

2023 海外宏观年度展望：下山的路

报告发布日期

2022 年 11 月 30 日

研究结论

- 在年度展望当中，我们将从经济增长、通胀风险、政策反应三个核心位面，前瞻 2023 年度海外宏观形势发展的关键和潜在的变化。
- 2022 年以来，伴随着通胀大幅走高且顽固，央行陆续进入政策紧缩周期，紧缩幅度超出市场预期。先期作用于经济增长的正向因素逐渐消退，经济下行风险加大。主要经济体经济增速预期正处在不断下修的动态中。美国、欧洲、日本经济增速预期均中枢向下，其中美国、欧洲从 23 年初开始的增长已经预期趋于停滞。
- 作为美联储核心决策依据的通胀已经显现出跨越峰值的趋势，名义通胀、核心通胀分别见顶回落。2023 年，由于通胀本身在周期中表现滞后，且经济需求端的压力变得更大，通胀将重新回归对称性的双向超预期风险。结合领先指标、基本面形势通胀各主要分项进行预测，我们预计 CPI 同比大致在 2022 年末下行至 6-6.5%，在 2023 年 6 月份下行至 3.5-4%。而核心通胀虽然在近期确认见顶，下行速度会比名义通胀更加缓慢，可能在 23H1 出现核心通胀高于名义通胀的局面。
- 欧洲、日本作为更大体量的能源进口经济体，共同受到更加严重的输入性通胀冲击。目前欧洲、日本通胀最早预计在 22 年底前后见顶。同时，通胀长期维持高位，正在带动欧洲、日本核心通胀上行，这意味着欧日货币当局也无法以输入性通胀为由对价格水平的高企放松警惕，至少在持续冲高的过程当中，通胀将成为欧日货币政策的主要影响因素。
- 在经济每况愈下，通胀趋于回落的背景下，政府就更加难以抑制边际扩张的政策冲动，从而有可能在滞胀尾声阶段出现财政急于托举经济，而货币力求抑制遏制通胀的困局。财政冒进的冲动，是滞胀周期平静谢幕前“最后的诱惑”。目前看来，欧洲由于面临的经济衰退压力最大，也是当前宽财政政策倾向表现最为强烈的市场，同时也是主权信用风险担忧最为明显的市场。相较之下，在刚刚完成中期选举的美国，经济压力诱发财政扩张的概率较低，23 年美国财政甚至有边际紧缩的风险。
- 通胀水平仍将成为央行的核心决策依据，但受制于比以往加息尾声阶段更加严苛的经济和金融条件，央行可能需要在通胀、经济、金融条件的多元目标之间寻求再平衡。我们估计 23Q2 通胀可以给出满足美联储确立加息终点的水平，或者市场建立美联储加息终点预期的通胀水平，美联储货币政策到达下一个转向点。在这个过程中，经济指标和金融条件有可能加速政策转向的达成。欧洲通胀尚未见顶，根据利率期货定价，市场预期加息周期终点位于 23 年 7 月。日本方面，市场预期日银暂时按兵不动，但是在 23 年确实存在越发明显的货币政策紧缩预期。
- 资产表现展望：基准情形下：美债 > 美股 > 黄金 > 商品。严重衰退情形下：美债 > 黄金 > 美股、商品。

风险提示

根据领先指标和模型预测的结果可能存在偏差。
基本面和金融条件变化的非线性。
地缘政治形势发展存在不确定性。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

美国：通胀新变化，联储转向点？ 2022-11-08

能源危机：现况、测算、欧洲宏观环境关键变化前瞻 2022-10-03

交易衰退？交易宽松？还是交易滞胀？——海外宏观一周札记 0808 2022-08-10

衰退周期与美股回调的历史镜鉴：——海外宏观一周札记 0720 2022-07-20

通胀、增长、政策：拐点谁先来？——海外宏观 2022 年中期策略 2022-06-20

美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什么状况？ 2022-04-14

目录

经济：下行压力加大	5
美国：内生动能持续疲弱，消费、住宅投资为承压环节	5
欧日：等待更大的下行压力显现	7
通胀：如其在上，如其在下	9
美国：通胀开始走下山路	9
欧洲、日本：峰值未到	11
宽财政：最后的诱惑	11
已经出现的财政扩张尝试	12
在欧洲，正向主权信用担忧传导	13
中期选举锁住美国财政空间，警惕债务上限风波	14
货币政策：无所谓还是无所畏惧？	16
央行的加息终点	16
市场影响展望	18
可比宏观环境下的大类资产表现	18
美债	18
美股	19
美元	20
风险提示	20

图表目录

图 1: 实际 GDP 同比增速机构预期中值: 美国、日本、欧元区 (%)	5
图 2: 美国本轮经济周期风险源头、传导及相关指标.....	5
图 3: Umich 消费信心、谘商会消费预期指数、个人实际可支配收入同比、CPI 同比 (同比增速单位为%)	6
图 4: 美国 PCE 月环比变化 (%)	6
图 5: 10 年按揭利率 (%)、MBA 购买指数、私人住宅营建许可数.....	6
图 6: 资本品订单 vs 非住宅投资环比年率 (右, %)	7
图 7: 美国企业税前利润同比	7
图 8: 欧洲主要国家零售销售额环比 (%)	7
图 9: EU 天然气消费结构: 按用途和部门划分 (2020)	8
图 10: 德国工厂订单、工业产值环比 (%)	8
图 11: 制造业 PMI: 日本、美国、欧洲	8
图 12: 日本贸易逆差 (百万日元) vs 原油价格 (美元/桶)	8
图 13: CPI 能源项同比 vs 美国汽油零售价格同比 (%)	9
图 14: 联合国食品价格指数领先 CPI 食品项同比约 8 个月.....	9
图 15: Manheim、Blackbook、CPI 二手车价格环比.....	10
图 16: Zillow、Apartment List、CPI 住房项月环比季调	10
图 17: Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 租客房租项的相关系数	10
图 18: Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 业主等价租金项的相关系数	10
图 19: CPI 同比及预测值.....	11
图 20: 欧洲 CPI 同比及分项拉动 (%)	11
图 21: 日本 CPI 同比及分项拉动 (%)	11
图 22: 10 年期英债收益率 (%): 22H2.....	12
图 23: 英镑兑美元汇率: 22H2.....	12
图 24: 全球主要经济体已经出现的宽财政实践和方案设想	13
图 25: EU27+英国: 主权债收益率 vs 变动 (YTD)	13
图 26: EU27+英国: 赤字率 vs 债务规模 (2022Q1)	13
图 27: 欧洲国家主权债 CDS (bp)	14
图 28: 欧洲国家近期主权信用展望下修情况汇总.....	14
图 29: 拜登财政计划 (BBB) 内容构成、立法进度、投票记录	15
图 30: 2011 债务上限危机与博弈结果复盘	15
图 31: 22H2 全球主要经济体央行的边际宽松信号.....	16
图 32: 历次美联储加息终点时刻的宏观指标表现.....	16
图 33: FFR 期货路径隐含美国加息预期	17

图 34: 美元 3m OIS 定价.....	17
图 35: 利率期货显示的欧洲加息预期.....	17
图 36: 利率期货显示的日本加息预期.....	17
图 37: 可比宏观环境下的资产表现历史复盘.....	18
图 38: 10y 美债收益率 vs 联邦基金目标利率 (%)	19
图 39: SPXFwd 12 动态 PE 和 EPS.....	20
图 40: SPX Fwd12 EPS 同比 vs 美国名义 GDP 同比 (%)	20
图 41: 美元指数 vs 衰退周期 (黄色阴影)	20

在2023年的年度展望当中，我们将再次从经济增长、通胀风险、政策反应三个核心位面出发，尝试前瞻下一阶段海外宏观形势发展的关键和潜在的变化。

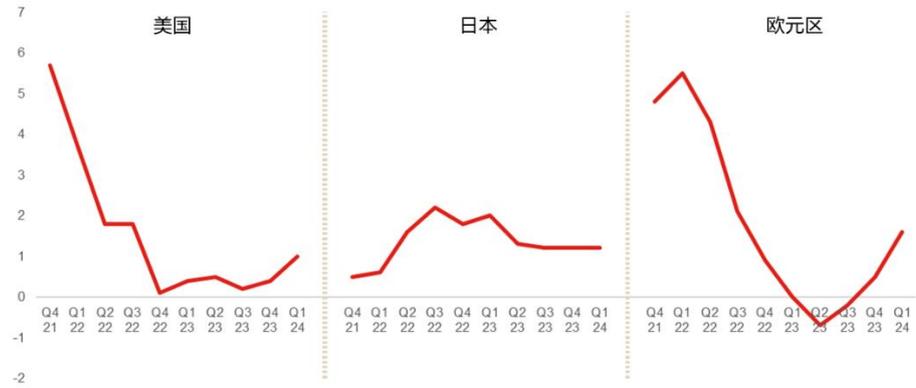
经济：下行压力加大

Covid-19 大流行冲击后，海外主要经济体曾先后经历了财政刺激推高消费、疫情管控放开下的服务消费报复式反弹，低利率刺激资本开支、地产投融资活动扩张和金融市场条件改善。

但是2022年以来，伴随着通胀大幅走高且顽固，央行陆续进入政策紧缩周期，紧缩幅度超出市场预期。先期作用于经济增长的正向因素逐渐消退，经济下行风险加大。主要经济体经济增速预期正处在不断下修的动态中。

随着经济增长的持续下行，2023年，不少经济体或将真正面临步入衰退周期的考验。美国、欧洲、日本经济增速预期均中枢向下，其中美国、欧洲从23年初开始的增长已经预期趋于停滞。

图 1：实际 GDP 同比增速机构预期中值：美国、日本、欧元区（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

美国：内生动能持续疲弱，消费、住宅投资为承压环节

高通胀抑制实际收入、消费需求，加剧货币紧缩，是美国经济面临的主要风险源。从 22H1 开始，美国实际 GDP 已经进入环比负增长，22Q3 虽然重回正增，但主要靠贸易项拉动。如果剔除贸易、库存变化，从国内最终销售（更加稳定的即期经济内生动能衡量标尺）来看，美国经济增长已经明显弱于趋势。消费、投资方面，都有受到明显负面影响的薄弱环节。

图 2：美国本轮经济周期风险源头、传导及相关指标



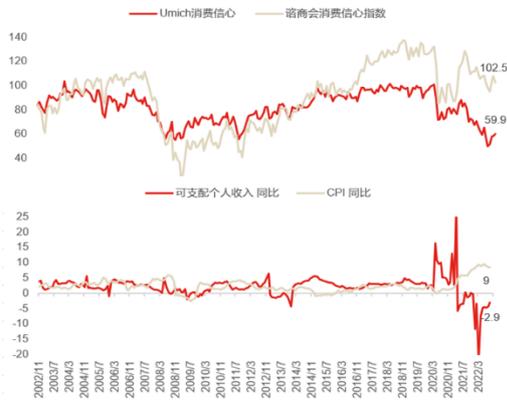
数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

消费：收入见底和通胀见顶的竞速。高通胀导致实际收入萎缩，挤压居民消费能力，美国居民消费预期在 22 年大幅崩塌，密歇根大学消费信心指数一度刷新历史低位。在这个大背景下，商品消费呈现明显的萎缩趋势，服务消费仍受益于疫情缓释表现出韧性。但是整体上，居民消费增长疲弱，仅勉强维持正增长。

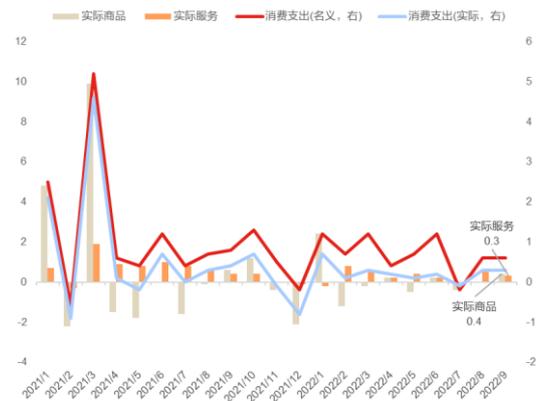
但是需要注意到，近期随着通胀（及通胀预期）见顶，实际收入增长有所修复，美国居民消费信心正在缓慢复苏。消费未来能否维持相对韧性，取决于经济持续下行与通胀逐渐缓释之间的竞速。如果实际收入水平能够维持当前的稳定回升，我们预期美国消费在 23 年仍有希望保持小幅度的正增长。

图 3：Umich 消费信心、谘商会消费预期指数、个人实际可支配收入同比、CPI 同比（同比增速单位为%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：美国 PCE 月环比变化（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

投资：住宅/建筑投资承压，设备投资存在下行压力。22 年美国投资端的压力主要体现在住宅投资、建筑投资。受到激进加息周期的直接影响，美国按揭贷款利率飙升，住宅销售端冷却。住宅投资周期的表现与销售大致同步，营建许可、营建支出等指标均出现较大幅度的下行。从 GDP 分项来看，住宅投资几乎是今年美国经济当中表现最差的部分。22Q2、Q3 环比年增长率分别为-17.8%、-26.4%。未来，如果美联储加息并维持在限制性区间（正的实际利率），货币政策对美国房地产市场和住宅投资的抑制作用将会持续。

图 5：10 年按揭利率（%）、MBA 购买指数、私人住宅营建许可数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

更多同企业资本开支相关的非住宅投资暂时维持韧性。作为企业投资景气度、资本开支领先指标的资本品订单在 22 年表现不差，预示着非住宅投资韧性可能继续维持。但我们认为，企业盈利是投资的重要前置条件，在价格持续下行的过程当中，经济增长萎缩的问题越发暴露，我们担心届时企业投资也难以抵御经济持续下行的压力。

图 6：资本品订单（百万美元）vs 非住宅投资环比年率（右，%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：美国企业税前利润同比

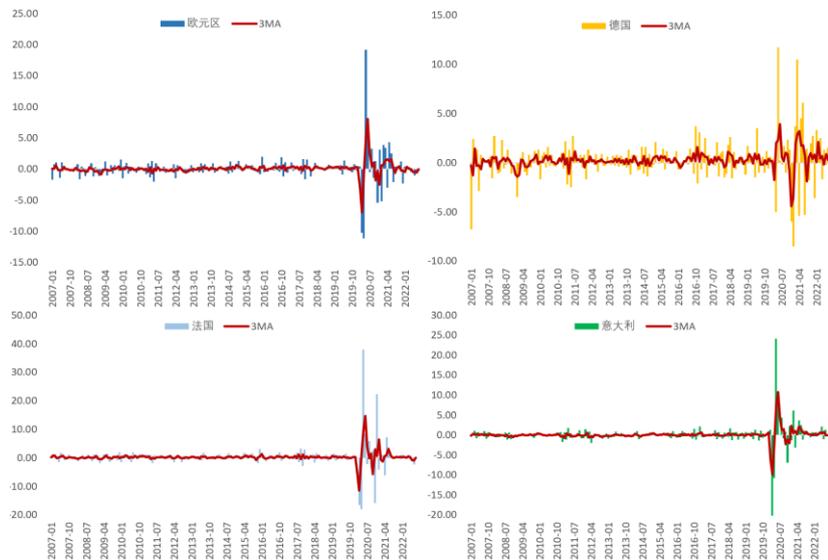


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

欧日：等待更大的下行压力显现

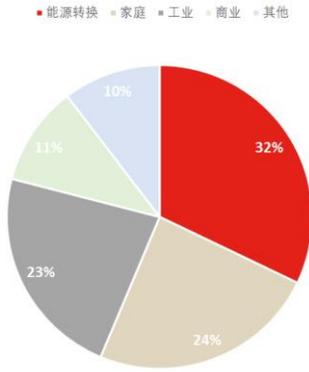
欧洲上半年经济增速较高。但是从下半年开始，欧洲才正式进入加息周期，且加息节奏较快。从居民收入、消费者信心、工厂订单、制造业 PMI 等经济领先指标来看，消费信心恶化、工厂订单下行、PMI 落入荣枯线以下，意味着欧洲经济趋势不容乐观。

图 8：欧洲主要国家零售销售额环比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9: EU 天然气消费结构: 按用途和部门划分 (2020)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 10: 德国工厂订单、工业产值环比 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

此外, 欧洲经济还将在入冬后面临能源危机的影响。从秋季开始, 俄罗斯大幅收缩了对欧洲的天然气供给量, 短期当中, 其他气源难以回补俄罗斯的供给缺口, 12月5日开始, 欧洲对俄罗斯海运石油的禁运制裁还将生效。这有可能进一步挤压欧洲冬天的能源需求, 尤其是对工业生产造成减产、停产的风险, 从而带来更加严重的经济增长拖累。根据彭博统计的机构预期中值, 欧元区实际 GDP 将在今年四季度出现环比-0.4%的负增长, 此后在 23H1 维持低位。

日本由于尚未进入货币政策紧缩周期, 其经济维持了相对稳定的景气度, 但是通胀也同样对日本消费需求开始形成挤压。同时, 日本的生产、出口也受到输入性通胀的直接影响, 22 年贸易逆差维持在高位, 本币不断贬值, 形成输入性通胀-贸易逆差-本币贬值的负面螺旋。在货币政策维持宽松的情形下, 预计日本经济仍将在 23 年趋势降速。

图 11: 制造业 PMI: 日本、美国、欧洲



图 12: 日本贸易逆差 (百万日元) vs 原油价格 (美元/桶)



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_49570



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn