

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297368
qintai@swsresearch.com

中美经济：货币分化，结构收敛

——2023年春季宏观展望更新

主要内容：

- **美超额储蓄释放、就业再趋紧，零售走强。**1月美国零售超预期大幅走强，不仅餐饮服务明显改善，商品消费也大幅好于市场预期，持续紧缩的货币环境并未实质性影响到美国居民获取收入的能力。这种与货币紧缩环境不相称的强劲需求韧性，源于收入端两大原因的持续支撑。其一是美国政府在疫情期间的2020年、2021年分别进行的两轮大规模财政补贴带来的“超额储蓄”持续释放的过程尚未结束。第二个重要原因来自就业市场的再度趋紧：日趋明显的保护主义产业政策、疫情的持续缓和正分别带来美国制造业和服务业部门的职位需求的扩张、就业和薪资的旺盛增长。
- **薪资通胀螺旋持续，鲍威尔鹰派底气增加。**美国1月CPI呈现核心非耐用商品、核心非居住服务两大类涨幅仍然较大的特征，与劳动力市场再度趋紧、薪资增速仍高带动薪资通胀螺旋持续更久的逻辑呼应。我们倾向于上修全年美国CPI预测，小幅下修美国失业率预测，从而自然地可以得到一个关键推论：美联储确实可能加息至今年5月，并且年内不考虑转向降息。由此，美元指数预计全年维持在100以上的概率大幅提升。
- **我国货币宽松受掣肘，人民币汇率小幅承压。**国内房地产市场现状和基建投融资需求尚不支持央行转向收紧。2023年1月信贷数据所呈现的“居民冷、企业热”的极端分化局面，凸显出央行当前无法转向任何形式的收紧操作的现实约束。但美联储加息路径预期的重新向上，正在增加人民银行流动性投放操作的外部约束。春节前后央行事实上是通过连续两个多月的超大规模逆回购投放以避免实施宽松信号意味更强的降准操作。但这就意味着近期央行通过降息的方式试图进一步刺激信用扩张需求的可能性也在下降，通过价格引导房地产市场改善的空间短期来看并不太大，房地产市场趋势性回暖仍需依靠居民收入预期改善这一根本逻辑。
- **中美经济结构趋于收敛，货币分化加剧。**从经济结构的角度来看，防控措施优化和疫情缓和的逻辑实际上并非我国所独有，美国服务消费和劳动力市场也在持续恢复的路上。但同时货币政策分化加剧，人民币汇率可能承受一定程度的新的贬值压力，也对我国货币政策操作工具的选择提出新的挑战。央行需要更多依靠更为精准的结构性的工具增强信用传导效果，而总量意义上流动性投放量增加、利率价格下降的信号意义更强的工具（如我们一直倡导的降准）则可能操作时点需有所推迟。但这就意味着房地产市场低迷状态的根本性、普遍性改善的时点或将小幅延后，财政政策在投资和消费两端的发力，可能成为货币政策促进信用扩张的更重要的配合重点。2023年我国经济增长重回5.0%-5.5%的合理区间仍是相当值得期待的，所不同的是，财政政策对投资稳增长的支持力度的调整可能需要延后到2024年或者更晚了，2023年将更加明确地成为广义财政积极发力的重要年份。
- **风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期，疫情形势变化，美联储紧缩力度超预期。**



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 美超额储蓄释放、就业再趋紧，零售走强 4
2. 薪资通胀螺旋持续，鲍威尔鹰派底气增加 5
3. 我国货币宽松受掣肘，人民币汇率小幅承压 7
4. 中美经济结构趋于收敛，货币分化加剧 8

图表目录

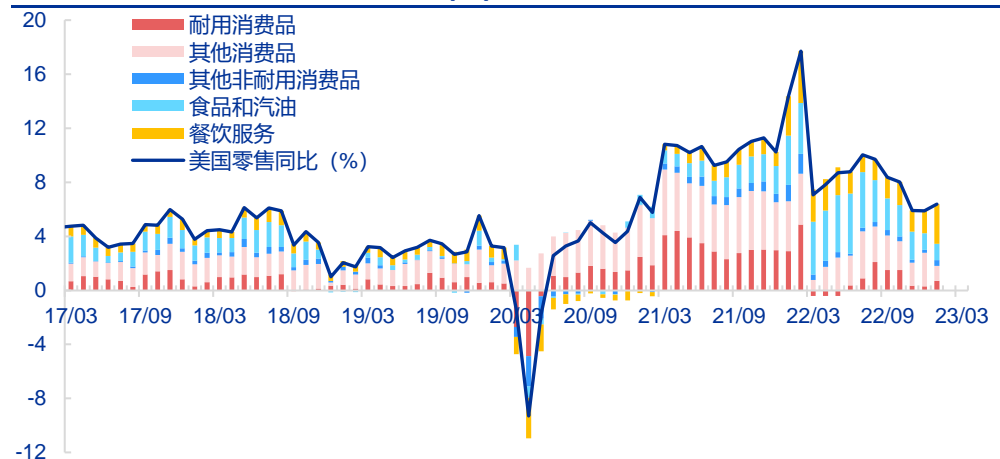
图 1: 美国零售同比及其贡献结构 (%)	4
图 2: 美国居民可支配收入、消费支出增速与储蓄率 (%)	5
图 3: 美国劳动力缺口再度扩大, 薪资增长支撑居民收入高增	5
图 4: 美国 CPI 季调同比及贡献结构 (%)	6
图 5: 历年 1 月新增信贷结构对比 (亿元)	7
图 6: 基础货币同比增速及贡献结构 (%)	8

2023 年首月，美国经济需求侧、就业、通胀等数据呈现出更加明显的“软着陆”倾向，我们上修对美联储本轮加息持续时间和强度的预测。由此，我国货币政策或将受到更大程度的外部掣肘，预计降准操作的可行时点推迟至下半年，财政扩张、以及畅通信用传导的重要性进一步提升。

1. 美超额储蓄释放、就业再趋紧，零售走强

1 月美国零售超预期大幅走强，不仅餐饮服务明显改善，商品消费也大幅好于市场预期，持续紧缩的货币环境并未实质性影响到美国居民获取收入的能力。美国 1 月包含餐饮服务的零售总额季调同比增长达到 6.4%，不仅较此前两个月增速反弹 0.5 个百分点，大幅超出市场预期，而且持续显著高于 2018-2019 年 3.7% 的平均增长水平。从结构上来看，1 月零售的超预期反弹是普遍性的，不仅疫情的改善令餐饮服务增速大幅回暖并贡献了总零售增速中的 2.9 个百分点，而且耐用消费品、非耐用消费品也分别出现比较明显的改善。这种结构显示美国居民在美联储启动本轮货币紧缩阶段近一年左右之后，美国居民仍然保持了相当强劲的收入水平和消费购买力。

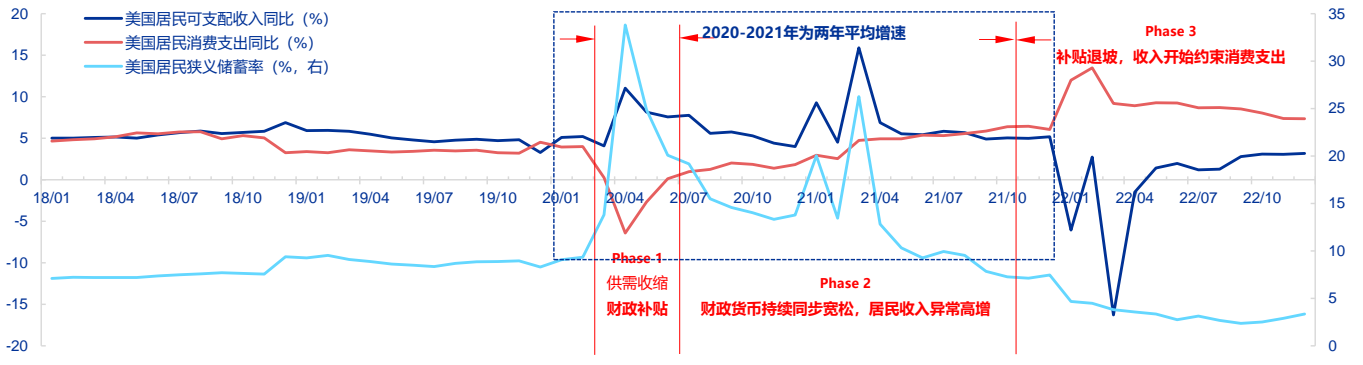
图 1：美国零售同比及其贡献结构 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

这种与货币紧缩环境不相称的强劲需求韧性，源于收入端两大原因的持续支撑。其一是美国政府在疫情期间的 2020 年、2021 年分别进行的两轮大规模财政补贴带来的“超额储蓄”持续释放的过程尚未结束。美国政府在疫情较为严重的 2020-2021 年期间进行了两轮超大规模的对居民直接财政补贴，主要的形式是一次性的居民个人现金补贴发放和阶段性的额外失业金补助。对居民直接补贴是导致美国政府在这两年内财政赤字率分别拉高至战后罕见的 GDP 的 1/7 和 1/8 的重要原因之一。由于一次性的财政补贴将首先转化为居民储蓄的增加，我们不可忽视美国居民的“超额储蓄”释放过程所带来的消费需求韧性和黏性。我的测算结果显示，即使以较为保守的方法进行估计，美国居民部门在 2021 年 9 月之前也累积了 2.3 万亿美元以上的“超额储蓄”，在释放 5 个季度用以平滑消费能力之后，至 2023 年初这一规模仍然高达 9000 亿美元以上，依照过去一年相当均匀的消耗速度，今年三季度之前美国居民消费需求都将获得这部分超额储蓄的额外支持。

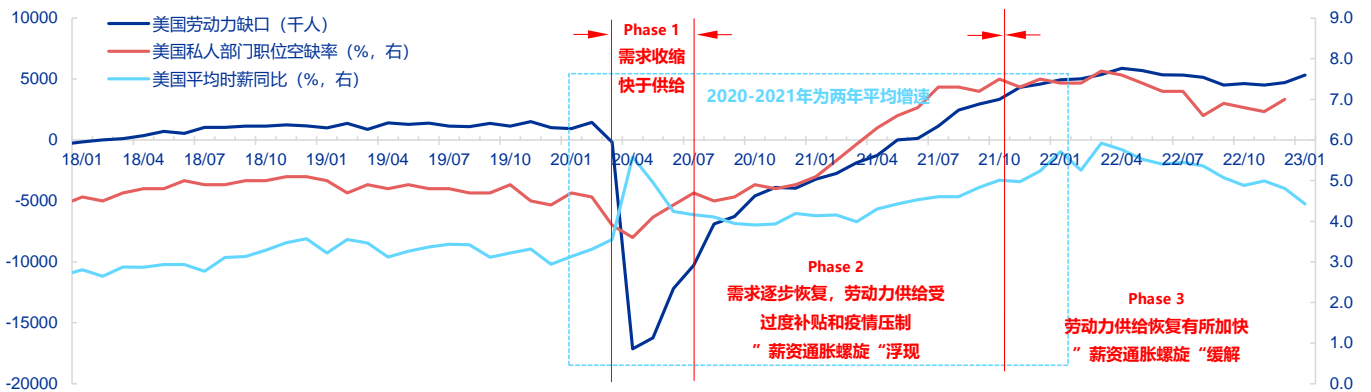
图 2：美国居民可支配收入、消费支出增速与储蓄率 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

第二个重要原因来自就业市场的再度趋紧：日趋明显的保护主义产业政策、疫情的持续缓和正分别带来美国制造业和服务业部门的职位需求的扩张、就业和薪资的旺盛增长。年初大幅走强的就业数据很大程度上触发了我们对当前美国劳动力市场供需匹配情况的系统性重估。在货币紧缩一年之后，美国再度出现一个罕见的劳动力市场供需两旺的数据结构组合：劳动参与率抬升（1月升0.1个百分点至62.4%）、失业率下降（1月降0.1个百分点至3.4%，已经低于疫情前2019年的最低水平）、以及非农职位空缺率的提升（2022年12月反弹0.3个百分点至6.7%）同时出现，意味着美国经济需求侧的强劲表现正在持续传导至劳动力市场职位需求的增加，并且劳动力市场需求的走强程度甚至超过了已经很强的劳动力供给。在此背景下，美国1月平均时薪同比增速仍维持在4.4%的远超疫情前的高增水平。

图 3：美国劳动力缺口再度扩大，薪资增长支撑居民收入高增



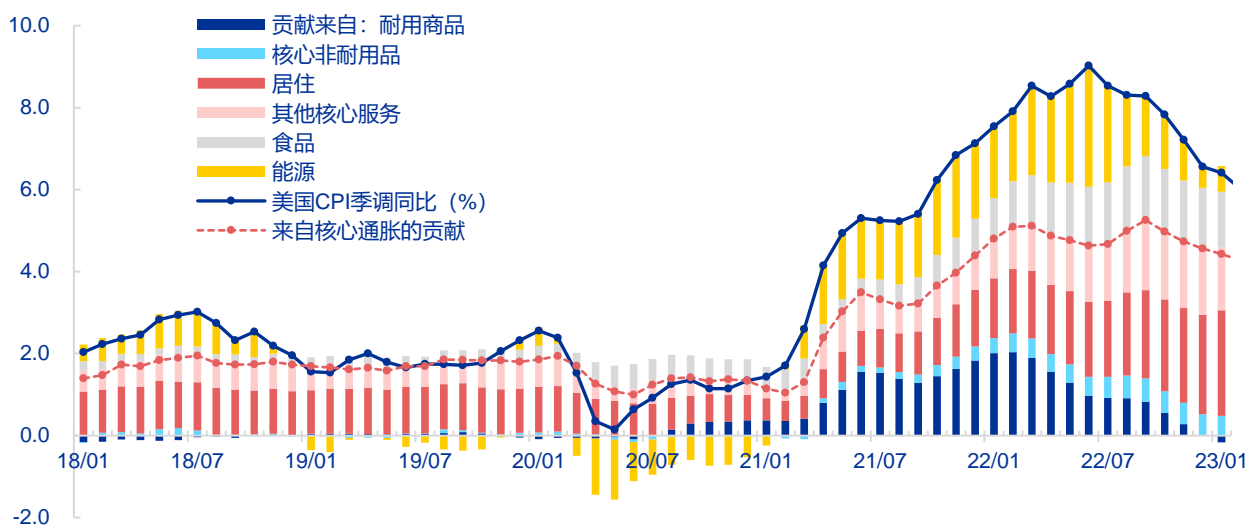
资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 薪资通胀螺旋持续，鲍威尔鹰派底气增加

美国1月CPI呈现核心非耐用商品、核心非居住服务两大类涨幅仍然较大的特征，与劳动力市场再度趋紧、薪资增速仍高带动薪资通胀螺旋持续更久的逻辑呼应。1月美国CPI季调同比增长6.4%，仅较12月小幅回落0.1个百分点，高于市场预期，其中耐用消费品环比跌幅明显收窄但基数上行仍令其对总CPI涨幅的贡献下滑0.2个百分点；食品和能源的合计贡献与前月持平，居住项贡献提升0.2个百分点至2.6%，

除居住外其他核心服务贡献 1.5 个百分点的涨幅，仅较上月小幅回落 0.1%；核心非耐用消费品贡献连续四个月持平于 0.5 个百分点的显著高于疫情前的涨幅水平。这样的通胀结构从两方面对薪资通胀螺旋的逻辑形成验证：其一是核心非耐用品、核心非居住服务两大类价格涨幅仍然较大，显示劳动力市场再度升温令居民收入增速维持较高水平，消费能力维持高位，增加了通胀回落的粘滞力；其二是在货币紧缩令美国房价开始出现明显回落的时点，租金仍持续上行，也显示就业情况整体较好令房租市场热度不减，而房租作为服务业供给成本中的一个主要来源，进一步增加了通胀下行的黏性。

图 4：美国 CPI 季调同比及贡献结构 (%)



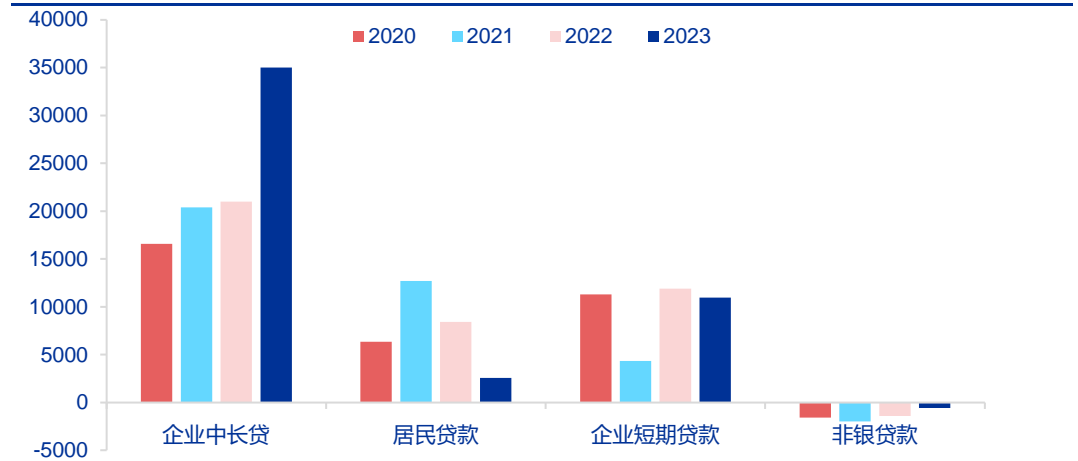
资料来源：CEIC，申万宏源研究

我们倾向于上修全年美国 CPI 预测，小幅下修美国失业率预测，从而自然地可以得到一个关键推论：美联储确实可能加息至今年 5 月，并且年内不考虑转向降息。由此，美元指数预计全年维持在 100 以上的概率大幅提升。结合美国最新的供需两侧结构情况，我们倾向于分别上修全年和四季度美国 CPI 同比预测均值至 4.6% 和 3.9%，这意味着 4 季度美国 PCEPI 同比可能仍将稳定高于 3.5%，通胀预期的上修令我们需至少上修年底美国联邦基金利率目标水平 50BP 以上。此外还需考虑美国当前劳动力市场的强劲现实，我们倾向于下修 4 季度美国失业率预测约 60BP 至 3.8% 左右，从而或将再度抬升美联储加息路径约 25BP 左右。由此，当前我们决定做出全年预测的重大调整，将预测的本轮美联储加息路径上抬 50BP，即 3 月、5 月两次 FOMC 会议预计均将加息 25BP，并且原预测的下半年 1-2 次降息当前修正为预计不会在年内出现。由此，预计全年美元指数维持在 100 以上的概率大幅提升。需要注意的是，美联储加息路径上修叠加缩表进程延续，对黄金这一不具备工业用途的贵金属价格的通胀避险效果会形成直接打击。

3. 我国货币宽松受掣肘，人民币汇率小幅承压

国内房地产市场现状和基建投融资需求尚不支持央行转向收紧。房地产市场方面，尽管春节前后一线城市交易量改善较为明显，但从全国范围来看，三年疫情期间居民收入预期下降尚未得到实质性改观，城镇化整体速度放缓的背景下，一线城市房地产市场信心的部分恢复可能一定程度上仍将以二三线城市的市场低迷为代价。居民部门仍热衷于集中提前还贷，央行在此时任何偏紧的操作信号都可能加剧商业银行资产收缩的压力。作为稳增长重要抓手的基建投资，在 2022 年下半年一肩承担起太多之后，也不可能在房地产供给侧信心尚未改善之前就不再扮演稳增长的重要角色。2023 年 1 月信贷数据所呈现的“居民冷、企业热”的极端分化局面，凸显出央行当前无法转向任何形式的收紧操作的现实约束。

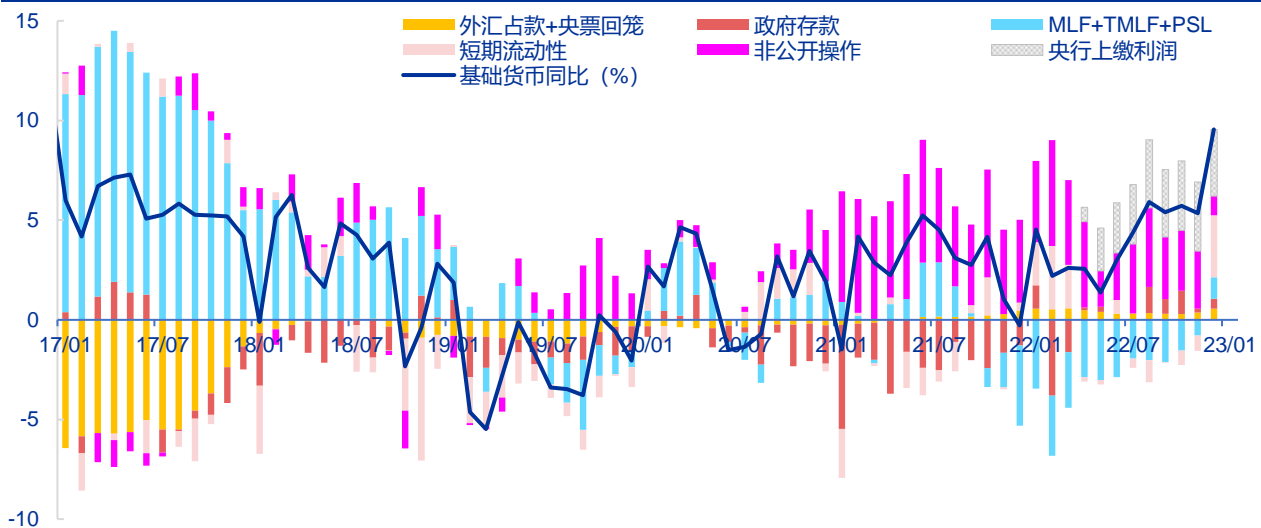
图 5：历年 1 月新增信贷结构对比（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

但美联储加息路径预期的重新向上，正在增加人民银行流动性投放操作的外部约束。春节前后央行事实上是通过连续两个多月的超大规模逆回购投放以避免实施宽松信号意味更强的降准操作。年初信贷规模放量，加之春节前后现金需求集中，流动性缺口季节性骤然拉大，本是考虑降准的绝好时机。但美联储加息放缓之路横生变数，直接限制了我国货币政策偏松操作的工具选择空间。2022 年 12 月、2023 年 1 月，央行连续两个月进行了罕见的超大规模逆回购投放，通过将两个月末逆回购余额累积至 1.73 万亿、2.23 万亿的 2018 年以来最高水平，成功将合理的降准时点推迟至后续月份；MLF 年初两次操作也再度转为积极净投放，合计净增近 2800 亿，一定程度上有助于缓解中长期流动性之短缺。但正如我们在 2022 年下半年以来的多次报告中所分析，持续采取基础货币净投放的方式提供流动性，成本是明显高于降准的，而且传导效率低于降准，这种操作不利于商业银行负债端成本下降，从而可能对 LPR 进一步下调形成限制。确实我们也看到 1-2 月在市场呼声较大的同时，LPR 并未下调而是维持不变。我们当前来看，降准操作的时点是可以推迟的，但这就意味着近期央行通过降息的方式试图进一步刺激信用扩张需求的可能性也在下降，通过价格引导房地产市场需求改善的空间短期来看并不太大，房地产市场趋势性回暖仍需依靠居民收入预期改善这一根本逻辑。

图 6：基础货币同比增速及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

汇率方面，由于美联储紧缩路径可能有所延长，人民币汇率全年可能会面临一些新的双向波动的压力，升值之路并非一帆风顺。中美货币政策分化加剧的局面本身就令人民币面临一定幅度新的贬值压力；加之疫情防控措施优化之后，居民出境旅游和留学需求可能增加；美国联合其他发达国家实施日趋封闭的、保护主义的产业链内向型政策也可能导致我国货物贸易出口面临一定的压力（当然这一项压力主要是长期性的、结构性的），上述三项因素都可能导致人民币汇率预期路径需要进行一定幅度的下修。但好在我国工业生产在疫情三年以来呈现出相当强劲的产业链完整性和韧性，普遍意义上的中高端消费品生产仍是我国产业链短期难以被替代的巨大优势，加之美国等发达国家消费需求下行速度慢于此前市场担忧的程度，两项因素仍可能支撑我国出口全年增长 4% 左右，我们目前维持这一预测水平不变。但需关注若人民币波动过程中形成新的贬值预期，则可能对出口前景带来新的不利影响。

4. 中美经济结构趋于收敛，货币分化加剧

从经济结构的角度来看，防控措施优化和疫情缓和的逻辑实际上并非我国所独有，美国服务消费和劳动力市场也在持续恢复的路上。春节前后的高频消费相关数据显示，防控优化和疫情缓和这一单独的逻辑尚不足以支撑得出 2023 年我国经济增速将大幅好于美国的结论。从我国的角度来看，三年疫情期间一些居民的消费习惯可能已经发生改变，加之地产周期处于底部、居民收入预期普遍有待提振，都对防控措施优化之后居民服务消费反弹的力度形成了一定的限制；商品消费方面，线下小型零售店的消费场景明显恢复的同时，部分居民的汽车购置需求因预期中的补贴政策变化而明显向 2022 年下半年集中，加之地产竣工改善幅度仍较为温和，大宗可选商品消费的改善恐并非一蹴而就。从美国居民消费动能的角度来看，前期财政补贴的滞后需求黏性仍在持续释放，加之疫情也有边际缓和、以及保护主义倾向较为明显的产业政策的推出，都在短期内形成了需求带动供给和收入的效果。中美实体经济的供需结构实际上在 2023 年可能是趋于收敛的。

但同时货币政策分化加剧，人民币汇率可能承受一定程度的新的贬值压力，也对我国货币政策操作工具的选择提出新的挑战。央行需要更多依靠更为精准的结构化工具增强信用传导效果，而总量意义上流动性投放量增加、利率价格下降的信号意义更强的工具（如我们一直倡导的降准）则可能操作时点需有所推迟。但这也就意味着房地产市场低迷状态的根本性、普遍性改善的时点或将小幅延后，财政政策在投资和消费两端的发力，可能成为货币政策促进信用扩张的更重要的配合重点。2023年我国经济增长重回5.0%-5.5%的合理区间仍是相当值得期待的，所不同的是，财政政策对投资稳增长的支持力度的调整可能需要延后到2024年或者更晚了，2023年将更加明确地成为广义财政积极发力的重要年份。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。