

宏观月度报告

2023年02月08日

主要央行的转向与好于预期的海外经济

——2023年2月全球经济月报

核心内容：

美国通胀与劳动市场：CPI 在上半年会有更明显的回落，5月是否继续加息取决于通胀数据。非农大增有重复计算兼职的因素，工资继续保持下行；强就业和放缓的工资本身不是一个差组合，但所对应的下半年核心通胀中枢在3%-3.5%，这阻碍美联储在四季度末之前降息。

美国经济：四季度GDP初值2.9%，高于预期，全年初值为2.1%。虽然联邦基金利率快速上行，但消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下并未失速，不过在剔除波动较大的进出口和库存等部分后，美国的消费和投资仍稳定处于下行通道。零售增速降至接近疫情前趋势，但消费者信心恢复；地产下行速度放缓，房价仍有下行空间；非制造业PMI出现较强反弹；商业银行信贷增速高位放缓。整体上，美国经济好于预期。

美联储：反通货膨胀（disinflation）得到鲍威尔两次确认，上半年结束加息可期。FOMC认为目前数据支持2023年内不降息，但弱衰退概率可能导致该观点跟随数据变化，2023年末降息仍有可能。通过量化紧缩进行缩表的时间可能延长，在加息结束后需要关注。

美股：整体的盈利底部还未到来，科技企业盈利数据下滑，短期仍有一跌，反转暂未到来。但是需要注意能源和材料类企业可能是利润下滑的主因，前期利润已经下降较多的可选消费等板块可能存在结构性机会。

美元：美元长期仍处于震荡下行通道，但是短期市场对主要央行的鸽派预期、个别月份数据超预期的可能、缩表持续更久、美元指数前期的过快下跌都是支持小幅反弹的因素。

美债：美债面临和美元相似的逻辑，弱衰退和软着陆预期的提前定价可能会因数据而波动，但中长端美债的长期配置价值仍在。

欧元区：欧央行2月加息50BP，3月大概率继续50BP，随后可能放缓，主要央行中ECB暂时最鹰派。通胀方面，1月HICP同比降至8.5%，核心保持5.2%，环比负增长主要由于季节性因素，高通胀压力支持继续加息。Q4的GDP保持0.1%的环比正增长，PMI也从低位回升，欧元区经济同样好于预期。

日本：关注黑田东彦可能的继任者，雨宫正佳对超宽松货币政策态度更加温和，相对中性，其当选日央行行长是基本情形；中曾宏则对QQE政策的负面效应更加关注，如果意外当选，可能被视为鹰派，对美元形成压制。从通胀来看，YCC对剔除食品能源部分的效果并不大，日本工资也继续慢于通胀，这也是逐渐放弃YCC的重要理由之一。

目前主要央行的鹰派态度出现软化，美国、欧元区和日本经济均略好于预期，深度衰退的担忧缓解。对中国来说，经常账户方面，外海经济好于预期将缓和出口部门的压力，对工业经济也有提振。出口下行幅度低于预期也有助于生产，带动信号性显著的PPI增速更快转正，利于工业利润增长。从金融账户来看，主要央行的加息预期难再大幅提升，整体利于人民币资产的重估。不过，短期来看，海外市场对美联储放缓加息和降息的预期定价比较饱和，数据的波动容易造成美债收益率和美元的小幅反弹；同时，国内经济修复的成色仍有待数据验证，这会造成权益市场的震荡，单边回升暂时告一段落。

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

主要风险：通胀韧性超预期，疫情再次扩散，个别市场出现流动性和债务危机

目 录

一、美国经济好于预期，联储缓和信号进一步明朗，警惕市场短期过于乐观.....	4
(一) FOMC 确认通胀缓和，目前判断 2023 年不降息，但可能随数据变化.....	4
(二) 通胀率下行趋势进一步确认，下半年核心中枢可能在 3%-3.5%	6
(三) 非农就业的大超预期可能是统计问题，关注工资增速的下行，	7
(四) 四季度 GDP 增速主要来自库存变动，消费继续下滑，房地产下行速度放缓.....	9
(五) 美国商业银行信贷派生仍然较强.....	13
二、欧元区：通胀略有缓和，3 月仍会加息 50BP，但随后放缓概率较大.....	15
(一) 欧央行短期最鹰派，但市场似乎认为这一状态不会长时间持续.....	15
(二) 欧元区能源问题缓解，但核心通胀压力仍较高	16
(三) 欧元区四季度经济好于预期，未来衰退程度可能更弱	17
三、日本：关注日央行的继任者，YCC 对提升通胀作用并不明显.....	18
(一) 日央行呼声最高的继任者是雨宫正佳，YCC 调整概率较高	18
(二) 日本疫后恢复程度较弱，但近期边际改善	19
四、当前海外环境对中国经济的可能影响.....	21

图 1：美国经济数据概览：更新至 2023 年 2 月 8 日

		Jan-23	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	
生产总价值	实际GDP (同比)		0.96			1.94			1.80			3.68			5.53		
	实际GDP (环比)		2.90			3.20			-0.60			-1.60			6.90		
	个人消费支出 (同比)		1.94			2.19			1.84			4.51			6.89		
	国内私人投资 (同比)		-4.55			1.95			8.69			11.57			9.58		
	政府支出 (同比)		0.85			-0.30			-1.64			-1.67			0.09		
净出口 (同比增长-亿美元)		36.35			161.77				70.02			-194.56			-33.60		
消费	个人消费支出-现价 (同比)		7.35	7.37	8.04	8.54	8.70	8.69	9.26	9.28	8.93	9.19	13.48	12.01	13.39	13.71	
	零售总额 (同比)		6.02	6.01	8.01	8.39	9.72	10.03	8.78	8.70	7.82	7.07	17.71	13.75	17.63	18.81	
	个人储蓄存款总额 (同比)		-53.55	-58.05	-64.52	-69.05	-71.55	-68.11	-69.90	-67.09	-72.66	-87.86	-65.80	-78.07	-42.89	-43.37	
	人均可支配收入-现价 (同比)		3.18	3.08	3.10	2.78	1.28	1.19	1.97	1.43	-1.50	-16.29	2.74	-6.06	5.60	5.99	
	密歇根消费者信心指数 (同比)		64.90	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
工业	工业总产值 (同比)		1.29	2.05	3.53	4.81	3.58	3.27	4.07	4.83	5.94	4.56	6.45	2.06	3.05	4.41	
	产能利用率		78.75	79.41	79.96	80.08	79.90	80.02	79.73	80.02	80.23	79.82	79.41	78.94	78.74	78.98	
	新增订单 (同比)		2.95	1.76	5.68	6.54	6.78	7.65	9.50	9.19	9.76	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	
	新建住房销售套数 (同比)		-26.58	-20.37	-10.88	-24.86	-5.83	-25.21	-20.03	-14.05	-23.49	-19.75	2.86	-8.78	-3.67	-11.16	
	成屋销售套数 (同比)		-33.99	-35.55	-28.43	-23.79	-20.20	-20.07	-14.41	-8.61	-6.04	-4.80	-3.89	-2.41	-8.42	-3.95	
Case-Shiller 房价指数-20城		-21.83	-17.88	-8.77	-6.03	-4.31	-12.46	-5.35	-2.68	19.93	0.29	24.27	4.00	7.09	10.71		
通胀	CPI (同比)		6.50	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	
	核心CPI (同比)		5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	6.00	6.20	6.50	6.40	6.00	5.50	4.90
	PCE (同比)		5.02	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	
	核心PCE (同比)		4.42	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	
	PPI 最终需求 (同比)		6.20	7.30	8.20	8.50	8.70	9.70	11.10	11.00	11.20	11.70	10.50	10.20	10.20	9.90	
	核心PPI 最终需求 (同比)		5.50	6.20	6.90	7.20	7.20	7.60	8.30	8.70	9.00	9.70	8.90	8.70	8.70	8.00	
	10年期breakeven通胀预期		2.24	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
	5年期breakeven通胀预期		2.23	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
	密歇根5年通胀预期		2.90	2.90	3.00	2.90	2.70	2.90	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.10	2.90	3.00
	密歇根12个月内通胀预期		3.90	4.40	4.90	5.00	4.70	4.80	5.20	5.30	5.40	5.40	4.90	4.90	4.90	4.80	4.90
劳动力市场	新增非农就业人数 (万人)		51.70	26.00	29.00	32.40	35.00	35.20	56.80	37.00	36.40	25.40	41.40	90.40	36.40	56.90	61.40
	非农职位空缺 (同比)		6.70	6.40	6.40	6.50	6.30	6.80	6.80	6.90	7.20	7.30	7.00	7.00	7.10	6.80	
	失业率		3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	
	劳动参与率		62.40	62.30	62.20	62.20	62.30	62.30	62.10	62.20	62.30	62.40	62.20	62.20	62.00	61.90	
	非农平均时薪 (同比)		4.43	4.81	4.99	4.88	5.07	5.36	5.45	5.40	5.53	5.76	5.92	5.26	5.72	5.01	5.40
PMI	ECI 采购成本指数		5.14			5.27			5.69			4.98			4.90		
	非农产出增速 (同比)		-1.46			-1.25			-2.06			-0.38			1.90		
政策利率	ISM 制造业PMI		47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80	61.10
	ISM 非制造业PMI		55.20	49.20	56.50	54.40	56.70	56.90	56.70	55.30	55.90	57.10	58.30	56.50	59.90	62.30	69.10
	有效联邦基金利率-月均 (%)		4.33	4.10	3.78	3.08	2.56	2.33	1.68	1.21	0.77	0.33	0.20	0.08	0.08	0.08	0.08
市场指标	储备利率-10RB-月均 (%)		4.40	4.17	3.85	3.15	2.63	2.40	1.75	1.28	0.84	0.40	0.27	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	0.05
	标普500指数-月均		3961	3912	3917	3726	3851	4159	3912	3899	4040	4391	4391	4436	4574	4675	4667
	CBOT 标普VIX指数-月均		20.17	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
	WTI原油现价-月均 (美元/桶)		78.22	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
2年美债收益率-月均 (%)		4.21	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	
10年美债收益率-月均 (%)		3.53	3.62	3.89	3.98	3.52	2.90	2.90	3.14	2.90	2.75	2.13	1.93	1.76	1.47	1.56	

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 2 月 8 日

		Jan-23	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	
实际GDP (同比)			1.9			2.3			4.3			5.5				
实际GDP (环比)			0.1			0.3			0.9			0.6				
最终消费支出 (同比)						1.4			4.1			6.4				
资本形成总额 (同比)						10.5			5.6			3.0				
政府最终消费支出 (同比)						0.6			0.8			3.1				
出口 (同比)						7.8			7.9			8.7				
进口 (同比)						10.7			8.5			9.3				
欧元区19国:零售销售指数 (同比)			-2.8	-2.5	-2.6	0.1	-1.3	-0.7	-2.9	1.1	5.2	2.3	6.2	9.7	2.4	
欧元区19国:消费者信心指数			-20.9	-22.1	-23.8	-27.5	-28.7	-25	-27.2	-24	-21.5	-22.4	-21.9	-9.4	-9.6	-9.2
欧元区19国:工业生产指数 (同比)				2.0	3.4	5.1	2.8	-2.5	2.2	1.6	-2.5	-1.0	1.7	-1.3	2.0	
制造业PMI			48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58
服务业PMI			50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53	56.1	57.7	55.6	55.5	51.1	53.1
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 (%)			6.6	6.6	6.7	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9	7	7.1	
调和CPI (同比)			8.5	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5
核心调和CPI (同比)			5.2	5.2	5	5	4.8	4.3	4	3.7	3.8	3.5	3	2.7	2.3	2.6

