

等待充分预期的衰退

——海外经济特征与展望

宏观首席分析师：孙付

SAC NO: S1120520050004

2023年5月8日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

● 美国经济增长特征及展望：

- 1) 当前，美国经济仍体现一定韧劲，内外需均保持扩张，服务业强于制造业，房地产销售有所企稳，库存逐步被消化。
- 2) 美国经济的三大突出特征：相当充分的就业、仍处于高位的通胀、高利率下中小银行暴露脆弱性。
- 3) 考虑加息的累积效应和对经济的滞后影响，美联储及市场普遍预期2023年三季度或四季度经济出现衰退。

● 美国通胀有望进一步回落：

- 1) 货币增速（M2）持续大幅度回落，且已为负，通胀的流动性基础转弱；
- 2) 大宗商品价格回落减弱成本压力。

● 美联储策略：停止加息观察经济变化，保持鹰派声调。

● 资产价格展望：

美债：10年期美债收益率或将向3%靠拢。

美股：美股或将回暖，其中纳指弹性可能更高。

美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。

黄金：美国实际利率回落以及美元走弱，黄金有望走强。

● 风险提示：疫情出现反复、宏观经济出现超预期波动。



01 经济基本面分析

海外经济分析：美国经济增长特征

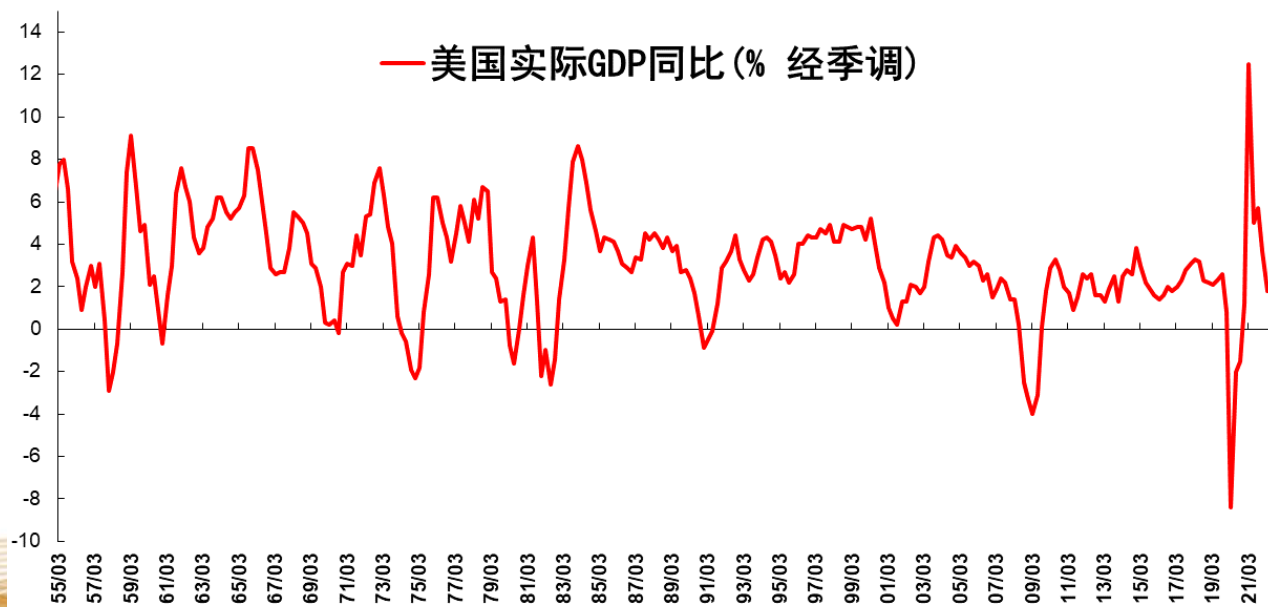
指标	各分项贡献率 (%)											
	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6	2022/3	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12	2020/9	2020/6
实际GDP(年化环比: %)	1.1	2.6	3.2	-0.6	-1.6	7.0	2.7	7.0	6.3	3.9	35.3	-29.9
国内需求	0.95	2.14	0.39	-1.74	1.49	7.12	3.74	7.60	7.34	5.59	38.06	-31.15
个人消费	2.5	0.7	1.5	1.4	0.9	2.1	2.0	7.8	7.0	2.5	26.3	-23.1
耐用消费品	1.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.6	0.4	-2.2	0.9	3.2	0.1	6.2	0.1
非耐用消费品	0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.7	0.1	0.3	1.7	2.1	0.0	4.6	-2.2
服务	1.0	0.7	1.6	2.0	0.9	1.6	3.9	5.2	1.7	2.5	15.5	-21.0
国内私人投资	-2.34	0.79	-1.8	-2.83	0.98	5.14	1.78	0.3	-0.82	3.07	12.69	-9.65
非住宅投资	0.1	0.52	0.8	0.01	0.98	0.17	0.1	1.29	1.18	1.46	2.91	-4.12
住宅投资	-0.17	-1.2	-1.42	-0.93	-0.15	-0.05	-0.29	-0.24	0.52	1.3	2.21	-1.18
库存变动	-2.26	1.47	-1.19	-1.91	0.15	5.01	1.96	-0.75	-2.52	0.3	7.57	-4.35
政府支出	0.81	0.65	0.65	-0.29	-0.40	-0.16	-0.02	-0.54	1.18	-0.01	-0.97	1.57
净出口	0.11	0.42	2.86	1.16	-3.13	-0.16	-1.08	-0.60	-1.03	-1.68	-2.74	1.29
出口	0.54	-0.44	1.65	1.51	-0.53	2.37	-0.13	0.51	0.03	2.20	4.98	-8.66
进口	-0.43	0.86	1.21	-0.35	-2.60	-2.53	-0.95	-1.11	-1.06	-3.88	-7.72	9.95

截至2023年一季度，美国经济仍体现较强韧劲，内外需均保持扩张，服务业强于制造业，房地产销售有所企稳，库存逐步被消化。

十次持续加息的累积和滞后效应将对经济产生抑制作用。至于美国经济是否衰退，及何时衰退，尚待观察。

“软着陆”情景：通胀水平逐步回落，2023年底至3.5%附近，2024年底至2.5%附近，失业率有所回升，但在4%附近。

“阶段性衰退”情景：2023年三季度或四季度，GDP同比、环比均呈现负增速。



海外经济分析：美国经济预测指标

2023年一季度美国GDP同比1.6%，美联储预测全年增速0.4%。这预示着2023年三季度或四季度经济可能会出现阶段性衰退。

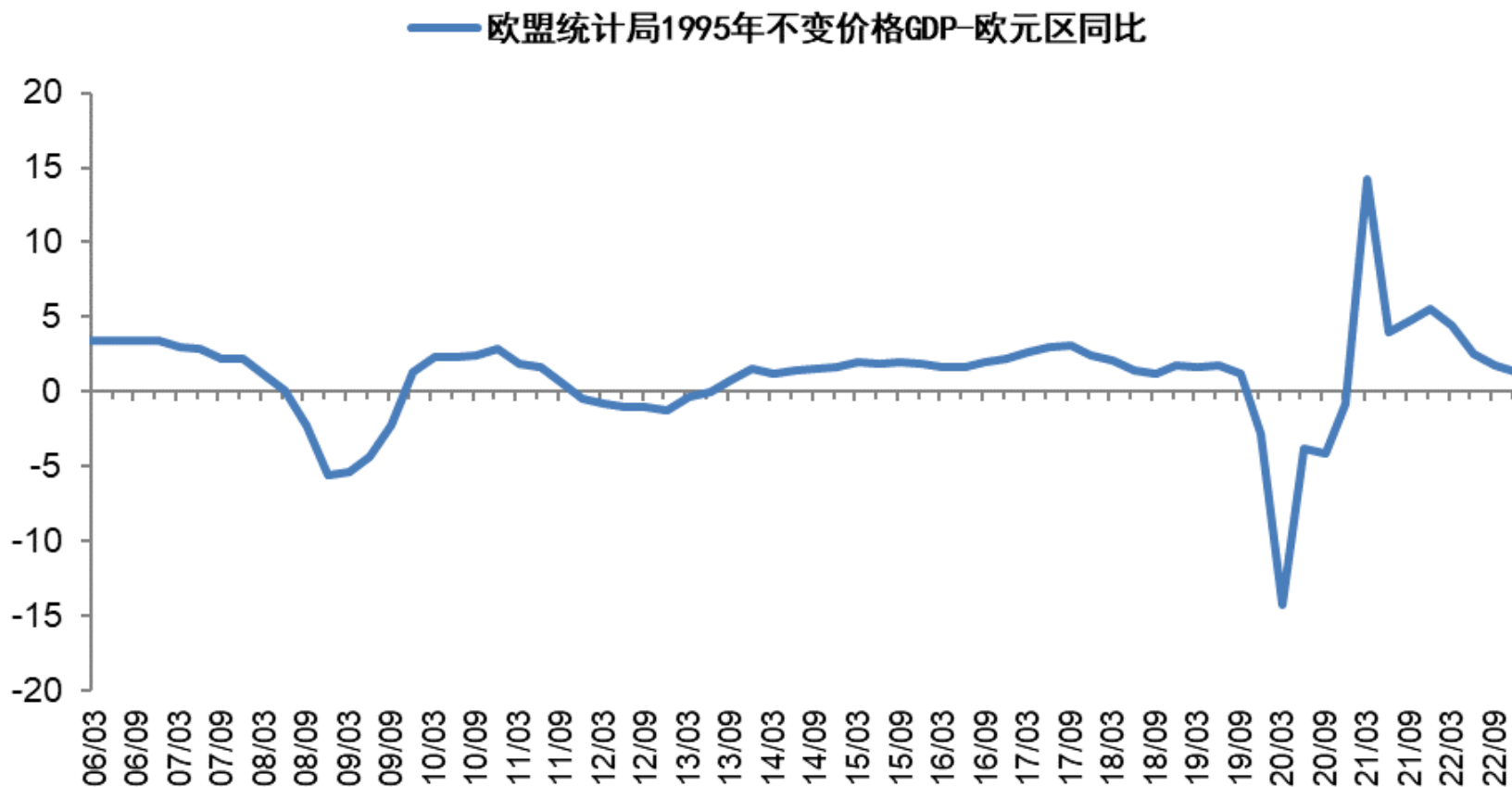
美联储经济预测表(2023,3)

		2023年	2024年	2025年	长期
GDP	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
	2022年12月预期	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
失业率	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%	4.0%
	2022年12月预期	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
PCE通胀	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%
	2022年12月预期	3.1%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%	
	2022年12月预期	3.5%	2.5%	2.1%	

资料来源：美联储网站，华西证券研究所

海外经济分析：欧洲经济虽弱但未衰

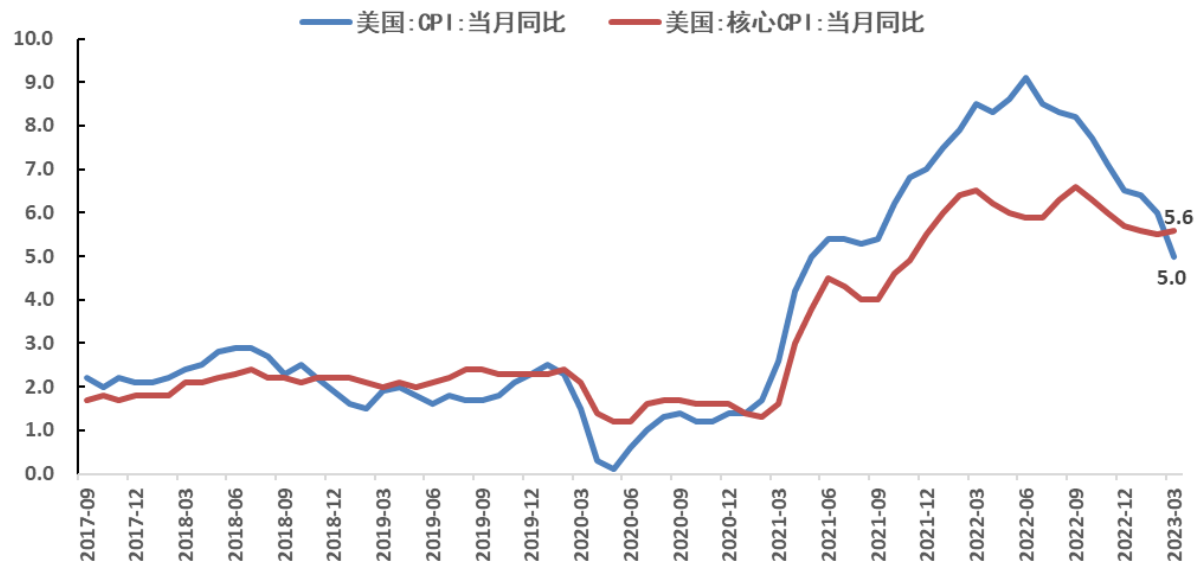
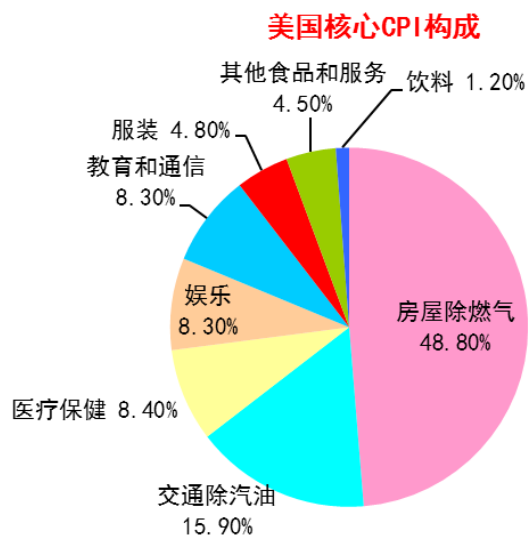
截至2023年一季度，欧元区经济增速放缓至1.3%，尚未出现市场担心的衰退。



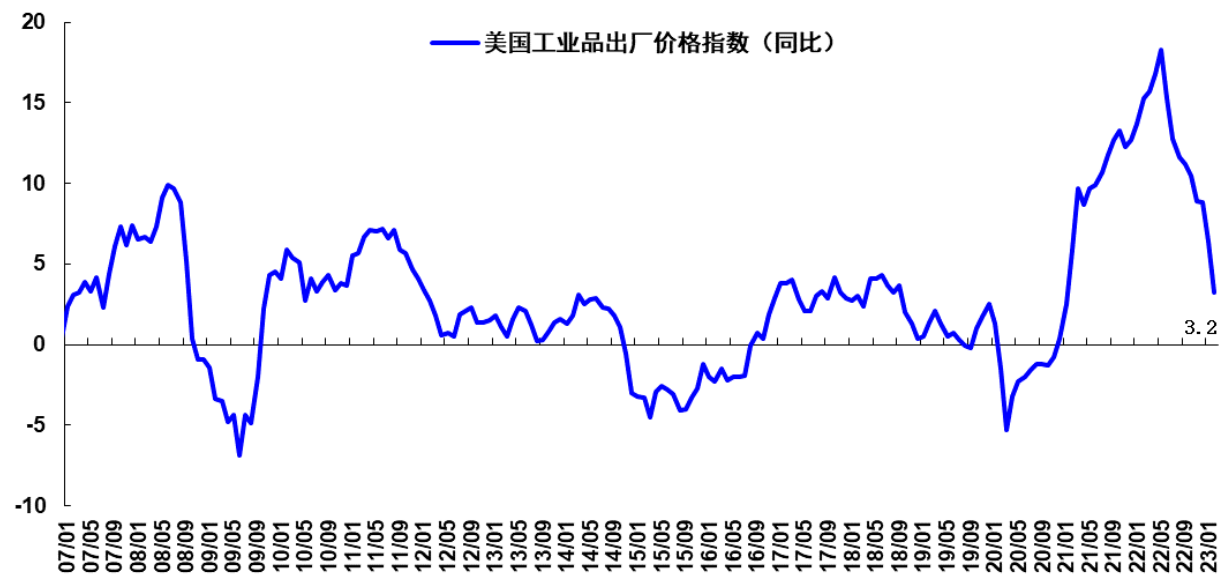
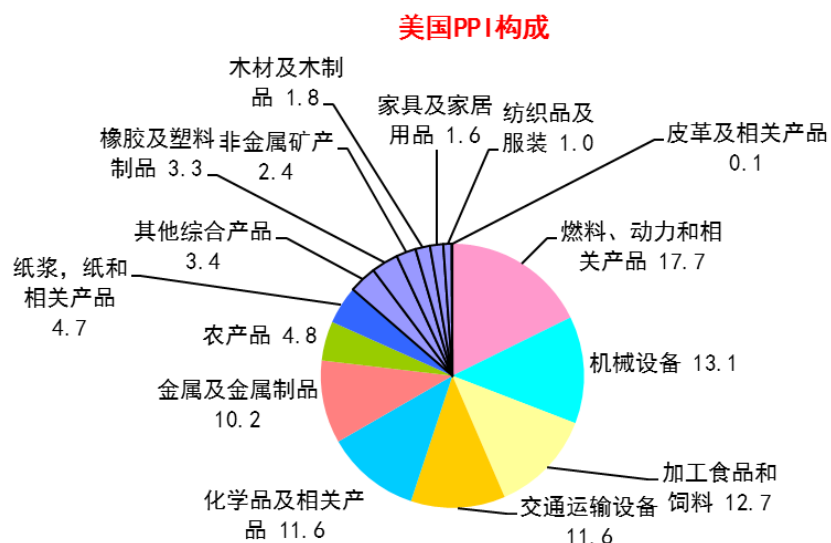
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国通胀形势

2023年3月美国CPI为5%，继续回落；核心CPI为5.6%，回落较慢；PPI为3.2%，显著回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



海外经济分析：美国通胀与工资关系

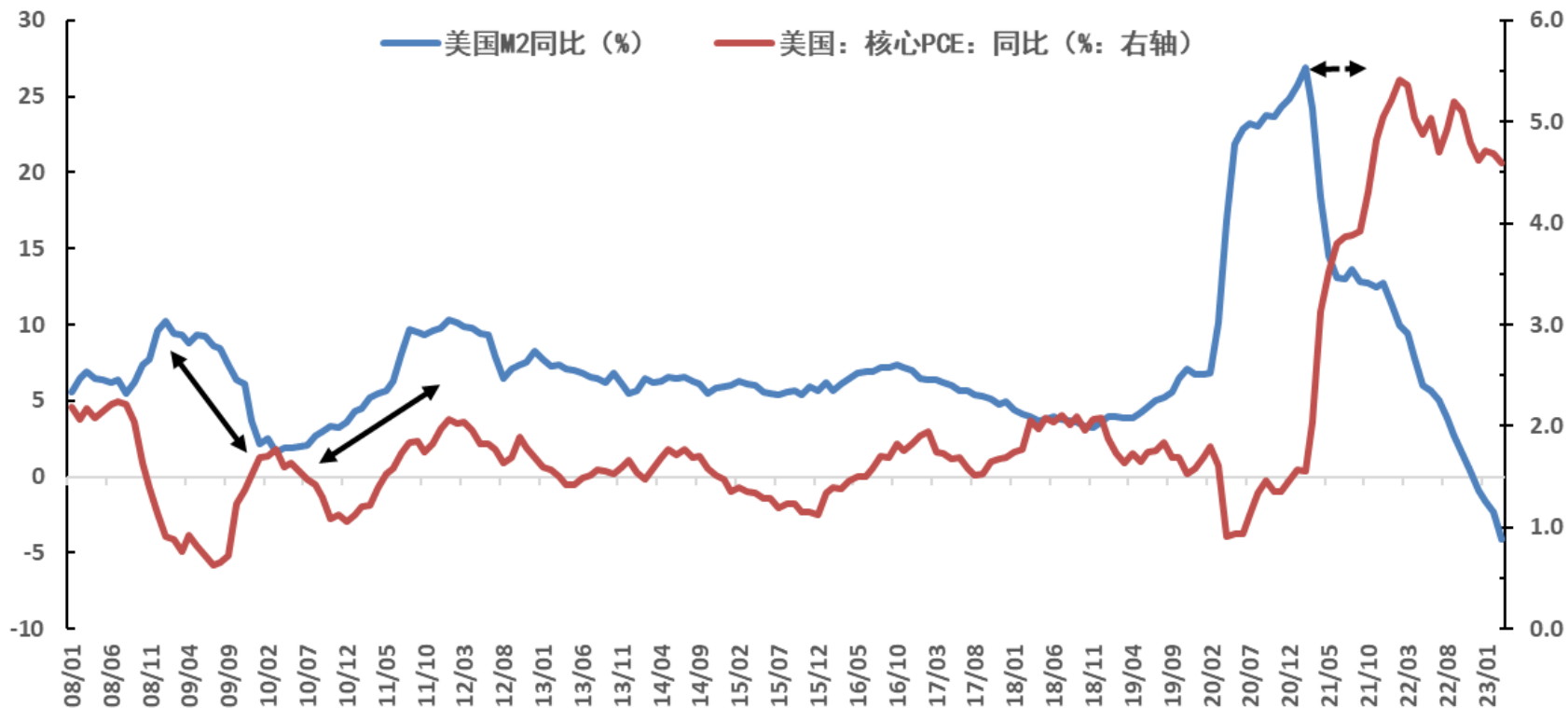


加息抑制需求，
改变劳动力紧俏
局面，降低工资
涨幅，为通胀降
温。

海外经济分析：美国通胀有望持续回落

美国通胀有望持续回落：

- 1) 货币增速 (M2) 持续大幅度回落，增速已为负，通胀的流动性基础转弱；
- 2) 持续加息的累积效应和高利率对经济产生抑制，工资涨幅回落缓解通胀压力；
- 3) 大宗商品价格下降带动PPI回落，从成本端缓解通胀压力。

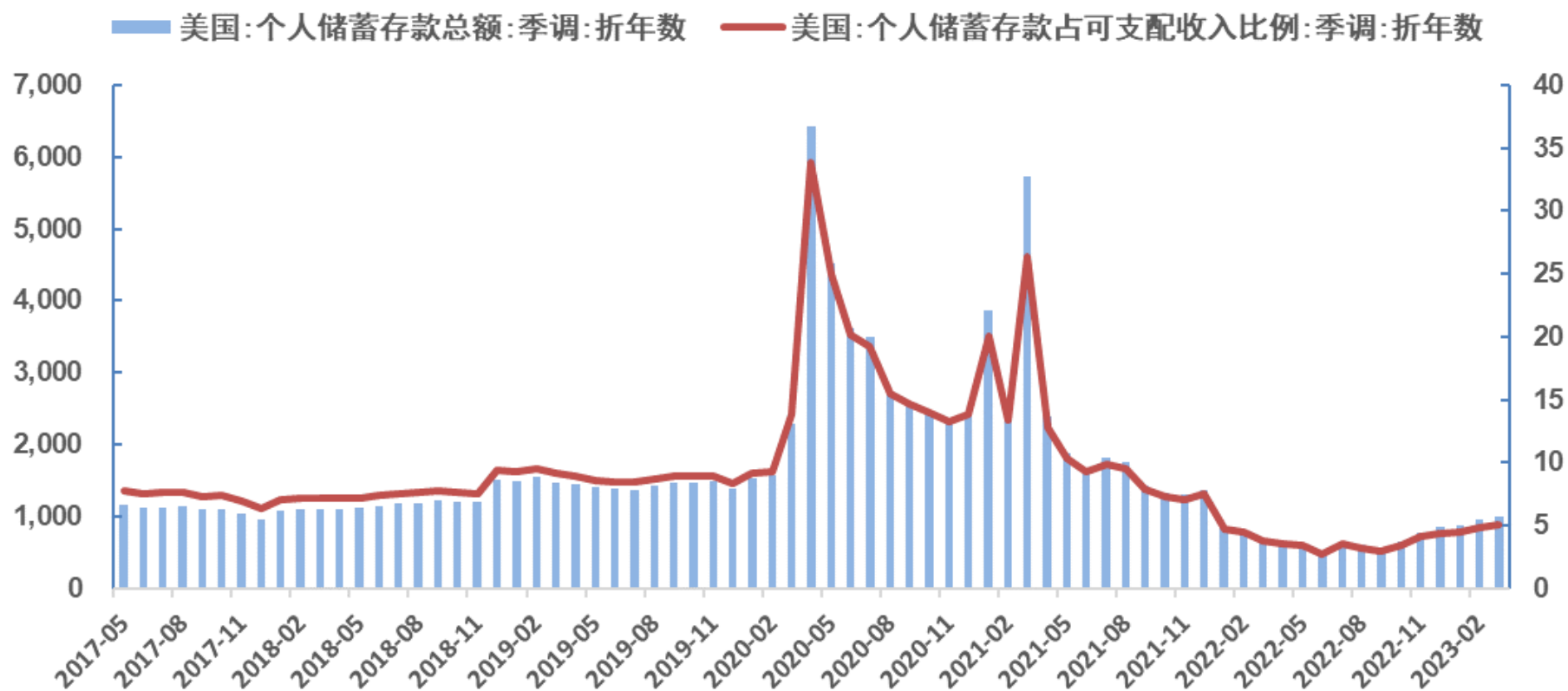


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

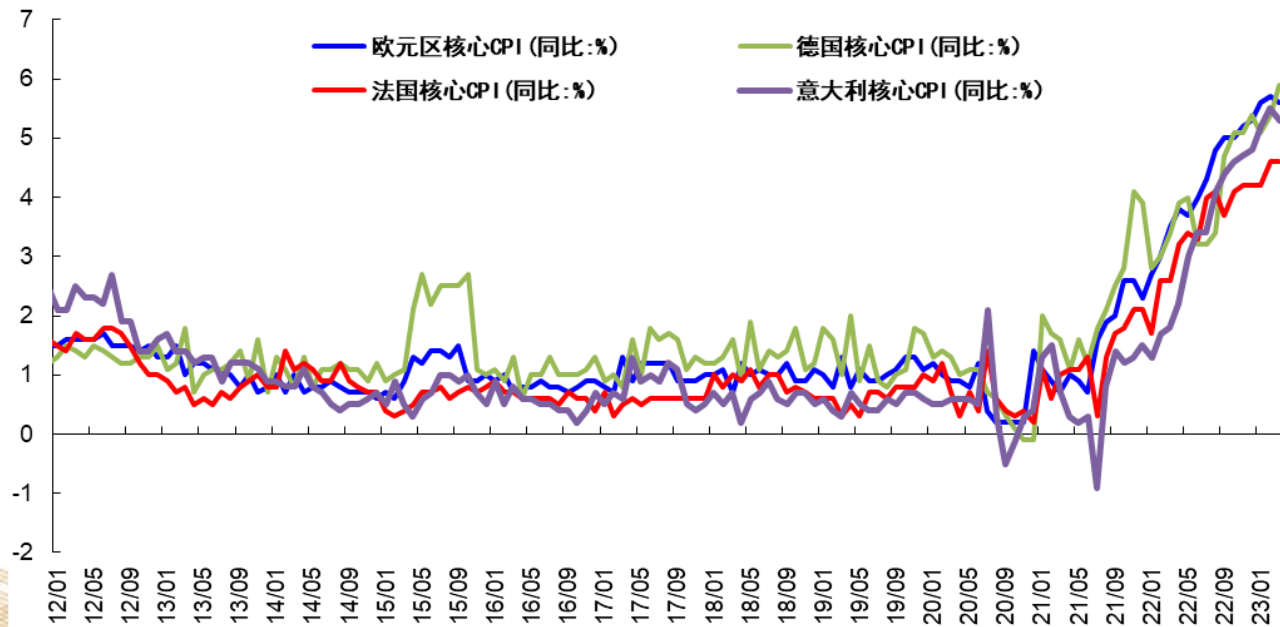
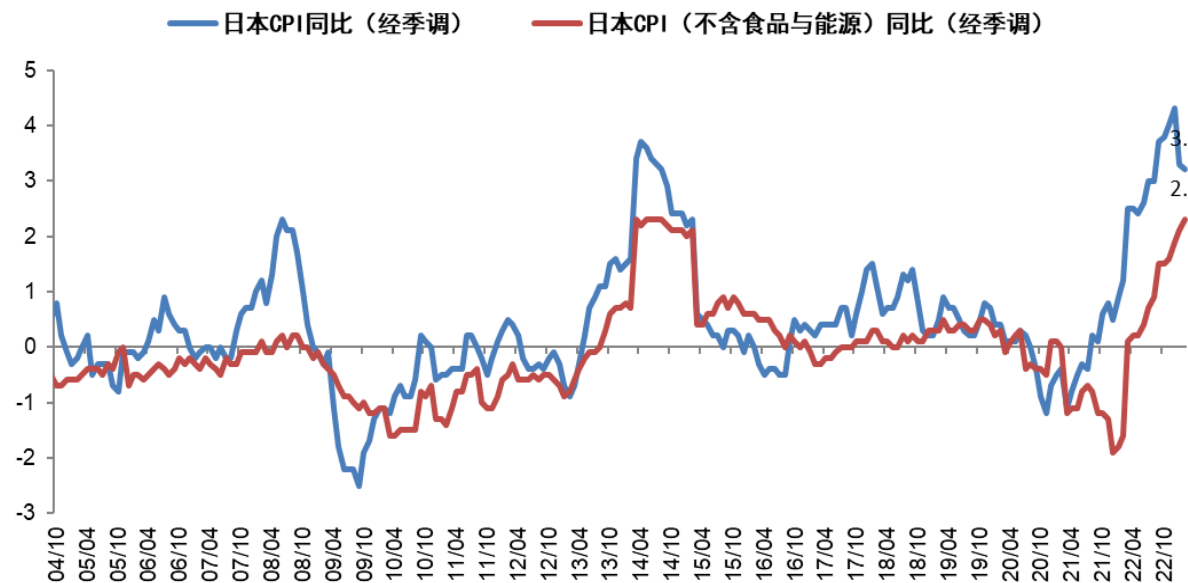
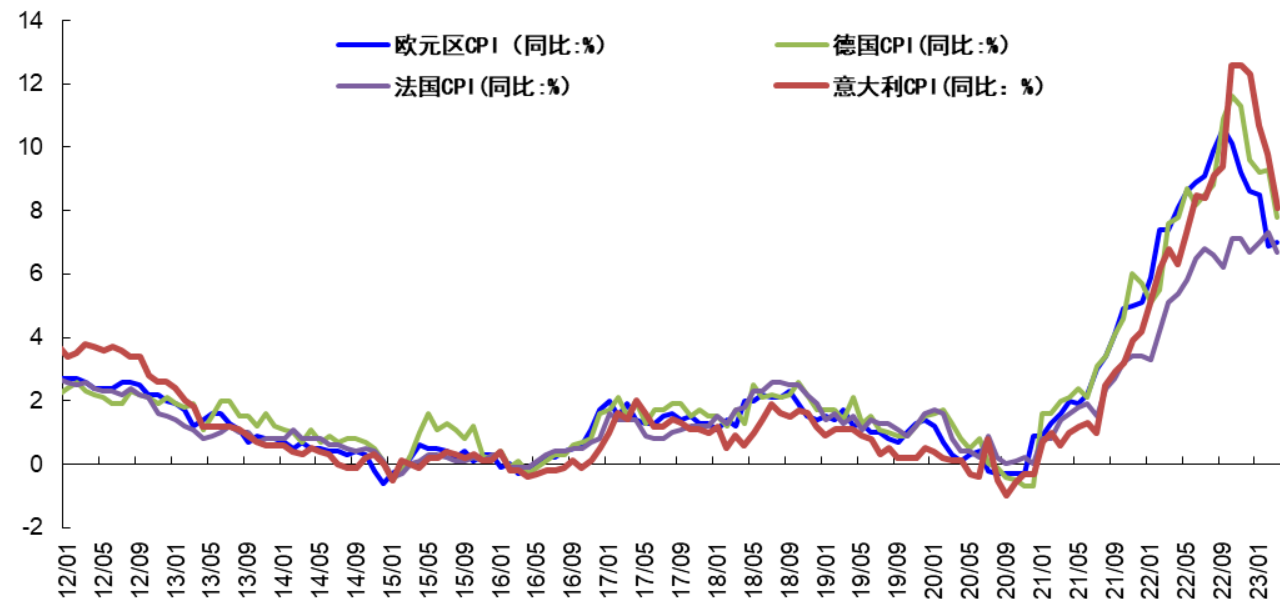
海外经济分析：美国个人储蓄变化

