

周期的冲突：不一样的“东升西降”

——2023年海外经济、金融和政策展望

■ 2023 VS 2020：同样的周期冲突，不一样的“东升西降”

由于疫情扩散足迹、防疫政策严格程度和逆周期政策强度等方面的差异，经济周期的冲突是后疫情时代把握全球大类资产演绎的一条逻辑主线。2023年，周期的罗盘还会继续转动，结构上与2020年有相似之处：东升西降，但不同的是供应链从断裂到修复，政策从扩张变为紧缩，全球总需求从复苏转向收缩。

全球金融压力持续上行，短期金融周期开始下行。美联储加息“牵一发而动全身”，传导机制为：美联储加息→美国国债利率整体向上平移→套利交易使美元回流→美元指数上升、风险溢价上升→全球流动性收缩。全球金融压力指数已经升至紧缩区间，全球金融市场在2023年还将面临更严峻的压力测试。

■ 全球经济周期：5次衰退的比较和“第6次衰退”的条件

“衰退”是2023年的一个关键词。上世纪60年代以来，全球共出现过5次衰退，分别为：1975年、1982年、1991年、2009年和2020年。5次衰退时期全球人均实际GDP增速的均值为-1.91%，相比扩张期平均增速（2.2%）低4.1个百分点。5次衰退的共同点是：前一年经济增速明显放缓；多数情况下美国都出现了衰退；外生冲击不可或缺，如能源危机、地缘政治冲突或货币政策转向。

硬着陆和软着陆对应着不同的初始条件。高经济增速、高职位空缺率、更短的加息周期都有助于2023年实现软着陆。但快速上升的通胀、处于低位的失业率、大幅收窄（或已经倒挂的）的期限息差和快速上升的居民债务杠杆则会增加2023年硬着陆的风险。货币政策已经与全球经济周期背离，加剧全球经济下行压力。

■ 展望2023：逃逸1982年，或超2001年

美国经济或已跨过周期拐点，进入衰退阶段，预计持续到2023年3季度，程度可比2001年。工业生产指数是分辨美国经济周期拐点最有效的指标，尤其是从衰退到扩张的拐点。在不发生外生冲击的情况下，2023年美国通胀中枢将持续下行，核心服务通胀的拐点对于美联储政策转向有指示意义。但寄希望于美联储政策转向以实现经济“软着陆”是没有根据的，因为政策已经远远滞后于经济周期。

与“欧债危机”不一样的是，欧元区这一次是核心国危机，边缘国也难以置身事外。截止到2022年底，欧元区产出缺口尚未收敛，但面临着比美国更严峻的“滞胀”难题，已领先美国进入衰退周期。德国以制造业立国，出口品复杂度高，高度依赖能源进口。疫情冲击以来，德国出口快速下行。俄乌冲突后，能源大幅涨价，德国贸易条件加速恶化，出口竞争力明显下降，贸易顺差几乎归零。

风险提示： 通胀放缓不达预期；货币政策“矫枉过正”；金融压力上行触发流动性风险；

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

陈达飞 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、周期的罗盘：不一样的“东升西降”	5
（一）2023 VS 2020：同样的周期冲突，不一样的“东升西降”	5
（二）金融压力：全球金融压力明显上升，投资者开启避险模式	8
（三）金融周期：从快速加杠杆到长期去杠杆	11
二、全球经济周期：5次衰退的比较和“第6次衰退”的条件	13
（一）历史上的5次衰退和3次放缓阶段的比较	14
（二）第6次衰退的条件：关键变量仍是通货膨胀和实际利率水平	16
（三）竞争性加息：货币政策收紧的速度、幅度和同步性超越以往	18
三、展望2023：逃逸1982年，或超2001年	19
（一）美国：已跨越衰退临界点，货币难以兼顾，财政空间受限	19
基本面：从供给冲击到需求收缩，2022年底已进入“准衰退”阶段	19
通货膨胀：拐点已现，防范二次反弹风险，关注罢工“灰犀牛”	23
货币与财政：加息进入尾声，维持紧缩立场，2023年应关注缩表的影响	25
（二）欧元区：这一次是核心国危机，边缘国也难以置身事外	29
基本面：产出缺口尚未收敛，2022年底已进入衰退阶段	29
通货膨胀：整体通胀更高、更陡，核心通胀更低、更平	32
货币与财政：终点利率大幅提升，2023年加快缩表，财政仍需回归常态	37
风险提示：	41

图表目录

图表 1：周期冲突的根源：前期是新冠，后期是政策	5
图表 2：不一样的“东升西降”	6
图表 3：EMs 复苏进程明显滞后于 AEs	6
图表 4：疫情以来不同国家复苏的进度	6
图表 5：全球经济热力图：从错位复苏到同步遇冷	7
图表 6：全球经济活动指数已跌至历史均值以下水平	8
图表 7：美国货币市场流动性还比较充裕	9
图表 8：美联储开启加息周期后，TED 利差波动性加剧，但尚未触及“警戒线”	9
图表 9：名义 10 年期国债收益率显著上行	10
图表 10：实际 10 年期国债收益率多数仍处于负值区间	10
图表 11：货币、权益和大宗商品波动率显著上行，反映不确定性和风险厌恶情绪增加	10
图表 12：发达经济体金融条件显著收紧	11
图表 13：亚洲以外的新兴经济体金融条件持续上行	11

图表 14: 后危机时代全球杠杆率的变化、比较与拆解.....	12
图表 15: 非金融部门已进入去杠杆阶段.....	12
图表 16: 短期金融周期拐点已现, 增加经济下行压力.....	13
图表 17: 全球金融周期的起落 (分经济体)	13
图表 18: 主要国家金融周期的位置.....	13
图表 19: 全球经济周期的起落.....	14
图表 20: 5 次衰退时期全球实际 GDP 增速.....	14
图表 21: 5 次衰退和 3 次放缓的比较.....	14
图表 22: 3 次放缓时期全球人均实际 GDP 增速.....	15
图表 23: 1998 年主要经济体人均实际 GDP 增速	15
图表 24: 2001 年主要经济体人均实际 GDP 增速	16
图表 25: 2012 年主要经济体人均实际 GDP 增速	16
图表 26: 软着陆和硬着陆的条件: 这次有什么不一样?	17
图表 27: 2023 年全球经济运行的三种场景.....	17
图表 28: 2022 年出现的全球竞争性加息潮.....	18
图表 29: 货币政策与经济周期出现背离.....	18
图表 30: NBER 界定美国衰退的 6 个指标的走势	19
图表 31: 不断被证伪的衰退预期	19
图表 32: 工业生产指数是判断周期拐点最有效的同步指标.....	20
图表 33: 美国经济基本面“仪表盘”.....	20
图表 34: 经济周期和企业盈利高度同步.....	21
图表 35: 美国 11 月制造业 PMI 跌至枯荣线以下, 经济领先指标显示经济下行 压力加大	22
图表 36: 期限利差全面倒挂是衰退的“强信号”	23
图表 37: 美国通胀走势及其预测	24
图表 38: 工资决定通胀的趋势和核心通胀的波动.....	25
图表 39: 就业成本指数与核心通胀率走势	25
图表 40: 泰勒规则隐含的联邦基金利率.....	26
图表 41: 芝商所 Fed Watch 隐含的加息路径.....	26
图表 42: 计划中的缩表 (国债)	26
图表 43: 计划中的缩表 (机构债+MBS)	26
图表 44: 最短的衰退, 最强的刺激, 最快速的收敛——美国 4 部门资金流量关 系	27
图表 45: 美国实际 GDP 环比增速及其分解.....	28
图表 46: 美国法定支出比重快速上升, 自主性支出占比空间缩小	28
图表 47: 联邦政府债务持有人结构, 美联储已经成为最大的单一主体	29
图表 48: 欧元区“曲折”的疫后复苏路径.....	30
图表 49: 2022 年, 欧元区经济增速快速下滑	30
图表 50: 欧洲 PMI 指数持续运行在枯荣线以下	30

图表 51: 欧洲经济景气度持续下滑.....	30
图表 52: 从欧洲自身来看, 经济基本面已呈现全面回落的趋势.....	31
图表 53: 新冠疫情以来, 德国贸易差额迅速下降.....	31
图表 54: 俄乌冲突以来, 德国贸易条件加速恶化.....	31
图表 55: 欧元区实际 GDP 增速预测	32
图表 56: 欧元区实际 GDP 走势预测	32
图表 57: 欧元区调和通胀走势 (同比)	33
图表 58: 欧盟 HICP 通胀及其结构 (同比, %)	33
图表 59: 欧盟 HICP 通胀的结构 (同比)	34
图表 60: 欧盟 HICP 通胀的结构 (环比)	35
图表 61: 2023 年 HICP 通胀预期抬升至 5.8%, 2024 年预期略高于 2% 目标.....	36
图表 62: 欧元区核心通胀压力自下而上向美国收敛.....	36
图表 63: ECB 政策利率及国债利率走势.....	37
图表 64: ECB 资产负债表规模及资产结构	38
图表 65: 疫情期间欧元区财政赤字率大幅扩张, 目前依旧在“回归”的路上	39
图表 66: 财政赤字率仍在回归的路上	39
图表 67: 政府去杠杆趋势还将维持.....	39
图表 68: 欧元区主权债务压力综合指数 (SovCISS) 已经超过“警戒线”.....	40
图表 69: 财政赤字率仍在回归的路上	40
图表 70: 政府去杠杆趋势还将维持.....	40

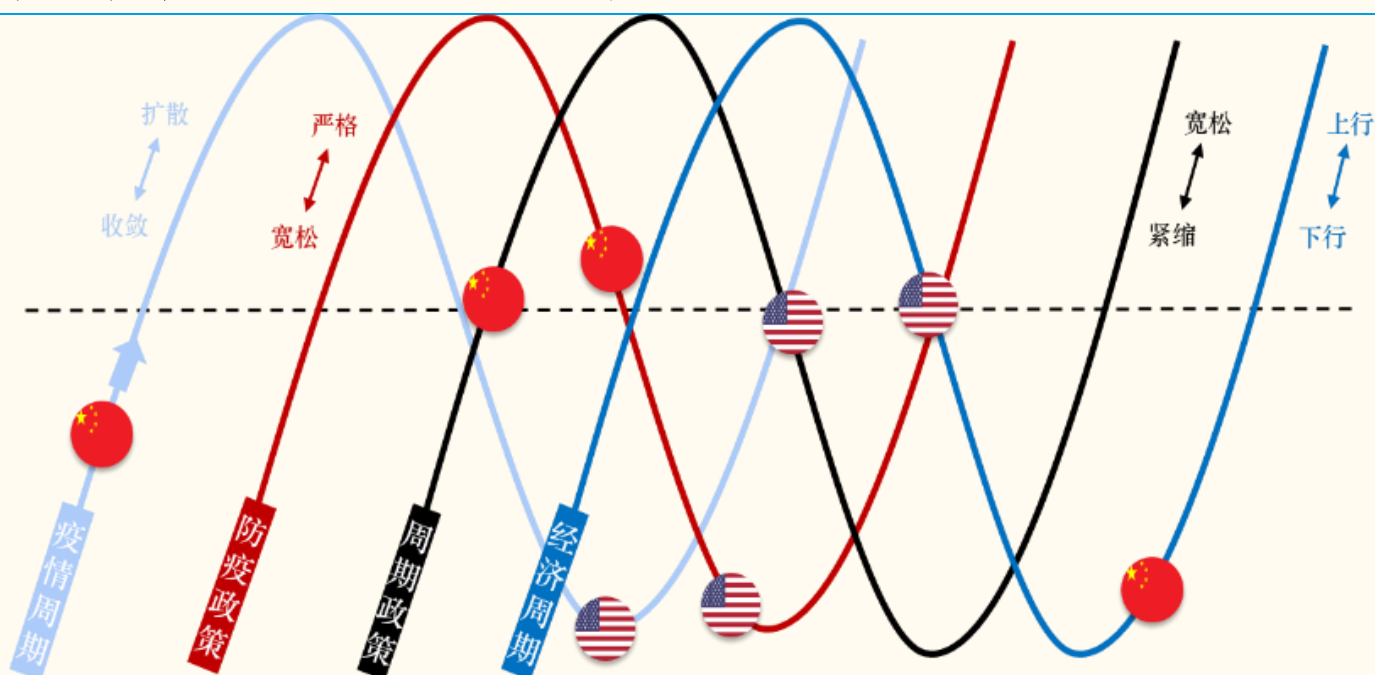
一、周期的罗盘：不一样的“东升西降”

（一）2023 VS 2020：同样的周期冲突，不一样的“东升西降”

由于疫情扩散足迹、防疫政策严格程度和逆周期政策强度等方面的差异，经济周期的冲突是后疫情时代把握全球大类资产演绎的一条逻辑主线。

前期（2020-2021H1），由于疫苗尚处在研发和临床阶段，社交隔离几乎是唯一有效的应对举措，新增确诊人数的上行对应着社交隔离政策的收紧，进而加大经济下行压力。后期（2021H2-2022），随着新冠毒株的进化和疫苗接种的推进，发达经济体（AEs）率先落实有条件共存方案，救济政策逐步退出。2021年初至今，海外防疫政策已逐渐回归常态。中共二十大后，中国也逐步优化防疫政策。所以，2023年或是这一逻辑链的收官之年。围绕此逻辑，回溯2020-2022年周期的动态特征，有助于把握2023年全球宏观经济的全景。

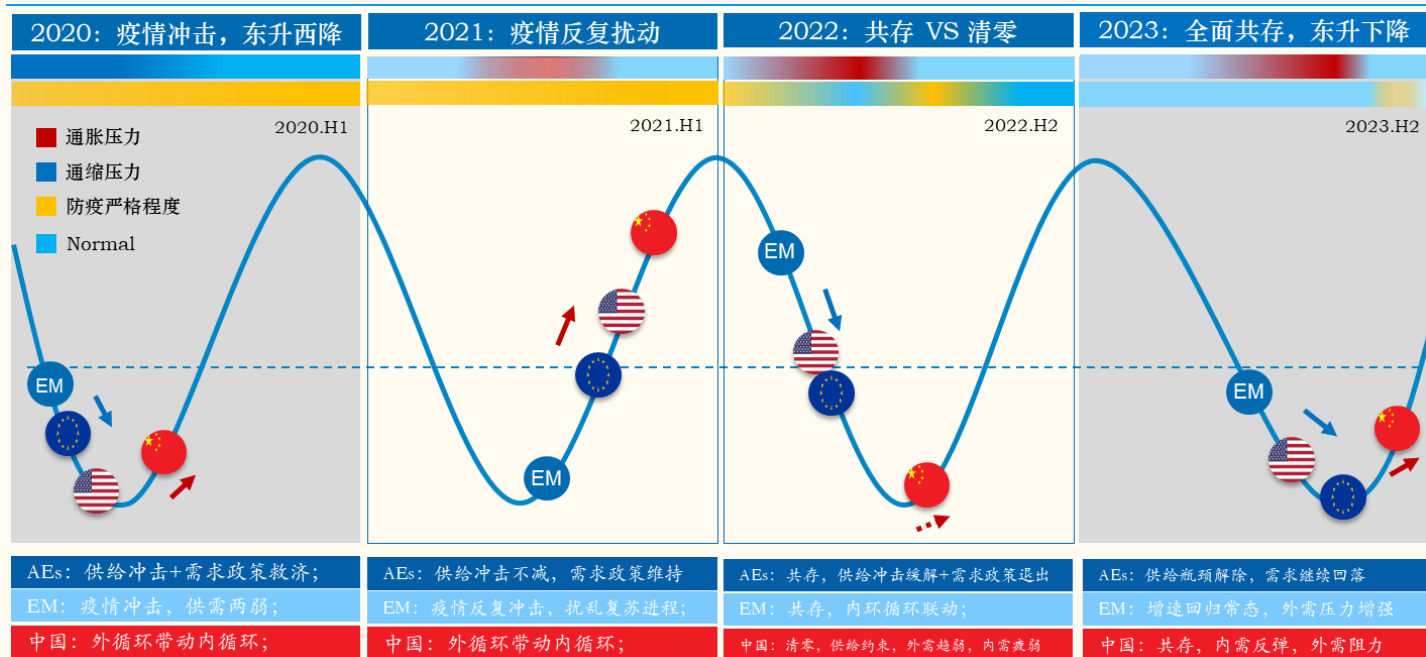
图表 1：周期冲突的根源：前期是新冠，后期是政策



来源：国金证券研究所

分中国、美国、欧盟和新兴市场国家（EMs，中国除外）四组来看：2020年初，中国最先受到疫情冲击，是防控的“模范生”，所以1季度末率先进入复苏周期，长期充当着“领头雁”的角色；美国在强有力的需求政策刺激下，从2020年5月进入复苏阶段，大致落后于中国1-2个月；欧盟大致与美国同步进入复苏周期，但弹性弱于美国，原因之一是逆周期政策力度较弱；由于医疗资源短缺和救济能力有限，EMs（ex China）受疫情冲击最为显著，复苏弹性最弱。

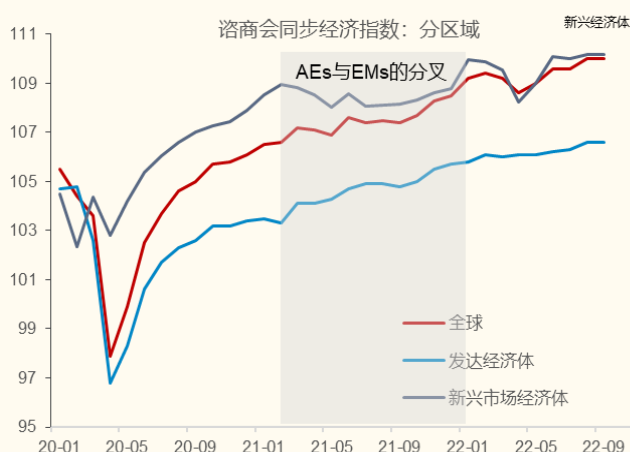
图表 2：不一样的“东升西降”



来源：国金证券研究所。说明：各组别经济周期的位置以当年最具代表性的“相对位置”为准。“EM”代表新兴市场国家。

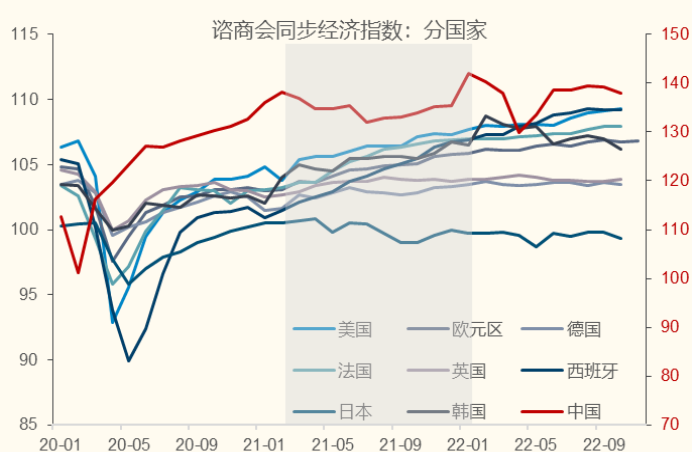
2021 年，疫情仍是最大的扰动项，持续压制着供给侧，叠加基数效应、经济重启和需求政策，共同掀起了通胀的第一波浪潮，全球经济从复苏走向过热。美国、欧盟等 AEs 在政策和疫苗接种的推动下稳步复苏，EMs（中国除外）的复苏进程则是一波三折，大约有半年的时间处于停滞状态；中国季度经济增速从高位持续回落，全年增速超过潜在水平，但 4 季度已落至潜在水平下方（4%）。

图表 3：EMs 复苏进程明显滞后于 AEs



来源：谘商会，国金证券研究所。说明：“EM”代表新兴市场经济体，AEs 代表发达经济体。

图表 4：疫情以来不同国家复苏的进度



来源：谘商会，国金证券研究所

2022 年，海外分阶段放松疫情防控措施，疫情对供应链的冲击持续消退。随着“被压抑的需求”的持续释放和货币政策的收紧，总需求持续走弱，尤其是地产、汽车等利率敏感性部门。美国、欧盟和其它 EMs 依次越过经济增速的高点而后下行，整体分布在放缓阶段，其中，欧洲下行速度更快，上半年环比增速

高于美国，下半年环比增速低于美国，将率先进入衰退周期；中国上半年复苏进程被疫情中断，下半年则叠加了外需的下行，全年运行在复苏早期。

图表 5：全球经济热力图：从错位复苏到同步遇冷

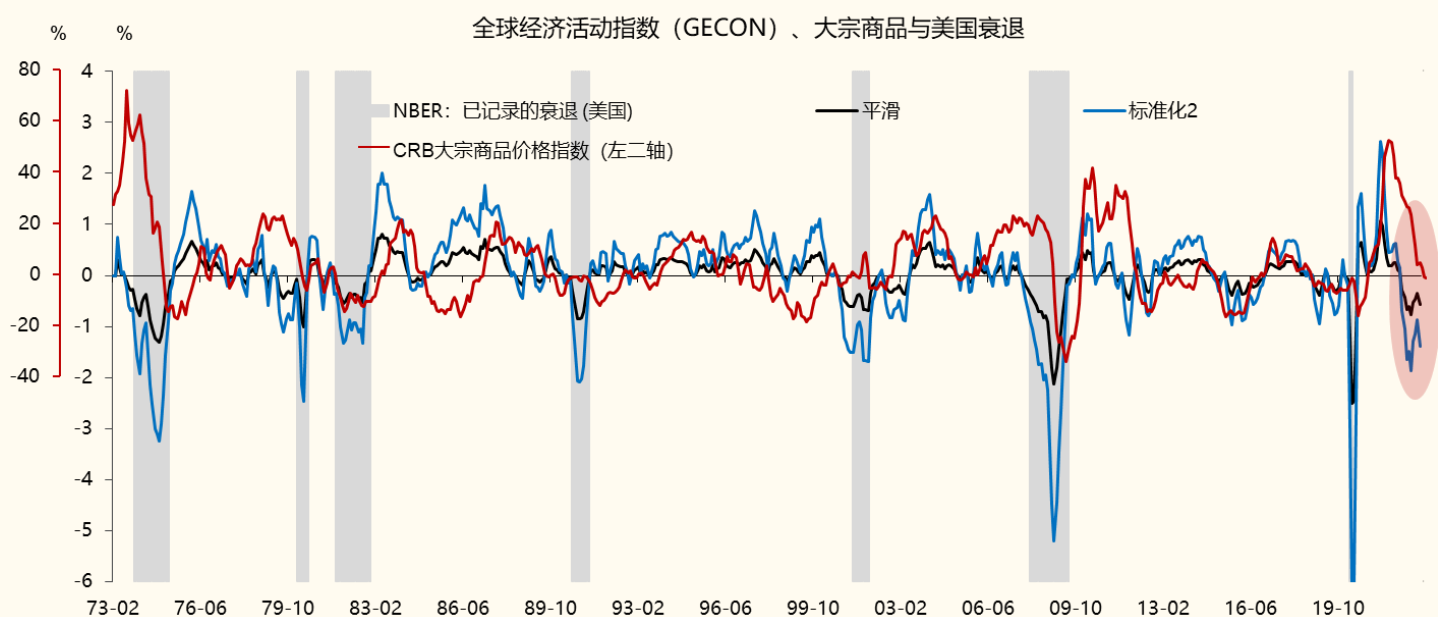
标普综合PMI	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01
全球	48	49	50	49	51	54	51	51	53	54	51	54	55	55	53	53	56	57	58	57	55	53	52
发达市场	47	49	49	47	49	53	54	56	56	55	51	55	56	55	54	54	58	59	61	58	56	54	52
新兴市场	49	50	50	53	54	55	47	43	47	51	51	53	53	53	52	49	52	51	53	54	53	52	52
七国集团	47	49	49	47	49	53	54	56	56	55	51	55	56	56	54	54	58	60	62	58	56	54	53
美国	46	48	50	45	48	52	54	56	58	56	51	57	57	58	55	55	60	64	69	64	60	60	59
欧盟	48	47	48	49	50	52	55	56	55	55	52	53	55	54	56	59	60	59	57	54	53	49	48
德国	46	45	46	47	48	51	54	54	55	56	54	50	52	52	56	60	62	60	56	56	57	51	51
日本	49	52	51	49	50	53	52	51	50	46	50	53	53	51	48	46	49	49	49	51	50	48	47
英国	48	48	49	50	52	54	53	58	61	60	54	54	58	58	55	55	59	62	63	61	56	50	41
法国	49	50	51	50	52	53	57	58	56	56	53	56	56	55	55	56	57	57	57	52	50	47	48
澳大利亚	48	50	51	50	51	53	53	56	55	57	47	55	56	52	47	43	45	57	58	59	56	54	56
意大利	49	46	48	50	48	51	52	55	52	54	50	55	58	54	57	59	59	58	56	51	52	51	47
BRIC	49	49	50	53	54	56	46	42	46	51	51	53	52	53	52	49	53	50	53	54	53	52	52
中国	47	48	49	53	54	55	42	37	44	50	50	53	51	52	51	47	53	51	54	55	53	52	52
印度	57	56	55	58	57	58	58	58	54	54	53	56	59	59	55	55	49	43	48	55	56	57	56
巴西	50	53	52	53	55	59	58	59	57	54	51	52	52	53	55	55	55	55	49	45	45	50	49
俄罗斯	50	46	52	50	52	50	48	44	38	51	50	50	48	50	51	48	52	55	56	54	55	53	52

标普制造业PMI	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01
全球	49	49	50	50	51	52	52	52	53	54	53	54	54	54	54	54	55	56	56	56	55	54	54
发达	48	49	50	50	51	53	55	56	57	57	56	57	57	57	57	57	58	60	60	60	59	57	55
新兴	50	50	49	50	51	52	50	48	49	51	50	52	51	52	51	50	51	51	52	52	51	52	52
七国集团	48	49	51	51	51	53	55	57	57	57	56	57	57	57	57	59	60	60	60	59	59	57	55
美国	48	50	52	52	52	53	57	59	59	57	56	58	58	58	61	61	63	62	62	61	59	59	59
欧盟	47	46	48	49	49	52	54	55	56	58	59	58	58	58	58	61	63	63	63	62	62	58	55
日本	49	51	51	52	52	53	53	54	54	53	55	54	55	53	52	53	53	52	53	54	53	51	50
德国	46	45	48	49	49	52	55	55	57	58	60	57	57	58	58	63	66	65	64	66	67	61	57
法国	48	47	48	51	50	51	55	56	55	57	56	56	56	54	55	58	58	59	59	59	59	56	52
英国	47	46	48	47	52	53	55	56	55	58	57	58	58	58	57	60	60	64	66	61	59	55	54
加拿大	50	49	50	49	53	55	57	56	59	57	56	57	57	58	57	57	56	57	57	57	59	55	54
澳大利亚	51	53	54	54	56	56	56	59	58	57	55	58	59	58	57	52	57	59	60	60	57	57	57
BRIC	50	50	49	50	51	52	49	47	49	51	50	51	51	51	51	50	51	51	52	52	51	52	52
中国	49	49	48	50	50	52	48	46	48	50	49	51	50	51	50	49	50	51	52	52	51	51	52
印度	56	55	55	56	56	54	55	55	54	55	54	56	58	56	54	52	55	48	51	56	55	58	58
巴西	44	51	51	52	54	54	54	52	52	50	48	50	50	52	54	54	57	56	54	52	53	58	57
墨西哥	51	50	50	49	49	52	51	49	49	48	46	49	49	49	49	47	50	49	48	48	46	44	43
俄罗斯	53	51	52	52	50	51	51	48	44	49	52	52	52	52	50	47	48	49	52	50	51	52	51
泰国	51	52	56	54	52	51	52	52	52	53	52	50	51	51	49	48	49	50	48	51	49	47	49
越南	47	51	53	53	51	54	55	52	52	54	54	53	52	52	40	40	45	44	53	55	54	52	51

来源：标普，国金证券研究所

2023 年，周期的罗盘将继续转动，结构上与 2020 年有相似之处：东升西降，不同的是供应链从断裂到修复，政策从扩张变为紧缩，总需求从复苏转向收缩。所以，“东升”有阻力，“西降”有惯性。“东升”的动能来自防控政策的持续优化，阻力之一便是全球竞争性加息和金融条件的收缩。当需求重新主导经济走向，通胀下行的斜率就能代表需求收缩速率。AEs 以压抑通胀为目标的紧缩性政策对内可能出现矫枉过正，对外还会溢出到新兴与发展经济体（EMDEs）。在总需求和商品价格同步下行过程中，EMDEs 的脆弱性会提高，2023 年或面临更严峻的压力测试。

图表 6：全球经济活动指数已跌至历史均值以下水平



来源: <https://sites.google.com/site/cjsbaumeister/datasets>, 国金证券研究所。

（二）金融压力：全球金融压力明显上升，投资者开启避险模式

美联储加息“牵一发而动全身”。美联储加息会通过需求、汇率（支出的转换）和金融（风险偏好、信用渠道）这三个渠道向其它经济体传导，传导机制可表述为：美联储收紧货币政策→美国国债利率整体向上平移→套利交易使得美元回流→美元指数上升/风险溢价上升（风险偏好下降）/全球信用收缩。所以，美联储货币政策会影响全球金融市场的方方面面。1982年和1991年两次拉丁美洲债务危机都与美联储加息周期有关，且都导致了全球经济衰退。2022年的全球竞争性加息潮是否会引发新的金融危机？

截止到2022年11月底，美国国内和全球美元流动性依然充裕。美国货币市场利差（货币市场利率-准备金利率）仍为负，表明流动性依然充裕。欧洲美元市场流动性压力有所显现，但还处于低压区间，离“警戒线”仍有一段距离。这部分是因为美联储资产负债表规模和广义准备金规模（准备金+逆回购）依然偏大，缩表进程仍处在早期。

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_50876