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 2 月 8 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	
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)			4.00	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
核心CPI (同比)			4.00	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
产能利用率指数 (同比)			0.00	-0.61	6.56	12.30	5.84	-1.93	-4.40	-6.71	-6.63	-4.43	0.77	-2.87	3.73	6.70
工业生产指数: 制造和采矿业 (同比)			-2.80	-0.90	3.02	9.57	5.78	-2.00	-2.76	-3.12	-4.87	-1.65	0.54	-0.79	2.25	4.83
家庭月消费性支出 (同比)			-1.30	-1.20	1.20	2.30	5.10	3.40	3.50	-0.50	-1.70	-2.30	1.10	6.90	-0.20	-1.30
商业销售总额总计 (同比)			3.30	3.90	5.40	7.50	8.20	4.90	6.90	8.60	5.70	5.40	6.00	6.90	6.20	9.40
失业率			2.30	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
所有行业总现金收入 (同比)			4.84	1.88	1.50	2.29	1.70	1.32	2.02	1.14	1.35	2.05	1.20	1.13	-0.37	0.82
合同现金收入: 定期: 所有行业 (同比)			1.81	1.53	1.01	1.47	1.44	0.93	1.13	1.12	1.02	1.00	0.80	0.84	0.06	0.23

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

一、美国经济好于预期，联储缓和信号进一步明朗，警惕市场短期过于乐观

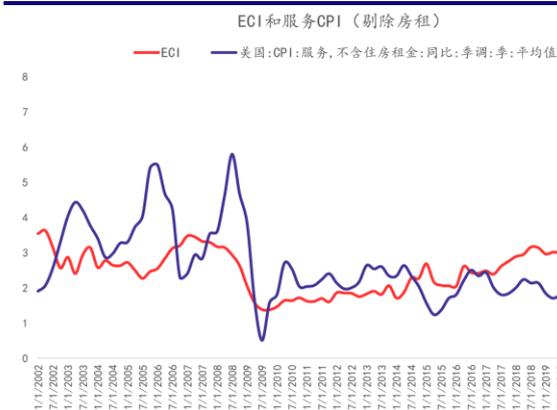
(一) FOMC 确认通胀缓和，目前判断 2023 年不降息，但可能随数据变化

2月1日，美联储FOMC会议在CPI连续三个月超预期回落的背景下如期放缓加息至25BP，联邦目标基金利率达到4.50%-4.75%。量化紧缩(QT)计划继续执行，QT上限950亿美元/月，1月预计实际缩减765亿美元。

1. “反通货膨胀”进程得到鲍威尔确认

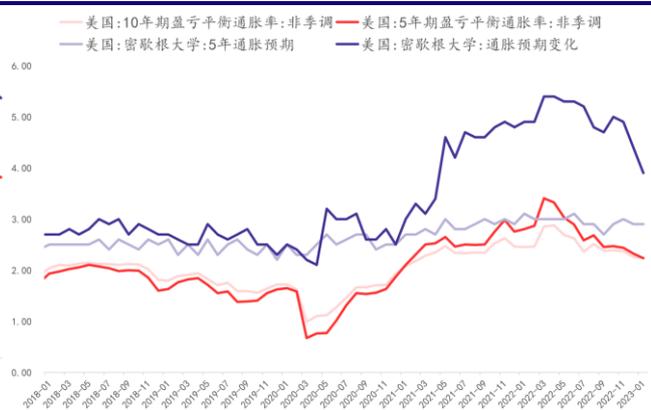
本次FOMC不论是声明还是发布会均透露出鸽派信号：(1)关于俄乌冲突和疫情对能源和食品通胀造成上行压力的表述基本被删除殆尽；(2)劳工市场方面表述增加“新增就业放缓，名义工资也出现缓和迹象”；(3)鲍威尔会后发言认为“反通货膨胀(disinflation)进程已经开始”的表述，尽管官方声明中坚持通胀可持续降低需要更多证据，但此语确认了美联储已经看到通胀增速较快放缓的势头。虽然会后的1月非农就业和失业率超预期强劲，但2月7日鲍威尔在华盛顿经济俱乐部的座谈中再次确认了“反通货膨胀”的开始，不过仍会继续加息。整体上，美联储仍依赖数据，在CPI和工资继续放缓之下，再提高加息终值的风险不大。不过需要注意的是通胀中枢年内回到2%难度偏大，这将影响降息节奏。

图 4：劳动缺口仍在，但工资增速继续放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5：长期通胀预期进一步缓和(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 根据目前数据，FOMC 认为 2023 年不会降息，但这一观点未来仍有望变化

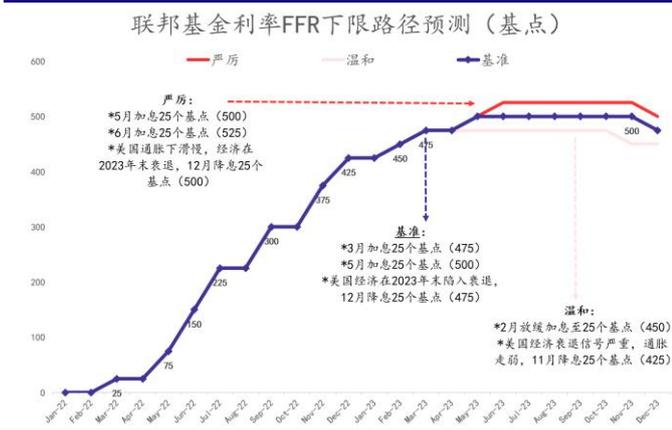
鲍威尔在发布会上另一重要表述是在目前对经济前景的展望下，2023年不会降息。尽管美国经济短期没有失速，保持一定韧性，但多类领先指标都提示2023年较高的衰退概率。

金融方面，美债10Y-2Y和10Y-3M利差模型反映衰退难以避免；劳工市场方面，美联储关于失业率和衰退的预测结合来看是略有矛盾的：12月SEP中2023年4.6%的预期失业率已经超过中长期自然失业率的水平，这一条件的满足在历史上有极高概率导致衰退。经济领先指标方面，ECRI和咨商会LEI均反映美国已经接近衰退，其中LEI甚至暗示美国将在上半年进入衰退。LEI对商品和工业指标存在偏重，因此美国劳动市场的旺盛和服务业韧性会使实际衰退的判定更晚出现，失业率与自然失业率给出的劳动紧张程度是更好的参考。地产周期的下行对衰退预判也有参考作

用。从同步指标和增长看，美国 2022Q4 的 GDP 中，消费和设备投资均有放缓，私人库存的意外上行难以持续，也体现出经济增长稳步放缓，未来弱衰退概率不低¹。

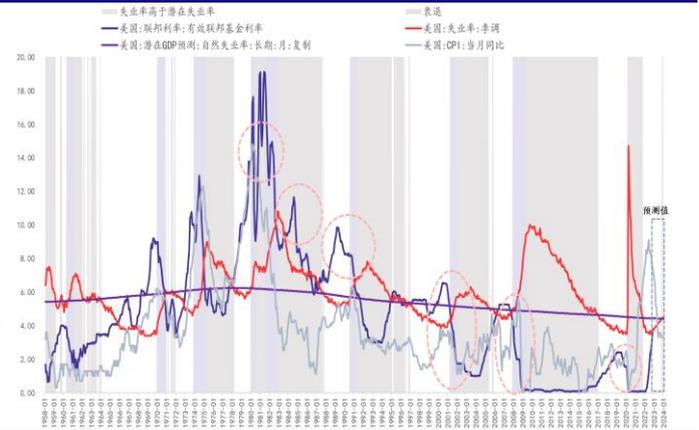
总体上，年末的弱衰退依然是我们的基准假设，随着经济放缓的证据增加、居民收入缩减、超额储蓄的耗尽和信用收缩在下半年冲击消费，美联储的 SEP 和对降息时点的判断都可能发生变化，这也符合美联储的“数据导向”。因此，2023 年末仍有可能降息。

图 6：联邦基金利率路径展望 (%)



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 7：实际失业率高于自然趋势时，美国经济通常处于衰退中



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. QT 继续按照计划进行，美联储的缩表可能持续更久

货币市场基金 (MMF) 仍然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，因此银行继续消耗存款准备金承接债券。由于联邦基金利率处于高位且仍在上升，RRP 账户的利率也有相当的吸引力，暂时阻止 MMF 购买国债，银行准备金 1 月末下降到 3.03 万亿美元。按照过往推测，当银行准备金下降到 2.5 万亿美元左右时，美联储将停止缩表²。不过，沃勒 (Waller) 的讲话表达了美联储观点可能发生变化，他表示在考虑银行整体流动性的时候，应当把 RRP 账户和银行准备金账户放在一起考虑，那么银行流动性目前仍有 5.5 万亿美元，可以承受更长时间的 QT 缩表模式³。2 月 7 日鲍威尔在座谈中也表示，在充分准备金制度 (ample reserves) 的框架下，大概还需要几年 (a couple of years) 才能将准备金降至疫情前的状态。

当然，美债短期仍在交易加息停止以及衰退的预期，仅靠沃勒的表态不会使美债收益率回升，但随着加息终止，缩表的影响将会上行。届时，需要对 QT 持续时间和 RRP 账户保持观察。

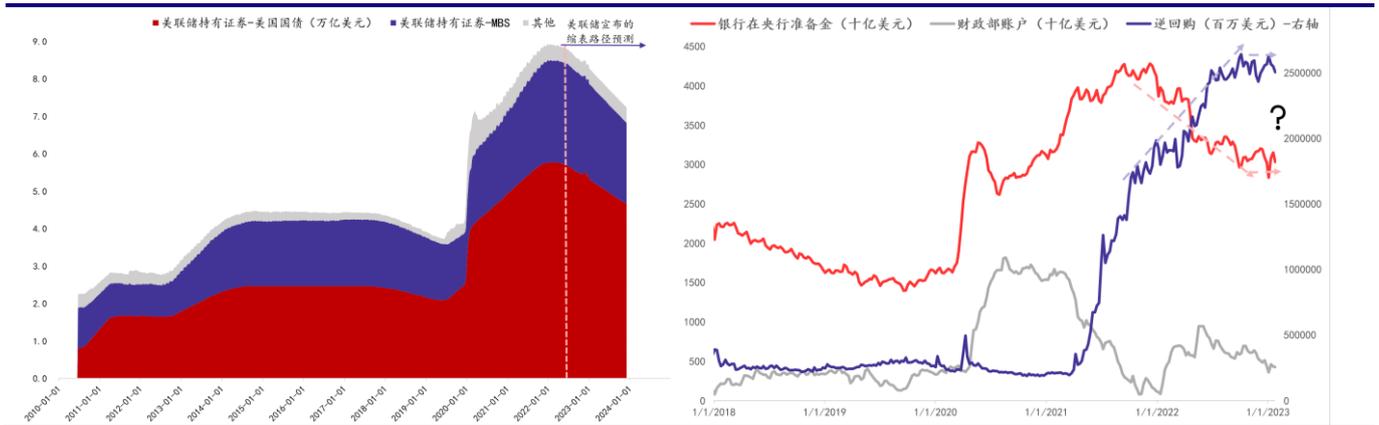
图 8：美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)

图 9：银行备金持续下滑，但 RRP 和准备金可能合并考虑

¹ 这里需要简要澄清一个观点，即 M2 的负增长并不意味着深度衰退：回顾 M2 增速的历史可以发现，在过往 M2 增速回落领先严重衰退时，M2 的总量均低于其历史趋势，这一条件在 2020 年疫情后并不存在。M2 负增长更多反映此前流动性史无前例的暴增，尽管美联储正在紧缩，从绝对值衡量的 M2 仍然充裕，短期不会造成信用周期大幅下行或资产负债表显著缩减，因此也不易导致深度衰退。

