

美欧数据整体转暖，美联储纪要显示2023年不会降息

——海外周报

2023年1月9日

宏观经济 事件点评

分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519090001

事件：

一周点评。

- 1、 美联储纪要公布，多位官员讲话；ISM 制造业 PMI 略不及预期；小非农强劲。
- 2、 德法通胀超预期回落；欧元区服务业 PMI 略有好转，德国好转明显；欧洲天然气价格下跌。

主要观点：

- 1、 本周联储纪要表明所有官员都认为 2023 年不会降息，将继续缩表。
- 2、 通胀真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、 欧洲数据转暖。美国劳动力紧缺或持续至餐饮业完全恢复。
- 4、 后续美联储加息幅度依次为 25bp，25bp 至 4.75%~5%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 5、 美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围为 4.1%~3.4%。

本周数据整体偏暖。美国 ISM 制造业 PMI 不及预期，继续下探，但分项显示物价和供应瓶颈持续缓和。小非农数据强劲，显示疫情后服务业的持续复苏。我们预计劳动力的短缺可延续至餐饮业就业恢复至疫情之前，目前餐饮也仍有 4.5%左右的差距。欧洲方面，俄乌冲突的经济风险显著下降，中德关系转暖，欧元区经济数据触底回升，特别是德国数据显著回暖。12 月德国制造业和服务业 PMI 虽仍在 50 以下，但已显著回升（制造业 47.1，服务业 49.1）。通胀方面，德法 CPI 同比均从高点回落（德 8.6%，法 5.9%），随着天然气价格回落，预计德法通胀将继续回落。就业方面，12 月德国失业率 5.5%。此外，韩国出口触底回升。

美联储纪要显示 2023 年降息可能性为零。1) **货币政策方面**，所有与会者均提高了对未来政策利率路径的预期，中位数为 5.1%。没有与会者预期在 2023 年降息是合适的，都认为限制性的政策应保持至数据确认通胀向 2% 进展，历史教训提醒提前降息不可取。未来货币政策将在政策的累积效应与限制性不足之间平衡风险。与会者一致认为降低每次加息的幅度不代表任何达到降低通胀的决心。公众对委员会意图的任何误解都会增加委员会重塑价格稳定的复杂程度。2) **市场预期方面**，调查显示市场预期美联储将在 2023 年维持利率高位，2024 年将有所下降。市场预期 2024 年将降息 75bp，可能已反映在了国债期限溢价的下降中。3) **融资方面**，企业融资成本有所提高，投资级债券发行略有回暖，但垃圾级别仍然疲软。家庭部门信用卡和车贷利率继续上行。4) **通胀方面**，与会者一致认为目前的通胀高的不可接受，住宅以外的服务价格与工资紧密相关，鉴于劳动力市场非常紧绷，住宅以外的服务通胀可能会持续一段时间。长期通胀预期仍然稳定，短期通胀预期上升。5) **经济预期方面**，研究员的经济预期较 11 月份略有上调，2022 年下半年高于预期，但仍预期 2023 年增长将显著放缓。GDP 在 2024 年末（比之前预期的晚 1 年）低于潜在产出，并延续至 2025 年。仍认为 2023 年陷入衰退的可能与基准模型（增速仅仅放缓）概率相仿，仍预期在今后 2 年内通胀将显著下降；6) **与会者的经济观点**，认为 2023 年经济扩张的速度将低于长期趋势，有助于缓和通胀。三季度家庭部门消费比预期强劲，强劲的劳动力市场和之前的超额储蓄将继续支持消费一段时间。企业普遍对自身前景乐观，但对整体宏观有所担忧。供给瓶颈有所缓和，海外冲击风险持续下降。劳动力市场仍非常强劲。部分企业为避免未来劳动力紧缺，选择不裁员。劳动力紧缺的原因认为有提早退休，儿童看护困难，交通成本上升，以及移民减少。

美联储官员讲话一致认为利率将高于 5%。明尼阿波利斯分行主席表示未来数次会议将继续加息直至确认通胀确实见顶，期望在 5.4% 附近暂停。若货币收紧进展缓慢导致通胀高企，可能会有更高利率。提及应吸取 1970 年代的教训，只有在确信击败通胀的前提下才可考虑降息。从他在第九区的调研来看，企业反馈最多的之一就是劳动力短缺。工资上涨，但仍低于通胀速

