

# 海外周度观察

## 宏观专题研究报告

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

## 被颠倒的逻辑关系：软着陆、再通胀与“二次加息”风险

美联储 12 月例会中的政策转向大超市场预期，因为宏观经济的边际变化似乎难以支撑这一转向。我们认为，联储转向符合预期，不应将“衰退恐慌”视作美联储降息的必要条件，也不应将“再通胀”风险视作能否降息的硬约束。短期而言，美联储降息的迫切性虽然不高，但阻力也不大，更需关注降息后的再通胀风险对降息节奏和空间的约束。

### 被颠倒的逻辑关系：软着陆、再通胀与“二次加息”风险

博弈降息是 2023 年 11 月初以来海外交易的主线，因为经济基本面状况、财政再融资和美联储政策立场这三大因素都出现了转变：（1）制造业 PMI 转弱，4 季度 GDP 增速放缓；（2）财政部 4 季度再融资例会下修了 Q4 融资规模，下调了长期国债的净发行规模；（3）美联储“转鸽”，12 月例会确认讨论降息问题，并扩大了 2024 年降息空间。

期货市场定价的降息次数与美联储经济预测摘要或一级交易商等存在偏差，短期存在纠偏风险。1 月 5 日衍生品市场隐含的信息是，2024 年底 FFR 或下降至 3.8%。这隐含了 6 次降息，首次降息的时点提前至 2024 年 3 月（概率 62%）。相比 12 月经济预测摘要，期货市场多计价了 3 次降息，相比一级交易商或市场参与者调查多计价了 1-2 次降息。

12 月 FOMC 会议纪要确认，“政策利率可能处于或接近本轮紧缩周期的峰值”，其背景是通胀向上和经济向下的风险更趋于平衡。美联储在预期指引上采取了“战略性模糊”策略：一方面开始讨论降息问题；另一方面又保留了进一步收紧政策的可能性（并不一定是加息）。最终，降息预期是否会兑现，关键还是通胀的走势。

市场担心的一个“尾部风险”是：如果美国经济“软着陆”，2024 年的再通胀风险或再次超预期，进而推动美联储再次加息和资本市场“股债双杀”。严格意义上说，上世纪 50 年代末以来，在加息周期尾声和暂停加息一段时间（超过 1 个季度）后，仅出现过一次“二次加息”的案例。我们认为，2024 年不是另一个 2023 年。

经验上，经济软着陆背景下的再通胀风险往往出现在美联储降息之后，而非之前。换言之，因担心再通胀而认为美联储不具备降息的条件，可能颠倒了因果关系。时间（或现象）发生的具体时间线是：去通胀-美联储降息-经济复苏（软着陆）-再通胀-美联储二次加息。所以，再通胀风险影响的是降息的空间，而非是否会降息。

### 海外事件&数据：美国制造业、服务业 PMI 低迷，非农就业超预期

美国 PMI 需求收缩特征显著。12 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.4，略高于市场预期值 47.1，相较于前值 46.7 回升 0.7 个点，已连续第十四个月处于收缩区间。服务业 PMI 指数 12 月为 50.6，前值 52.7。12 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项中，仅生产项高于荣枯线，新订单、自有库存、就业、供应商交付指数均低于 50。

美国非农就业超预期强劲。12 月，美国季调后非农新增就业人数 21.6 万，远超预期 17 万人，过去 12 个月的平均值为 22.7 万。其中，教育及健康服务、政府、休闲和酒店业等行业的就业岗位继续增加。平均时薪同比 4.1%，预期 3.9%，前值 4.0%；平均时薪环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。失业率持平前值 3.7%，劳动参与率降至 62.5%。

非农和 ISM 服务业 PMI 数据后，期货市场隐含利率小幅上升。截至 1 月 7 日，CME FedWatch 显示，12 月非农公布和 ISM 服务业 PMI 数据先后公布前后，市场定价美联储明年 3 月降息的概率由 60%略降至 58%之后又升至 62%，2024 年全年可能共计降息 6 次。1 月 3 日当周，美联储总资产规模下降，美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA 存款上升 300 亿美元。货币市场基金规模上升 790 亿美元。

### 风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩；

## 内容目录

一、被颠倒的逻辑关系：软着陆、再通胀与美联储“二次加息”风险	4
（一）降息预期的“众生相”：基准预测是 2024 年 2 季度开始降息，全年降息约 100bp.	4
（二）美联储是否会重新加息？2024 不是另一个 2023，重点关注劳动力市场状况.	7
（三）软着陆背景下的再通胀风险：美联储降息往往是软着陆与再通胀的“中间环节”.	10
二、海外基本面&重要事件.	11
（一）货币与财政：非农和 ISM 服务业 PMI 数据后，期货市场隐含利率小幅上升.	11
（二）生产：美国制造业、服务业 PMI 低迷，需求收缩特征显著.	13
（三）就业：美国 11 月职位空缺下降，而 12 月非农就业超预期强劲.	14
（四）消费与出行：至 12 月 30 日当周，美国红皮书零售增速 5.6%.	16
（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率进一步回落.	17
风险提示.	18

## 图表目录

图表 1： 美联储加息路径、财政部融资计划与美债利率的波动	4
图表 2： OIS 隐含的 FFR 路径	5
图表 3： FedWatch 隐含的 FFR 路径（1 月 5 日更新）	5
图表 4： 一级交易商预期的降息路径（2023 年 12 月）	5
图表 5： 市场参与者预期的降息路径（2023 年 12 月）	6
图表 6： 短期实际利率已经超过 2%.	6
图表 7： 货币政策的紧缩程度（达拉斯联储）	6
图表 8： 美国商业银行信贷增速	7
图表 9： 美国商业银行贷款标准	7
图表 10： 美国金融压力降至加息周期以来最低水平	7
图表 11： 美国 2023 年 4 季度 GDP 增速预测升至 2.5%.	7
图表 12： 这次如何着陆？前 12 次加息周期下的 9 次硬着陆、3 次软着陆.	8
图表 13： 经济预测摘要隐含的降息条件（2023 年 12 月）	8
图表 14： 美国“去通胀”的进程顺利推进.	9
图表 15： 通胀的结构（商品、住房与超级核心服务）	9
图表 16： CPI 同比扩散指数	9
图表 17： CPI 环比（6 个月）扩散指数	9
图表 18： 租金通胀下行趋势或延续到 2024 年 3 季度	10
图表 19： 工资增速下行趋势或将继续	10

图表 20: 工资增速与中期通胀中枢.....	10
图表 21: 1960 年代的软着陆与再通胀 (案例一).....	11
图表 22: 1990 年代的软着陆与再通胀 (案例二).....	11
图表 23: 美国流动性量价跟踪.....	12
图表 24: 美联储减持美债规模.....	12
图表 25: 美联储逆回购规模下降.....	12
图表 26: 截至 1 月 7 日, 美联储降息概率.....	13
图表 27: OIS 隐含 FFR 利率.....	13
图表 28: 美国制造业 PMI 分项, 新订单、物价均下滑.....	13
图表 29: 美国服务业 PMI 及分项.....	14
图表 30: 美国至 12 月 30 日当周初请失业 20.2 万人.....	14
图表 31: 美国 12 月 25 日当周新增职位数量下降.....	14
图表 32: 美国 12 月新增非农就业人数超预期强劲.....	15
图表 33: 美国 12 月非农私人部门薪资增长快于预期.....	15
图表 34: 美国 12 月失业率持平前值, 而劳动参与率与就业率均下降.....	16
图表 35: 美国至 12 月 30 日当周初请失业 20.2 万人.....	16
图表 36: 美国 12 月 25 日当周新增职位数量下降.....	16
图表 37: 美国红皮书零售同比 5.6%, 前值 4.1%.....	17
图表 38: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	17
图表 39: 美国纽约地铁载客量 2024 年初稍高于去年初.....	17
图表 40: 德国航班飞行次数 2024 年初强于季节性.....	17
图表 41: 德国 2024 年 1 月初外出用餐人数同比上升.....	17
图表 42: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性.....	17
图表 43: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 6.6%.....	18
图表 44: 美国银行借贷意愿回升会推动新增非农就业.....	18

美联储 12 月例会中的政策转向大超市场预期，因为例会期间宏观经济的边际变化似乎难以支撑这一转向。部分投资者认为，2024 年总统大选或是一个解释。但我们认为，美联储叙事的重点从“higher”转向“longer”符合经济事实<sup>1</sup>。美联储不愿意“人为制造一次衰退”，也不应将“衰退恐慌”视为联储降息的必要条件；短期而言，美联储降息的迫切性虽然不高，但阻力也不大，更需关注降息后的再通胀风险对降息节奏和空间的约束。