² <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/omo/omo2021-pdf.pdf>

³ https://www.youtube.com/watch?v=Z_AxQ8udHSU



资料来源：中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 通胀率下行趋势进一步确认，下半年核心中枢可能在 3%-3.5%

12月CPI同比+6.5%（前值+7.1%），保持6月以来的回落趋势，核心CPI同比+5.7%（前值+6.0%）；12月PCE同比+5.0%（前值+5.5%），核心PCE同比+4.4%（前值+4.7%）。

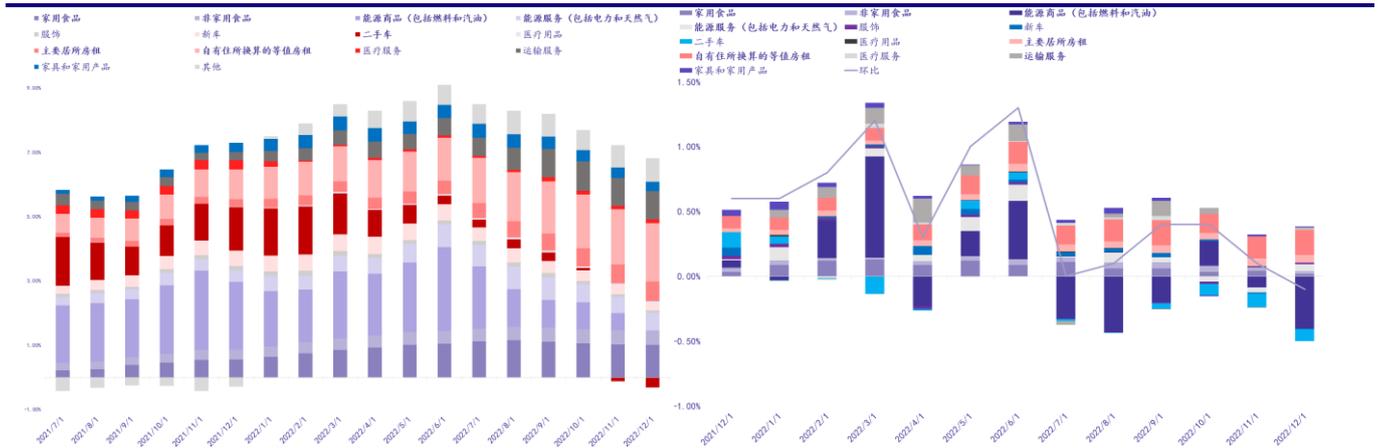
美国12月CPI的再次大幅放缓在为美联储提供更多确立通胀回落的证据；虽然核心部分的环比仍然保持了一定增长，但中枢也已降低。核心通胀与名义通胀的分化继续，部分能源和核心商品在高基数下陷入通缩的势头愈发明显。

从构成来看，能源和商品部份继续对回落做出最大贡献，高权重的汽车和能源商品价格显著走低。其他同比增速回落的重要项目还有食品、服装、家居和家用产品等；而滞后的居住成本和包括运输、娱乐以及医疗服务在内的项目同比增速比11月小幅加快。环比方面，食品类的增速进一步放缓至0.3%，很快将成为带动同比快速回落的又一动力；能源与二手车价格延续了幅度较大的环比负增长；服务部分增速仍有0.5%，这主要是由于滞后的居住成本增长了0.8%，但也反映出服务粘性更强。核心服务缓慢下行，居住成本保持高位。

展望未来：能源和商品价格增速的进一步放缓料将持续，零售数据也在印证商品消费的走弱，非核心服务部分涨价弱化是较为确定的；居住成本的上行源于统计滞后，在2023Q3也将逐步走弱，所以不确定性主要在核心服务部分。结合工资增速，我们倾向于2023下半年的核心通胀中枢将会处于3.0%-3.5%左右的水平，难以迅速靠近2%，这不会抬升加息终值，但可能使降息更晚。

图 10：12月CPI同比主要拉动项拆分(%)

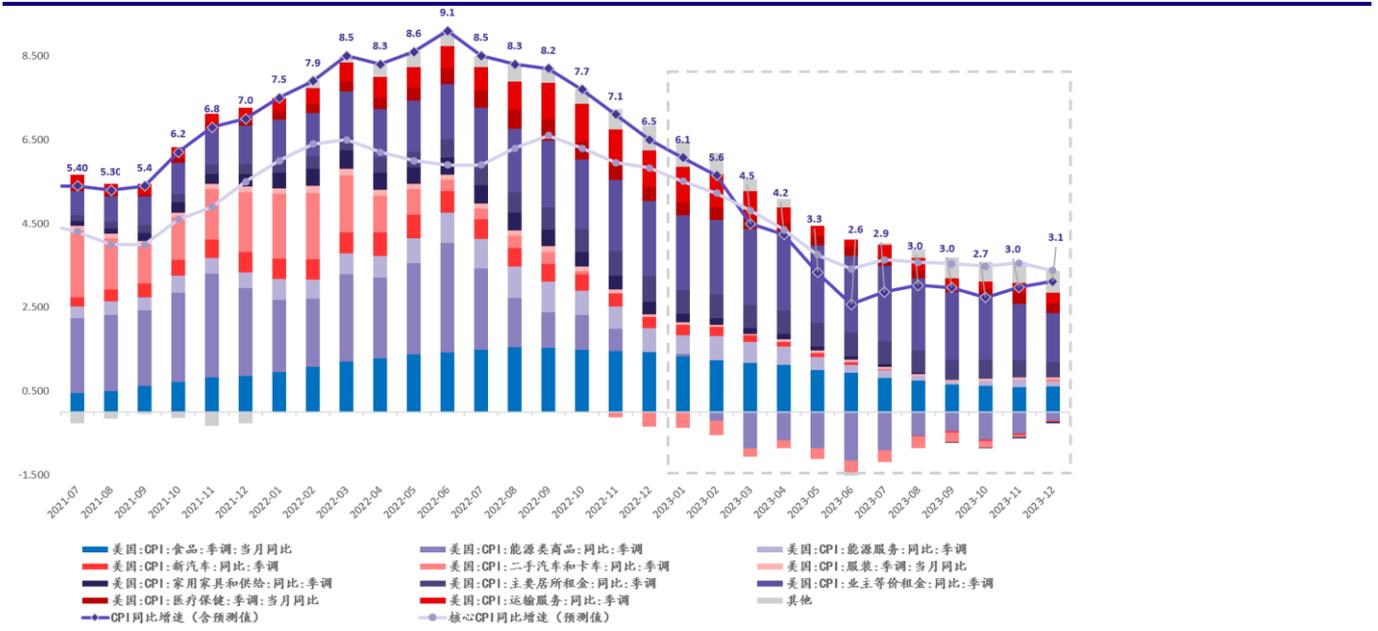
图 11：12月CPI环比主要拉动项拆分(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 名义通胀增速可能较快回落，但核心通胀的粘性阻碍美联储在 2023Q4 以前降低利率



资料来源: 中国银河证券研究院整理

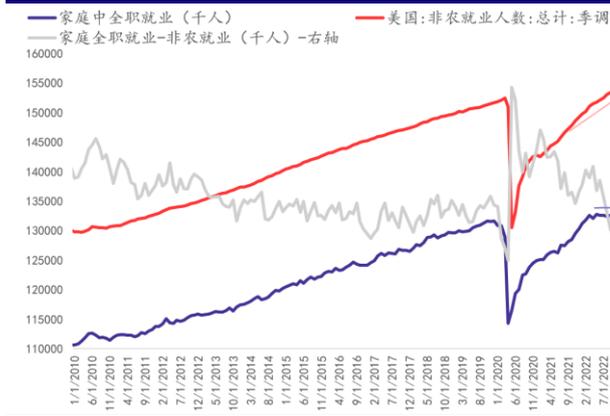
(三) 非农就业的大超预期可能是统计问题，关注工资增速的下行，

1 月新增非农就业 51.7 万人，大幅超出 18.5 万人的市场预期，失业率从 3.5% 降低至 3.4% 的低位，是 1969 年以来最低水平。非农时薪同比增速 4.43%，环比增速 0.30%，均继续放缓。劳动参与率上行 0.1% 至 62.4%，55 岁及以上参与率下滑 0.1 至 38.7%。需要注意的是，BLS 在年初对非农数据的统计口径做出调整，所以本月数据噪音较大，数据可比性会受到影响。

从非农就业的结构来看，服务业增长仍然较多。新增的 51.7 万人中，商品生产多增 4.6 万人，和过往水平类似，而服务生产多增 39.7 万人，显著高于前两个月并受到了 NAICS 调整的明显影响；政府部门也多增 7.4 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 44.3 万人，比 12 月的 26.9 万人仍明显加快，反映出劳动市场韧性。

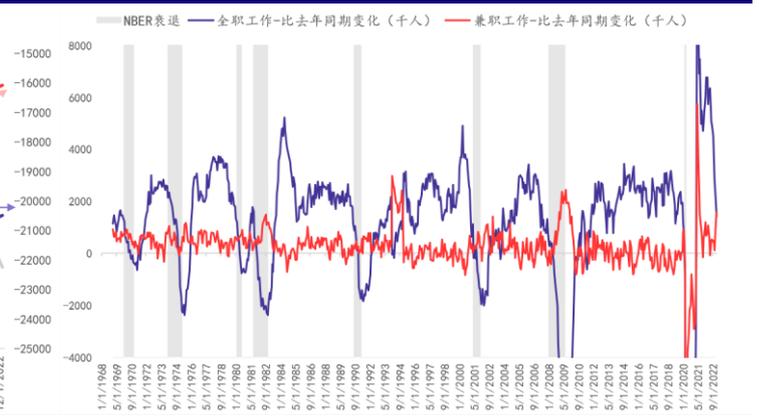
新增非农就业的大增和家庭全职就业的停滞似乎同样矛盾，这可能是由于家庭就业统计不能重复统计兼职，但新增非农就业可以，所以实际的新增全职就业没有数据所反映的那么多，这也可以解释就业数据如此强劲下薪资增速却继续下滑的现象。作为佐证，也可以观察家庭就业中全职和兼职就业的同比多增，近期全职岗位下降的兼职显著抬升。因此，尽管非农数据表面大超预期，对通胀的压力仍在缓解，无需过度担忧。

图 13: 非农就业和全职家庭就业近期明显背离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 兼职就业同比上升而全职下降, 这也可作为衰退指标

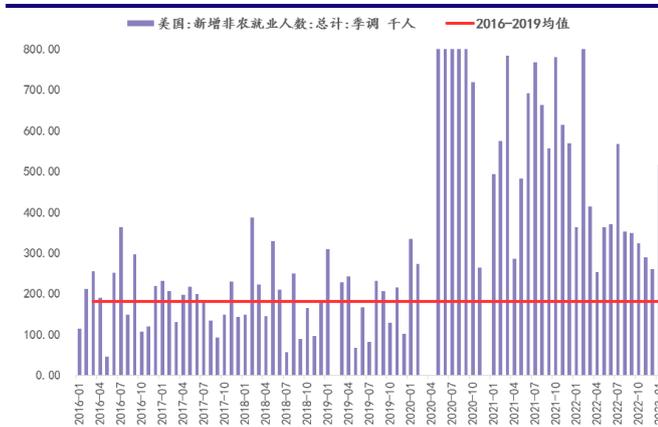


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

就业人数大增和薪资继续放缓有所矛盾，我们倾向于薪资数据质量更高。美联储关注劳动数据主要由于对“工资-物价”螺旋的担忧，因此工资增速才是劳动市场的核心变量，在工资增速继续小幅放缓的情况下，新增就业的强劲对美联储不一定是坏消息，也可能是未来“弱衰退”或“软着陆”的证据。鲍威尔在刚刚结束 2 月 FOMC 会后表示较高的职位空缺数据波动大，似乎更加关注非农时薪和雇佣成本指数 (ECI) 的变化，而两者都在放缓。

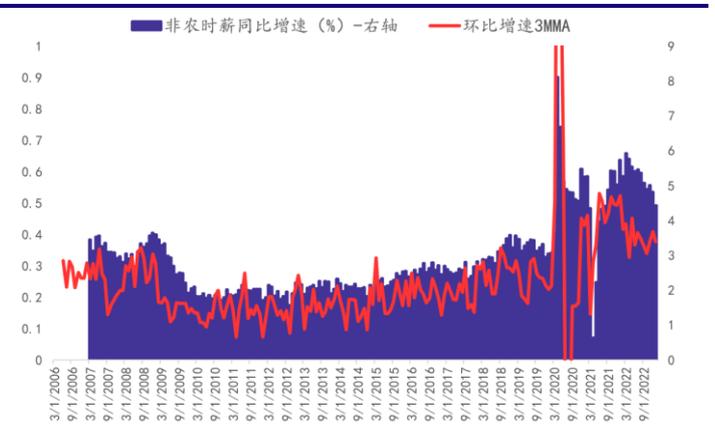
目前时薪的 3 月移动平均还在 0.35% 的水平波动，稳定降至 0.25% 还需时间。而薪资模型显示目前 ECI、非农时薪和亚特兰大联储工资跟踪的同比增速所对应的核心通胀在 3.5%-4.1% 之间。在美联储保持高利率不变，导致工资缓慢下行的假设下，2023 下半年核心通胀可能在 3%-3.5% 的水平。而我们基于菲利普斯曲线斜率抬升的物价模型也在暗示中期通胀中枢可能在 3% 上方，详见《再次抬升的菲利普斯曲线》。

图 15: 新增非农就业超预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 时薪增速却继续下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 时间序列更长的生产者时薪增速也在回落 (%)

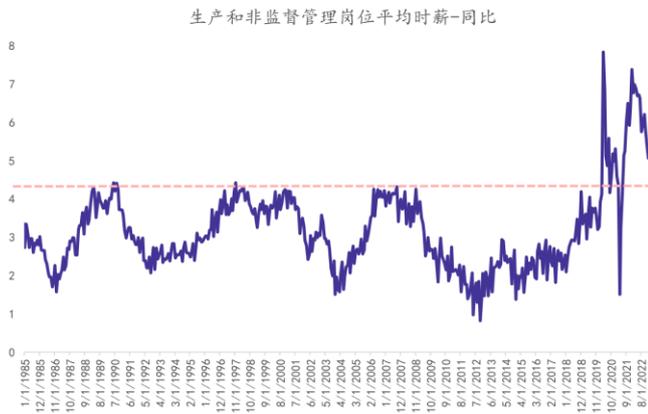
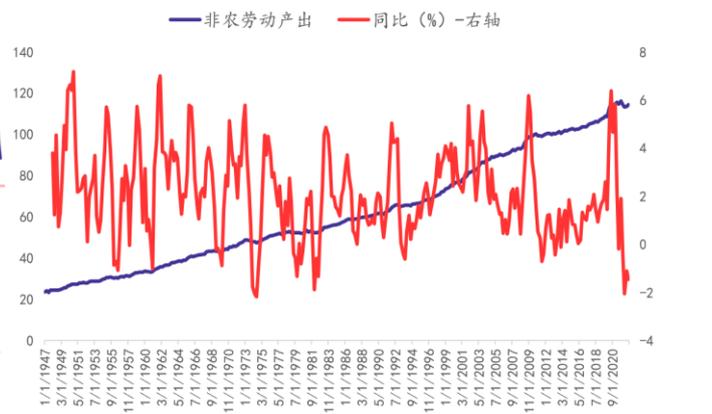


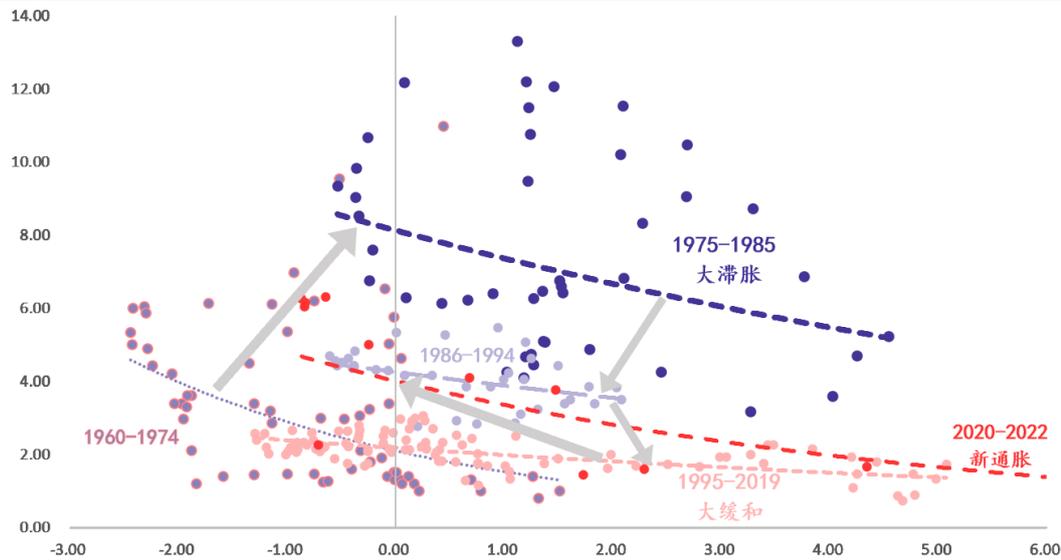
图 18: 劳动产出增速达到底部, 未来可能改善, 降低工资压力



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 19: 各时代劳动紧张视角下菲利普斯曲线斜率的变化, 2021-2022 年曲线“再抬头”



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 四季度 GDP 增速来自库存变动, 消费继续下滑, 房地产下行速度放缓

1. 美国四季度 GDP 略超预期, 经济短期韧性较强

1月26日, 美国四季度GDP初值公布, 环比折年率为2.9%, 高于2.6%的市场预期, 同比折年增速为0.96%。前三季度修正后的环比折年率分别为-1.6%、-0.6%和3.2%, 全年初值为2.1%。美国实际GDP在经济超预期的韧性下连续两个季度保持增长, 虽然联邦基金利率快速上行, 但消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下并未失速, 投资也摆脱了连续两个季度的负增长。不过, 剔除波动较大的进出口和库存等部分后, 美国经济仍稳定处于下行通道。

消费方面, 环比增速从第三季度的3.7%下行至2.6%, 拉动GDP上行1.16%, 是四季度除投资中私人库存之外最重要的增长因素。服务韧性强于商品, 但增速继续边际放缓, 这也体现了美联储紧缩的滞后效果开始显现以及美国经济动能的进一步放缓。服务类整体保持边际回落,

但12月PCE细项中娱乐、食宿、医疗等项目略有回升。整体来看，消费的在高利率下的下行仍将继续，但商品类难以大幅下行和服务类的粘性阻止短期内出现衰退

投资方面，固定资产投资下滑幅度扩大至6.7%，非住宅类投资放缓至0.7%，而私人库存变动明显上行并拉动GDP增长1.46%。整体上，住宅投资继续大幅下行，工业投资同样出现放缓，投资热情在高利率下继续回落。库存上升是投资数据转正的主因，但结合美国制造业PMI在四季度的持续收缩、商品消费的下行以及企业设备投资的放缓，企业主动补库存可能性较低，该数据更多反应库存的被动积累。美国30年房贷利率虽然从高位回落，但仍高于6%，货币供应收缩，新房库销比保持在历史高位，因此地产投资将继续萎缩，房价也会进一步下行。工业投资方面，设备投资负增长3.7%，知识产权类投资放缓至5.3%，消费的回落降低企业投资信心，但经济韧性防止工业投资大幅降低。

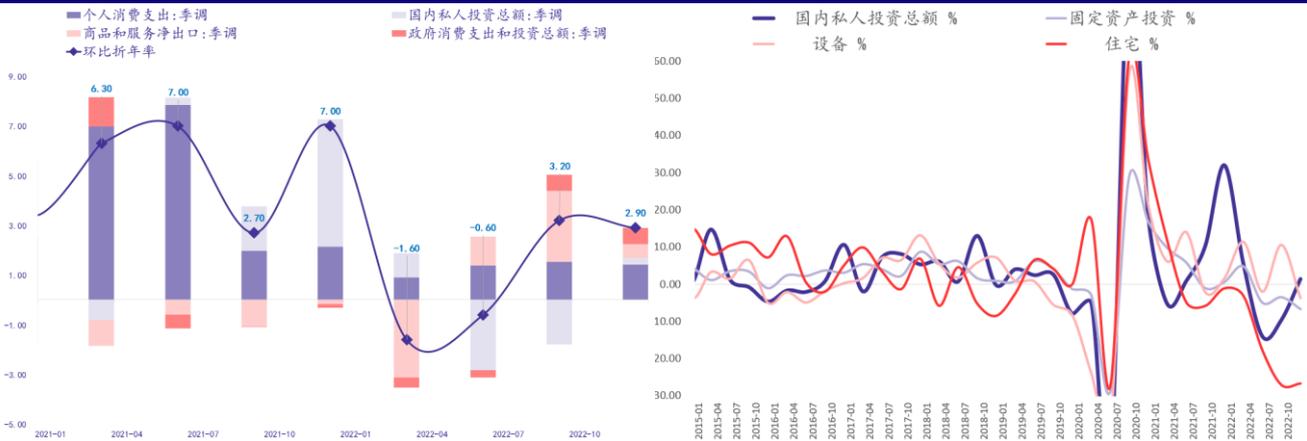
从最重要的消费和投资来看，两者都处于放缓中，但下行幅度小于市场预期体现出了美国经济没有失速，结合较强的劳动市场，2023上半年难以衰退。不过，服务消费的稳步回落和投资中工业部分的走低反映出美国经济下行的趋势不改，只是斜率较为缓和，因此较晚的弱衰退仍是基准假设。

图 20：美国 2022Q4-GDP 数据概览

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Dec-22	Sep-22	Jun-22	Dec-22	Sep-22	Jun-22	Dec-22	Sep-22	Jun-22
GDP	100	20.20	20.05	19.90	2.9	3.2	-0.6	\	\	\
个人消费支出	70.56	14.25	14.18	14.10	2.1	2.3	2	1.42	1.54	1.38
商品	27.43	5.54	5.52	5.53	1.1	-0.4	-2.6	0.26	-0.08	-0.61
耐用品	11.18	2.26	2.25	2.26	0.5	-0.8	-2.8	0.04	-0.07	-0.24
非耐用品	16.46	3.33	3.31	3.31	1.5	-0.1	-2.5	0.22	-0.01	-0.37
服务	43.79	8.84	8.79	8.71	2.6	3.7	4.6	1.16	1.63	1.99
国内私人投资总额	18.15	3.67	3.65	3.75	1.4	-9.6	-14.1	0.27	-1.8	-2.83
固定资产投资	17.28	3.49	3.55	3.58	-6.7	-3.5	-5	-1.2	-0.62	-0.92
非住宅投资	14.68	2.96	2.96	2.92	0.7	6.2	0.1	0.09	0.8	0.01
建筑	2.16	0.44	0.44	0.44	0.4	-3.6	-12.7	0.01	-0.09	-0.34
设备	6.33	1.28	1.29	1.26	-3.7	10.6	-2	-0.2	0.53	-0.11
知识产权	6.35	1.28	1.27	1.25	5.3	6.8	8.9	0.28	0.36	0.46
住宅	2.84	0.57	0.62	0.67	-26.7	-27.1	-17.8	-1.29	-1.42	-0.93
私人库存变动	0.64	0.13	0.04	0.11	\	\	\	1.46	-1.19	-1.91
出口	9.24	2.60	2.60	2.52	-1.3	14.6	13.8	-0.15	1.65	1.51
商品出口	3.68	1.87	1.90	1.82	-7	17.8	15.5	-0.58	1.38	1.18
服务出口	18.95	0.74	0.72	0.71	12.4	7.5	9.9	0.43	0.26	0.33
进口	16.27	3.83	3.87	3.95	-4.6	-7.3	2.2	0.71	1.21	-0.35
商品进口	2.77	3.29	3.33	3.41	-5.6	-8.6	-0.4	0.72	1.19	0.05
服务进口	17.04	0.56	0.56	0.56	0.4	-0.8	16.6	-0.01	0.02	-0.41
政府	6.80	3.44	3.41	3.38	3.7	3.7	-1.6	0.64	0.65	-0.29
联邦政府	10.24	1.37	1.35	1.34	6.2	3.7	-3.4	0.39	0.24	-0.22
州和地方政府	3.85	2.07	2.06	2.04	2.3	3.7	-0.6	0.25	0.41	-0.06

