

AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

宏观经济周报

联储紧缩后遗症

第 029 期

www.agradar.cn



关于我们:

AgRadar Consulting (www.agradar.cn 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司, 主要业务领域覆盖咨询报告服务 (宏观与产业)、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

核心观点：

- 1、通胀因素已经不再成为美经济的核心忧虑，联储政策调整的滞后性与经济衰退的担忧主导市场。
- 2、中央经济工作会议定调市场，对于明年经济恢复持积极乐观态度，2 季度或为拐点，三四季度加速。

联储紧缩后遗症

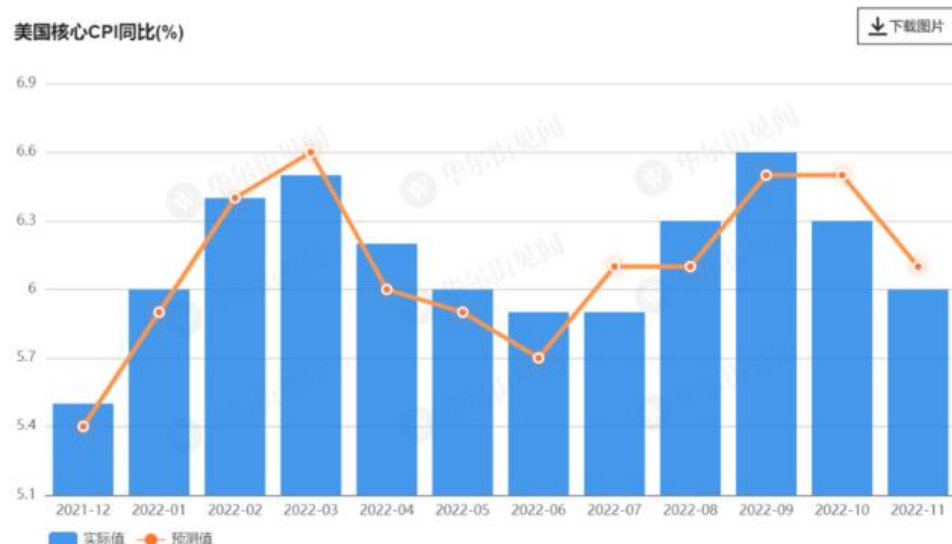
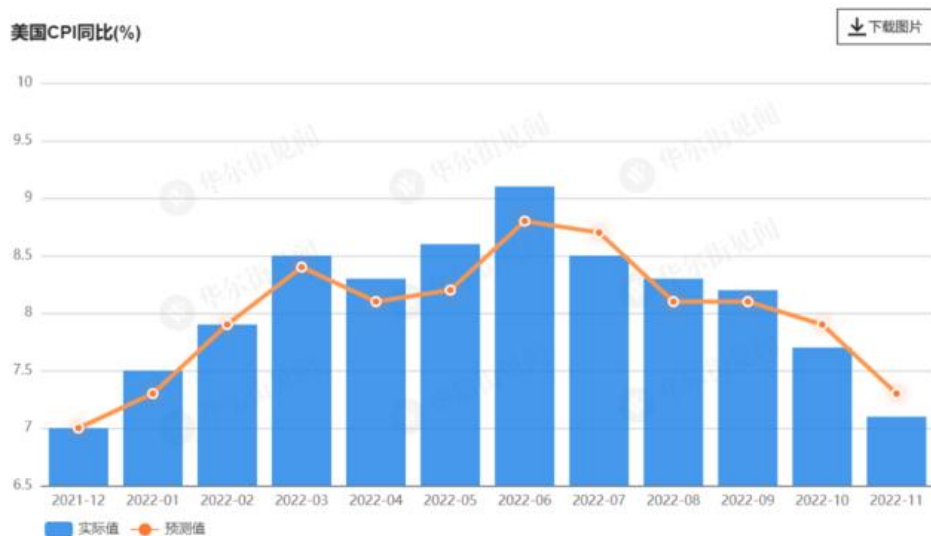
本周的重要事件毫无疑问为**联储的议息会议和中央经济工作会议**。在上周的周报中，我们预期加息 50BP 如期落地，鹰派发言持续；中央经济工作会议亦指明了未来的方向：“**要把恢复和扩大消费摆在优先位置**”，发布了《**扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）**》。

近期的美国通胀数据是利好市场的，12 月 13 日，美国劳工统计局的数据显示，11 月 CPI 同比增长 7.1%，低于预期的 7.3%和前值 7.7%，同比增幅创今年 1 月以来最低纪录，环比增长 0.1%，低于预期的 0.3%和前值的 0.4%。

市场关注的核心通胀率也显著下降。数据显示，核心 CPI 同比增长 6%，预期 6.1%，较前值 6.3%有所回落，同比增幅为今年 8 月以来的最小水平；环比增长 0.2%，低于预期和前值的 0.3%。

通胀的回落迹象并未得到联储声明的实质认可，联储认为通胀仍然离其 2% 的目标相当遥远。因此，在议息会议后，联储仍然保持了鹰派的言论。市场和联储之间是存在明显的分歧的，市场普遍认为通胀已经见顶，如果高压货币政策继

续维持，料美国市场必将进入衰退。



从目前美国的经济基本面来看，尽管有疫情之后的强复苏，但并不表明当前已经恢复至疫情之前的水准，而疫情之前美国本已陷入低增长的泥潭之中，即便美国经济能够恢复至疫情前水准，我们后续亦很难看到美国经济会有较高的增速。

我们一直强调，导致高通胀的核心原因并不是利率，而是规模庞大的量宽政策和供应链导致的供需错配。

高利率限制了需求的增长，叠加供应链的修复让供需正在进入再平衡，这是

目前通胀回落的重要原因。从这两者视角来看，通胀已经不具备再度抬头的可能。

我们认为联储很大概率会再次犯错，当初紧缩的迟滞让通胀失控，现在持续的高压让美国经济陷入衰退。

从供需的角度来看，在高利率的压制下市场有较大概率已经进入刚需，如果高利率损害的是全球产能的投入，如果产能出现大规模的退出，市场可能会再次迎来新一轮供给侧驱动的通胀。

联储值得诟病的一点在于过于看重利率政策的调整，而在整体资产负债表方面的紧缩一直迟缓，资产负债表的紧缩对于控制金融市场的资产泡沫更为有效。

除了对于联储政策的迟滞的担忧外，从高频数据看，美国经济亦出现了明显的回落。

12月16日周五公布的12月Markit美国PMI数据显示，当月服务业PMI初值降至44.4，创8月份以来新低，且连续六个月萎缩；综合PMI初值降至44.6，为2009年有数据记录以来最糟糕的表现之一，并且远低于预期，和其他主要经济体上涨的趋势背道而驰；制造业PMI初值降至46.2，为2020年5月以来最低。



在高利率的压制下，企业对于投资与扩大再生产方面的决策将显得更为谨慎，这些行为最终会反馈在美国的就业市场上，近期美国的就业数据尽管仍然表现不

错，但就业的疲软迟早会来。

从我们的视角来看，美股当前的弱势震荡表现完全合理，在此前我们曾表示，**美国经济软着陆的概率较高的核心原因在于未来货币政策的宽松前置**，我们认为如果就业方面出现明确的放缓信号，意味着美联储的降息政策已经可以值得期待。

在上周的周报中，我们指出未来市场回报的高低顺序为中国股市>美债>美股，本周的中央经济工作会议继续强化了我们对于中国股市乐观的看法。

回溯至 2019 年末，尽管海外经济陷入增长泥潭，但彼时的中国市场是全球经济增长最为迅速的市场。

经历三年的抗疫之后，此时的中国市场的需求最为孱弱。市场对于中国经济持悲观看法的核心论点在于就业低迷，居民收入下降，消费难有提升。但我们需要厘清**导致中国经济下滑的核心症结并不是中国经济本身已经陷入衰退，而是疫情限制了人的经济活动所产生的连锁反应。**

回望今年，我们已经看到了中国经济的韧性，三季度已经明显的见到的好转，且当时还是在动态清零的政策之下，经济活动尚受限制。尽管在当下国内仍然受疫情感染人数增加的困扰，但是我们需要看到的是，**限制经济活动的禁锢已经解除，在来年春天我们将会看到全领域的逐步复苏。**

在最新的中央经济工作会议中，“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，**稳增长被置于更重要的位置。**会议要求，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展的合力。

值得我们期待的是政策的落实，对于民营企业的活力我们持持续乐观的态度，

积极的财政政策将会是市场复苏的重要基石。

在国金宏观赵伟团队的《年度展望：2023年，新时代“朱格拉周期”元年》报告中认为：2023年，“非经济因素”干扰会显著减弱，政治新起点下，托底政策“累积效应”或将显现；全年GDP增速预计在5.5%左右，内需驱动为主。

大体上我们认同该观点，从节奏上看，我们认为一季度可能受疫情冲击的尾部效应恢复节奏或有稍慢，但我们预计2季度可能是中国经济加速的拐点，三四季度可以更为乐观一些。从GDP的增速上看，我们认为不必拘泥于数据的目标值，今年受疫情的影响，全年GDP基数较低，对于明年的GDP增速，甚至可以更乐观一些。

声明：《AgRadar 宏观经济观察》坚持独立、审慎原则，力求报告内容客观、公正，但报告所载的观点、结论和建议仅供参考，使用者不能依靠本报告取代独立判断。对使用者依据本报告所造成的一切后果，《AgRadar 宏观经济观察》不承担任何法律责任。