

2023 年 3 季度 综合摘要报告

寻找经济衰退的痕迹



信任危机

美国经济下行尚未开始

尽管美联储（Fed）处于非常激进的加息周期，但美国经济下行的预期尚未成为现实。此外，美国已成功避免了重大危机事件（即美国债务上限以及一系列美国区域性银行倒闭事件对银行业的传导风险）。

美国经济出乎意料的强韧主要得益于美国就业市场极具韧性，月新增就业岗位数自 2021 年 1 月以来维持正面，尽管美联储迄今为止的加息幅度高达 5%，但（自 2022 年 4 月以来）最近 14 个月美国就业市场的表现一直高于市场预期，新增就业人数一般都超过 200,000 个，而失业率（截至 2023 年 5 月的失业率为 3.7%）则远低于 20 世纪 70 年代以来大多数其他经济复苏周期的失业率水平。

导致良好的就业数据的原因是新冠疫情结束后服务需求的强劲复苏（服务相关行业通常是劳动密集型），并且考虑到疫情结束后经济重启时近期面临的“招工难”问题，各企业不愿意裁员。空缺职位数量（根据职位空缺与劳工流动率调查（JOLTS）数据）在今年 3 月份短暂跌至 1000 万个以下（至 970 万个）之后，在 4 月份再次升至 1010 万个，从而将职位空缺与失业劳动人数的比例（从 3 月份的 1.67）提高至 1.78，但是（与去年同期相比）今年 5 月份的裁员数量上升近三倍，科技行业宣布的裁员人数最多，其次是零售业。由于就业市场形势紧张，薪资增长也保持活力（自 2021 年 7 月以来保持年同比增长 4% 以上），再加上超额储蓄（疫情年份累积的储蓄），这些因素均有助于支持私人消费。

有些迹象表明美国部分经济活动及部分经济领域发生减速或甚至萎缩。美国供应管理协会（ISM）发布的制造业调查数据（2023 年 5 月为 46.9）从 2022 年 11 月以来一直处于萎缩区间，而美联储进行的各种区域性制造业调查则显示出不同程度的负面数据（例如，纽约州制造业调查（Empire State Manufacturing Survey）报告的 5 月份数据为 -31.8，而费城联储储备银行的 5 月份制造业商业前景调查报告的数据为 -10.4）。美国经济咨商局（The Conference Board）发布的美国经济领先指数自 2022 年 4 月以来月环比下降已持续超过一年，而密歇根大学消费者信心指数则持续低于 70，近期更是跌至 59.2（2023 年 5 月），远低于疫情前的 101.0 水平（2020 年 2 月）。

美国住房市场在美联储 2022 年的货币紧缩过程中首当其冲，住房按揭利率于 2022 年第 4 季度突破 7%，2023 年年初迄今为止在 6% 上方徘徊。除了 2023 年 2 月之外，美国存量房销售从 2022 年 2 月以来一直录得月环比下跌（2023 年 4 月：环比跌 3.4%，与 2022 年 1 月相比相当于减少 420 万套住房，2022 年 1 月环比上涨 3.8%，相当于增加 640 万套），高企的住房按揭利率持续使需求和消费者信心承压。

从美国 GDP 的内部组成要素而言，固定住宅投资继续使美国经济增长承压，但 2023 年第 1 季度固定住宅投资的下降幅度已从 2022 年第 4 季度的 25.1%（相当于总体 GDP 下降 1.2%）、2022 年第 3 季度的 27.1%（相当于总体 GDP 下降 1.4%）和 2022 年第 2 季度的 17.8%（相当于总体 GDP 下降 0.9%）缩小为季度环比 5.4%（指季节性调整后的年化利率，相当于整体 GDP 变动为下降 0.22%）。更大的问题可能是商业房地产（CRE），联邦公开市场委员会（FOMC 主席鲍威尔（Powell）称，美联储正在仔细观察信贷形势及其对商业房地产的影响，并承认央行预计会出现一些损失。

更新我们对美国经济衰退时间点的观点—2023年下半年开始衰退

我们仍预计美国货币紧缩政策的滞后效应以及收紧的金融/信贷形势会导致美国经济增速显著放缓，美国银行业的动荡会导致美国各银行的放贷标准进一步收紧，所有这些因素都会使美国经济增长承压。此外，超额储蓄的减少（其中一家美国主流银行的超额储蓄预计已从 2021 年年中的 2 万亿减少至 6000 亿美元）以及放贷标准的收紧意味着美国消费者可能不得不缩减消费，尤其是非消费必需品和服务。由于美联储屡次加息削弱了需求，失业率将会更加显著上升，我们将美国可能出现经济衰退的时间点推迟到 2023 年下半年，之前预计的对应时间点是 2023 年年中。

正如预测表所显示的那样，我们当前对于美国经济增长预测的一个关键差异是我们现在将美国 2023 年 GDP 增速预测从之前的 0.5% 调高为 0.8%，并将 2024 年增速预测从之前的 2.5% 下调至 1.2%，因此我们不再认为美国年度 GDP 会发生完全萎缩。我们此次上调美国 2023 年经济增长数字反映了我们之前高估了货币政策收紧对近期经济增长的拖累，并低估了美国劳动力市场的韧性。下调后的 2023 年 GDP 增速预测需要将美国货币政策收紧的滞后效应考虑在内（货币政策在 2023 年下半年可能会再次收紧一些）。

这些预测意味着美国将在 2023 年下半年经历技术性衰退（即整体 GDP 数据连续两个季度出现环比负增长）。当我们着眼于年同比数据时，基于最新一期预测，美国 GDP 数字预计只有到 2023 年第 4 季度才会转负，并维持两个季度至 2024 年第 2 季度为止。我们修正后的美国年度经济预测值为 0.8%（2023 年）和 1.2%（2024 年），这分别与美联储最新一期 SEP（经济预测摘要）预测的 1.0% 和 1.1% 存在某种程度偏差。应注意的是，在今年 3 月和 5 月举行的联邦公开市场委员会会议上美联储人员预测美国经济今年晚些时候会遭遇轻微衰退，这是尚未经联邦公开市场委员会认可的对于美国经济前景的定性，并且与美联储的经济预测摘要存在显著偏差。

与此同时，我们还将 2023 年底美国失业率预测值修正为 4.3%，2024 年底失业率预测值修正为 4.5%，这与美联储修正后的中位数预测值 4.1% 和 4.5% 保持一致。

将美国 2023 年失业率预测值略微下修的同时，根据 Sahm 指数，美国经济衰退的风险尚未显著下降，该指数使用失业率来判断美国是否会发生经济衰退。Sahm 指数假定，如果失业率（按三个月平均值计）高于过去 12 个月最低值至少 0.5%，则经济已处于衰退过程中。基于我们对美国失业率形势的最新一期预测，根据 Sahm 指数来看，美国可能会在 2023 年下半年晚些时候进入经济下行阶段。与此同时，纽约联储编制的比期限利差数据早 12 个月的《经济衰退概率指数表》显示出美国经济出现了过去三十年以来最高的衰退概率。更难以判断的方面是，由于存在许多不断变动的因素，美国经济何时发生衰退以及经济减速的程度会有多轻（或者多深），这些因素包括消费者、企业、大宗商品价格以及其他因素对于经济环境的变化会如何作出反应和调整。

虽说如此，正如我们在《全球焦点报告》（该报告结合信贷回落及潜在危机针对经济韧性进行评估）中指出的那样，在 1990 年以前，美联储为了抑制通胀而进行的激进加息是推动经济下行的主要因素，这与当前加息周期极为相似。但如果本轮经济下行仅仅是因为美联储加息周期所引致，那么不可能引发全面危机。如果有序的经济下行要转变为无序的危机，则需要一些触发因素。仅仅是美联储加息并不足以引发这样的危机，最终的结果可能是未来经济发生适度衰退。

央行的政策方向

发达市场国家与亚洲各国央行之间的货币政策分歧日益加大

目前可以明显看到，发达市场国家与亚洲各国央行之间的分歧日益加大。美联储明确表示 6 月份暂停加息并不意味着他们已经结束了加息周期。美联储主席鲍威尔强调指出，7 月份的联邦公开市场委员会会议仍然是“线上会议”，而点阵图明显已经上修。我们对美联储加息的预测观点也已经“上调”，认为 7 月份会再次加息 25 个基点，从而将联邦基金目标利率（FFTR）区间上调至 5.25%–5.50%。

类似地，澳洲储备银行与加拿大银行在近期的货币政策会议上出人意料地加息并重申对通胀的担忧。至于欧洲中央银行（ECB），继今年 6 月份加息 25 个基点之后，我们预计欧洲中央银行会在 7 月份最后加息 25 个基点，然而可能性更倾向于在 7 月份之后继续加息。英格兰银行（BOE）预计也会在 6 月 22 日举行的下次政策会议上再次加息 25 个基点，事实上没有什么能够阻止英格兰银行在 8 月 3 日再次加息。随着新西兰经济在 2023 年第 1 季度进入技术性衰退期，新西兰储备银行（RBNZ）可能会是发达市场国家央行当中的一个异数，该国央行表示在今年 5 月底加息 25 个基点后已结束加息。新西兰储备银行是发达市场国家央行当中最先开始收紧货币政策的央行之一，此次也是该国自 1999 年以来最激进的货币政策紧缩。

至于亚洲各国央行方面，大多数央行目前表示会彻底结束加息周期，例如印度尼西亚银行（BI）和泰国银行（BOT）。我们的观点也是不认为在今年剩下的时间里会有任何亚洲国家央行再次加息。事实上，我们预计到 2024 年第 1 季度印度尼西亚银行和泰国银行会开始降息。逆周期而动的当然是中国人民银行。在全球各国央行大幅收紧货币政策的一年半时间里，作为中国央行的中国人民银行（PBOC）则反其道而行之逐步定向降息。最近，由于中国制造业再次萎缩以及疫情后经济复苏动力不足，中国央行已再次放松货币政策，下调主要基准利率 10 个基点，市场人士认为该国央行会在 6 月 20 日相应下调 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）。

以下是主要关注点及主要外汇和利率观点摘要。

外汇策略

在鹰派美联储的助攻下，美元能否再次走强？

在主要国家外汇方面，随着2023年下半年逐渐流逝，美元预计将重归弱势。大多数G10国家央行目前已过渡到“随数据而动”的模式，其政策动向取决于通胀走势如何变动。徘徊不去的高通胀已经促使澳洲储备银行和加拿大银行在今年6月出人意料地加息。虽然大多数G10国家的整体通胀率已经见顶，但是各国央行在抑制核心通胀方面的成效各不相同。这一情况使得美联储在考虑下一轮收紧措施的时候与其他G10国家相比需要越过更高的水位线。由于美联储预计会比其他G10国家更早结束货币政策紧缩周期，在未来，美元对其他发达国家货币的利率优势会进一步收窄，从而引发美元汇率再次走弱。总体而言，我们重申美元汇率在接下来的几个季度对大多数G10国家货币走弱的观点。预计欧元/美元汇率、英镑/美元汇率、澳元/美元汇率以及新西兰元/美元汇率会维持上行走势，到2024年第2季度时从当前水平分别升至1.16、1.36、0.73和0.65。

在亚洲外汇方面，人民币汇率和亚洲外汇的回升可能会延迟到2023年第4季度。当前的迹象越来越表明亚洲外汇走弱的期间比预期要长。市场人士对于中国疫情后经济复苏的预期下降是促使亚元指数重新走弱的主要驱动因素，亚元指数在今年6月触及年初迄今为止的新低。

自从今年4月份以来的经济指标表明中国经济复苏正在失去动力。基于之前的观察数据，中国从当前经济表现不佳的状态走出和实现最终回升可能需要几个月。总体而言，我们仍认为人民币可能带领亚洲地区外汇回升，只是回升的时间点会随着中国经济重拾势头，从之前预测的2023年第3季度延迟到2023年第4季度。我们的基本观点是“在变好之前会先变坏”，这意味着美元/人民币汇率可能在2023年第3季度走向7.25，而后开始走低。与此同时，美元对许多亚洲国家货币汇率预计在2023年3季度会升向下文所述水平，而后逐步正常化，具体来说，美元/林吉特汇率升向4.68，美元/新加坡元汇率升向1.36，美元/印尼盾汇率升向15,200，美元/泰铢汇率升向35.50。

利率策略

关于美联储宽松周期的先导预览

关于本季度的利率观点，我们希望暂时搁置关于联邦基金利率是否已见顶或者未来是否还会有几次加息这一事项的辩论，我们将眼光放长远一点，转向关注美联储的宽松周期，去看看历史对于降息阶段有什么启示。值得注意的是，从历史上来说，美联储降息是先发制人的，大部分降息会在第一年兑现。我们借此机会去探索美联储在过去几轮宽松周期中的政策动态。

关于我们最新的利率观点，我们的宏观团队预计联邦基金利率在2023年剩余的时间里会在5.50%水平进入平台期，之后在2024年迎来降息。按照这样的基准情景，由于我们认为风险天平会日益倾向于经济增速放缓、降息预期以及资金避险溢价上升，我们对债券久期抱持积极观点，预计债券收益率在整个2023年走低。至于2023年第4季度末，我们认为3个月复合美元基准利率（SOFR）和新元基准利率（SORA）分别会在5.30%和4.03%。等我们来到2023年底时，债券将会对美联储宽松周期的影响进行计价。根据我们宏观团队的观点，相当于2024年联邦基金利率下调125个基点，然后在2025年继续下调150个基点。因此，考虑到接下来两年美联储政策利率走低，我们认为10年期美债以及新加坡政府债券收益率到2023年底4季度分别走低至3.20%和2.70%。

大宗商品策略

在全球经济减速的持续恐慌中，大宗商品在2023年上半年表现疲软

关于黄金的前景，虽然近期黄金再次于2000美元/每盎司价位下方遭遇挫折，我们仍维持对黄金的乐观预测。我们继续认为，由于美联储加息周期已到达尾声，美元利率会在未来几个月逐步见顶。我们的观点仍然是美元汇率会相应见顶（虽然会稍微延迟至今年底）。黄金仍然是投资组合一个重要的风险分散器。事实上，新兴市场国家和亚洲各国央行继续加码黄金储备，尤其是中国。总体而言，我们维持对黄金的积极观点，预计黄金在2023年下半年交投于2000美元/每盎司价位上方，之后在2024年上半年升向2,100美元/每盎司。

至于布伦特原油，在美国战略石油储备进一步下降的背景下，欧佩克+组织和沙特继续减产已导致供应收紧。目前发生进一步供应冲击的空间有限，因此我们重申对布伦特原油价格的适度乐观观点，预计布伦特原油价格在2023年下半年在80美元/每桶，在2024年上半年升至90美元/每桶。尽管如此，全球需求的不确定性将会削弱原油价格近期的强劲上涨势头，指望油价很快回归到100美元/每桶是不现实的。至于伦铜，考虑到近期关于中国经济复苏的不确定性，我们维持略偏负面的观点，预计伦铜价格在2023年下半年在8,000美元/每公吨，在2024年上半年跌至7,000美元/每公吨。

东盟关注点

深化贸易和金融的互联互通以实现可持续增长

- 加强东盟国家之间的连通性将会毫无疑问地增强东盟的整体性，进而促进东盟的竞争力、包容性以及增强其作为一个共同体的意识。
- 在本报告中，我们认为有三个主要方面需要进一步强化以便加强东盟国家内部的互联互通，即：物理连通性、贸易连通性以及最后是投资和金融连通性。

全球关注点

结合即将来临的信贷回落和潜在危机对经济韧性进行评估

- 本篇文章是由大华银行的国家与信用风险管理团队成员撰稿。
- 基于我们对若干主要因素的分析，由于受到与过去几十年来经济周期不相同的利率走高所驱动，全球经济可能在未来完全从晚期扩张阶段过渡到信用周期的回落阶段。
- 我们分析了当前以及过往经济下行时期的差异以及特定经济体在面临更多违约及未来潜在危机的背景下的韧性。

全球外汇

美元/日元：由于我们预计日本央行只有到2024年初才会放弃收益率曲线控制（YCC）以及负政策利率，日元目前的这波弱势可能会在整个第3季度持续，而后，随着市场再次猜测该国央行将实施政策收紧，因此日元汇率会在2023年第4季度回升。总体而言，我们最新的美元/日元汇率点位预测分别为2023年第3季度在145，2023年第4季度到138，2024年第1季度到132，2024年第2季度到128。

欧元/美元：欧洲中央银行很有可能会比美联储维持货币紧缩更长时间，随着利差进一步收窄，这会提振欧元/美元汇率。总体而言，我们维持欧元/美元汇率的积极观点，我们自2022年末以来一直维持这一观点。最新的欧元/美元汇率点位预测分别为2023年第3季度在1.10，2023年第4季度到1.12，2024年第1季度到1.14，2024年第2季度到1.16。

英镑/美元：在G10国家当中，英镑是第二季度迄今为止表现最佳的货币。英镑的上佳表现是因为受到该国经济增长前景向好以及市场人士对该国央行货币政策转为更加鹰派的预期所支撑。总体而言，我们维持英镑/美元汇率的积极观点，预计英镑/美元汇率在2023年第3季度在1.30，2023年第4季度到1.32，2024年第1季度到1.34，2024年第2季度到1.36。

澳元/美元：当中国经济在2023年第4季度重拾升势，澳元/美元汇率的上行走势可能会根基更加稳固。总体而言，我们最新的澳元/美元汇率点位预测分别为2023年第3季度在0.69，2023年第4季度到0.71，2024年第1季度到0.72，2023年第2季度到0.73。

新西兰元/美元：虽然我们预计美元在未来进一步大范围走弱，随着新西兰储备银行在2024年降息的预期开始兑现，新西兰元/美元汇率从今往后的回升可能会是渐进的。总体而言，我们维持新西兰元/美元汇率的上行走势观点，最新的新西兰元/美元汇率点位预测分别为2023年第3季度在0.62，2023年第4季度到0.63，2024年第1季度到0.64，2024年第2季度到0.65。

亚洲外汇

美元/人民币：我们的基本观点是“在变好之前先变坏”，这意味着美元/人民币汇率可能会在2023年第3季度走向7.25，然后开始走低。最新的美元/人民币汇率点位预测分别为2023年第3季度在7.25，2023年第4季度到7.10，2024年第1季度到6.95，2024年第2季度到6.85。

美元/新加坡元：总体而言，虽然新加坡元汇率在近期受到人民币汇率的牵制，但新元对美元汇率的弱势可能会更加有节制。最新的美元/新元汇率点位预测分别为2023年第3季度在1.36，2023年第4季度到1.35，2024年第1季度到1.33，2024年第2季度到1.31。

美元/港元：我们维持以下观点，即，随着美联储的货币紧缩周期在今年结束，支撑美元/港元汇率的利差优势也会相应减弱。因此，美元/港元汇率重回7.75和7.85之间的交易区间中点只是时间问题。我们的最新美元/港元汇率点位预测分别为2023年第3季度在7.84，2023年第4季度到7.82，2024年第1季度到7.80，2024年第2季度到7.80。

美元/新台币：展望未来，关于中国经济复苏熄火的担忧可能会使得新台币汇率倾向于在未来的一个季度继续走弱。目前预计包括新台币在内的亚洲外汇将从2023年第4季度开始回升，而之前预计的时间点是2023年第3季度。我们最新的美元/新台币汇率点位预测分别为2023年第3季度在31.0，2023年第4季度到30.4，2024年第1季度到30.0，2024年第2季度到29.5。

美元/韩元：韩国国内不确定的经济增长前景以及人们对于中国经济增长的担忧可能会使韩元汇率在未来（2023年第3季度）的表现蒙上阴影。之后随着中国经济复苏重拾势头，从2023年第4季度开始，亚洲地区外汇将出现区域范围的回升。总体而言，我们最新的美元/韩元汇率点位预测分别为2023年第3季度在1320，2023年第4季度到1260，2024年第1季度到1220，2024年第2季度到1200。

美元/林吉特：我们将美元/林吉特汇率点位预测更新为2023年第3季度在4.68，2023年第4季度到4.60，2024年第1季度到4.50，2024年第2季度到4.40。

美元/印尼盾：虽然印尼盾预计与人民币汇率亦步亦趋，但波动性可能受到抑制，我们预计美元/印尼盾汇率会在熟悉的区间交易。最新的美元/印尼盾汇率点位预测分别为2023年第3季度在15,200，2023年第4季度到14,800，2024年第1季度到14,600，2024年第2季度到14,200。

美元/泰铢：直到政治迷雾消散为止，泰铢可能会更加密切地跟随人民币汇率的走势。值得注意的是，我们也下调了泰铢汇率2023年表现优于亚洲地区其他国家货币的预期，这是因为之前预计的游客抵境人数（尤其是来自中国的游客）大幅回升并没有像早前预期那般来的轻松容易。我们的最新美元/泰铢汇率点位预测分别为2023年第3季度在35.5，2023年第4季度到34.0，2024年第1季度到33.5，2024年第2季度到33.0。

美元/菲律宾比索：总体而言，我们预计2023年第3季度菲律宾比索对美元汇率会跟随人民币汇率下跌，之后在2023年第4季度重新走强。最新的美元/比索汇率点位预测分别为2023年第3季度在57.0，2023年第4季度到56.0，2024年第1季度到55.0，2024年第2季度到54.0。

美元/越南盾：越南盾对美元汇率在2023年第2季度企稳于23,500左右，但随着多重利空因素来袭，这一局面可能很快结束。总体而言，美元/越南盾汇率可能跟随亚洲外汇的普遍走势，最新的美元/越南盾汇率点位预测分别为2023年第3季度在24,200，2023年第4季度到24,000，2024年第1季度到23,800，2024年第2季度到23,700。

美元/印度卢比：展望未来，印度卢比可能会跟随地区汇率走势，也就是继续走弱一个季度，然后随着中国经济复苏重拾势头，印度卢比汇率从2023年第4季度开始回升。总体而言，我们最新的美元/卢比汇率点位预测分别为2023年第3季度在83.0，2023年第4季度到82.0，2024年第1季度到81.0，2024年第2季度到80.0。

免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2023年第三季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z