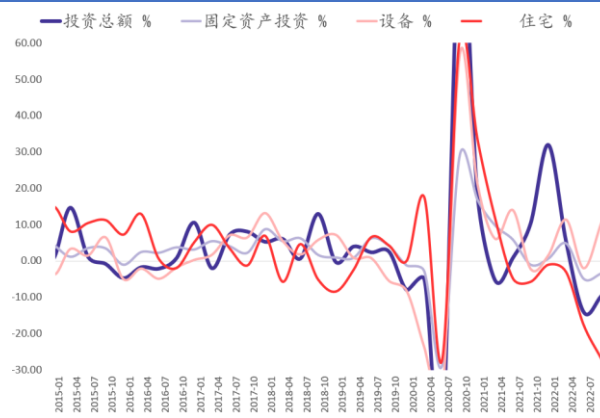
12 月 22 日美国三季度 GDP 终值公布, 环比折年率修正为 3.2%, 高于初值 0.6 个百分点, 同比增速从 1.77% 修正至 1.94%。其中, 上修项目主要是消费中的非耐用品和服务消费、投资中住宅以外的建筑投资、商品出口、地方政府支出; 下修主要项目集中在投资类, 设备、知识产权和住宅投资均有小幅下调。总体而言美国 GDP 下修部分集中在对利率更敏感的住宅投资部分; 而企业生产建设投资依然维持增长, 这从设备和非住宅建筑的上修可得到印证。GDP 增速的上修意味着美国经济仍有相当韧性, 尽管诸多指标均显示美国衰退似乎难以避免, 但在短期依然难以陷入衰退, 更可能在 2023Q4 或更晚时点出现。

图 18: 美国三季度 GDP 初值主要靠出口与消费支撑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 美国三季度住宅投资大幅下滑, 带动投资负增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 美国经济数据概览: 更新至 2022 年 12 月

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22
GDP	100	20.05	19.90	19.92	3.2	-0.6	-1.6	\	\	\
个人消费支出	70.70	14.18	14.10	14.03	2.3	2	1.3	1.54	1.38	0.91
商品	27.55	5.52	5.53	5.57	-0.4	-2.6	-0.1	-0.08	-0.61	-0.02
耐用品	11.24	2.25	2.26	2.28	-0.8	-2.8	7.6	-0.07	-0.24	0.64
非耐用品	16.52	3.31	3.31	3.33	-0.1	-2.5	-4.4	-0.01	-0.37	-0.66
服务	43.82	8.79	8.71	8.61	3.7	4.6	2.1	1.63	1.99	0.93
国内私人投资总额	18.22	3.65	3.75	3.89	-9.6	-14.1	5.4	-1.8	-2.83	0.98
固定资产投资	17.70	3.55	3.58	3.63	-3.5	-5	4.8	-0.62	-0.92	0.83
非住宅投资	14.76	2.96	2.92	2.92	6.2	0.1	7.9	0.8	0.01	0.98
建筑	2.18	0.44	0.44	0.46	-3.6	-12.7	-4.3	-0.09	-0.34	-0.11
设备	6.44	1.29	1.26	1.27	10.6	-2	11.4	0.53	-0.11	0.55
知识产权	6.32	1.27	1.25	1.22	6.8	8.9	10.8	0.36	0.46	0.54
住宅	3.09	0.62	0.67	0.70	-27.1	-17.8	-3.1	-1.42	-0.93	-0.15
私人库存变动	0.19	0.04	0.11	0.21	\	\	\	-1.19	-1.91	0.15
出口	9.48	2.60	2.52	2.44	14.6	13.8	-4.6	1.65	1.51	-0.53
商品出口	3.60	1.90	1.82	1.76	17.8	15.5	-7.2	1.38	1.18	-0.58
服务出口	19.31	0.72	0.71	0.69	7.5	9.9	1.6	0.26	0.33	0.06
进口	16.62	3.87	3.95	3.93	-7.3	2.2	18.4	1.21	-0.35	-2.6
商品进口	2.79	3.33	3.41	3.41	-8.6	-0.4	20.4	1.19	0.05	-2.38
服务进口	17.01	0.56	0.56	0.54	-0.8	16.6	9.1	0.02	-0.41	-0.22
政府	6.75	3.41	3.38	3.39	3.7	-1.6	-2.3	0.65	-0.29	-0.4
联邦政府	10.25	1.35	1.34	1.35	3.7	-3.4	-5.3	0.24	-0.22	-0.36
州和地方政府	3.86	2.06	2.04	2.04	3.7	-0.6	-0.4	0.41	-0.06	-0.04

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 零售增速仍然高于趋势, 消费者信心趋于改善

11 月季调后零售销售同比增速从前值 8.27% 放缓至 6.48%，继续高于长期平均零售增速 5.65%；零售环比增速-0.58%，高于前值 1.31%。零售环比转负，反映出商品类消费在美联储的紧缩和负实际工资增速之下显露疲态。主要零售类别中，机动车(-2.6%)、家居家装(-2.58%)、电子家电(-1.54%)、建筑物料和园林设备(-2.51%)和无店铺商贩(-0.94%)出现较大回落。保持环比增长的仅有食品饮料、杂货店、保健和个人护理。零售放缓的结构和 CPI 较为一致。

尽管 11 月零售增速的再次回落和结构特征支持通胀的放缓，但对环比负增长是否能持续还要保持观察，消费韧性依然主要来自于三方面：（1）名义工资增速还在上行，工资—物价螺旋没有停止；（2）美国家庭净值在房产支撑下较高，负债处于低位；（3）信贷增速没有显著放缓，低负债的居民在美联储加息初期仍可以借贷消费。

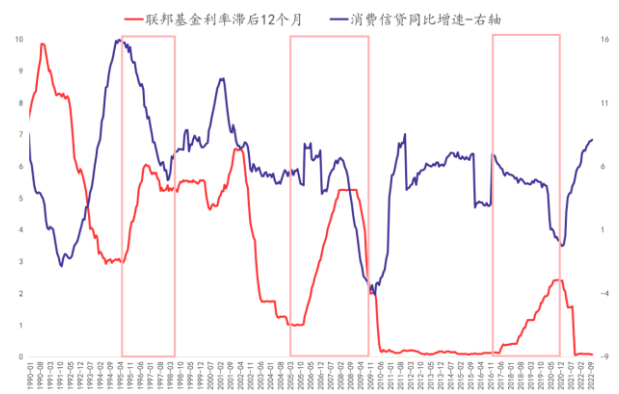
受益于通胀率连续回落、实际收入边际增加，消费者信心指数也趋于改善。美国咨商会（Conference Board）消费者信心指数 12 月从前值 101.4 大幅反弹至 108.3，密歇根大学消费者信心指数 12 月录得 59.7，比 11 月上升 2.9。