度，真实工资已经在降低。企业利润上涨，收入中的劳动力份额在下降。最为鹰派的圣路易斯分行主席最新表态略有缓和。他表示 2022 年四季度 GDP 将继续高于长期趋势（2%），劳动力市场仍旧强劲。通胀太高但最近在下降，2023 年将是通胀下降的一年，软着陆概率增加。政策利率还没有到达足够的限制性，但正在接近，需要更长的时间内维持更高的利率。数据将决定下次加息 25 还是 50bp。即将退休的传统鹰派堪萨斯分行主席表示金融体系稳定，通胀压力缓解迹象显现，应将利率升至 5% 上方并保持到 2024 年。

通胀基于基数效应，明年上半年同比将加速回落；真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨，市场不应过早对降息的时间点过于乐观。我们从 2020 年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移 50bp 至 2.3% 附近，外因除了俄乌战，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。明年年初受基数以及地产降温影响，同比将有明显下降。在薪资增速同比没有降至 4% 以下前，服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。当前劳动力市场虽然紧缺有所缓和，但总体仍旧强劲。受人口老龄化、移民数量减少以及新冠影响，劳动力供给短缺短期内难以解决。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应过早对降息的时间点过于乐观。FOMC 纪要与本周多位美联储官员讲话印证了这一点。

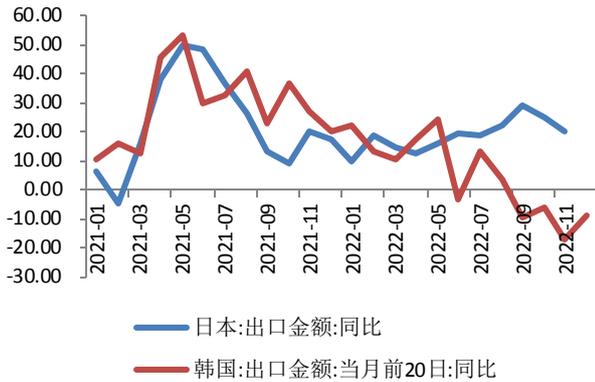
预计美联储后续加息幅度依次为 25bp，25bp 至 4.75%~5%。基本情景下，政策至少接近 5%，若升至 5.25% 也在合理范围之内，预计加息将延续至明年一季度末。**若高于 5.25%，衰退风险加大。**我们在点评 9 月 CPI 时指出在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，这一点得到印证；而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。

美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围为 4.1%~3.4%。我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。当然，短端货币市场目前正常。

美股维持长期中性，等待经济放缓或衰退落地。2022 年美股回调是因为货币政策从极其宽松转向中性的结果，史上第三次长期泡沫因而消失。前期由于美联储加息节奏转变而引起中短期反弹在历史上非常常见。下一轮下跌则是由实体经济因利率抬高而放缓甚至不得不进入衰退引起。

风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：韩国出口略有回升



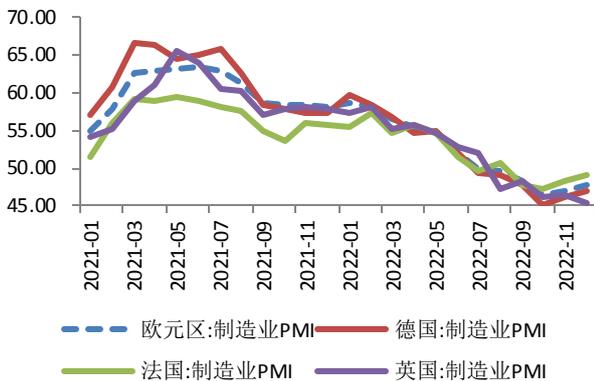
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2：欧洲天然气价格回落



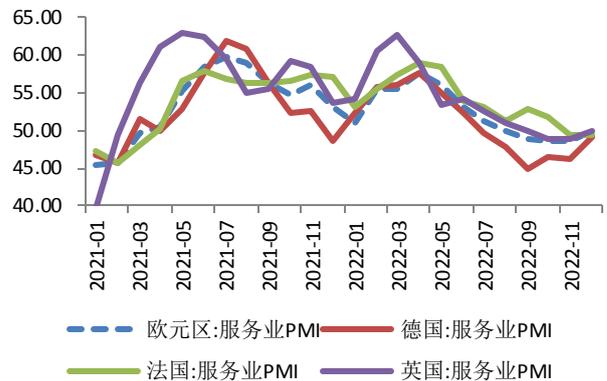
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3：欧元区制造业 PMI 回升，英国继续探底



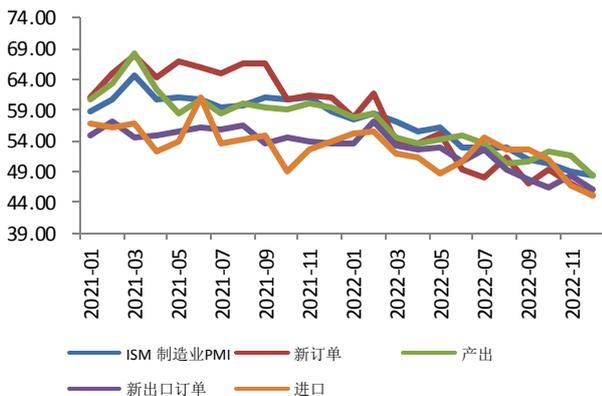
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4：欧元区及英国服务业 PMI 均有回升



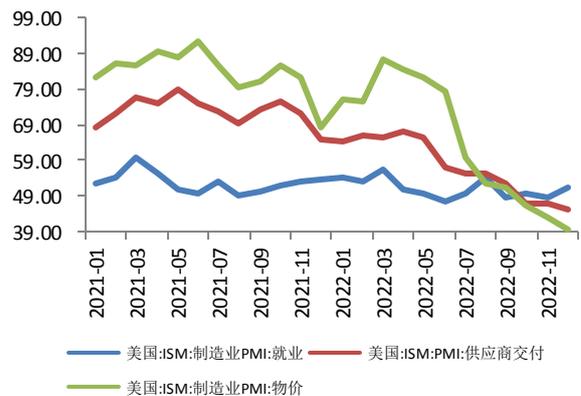
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5：ISM 制造业 PMI 显示商品需求持续下降



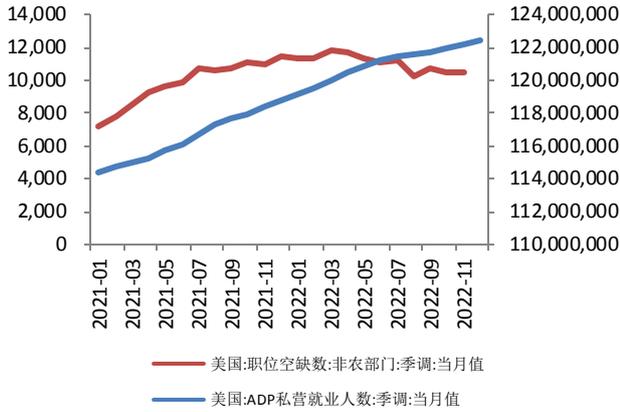
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6：ISM 制造业 PMI 显示物价与供应瓶颈持续改善



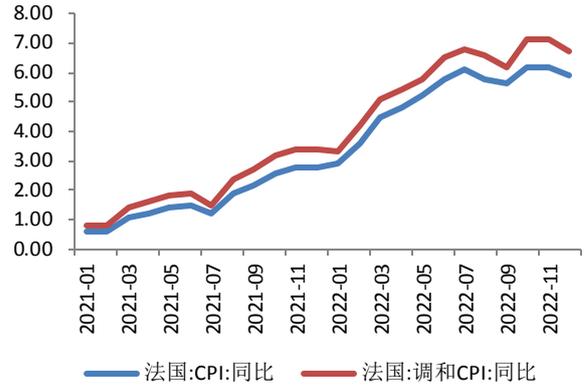
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7：美国劳动力市场超预期强劲



