

“周期的力量”系列之四

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

注定衰退：去通胀“下半场”，美联储“两难全”

2022年中以来，美国“去通胀”进程持续推进，但失业率保持低位，衰退预期迟迟未兑现。这使注重需求侧的周期分析框架面临挑战。时值2023年中，美国去通胀已经进入“下半场”，周期律终将生效，美联储较难权衡“双重使命”。

衰退的信号：美国经济“冰火两重天”，全面衰退还需等待失业率上行

基于NBER周期分析框架，美国经济已处在从放缓到衰退的“十字路口”，周期的顶点若隐若现。衰退预期之所以迟迟未兑现，可主要归因为复苏周期的错位（服务业滞后于制造业）、居民的“超额储蓄”（来自疫情期间的财政救济和“被压抑的消费”）、货币紧缩的滞后效应和劳动力市场的韧性。

美国经济短期内仍面临三重压力：（1）去库存周期。本轮去库存周期始于2022年中，或延续至2023年底；（2）金融周期仍在下行，经验上，衰退区间与银行信用周期收缩区间是重叠的，1990-91年、2001年、2008-09年和2020年衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段；（3）货币紧缩的滞后效应尚未充分体现，一般认为滞后9-18个月。

失业率是全面衡量经济基本面状况最有效的变量之一。失业率上行0.5个百分点可作为经济全面衰退的“强信号”。基于失业率变化和期限利差的两种衰退预测规则并不矛盾。前者是同步指标，后者为领先指标。1959年来，当期限利差隐含的衰退概率升至40%以上时，美国经济只有一次逃逸衰退（1967年）。

这次不一样？加息“去通胀”背景下，美国经济或难以逃逸衰退

1950年以来，美国共经历了7次“去通胀”，无一例外地出现了衰退。具体而言：（1）CPI平均下降4.1%，核心CPI平均下降2.4%；（2）失业率平均上行2.7%（区间为1.8-4.8%），平均持续时间11-16个季度；（3）CPI与核心CPI的牺牲率的均值分别为0.8和1.5——通胀率每下降1个百分点，失业率分别上行0.8和1.5个百分点。

牺牲率是非线性的，不宜线性外推2022年中以来的经验，认为美联储始终可以“两全其美”。2022年中至今，通胀下行与失业率保持低位并存。因为，去通胀的起点越高，斜率越陡，牺牲率越小。一个合理的推理是：在一个完整的去通胀周期内，“下半场”的牺牲率可能大于“上半场”。

一个似是而非的说法是：紧张的劳动力市场有助于美国经济“不衰退”。这是倒果为因，也不符合历史经验。美国1960年以来的9次衰退都出现在劳动力市场紧张状态之后。紧张的劳动力市场反而是衰退的预警指标，其背后的经济解释是：劳动力市场越紧张，工资通胀压力越大，货币政策就越可能收紧，信用周期下行期越长，经济下行压力越大。

去通胀“下半场”：通胀的结构显著不同，美联储较难兼顾“双重使命”

美国去通胀进程正在进入“下半场”：（1）结构上从商品去通胀转向服务去通胀，通胀下行的斜率趋于平坦化；（2）从供给主导转向需求主导，通胀下行的幅度更加依赖于需求收缩的程度；（3）非周期性通胀下行空间不断收窄，周期性通胀开始下行；作为结果，通胀的下行将以劳动需求的收缩为前提，美联储更难平衡就业和通胀“双重使命”。

供给侧修复的空间已经较为有限：（1）全球供应链修复已经非常充分，继续改善的空间较为有限；（2）原油价格受到成本和OPEC+联合减产的支撑，下行受阻，国际航运价格及美国国内的物流经理人指数（LMI）也基本回到了疫情之前的水平；（3）劳动参与率提升的空间也越来越有限，相比疫情前仅剩0.6个百分点的缺口，而且短期较难回归疫情前。

为了避免“人为制造”一次衰退，美联储会提高通胀目标吗？在劳动力短缺、全球供应链重构和能源转型背景下，通胀中枢上行似乎已经成为共识。我们认为，美联储上调通胀目标的条件既不充分，也不必要，可能性微乎其微。中期内，美联储或坚守2%通胀目标，反而会提高对经济增速下行的容忍度。

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、衰退的信号：美国经济“冰火两重天”，全面衰退还需等待失业率上行.....	5
(一) 周期的坐标与方向：正处在从放缓到衰退的“十字路口”，短期仍面临“三重压力”.....	5
(二) 衰退的“强信号”：失业率上行是衰退的必要条件，3.9%是一个重要观测值.....	10
二、这次不一样？加息“去通胀”背景下，美国经济或难以逃逸衰退.....	14
(一) 以史为鉴：二战结束以来的7次“去通胀”，美国经济均出现了“硬着陆”.....	14
(二) 鱼与熊掌不可兼得：“牺牲率”和“菲利普斯曲线”的时变特征.....	17
三、去通胀“下半场”：服务业去通胀阶段，失业率或趋于上行.....	21
(一) 去通胀的历程：从“上半场”到“下半场”，美联储更难平衡“双重使命”.....	21
(二) 3%通胀目标？美联储上调通胀目标的条件既不充分，也不必要，可能性微乎其微.....	27
风险提示.....	30

图表目录

图表 1： NBER 周期分析框架中，周期拐点（顶点和低谷）的特征.....	5
图表 2： 美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近（相对于前期高点的回撤）.....	6
图表 3： 美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近（同比）.....	6
图表 4： 制造、批发与零售库存同比增速.....	7
图表 5： GDP 库存同比增速开始下降.....	7
图表 6： 从历史经验看，1993 年以来美国共经历了 9 轮库存周期，当前为第 10 轮库存周期.....	7
图表 7： 名义库存与实际库存增速的背离.....	8
图表 8： 批发商、制造商与零售商库销比的.....	8
图表 9： 名义库存与实际库存增速的背离.....	8
图表 10： 批发商、制造商与零售商库销比的.....	8
图表 11： 名义库存与实际库存增速的背离.....	9
图表 12： 批发商、制造商与零售商库销比的.....	9
图表 13： 小企业乐观指数领先失业率.....	9
图表 14： 小企业“贷款可得性”领先失业率.....	9
图表 15： 美联储近 5 次加息周期的比较.....	10
图表 16： 联邦基金利率或已经处于“充分紧缩”水平.....	10
图表 17： 失业率的周期特征.....	11
图表 18： 周期顶点之后，失业率大多开始上行.....	11
图表 19： 利用失业率和初领失业救济金人数预测衰退.....	11
图表 20： 区分衰退与否的关键：失业率上行的幅度.....	12
图表 21： 2023 年 3 月经济预测摘要（SEP）认为，美国经济可以在“软着陆”的条件下实现 2%通胀目标.....	12

图表 22: 失业率同比变化仍处于负值区间, 衰退信号依然较弱.....	13
图表 23: 初领失业救济金人数的周期性特征.....	13
图表 24: 2022 年以来, 领取失业救济金人数趋于上行.....	13
图表 25: 美国经济衰退的概率: 期限利差规则与失业率规则的比较.....	14
图表 26: 衰退往往是“去通胀”必要的代价.....	14
图表 27: 美国、加拿大、德国和英国 17 次“去通胀”, 均以经济衰退而告终.....	15
图表 28: 经验显示, 劳动力市场越紧张, 经济越有可能硬着陆.....	16
图表 29: 不同通胀率和失业率的组合下, 美国经济衰退的概率.....	17
图表 30: 三类指标预测衰退的有效性的比较: 失业率在 8 个季度预测步长内最有效.....	17
图表 31: 非线性的菲利普斯曲线: 后疫情时代.....	18
图表 32: 非线性的菲利普斯曲线: 大滞胀时代前夜.....	18
图表 33: 非线性的菲利普斯曲线: 一个理论解释.....	19
图表 34: “去通胀”的代价: 失业缺口、产出缺口和 v/u 缺口是一致的.....	19
图表 35: 1950Q1-2022Q4 期间 7 次去通胀阶段的牺牲率统计.....	20
图表 36: CPI 去通胀和“牺牲率”的时变性.....	20
图表 37: 核心 PCE 去通胀和“牺牲率”的时变性.....	20
图表 38: 菲利普斯曲线: 从平坦化到陡峭化.....	21
图表 39: 美国去通胀的进度 (整体 CPI).....	22
图表 40: 商品去通胀基本完成, 服务去通胀还在初期.....	22
图表 41: 美国整体 PCE 通胀的分解.....	22
图表 42: 美国核心 PCE 通胀的分解.....	22
图表 43: 美国核心 PCE 通胀的分解: 周期与非周期.....	23
图表 44: 核心 PCE 通胀的下降主要受非周期因素驱动.....	23
图表 45: 房屋通胀具有强顺周期性.....	23
图表 46: 工资具有强顺周期性.....	23
图表 47: 美国去通胀的进度与斜率 (整体 CPI).....	24
图表 48: 美国去通胀的进度与斜率 (核心 CPI).....	24
图表 49: 价值链压力指数与商品通胀同步性较高.....	24
图表 50: 供应链进一步修复的空间有限.....	24
图表 51: 劳动力供给侧修复的空间不断收窄.....	25
图表 52: 美国退出劳动力市场的人口数及其结构.....	25
图表 53: 退休人口份额的趋势与现实.....	25
图表 54: 租金通胀与房价的领先-滞后关系.....	26
图表 55: 房价增速与租金通胀的移动相关系数.....	26
图表 56: 工资增速与核心服务通胀高度相关.....	26
图表 57: 工资增速下行, 或以劳动需求的收缩为前提.....	26

图表 58: 商品去通胀与服务去通胀的“牺牲率”的比较 (CPI 口径)	27
图表 59: 商品去通胀与服务去通胀的“牺牲率”的比较 (PCE 口径)	27
图表 60: 《联邦储备法案》(及修正案), 以及与美联储相关的金融法案	28
图表 61: 从 2%通胀目标到 2%“平均通胀目标”	29
图表 62: 中长期通胀预期约为 2.5%	29
图表 63: 盈亏平衡通胀略高于 2%	29
图表 64: 美国通胀的长期中枢水平是多少?	30

2022年中以来,在全球供应链改善、能源价格下行和美联储大幅加息的背景下,美国通胀压力持续下行,但失业率持续保持低位,衰退预期迟迟未兑现。传统的周期分析框架面临挑战。究其原因,周期框架注重的是需求侧,而非供给侧,而美国去通胀“上半场”的事实恰恰揭示出,供给侧的修复是主导力量。去通胀“下半场”,周期的力量终将生效。

一、衰退的信号:美国经济“冰火两重天”,全面衰退还需等待失业率上行

(一) 周期的坐标与方向:正处在从放缓到衰退的“十字路口”,短期仍面临“三重压力”

本文使用美国国民经济研究局(NBER)的周期分析框架定义美国经济是否“衰退”。在“周期的力量”系列之一《美国经济能否逃逸“衰退”?》中,我们利用NBER跟踪的6个底层指标和1960年来美国经济出现的9次衰退的经验,明确界定了周期顶点(Peak)、周期低谷(trough)和衰退的条件:如果3个(或以上)的指标出现高位拐点,并持续向下运行一段时间(一般至少6个月),致使GDP环比增速连续两个季度出现负增长(或3个季度中有2个季度负增长),大概率将被定义为“衰退”。

图表1: NBER周期分析框架中,周期拐点(顶点和低谷)的特征

周期顶点	2020年	2008-09年	2001年	1990-91年	1981-82年	1980年	1973-75年	1970年	1960-61年	平均值	领先的频次	同步的频次	滞后的频次	平均偏离度
实际个人收入	0	0	0	0	10	-1	0	#N/A	6	2	1	5	2	2.1
非农薪资就业	0	-1	-2	-4	-2	-1	9	4	1	0	5	1	3	2.5
家庭调查就业	0	-1	0	-4	0	-1	8	5	5	1	4	3	2	2.4
实际个人消费支出	0	5	5	1	1	0	-4	#N/A	0	1	1	3	4	2.0
批发与零售实际销售额	0	6	-6	-6	-6	0	9	-2	-10	-2	5	2	2	5.4
工业生产指数	0	-1	-6	2	0	1	0	-2	-3	-1	4	3	2	1.8
6指标均值	0	-1	-3	-1	1	0	0	-2	0	-1	4	4	1	0.8
分项拐点数量	6/6	4/6	5/6	4/6	4/6	5/6	3/6	3/4	3/6	2/6				
周期低谷	2020年	2008-09年	2001年	1990-91年	1981-82年	1980年	1973-75年	1970年	1960-61年	平均值	领先的频次	同步的频次	滞后的频次	平均偏离度
实际个人收入	0	4	0	-1	-1	0	1	#N/A	-2	0	3	3	2	1.1
非农薪资就业	0	6	2	5	3	0	1	-5	-2	1	2	2	5	2.4
家庭调查就业	0	6	2	2	-4	0	-1	-5	2	0	6	2	1	1.1
实际个人消费支出	0	-2	-2	-2	-12	-2	-3	#N/A	-2	-3	7	1	0	3.1
批发与零售实际销售额	0	-3	-2	-2	-1	-1	1	-7	-1	-2	7	1	1	2.3
工业生产指数	0	0	1	0	1	0	2	0	0	0	0	6	3	0.5
6指标均值	0	0	2	-2	-1	-1	0	0	-2	0	4	4	1	1.0
分项拐点数量	6/6	3/6	3/6	5/6	4/6	6/6	2/6	4/4	6/6	3/6				

来源: NBER、wind、国金证券研究所

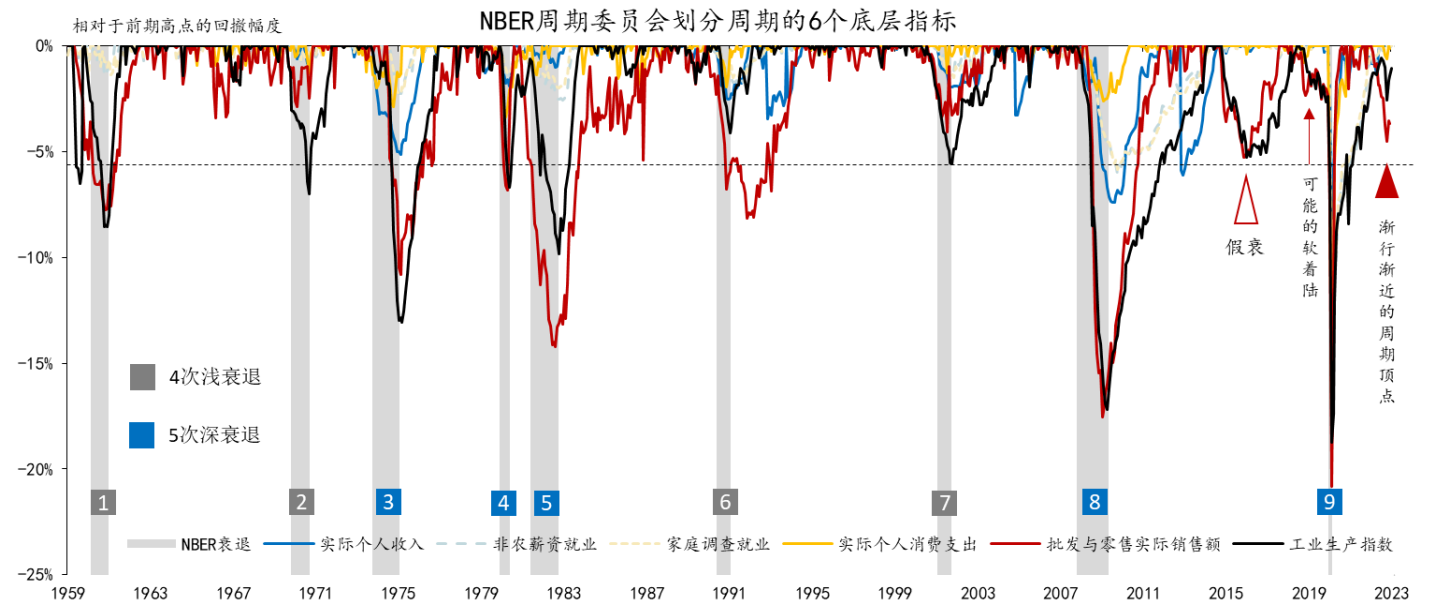
基于NBER周期分析框架¹,美国经济已处在从放缓到衰退的“十字路口”,周期的顶点渐行渐近。截止到2023年3月,有3个指标出现了回撤²:实际个人消费支出(-0.27%,高点为2023年1月)、批发与零售实际销售额(-3.7%³,高点为2022年4月)和工业生产指数(-1.4%,高点为2022年9月)。非农薪资就业、家庭调查就业和实际个人收入仍在创新高。与此同时,2023年1季度美国实际GDP增速仍为正(1.1%)。故可以说,美国经济正处在“放缓”(slowdown)阶段。衰退预期之所以迟迟未兑现,可归因于复苏周期的错位(服务业滞后于制造业)、居民的“超额储蓄”(来自疫情期间的财政救济和“被压抑的消费”)、货币紧缩的滞后效应和劳动力市场的韧性。

¹ 参考“周期的力量”系列(一):《美国经济能否逃逸“衰退”?》。

² 2月出现回撤的指标数有5个。

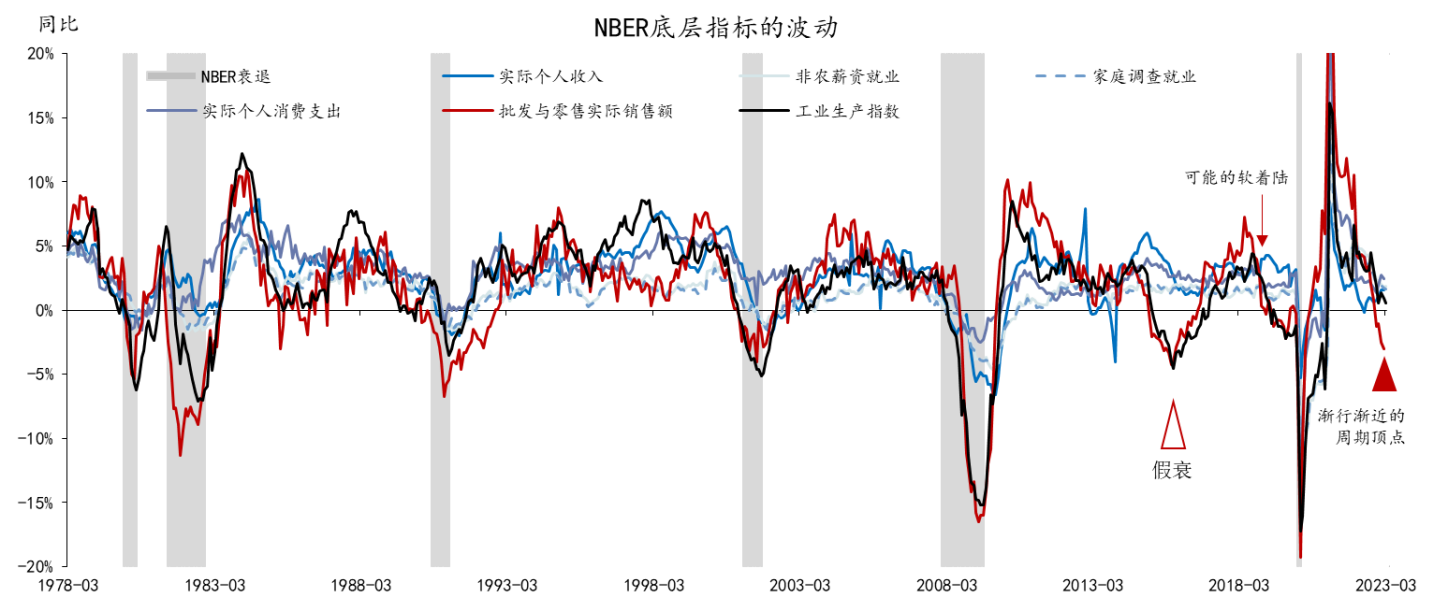
³ 2月读数。

图表2: 美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近 (相对于前期高点的回撤)



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表3: 美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近 (同比)



来源: Wind、国金证券研究所

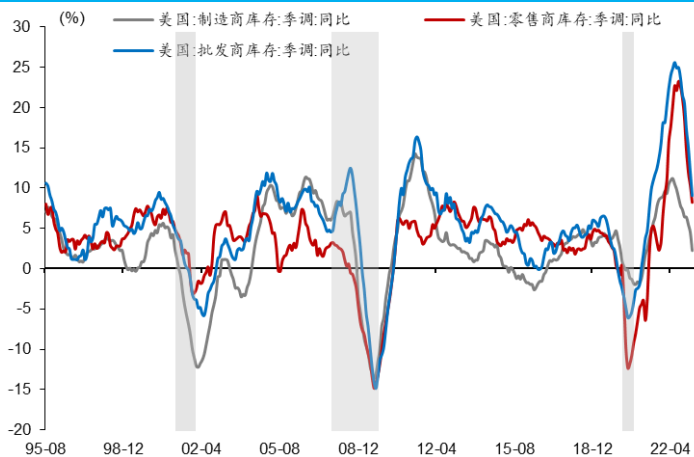
美国经济短期内主要面临“三重压力”：去库存周期尚未结束；金融周期仍在下行；货币紧缩的滞后效应尚未充分体现。第一重压力来自于库存周期。库存周期是3-5年短经济周期（又名“基钦周期”）的主要解释。虽然“存货”在GDP中的权重较低，但由于其波动性较高，在多数时候对GDP的拉动甚至超过个人消费（PCE）¹。2023年一季度美国GDP增速远低于预期（1.3%，预期2%），最主要的拖累项为“私人投资”（-2.4%），这又主要是由存货贡献的（-2.3%）。

美国1993年以来共经历过9轮完整的库存周期，典型事实是：每个周期平均持续35个月，且补库周期与去库周期在时间上基本对称——补库周期（包括主动补库和被动补库）持续时长约17.4个月，去库周期（包括主动去库和被动去库）平均持续17.6个月。本轮去库周期始于2022年中，平均而言，或延续到2023年底。值得强调的是，库存周期4个

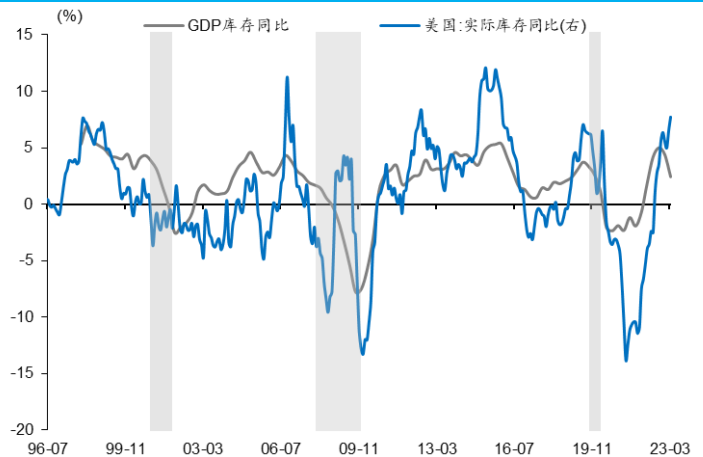
¹ 参考报告：《美国库存周期“长鞭效应”的逆转》。

子阶段的时长分布较分散，方差较大，均值的参考价值偏低（且样本量较小）。

图表4: 制造、批发与零售库存同比增速



图表5: GDP库存同比增速开始下降



来源: Wind、国金证券研究所

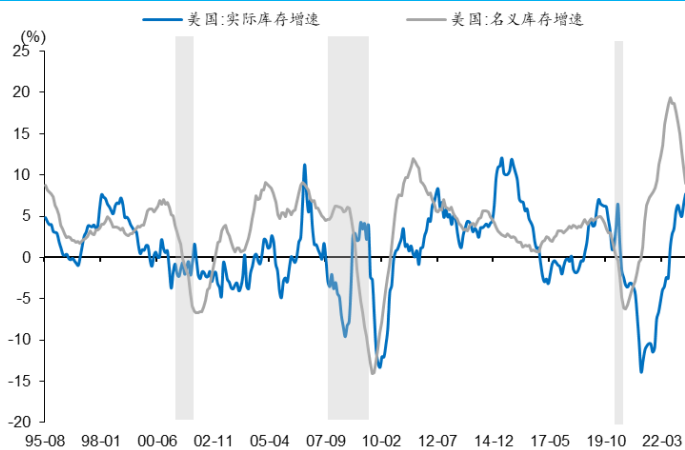
图表6: 从历史经验看, 1993年以来美国共经历了9轮库存周期, 当前为第10轮库存周期

周期数	库存周期		库存周期上行(月)		库存周期下行(月)		总时长(月)
			主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	
1	1994-03	1997-01	9	4	10	11	34
2	1997-02	1999-02	1	12	4	7	24
3	1999-03	2002-01	11	7	12	4	34
4	2002-02	2003-09	15	0	0	5	20
5	2003-10	2005-08	16	0	7	0	23
6	2005-09	2009-08	0	13	30	5	48
7	2009-09	2013-09	8	13	23	5	49
8	2013-10	2016-10	7	3	13	14	37
9	2016-11	2020-07	19	13	10	3	45
10	2020-08	至今	9	14	7	-	-
平均			9.5	7.9	11.6	6.0	34.9
			17.4		17.6		

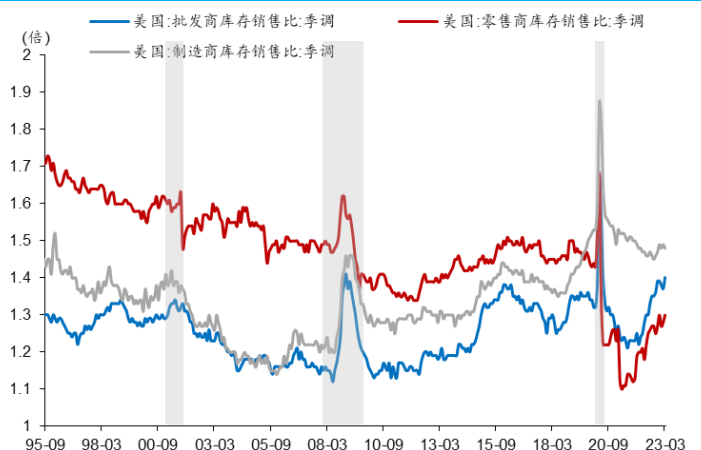
来源: Wind、国金证券研究所

两个原因或使得本轮去库周期被拉长: (1) 新冠肺炎期间, 由于全球供应链的扰动, “被动补库”周期被显著拉长(14个月), 接近历史平均时长的两倍(7.9个月), 批发、制造和零售库存的规模都超过了趋势水平(尤其是批发商库存), 很可能使得去库周期也被拉长; (2) 本轮去库周期中, 名义与实际库存的变化明显背离, 去年中至今的去库存主要是名义上的。截止到2023年3月, 实际库存增速仍在创新高。分项而言, 制造商销售额同比下行速度仍快于库存同比, 库销比仍位于高位(制造业PMI新订单指数)。批发商库销比也在攀升, 已超过疫情前水平。零售商库销比虽处于历史低位, 但边际上也在上行。这表明, 去库压力仍不容小觑, 下半年去库周期或进入“快车道”。

图表7: 名义库存与实际库存增速的背离



图表8: 批发商、制造商与零售商库销比的

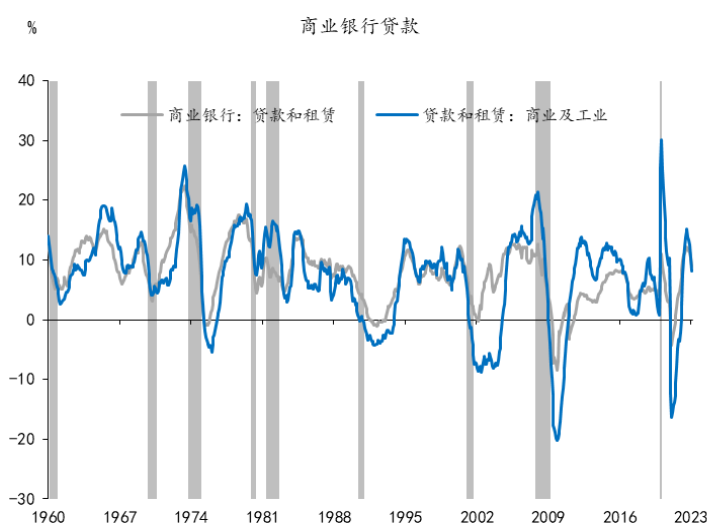


来源: Wind、国金证券研究所

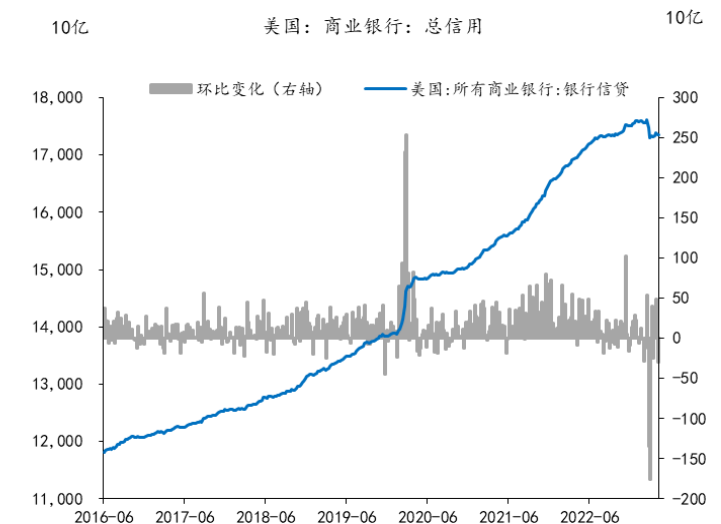
第二重压力来自金融周期的下行。2022 年底以来,美国银行信贷同比增速开始下行,目前仍处于下行区间。3 月硅谷银行 (SVB) 破产之后,信贷规模急剧收缩。2023Q1 高级信贷官调查结果 (SLOOS¹) 显示,商业银行贷款标准明显上行 (例如,46% 的银行边际收紧大企业信贷标准),并反馈贷款需求也在收缩 (56% 的大企业信贷需求收缩)。

在“周期的力量”系列之三《谁是下一个?——美国银行业三大风险评估》报告中,我们指出,一个常见的误识是,美国的融资结构以直接融资为主导,所以银行信用收缩对经济的影响是有限的。这一认识并未区分存量与流量。上世纪 80 年代以来,在金融脱媒的趋势下,美国银行业总资产在金融机构总资产中占比趋于下行,目前占比近 20%。但是,在美联储加息背景下,美国非金融企业部门的债券、股权融资均明显回落,例如 2022 年四季度美国企业部门新增债券融资为-30 亿美元,新增股东净投资-36 亿美元,而新增贷款融资则达到 2280 亿美元。因此,从新增融资角度看,美国信用扩张的主要来源是银行贷款,故银行信贷收缩的影响也不容小觑。

图表9: 名义库存与实际库存增速的背离



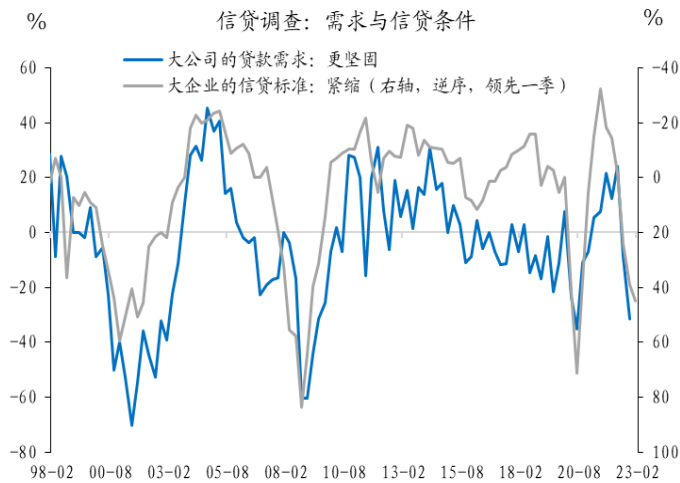
图表10: 批发商、制造商与零售商库销比的



来源: Wind、国金证券研究所

¹ 参考美联储官网: <https://www.federalreserve.gov/data/sloos/sloos-202304.htm>

图表11: 名义库存与实际库存增速的背离



图表12: 批发商、制造商与零售商库存比的

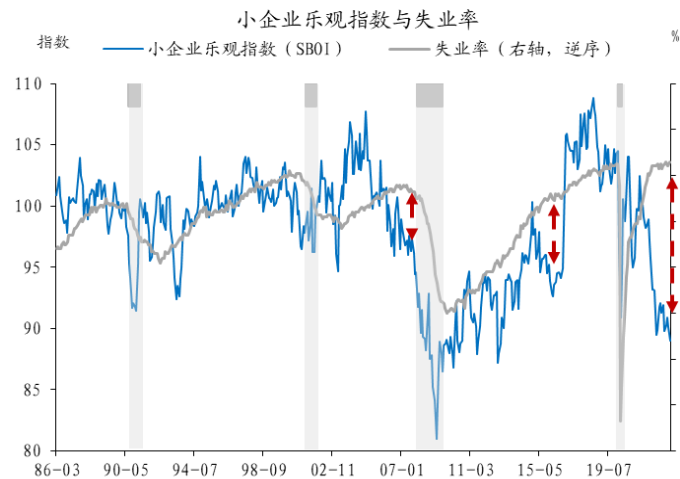


来源: NBER、Wind、国金证券研究所

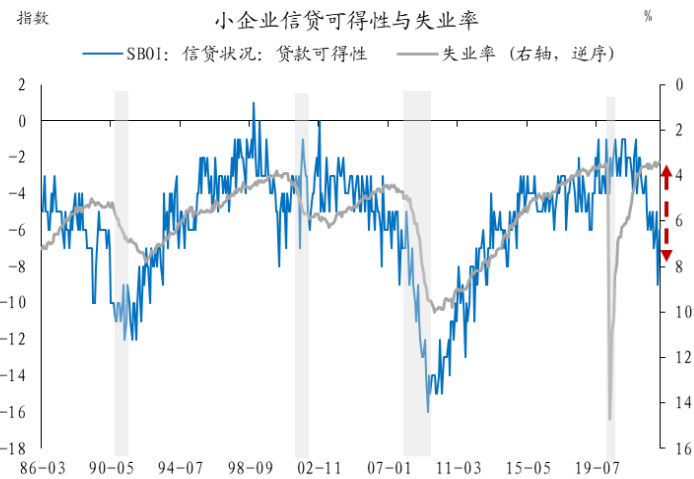
经验上, NBER 衰退阶段与银行信用周期收缩区间是重叠的, 1990-91 年、2001 年、2008-09 年和 2020 年衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段。“(中) 小企业乐观指数”及其“贷款可得性”分项对失业率均具有一定的领先性。结合美联储货币政策的立场看, 当前的这种“背离”或难以为继, 且大概率以失业率的上行而实现收敛。

一个合理的解释是, 美国银行贷款也具有“门当户对”的特征, 即相对而言, 中小银行在中小企业信贷融资中发挥着更显著的作用。截止到 2022 年底, 美国共有银行 4844 家, 资产规模在 13.8 亿美元以下的小银行共计约 4072 家, 资产规模在 13.8 亿美元以上的银行 772 家。平均而言, 银行提供给小企业的贷款占总资产比重约 12%, 而中小银行占比则达到 13.6%, 大型银行占比仅约 6%¹。

图表13: 小企业乐观指数领先失业率



图表14: 小企业“贷款可得性”领先失业率



来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023 年 4 月)

第三重压力为货币政策的滞后效应和累积效应²。早期的研究一般认为时滞长达 18-24 个月。最新研究认为, 2008 年大危机之后, 时滞缩短到了 12 个月以内, 因为美联储加强了与市场的沟通, 信息传递速度也更快, 金融市场定价效率更高³。例如, FOMC 成员沃勒估计, 当前货币政策的时滞约为 9-12 个月⁴。据此, 2023 年才是紧缩效应充分体现的时候。考虑到加息节奏直到 2022 年下半年加快, 不应忽视今年下半年货币紧缩的滞后效应和累

¹ 参考“周期的力量”系列之三:《谁是下一个? ——美国银行业三大风险评估》。

² 参考“央行笔记”系列之三:《货币政策“矫枉过正”的风险有多大?》。

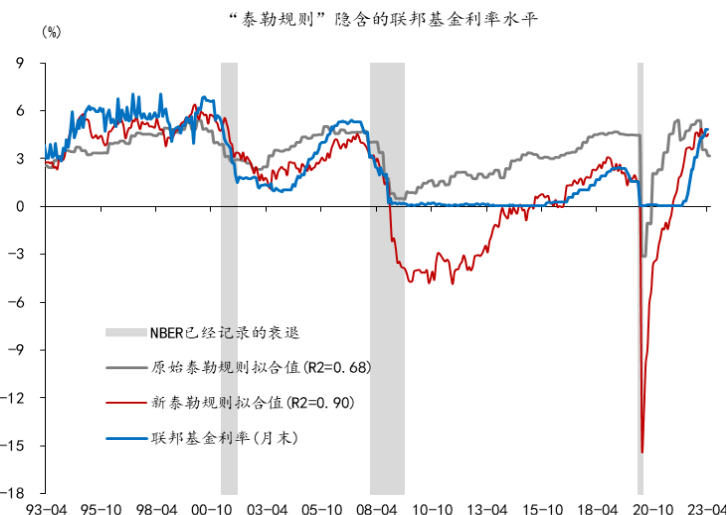
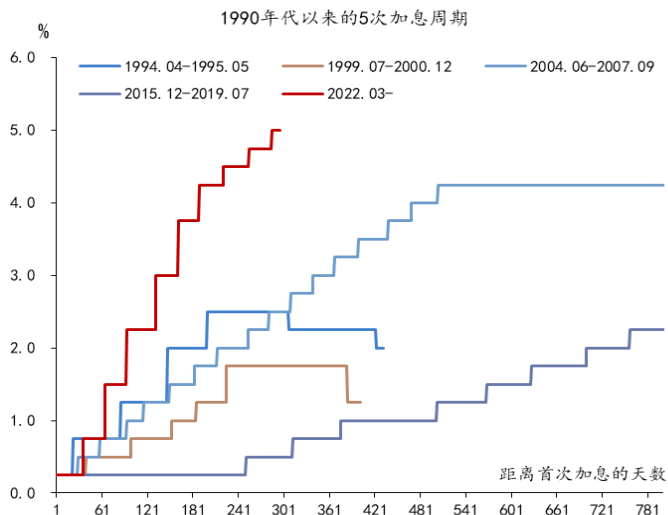
³ Jason Choi et al., 2022. Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate, FRBSF Economic Letter, November 7.