图 21：零售增速继续放缓（%）

同比	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
零售总计	6.48	8.27	8.39	9.72
机动车及零部件	1.27	5.53	5.25	7.13
机动车	0.51	5.22	4.58	6.81
家具和家装	-3.20	0.38	-1.10	1.86
电子和家用电器	-4.37	-13.17	-9.85	-7.92
建筑材料和园林设备	3.58	9.23	9.52	11.31
食品饮料店	8.06	7.54	7.08	7.06
杂货店	8.64	7.82	7.50	7.55
保健和个人护理	4.51	4.57	4.05	2.59
加油站	16.17	18.80	18.59	28.28
服装及服装配饰店	0.72	3.89	4.51	5.11
运动商品、书和音乐、业余爱好品	1.83	4.50	4.39	6.07
日用品商场	2.88	2.67	4.15	3.33
百货公司（不包括租赁部门）	-3.02	-1.84	1.63	0.50
杂货店（含 办公、文具、礼品店）	12.12	10.67	11.03	13.22
无店铺商贩	7.72	10.26	12.02	12.73

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22：消费信贷增速依然不低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

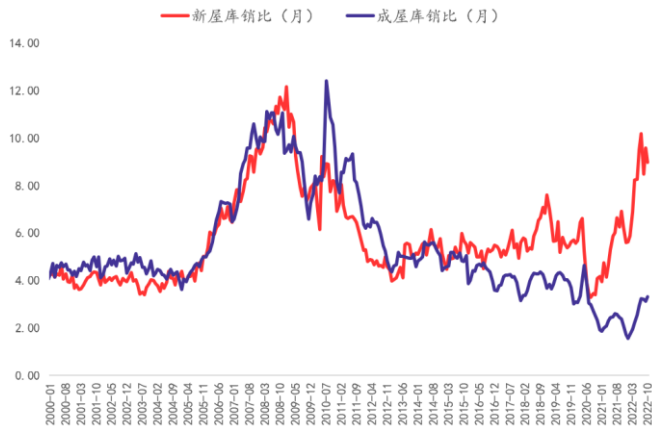
3. 房地产销售的下行速度有所放缓

美国 10 月份新屋销售环比录得 7.48%，同比-5.81%。房贷利率 11 月末从 7% 以上的高位回落至 6.5%，新屋销售在前期较快下滑后开始震荡。库存方面，截至 10 月有 47.2 万套新房待售，略高于 9 月的 46.9 万套。按照目前销售速度需要大约 9 个月才能消耗完新房供应，这比上月的 9.6 个月回落，但今年年初为 5.62 个月。新屋去库存边际改善，不过库销比仍然处于次贷危机以来最高位，未来将对房价形成压力。销售下滑迅速带动房地产投资下行，这是带动美国三季度固定资产投资负增长的重要因素。新屋开工 11 月小幅回落，整体保持下行趋势，开工与销售之比回落但还在高位，新房供给充足，利于房价下行。成屋 10 月的库存销售比为 3.34 个月，从低位上升，销售压力仍主要集中在新房上。

房价环比继续负增长，房地美房价指数 10 月录得 7.43% 的同比增速，环比-0.65%，相比前几个月明显下降。领先指标显示房价仍有下行空间，这也将通过财富效应挤压居民支出，进而压低通胀。房价走弱对 CPI 和 PCE 租金部分的传导会更快体现出来，但是对自有房屋等价租金存在更长的滞后，预计居住成本通胀在明年二季度才会有明显缓和。

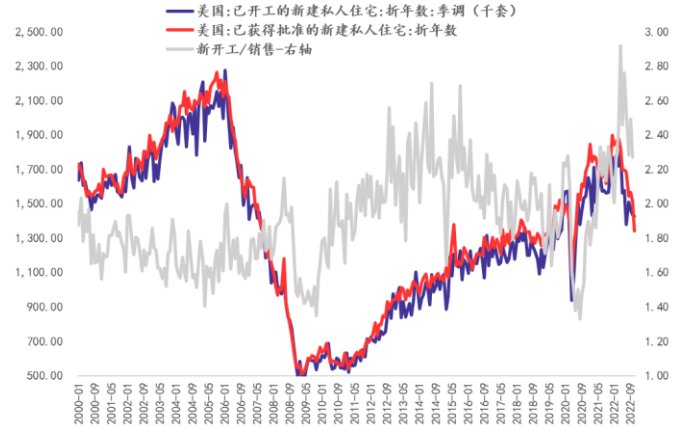
总体而言，在经济预期走弱、超额储蓄消耗、借贷成本上行和库存高位的情况下，房屋的需求可能继续下降。但本次美国房产信贷质量好于次贷危机前期，丧失住房赎回权的案例数也处于历史地位，因此房价下跌难以触发严重衰退。

图 23: 美国新建住房和成屋库销比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 美国新屋开工 (千套)

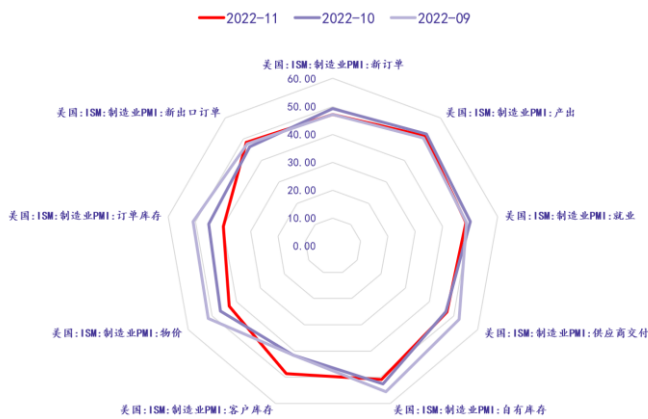


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4. 制造业 PMI 下行斜率相对平缓、非制造业 PMI 保持扩张

