

年度策略

把握相对确定性——2022年中期海外宏观展望

站在当前时点来看，下半年海外宏观环境存在较高的不确定性，但也有一些情形相对可确定。如何在众多不确定性中把握相对确定性，将成为下半年海外市场的主逻辑。本篇报告中，我们将对全球经济、全球通胀、全球央行三个方面的不确定性和确定性进行分析，并结合基本面因素和历史规律，对大类资产走势作出展望。

一、全球经济：衰退时点不确定，但衰退程度不会太严重

> **美国经济**：从期限利差和景气指标反映的信号来看，美国经济可能在2023年中期发生衰退。但若美联储加息、俄乌冲突、疫情等外部冲击超预期，不排除2022年底或2023年初衰退的可能性。本轮美国经济衰退的主要风险来源是企业部门债务过高，但由于居民和金融部门十分健康，衰退程度大概率不会特别严重。

> **欧洲经济**：部分边缘国家政府债务过高，存在爆发欧债危机2.0的可能性，但由于欧洲稳定机制的建立以及欧洲央行已开始采取防范措施，即便爆发欧债危机2.0也会比2009年更温和。此外，欧洲经济面临外需放缓、能源短缺、债务风险“三座大山”，经济下行压力将比美国更大，因此下半年美强欧弱的格局大概率将延续。

二、全球通胀：是否再创新高不确定，但已是“强弩之末”

> **能源通胀**：短期内，油价走势受俄乌冲突影响存在较高不确定性；中长期看，随着俄乌冲突的影响逐渐弱化、全球原油供需缺口大幅收窄、全球经济放缓程度加剧等，油价将趋于下跌。但由于OPEC闲置产能和全球原油库存均处在低位，同时对俄制裁导致原油供给萎缩，油价跌幅不会太大，预计年底布伦特原油在90美元/桶左右。

> **商品和服务通胀**：随着美国消费需求放缓、全球工业生产和供应链修复，商品通胀大概率延续回落。美国房价同比自2021年下半年开始转为高位震荡，指向下半年CPI住宅分项同比上升速度趋缓，但也难明显回落。目前住宅分项同比已升至6.9%，其在美国CPI中的权重达三分之一，这意味着年内美国整体通胀回落幅度有限。

> **美国通胀测算**：1) 中性情景下，油价3个月内保持110-120美元/桶，之后逐步跌至年底的90美元/桶，美国三季度CPI同比将维持8.2-8.6%的高位区间，再创新高的可能性不大，四季度开始回落，年底在6%左右。2) 悲观情景下，油价3个月内涨至140美元/桶，之后逐步跌至年底的110美元/桶，美国三季度CPI同比将继续上行，8月和9月可能达到9.2%左右的高点，四季度开始回落，年底在7%左右。

三、全球央行：加息节奏是否加快不确定，但已接近尾声

> **加息节奏潜在变化**：美欧央行目前均以控制通胀为首要目标，而短期内通胀受油价影响较大，因此加息节奏实际上与油价挂钩。由于俄乌局势尚不明朗，若油价再出现一轮快速上涨，不排除加息节奏会进一步加快。

> **停止加息时间**：基准情景下，美联储将在明年初停止加息；若经济放缓速度超预期，则可能在年底就会停止加息。无论如何，本轮加息周期都已接近尾声。历史上美联储停止加息到降息平均间隔6个月左右，这意味着美联储可能在明年中期开始降息。利率期货数据显示，目前市场预期美联储年底将加息至3.25-3.5%，随后停止加息，从2023年5月开始降息，到2023年底将降至2.5-2.75%。

四、下半年大类资产走势展望：主线是把握相对确定性

> **美股**：目前美股跌幅已达到历史上中等衰退时期的水平，估值也降至低位。下半年美股有望阶段性反弹，但临近年底时，需警惕衰退预期强化可能引发新一轮调整。

> **美债**：下半年加息、通胀对美债的影响趋于弱化，衰退预期对美债的影响趋于加强，从而美债收益率大概率下行，预计10Y美债收益率将降至2.5%以下。

> **美元**：全球经济大幅放缓、美强欧弱的背景下，美元指数整体将保持强势。但鉴于目前美元指数已处在历史高位，进一步上涨空间不大，年底时可能有所回落。

> **人民币**：美元指数继续上涨空间不大、中美经济相对表现逆转、中美利差趋于重新走阔的背景下，人民币汇率大概率趋稳或小幅升值，需关注中美关系的扰动。

> **黄金**：美元指数强势和实际利率上行将对黄金形成压制，避险需求将对黄金形成支撑，多空因素交织的情况下，下半年金价大概率以震荡为主，难大涨大跌。

风险提示：美国经济、通胀、货币政策、全球疫情、地缘冲突等超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《75bp的取与舍——美联储6月议息会议点评》2022-06-16
- 2、《如何理解美国通胀再创新高？》2022-6-11
- 3、《三大视角看美国经济衰退风险》2022-4-20
- 4、《美联储加息：历史对比、未来推演、市场影响》2022-3-17
- 5、《反转之年——2022年海外宏观展望》2021-11-12

内容目录

前言：从滞胀到衰退，海外宏观环境的不确定性在上升	4
一、全球经济：衰退时点不确定，但衰退程度不会太严重	4
1. 美国经济：企业债务风险较高，但居民和金融部门十分健康	4
2. 欧洲经济：欧债危机 2.0 可能会有，但大概率比 2009 年更温和	7
二、全球通胀：是否再创新高不确定，但已是“强弩之末”	9
1. 能源价格短期不确定性较大，但中长期大概率下跌	9
2. 非能源商品分项将延续回落，服务分项上升速度趋缓	11
3. 美国通胀继续抬升空间有限，市场通胀交易已降温	12
三、全球央行：加息节奏是否加快不确定，但已接近尾声	13
1. 美欧年内加息节奏取决于通胀表现，很大程度上与油价挂钩	13
2. 美联储可能在年底或明年初停止加息，并在明年中期开始降息	13
四、下半年大类资产走势展望：主线是把握相对确定性	14
1. 美股：有望阶段性反弹，但年底时需警惕	14
2. 美债：10Y 收益率预计将降至 2.5% 以下	16
3. 美元：整体保持强势，年底可能有所回落	17
4. 人民币：贬值压力减轻，整体趋稳或小升	17
5. 黄金：多空交织，震荡为主、难大涨大跌	18
风险提示	19

图表目录

图表 1: 美债不同期限利差与经济衰退的领先关系	5
图表 2: 纽约联储的衰退预测模型显示 2023 年 5 月之前衰退概率很低	5
图表 3: 不同景气指标预测的美国经济衰退时点 (PMI 单位为%)	5
图表 4: 美国非金融企业部门主要债务压力指标表现	6
图表 5: 美国居民部门主要债务压力指标表现	6
图表 6: 美国商业银行资本充足率已大幅提高	6
图表 7: 美国商业银行流动性水平已大幅提高	6
图表 8: 欧洲经济对外需的依赖度明显高于其他主要经济体	7
图表 9: 当全球经济放缓时，欧洲经济表现往往弱于美国	7
图表 10: 美国原油基本自给自足，欧盟原油 96% 依赖进口	7
图表 11: 美国天然气产量大于消费量，欧盟天然气 89% 依赖进口	7
图表 12: 欧盟原油和天然气进口均高度依赖俄罗斯	8
图表 13: 欧洲主要国家债务水平与 2009 年欧债危机前对比 (单位%，红色/绿色分别表示比 2009 年上升/下降)	8
图表 14: “欧猪五国”未偿政府债券合计 3.9 万亿欧元	9
图表 15: 欧央行 6/15 紧急会议后，“欧猪五国”国债利差明显回落	9
图表 16: 年初以来全球原油供需缺口已大幅收窄	10
图表 17: 全球经济放缓将带动油价在中长期下跌	10
图表 18: OPEC 闲置产能已大幅下降	10
图表 19: 全球商业原油库存仍处在低位	10
图表 20: 商品消费与生产的增速之差已大幅收窄	11
图表 21: 全球供应链已开始逐步修复	11
图表 22: 美国制造业和服务业 PMI 供应商交付指数已明显回落	11

图表 23: 下半年美国 CPI 住宅分项同比上升速度趋于放缓.....	11
图表 24: 下半年美国 CPI 同比走势测算.....	12
图表 25: 美债盈亏平衡通胀率已明显回落.....	12
图表 26: 美元通胀互换利率已明显回落.....	12
图表 27: 美联储加息预期与油价走势高度相关.....	13
图表 28: 欧央行加息预期与油价走势高度相关.....	13
图表 29: 历史上美联储停止加息与经济衰退的领先关系.....	14
图表 30: 历史上美联储平均在停止加息半年后开始降息.....	14
图表 31: 目前市场预期美联储从 2023 年 5 月开始降息.....	14
图表 32: 当前标普 500 和纳斯达克指数市盈率已降至低位.....	15
图表 33: 中度和轻度衰退时期, 标普 500 指数跌幅通常不超过 30%.....	15
图表 34: 美股通常在加息开始后 3 个月内下跌, 之后重新上涨.....	15
图表 35: 加息停止前 6-9 个月美股表现通常有所好转.....	15
图表 36: 年初以来 10Y 美债收益率与美国 PMI 走势持续背离.....	16
图表 37: 美联储加息预期每增加 25bp, 10Y 美债收益率升 10bp 左右.....	16
图表 38: 历史上的加息周期尾端, 10Y 美债收益率通常低于联邦基金利率 80-160bp.....	16
图表 39: 全球经济放缓将带动美元指数保持强势.....	17
图表 40: 美元指数通常在美国经济衰退后 4-6 个月内下跌.....	17
图表 41: 3 月初以来美元指数持续上涨, 人民币汇率大幅贬值.....	18
图表 42: 年初以来中美利差持续收窄, 并从 4 月中旬开始倒挂.....	18
图表 43: 极端通胀环境下, 美债收益率与 CPI 之差能更好解释黄金走势.....	18
图表 44: 全球经济不确定性上升, 将对黄金形成支撑.....	18

前言：从滞胀到衰退，海外宏观环境的不确定性在上升

回顾上半年，全球经济放缓程度逐渐加剧，通胀继续大幅抬升，主要央行货币紧缩节奏持续加快。在此背景下，市场对经济前景的预期开始从“滞胀”转为“衰退”，受此影响，全球股票市场大幅下跌，标普 500 指数年初至今下跌超过 20%，纳斯达克指数下跌超过 30%。这一系列表现的背后，除经济内在运行规律外，也有俄乌冲突、国内疫情反复等外部冲击的扰动。整体来看，上半年海外宏观环境的不确定性明显上升。

展望下半年，俄乌冲突、疫情等外部冲击尚未完全消退，全球货币政策紧缩的影响也未充分显现，因此海外宏观环境仍存在较高不确定性，但这之中也有一些情形相对可确定。如何在众多不确定性中把握相对确定性，将成为下半年海外市场的主逻辑。本篇报告中，我们将对全球经济、全球通胀、全球央行三个方面的不确定性和确定性进行分析，并结合基本面因素和历史规律，对大类资产走势作出展望。

一、全球经济：衰退时点不确定，但衰退程度不会太严重

1. 美国经济：企业债务风险较高，但居民和金融部门十分健康

当前美国经济放缓的趋势已经确立，市场关注点主要集中在美国经济何时会发生衰退。前期报告《三大视角看美国经济衰退风险》中，我们曾介绍过两种判断衰退时点的方法，一种是美债期限利差，另一种是经济景气指标，二者均是根据历次衰退时期的经验规律并按照当前表现进行推算。

期限利差方面，4月初 10Y-2Y 美债利差曾出现短暂倒挂，历史上这一利差倒挂领先衰退最短 1 年、最长 3 年、平均 19 个月，这意味着美国经济最快可能在 2023 年上半年衰退。但需注意的是，目前 10Y-1Y、10Y-3M 利差仍未倒挂，纽约联储基于 10Y-3M 利差构建的衰退预测模型显示，美国经济在 2023 年 5 月之前衰退的概率仅为 4.1%，且目前仍未开始上行，历史上每次衰退前该指标通常会升至 20% 以上。因此，期限利差本身预测的衰退时间范围跨度较大，不同期限利差给出的信号也存在差异。

景气指标方面，根据各项指标的最新读数，并按照年初以来的走势进行线性外推可得，制造业 PMI 预示还有 9 个月衰退，服务业 PMI 预示还有 3 个月衰退，综合领先指标 CLI 预示还有 10 个月衰退。考虑到本轮服务业 PMI 受疫情影响较大，因此以制造业 PMI 和综合领先指标 CLI 作为判断依据可能更合适，即目前距离美国经济衰退还有 10 个月左右，这也在期限利差的预测范围之内。

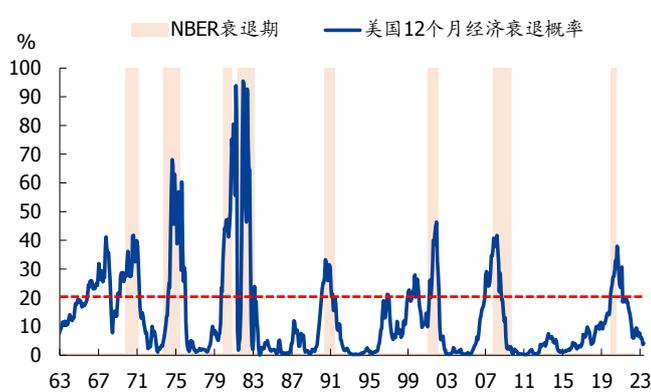
综合期限利差和景气指标反映的信号，美国经济可能在 2023 年中期发生衰退。但由于美联储快速加息的影响尚未充分显现，叠加俄乌冲突、疫情等冲击也未完全消退，实际衰退的时间可能会提前，不排除 2022 年底或 2023 年初衰退的可能性。

图表1: 美债不同期限利差与经济衰退的领先关系

历次衰退	10Y-3M 利差		10Y-1Y 利差		10Y-2Y 利差	
	首次倒挂时间	领先衰退月数	首次倒挂时间	领先衰退月数	首次倒挂时间	领先衰退月数
2020-03	2019-03-22	12	2019-03-22	12	2019-08-26	6
2008-01	2006-01-17	24	2005-12-27	25	2005-12-27	25
2001-04	1998-09-10	31	1998-09-21	31	1998-05-26	35
1990-08	1989-03-27	16	1989-01-25	18	1988-12-13	20
1981-08	1980-10-27	9	1980-09-15	11	1980-09-12	11
1980-02	1978-11-01	15	1978-08-18	18	1978-08-18	18
	平均	18	平均	19	平均	19

资料来源: Bloomberg, NBER, 国盛证券研究所

图表2: 纽约联储的衰退预测模型显示 2023 年 5 月之前衰退概率很低



资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

图表3: 不同景气指标预测的美国经济衰退时点 (PMI 单位为%)

衰退开始时间	衰退前三个月均值		
	制造业 PMI	服务业 PMI	美国 CLI
2020-03	49.6	55.9	99.1
2008-01	50.2	54.6	101.4
2001-04	42.5	51.3	98.6
1990-08	48.4	-	99.4
1981-08	50.3	-	99.2
1980-02	46.3	-	98.8
历次衰退前均值	47.9	53.9	99.4
年初至今均值	56.3	57.5	99.9
年初至今环比均值	-0.97	-1.28	-0.05
距离衰退月数	9	3	10

资料来源: Wind, NBER, 国盛证券研究所

企业债务风险是经济衰退的核心原因，居民债务决定了衰退的严重程度。前期报告中我们多次指出，美国历次经济衰退往往都是由债务危机引发，其中企业债务往往是主导性因素，居民债务更多决定了衰退的严重程度。从过往经验来看，若居民和企业债务压力均处在高位，则货币政策收紧过快容易导致严重衰退，例如 2008 年金融危机；若居民和企业债务压力均处在低位，则衰退的概率较低；若企业债务压力高企、居民债务压力较轻，则更有可能发生不太严重的衰退，例如 2001 年互联网泡沫危机。

企业债务方面，2020 年疫情爆发后，美国政府推出了大规模援助计划，抑制了企业债务违约，但也导致企业未能有效去杠杆。截至二季度，美国非金融企业资产负债率与疫情前大致持平，仍处在 2002 年之后的最高水平；债务收入比则相较疫情前明显下降，这反映出企业存量债务规模仍高，但由于盈利大幅反弹，短期还款能力尚比较充分。随着盈利增长放缓、融资环境收紧，企业债务风险将逐渐显现。

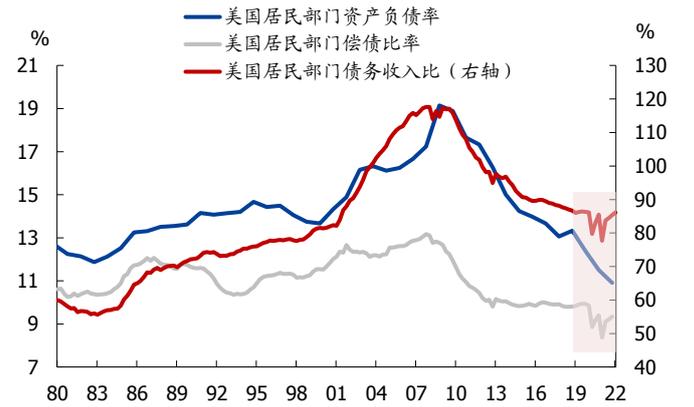
居民债务方面，目前美国居民部门资产负债率、偿债比率均处在 1980 年后的最低水平，债务收入比处在 2000 年之后的最低水平，反映出居民债务压力非常轻，这主要得益于巨额财政补贴、资产价格上涨、就业市场向好等因素。

图表 4: 美国非金融企业部门主要债务压力指标表现



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 5: 美国居民部门主要债务压力指标表现



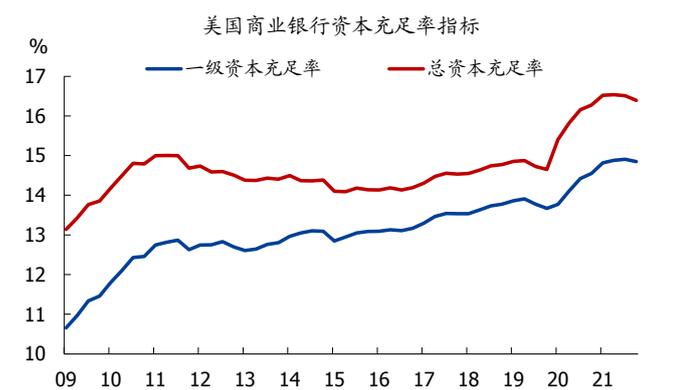
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

金融体系是否稳定,也会在很大程度上决定衰退的严重程度。一旦企业债务大规模违约,将导致金融市场流动性出现急剧收紧,若金融机构发生资金链断裂甚至破产倒闭等情况,将显著放大危机的影响。2008年金融危机之所以非常严重,除了企业和居民债务均爆发违约之外,很大程度上也和雷曼兄弟、贝尔斯登等大型金融机构的破产有关。

在2008年金融危机之后,美国开始加强金融监管,于2010年推出了《多德弗兰克法案》,其主要内容是大幅提高银行资本金要求、限制银行自营交易等。截至2021年四季度,美国商业银行的一级资本充足率、总资本充足率分别为14.9%、16.4%,明显高于2009年的10.7%、13.1%;流动资产占总资产比重、流动资产占流动负债比重分别为34.4%、436.3%,明显高于2009年的28.0%、83.6%。由此可见,美国金融体系的稳定性已经显著加强,出现2008年那种系统性风险的概率大大降低。

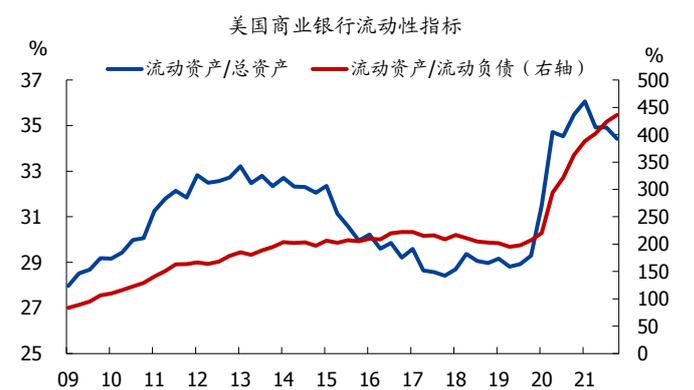
综上分析,虽然美国经济衰退的时点难以准确估计,但由于居民和金融部门十分健康,至少可以确定的是,本轮衰退不会特别严重。

图表 6: 美国商业银行资本充足率已大幅提高



资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

图表 7: 美国商业银行流动性水平已大幅提高



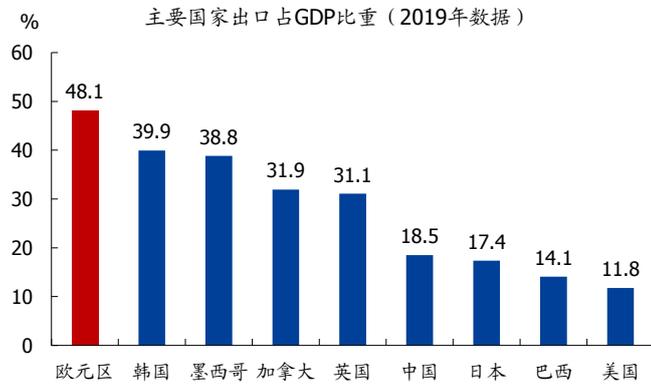
资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

2. 欧洲经济：欧债危机 2.0 可能会有，但大概率比 2009 年更温和

当前欧洲经济面临外需放缓、能源短缺、债务高企“三座大山”：

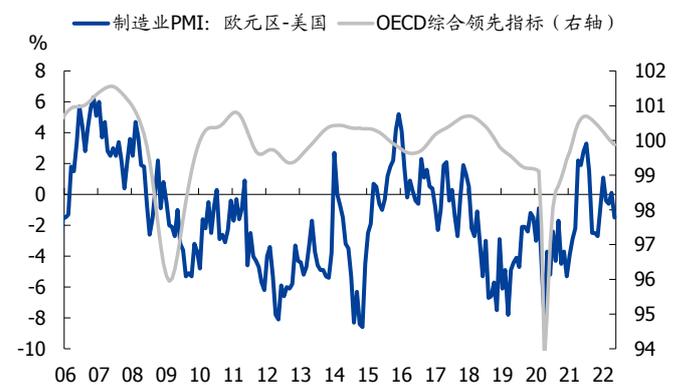
外需放缓方面，欧洲经济对外需依赖度高，欧元区出口占 GDP 的比重接近 50%，明显高于其他主要经济体。此外，欧洲出口商品以汽车、机电设备等资本品为主，有较强的顺周期性。因此，当全球经济放缓时，欧洲经济受影响较大，并且会明显弱于对外需依赖度较低的美国。

图表 8：欧洲经济对外需的依赖度明显高于其他主要经济体



资料来源：Wind，国盛证券研究所

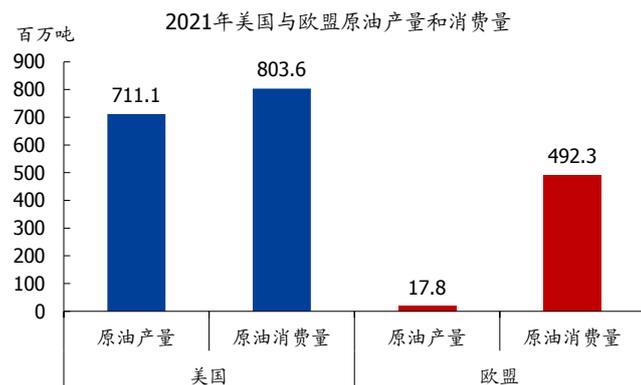
图表 9：当全球经济放缓时，欧洲经济表现往往弱于美国



资料来源：Wind，国盛证券研究所

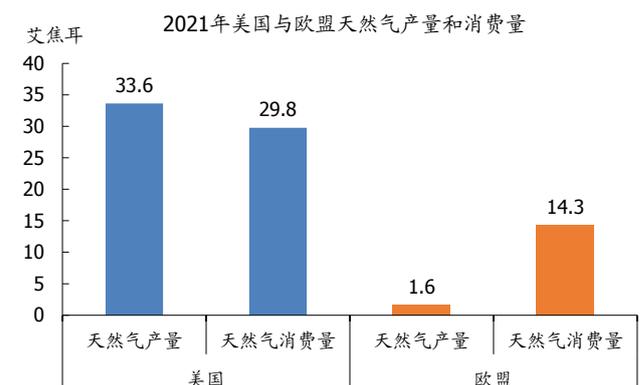
能源短缺方面，与美国基本可以实现能源自给自足不同，欧洲能源高度依赖进口。以 2021 年数据计算，欧盟 96% 的原油、89% 的天然气依赖进口，而欧盟的原油和天然气进口中，分别有 27%、41% 进口自俄罗斯。6 月 3 日，欧盟委员会公布了对俄罗斯的第六轮制裁计划，将在 6 个月内停止购买俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止购买俄罗斯石油产品。考虑到当前全球能源供需格局十分紧张，一旦欧盟彻底停止进口俄罗斯能源品，短期内很难找到足够体量的替代渠道（后有具体分析），这意味着欧洲经济将会面临能源短缺的情况，从而将进一步加剧经济下行压力。

图表 10：美国原油基本自给自足，欧盟原油 96% 依赖进口



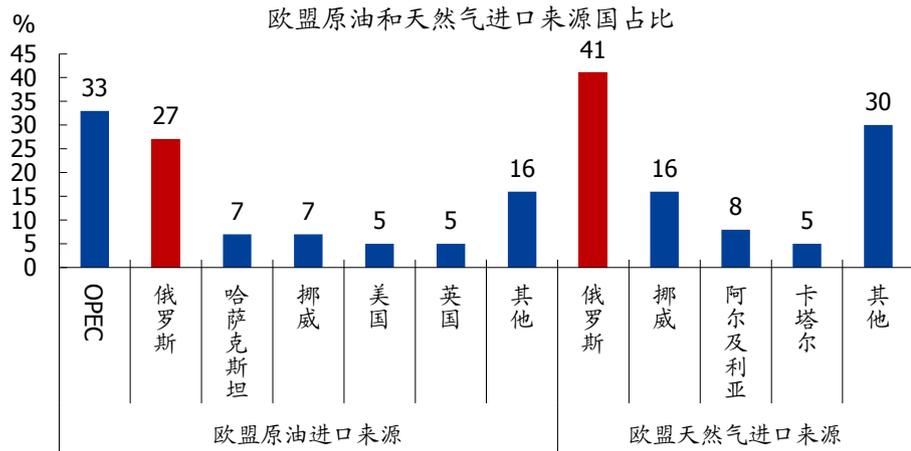
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11：美国天然气产量大于消费量，欧盟天然气 89% 依赖进口



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12: 欧盟原油和天然气进口均高度依赖俄罗斯



资料来源: WTO, 国盛证券研究所

债务状况方面, 欧盟内部不同国家之间经济发展状况差别巨大, 部分国家经济基础薄弱, 人口老龄化问题严重, 但又长年保持高社会福利, 导致政府财政状况恶化, 典型代表是“欧猪五国”(意大利、西班牙、葡萄牙、希腊、爱尔兰)。2009年的欧债危机, 其起因就是希腊政府被曝出实际财政赤字远超公布值, 导致其主权信用评级被下调至垃圾级, 其他财政状况不佳的国家也受到牵连。

从图表 13 可以看出, 欧洲主要国家的居民负债率目前均处在低位, 但除德国和爱尔兰外, 其他国家的企业和政府部门负债率明显偏高。法国的企业负债率显著高于其他欧洲国家, “欧猪五国”除爱尔兰外, 政府部门杠杆率均明显高于 2009 年欧债危机爆发前, 其中意大利和希腊最为严重。一个乐观的信号是, 大多数国家的财政赤字率相较 2009 年大幅下降, 反映出政府收支状况有所改善。

图表 13: 欧洲主要国家债务水平与 2009 年欧债危机前对比 (单位%, 红色/绿色分别表示比 2009 年上升/下降)

		偿债比率		杠杆率			财政赤字率
		居民部门	企业部门	居民部门	企业部门	政府部门	
德国	当前	6.2	26.2	57.3	73.1	69.5	3.7
	2009 年	7.9	24.9	62.1	71.9	73.2	3.2
法国	当前	6.6	61.1	67.1	167.3	113.3	6.5
	2009 年	6.2	46.1	52.5	119.9	83.0	7.2

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_43541