## 一、被颠倒的逻辑关系：软着陆、再通胀与美联储“二次加息”风险

### （一）降息预期的“众生相”：基准预测是 2024 年 2 季度开始降息，全年降息约 100bp

博弈降息是 2023 年 11 月初以来海外交易的主线，因为此前推动利率上行的因素纷纷出现了转向。2023 年 8-10 月，10 年美债突破 2022 年 10 月的前高（4.3%），一路上行至 5% 高位。其背景是 3 季度经济的高速增长，叠加 8 月美国财政部 3 季度例会关于增加债券融资规模、拉长久期的决定，以及 9 月美联储例会关于下修 2024 年降息空间的决议。

然而，11 月初以来，经济基本面状况、财政再融资和美联储政策立场这三大因素都出现了转变：（1）10 月制造业 PMI、失业率等非农数据转弱，实时数据显示 4 季度 GDP 增速将放缓；（2）财政部 11 月初召开的 4 季度再融资例会下修了 Q4 融资规模，且主要下调了 10 年以上长久期国债的净发行规模<sup>2</sup>；（3）美联储 11 月例会再次暂停加息，12 月例会实质上确立了加息周期的结束（经济预测摘要未将最后一次加息空间挪至 2024 年），并且首次确认在例会中讨论了降息问题，经济预测摘要还显示，2024 年降息空间由 50bp 扩大至 75bp。

11-12 月，金融条件（FCI）由紧转松。10 年美债利率持续下行，最低下降至 3.8% 以下，最大降幅超 120bp；美股强势反弹，纳斯达克 100 指数创新高；美元走弱；信用利差收窄……这将有助于经济基本面数据企稳。令投资者疑惑的是，金融条件的收紧是美联储暂停加息的条件，而这一条件又消失了。由此引申的问题是：美联储本应该在 12 月例会的预期指引中表现地更为鹰派，却为何超预期转鸽？

图表 1：美联储加息路径、财政部融资计划与美债利率的波动



来源：Wind、国金证券研究所

2023 年 11 月初以来，交易者持续博弈更多的降息，远超美联储的降息指引。截止到 2024 年 1 月 5 日，衍生品市场隐含的信息是，2024 年 12 月 FFR 将下降至 3.8%，隐含的降息幅度为 150bp（FFR 目前区间从 525-550bp 下降至 375-400bp）、次数为 6 次<sup>3</sup>，首次降息的时点提前至 2024 年 3 月——CME FedWatch 隐含的降息概率为 62%。在 2023 年 12 月的经济预测摘要中，美联储仅给出了 3 次降息空间。这意味着，短期内美债利率和风险资产或面

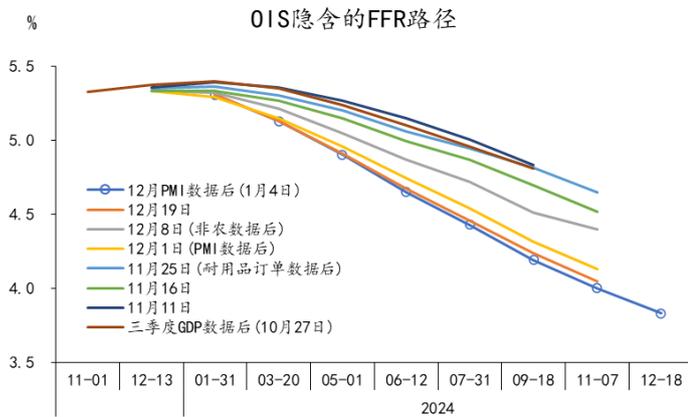
<sup>1</sup> 参考报告：《美联储叙事的转变：从 higher 到 longer》（2023 年 10 月 29 日）。

<sup>2</sup> 参考报告：《美债定价逻辑的切换——财政部四季度再融资会议点评》（2023 年 11 月 5 日）

<sup>3</sup> 由于期货市场隐含的 FFR 路径内包含着概率分布，6 次降息仅为最大概率事件。

临一定幅度的调整。

图表2: OIS 隐含的FFR路径



来源: CME、Bloomberg、国金证券研究所

12月的一级交易商调查 (Survey of Primary Dealers, SPD) 和市场参与者调查 (Survey of Market Participants, SMP) 结果也显示, 期货交易者透支了降息预期。其中, 一级交易商 (中位数) 认为, 首次降息时点为 2024 年 7 月, 至 2024 年底 FFR 降至 4.25%, 等价于降息 100bp (4 次)。市场参与者更为乐观, 认为首次降息时点为 2024 年 6 月, 至 2024 年底 FFR 将至 4.13%, 等价于降息 125bp (5 次)。比较而言, 期货市场交易者多计价了 1-2 次降息 (相比 12 月 SEP 多计价了 3 次)。

图表4: 一级交易商预期的降息路径 (2023 年 12 月)

	Dec. 12-13	Jan. 30-31	Mar. 19-20	Apr. 30-May 1	Jun. 11-12	Jul. 30-31	Sep. 17-18
25th Percentile	5.38%	5.38%	5.38%	5.31%	4.88%	4.81%	4.38%
Median	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	5.13%	5.00%	4.75%
75th Percentile	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	5.19%	5.13%
# of Respondents	24	24	24	24	24	24	24

	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026	2027
25th Percentile	3.81%	3.31%	3.13%	3.13%	2.88%	2.69%	2.88%
Median	4.25%	3.75%	3.50%	3.13%	3.13%	2.88%	2.88%
75th Percentile	4.69%	4.38%	4.13%	3.88%	3.63%	3.13%	3.13%
# of Respondents	24	24	24	23	23	19	18

来源: 美联储、国金证券研究所

图表3: FedWatch 隐含的FFR路径 (1月5日更新)

CME FedWatch	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	2	2	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	98	98	99	97	94	34	8	0	0	0	0	0
500-525	0	0	1	0	6	62	40	9	2	0	0	0
475-500	0	0	0	0	0	4	49	41	14	3	1	0
450-475	0	0	0	0	0	0	3	47	42	17	8	3
425-450	0	0	0	0	0	0	0	3	40	41	26	12
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	2	36	39	29
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	24	36
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	19
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

图表5: 市场参与者预期的降息路径 (2023年12月)

	Dec. 12-13	Jan. 30-31	Mar. 19-20	Apr. 30-May 1	Jun. 11-12	Jul. 30-31	Sep. 17-18
25th Percentile	5.38%	5.38%	5.25%	4.88%	4.63%	4.38%	4.13%
Median	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	5.13%	4.88%	4.63%
75th Percentile	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	5.13%	5.13%	4.88%
# of Respondents	27	27	27	27	27	27	27

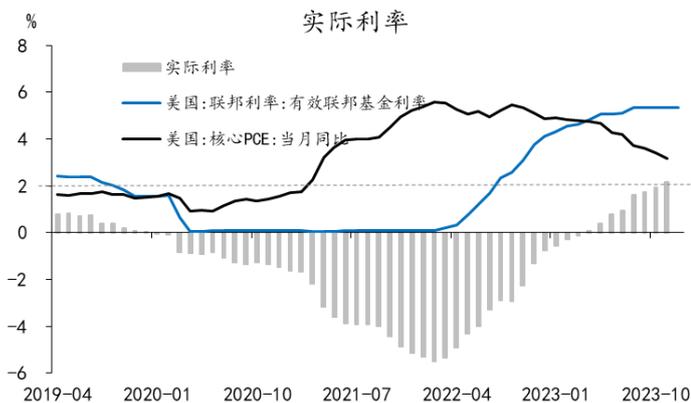
	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026	2027
25th Percentile	3.63%	3.13%	2.88%	2.75%	2.63%	2.38%	2.41%
Median	4.13%	3.88%	3.38%	3.13%	2.88%	2.63%	2.88%
75th Percentile	4.63%	4.25%	4.00%	3.75%	3.38%	3.13%	3.13%
# of Respondents	27	27	27	27	27	26	26

来源: 美联储、国金证券研究所

12月FOMC会议纪要首次确认,“政策利率可能处于或接近本轮紧缩周期的峰值”,其背景是通胀向上和经济向下的风险更趋于平衡。关于通胀和经济活动的上行风险,与会者指出的原因包括:(1)家庭的资产负债表持续强劲;(2)金融条件转松;(3)其它原因包括:地缘政治发展对全球能源和食品价格的可能影响;供应链修复完成后核心商品价格的潜在反弹;或近岸和在岸活动对劳动力需求和通胀的影响。

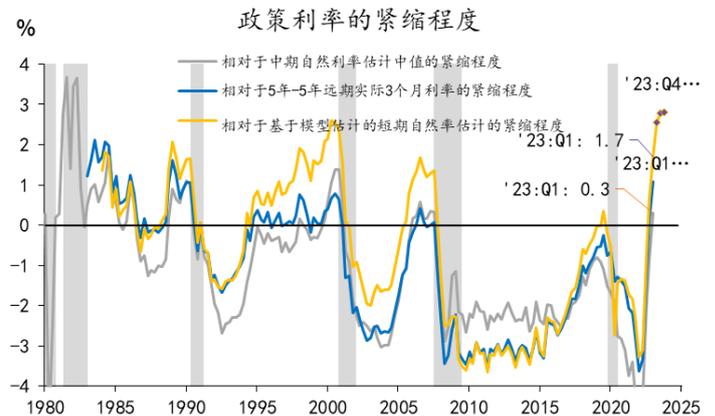
下行风险主要来源于:(1)货币收紧的(累积或滞后)影响可能大于预期;(2)家庭资产负债表明显走弱的风险;(3)非美经济体增长放缓可能带来的负面溢出效应;(4)地缘政治风险;(5)银行信贷收紧;(6)国内总收入(GDI)增速低于GDP增速可能表明,经济势头并没有那么强劲。

图表6: 短期实际利率已经超过2%



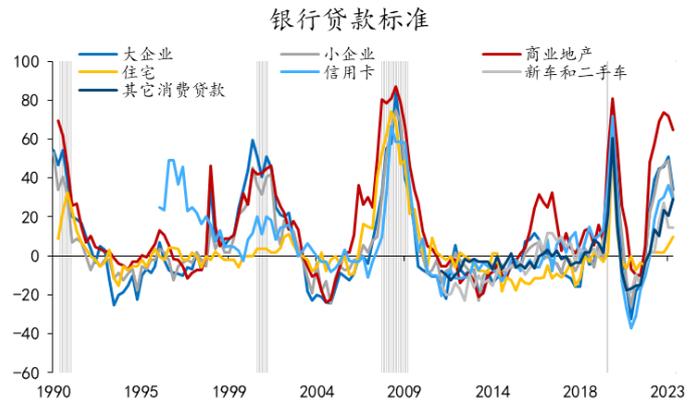
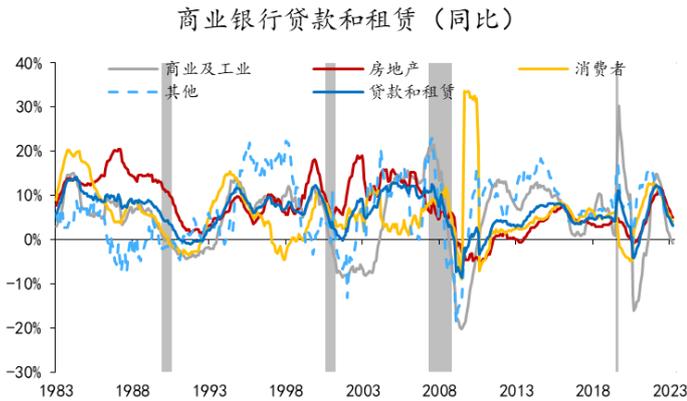
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表7: 货币政策的紧缩程度 (达拉斯联储)



图表8: 美国商业银行信贷增速

图表9: 美国商业银行贷款标准



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

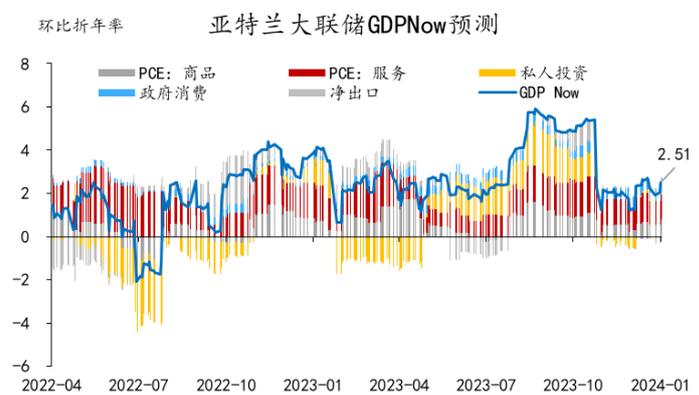
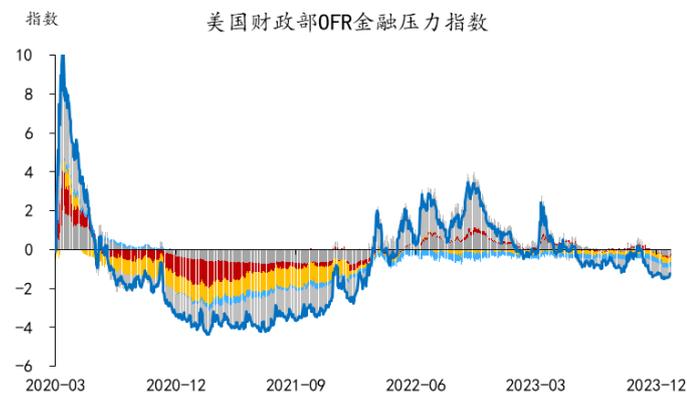
最新量价数据显示<sup>4</sup>, 美国经济总需求放缓的特征较为显著。面对风险的平衡化, 美联储的最佳行为是“按兵不动”, 并在预期指引下采取“战略性模糊”策略: 一方面开始讨论降息问题; 另一方面又保留了进一步收紧政策 (any additional policy firming) 的可能性 (并不一定是加息)。降息预期是否会兑现, 关键还是通胀的走势。

**(二) 美联储是否会重新加息? 2024 不是另一个 2023, 重点关注劳动力市场状况**

自 2023 年 7 月“最后一次加息”以来, 美联储已连续 3 次暂停加息, “longer”时长达 5 个月, 等于 1958 年以来的 12 次加息周期“暂停期”的中位数 (均值为 6.5 个月)。作为市场博弈降息的一个结果, 金融条件明显转松, GDPNow 预测的美国 4 季度经济增速持续攀升 (从 1.2% 升至 2.5%)。部分投资者开始担忧软着陆背景下美联储的“二次加息”风险。

图表10: 美国金融压力降至加息周期以来最低水平

图表11: 美国 2023 年 4 季度 GDP 增速预测升至 2.5%



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

严格意义上来说, 上世纪 50 年代末以来, 在加息周期尾声和暂停加息一段时间 (超过 1 个季度) 后, 美联储仅执导过一次“二次加息”的案例, 即 1977-1979 年加息周期——此间共出现了 5 次较长的“暂停期”, 显示伯恩斯-米勒时期美联储抗通胀的决心不坚定。此外, 1974 年加息周期也出现过“类二次加息”的情况: 1974 年 5 月 17 日加息后, 美联储直到 6 月 28 日才进一步加息, 期间间隔 6 周, 相比此前连续 11 次加息的节奏明显放缓。但这两次案例均出现在“大滞胀”时代, 于当下或不具备参考价值。上世纪 80 年代中期以来, 未出现过“二次加息”或“准二次加息”的案例。

<sup>4</sup> 参考报告: 《需求收缩特征显著——12 月美国 PMI 数据点评》(2024 年 1 月 6 日)。

图表12：这次如何着陆？前12次加息周期下的9次硬着陆、3次软着陆



来源：美联储、bloomberg、国金证券研究所

这次是否会出现“二次加息”，关键仍在于通胀能否按照美联储预期的路径下行。12月经济预测摘要隐含的信息是，从2023年底到2024年底，如果GDP增速放缓至1.4%；失业率上升到4.1%；PCE同比从2.8%收敛到2.4%；核心PCE同比从3.2%收敛至2.4%，美联储可能会降息3次。优先级方面，显然通胀的收敛路径更为重要。换言之，即使经济增速高于1.4%或失业率低于4.1%，只要通胀路径符合预期，美联储依然可能会降息，但节奏可能会更慢。我们认为，只要核心通胀不在3%以上出现V形反转或长期平坦化，美联储“二次加息”的概率极低，至多会推迟降息。

图表13：经济预测摘要隐含的降息条件（2023年12月）

变量	中位数预测			
	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	2.6	1.4	1.8	1.9
2023年9月预测	2.1	1.5	1.8	1.8
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1
2023年9月预测	3.8	4.1	4.1	4
PCE通胀	2.8	2.4	2.1	2
2023年9月预测	3.3	2.5	2.2	2
核心PCE通胀	3.2	2.4	2.2	2
2023年9月预测	3.7	2.6	2.3	2
联邦基金利率	5.4	4.6	3.6	2.9
2023年9月预测	5.6	5.1	3.9	2.9

