

## 2023 国际金融市场展望

## 落木唤春

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

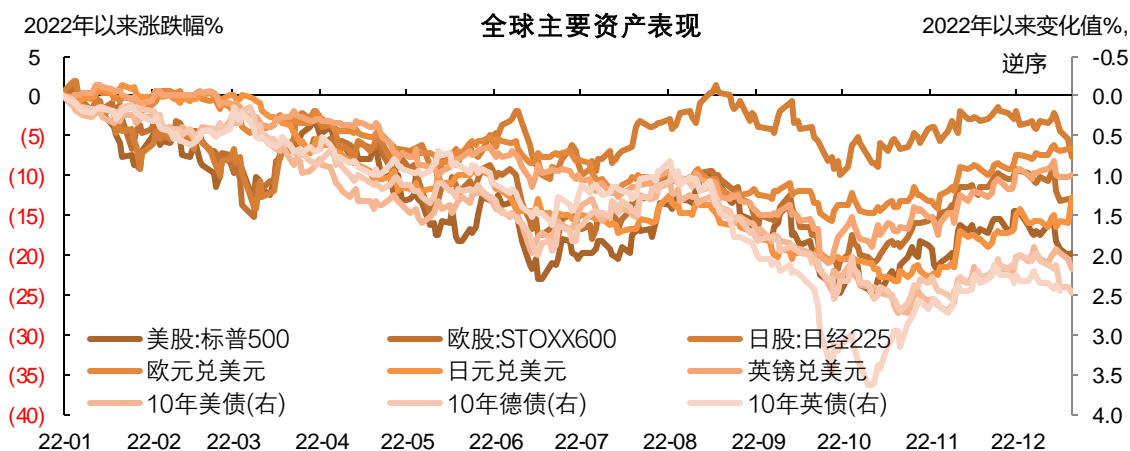
- **一、国际金融市场环境改善。**2022 年以来，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击下，国际金融市场经历了大幅波动。展望 2023 年，国际金融市场整体环境有望改善：首先，俄乌冲突虽未画上句号，但金融市场已经逐渐消化其影响，与之相关的市场波动应弱于 2022 年。其次，在货币紧缩、需求放缓、供应链修复等背景下，全球通胀压力有望缓和。再次，美欧货币紧缩力度将边际放缓，大部分央行将在 2023 年内停止加息。最后，主要资产价格经历大级别调整后，进一步调整的空间有限。
- **二、国际金融市场压力犹存。**2023 年，国际金融市场仍可能面临三大风险：一是，持续高利率环境或打压风险资产。虽然海外央行加息周期将步入尾声，但在通胀尚未完全可控之前，货币政策或难明显转向。预计 2023 年全球无风险利率将维持高位，并抑制市场风险偏好。二是，美欧经济“硬着陆”风险或被低估。截至 2022 年底，海外主流机构预测美欧经济在 2023 年可能仅陷入轻度衰退。但考虑到货币紧缩的滞后影响，美欧经济实际衰退程度有被低估的风险。此外，更深的衰退程度以及更迟来的降息，或意味着经济复苏开始的节点也相应被推迟，“复苏预期”难以快速驱动金融市场回暖。三是，“新型国际金融危机”值得警惕。从 2022 年的欧债市场动荡、日债期货暴跌，到英债抛售与英国养老金抵押品危机，传统意义上的“安全资产”已然不再安全。更不必说，斯里兰卡、巴基斯坦等部分更为脆弱的新兴市场已身陷债务和货币危机。展望未来一年，欧央行在数次加息过程中能否保证欧债市场的稳定，还存在很大不确定性；日本货币政策框架的改动会否引发日债市场再度恐慌性抛售，仍有待观察。
- **三、国际资产价格波折中回暖。**股票市场方面，因衰退影响尚未充分计入，美欧股市在实质回暖前或仍有调整空间。展望 2023 年，美国经济增长难以明显超过 2022 年，而通胀水平或明显回落，带动名义经济增速显著回落。未来一段时间，盈利预期的修正或触发美股价格调整。预计欧股市场将承受更大的压力，日股有望呈现相对更强的韧性。债券市场方面，因海外货币政策偏紧，美欧债券收益率或维持较高水平运行。2023 年，随着海外政策利率见顶、经济衰退兑现，债券市场有望逐步回暖。不过，由于美欧政策利率整体维持高位，债券收益率或将在偏高水平运行。相较美国，欧洲和日本债券市场的波动风险更大。外汇市场方面，美元指数波动中枢有望下移。2023 年，全球避险情绪有望缓和，对美元汇率的支撑可能减弱。从经济的相对表现看，2023 年美国经济增长可能明显落后于全球平均水平，也不利于美元表现。在海外经济下行之际，中国经济重回上升通道，人民币资产也将具备更强的吸引力，人民币有望重回升值通道。
- **风险提示：**国际地缘局势、海外经济衰退、以及货币政策走向超预期等。

