

宏观经济报告

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
Zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

就业转弱是美联储降息的前提?

美国经济基本面“冰火两重天”，地产、制造、批发贸易趋弱，零售和服务业消费保持韧性。由于劳动力市场非常紧张，失业率依然保持低位。在这种非典型的“充分就业式衰退”的情况下，美联储还有降息的必要吗？

热点思考：就业转弱是美联储降息的前提？

后疫情时代，美国劳动力市场的紧张状态持续保持在历史高位。截止到 2022 年底，美国劳动缺口 530 万，空缺岗位数回升至 1,100 万，每位失业者对应的空缺数为 1.9，失业缺口或高达-1.9%，虽然相比年初有所缓和，但仍处于 21 世纪以来的高位。由于劳动供给相对缺乏弹性，劳动力市场的平衡主要由需求的收缩来实现。

“工资通胀”是一种可持续的通胀。紧张的劳动力市场会提高工资增速的中枢，进而抬升通胀的中枢。短期内，工资决定了核心服务通胀的水平，90 年代末至今，亚特兰大联储薪资指数与 CPI 核心服务通胀的相关系数高达 0.83。长期内，失业缺口或工资增速决定了通胀的趋势或中枢。4% 的工资增速隐含的核心 PCE 通胀率或超 3%。

劳动力市场转弱是美联储降息的必要条件吗？是的，劳动力市场转弱的幅度大致决定了降息的幅度。美联储计划以“更高更长”的利率曲线追求“充分紧缩”的政策立场。短期内，通胀决定了联邦基金利率终点有多高。中长期内，工资增速决定了高利率维持多长，进而决定了降息的时点及降息的空间。

海外基本面&重要事件

欧洲碳关税立法进入倒计时，预计 2023 年二季度经欧洲议会全体投票后，法案即正式通过。2023 年 10 月 1 日生效。碳关税将对进口到欧盟的商品中隐含的碳排放征收额外关税，中国石油化工和钢铁行业等首先受影响。

美国 1 月通胀、零售等数据均超预期，紧缩交易升温。1 月 CPI 同比 6.4%，预期 6.2%，前值 6.5%，1 月 PPI 环比涨 0.7%，创 6 月份以来的最大涨幅，预期 0.40%，前值-0.50%。

海外高频活动数据显示美国工业生产活动回落，红皮书零售增速小幅度抬升，美国房价指数回升但贷款利率难降，EIA 原油库存意外大幅抬升，全球海运价格回落，纽约拥堵指数提升，美国当周初请失业人数环比微降。

全球大类资产跟踪

全球主要股票指数和行业多数下跌。澳大利亚普通股股指、日经 225、标普 500 和道琼斯工业指数分别下跌 1.0%、0.6%、0.3%和 0.1%；俄罗斯 RTS、泰国 SET 指数和韩国综合指数分别下跌 5.33%、0.97%和 0.56%；港股大跌。

发达国家 10 年期国债收益率悉数上行，新兴市场涨跌分化。美国 10Y 国债收益率上行 8bp 至 3.82%，德国上行 20bp 至 2.53%，英国上行 5.98bp 至 3.58%。法国、日本和意大利分别上行 6.2bp、1.2bp 和 9.6bp。

美元指数走强，主要国家货币兑美元多数升值，人民币兑美元贬值。欧元兑美元升值 0.16%，日元和英镑兑美元分别贬值 2.06%和 0.17%。美元兑在岸、离岸人民币分别大幅贬值 1.85%、1.77%至 6.7082、6.7076。

大宗商品价格多数下跌，原油价格下跌。贵金属和有色金属价格普遍下跌，黑色、农产品走势分化。下跌幅度最大的是焦煤、LME 镍、WTI 原油，分别下跌 9.81%、7.99%和 4.24%；生猪、螺纹钢分别大涨 6.26%、5.19%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：劳动力市场转弱是降息的必要条件？	6
(一) 美国劳动力市场有多紧张？虽然最紧张的时候已经过去，但压力仍处于高位。	6
(二) 劳动短缺一定会导致工资上涨吗？可能会迟到，但不会缺席。	7
(三) 劳动力市场转弱是美联储降息的必要条件吗？是的，更关键的是程度。	9
二、海外基本面&重要事件	13
(一) 欧洲碳关税立法进入倒计时	13
(二) 美国 1 月 CPI 略超预期，紧缩交易升温	13
(三) 服务及能源价格上涨，美国 1 月 PPI 环比超预期	18
(四) 生产：美国工业生产活动回落	19
(五) 消费：美国 1 月零售增速大幅超预期	19
(六) 地产：美国房价指数回升但贷款利率难降	21
(七) 库存：EIA 原油库存大幅抬升	22
(八) 供应链：海运价格回落，纽约拥堵指数提升	22
(九) 就业：美国当周初请失业人数环比微降	23
三、大类资产高频跟踪（2023/02/13-2023/02/17）	23
(一) 权益市场追踪：全球资本市场多数下跌	23
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率悉数上行	25
(三) 外汇市场追踪：美元指数走强，美元兑人民币升值	26
(四) 大宗商品市场追踪：原油价格大跌、有色和贵金属价格普遍下跌	27
风险提示	29

图表目录

图表 1：美国失业缺口为负值	6
图表 2：美国劳动力缺口仍处高位	6
图表 3：美国劳动力市场条件指数：仍然紧张，但紧张程度边际趋缓	7
图表 4：大危机之前，工资增速滞后于失业率 6-8 个月	7
图表 5：大危机后，工资增速滞后于失业率 24 个月	7
图表 6：菲利普斯曲线的平坦化（核心 PCE 和不同的供求缺口指标）	8
图表 7：菲利普斯曲线的平坦化（中位数 CPI 和周期性通胀）	8
图表 8：房价和房租的领先-滞后关系	9
图表 9：渐行渐近的租金通胀的拐点	9
图表 10：非住房核心服务通胀与工资的关系	10
图表 11：核心服务通胀与工资的关系	10

图表 12:	劳动成本占企业收入的比重为 7-8 成	10
图表 13:	劳动份额占国民收入的比重 5-6 成	10
图表 14:	中期内, 劳动力市场状况决定了通胀的趋势	11
图表 15:	美国通胀的长期中枢水平是多少?	11
图表 16:	利率规则隐含的“合宜的联邦基金利率”是多少?	12
图表 17:	芝商所 FedWatch 隐含的加息路径 (2023 年)	12
图表 18:	经济预测摘要 (SEP) 隐含的降息条件	12
图表 19:	CPI 同比继续下行, 整体和核心 CPI 同比分别回落至 6.4%和 5.6%	14
图表 20:	美国 1 月 CPI 同比、环比及其结构	14
图表 21:	能源商品和核心耐用品降幅较大	15
图表 22:	耐用品 CPI 同比降至-0.1%	15
图表 23:	住房通胀及其贡献率仍在创新高	15
图表 24:	1 月服务项价格继续创新高	15
图表 25:	美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (同比)	16
图表 26:	美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (6M 环比)	16
图表 27:	CPI 数据公布前后标普 500 指数走势	16
图表 28:	CPI 数据公布前后 10 年美债收益率走势	16
图表 29:	CPI 数据公布前后美元指数走势	17
图表 30:	CPI 数据公布前后 COMEX 黄金走势	17
图表 31:	CME FedWatch 会议加息可能性	17
图表 32:	1 月 CPI 数据公布前后隐含的政策利率	17
图表 33:	芝商所期货交易中隐含的加息路径及概率	18
图表 34:	2022 年 12 月经济预测摘要隐含的降息条件	18
图表 35:	美国 PPI 同比及环比增速、权重	18
图表 36:	美国 1 月 PPI 环比超预期	19
图表 37:	PPI 分项中食品和能源增速较高	19
图表 38:	纽约联储周度经济指数回落	19
图表 39:	费城联储制造业指数大幅回落	19
图表 40:	美国粗钢产量回升但低于去年同期	19
图表 41:	2 月美国粗钢产能利用率回升但低于去年同期	19
图表 42:	美国 1 月消费环比增速, 各项普遍回升	20
图表 43:	美国 1 月零售环比增速达 3%	20
图表 44:	美国消费者信心指数连续回升	20
图表 45:	1 月食品餐饮消费增速增速较大	20
图表 46:	美国消费实际值回落至疫情前水平	20

图表 47: 美国红皮书零售增速回落	21
图表 48: 今年美国红皮书零售增速低于去年同期	21
图表 49: 2 月美国 NAHB 房价指数回升	21
图表 50: 上周 REALTOR 房屋挂牌价格增速 0.08%	21
图表 51: 美国 30 年贷款利率回落难度增加	21
图表 52: 美国地产抵押贷款申请量继续回落	21
图表 53: 上周美国原油库存大幅抬升	22
图表 54: 上周美国战略原油储备不变	22
图表 55: BDI 指数延续回落	22
图表 56: 海运价格延续回落	22
图表 57: 柏林拥堵回落, 巴黎伦敦纽约拥堵抬升	23
图表 58: 纽约拥堵指数提升	23
图表 59: 美国当周初请失业人数 19.4 万人	23
图表 60: 持有失业保险人群的失业率升至 1.2%	23
图表 61: 当周, 发达国家股指多数下跌	24
图表 62: 当周, 新兴市场股指涨跌分化	24
图表 63: 当周, 美股行业涨跌分化	24
图表 64: 当周, 欧元区行业多数上涨	24
图表 65: 当周, 恒生指数全线下跌	25
图表 66: 当周, 恒生行业多数下跌	25
图表 67: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全部上行	25
图表 68: 当周, 美德英 10Y 利率上行	25
图表 69: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌分化	25
图表 70: 当周, 巴西 10Y 国债收益率下行	25
图表 71: 当周, 美元指数上涨	26
图表 72: 欧元兑美元升值、英镑兑美元贬值	26
图表 73: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值	26
图表 74: 土耳其里拉、雷亚尔兑美元升值, 韩元贬值	26
图表 75: 当周, 主要发达国家兑人民币多数升值	27
图表 76: 当周, 美元兑人民币升值	27
图表 77: 当周, 大宗商品价格多数下跌	27
图表 78: 当周, WTI 原油、布伦特原油价格均下跌	28
图表 79: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌	28
图表 80: 当周, 铜铝价格均下跌	28
图表 81: 当周, 通胀预期回升	28

图表 82: 当周, 黄金和白银价格均下跌.....	28
图表 83: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	28

美国经济基本面“冰火两重天”，地产、制造、批发贸易趋弱，零售和服务业消费保持韧性。由于劳动力市场非常紧张，失业率依然保持低位。在这种非典型的“充分就业式衰退”的情况下，美联储还有降息的必要吗？

一、热点思考：劳动力市场转弱是降息的必要条件？

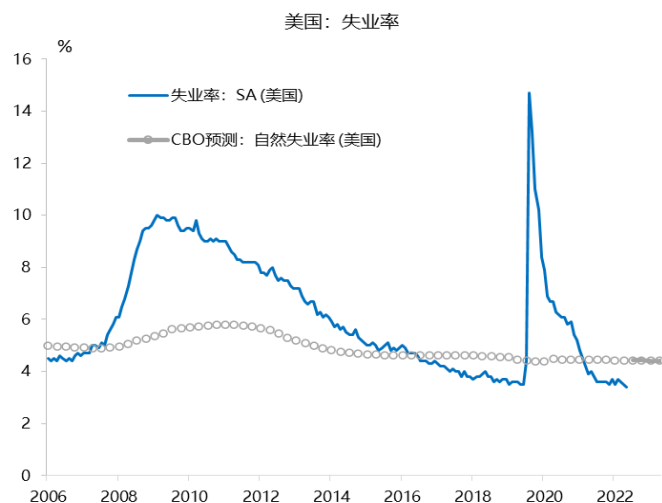
（一）美国劳动力市场有多紧张？虽然最紧张的时候已经过去，但压力仍处于高位。

美联储对美国劳动力市场的描述是“非常紧张”(very tight)。如何度量紧张程度？理论上，一般用“失业缺口”(实际失业率-自然失业率)度量劳动力市场紧张程度：缺口大于零表示松弛(slack)，小于零时表示紧张，绝对值大小表示程度。美联储和美国国会预算办公室(CBO)都认为当前美国的自然失业率为4.0%。2023年1月失业缺口为3.4%，失业缺口为-0.6%，紧张程度略高于2020年2月(失业缺口为-0.5%)。

这显然低估了当前美国劳动力市场的紧张状况。自然失业率无法直接观测，其估计一直都是理论难题。如果自然失业率被低估了，相同的失业率对应的失业缺口会更大，工资上涨动能也会更强。那么，关键问题是：新冠大流行会如何影响自然失业率？IMF前首席经济学家、布兰查德(Blanchard)的研究认为，由于疫后劳动力市场匹配效率下降，自然失业率相比疫情之前提高了1.3个百分点^①。所以，实际失业缺口可能达到-1.9%。

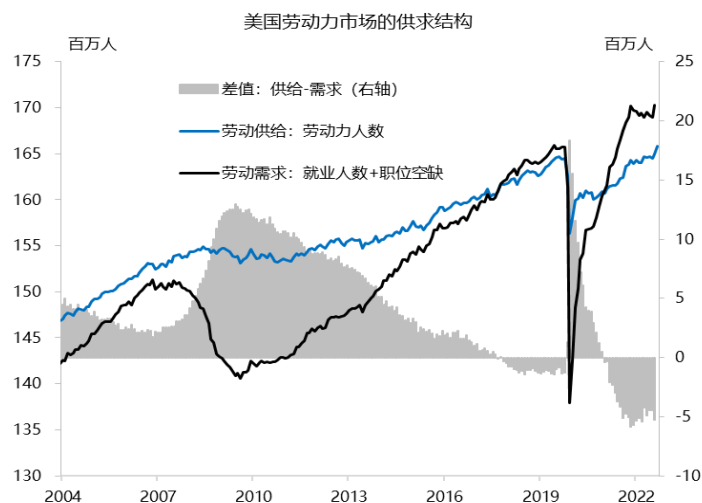
从空缺岗位数、每位失业者对应的空缺岗位数量、供求缺口等维度进行比较，当前美国劳动力市场的紧张程度都要超过疫情前。2023年12月的空缺岗位数约为1,100万，2020年2月约800万；两个时期每位失业者对应的空缺岗位数量分别为1.9和1.2；劳动缺口(供给-需求)分别为130万和530万。

图表1：美国失业缺口为负值



来源：CBO、Wind、国金证券研究所

图表2：美国劳动力缺口仍处高位

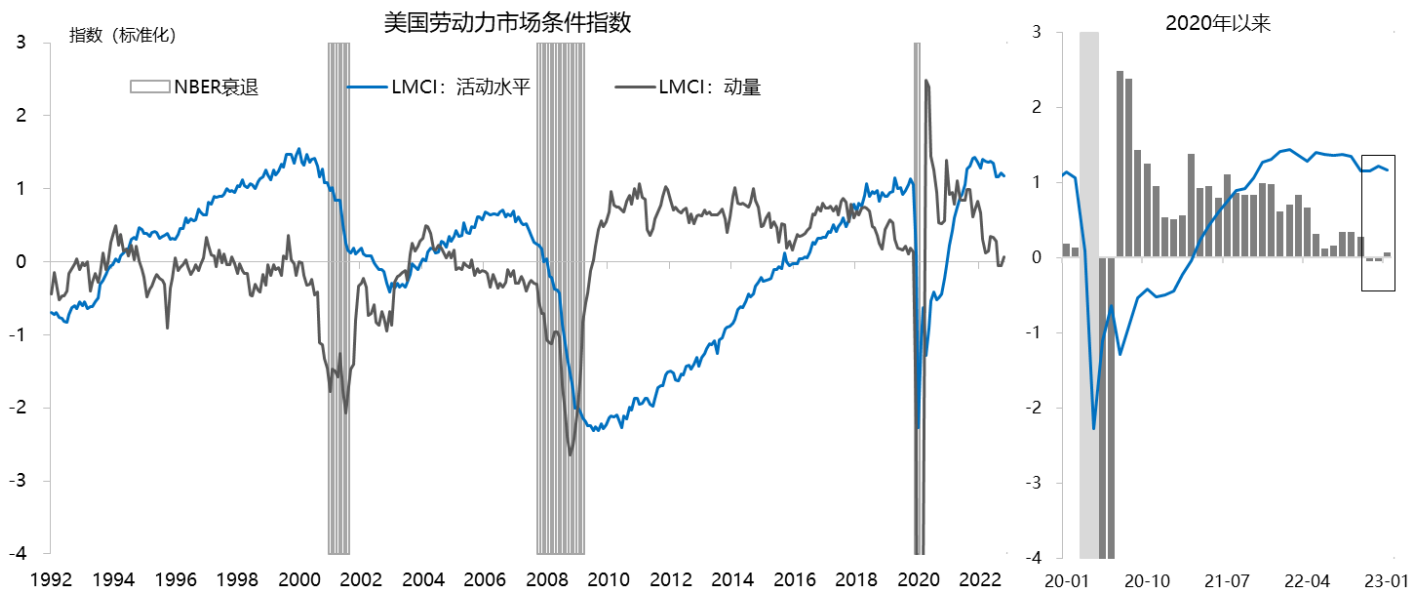


来源：BLS、Wind、国金证券研究所

但是，最紧张的阶段已经过去。考虑到供给、需求、周转或景气类指标指示的信息并不总是一致的，美联储构建了劳动力市场条件指数(LMCI)，底层包含了24个指标。LMCI水平值显示，美国劳动力市场处于非常紧张的状态，高于历史均值1.2个标准差，紧张程度高于疫情前夕，可比2000年“互联网泡沫”破裂前夕。但最紧张的阶段已经过去，时间为2022年2月——供求缺口的最大值出现在2022年3月(590万)。LMCI动量指标在2022年11-12月连续两个月为负，表明美国劳动力市场已经“再平衡”过程。这主要是由劳动需求下降驱动的。2023年1月LMCI动量指标再次转正，表明再平衡过程并非一帆风顺。

^① Blanchard et al., 2022. Why I Worry About Inflation, Interest Rates, And Unemployment, PIIE.

图表3: 美国劳动力市场条件指数: 仍然紧张, 但紧张程度边际趋缓



来源: Wind、国金证券研究所

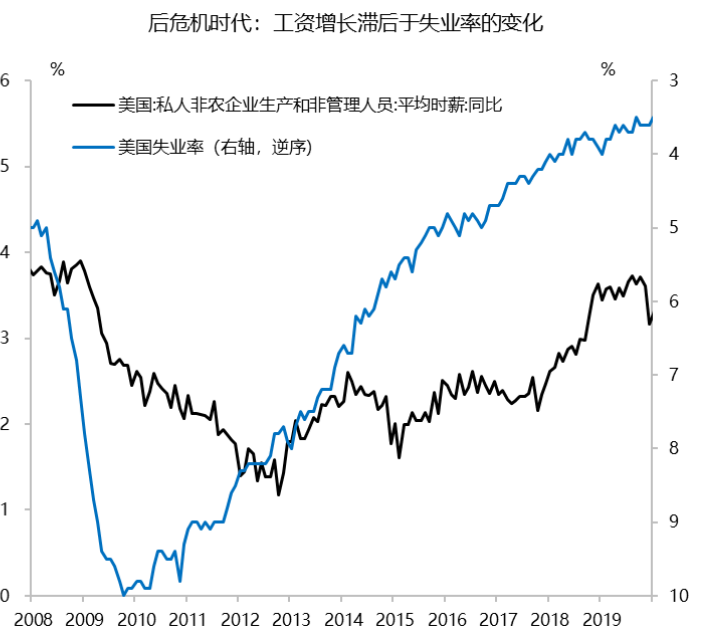
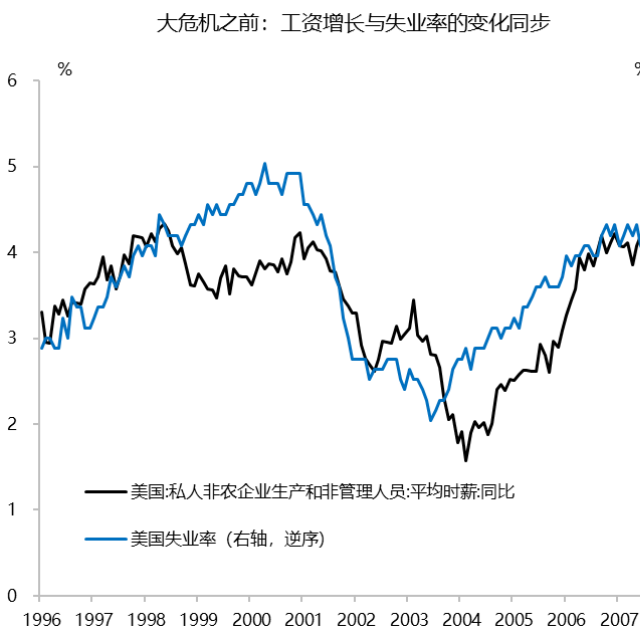
(二) 劳动短缺一定会导致工资上涨吗? 可能会迟到, 但不会缺席。

失业率是工资的领先指标, 但领先-滞后关系具有时变特征。劳动短缺不一定会立即表现为工资增速的上行, 但持续的短缺迟早会导致工资上涨。作为劳动的价格, 工资的特殊性在于粘性较高, 所以劳动短缺向工资的传导存在一定的时滞。

大危机之前, 失业率领先于平均时薪约 6-8 个月, 大危机之后延长至 24 个月。滞后期主要取决于劳动力市场状况。“互联网泡沫”时期, 失业率在 2000 年 4 月触底反弹, 平均时薪增速在 2000 年 12 月见顶回落; 失业率在 2003 年 6 月见顶回落, 平均时薪增速则在 2004 年 2 月触底反弹。大危机之后, 失业率在 2009 年 10 月触底, 但工资增速迟至 2012 年 10 月才缓慢上行, 直到 2017 年底才加速上行。这与劳动缺口在 2018 年初转正有关。

图表4: 大危机之前, 工资增速滞后于失业率 6-8 个月

图表5: 大危机后, 工资增速滞后于失业率 24 个月



来源: bloomberg、国金证券研究所

后疫情时代,劳动短缺是否会,以及在多大程度上转化为通胀,仍需回答“菲利普斯曲线”是平坦的,还是向下倾斜的?经验上,从上世纪60年代到本世纪初,所有反映缺口的指标与核心PCE通胀的负相关性都明显下降,即“菲利普斯曲线”明显平坦化,2000-2019年基本呈水平状。但是,如果只考虑价格中的趋势项和周期属性更明显的部分,会发现它们与供求缺口的负相关性并未下降,“菲利普斯曲线”依然向下倾斜。

图表6: 菲利普斯曲线的平坦化 (核心PCE和不同的供求缺口指标)

Slack or Gap	相关系数			斜率(se)		
	1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1	1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1
失业缺口 (CBO)	-0.53	-0.47	-0.11	-0.47 0.10	-0.25 0.08	-0.03 0.03
产出缺口 (CBO)	-0.49	-0.34	-0.23	-0.37 0.06	-0.14 0.07	-0.07 0.05
失业缺口 (双边滤波)	-0.57	-0.52	-0.08	-0.54 0.12	-0.26 0.08	-0.02 0.03
短期失业缺口 (双边滤波)	-0.53	-0.52	-0.23	-0.41 0.09	-0.24 0.08	-0.07 0.04
就业率 (双边滤波)	-0.57	-0.47	-0.02	-0.61 0.14	-0.20 0.07	0.00 0.03
就业率: 25-54 (双边滤波)	-0.45	-0.47	-0.05	-0.53 0.14	-0.22 0.08	-0.01 0.03
产能利用率 (双边滤波)	-0.64	-0.45	-0.17	-0.53 -0.10	-0.23 0.08	-0.05 0.03
失业率	-0.49	-0.41	-0.10	-0.42 0.09	-0.19 0.07	-0.02 0.03
短期失业率	-0.44	-0.36	-0.23	-0.35 0.08	-0.15 0.06	-0.09 0.05

来源: Stock & Watson, 2019、国金证券研究所

指标说明: “短期失业率”=26周以内失业人数/劳动力人数

图表7: 菲利普斯曲线的平坦化 (中位数CPI和周期性通胀)

通胀	Slack 指标	相关系数			斜率		
		1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1	1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1
核心PCE: 同比	失业缺口 (CBO)	-0.53	-0.47	-0.11	-0.47	-0.25	-0.03
核心PCE: 同比	失业缺口 (带通滤波)	-0.46	0.02	-0.19	-0.35	0.01	-0.05
核心PCE: 同比	经济活动指数 (CAI)	-0.59	-0.03	-0.12	-0.45	-0.01	-0.03
中位数CPI: 同比	失业缺口 (CBO)		-0.46	-0.3		-0.23	-0.11
中位数CPI: 同比	失业缺口 (带通滤波)		-0.51	-0.61		-0.25	-0.24
中位数CPI: 同比	经济活动指数 (CAI)		-0.46	-0.62		-0.22	-0.25
周期通胀: 同比	失业缺口 (CBO)	-0.65	-0.31	-0.3	-0.46	-0.16	-0.13
周期通胀: 同比	失业缺口 (带通滤波)	-0.63	-0.47	-0.64	-0.38	-0.24	-0.3
周期通胀: 同比	经济活动指数 (CAI)	-0.66	-0.56	-0.66	-0.39	-0.28	-0.32

来源: Stock & Watson, 2019、国金证券研究所

指标说明：“短期失业率”=26周以内失业人数/劳动力人数

关于“菲利普斯曲线”的平坦化，代表性的理论解释有：第一，全球化假说。全球化加剧了要素和可贸易品部门的竞争——为保住工作，劳动者不得不接受更低的工资增速，哪怕是落后于劳动生产率增速；为了保持市场份额，企业不得不自我消化工资上升的压力，而非转嫁给消费者。第二，通胀预期假说。货币当局在终结“大滞胀”中赢得了信任，加强了独立性，建立了通胀目标制，锚定了通胀预期，从而打破了通胀螺旋。第三，技术进步假说。上世纪90年代以来信息技术的进步促进了自动化和智能化，更大面积地实现了对劳动的替代，降低了劳动者的集体议价能力。

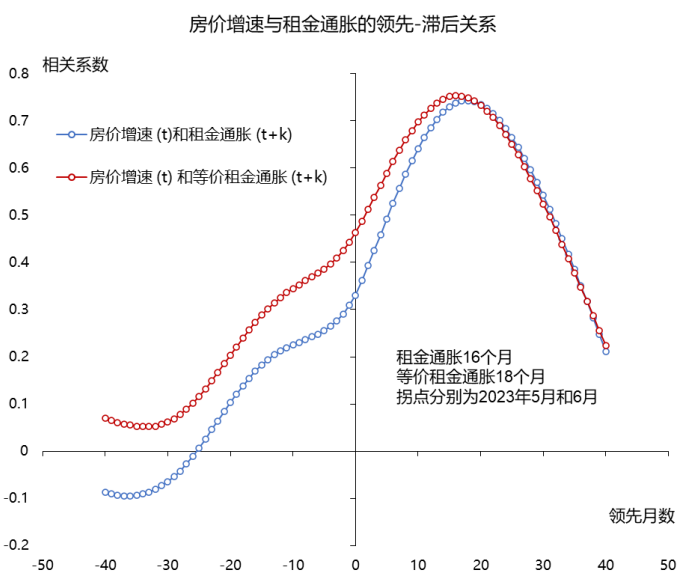
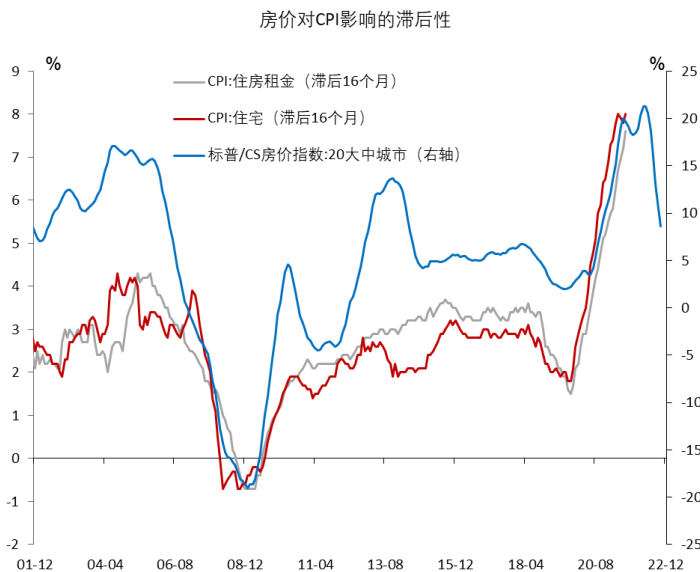
那么，后危机时代开始的去全球化(de-globalization)趋势和新冠疫情加速的全球产业链的重构，以及技术进步的停滞会终结低通胀时代吗？平均通胀目标制的建立、鲍威尔对通胀形势的误判，以及供给冲击的不确定性会在多大程度上损害货币政策可信度？“菲利普斯曲线”会不会重回上世纪60-70年代？

(三) 劳动力市场转弱是美联储降息的必要条件吗？是的，更关键的是程度。

短期内，劳动力市场状况和工资决定了核心服务通胀。FOMC成员习惯将核心服务CPI拆分成住房和非住房服务两项，并称住房通胀取决于租金(或房价)，非住房服务通胀主要取决于工资。在租金价格的统计中，既考虑存量租约和续约，又考虑新租约，故租金通胀滞后于租金的边际变化。按照历史经验，租金通胀的拐点或将出现在2023年5-6月。实际上，这种两分法并不符合经验特征。因为包含住房在内的核心服务通胀与工资的关系更为显著。90年代末至今，亚特兰大联储薪资指数与核心服务通胀的相关系数高达0.83。