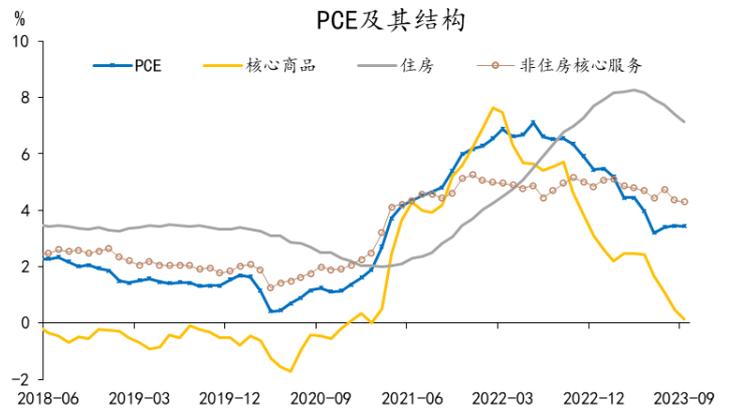
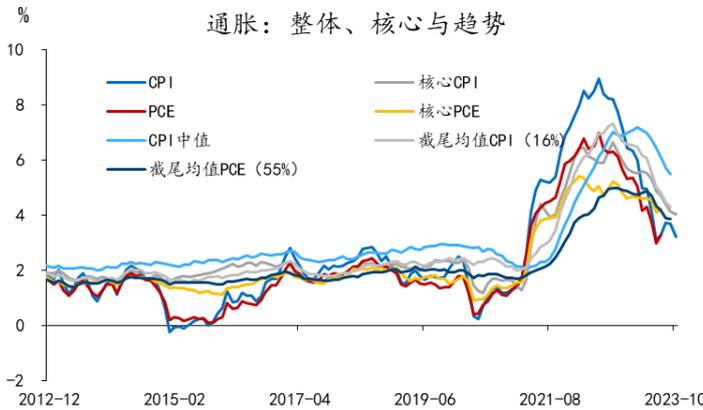
来源：美联储、国金证券研究所

美国去通胀（deflation）进程较为顺利，且仍有空间，短期内再通胀风险较低——虽难言胜利，但可说胜利在望。从扩散指数或趋势性指标来看，去通胀是全面的而非结构的。扩散指数方面，同比涨幅超过3%、5%或10%的科目数占比均在持续下行，其中，超过10%的占比已回落到疫情前的低位（2.4%），6个月环比中超过5%的占比也已经回到疫情前水平，超过3%占比也在快速下行。趋势指标方面，截止到9月底，CPI中值、16%截尾平均PCE和55%截尾平均PCE分别下行至5.5%、4.3%和3.9%，相比高点分别回落1.7、3和1.1

个百分点。美联储9月经济预测摘要（SEP）预测，年底CPI为3.3%，核心CPI为3.7%。

图表14：美国“去通胀”的进程顺利推进

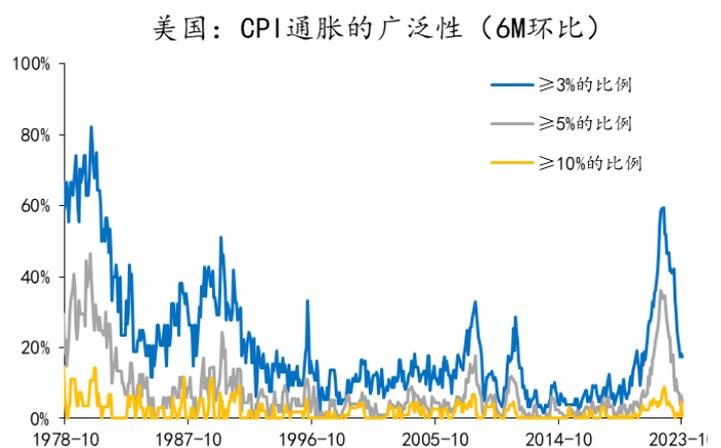
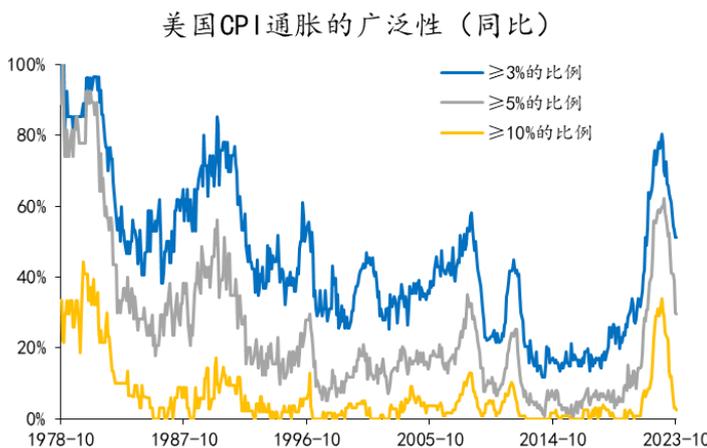
图表15：通胀的结构（商品、住房与超级核心服务）



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

图表16：CPI 同比扩散指数

图表17：CPI 环比（6个月）扩散指数



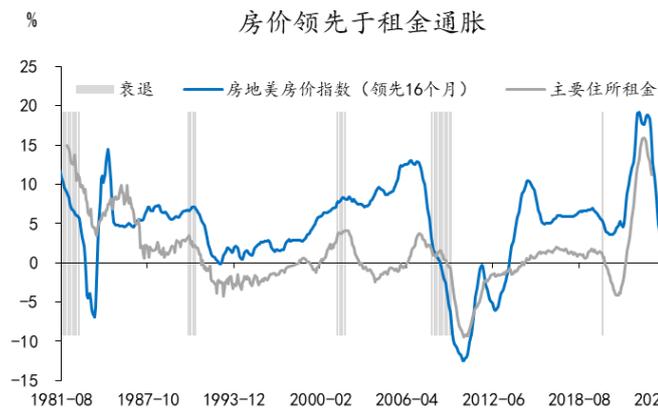
来源：美联储、Wind、国金证券研究所

去通胀“下半场”的主要任务是核心通胀，主要贡献是与房价相关的租金通胀，以及与更广泛的服务通胀相关的工资增速水平。截止到10月，CPI住房通胀已经回落至6.7%，较3月高点（8.2%）下行1.5个百分点。根据房价与租金通胀之间的领先关系，预计租金通胀下行趋势可延续到2024年3季度。

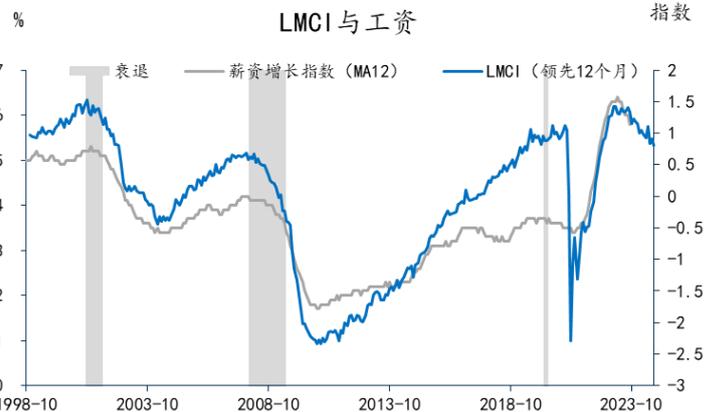
工资增速下行的趋势能否延续，是服务去通胀进程是否顺利的关键。亚特兰大薪资增长指数<sup>5</sup>与PCE服务通胀的相关系数高达0.8。所以，工资下行趋势能否延续对于核心服务去通胀是否顺利至关重要。截止到10月，亚特兰大薪资增长指数（3个月平均）已经下降至5.2%，相比3月高点（6.4%）下降1.2个百分点。趋势上，劳动力市场状况指数（LMCI）领先薪资增长指数约12个月，且目前仍在下行区间，未来2-3个季度内工资增速有望延续下行态势。

<sup>5</sup> 亚特兰大联储薪资指数与就业成本指数（ECI）的变化高度一致，两者均剔除了就业结构变化带来的“结构效应”，可以更真实的反应工资的变化（相较平均时薪）。

图表18: 租金通胀下行趋势或延续到2024年3季度



图表19: 工资增速下行趋势或将继续



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

市场担心的一个“尾部风险”(tail risk)是:如果美国经济“软着陆”,2024年的再通胀风险或再次超预期,进而推动美联储再次加息和资本市场“股债双杀”。中期而言,工资增速在一定程度上“决定”了通胀的中枢(尤其是核心通胀)。鲍威尔也相信,实现2%通胀目标的一个可信的条件是工资增速回落到3%左右(疫情前水平,当时虽然劳动力市场偏紧,但通胀较为温和)——2%通胀目标+1%左右的劳动生产率增速(疫情前平均水平)。

截止到2023年3季度(或10月),工资增速所隐含的核心PCE通胀仍位于3.5-4.0%高位,但其下行趋势有望延续。短期货币政策含义是,在失业率上行幅度有限(比如低于4.5%),以及金融风险可控的情况下,美联储既不需要继续加息,暂时也没有讨论降息的必要性。所以,我们倾向于认为,在美联储降息之前,核心通胀的路径大概率为“U型”而非“V型”,并且,“U型”的上行阶段大概率要等到降息之后才会兑现。所以,对于联储而言,只要劳动力市场再平衡的趋势未被扭转,再通胀和再加息的风险可控。

图表20: 工资增速与中期通胀中枢

工资指标	2015-2019年平均值	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 (2023Q3/202310)	隐含的CPI	隐含的核心PCE
亚特兰大联储工资指数(MA3)	3.4	6.7	5.3	1.4	5.1	1.6	5.2	3.8	3.6
ECI(全民)	2.5	5.2	4.8	0.4	4.5	0.7	4.4	4.0	3.7
ECI(全民,激励除外)	2.5	5.1	4.7	0.4	4.5	0.6	4.6	4.2	4.0
ECI(私人工业生产)	2.5	5.7	5.4	0.3	5.0	0.7	4.4	4.1	3.7
ECI(私人工业生产,激励除外)	2.5	5.6	5.2	0.4	4.9	0.7	4.3	3.9	3.6
平均时薪(私人部门)	2.7	5.3	4.7	0.6	4.4	0.9	4.1	3.5	3.2
平均时薪(生产与非管理工人)	2.7	6.7	6.5	0.2	5.9	0.8	4.4	4.2	3.6
均值	2.7	5.8	5.2		4.9		4.5	4.0	3.6

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

### (三) 软着陆背景下的再通胀风险: 美联储降息往往是软着陆与再通胀的“中间环节”

经验上,经济软着陆背景下再通胀风险的兑现往往出现在在美联储降息之后,而非之前。换言之,因担心再通胀而认为美联储不具备降息的条件,可能颠倒了因果关系。再通胀风险影响的是降息的空间,而非是否降息。

上世纪60年代以来,在美联储加息背景下,美国经济共出现过3次“软着陆”<sup>6</sup>:1965-67年、1983-84年和1993-94年,并且在美联储降息之后都出现了再通胀现象,具体的时间

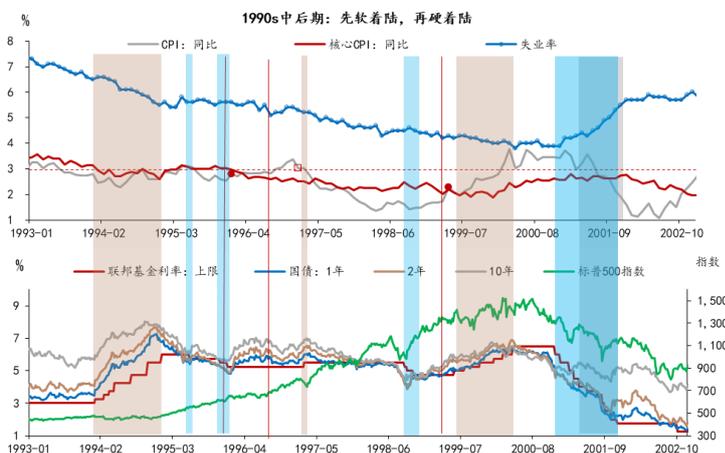
<sup>6</sup> 参考报告《证伪“不衰退”:美国经济,这次不一样?》(2023年3月8日)。

线是：去通胀-美联储降息-经济复苏（软着陆）-再通胀-美联储二次加息。

经验上，经济软着陆和美联储降息背景下，劳动力市场越紧张，再通胀风险越大。具体到这一次而言，确实可能出现1960年代或1990年代（中期或末期）的情形（1983-84年案例参考价值偏低）：在降息一段时间后，美国经济或面临再通胀风险，进而限制美联储进一步降息的空间，甚至可能引发美联储重新加息。

图表21：1960年代的软着陆与再通胀（案例一）

图表22：1990年代的软着陆与再通胀（案例二）



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

短期而言，关于美联储降息的场景和节奏，以上两个案例都值得参考：如果是“有惊无险”场景，则类似于1997-98年，降息的节奏为“短频快”；如果没有出现任何风险，则可能像1995-96年。中长期而言，关于降息之后的经济、金融环境，我们倾向于认为，这一次更可能是60年代和90年代的一个组合解：7成像90年代，3成像60年代<sup>7</sup>。这意味着，与2008年之后的“长期停滞”时期相比，经济将进入到一个通胀中枢及其波动率略高的“新大缓和”时代。

值得强调的是，经济分析及其结论都是在约束条件下做出的，也要随着约束条件的变化上而调整。上述对美国经济和金融市场的短期和中长期展望最关键的假设条件是“美国经济最多只出现温和衰退”，这是当前阶段较有共识的一个假设。假如出现了新的外生冲击，致使通胀重新进入上行通道，进而导致美联储还未降息就开启新一轮加息；抑或假如在美联储利率维持高位期间，美国或欧元区等非美主要发达经济体的房地产和金融市场出现了足以触发系统性风险的事件，上述“稳态解”则需要做出相应调整。

## 二、海外基本面&重要事件

### （一）货币与财政：非农和ISM服务业PMI数据后，期货市场隐含利率小幅上升

1月3日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA存款上升300亿美元。货币市场基金规模上升790亿美元。12月27日当周，美国商业银行存款上升200亿，大型银行存款上升300亿美元。截至1月7日，CME FedWatch显示，12月非农公布后（ISM服务业PMI数据公布前），市场定价美联储明年3月降息的概率由非农数据公布前的60%略降至58%，在ISM服务业PMI数据公布后，市场定价美联储明年3月降息的概率又升至62%，2024年全年可能共计降息6次。

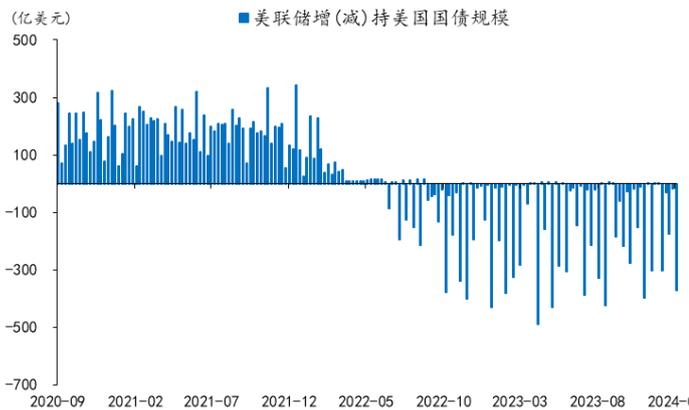
<sup>7</sup> 参考报告：《历史的组合解：美国经济，这次如何“着陆”？》（2023年8月8日）。

图表23: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	01-03	12-27	12-20	12-13	12-06	11-29	11-22
流动性数量型指标	<b>美联储</b>									
	总资产	十亿美元	↓ -32	7681.0	7712.8	7724.1	7739.6	7737.4	7796.1	7810.8
	其他贷款	十亿美元	↑ 5	146.8	141.8	137.3	129.6	127.4	153.9	154.5
	一级信贷	十亿美元	↓ -0.3	2.2	2.5	2.4	2.2	2.0	2.2	2.4
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 5	141.2	135.8	131.3	123.8	121.7	113.9	114.1
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	33.9	33.9
	逆回购	十亿美元	↓ -80	1086.0	1165.6	1124.2	1152.2	1184.5	1254.2	1271.7
	准备金	十亿美元	↑ 25	3459.4	3434.2	3477.3	3567.8	3496.8	3395.4	3455.1
	TGA	十亿美元	↑ 30	743.5	713.1	732.7	630.6	667.7	753.6	693.0
	<b>商业银行</b>									
	现金	十亿美元	↓ -26		3486.0	3512.1	3611.4	3536.3	3496.5	3496.7
	消费贷	十亿美元	↑ 10		1948.6	1938.7	1937.1	1931.5	1937.1	1910.5
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2576.1	2574.3	2571.8	2570.0	2568.2	2567.9
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -1		2966.6	2967.3	2963.9	2960.9	2959.6	2955.4
	工商业贷款	十亿美元	↑ 8		2792.8	2784.4	2764.5	2762.9	2772.5	2769.9
存款	十亿美元	↑ 20		17610.7	17590.4	17529.3	17453.8	17389.4	17363.0	
大银行存款	十亿美元	↑ 30		11001.5	10971.5	10918.2	10855.4	10803.6	10771.3	
小银行存款	十亿美元	↑ 9		5347.6	5338.8	5327.1	5317.7	5303.4	5299.6	
<b>货币市场基金</b>	十亿美元	↑ 79	5965.1	5886.4	5870.1	5886.2	5897.7	5836.1	5763.1	
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>									
	SOFR-IORB	BP	→ 0.0	-1.0	-1.0	-9.0	-9.0	-8.0	-9.0	-9.0
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	<b>美元融资市场</b>									
	TED利差	BP	↓ -5.8	11.2	17.0	19.3	20.6	19.2	18.9	10.1
	<b>票据与信用债市场</b>									
	Master企业债利差	BP	↑ 4.0	109.0	105.0	106.0	108.0	112.0	111.0	115.0
	票据利差	BP	↓ -6.0	10.0	16.0	15.0	12.0	23.0	38.0	17.0
<b>离岸市场</b>										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 2.0	-2.4	-4.4	-3.4	-9.4	-9.6	-14.4	-14.6	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 6.5	-34.8	-41.3	-45.1	-42.9	-39.5	-43.1	-45.8	

来源: FRED, Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表24: 美联储减持美债规模



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 美联储逆回购规模下降

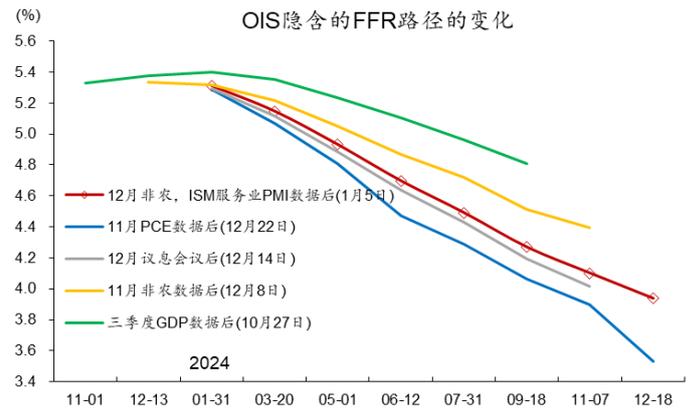


来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 截至1月7日, 美联储降息概率

区间/日期	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
525-550	94	34	8	0	0	0	0	0
500-525	6	62	40	9	2	0	0	0
475-500	0	4	49	41	14	3	1	0
450-475	0	0	3	47	42	17	8	3
425-450	0	0	0	3	40	42	26	12
400-425	0	0	0	0	3	36	39	29
375-400	0	0	0	0	0	2	24	36
350-375	0	0	0	0	0	0	1	19
325-350	0	0	0	0	0	0	0	1

图表27: OIS 隐含FFR利率



来源: FedWatch, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (二) 生产: 美国制造业、服务业 PMI 低迷, 需求收缩特征显著

美国制造业 PMI 持续低迷。12 月, 美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.4, 略高于市场预期值 47.1, 相较于前值 46.7 回升 0.7 个点, 已连续第十四个月处于收缩区间。PMI 6 月份以来均处于底部窄幅波动区间, 修复趋势尚不明朗。12 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项中, 仅生产项高于荣枯线, 新订单、自有库存、就业、供应商交付指数均低于 50。

制造业与服务业的“剪刀差”有所缩小。服务业 PMI 指数 12 月为 50.6, 前值 52.7, 高出制造业 PMI 读数 3.2 个点, 二者分化有所缩小。服务业出口订单由 9 月份的 63.7 回落至 12 月 50, 表明暑期跨境旅游热度已下滑, 反映服务业内需的新订单指数回落至 53, 表明服务业需求端或将走弱。

图表28: 美国制造业 PMI 分项, 新订单、物价均下滑

PMI项目	月度变化	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12
ISM:制造业PMI	↑ 0.7	47.4	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4
新订单	↓ -1.2	47.1	48.3	45.5	49.2	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1
新出口订单	↑ 3.9	49.9	46.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2
库存订单	↑ 6.0	45.3	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4
生产	↑ 1.8	50.3	48.5	50.4	52.5	50.0	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6
就业	↑ 2.3	48.1	45.8	46.8	51.2	48.5	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8
供应商交付	↑ 0.8	47.0	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1
自有库存	↓ -0.5	44.3	44.8	43.3	45.8	44.0	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3
客户库存	↓ -2.7	48.1	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2
物价	↓ -4.7	45.2	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4
进口	↑ 0.2	46.4	46.2	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29：美国服务业PMI及分项

PMI项目	月度变化	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12
美国：ISM非制造业PMI	↓ -2.1	50.6	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2
商业活动	↑ 1.5	56.6	55.1	54.1	58.8	57.3	57.1	59.2	51.5	52.0	55.4	56.3	60.4	53.5
新订单	↓ -2.7	52.8	55.5	55.5	51.8	57.5	55.0	55.5	52.9	56.1	52.2	62.6	60.4	45.2
订单库存	↑ 0.3	49.4	49.1	50.9	48.6	41.8	52.1	43.9	40.9	49.7	48.5	52.8	52.9	51.5
供应商交付	↓ -0.1	49.5	49.6	47.5	50.4	48.5	48.1	47.6	47.7	48.6	45.8	47.6	50.0	48.5
新出口订单	↓ -3.2	50.4	53.6	48.8	63.7	62.1	61.1	61.5	59.0	60.9	43.7	61.7	59.0	47.7
进口	↓ -4.4	49.3	53.7	60.0	50.6	52.3	52.3	54.6	50.0	51.3	43.6	52.6	53.0	52.7
库存变化	↓ -5.8	49.6	55.4	49.5	54.2	57.7	50.4	55.9	58.3	47.2	52.8	50.6	49.2	45.1
库存景气	↓ -6.9	55.3	62.2	54.4	54.8	61.5	56.6	54.0	61.0	48.9	57.9	55.3	55.8	55.9
物价	↓ -0.9	57.4	58.3	58.6	58.9	58.9	56.8	54.1	56.2	59.6	59.5	65.6	67.8	68.1
就业	↓ -7.4	43.3	50.7	50.2	53.4	54.7	50.7	53.1	49.2	50.8	51.3	54.0	50.0	49.4

来源：Bloomberg，国金证券研究所

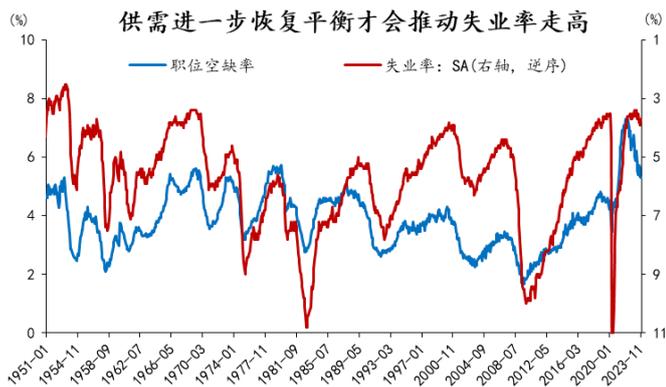
### （三）就业：美国11月职位空缺下降，而12月非农就业超预期强劲

11月，美国职位空缺数879万，预期885万，前值885.2万，为2021年4月以来最低，且连续两个月低于市场预期，但整体数值不算太低，劳动力市场保持健康但持续降温。11月，职位空缺率5.3%，持平前值，劳动力市场不断平衡，但供应依然不足。美国12月Challenger企业裁员人数3.5万人，前值4.6万人。

美国12月季调后非农新增就业人数21.6万，远超预期17万人，过去12个月的平均值为22.7万。其中，教育及健康服务、政府、休闲和酒店业等行业的就业岗位继续增加。12月平均时薪同比4.1%，预期3.9%，前值4.0%；时薪环比0.4%，预期0.3%，前值0.4%。12月失业率持平前值3.7%，预期3.8%；劳动参与率降至62.5%，预期62.8%，前值62.8%。

初请和续请失业金人数均低于预期，四周均值均继续拐头向下。美国至12月30日当周初请失业金人数20.2万人，预期21.6万人，前值22万人，这是自2023年10月中旬以来的最低水平。美国至12月23日当周续请失业人数185.5万人，预期188.3万人，前值188.6万人。美国12月25日当周活跃职位数量下降至676.4万，前值811.2万。

图表30：美国至12月30日当周初请失业20.2万人



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表31：美国12月25日当周新增职位数量下降



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表32: 美国12月新增非农就业人数超预期强劲

行业	新增非农就业人数_季调(千人)														
	23-12	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01
非农	216.0	170.0 ↑	43.0 ↑	226.7	173.0	105.0	262.0	165.0	236.0	105.0	281.0	217.0	217.0	248.0	472.0
私人部门	164.0	130.0 ↑	28.0 ↑	174.4	136.0	44.0	199.0	114.0	145.0	86.0	255.0	179.0	157.0	193.0	353.0
商品生产	22.0		-8.0 ↓	19.7	30.0	-12.0	21.0	28.0	12.0	32.0	24.0	25.0	-19.0	18.0	41.0
自然资源及采矿业	-1.0		1.0 ↑	1.5	-2.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	-1.0	3.0	5.0	2.0	1.0	4.0
建筑业	17.0		11.0 ↑	17.2	6.0	27.0	9.0	30.0	12.0	29.0	25.0	11.0	-9.0	14.0	26.0
制造业	6.0	5.0 ↑	-20.0 ↓	1.0	26.0	-38.0	11.0	-2.0	-2.0	4.0	-4.0	9.0	-12.0	3.0	11.0
耐用消费品	8.0		-26.0 ↓	5.9	34.0	-37.0	10.0	0.0	12.0	17.0	3.0	13.0	-5.0	1.0	0.0
非耐用消费品	-2.0		6.0 ↑	-4.9	-8.0	-1.0	1.0	-2.0	-14.0	-13.0	-7.0	-4.0	-7.0	2.0	11.0
服务业	142.0		36.0 ↑	154.8	106.0	56.0	178.0	86.0	133.0	54.0	231.0	154.0	176.0	175.0	312.0
批发贸易	5.5		1.0 ↑	6.2	4.5	8.1	15.6	2.5	15.4	-6.7	7.7	-1.5	3.5	6.7	8.9
零售贸易	17.4		41.8 ↑	6.2	-24.4	16.5	1.7	-5.9	12.6	-22.7	20.9	-2.0	-18.9	48.0	22.3
交通运输和仓储	-22.6		-17.6 ↓	-3.3	-5.0	-28.4	12.4	-26.9	-6.8	-19.1	18.6	-15.1	16.2	-17.7	31.7
公用事业	-0.4		-0.4 ↓	0.5	0.0	1.8	2.0	2.4	-1.5	0.8	0.7	1.7	1.7	-1.1	-1.6
信息	14.0		-1.0 ↓	-7.7	15.0	-12.0	-6.0	-22.0	-19.0	-10.0	-4.0	3.0	3.0	-8.0	-23.0
金融活动	2.0		1.0 ↑	4.1	1.0	-8.0	0.0	1.0	15.0	2.0	13.0	27.0	-5.0	0.0	-1.0
专业及商业服务	13.0		32.0 ↑	11.8	-19.0	-26.0	-17.0	8.0	-29.0	-1.0	45.0	48.0	45.0	21.0	44.0
教育及健康服务	74.0		-35.0 ↓	87.3	109.0	84.0	86.0	105.0	104.0	79.0	88.0	77.0	70.0	64.0	111.0
休闲和酒店业	40.0		28.0 ↑	40.3	12.0	25.0	76.0	8.0	38.0	26.0	28.0	11.0	46.0	57.0	99.0
其他服务	-1.0		-14.0 ↓	9.3	13.0	-5.0	8.0	14.0	4.0	6.0	13.0	5.0	14.0	5.0	21.0
政府	52.0		15.0 ↑	52.3	37.0	61.0	63.0	51.0	91.0	19.0	26.0	38.0	60.0	55.0	119.0

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表33: 美国12月非农私人部门薪资增长快于预期

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)									
	23-12	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-12	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06
私人部门	4.1	3.9 ↑	0.1 ↑	4.4	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	0.4	0.3 ↑	0.3 ↑	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
商品生产	5.4		0.0 →	4.9	5.4	5.2	5.4	5.3	5.3	5.1	0.3		-0.2 ↓	0.4	0.6	0.3	0.4	0.1	0.7	0.6
自然资源及采矿业	5.9		0.0 →	5.5	5.9	6.5	6.5	5.5	5.0	5.7	0.5		0.5 ↑	0.5	0.0	-0.2	1.2	0.1	0.5	-0.2
建筑业	4.6		-0.4 ↓	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.4	4.8	0.1		-0.4 ↓	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2	0.9	0.2
制造业	5.7		0.3 ↑	4.5	5.4	5.1	5.3	5.1	5.2	5.0	0.5		-0.1 ↓	0.4	0.6	0.3	0.5	0.0	0.6	0.8
耐用消费品	6.1		0.8 ↑	4.2	5.3	4.9	4.9	4.7	4.9	4.5	0.7		0.1 ↑	0.4	0.6	0.5	0.6	0.0	0.6	0.6
非耐用消费品	4.6		-0.6 ↓	4.9	5.2	5.2	5.7	5.5	5.4	5.7	0.0		-0.5 ↓	0.4	0.6	-0.1	0.4	0.0	0.4	1.2
服务业	3.8		0.1 ↑	4.2	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.3	0.5		0.1 ↑	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
批发贸易	3.5		-0.4 ↓	4.8	4.0	3.9	5.4	5.2	5.0	5.3	0.1		-0.3 ↓	0.3	0.4	-0.6	0.2	0.4	0.1	0.8
零售贸易	3.8		0.9 ↑	4.1	2.9	3.6	4.1	4.1	4.0	4.3	0.8		0.5 ↑	0.2	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2	0.3
交通运输和仓储	5.9		0.4 ↑	4.5	5.5	5.2	4.8	4.9	5.1	5.1	0.6		0.5 ↑	0.5	0.2	0.5	0.6	0.3	0.2	0.6
公用事业	2.8		-0.9 ↓	5.0	4.6	4.0	4.3	5.2	5.6	5.0	-1.2		-1.7 ↓	0.4	0.5	0.2	0.3	-0.6	0.6	0.5
信息	3.6		0.3 ↑	3.9	3.3	2.0	1.2	1.9	3.4	3.6	0.8		0.0 →	0.3	0.8	0.7	0.1	0.4	0.1	-0.2
金融活动	5.0		-0.3 ↓	4.5	5.3	5.1	4.9	5.2	4.7	4.4	0.4		0.0 →	0.4	0.4	0.1	0.5	0.8	0.6	0.8
专业及商业服务	4.5		0.2 ↑	4.5	4.3	4.3	4.4	4.4	4.5	4.5	0.5		0.0 →	0.3	0.5	0.4	0.2	0.1	0.6	0.3
教育及健康服务	2.5		0.0 →	3.6	2.5	3.0	3.3	3.1	2.9	3.3	0.3		0.2 ↑	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
休闲和酒店业	3.9		-0.5 ↓	5.6	4.4	4.7	4.8	4.9	5.2	5.6	0.4		-0.1 ↓	0.4	0.5	0.6	0.0	0.2	0.1	0.3
其他服务	3.9		0.8 ↑	3.8	3.1	3.8	3.5	4.0	3.4	3.8	0.6		0.5 ↑	0.3	0.1	0.5	0.2	0.8	0.2	0.3

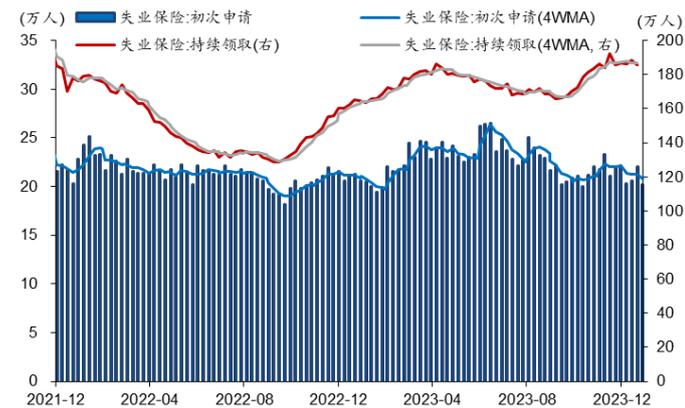
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表34: 美国12月失业率持平前值, 而劳动参与率与就业率均下降

失业/就业_季调(%)															
指标	23-12	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
失业率(U3)	3.7	3.8 ↓	0.0	-0.1	0.1	40.6	20.1	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4
U3: 全职	3.8		0.1	0.2	0.3	57.6	34.4	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4
U3: 兼职	3.8		-0.1	-0.5	-0.2	5.0	2.5	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0	4.0	3.6
U1	1.4		0.1	0.0	0.2	57.6	31.0	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
U2	1.8		0.0	0.1	0.1	49.1	26.0	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8	1.6
U4	3.9		-0.1	-0.1	0.1	28.8	14.2	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8	3.9	3.6
U5	4.6		0.0	0.0	0.2	45.7	22.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3	4.4	4.5	4.3
U6	7.1		0.1	0.1	0.2	40.6	20.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8	6.6
劳动参与率	62.5	62.8 ↓	-0.3	-0.3	-0.1	57.6	29.4	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6	62.6	62.6
男性	68.1		-0.3	-0.2	0.0	59.3	29.4	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0	68.1	68.1	68.0
女性	57.1		-0.3	-0.4	-0.2	54.2	62.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4	57.3	57.3	57.3
就业率	60.0		-0.5	-0.5	-0.6	44.0	52.9	60.5	60.4	60.5	60.4	60.7	60.6	60.4	60.5
男性	65.0		-0.6	-0.6	-1.1	37.2	27.7	65.6	65.3	65.6	65.7	66.2	66.1	65.7	65.7
女性(美国)	55.1		-0.6	-0.4	-0.2	64.4	79.8	55.7	55.8	55.5	55.3	55.4	55.3	55.3	55.5

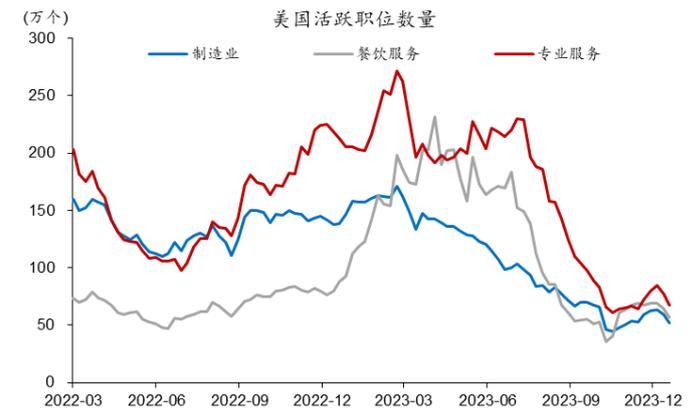
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表35: 美国至12月30日当周初请失业20.2万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 美国12月25日当周新增职位数量下降

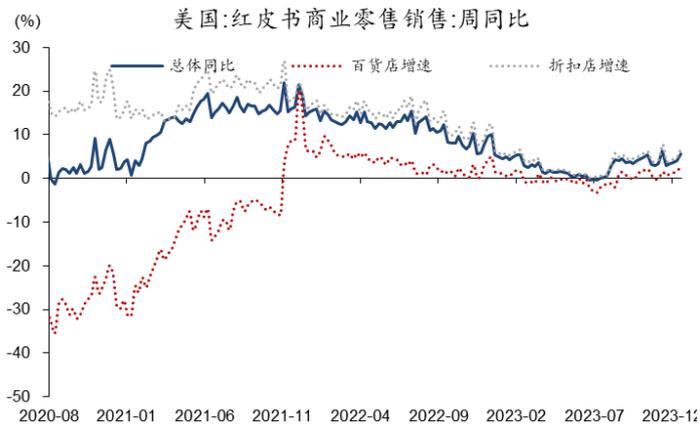


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 消费与出行: 至12月30日当周, 美国红皮书零售增速5.6%

至12月30日当周, 美国红皮书零售增速5.6%, 前值4.1%, 其中百货店增速2.4%, 前值1.9%, 折扣店增速6.9%, 前值5.0%。德国外出用餐人数1月4日当周同比4.3%。美国纽约地铁载客量2024年初稍高于去年初。美国TSA安检人数2024年初强于季节性。

图表37: 美国红皮书零售同比 5.6%, 前值 4.1%



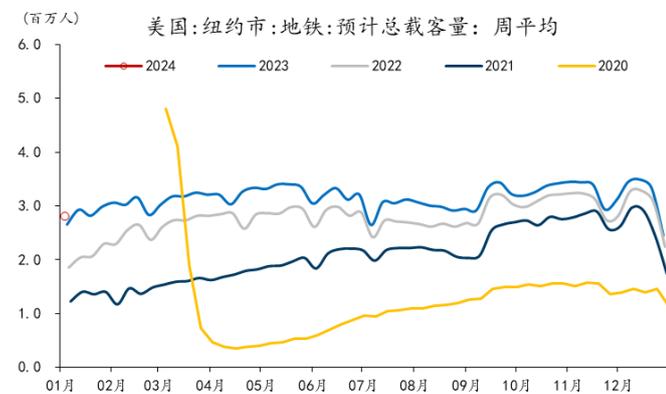
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国红皮书零售增速弱于季节性



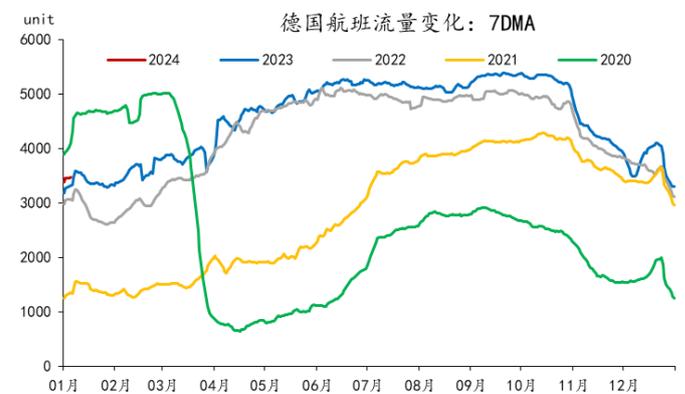
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 美国纽约地铁载客量 2024 年初稍高于去年初



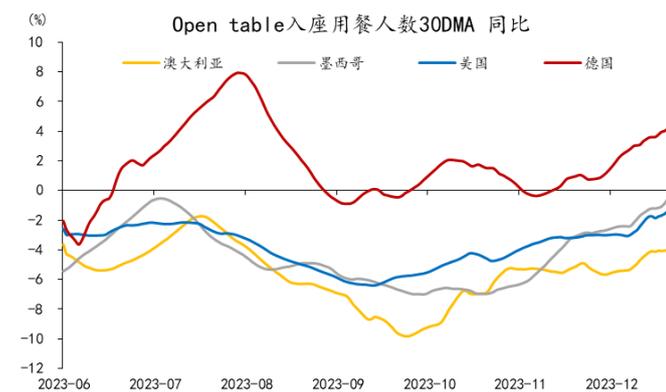
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 德国航班飞行次数 2024 年初强于季节性



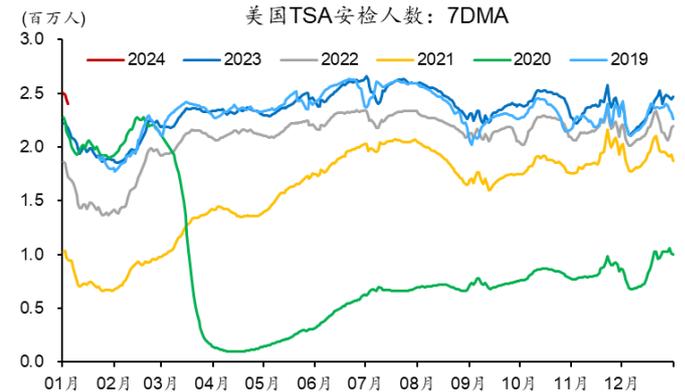
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 德国 2024 年 1 月初外出用餐人数同比上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性



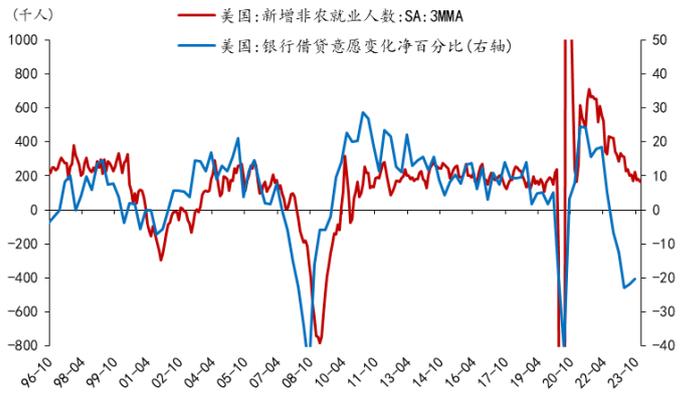
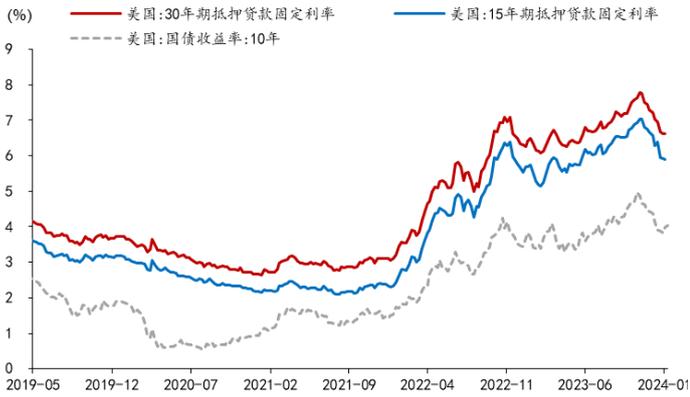
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率进一步回落

截至 1 月 4 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 6.6%, 较去年 11 月底的 7.2% 下降 60BP。15 年期抵押贷款利率为 5.9%, 较 11 月底的 6.6% 下降 67BP。

图表43: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 6.6%

图表44: 美国银行借贷意愿回升会推动新增非农就业



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

## 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。

**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