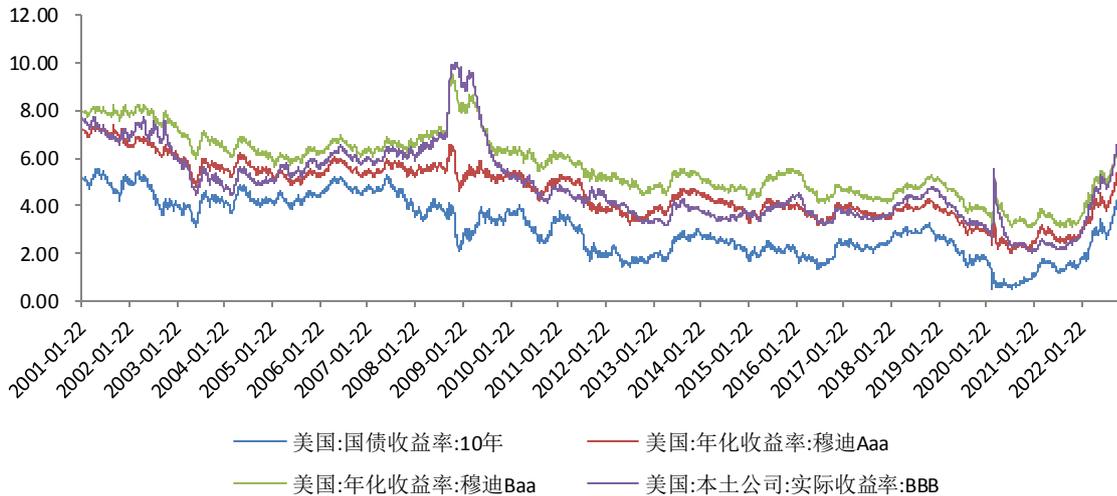
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图8：法国 CPI 意外回落



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图9：美国金融条件改善，但垃圾债实际收益率与 Baa 级别收益率利差缩窄并未改善



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

表1：美联储官员讲话

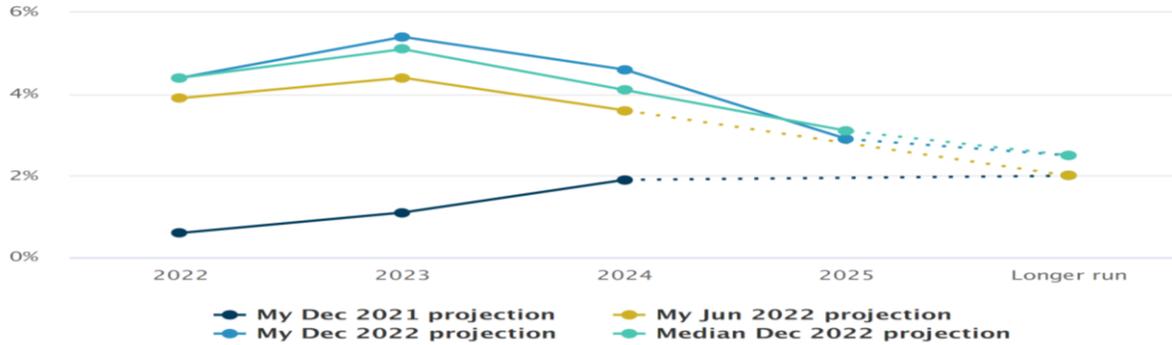
人物	本轮讲话	态度	上轮讲话
1 Jerome H. Powell (美联储主席)		合理	
2 John C. Williams (纽约)		合理 偏鹰	需进一步加息以抑制通胀，让利率充分高于通胀。美联储的工作是让需求放缓，保持供需平衡，当前经济需求强于预期。预计明年通胀将大幅下降，明年年底失业率上升至 4.5-5% 之间。 基本假设是不会衰退，但前景面临大量下行风险。至少需要一年时间才可能会降息。
3 Charles Evans (芝加哥，即将退休)		略鸽 合理	接近利率峰值时，可能会降低加息幅度至 25bp。尽快调整行动节奏有好处，并对通胀很快开始缓解充满希望，利率大幅上升可能危及美联储对就业的职责。
4 Patrick Harker (费城分行)		鸽派 4.5%	预期明年失业率 4.5%，GDP 1.5%。预计美联储将放慢加息，明年某时保持利率不变，让货币政策自己发挥作用。只要通胀持续下降，就可以停止加息。如果情况不对，总能继续紧缩。不想要大幅提高利率后大幅调低利率。与其冒险过度紧缩，不如在适当的时候暂停加息。认为 4.5% 的位置可以停一下，看经济如何进展。
5 Lorie K. Logan (达拉斯)		合理	支持放缓加息速度，以评估紧缩效果。不应混淆放缓加息速度与宽松之间的区别。
6 Neel Kashkari (明尼阿波利斯)	未来数次会议继续加息直至确认通胀确实见顶，期望在 5.4% 附近暂停。若货币收紧进展缓慢导致通胀高企，有可能会有更高利息水平。应吸取 1970 年代的教训，只有在确信击败通胀的前提下才可以考虑降息。	合理 略鹰	需确信通胀停止攀升，政策没有进一步落后于曲线，然后才会主张停止加息。目前情况还没到那一步。10 月通胀数据提供了通胀至少已趋于稳定的一些证据，但不能被单点数据过度说服。
7 Loretta J. Mester (克利夫兰)		合理	尚未接近暂停加息阶段，放慢加息有意义。避免过度紧缩和紧缩不足。衰退不符合其对 2023 年的预期。
8 James Bullard (圣路易斯)	2022 年四季度 GDP 将继续高于长期趋势 (2%)。劳动力市场仍旧强劲。通胀太高但最近在下降。软着陆概率增加。前置的货币政策有助于市场对通胀预期的下降。2023 年将是通胀下降的一年。 政策利率还没有到达足够的限制性，但正在接近，2023 年将变得足够限制性。需要更长的时间内维持更高的利率。数据将决定下次加息 25 还是 50bp。缩表继续。	鹰派 转为 合理 偏鹰	收益率曲线倒挂不一定是衰退信号，不太相信工资-价格螺旋，不认为衰退不可避免。12 月最有可能加息 50 个基点。 市场低估了 FOMC 为遏制高通胀激进加息的可能。重申加息至少到 5%~7% 区间底部才能限制经济增长，从而遏制通胀。
9 Esther L. George (堪萨斯，即将退休)	金融体系稳定，缩表继续。通胀压力缓解迹象显现。应将利率升至 5% 上方并保持到 2024 年。	合理 略鹰	数据表明各个领域的储蓄水平都有所提高，或进一步推动消费。低收入家庭正在更快的耗尽储蓄缓冲。
10 Susan M. Collins (波士顿)		合理	利率敏感行业已对政策做出反应，其他领域尚未。仍乐观认为可能失业率只适度上升少许就能重建劳动力市场平衡，还可避免大范围的经

人物	本轮讲话	态度	上轮讲话
			济衰退。2%的通胀目标不是为出现明显经济衰退。12月75bp的可能性存在。
11 Mary Daly (旧金山)		合理 偏鸽 4.75-5.25%	若通胀没有降温，利率可提高至5%以上，尽管不是她期待的结果。当前金融市场的反应好像是利率已经升到6%。注意到政策利率和金融市场紧缩状况的差别是非常重要的。
12 Rafael Bostic (亚特兰大)	通胀非常高，致力于降低通胀。	合理	政策不足以抑制企业活动进而抑制通胀。近期商品价格涨幅放缓，但尚未出现明确证据表明服务价格涨幅也放缓，劳动力市场紧俏导致薪资持续上涨。即使经济面临放缓风险，仍需上调利率直至通胀稳定在2%的长期目标。
13 Thomas Barkin (里士满)		合理	预计就业持续保持强劲。通胀比想象中更顽固，必须控制住，并在发表任何关于放松政策的言论时确保这一点。支持更慢但可能更高的加息路径。没有踩油门，脚放在刹车上了。
14 Lael Brainard (美联储副主席)		合理	住房通胀可能到明年见顶。短期内放缓加息速度合适，但不会停止加息。紧缩政策实施需要时间，调整加息步伐至谨慎的态度有意义。
15 Christopher Waller (美联储理事)		合理 略鹰	相对通胀，利率没有很高，现在勉强处于限制性范围。可开始考虑放慢加息步伐。12月加息50bp持开放态度，之后也可能50bp。在抑制需求方面看到了进展，但不够。企业正大规模提高工资令人紧张，没有看到压制通胀和造成失业之间需要权衡，还需提高利率，并在一段时间内保持高位。发出加息步伐放缓同时并没有放松的信号，一直是沟通上的挑战。
16 Philip N. Jefferson (美联储理事)		合理	低通胀是实现长期持续扩张的关键。高通胀对低收入家庭的伤害最大。
17 Lisa D. Cook (美联储理事)		合理	通胀趋势变得更加友好为时过早，高通胀对弱势群体打击大，劳动力市场强劲。没有理由认为收益率曲线倒挂具有预测能力。当前的经济形势非常不确定。未来加息应谨慎地采取“小幅度”加息。
18 Michelle W. Bowman (美联储理事)		合理	利率会继续提高，但加息步伐放慢。终端利率高于9月预期。
19 Michael S. Barr (美联储理事)		合理	利率已处于限制性领域，是否有足够的限制性尚未有定论。不应认为美联储降低通胀的决心减弱。将在足够高的利率保持足够长的时间。

资料来源：wind，东兴证券研究所

图10: 明尼阿波利斯分行主席 12 月的政策预测高点 5.4%略高于 SEP 中位数 5.1%

SEP Federal Funds Rate Projections

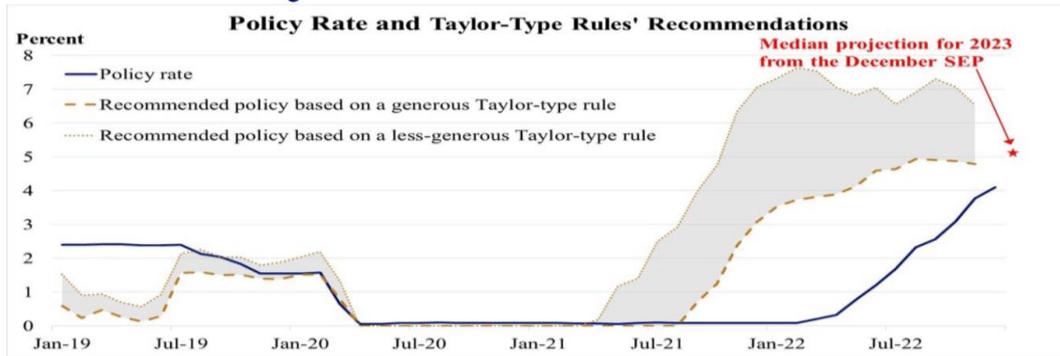


Note: SEP—Summary of Economic Projections
Source: Federal Reserve Board of Governors

资料来源: 明尼阿波利斯分行, 东兴证券研究所

图11: 圣路易斯分行主席 1 月 PPT 中关于充分的限制性利率的表述

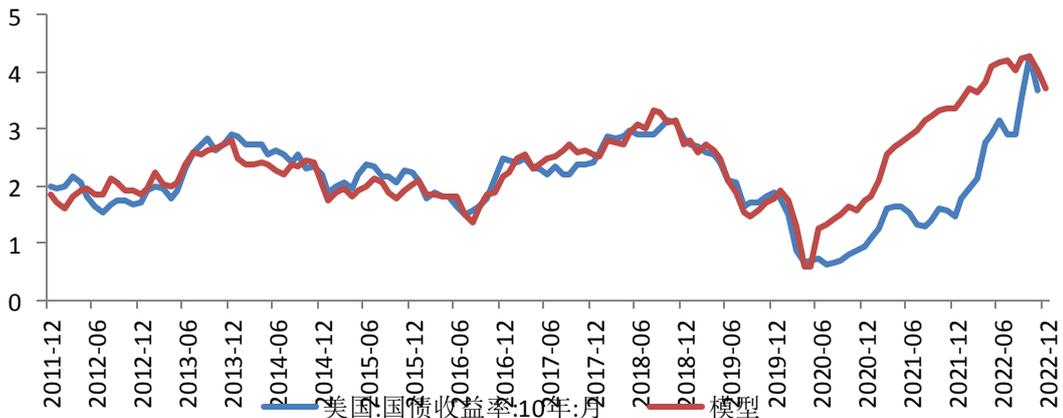
The sufficiently restrictive zone



Sources: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve Bank of New York, FOMC's Summary of Economic Projections (SEP) and author's calculations. Last observations: November

资料来源: 圣路易斯分行, 东兴证券研究所

图12: 美十债模型



资料来源: wind. 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美经济数据不及预期	2022-12-16
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：2023 年海外宏观展望	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储大概率 12 月加息 50bp,关注美债波动	2022-12-02
宏观普通报告	美联储会议纪要关注金融稳定风险，加息幅度确定放缓	2022-11-25
宏观普通报告	宏观普通报告：本周市场风险度下降，美联储官员密集发声	2022-11-21
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-11-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，年内经济平稳渡过	2022-11-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储加息周期峰值预期再次提升	2022-11-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526