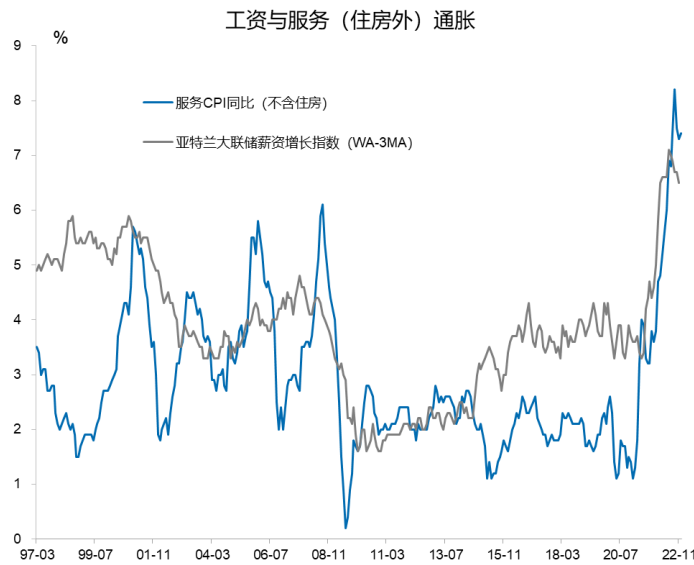
图表8: 房价和房租的领先-滞后关系

图表9: 渐行渐近的租金通胀的拐点



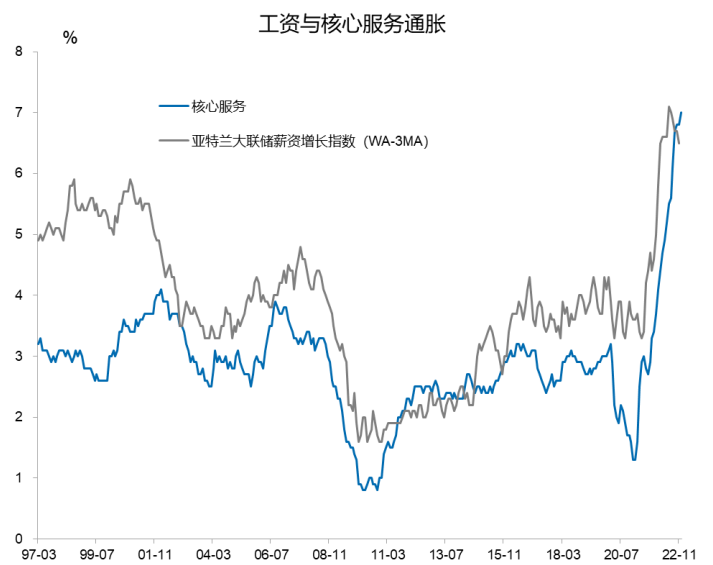
来源：美联储，wind、国金证券研究所

图表10: 非住房核心服务通胀与工资的关系



来源: wind、国金证券研究所

图表11: 核心服务通胀与工资的关系



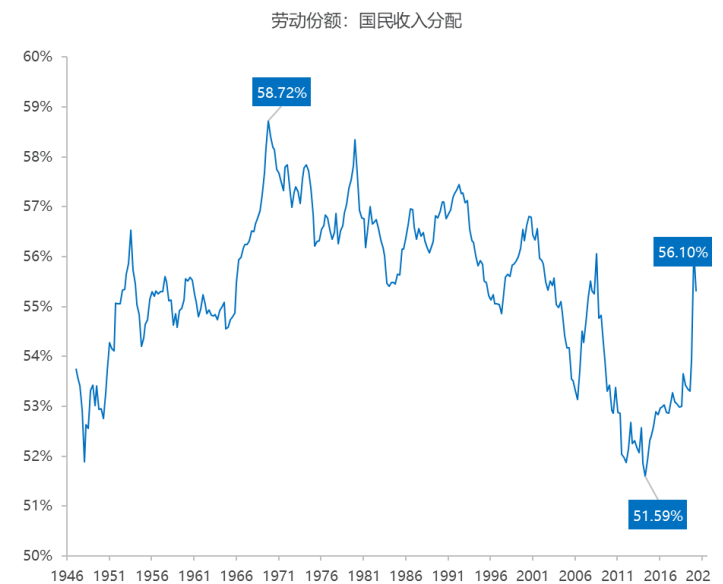
与供给侧冲击引发的临时性通胀不同,工资驱动的通胀是一种可持续的通胀。因为工资兼具供给侧和需求侧含义。供给侧而言,劳动力是一种生产要素,工资是一种成本。美国劳动成本占企业收入的比重约7-8成。需求侧而言,工资在国民总收入分配中的比重约5-6成,可直接形成购买力。两者在2014年来均呈上升态势。工资与物价之间可形成“物价-工资螺旋”,核心是通胀预期是否稳定。如果中长期通胀预期不稳定,工资与物价之间会形成一种“你追我赶”(catch-up effect)的态势,从而形成通胀螺旋。虽然当前美国通胀预期依然稳定,但高通胀持续越久,通胀预期“脱锚”的风险就越大。

图表12: 劳动成本占企业收入的比重为7-8成



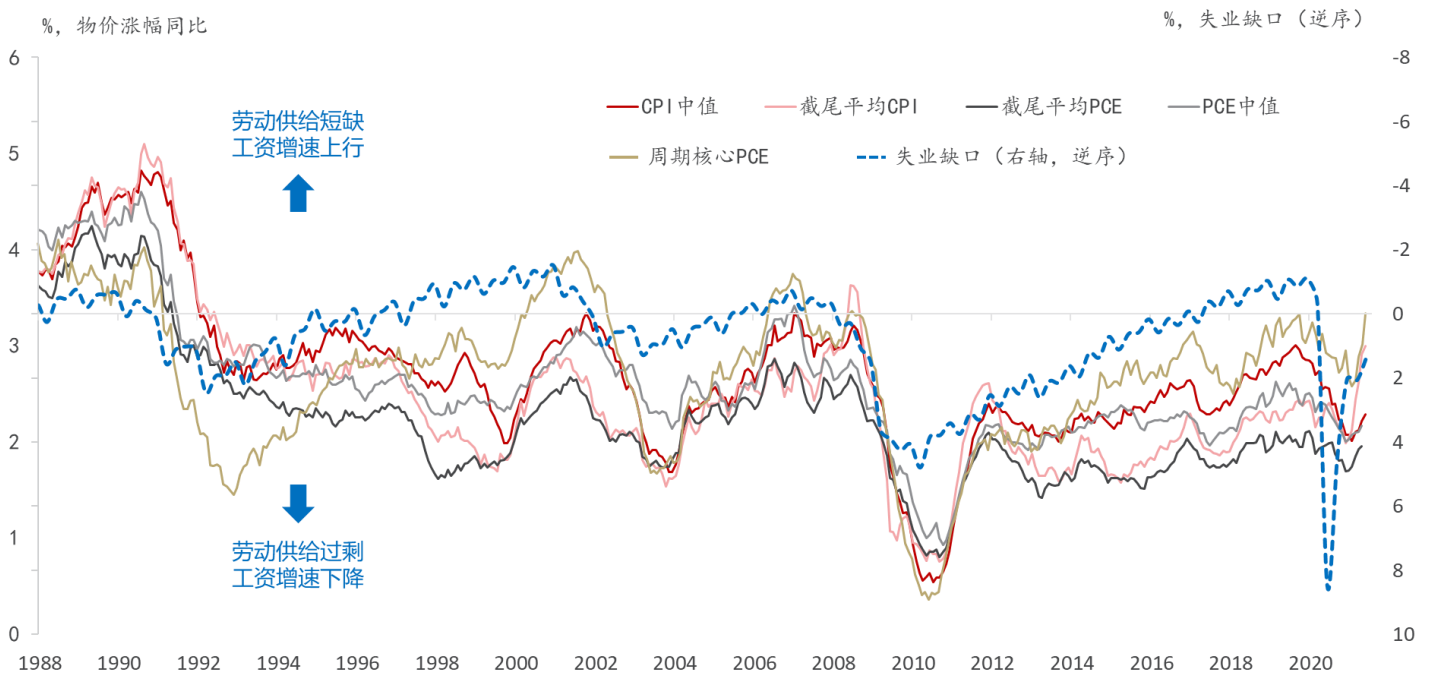
来源: wind、国金证券研究所

图表13: 劳动份额占国民收入的比重5-6成



中期内,劳动力市场状况决定了通胀的中枢。假定一个简化的两部门模型(企业和家庭),物价将由工资、加成率(mark-up)和劳动生产率三个变量决定。短期内,假定加成率和劳动生产率保持不变,工资将决定物价。工资增速与劳动生产率增速的差异就是所谓的“工资通胀”。假如工资增速为5%,劳动生产率增速为1%,那么工资通胀就是4%。考虑到竞争因素,如果企业愿意例如吸收1%的涨价,那么最终的通胀率就是3%。

图表14: 中期内, 劳动力市场状况决定了通胀的趋势



来源: SF FED, Cleveland FED, wind、国金证券研究所

根据历史上工资与通胀之间相对稳定的关系, 可计算不同工资增速隐含的通胀率。在 2022 年 6 月为美国工资增长的高峰期, 各工资指标隐含的 CPI 和核心 PCE 通胀率如下表所示。过去半年, 虽然工资增速已经放缓, 但较难回到疫情前的低位。假设就业成本指数 (ECI) 的涨幅稳定在 4% (2019 年底为 2.6%), 隐含的整体 CPI 通胀约为 3.6%, 隐含的核心 PCE 通胀约为 3.3%, 远高于美联储 2% 通胀目标。

图表15: 美国通胀的长期中枢水平是多少?

工资指标	工资增速 (2022年6月)	隐含的整体CPI通胀	差值	隐含的核心PCE通胀	差值
亚特兰大联储工资指数	6.7	5.3	1.40	4.9	1.80
ECI (全民, 激励除外)	5.1	4.7	0.40	4.5	0.60
ECI (全民)	5.2	4.8	0.40	4.5	0.70
ECI (私人工业生产, 激励除外)	5.6	5.2	0.40	4.9	0.70
ECI (私人工业生产)	5.7	5.4	0.30	5.0	0.70
平均时薪 (私人部门)	5.3	4.7	0.60	4.4	0.90
平均时薪 (生产与非管理工人)	6.3	6.1	0.20	5.5	0.80

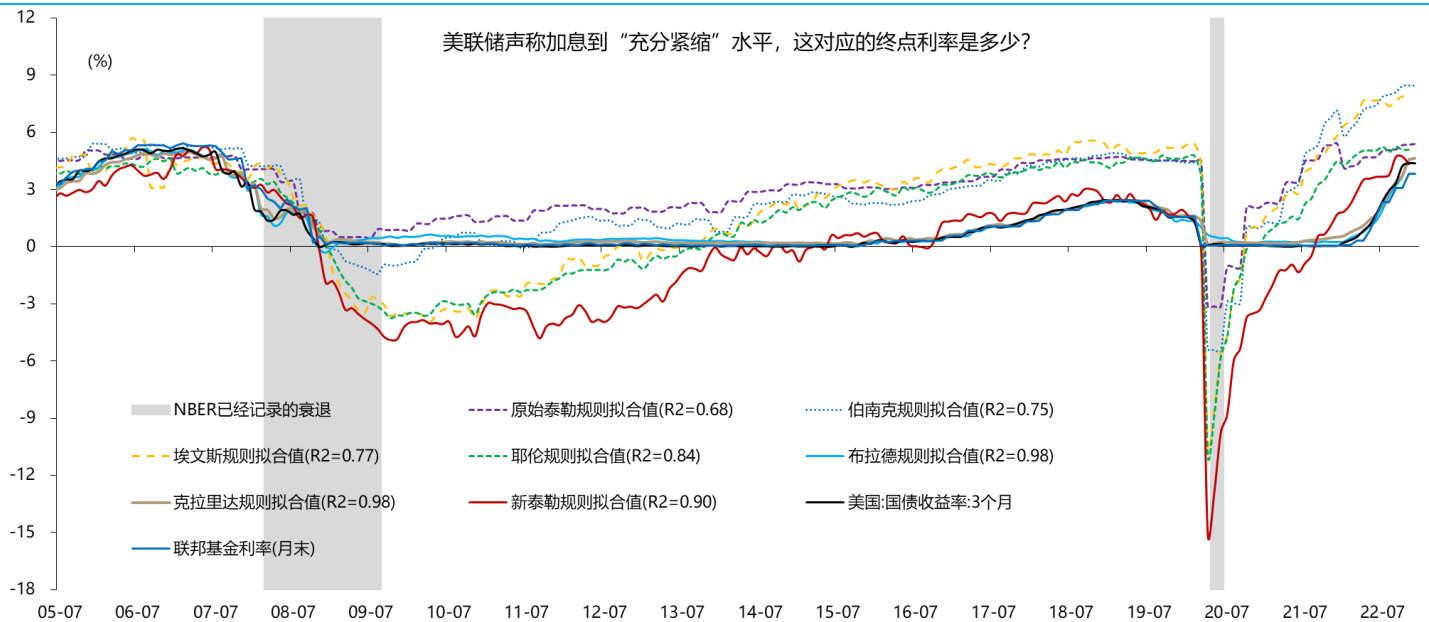
来源: PIIE、Jason Furman (PIIE) and Wilson Powell III, 2022. 国金证券研究所

美联储追求的是“充分紧缩”(sufficiently restrictive)和“更高更长”(higher for longer)货币政策立场。我们的理解, 通胀决定了联邦基金利率终点有多高, 工资决定了高利率维持多长, 即降息的时点及降息的空间。2023年, 当CPI通胀在商品和住房的驱动下下降到3-4%区间时, 工资将成为其能否在2024年回到2%的决定性因素。

但是, 美联储也不必等到通胀率下降到2%才降息, 只需要确定其向2%收敛。这一方面要

求通胀下降到合宜的水平，另一方面要求其一阶导数为负，并且，稳定地下降比快速但有波动地下降更佳。

图表16: 利率规则隐含的“合宜的联邦基金利率”是多少?



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

何时降息目前还不是FOMC的优先事项。FOMC也没有明确降息的门槛。降息的条件隐藏在季度例会的经济预测摘要(SEP)中。SEP对基本面和联邦基金利率的预测是相互依赖的关系。2022年12月SEP认为,降息的时点位于2024年。比较2023和2024年的基本面预测可知,降息的四个门槛值(threshold)分别为:实际GDP增速0.5%,失业率4.6%、整体PCE通胀3.1%和核心PCE通胀率3.5%。基本面弱于预期或通胀低于预期是降息前置的条件。值得强调的是,12月SEP认为,2024年降息100bp,对应的PCE和核心PCE通胀都是2.5%。这意味着,即使开始降息,节奏也是比较缓慢的。

图表17: 芝商所FedWatch隐含的加息路径(2023年)

区间/日期	22-12	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12
575-600	0	0	0	0	0	1	1	1	0
550-575	0	0	0	0	6	14	13	11	6
525-550	0	0	0	9	47	45	43	37	25
500-525	0	0	12	71	40	34	34	36	37
475-500	0	0	88	20	8	6	8	14	24
450-475	27	100	0	0	0	0	0	2	7
425-450	73	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: CME、美联储、国金证券研究所

图表18: 经济预测摘要(SEP)隐含的降息条件

变量	中位数预测				
	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4
9月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4
PCE通胀	5.6	3.1	2.5	2.1	2
9月预测	5.4	2.8	2.3	2	2
核心PCE通胀	4.8	3.5	2.5	2.1	
9月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
9月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

美联储当然希望在失业率不增加的情况下降低通胀率,但历史经验并不支持这一愿景。如果劳动力市场短缺状况不再持续缓和(主要是减少劳动力需求),如果2023-2024年失业率始终低于4.6%,市场将会质疑:通胀能回到2%吗?

