



2022 年 12 月 23 日

二〇二三年度

通胀冲击的尾声，增长动能的分化

——2023 年海外宏观经济展望

王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	wangxiao019787@gtjas.com
毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	maolei013138@gtjas.com
戴璐（联系人）	从业资格号：F03107988	dailu026543@gtjas.com
唐立（联系人）	从业资格号：F03100274	Tangli026575@gtjas.com
李晷霜玉（联系人）	从业资格号：F03087581	linieshuangyu024249@gtjas.com

报告导读：

展望 2023 年，海外宏观的逻辑主线将不似 2020-2022 年一般“大开大合”，而是呈现多个宏观线索相互交织，并将在不同阶段成为主要矛盾引导市场情绪，驱动大类资产配置的风格切换。总的来看，2023 年将是货币政策制定者所取得的“成绩单”徐徐呈现的一年：海外通胀触顶回落、极端升息环境进入尾声以及经济增速下行的整体大背景。

以下几组逻辑线索的演绎及切换节奏将成为关键：一是美国经济在通胀回落程度、货币政策紧缩和经济中寻求“软着陆”，就业市场“再平衡”仍是关键；二是泛欧经济体终将面临衰退，在能源结构调整和金融条件紧缩之间的艰难权衡将决定其衰退深度；三是中国经济增长动能将与海外经济下行形成拉扯，所导致的内外强弱结构差异将值得重视。

基准情形下，我们对 2023 年海外宏观持谨慎乐观的态度。我们的判断是：美国经济实现“软着陆”的概率更大；泛欧地区衰退难以避免，但深度料有限；中国增长动能的产生的外溢效应影响全球风险偏好。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

目录

1. 2022 年海外宏观经济回顾	3
1.1 美国：通胀驱动紧缩，领先指标快速走弱，经济整体仍具韧性	3
1.1.1 需求冲击型通胀向供给冲击型通胀转变，原材料商品通胀向核心服务通胀转变	3
1.1.2 历史级别的通胀驱动货币政策快速紧缩	4
1.1.3 美国经济强弱之辩：从过热阶段逐渐下行，劳动力市场仍旧偏紧，“衰退交易”依据不足	5
1.2 非美：极端通胀和贸易失衡，强美元冲击非美汇率	6
2. 2023 年海外宏观经济展望	7
2.1 2023 年海外宏观经济整体展望：谨慎乐观	7
2.2 美国：“软着陆”为基准预期	8
2.2.1 通胀持续下行是 2023 年美国重要主线之一	8
2.2.2 美联储年中暂停加息，但降息恐不会出现	9
2.2.3 金融条件指数在 2023 年内触顶，领先指标下半年或有所好转，滞后指标持续承压	10
2.2.4 劳动力市场供需“再平衡”仍是美国经济抵御衰退的安全垫	12
2.3 非美经济体：欧洲面临衰退，中国、新兴市场增长动能回升	13
2.3.1 泛欧：衰退难以避免，但深度料有限	13
2.3.2 中国和新兴市场：增长动能的回归	15
3. 美元顶部回落，美债配置价值展现	16
3.1 通胀和利率周期见顶、风险偏好回升将驱动美元回落	16
3.2 美债配置价值显现，趋势或并不显著	18

(正文)

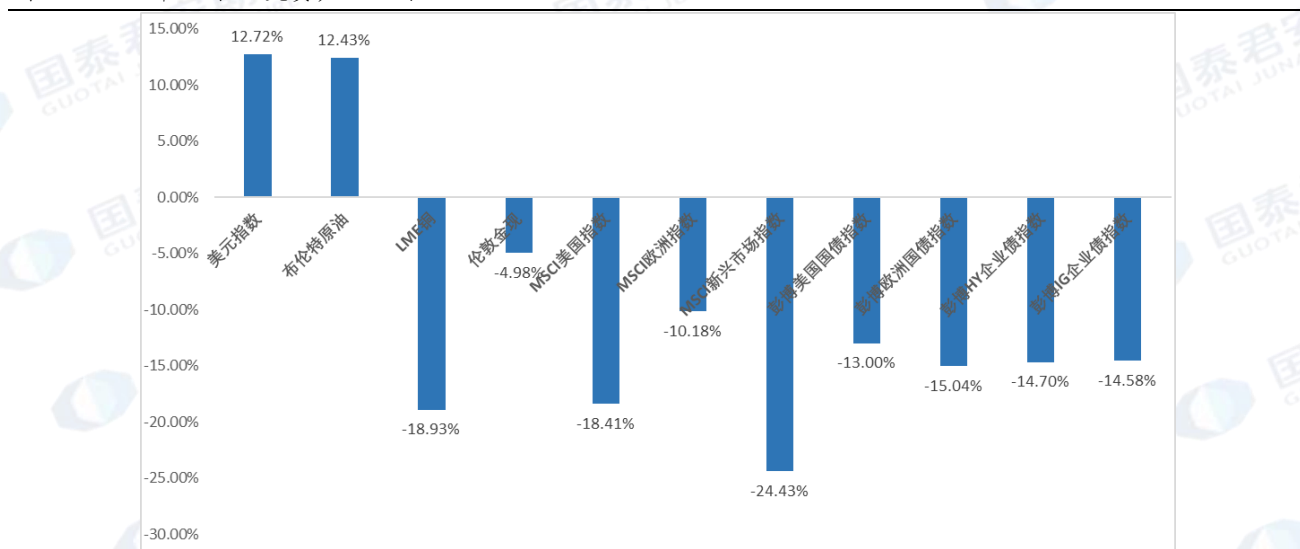
1. 2022 年海外宏观经济回顾

回顾 2022 年，全球宏观经济和资本市场呈现出两条主线：

一是“通胀-紧缩”路径为全球市场带来估值冲击。2022 年全球面临普遍的高通胀冲击，尽管通胀之源自于新冠疫情后货币和财政双刺激，但本轮通胀的复杂性和顽固性直到 2022 年才逐渐清晰。首先我们看到通胀贡献因素逐渐从我们更熟悉的需求冲击转为供给冲击，地缘冲突嵌入传统的经济周期中，大宗商品原材料价格在紧供应和低库存背景下对周期性需求回落有了更强的抵抗性，通胀出现了明显“逆周期”的特点，部分经济体一度呈现“类滞胀”局面。其次，疫情深刻地影响了全球劳动力市场结构，劳动参与率迟迟未能回归疫情前水平，使得发达国家在经历了供应链产出限制后，又被发现处在显然更具持久性的劳动力供应偏紧的产出限制中，政策制定者所希望的劳动力市场“供需再平衡”——经济软着陆的一种条件——尚未发生。所带来的结果是仍旧较高的核心通胀和内生消费动力，以及更坚决的央行加息路径。

二是全球缺乏增长动力，风险偏好极度低迷。一方面从海外看，随着“通胀-紧缩”路径下金融条件持续收紧，主要经济活动指标基本呈回落趋势，企业盈利触顶回落，海外增长动能下行。而另一方面，作为全球经济增长重要一环的中国经济在 2022 年持续受到疫情影响，使得原本往往作为海外周期中“稳定器”作用的中国增长因素欠奉，导致与中国经济关联度较高的经济体如新兴市场、欧元区等地区同样受到拖累。同时，在基本面端由于通胀前景不明、紧缩终点未知，而在情绪端又深受政经风险扰动，全球市场整体风险偏好极度低迷。在估值长期承压、增长动能欠奉及风险偏好低迷的三重负面压力下，全球大类资产呈现美元独强，权益和债券齐跌，仅能源端大宗商品保有一定韧性。

图 1：2022 年全球大类资产 YTD 表现



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

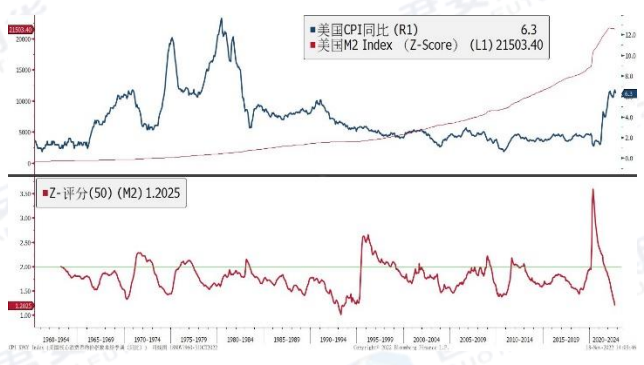
1.1 美国：通胀驱动紧缩，领先指标快速走弱，经济整体仍具韧性

1.1.1 需求冲击型通胀向供给冲击型通胀转变，原材料商品通胀向核心服务通胀转变

进入 2022 年，海外通胀特征从 2020-2021 年需求冲击为主转为供给冲击为主。诚然，本轮通胀的主要原因在于货币政策和财政政策的双宽松。但与过去的经济周期不同，本轮快速而巨量的双刺激导致美国经济在总需求端所受的冲击时间较短、反弹强劲；而在供应端，一是受制于后疫情时代的供应链扰动，二是劳动力供给

亦受后疫情时代结构性因素影响迟迟无法回归至疫情前水平，供给整体未能跟上强劲的需求。而正是供给端因素的持续时间较长，使得通胀这一传统的周期性指标在 2022 年显得更为顽固，一度出现逆周期特征。俄乌冲突更是进一步加剧了对大宗商品原材料供应紧缺程度，大宗商品相对周期指标有更高的估值溢价，使得通胀的供给冲击特点更为鲜明。在 2022 年下半年，海外通胀压力也从商品通胀转向服务通胀。随着海外实物商品需求从高增速下回落，同时全球供应链紧张问题有所缓解，商品通胀快速回落，也应和了大宗商品在年中触顶回落；而服务通胀端，关键因素如劳动力市场供给紧张、工资增速仍旧较高等因素，仍处于较高位置尚未出现更明朗的下行趋势。

图 2：美国 CPI 同比与 M2 偏离度（Z-评分）



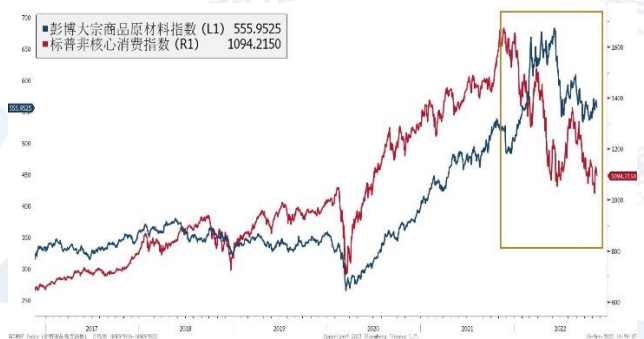
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 3：美国商品通胀显著回落而服务通胀居高不下



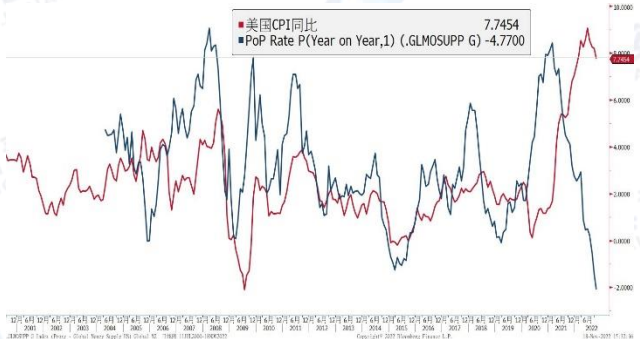
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 4：商品上涨无法传导至权益市场是供给冲击特征



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 5：美国通胀与全球 M2 同比周期回落分化



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

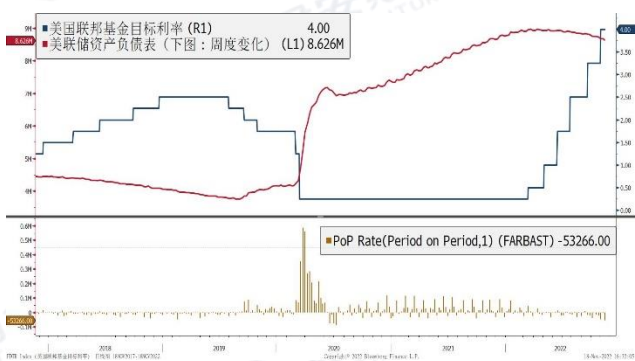
1.1.2 历史级别的通胀驱动货币政策快速紧缩

美联储在 2021 年年底正式放弃了通胀“暂时性”的措辞，意味着抗击一场历史级别的高通胀成为美联储的首要任务。自 2022 年 3 月 FOMC 议息会议首次加息以来，美联储一共加息 6 次共 400 个 bp，甚至连续 4 次加息 75bp，使得本轮加息周期利率斜率较以往大多周期都要快。同时美联储缩减其庞大的资产负债表，从 4 月份峰值 8.965 万亿降至目前 8.626 万亿，目标 2025 年中期缩小至 5.9 万亿美元。在缩表的过程中，准备金余额下滑从峰值 4.276 万亿下滑至目前 3.128 万亿。

在全球普遍性的通胀下，海外央行纷纷联动紧缩，使得全球基准利率带动债券收益率大幅攀升，债券波动率亦同步上行，终结了金融危机后长期的低利率、低波动率的“舒适区”，债券市场本身成为宏观风险的来源之一。同时，单纯以短端利率预期上升为主要驱动因素的债券收益率快速上行，本质上与周期相逆，资产配置上

呈现股债齐跌，传统“60-40”配置模型失效。

图 6：美联储加快升息并开启缩表路径



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 7：G7 国家平均 10 年期及政策利率大幅攀升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 8：实际利率快速上行拖累股票市场估值



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 9：美债与美股的传统对冲配置模型受到重创



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.1.3 美国经济强弱之辩：从过热阶段逐渐下行，劳动力市场仍旧偏紧，“衰退交易”依据不足

2022 年美国经济从过热阶段逐步缓和，整体表现可谓强劲。但在历史级别的通胀和快速加息的背景下，纵观全年，对其“衰退预期”、“硬着陆”和“软着陆”的讨论仍不绝于耳，并不时形成短期的交易情绪，但最终无法在数据上得到印证，从而无法形成趋势性“衰退交易”的主线。

具体看，2022 年美国经济呈现以下几个特点：其一，主要指标同比趋势回落，但从绝对值上看仍极具韧性，其中零售销售总额和职位空缺数远高于疫情前趋势线，非农总就业人口和工业产出总额也高于疫情前水平。其二，高通胀和伴生的货币政策紧缩显著影响信心和预期，以消费者信心指数为代表的“软数据”目前正处在历史极低位置已然呈现出严峻的衰退现实，多维度的前瞻性指标同比趋势进入到周期低位，但更现实的零售销售同比读数仍高于疫情前水平。其三，所期待的美国劳动力市场供需“再平衡”仍未发生，职位空缺数居高不下，工资增速仍旧较高。就业数据的“官方性”体现在，市场参与者（交易）的情绪固然会因为更广泛的经济数据波动而产生预期变化并驱动大类资产出现短期波动，但就业数据则是能够驱使政策制定者（美联储）对于经济状况和货币政策路径给出官方定性，往往在市场情绪中起最终“定调”的作用，决定了中长期的交易主线逻辑变化。在 2022 年，美国劳动力市场给出的信号仍不支持持续的“衰退交易”。

图 10：以总量衡量的美国经济指标仍极具韧性



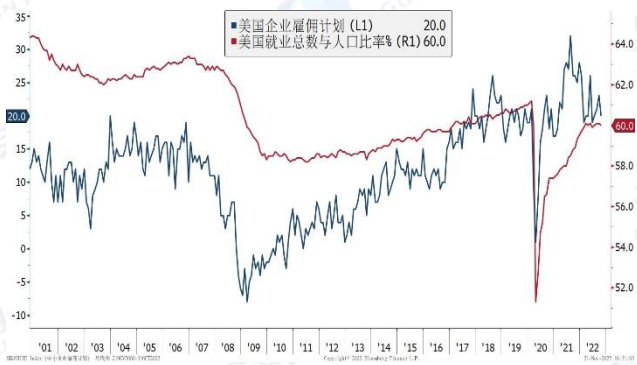
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 11：信心指标远低于前瞻性和现实指标



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：劳动力供给端恢复仍旧滞后于需求端



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 13：较高的职位空缺使得美国工资增速仍处高位



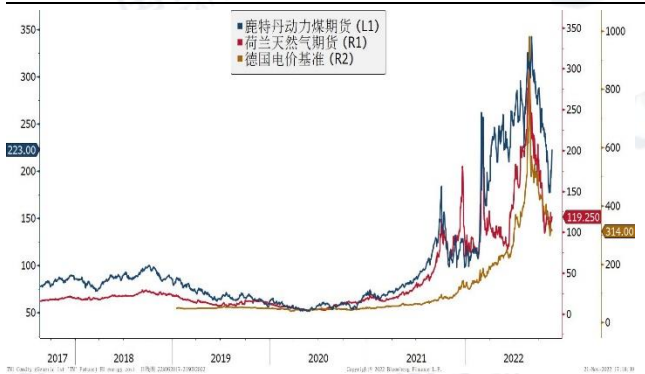
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2 非美：极端通胀和贸易失衡，强美元冲击非美汇率

泛欧地区在 2022 年显然深受地缘政治冲击，俄乌战争及其连带效应深远地影响了这一经济体当下和未来的经济增长预期。对于欧洲而言，骤然与俄罗斯能源供给脱钩使得能源紧缺成为第一风险，而在以高昂的价格完成今年冬季储气目标后，下一个周期的能源供应、以及更长远能源结构调整前景未知。相对而言，泛欧地区经济结构更为依赖价格低廉的大宗商品、增长的全球贸易和外部需求，而以上因素悉数在 2022 年受到重创，泛欧地区既承受了极高的大宗商品原材料价格，又需要面对以美国、中国为首的经济体需求回落，其经常账户在价格因素影响下严重失衡。欧央行、英央行在通胀现实面前不得不选择加息，泛欧经济体面对利率抬升和金融条件收紧的敏感性要更甚于美国，经济动能疲弱、增长预期低迷。于此同时，超预期的政经事件比如上一届英国政府激进的财政尝试驱动英债、英镑大跌，本质上体现的是政府与央行在“紧缩控通胀”背景下天然的矛盾。

美元在快速升息、股债双杀、风险偏好极度低迷的环境下成为唯一有效的避险资产，美元指数快速拉升对非美货币形成普遍的压力，不仅新兴市场汇率大幅走低，发达国家主要汇率如欧元、英镑和日元等等悉数创长期低点，亦加深了非美输入性通胀压力，主要经济体贸易帐在价格因素上显著恶化，与自身汇率一度形成负反馈。

图 14：欧洲能源成本在年内飙升后回落



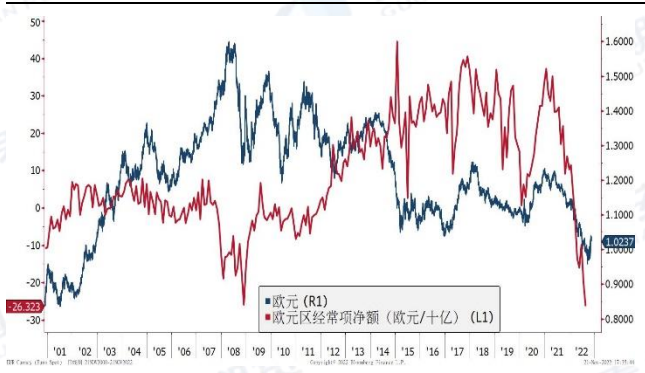
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 15：欧元区承受极端的原材料通胀



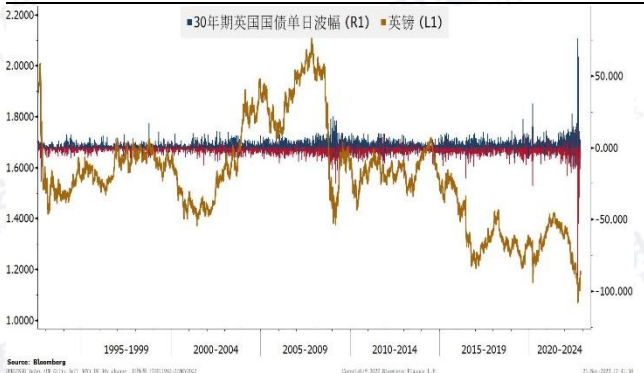
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16：欧元区经常账户在通胀下急速恶化施压欧元



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17：英国国债市场一度创下单日波幅历史记录



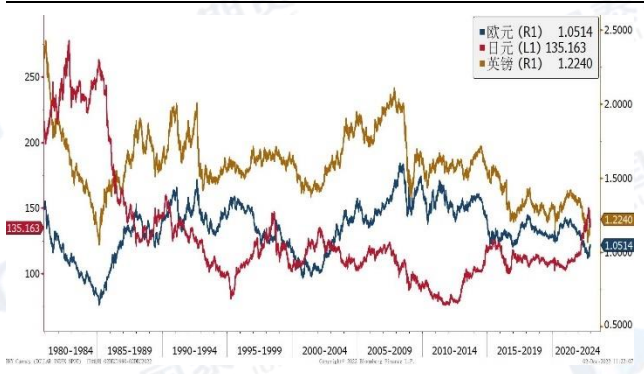
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 18：全球政经不确定性上升亦贡献了美元升势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 19：主要非美汇率创下长期低点



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2. 2023 年海外宏观经济展望

2.1 2023 年海外宏观经济整体展望：谨慎乐观

展望 2023 年，海外宏观的逻辑主线将不似 2020-2022 年一般“大开大合”，而是呈现多个宏观线索相互交织，并将在不同阶段成为主要矛盾引导市场情绪，驱动大类资产配置的風格切换。总的来看，2023 年将是货

币政策制定者所取得的“成绩单”徐徐呈现的一年：即以一场以金融条件收紧为手段、经济增长为代价的“通胀狙击战”的最终结果展现——海外通胀触顶回落、极端升息环境进入尾声以及经济增速下行的整体大背景。但无论如何，本轮周期中最为“难熬”的阶段——极端的通胀冲击叠加货币紧缩终于进入尾声、地缘政治冲突和政经不确定性的影响也有所钝化——意味着 2023 年宏观波动率应有所回落。

若在整个宏观冲击有所缓和的大背景下，则以下几组逻辑线索的演绎及切换节奏将成为关键：一是美国经济在通胀回落程度、货币政策紧缩和经济中寻求“软着陆”，就业市场“再平衡”仍是关键；二是泛欧经济体终将面临衰退，在能源结构调整和金融条件紧缩之间的艰难权衡将决定其衰退深度；三是中国经济增长动能将与海外经济下行形成拉扯，所导致的内外强弱结构差异将值得重视。基准情形下，我们对 2023 年海外宏观持谨慎乐观的态度。我们的判断是：美国经济实现“软着陆”的概率更大；泛欧地区衰退难以避免，但深度料有限；中国增长动能产生的外溢效应对全球风险偏好有所提振，亚洲市场、新兴市场表现值得期待。

必须承认，当前全球宏观经济环境越来越多地受到经济因素之外的地缘政治、公共健康政策等因素的扰动。故而以上“谨慎乐观”的判断高度依赖重要风险点有所缓和，其中包括：俄乌冲突未有新的激化，影响继续钝化；中美关系保持战略对话而非对抗；美国两党在参众两院势力相对均衡避免诸如债务上限等本土风险事件；欧洲右翼势力和“疑欧”势力相对受控等等。

2.2 美国：“软着陆”为基准预期

2.2.1 通胀持续下行是 2023 年美国重要主线之一

美国核心通胀下行趋势将在 2023 年更为清晰，核心服务在今年四季度接力核心商品出现同比趋势拐点，其中最为滞后的住房项同比趋势亦预计将在明年一季度触得周期顶部。正如 2022 年通胀上行最为显著的宏观特征，2023 年通胀趋势性回落也将成为宏观面最重要的底色。

一方面，持续收紧的金融条件指数在本轮周期中虽传导有所迟滞，但终将继续施压周期性经济指标并使得核心通胀趋势回落。核心服务项中医疗保险和整体医疗成本大幅回落，主要受到 BLS 下调统计项中医疗行业去年结存收益导致，预计后续将继续对核心通胀形成拖累但周期性意义较小；而更具政策性意义的类别如汽车（二手车）、电子产品、服装、家具和食品等核心商品项都出现明显环比回落迹象。

另一方面，对于更为顽固的住房项通胀，尽管同比顶部还未出现，但考虑到 BLS 统计的滞后性，同时 Zillow、Yardi 和 CoreLogic 等市场类机构的住房等价指标在 3、4 月份已经明显触顶回落，在考虑平均滞后时长后，我们仍旧将美国核心通胀项中的住房项同比视作滞后指标，并预计将明年一季度也触得同比的周期顶

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_50474

