



等待黎明（总论篇）

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号：F3083038

投资咨询号：Z0016257

联系人

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号：F3099648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

始于 2021 年四季度的全球通胀上行，改写了宏观经济运行的轨迹——全球结束了低通胀的环境。2022 年美联储通过“快加息”驱动的全球金融条件收紧，为 2023 年全球宏观经济的去杠杆施加压力，总需求的收缩预计仍将主导着市场的运行方向。关注生产型经济体国际收支账户的收缩风险。展望 2023 年，实际利率预计进入到被动回升的阶段。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：经济的回落料不可避免

回顾 2022 年以抗通胀为名的货币政策收紧进入了快车道，美联储加息驱动的全球金融条件收紧对于经济增长施加压力，通过削减总需求的方式修正供需的失衡。

展望 2023 年的时空背景，我们需要观察的是“谁的需求”出现收缩的问题，背后也是在整体流动性收紧的背景下，“谁的资产负债表”更具有韧性的问题。预计全球宏观政策在 2022 年的差异性将趋于收敛，进入到共振回落的“去杠杆”状态。

宏观结构：各国宏观结构汇总表

	经济周期	通胀周期	杠杆周期	财政政策	货币政策
全球	回落	高位韧性	去杠杆	扩张	紧缩转向宽松
美国	回落	高位回落	去杠杆	收缩	紧缩
中国	复苏	低位波动	稳杠杆	扩张	宽松
欧元区	衰退	高位韧性	去杠杆	扩张	紧缩转向宽松
日本	回落	低位波动	稳杠杆	扩张	宽松
韩国	衰退	先扬后抑	去杠杆	扩张	紧缩
新兴市场	回落	高位回落	稳杠杆	扩张	紧缩

■ 策略

2023 年海外总需求的收缩预计将主导宏观资产的波动率，人民币资产的波动率存在再次回升的可能，为资产配置提供空间。随着国内宏观政策的继续转向积极，2023 年将成为人民币资产配置的值得期待时间，建议关注人民币收益率曲线的陡峭化。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融风险释放缓慢的风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
宏观周期：经济的回落料不可避免	4
通胀的结构和回落的条件	5
全球金融条件继续收紧	20
全球经济周期继续放缓	22
宏观结构：周期回落的主要关注点	28

图表

图 1: 抗通胀的逻辑和影响 单位：无	4
图 2: 实际经济和通胀变动的国别分化 单位：指数点	5
图 3: 预期经济和通胀变动的结构分化 单位：指数点	5
图 4: 以商品贸易来衡量，全球化已经进入到“倒退”过程 单位：YoY%，PCT	6
图 5: 全要素生产力和贸易占比结构 单位：YoY%，PCT	7
图 6: 逆全球化和成本抬升压力 单位：%	8
图 7: 财政赤字与利率背离 单位：%	8
图 8: 通胀超预期和金价同比波动的关系 单位：BP，YoY%	8
图 9: 以信贷债务/GDP 比率来衡量，“安全”名义之下产能需要再次扩张 单位：YoY%，PCT	10
图 10: 主要经济体信贷缺口走势 单位：YoY%，PCT	11
图 11: 中国投资/生产缺口预计降改善 单位：%	11
图 12: 美国宏观部门杠杆率变化 单位：%	11
图 13: 中国宏观部门杠杆率变化 单位：%	11
图 14: 通胀的持续超预期削弱了消费 单位：指数点	12
图 15: 实际利率抬升约束家庭杠杆 单位：%	12
图 16: 美国通胀拟合模型 单位：%	13
图 17: 美国通胀拟合模型 单位：%	14
图 18: 美国核心 CPI 通胀环比效应 单位：MOM%	15
图 19: 美国通胀分项变化 单位：YoY%	15
图 20: 全球供应链压力自今年以来快速改善 单位：指数点	16
图 21: 石油供给的扩张来源价格的回落 单位：美元/桶	17
图 22: 农产品供给扩张受限于自然条件 单位：指数点	17
图 23: 中国产能利用率处在高位 单位：%	17
图 24: 美国产能利用率处在高位 单位：%	17
图 25: 美国就业市场的紧张状态未变 单位：%	18
图 26: 外需的继续回落对国内就业带来压力 单位：%	18
图 27: 全球央行继续加息，美元指数走强 单位：次数/左轴，指数点/右轴	20
图 28: 美欧英金融条件指数显著回落 单位：指数点	21

图 29: 外汇波动率上升并没有阻碍加息 单位: %	21
图 30: 欧元区金融条件的加速收紧 单位: 点	22
图 31: 美元 3-9 月和 10 月至今各资产表现 单位: %	22
图 32: 全球经济活动将结束 2021 年以来的热度 单位: 指数点	24
图 33: 货币周期影响 2023 年的经济 单位: 点	24
图 34: 2023 年经济景气回落仍将持续 单位: 点	24
图 35: 美国经济 2023 年库存周期见顶 单位: YoY%	25
图 36: 中国 2023 年库存周期回落 单位: YoY%	25
图 37: 美欧之间经济预期差维持 单位: 点	27
图 38: 美欧之间通胀预期差再次回升 单位: 点	27
图 39: 全球主要经济体月度贸易差额 单位: 亿美元	27
表 1: 全球主要经济体通胀横向对比显示出, 除部分经济体外通胀的全球性特征 基期=2010.1	9
表 2: 美国的通胀分析 单位: %	13
表 3: 全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间	26
表 4: 各国宏观结构汇总表	28

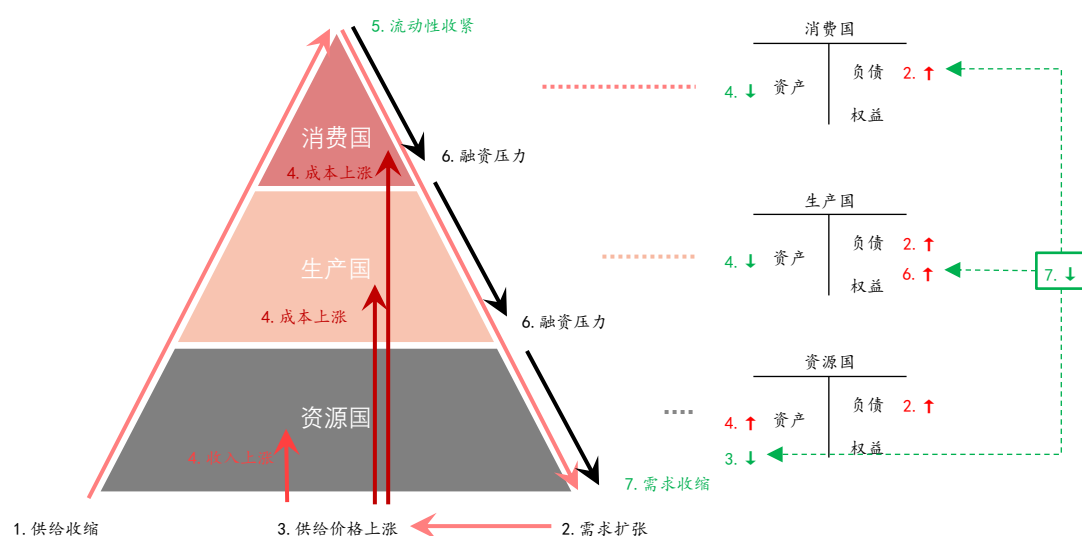
宏观周期：经济的回落料不可避免

“价格问题会引发重大社会问题，而物质上不平等待遇造成的结果是灾难性的，不仅对牺牲品穷人来说是，对整个社会制度都是如此。”

——大卫·哈克特·费舍尔《价格革命》

始于 2021 年四季度的全球通胀上行，改写了宏观经济运行的轨迹——全球结束了低通胀的环境。当然，高通胀的成因是复杂的，供给的角度既是对于金融危机以来产能低投资的直接反馈，又是新冠疫情对于生产和物流的阻滞，而供给不确定性终于在俄乌冲突下增强了市场对于能源和粮食的担忧。而从需求匹配的角度，疫情期间财政支出的大幅扩大，增加债务的同时也增加了对债务稀释的需求——通胀。随着俄乌冲突的发酵，以抗通胀为名的货币政策收紧进入了快车道。美联储加息驱动的全球金融条件收紧对于经济增长施加压力，通过削减总需求的方式修正供需的失衡。但由于不同经济体在全球产业分工中的不同，通胀和利率的上行带来的影响是不同的（见图 1）。因而放在 2023 年的时空中，我们需要观察的是“谁的需求”出现收缩的问题，背后也是在整体流动性收紧的背景下，“谁的资产负债表”更具有韧性的问题——对于消费国是私人部门债务的可持续性，对于生产国是企业部门现金流的问题，对于资源国是市场对资源品价格的预期定价问题。

图 1:抗通胀的逻辑和影响 | 单位：无



数据来源：华泰期货研究院

通胀的结构和回落的条件

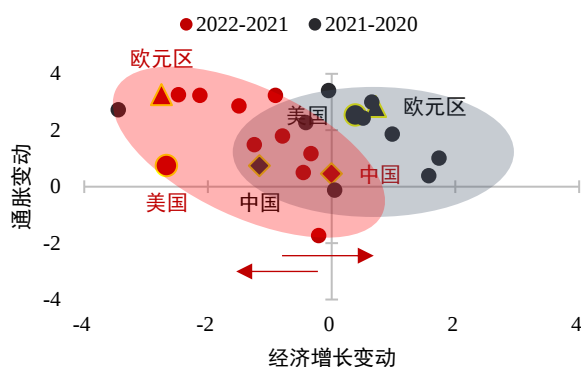
回顾 2022 年，全球（主要是中美之间）宏观政策的差异主要来源于经济周期的差异。其中，以美联储的央行以“抗通胀”之名，在 2022 年持续和快速地收紧着货币政策；而以人民行为代表的央行，主要配合着在经济结构性调整过程中，实施着“以我为主”的相对宽松和中性的货币政策。

展望 2023 年，我们预计全球宏观政策的这种差异性将趋于收敛。

一方面，对于政策收紧的一方，以当前市场对美联储货币政策的预期来看（见分论美国通胀图），在 2022 年快速收紧货币政策的影响下，叠加着今年的高基数效应，美国通胀尽管中枢依然较高，但正朝着回落的方向运行；美联储也在 11 月的货币政策中释放了货币政策快到了关注“政策累计效应”的阶段，即单次的加息幅度已经见顶。

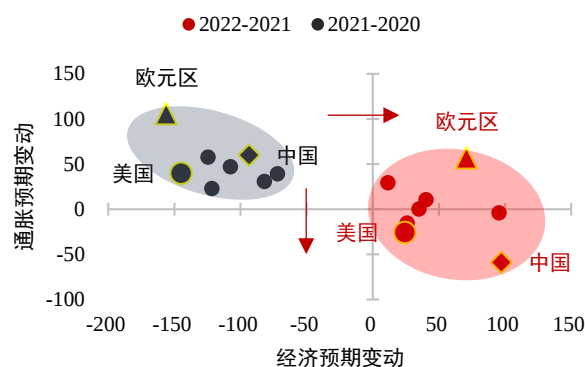
另一方面，对于政策宽松的一方，当前主要的三个宽松经济体——中国、日本和土耳其——政策的边际拐点也在逐渐清晰¹。

图 2: 实际经济和通胀变动的国别分化 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 预期经济和通胀变动的结构分化 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

¹ 中国央行在 11 月 16 日发布的三季度货币政策执行报告中，删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”的表述，货币政策预计将增加被动应对。日本央行前副行长中曾宏在 11 月 17 日表示，一旦金融危机结束，央行必须取消紧急支持措施，以避免在市场上造成道德风险。土耳其央行在 11 月 24 日将基准利率下调 150 个基点至 9%，同时宣布结束此轮降息周期。

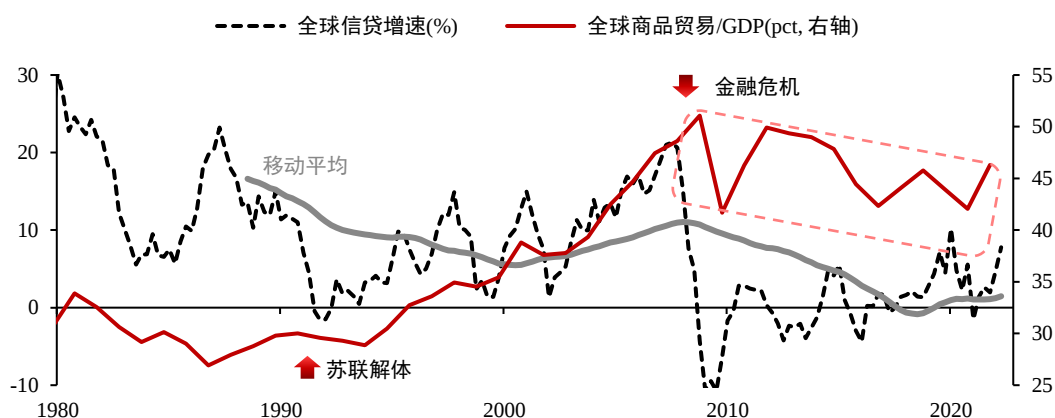
✓ 长期：展望更高的通胀中枢

长期来看，全球化环境的逆转、经济分配格局的转变叠加大国进入到竞争博弈带来的安全需求增加，将推动潜在通胀中枢的持续上行。

1) 通胀方向：整体性中枢上行

始于 2021 年全球通胀的共振回升，我们认为是全球化的断裂在短期的映射（见图 6）。中国 2001 年加入 WTO 以后，全球的产业链分工因为增加了“中国制造”的生产效率，而一度降低了通胀压力；而这种低通胀的舒适环境，也因为中国人口红利等生产要素的竞争力褪去而逐渐转变。无论是中国还是全球都面临着经济结构的转型压力，在这一过程中，美国为维系相对竞争力的要求上升而加剧了全球产业链的重组压力。

图 4：以商品贸易来衡量，全球化已经进入到“倒退”过程 | 单位：YoY%，pct



数据来源：Wind 华泰期货研究院

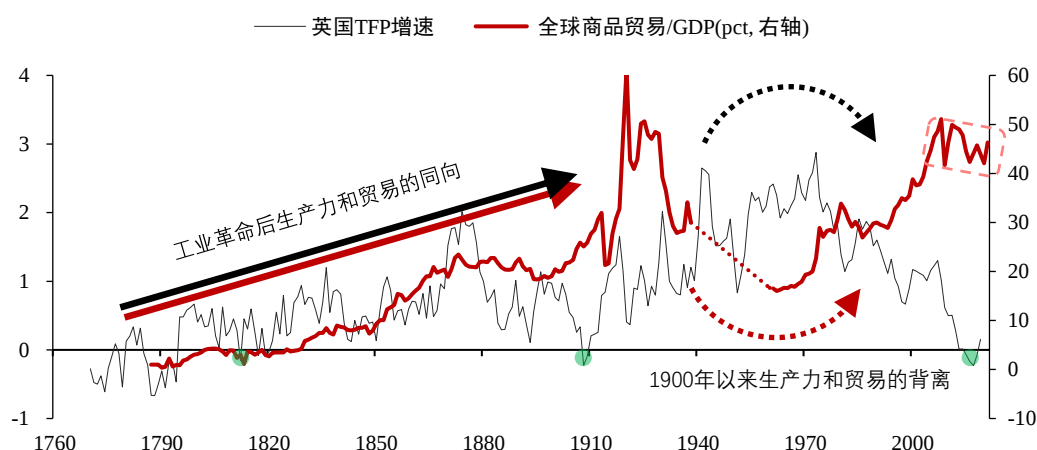
全球化是一种历史性趋势，曲折运动，有进有退，逆全球化的转向也降低了全球化条件下的效率，提升了通胀压力。2016 年发生了英国脱欧和特朗普胜选的政治黑天鹅事件，单方面挑起贸易战，“美式全球化”已经终结，贸易战仅仅是全球化退潮期的一种常见症状²。次贷危机至今，逆全球化经历了贸易摩擦、新冠疫情冲击所致安全风险带来的产业链重新配置，以及俄乌地缘政治冲突暴发以来意识形态对立对全球化的巨大冲击，导致逆全球化措施不断升级，最终走到了地缘政治成本成为逆全球化的最后推

² 见翟东升《平行与竞争：双循环时代的中国治理》（2021）

手阶段³。

逆全球化的经济背景在于生产力的回落。我们以最原始的 AK 生产函数为例，经济增长由技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本要素驱动潜在经济增长。工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。而在今天全球人口老龄化加深、全球收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在再一次地衰竭，全球生产力增长再次出现停滞，通过观察英国 1760 年以来的 TFP 增长率变动可以发现，1) 在每个世纪初 TFP 增长率均下降至停滞状态，1820 年、1910 年以及 2010 年 TFP 增速均回落至低点，显示出实体经济增长的停滞，且这种生产力停滞下的一方面带来战争和冲突的扩大（1803 年拿破仑战争、1914 年第一次世界大战），疫情的扩散（1832 年印度霍乱、1918 年西班牙流感），另一方面也驱动制度转型（1816 年金本位制、1913 年美联储成立）和经济变革（1840 年工业革命、1940 年信息技术革命）。2) 另一方面，和上一个百年不同的是，1900s 开始的百年生产力和贸易之间的背离加深，全球化虽然在经历了两次世界大战冲击后再次回升，但是 2008 年的金融危机再次阻断了全球化的进程，叠加疫情等因素的影响，全球化再次回落。

图 5：全要素生产力和贸易占比结构 | 单位：YoY%，pct



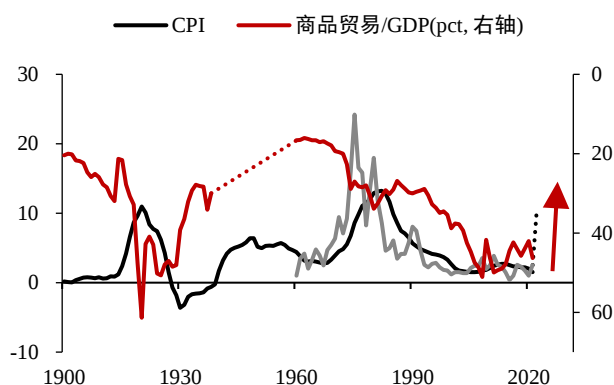
数据来源：FRED BOE Maddison(2001) Federico, G. and Tena-Junguito A. (2019) 华泰期货研究院估计

短期来看，全球在疫情冲击后的高债务经济结构下，通胀压力的缓和与其说是来自供给的增加（高实际利率抑制投资扩张），不如说是来自需求的收缩（高名义利率抑制需求扩张，见图 7）。因而，2023 年我们重点观察的是需求的回落，通过需求的回落创造

³ 见王晋斌《逆全球化三阶段：地缘政治成本成为最后的推手》(2022)

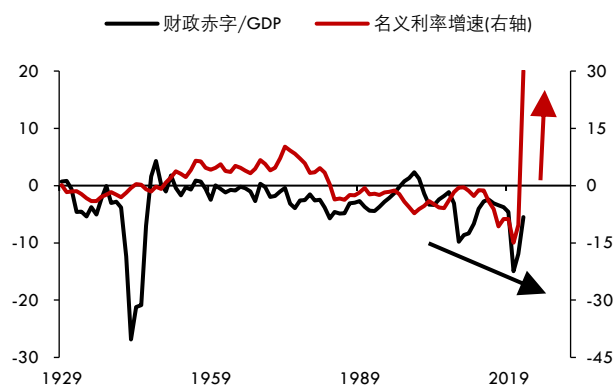
未来上涨的空间。

图 6: 逆全球化和成本抬升压力 | 单位: %



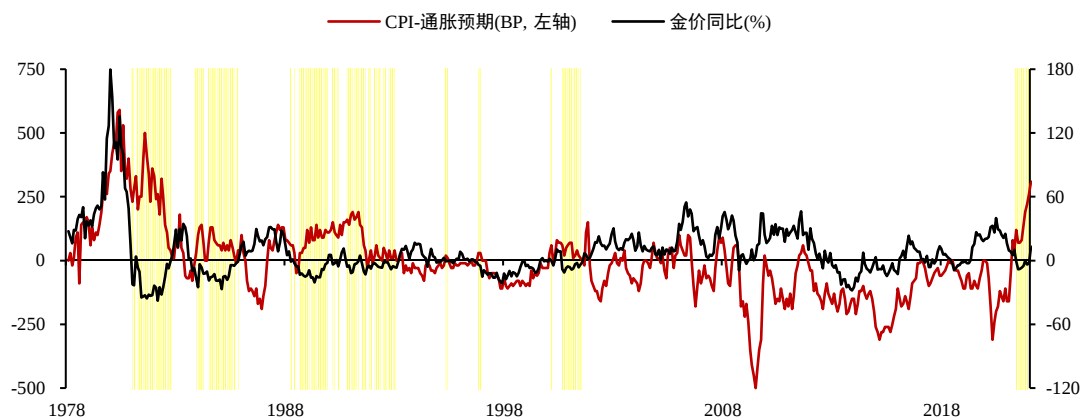
数据来源: BOE Wind 华泰期货研究院

图 7: 财政赤字与利率背离 | 单位: %



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8: 通胀超预期和金价同比波动的关系⁴ | 单位: BP, YoY%



数据来源: Wind 华泰期货研究院估计

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_49453