2022年，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击下，国际金融市场经历大幅波动。展望2023年，随着地缘冲突影响消化、海外通胀逐步回落、货币紧缩力度放缓等，国际金融市场整体环境有望改善。不过，持续高利率的影响、经济衰退或比预期更深、以及局部地区和市场上演“新型国际金融危机”的可能，均是值得警惕的风险。在此背景下，美欧股市在实质回暖前或仍有调整空间，美欧债券收益率或维持较高水平运行，美元指数波动中枢有望下移，人民币有望重回升值通道。

## 一、国际金融市场环境改善

回顾2022年，国际金融市场极不平静。2022年以来，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击之下，国际金融市场经历大幅波动。股票市场方面，国际风险事件和空前的货币紧缩力度，使主要地区股市出现深度调整。美股三大股指年内最深跌幅均超过20%，其中纳斯达克指数一度下跌35%，是2008年全球金融危机以来（除2020年外）的最深跌幅。美股波动率（VIX）指数全年波动中枢较2021年上升了30%。中国香港恒生指数、欧洲STOXX600指数和日经225指数年内分别最深下跌41%、23%和18%。债券市场方面，高通胀与货币紧缩令美欧债券价格剧烈下跌。据路孚特数据，2022年前三季度，全球债券基金净资产平均下降10%，是1990年以来最严重的一次下滑。英国、美国和德国的10年期国债收益率年内最大升幅分别达到3.67、2.73和2.69个百分点，分别创下2008年全球金融危机和2011年欧债危机以来最高水平。外汇市场方面，市场避险需求和美联储强力紧缩驱动美元大幅升值，美元指数年内最高升破114点，创2002年以来最高值，年内最大升幅达到20%。与此同时，绝大多数非美货币对美元大幅贬值。

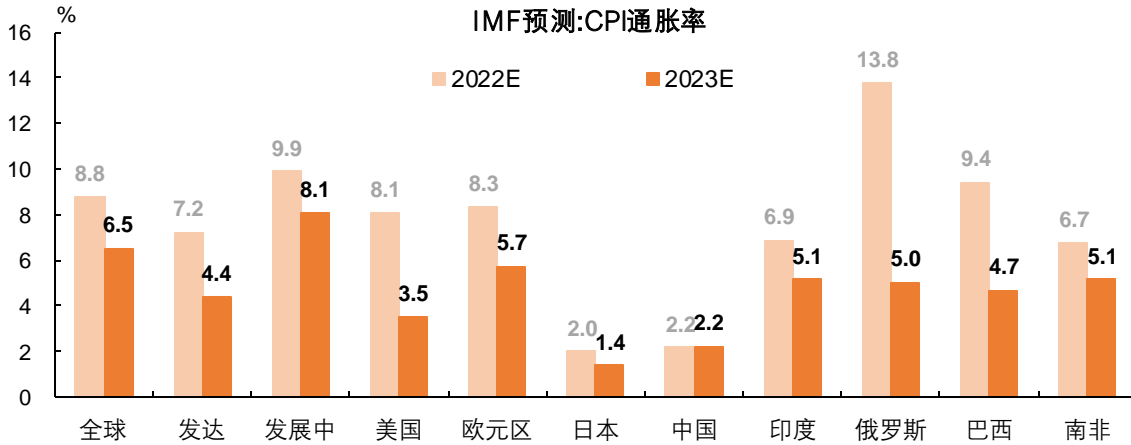
图表1 2022年，海外资产价格大幅调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望2023年，国际金融市场整体环境有望改善。首先，俄乌冲突虽未画上句号，但金融市场已经逐渐消化其影响，与之相关的市场波动应弱于2022年。其次，在货币紧缩、需求放缓、供应链修复等背景下，全球通胀压力有望缓和。据IMF最新预测，全球CPI通胀率有望从2022年的8.8%回落至2023年的6.5%。我们的基准测算显示，美欧CPI通胀率有望在2023年底回落至4-5%左右，从2022年9-10%的高点明显回落。再次，美欧货币紧缩力度将边际放缓，大部分央行将在2023年内停止加息。美联储在2022年连续加息7次、累计加息4.25个百分点。美联储2022年12月的点阵图显示，美国政策利率在2023年或达到5.1%左右，剩余的加息空间不大。最后，主要资产价格经历大级别调整后，进一步调整的空间有限，具备反弹的势能。美股标普500指数市盈率在近十年的历史分位水平，由2022年初的80%以上，回落至年底的30%左右。

图表2 2023年，全球通胀压力有望缓和



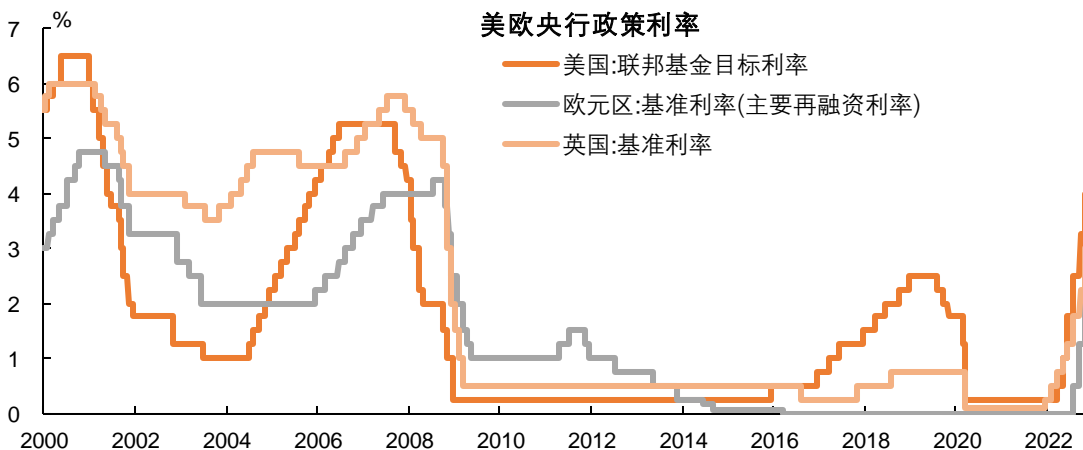
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、国际金融市场压力犹存

2023年，国际金融市场即便有望走过“至暗时刻”，但仍可能面临三大风险。

一是，持续高利率环境或打压风险资产。虽然海外央行加息周期将步入尾声，但在通胀尚未完全可控之前，货币政策或难明显转向。美联储最新经济预测将2023和2024年核心PCE预期分别上调至3.5%和2.5%，并声明不会改变2%的通胀目标。继而，美联储主席鲍威尔在讲话中明确表示，2023年可能不会降息。欧央行最新会议暗示，2023年或仍有“几次”50BP的加息，继而终端利率或至少达到3%以上。同时，欧央行宣布将于2023年3月开启缩表。在此背景下，预计2023年全球无风险利率将维持高位，并抑制市场风险偏好。事实上，随着海外债券利率走高，股票等风险资产已受到明显压力。截至2022年底，美股标普500指数相对于10年美债利率的风险溢价水平已低于近十年均值的一个标准差之下。这也意味着，高利率环境可能持续限制美股市盈率的修复空间。

图表3 2022年以来，美欧央行政策利率升至全球金融危机后最高水平

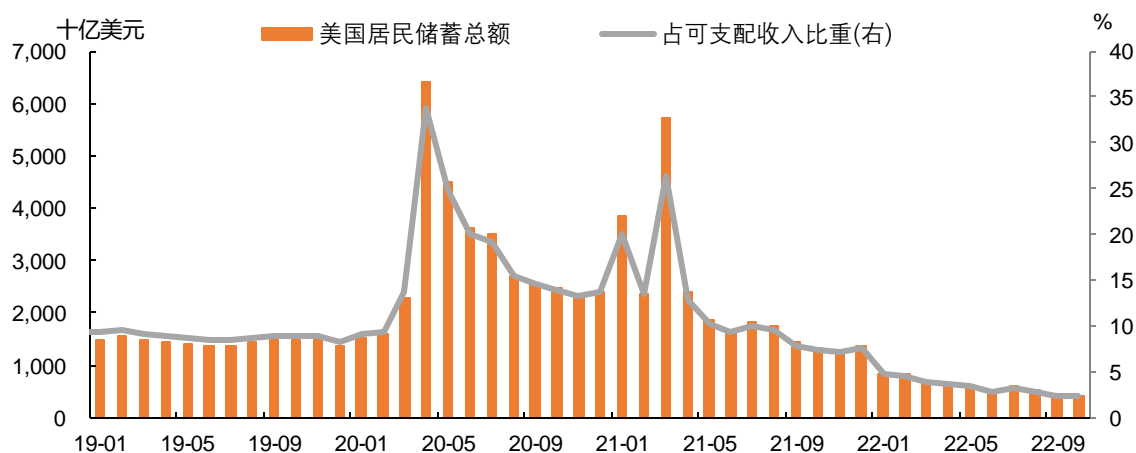


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，美欧经济“硬着陆”风险或被低估。截至2022年底，海外主流机构预测美欧经济在2023年可能仅陷入轻度衰退。IMF预测显示，美国、欧元区和英国实际GDP或分别增长1.0%、0.5%和0.3%，虽明显低于潜在增长水平，但仍能维持小

幅正增长。事实上，在“软着陆”预期下，美股在 2022 年 10-11 月上演了反弹走势。但我们认为，美欧经济实际衰退程度有被低估的风险：一方面，美欧经济本身存在一定透支。例如，2022 年美国居民消费维持强劲，三季度私人消费实际同比增速仍超过 2%。但是，美国居民储蓄总额从疫情前的万亿级水平，直线下降至 2022 年四季度以后的不足 5000 亿美元，储蓄率也大幅低于历史水平。由此推测，未来美国居民消费增长空间将大幅受限。另一方面，2022 年美欧加息节奏较快，而货币紧缩对经济的负面影响或存滞后性。例如，在 1980 年代美联储大幅加息时期，我们发现，政策利率与私人投资增长有滞后 1 年左右的负相关性。1981 年，当美联储重新大幅加息后，1982 年的私人投资增速明显下滑。回到当下，本轮美联储加息已经使房地产市场较快降温。我们测算，2023 年美国住宅投资增速或下降 15% 左右，拖累实际 GDP 增速 0.6 个百分点。此外，更深的衰退程度以及更迟来的降息，或意味着经济复苏开始的节点也相应被推迟，届时“复苏预期”难以快速驱动金融市场回暖。

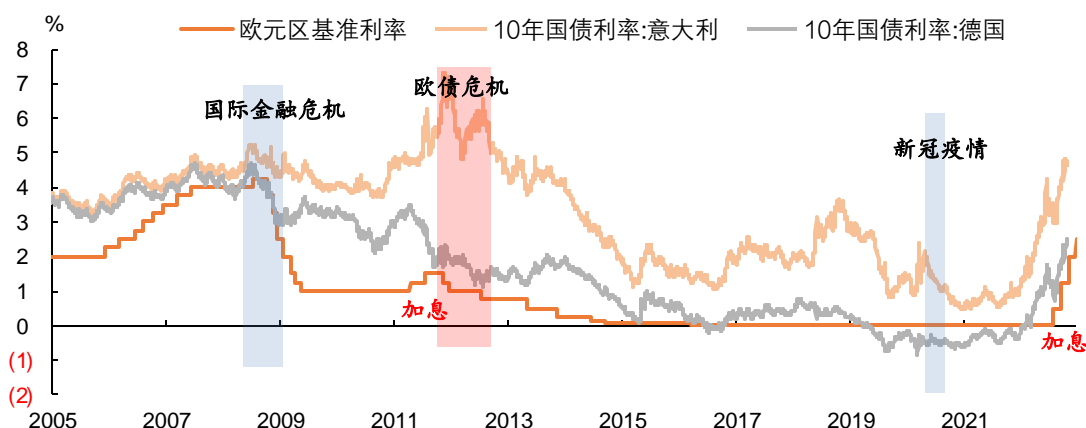
图表4 2022 年以来，美国居民储蓄水平开始低于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，“新型国际金融危机”值得警惕。全球金融危机以后，美欧金融监管得以强化，例如银行资本充足水平不断充实、房地产融资增速放缓，这使国际金融体系在当下有望幸免于传统的银行业和房地产业危机。然而，国际金融市场仍然面临一系列新的脆弱性。事实上，2022 年以来，在全球经济受创和金融条件趋紧之际，国际金融风险苗头不断。从 6 月中旬的欧债市场动荡、日债期货暴跌，到 9-10 月的英债抛售与英国养老金抵押品危机，传统意义上的“安全资产”已然不再安全。更不必说，斯里兰卡、巴基斯坦等部分更为脆弱的新兴市场已身陷债务和货币危机。展望未来一年，全球金融风险并未消除。以欧债风险为例，当前欧元区“碎片化”问题并未得到根本解决，新冠危机和能源危机迫使多数成员国的债务率和赤字率突破了《稳定增长公约》规定的“红线”，但欧央行不得大幅加息遏制通胀，意大利、希腊等南欧脆弱地区仍将面临更严峻的债务负担。尤其考虑到，2011 年欧央行加息两次后，欧债危机才被引燃。未来一年，欧央行在数次加息过程中，能否保证欧债市场的稳定，还存在很大不确定性。又如，日本债券和汇率市场大幅波动，体现出日本通胀压力、日元贬值压力与货币政策宽松之间的剧烈矛盾。2022 年 12 月下旬，日本央行意外宣布上调收益率曲线控制目标，但货币政策框架的改动会否引发日债市场再度恐慌性抛售，仍有待观察。

图5 从历史经验看，欧央行加息后欧债风险上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、国际资产价格波折中回暖

股票市场方面，因衰退影响尚未充分计入，美欧股市在实质回暖前或仍有调整空间。历史上，经济衰退未必引发股票市场下跌；相反，市场或提前交易经济复苏，风险偏好可能升温。但“复苏交易”的前提是，经济衰退程度有限，且货币政策能够及时放松。2023年，美欧经济衰退程度可能较市场预期得更深，且当前市场对美股的盈利预期有过于乐观之嫌。从历史数据看，美股上市公司盈利增速与美国名义经济增速走势趋同。展望2023年，美国实际经济增长难以明显超过2022年，而通胀水平或明显回落，从而带动名义经济增速显著下滑。然而，市场尚未明显下调2023年美股盈利预期。根据FactSet数据，截至2022年12月，市场对2023年标普500公司的盈利增速预期为5.5%，甚至高于2022年盈利增速预期的5.1%。未来一段时间，盈利预期的修正或触发美股价格调整。相较美国，欧洲通胀压力更大，经济前景更为黯淡，且欧央行加息和缩表之路，仍呈追赶态势，预计欧股市场将承受更大的压力。相较美欧，由于日本通胀压力更为有限，货币政策整体维持宽松，日股有望呈现较强韧性。

债券市场方面，因海外货币政策偏紧难松，美欧债券收益率或维持较高水平运行。2023年，随着海外政策利率见顶、经济衰退兑现，债券市场有望逐步回暖。不过，由于美欧政策利率整体维持高位，债券收益率也将在偏高水平运行。正如1980年以后，美联储大幅升息抗击通胀的时间里，美国经济呈现衰退，但货币政策成为债券市场定价的核心因素；直到1982年下半年以后，美国经济深度衰退，美联储开始降息，债券收益率才明显回落。回到当下，将债券利率保持在较高水平，或是美欧央行在现阶段的刻意而为。相较1980年代，美欧央行干预债券利率的手段多了两项非常规货币工具——“前瞻指引”

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\\_50433](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50433)