个人储蓄存款规模（流量）及占可支配收入显著下降，会降低货币增速。

单位：十亿美元 %



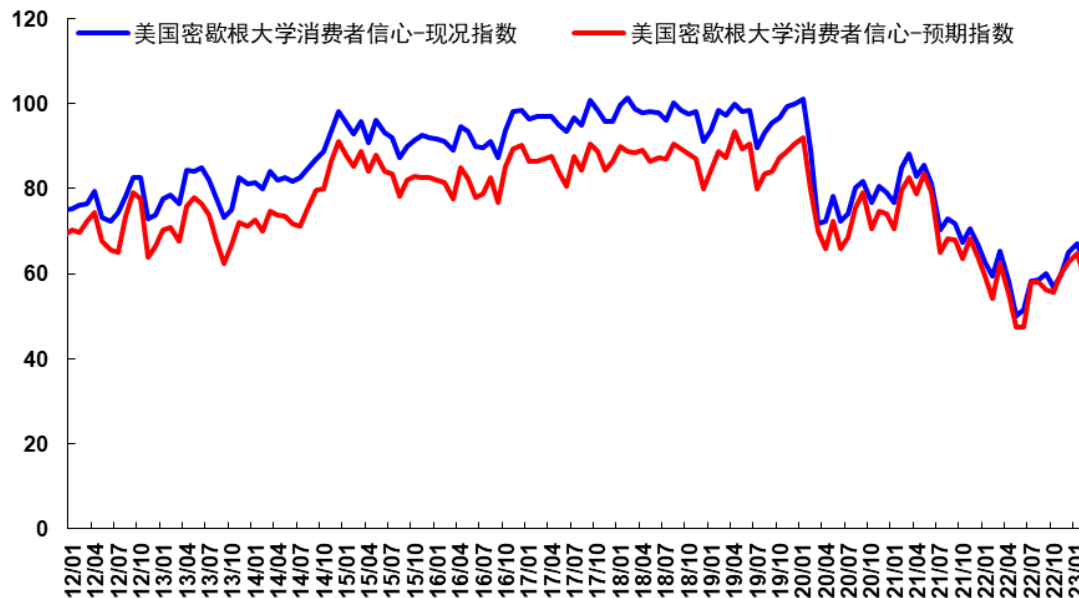
海外经济分析：欧洲通胀压力仍大



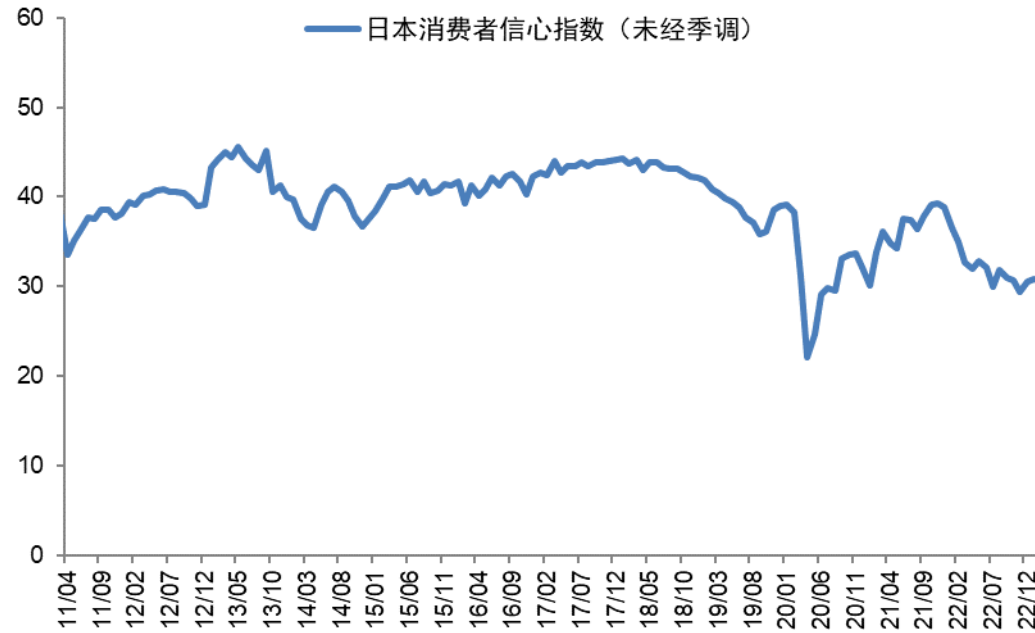
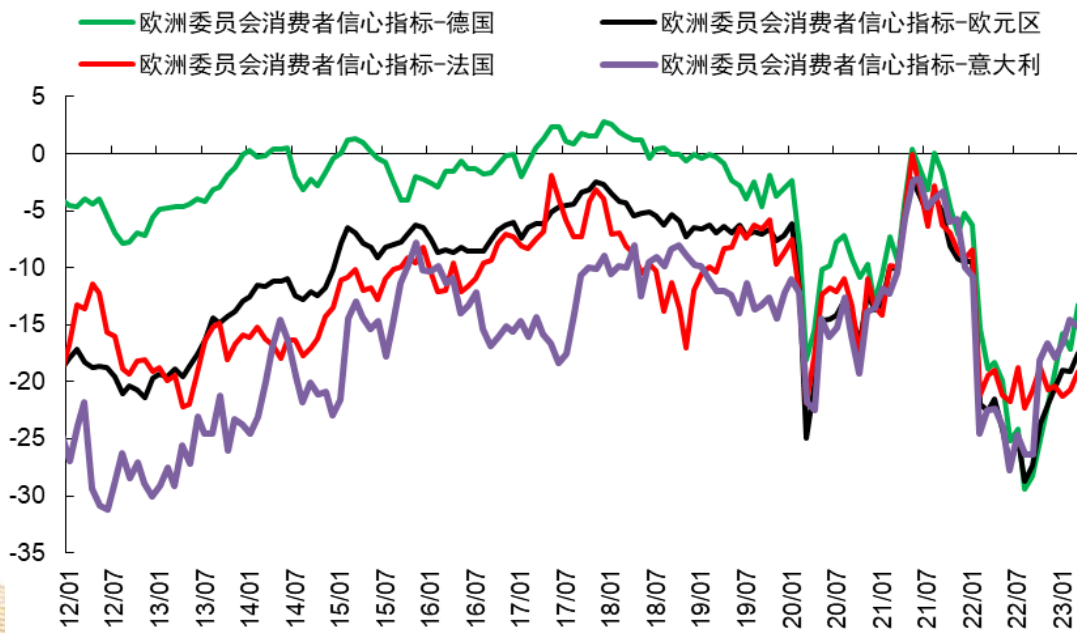
截止到2023年4月，欧元区：一般CPI有所回落；但核心CPI仍处于高位。

海外经济分析：消费者信心边际有所改善

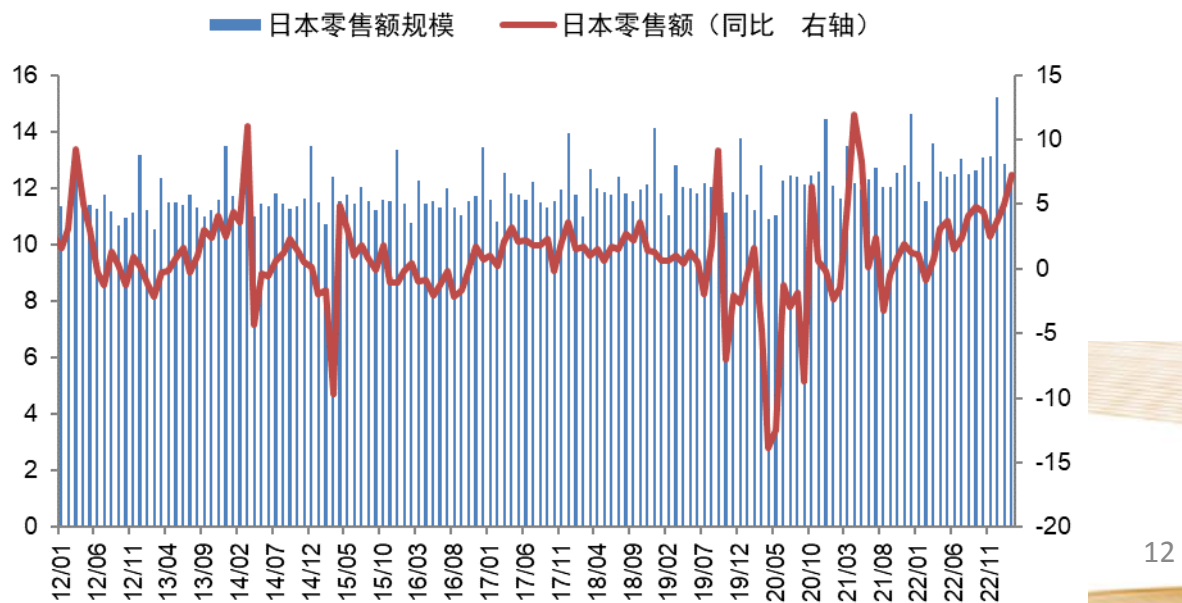
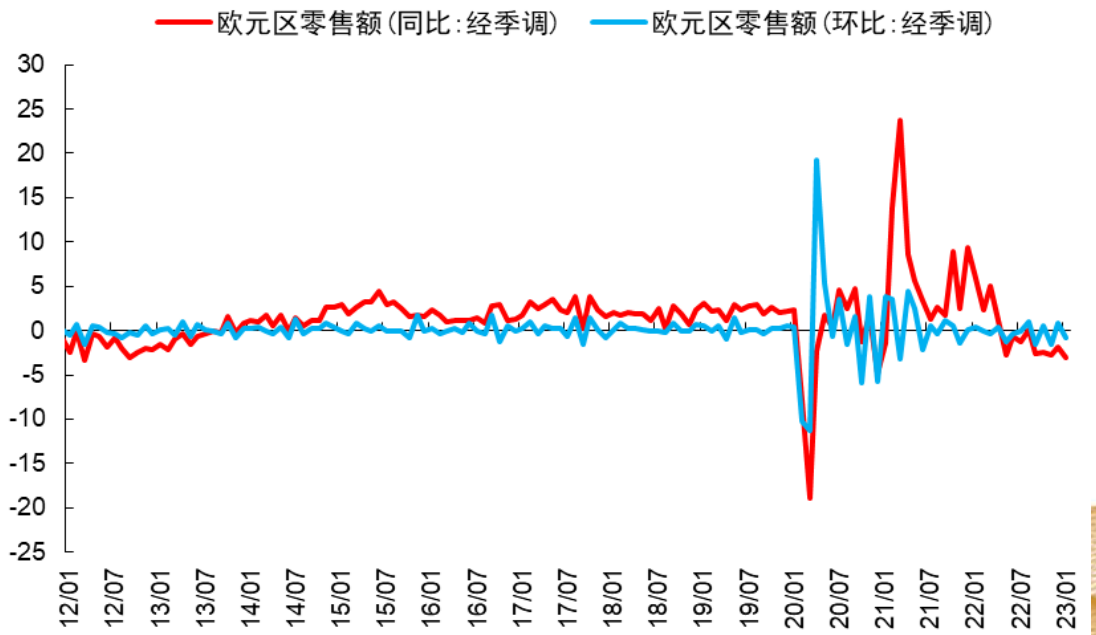
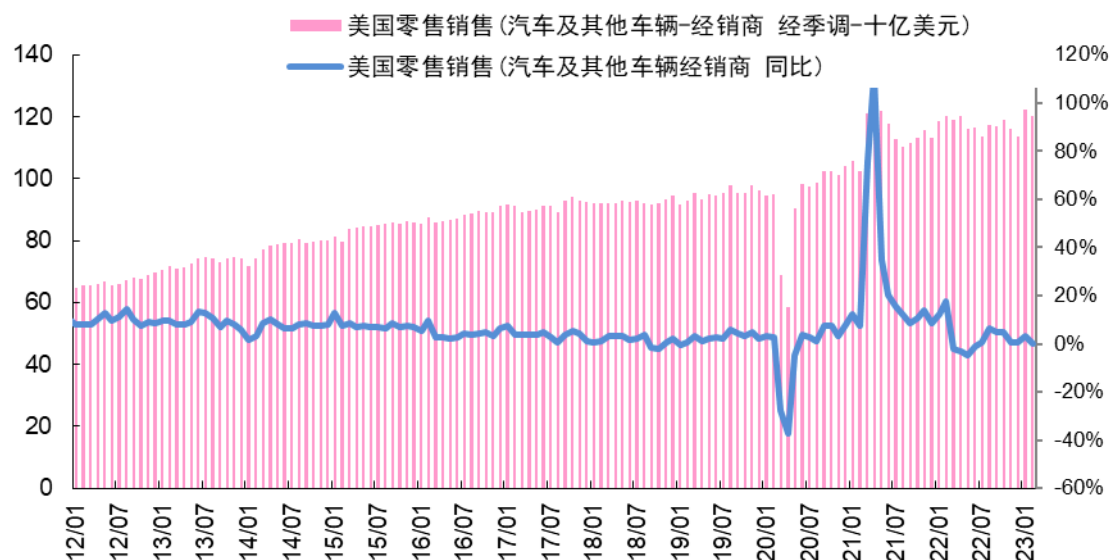
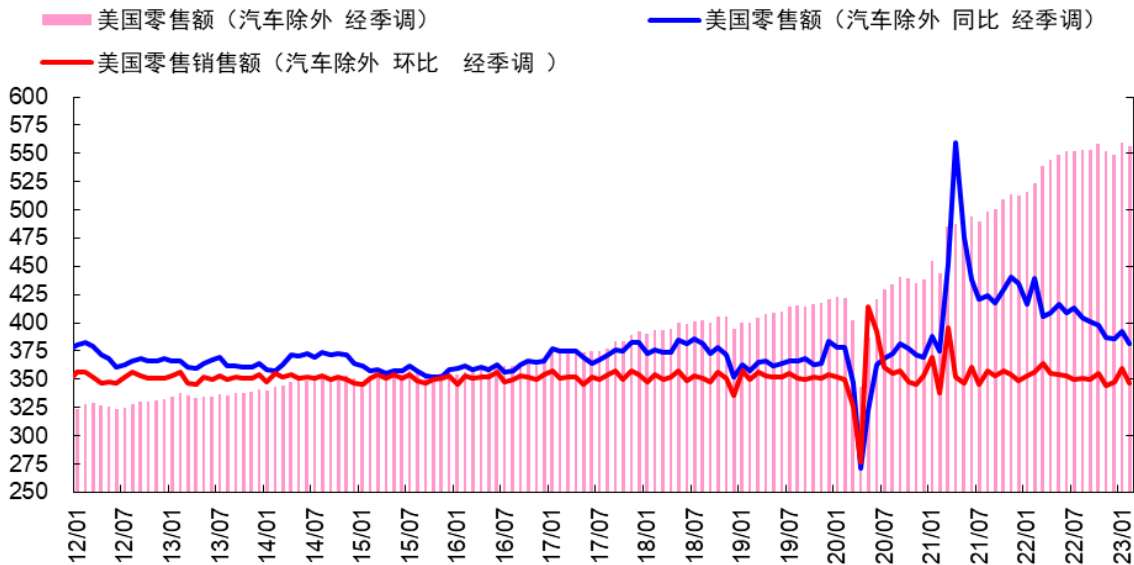
伴随通胀高位回落，消费者信心有所改善。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