关于美联储的政策立场,我们维持“上半年更鹰,下半年更鸽”的判断。既不应低估美联储抗通胀的决心,也不应低估美国经济基本面的压力,上半年货币政策立场越紧缩,基本

面的压力也将越大，从而越有可能尽快实现年内 3%左右的通胀目标（美联储的预期），降息的条件也会前置。

重申观点：与年初以来市场交易的方向不同，我们依然维持美国经济“硬着陆”的判断，原因之一是货币紧缩效应尚未充分体现，按滞后时间 9-12 个月推算，预计将在 2023Q2-Q3 达到最大值。即使 6 月及之后不再加息，货币政策的紧缩效应也在强化，因为在通胀趋于下行的过程中，实际联邦基金利率将会转正，货币紧缩效应仍在强化。

二、海外基本面&重要事件

（一）欧洲碳关税立法进入倒计时

北京时间 2 月 9 日，欧洲议会环境、公共卫生和食品安全委员会正式通过欧洲碳边界调整机制（CBAM）协议，预计 2023 年二季度经过欧洲议会全体投票，法案将正式通过。2023 年 10 月 1 日，欧洲“碳关税”将在过渡阶段开始生效。

CBAM 是指对进口到欧盟的商品中隐含的碳排放征收额外关税。CBAM，也被称为“碳关税”，含义是碳边境调节机制（Carbon Border Adjustment Mechanism），是指欧盟关税区实施严格的气候政策基础上，对进口或出口的高碳产品缴纳相应的税费或碳配额。根据 CBAM，只要是生产地碳定价（碳税、碳费、或被认可的碳交易制度的碳价）低于欧盟 ETS 碳价的产品，一旦进口到欧盟关税区，就要购买 CBAM 凭证，补足其间的差额。

对中国的影响将可能集中在碳排放规模较大的石油化工和钢铁行业等。欧盟 CBAM 首先覆盖钢铁、铝化肥、水泥和电力行业，基于联合国统计署我国对欧盟出口产品 2015-2019 年的数据，如果 CBAM 将覆盖欧盟碳市场下所有行业，我国出口欧盟的受影响的贸易额将占出口欧盟总额的 12%，为 427.5 亿美元（2757 亿人民币）左右。其中受影响最大的部门分别为石油化工品和钢铁，两者的贸易出口分别占受影响贸易额的 27%左右。

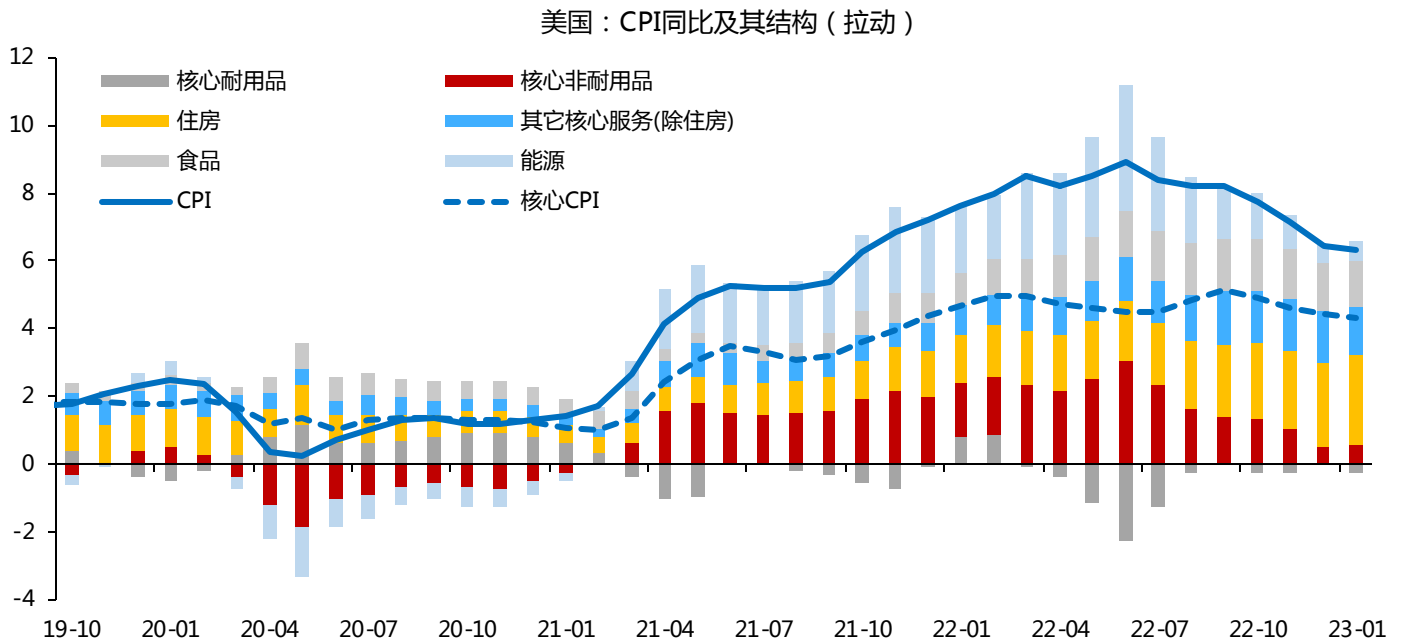
（二）美国 1 月 CPI 略超预期，紧缩交易升温

事件：2 月 14 日，美国劳工统计局（BLS）发布 1 月 CPI 数据。整体 CPI 同比和环比均略高于预期，市场在大幅波动后重新定价“紧缩”，一度上调联邦基金利率终点至 525-550bp 区间。美国通胀和美联储货币政策后续如何演绎？

1. 整体和核心 CPI：同比、环比均略高于预期

美国 1 月 CPI 同比和环比增速均略高于预期，但不改变下行的趋势。1 月 CPI 同比 6.4%，预期 6.2%，前值 6.5%，为连续第 7 个月回落，创 2021 年 11 月以来的新低。核心 CPI 同比 5.6%，预期 5.5%，前值 5.7%，连续第 4 个月回落，为 2022 年 1 月以来新低。1 月 CPI 环比 0.5%，预期 0.5%，前值-0.1%。核心 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.4%。1 月 CPI 超预期或是预期之中的，因为除非农数据外，1 月美国地产价格和销售、服务业消费、消费者信心等数据均明显上扬。所以，市场在波动加剧后回归“平静”。

图表19: CPI 同比继续下行, 整体和核心 CPI 同比分别回落至 6.4%和 5.6%



来源: wind、国金证券研究所

图表20: 美国 1 月 CPI 同比、环比及其结构

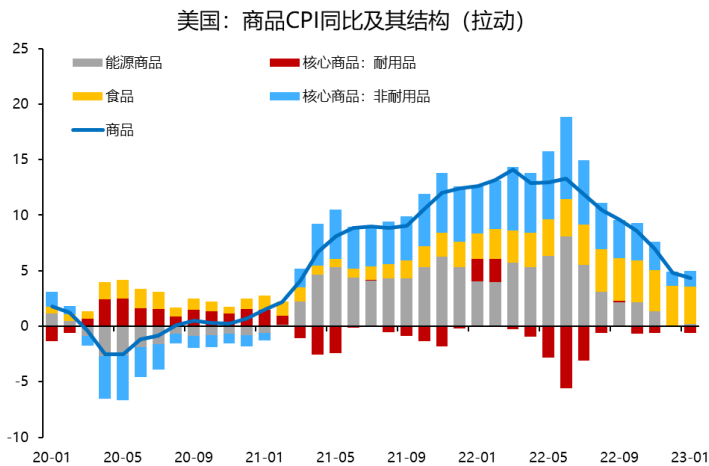
CPI 分级	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)						预期值	季调_环比 (%)					
				23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08		23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08
整体	CPI	100.0	6.2 ↑	6.3	6.4	7.1	7.8	8.2	8.2	0.5 ↑	0.5	0.1	0.2	0.5	0.4	0.2
核心	核心CPI	79.5	5.5 ↑	5.5	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	0.4 ↑	0.4	0.4	0.3	0.3	0.6	0.6
I	食品	13.5		10.1	10.5	10.7	10.9	11.2	11.3		0.5	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
I	能源	6.9		8.4	7.1	13.1	17.7	19.9	23.8		2.0	-3.1	-1.4	1.7	-1.7	-3.9
II	能源商品	3.5		2.7	0.6	12.3	19.4	20.0	27.1		1.9	-7.2	-2.1	3.7	-4.1	-8.0
II	能源服务	3.4		15.6	15.6	14.3	15.6	19.7	19.8		2.1	1.9	-0.6	-0.7	1.2	1.8
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.4		1.3	2.2	3.7	5.1	6.6	7.0		0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.4
II	服装	2.4		3.0	2.9	3.6	4.2	5.5	5.0		0.8	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.3
II	新车	4.1		5.8	5.9	7.2	8.4	9.4	10.1		0.2	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
II	二手车和卡车	3.5		-11.6	-8.6	-3.1	2.0	7.0	7.7		-1.9	-2.0	-2.0	-1.7	-1.1	-0.2
II	医疗商品	1.5		3.4	3.2	3.1	3.1	3.7	4.1		1.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2
II	酒精饮料	0.9		5.8	5.8	5.5	5.0	4.1	4.3		0.4	0.7	0.6	0.7	0.3	0.4
II	烟草和香烟产品	0.5		6.3	5.5	6.3	6.6	8.2	8.8		0.7	-0.1	0.7	0.3	0.2	1.1
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	58.2		7.2	7.0	6.8	6.7	6.7	6.1		0.5	0.6	0.5	0.5	0.8	0.6
II	住所	34.4		7.9	7.5	7.1	6.9	6.6	6.3		0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
III	主要住所租金	7.5		8.6	8.4	7.9	7.5	7.2	6.7		0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
III	业主等值房租	25.4		7.8	7.5	7.1	6.9	6.7	6.3		0.7	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7
II	医疗服务	6.7		3.0	4.2	4.4	5.4	6.5	5.6		-0.7	0.3	-0.5	-0.4	0.8	0.7
III	医师服务	1.9		1.7	1.7	1.5	1.8	1.8	1.1		-0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.2
III	医院服务	1.9		3.6	4.4	2.9	—	3.8	4.0		0.5	1.3	—	—	0.0	0.8
II	交通	5.8		14.6	14.4	14.3	15.3	14.6	11.4		0.9	0.6	0.3	0.6	1.9	1.0
III	机动车维护与修理	1.1		14.2	13.0	11.7	10.3	11.1	9.1		1.3	1.0	1.3	0.7	1.9	1.7
III	机动车保险	2.5		14.7	14.3	13.4	12.9	10.3	8.7		1.4	0.7	1.0	1.6	1.5	1.3
III	机票	0.6		25.6	29.1	35.9	43.0	42.6	33.7		-2.1	-2.1	-1.6	-1.2	0.4	-1.5

来源: wind、国金证券研究所

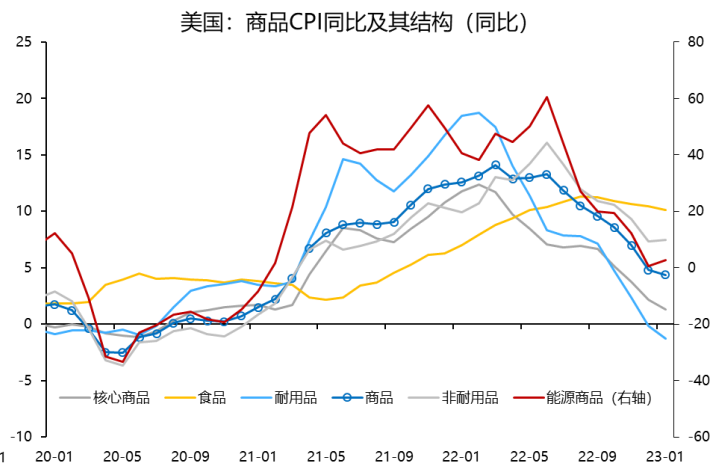
2. CPI 的结构: 食品和住房分别为商品和服务的主要拉动项

分项而言, 商品分项 CPI 同比 4.4%, 前值 4.8%。其中, 食品同比 10.1%, 拉动了 3.4 个百分点, 贡献率 77%, 12 月贡献率为 75%, 但同比增速维持下行态势。食品除外, 能源和非耐用品同比有所回升, 其它分项同比进一步下降, 耐用品同比进入负增长区间。

图表21: 能源商品和核心耐用品降幅较大



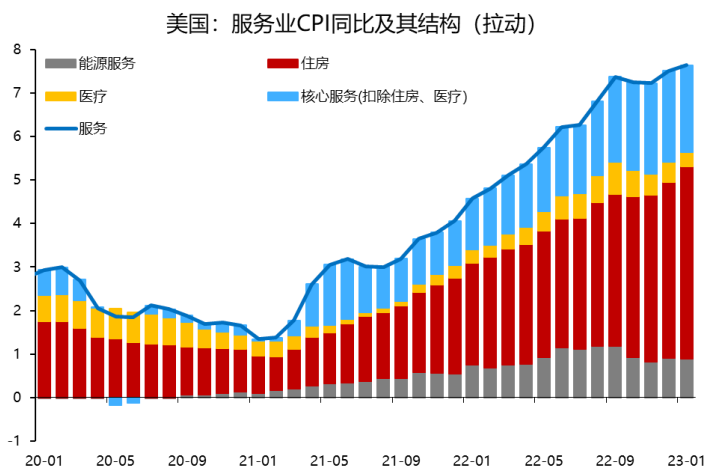
图表22: 耐用品CPI同比降至-0.1%



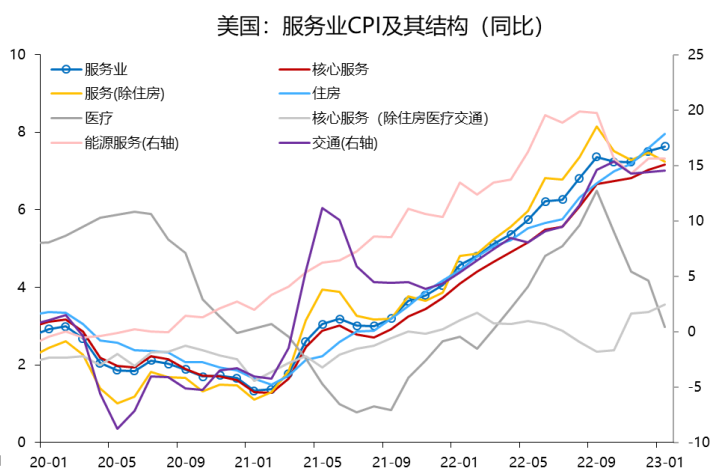
来源: wind、国金证券研究所

服务业CPI同比仍在创新高，住房是主要贡献，交通连续两个月反弹。服务业CPI同比7.6%，前值7.5%，仍在创新高，其中住房同比增速8.0%，前值7.6%，拉动了服务业CPI 4.4个百分点，贡献率59%，12月贡献率为54%。扣除住房之后的服务业CPI同比为7.2%，前值7.5%。医疗价格进一步持续大幅下降，同比3.0%，前值4.1%。

图表23: 住房通胀及其贡献率仍在创新高



图表24: 1月服务项价格继续创新高

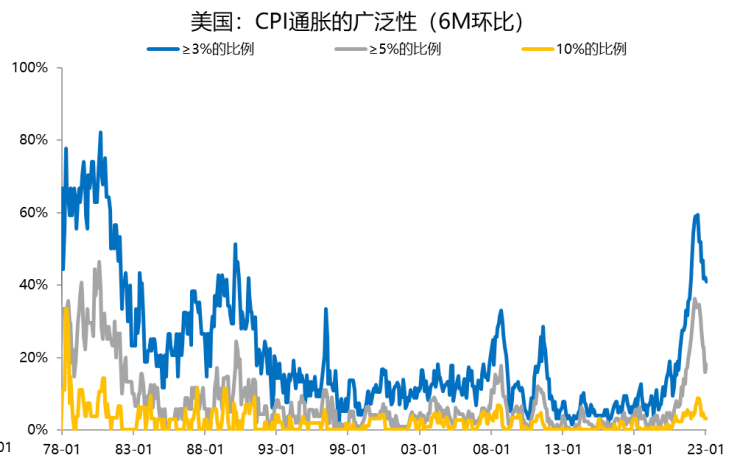
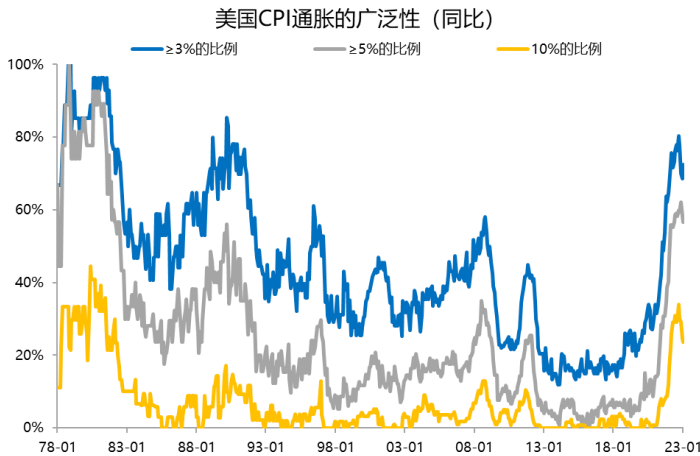


来源: wind、国金证券研究所

美国通胀压力边际好转，但依然广泛。虽然大幅涨价的细分科目数量进一步下降，但美国通胀压力的分布仍然广泛。在CPI的127个细分科目中，同比增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比1月读数分别为：72%、57%、24%，即有30个科目的通胀率超过10%。6个月环比表现出相似的特征：涨价科目占比仍处于高位。

图表25: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (同比)

图表26: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (6M 环比)



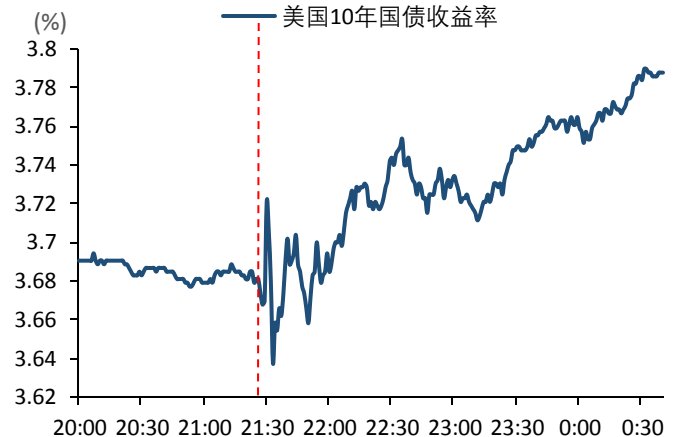
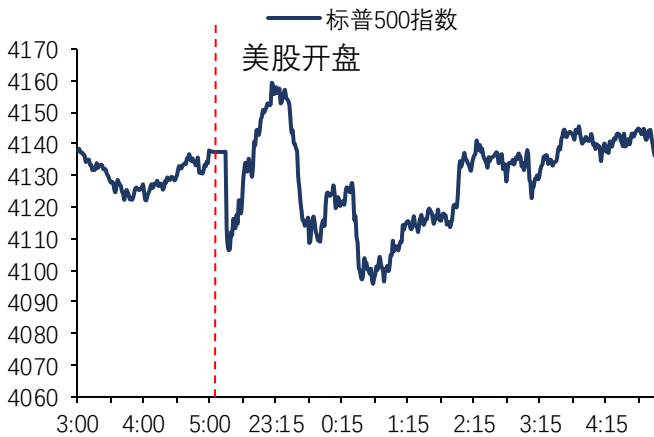
来源: wind、国金证券研究所

3. 在波动中寻找方向: 美股、美债利率、美元指数、黄金

美国 CPI 数据公布后, 市场的紧缩预期一度升温, 波动性加剧, 但最终回归“平静”。美股方面, 道琼斯指数日内最大跌幅 1.2%, 收盘跌幅收窄至 0.5%; 标普 500 指数最大回撤 1%, 收盘微跌 0.03%; 纳斯达克开盘跌 1%, 收涨 0.6%。10 年期美债收益率日内上涨 9bp 至 3.8%, 相比 2 月初已经回升了 40bp。美元指数开盘后走平, CPI 数据发布后波动性加剧, 而后上行至 103.5, 收至 103.3, 相比 2 月初 (102.1) 增长了 2.1%。COMEX 黄金开盘价为 1870 美元/盎司, 收盘价为 1859 美元/盎司, 跌幅为 0.6%。所以, 2 月前两周, 市场整体在交易紧缩, 也是对前期偏鸽派的紧缩预期的修正。

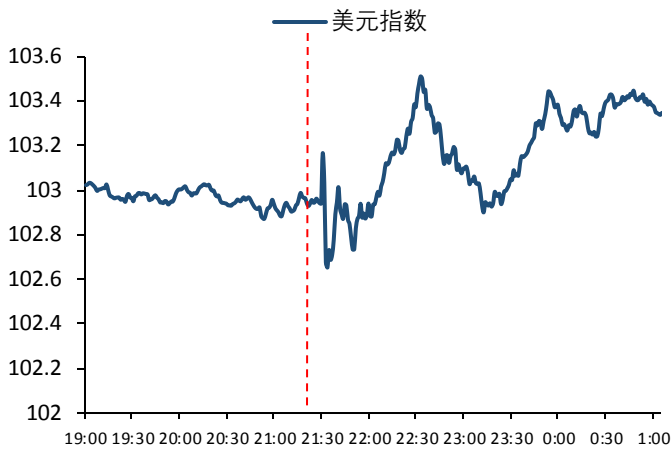
图表27: CPI 数据公布前后标普 500 指数走势

图表28: CPI 数据公布前后 10 年美债收益率走势

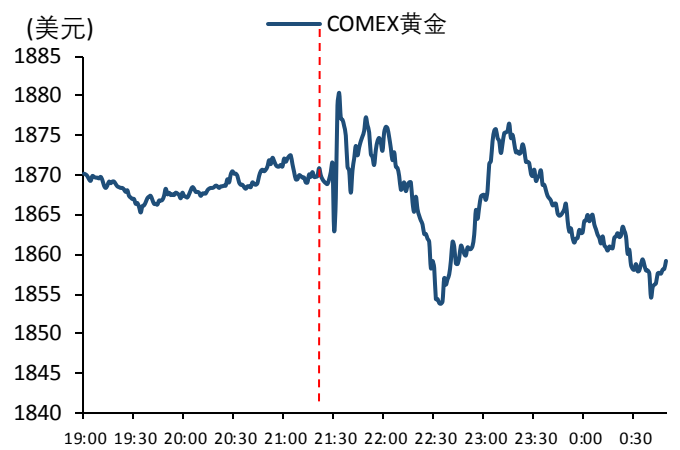


来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表29: CPI 数据公布前后美元指数走势



图表30: CPI 数据公布前后 COMEX 黄金走势



来源: Bloomberg、国金证券研究所

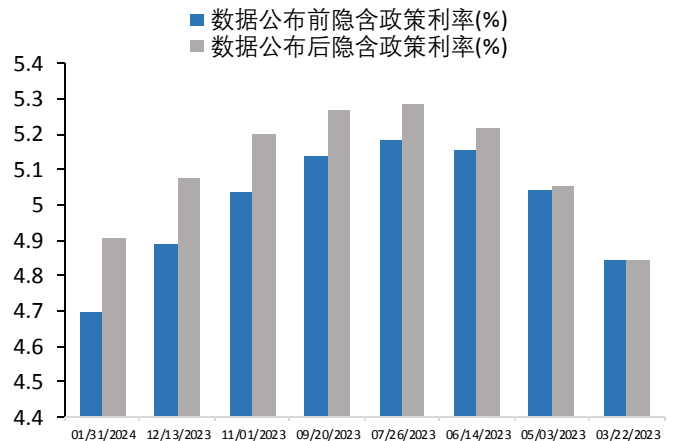
4. FFR 路径: FedWatch+OIS 隐含的利率路径

CPI 数据发布后,加息预期进一步升温。美国当地时间 2 月 14 日 11:10,芝商所期货交易隐含的信息显示,美联储 6 月再加息 25bp、终点利率上行至 525-550bp 的概率提高到了 50%。自 1 月非农数据发布后,市场再一次向上修正终点利率水平。但依然维持 12 月开始降息的判断不变。我们认为,考虑到美国经济基本面边际转弱的事实逐渐显现,6 月再次加息的概率较低。

图表31: CME FedWatch 会议加息可能性

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.0%	0.0%	90.8%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	14.8%	77.5%	7.7%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	5.8%	39.5%	50.0%	4.7%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	4.1%	29.5%	46.9%	18.2%	1.4%
2023/9/20	0.0%	0.3%	5.9%	30.7%	44.8%	17.0%	1.3%
2023/11/1	0.1%	1.5%	11.4%	33.8%	38.7%	13.5%	1.0%
2023/12/13	0.9%	7.1%	24.1%	36.6%	24.4%	6.4%	0.4%

图表32: 1 月 CPI 数据公布前后隐含的政策利率



来源: CME、Bloomberg、国金证券研究所

这符合我们“上半年更鹰,下半年更鸽”的判断。我们一直提示,不应低估美国经济基本面的压力,上半年货币政策立场越紧缩,压力也将越大,从而越有可能尽快实现年内 3%左右的通胀目标(美联储的预期),降息的条件也会前置。

降息的条件隐藏季度例会的经济预测摘要(SEP)中。SEP 中经济基本面预测和联邦基金利率预测是相互依赖的关系。2022 年 12 月 SEP 认为,降息的时点位于 2024 年。比较 2023 和 2024 年的基本面预测可知,降息的四个门槛值(threshold)分别为:实际 GDP 增速 0.5%,失业率 4.6%、整体 PCE 通胀 3.1%和核心 PCE 通胀率 3.5%。如果 3 月 SEP 认为美国 2023 年基本面弱于预期,或核心 PCE 低于 3.5%,那么,降息前置的条件或是充分的。一般而言,鲍威尔对利率的前瞻指引和经济预测摘要隐含的信息是一致的。

图表33: 芝商所期货交易中隐含的加息路径及概率

区间/日期	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	0	14	12	8	5	1
500-525	0	0	59	55	51	38	26	9
475-500	0	97	40	31	33	39	39	29
450-475	100	3	1	1	4	13	24	35
425-450	0	0	0	0	0	1	6	20

图表34: 2022年12月经济预测摘要隐含的降息条件

变量	中位数预测				
	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4
9月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4
PCE通胀	5.6	3.1	2.5	2.1	2
9月预测	5.4	2.8	2.3	2	2
核心PCE通胀	4.8	3.5	2.5	2.1	
9月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
9月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

来源: CME (更新到2月6日)、美联储、国金证券研究所

重申观点: 与市场交易的方向不同, 我们依然维持美国经济“硬着陆”的判断, 原因之一是货币紧缩效应尚未充分体现, 按滞后时间9-12个月推算, 预计将在2023Q2-Q3达到最大值。即使6月及之后不再加息, 货币政策的紧缩效应也在强化, 因为在通胀趋于下行的过程中, 实际联邦基金利率将会转正。

(三) 服务及能源价格上涨, 美国1月PPI环比超预期

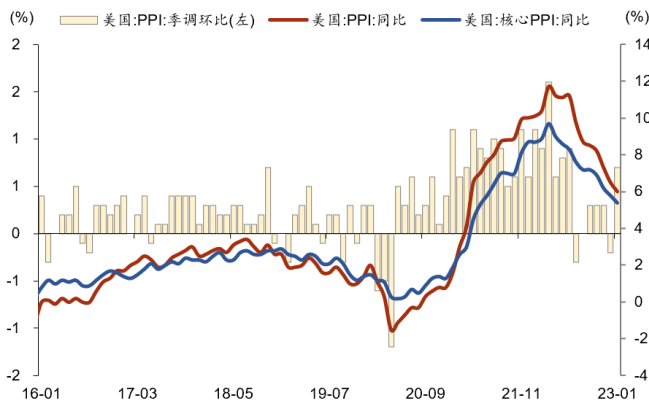
美国1月PPI同比涨6%, 大幅超过预期值5.4%, 较前值6.20%继续下滑。PPI环比涨0.7%, 创6月份以来的最大涨幅, 预期0.40%, 前值-0.50%。核心PPI环比涨0.5%, 预期0.3%。能源及服务价格涨幅较大, 1月能源项价格环比涨5%, 大幅高于前值-6.7%, 主要源自1月原油价格的大幅上涨; 食品价格环比回落至-1%; 服务项价格粘性较强, 1月环比增0.4%, 持平前值, 主因是受到1月服务消费需求旺盛所致。

图表35: 美国PPI同比及环比增速、权重

	权重(%)	同比增速(%)				环比增速(%)			
		2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
PPI	100.00	6.00	6.50	7.30	8.20	0.70	-0.20	0.30	0.30
核心PPI	88.29	5.40	5.80	6.20	6.90	0.50	0.30	0.30	0.20
商品	33.13	7.60	7.80	9.60	10.40	1.20	-1.40	0.30	0.40
食品	5.74	11.50	14.20	15.20	13.00	-1.00	-0.90	3.30	0.80
能源	5.97	10.30	8.70	16.50	21.20	5.00	-6.70	-2.20	1.50
食品及能源外的商品	21.41	5.60	5.90	6.00	6.60	0.60	0.10	0.30	0.00
非耐用品	4.06	7.60	7.40	8.10	8.10	0.90	0.10	0.70	0.20
耐用品	2.39	6.10	6.50	6.70	6.90	0.50	0.30	0.40	0.00
服务	65.13	5.00	5.40	5.90	6.70	0.40	0.40	0.30	0.20
贸易	20.43	8.20	9.40	10.30	11.90	0.20	0.80	0.20	0.10
运输和仓储服务	4.40	11.30	10.80	12.90	16.90	0.20	0.00	-0.50	0.00
贸易运输仓储外的服务	40.30	2.70	2.80	2.90	3.00	0.60	0.30	0.50	0.20
建筑	1.74	16.60	18.50	18.70	19.00	1.60	0.00	0.10	2.60
私人投资	1.13	17.50	19.80	20.10	20.40	1.70	0.10	0.10	2.70
政府	0.61	14.80	16.10	16.00	16.30	1.60	0.00	0.00	2.60

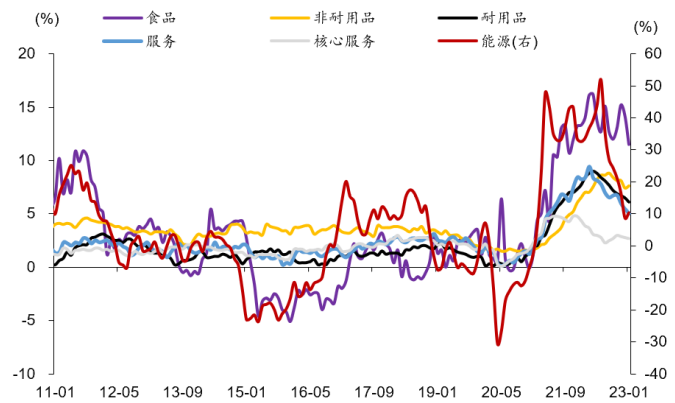
来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 美国1月PPI环比超预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: PPI分项中食品和能源增速较高

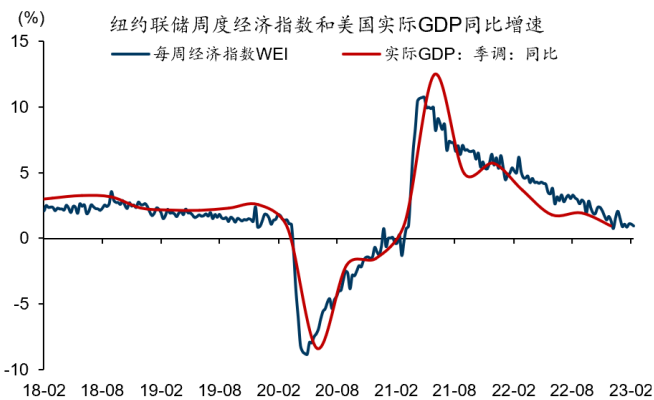


来源: Wind、国金证券研究所

(四) 生产: 美国工业生产活动回落

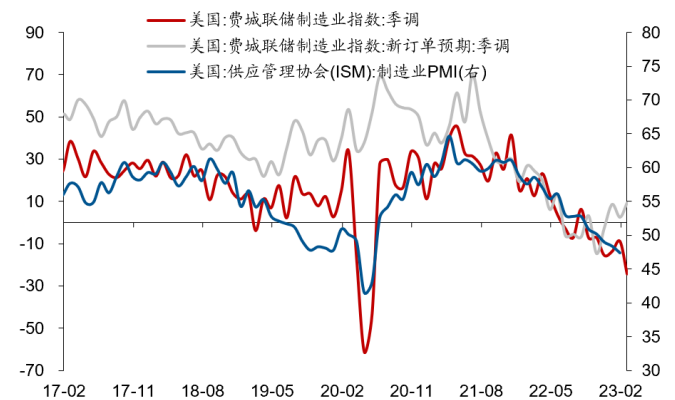
2月11日当周,美国纽约联储WEI指数录得0.9,低于前值1.1,表明当周美国生产活动有所回落,美国GDP增速仍然承压。2月美国费城联储制造业指数录得-24.3,远低于预期值-7.4和前值-8.9,为2020年5月以来新低。2月11日当周,美国粗钢产能利用率录得74.4%,环比较1月份提升幅度较大,但仍低于疫情前水平,粗钢产量166万短吨,去年同期产量175.5万短吨,产能利用率81%。

图表38: 纽约联储周度经济指数回落



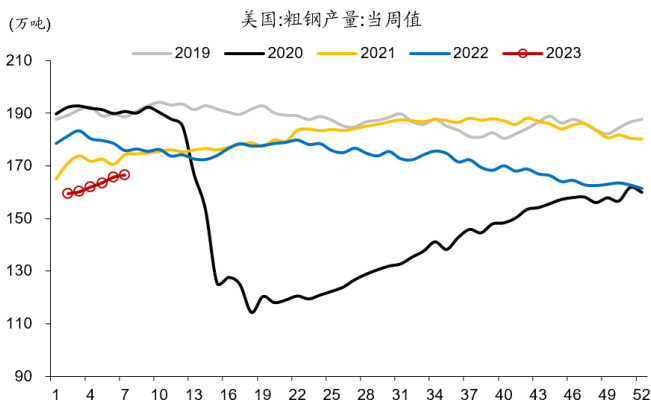
来源: CEIC、国金证券研究所

图表39: 费城联储制造业指数大幅回落



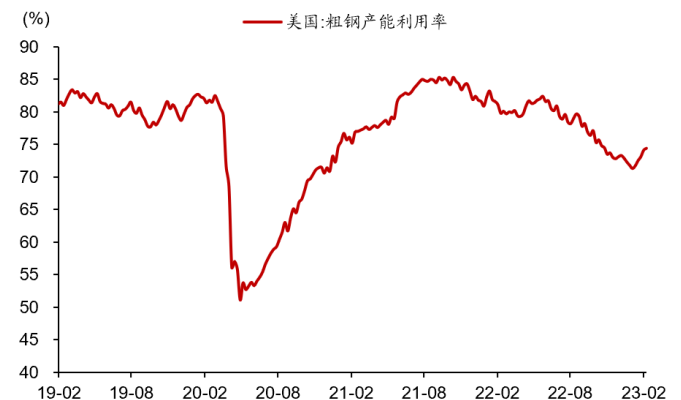
来源: Wind、国金证券研究所

图表40: 美国粗钢产量回升但低于去年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 2月美国粗钢产能利用率回升但低于去年同期



来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费: 美国1月零售增速大幅超预期

美国1月零售增速超预期,各项增速均有所回升。美国1月零售销售额环比增3%,高于

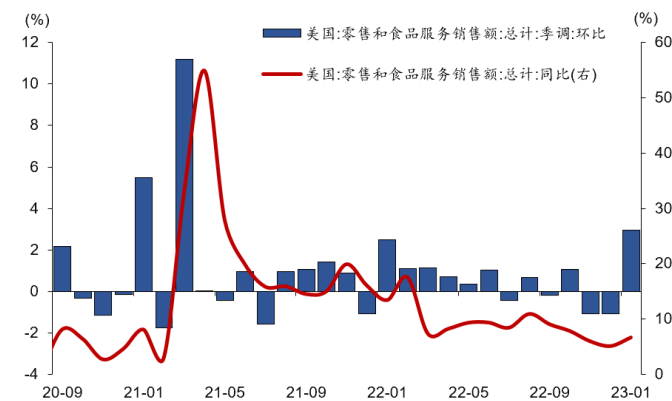
市场预期值 1.9%，大幅高于前值-1.1%。逆转了此前连续两个月环比负增长态势，环比增速为 2021 年 3 月以来最大增幅。1 月核心零售销售环比为 2.3%，大幅高出市场预期 0.9%。分项上，1 月各项消费不同程度回升，其中，食品服务和饮吧、汽车、家电等增速较高，环比增速分别达 7.2%、5.9%、4.4%。消费预期方面，密歇根大学消费者信心指数连续回升，但剔除价格的实际消费增速已回落至疫情前水平。

图表42: 美国 1 月消费环比增速, 各项普遍回升

	月度变化	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
零售和食品服务总计	↑ 4.05	2.96	-1.09	-1.07	1.07	-0.17	0.67	-0.44	1.03	0.36	0.71
零售总计	↑ 3.57	2.32	-1.25	-1.20	1.05	-0.34	0.42	-0.38	1.07	0.26	0.45
机动车辆及零部件	↑ 7.71	5.87	-1.84	-2.21	1.54	-0.54	2.89	-2.01	0.56	-3.38	1.78
家具和家用装饰	↑ 6.02	4.41	-1.61	-1.14	1.97	-2.12	0.65	0.12	-1.23	-1.13	1.54
电子和家用电器	↑ 4.65	3.54	-1.11	-5.85	-1.24	-1.38	-1.96	-0.32	-0.49	-2.58	1.62
建筑材料、园林设备及物料	↓ -0.80	0.31	1.11	-3.31	1.20	-0.72	1.68	1.11	-0.30	0.21	-0.95
食品和饮料店	↑ 0.20	0.08	-0.12	0.48	1.22	0.84	0.44	-0.04	1.14	1.09	0.00
保健和个人护理	↑ 3.75	1.93	-1.82	0.30	-0.19	0.84	0.02	0.64	1.34	0.07	0.61
加油站	↑ 4.82	0.04	-4.78	-1.44	3.34	-3.96	-4.96	-2.21	2.71	4.97	-1.29
服装及服装配饰	↑ 3.15	2.52	-0.63	-0.24	-0.35	0.99	0.99	-0.44	0.74	-1.35	0.03
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↑ 0.09	0.25	0.16	0.15	0.63	-0.43	1.07	0.03	0.87	0.93	0.67
日用品商场	↑ 4.01	3.16	-0.85	-0.18	-0.31	1.13	0.31	-0.39	2.30	0.04	-0.65
杂货店零售业	↑ 1.31	2.79	1.48	-4.83	-0.97	0.36	0.23	-1.32	3.83	-2.20	2.41
食品服务和饮吧	↑ 7.23	7.19	-0.04	-0.20	1.21	1.02	2.45	-0.84	0.72	1.00	2.54

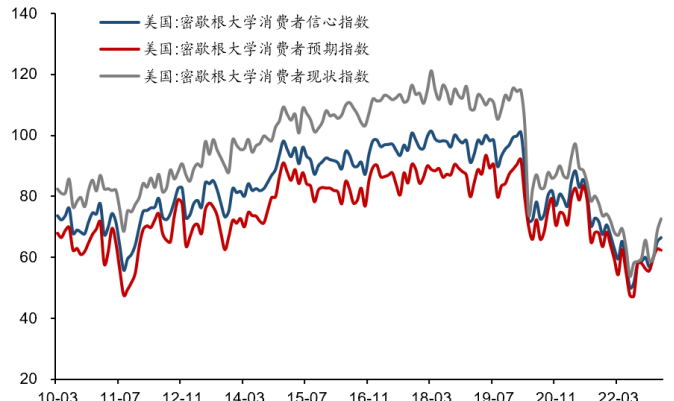
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 美国 1 月零售环比增速达 3%



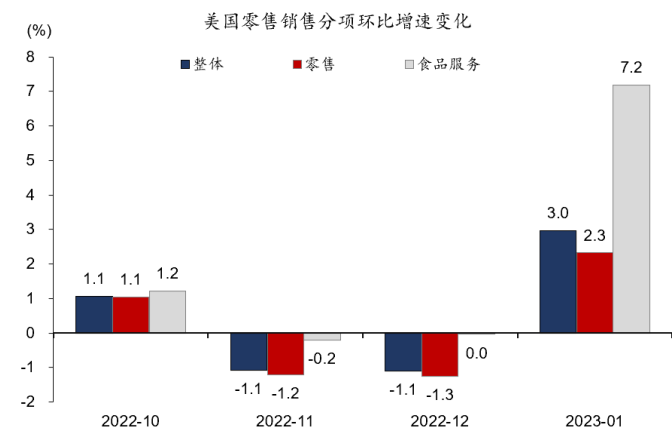
来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 美国消费者信心指数连续回升



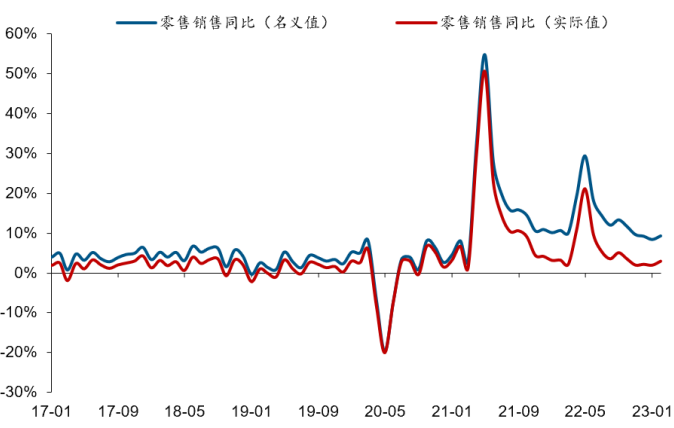
来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 1 月食品餐饮消费增速增速较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表46: 美国消费实际值回落至疫情前水平

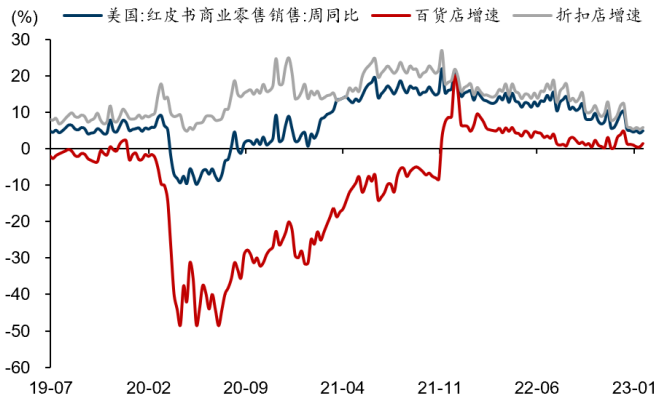


来源: Wind、国金证券研究所

美国红皮书零售小幅度抬升。红皮书零售销售是构建纽约联储 WEI 的指标之一，数据好坏预示未来消费对经济的推动作用。截至 2 月 11 日当周，美国红皮书零售销售指数增 4.9%，

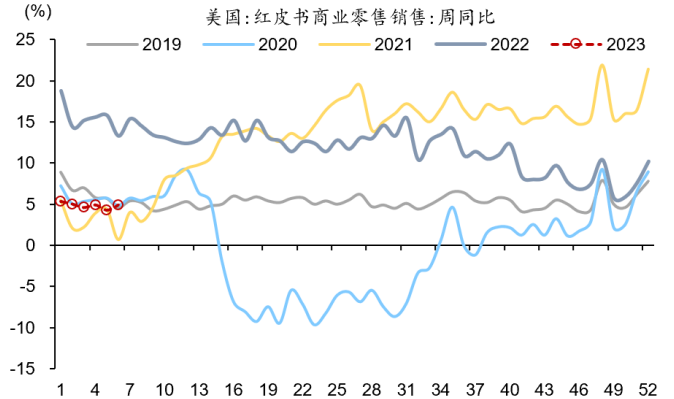
高于前值 4.3%，结构上，折扣店增速 5.9%，前值 5.4%；百货商店增速 1.5%，前值 0.6%。

图表47: 美国红皮书零售增速回落



来源: CEIC、国金证券研究所

图表48: 今年美国红皮书零售增速低于去年同期

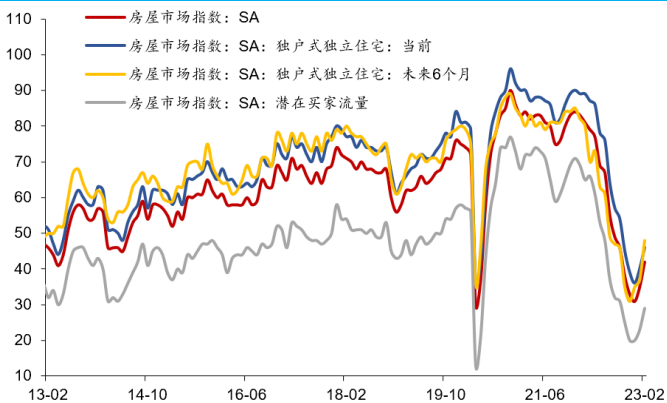


来源: Wind、国金证券研究所

(六) 地产: 美国房价指数回升但贷款利率难降

2月美国NAHB房价指数录得42, 高于前值35, 为连续第三个月回升。NAHB未来6个月住房市场指数2月大幅回升至48, 前值37, 显示未来地产市场预期改善。2月11日当周, REALTOR房屋挂牌价格中位数同比0.08%, 较前期回落幅度放缓。30年抵押贷款利率本周升至6.32%, 较上周6.12%提高0.2%。15年抵押贷款利率本周升至5.5%, 前值5.3%, 二者均显示房贷利率下降速度放缓。上周, MBA市场综合指数下滑至230.4, 前值249.5, 表明地产抵押贷款申请量继续回落。

图表49: 2月美国NAHB房价指数回升



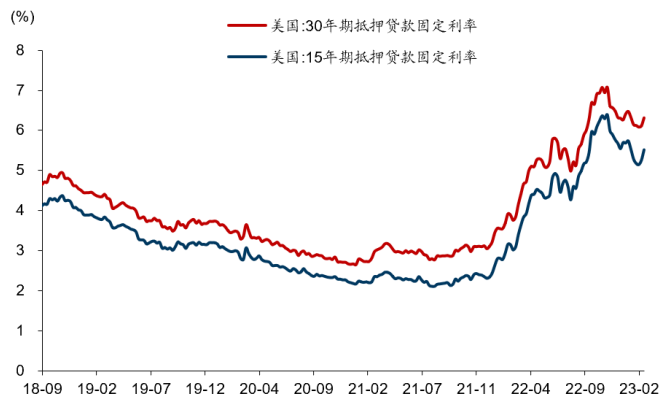
来源: CEIC、国金证券研究所

图表50: 上周REALTOR房屋挂牌价格增速0.08%



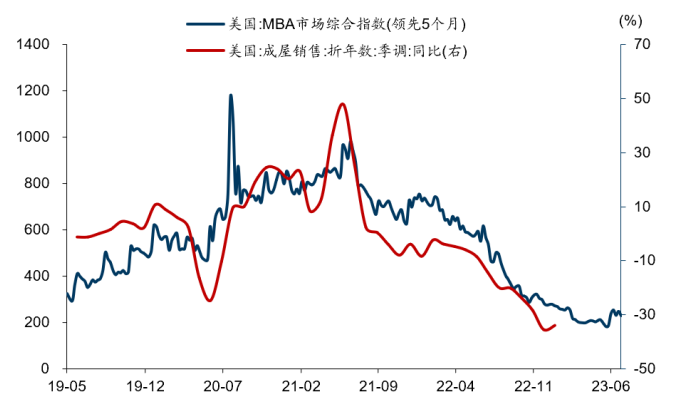
来源: CEIC、国金证券研究所

图表51: 美国30年贷款利率回落难度增加



来源: Wind、国金证券研究所

图表52: 美国地产抵押贷款申请量继续回落

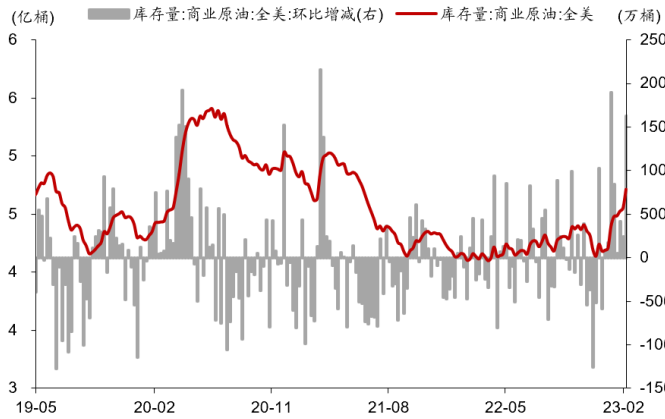


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 库存：EIA 原油库存大幅抬升

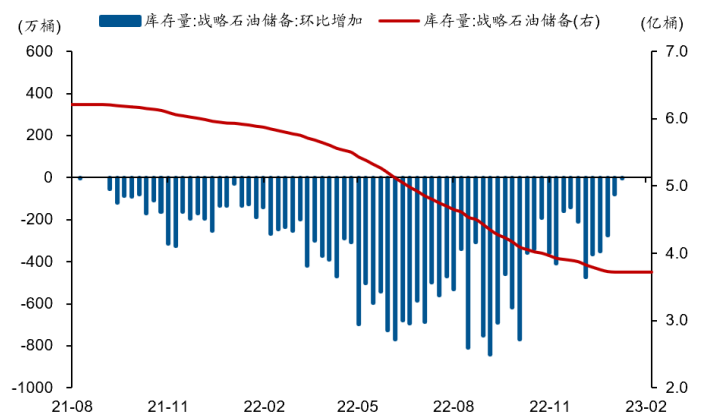
EIA 原油库存意外大幅抬升。2月10日当周，美国EIA原油库存意外激增1628.3万桶，预期增200万桶，前值242万桶，创2021年3月份以来最大单周升幅。原油库存量增至4.71亿桶，前值4.55亿桶，原油库存达到2021年6月份以来的新高。当周美国战略石油储备（SPR）库存量维持在3.7亿桶不变。