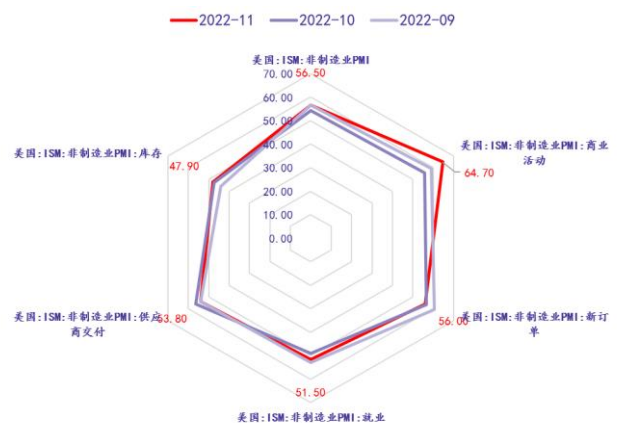
2022 年 12 月份美国 ISM 制造业 PMI 初值为 46.2, 比上月回落 1.4; 非制造业 PMI 初值 44.4, 环比下行 1.7。ISM 的 PMI 初值近期与实际结果背离较大, 在服务业尤其明显。11 月 Markit 制造业 PMI 回落 1.2 至 49.0, 进入不景气区间且明显低于三年均值; 11 月非制造业 PMI 上行 2.1 至 56.5, 略低于三年均值。美国制造业虽然终于停止扩张, 但下行斜率短期较为缓慢。非制造业 PMI 依然保持扩张且环比上行。

图 25: 美国 ISM 制造业 PMI 及其分项指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 美国 ISM 非制造业 PMI 及其分项指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 美国商业银行信贷派生仍然较强

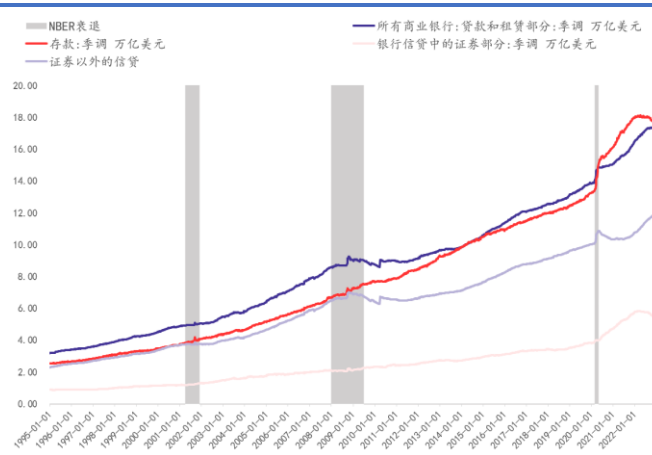
2022年12月美国所有商业银行（包括境外银行分支）总存款规模17.79万亿美元，环比上月增加500亿美元，存款同比增速为-1%左右并未出现显著下行；信贷派生部分更加强势，总规模17.51万亿美元，环比上月增加1400亿美元，同比增速6.43%，依然快于疫情前。

存款规模虽然边际回落，但整体显著高于疫情前的趋势，其下行主要是由于美联储的缩表降低了银行准备金以及金融相关的信用派生，并不是实体投资和消费相关信贷出现明显下行。存款保持高位也意味着美国的潜在流动性继续维持相对充裕，经济衰退预期冲击到信贷还需要一定时间。

信贷派生情况也同样比较乐观。首先，全部信贷上行的斜率保持在略高于疫情前的水平，这符合信贷滞后于联邦基金利率1年左右的观察。其次，信贷的放缓主要来源于证券部分在2022年美联储猛烈紧缩导致的金融部门去杠杆：如果观察证券资产以外的信贷则不难发现，其上行斜率仍然比疫情前的趋势更陡峭且没有出现放缓的迹象，这也表明投资和消费类贷款还未因金融条件紧缩而减速，占比较高的住房和商业不动产抵押贷款增速仍维持在10%以上。结合美国居民手中尚未消耗殆尽的超额储蓄，美国经济在2023年上半年陷入衰退的概率目前看并不高，且衰退程度不会很深。当前美国商业银行的坏账准备金也仅出现了小幅回升，与前两次衰退时的大幅攀升有所区别，这至少表明银行对信贷的整体健康状况比较有信心。

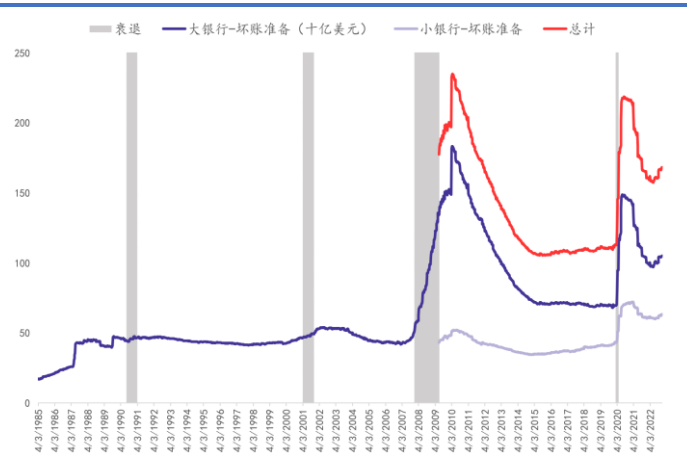
最后，消费信贷和通胀增速间存在同步关系，因此证券以外的信用派生保持高增速，会对商品和服务价格的韧性做出贡献。虽然名义通胀整体回落的趋势在2023年上半年比较确定，但信贷的韧性将阻止物价向2%的中长期目标稳定靠拢，这也会延后美联储的降息时点。

图 27: 美国所有商业银行存贷情况 (万亿美元)



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

图 28: 美国主要银行坏账准备情况 (十亿美元)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

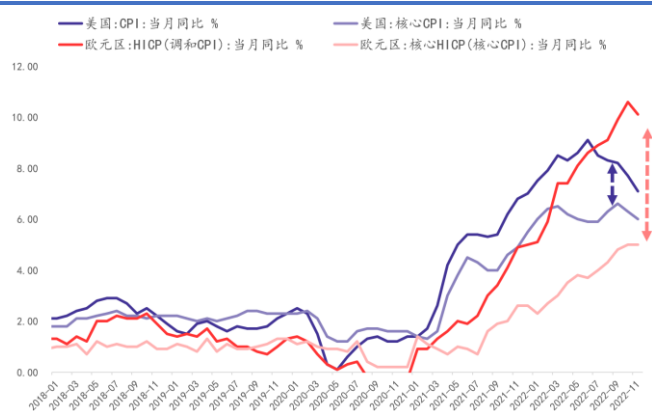
二、欧元区：通胀有所缓解，加息开始放缓，但高债务国家面临风险

（一）欧央行放缓加息，高债务国家仍面临利率上行风险

欧洲央行 12 月放缓加息至 50bps，从 12 月 21 日起欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 2.50%、2.00% 和 2.75%；根据对通胀的预期，基准利率将继续上调。同时，欧央行如期公布缩减资产负债表的计划：从 2023 年 3 月至二季度末，欧央行将通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP）规模，平均每月缩减 150 亿欧元，进一步的缩表节奏将在未来决定。疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至 2024 年末。

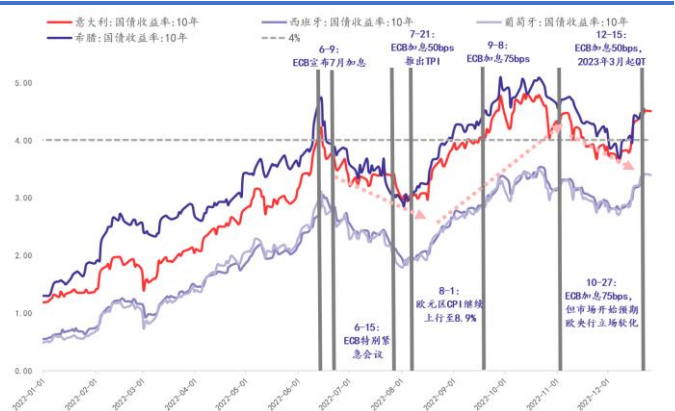
欧央行放缓加息幅度有四个方面的考虑：（1）通胀中的能源问题难以通过加息得到快速解决，目前利率开始进入限制区间，欧元区 11 月 CPI 增速终于放缓，通胀未来有望进入下行通道。（2）欧央行此前表示已注意到经济滑向衰退的压力，未来货币政策将考虑“经济状况”，而欧洲多国领导人也批评了猛烈的加息。（3）美联储加息放缓，欧央行也不必再维持 75bps 的力度；（4）南欧国家的国债收益率仍然处于危险范围，尽管有 TPI 和 PEPP 等工具保障，但过快加息容易引发系统性金融风险。因此，欧元区主要在融资利率未来上行的斜率将放缓，但从跟随美联储与控通胀的角度考虑，2023 年主要再融资利率升至 3.25% 以上可能是基准情形。

图 29：欧洲通胀的痛点是能源而非需求（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

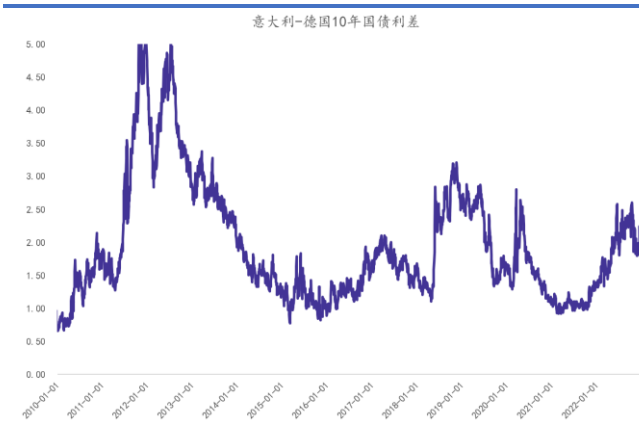
图 30：南欧国债收益率再次上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

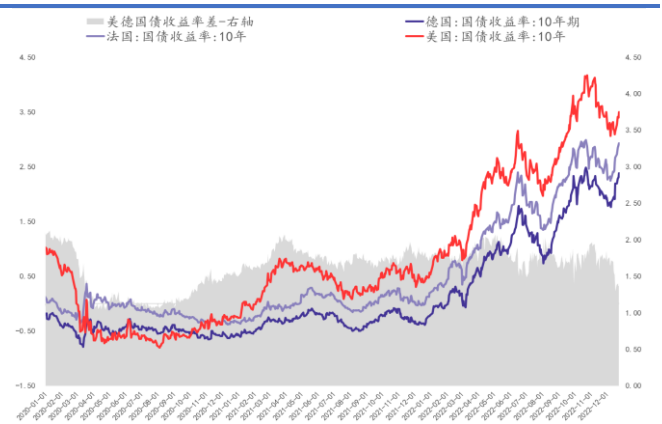
欧洲债券收益率在欧央行再次加息 50bps 后上行，意大利-德国 10 年国债利差再次走高，碎片化风险提升。10 月以来，希腊和意大利国债收益率已经稳定处于 4% 以上，而未来欧央行预计加息空间仍至少有 75bps，这对 2022-24 年有超 9000 亿欧元债务到期的意大利财政是重大风险。目前美联储加息预期基本见顶，而欧央行 2023 年加息幅度可能不低于美联储，美欧的金融差有望缩小，这已经在 12 月美债与德债利差缩小上有所反映。但美元指数在缩表和美国经济相对韧性等因素下还有支撑，欧元回升空间有限。

图 31: 意大利与德国 10 年国债利差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 32: 德债和法债收益率 (%)

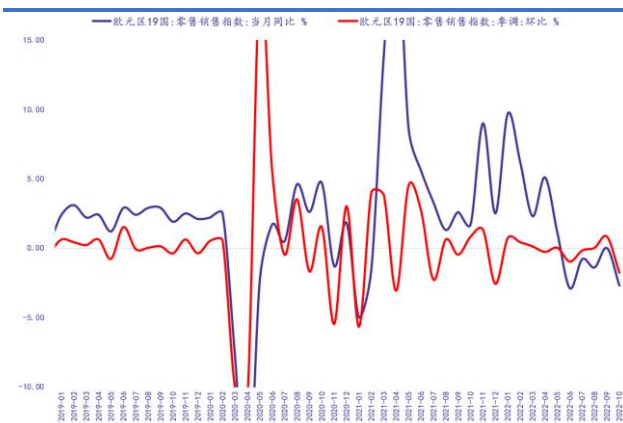


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 欧元区通胀与能源问题有所缓解

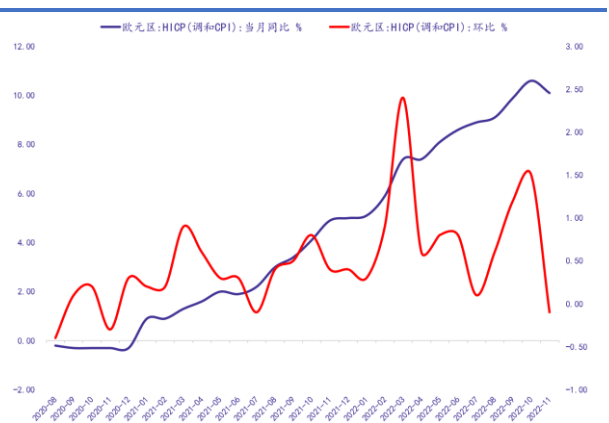
欧元区 2022 年 11 月调和 CPI 放缓至 10.1%，首次出现回落；环比增速-0.1%，结束连续 15 个月的正增长；核心 CPI 同比增长 5.0%，环比没有上行。从分项来看，电力燃气与燃料的同比增速从上月的 53.9% 下行至 47.6%，是回落主因，而交通成本也跟随下行至 9.4%；食品饮料同比增速继续上行至 17.9%。尽管通胀集中在非核心部分，但居住和服务增速也保持增长，教育、娱乐等超过 5%，住宿餐饮保持在 9% 以上，房租也缓慢上行。整体上，缓和能源供给短缺仍是欧洲国家控制通胀的当务之急，不过有美国服务业粘性的前车之鉴，欧洲历史低位的失业率与接近 4% 的工资增速值得警惕，服务价格的粘性可能阻止 CPI 向 2% 的目标靠拢。

图 33: 欧元区零售销售 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

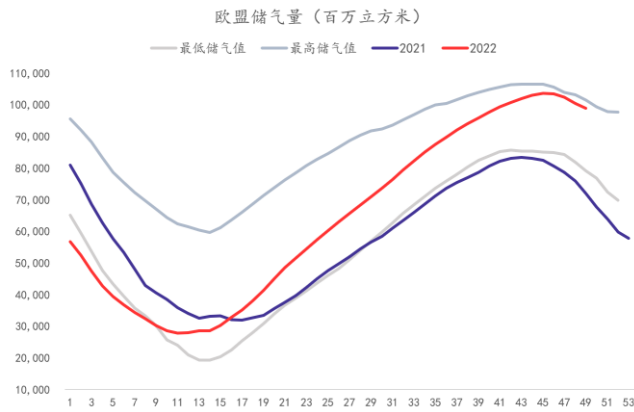
图 34: 欧元区 CPI 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

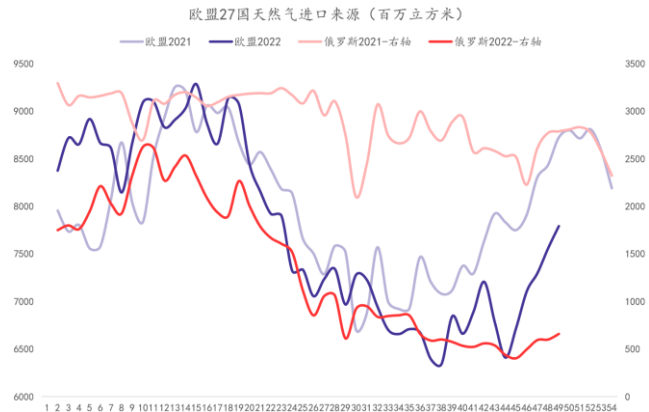
能源方面: 截至 2022 年 12 月初，欧盟 27 国从俄罗斯进口天然气同比减少 752 亿立方米，从 6 月初开始的“囤气”行动将荷兰 TTF 天然气期货价格推升至 339 欧元/MWhde 的历史高位。但随着各国储气能力达到上限以及俄罗斯表示会通过“亚马尔-欧洲”管道向欧洲供应天然气等原因，TTF 在 12 月下跌至 80 欧元附近，仍高于俄乌冲突前的水平。欧洲各国在完成储气后，冬季供暖预计不会受影响，高能耗制造业会受到的冲击也有望减弱。

图 35: 欧洲储气总水平接近上限 (百万立方米)



资料来源: Bruegel, 中国银河证券研究院

图 36: 欧洲和英国天然气进口量 (百万立方米)



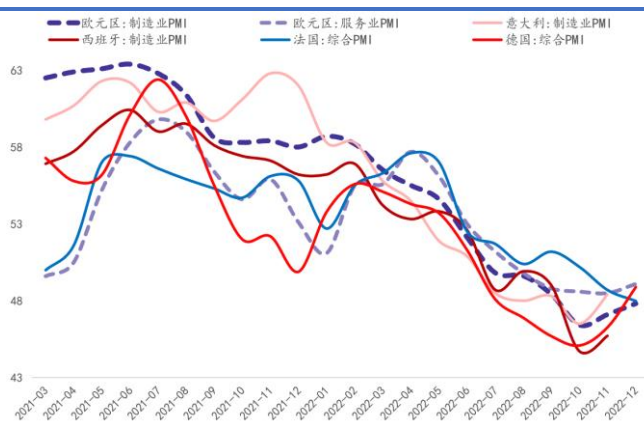
资料来源: Bruegel, 中国银河证券研究院

(三) 欧元区经济收缩程度有一定缓解

欧元区 2022 年三季度 GDP 增速从 2.1% 上修至 2.3%，前三季度同比增速接近 4%，但 PMI 的产出趋势暗示四季度负增长的概率较大。整体来看，欧洲经济仍面临俄乌冲突导致的能源粮食危机、高通胀和高利率预期这三重压力，滞胀进一步加深。近期到期债务较多，且由右翼联合政府执掌的意大利仍是值得关注的风险点。

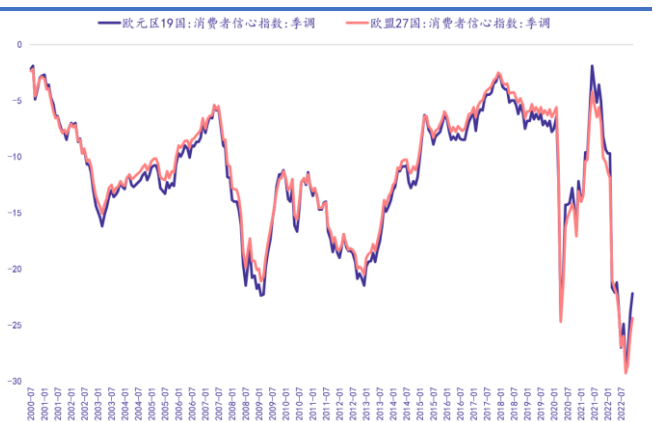
从 PMI 来看，随着恐慌情绪平复，能源问题缓解以及成本回落，欧洲衰退程度有所缓解。欧元区 12 月 Markit 综合 PMI 为 48.8（前值 47.8），低于过去 5 年同月均值 52.5。制造业 PMI 从 11 月的 47.1 回升至 47.8，服务业从 11 月的 48.5 回升至 49.1。12 月，欧洲主要国家消费者信心也从低位略有回升。但从分项指数来看，欧洲制造业 PMI 生产指标处于 2012 年欧债危机同期水平，已连续六个月收缩；新订单下行幅度更大，超过全球金融危机和欧债危机时期水平。产成品和原材料库存则处于本世纪以来的高峰。

图 37: 欧元区国家 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 38: 欧元区消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、日本：初步开始货币政策正常化，疫后复苏不及预期

(一) 日央行调整超常规货币政策

日央行12月20日对收益率曲线控制（YCC）做出超预期调整。10年期国债目标收益率区间从正负0.25%扩大至正负0.5%，日央行将按0.5%的新利率无限3购买10年国债。同时将2023Q1资产购买规模从7.3万亿日元/月扩大至约9万亿。由于日央行行长黑田东彦此前对零利率和YCC调整持否定态度，黑田东彦本次也强调了调整YCC并不意味着日本将退出宽松政策，但意料之外的调整时间体现出日央行的外部压力在增大。

日央行调整YCC的原因：一是今年日元大幅贬值，导致日本贸易行业受损；二是YCC导致日本国债市场流动性下降（日央行无限量购入国债以实现利率目标区间，使得日央行成为日本国债市场中持有比例超过50%的“唯一玩家”）；扩大资产和国债购买规模也是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售，以稳定市场预期。

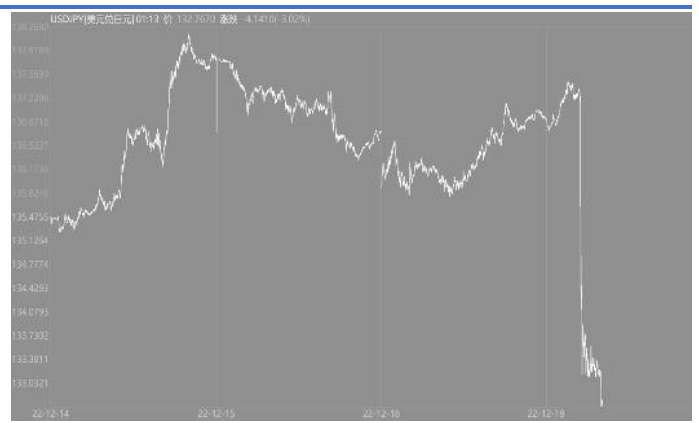
未来，日本的零利率、收益率曲线控制和安倍晋三与白川芳明时代的2%中长期物价稳定目标都有被调整的可能，2023年3月黑田东彦离任可能是公布更大变化的合适时机。同时，这种调整是渐进与曲折的。在日央行货币政策从超宽松边际转向，进而美日利差缩小的预期下，日元近期可能震荡升值。尽管日元兑美元的短期反弹值得关注，但日本国债被抛售对日本金融系统潜在的压力以及日元流动性收紧对国际资产价格的影响也应当警惕。

图 39：日本 10 年国债收益率跳升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 40：美元兑日元从 137 回落至 132



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 日本疫后恢复程度不及预期

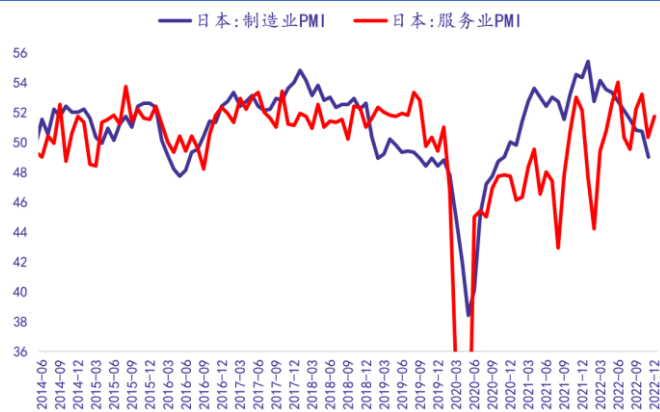
日本11月份制造业PMI下行至49.0(前值50.7)，自2021年1月以来首次进入萎缩区间；11月服务业PMI为50.3，前值53.2，继续保持扩张。日本制造业在弱日元导致高进口价格，以及外需下行的冲击下持续走弱，这是日央行调整超常规宽松货币政策的原因之一。

日本消费和居民工资增速相对不足。消费总量并没有明显高于疫情前，且同比上行反映的更多是通胀而非实际支出的增长。11月消费者信心指数降至28.6，为2020年6月以来最低。工资方面，日本10月各行业总收入同比增速为1.66%，比上月的1.64%有所加快，但仍慢于

通胀增速。日本 11 月商业销售额同比增长 2.27%，环比增长 3.69%，总体有所回落；其中，零售 11 月同比增速为 4.43%，上个月为 4.80%。日本两人以上家庭消费性支出 10 月同比增长 5.68%，环比增长 6.05%（上月-3.10%），去除通胀因素后改善幅度不大。

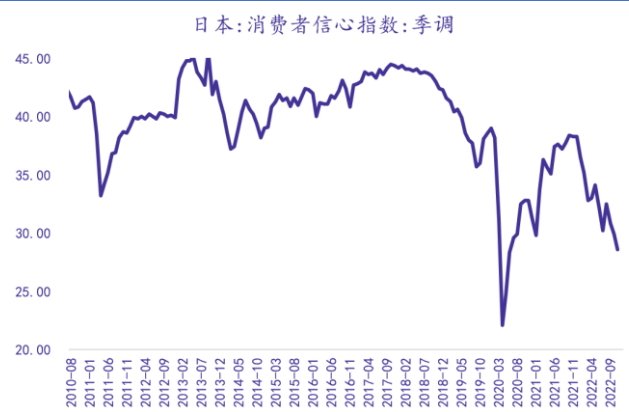
日本 11 月 CPI 同比增长 3.8%，核心增速 3.7%。能源、食品、电力和天然气依旧是增长最快的项目。商品方面，服装温和上行，家具和家用器具增速加快；服务类整体增速更慢，而居住成本没有显著变化，医疗护理、教育、娱乐等项目也保持远低于通胀整体的增速。