海外经济分析：美国、欧元区零售消费较弱

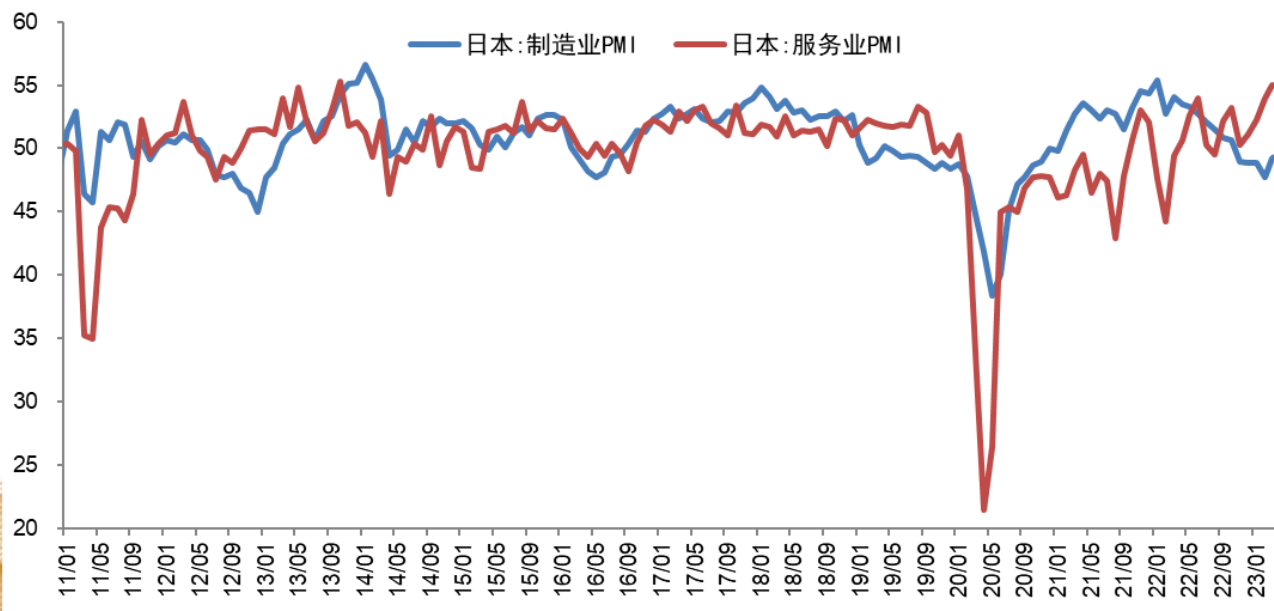
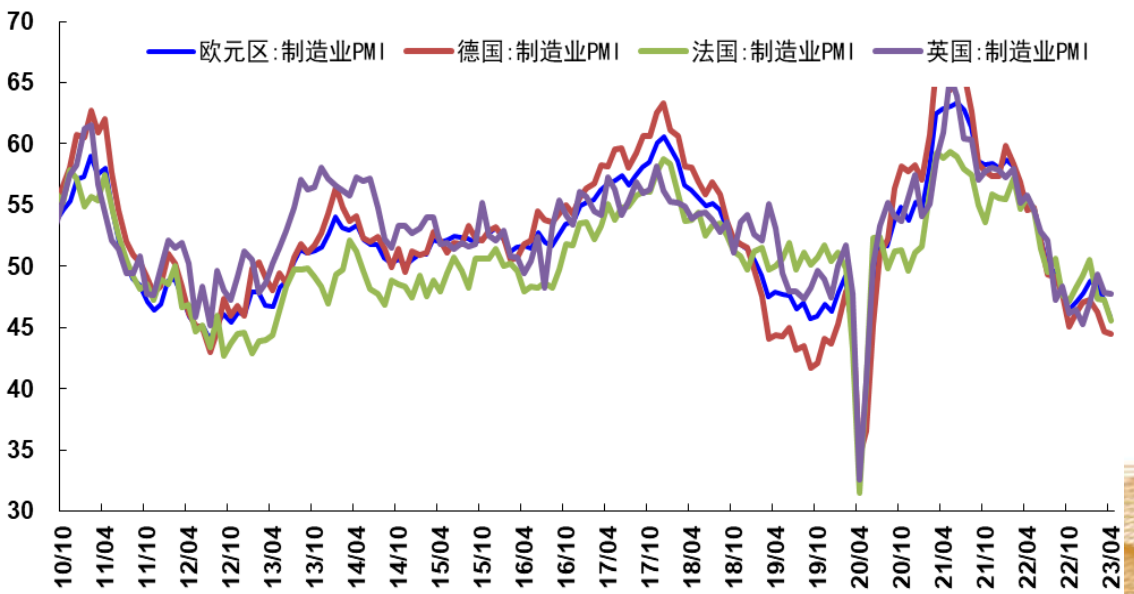
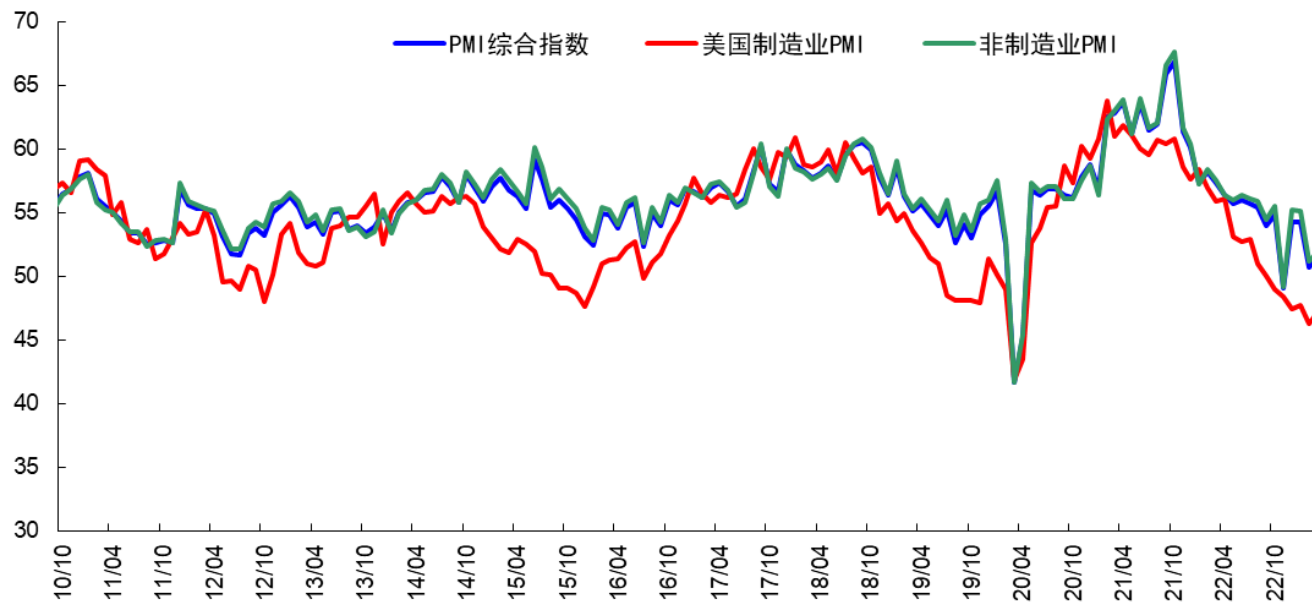


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：制造业景气处于低位、服务业较好

2022年以来，欧美日制造业景气度持续降温。

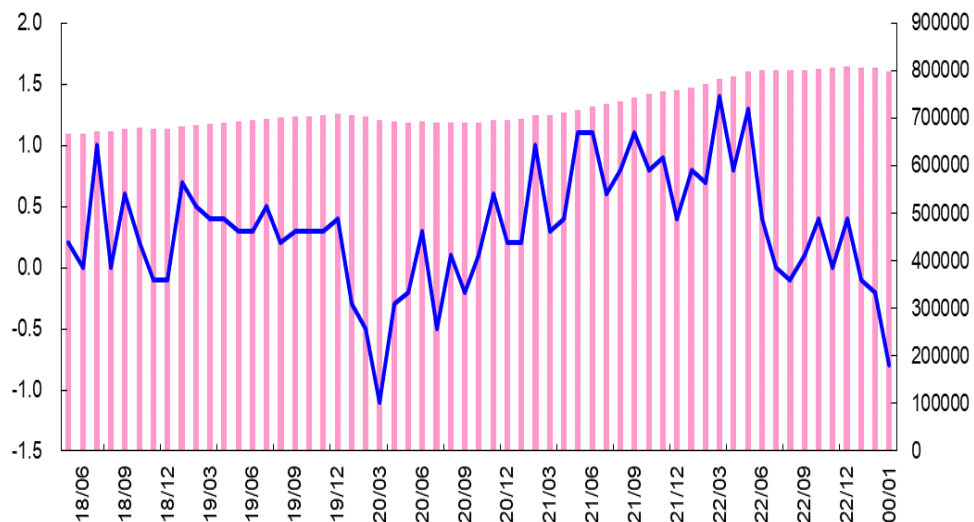
疫情管控放开后，服务业景气度相对较高。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国库存已有所去化

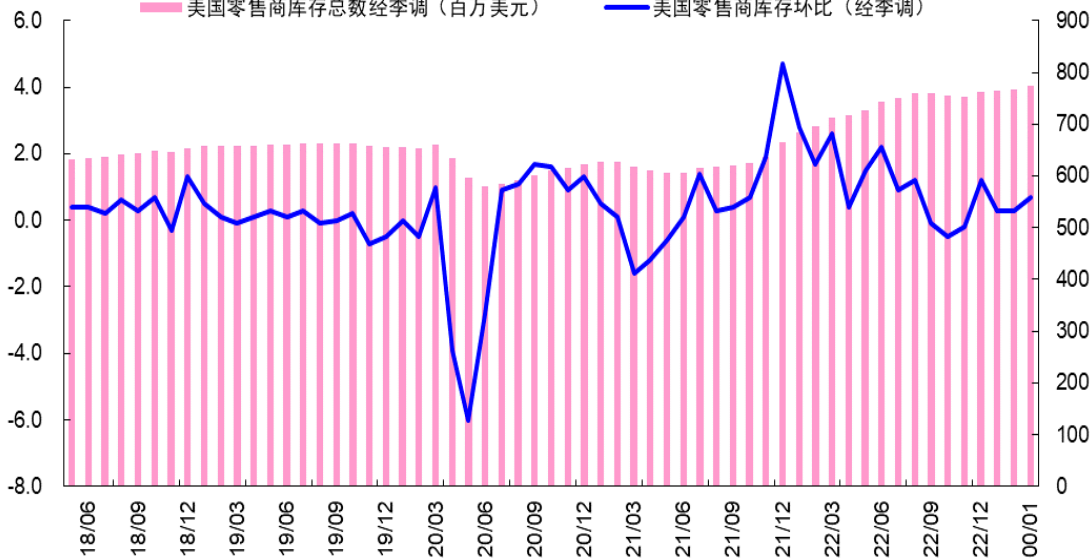
美国生产商库存总数经季调 (百万美元) 美国生产商库存环比 (经季调)



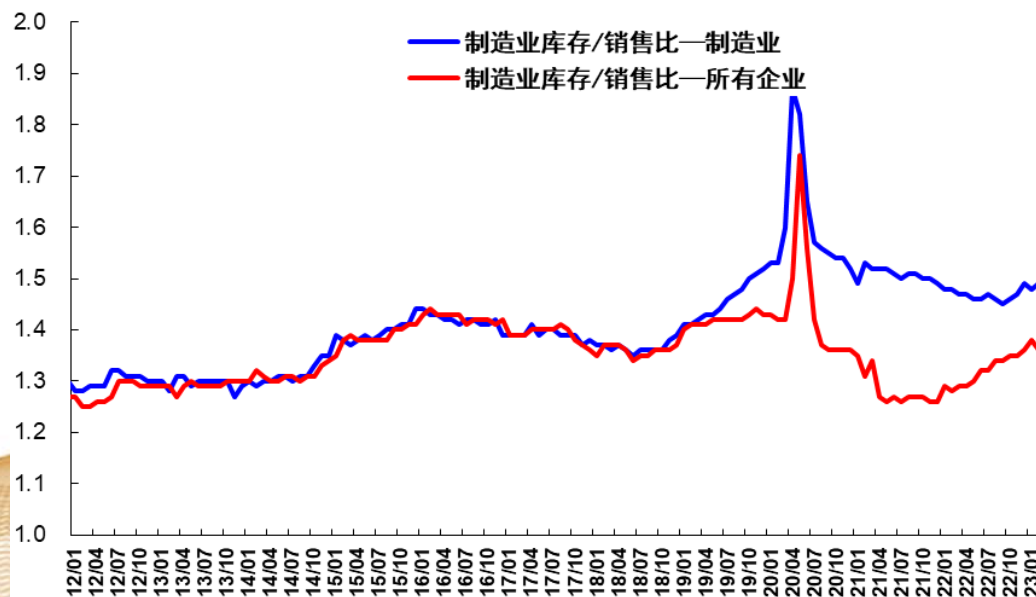
美国批发商库存总数 (百万美元 经季调) 美国商品批发库存环比 (经季调)



美国零售商库存总数经季调 (百万美元) 美国零售商库存环比 (经季调)



制造业库存/销售比—制造业
制造业库存/销售比—所有企业

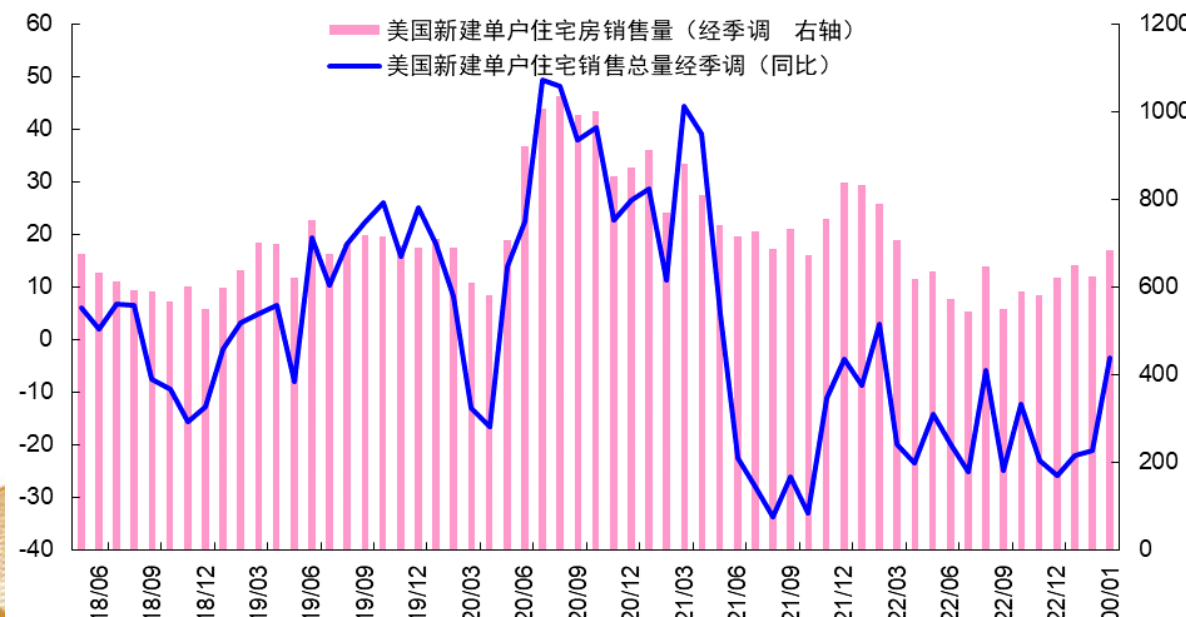
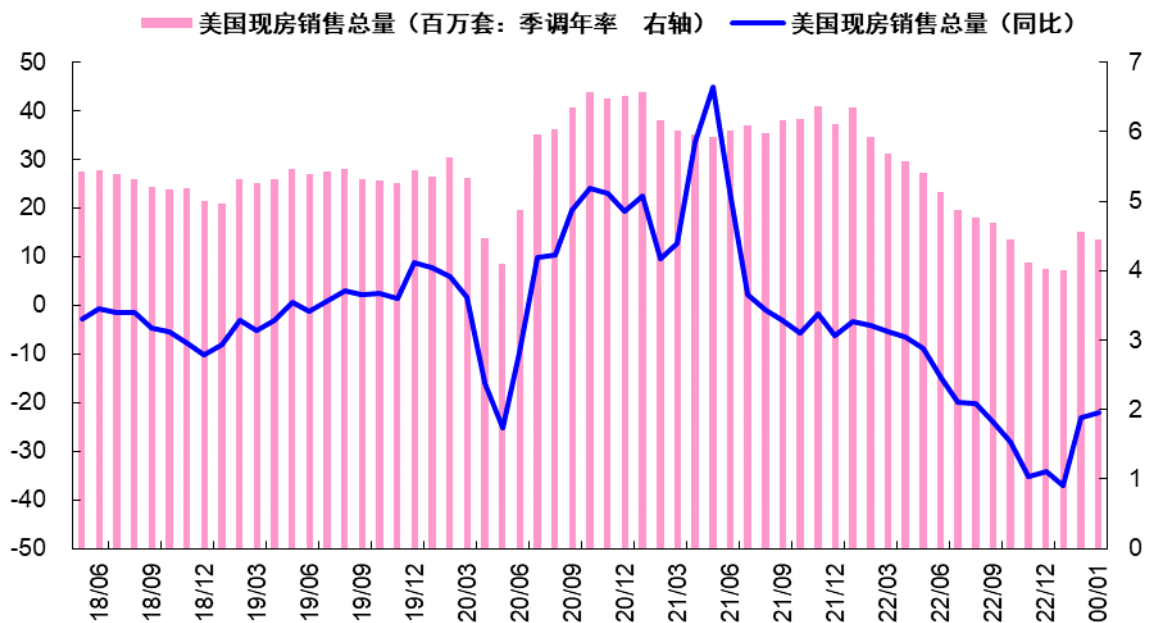
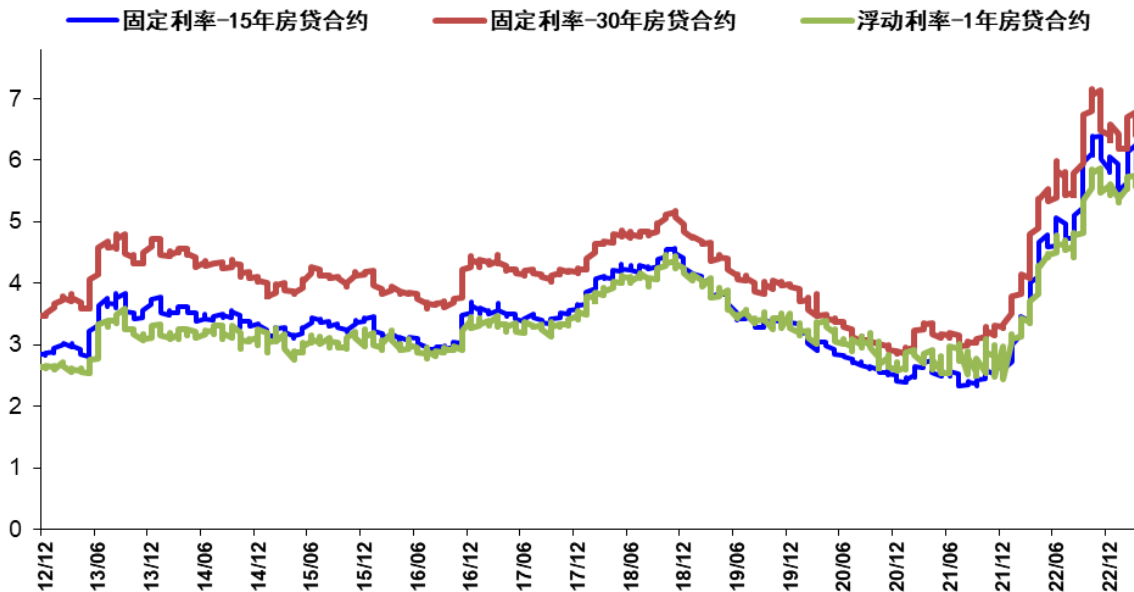


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国房地产市场

2022年，伴随财政刺激退潮，房贷利率中枢显著上移，房地产市场较为明显降温。

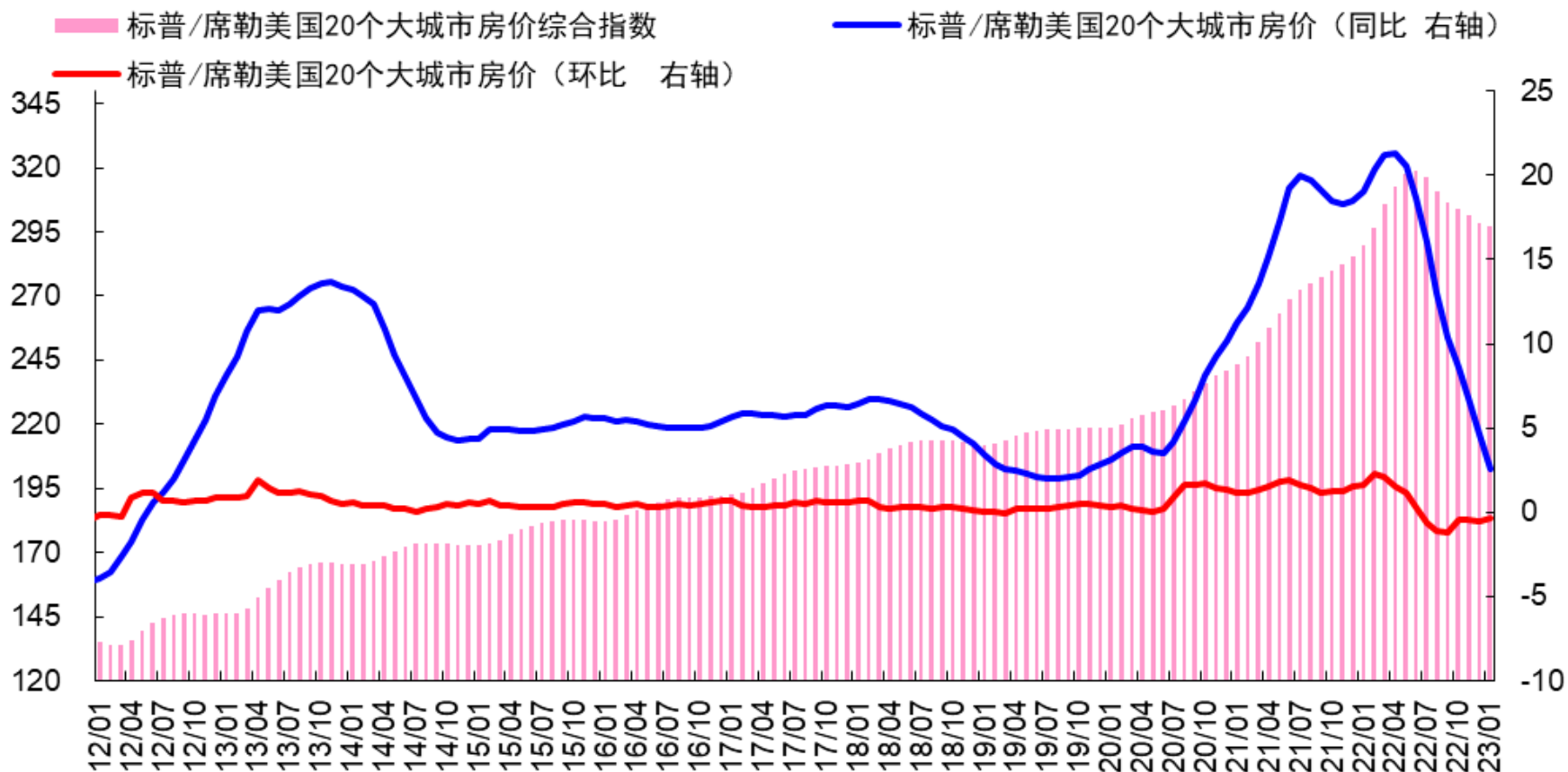
2023年一季度，美国房地产市场房屋销售出现企稳迹象。



海外经济分析：美国房地产市场价格

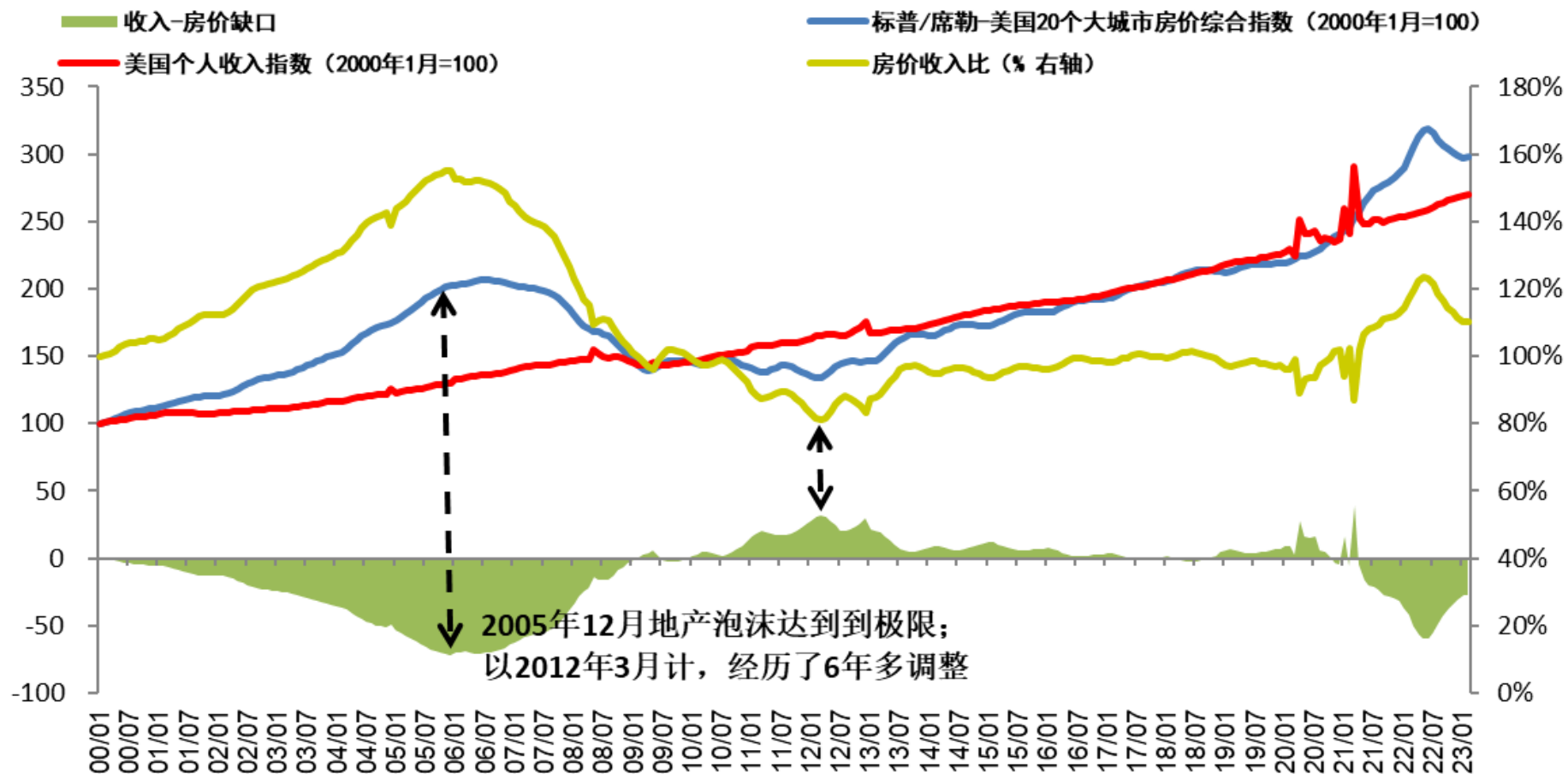
疫情期间，美国房价持续上涨：1) 疫情后财政支持下，居民购房需求较好，并带来库存水平下降；2) 大宗商品价格上涨及通胀显著回升下，导致相关建筑材料及人工成本上行，并传导至房价中。

2022年下半年以来，伴随原材料成本下降、房屋需求降温，房价增速显著放缓。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：房地产市场-房价收入关系

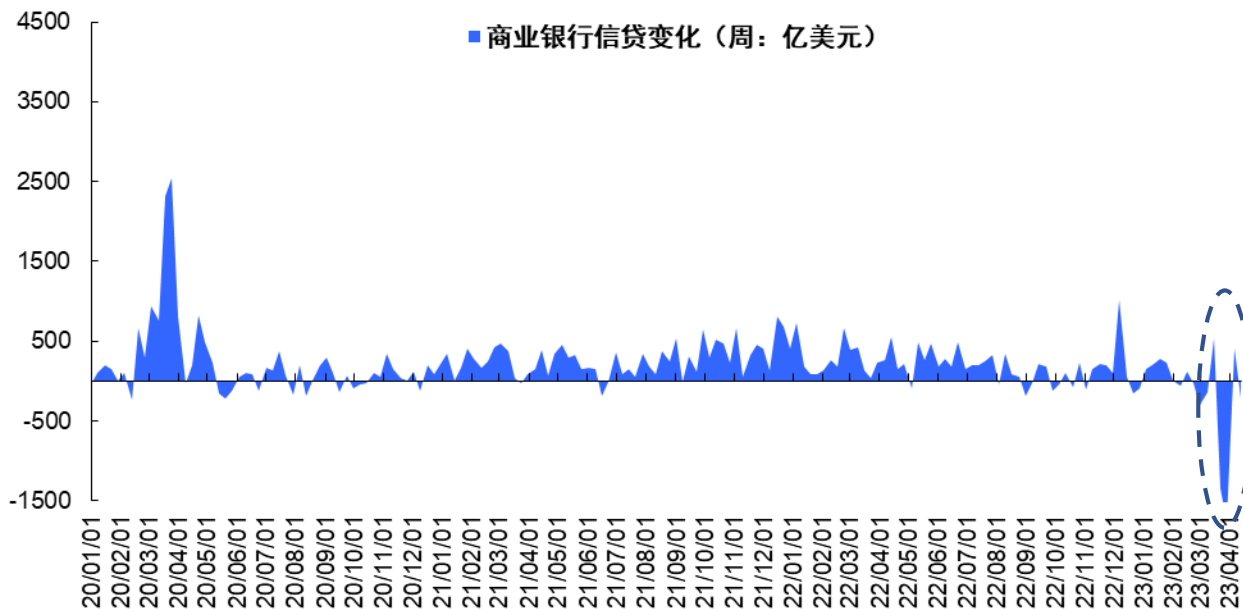


海外经济分析：美国银行业风波及信贷影响

2023年3月10日以来，美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行以及欧洲的瑞士信贷银行相继破产被收购。

美国银行业风波导致3月下半月信贷显著收缩。但4月有所恢复。

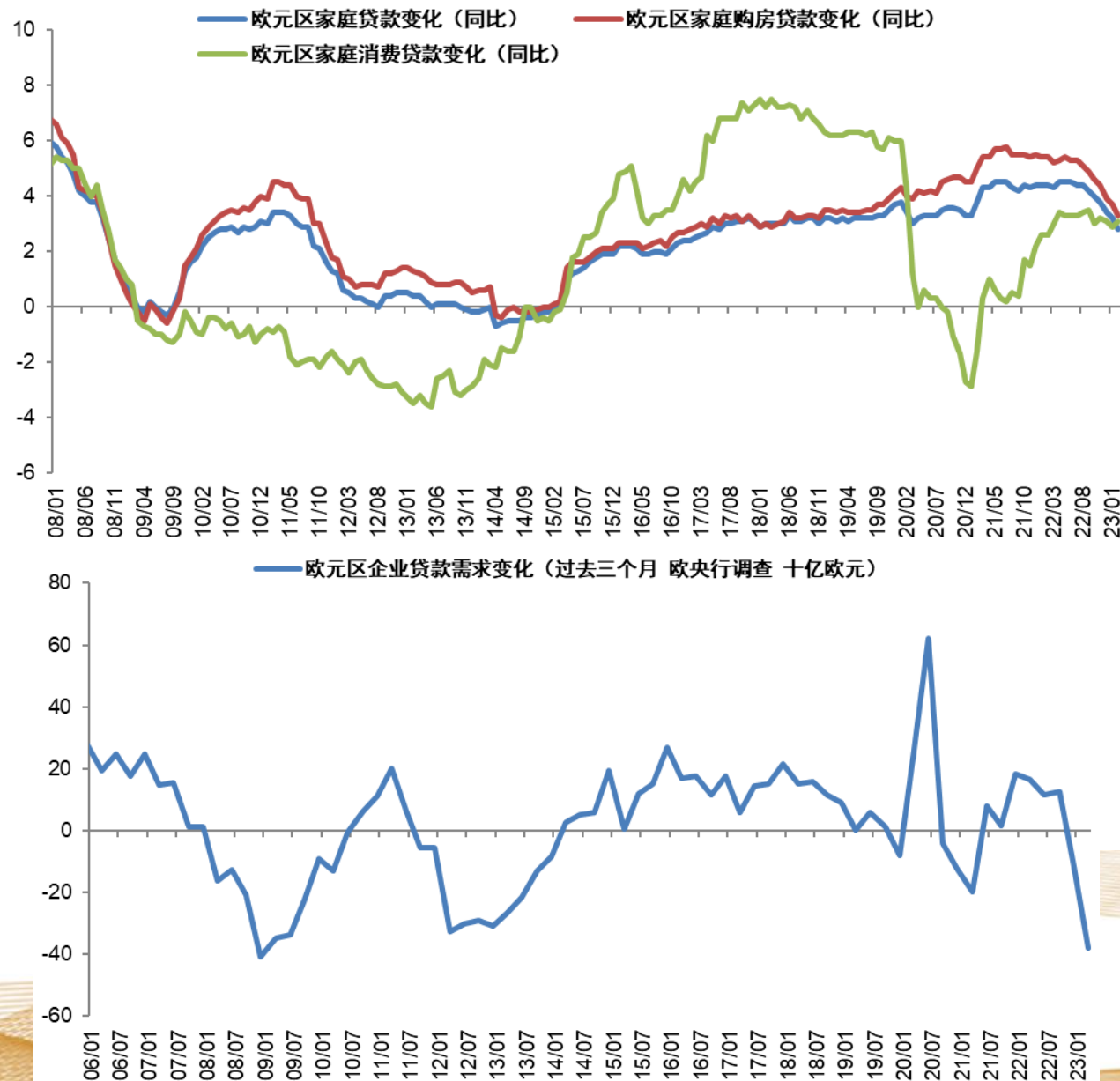
高利率环境下，中小银行风险须要持续关注。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：欧元区信贷扩张放缓

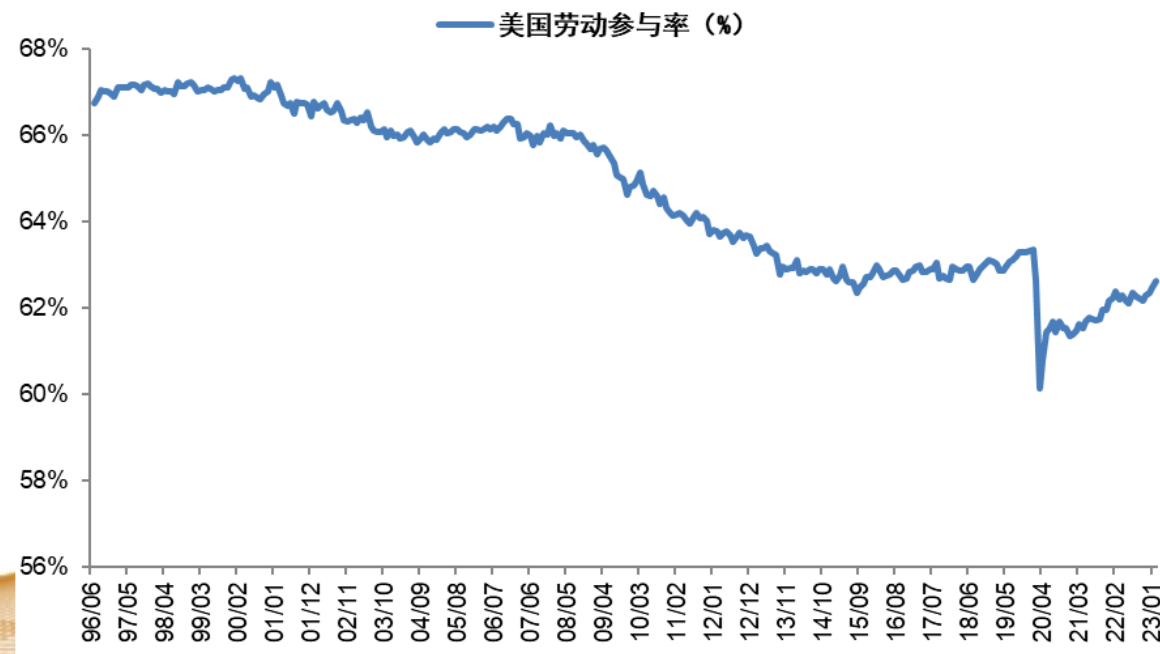
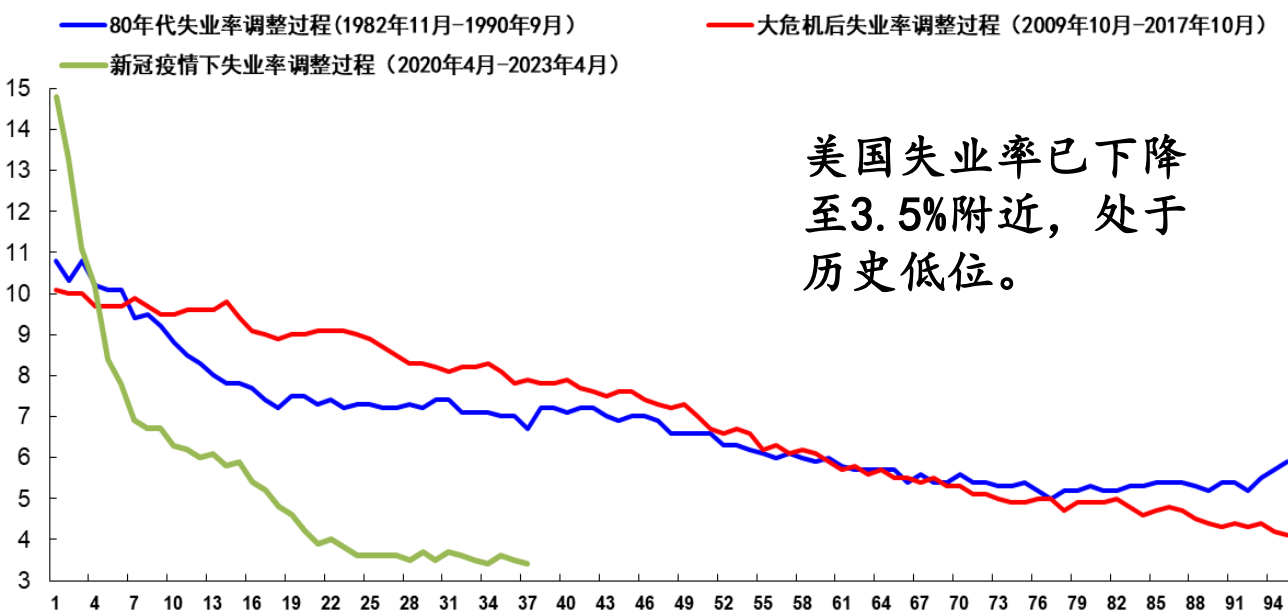
欧元区家庭和企业信贷增速及需求均出现回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国就业市场较为稳健