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21：Q4 GDP 初值中消费未失速，投资因库存环比回升 (%) 图 22：住宅投资降幅放缓，仍是投资负增长的主要动力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 零售增速向疫情前趋势靠近, 消费者信心低位改善

12月末季调零售销售同比增速6.02%,略高于长期平均零售增速5.66%和2016-19年3.68%的均值。零售环比增速-1.15%,高于前值-0.99%。零售环比继续负增长,年末较弱的表现仍反映出一定季节性。主要零售类别中,机动车环比(-1.4%)、家居家装(-2.48%)、电子家电(-1.08%)、加油站(-4.28%)和百货公司(-6.55%)出现较大回落。保持环比增长的仅有食品饮料、杂货店、建筑物料和园林设备以及运动商品等。零售偏重于商品,其放缓的结构和CPI较为一致。

尽管12月零售增速的回落和结构特征支持通胀继续放缓,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)名义工资增速上行趋缓,但工资-物价螺旋没有停止;(2)通胀放缓和工资增速可能增加实际购买力;(3)美国家庭净值在房产支撑下较高,负债处于低位;(4)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,消费者信心指数整体改善。美国咨商会(Conference Board)消费者信心指数1月从前值109.0略降低至107.1,但仍比2022年低位回升。密歇根大学消费者信心指数1月录得64.9,比12月大幅上升5.2。

图 23: 零售增速继续回落, 环比同样放缓 (%)

同比	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
零售总计	6.02	6.01	8.01	8.39
机动车及零部件	1.80	1.04	5.47	5.25
机动车	1.32	0.32	5.14	4.58
家具和家装	0.27	-1.72	0.40	-1.10
电子和家用电器	-5.57	-3.89	-13.44	-9.85
建筑物料和园林设备	2.31	2.55	9.08	9.52
食品饮料店	6.88	7.63	7.47	7.08
杂货店	7.33	8.19	7.74	7.50
保健和个人护理	2.80	4.43	4.39	4.05
加油站	5.18	13.69	17.12	18.59
服装及服装配饰店	2.93	-0.14	3.50	4.51
运动商品、书和音乐、业余爱好品	3.93	0.93	4.47	4.39
日用品商场	3.75	2.76	2.64	4.15
百货公司(不包括租赁部门)	-0.56	-3.08	-1.84	1.63
杂货店(含办公、文具、礼品店)	2.37	2.50	8.35	11.03
无店铺商贩	13.65	9.71	10.61	12.02

图 24: 末季调零售增速同样向疫情前水平靠拢 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

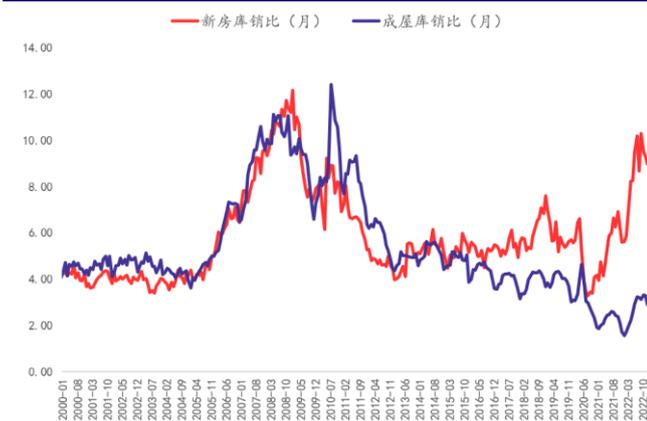
3. 房地产销售的下行速度放缓

美国 12 月份新屋销售环比录得 2.33%，同比-26.58%。房贷利率 11 月末从 7% 以上的高位回落至 2 月初的 6.1%，新屋销售在前期较快下滑后开始震荡，基本回到疫情前水平。库存方面，截至 12 月有 46.0 万套新房待售，略低于 11 月的 46.6 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，比上月的 9.3 个月回落，但 2022 年年初仅为 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，未来将对房价继续形成压力。销售的低位回升使房地产投资下行的速度放缓，这是带动美国四季度固定资产投资负增长但边际回升的重要因素。新屋开工 12 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 12 月的库存销售比为 2.9 个月，依然保持低位，销售压力主要集中在新房上。

房价环比继续负增长，房地美房价指数 12 月录得 4.07% 的同比增速，环比-0.39%，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，不过房价放缓的进程仍较为缓慢。房价走弱对 CPI 和 PCE 租金部分的传导会更快的体现出来，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、借贷成本和库存保持高位的情况下，房屋的需求会继续下降。但（1）房屋销售压力放缓，需求略好于预期，虽然地产投资的环比折年率保持负增长，但对经济拖累的幅度难以继续扩大；（2）本次美国房产信贷质量好于次贷危机前期，银行调查表示对信用分较高的居民放款意愿没有降低⁴，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。

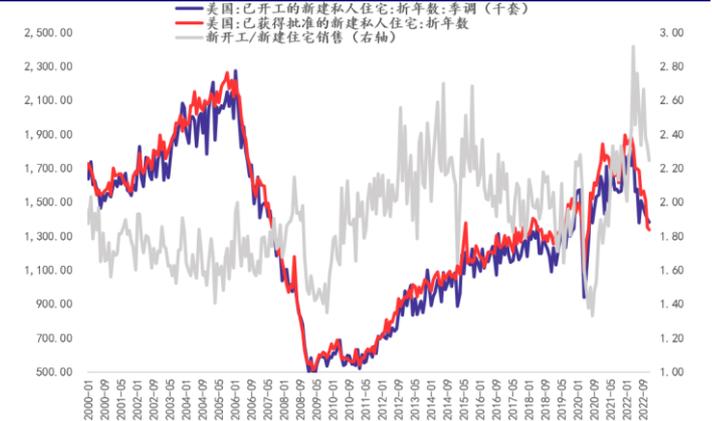
图 25: 美国新建住房和成屋库销比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 领先指标显示房价仍有下行空间

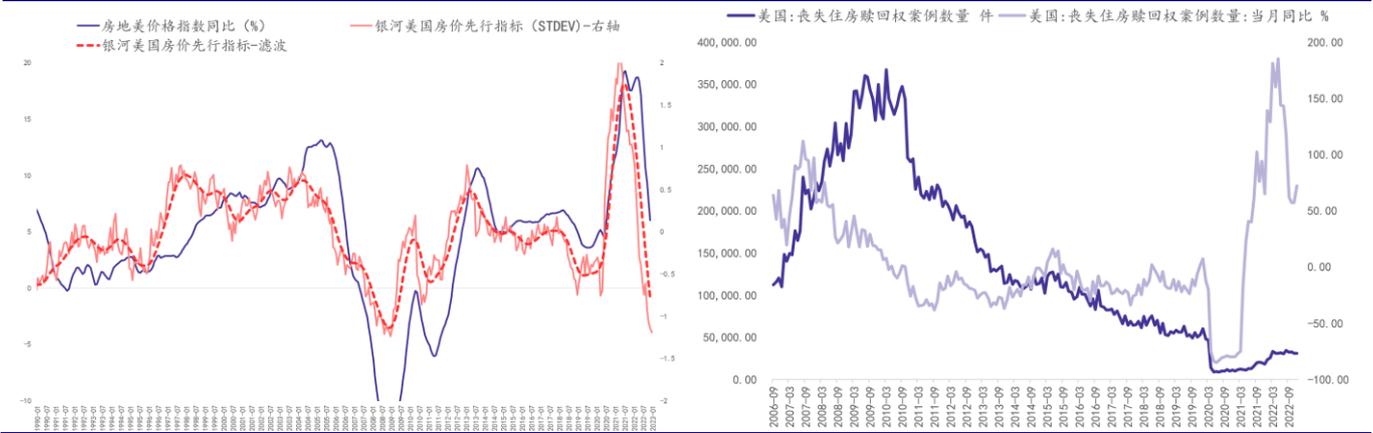
图 26: 美国新屋开工 (千套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28: 房贷违约数量处于低位

⁴ The Fed - The October 2022 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (federalreserve.gov)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

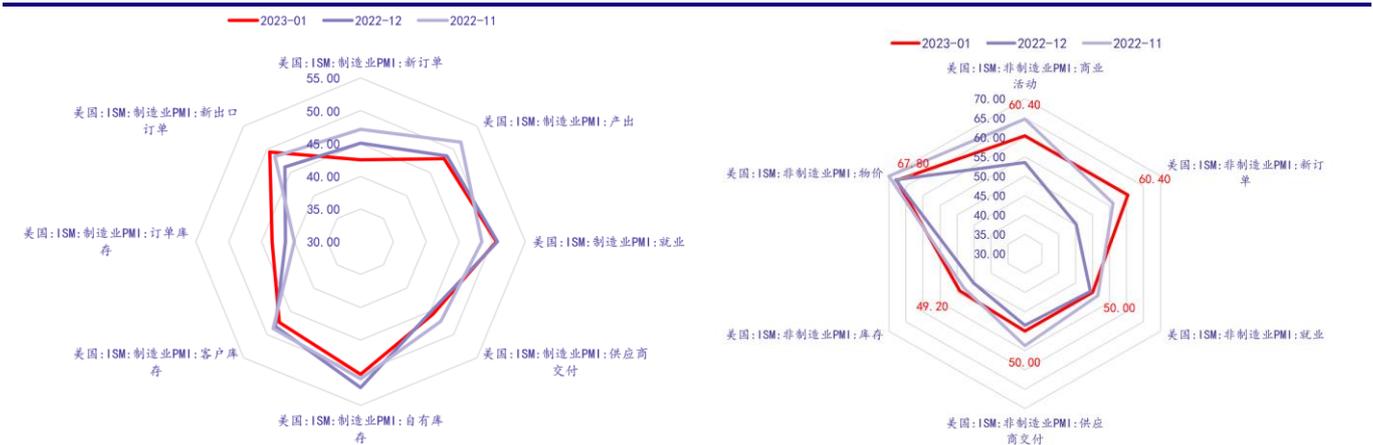
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 制造业 PMI 继续下行、非制造业 PMI 强势反弹

2022 年 1 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 47.4，比上月回落 1.0；非制造业 PMI 初值 44.4，环比上行 6.0。1 月 Markit 制造业 PMI 上行 0.7 至 46.9，保持在不景气区间且明显低于三年均值；1 月服务业 PMI 回升 2.1 至 46.8，同样低于三年均值。美国 ISM 制造业虽然连续三个月萎缩，但下行斜率短期缓和。制造业的订单和产出仍在继续萎缩中，但就业在过去两个月保持了扩张，这和偏强的就业数据一致。库存也保持扩张，和 2022Q4 的 GDP 数据相符，不过未来可能下降。产需双双下滑但就业韧性强的格局支持美国经济未来陷入弱衰退的判断。非制造业 PMI 环比强势回升，商业活动和订单均恢复至较高水平，整体反应服务业韧性强于制造业，是通胀回落的重要阻碍。

图 29: 美国 ISM 制造业 PMI 及其分项指数 (%)

图 30: 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整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(五) 美国商业银行信贷派生仍然较强

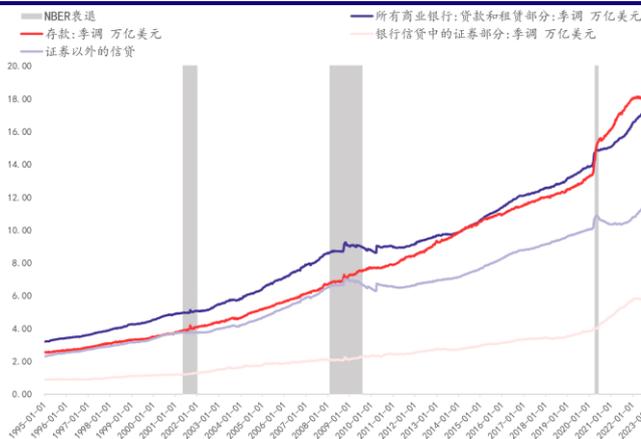
2022 年 1 月末，美国所有商业银行（包括境外银行分支）总存款规模 17.74 万亿美元，环比上月降低 483 亿美元，存款同比增速为 -1.6% 左右，尚未出现显著下行；信贷派生部分偏强，总规模 17.54 万亿美元，环比上月增加 230 亿美元，同比增速 5.96%，依然快于疫情前。

存款规模虽然边际回落，继续大幅高于疫情前的趋势，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，实体投资和消费相关信贷尚未显著下行。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时间。

信贷派生情况整体乐观，但消费和工商业信贷开始回落。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，信贷整体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。观察证券资产以外的信贷，可以看出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。结合美联储的银行调查也可以看出银行信贷并未显著收紧，金融条件在2023年还在从低位回升。投资和消费类贷款还因高利率而开始减速，消费贷款从12%回落至10%左右，工商业贷款从16%回落至14%，紧缩作用初现端倪但不明显。占比较高的住房和商业不动产抵押贷款增速仍维持在11%左右。随着消费和工商业信贷开始下行，美国经济在2023年末至2024年初衰退的概率仍在，但衰退程度不会很深。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，银行对信贷的整体健康状况仍有信心。

最后，消费信贷和通胀增速间存在同步关系，信贷的相对宽松会对商品和服务价格的韧性做出贡献，需要警惕。消费信贷和工商业贷款增速开始从高位回落，但这在不会立刻冲击经济，而是更长期的衰退信号。

图 31: 美国所有商业银行存贷情况 (万亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 证券外信贷与衰退 (十亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、欧元区：通胀略有缓和，3月仍会加息50BP，但随后放缓概率较大

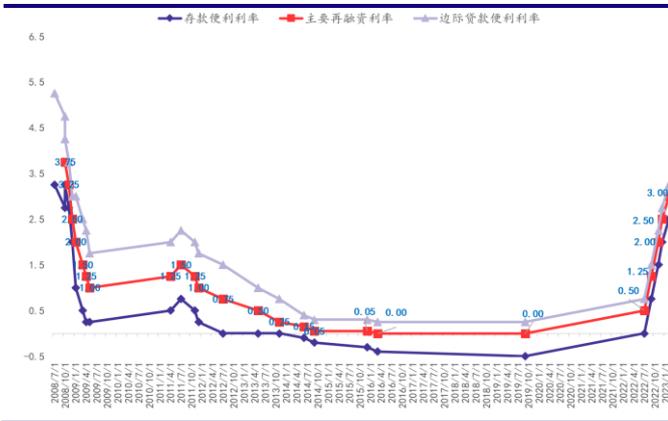
(一) 欧央行短期最鹰派，但市场似乎认为这一状态不会长时间持续

2月2日，欧洲央行加息50BP，从2月8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3.00%、2.50%和3.25%。欧央行表示会坚持以稳定的速度大幅提高利率，将其保持在足够的限制水平，并计划在3月份的会议上再加息50个基点。同时，欧央行公布了缩减资产负债表的细则，对存量公司债的再投资将强烈倾向于在气候问题方面表现更好的发行人。疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至2024年末。

利率方面，欧元区通胀在短期更加严重，在核心CPI保持高位下，欧央行也需要更多数据确认通胀的回落。拉加德也在答记者问中强调，“预计（intend）加息50BP”中的“预计”是一个比较强烈的用词⁵。因此其3月继续加息50BP的表述可信度较高。

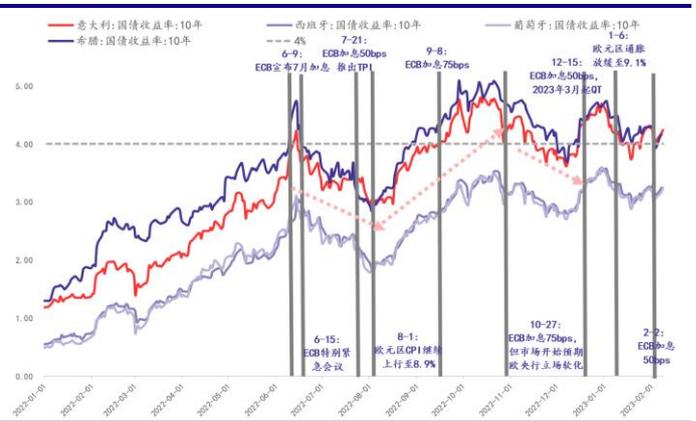
美联储2月FOMC会议上立场的软化和对通胀形势更乐观的表述也使加息终点已然在望。相比之下，在3月计划加息50BP欧央行短期立场最为鹰派。不过在主要央行纷纷放缓加息之下，市场似乎并不相信欧央行会长时间坚持鹰派立场：会后，欧元区主要国债收益率大多回落，欧元兑美元也出现贬值。尽管欧元与欧债的回落也可能是欧央行鹰派预期实现后交易兑现所导致，但也反映出市场认为欧元区的仍然不佳的经济状况和其他央行立场的转变没有给欧央行留出太大的加息空间，3月过后可能也会放缓加息。

图 33：ECB 将利率提升至全球金融危机以来最高位（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：南欧国债收益率先降后升，仍处于较高水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

缩表方面，12月会议时，欧央行决定从2023年3月至二季度末，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⁶，节奏谨慎并和预测（measured and predictable），细则在本次会议公布。具体来看，APP计划分四类，包含公共部门购买计划（PSPP）以及ABSPP、CBPP3和GSPP这三类面向私人部门的项目。PSPP的再投资数额将仍按照各参与者的赎回份额进行分配，但三类私人部门项目中一级市场的购买将于再投资开始时率先退出，欧央行主要专注于二级市场购买。同时，非银行类公司债的再投资将

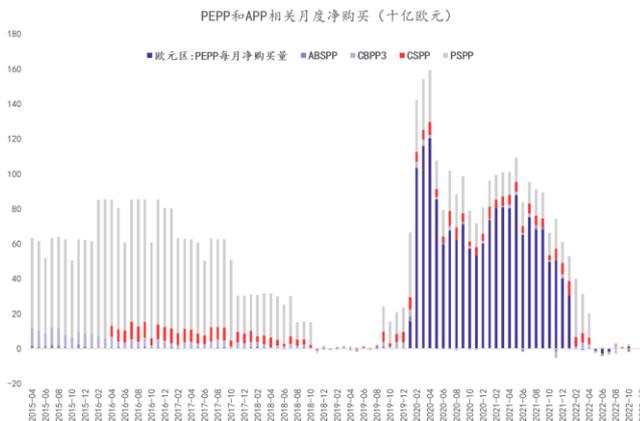
⁵ PRESS CONFERENCE (europa.eu)

⁶ PRESS CONFERENCE (europa.eu)

强烈倾向于在气候问题方面表现更好的发行人，以支持欧元区持债的脱碳化、符合《巴黎协定》的目标。拉加德表示资产负债表正常化是利率的辅助工具，遵循连续、一致、简单、中性的准则。

至此，欧央行也将开启缩表进程，但由于成员多金融状况的多样性和部分国家的债务脆弱性而相对谨慎，缩减幅度远低于美联储初始的缩表力度，对流动性的影响预计更加有限。在主要央行停止加息前，作为辅助工具的量化紧缩可能暂时不会成为市场关注的焦点。

图 35: PEPP 和 APP 购买状况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 美国国债利差近期相对稳定



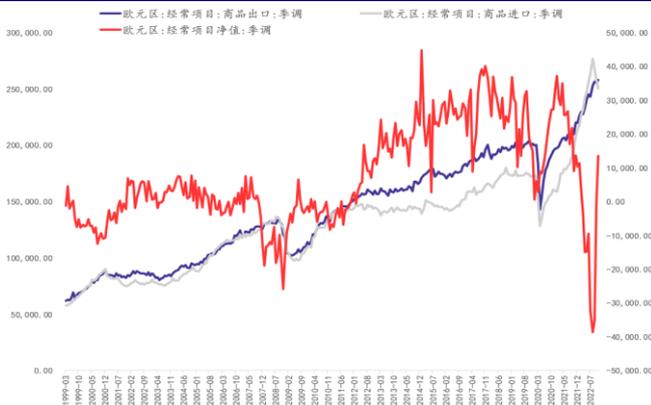
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲债券收益率在欧央行再次加息 50bps 后先下后上，意大利-德国 10 年国债利差在 190BP 左右，比前期稍有回落。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，但这一风险反过来也制约欧央行继续加息的空间。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，美欧的金融差有望进一步缩小，但短期美国的强非农就业导致美债收益率回升，防止利差下降。缩表和美国经济相对韧性等支撑美元指数，但欧央行短期更鹰派之下，欧元仍有小幅回升的空间。

（二）欧元区能源问题缓解，但核心通胀压力仍较高

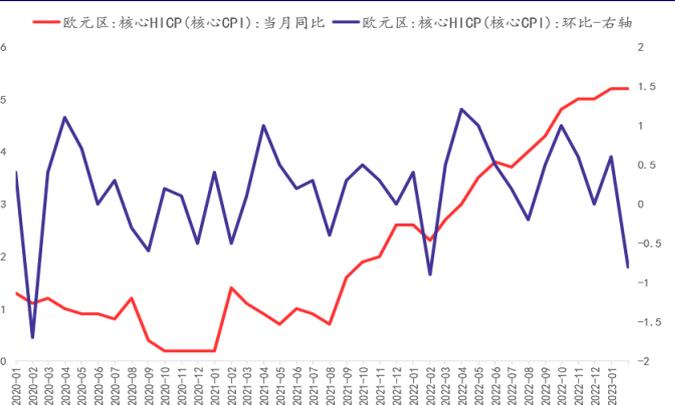
欧元区 2022 年 1 月调和 CPI 初值放缓至 8.5%，连续两个月大幅回落；环比增速 -0.4%，核心 CPI 同比保持 5.2%，环比 -0.8%，但需要注意未季调的核心环比在 1 月的下行更多是季节性因素，不能确认价格走低，且以上的初值也没有包含德国当月的 CPI 数据，整体有待观察。从 12 月分项来看，电力燃气与燃料的同比增速从上月的 47.6% 下行至 37.2%，是 CPI 回落主因，而交通成本也跟随下行至 7.8%；食品饮料同比增速 17.8%，继续高位且环比没有放缓。核心部分中，非能源类工业品价格压力最大，同比上行 6.9%，服务回落至 4.2%。潜在的涨价风险来自于（1）供给瓶颈的迟滞效应推升商品通胀；（2）疫情限制弱化增加需求，特别是服务需求；（3）各国政府的能源价格补助或限制在到期后，价格反弹。有美国服务业粘性的前车之鉴，欧洲历史低位的失业率与 3% 左右的工资增速值得警惕，支持欧央行短期继续加息。

图 37: 能源价格回落结束了欧元区的逆差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 欧元区 CPI 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

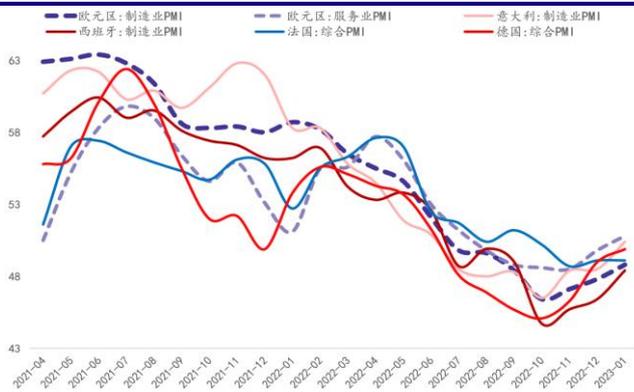
（三）欧元区四季度经济好于预期，未来衰退程度可能更弱

经济活动方面，欧元区四季度保持 0.1% 的环比增长，意外的避免了收缩。在俄乌冲突、高通胀和金融条件收紧的环境下，消费和生产继续承压，制造业受到的影响尤为突出。好消息是：供给瓶颈正在缓解，天然气供给渠道更加稳定，服务部门需求仍然保持，实际购买力在通胀回落下也有所恢复。整体上，“经济的韧性超过预期，且应该在未来的几个季度恢复”。

拉加德关于经济活动的表述明显更乐观，在 12 月的经济预测中，2022Q4 和 2023Q1 预计分别负增长-0.2%和-0.1%，但在四季度能源价格大幅回落以及正增长后，欧央行似乎已经开始期待经济恢复。在金融条件继续大幅收紧、私人部门信贷收缩、能源食品的绝对价格继续高位的情况下，欧元区仍有一定概率经历一到两个季度的负增长，但程度可能较浅。

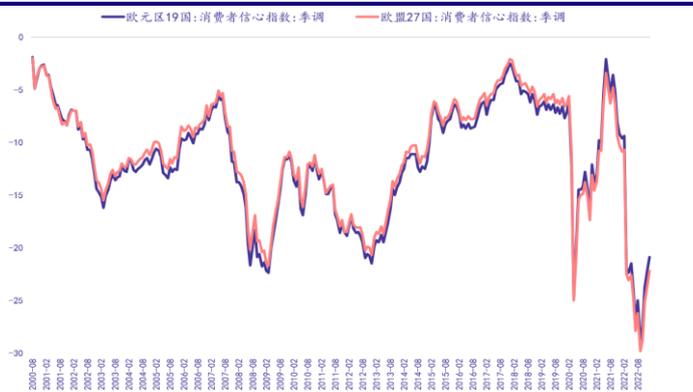
欧元区和主要国家的 PMI 也印证了欧洲经济下行程度有所缓解。欧元区 1 月 Markit 综合 PMI 为 50.3（前值 49.3），重新低位扩张，但低于过去 5 年同月均值 52.5。制造业 PMI 从 12 月的 47.8 回升至 48.8，服务业从 12 月的 49.8 回升至 50.8。1 月，欧洲主要国家消费者信心也从继续从底部恢复。从分项指数来看，欧洲制造业 PMI 生产指标仍在小幅萎缩，但有所缓和，而服务产出的提高使综合产出指标扩张。新订单、供给和信心也均出现明显改善。1 月库存仍然偏高，但也有明显回落，对于未来产出的遏制将较快减弱。

图 39: 欧元区国家 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 欧元区消费者信心指数 (%)



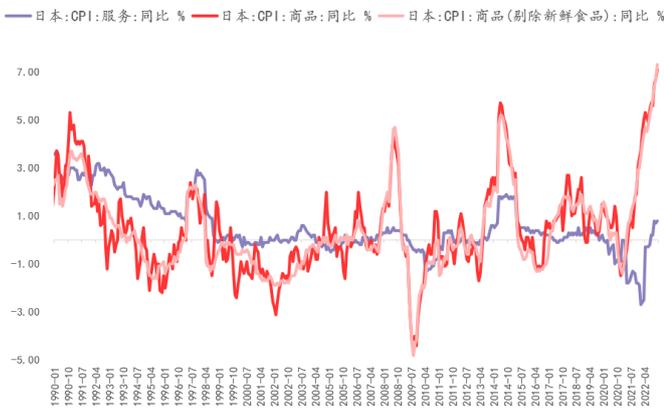
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、日本：关注日央行的继任者，YCC 对提升通胀作用并不明显

(一) 日央行呼声最高的继任者是雨宫正佳，YCC 调整概率较高

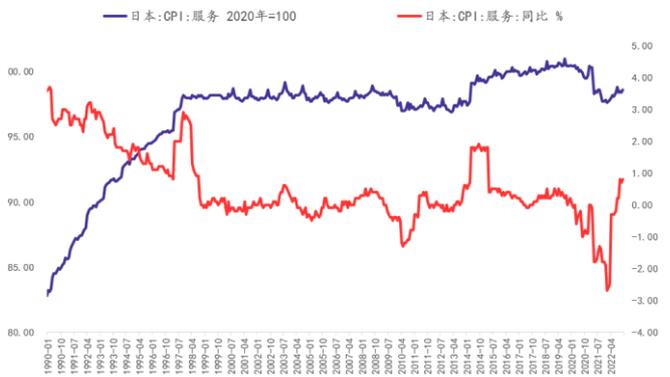
日央行 12 月 20 日对收益率曲线控制 (YCC) 做出超预期调整后，行长的继任者对后续调整的节奏和幅度至关重要，雨宫正佳当选是基准情形。根据机构调查，日央行主要候选人为现任副行长雨宫正佳和曾经担任过副行长的中曾宏，前者辅助黑田东彦时间较长且专注于货币政策，可以更好的保护黑田和安倍时代的遗产，对 YCC 的调整预计也会相对温和。中曾宏此前的发言对超宽松货币政策的负面影响比较关注，因此对 QQE 政策的调整幅度可能更大。但不论谁继承行长之位，YCC 的进一步松动似乎不可避免。不过如果中曾宏意外当选，那么这一偏鹰的信号可能使日元升值，侧面压制近期反弹的美元指数。

图 41：日本服务 CPI 增速并未跟上



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42：服务 CPI 的绝对值仍低于疫情前



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

至少从通胀来看，YCC 并没有成功刺激服务消费，日本通胀上升的可持续性存疑。首先，需要注意日本的核心 CPI 并未剔除能源价格，因此上行幅度和 CPI 整体一致，但如果单独观察剔除能源食品的价格以及服务价格的增速则不难发现，在 YCC 实施的时段中，两者并没有显著变化；目前服务价格指数的绝对水平甚至还未恢复到疫情前，这暗示价格增速在食品能源部分回落后难以为继。尽管工资增速近期略有加快，但距离日本达到 2% 所需的水平差距仍然较大。整体上，超宽松并未显著刺激经济增长和工资上升来带动物价上行，这似乎是白川芳明卸任前的观点的胜利：日本经济的根本问题是劳动人口的萎缩和企业竞争力的下降，这种基本面问题在中长期无法通过超宽松来解决。

图 43：日央行行长两大热门继承人信息

姓名	年龄	履历	学历
雨宫正佳 (Masayoshi Amamiya)	67岁 1955年9月30日	1979年, 加入日本银行。 1998年, 任企划室企划第二课长、金融市场局金融市场科科长 1999年, 企划第一课长 2000年, 任企划室参事 2004年, 任政策委员会室审议员 2006年, 任企划局局长 2010年, 被任命为银行董事会成员。 2012年, 被调任为银行大阪分行行长 2013年, 又回到了总行执行董事的位置(负责企划局、金融市场局和金融研究所) 2014年, 被重新任命为董事会成员 2018年2月16日, 被提名为下任日本银行副行长候选人 2018年3月20日, 被任命为日本银行的副行长。	东京大学 经济学本科
中曾宏 (Hiroshi Nakaso)	69岁 1953年10月12日	1978年, 加入日本银行 1997年, 被任命为信贷机构局信贷机构处处长 2000年, 被借调到国际清算银行 2003年, 成为金融市场部的总干事, 后来又成为国际清算银行市场委员会的主席 2008年, 被任命为日本银行的董事(国际关系监督) 2013年, 被任命为日本银行的副行长, 于2018年3月19日卸任银行副行长 2018年7月1日, 被任命为大和研究所有限公司的董事会主席, 是金融系统、市场交易和国际金融专家 2018年10月5日, 被任命为“东京版金融市长”, 代表东京成为国际金融城市的项目	东京大学 经济学本科

资料来源: 公开新闻整理 (Reuters, 日经等), 中国银河证券研究院整理

(二) 日本疫后恢复程度较弱, 但近期边际改善

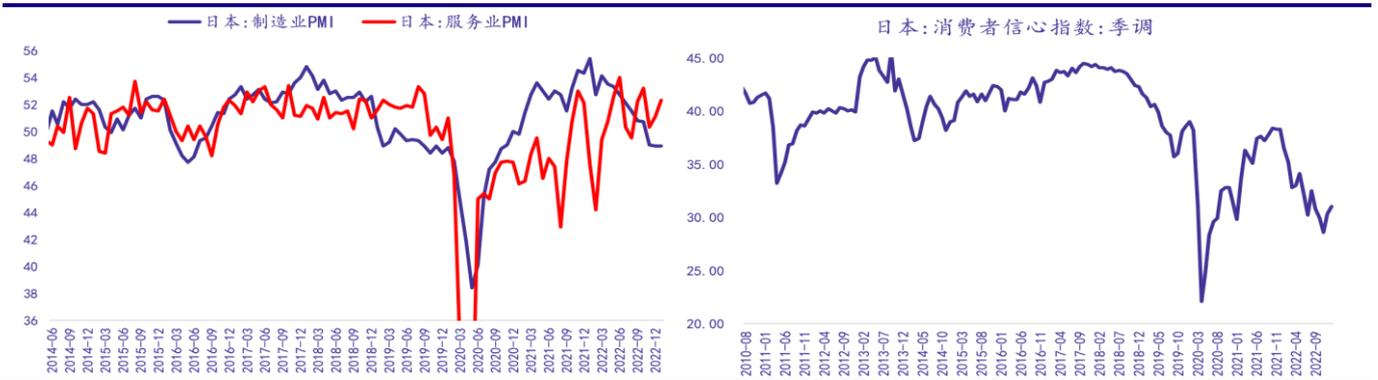
日本12制造业PMI保持48.9不变, 连续三个与萎缩; 12月服务业PMI为52.3, 前值51.1, 继续保持扩张。日本制造业在弱日元导致的高进口价格以及外需下行的冲击下仍处于弱势, 但近期有所缓和; 外贸和经常账户的下行是日央行调整超常规宽松货币政策的原因之一。

日本消费和居民工资增速相对不足。消费总量继续回升, 但并没有明显高于疫情前, 同比上行反映的更多是通胀而非实际支出的增长。1月消费者信心指数升至31.0, 连续2个月回升, 但仍远低于疫情前。工资方面, 日本12月各行业总收入同比增速突然升至4.84%, 比上月的1.88%大幅加快, 可能出现了特殊的短期因素; 作为对比, 日央行更关注的所有行业合同现金收入同比增长1.88%, 比上月的1.53%小幅加快, 虽然上行但更加稳定; 目前, 工资增速依然弱于通胀增速。日本12月商业销售额同比增长23.45%, 环比增长15.77%, 由于没有季调, 也主要反映季节性因素。日本两人以上家庭消费性支出12月同比增长3.44%, 环比增长14.75% (上月-4.05%), 去除季节性和通胀因素后实际改善不大。

日本12月CPI同比增长4.0%, 核心增速4.0%, 剔除能源食品和饮料的CPI增速仅1.52%。能源、食品、电力和天然气依旧是增长最快的项目, 环比均继续上行。商品方面, 服装、家具和家用器具环比回落; 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, 这反映出YCC实际并未刺激到服务消费, 该部分价格指数仍在从低位恢复中, 离增长还有距离。

图 44: 日本 PMI (%)

图 45: 日本消费者信心指数

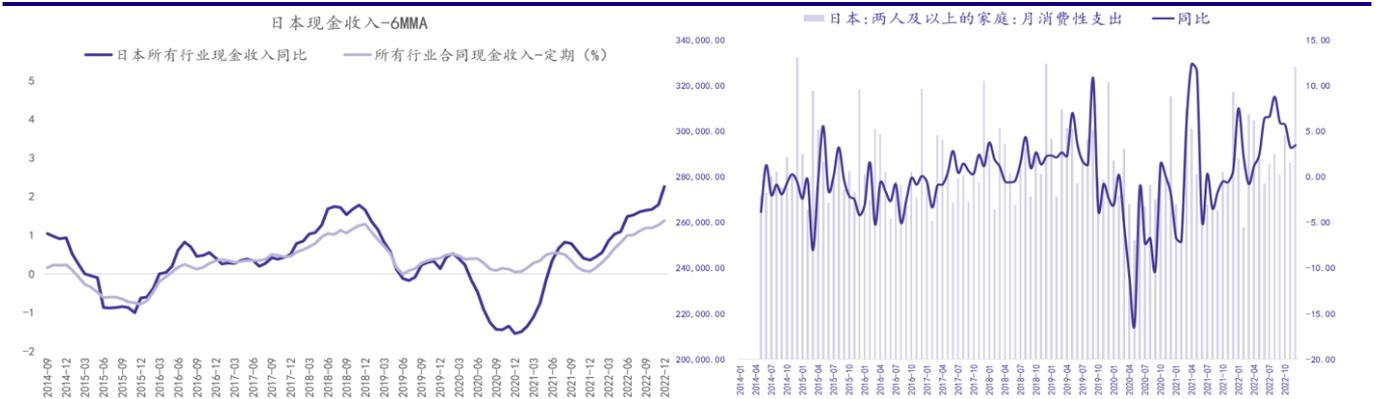


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: 日本工资增速比通胀慢 (%)

图 47: 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整理

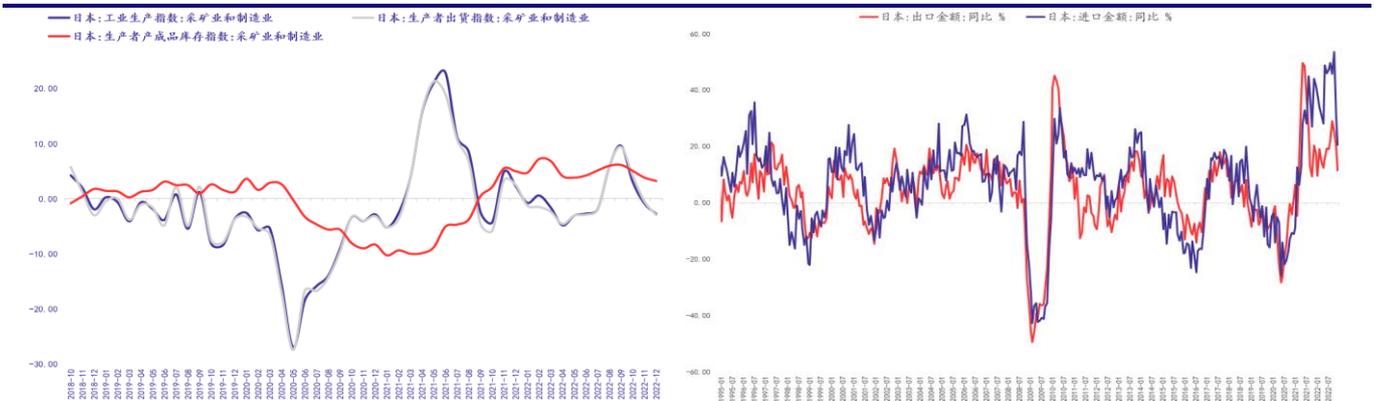
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

工业: 日本 12 月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长-2.8%，上个月为-0.9%；12 月产能利用率指数上行至 98.1，整体继续低于疫情前的趋势。工业生产的结构上，12 月钢铁和工业机械环比负增长，半导体显示器和信息通信电子类明显上性。前期较强的运输设备放缓。

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-19.4%，3.2%和 2.8%，环比-5.9%、-4.0%和-0.7%。对中国的出口在 6 月大幅反弹后再次走弱，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 11.75%，但是进口增速高达 20.7%，贸易差额继续处于负值。

图 48: 日本采矿业和制造业指数

图 49: 日本进出口金额增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

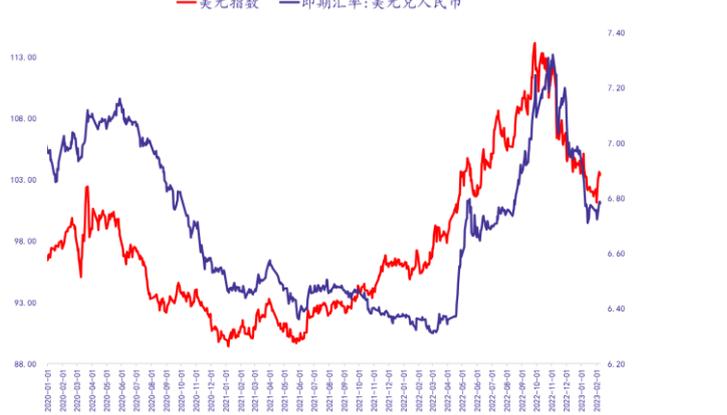
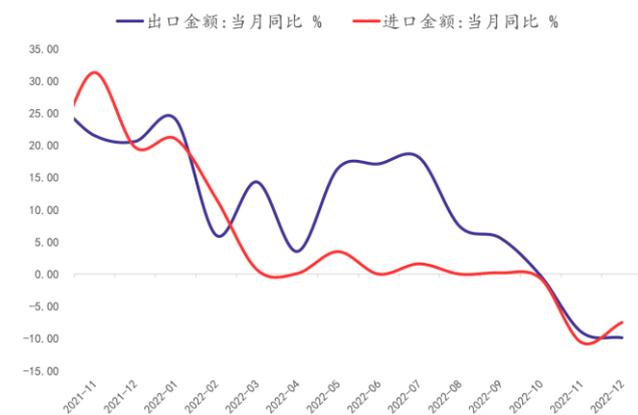
四、当前海外环境对中国经济的可能影响

目前主要央行的鹰派态度出现软化, 欧央行短期更鹰派; 同时, 美国、欧元区和日本经济均略好于预期, 对深度衰退的担忧缓解。对中国来说, 经常账户方面, 中国出口在 2023 年的负增长难以改变, 但外海经济好于预期将缓和出口部门的压力, 减弱上半年对经济复苏的压制因素, 对工业经济也有提振。出口下行幅度低于预期也有助于生产, 带动信号性显著的 PPI 增速更快转正, 利于工业利润增长。

从金融账户来看, 主要央行的加息预期难再大幅提升, 鲍威尔近期语气缓和, 中美利差倒挂程度有望持续缓解, 有利于人民币资产的重估。不过, 短期来看, 海外市场对美联储放缓加息和降息的预期定价比较饱和, 数据的波动容易造成美债收益率和美元的小幅反弹; 同时, 国内经济修复的成色仍有待数据验证, 这会造成权益市场的震荡, 单边回升暂时告一段落。

图 50: 进出口均显著降速, 但负增长程度可能好于预期

图 51: 美元的快速下行暂时停止



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图表目录

图 1: 美国经济数据概览: 更新至 2023 年 2 月 8 日	3
图 2: 欧元区经济数据概览: 更新至 2023 年 2 月 8 日	3
图 3: 日本经济数据概览: 更新至 2023 年 2 月 8 日	3
图 4: 劳动缺口仍在, 但工资增速继续放缓	4
图 5: 长期通胀预期进一步缓和 (%)	4
图 6: 联邦基金利率路径展望 (%)	5
图 7: 实际失业率高于自然趋势时, 美国经济通常处于衰退中	5
图 8: 美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)	5
图 9: 银行备金持续下滑, 但 RRP 和准备金可能合并考虑	5
图 10: 12 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)	6
图 11: 12 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)	6
图 12: 名义通胀增速可能较快回落, 但核心通胀的粘性阻碍美联储在 2023Q4 以前降低利率	7
图 13: 非农就业和全职家庭就业近期明显背离	8
图 14: 兼职就业同比上升而全职下降, 这也可作为衰退指标	8
图 15: 新增非农就业超预期	8
图 16: 时薪增速却继续下滑 (%)	8
图 17: 时间序列更长的生产者时薪增速也在回落 (%)	9
图 18: 劳动产出增速达到底部, 未来可能改善, 降低工资压力	9
图 19: 各时代劳动紧张视角下菲利普斯曲线斜率的变化, 2021-2022 年曲线“再抬头”	9
图 20: 美国 2022Q4-GDP 数据概览	10
图 21: Q4 GDP 初值中消费未失速, 投资因库存环比回升 (%)	10
图 22: 住宅投资降幅放缓, 仍是投资负增长的主要动力 (%)	10
图 23: 零售增速继续回落, 环比同样放缓 (%)	11
图 24: 未季调零售增速同样向疫情前水平靠拢 (%)	11
图 25: 美国新建住房和成屋库销比	12
图 26: 美国新屋开工 (千套)	12
图 27: 领先指标显示房价仍有下行空间	12
图 28: 房贷违约数量处于低位	12
图 29: 美国 ISM 制造业 PMI 及其分项指数 (%)	13
图 30: 美国 ISM 非制造业 PMI 及其分项指数 (%)	13
图 31: 美国所有商业银行存贷情况 (万亿美元)	14
图 32: 证券外信贷与衰退 (十亿美元)	14
图 33: ECB 将利率提升至全球金融危机以来最高位 (%)	15
图 34: 南欧国债收益率先降后升, 仍处于较高水平 (%)	15
图 35: PEPP 和 APP 购买状况	16
图 36: 美德国债利差近期相对稳定	16
图 37: 能源价格回落结束了欧元区的逆差	17
图 38: 欧元区 CPI 增速	17
图 39: 欧元区国家 PMI (%)	17
图 40: 欧元区消费者信心指数 (%)	17
图 41: 日本服务 CPI 增速并未跟上	18

图 42: 服务 CPI 的绝对值仍低于疫情前	18
图 43: 日央行行长两大热门继承人信息	18
图 44: 日本 PMI (%)	19
图 45: 日本消费者信心指数	19
图 46: 日本工资增速比通胀慢 (%)	20
图 47: 日本两人以上家庭月消费支出 (日元)	20
图 48: 日本采矿业和制造业指数	20
图 49: 日本进出口金额增速 (%)	20
图 50: 进出口均显著降速, 但负增长程度可能好于预期	21
图 51: 美元的快速下行暂时停止	21

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，本报告清晰准确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。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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