图 41: 日本 PMI (%)



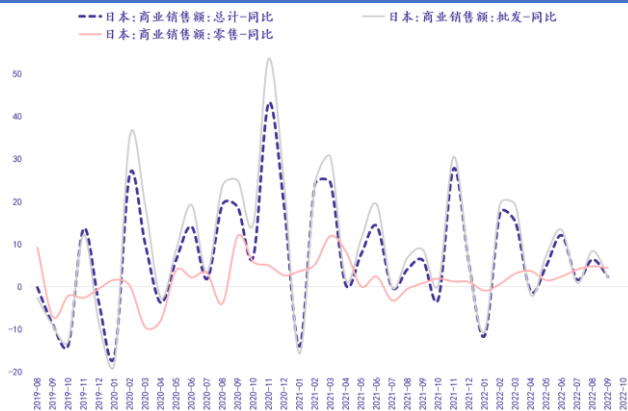
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 42: 日本消费者信心指数



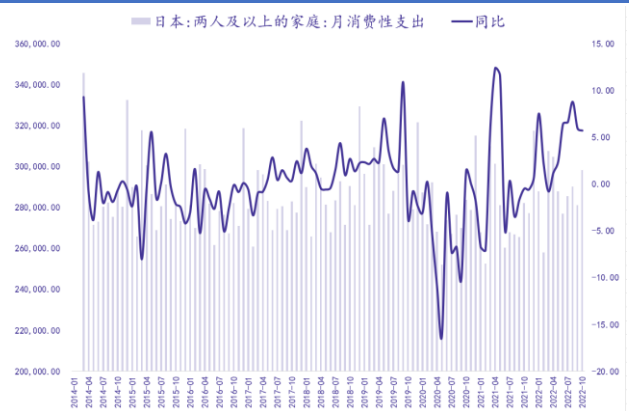
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 43: 日本商业销售增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 44: 日本两人以上家庭月消费支出 (日元)

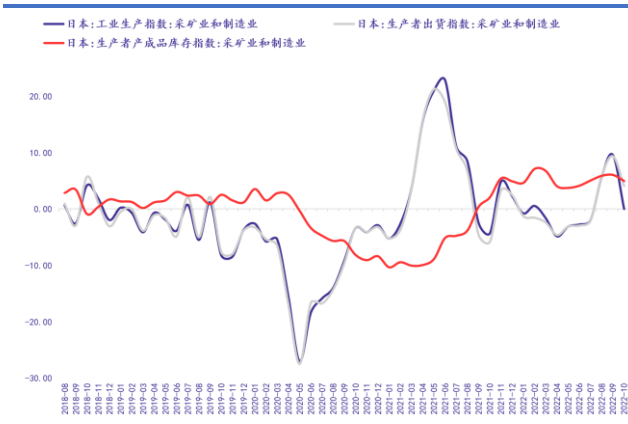


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

工业: 日本 10 月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长 3.0%，上个月为 9.6%；10 月产能利用率指数上行至 95.8，整体继续低于疫情前的趋势。工业生产的结构上，10 月钢铁和工业机械同比负增长，半导体、显示器、运输设备等前期表现较强的项目增速放缓。

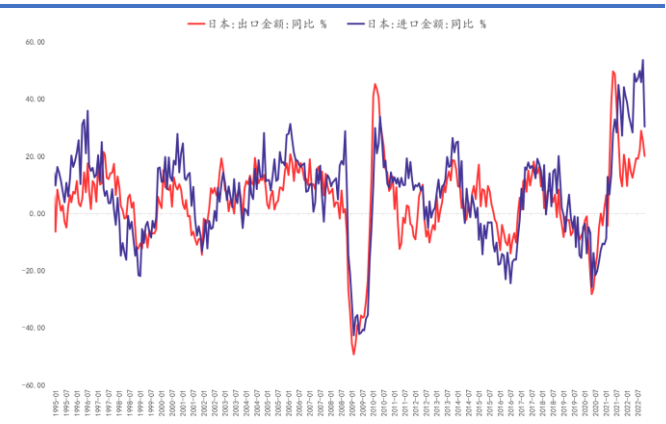
出口: 日本 11 月对中国、美国和欧盟出口同比增速（美元计价）分别为-2.6%，-3.2%和 2.7%，环比-4.3%、2.1%和 0.2%。对中国的出口在 6 月大幅反弹后弱势运行，连续两个月同比负增长；对美国和欧盟出口也从之前较高的增速滑落，体现外需不振。需要注意以美元计价的日本出口虽然 11 月同比增长 20.0%，但是进口增速高达 30.3%，贸易差额继续处于负值。

图 45: 日本采矿业和制造业指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 46: 日本日本进出口金额增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

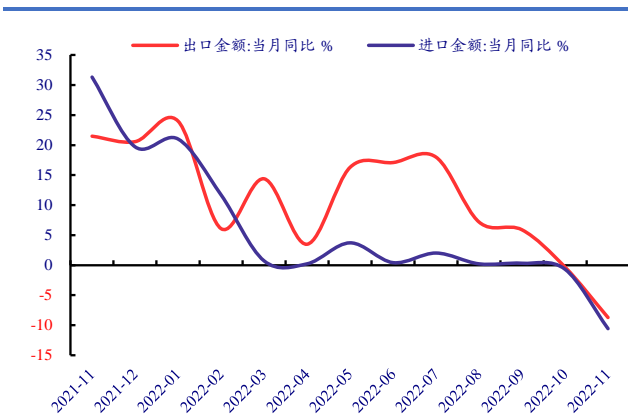
四、当前海外环境对中国经济的可能影响

当前,全球能源冲击与通胀压力有所缓解,美联储、欧央行都降低了加息幅度,但全球的经济衰退预期仍然明显。这对中国的影响有两方面,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。但从金融账户来看,未来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。

(一) 出口增速趋于下行,不利于上半年工业经济

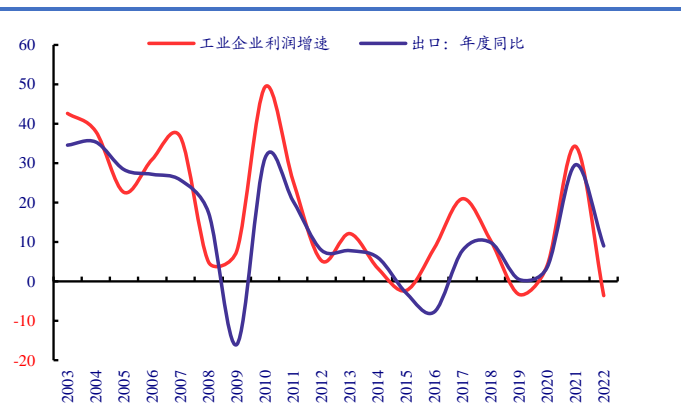
出口增速在7月之前还处于15%以上的较高水平,8月以来快速下降,11月降至同比-8.7%。目前,房地产市场修复、疫后消费复苏都还处于开始阶段,此时出口降速,可能加重国内工业生产与工业品价格(PPI)下行趋势,影响工业企业利润增长。

图 47: 11月进出口增速都出现了显著降速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 48: 2022年进口增速持续低迷,出口增速下半年出现回落

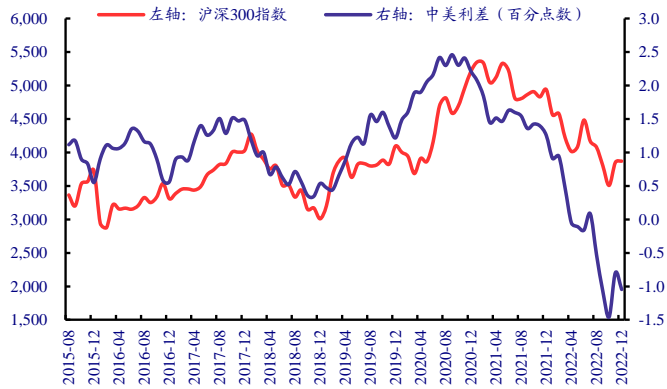


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 中美利差倒挂缓解，有利于人民币资产重估

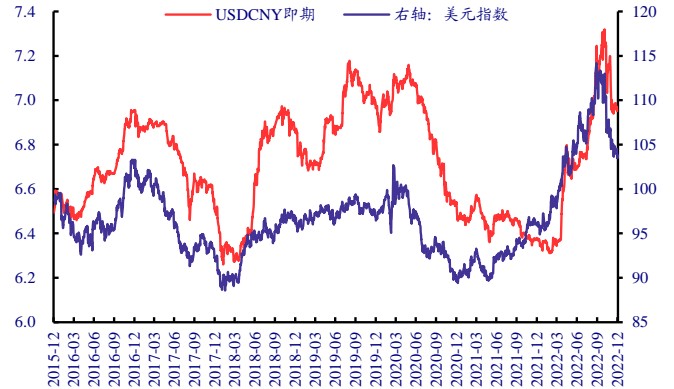
从金融账户来看，2022 年美国利率上行导致全球风险资产回调；中美利差倒挂导致中国资产的相对吸引力下降。2023 年，随着美联储退出加息，美国利率见顶回落，中美利差倒挂程度将趋于缓解，这将有利于人民币资产的重估。

图 49：2022 年中美利差倒挂是压制人民币资产的因素之一



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 50：2022 年 10 月以来美元指数回落，人民币对美元开始升值



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国经济数据概览: 更新至 2023 年 1 月 3 日	3
图 2: 欧元区经济数据概览: 更新至 2023 年 1 月 3 日	3
图 3: 日本经济数据概览: 更新至 2023 年 1 月 3 日	3
图 4: 劳动缺口创造的工资通胀是美联储的难题	4
图 5: 目前长期通胀预期较为稳定 (%)	4
图 6: 联邦基金利率路径展望 (%)	5
图 7: 美联储 12 月点阵图	5
图 8: 美联储计划缩表可能路径 (万亿美元)	6
图 9: 银行在美联储准备金持续下滑 (%)	6
图 10: 11 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)	7
图 11: 11 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)	7
图 12: 新增非农就业 (千人)	7
图 13: 劳动参与率再次下滑 (%)	7
图 14: 非农时薪增速 (%)	8
图 15: 工资向物价传导压力尚存 (%)	8
图 16: 非农就业和时薪情况 (%)	8
图 17: 亚特兰大联储-工资增速追踪 (%)	8
图 18: 美国三季度 GDP 初值主要靠出口与消费支撑 (%)	9
图 19: 美国三季度住宅投资大幅下滑, 带动投资负增长 (%)	9
图 20: 美国经济数据概览: 更新至 2022 年 12 月	9
图 21: 零售增速继续放缓 (%)	10
图 22: 消费信贷增速依然不低 (%)	10
图 23: 美国新建住房和成屋库销比	11
图 24: 美国新屋开工 (千套)	11
图 25: 美国 ISM 制造业 PMI 及其分项指数 (%)	11
图 26: 美国 ISM 非制造业 PMI 及其分项指数 (%)	11
图 27: 美国所有商业银行存贷情况 (万亿美元)	12
图 28: 美国主要银行坏账准备情况 (十亿美元)	12
图 29: 欧洲通胀的痛点是能源而非需求 (%)	13
图 30: 南欧国债收益率再次上行 (%)	13
图 31: 意大利与德国 10 年国债利差 (%)	14
图 32: 德债和法债收益率 (%)	14
图 33: 欧元区零售销售 (%)	14
图 34: 欧元区 CPI 增速 (%)	14
图 35: 欧洲储气总水平接近上限 (百万立方米)	15
图 36: 欧洲和英国天然气进口量 (百万立方米)	15
图 37: 欧元区国家 PMI (%)	15
图 38: 欧元区消费者信心指数 (%)	15
图 39: 日本 10 年国债收益率跳升 (%)	16
图 40: 美元兑日元从 137 回落至 132	16
图 41: 日本 PMI (%)	17

图 42: 日本消费者信心指数.....	17
图 43: 日本商业销售增速 (%)	17
图 44: 日本两人以上家庭月消费支出 (日元)	17
图 45: 日本采矿业和制造业指数.....	18
图 46: 日本日本进出口金额增速 (%)	18
图 47: 11 月进出口增速都出现了显著降速	18
图 48: 2022 年进口增速持续低迷, 出口增速下半年出现回落.....	18
图 49: 2022 年中美利差倒挂是压制人民币资产的因素之一	19
图 50: 2022 年 10 月以来美元指数回落, 人民币对美元开始升值	19

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

于金潼：宏观经济分析师助理，剑桥大学经济史硕士，康奈尔大学经济与政治科学学士，2022年6月加入中国银河证券研究院，主要从事海外宏观、货币政策与金融市场研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn