



月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？

1月美国经济数据显示软着陆的机会似乎有所减少。在去年12月数据发布后，市场对美国经济软着陆的期望似乎达到了顶点。尽管如此，我们在上一份的[宏观洞察](#)中就已经指出，美国经济在2024年要实现软着陆并不容易，经济过热和过冷均有可能发生。而美国1月的经济数据正好体现了这一点（图表1）。经济迅速降温以及再通胀似乎同时在发生。一方面，绝大部分1月实体经济数据均有所走弱且低于预期。另一方面，CPI和PPI均超预期回升，PCE虽符合预期但也有小幅上升。与此同时，非农新增就业数据亦出乎意料地上升到35.3万人，或影响劳动力成本的进一步下降的速度。

基于宏观背景的变化，降息预期近期明显减退，甚至市场有声音担忧美联储是否还会再加息。市场计入的3月降息概率已经由2月初的37%下跌到0%，首次降息预期大概率落在6月（图表3）。全年的降息次数预期也从12月美联储会议后的6.75次一路下降到3.5次。市场上甚至出现了美联储下一步操作可能是加息而不是降息的声音。

我们认为加息的担忧是过虑的，仅1月单月数据并不足以显示经济已经陷入硬着陆或者再通胀。首先，实体经济数据例如零售和工业生产的走弱可能受季节性趋势影响，12月数据通常较为强劲（图表4、图表5）。其次，年度季节调整可能是新增就业超预期的原因之一（图表6），去年12月数据也被上调到33.3万人（之前为21.6万人）。分行业看，仅有教育医疗以及专业和商业服务新增就业较多，其他行业表现较为平淡（图表7）。与此同时，失业率并未下降，而是维持在3.7%。时薪同比增速亦不升反降（图表8）。我们判断1月新增就业人数数据或仅为特殊情况，劳动力市场温和收紧的趋势依然不变。最后，环比通胀走强亦有年初工资调整（时薪环比增加1.2%之多）和波动性因素的影响。外宿和运输（尤其是机票）价格的大幅上升是推动核心服务CPI走高的重要原因（图表9），而两者从历史规律来看波动较大，价格上升或并不可持续（图表10）。我们认为还需要更多数据来判断美国经济是否会陷入硬着陆或再通胀。我们对通胀的基本判断依然是通胀率可能会有所反复，但是整体趋势还是温和向下。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年3月4日



扫码关注浦银国际研究

但是，首次降息有可能会延后。尽管我们仍然相信美联储的下一步操作仍是降息，并维持首次降息在 5 月的基本判断，但是 1 月数据确实增加了降息延后的概率。我们现在认为有 40% 的概率首次降息会被延迟到 6 月甚至三季度。即将于 3 月 19-20 日举行的美联储利率会议中对利率的表述以及季度经济展望发布或给降息路径提供更明确线索。但是不管怎么变，加息后金融条件压力最大的时候在去年应该已经过去了。在二季度开始降息的基本假设下，我们仍然认为衰退或可以避免。若降息被进一步延迟到三季度，则衰退仍有可能发生。整体而言，我们维持此轮紧缩周期导致美国经济衰退的可能性在 30% 左右的基本观点。对于缩表，我们维持美联储或 5 月公布减半缩表规模、6 月开始执行，而后在三季度结束缩表的基本预测。

我们预计美元指数在降息前大部分时间仍可以维持在 100 以上，而后随着降息的开启降至 98-100 的区间之内。在去年 12 月初发布的 [2024 年展望](#) 中，我们就曾预测今年上半年美元还可以维持在 100 以上相对较高的水平上。确实，美元指数在第一波降息交易结束后又开始回升（图表 11）。我们依然认为在降息开始之前，美元指数可以维持相对强势，大部分时候维持在 100 以上的基本观点。一方面降息预期近期内有所下降，另一方面，经济比较优势或将给美元一定支撑。美国经济表现虽然预计逐渐走弱，但从目前的市场预测来说或仍强于其他发达经济体（图表 12）。中期来看，我们预计年中或下半年美元指数将随着降息的开启降至 98-100 的区间之内，还是高于上轮周期底点的 95。这主要是因为美国通胀韧性较强，美联储的降息可能会晚于其他发达经济体。

10 年期美国国债收益率在降息较为明确后或亦进入下行区间，然而暴跌概率不高。短期内 10 年期国债收益率可能随国债发行量、实体经济数据发布以及美联储的表态双向波动，但是等降息变得较为明确之后，我们认为 10 年期国债收益率可能会再次进入明确的下行区间。对经济衰退的担忧（图表 14）和通胀的逐步下行（图表 15）亦帮助拉低国债收益率。然而由于债务压力、国债发行量或仍相对偏高，核心通胀下行速度仍缓慢，我们认为国债收益率不会暴跌。我们维持在去年 12 月初提出的 10 年期美国国债收益率今年年底在 3.8% 以上的基本观点。

风险提示：美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热。

图表 1: 1月数据发布显示软着陆的机会似乎有所减少

数据名	预测	实际值	前值
实体经济			
社会零售额 (环比)	-0.2%	-0.8%	0.6%
工业生产值 (环比)	0.2%	-0.1%	0.1%
新屋开工 (环比)	0.0%	-14.8%	3.3%
营建许可 (环比)	1.3%	-1.5%	1.8%
成屋销售 (环比)	4.9%	3.1%	-0.8%
新屋销售 (环比)	3.0%	1.5%	7.2%
耐用品订单 (环比)	-5.0%	-6.1%	-0.3%
通胀			
CPI (环比)	0.2%	0.3%	0.3%
核心CPI (环比)	0.3%	0.4%	0.3%
PPI (环比)	0.1%	0.3%	-0.1%
PCE (环比)	0.3%	0.3%	0.1%
核心PCE (环比)	0.4%	0.4%	0.1%
劳动力			
非农新增就业 (万人)	18.5	35.3	21.6
失业率	3.8%	3.7%	3.7%
平均时薪 (环比)	0.3%	0.6%	0.4%

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

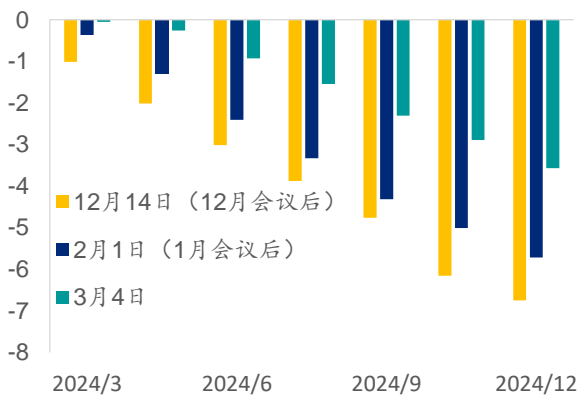
图表 2: 周度经济指数近期回落



资料来源: CEIC, 浦银国际

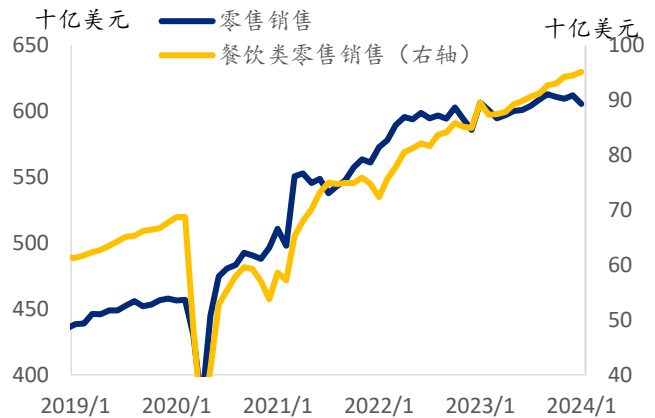
图表 3: 市场降息预期近期明显减退

已经计入价格中的加/降息次数



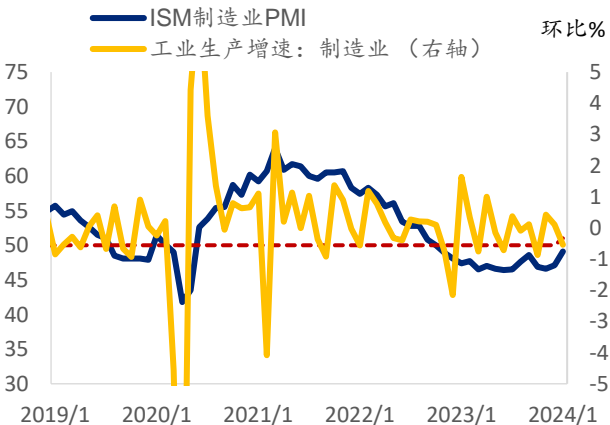
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 社会消费品零售 1月回落且低于预期, 然而餐饮类销售尚可



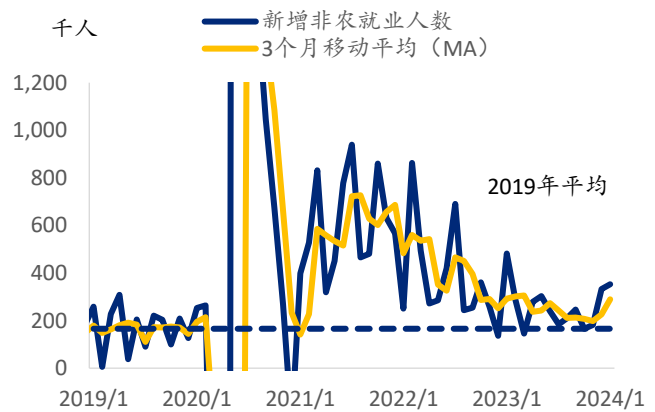
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 虽然工业增加值环比增速转负, 但是制造业 PMI 好转



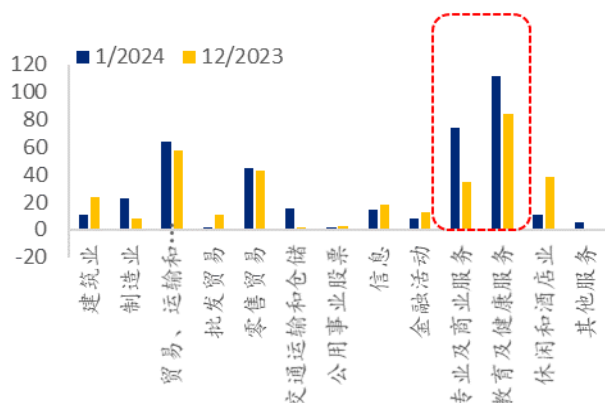
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 年度季节调整可能是新增就业超预期的原因之一



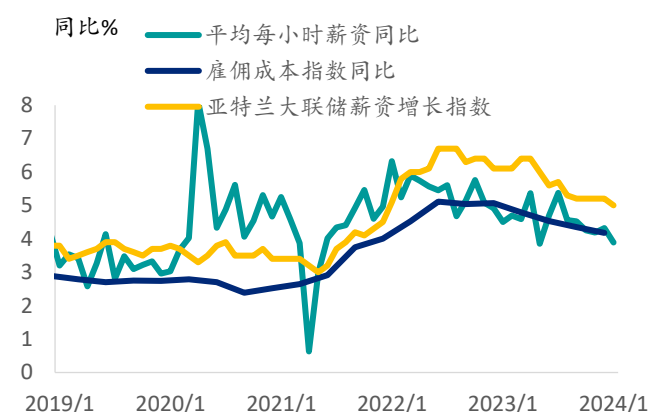
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 分行业看, 仅有教育医疗以及专业和商业服务新增就业较多



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 时薪同比增速亦不升反降



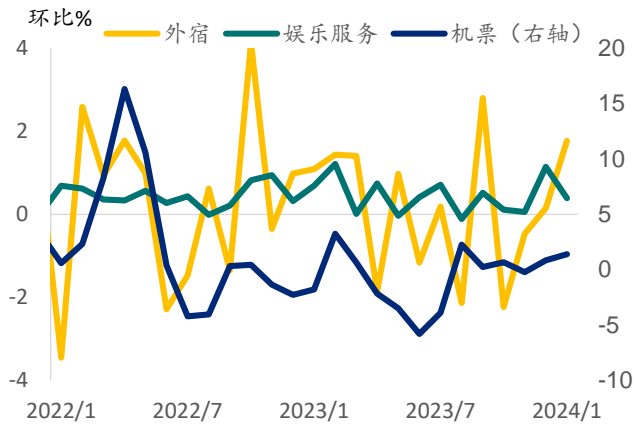
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	24 年 1 月	23 年 12 月	23 年 11 月		
CPI	0.31	0.23	0.16	100.0	0.31
食品	0.39	0.21	0.17	13.6	0.05
能源	-0.91	-0.21	-1.56	6.6	-0.06
核心 CPI	0.39	0.28	0.31	79.8	0.31
- 商品	-0.32	-0.06	-0.22	18.8	-0.06
家用家具和供给	-0.13	-0.32	-0.53	3.6	0.00
服装	-0.70	0.00	-0.64	2.5	-0.02
运输	-1.11	0.31	0.47	6.1	-0.07
医疗护理	-0.61	-0.12	0.46	1.5	-0.01
娱乐商品	0.77	-0.54	-0.60	2.1	0.02
教育和通讯商品	0.62	-0.19	-2.55	0.9	0.01
酒精饮料	0.27	0.12	-0.09	0.9	0.00
其它	0.32	-0.51	0.04	1.4	0.00
- 服务	0.66	0.38	0.46	61.0	0.40
住房	0.63	0.41	0.45	36.2	0.23
主要居所租金	0.36	0.39	0.44	7.7	0.03
外宿	1.78	0.15	-0.47	1.4	0.02
业主等价租金	0.56	0.42	0.49	26.8	0.15
核心服务扣除住房	0.70	0.35	0.48	24.8	0.17
医疗护理	0.70	0.50	0.50	6.5	0.05
运输	0.97	0.09	1.03	6.3	0.06
娱乐	0.39	1.15	0.06	3.2	0.01
教育和通讯商品	0.42	0.16	0.10	5.0	0.02
其它个人服务	1.16	0.13	0.27	0.9	0.01

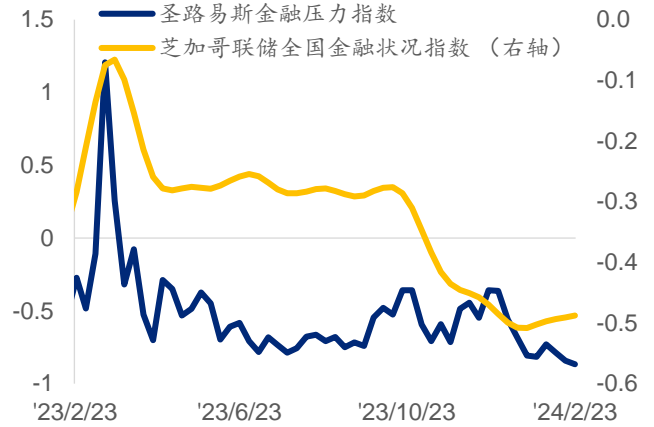
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 外宿和运输（主要机票）价格的大幅上升是推动核心服务CPI走高的重要原因，波动较大



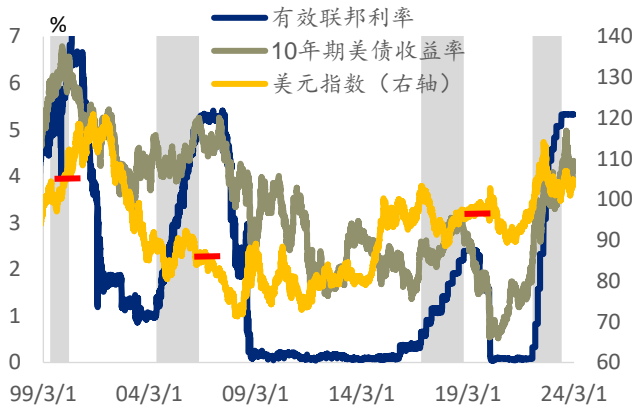
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 金融条件压力最大的时候已经过去



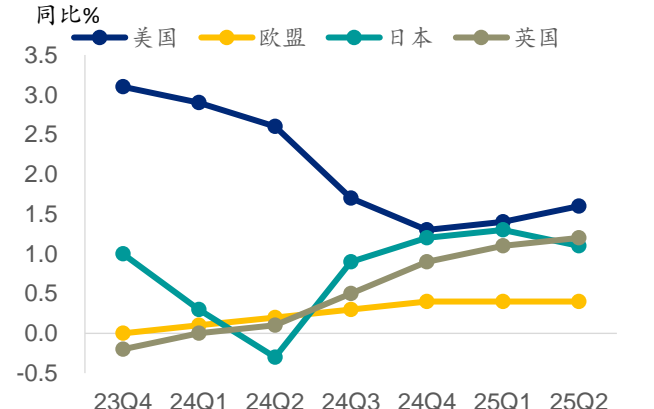
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 第一阶段降息交易已经结束，美元指数和美国国债收益率回调



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 13: 从彭博经济增速预测来看，虽然美国经济增速或走弱，但或人强于其他发达经济体



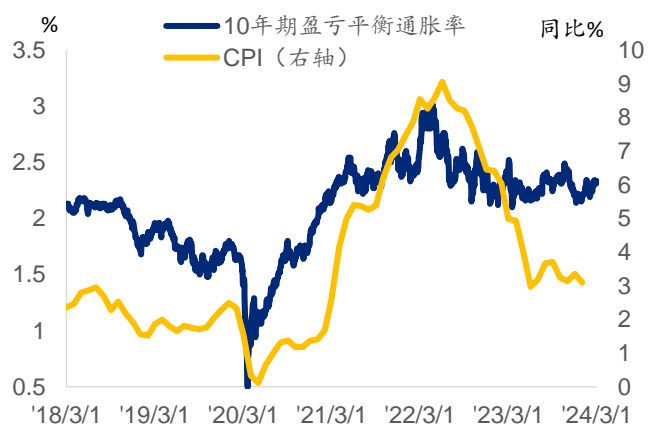
资料来源: Bloomberg 预测均值, 浦银国际

图表 14: 纽约联储的未来 12 个月经济衰退概率



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 15: 通胀的逐步下行亦帮助拉低国债收益率



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 16：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月24日	央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024年1月17日	四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月15日	11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月13日	美国11月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023年12月13日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023年11月15日	10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023年11月15日	美国10月通胀超预期放缓，加息周期或已结束
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年11月2日	美联储11月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023年10月18日	三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式
2023年10月13日	美国9月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早
2023年10月6日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月21日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023年9月15日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023年9月14日	美国8月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023年9月13日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023年8月11日	美国7月通胀数据或支持跳过9月加息，但并不意味着结束加息
2023年8月9日	7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月27日	美联储7月如期加息，加息周期未必已结束
2023年7月25日	7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月13日	美国核心通胀下跌或不会动摇7月加息决议
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023年7月6日	美联储6月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

