

## 穷则思变

### ——2023年海外宏观年度展望

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn



研究助理：马骏



#### 相关报告

1 宏观专题 20220720: 关税一旦取消，出口提振多少？——海外经济系列之四

2 宏观专题 20220808: 欧洲有多难？会向何处去？——海外经济系列之五

3 宏观专题 20220815: 《芯片法案》如何影响进出口产业链？——海外经济系列之六

4 宏观专题 20220918: 美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七

5 宏观专题 20220928: 拜登“中期选举”胜算多大？——兼论美国选举制度与权力结构

6 宏观专题 20221023: 谁将接任英国首相？——兼论英国选举制度与权力结构

#### 投资要点

2022年美联储的持续加息，给全球经济和资产价格带来显著的调整压力。那么，展望明年，全球主要经济体特别是美国，其经济增长和政策环境又会存在哪些变化呢？本报告对此进行展开分析。

- **选举格局已定：紧财政、宽货币。**今年美联储坚持“鹰派”，不仅出于通胀的考虑，也有政治环境的影响。当前国会中期选举大局已定，新一届国会就取行使权力后，拜登政府财政政策恐将面临掣肘，需要向共和党做出更大让步。这在美国历史上也不乏先例，民主党总统叠加共和党控制众议院的情况下，往往意味着财政政策的收紧，而货币政策就会随之放松。
- **劳动力回流：就业波澜再起。**新冠疫情以来，美国的财政和货币政策联动性增强。如果财政政策面临约束加码的考验，将会通过劳动力市场变化传导到货币端。2022财年，美国财政支出的扩张方向有三：一是疫情相关支出的增长；二是债务付息支出；三是国防支出。一旦财政支出受限，对这三方面影响也最为显著。相比于19年，补贴收入仍然是今年美国居民收入的重要来源，这在美国财政支出细节中也能够得到佐证。财政补贴带来美国劳动力市场供应偏紧的副作用。此外，疫情期间累积起来的超额储蓄也给了劳动者“离开”就业市场的底气。不过，今年美国居民超额储蓄率持续下滑，目前已低于-4%，低收入家庭压力更大。既然财政支出的限制会逐渐加强，今年美国居民所依赖的补贴收入增长恐怕难以维系，这势必给居民收入带来冲击，迫使离开的劳动力重新回归就业市场。失业率上升的压力令美联储不得不通过宽松的货币政策来予以应对。
- **美联储：由“鹰得坚决”到“鸽得迅速”。**一旦美国财政约束成为现实，则俄乌冲突相关国防支出可能会面临调降，届时有望达成平衡局面，缓解能源价格带来的通胀压力。美国通胀已经呈现见顶回落的态势，从领先指标来看，较为顽固的房租分项也即将开始下行。我们预计，在基准假设下，明年美国CPI同比增速在二季度就可能降到4%以下，其对美联储货币政策的制约将显著减弱。与此同时，美国通胀的回落也恰好对应了经济衰退的到来。我们构建的美国“衰退时钟”表明，美国经济衰退约在未来1-2个季度左右。利息负担的上升增加财政压力，也会倒逼美联储转向。我们预计，明年美联储的政策态度将由“鹰得坚决”转向“鸽得迅速”，上半年就会看到加息进程的停止，明年下半年存在启动降息周期的可能。
- **全球资产：通胀定价充分，衰退交易不足。**早在美联储开启加息周期之前，全球已有很多经济体提前启动了加息，可谓“苦美联储加息久矣”。相比于美国较为强韧的经济，欧洲经济的衰退速度更快，程度也将更深，日本经济也未见较为明显的起色。欧元区财政各自为政，而货币政策协调性更强的特点决定了，一旦美联储停止加息，欧央行加息可能会很快结束来稳定经济，而日本有所不同，继续实施收益率曲线控制可能性降低。对于全球资产价格而言，当前基于通胀的定价已经较为充分，而基于经济衰退的定价仍显不足。我们认为，在美联储政策基调转变前夕，以黄金为代表的贵金属或将率先迎来趋势性的价格上涨。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，测算偏差。**

## 内容目录

1. 选举格局已定：紧财政、宽货币 .....	- 4 -
2. 劳动力回流：就业波澜再起.....	- 6 -
3. 美联储：由“鹰得坚决”到“鸽得迅速” .....	- 9 -
4. 全球资产：通胀定价充分，衰退交易不足.....	- 12 -

## 图表目录

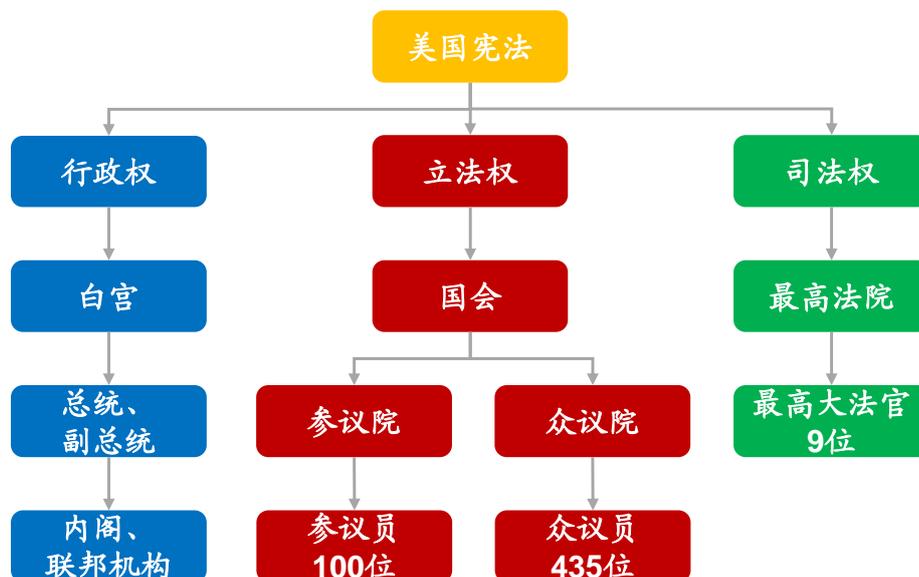
图表 1: 美国宪法规定下的“三权分立” .....	- 4 -
图表 2: 国会主要职权和参众议院主要特权.....	- 5 -
图表 3: 总统和国会相制衡时期财政收紧 (%) .....	- 5 -
图表 4: 总统和国会相制衡时期货币转松 (%) .....	- 6 -
图表 5: 2022 财年美国支出结构相比于 21 年的变化 (%) .....	- 6 -
图表 6: 美国居民收入结构变化 (%) .....	- 7 -
图表 7: 美国居民转移性收入来源变化 (%) .....	- 7 -
图表 8: 美国劳动参与率与职位空缺率 (%) .....	- 8 -
图表 9: 美国居民超额储蓄情况.....	- 8 -
图表 10: 居民疫情后新增储蓄穷人分配更少 (%) .....	- 8 -
图表 11: 美国居民超额储蓄情况 (%) .....	- 9 -
图表 12: 劳动力市场条件指数 .....	- 9 -
图表 13: 各国对乌克兰军费承诺.....	- 9 -
图表 14: 美国 CPI 各分项同比变化 (%) .....	- 10 -
图表 15: 美国通胀预期与实际值差距 (%) .....	- 10 -
图表 16: 美国 CPI 中服务项环比变化 (%) .....	- 10 -
图表 17: 市场租金领先 CPI 房租项 (%) .....	- 10 -
图表 18: 不同油价情境下美国 CPI 同比增速变化 (%).....	- 11 -
图表 19: 美国各经济指标领先或滞后 NBER 衰退期月数.....	- 11 -
图表 20: 市场预期美联储加息次数 (次) .....	- 12 -
图表 21: 美国付息支出占比与国债收益率 (%) .....	- 12 -
图表 22: 美国失业率、CPI 与有效基金利率 (%) .....	- 12 -
图表 23: 美国失业率与经济增速 (%) .....	- 12 -
图表 24: 各经济体政策利率变化情况 (%) .....	- 13 -
图表 25: 各国贸易逆差情况 (亿美元) .....	- 13 -
图表 26: 欧央行可能动用政策工具的优先顺序.....	- 14 -
图表 27: 为疫情付出的财政支出占 GDP 比重 (%) .....	- 14 -
图表 28: 主要经济体零售销售同比增速 (%) .....	- 14 -
图表 29: 欧元区与美国基准利率 (%) .....	- 15 -
图表 30: 美日十年期国债收益率之差与汇率.....	- 15 -
图表 31: 日本国债利率与通胀 (%) .....	- 15 -
图表 32: 美联储对经济和通胀的预测变化 (%) .....	- 16 -
图表 33: 美国 CPI 与国债利率计算的隐含通胀率 (%) .....	- 16 -

回顾即将过去的 2022 年，海外政治经济环境愈发动荡不安，俄乌冲突打响带来能源价格的大幅攀升，主要经济体通胀水平高居不下，而由此引发美联储的持续加息，给全球经济和资产价格带来显著的调整压力。那么，展望明年，全球主要经济体特别是美国，其经济增长和政策环境又会存在哪些变化呢？本报告对此进行展开分析。

## 1. 选举格局已定：紧财政、宽货币

高通胀叠加政治周期，美联储“鹰”得坚决。今年美联储向市场展示了其坚决的“鹰派”政策基调，使人们有重回上世纪 80 年代“沃尔克时代”之感，虽然这位前美联储主席已于 19 年末去世，但其经济思想遗产在当前全球高通胀环境下，无疑仍具有重要的实践意义。不过，美联储如此“一意孤行”，如果说仅仅是出于控制通胀的考量，也难免失之偏颇，政治环境的影响同样不容小觑。在美国分散制衡的权力体系下，国会选举较总统大选的重要性即使稍显逊色，但也相差不远，而通胀毫无疑问是选举中的焦点之一，因而美联储的政策取向或多或少也受到了政治周期的干扰。

图表 1: 美国宪法规定下的“三权分立”



来源：美国国会，中泰证券研究所

中期选举尘埃落定，财政需做更大让步。虽然部分地区的结果仍未最终敲定，但美国国会中期选举的大局已定。共和党以超过 218 票的得票数代替民主党，取得了新一届国会中众议院的控制权，而民主党以 50 票的支持保住了在参议院的控制地位。从美国国会的权力结构来看，众议院具有两项特权：一是发起财政税收相关议案；二是罢免任何联邦官员，涵盖了行政、立法和司法整个政治体系，甚至包括总统。这至少意味着，新一届国会就职权行使权力后，拜登政府的财政政策恐将面临掣肘，需要向共和党做出更大让步。

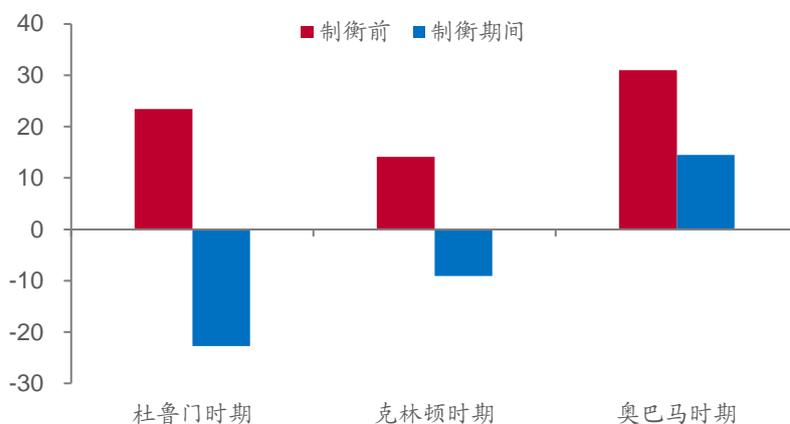
**图表 2: 国会主要职权和参众议院主要特权**

国会主要职权	众议院特权	参议院特权
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 立法权</li> <li>• 修宪权</li> <li>• 拨款权</li> <li>• 宣战权</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 发起财政税收法案</li> <li>• 弹劾联邦官员</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 批准总统提名的联邦职位</li> <li>• 裁决弹劾指控</li> <li>• 批准国际条约</li> </ul>

来源：美国国会，中泰证券研究所

**财政政策转紧，历史不乏先例。**这在美国历史上也不乏先例，民主党总统叠加共和党国会的组合，特别是共和党控制众议院的情况下，往往意味着财政政策的收紧，比如二战结束以来杜鲁门、克林顿和奥巴马时期无一不是如此。即便奥巴马的医改计划是其重要政绩之一，理应是积极财政的拥护者，在共和党控制众议院的六年内，奥巴马政府债务占 GDP 比重确实也确实提高了近 15 个百分点，但在这之前的六年，美国政府债务占 GDP 的比重提升高达 30 个百分点，是共和党掣肘时期的两倍。

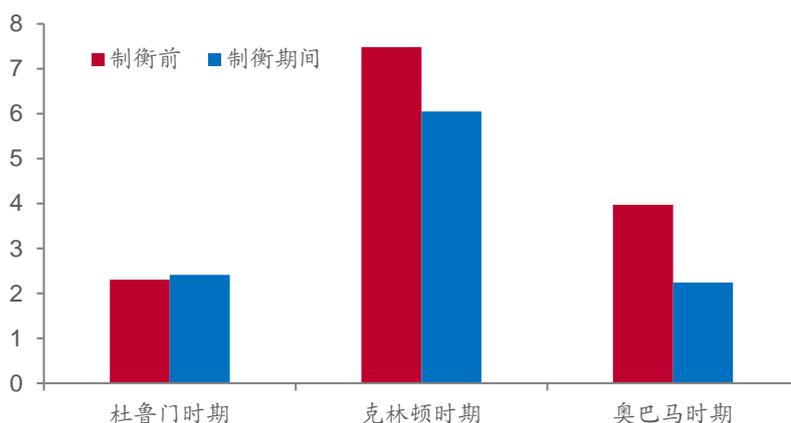
**图表 3: 总统和国会相制衡时期财政收紧 (%)**



来源：CEIC，中泰证券研究所

**面临财政约束，货币就会放松。**不过，在民主党总统遇到来自共和党财政约束压力的情况下，就不得不诉诸于货币政策来解决增长问题，因而往往会维持更加宽松的货币环境。我们发现，在克林顿和奥巴马政府时期，在共和党重掌众议院之后，政策利率相比于此前均有显著下移，且平均来看下降幅度均超过 1 个百分点。杜鲁门政府时期面对共和党掣肘，政策利率看似稳中略升，但这主要源于二战期间美联储一直保持低利率为财政部债务融资。

**图表 4: 总统和国会相制衡时期货币转松 (%)**



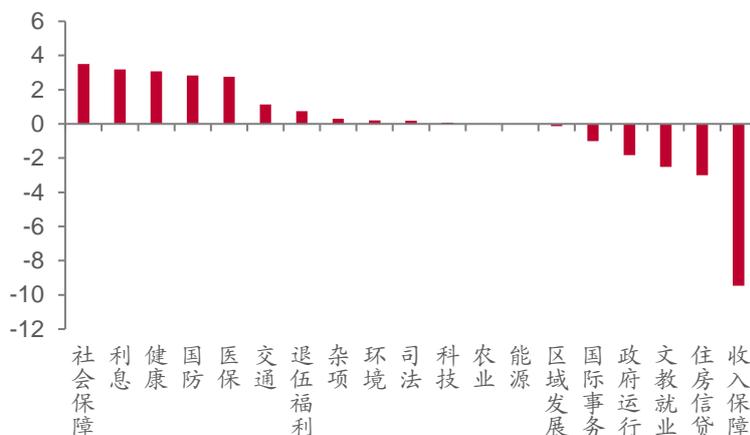
来源: CEIC, 中泰证券研究所

## 2. 劳动力回流: 就业波澜再起

新冠疫情爆发以来, 美国的财政政策与货币政策之间体现出联动性增强的特点, 即所谓的“财政赤字货币化”。那么, 如果财政政策面临约束加码的考验, 又是通过怎样的途径使得货币政策趋于进一步放松呢? 我们认为, 劳动力市场变化是重要的传导渠道之一。

**财政支出扩张, 聚焦三大方向。**我们不妨先从美国财政支出的结构谈起, 刚刚结束的 2022 财年, 美国财政支出的显著扩张主要体现在以下三个方面: 一是疫情相关支出的增长, 如社会保障 (Social Security)、健康 (Health) 和医保费用 (Medicare) 的支出, 这三块在 22 年的支出占比较 21 年均提升超过 2.5 个百分点; 二是债务付息支出 (Net Interest), 这部分的增加主要是由于持续加息导致美债收益率的显著上行; 三是国防相关支出 (National Defense), 这或与俄乌冲突等地缘政治变化相关。而一旦财政支出受限, 对这三方面支出的影响也会最为显著。

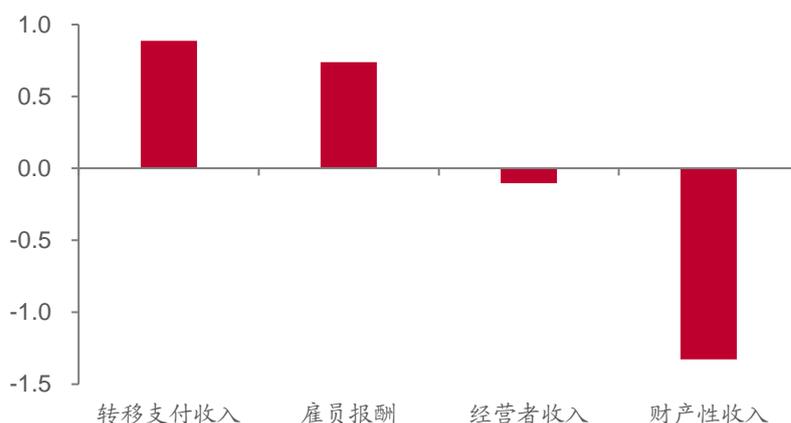
**图表 5: 2022 财年美国支出结构相比于 21 年的变化 (%)**



来源: USASpending, 中泰证券研究所

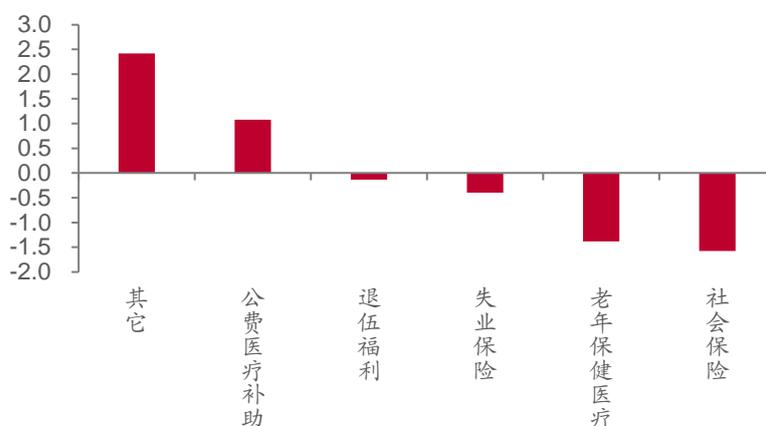
美国居民补贴, 依然没有停止。众所周知, 美国政府在疫情后给居民部

门发放了大量的财政补贴，这些补贴支撑着消费的高增长，进而使得美国经济保持了较强韧性。虽然 22 年财政补贴规模较 21 年有着明显下降，但事实上，这部分补贴收入仍然是美国居民收入的重要来源，相比于 19 年底，今年前三季度美国居民收入中，占比提升最多的就是转移支付收入，上升幅度接近 1 个百分点，其次是雇员报酬也即工资性收入，这主要和通胀上行带来的工资增长有关，而经营性收入和财产性收入占比则有显著下降。

**图表 6: 美国居民收入结构变化 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**财政支出细节，也能得到佐证。**这在美国财政支出的细节中也能够得到佐证。在美国财政支出分项社会保障这一大类中，我们发现，增长最快的其实并非那些有着约定支付义务的细分类别，比如社会保险 (Social security II)、老年保健医疗 (Medicare)、失业保险 (Unemployment insurance)、退伍福利 (Veterans' benefits) 这些类别的占比相比较 19 年均存在明显下滑，公费医疗补助 (Medicaid) 有着一定的增长，但增长幅度最多的还是其它 (Other) 分项，而我们观察到，这一分项的增长和疫情发生后财政对居民补贴的规模扩张相吻合。

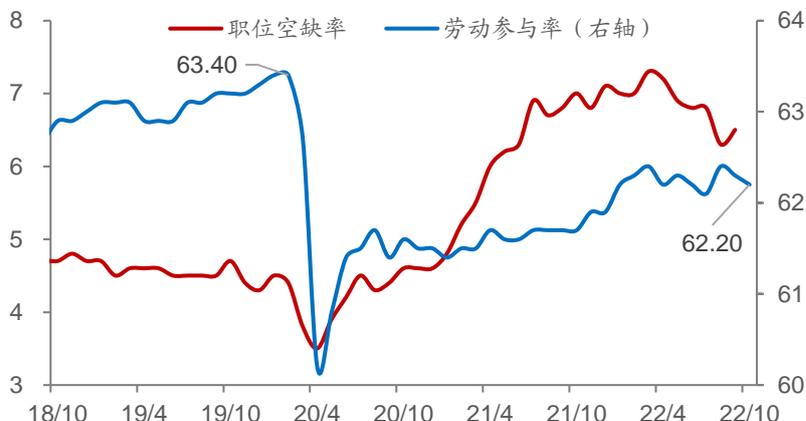
**图表 7: 美国居民转移性收入来源变化 (%)**


来源: USASpending, 中泰证券研究所

**补贴支撑收入，就业意愿不强。**财政补贴在推高美国居民收入乃至消费水平的同时，也会带来一定的副作用，主要表现在劳动力供求关系的变化。今年美国劳动力市场持续处于供应偏紧的状态，核心原因在于劳动参与率回

升缓慢，相比于疫情前的水平，当前美国劳动参与率仍有 1 个百分点左右的差距，这无疑与人口结构的变动有关，但也恰恰是财政补贴支撑着非就业人口的收入。

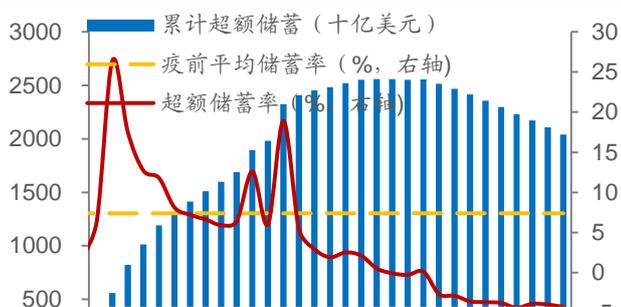
**图表 8: 美国劳动参与率与职位空缺率 (%)**



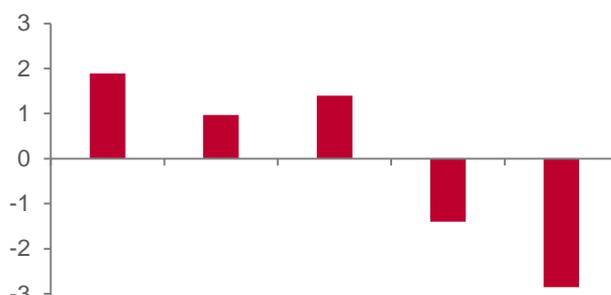
来源: WIND, 中泰证券研究所

**超额储蓄积累，规模持续下滑。**此外，疫情期间累积起来的超额储蓄也给了劳动者“离开”就业市场的底气。据我们估算，财政补贴的大规模发放叠加疫情导致居民储蓄意愿的上升，使得美国居民累积的超额储蓄最高峰时曾超过 2.5 万亿元，超额储蓄率也一直维持在超过 2%。不过，今年美国居民超额储蓄率持续下滑，目前已低于-4%。特别地，财富的积累和分配在美国并不均衡，低收入家庭疫情后新增储蓄规模本就有限，随着超额储蓄渐趋耗尽，其压力也逐步加大。

**图表 9: 美国居民超额储蓄情况**



**图表 10: 居民疫情后新增储蓄穷人分配更少 (%)**



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_49494](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49494)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>