- 美国失业率已降至3.5%附近（2023年4月），处于历史低位。
- 劳动参与率有所改善，目前为62.6%。



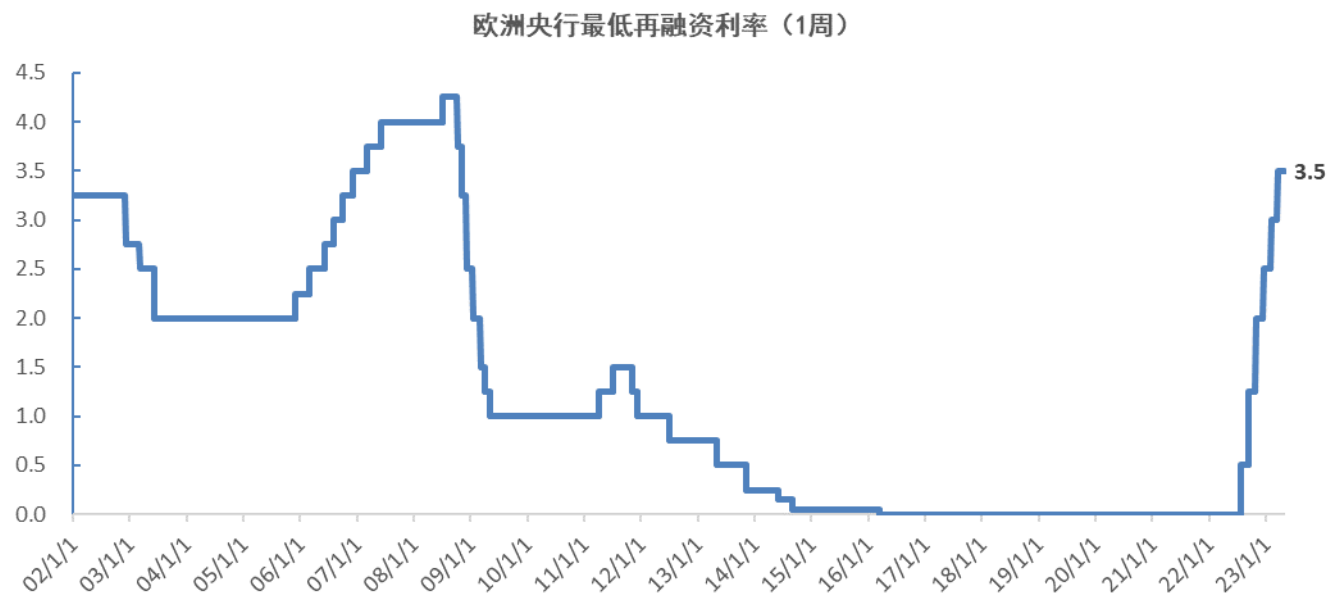
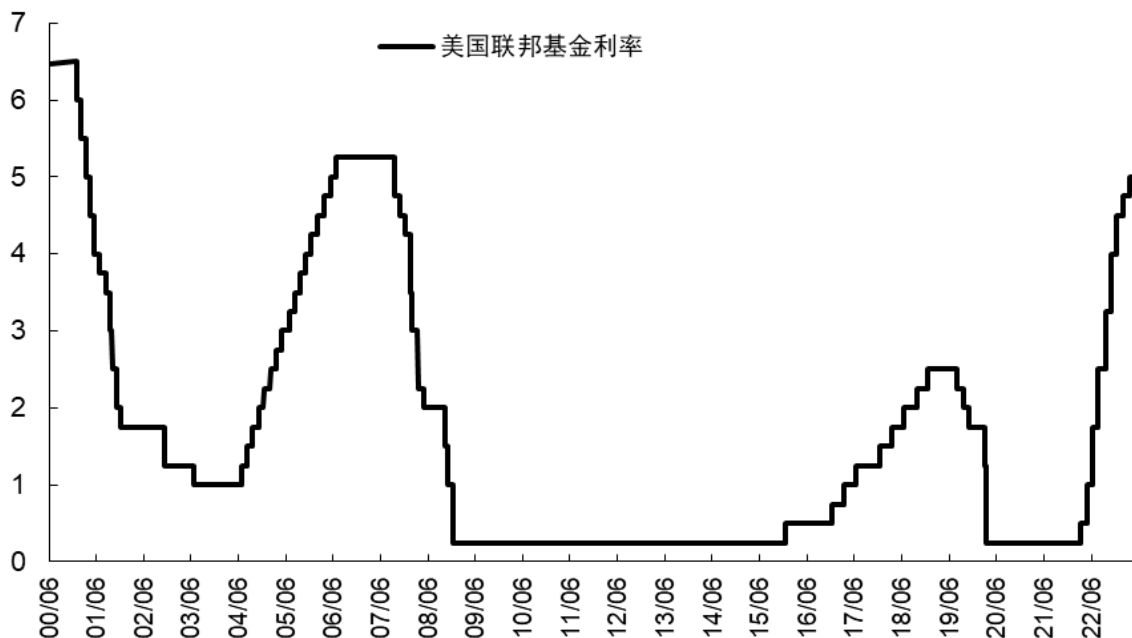


02 政策分析

海外经济分析：美国加息缩表抗通胀

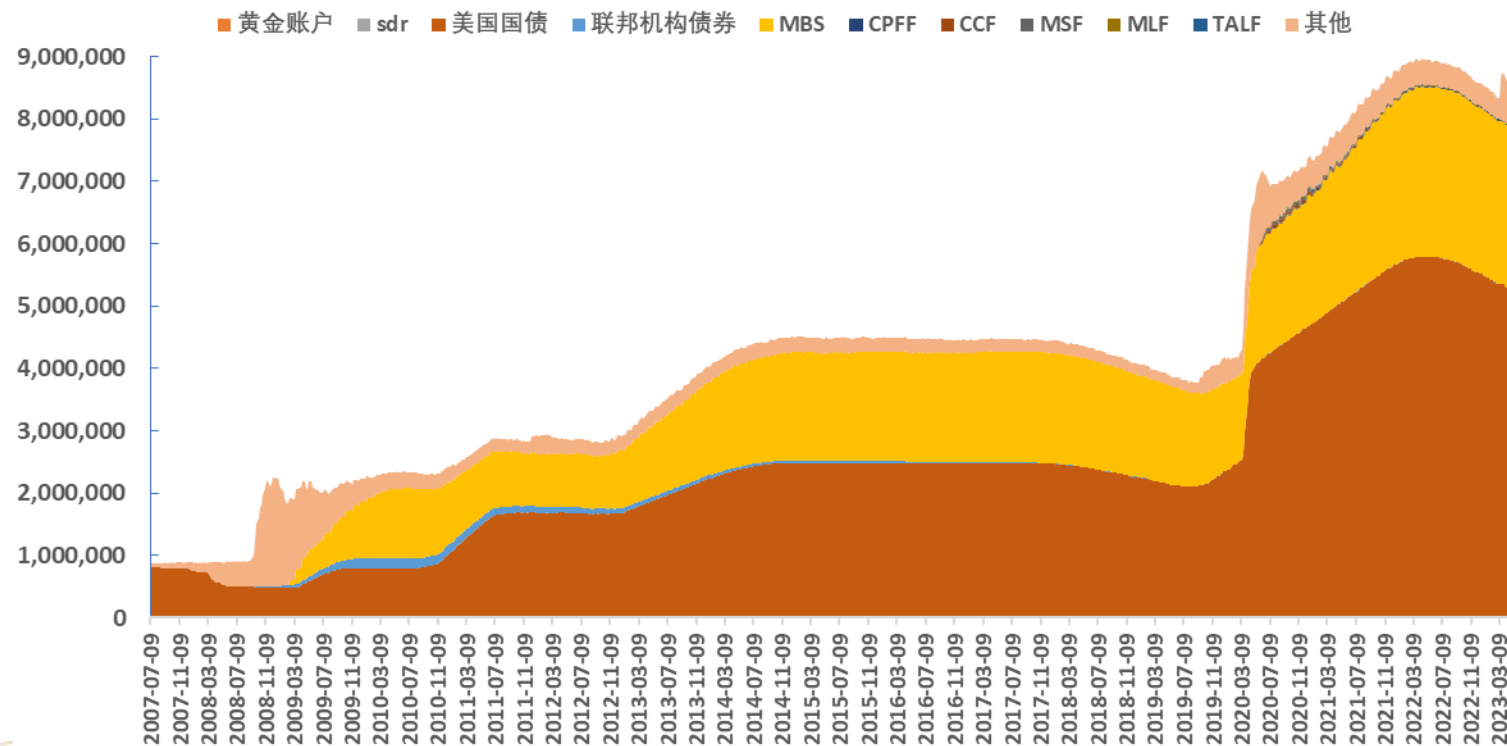
● 美联储5月3日加息25BP（基准利率达到：5%-5.25%），本轮加息将结束。2004-2006年那轮加息周期在2006年6月结束，1年3个月后（2007年9月）进入降息阶段。

● 至于未来什么时候降息，尚待观察；可能在2024年上半年。



海外经济分析：美联储资产负债表规模变化

- 为缓解银行流动性危机，阶段性扩表。2023年3月下半月，为了防止银行系统风险的蔓延，美联储向市场注入了约4000亿美元的流动性（扩表）。
- 重新回归缩表。2023年5月3日FOMC会议表明会继续按2022年5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，每月缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。





03 加息末期资产表现

历史回顾：加息末期，大类资产表现特征

加息末期，一般为最后一次加息至下一轮首次降息的时间段！

- **美股**：美联储末次加息后，除2000年美国互联网泡沫破裂时期之外，美股均在半年内有不俗表现。
- **美债**：紧缩政策对利率牵引作用减弱，叠加经济衰退预期，国债收益率多呈现下降趋势。
- **美元**：美联储加息结束后，短期内美元指数承压，而人民币相应走强。
- **黄金**：美联储末次加息后，受美元走弱影响，黄金价格整体呈现震荡上升趋势。
- **大宗**：美联储末次加息后，不同时期下LME铜和布伦特原油价格涨跌不一，以震荡行情为主。

未来展望：再临加息末期，大类资产将如何表现？

- 美股：由于利率压制缓解，美股半年内或将回暖，其中纳指弹性可能更高。
- 美债：我们预计下半年10年期美债收益率或将向3%靠拢。
- 美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。
- 黄金：美联储加息末期，美国实际利率回落以及美元走弱，黄金有望走强。
- 大宗：美元有所走弱；供需方面，OPEC减产计划以及中国经济温和修复或将带动原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

1990年后的数轮加息末期更具参考意义

表：1990年以来美联储历次加息情况梳理

初次加息	末次加息	加息次数	加息幅度	持续时间	利率峰值	间隔时间	初次降息
1994-02	1995-02	7次	300bp	12个月	6.00%	5个月	1995-07
1999-06	2000-05	6次	175bp	11个月	6.50%	8个月	2001-01
2004-06	2006-06	17次	425bp	24个月	5.25%	15个月	2007-09
2015-12	2018-12	9次	225bp	36个月	2.50%	8个月	2019-08
2022-03	— —	— —	475bp	— —	— —	— —	— —

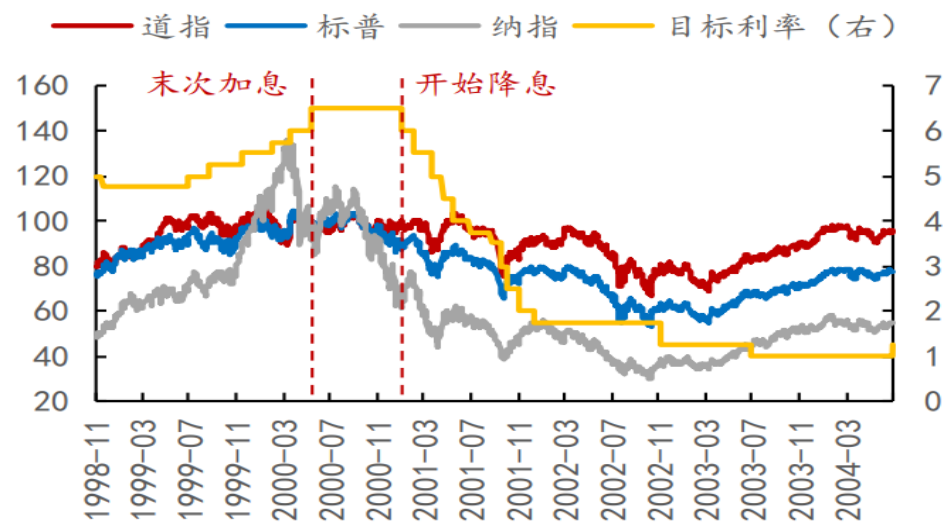
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美股：利率压制缓解，整体胜率较高

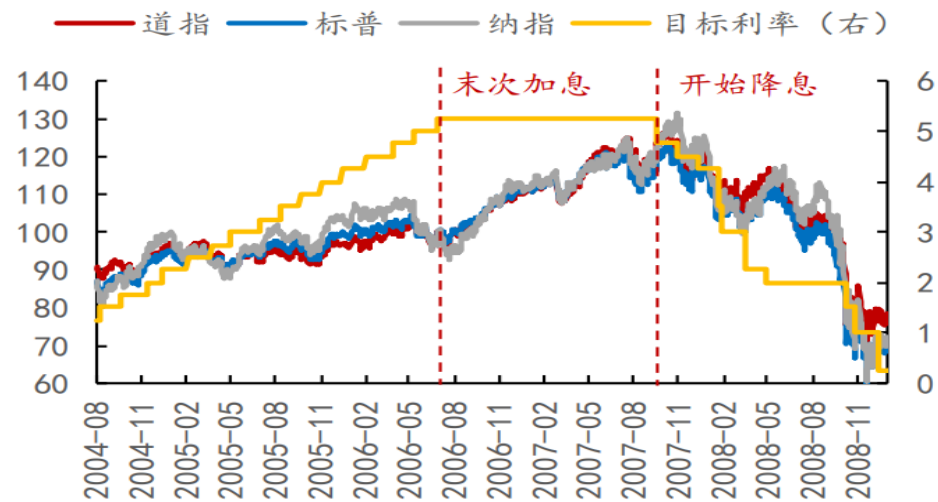
图：美股走势（1995. 2. 1末次加息=100）



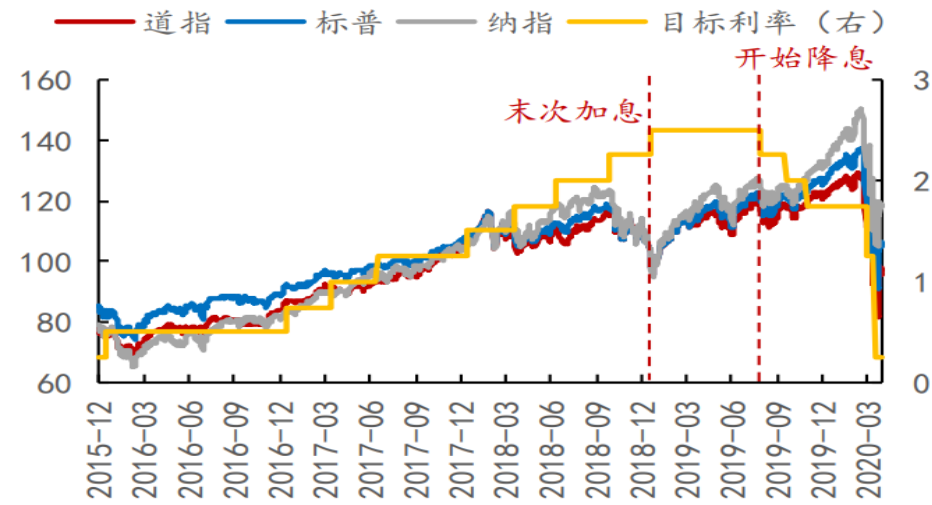
图：美股走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：美股走势（2006. 6. 29末次加息=100）



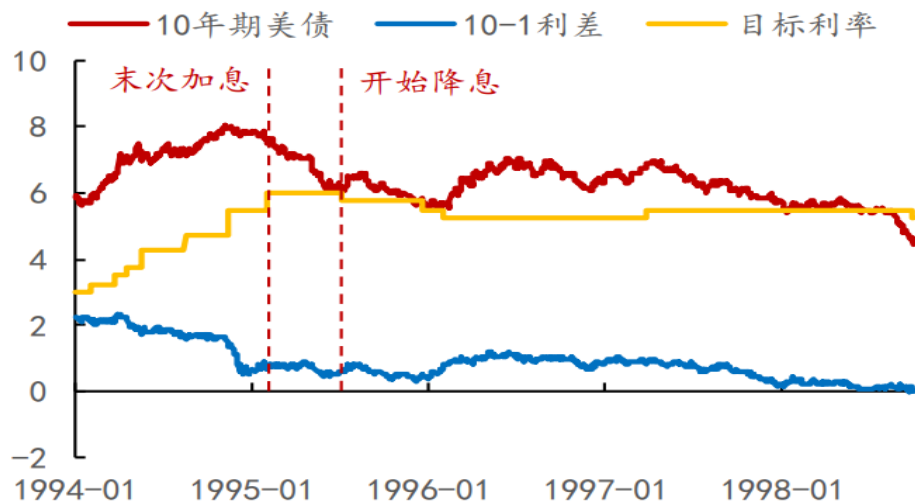
图：美股走势（2018. 12. 19末次加息=100）



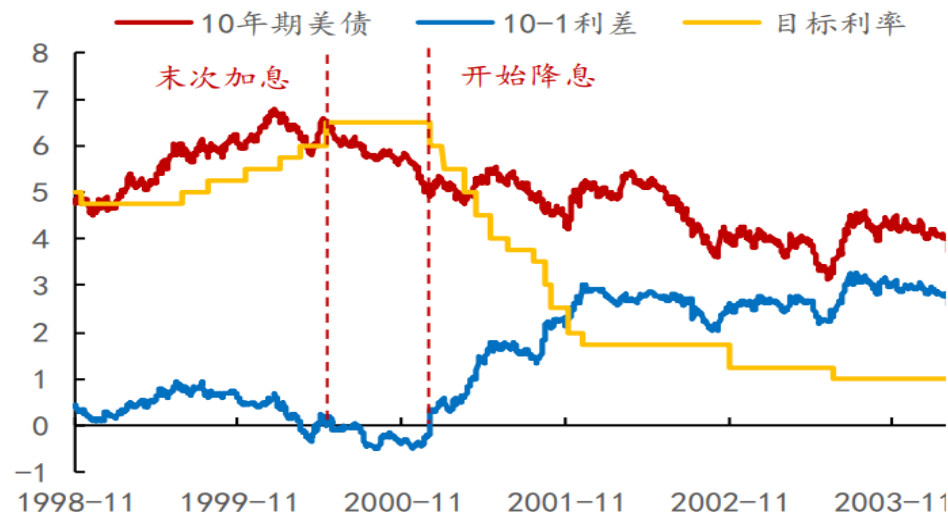
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美债：收益率整体下行，长短利率利差扩大

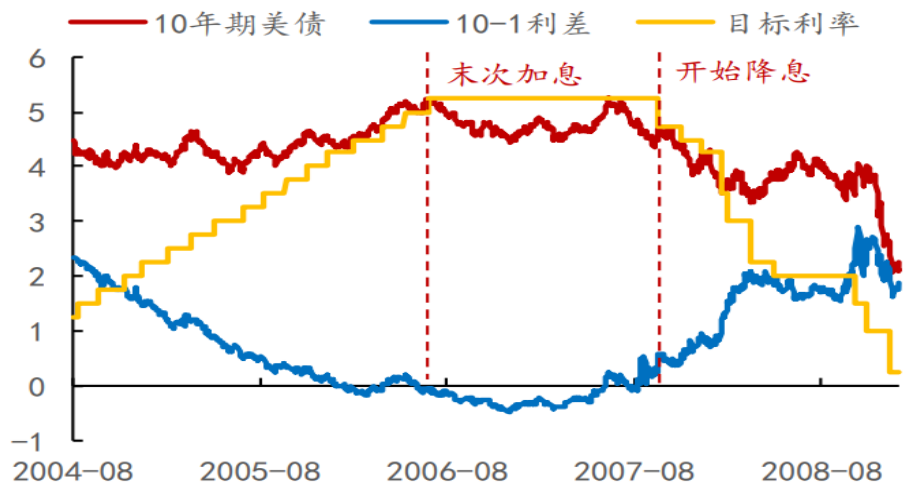
图：美债走势（1995. 2. 1末次加息=100）



图：美债走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：美债走势（2006. 6. 29末次加息=100）



图：美债走势（2018. 12. 19末次加息=100）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美元：美元大概率走弱

图：美元指数走势（1995. 2. 1末次加息=100）



图：美元指数走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：美元指数走势（2006. 6. 29末次加息=100）



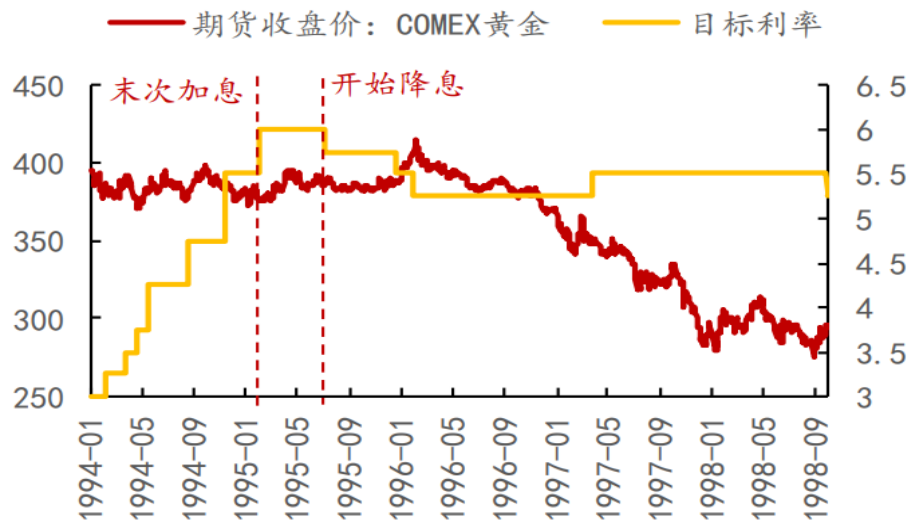
图：美元指数走势（2018. 12. 19末次加息=100）



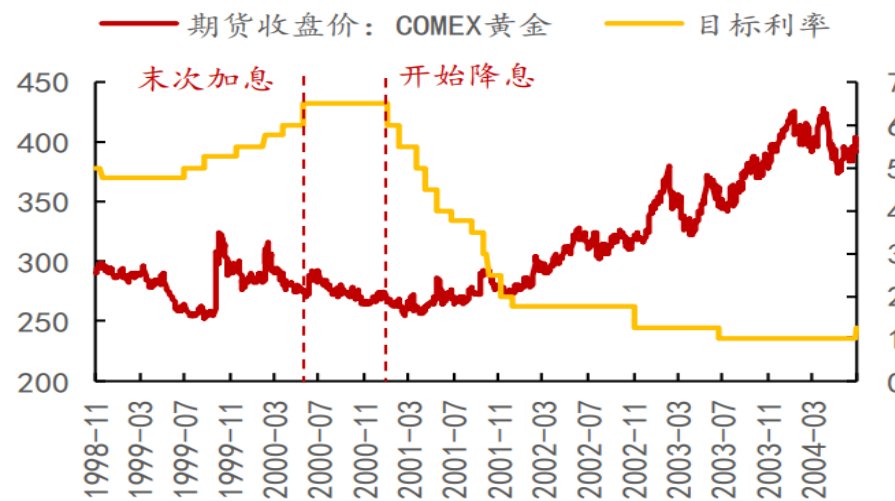
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

黄金：整体震荡上行，与美元表现负相关

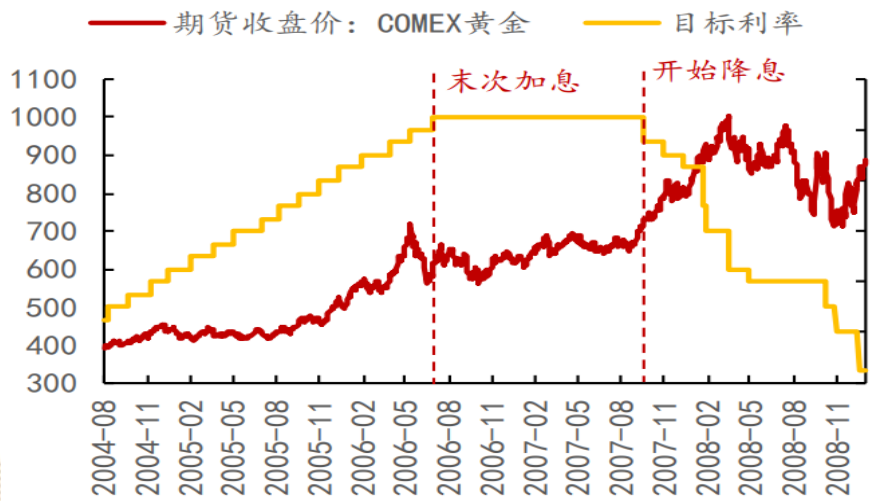
图：黄金走势（1995. 2. 1末次加息=100）



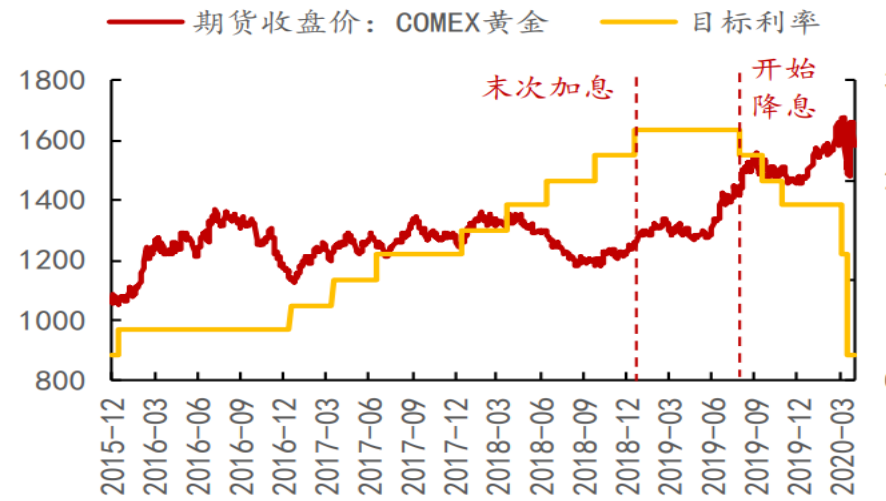
图：黄金走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：黄金走势（2006. 6. 29末次加息=100）



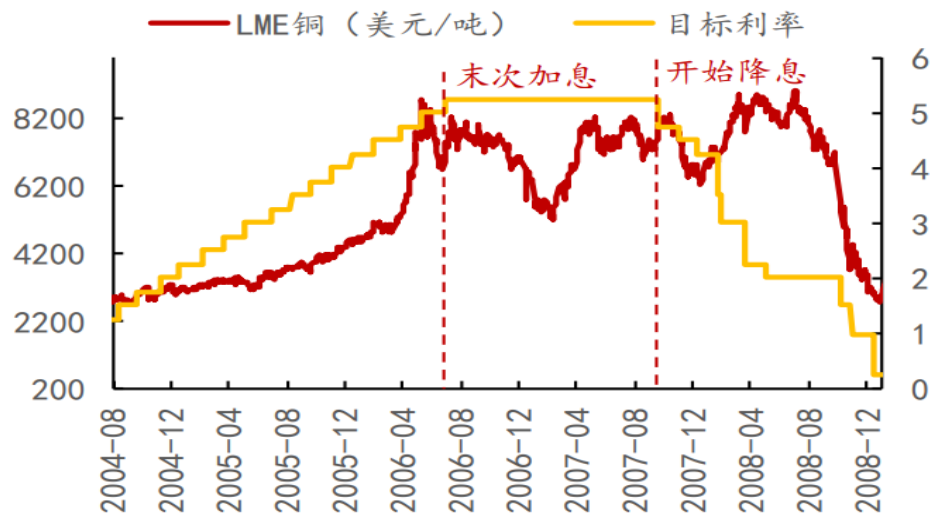
图：黄金走势（2018. 12. 19末次加息=100）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

大宗商品：整体表现震荡，涨跌不一

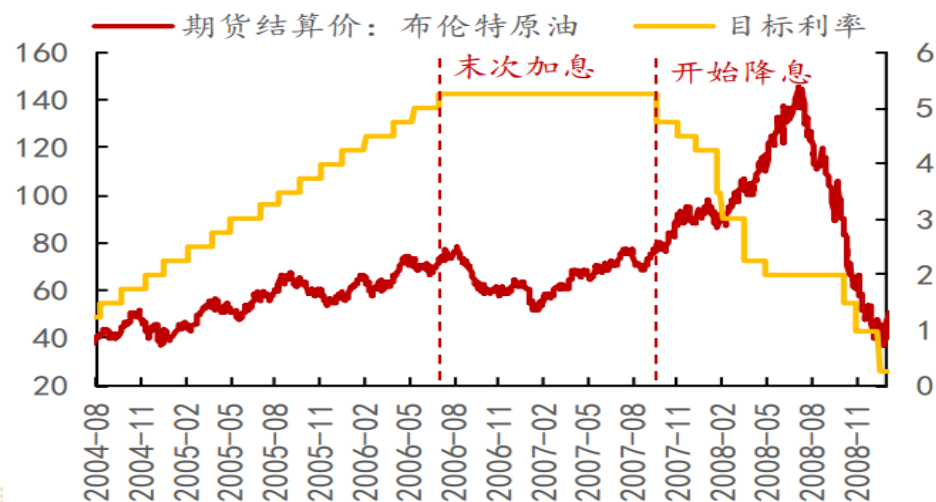
图：LME铜价走势（2006. 6. 29末次加息=100）



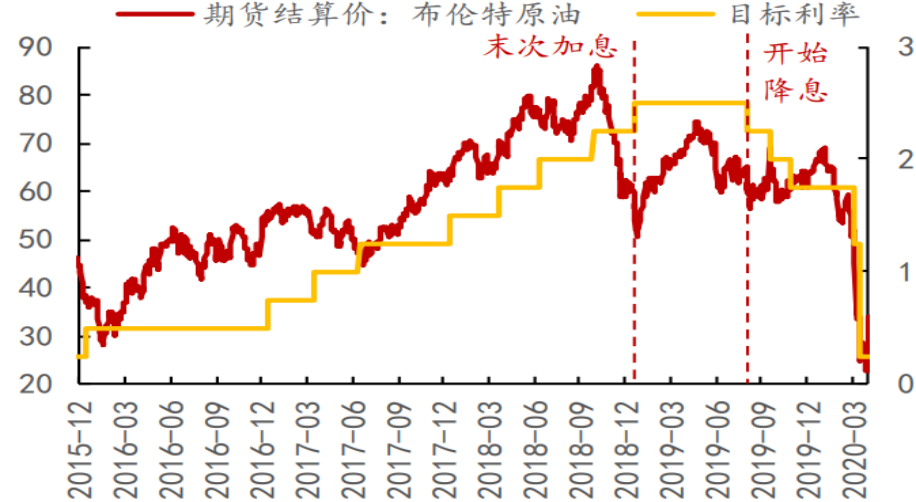
图：LME铜价走势（2018. 12. 19末次加息=100）



图：布伦特油价走势（2006. 6. 29末次加息=100）



图：布伦特油价走势（2018. 12. 19末次加息=100）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

风险提示

由于新冠疫情对经济活动影响较大，如果疫情出现反复，将会对我们的相关预测带来较大的不确定性；宏观经济出现超预期波动，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

谢谢！！

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。