图表53：上周美国原油库存大幅抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表54：上周美国战略原油储备不变

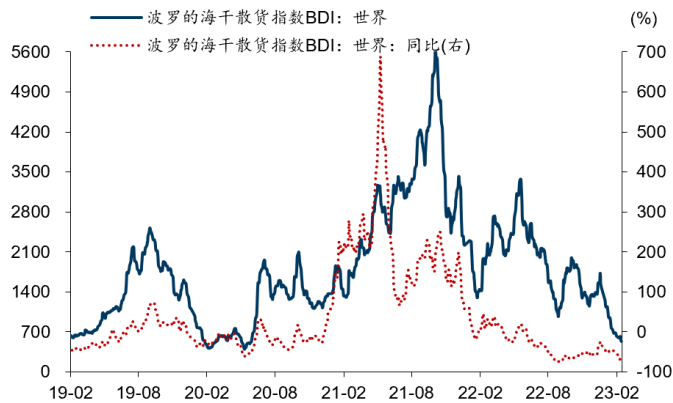


来源：Wind、国金证券研究所

(八) 供应链：海运价格回落，纽约拥堵指数提升

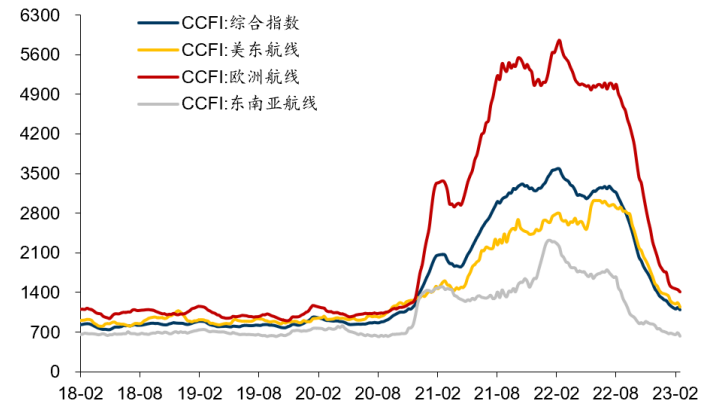
2月16日，波罗的海干散货指数BDI回落至530。CCFI整体延续回落态势，CCFI综合指数回落至1094，美东航线回落至1144，欧洲航线回落至1411。全球主要城市中，柏林拥堵指数回落，巴黎、伦敦、纽约拥堵情况抬升。

图表55：BDI 指数延续回落



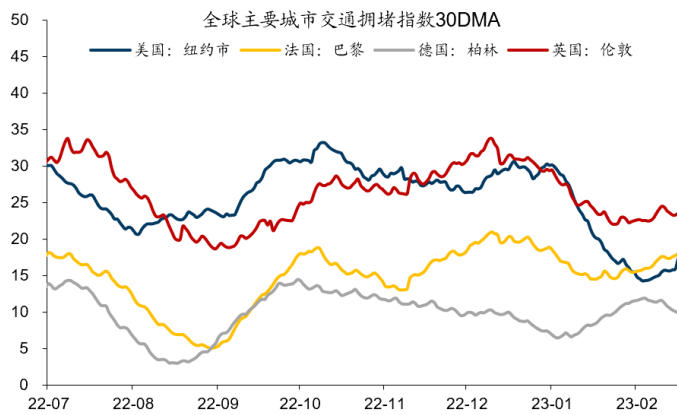
来源：Wind、国金证券研究所

图表56：海运价格延续回落



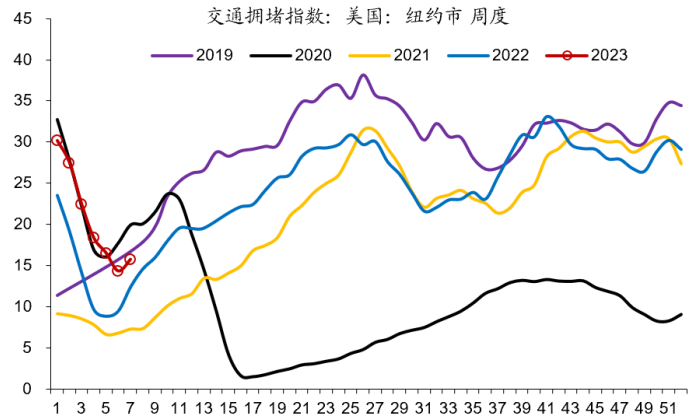
来源：Wind、国金证券研究所

图表57: 柏林拥堵回落, 巴黎伦敦纽约拥堵抬升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表58: 纽约拥堵指数提升

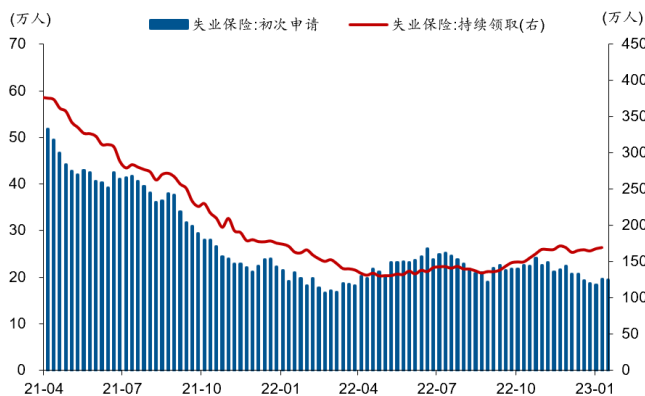


来源: CEIC、国金证券研究所

(九) 就业: 美国当周初请失业人数环比微降

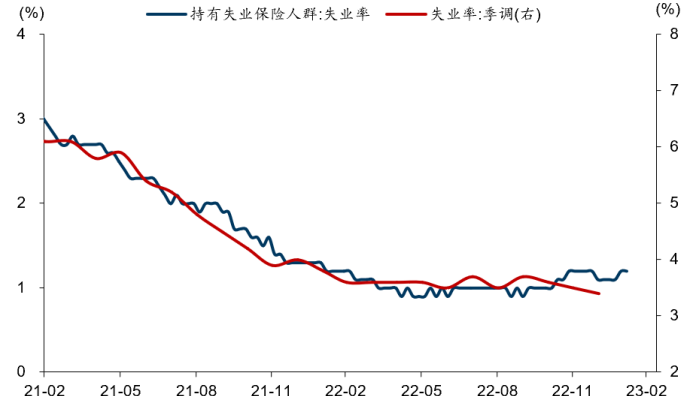
美国当周初请失业人数环比微降。2月11日当周, 美国初请失业金人数为19.4万人, 前值19.5万人, 环比微降0.1万人, 预期值20万人。显示美国就业市场韧性较强, 初请人数处于历史低位附近。当周持续领取人数169.6万人, 前值168万人, 微增1.6万人。持有失业保险人群的失业率升至1.2%。

图表59: 美国当周初请失业人数19.4万人



来源: Wind、国金证券研究所

图表60: 持有失业保险人群的失业率升至1.2%



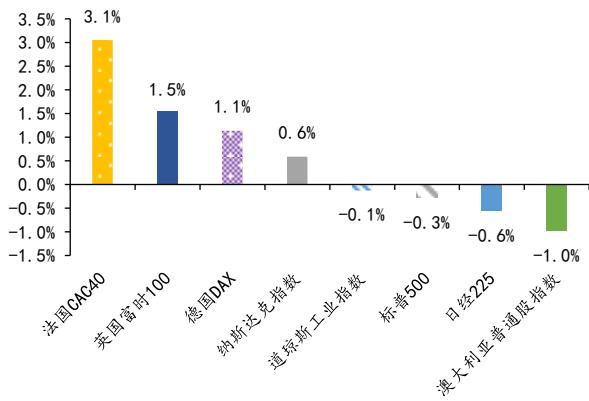
来源: Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪 (2023/02/13-2023/02/17)

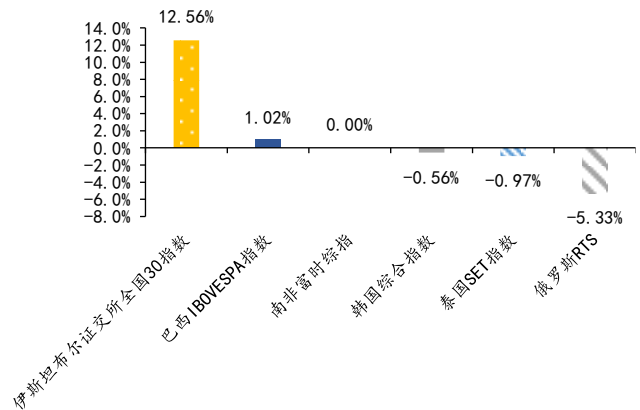
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场多数下跌

发达国家股指多数下跌, 新兴市场股指涨跌分化。澳大利亚普通股股指、日经225、标普500和道琼斯工业指数分别下跌1.0%、0.6%、0.3%和0.1%, 法国CAC40、英国富时100、德国DAX和纳斯达克指数分别上涨3.1%、1.5%、1.1%、0.6%。伊斯坦布尔证交所全国30指数和巴西IBOVESPA指数分别上涨12.56%和1.02%, 俄罗斯RTS、泰国SET指数和韩国综合指数分别下跌5.33%、0.97%和0.56%, 南非富时综指保持不变。

图表61: 当周, 发达国家股指多数下跌



图表62: 当周, 新兴市场股指涨跌分化

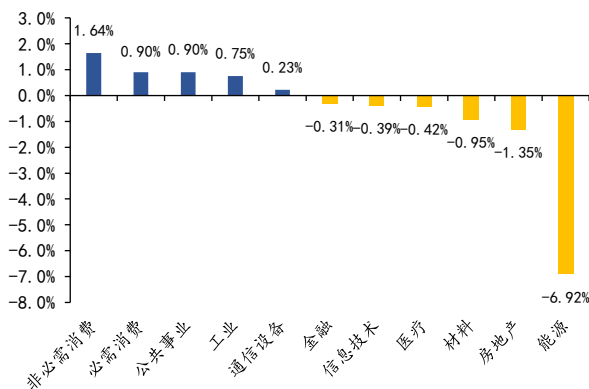


来源: Wind, 国金证券研究所

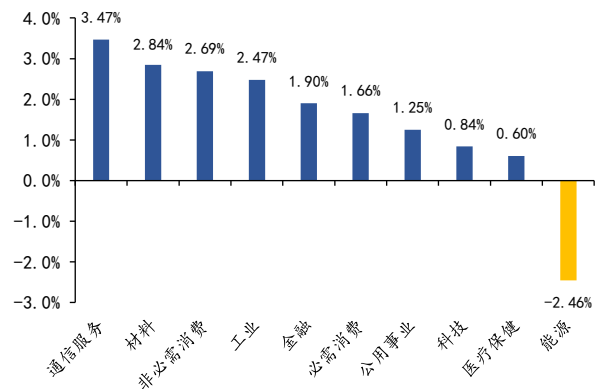
来源: Wind, 国金证券研究所

美股行业涨跌分化, 欧元区行业多数上涨。从美国标普500的行业涨幅来看, 本周美股行业涨跌分化明显。其中非必需消费、必需消费、公共事业、工业和通信设备分别上涨1.64%、0.90%、0.90%、0.75%和0.23%; 能源、房地产、材料、医疗、信息技术和金融分别下跌6.92%、1.35%、0.95%、0.42%、0.39%和0.31%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业多数上涨。其中通信服务、材料、非必需消费、工业、金融、必需消费、公共事业、科技和医疗保健分别上涨3.47%、2.84%、2.69%、2.47%、1.90%、1.66%、1.25%、0.84%和0.60%; 仅能源下降2.46%。

图表63: 当周, 美股行业涨跌分化



图表64: 当周, 欧元区行业多数上涨

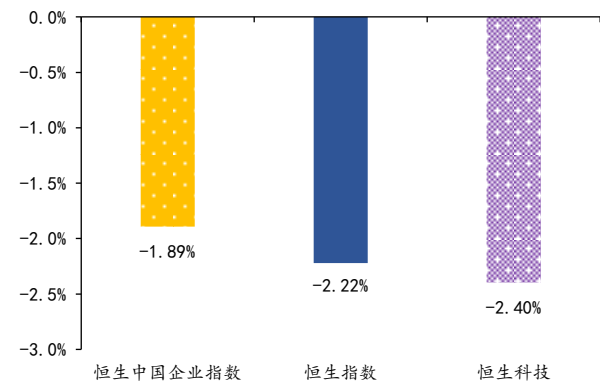


来源: Wind, 国金证券研究所

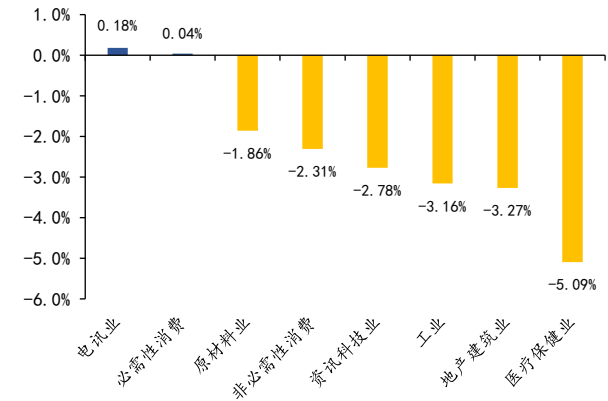
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌2.40%、2.22%和1.89%。行业方面, 恒生行业普遍下跌, 医疗保健业、地产建筑业、工业、资讯科技业、非必需性消费和原材料业分别下跌5.09%、3.27%、3.16%、2.78%、2.31%和1.86%; 仅电讯业和必需性消费上涨0.18%和0.04%。

图表65: 当周, 恒生指数全线下跌



图表66: 当周, 恒生行业多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

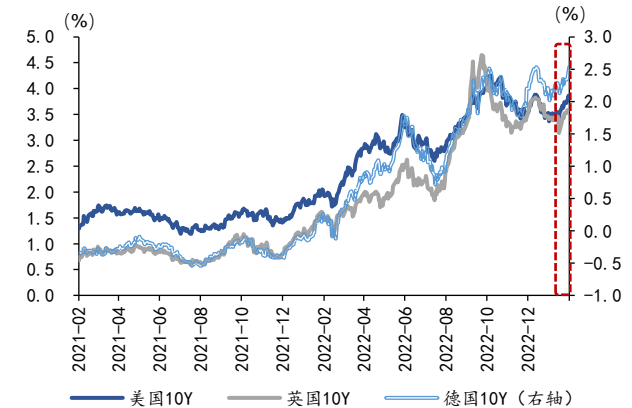
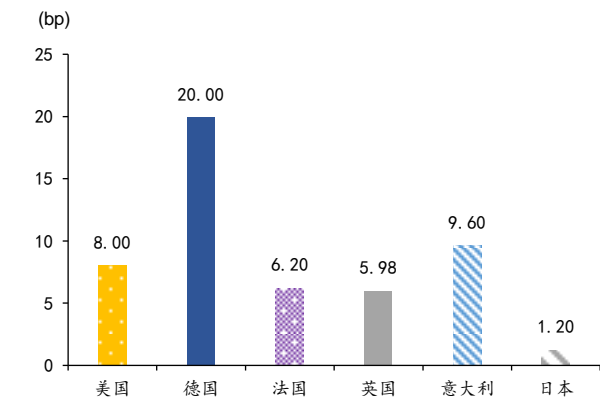
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率悉数上行

发达国家10年期国债收益率悉数上行。其中,美国10Y国债收益率上行8.00bp至3.82%,德国10Y国债收益率上行20.00bp至2.53%,英国10Y国债收益率上行5.98bp至3.58%。法国、日本和意大利10Y国债收益率分别上行6.20bp、1.20bp和9.60bp。

图表67: 当周, 主要发达国家10Y国债收益率全部上行

图表68: 当周, 美德英10Y利率上行



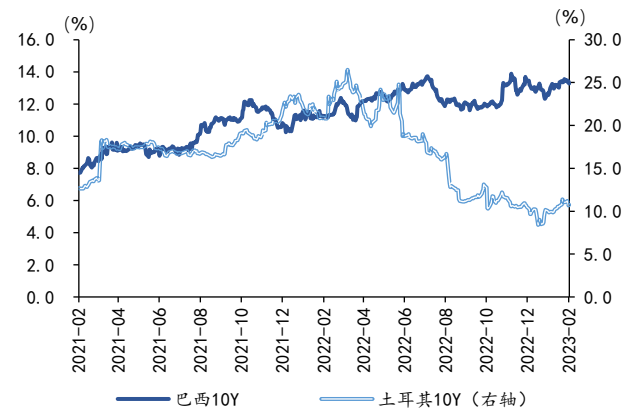
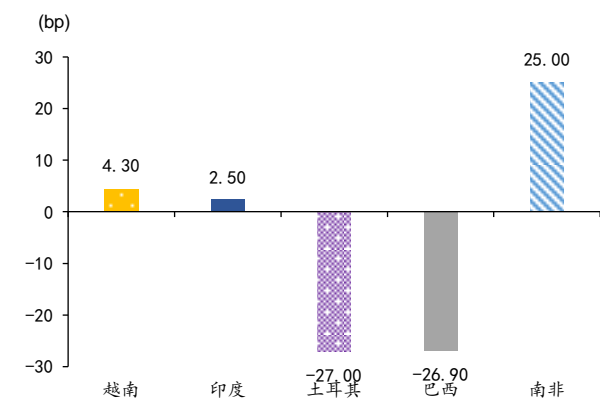
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场10年期国债收益率涨跌分化。土耳其10Y国债收益率下行27.00bp至10.76%,巴西10Y国债收益率下行26.90bp至13.27%。南非、越南和印度10Y国债收益率分别上行25.00bp、4.30bp和2.50bp。

图表69: 当周, 主要新兴国家10Y国债收益率涨跌分化

图表70: 当周, 巴西10Y国债收益率下行



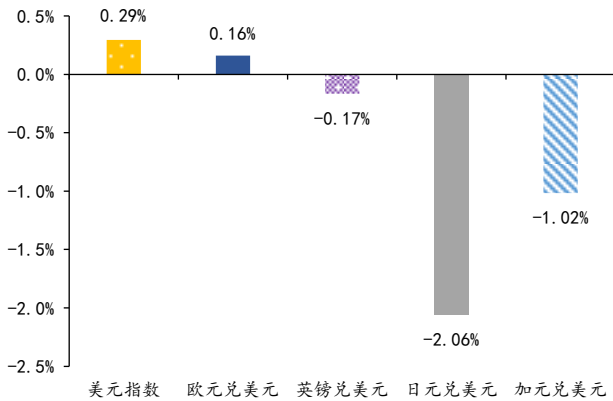
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 美元兑人民币升值

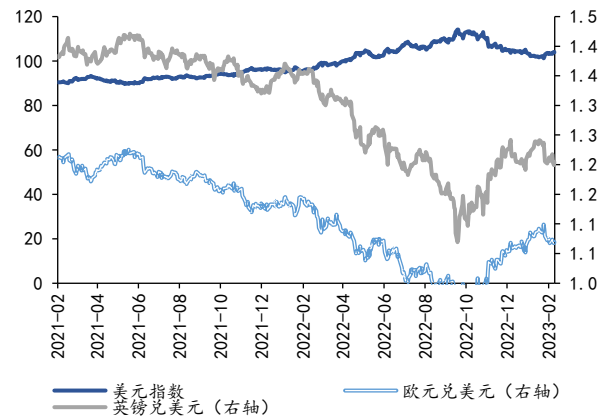
美元指数走强, 发达国家货币兑美元多数升值。欧元兑美元升值 0.16%; 日元、挪威克朗、加元和英镑兑美元分别贬值 2.06%、1.33%、1.02%和 0.17%。主要新兴市场兑美元汇率涨跌分化, 韩元和菲律宾比索兑美元分别贬值 2.10%和 1.36%; 雷亚尔、印尼卢比和土耳其里拉兑美元分别升值 0.92%、0.14%和 0.03%。

图表71: 当周, 美元指数上涨



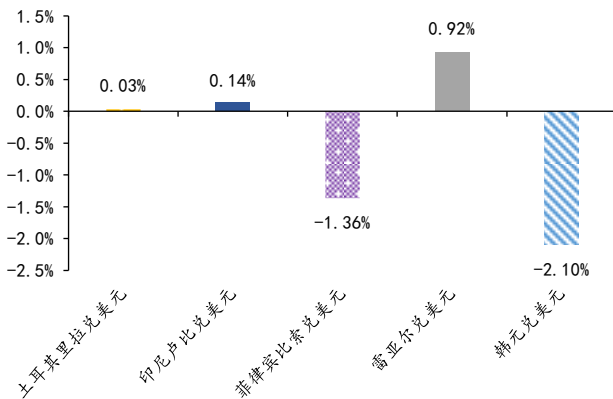
来源: Wind, 国金证券研究所

图表72: 欧元兑美元升值、英镑兑美元贬值



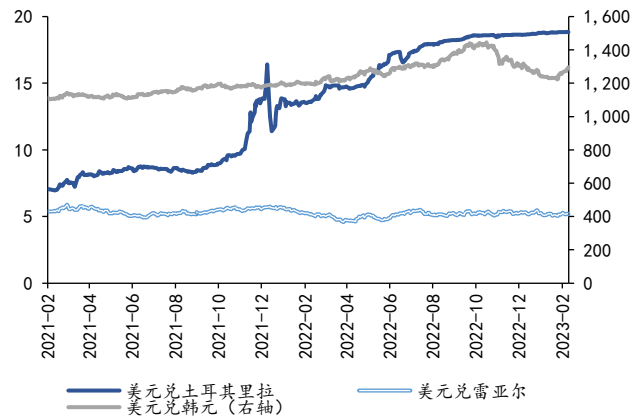
来源: Wind, 国金证券研究所

图表73: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

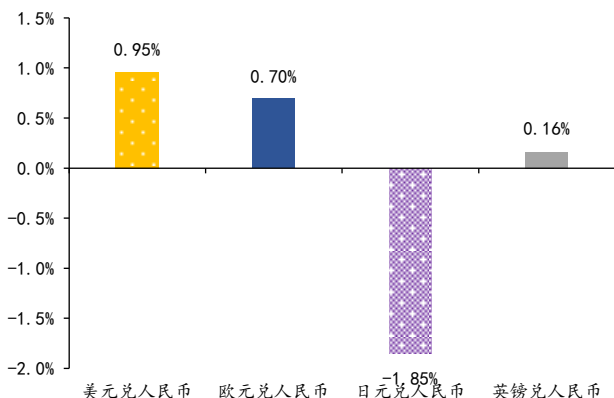
图表74: 土耳其里拉、雷亚尔兑美元升值, 韩元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

美元兑人民币升值 0.95%。欧元和英镑兑人民币分别升值 0.70%和 0.16%，日元兑人民币贬值 1.85%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上涨 647bp 至 6.8701，美元兑离岸人民币汇率上涨 509bp 至 6.8743。

图表75: 当周, 主要发达国家兑人民币多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表76: 当周, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油价格大跌、有色和贵金属价格普遍下跌

大宗商品价格多数下跌, 原油价格下跌。本周, 原油、贵金属和有色价格普遍下跌。有色类别中, 下跌幅度最大的是 LME 镍、LME 铝和 LME 锌, 分别下跌 7.99%、3.77%和 3.04%; 原油类别中, WTI 原油和布伦特原油价格分别下跌 4.24%和 3.92%。

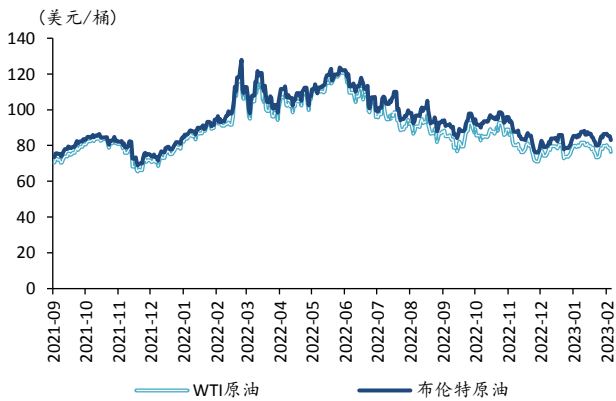
图表77: 当周, 大宗商品价格多数下跌

类别	品种	2023-02-17	2023-02-10	2023-02-03	2023-01-27	2023-01-20
原油	WTI原油	-4.24%	8.63%	-7.89%	-2.40%	2.23%
	布伦特原油	-3.92%	8.07%	-7.75%	-1.11%	2.76%
贵金属	COMEX黄金	-0.89%	-0.38%	-3.27%	0.03%	0.51%
	COMEX银	-1.23%	-1.68%	-6.48%	-1.42%	1.10%
有色	LME铜	-0.25%	-1.52%	-3.12%	1.27%	1.27%
	LME铝	-3.77%	-4.94%	-1.67%	0.92%	2.71%
	LME镍	-7.99%	-4.59%	-0.37%	2.43%	5.30%
	LME锌	-3.04%	-6.96%	-4.58%	1.75%	4.39%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	-9.81%	0.00%	7.74%	0.00%	-4.14%
	沥青	-0.52%	0.31%	0.92%	0.00%	3.02%
	铁矿石	2.68%	0.79%	0.17%	0.00%	-1.50%
	螺纹钢	5.19%	0.28%	-3.27%	0.00%	-5.80%
农产品	生猪	6.26%	2.24%	-7.77%	0.00%	19.09%
	棉花	-1.80%	-3.96%	0.94%	0.00%	3.12%
	豆粕	-0.85%	-0.77%	0.85%	0.00%	-3.26%
	豆油	4.03%	0.77%	-2.89%	0.00%	4.94%

来源: Wind, 国金证券研究所

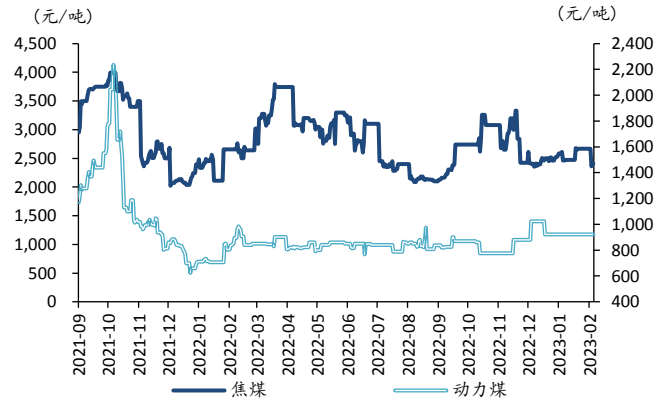
原油价格下跌, 黑色金属多数上涨。WTI 原油价格下跌 4.24%至 76.34 美元/桶、布伦特原油价格下跌 3.92%至 83.00 美元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格下跌 9.81%至 2405 元/吨; 沥青价格下跌 0.52%至 3852 元/吨、螺纹钢和铁矿石价格分别上涨 5.19%和 2.68%至 4176 元/吨和 919 元/吨。

图表78: 当周, WTI原油、布伦特原油价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

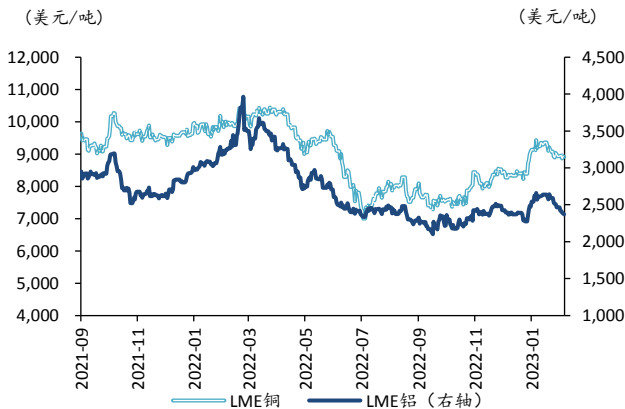
图表79: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

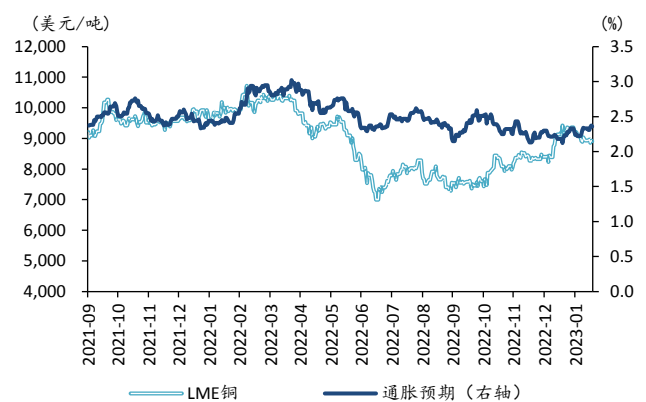
有色金属和贵金属价格普遍下跌。LME 铜、LME 铝分别下跌 0.25%和 3.77%至 8910 美元/吨和 2372 美元/吨;通胀预期从前值的 2.33%回升至 2.36%。COMEX 黄金下跌 0.89%至 1842.20 美元/盎司, COMEX 银下跌 1.23%至 21.72 美元/盎司; 10Y 美债实际收益率从前值的 1.41%上行至 1.46%。

图表80: 当周, 铜铝价格均下跌



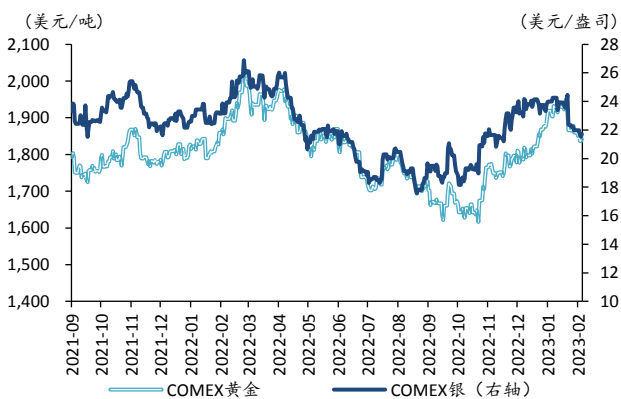
来源: Wind, 国金证券研究所

图表81: 当周, 通胀预期回升



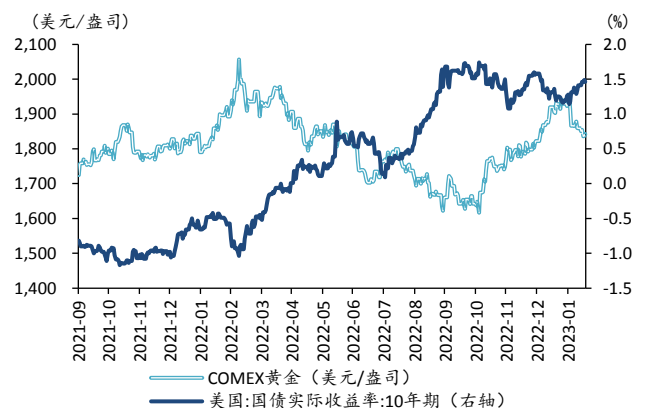
来源: Wind, 国金证券研究所

图表82: 当周, 黄金和白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表83: 当周, 10Y 美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明:

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402