⁴ 参考沃勒的演讲: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20230120a.htm>

计效应。即使 5 月例会后美联储暂停加息，货币紧缩效应也在强化，因为 3 月以来短端实际利率已经转正，并且还将趋于上行（通胀趋于下行）。我们认为，如同 2022 年美联储加息“落后于曲线”（behind the curve）一样，降息周期的开启或将再次“落后于曲线”¹——“泰勒规则”隐含的“影子”联邦基金利率已经低于联邦基金利率水平。

图表 15: 美联储近 5 次加息周期的比较

图表 16: 联邦基金利率或已经处于“充分紧缩”水平



来源: Wind、国金证券研究所

在“周期的力量”系列之二²，我们归纳了 20 世纪 60 年代以来“去通胀”背景下美国经济 3 次“软着陆”的共性：1. 美联储需要遵守“逆风而行”规则，即在通胀压力兑现之前提高利率，以尽早遏制通胀，压缩加息周期的长度和降低加息的幅度，并在经济放缓后果断降息；2. 基本面参数对“着陆”的方式有显著影响。以高 GDP 增速、高职位空缺率、高期限利差、偏高的失业率、低居民杠杆率的变化率、低通胀为初始条件的货币紧缩周期更有可能实现软着陆。其中，最为关键的是通胀水平及其一阶导数。

对照本次加息周期的现实，我们认为，美国经济或难以逃逸衰退。美联储放弃了“逆风而行”规则，转而依赖于数据进行决策（data-dependent），使其行动总是落后于曲线（behind the curve）。例如 2021 年，由于追求就业的“实质性改善”，本轮加息周期大幅落后于通胀，进而拉长了加息周期（超过了 3 次软着陆的均值），也抬升了加息的幅度。截止到 4 月底，美国经济基本面转弱的信号逐渐增强（包括劳动力市场³），银行风险持续发酵。然而，通胀水平仍处高位。美联储已经再次“落后于曲线”，很可能“矫枉过正”。

（二）衰退的“强信号”：失业率上行是衰退的必要条件，3.9%是一个重要观测值

劳动力市场状况可被视为经济的“温度计”。失业率或可作为全面衡量经济基本面状况最有效的单一变量之一。因为，一方面，失业率是典型的滞后指标，是经济衰退的“最后一道关卡”；另一方面，失业率上行对应着劳动报酬（或增速）的下降，且低收入者劳动报酬占比和边际消费倾向更高，必然会传导至个人消费支出，影响美国经济的“基本盘”（个人消费支出占 GDP 的比重超过 70%）。

NBER 衰退与失业率上行区间高度重合（并非百分百重合）。失业率上行一定幅度或可作为经济衰退的必要条件。衰退区间可被认为是失业率上行区间的一个“子集”。从月频数据看，衰退与失业率的上行并不是一一对应的关系，言外之意，失业率既可能在衰退之前开始上升（例如 2008 年 1 月为衰退的起点，失业率的低点却为 2007 年 5 月），也可能在衰退结束后（复苏阶段）继续上行，即所谓的“无就业复苏”（Jobless recovery），如 1990-91 年、2001 年和 2008-09 年衰退后的复苏。简而言之，NBER 周期的顶点或低谷并不一定对应着失业率的极小值或极大值。

¹ 参考“央行笔记”系列之四：《从结束加息到降息的“距离”——美联储 5 月例会解读和政策展望》。

² “周期的力量”系列之二：《证伪“不衰退”：美国经济，这次不一样？》。

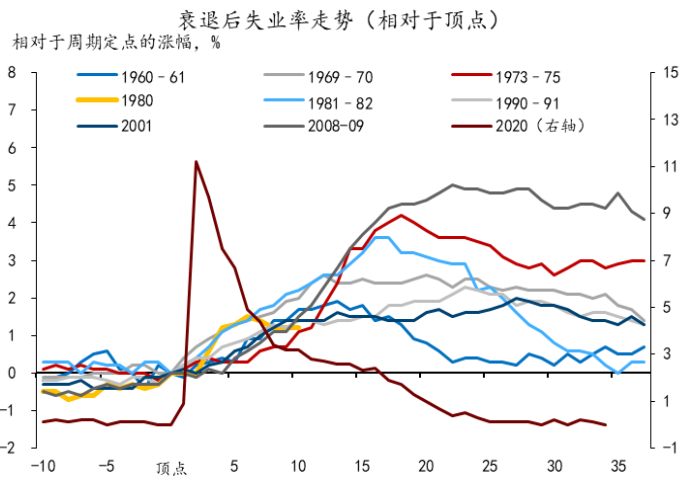
³ 参考报告：《美国劳动力市场“转弱”的信号和条件》

图表17: 失业率的周期特征



来源: NBER、Wind、国金证券研究所

图表18: 周期顶点之后, 失业率大多开始上行



失业率上行的斜率是实时跟踪衰退的起点的关键标准。文献中一般使用失业率上行的斜率来界定衰退的起点¹。前美联储主席伯南克²和前波士顿联邦储备银行行长埃里克·罗森格伦 (Eric Rosengren)³都指出, 失业率每上升 0.5 个百分点或以上, 经济就会出现衰退。高盛的一篇研究提出, 如果失业率的三个月移动平均值相对于前一年的最低水平上升超过 0.35 个百分点, 那么经济就处于衰退之中⁴。布鲁金斯学会 2019 年的一篇论文认为, 失业率上升 0.5 个百分点是经济衰退的重要信号⁵。里士满联储的最新文章实证检验了失业率和初领失业救济金预测衰退起点的准确性。5% 的显著性水平对应的两个“临界值”分别是: 失业率同比上涨 0.4 个百分点; 初领失业救济金人数同比上涨 13.5%。所以, 综合而言, 失业率上升 0.35-0.5 个百分点是经济进入衰退象限的早期信号。

图表19: 利用失业率和初领失业救济金人数预测衰退

显著性水平	阈值		概率					
	失业率 (同比变化, %)	初领失业救济金人数 (季调同比, %)	失业率			初领失业救济金人数		
			单独	谘商会经济同步指数	期限利差 (10y-3m)	单独	谘商会经济同步指数	期限利差 (10y-3m)
1%	1.3	24.7	0.7	0.7	0.55	0.55	0.54	0.61
5%	0.4	13.5	0.2	0.19	0.19	0.21	0.19	0.2
10%	0.2	7.4	0.11	0.11	0.04	0.09	0.09	0.08
2023年4月	-0.2	9.96	0.05	0.09	0.04	0.14	0.15	0.15

来源: Hornstein, 2023; 国金证券研究所

当然, 如果失业率跨过临界值之后不久便回落, 那大概率是一次“假衰”⁶。所以, 当出现衰退信号后, 还要求失业率上行的幅度最终超过一个“门槛”, 事后才可称之为衰退。20 世纪 60 年代以来的 9 次衰退中, 失业率上行幅度最小的一次是 1980 年衰退——持续 6 个

¹ Hornstein, 2023. Unemployment Changes as Recession Indicators, Economic Brief, Federal Reserve Bank of Richmond.

² 2007 年 3 月的联邦公开市场委员会会议。

³ 2007 年 12 月的联邦公开市场委员会会议。

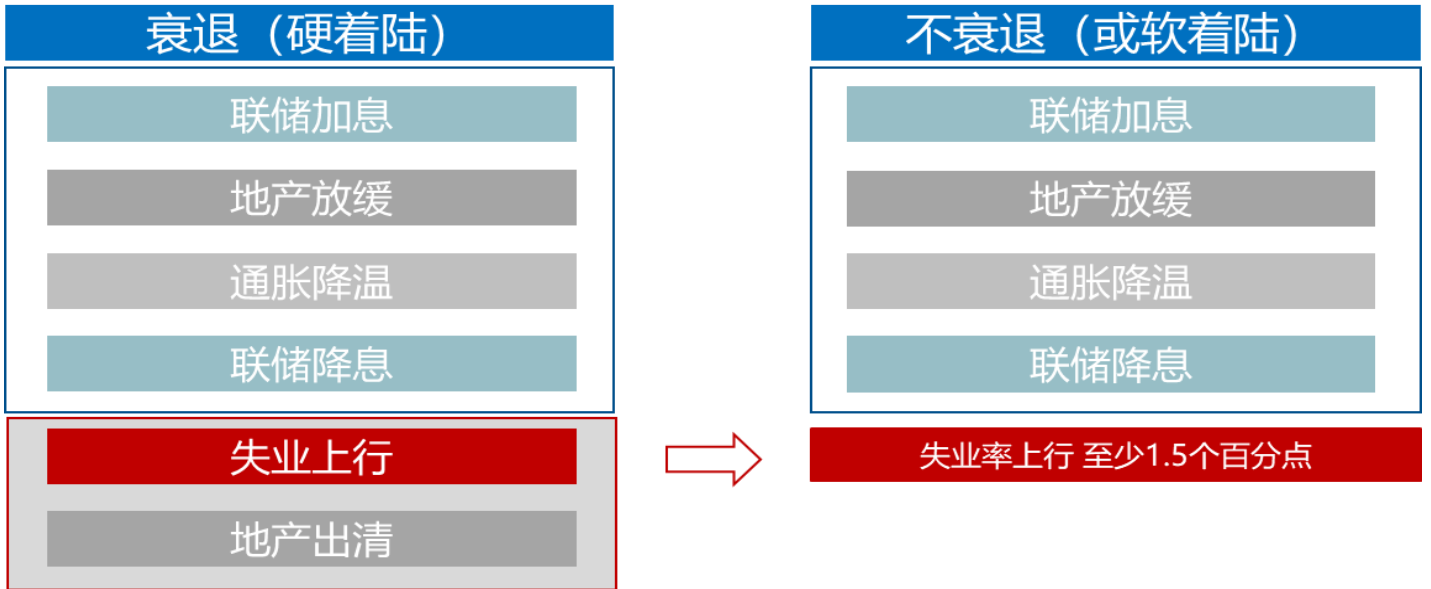
⁴ Hatzius et al., 2012. Another Look at Our Unemployment/Recession Rule of Thumb, GS.

⁵ Claudia Sahm, 2019. Direct Stimulus Payments to Individuals. Brookings.

⁶ 1960 年以来, 仅 2003 年 7 月出现过。

月，失业率上升了1.5个百分点。FOMC理事沃勒(Waller)在2022年的文章中称¹：美国的职位空缺率会下降到新冠肺炎以前的水平，失业率增幅将小于1%（升至4.5%左右，这大致等于经济预测摘要(SEP)中预测的2023年和2024年的失业率的水平。），并认为这符合“软着陆”的定义。所以，美联储认为，本次紧缩周期可以兼顾“去通胀”和“软着陆”。在5月例会的新闻发布会的问答环节²，鲍威尔认为“这次真的不一样”，美国经济逃逸衰退的概率比陷入衰退更高。

图表20：区分衰退与否的关键：失业率上行的幅度



来源：国金证券研究所

图表21：2023年3月经济预测摘要(SEP)认为，美国经济可以在“软着陆”的条件下实现2%通胀目标³

变量	中位数预测			
	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.4	1.2	1.9	1.8
2022年12月预测	0.5	1.6	1.8	1.8
失业率	4.5	4.6	4.6	4
2022年12月预测	4.6	4.6	4.5	4
PCE通胀	3.3	2.5	2.1	2
2022年12月预测	3.1	2.5	2.1	2
核心PCE通胀	3.6	2.6	2.1	2
2022年12月预测	3.5	2.5	2.1	2
联邦基金利率	5.1	4.3	3.1	2.5
2022年12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5

来源：美联储、国金证券研究所

基于 NBER 周期分析框架和基于失业率/初领失业救济金人数对美国经济是否已经进入衰退

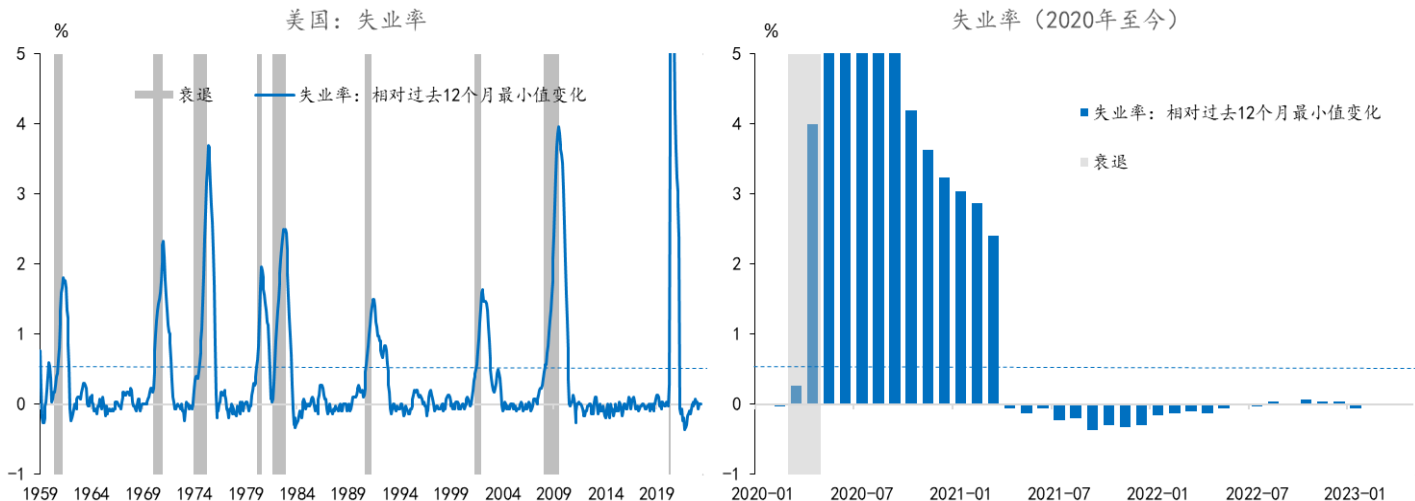
¹ Figura, Andrew, and Chris Waller (2022). "What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?," FED S Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 29, 2022, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3190>.

² 详见深度报告：《央行笔记系列之四：从结束加息到降息的“距离”》。

³ 虽然2月和3月例会纪要中均承认“温和衰退”的可能性，但

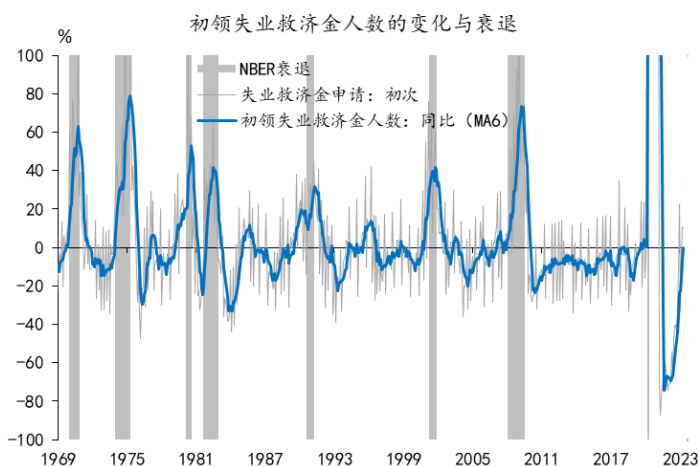
退阶段的结论是一致的：尚未开始，但周期的顶点已经若隐若现。至少可以说，衰退的警报尚未解除。截至 2023 年 4 月，美国失业率仍处在 3.5% 低位，失业率同比变化尚未触及 10% 显著性水平对应的“临界值”（约 3.9%），但初领失业救济金人数涨幅已经超过 10% 显著性水平下的临界值。

图表 22：失业率同比变化仍处于负值区间，衰退信号依然较弱



来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：初领失业救济金人数的周期性特征



图表 24：2022 年以来，领取失业救济金人数趋于上行

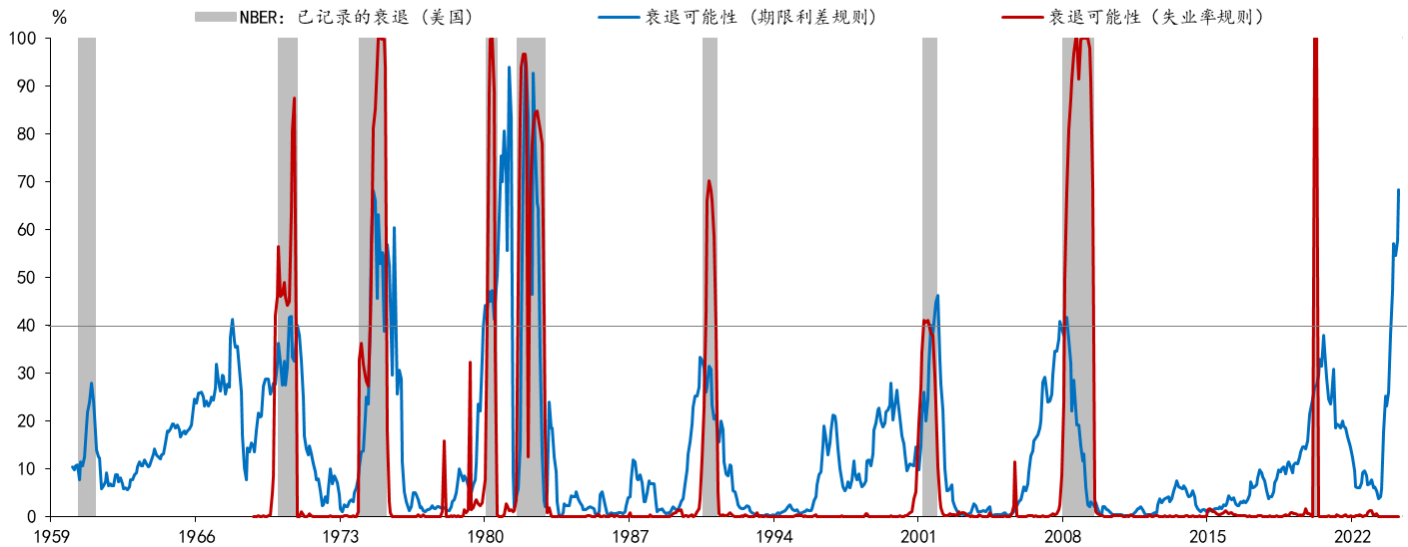


来源：NBER、Wind、国金证券研究所

基于期限利差和失业率变化的两种衰退预测规则并不矛盾。前者是领先指标，预测的是未来 12 个月内的衰退的概率。后者为同步指标，是识别衰退是否正在发生的概率。交叉验证，相得益彰。经验上，基于期限利差预期的衰退概率总是领先于失业率规则的衰退概率上行。当前的状态是，基于期限利差的概率模型认为，未来 12 个月内衰退的概率已经升至 68%，失业率规则认为，衰退尚未开始。1959 年以来，当期限利差隐含的衰退概率升至 40% 以上时，美国经济只有一次逃逸衰退（1967 年）。

图表25: 美国经济衰退的概率: 期限利差规则与失业率规则的比较

美国经济: 衰退的概率



来源: NBER、美联储、Wind、国金证券研究所 (更新到 2023 年 4 月)

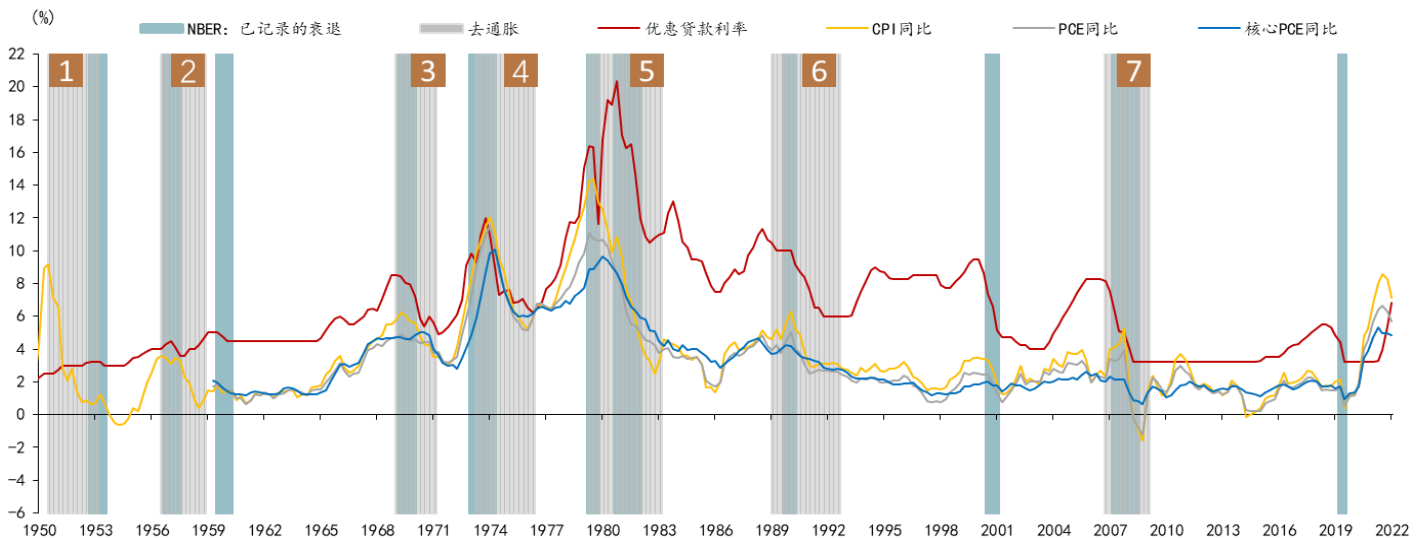
二、这次不一样? 加息“去通胀”背景下, 美国经济或难以逃逸衰退

(一) 以史为鉴: 二战结束以来的 7 次“去通胀”, 美国经济均出现了“硬着陆”

本文选用 CPI¹划分“去通胀”区间: (1) 计算季度 CPI 的趋势值。将月度的 CPI 指数取平均得到季度数据, 计算环比折年率, 以 9 期中心移动平均值为 CPI 通胀的趋势值 (简称“趋势 CPI”); (2) 根据趋势 CPI 确定极大值与极小值。如果第 t 期的趋势 CPI \geq 其前四个季度与后四个季度的趋势 CPI (即局部最大), 则第 t 季度即为去通胀阶段的起点; 如果第 k 期的趋势 CPI \leq 其前四个季度与后四个季度的趋势 CPI, 则第 k 季度即为去通胀阶段的终点; (3) 排除低通胀 (低于 2%) 和低波动时期, 选用核心 PCE 通胀, 排除的时间段包括: 1995 年 9 月-1998 年 3 月、2000 年 6 月-2002 年 6 月、2011 年 12 月-2015 年 3 月。

图表26: 衰退往往是“去通胀”必要的代价

美国: 去通胀与硬着陆相伴而生



来源: Cecchetti et al. (2023)、Wind、国金证券研究所

¹ 具体计算方法可参考: Cecchetti et al., 2023. Managing Disinflations, U.S. Monetary Policy Forum, Working Paper.

美国历史上7次“去通胀”的经验是：(1) CPI去通胀的幅度平均为4.1个百分点(区间为1.9%至9.1%)，平均时长为12个季度(区间为9-15个季度)，每季平均去通胀的幅度0.3% (区间为0.2-0.6%)；(2) 核心CPI去通胀的幅度平均为2.4% (区间为1.2-4.9%)，平均时长为15个季度(区间为6至24个季度)，每季平均去通胀0.2个百分点(区间为0.1-0.3%)；(3) 失业率平均上行2.7个百分点(区间为1.8-4.8%)，平均持续时间11-16个季度，每季平均上行0.2%(区间为0.1-0.3%)；(4) CPI与核心CPI的牺牲率(sacrifice ratio)的均值分别为0.8和1.5——通胀率每下降1个百分点，失业率分别上行0.8和1.5个百分点(中位数为0.7和1.6；CPI的牺牲率的区间为0.3-1.3；核心CPI的牺牲率区间为0.4-3.7)。

值得强调的两个特征是：(1) 时间序列上看，牺牲率趋于上行；(2) 无论是CPI还是核心CPI，通胀的起始点越高，去通胀的幅度越大(或斜率越大)，牺牲率可能越低。例如，1951年和1980年CPI去通胀的幅度分别为5.2%和9.1%，牺牲率仅为0.3和0.4，排名倒数第一和第二，核心CPI去通胀的幅度分别为4.1%和4.9%，牺牲率分别为0.4和0.7，排名倒数第一和第二；

所以，经济衰退(即“硬着陆”)是“去通胀”的“必经之路”。1950年以来，美国共经历了7次“去通胀”，无一例外地都以经济衰退为代价¹——某种意义上，衰退也是去通胀的手段²。Cecchetti et al. (2023)回顾了1950年以来发生在美国、加拿大、德国和英国的17次“去通胀”的经验，结果也表明：没有任何一次可以在不付出巨大经济代价的前提下大幅度地去通胀(超过两个百分点³)。

后疫情时代“去通胀”的起点是2022年底，趋势CPI约为7.5%。以历史均值计算，趋势CPI下降到2%，失业率或需要上行4.4个百分点(失业率上行至7.8%)，即使按最小牺牲率(0.3)计算，失业率也需要上行1.7个百分点(失业率上行至5%以上)。

图表27: 美国、加拿大、德国和英国17次“去通胀”，均以经济衰退而告终

起始年	整体CPI			核心CPI			失业率			牺牲率(失业率变化/通胀率变化)	
	持续时间(季)	降幅(%)	单季降幅	持续时间(季)	降幅(%)	单季降幅	持续时间(季)	升幅(%)	单季升幅	CPI	核心CPI
美国											
1951	11.0	5.2	0.5	15.0	4.1	0.3	11.0	1.8	0.2	0.3	0.4
1957	10.0	2.3	0.2	20.0	1.2	0.1	11.0	1.9	0.2	0.8	1.6
1969	9.0	1.9	0.2	8.0	1.4	0.2	13.0	2.2	0.2	1.2	1.6
1974	13.0	4.1	0.3	6.0	1.8	0.3	11.0	2.9	0.3	0.7	1.6
1980	16.0	9.1	0.6	17.0	4.9	0.3	16.0	3.5	0.2	0.4	0.7
1989	15.0	2.6	0.2	24.0	2.2	0.1	13.0	1.9	0.1	0.7	0.9
2007	10.0	3.6	0.4	13.0	1.3	0.1	15.0	4.8	0.3	1.3	3.7
均值	12.0	4.1	0.3	14.7	2.4	0.2	12.9	2.7	0.2	0.8	1.5
加拿大											
1974	11.0	3.5	0.3	10.0	2.7	0.3	17.0	2.6	0.2	0.7	1.0
1981	15.0	8.1	0.5	12.0	7.1	0.6	13.0	4.5	0.3	0.6	0.6
1990	16.0	4.9	0.3	15.0	4.8	0.3	17.0	3.7	0.2	0.8	0.8
德国											
1973	19.0	4.2	0.2	18.0	3.7	0.2	26.0	3.4	0.1	0.8	0.9
1981	23.0	6.0	0.3	24.0	4.7	0.2	20.0	4.8	0.2	0.8	1.0
1992	16.0	3.8	0.2	26.0	5.1	0.2	29.0	5.0	0.2	1.3	1.0
英国											
1975	14.0	11.0	0.8	9.0	8.2	0.9	15.0	2.2	0.1	0.2	0.3
1980	26.0	13.4	0.5	26.0	12.3	0.5	28.0	6.5	0.2	0.5	0.5
1990	14.0	6.0	0.4	18.0	8.1	0.5	14.0	3.7	0.3	0.6	0.5
2007	28.0	2.1	0.1	20.0	1.4	0.1	19.0	2.0	0.1	1.0	1.4

来源: Cecchetti et al. (2023)、国金证券研究所

后疫情时代通胀的特殊性在于，全球供应链和劳动力的负向供给侧正冲击较为显著。所以，在去通胀的早期，供给侧的修复“对冲”了需求侧的收缩，使得牺牲率保持在低位。这可能使得本次去通胀的牺牲率或低于历史中位数场景(或“大滞胀”时期)。

本轮加息周期中，关于美国经济可能逃逸衰退的一个似是而非的逻辑是：紧张的劳动力市场有助于美国经济“不衰退”。这是倒果为因，也不符合历史经验。美国1960年以来的9次衰退都出现在劳动力市场紧张状态之后。紧张的劳动力市场反映了过去一段时间美国经

¹ 8次衰退，第5次去通胀区间包含两次衰退。

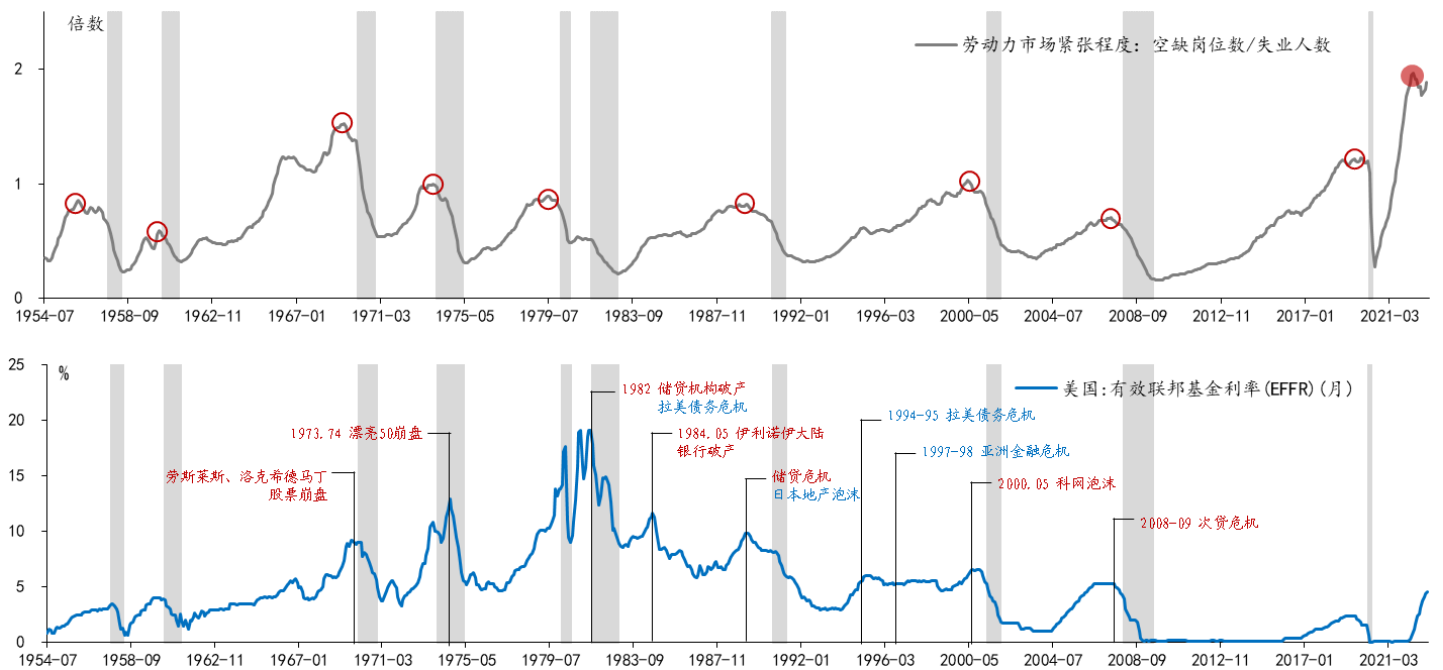
² 当然，并非每一次衰退，都是以“去通胀”为背景的，例如1960年、2001年和2020年。

³ 美国1969年去通胀幅度为1.9个百分点。

济的韧性，但却不是证明未来将继续保持韧性的论据。

紧张的劳动力市场不仅不是软着陆的充分条件，反而是衰退的预警指标。二战结束以来的衰退基本都出现在劳动力市场偏紧时期之后。背后的经济解释是：劳动力市场越紧张，工资通胀压力越大，货币政策就越可能收紧，信用周期下行期越长，经济下行压力越大。在美联储加息的中后期，经常发生某种形式的金融危机（美国或海外），引发信用和经济急剧收缩，迫使货币政策“急刹车”。

图表28：经验显示，劳动力市场越紧张，经济越有可能硬着陆



来源：Richter et al., 2023. Job vacancy, unemployment relationship clouds 'soft landing' prospects, Federal Reserve Bank of Dallas. 国金证券研究所

经验上，1955年-2019年，随着通胀率的上行或失业率的下行，美国经济在未来1年或2年内衰退的概率都会增加。例如，当通胀率从3%提高至5%时，美国经济在未来1年内衰退的概率从27%升至45%，两年内衰退的概率从48%升至62%。类似地，当失业率从6%下降至4%时，1年内衰退的概率从25%升至42%，两年内衰退的概率从47%升至69%。当通胀率超过5%，且失业率低于5%时，未来1年内衰退的概率为100%。当通胀率超过4%，且失业率低于5%时，未来两年内衰退的概率为100%。

图表29：不同通胀率和失业率的组合下，美国经济衰退的概率

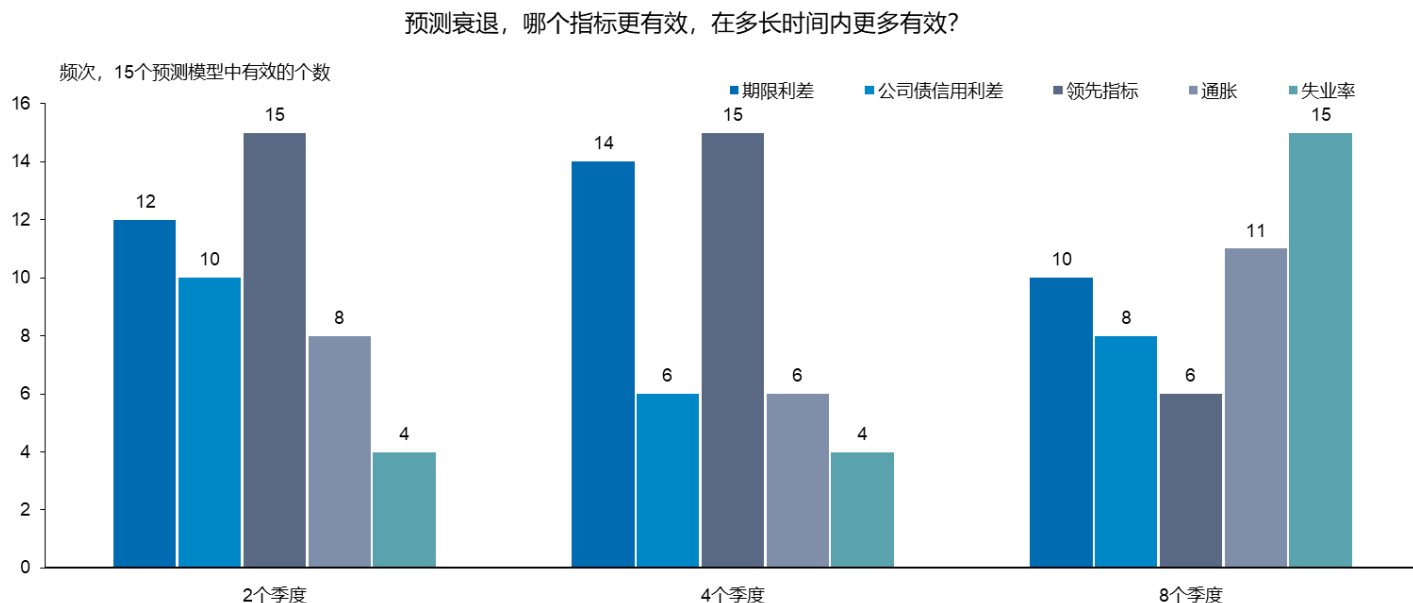
	季均通胀率（大于）	季均失业率（小于）	1年内衰退的概率	2年内衰退的概率	样本量	最近一次出现的时间
通胀	3%		27%	48%	95	2021Q2
	4%		37%	59%	51	2021Q2
	5%		45%	62%	29	2021Q3
失业		6%	25%	47%	142	2021Q2
		5%	31%	57%	83	2021Q4
		4%	42%	69%	26	2022Q1
通胀+失业	3%	6%	43%	75%	53	2021Q2
	3%	5%	54%	85%	26	2021Q4
	3%	4%	54%	85%	13	2022Q1
	4%	6%	59%	89%	27	2021Q2
	4%	5%	73%	100%	11	2021Q4
	4%	4%	57%	100%	7	2022Q1
	5%	6%	83%	100%	12	2021Q3
	5%	5%	100%	100%	5	2021Q4
	5%	4%	100%	100%	3	2022Q1

来源：Alex Domash, Lawrence H. Summers, 2022. Overheating conditions indicate high probability of a US recession, CEPR、国金证券研究所

说明：时间区间为 1955-2019 年。

从预测的角度看，通胀率或失业率均可作为经济衰退的领先指标，在 8 个季度的预测步长内，两者的表现比期限利差、公司信用利差和 OECD 综合领先指标更好。美国国债期限利差常被用来预测 12 个月内经济衰退的概率。实际上，金融市场中的资产价格、经济活动的领先指标和经济状态指标（如失业、通胀等）都有助于预测衰退，专注于其中一个子集可能会产生误导，并且，还应区分最佳预测步长。其中，失业率的最佳预测步长是 8 个季度——失业率越低，未来 8 个季度内衰退的概率越高。结合图表 29 推算，美国经济衰退的起点最早或在 2023 年 3 季度之前，最晚或在 2024 年 1 季度之前。

图表30：三类指标预测衰退的有效性的比较：失业率在 8 个季度预测步长内最有效



来源：Kiley, Michael T., 2023. Recession Signals and Business Cycle Dynamics: Tying the Pieces Together, Finance and Economics Discussion Series 2023-008. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. 国金证券研究所

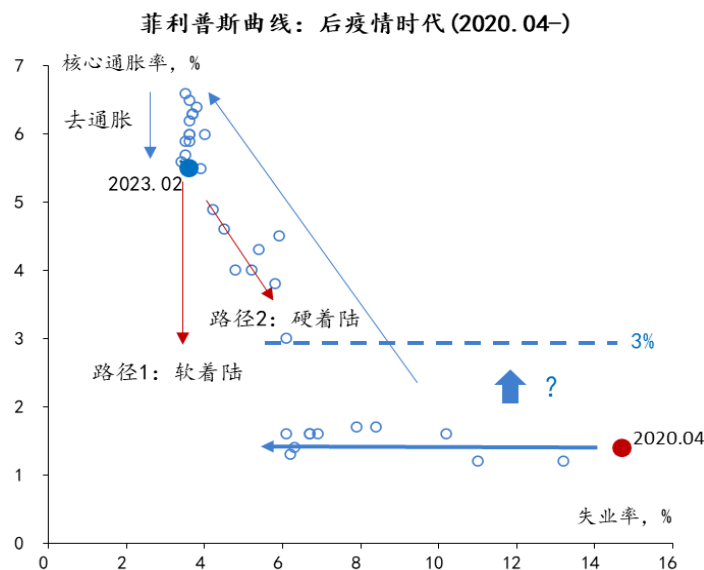
（二）鱼与熊掌不可兼得：“牺牲率”和“菲利普斯曲线”的时变特征

2020 年 4 月以来，美国经济实现了从再通胀（reflation）到去通胀的转变。若以 CPI 通

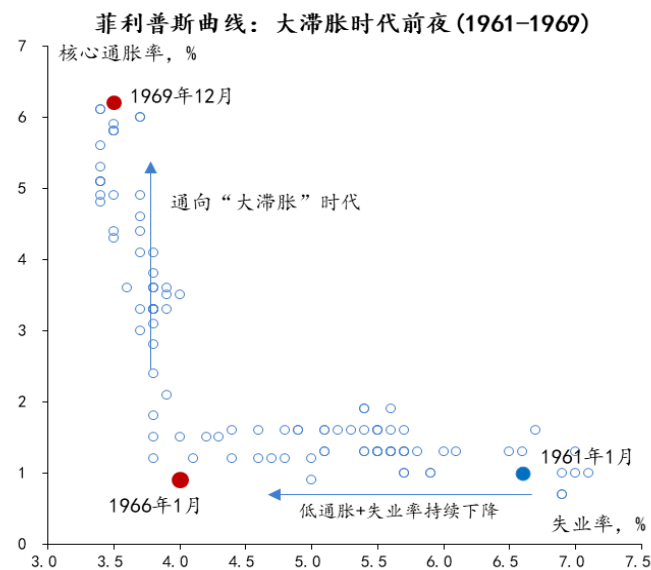
胀率划分区间，2022年6月之前为再通胀阶段，此后为去通胀阶段，2022年7月至2023年3月CPI累计下行幅度为4%。若以核心CPI为分界，2022年9月(6.6%)之前为再通胀阶段，此后为去通胀阶段。截止到2023年3月，核心CPI已经下降至5.6%，累计降幅1个百分点。但失业率却依然维持在3.4%的低位，且2022年10月以来一直处在3.4-3.7%之间窄幅波动。这意味着，本阶段的菲利普斯曲线是垂直的，牺牲率约等于零。

那么，在去通胀的“下半场”——从商品去通胀到服务去通胀，失业率还能继续维持在低位吗？如图31所示，下一阶段的去通胀，是路径1还是路径2？我们认为，由于牺牲率和菲利普斯曲线是非线性的，不宜线性外推2022年下半年至今美国去通胀的经验，认为下一阶段美联储依旧可以在失业率保持低位的前提下降低通胀中枢。

图表31：非线性的菲利普斯曲线：后疫情时代



图表32：非线性的菲利普斯曲线：大滞胀时代前夜



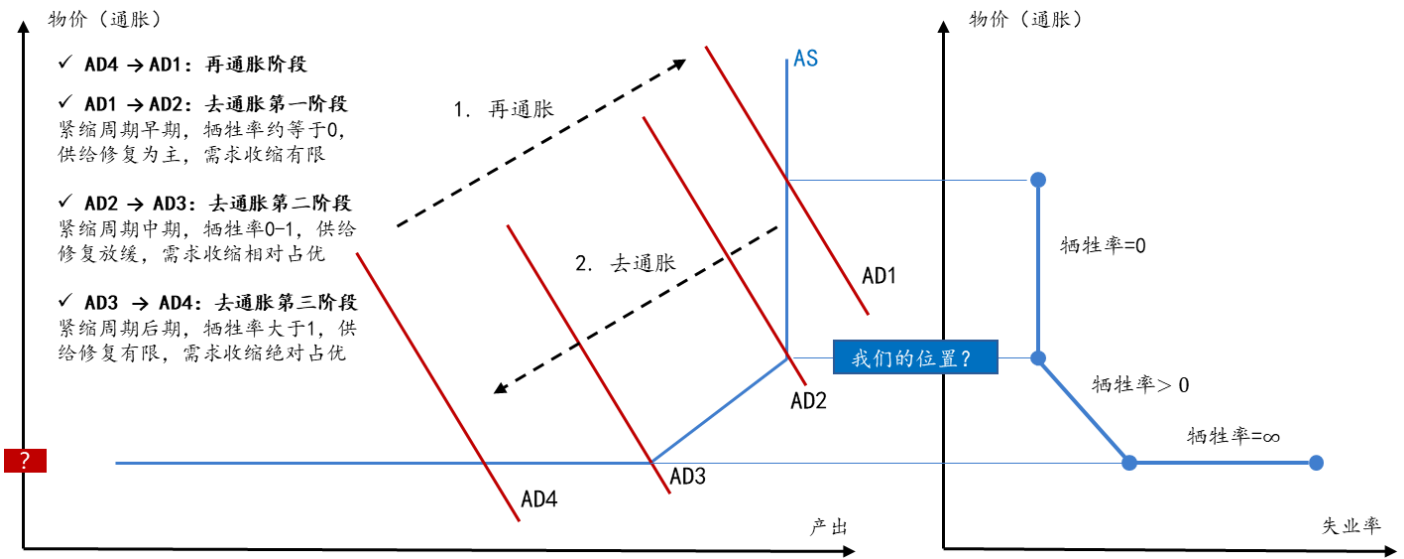
来源：Wind、国金证券研究所

如何理解牺牲率或菲利普斯曲线的非线性特征？这意味着，在通胀的不同水平，每一单位去通胀对应的失业率的上升幅度是不同的。底层逻辑是，劳动力市场越紧张，通胀的弹性越大。换言之，在去通胀的早期阶段，由于劳动力市场比较紧张，牺牲率会比较低¹——菲利普斯曲线是垂直的，在去通胀的后期，随着劳动力市场转弱，牺牲率则会上升——菲利普斯曲线趋于平坦化。

理论上如何解释？非线性的菲利普斯曲线对应着非线性的供给曲线。美联储收紧货币政策会向左平移总需求(AD)曲线，实现去通胀的目的。去通胀的第一阶段位于供给曲线的垂直部分(AD1到AD2)，总需求的收缩只会降低通胀中枢，不会抬升失业率。但当需求曲线位于AD2的位置后，进一步收紧货币政策，可继续降低通胀水平，但失业率也会同步上行——对应着正向的供给曲线和负向的菲利普斯曲线。当去通胀进入到第三阶段后(AD3到AD4)，供给曲线呈水平状态，货币紧缩已不能降低通胀中枢，只会抬升失业率。货币政策本不应该继续收缩，但该通胀水平如果高于政策目标，政策当局或只能如此，毕竟该通胀水平只能事后确认。

¹ 参考 Cecchetti et al. (2023)。

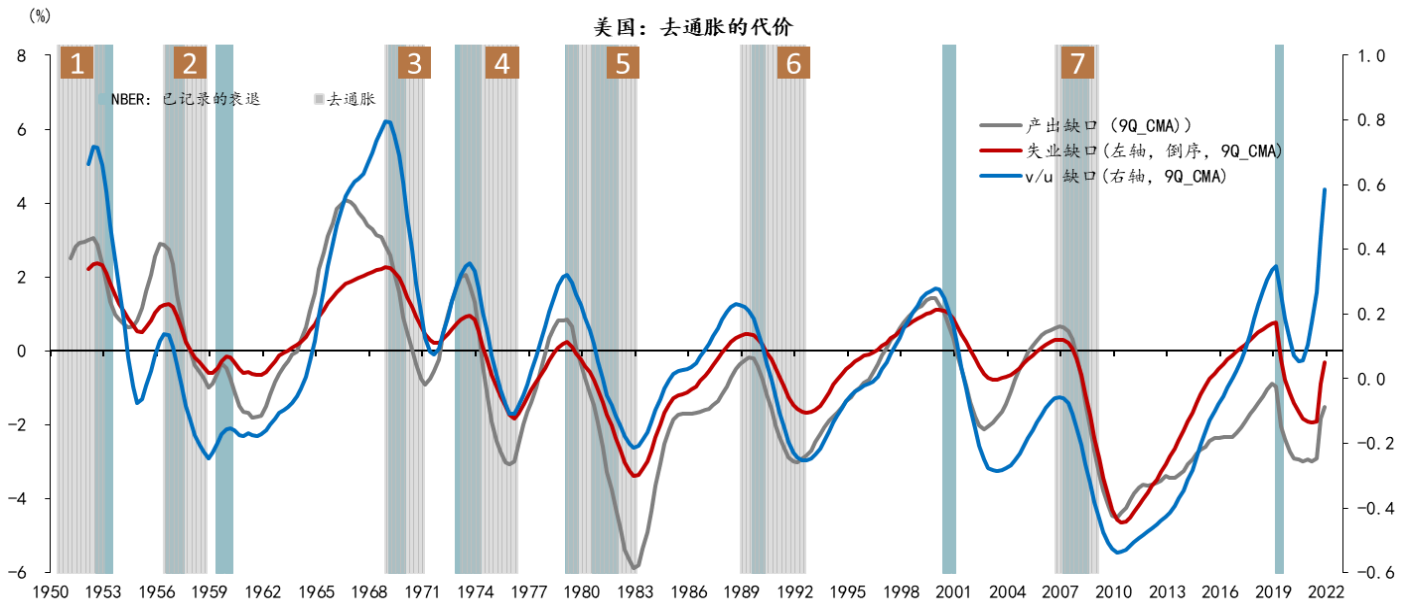
图表33：非线性的菲利普斯曲线：一个理论解释



来源：笔者绘制、国金证券研究

是否符合事实？美国历史上7次“去通胀”的经验表明，去通胀与失业率的上升并存，美联储“鱼与熊掌不可兼得”¹。并且，牺牲率随着通胀的下降而抬升。在计算牺牲率时，分子端还可以使用失业缺口、 u/v （或 v/u 缺口）或产出缺口的变化。失业率只是衡量劳动力市场松紧程度（slackness）的指标之一。文献中常用的指标还有失业缺口（失业率-自然失业率）和空缺岗位数/失业人数（ v/u ，每位求职者对应的工作岗位数）。此外，产出缺口（output gap）是常用的衡量经济总体经济松紧状况的指标。

图表34：“去通胀”的代价：失业缺口、产出缺口和 v/u 缺口是一致的



来源：Cecchetti et al. (2023)、wind、国金证券研究所

无论如何计算牺牲率，去通胀的代价²都是经济衰退，且不同指标之间具有较高的一致性（但衰退程度有差异）。以趋势CPI和牺牲率的中位数为例，通胀每下降1个百分点，失业率就会上行0.4个百分点，失业缺口和产出缺口上行0.5个百分点， v/u 和 v/u 缺口下降0.09个百分点。对应本次去通胀，参考牺牲率的中位数，趋势CPI从7.5%下降到2%，要求失业率上升2.2个百分点（升至约5.5%），失业缺口和产出缺口上升2.8个百分点，

¹ 值得强调的是，作为结果的“去通胀”，并不都归功于美联储货币紧缩政策，也不应将所有的“牺牲”都归罪于美联储。货币政策只能作用于需求侧，而通胀的波动则是供给侧与需求侧相互作用的结果。

² 此处不考虑是否是美联储紧缩政策所致。

v/u 和 v/u 缺口下降 0.5 (v/u 的峰值为 2, 时间点为 2022 年 5 月)。

图表 35: 1950Q1-2022Q4 期间 7 次去通胀阶段的牺牲率统计

去通胀阶段	持续时间	失业率		失业缺口		产出缺口		v/u		v/u 缺口	
		GPI	核心PCEPI	GPI	核心PCEPI	GPI	核心PCEPI	GPI	核心PCEPI	GPI	核心PCEPI
1951Q2-1953Q4	11	0.1				0.4					
1957Q2-1959Q3	10	0.4		0.4		0.5		0.07		0.06	
1969Q4-1971Q4	9	0.8	1.6	0.8	1.5	0.6	1.1	0.27	0.53	0.27	0.52
1974Q1-1977Q1	13	0.4	1.4	0.4	1.3	0.5	1.6	0.07	0.23	0.06	0.22
1980Q1-1983Q4	16	0.2	0.5	0.3	0.5	0.4	0.8	0.03	0.07	0.04	0.07
1989Q4-1993Q2	15	0.6	1.1	0.7	1.2	0.7	1.3	0.13	0.22	0.14	0.25
2007Q3-2009Q4	10	1.2	4.1	1.2	4.1	1.3	4.5	0.11	0.38	0.12	0.40
中位数	11	0.4	1.4	0.5	1.3	0.5	1.3	0.09	0.23	0.09	0.25

来源: Cecchetti S G, Feroli M E, Hooper P, Mishkin F S, Schoenholtz K L(2023)、WIND、国金证券研究所

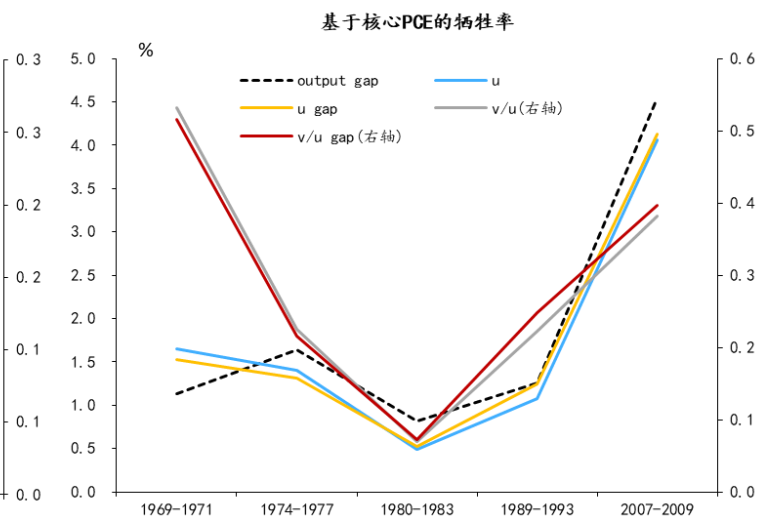
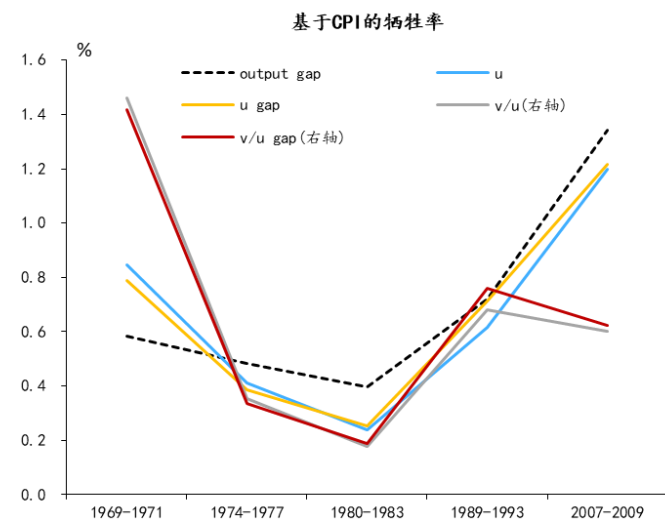
说明: 表中的通胀率和松弛变量均为趋势值(9 个季度的中心移动平均), 牺牲率为趋势通胀率下降 1 个百分点所对应的趋势松弛变量的变化。

牺牲率与货币政策的可信度与经济结构(尤其是劳动力市场结构)有关: 货币政策可信度越高、劳动力市场越灵活(长期合同占比小), 牺牲率越低¹。这也是本次牺牲率或偏低的可能解释。一方面, 自沃尔克时代以来, 美联储赢得了“通胀斗士”的美誉, 2012 年又确立了 2% 通胀目标制, 美联储政策的可信度大幅提升, 至今长期通胀预期仍未“脱锚”便是证明; 另一方面, 美国经济结构方面, 服务业占比持续提升, 灵活就业(小时工)人数占比随之上行, 工会参与率持续下降, 这些因素都使得劳动力市场的灵活性上升。

牺牲率具有显著的时变特征, 近半个世纪以来整体呈现“U 型”, 低点出现在 1980-1983 年去通胀, 始于 1969 年和 2007 年的去通胀都对应着较高的牺牲率。这对应着前文提到的特征事实: 去通胀的起点越高(幅度越大), 斜率越陡, 牺牲率反而越小。一个合理的推理是: 在一个完整的去通胀周期内, “下半场”的牺牲率很可能大于“上半场”。

图表 36: CPI 去通胀和“牺牲率”的时变性

图表 37: 核心 PCE 去通胀和“牺牲率”的时变性



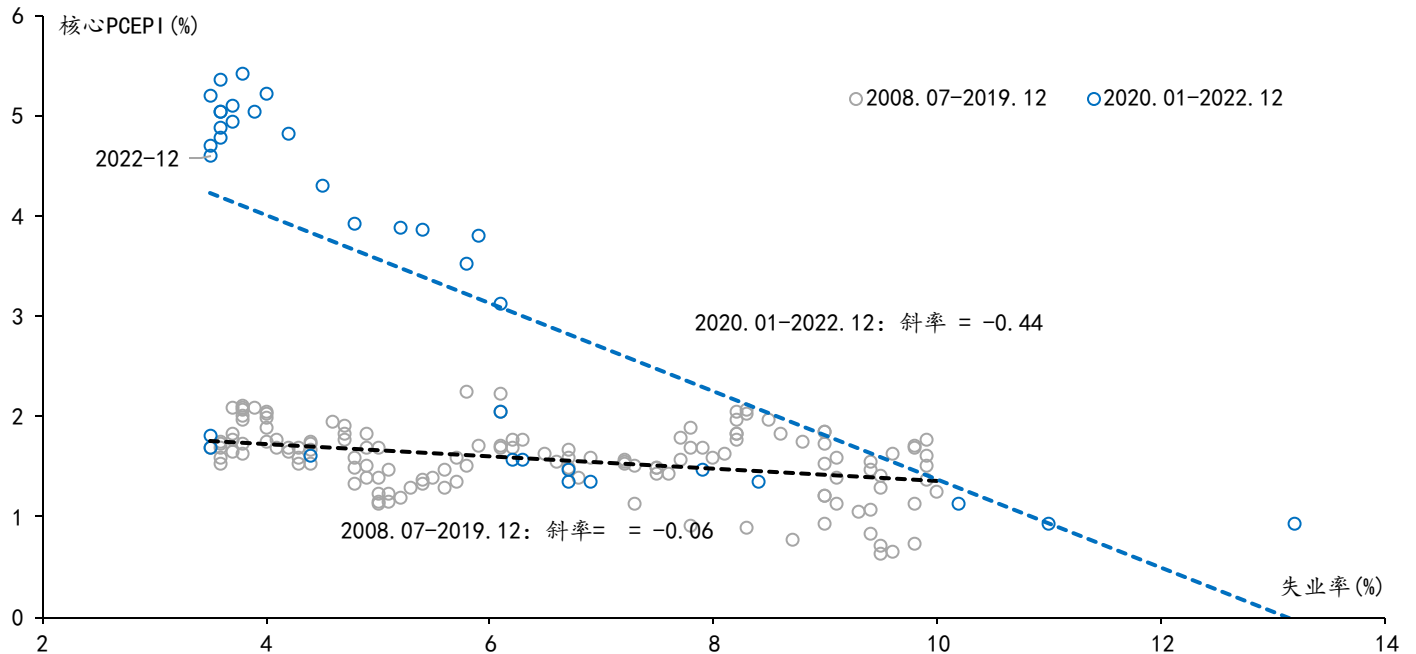
来源: Cecchetti S G, Feroli M E, Hooper P, Mishkin F S, Schoenholtz K L(2023)、WIND、国金证券研究所

牺牲率的时变性对应着菲利普斯曲线斜率的时变性: 垂直的菲利普斯曲线对应的牺牲率为零; 水平的菲利普斯曲线对应的牺牲率为无穷大; 负向的菲利普斯曲线对应的牺牲率大于零。20 世纪 80 年代中期以来, 菲利普斯曲线趋于平坦化, 这对应着极高的牺牲率(但此

¹ Cecchetti et al., 2023.

阶段“去通胀”的压力趋于缓解)。新冠疫情以来,菲利普斯曲线重新陡峭化,斜率从 2008-2019 年的-0.06 变为-0.44。这意味着,核心 PCE 通胀每下降 1 个百分点,失业率可能上升超过 2 个百分点。关键问题是,下一阶段的“去通胀”路径,是图表 31 中的路径 1 还是路径 2?

图表 38: 菲利普斯曲线: 从平坦化到陡峭化



来源: Wind、国金证券研究所

不确定的是拐点何时出现,但确定的是:垂直的菲利普斯曲线是过度形态,平坦的菲利普斯曲线或疫情之前的“稳态”,从垂直到平坦必将经历倾斜阶段——该阶段,通胀率与失业率是替代关系。

三、去通胀“下半场”:服务业去通胀阶段,失业率或趋于上行

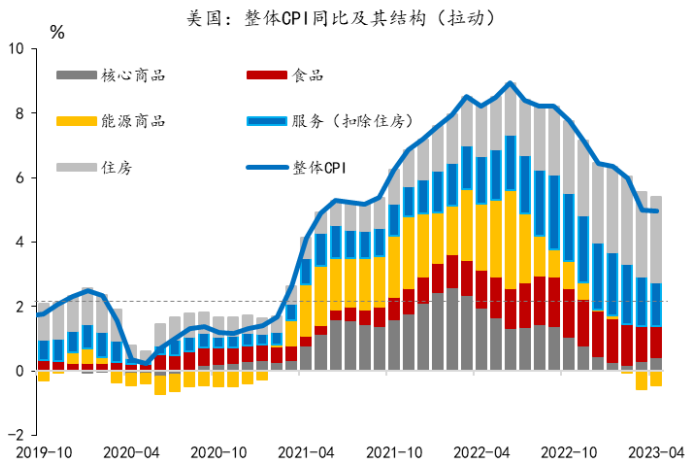
(一) 去通胀的历程:从“上半场”到“下半场”,美联储更难平衡“双重使命”

2022 年 2 季度至今,美国经济去通胀进程持续推进,三个主要特征是:第一,商品去通胀为主,服务去通胀为辅,前者已基本完成,后者还处于早期。商品 CPI 通胀已经从 2022 年 3 月的高点(14.11%)下降到 2023 年 3 月的 1.6%(4 月反弹至 2.2%)。故可以说,商品去通胀已经完成,下一阶段的任务是防范商品的“二次通胀”风险。但服务业 CPI 同比依然在 6.8%高位,相比高点(7.6%, 2023 年 1 月)仅下降了 0.8 个百分点。一方面,租金通胀(即住房)仍处在高位——2023 年 4 月为 8.2%,拉动 CPI 2.7 个百分点(贡献率 55%),拉动服务 CPI 4.6 个百分点(贡献率 68%),这属于统计层面的“技术性滞后”¹;另一方面,扣除租金的服务通胀——4 月读数为 5.2%,高点出现在 2022 年 9 月(8.2%)——主要受工资驱动²,从而与劳动力市场紧张状态有关。

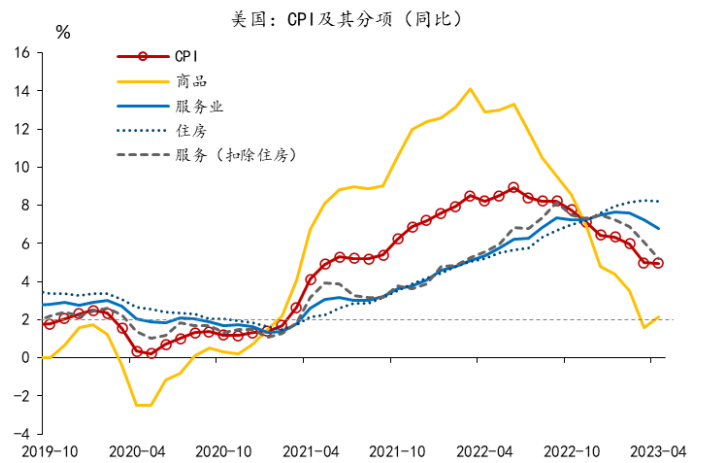
¹ 参考: <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2022/05/18/how-does-the-consumer-price-index-account-for-the-cost-of-housing/>

² 从相关系数上来说,核心服务(不扣除租金)通胀与工资的相关系数更高(0.83,扣除租金的服务通胀与工资的相关系数为 0.66)。

图表39: 美国去通胀的进度 (整体CPI)



图表40: 商品去通胀基本完成, 服务去通胀还在初期

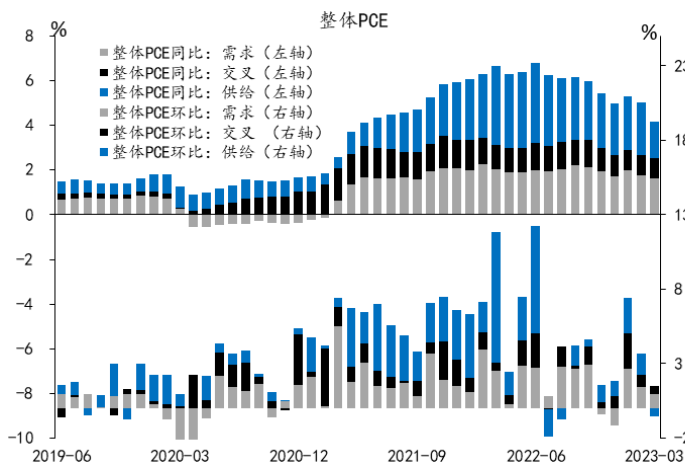


来源: Wind、国金证券研究所

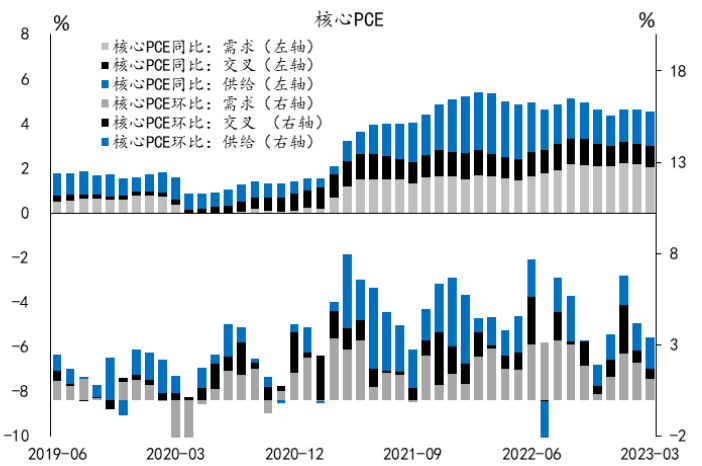
第二, 供给侧修复占主导, 需求收缩的贡献相对有限。市场常常从物价的篮子分析通胀的结构, 但它们实际上有共同的“因子”, 即供给和需求¹。以PCE通胀为例, 3月PCE通胀为4.2%, 其中, 供给拉动1.6%, 需求拉动1.7%, 交叉项为0.9%。2022年7月以来, 供给侧拉动从3.6%快速下降, 3月首次降至需求侧拉动以来。反观需求侧拉动, 降幅则非常有限(2022年9月的高点为2.2%)。3月核心PCE通胀为4.6%, 供给拉动1.5%, 需求拉动2.1%, 交叉项为1%——需求拉动是供给拉动的1.4倍, 2022年5月的低位为0.6。

美联储面对的或是一道二选一的“单选题”。截止到3月底, 无论是整体PCE还是核心PCE通胀, 需求都成为了主导因素。这既可以解释去通胀“上半场”为何失业率没有上行, 也能推理出去通胀的下半场“鱼与熊掌不可兼得”。

图表41: 美国整体PCE通胀的分解



图表42: 美国核心PCE通胀的分解



来源: SF Fed、Wind、国金证券研究所

第三, 非周期性 (Acyclical) 通胀持续下行, 周期性 (Cyclical) 通胀持续创新高²。截止到2023年3月, 美国核心PCE通胀的下行(几乎)全部由非周期因素贡献(3月周期项开始下行), 也即结构性因素(或供给侧)。核心PCE通胀的高点出现在2022年9月(5.2%), 周期项和非周期项均拉动了2.6%。2023年3月核心PCE下降至4.6%, 周期项和非周期项分别拉动了2.9%(贡献率63%)和1.7%(贡献率37%)。可见, 周期项是核心PCE下行的主要拖累。从周期项的构建方法可以得到, 其下行阶段的开启往往以失业缺口

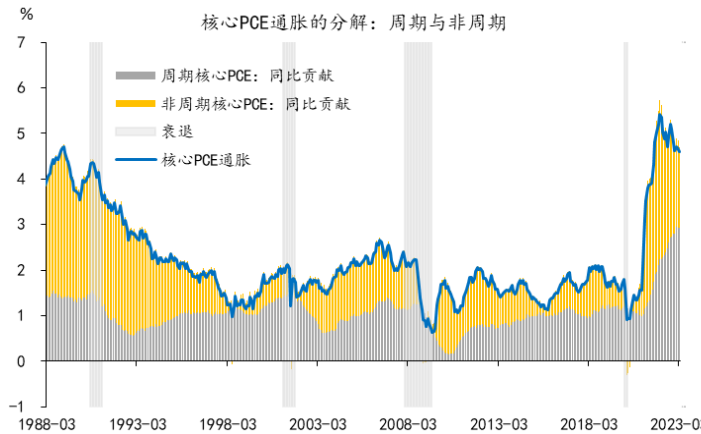
¹ 参考美联储(旧金山)的分析: <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

² 为了确定哪些支出更具周期性或非周期性, Mahedy-Shapiro (2017) 建立了一个菲利普斯曲线模型, 认为, 如果某一支出类别的通货膨胀率与失业缺口负相关, 并且在统计上显著, 则该类别被认为是周期性的。反之, 则认为是非周期性的。参考: <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/cyclical-and-acyclical-core-pce-inflation/>

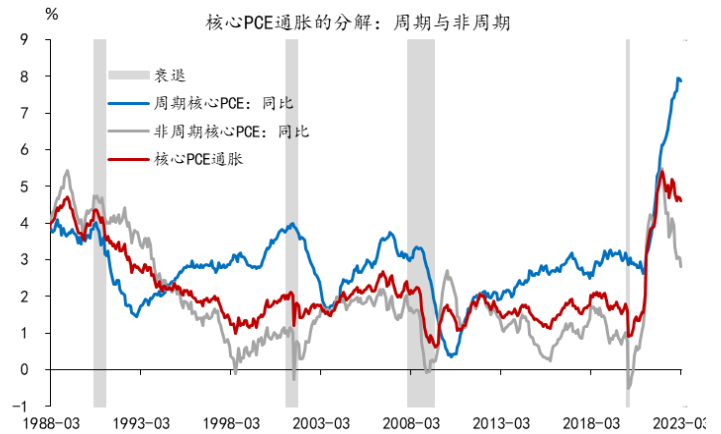
的下降为前提，这也是 NBER 衰退阶段的典型特征。

房屋通胀和工资增速都具有强顺周期性。在样本期内，房屋通胀与周期项的相关系数高达 0.88，与非周期项的相关系数仅为 0.30。亚特兰大联储薪资增长指数（3 个月移动平均）与周期项的相关系数高达 0.79，与非周期项相关系数仅为 0.11。换言之，周期性通胀的下行，或以房屋通胀或工资增速下行为前提。短期而言，前者确定性较高，后者则依赖于拉动力市场状况的变化。

图表 43: 美国核心 PCE 通胀的分解: 周期与非周期

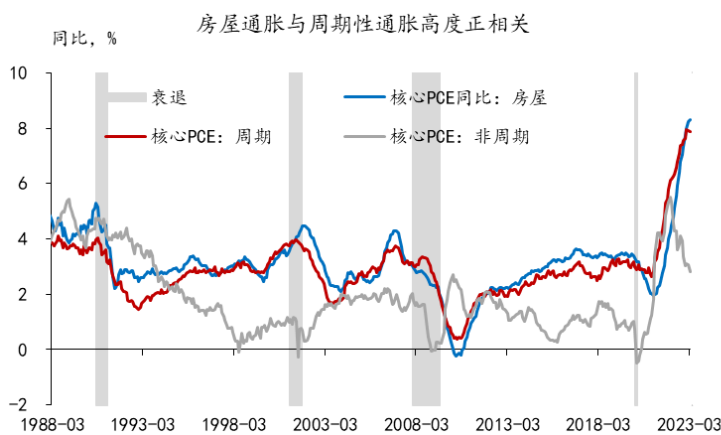


图表 44: 核心 PCE 通胀的下降主要受非周期因素驱动

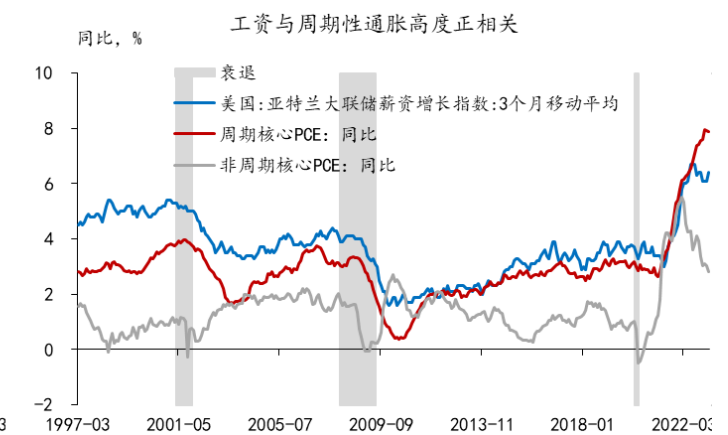


来源: Fed (旧金山)、Wind、国金证券研究所

图表 45: 房屋通胀具有强顺周期性



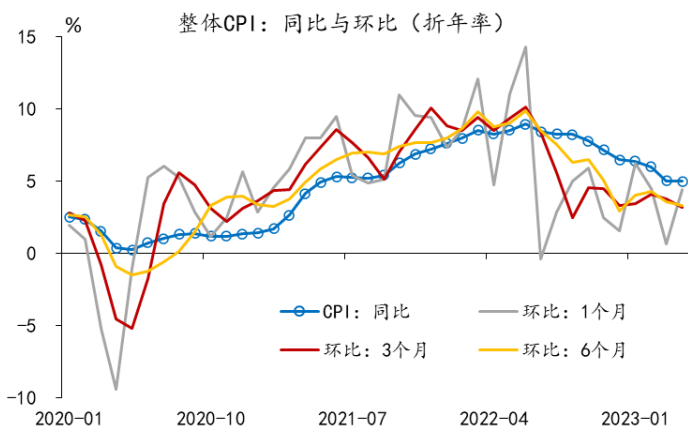
图表 46: 工资具有强顺周期性



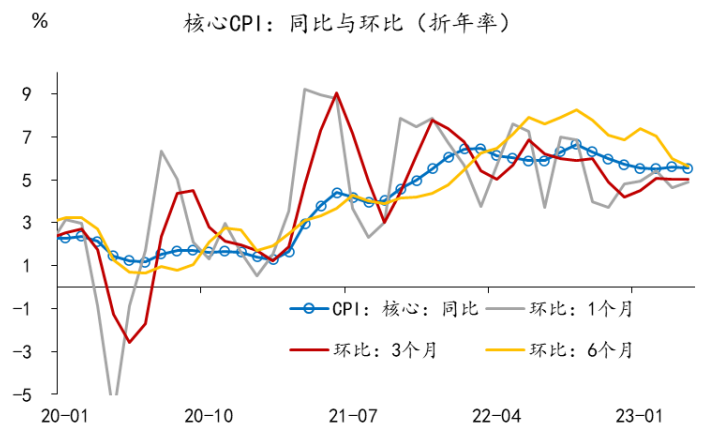
来源: Fed (旧金山)、Wind、国金证券研究所

去通胀“上半场”的 3 个特征事实，在一定程度上解释了为什么通胀率的下行和失业率维持低位可以并存——供给侧修复为主，需求侧收缩的贡献非常有限。关键问题是，该阶段还会持续多久？时至 2023 年中，美国去通胀的斜率趋于平坦化。虽然 CPI 同比延续下行态势，但环比（折年率）却开始走平，甚至有所反弹。年初以来，CPI 的 3 个月和 6 个月环比分别从 3.3% 和 2.9% 反弹至 4.1% 和 4.3%。核心 CPI 同比开始走平，6 个月环比持续高于同比，1 个月和 3 个月环比分别从 3.7% 和 4.2% 反弹至 5.4% 和 5.1%。

图表47: 美国去通胀的进度与斜率 (整体CPI)



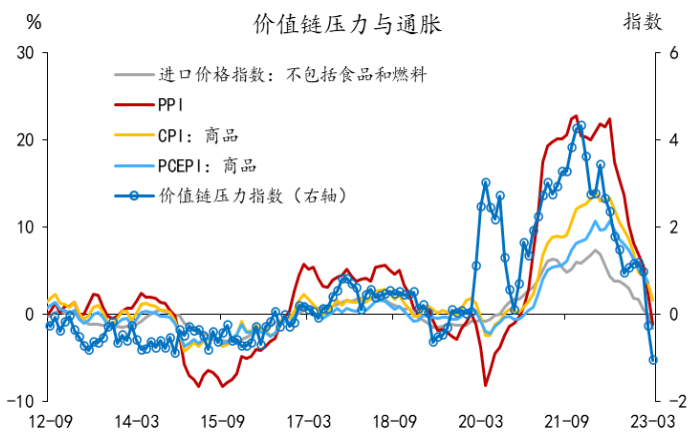
图表48: 美国去通胀的进度与斜率 (核心CPI)



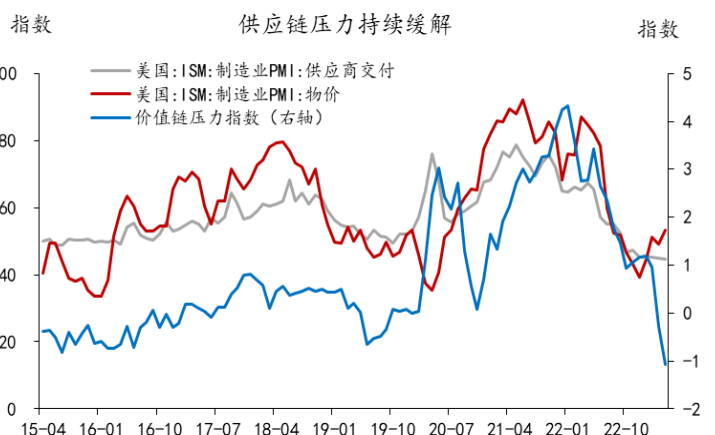
来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023 年 4 月)

供给侧(或成本侧)的解释是:第一,全球供应链修复已经非常充分,继续改善的空间较为有限。ISM 制造业“供应商交付时间”开始走平,2023 年 2 月纽约联储全球价值链压力指数已经下降至负值区间,均低于疫情前水平;第二,原油价格受到成本和 OPEC+联合减产的支撑,下行空间以后先,国际航运价格(如瑞罗的海干散货指数、CCFI 综合指数)及美国国内的物流经理人指数(LMI)也基本回到了疫情之前的水平;

图表49: 价值链压力指数与商品通胀同步性较高



图表50: 供应链进一步修复的空间有限

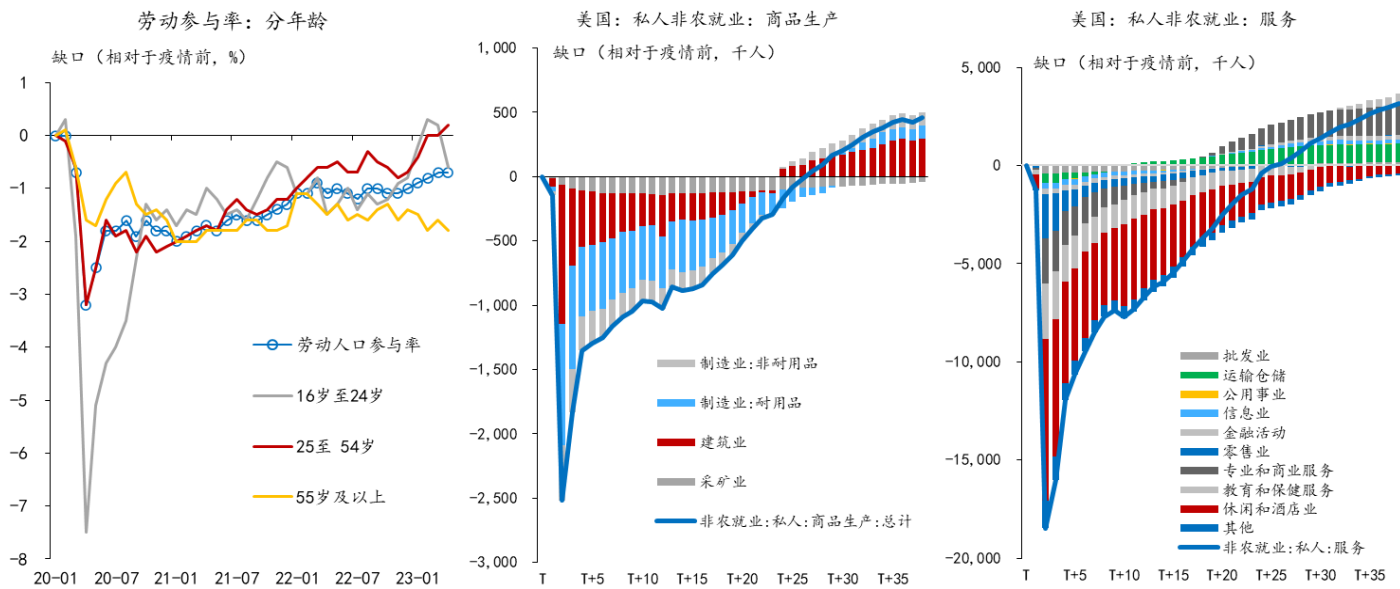


来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

第三,劳动参与率提升的空间也越来越有限。截止到 4 月底,美国劳动参与率离疫情前(2020 年 2 月)仍有 0.6 个百分点的缺口,但进一步收敛的动能或将放缓。分年龄结构看,16-24 岁和 25-54 岁年龄段人口的劳动参与率均已经修复到疫情前,但 55 岁以上年龄段人口的缺口仍高达-1.8%。并且,2022 年 1 月(-1.1%)以来,缺口还在扩大。该部分即为“提前退休”人群。随着经济的重启,“提前退休”人群并未表现出回归就业市场的迹象。理论上,对于任何主体,失业时间越久,技能退化就越严重,回归劳动力市场的概率就越低,尤其是对于高年龄段的“弱势群体”¹。

¹ 可参考美联储货币政策报告(2023 年 3 月),网址: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-summary.htm>

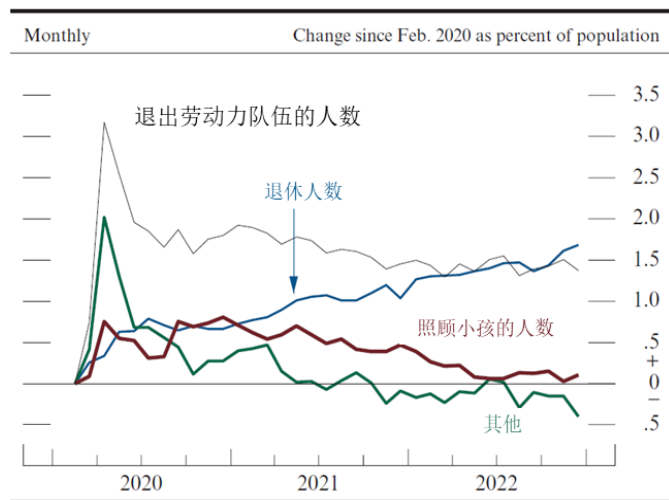
图表51: 劳动力供给侧修复的空间不断收窄



来源: Wind、国金证券研究所

说明: 劳动参与率“缺口”, 以2020年1月为参照系。

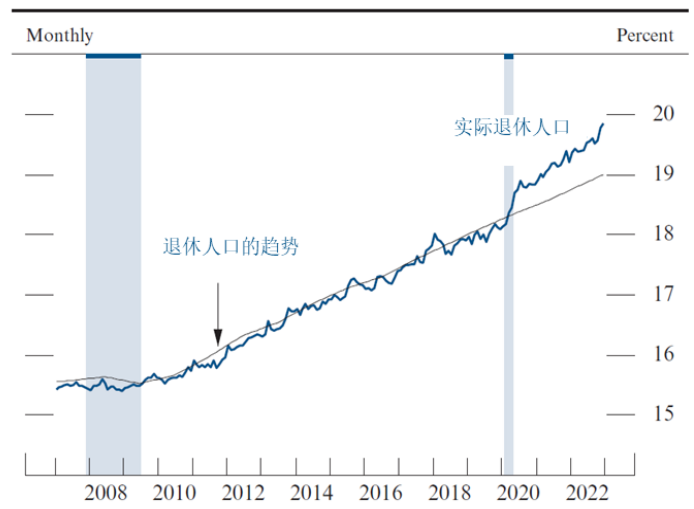
图表52: 美国退出劳动力市场的人口数及其结构



来源: 美联储、国金证券研究所

说明: Fed, Monetary Policy Report (2023.03), 网址: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-summary.htm>

图表53: 退休人口份额的趋势与现实

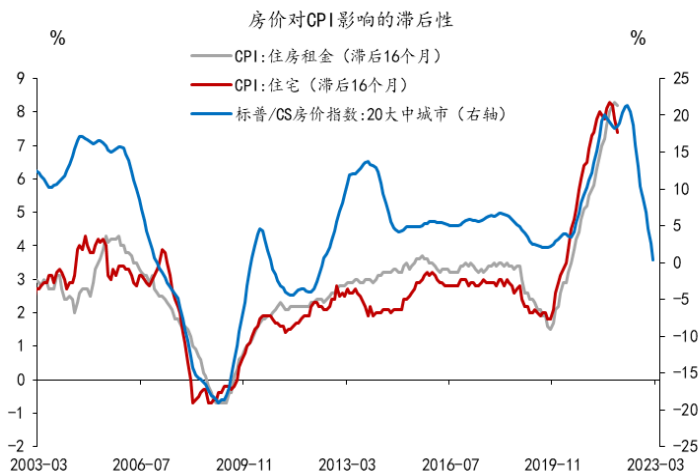


换言之, 去通胀“下半场”将主要依赖于需求侧的收缩。由于租金拐点渐行渐近, 服务去通胀相较上半年或有提速, 斜率的不确定性主要来源于商品通胀的反弹和工资通胀的粘性。我们认为, 由于美国经济周期仍处于下行区间, 经济增速仍将位于潜在增速以下。不仅如此, 欧元区复苏动能开始放缓¹, 商品通胀今年下半年或维持低位震荡状态, 再通胀压力或较为温和。服务方面, 租金通胀缓和的确定性较高, 预计至年底下降至6.5%左右²。非租金服务通胀也处于下行区间, 但降幅高度依赖于工资增速下行的斜率。

¹ 参考报告:《海外经济: 疫后修复, 若隐若现的”拐点“》。

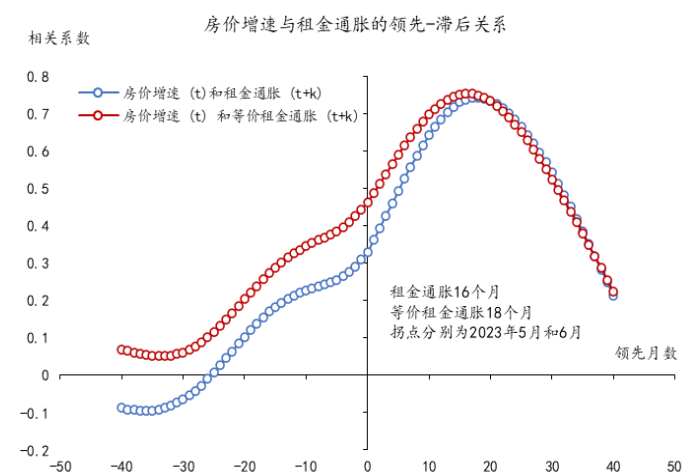
² 参考达拉斯联储的预测: <https://www.dallasfed.org/research/economics/2022/0816>

图表54: 租金通胀与房价的领先-滞后关系

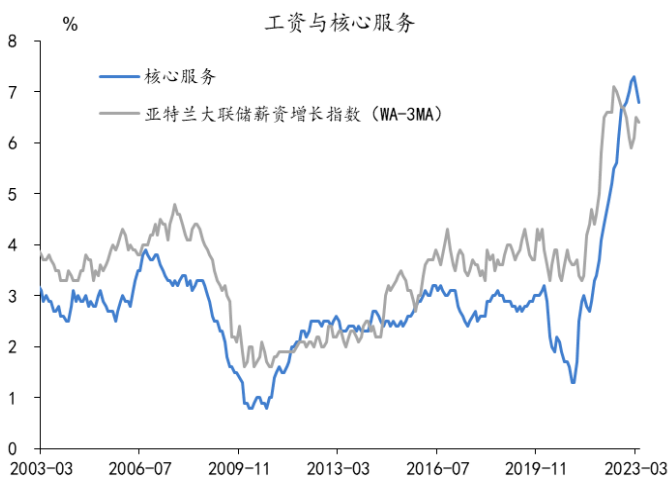


来源: Fed (Dallas)、Wind、国金证券研究所

图表55: 房价增速与租金通胀的移动相关系数

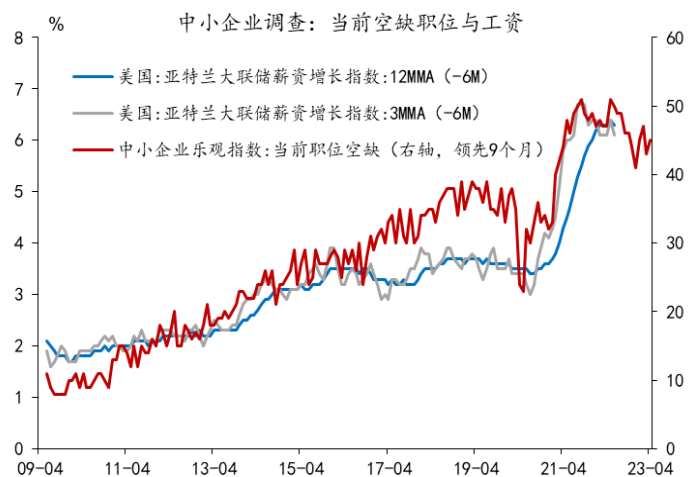


图表56: 工资增速与核心服务通胀高度相关



来源: Wind、国金证券研究所

图表57: 工资增速下行, 或以劳动需求的收缩为前提



综上所述, 美国去通胀正在进入“下半场”, 其与“上半场”不同的特征有: (1) 结构上从商品去通胀转向服务去通胀, 通胀下行的斜率趋于平坦化; (2) 从供给主导转向需求主导, 通胀下行的幅度更加依赖于需求收缩的程度; (3) 失业率或牺牲率存在上行压力, 美联储越来越难平衡就业和通胀“双重使命”。对比商品去通胀和服务去通胀的牺牲率可以发现, 后者在绝大多数时间段都超过前者。参考中位数, 服务去通胀的牺牲率较稳定地位于商品去通胀的牺牲率的两倍(或以上)。

图表58：商品去通胀与服务去通胀的“牺牲率”的比较（CPI口径）

去通胀阶段	持续时间	失业率		失业缺口		产出缺口		v/u		v/u 缺口	
		商品CPI	服务CPI	商品CPI	服务CPI	商品CPI	服务CPI	商品CPI	服务CPI	商品CPI	服务CPI
1957Q2-1959Q3	10	0.3	1.0	0.3	0.9	0.4	1.3	0.05	0.17	0.05	0.16
1969Q4-1971Q4	9	1.3	0.5	1.2	0.4	0.9	0.3	0.41	0.15	0.40	0.15
1974Q1-1977Q1	13	0.3	1.9	0.3	1.8	0.3	2.2	0.04	0.30	0.04	0.29
1980Q1-1983Q4	16	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.03	0.03	0.04	0.03
1989Q4-1993Q2	15	0.5	0.9	0.5	1.0	0.5	1.0	0.09	0.18	0.11	0.21
2007Q3-2009Q4	10	1.1	1.6	1.1	1.7	1.2	1.8	0.10	0.15	0.11	0.16
中位数	11.5	0.4	0.9	0.4	1.0	0.5	1.2	0.07	0.16	0.08	0.16

来源：WIND、国金证券研究所

图表59：商品去通胀与服务去通胀的“牺牲率”的比较（PCE口径）

去通胀阶段	持续时间	u		u gap		output gap		v/u(右轴)		v/u gap(右轴)	
		商品PCEPI	服务PCEPI	商品PCEPI	服务PCEPI	商品PCEPI	服务PCEPI	商品PCEPI	服务PCEPI	商品PCEPI	服务PCEPI
1969Q4-1971Q4	9	1.5	1.9	1.4	1.7	1.1	1.3	0.50	0.61	0.48	0.59
1974Q1-1977Q1	13	0.3	2.1	0.3	2.0	0.3	2.5	0.04	0.34	0.04	0.33
1980Q1-1983Q4	16	0.2	0.4	0.3	0.5	0.4	0.7	0.03	0.06	0.04	0.06
1989Q4-1993Q2	15	0.5	1.2	0.6	1.4	0.6	1.4	0.10	0.24	0.11	0.27
2007Q3-2009Q4	10	1.3	2.3	1.4	2.3	1.5	2.5	0.13	0.21	0.13	0.22
中位数	13	0.5	1.9	0.6	1.7	0.6	1.4	0.10	0.24	0.11	0.27

来源：WIND、国金证券研究所

美联储主席鲍威尔认为“去通胀”和“软着陆”可以共存。这是建立在供给侧持续修复的乐观的假设之上的。美国去通胀进入“下半场”，失业率和“牺牲率”的上行是通胀进一步下降的前提。

（二）3%通胀目标？美联储上调通胀目标的条件既不充分，也不必要，可能性微乎其微

在劳动力短缺、全球供应链重构和能源转型背景下，通胀中枢上行似乎已经成为共识。要想尽快实现2%通胀目标，美联储必须“制造衰退”吗？或者，为了“软着陆”，美联储会上调通胀目标吗？我们认为，美联储上调通胀目标的条件既不充分，也不必要，可能性微乎其微。中期内，美联储或坚守2%通胀目标，反而会提高对经济增速下行的容忍度。

1. 修订程序：上调通胀目标需再次修订《长期目标和货币政策策略声明》，前期还需经过长期论证和多轮国会听证

美联储的诞生反映了20世纪初美国政治-意识形态的撕裂和权力斗争的激化¹。1913年《联邦储备法案》(Federal Reserve Act)授权成立美联储，其背景是1907年金融恐慌。1907年恐慌后，美国政商界掀起了一轮关于货币与银行改革的大辩论，中心议题是如何增加货币供给的弹性。参议院议员奥尔德里奇领导“国家货币委员会”(National Monetary Committee, NMC)，耗时6年，推动《联邦储备法案》在1913年底获得国会通过。在“一战”的催化下，1914年底，美联储正式运行。

百余年来，《联邦储备法案》经过了几次重大修订，美联储制度和政策框架日臻完善。但直到2012年，美联储才明确“物价稳定”的明确含义，即确立2%通胀目标制。大萧条期间的《1933年银行法》授权设立了联邦公开市场委员会(FOMC)，《1935年银行法》拓展了联邦储备理事会(FRB)的权力，提高了FRB的独立性；二战后的《1946年银行法》指定美联储对充分就业、经济增长、稳定价格与汇率负责；“大滞胀”时代的1977年修正案

¹ 参考温格斯坦：《美联储的诞生》，浙江大学出版社2017年版。

确立了充分就业和物价稳定“双重使命”，基本确立了美联储的货币政策目标。但是，《联邦储备法案》没有明确“物价稳定”的具体含义。直到2012年，在伯南克的领导下，美联储才确立2%通胀目标制。

图表60: 《联邦储备法案》(及修正案), 以及与美联储相关的金融法案

年份	法案	主要内容
1913	《联邦储备法案》(《格拉斯-欧文法案》)	确立联邦储备系统为美国的中央银行;
1935	《1933年银行法案》	设立了联邦公开委员会(FOMC), 由7名理事会成员和5名分行代表组成, 负责制定公开市场操作决策。
1946	《1946年就业法案》	指令美联储对充分就业、经济增长、稳定价格与汇率负责;
1956	《银行控股公司法》(对麦克拉法登法的)道格拉斯修正案	明确了银行控股公司的地位, 并将对银行控股公司的监管责任授予美联储;
1977	《联邦储备法案》修正案	将美联储的政策目标确定为充分就业和稳定物价(即“双重使命”);
1980	《货币控制法案》	对所有的存款机构提出统一的准备金要求, 将其置于美联储的监管之下, 并将每个账户的存款保险提高至10万美元;
2010	《华尔街改革与消费者保护法》(《多德-弗兰克法案》)	永久性地将存款保险覆盖提高到每个账户25万美元, 增强了对金融行业的监管, 扩大了联储的权力, 消除大而不倒, 提出对银行的资本金要求, 以及对银行的自营交易采用“沃尔克规则”, 并实施了一些其他方面的新规则。直到2013年晚些时候, 该法案仍然在实施过程中。

来源: 华莱士, 《美国货币体系》; 国金证券研究所

通胀目标制是央行维持物价稳定的一种策略, 建立2%通胀目标的目的是增强政策的可信度和透明度, 强化“前瞻指引”工具的有效性和物价的稳定性。2012年1月, 美联储发布了其历史上首份《长期目标和货币政策策略声明》(简称《声明》¹), 明确了2%通胀目标制。FOMC认为, “2%的通胀率在较长时期内最符合美联储的法定职责。向公众清楚地传达这一通胀目标有助于坚定地锚定长期通胀预期, 从而促进价格稳定……”时任美联储主席伯南克认为, 2%的通胀目标有助于平衡美联储的双重使命: 它既足够低——与价格稳定的使命保持一致; 又足够高——可以在利率触及零下限之前提供足够的降息空间, 以维持美联储追求充分就业的能力²。

2. 政策声誉是一种“软实力”, 政策目标最忌讳“朝令夕改”

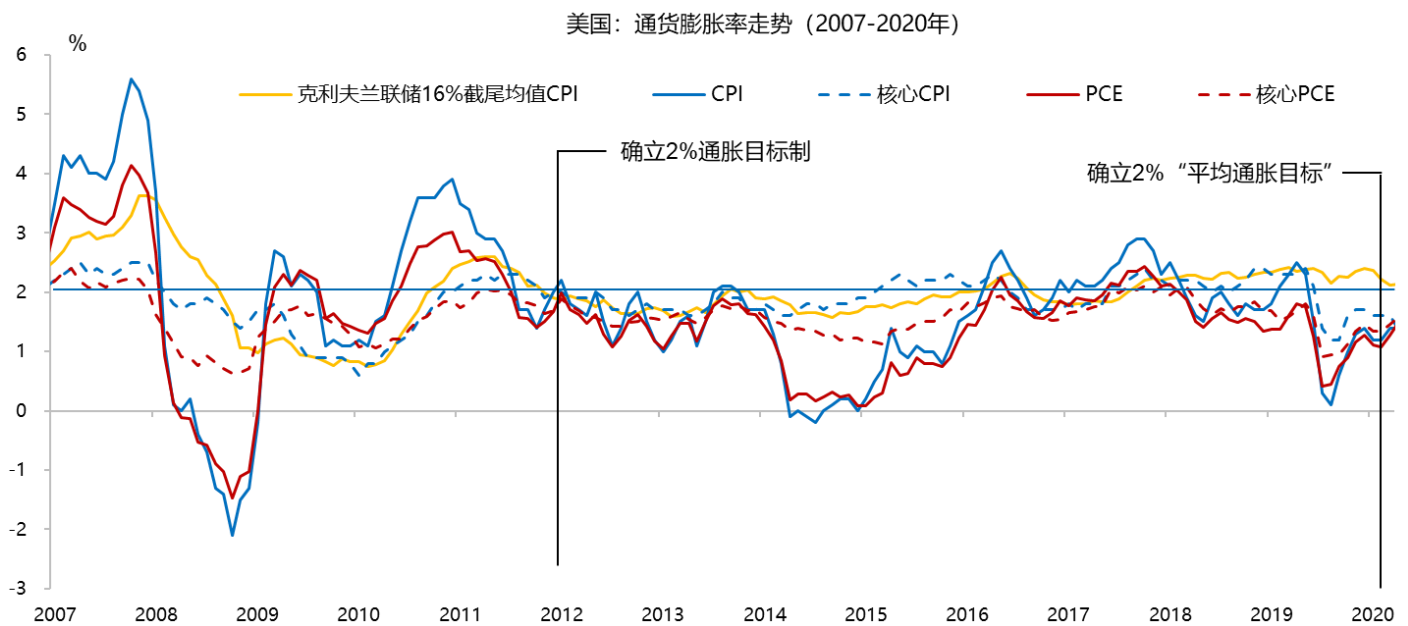
美联储货币政策的有效性建立在“承诺”的可信度上, 政策目标忌讳“朝令夕改”。2008年全球金融危机后, 在低通胀和“(名义)零利率下界”(zero lower bound, ZLB)约束下, 美联储启用了两项非常规政策工具: 量化宽松和前瞻指引, 目的是强化“零利率”政策的可信度, 降低期限溢价, 进一步拓展宽松政策空间, 以刺激经济复苏。其中, 前瞻指引的有效性建立在美联储的政策声誉上。如前文所说, 政策声誉越高, 去通胀的牺牲率越低。所以说, 政策声誉是一种“软着力”。

为实现2%通胀目标, 美联储2020年修订了《声明》, 实施了“平均通胀目标”。2008年全球金融危机之后, 美国通胀率持续低于2%目标。为了避免出现日本式的通缩困境, 2018年11月, 美联储宣布将在2019年对其货币政策战略、工具和沟通实践进行首次公开审查, 最终在2020年形成了对《声明》的修订。《声明》重新诠释了“最大就业”目标, 提出了“平均通胀目标”(或“弹性平均通胀目标”)。这意味着, 如果历史通胀低于2%, 未来就能容忍高于2%的通胀, 以补偿历史的缺口。

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-principles-and-practice.htm>

² 参考: 伯南克, 《21世纪货币政策》。

图表 61: 从 2% 通胀目标到 2% “平均通胀目标”



来源: wind、国金证券研究所

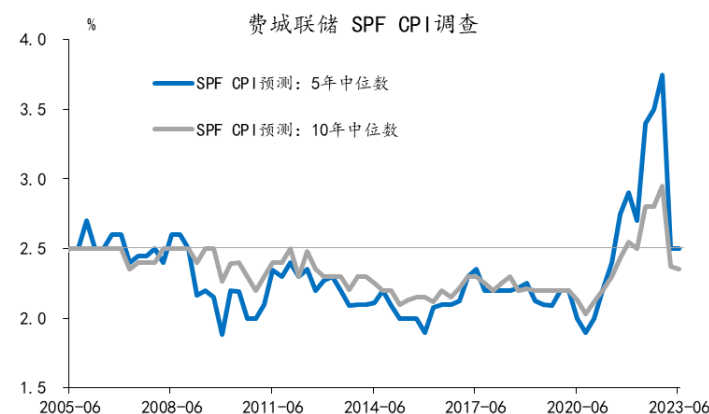
美联储必须维护自身的政策声誉，这是 70 年代“大滞胀”的教训，也是美联储追求独立性的底层逻辑。所以，如果通胀未能在合宜的时间内收敛至 2% 目标，美联储更可能在“平均通胀目标”下，暂时性地下调通胀目标至 2% 以下，而非上调至 3%。

3. 通胀预期：长期通胀预期依然被锚定在 2% 上下，断言 2% 通胀目标失效为时尚早

后疫情时代，通胀中枢上行似乎已成为共识。在全球产业链加速重构、劳动力持续短缺和能源转型等多重结构性因素共同作用下，上世纪 80 年代至新冠大流行之前的通胀大缓和的趋势面临逆转。但是，长期通胀的中枢水平到底是多少，还需要时间来验证。美联储的决策高度依赖数据。在数据足以证明通胀回不到 2% 之前，仅靠调查、模型或逻辑，美联储或难以说服国会。

一致预期会自我实现，中长期通胀预期对未来的通胀中枢有一定指引含义。疫情以来，美国通胀预期一度面临“脱锚”的风险，但整体风险可控，目前“警报”已基本解除。费城联储专业预测者 (SPF) 调查显示，2022 年 12 月是 5 年期和 10 年期通胀预期的高点，分别为 3.75% 和 2.95%，目前均已经回落至 2.5% 左右。5 年和 10 年期盈亏平衡通胀仅略高于 2%。所以，美联储暂时没有调整通胀目标的必要性。

图表 62: 中长期通胀预期约为 2.5%



图表 63: 盈亏平衡通胀略高于 2%



来源: 费城联储、国金证券研究所

正是因为中长期通胀目标尚未“脱锚”，美联储才始终认为，“物价-工资螺旋”形成的概率较低。至今，FOMC 多数成员坚信 (remain determined)，2%通胀目标能够实现¹，时间节点大约是 2024 年底。当然，这也是美联储“前瞻指引”的一部分。在最新演讲中，美联储主席鲍威尔 (Powell) 也明确，不会调整通胀目标²。

那么，长期通胀中枢是否真的回不到 2%？关键是工资增速的中枢是多少。与 2%通胀目标相适应的工资增速约为 3-3.5% (2%+劳动生产率增速)。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 通胀率如图表 64 所示。过去半年，工资增速有所放缓，但还没有回到疫情之前的水平 (ECI 增速为 2.5%)。短期内，工资增速或处在下行区间，但中枢水平是多少，目前仍是未知数。

图表 64：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CPI	差值	隐含的核心PCE	差值	工资增速 (2023Q1/2023Q4)	隐含的CPI	隐含的核心PCE
亚特兰大联储工资指数 (MA3)	6.7	5.3	1.4	4.9	1.8	6.1	4.7	4.3
ECI (全民, 激励除外)	5.1	4.7	0.4	4.5	0.6	4.8	4.4	4.2
ECI (全民)	5.2	4.8	0.4	4.5	0.7	5.0	4.6	4.3
ECI (私人工业生产, 激励除外)	5.6	5.2	0.4	4.9	0.7	4.8	4.4	4.1
ECI (私人工业生产)	5.7	5.4	0.3	5.0	0.7	5.1	4.8	4.4
平均时薪 (私人部门)	5.3	4.7	0.6	4.4	0.9	4.5	3.9	3.6
平均时薪 (生产与非管理工人)	6.7	6.5	0.2	5.9	0.8	5.0	4.8	4.2

来源：PIIE、Jason Furman (PIIE) and Wilson Powell III, 2022. 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

所以，美联储调整通胀目标的程序是漫长的。上调通胀目标的条件既不充分，也不必要。一定意义上，修订政策框架是“没有办法的办法”，美联储显然还没有到“黔驴技穷”的地步。在通胀逐渐由需求主导³的情况下，美联储有能力实现 2%目标。鲍威尔显然不愿意“人为制造”一次衰退，而是希望在伯恩斯和沃尔克之间寻求一条中间路线，既要防范提前宽松，也不愿意过度紧缩。对应的理想状态是，将经济增速在中期内都维持在潜在增速以下，但又不出现负增长，何其困难。

时值 2023 年中，持续近一年的衰退预期迟迟未兑现，这是后疫情时代经济复苏的特殊性所致。随着去通胀进入“下半场”，美联储难再平衡“双重使命”，我们的基准假设仍是年底之前出现“浅衰退”，其隐含的假设是美国国内的金融风险仍要出清，或美国以外主要经济体复苏明显转弱。如果年底之前美国经济仍保持韧性，通胀粘性仍超预期，则需防范通胀的二次反弹，和美联储暂停加息滞后的再次转“鹰”。美联储需要一次衰退来实现 2%通胀目标。它只会迟到，不会缺席。

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。

¹ <https://www.reuters.com/markets/us/feds-bostic-officials-remain-determined-beat-inflation-2023-01-05/>

² <https://www.reuters.com/markets/us/powell-says-fed-will-not-change-2-inflation-goal-2022-12-14/>

³ 参考“央行笔记”系列(二)，“货币政策‘矫枉过正’的风险有多大？”。

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。

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: 北京市东城区建国内大街 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