

重视支持美联储推迟降息的经济因素

定期报告

华金宏观·双循环周报（第41期）

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ **美国零售增长大超预期，各类商品消费需求普遍旺盛。**总体上美国零售同比自 2023 年 4 月见底后连续震荡反弹直至 12 月，多次超预期走强并且呈现各类商品零售普遍改善的格局，显示美国居民消费意愿并未因本轮持续近两年的美联储货币紧缩周期而受到实质性影响，居民强劲的消费需求可能持续构成美国经济稳定增长即“软着陆”甚至“不着陆”的重要基础。
- ◆ **“逆全球化”的产业政策对美国工业生产的拉动逐步凸显。**美国居民旺盛的消费需求在生产端可能产生两种不同的结果：一种情况是进口消费品同步增长，美国贸易逆差扩大，本土生产未受拉动，消费品出口国出口和经济增长改善；另一种情况是向美国自身的供给侧传导，美国本土经济增长走强，贸易逆差趋于收窄。在美国当前日益明显的“逆全球化”政策导向的阶段性作用下，当前美国供给侧日渐呈现出第二种情况的特征。最新的数据表现来自 12 月美国工业生产和制造业生产、特别是半导体电子为代表的先进制造业生产超预期的强劲增长方面。
- ◆ **初请失业金人数骤降，劳动力市场再趋紧张。**美国年初申请失业金人数骤降，在生产改善的背景下，或反映出潜在劳动力供给较少，劳动力市场再度趋于紧张的态势，美国未来数月薪资增速或难以大幅下降，并可能增强通胀的高位黏性。在居民消费需求偏热、工业生产超预期改善拉动美国劳动力需求的背景下，劳动力潜在供给却在减少（此前已经公布的美国 12 月劳动参与率的下降也反映了同样的问题，可参考我们此前报告《强劲非农提升近期我国降准紧迫性——华金宏观·双循环周报（第 39 期）》（2024.1.6）中的分析），劳动力市场紧张局面可能不但难以在近期明显改善，甚至可能进一步强化，一旦出现这种情况，薪资增速此前一度连续回落的态势可能就变得难以持续，甚至出现反弹，由此可能向通胀再度形成传导，薪资通胀螺旋或再度强化，通胀的高位黏性可能增强。
- ◆ **重视支撑美元回升的经济因素，从实体供需到劳动力市场。**截至目前，已经披露的美国 12 月通胀、零售、就业和工业生产数据一致指向美联储近期并无启动降息的必要性和充分性，当前我们仍然预计美联储不会早于 2024 年 9 月开始降息，需警惕 1 月 FOMC 会议上鲍威尔表态再度转鹰的风险。我们维持并再度呼吁重视在 2023 年底时我们明确提出的预判——在美国经济表现超预期强劲的情况下，不应忽视美元指数在 2024 年再度大幅转强的可能。相应的，对我国 2024 年经济政策的预期也应至少同时包含财政政策的积极扩张和货币政策的配合性宽松两个方面，单边依靠货币宽松以刺激地产基建投资的逻辑在 2024 年可能将面临来自外部环境和汇率的超出市场预期的约束。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周 A 股银行、通信板块小幅上涨，国防军工跌幅较深；美债收益率整体上行，中国短端国债收益率上行较多；美元指数大幅上行，人民币被动贬值；金价高位震荡，煤价小幅下行。
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险。

相关报告

消费恢复拉动经济平稳收官，内需动能即将面临转换——经济数据点评（2023.12/Q4）

2024.1.17

年末信贷没有惊喜，节前降准迫在眉睫——金融数据速评（2023.12） 2024.1.13

美 CPI 超预期走强，美联储会推迟降息吗？——华金宏观·双循环周报（第 40 期）

2024.1.12

出口进入高端产业链“拉锯战”新阶段——进出口数据点评（2023.12） 2024.1.12

内需见底了吗？——CPI、PPI 点评（2023.12） 2024.1.12



内容目录

1. 美国零售增长大超预期，各类商品消费需求普遍旺盛	3
2. “逆全球化”的产业政策对美国工业生产的拉动逐步凸显	3
3. 初请失业金人数骤降，劳动力市场再趋紧张	4
4. 重视支撑美元回升的经济因素，从实体供需到劳动力市场	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	7

图表目录

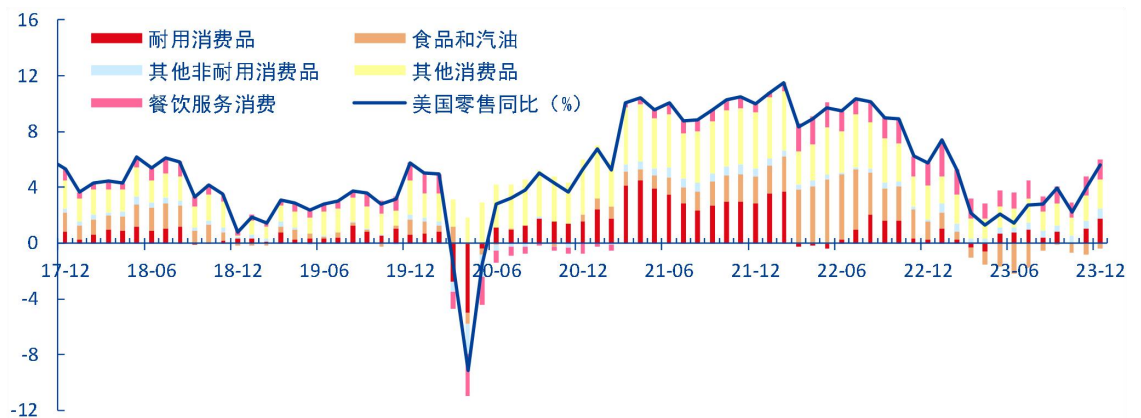
图 1：美国零售同比及贡献结构（%）	3
图 2：美国工业、制造业、计算机及电子产品生产和汽车生产同比（%）	4
图 3：美国初次和连续申领失业金人数（千人）	5
图 4：美元指数及 1Y、10Y 美债收益率（%）	5
图 5：全球股市：本周美股有所上涨，恒生指数跌幅最深	7
图 6：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：银行、通信、非银板块有所上涨，国防军工跌幅较深	7
图 7：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周 IT 板块有所上涨，公用事业、能源跌幅最深	7
图 8：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体上行	8
图 9：中国国债收益率变动幅度：国债收益率短端上行较多	8
图 10：本周美债短端收益率大幅上行（%）	8
图 11：中美 10Y 利差有所扩大（%）	8
图 12：10Y 国开债与国债利差收窄（%）	9
图 13：1Y 信用利差持平、3Y 有所扩大（BP）	9
图 14：美联储资产规模继续缩小（USD bn）	9
图 15：主要央行政策利率（%）	9
图 16：全球汇率：美元指数大幅上行	9
图 17：人民币受美元影响被动贬值	9
图 18：本周金价高位震荡	10
图 19：本周油价有所上行	10
图 20：1 月上旬煤价有所下行	10
图 21：本周铜价继续下行	10

1. 美国零售增长大超预期，各类商品消费需求普遍旺盛

美国 12 月零售增长大超市场预期，耐用消费品和非耐用消费品普遍需求旺盛，显示美联储当前的货币紧缩程度并未对居民消费需求形成实质性冲击。据当地时间 1 月 17 日美国人口普查局公布的数据，美国 2023 年 12 月零售增速大幅上行，同比增长达 5.6%，较 11 月上行达 1.6 个百分点，环比上涨达 0.6%，涨幅较 11 月扩大 0.3 个百分点。从品类结构来看，耐用消费品拉动 12 月零售同比增长达 1.8 个百分点，拉动幅度较 11 月扩大 0.7 个百分点，其中汽车零售同比增速甚至大幅上行至 10.3% 的近 22 个月以来最高水平；非耐用消费品也从此前的拖累零售增长转变为拉动 0.3 个百分点的正增长贡献，其中由于国际原油价格从前期大幅下跌中有所恢复，石油制品零售同比跌幅也收窄 3.5 个百分点至 -6.6%，带动食品和汽油的拖累同步收窄至 -0.4 个百分点，餐饮服务对总零售同比增速的贡献与上月持平。

总体上美国零售同比自 2023 年 4 月见底后连续震荡反弹直至 12 月，多次超市场预期走强并且呈现各类商品零售普遍改善的格局，显示美国居民消费意愿并未因本轮持续近两年的美联储货币紧缩周期而受到实质性影响，居民强劲的消费需求可能持续构成美国经济稳定增长即“软着陆”甚至“不着陆”的重要基础。

图 1：美国零售同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

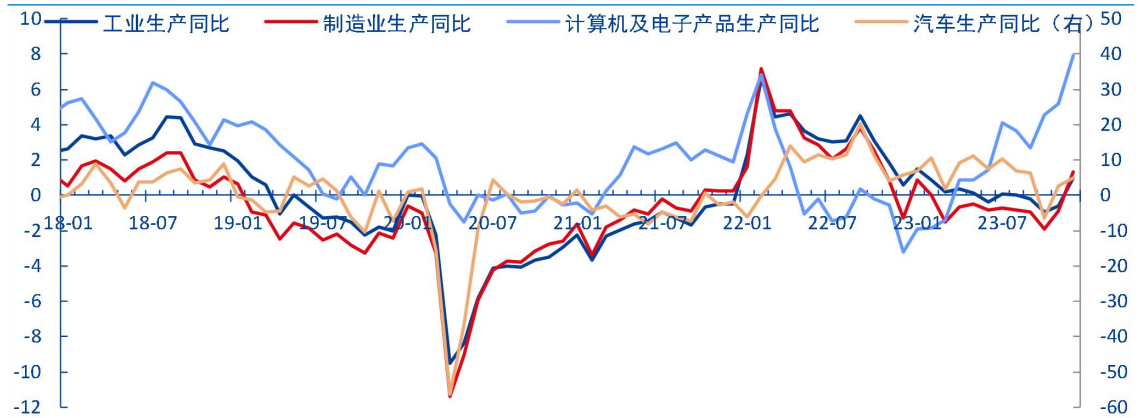
2. “逆全球化”的产业政策对美国工业生产的拉动逐步凸显

美国居民旺盛的消费需求在生产端可能产生两种不同的结果：一种情况是进口消费品同步增长，美国贸易逆差扩大，本土生产未受拉动，消费品出口国出口和经济增长改善；另一种情况是向美国自身的供给侧传导，美国本土经济增长走强，贸易逆差趋于收窄。在美国当前日益明显的“逆全球化”政策导向的阶段性作用下，当前美国供给侧日渐呈现出第二种情况的特征。

最新的数据表现来自 12 月美国工业生产和制造业生产、特别是半导体电子为代表的先进制造业生产超预期的强劲增长方面。与零售数据同日公布的美国工业生产和制造业生产指数也大幅超出市场此前的预期，2023 年 12 月美国工业生产同比大幅上行 1.6 个百分点至 1.0%，制造业更是上行 2.3 个百分点至 1.3% 的近 14 个月新高。俄乌冲突爆发后，德国等西欧发达国家开始遭遇能源供给紧张和价格升高问题，一些当地的先进产业链企业开始寻求新的生产基地，加之拜登

政府针对中国半导体电子等先进产业链实施“脱钩断链”政策，在当前中美经济竞争日趋白热化的阶段，拜登政府通过直接进行大规模财政补贴等方式吸引全球高端制造业产能向美国本土流动。此类“逆全球化”导向的产业政策正在与美国居民偏热的消费需求相结合，对美国本土先进制造业生产形成拉动，在美国计算机电子产品生产方面表现尤为突出，12月美国计算机及电子产品生产同比大幅上行2.7个百分点至7.9%，已经达到了自2022年以来的最高水平。此外，前期美国工业生产同比增速较低有很大一部分的原因是受到了汽车行业工人罢工事件的影响，而该事件当前已经得到了妥善的处理和解决，在此背景下，美国12月汽车生产同比也大幅上行2.2个百分点至4.8%，开始逐步回归到较为强劲的增长路径。

图2：美国工业、制造业、计算机及电子产品生产和汽车生产同比（%）



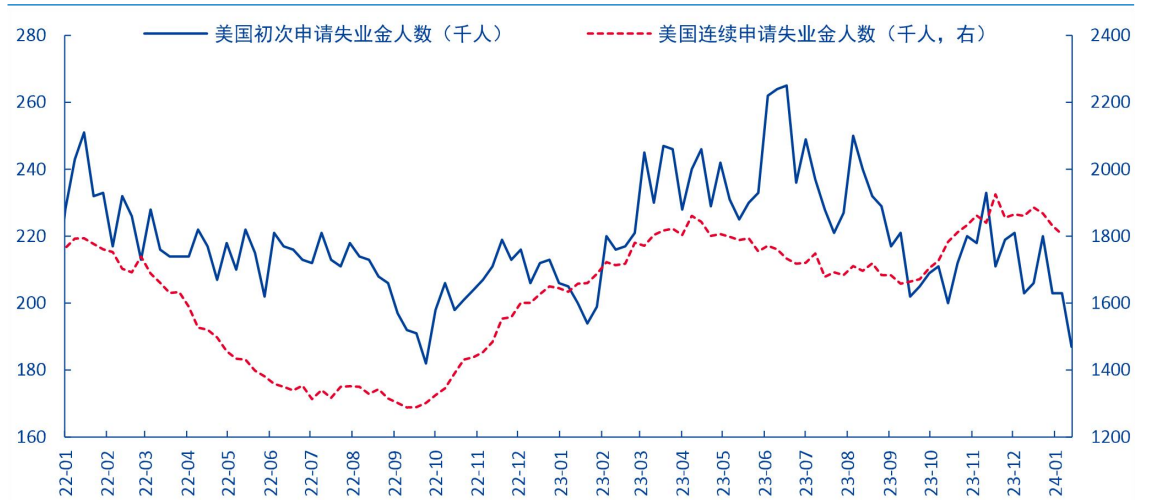
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020年-2021年为两年平均增速

3. 初请失业金人数骤降，劳动力市场再趋紧张

美国年初申请失业金人数骤降，在生产改善的背景下，或反映出潜在劳动力供给较少，劳动力市场再度趋于紧张的态势，美国未来数月薪资增速或难以大幅下降，并可能增强通胀的高位黏性。据当地时间1月18日公布的最新数据，截至1月13日当周，美国初次申领失业金人数为18.7万人，较前周骤减1.6万人，创2022年10月以来新低，比2023年11月11日当周23.3万人的阶段性高点减少达4.6万人。同时也注意到，截至1月6日当周，美国连续申请失业金人数为180.6万人，也较前周减少2.6万人，较2023年11月18日的前高也大幅减少达11.9万人。初请和续请失业金人数的同步明显下降共同指向美国当前劳动力市场潜在供给较为紧张，企业解雇当前工人和重新雇佣新员工的意愿明显下降；此外这两项数据最新变化也显示美国汽车工人罢工对劳动力市场造成的短暂扭曲性影响也正在消退。

在居民消费需求偏热、工业生产超预期改善拉动美国劳动力需求的背景下，劳动力潜在供给却在减少（此前已经公布的美国12月劳动参与率的下降也反映了同样的问题，可参考我们此前报告《强劲非农提升近期我国降准紧迫性——华金宏观·双循环周报（第39期）》（2024.1.6）中的分析），劳动力市场紧张局面可能不但难以在近期明显改善，甚至可能进一步强化，一旦出现这种情况，薪资增速此前一度连续回落的态势可能就变得难以持续，甚至出现反弹，由此可能向通胀再度形成传导，薪资通胀螺旋或再度强化，通胀的高位黏性可能增强。

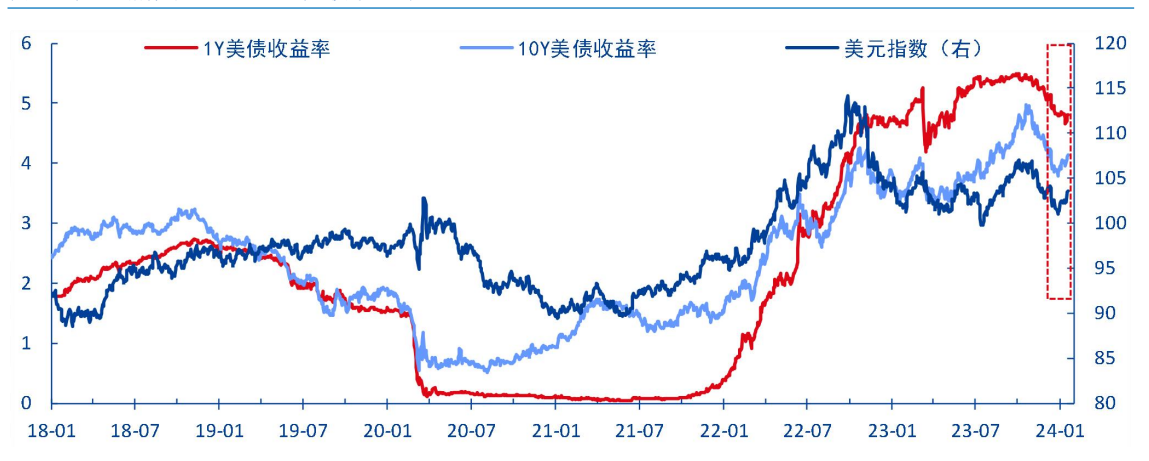
图 3: 美国初次和连续申领失业金人数 (千人)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020 年-2021 年为两年平均增速

4. 重视支撑美元回升的经济因素，从实体供需到劳动力市场

图 4: 美元指数及 1Y、10Y 美债收益率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

截至目前，已经披露的美国 12 月通胀、零售、就业和工业生产数据一致指向美联储近期并无启动降息的必要性和充分性，当前我们仍然预计美联储不会早于 2024 年 9 月开始降息，需警惕 1 月 FOMC 会议上鲍威尔表态再度转鹰的风险。维持美元指数 2024 年全年围绕 105 中枢高位震荡的预测不变。市场从 12 月美联储 FOMC 会后发布会上鲍威尔稍显鸽派的措辞开始即对 2024 年提前降息抱有较高的预期，但综合目前已经披露的美国 12 月通胀、零售、就业和工业生产数据，美国前期巨额财政补贴对居民购买力和消费能力形成的拉动作用极有可能并非一次性的，预计短时间内难以见到居民消费的大幅降温，美国经济商品和服务市场供需循环偏热、带动劳动力需求旺盛的同时劳动力潜在供给却有所下降，从而一方面美国经济在 2024 年陷入衰退的概率极低，并且不排除会出现 2024 年美国经济增长再超市场预期走高的情境；另一方面，美国实体经济层面的因素均指向“薪资通胀螺旋”的解除并非一朝一夕的事，甚至可能在 2024 年某些时段重新得到强化。加之美联储较为滞后的决策模式十分依赖当下已公布的经济数据，也即 1 月 31 日 FOMC 会议所能参考的经济数据也就是当下我们已经看到的数据，从而我们维持并再度呼

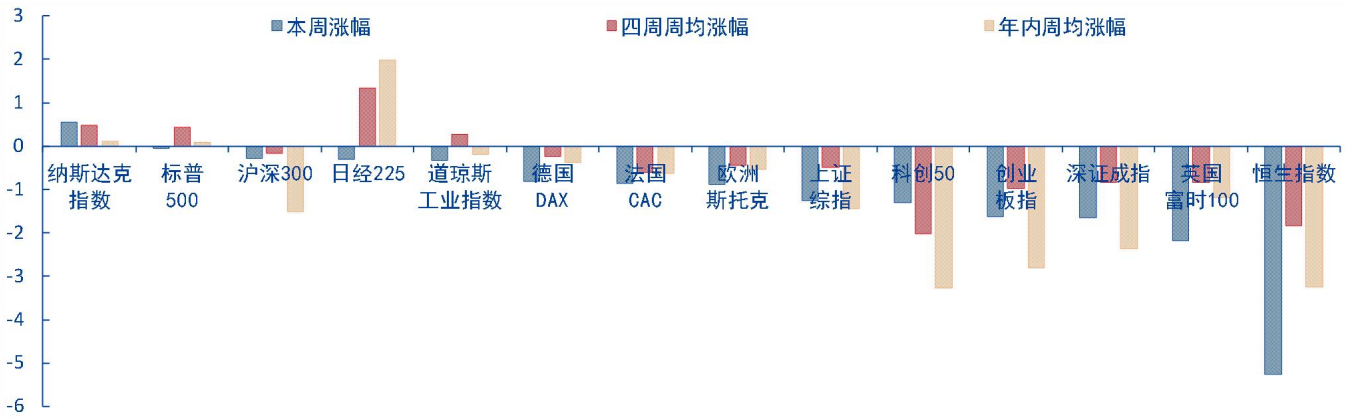
吁重视在 **2023** 年底时我们明确提出的预判——在美国经济表现超市场预期强劲的情况下，不应忽视美元指数在 **2024** 年再度大幅转强的可能。

相应的，对我国 **2024** 年经济政策的预期也应至少同时包含财政政策的积极扩张和货币政策的配合性宽松两个方面，单边依靠货币宽松以刺激地产基建投资的逻辑在 **2024** 年可能将面临来自外部环境和汇率的超出市场预期的约束。

风险提示：美联储紧缩程度超预期风险。

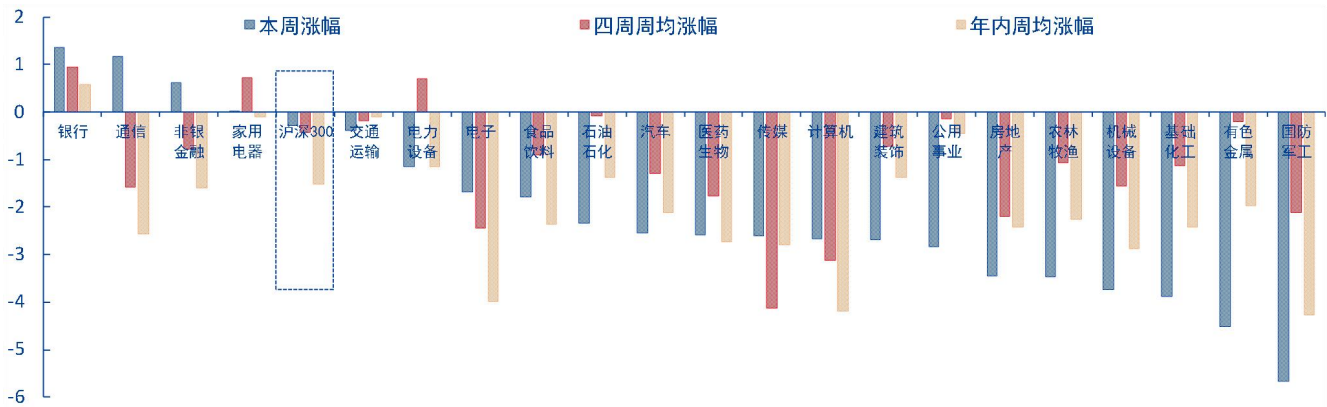
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 5: 全球股市: 本周美股有所上涨, 恒生指数跌幅最深



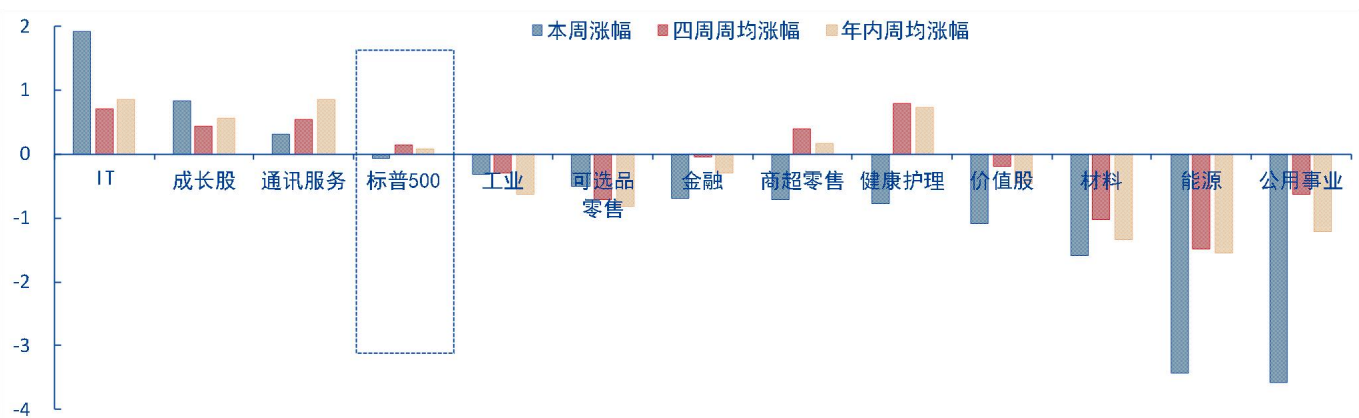
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 沪深300及申万一级行业涨幅对比(%): 银行、通信、非银板块有所上涨, 国防军工跌幅最深



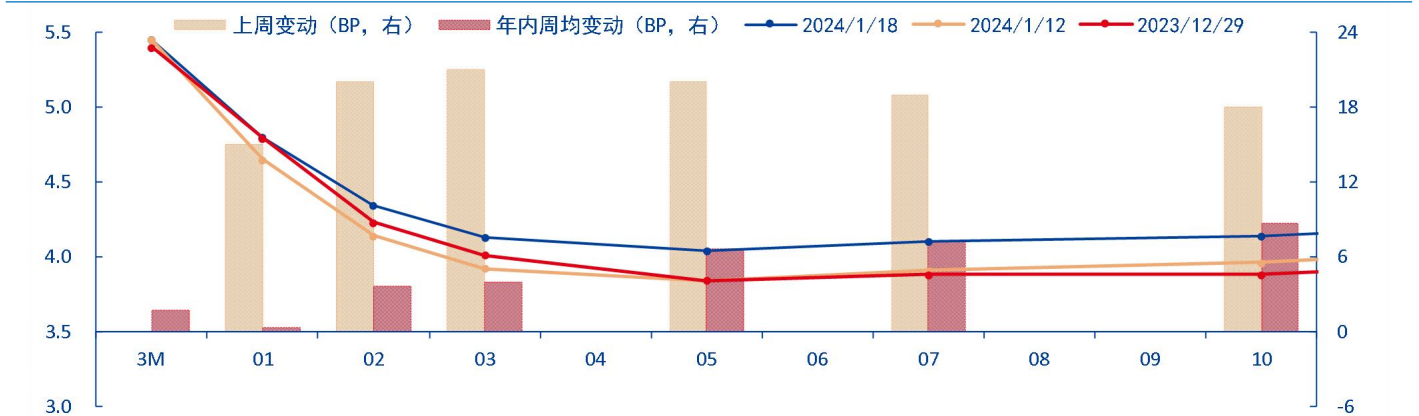
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 标普500及行业涨幅对比(%): 本周IT板块有所上涨, 公用事业、能源跌幅最深



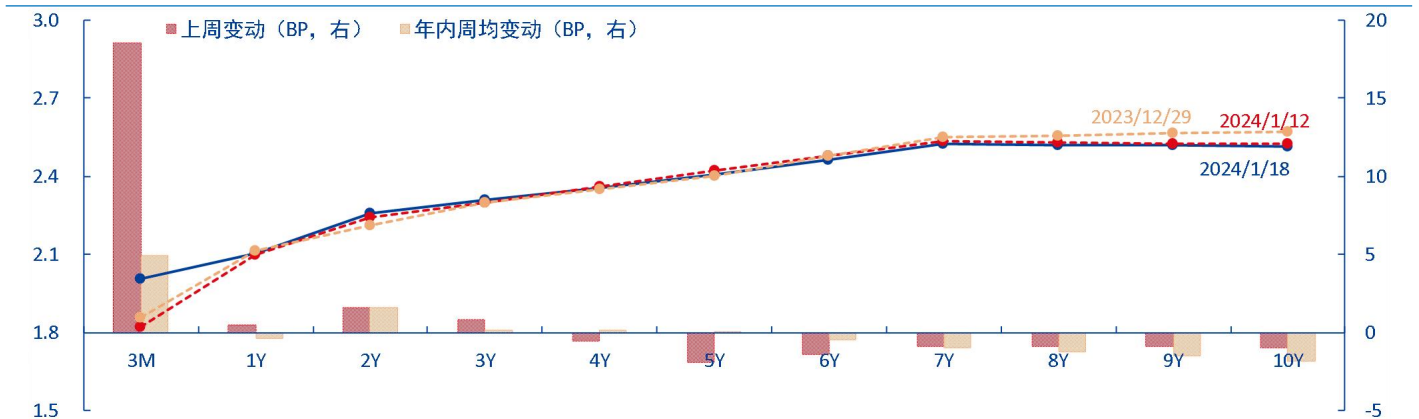
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体上行



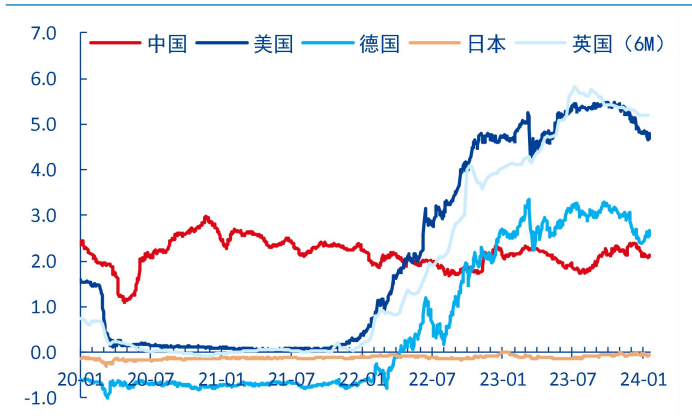
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 中国国债收益率变动幅度: 国债收益率短端上行较多



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 本周美债短端收益率大幅上行 (%)



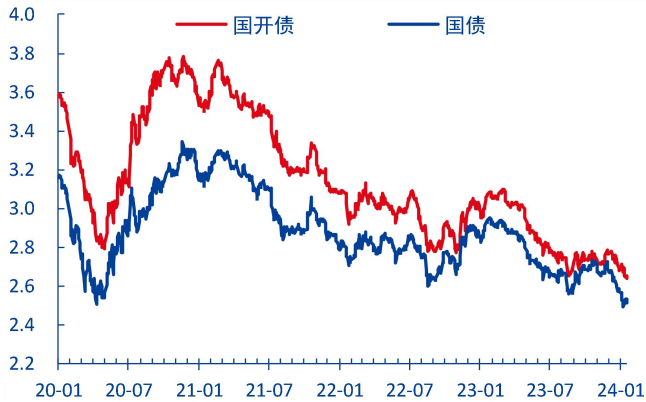
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)



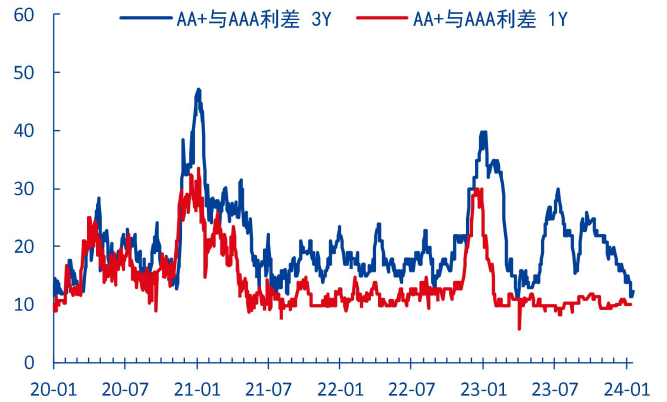
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 10Y 国开债与国债利差收窄 (%)



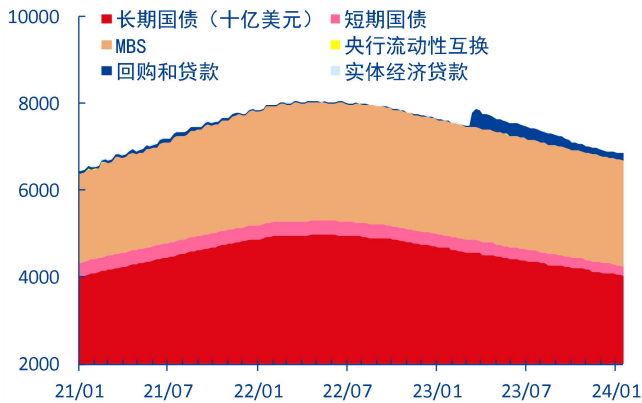
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 1Y 信用利差持平、3Y 有所扩大 (BP)



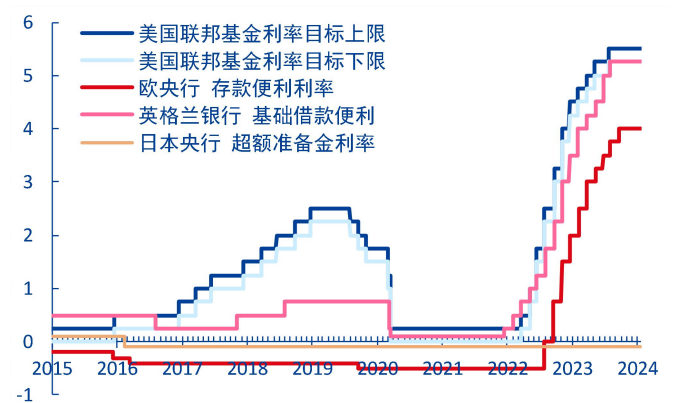
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美联储资产规模继续缩小 (USD bn)



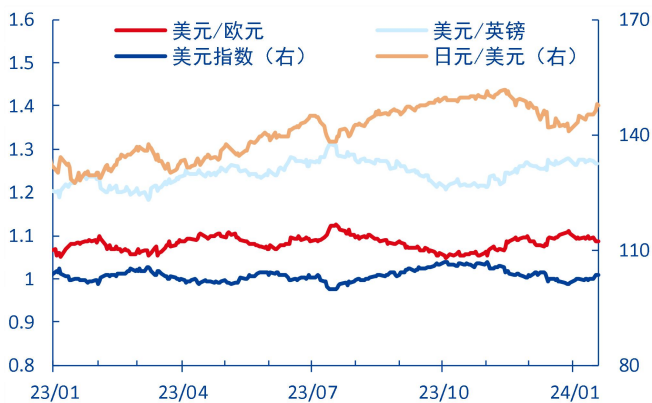
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 主要央行政策利率 (%)



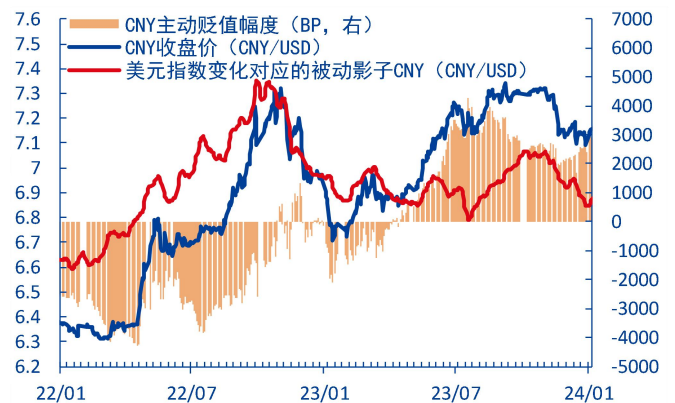
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 全球汇率: 美元指数大幅上行



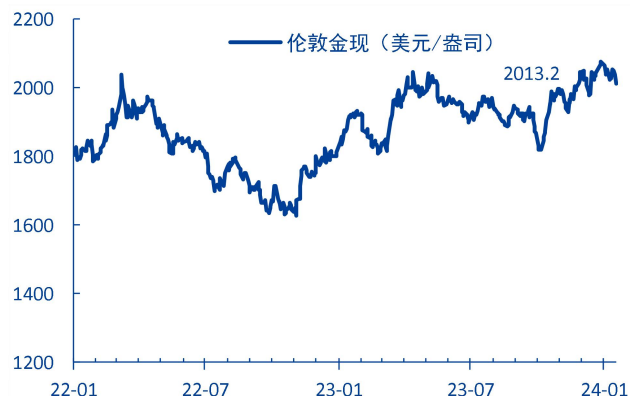
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 人民币受美元影响被动贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 本周金价高位震荡



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周油价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 1 月上旬煤价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周铜价继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn