

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年5月8日

## 【专题研究】

2023年二季度经济金融与政策展望系列之二

## 旧趋势的尾声与新趋势的序曲 ——全球经济展望

### 【内容摘要】

去年以来全球经济“滞胀与紧缩”的既定章节即将进入尾声，在新的确定性趋势形成之前，全球经济的分化与分歧将成为主要特征。各国增长与通胀形势的分化，将导致货币政策同步性下降。

美国经济仍在保持温和扩张，居民超额储蓄保有余量，就业市场紧张情况缓和，通胀将温和下行，年内或现低失业特征的浅衰退。预计在5月加息25个基点后接近尾声，年内保留降息预期。

欧洲经济仍面临多重挑战，食品涨价、罢工与天然气回补库存仍是通胀隐患，英欧央行加息剩余次数或多于美国，但贸易逆差、制造业受损带来的经济衰退压力更大，金融稳定风险上升。

日本经济将保持弱势增长，服务与消费成为主要动力，投资与制造业依旧偏弱。核心通胀仍存压力。外部失衡趋于改善，新行长上任后短期暂未调整YCC政策，6月是否调整存在高度不确定性。

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长

王静文 中国经济研究

张丽云 货币政策与流动性研究

应习文 国际经济研究

孙莹 财政政策研究

李鑫 外汇商品研究

杨美超 外资外贸研究

韩思达 资产配置研究

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

# 目 录

<b>一、全球：旧趋势的尾声与新趋势的序曲 .....</b>	<b>1</b>
(一) 旧趋势的尾声：滞胀与紧缩 .....	1
1. 疫情后的强劲复苏逐步进入尾声 .....	1
2. 全球普遍的高通胀状态即将接近尾声 .....	2
3. 各国紧缩货币进程即将步入尾声 .....	3
(二) 新趋势的序曲：分化与分歧 .....	4
1. 新兴市场与发达经济体的分化 .....	4
2. 各国货币政策同步性下降，影响全球资金流动 .....	5
3. 新的风险仍在酝酿之中 .....	5
<b>二、美国：加息接近完成，年内降息可期 .....</b>	<b>6</b>
(一) 经济：低失业下的衰退预期 .....	6
1. 经济扩张速度放缓 .....	6
2. 就业市场仍在为经济减速提供缓冲 .....	9
3. 下半年：低失业下的浅衰退 .....	11
(二) 通胀：温和的下落斜率 .....	13
1. 基数效应推动通胀明显下降 .....	13
2. 通胀粘性开始回落，租金成最后的顽固项 .....	15
3. 未来：中枢继续下移，非核心低于核心 .....	16
(三) 美联储：加息接近完成，年内降息可期 .....	17
1. 银行业危机持续发酵 .....	17
2. 缩表已从中断中恢复 .....	19
3. 加息接近完成，年内降息可期 .....	20
<b>三、欧洲：经济面临多重挑战 .....</b>	<b>21</b>
(一) 滞胀仍是主要特征 .....	21
1. 暖冬暂时缓解能源危机 .....	21

2. 通胀回落但粘性仍强.....	22
3. 展望：通胀压力不容忽视，滞涨期持续更久.....	23
<b>(二) 内外形势不容乐观 .....</b>	<b>24</b>
1. 贸易条件有所改善但水平仍较低.....	24
2. 制造业受到冲击较大.....	25
3. 展望：内部环境不确定性或进一步上升.....	27
<b>(三) 货币政策：面临两难抉择 .....</b>	<b>27</b>
1. 金融稳定风险上升.....	27
2. 仍未停歇的加息脚步.....	29

## **四、日本：新行长的挑战..... 30**

<b>(一) 经济内生放缓与通胀见顶 .....</b>	<b>30</b>
1. 日本经济将保持弱势增长.....	30
2. 政策补贴为通胀降温，核心通胀仍存压力.....	31
3. 展望：内生动力不足，通胀转为下行.....	32
<b>(二) 外部失衡趋于改善 .....</b>	<b>33</b>
1. 贸易逆差减小与经常账户回归顺差.....	33
2. 日元汇率波动率下降整体平衡.....	34
3. 展望：日元仍有升值空间，外部环境继续改善.....	35
<b>(三) 货币政策：关注 6 月 YCC 政策调整可能.....</b>	<b>35</b>
1. 新行长植田和男上任.....	35
2. 关注 6 月 YCC 政策调整可能.....	36

# 全球经济：旧趋势的尾声与新趋势的序曲

温彬 应习文 杨美超

## 一、全球：旧趋势的尾声与新趋势的序曲

### （一）旧趋势的尾声：滞胀与紧缩

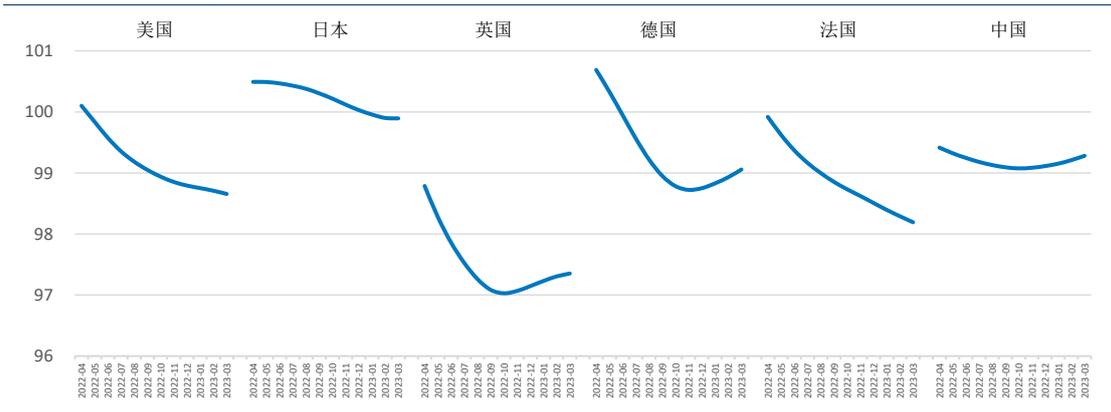
2023 年一季度以来，全球经济沿着 2022 年“滞胀与紧缩”的既定章节演奏，但许多细微的变化正在暗示尾声的徐徐降临。

#### 1. 疫情后的强劲复苏逐步进入尾声

2022 年以来，源于奥密克戎致病能力的明显下降，全球经济体或早或晚地开启了疫后复苏进程。5 月 5 日，世界卫生组织宣布新冠疫情不再构成“国际关注的突发公共卫生事件，全球卫生紧急状态结束”。不过，全球疫后经济强劲复苏期已持续超过一年，复苏动力正在减弱。根据 IMF 的数据，2022 年全球经济同比增长 3.4%，较 2021 年放缓 2.6 个百分点，美国、欧元区、日本等发达经济体增速均出现放缓。

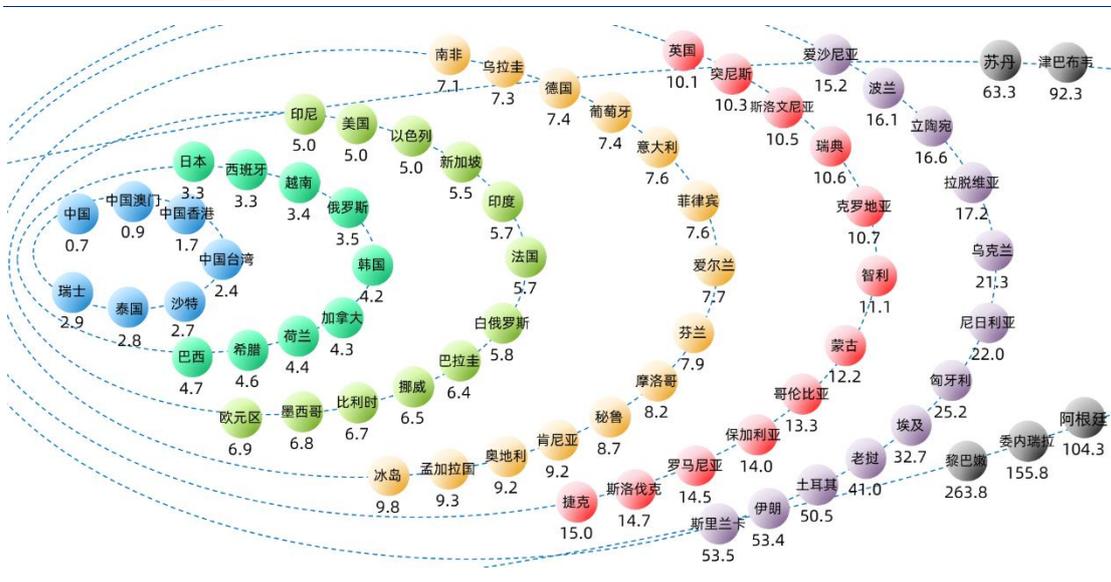
2023 年一季度主要国家增长动力仍在分化中整体趋弱。从主要国家看，美国、日本、法国 OECD 综合领先指标继续向下，英国、德国虽然在低位小幅反弹，但距离长期潜在水平（当指标为 100 时）仍较远。预计一季度主要国家虽不致于陷入衰退，但 **GDP 增速多数将呈现下降趋势。**

图 1：主要国家近一年来的 OECD 综合领先指标（CLI）



资料来源：CEIC

图 2：全球通胀星系图（2023 年 3 月各国 CPI）



资料来源：CEIC

## 2. 全球普遍的高通胀状态即将接近尾声

与两个季度前的全球普遍高通胀相比，当前全球通胀形势更趋于分化。许多国家通胀已进入持续下行区间，在“通胀星系图”中逐步向内圈靠拢。究其原因，一方面在大部分国家持续加息的大背景下，经济过热的势头得到遏制，衰退预期取代通胀预期也导致全球大宗商品价格回落。另一方面，2022 年 3 月开始全球通胀因俄乌危机急升抬高了基数，导致 2023 年 3 月开始大部分国家通胀均因基数原因出现同比增速放缓。不过需要看到的是，

全球通胀形势继续保持分化状态，仍有不少国家面临严重的通胀压力。这些国家主要分布在受俄乌危机影响较为直接的东欧国家，粮食依存度较高的非洲及亚洲国家，以及阿根廷、土耳其、委内瑞拉等货币发行失控的通胀“老大难”。通胀局势由统一转向分化将导致全球货币政策的步调错位。

表 1：全球主要国家央行政策利率变化情况

	22/01	22/02	22/03	22/04	22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	年初至今	首次变动至今	当前利率
发达国家																				
美国			0.25		0.50	0.75	0.75		0.75		0.75	0.50		0.25	0.25		0.25	0.75	5.00	5.25
欧元区							0.50		0.75	0.75		0.50		0.50	0.50		0.25	1.25	3.75	3.75
日本																		0.00	0.00	-0.10
英国		0.25	0.25		0.25	0.25		0.50	0.50		0.75	0.50		0.50	0.25			0.75	4.15	4.25
加拿大			0.25	0.50		0.50	1.00		0.75	0.50		0.50	0.25					0.25	4.25	4.50
澳大利亚					0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25		0.25	0.25			0.50	3.50	3.60
新西兰		0.25		0.50	0.50		0.50	0.50		0.50	0.75			0.50		0.50		1.00	5.00	5.25
瑞士						0.50			0.75			0.50			0.50			0.50	2.25	1.50
新兴市场																				
中国	-0.10							-0.10										0.00	-0.55	2.00
韩国	0.25			0.25	0.25		0.50	0.25		0.50	0.25		0.25					0.25	3.00	3.50
中国香港			0.25		0.50	0.75	0.75		0.75	0.50		0.50		0.25	0.25			0.50	4.75	5.00
印度					0.65	0.50		0.50	0.50			0.35		0.25				0.25	2.75	6.50
印尼								0.25	0.50	0.50	0.50	0.25	0.25					0.25	2.25	5.75
泰国								0.25	0.25		0.25		0.25		0.25			0.50	1.25	1.75
马来西亚				0.25		0.25		0.25	0.25	0.25								0.00	1.00	2.75
菲律宾				0.25	0.25	0.75	0.50	0.50	0.50		0.75	0.50		0.50	0.25			0.75	4.25	6.25
越南								1.00	1.00						-1.00			-1.00	-1.00	3.50
巴西	1.50		1.00		1.00	0.50		0.50										0.00	11.75	13.75
俄罗斯			10.50	-6.00	-3.00	-1.50	-1.50		-0.50									0.00	-12.50	7.50
墨西哥			0.50		0.50	0.75		0.75	0.75		0.75	0.50		0.50				0.50	6.50	11.00
土耳其								-1.00	-1.00	-1.50	-1.50			-0.50				-0.50	-10.50	8.50
南非	0.25		0.25		0.50		0.75		0.75		0.75		0.25		0.50			0.75	4.25	7.75

资料来源：各国央行

### 3. 各国紧缩货币进程即将步入尾声

2022 年以来，面对普遍的高通胀问题，各国不得不以压缩需求的方式为通胀降温，以美联储为首的全球央行竞相加息。然而 2023 年以来，全球加息进程正在逐步进入尾声。尽管美国、英国与欧元区仍在坚持加息，但不少国家面对降温的通胀已开始停止加息的脚步，包括加拿大、澳大利亚、韩国、印度、印尼、马来西亚、墨西哥等国。

## （二）新趋势的序曲：分化与分歧

随着全球经济“滞胀与紧缩”的乐章走向尾声，新趋势的序曲正在徐徐展开，但在新的确定性趋势形成之前，全球经济的分化与分歧将成为主要特征。

### 1. 新兴市场与发达经济体的分化

主要发达国家正在走向最终的加息，经济减速与衰退成为主要趋势。美国在 5 月刚完成的加息或许已达终点，欧元区与英国的剩余加息空间则可能略多于美国。持续加息导致的金融条件收紧，使得美、欧银行业面临利率与流动性风险，并将最终通过信用收缩传导至实体经济。多数指标表明美欧在今年仍有概率陷入短暂的经济衰退。IMF 预计 2023 年发达国家的经济增速将由 2022 年的 2.7% 降速至 1.3%，其中欧元区与英国的减速压力最大。新兴市场经济则相对健康，特别是中国在疫后开启确定性的复苏，并通过正外溢性支撑亚洲的增长。IMF 预计新兴亚洲（中国、印度、马来西亚、泰国、越南、菲律宾、印尼 7 国）在 2023 年将实现 5.3% 的经济增长，明显高于 2022 年 4.4% 的增速。

表 2：IMF 与 OECD 对全球经济增长的预测

	IMF (WEO)					经合组织 (OECD EO)					
	2021	2022	2023e (23.1)	2023e (23.4)	调整 幅度	2021	2022e	2023e (22.11)	2023e (23.3)	调整 幅度	
世界	6.0	3.4	2.9	2.8	-0.1	世界	5.9	3.2	2.2	2.6	0.4
发达经济体	5.2	2.7	1.2	1.3	0.1	G20	6.2	3.1	2.2	2.6	0.4
美国	5.7	2.1	1.4	1.6	0.2	美国	5.9	1.9	0.5	1.5	1.0
欧元区	5.3	3.5	0.7	0.8	0.1	欧元区	5.3	3.3	0.5	0.3	-0.2
日本	1.7	1.1	1.8	1.3	-0.5	日本	1.6	1.2	1.8	1.4	-0.4
新兴经济体	6.6	4.0	4.0	3.9	-0.1	非OECD	6.2	3.4	3.3	3.8	0.5
中国	8.1	3.0	5.2	5.2	0.0	中国	8.1	2.7	4.6	5.3	0.7

资料来源：IMF、OECD

## 2. 各国货币政策同步性下降，影响全球资金流动

2022 年除少数国家（中国、日本、俄罗斯、土耳其等）外，多数国家通过收紧货币政策对抗通胀的步调整体一致。2023 年以来，由于通胀形势的分化，全球货币政策同步性下降，除不少国家已暂停加息外，越南在 3 月降息 100 个基点，货币政策率先转向。俄罗斯则在考虑应对油价下行和卢布贬值而转向加息，土耳其大选结局未定，货币政策走向存疑。在分化的货币政策影响下，资金流向的不确定性也将扰乱全球金融市场。2022 年美元上涨与非美货币下行的整体趋势已被打乱，全球债券市场与股票市场的不确定性也在上升，交易衰退与交易复苏切换频度加快。

## 3. 新的风险仍在酝酿之中

由于分化与分歧主导着新趋势的序曲，全球新的风险仍在酝酿之中。3 月中旬以来美欧银行业遭到了重大冲击，以硅谷银行为代表的数家美国银行，以及瑞士信贷轰然倒下，尽管美欧货币当局及时出手阻断了风险的传播，但“黑天鹅”正在转向“灰犀牛”，短期冲击变为长期影响，金融体系脆弱性带来的信心不足或开始向实体经济传导。

另一方面，地缘政治不确定性仍存，俄乌危机仍在长期影响全球政治与经济格局，东西方政治互信趋弱，全球去美元化波澜初起，各国央行保持增持黄金和减持美债。日本央行在新行长的带领下仍在寻求适时的 YCC 调整策略，任何变化都将导致日元这一长期低息全球流动性供给的削弱。

## 二、美国：加息接近完成，年内降息可期

### （一）经济：低失业下的衰退预期

#### 1. 经济扩张速度放缓

一季度美国 GDP 增速不及预期。2023 年一季度，美国实际 GDP 环比折年增长 1.1%，低于 2.6% 的前值及 1.9% 的市场预期值，虽继续保持环比增长，但增速有所下降。

图 3：美国季度 GDP 环比年率的分项贡献

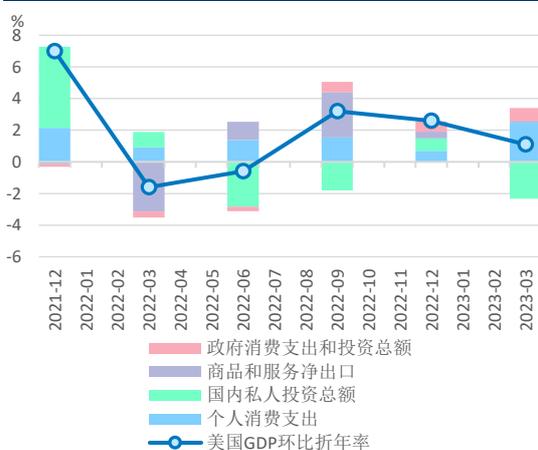
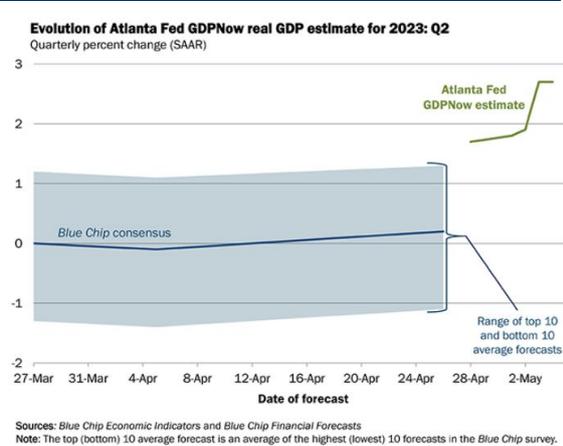


图 4：亚特兰大联储 GDPNow 模型



资料来源：Wind、美国亚特兰大联储

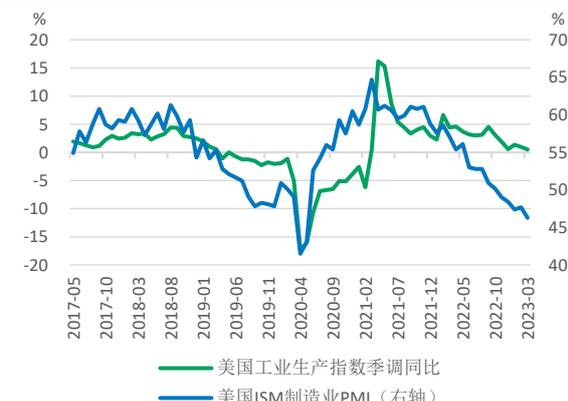
GDP 支出结构呈现“消费独强”。一季度美国个人消费支出环比增长 3.7%，拉动 GDP 环比年率上升 2.48 个百分点。其中，商品消费环比增长 6.5%，为四个季度以来首次正增长，主要由耐用品中的机动车和零部件拉动。国内私人投资环比下降 12.5%，拖累 GDP 环比年率下降 2.34 个百分点，其中来自私人部门库存的拖累达 2.26 个百分点，表明企业因对未来预期转向悲观而不愿回补库存；住宅投资的拖累为 0.17 个百分点，受美联储加息影响，新建住宅建设从销售到开工均受到较大冲击。政府支出环比增长 7.8%，拉动 GDP 环比年率上升 0.49 个百分点，主

要受地方政府雇员报酬上涨影响。外需方面，一季度美国进口环比增长 2.9%，出口环比增长 4.8%，净出口拉动 GDP 环比年率上升 0.11 个百分点。

图 5：纽约联储 WEI 指数



图 6：美国制造业 PMI 与工业生产同比



资料来源：Wind、CEIC、美联储、美国纽约联储

二季度美国经济开局暂时稳健。美国亚特兰大联储发布的 GDPNow 模型显示，二季度美国 GDP 将环比折年增长 2.7%。不过考虑到美国银行业危机仍在发酵，不排除未来持续下调可能。纽约联储公布的周度经济指数则显示，目前二季度 GDP 同比增速的预期值接近 1%。

工业产出趋弱但仍微弱增长。4 月美国 ISM 制造业 PMI 连续 6 个月低于荣枯线至 47.1%，3 月整体工业产出季调环比上涨 0.4%，同比上涨 0.5%，增速低于 2022 年的平均水平。美国工业生产面临的主要问题包括订单下滑、工资成本上升、金融环境收紧带来的融资压力、供应商交付时间上升等。

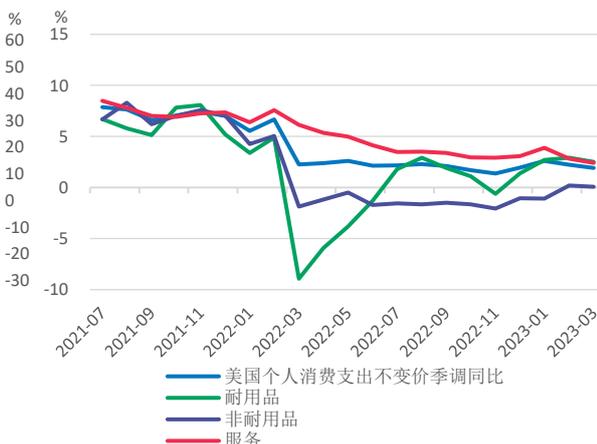
超额储蓄仍在为居民消费提供韧性。3 月美国消费者信心一度受到硅谷银行事件影响下滑，但 4 月出现反弹，表明美联储的及时救助特别是存款人保护机制暂时发挥了作用。零售与食品销

售、名义个人消费支出有所下滑，不过物价涨幅回落贡献了大部分因素。以不变价衡量的个人消费支出表现平稳，3月个人消费支出实际同比增长1.9%，非耐用品消费连续2个月回归正增长。

图 7：美国消费数据保持韧性



图 8：剔除物价影响后的个人消费支出同比



资料来源：Wind、美国商务部

当前美国居民部门累积的超额储蓄继续消耗。疫情中美国财政部直接向居民发钱导致居民储蓄远超长期储蓄的积累速度，据测算最高时大约有超过 2.1 万亿美元的超额储蓄规模。随着疫后复苏就业供给不足，以及通胀升高增加消费支出，目前累积的超额储蓄约在 8500 亿美元左右，但按照当前速率或仍需要 10 个月左右消耗完毕。

图 9：美国个人收入、支出与储蓄

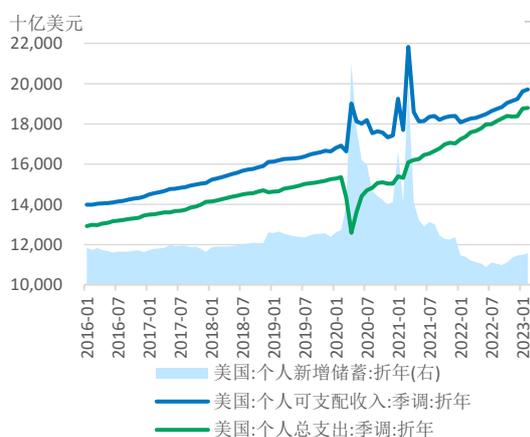


图 10：美国居民累积超额储蓄仍有富余



资料来源：Wind、美国经济分析局

美国国内需求回落导致“衰退式”贸易逆差收窄。3月美国出口同比增长5.0%，进口同比下降8.6%，贸易逆差642亿美元，同比减少422亿美元，主要是内需转弱导致进口出现负增长。此外，美国贸易条件指数（出口价格指数/进口价格指数 $>1$ ）仍有利于出口。目前看美国外贸部门对经济增长的贡献为正，但其需求转弱不利于全球经济的复苏。

图 11：美国月度进出口增速与贸易差额



图 12：美国贸易条件与进出口实际增速



资料来源：Wind、美国经济分析局

## 2. 就业市场仍在为经济减速提供缓冲

新冠疫情以来，发达国家劳动力市场的微观结构产生了较大变化。在新冠大流行期间，美国政府通过向居民部门大量发放现金积累了超额储蓄，一些低收入家庭在储蓄增加后并未及时回到劳动力市场，这导致了劳动力供给不足、薪资增幅强劲、核心通胀偏高等结果。

不过一季度以来，美国劳动力市场的紧张情况有所缓解。4月美国劳动力参与率为62.6%，保持在疫情以来的最高位，反映出随着居民部门超额储蓄的消耗，重返劳动力市场的居民开始增

加。相对应的，人均工作压力有所缓解，2月以来整体劳动力每周工作时长趋势性回落。

图 13：美国劳动力市场供给



图 14：美国就业需求：职位空缺数



资料来源：Wind、美国劳工部

随着劳动力供给增加，职位空缺数开始回落。3月美国整体非农职位空缺数下降至 959 万个，连续两个月低于 1000 万大关。大部分行业的职位空缺数都出现环比下降。职位空缺率较 2 月下降 0.2 个百分点至 5.8%，创疫情复苏以来的新低。

图 15：美国雇佣率与离职率

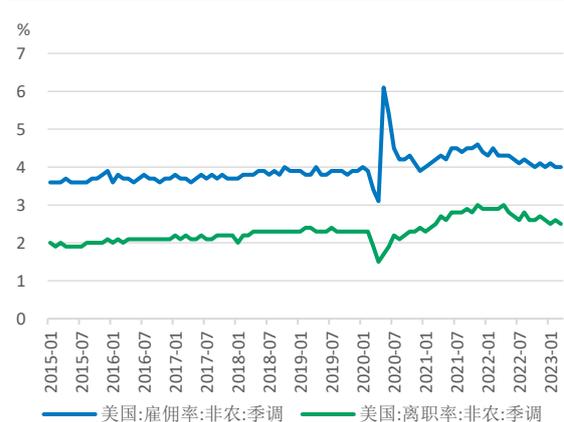
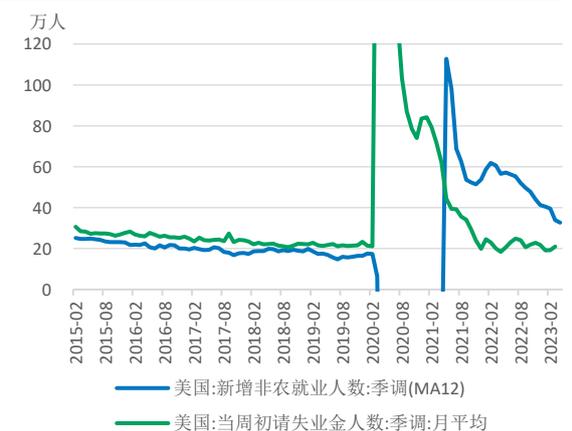


图 16：美国新增非农就业人数



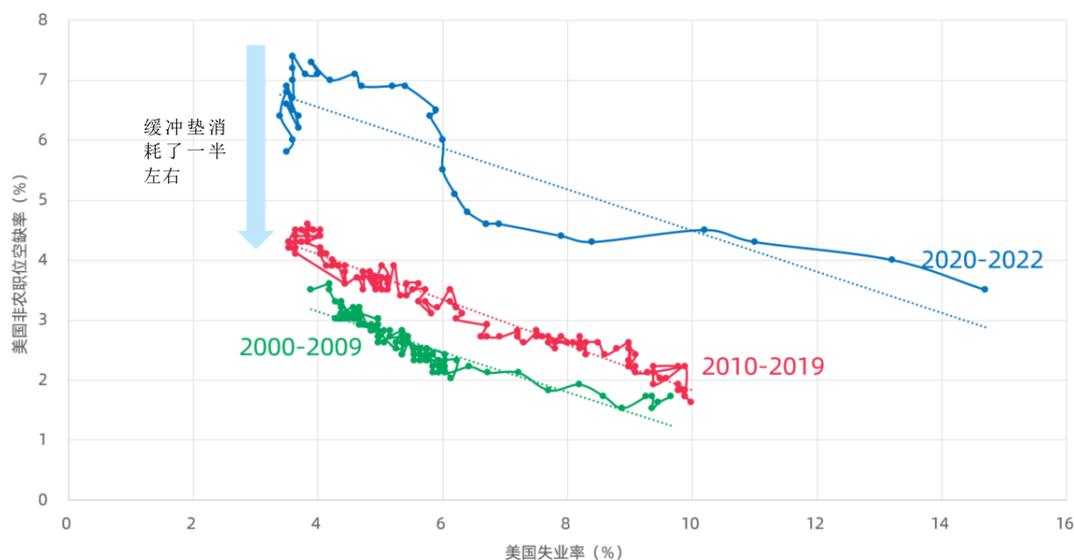
资料来源：Wind、美国劳工部

劳动力市场紧张缓解也表现在雇佣率与离职率的回落。3月美国雇佣率与离职率分别为 4% 和 2.5%，低于去年平均水平，反

映企业雇佣新员工的紧迫度下降，而职员也不再轻易离职。

美国就业压力更多由职位空缺数的下降来消化。随着美联储持续加息至限制性水平，美国就业市场并非没有压力。4月美国新增非农就业 25.3 万人，虽好于预期，但 3 月数据较初值大幅下调，非农 12 个月的移动平均线保持下行。但就业压力尚未传导至失业，目前美国周度初请失业金人数保持平稳，4 月失业率还意外下行至 3.4%。从贝弗里奇曲线来看，当前曲线正在沿着“职位空缺数下降而失业率不变”的垂直下行路径变化，就业市场在发挥着“缓冲垫”的作用。从不同历史时期贝弗里奇曲线的位置看，“缓冲垫”大约消耗了一半左右，这意味短期仍不会看到失业率的明显上升。

图 17：美国贝弗里奇曲线垂直向下移动



资料来源：Wind、美国劳工部

### 3. 下半年：低失业下的浅衰退

2022 年 7 月初以来 2 年期美国国债收益率与 10 年期美债收益率持续出现倒挂，从历史看一般两者倒挂持续 2 个月以上（目

前已持续 10 个月），将伴随经济衰退，领先时间为 10-18 个月。同时美国 10 年期与 3 个月国债收益率自 2022 年 10 月 25 日首次倒挂以来，也已持续 6 个半月，从历史看其领先衰退时间为 7-14 个月，且确定性更强，意味着 2023 年下半年美国经济衰退的风险大增。

根据纽约联储发布的未来 12 个月美国经济衰退概率（基于 10Y-3M 国债收益率模型测算）来看，目前 2023 年 12 月至 2024 年 2 月的衰退概率均高于 50%，从历史看在这个概率下，美国已多次发生 NBER 定义下的实质性衰退。

图 18：美国国债期限溢价

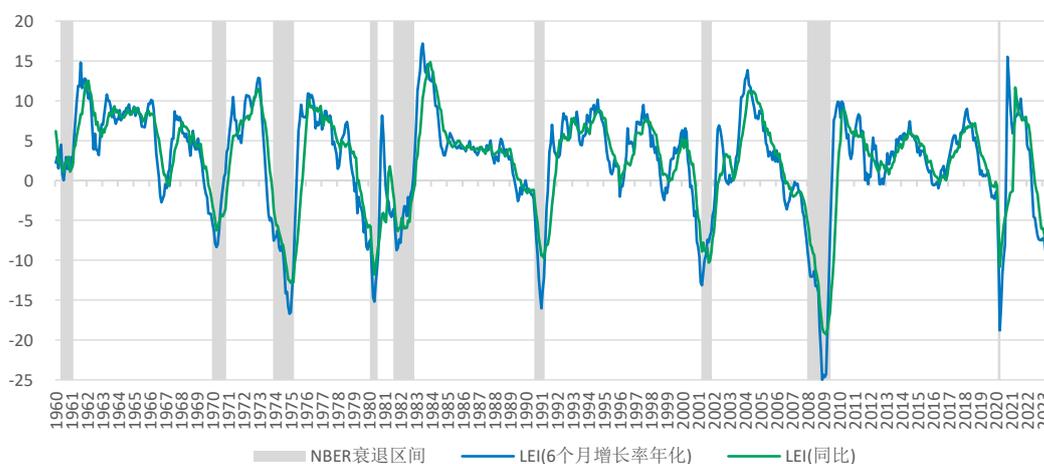


图 19：美国未来 12 个月衰退概率



资料来源：纽约联储，Wind

图 20：美国咨商会领先指数（LEI）同比和 6 个月年化增长率，NBER 定义的衰退区间



资料来源：美国咨商会，CEIC

美国咨商会经济领先指标暗示美国经济将进入衰退。美国咨商会领先指数（LEI）的拐点领先经济周期约 7 个月，LEI 绝对值以 2016 年为 100，通常可计算 LEI 的 6 个月年化增长率（以下缩写：LEI-6MARG）和同比增长率。从历史看，若 LEI-6MARG 低于-4%，则可视为中短期的衰退信号，通常领先衰退 0-6 个月。而 LEI 同比增速小于 0，通常领先衰退 1-15 个月。从 1959 年以来的历史看，只要 LEI-6MARG 小于-4%，和 LEI 同比小于 0 同时出现，未来 10 个月内经济必然陷入衰退，而当前这种情况已维持了 9 个月。

不过，预计 2023 年美国经济面临的衰退或许是浅度和“低失业”特征的。从美国历史看，在经济衰退时期失业率一般都会突破 6%，在一些较为严重的衰退时期（1982-1983 衰退期、2008 年金融危机、2020 年疫情期间）甚至会高达 10% 以上。不过当前由于美国劳动力市场的特殊性和缓冲垫的存在，预计衰退期的失业率将低于历史平均衰退时期的水平，或在 5%-6% 区间。这种低失业可能导致美联储比历史平均衰退期更加鹰派。

## （二）通胀：温和的下落斜率

### 1. 基数效应推动通胀明显下降

美国劳工部发布的数据显示，美国 3 月 CPI 同比上涨 5.0%，涨幅较上月大幅回落 1 个百分点，低于市场预期的 5.2%。但核心 CPI 同比上涨 5.6%，与预期持平。“环比强而同比弱”“核心强而非核心弱”是主要特征。

美国 CPI 同比虽然大幅回落，但主要源于去年同期基数大幅上涨。去年 3 月俄乌危机正处于冲突最猛烈的时刻，全球能源与食品价格加速上涨。美国 2022 年 3 月食品环比上涨 0.9%，交通燃油环比大涨 13%，整体 CPI 环比涨幅达到 1.3%，大幅抬升了基数。今年 3 月美国 CPI 尽管环比上升 0.1%，但去年高基数效应将同比增速大幅下压至 5.0%。

图 21：美国月度 CPI 分解（1）

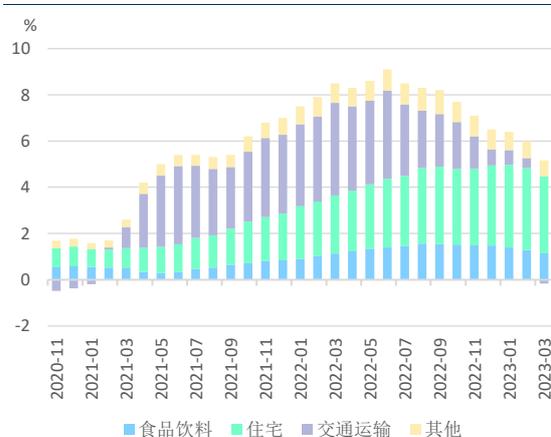
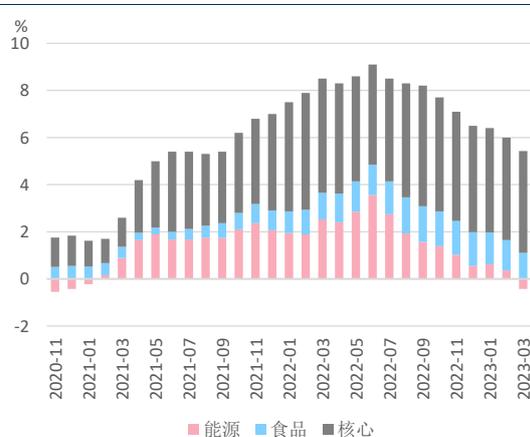


图 22：美国月度 CPI 分解（2）



资料来源：Wind，美国劳工部

从结构看，食品与能源组成的非核心部分是同比增速降幅的最大贡献者。3 月食品价格同比上涨 8.5%，较 2 月回落 1 个百分点，能源同比下降 6.4%，而 2 月为上涨 5.2%，可谓断崖式下降，主要是去年 3 月能源大涨抬升了基数。

核心 CPI 依旧较强，主因房屋租金价格坚挺。尽管食品与能源价格同比大幅下降，但美国 3 月份核心 CPI 环比上涨 0.5%，同比增速较上月回升 0.1 个百分点至 5.6%。从成分看，主要住所租金与业主等价租金分别同比上涨 8.8 和 8.0%，继续创下本轮新高，成为当前 CPI 中的最顽固分子。不过好在剔除租金的服务业

CPI 同比上涨 6.1%，较上月回落 0.8 个百分点，显示经济已开始退烧。

## 2. 通胀粘性开始回落，租金成最后的顽固项

粘性通胀开始回落。亚特兰大联储公布的 3 月份美国粘性通胀同比上涨 6.6%，较上月回落 0.1 个百分点，为疫情复苏以来的首次减速。同时，弹性通胀进一步走弱，较 2 月回落 3.3 个百分点至 1.6%。

图 23：美国弹性与粘性 CPI（同比涨幅）



图 24：美国耐消、服务业和住房租金价格



资料来源：美国亚特兰大联储

逐步趋冷的房地产市场即将传导至租金。美联储加息对房地产市场的最直接影响是融资利率的上升，美国 30 年期抵押贷款固定利率自加息初始便一路走高，自 2022 年 9 月以来一直维持在 6% 上方。以标普/CS 房价指数、NAHB/富国住房市场指数衡量，美国房地产市场转冷时点为 2022 年二季度。从历史看住房市场回落向房租传导的时滞长达 12 个月以上，预计到 2023 年二季度房屋租金将开始回落。

多项指标显示房屋租金价格涨幅或将转向回落。一是从环比

看主要房屋租金的上涨已开始减速，3月主要住所和业主等价租金环比涨幅回落至0.5%下方，为11个月来最低。而去年4月开始恰恰是环比涨幅抬升之际，基数抬升将导致今年4月租金价格同比涨幅回落；二是以房地产市场趋冷12个月的传导时长计算，房租价格将逐步开始受到影响；三是就业市场紧张程度缓解，居民超额储蓄消耗过半。预计未来1-3个月美国CPI中的租金同比涨幅有望回落，意味着最顽固的通胀部分也将松动。

图 25：美国房地产市场指数回落

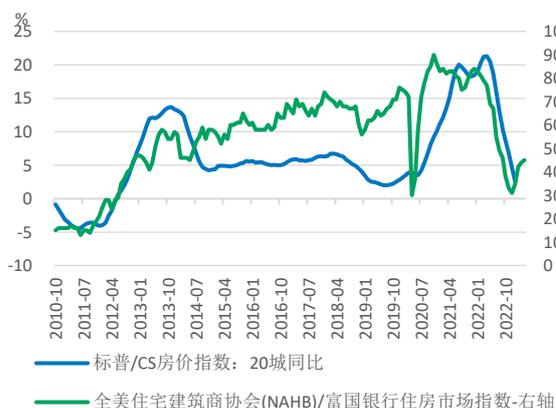
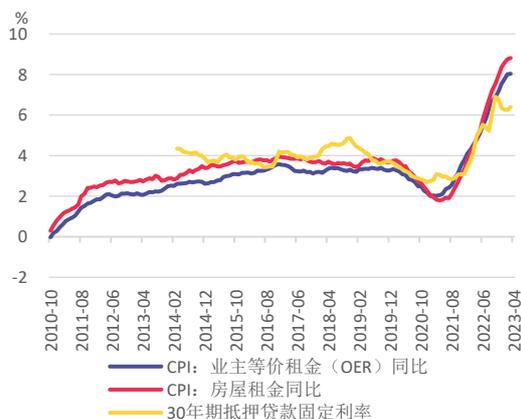


图 26：美国 CPI 租金价格与房地产抵押利率



资料来源：Wind

### 3. 未来：中枢继续下移，非核心低于核心

未来美国CPI将进入持续回落通道，核心CPI也有望见顶。一是去年4-6月是美国CPI基数大幅抬升的关键节点，从环比看，依次为0.4%、0.9%和1.2%，基数效应下降将主导今年4-6月的CPI同比下降；二是美国粘性CPI终于开始松动。粘性通胀与核心通胀成分重合度较高（食品、能源均是价格弹性，大部分耐用消费品、租金、服务属于粘性或半弹性），粘性通胀的回落预示未来核心通胀也将趋向下降；三是居民超额储蓄继续消耗，

就业市场紧张程度缓解，工资涨幅回落等基本面因素将减缓通胀的环比速度。预计未来三个月美国 CPI 继续回落，至 6 月份美国 CPI 或接近 4%，核心 CPI 压力相对较大，但也有望回落至 5% 附近。

### （三）美联储：加息接近完成，年内降息可期

#### 1. 银行业危机持续发酵

硅谷银行破产引发银行业信任危机。硅谷银行并不是美国银行业的典型特征，在本次危机中，硅谷银行资产端以美国国债和 MBS 等债券类资产为主，占比高达 55%，而美国整体银行业证券类资产占比仅为 22%。此外硅谷银行的存款客户主要以高科技公司为主，零售占比低。而美国整体银行业的大额定期存款占比很低，硅谷银行的负债压力属于相对极端的情况。

图 27：美国银行业资产情况



图 28：美国银行业负债情况



资料来源：Wind，美联储

但硅谷银行破产导致的信心缺失正在引发美国储户对银行的信任危机。在美联储及时出手保障储户权益后，美国银行业的

整体负债压力开始减弱，银行业每周的存款净流出趋于好转，但个别银行的负债压力仍然较大。

**第一共和银行被摩根大通收购或开启新一轮银行信任危机。**继硅谷、签名与银门银行倒闭后，5月1日第一共和银行被摩根大通收购，成为2008年以来美国倒闭的最大银行。第一共和银行的资产总规模近2300亿美元，为美国第14大银行。随后，西太平洋合众银行股价大跌，带动美国地区银行板块集体跳水，FRA-OIS利差反弹，表明市场信心依旧较为脆弱。

图 29：美国银行业存款规模周度变化

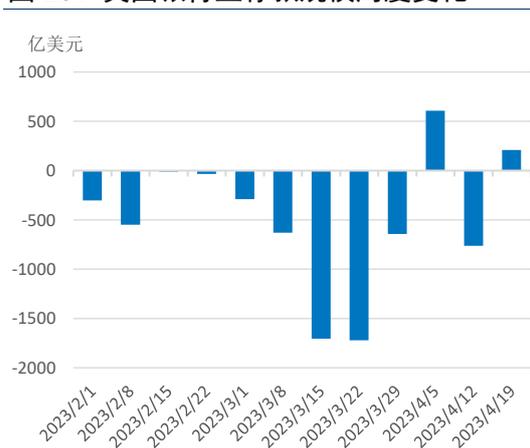


图 30：美元 FRA-OIS 利差



资料来源：美联储，彭博

从中期看，银行业的风险将对实体经济产生滞后性的传导影响，主要将通过以下三条路径。

一是沿着“银行业信任危机→信用扩张放缓→企业与居民融资条件收紧→实体经济衰退”的路径。目前美国银行业整体信贷增速明显下滑，但家庭部门资产负债表较为健康，消费贷款仍增长较快。企业部门虽已开始收缩信用，但居民部门的调整仍相对滞后。下一阶段企业岗位需求收缩，会传导至居民就业端，中间

或需经历几个月的缓冲期。

图 31：美国整体信贷增速（同比）



图 32：美国消费信贷同比增速



资料来源：Wind，美联储

二是沿着“银行业信任危机→居民存款受损→消费需求下降”的路径。由于政府对硅谷银行等金融机构的及时接管与兜底措施，类似于 2008 年居民部门因 CDO 投资面临重大损失的情况或难以出现。

三是沿着“银行业信任危机→金融市场下跌→财富效应减弱→消费信心不足”的路径。当前美国股市、汇市调整仍相对有限，但不排除加息累积效应使市场继续调整，对实体经济产生一定冲击。

总体来说，与 2008 年相比，当前美国居民部门资产负债表较为健康，银行业风险向实体传导会相对缓慢。

## 2. 缩表已从中断中恢复

硅谷银行事件一度导致美联储被动扩表约持续 4 周。3 月中旬硅谷银行宣布破产以后，美联储通过贴现窗口、包括过桥贷款在内的其他信用延期贷款，以及新创立的 BTFP 工具发挥最后贷

款人作用，一度扩表约 3600 亿美元，包括 600 多亿的 BTFP，800 多亿的贴现窗口，以及 1800 亿的其他信用延期贷款等工具，美债与 MBS 的规模虽然保持缩表，但节奏也有小幅放缓。

图 33：美联储资产负债表周频月度变化

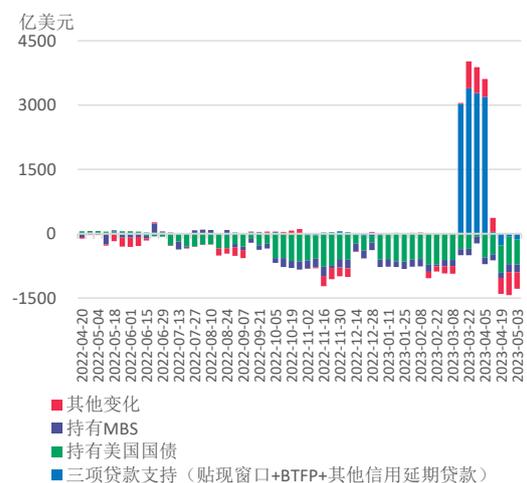
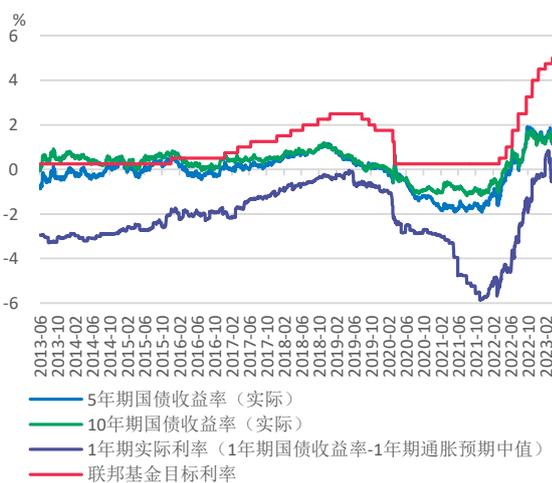


图 34：美国各期限实际利率



资料来源：Wind，美联储

缩表已从中断中恢复。不过 4 月第二周开始美联储三大贷款支持规模不再增加，同时美债与 MBS 的缩表规模也逐步恢复到计划路径中。从美联储近期官员的表态来看，未来一段时期美联储暂不会修改其缩表的力度。

### 3. 加息接近完成，年内降息可期

5 月 3 日美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 5% 至 5.25% 之间，符合市场预期。美联储在当天发表的声明中说，美国第一季度经济活动温和扩张，近几个月新增就业岗位强劲，失业率依然处于低位，通货膨胀仍处于高位；美国银行体系健康和富有韧性，家庭和企业信贷条件的收紧很可能会令经济活动、雇佣和通胀承压，这些影响的程度依然不确定。

预计本轮加息大概率已达终点。一方面未来通胀下行较为确定，且即便是核心通胀也即将下行；另一方面，目前美国的短期实际利率已回升到 0 附近，超过了上一轮的加息高点，而五年与十年期实际利率已回正超过一年。不过在 4 月强劲的非农就业公布后，市场对即将到来的 6 月加息预期有所回升，FedWatch 显示美联储 6 月加息概率由 0 微升至 9%，目前看仍不能排除 6 月还有最后一次加息的可能。

市场可能过度押注年内降息幅度。目前 FedWatch 显示美联储在 7 月、9 月、11 月和 12 月发生至少降息一次的概率为 37%、77%、98% 和 99%，而 12 月降息至少 3 次的概率达到 73%，与美联储点阵图存在较大偏差，疑似过度押注。从各项指标来看，四季度美国经济虽有陷入衰退的可能，但失业率上行空间有限，预计年内降息可能性与幅度或低于当前预期。

### **三、欧洲：经济面临多重挑战**

#### **（一）滞胀仍是主要特征**

##### **1. 暖冬暂时缓解能源危机**

一季度经济实现微弱增长。欧盟统计局 5 月 3 日公布的初步数据显示，经季节调整后，今年第一季度欧元区国内生产总值（GDP）环比增长 0.1%，高于上季度-0.1%的增速，略好于市场预期；同比增长 1.3%，低于上季度 1.5%的增速。

一季度欧洲能源危机因“暖冬”和创纪录的天然气库存量得到有效缓解，国际能源和天然气价格持续下跌，也进一步放缓了

欧洲的通胀幅度。3月，欧央行将2023年欧元区经济增长预期由去年12月的0.5%上调至1.0%，IMF近期发布的《全球展望报告》也将2023年欧元区和英国增长预期上调至0.8%和-0.3%，分别较去年10月的预测上调0.1个百分点和0.3个百分点。

## 2. 通胀回落但粘性仍强

今年以来，国际原油价格和天然气价格双双下跌。受工业活动疲软和温暖天气拖累，欧洲国家对天然气的需求连续两个季度下滑，天然气价格持续下跌。5月4日，IPE英国天然气期货收盘价80.51便士/色姆，年内跌幅达56.7%。TTF荷兰天然气期货收盘价38.3欧元/兆瓦时，年内跌幅达53.2%；受全球经济预期转弱，美元持续走强影响，国际原油价格承压。5月初各类原油价格接近俄乌战争爆发以来的最低值，其中，布伦特原油期货价格接近72美元/桶，年内跌幅达12.6%，WTI原油期货价格接近64美元/桶，年内跌幅达20.5%。不过供给冲击仍是影响能源价格的重要因素，4月初OPEC+宣布联合减产100万桶/日一度造成原油价格大幅反弹。虽然俄乌冲突的后续发展对欧洲能源供给的影响正在持续削弱，但欧洲与俄罗斯在能源领域的迅速“脱钩”，将对欧洲能源供给产生长远持久的影响。

欧元区潜在价格压力不容忽视。4月欧元区调和CPI同比上涨7.0%，较3月回升0.1个百分点。能源价格同比涨幅较3月扩大3.3个百分点至2.4%，主因去年基数下降。食品涨价压力虽然缓解，4月同比上涨13.6%，较3月放缓1.9个百分点，但仍是

通胀同比偏高的的重要原因。服务价格居高不下，4 月同比上涨 5.2%，较 3 月上升 0.1 个百分点，表明欧元区潜在价格压力仍不容忽视。

与欧元区相比，英国通胀的水平仍居高不下，且降幅不及预期。3 月英国 CPI 同比涨幅仍达到 10.1%，连续七个月位于两位数的水平，在各国通胀因去年基数明显下滑的背景下，仅较 2 月下降 0.3 个百分点，不及预期。3 月核心通胀率为 6.2%，与 2 月持平，仍位于历史较高水平。

图 35：欧元区 CPI 与核心 CPI

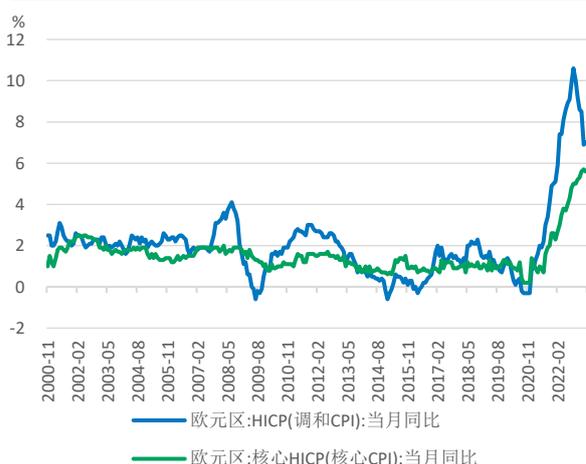


图 36：英国 CPI 与核心 CPI



资料来源：Wind

### 3. 展望：通胀压力不容忽视，滞涨期持续更久

根据 OECD 在 3 月发布的最新一期经济展望报告，预计 2023 年全年欧元区与英国的通胀水平将分别达到 6.2% 和 6.7%。较其去年 11 月发布的报告分别下调 0.6 个百分点和上调 0.1 个百分点。核心通胀率分别为 5.2% 和 5.4%，较去年 11 月发布的报告分别上调 0.5 个百分点和下调 1.0 个百分点，核心通胀仍然具有较强的粘性。

因前期高价购买能源，欧洲企业成本压力较大，随着能源和运输成本上涨传导至零售价格，叠加服务需求增强和劳动力市场供应紧张，单位劳动力成本压力仍在上升。近期欧洲各国爆发的罢工潮，工人对提高工资的诉求，从侧面也反映出欧洲工资粘性较强。考虑到未来中国需求恢复、俄罗斯 LNG 下滑等风险，欧洲进入能源补库存周期后仍会面临天然气市场供应缺口的再平衡难题。综合来看，对于 2023 年的欧洲来说，通胀压力仍不可忽视。

## （二）内外形势不容乐观

### 1. 贸易条件有所改善但水平仍较低

受能源类大宗商品价格下跌影响，欧洲贸易状况较去年同期有所改善。欧元区 20 国 2023 年 2 月季调后商品贸易顺差达 46 亿欧元，结束了连续 11 个月的逆差局面。与欧元区结束近一年的逆差相比，英国作为传统逆差国，在能源进口价格下滑的趋势下逆差程度也相应得到收窄，2 月英国季调后商品贸易逆差达 175 亿英镑，同比降幅缩小 21.9%，但环比仍扩大 9%。

欧元区的贸易条件受能源类大宗商品价格下跌影响已经在去年 7 月触底反弹，并在 2023 年 2 月来到 0.97 的位置，但仍位于历史较低水平。与欧元区的外贸条件变化一致，英国的贸易条件去年 8 月后也有所改善，但当前所处水平仍然较低。

多重因素叠加下，2023 年欧洲贸易条件可能仍会长期徘徊于低位。一方面，石油、天然气资源匮乏的欧洲在化石能源领域

的对外依存度一直非常高，特别是近年来国内企业向绿色低碳转型，能源价格变动显著影响产品的全球竞争力。4月初 OPEC+减产助推油价再次抬升，造成欧洲贸易条件再次转向恶化。另一方面，尽管超预期温和天气意外化解欧洲 2022-2023 年取暖季的天然气库存危机，但随着今年补库存周期的到来，在俄罗斯 PNG 下滑问题仍悬而未决的背景下，满足欧洲天然气的需求仍依赖于 LNG 进口，而 LNG 具有高价格弹性，随着欧洲对 LNG 现货的需求走强，可能会带动天然气价格再次走高。

图 37：美英欧出口价格指数/进口价格指数

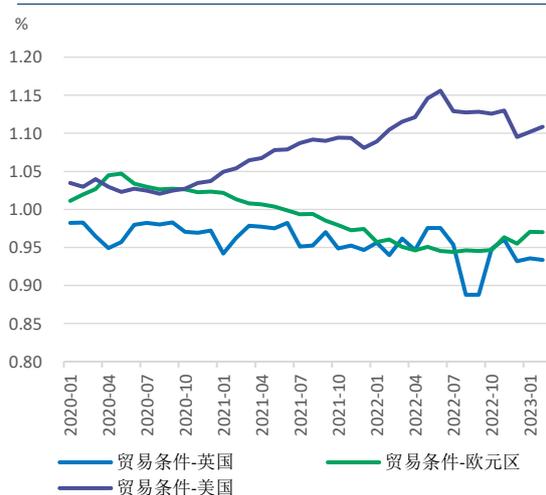
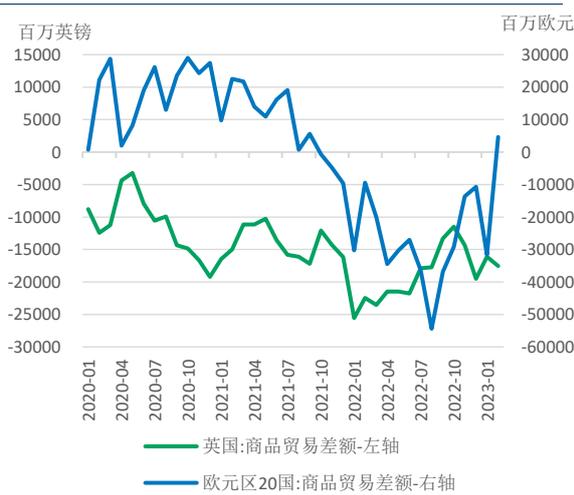


图 38：欧元区与英国的月度贸易差额



资料来源：Wind

## 2. 制造业受到冲击较大

随着利率不断上升，融资条件持续收紧，欧元区与英国的投资、消费受到普遍抑制。由于服务业对加息的敏感性低于制造业，因此服务消费的回落程度均长期低于制造业。欧元区最新 PMI 数据显示，4 月制造业 PMI 较上月下降 1.5 个百分点至 45.8，连续十个月低于荣枯线。而服务业 PMI 反而较上月上升 1.2 个百分点至 56.2，连续四个月高于荣枯线。ZEW 经济景气指数也连续四

个月为正值。英国 4 月制造业 PMI 较上月下降 0.1 至 47.8，连续九月低于 50% 荣枯线，服务业 PMI 较上月上升 3.0 至 55.9。尽管供应链和商业信心有所改善，服务业消费场景快速修复，但由于高企的能源成本、不断攀升的利率水平和不利的全球竞争环境，欧洲制造业的经营受到持久的负面冲击。

表 3：欧元区与英国各项经济景气指标

	指标名	2 月	3 月	4 月
欧元区	经济景气指数	99.6	99.2	99.3
	工业信心指数	0.3	-0.5	-2.6
	服务业信心指数	9.6	9.6	10.5
	营建信心指数	1.6	1.0	1.0
	零售信心指数	-0.2	-1.5	-1.0
	ZEW 经济景气指数	29.7	10.0	6.4
	PMI 制造业	48.5	47.3	45.8
	PMI 服务业	52.7	55.0	56.6
	消费者信心指数	-19.1	-19.2	-17.5
英国	OECD 综合领先指标	97.31	97.35	
	PMI 制造业	49.3	47.9	47.8
	PMI 服务业	53.5	52.9	55.9
	GFK 消费者信心指数	-38.0	-36.0	-30.0

数据来源：WIND

从内部环境看，面对新冠疫情对供应链的冲击、高昂的能源成本和欧央行持续加息，欧洲制造业的经营压力越来越大，尤其是俄乌战争带来的能源困境，极大抬升了欧洲制造业的生产成本，迫使部分企业被迫大规模停产、减产或通过转移生产场所，寻求更安全稳定的供应链环境。

从外部环境看，美国制定《通胀消减法案》等一系列单边主义产业政策，对欧洲制造业的全球竞争力进一步造成削弱。2022 年 8 月，美国正式发布《通胀消减法案》，主要通过向美国本土

及其他北美国家制造的电动汽车、绿色制氢、可再生能源等清洁能源产品提供高额补贴和税收抵免，为美国设厂的企业带来惊人的竞争优势，迫使企业在失去市场份额和加大对美投资规模中进行二选一。目前德国化工巨头巴斯夫、欧洲最大钢铁企业安赛乐米塔尔、荷兰化肥巨头 OCI 等企业均在削减欧洲产能的同时加大对美投资，进行产能转移。

### **3. 展望：内部环境不确定性或进一步上升**

2023 年欧洲经济面临的内部环境不确定性可能会进一步上升。受持续高通胀抬升居民生活成本影响，多国多个领域的工会通过罢工和抗疫的方式要求加薪。罢工范围从法国、英国、希腊和其他周边国家蔓延至德国，并形成愈演愈烈的趋势。大规模、持续性的罢工活动对欧洲企业生产造生冲击，多个生产链条或出现“停摆”。

罢工潮的爆发从侧面反映出欧洲持续攀升的通胀水平正冲击着欧洲社会的稳定性。罢工潮对劳动力定价机制造成的扰动，使工资粘性或成为未来支撑欧洲通胀水平的主要拉动项。综合考虑能源补库存需求和俄罗斯 PNG 供应的长期缺口，欧洲 2023 年的通胀压力仍较大。在欧洲去工业化的大趋势下，企业受生产成本制约和营商环境下降影响，贸易顺差改善趋势或仍将反复。

### **（三）货币政策：面临两难抉择**

#### **1. 金融稳定风险上升**

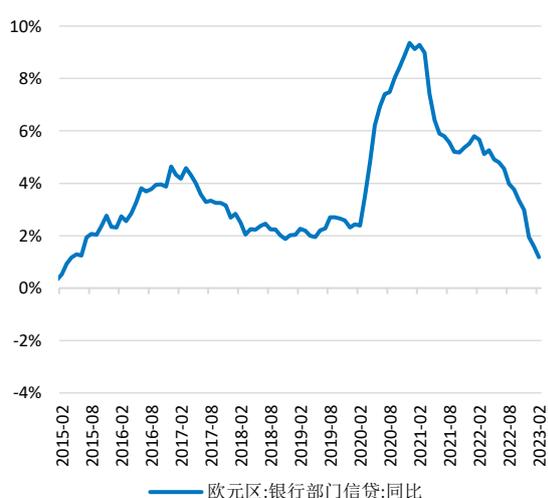
欧洲央行持续加息对流动性加速收紧的负面影响正在浮出

水面。自 2022 年 7 月首次加息以来，欧元区的信贷条件开始全面收紧。商业信贷需求收缩、家庭借贷比例下降、货币增速持续放缓，叠加美国加息周期领先于欧元区 1-2 个季度，导致欧洲银行存款规模迅速下降，成为瑞士信贷加速破产并被瑞银集团收购的重要导火索。

图 39：欧洲银行存款增速下滑



图 40：欧洲银行贷款增速回落



资料来源：Wind

尽管欧洲的银行业危机在监管层的快速应对下已经得到妥善处理，但不断收缩的银行信用可能引发的潜在金融风险，仍加大了欧洲央行货币政策的调控难度。一方面，服务业强劲韧性、食品价格受上游能源传导快速攀升，以及罢工与工资粘性等因素导致欧洲通胀率易涨难跌。另一方面，欧元区在 3 月开始每月减持 APP 再投资规模 150 亿欧元（上限），缩表政策下市场流动性将会进一步收缩，金融风险有可能会再次抬头。一旦银行股价下跌，将很可能会引起后续贷款条件的收紧，从而对经济发展产生负面冲击。

## 2. 仍未停歇的加息脚步

随着通胀的不断走高，欧元区与英国央行已分别累计加息 375 和 415 个基点。5 月 4 日欧央行议息会议决定加息 25 个基点，较 3 月加息幅度有所放缓。不过，欧洲央行并没有对未来的举措提出任何方向指引，其表示会继续根据经济数据确定实行紧缩措施的程度和时间，利率方面的决定将继续取决于对通胀前景的评估、即将到来的经济和金融数据、当前通胀动态以及货币政策传导的力度。此外，欧央行宣布 3.2 万亿欧元的资产购买计划（APP）将从 7 月起停止进行现金再投资，这意味着下半年开始欧央行的缩表或提速。

3 月欧元区季调后的失业率为 6.5%，较 2 月下降 0.1 个百分点，仍位于历史最低水平。就业市场劳动力供给不足加上核心通胀压力仍然较大，预计未来欧央行仍有 1-2 次加息空间，利率终点或高于 4%，但货币政策紧缩效应对金融体系和实体经济后续影响的不确定性较大。未来，如何在抗通胀、防风险和稳增长三者中找到货币政策的平衡点，将是欧洲央行长期需要面对的艰难抉择。

与欧元区不同，英国通胀仍居高不下，3 月英国央行利率决议表示，如果有证据表明通胀存在更持久的压力，将会进一步收紧货币政策，同时英国央行表示英国银行体系正处于支持经济的有利位置。预计英国央行将在 5 月中旬加息 25 个基点，且未来仍保留继续加息的预期。

## 四、日本：新行长的挑战

### （一）经济内生放缓与通胀见顶

#### 1. 日本经济将保持弱势增长

2022 年日本经济实现温和增长。2022 年四季度日本 GDP 季调环比微增 0.1%，较三季度收缩的情况有所改善，避免了再次出现技术性衰退。2022 年全年日本 GDP 同比增长 1.0%，在 2021 年经济强势反弹后动能显著趋弱。从增长动力结构来看，四季度私人消费环比折年上涨 1.3%，显著好于三季度，主因日元汇率转为升值和能源价格回落，增强了居民的购买力。不过私人企业投资环比折年下降 2%，公共投资环比折年下降 1.2%，拖累了经济增长。

图 41：日本 GDP 同比与季调环比年率

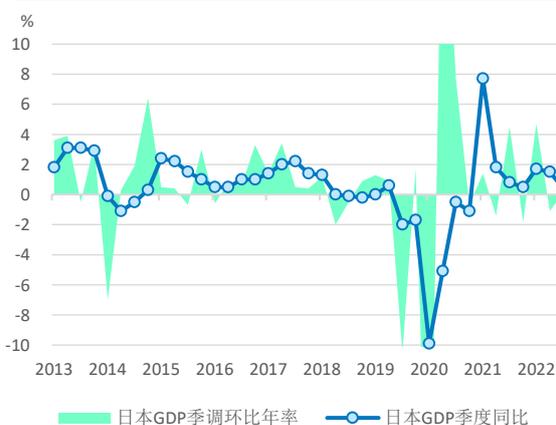
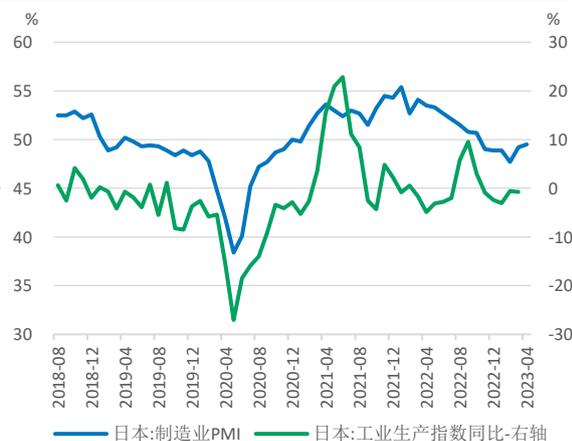


图 42：日本制造业 PMI 与工业指数同比增速

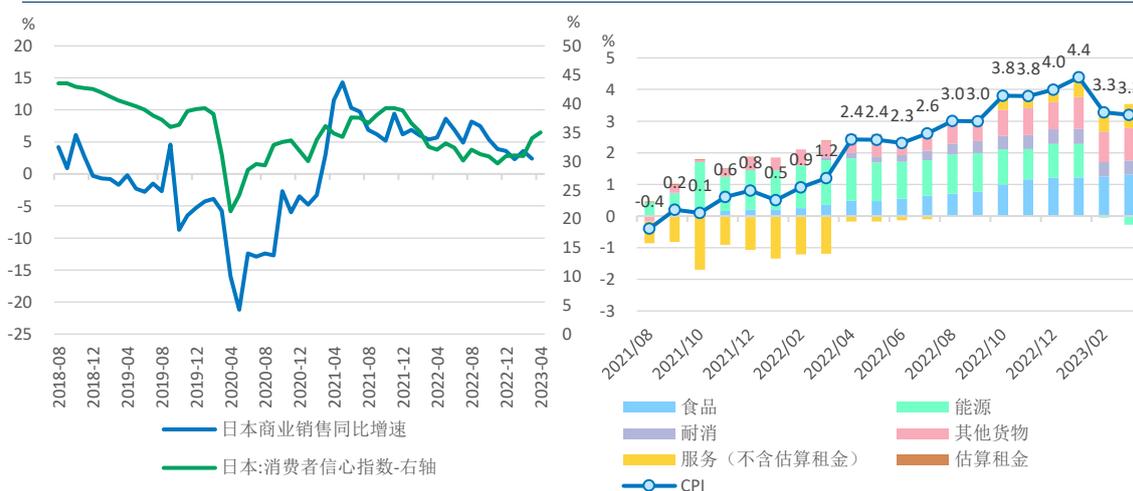


资料来源：Wind

服务与消费成为一季度日本经济增长的主要动力。在工业生产方面，1~3 月制造业 PMI 保持在 50% 下方，不过 4 月小幅回升至 49.5%。日本月度工业生产指数也保持较低水平，1-3 月分别同比下降 3.1%、0.5% 和 0.8%，为连续 5 个月同比下降。外部需求

疲软与上游成本增加仍在影响日本工业企业的表现。与工业生产表现相反的是，日本经济在服务业与消费方面表现良好。一季度日本服务业 PMI 均保持持续上升，3 月触及 55% 的高点，4 月为 54.9%。消费方面，日元转向升值、疫情结束，以及中国经济复苏等因素激发了乐观情绪，4 月日本消费者信心指数达到 35，为 13 个月来的最高点。1-3 月日本商业消费同比增长 2.3%、3.6% 和 2.4%，保持相对稳健。预计在消费和服务的拉动下，一季度日本 GDP 有望实现环比增长，但工业领域偏弱将导致涨幅相对有限。

图 43：日本商业销售同比与消费者信心指数 图 44：日本 CPI 同比涨幅结构



资料来源：Wind

## 2. 政策补贴为通胀降温，核心通胀仍存压力

一季度日本 CPI 连续回落。1 月日本 CPI 触及 4.4% 的近年来高点，不过随后日本通胀压力有所下降，2、3 月份 CPI 分别同比上涨 3.3% 和 3.2%。从结构看，2、3 月能源价格分别同比下降 0.7% 和 3.8%，而 1 月为上涨 14.6%，成为 CPI 下行的最主要贡献者。2 月开始日本电力与燃气价格降幅巨大，主要源于日本政府近期对电费和燃气费的巨额财政补贴；此外，去年 3 月全球能

源价格大幅上涨，抬升了基数，也是3月CPI能源同比增速大幅回落的重要原因。

当前日本通胀隐忧尚未完全解除。在剔除政府补贴因素后，日本通胀仍有压力。首先是食品价格，3月日本食品价格同比上涨8.3%，较2月涨幅扩大0.2个百分点，也是近年来的最高涨幅。此外，核心CPI也呈现较大压力，3月不包括生鲜食品的CPI同比上涨3.2%，高于2月0.1个百分点，如果再剔除大幅降价的能源，不包括新鲜食品和能源的CPI同比上涨3.7%，较2月升高0.3个百分点，其连续10个月的上行势头并未得到遏制。核心CPI中，家用器具同比上涨9.4%且涨幅环比扩大，不包括租金的服务业同比上涨2.2%，涨幅也较2月扩大0.3个百分点，主要源于医疗和教育项涨幅的扩大。整体而言，由于日本的消费和服务需求较为强劲，通胀压力也主要集中在食品和服务业。

### 3. 展望：内生动力不足，通胀转为下行

从内生动力方面，2023年日本经济依旧面临长期老龄化、少子化形成的低欲望社会，叠加外需下降与投资信心欠缺的局面，而长期的超低利率货币政策无法改变经济的结构性问题，这使得日本经济内部尽管“不这么差”，但也很难看到复苏的强劲内生动力。

通胀方面，下半年有望由高点回落。此前日本通胀的最大推力——外部输入通胀随着能源价格及日元的转向还将持续减弱，而日本内部通胀压力的上升，一部分源于此前外部输入的传导，

从时滞看有望在数月后开始走弱；另一部分源于劳动力供给冲击和薪资涨幅，可能带有一定韧性，但影响力相对有限。从以上因素的传导时间和去年基数变化考虑，预计下半年日本 CPI 与核心 CPI 同比或将持续小幅回落。

## （二）外部失衡趋于改善

### 1. 贸易逆差减小与经常账户回归顺差

面对全球经济趋冷，日本进出口也面临压力。一季度日本出口 23.0 万亿日元，同比增长 4.8%，较去年两位数的增速显著回落。进口 28.2 万亿日元，同比增长 11.1%，增速依旧高于出口，但也比上个季度大幅放缓 22.9 个百分点。一季度日本贸易逆差达 5.6 万亿日元，较上个季度收窄 5000 亿元，约占 GDP 的 3.5%，相比去年三季度 4.6% 的最高点有所下降。具体到月，2、3 月份日本贸易逆差分别为 8981 亿、7545 亿日元，较 1 月减少了七成以上，表明贸易逆差情况正在好转，主要得益于能源价格回落和日元贬值趋势的结束。

图 45：日本月度进出口同比增速与贸易差额

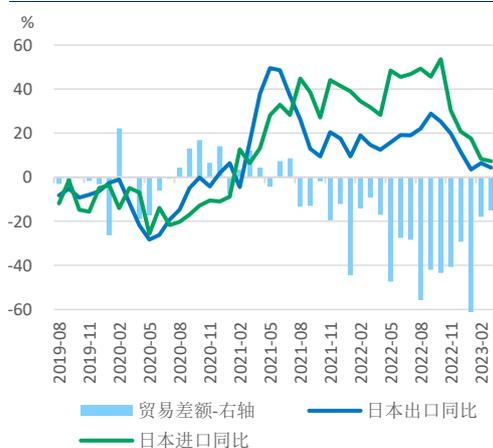
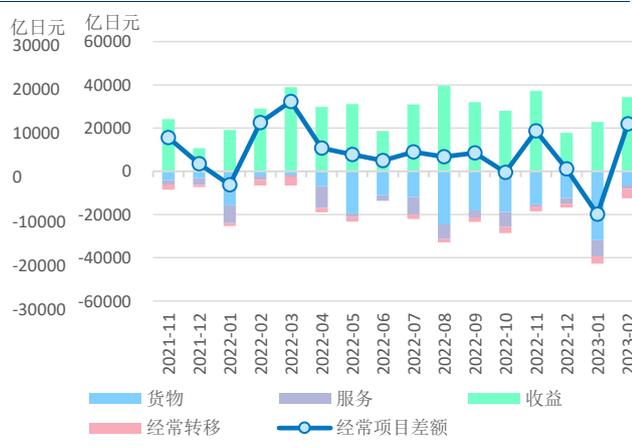


图 46：日本月度经常账户差额分解



资料来源：Wind

经常账户回归顺差。2月日本经常账户实现2.2万亿日元的顺差，结束了1月份短暂而少见的大幅逆差，其中货物贸易逆差达到6000亿日元，较1月减少了八成，服务贸易逆差也收窄至2200亿日元，海外净收益则流入3.4万亿日元。外贸逆差收窄与经常账户回归顺差表明，日本经济的外部条件在逐步改善。

## 2. 日元汇率波动率下降整体平衡

日元汇率在经历了去年的大落大起后趋于平稳。2022年四季度随着美联储加息停止的预期开始占据市场主流，以及日本央行突然扩大YCC控制区间，日元汇率结束了历时7个季度的大幅贬值，在一个季度内转而升值16%。2023年一季度以来，日元并未延续大幅升值趋势，波动性显著减弱，全季度约小幅贬值3%。日元结束大幅波动意味着市场基本面趋于稳定，同时押注日本央行的调整YCC政策的投机力量也在下降，相对均衡的日元汇率在稳定日本贸易条件的同时，也有助于出口的恢复。

图 47：美国与日本 10 年期国债收益率利差及美元兑日元汇率



资料来源：Wind

美日国债收益率利差先扩大后收窄。2023 年开年经济复苏超预期，导致美国 10 年期国债收益率一度上行，美日利差一度扩大，但随着硅谷银行事件爆发，美债收益率很快转为下行，美日利差随之收窄，美元兑日元汇率走势继续与美日利差走势高度重合。

### **3. 展望：日元仍有升值空间，外部环境继续改善**

未来一段时间日本外部失衡问题将继续改善。一是全球能源价格涨幅趋向于收窄，进口成本上升压力有望减弱，贸易更趋于平衡；二是随着美联储停止加息，即便日本不再调整 YCC 政策，美日利差仍将收窄，日元具备升值空间，这将进一步改善日本的贸易条件，降低进口能源和食品的成本，提升日本国民福利，改善消费与投资信心。

更重要的是，中国经济在疫情放开后的复苏，将对日本经济起到明显提振作用。当前东亚区域经济合作不断加深，近年来中国居民在日本旅行、消费一度是日本经济的重要需求来源，同时中日在制造业产业链上几乎是共生关系。预计随着、来自中国的需求和产业链激活将为日本经济注入新的活力，这将降低日本经济的衰退风险。

### **（三）货币政策：关注 6 月 YCC 政策调整可能**

#### **1. 新行长植田和男上任**

4 月 9 日，日本央行新任行长植田和男走马上任，关于日本央行将如何调整货币政策的猜测充斥市场。植田和男现年 71 岁，

先后毕业于东京大学和麻省理工，师从前美联储副主席斯坦利·费希尔，与美联储前主席伯南克和欧央行前行长德拉吉师出同门，在学界有较高知名度，也有在日本央行的兼职经历。接替黑田之后，他的首要挑战是如何为长达十年的安倍经济学开辟新路，从近期看对于 YCC 政策调整的评估为其政策重点。

值得注意的是，日本曾于 2000 年解除零利率政策，2006 年解除货币宽松政策，现在看来均为时过早——这对于日本央行而言是惨痛教训。同时，时任日本央行审议委员的植田和男均投了反对票。

4 月 28 日，日本央行公布了新行长植田和男接掌“帅印”后首份利率决议，维持利率和 YCC 政策不变，同时取消了利率前瞻指引，符合市场预期。日本央行以 9:0 的投票比例通过了这份利率决定，表明当前分歧较小。日本央行表示，将对未来一至一年半的政策进行全面审查。在稍早的 4 月 24 日，植田和男在日本国会发表讲话指出，日本央行必须维持货币宽松政策，因为趋势通胀率仍低于 2%。如何修正收益率曲线控制（YCC）政策将取决于各种因素，比如当时的经济状况、通胀速度等。目前无法确定将如何具体调整收益率曲线控制（YCC）策略。

## 2. 关注 6 月 YCC 政策调整可能

尽管市场仍在押注日本央行将在 6 月进行 YCC 政策调整，但当前政策不确定性依然很高。首先是调整 YCC 的必要性下降。2022 年以来，持续的日元贬值压力，导致日本通胀水平上升，国

民对外购买力下降，贸易条件恶化，国民福利程度下降，痛苦指数上升。不过去年四季度以来，日元汇率转向升值，尽管一季度升值势头缓解，但从未来趋势看仍倾向于升值。此外，日本的通胀压力也有望在下半年转为下行，**多重因素表明当前调整 YCC 的迫切性正在下降。**

**其次是调整 YCC 的负面影响不可低估。**日本央行持有的日本国债规模在 2023 年 4 月达到 583 万亿日元，占日本国债余额的 50% 以上，占央行资产负债表的 75% 以上，继续维持高位。若突然调整 YCC 政策，可能导致债券减值，日本银行业不排除面临类似于硅谷银行的困境。此外，日本长期低利率环境，为国际金融市场提供了低成本融资的手段，很多投资者在借入日元后转而购买他国高利率资产。**如果日本利率出现明显上升，这一低利率流动性供给将不复存在，会在一定程度上紧缩全球流动性，导致他国债券收益率上行。**此外，日本还会面临政府债务付息压力上升，以及经济重回长期通缩区间等风险。**综合来看，日本央行 6 月是否会按照市场预期进行 YCC 调整仍存在高度不确定性。**

## 近期研究成果

1. 来自出口的逆袭——3月外贸数据点评（2023年4月14日）
2. 央行一季度货币政策例会释放哪些新信号？（2023年4月17日）
3. 疫后复苏进入第二阶段（2023年4月18日）
4. 财政收入明显好转，财政支出前置发力——3月财政数据点评（2023年4月19日）
5. 4月LPR报价继续“按兵不动”，降息空间进一步收窄（2023年4月20日）
6. 4·28政治局会议的新动向（2023年4月29日）
7. 需求不足成为主要掣肘（2023年4月30日）
8. 控通胀仍是主要政策目标，本轮加息或已到达终点——美联储5月议息会议点评（2023年5月4日）
9. 地方债发行规模环比大降——4月地方债发行数据点评（2023年5月4日）
10. 2023年二季度展望系列之一：内生动力有待增强（2023年5月5日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

