

2023 全球经济展望 滞胀下半场

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
李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN2570@pingan.com.cn



平安观点：

- **一、全球“滞胀”步入下半场。**展望 2023 年，预计全球经济增长将进一步放缓，通胀有望明显缓和。当前货币政策紧缩已开始对需求产生明显的抑制作用，未来一段时间全球经济增长将随着需求走弱而进一步放缓。但是，尽管货币政策持续处于紧缩状态，通胀回落速度可能相对有限，2023 年全球通胀水平或仍高于 2% 的普遍通胀目标水平。总的来看，2023 年全球经济可能步入“滞胀”的下半场。
- **二、发达经济体走向衰退。美国经济衰退风险不容低估。**今年以来，市场对于美国经济衰退的预期不断发酵，但当前美国经济仍表现出一定的韧性。“强现实”与“弱预期”之间的巨大差距，或许意味着美国经济将会非线性的走弱。一是，疫情过后美国居民消费习惯发生变化，财政补贴后的消费缺乏理性，未来消费收缩或比预期得更快；二是，加息将对投资活动持续产生抑制。上世纪 70 到 80 年代经验显示，加息的政策效果具有一定的滞后性。三是，库存与贸易逆差的“缓冲池”作用减弱。**相对美国，欧洲经济前景更不乐观。**首先，欧洲目前通胀率更高、对消费的压制更大；其次，欧洲经济基本面更为疲软。2022 年 7 月以来欧元区制造业 PMI 率先跌入荣枯线以下，并持续至今。最后，欧洲经济面临的风险更高、不确定性更强。地缘政治的不确定性使得欧洲面临的通胀压力仍存变数，而欧元区成员国财政状况不同，“碎片化”风险更高。**日本经济或将延续温和增长。**在能源价格飙升、货币持续宽松等因素作用下，当前日本同样面临着一定的通胀压力。不过，受制于成本压力向消费端传导不畅、货币和财政刺激效率不足等因素，日本通胀较欧美等经济体更加可控，这也给予了日本央行继续宽松的“底气”。近期日本央行对货币政策框架做出一定调整，但也同时表示绝对无意加息、收紧政策。因此，当前日本货币政策大幅转向的可能性不高。
- **三、新兴经济体倚仗“内循环”。**近几个月以来，发达市场需求出现明显下滑，这不仅对全球产业链中游的新兴市场国家（如东南亚）造成负面影响，拉美等新兴市场的原材料出口竞争力也将出现明显回落。因此，2023 年新兴市场国家的经济表现将更加有赖于内部经济的韧性。展望 2023 年，海外经济衰退风险逐渐加大，国内外经济周期再度错位，中国经济在全球经济中将发挥“压舱石”的作用。不过，外需对中国经济的支撑将进一步减弱，中国经济将从“外循环”更多转向依赖“内循环”：一方面，明年中国出口市占率的优势有望延续，但货币紧缩和去库存开启所带来的外需收缩，将成为我国出口面临的主要压力；另一方面，全球供应链重置的可能性，会给中国出口的持续增长带来潜在压力。而随着“内循环”重要性的提升，以及海外发达经济体货币紧缩接近终点，国内财政、货币政策空间有望逐步打开。

2022 年，新冠疫情对全球经济的冲击进一步弱化，但在俄乌冲突等“黑天鹅”事件的冲击下，“滞胀”却接踵而至。展望 2023 年，随着货币政策紧缩的作用持续显现，预计全球经济增长将进一步放缓，通胀有望明显缓和，全球经济可能步入“滞胀”的下半场。在此背景下，以美欧为代表的发达经济体走向衰退的可能性不容低估，而外需回落将对新兴经济体造成冲击，“内循环”对于新兴经济体重要性将更加凸显。

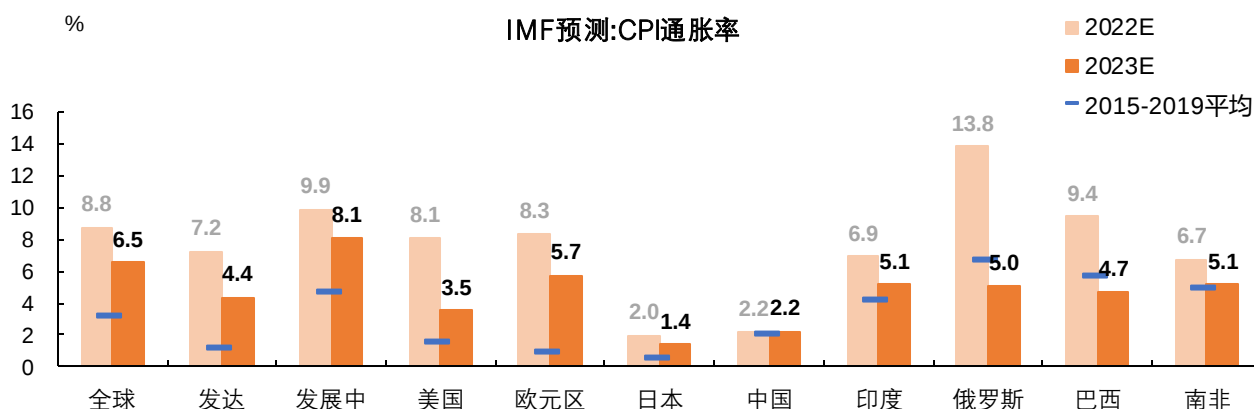
一、全球“滞胀”步入下半场

回顾 2022 年，新冠疫情对全球经济的冲击进一步弱化，但“滞胀”却接踵而至。年初，俄乌冲突爆发导致能源价格蹿升，国际油价一度突破 130 美元/桶，加剧了欧美等经济体的通胀压力。在全球通胀不断升温背景下，经济增长前景却愈发黯淡；在贸易逆差大增、库存超预期走低等因素影响下，美国经济在今年上半年陷入“技术性衰退”；而能源供给紧张之下，欧洲经济表现更加疲软，英国经济或已陷入衰退。在“滞”与“胀”的十字路口，以美联储为代表的海外货币当局纷纷选择强力紧缩抗击通胀，全球金融状况不断收紧。

展望 2023 年，预计全球经济增长将进一步放缓，通胀有望明显缓和。当前货币政策紧缩已开始对需求产生明显的抑制作用，未来一段时间内，全球经济增长将随着需求的走弱进一步放缓。但是，尽管货币政策持续处于紧缩状态，通胀回落速度可能相对有限，2023 年全球通胀水平或仍高于 2% 的通胀目标水平。总的来看，2023 年全球经济可能步入“滞胀”的下半场。

2023 年全球通胀料将具备一定粘性。一是，能源市场或依旧处于紧平衡状态。本轮冬季能源紧缺风险犹存，且今冬天然气库存大量消耗后，2023 年冬季欧元区的能源风险或将进一步加大。同时，能源转型长期性抬升成本，在新能源的稳定性和抗风险能力不足的背景下，短时间内对于旧能源的依赖度难以大幅下降。另外，OPEC+ 的决策逻辑变化、中国经济重启带来能源需求回升、地缘政治局势尚不明朗等因素，均是国际能源价格波动的潜在风险点。二是，疫情长期影响与就业恢复不足。新冠疫情后，全球劳动力供给恢复迟缓。国际劳工组织（ILO）数据显示，截至 2022 年三季度，全球工作时间较 2019 年底仍下降了 1.4%。这背后可能的原因包括新冠疫情仍在压制居民实际工作时长、部分劳动力永久性退出就业市场等。劳动力市场吃紧，或将持续引发工资上涨压力，加剧企业成本负担的同时，“工资-通胀”螺旋风险也在上升。三是，国际供应链尚未完全修复。当前，国际航运价格仍明显高于疫情前水平。截至 2022 年 11 月，波罗的海货运指数（FBX）和上海出口集装箱运价指数（SCFI）较 2019 年同期仍分别高出 136% 和 71%。同时，海外仓储环节的压力更甚。美国物流经理人指数（LMI）显示，截至 2022 年 11 月，库存成本和仓储价格指数持续高于 70，仍处于快速攀升阶段。此外，新冠疫情爆发后，经济全球化进程进一步放缓，尤其是欧美发达国家对于产业链的安全性、稳定性和自主性有更高诉求，也意味着国际分工的成本优势可能长期性下降。四是，海外货币紧缩在遏制通胀方面存在局限性。一方面，美欧发达经济体加息过程中，大量资金回流本土，实质上填补了本币流动性，部分抵消了货币紧缩的效果。另一方面，在通胀冲击、政治决策等因素的制约下，海外发达经济体大范围实行“紧财政”难度较大，而在财政退坡不足的情况下，货币紧缩可能“独木难支”。综合来看，预计 2023 年大部分经济体通胀率水平仍将明显高于 2015-19 年平均水平、也高于 2% 的普遍通胀目标水平。

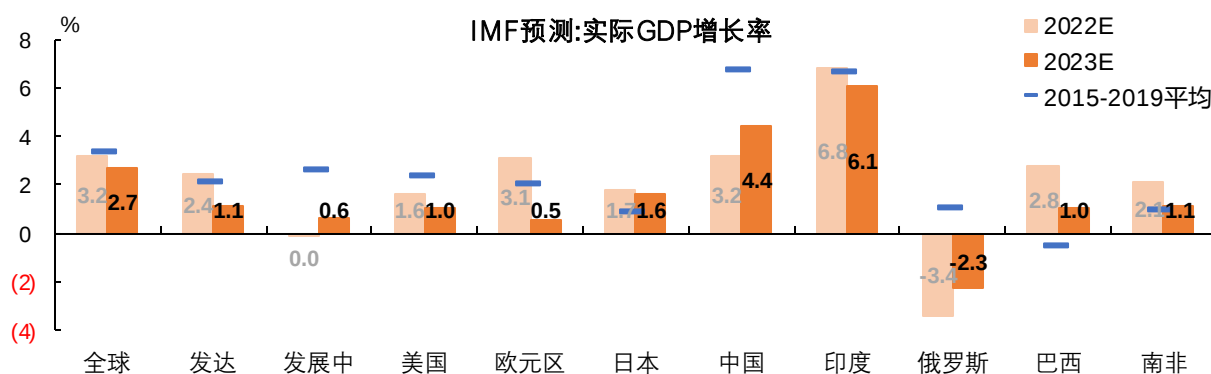
图表1 IMF 预计 2023 年全球通胀水平仍高于疫情前



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

而全球货币政策保持紧缩立场，将削弱经济增长前景。截至 2022 年底，美联储已连续加息 7 次，至 4.25%。最新点阵图显示，2023 年美国政策利率高点大概率超过 5%，美联储主席鲍威尔强调加息还有“很长一段路要走”，更是较为明确地表示 2023 年可能不会降息。与此同时，欧央行释放了更加强烈的“鹰派”信号，称 2023 年的几次会议可能都维持 50 个基点的加息幅度，市场预期欧元区终端利率或达到 3.5% 以上。欧央行行长拉加德也强调，不会将利率抬至高点后立刻降息，而是会将利率维持在限制性水平之上一段时间，直至足以确保通胀能及时回到 2% 的中期目标。而去年 12 月至 2022 年底，英国央行连续加息 9 次，将政策利率提高至 3.5%。再 2022 年 12 月的议息会议上，英国央行在放缓单次加息幅度的同时，同样强调“未来可能还会进一步加息”。从美联储、欧央行、英央行等的表态可以看出，尽管目前全球通胀压力出现一定缓和，但海外发达经济体货币当局的政策重心仍是将通胀压低至“可控”范围内，且不惜付出经济放缓甚至衰退的代价。因此，2023 年全球货币政策转向宽松的希望不大，美、欧等经济体政策利率仍将处于高位，对经济基本面的压制作用将持续显现。

图表2 IMF 预计 2023 年全球经济增长水平将低于疫情前



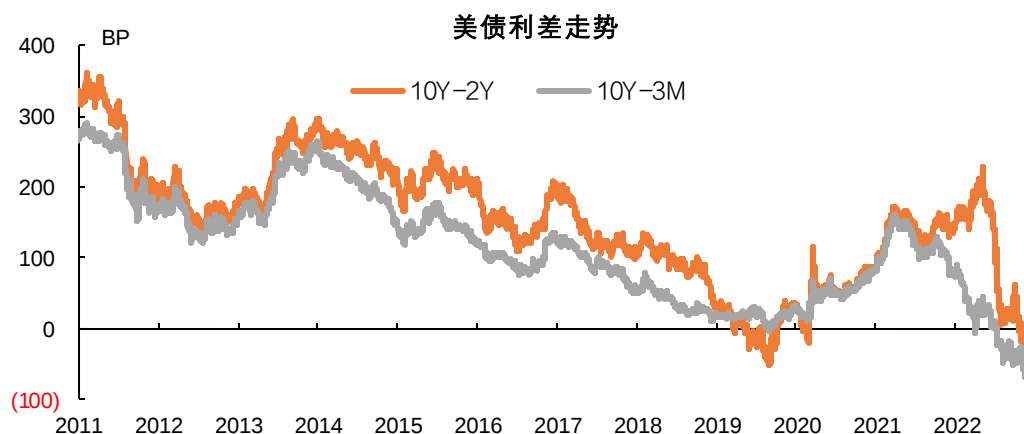
资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

二、发达经济体走向衰退

美国经济衰退风险不容低估。2022 年以来，美国国内通胀迅速升温，美联储不断加快加息步伐，市场对于美国经济衰退的预期亦不断发酵。美债收益率曲线不断平坦化，长短端美债利差倒挂程度加深，就是这一点最鲜明的体现：2022 年 12 月 15 日，10 年与 2 年、3 个月美债利差最大倒挂程度分别达到 90BP、84BP，均创下了 1982 年以来新高。尽管今年以来对美国经济即将步入衰退的预期不断升温，但从实际经济数据来看，目前美国经济仍表现出一定的韧性，如三季度美国实际 GDP

环比折年率出现反弹、劳动力市场紧张、失业率持续保持低位、通胀下行缓慢等现象，均指向这一点。“强现实”与“弱预期”之间的巨大差距，或许意味着美国经济将会非线性地走弱。

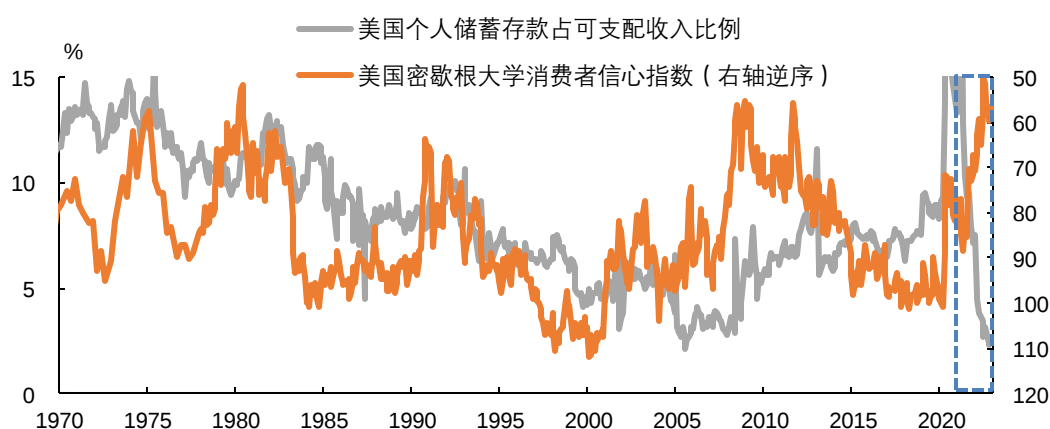
图表3 今年以来美债利差明显倒挂，美国经济衰退预期升温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

一是，疫情过后美国居民消费习惯发生变化，财政补贴后的消费缺乏理性，未来消费收缩或比预期得更快。疫情爆发后，在政府大规模财政刺激的作用下，美国居民消费行为、习惯发生改变，突出表现便是边际消费倾向明显上升：2022年4月开始，美国个人消费支出占可支配收入比重持续保持在94%以上，明显高于疫情前90%左右的水平。但在美国居民消费持续旺盛、储蓄率持续下降的同时，消费者信心却不断走低，12月密歇根大学消费者信心指数仅为59.1，与国际金融危机爆发后水平相当。这一系列的现象表明，未来美国消费或出现超预期的收缩。

图表4 储蓄率走低的同时，美国消费者信心指数同样低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所

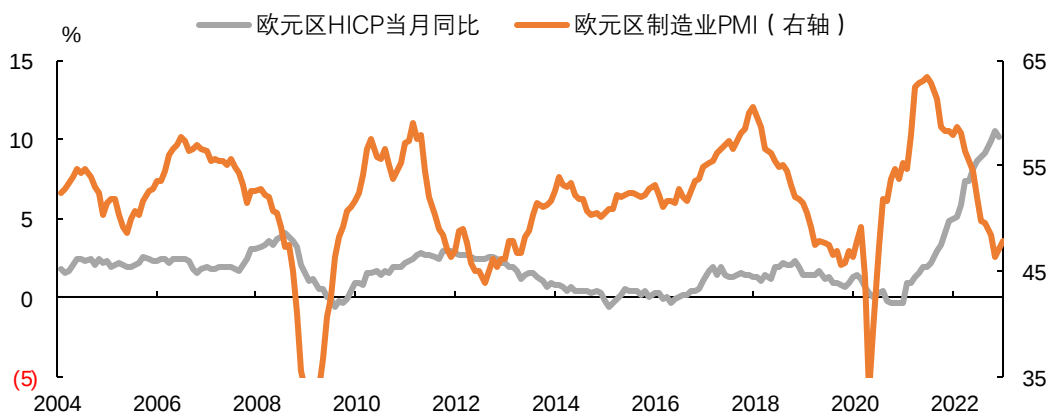
二是，加息将对投资活动持续产生抑制。当前美国政策利率正处于近十几年来高位，而对利率环境较为敏感的投资需求已出现了明显的降温。一方面，加息已对房地产市场造成直接影响。2022年以来，随着美国地产销售减弱，住宅投资开始出现放缓迹象。根据美国房屋建筑商协会（NAHB）统计，近十年美国住宅投资占GDP比重3-5%。我们预计，美联储加息或使2023年美国住宅投资增速下滑15%左右，继而拖累GDP增速约0.6个百分点。另一方面，加息也将抑制企业的投资意愿。

如美国中小企业乐观指数中资本支出计划分项指数持续下滑，预示着未来美国企业投资将进一步放缓。上世纪 70 到 80 年代经验显示，加息的政策效果具有一定的滞后性。今年二、三季度，美国私人投资对 GDP 环比折年率的贡献分别为-2.83、-1.71 个百分点，投资开始成为美国经济的主要拖累之一，而 2023 年投资对美国经济的拖累或将更加明显。

三是，库存与贸易逆差的“缓冲池”作用减弱。2022 年下半年以来，美国库存与贸易逆差的“均值回归”成为了美国经济的“缓冲池”：今年三季度，美国私人存货、净出口对实际 GDP 环比的拉动分别为-0.97%、2.93%，分别较二季度增加了 0.94、1.77 个百分点。但往后看，两大“缓冲池”对美国经济的支撑或出现走弱。库存方面，目前美国库存处于历史最高水平，后续库存大概率将增速放缓甚至出现总量回落。从库存总额来看，截至 2022 年 10 月美国库存总额达到 2.47 万亿美元，不仅为历史最高位，也远超疫情前的趋势增长水平；分经销商来看，位于上、中、下游的制造商、批发商、零售商库存总额今年来均持续回升，且上、中游制造商、批发商向下游零售商的“库存再平衡”过程仍未结束；从同比增速来看，截至今年 10 月美国库存实际同比增速（库存总额同比-CPI 同比）为 8.8%，较 8 月 10%的增速高点已出现回落。贸易方面，目前美国贸易差额已从历史底部回升，贸易逆差缩窄已进入“下半场”，回升速度或将放缓，商品与服务净出口对于其经济的“缓冲”作用也将减弱。

相对美国，欧洲经济前景更不乐观。首先，欧洲目前通胀率更高、对消费的压制更大。截至 2022 年 11 月，欧元区 HICP 同比仍达到 10.1%，高于同期美国 CPI 同比 3.0 个百分点。尤其是，当前欧元区通胀更受能源价格影响，货币紧缩效果不佳、短期难以明显降温。**其次，欧洲经济基本面更为疲软。**今年 7 月以来欧元区制造业 PMI 率先跌入荣枯线以下，并持续至今；而英国经济已经率先进入衰退。**最后，欧洲经济面临的风险更高、不确定性更强。**目前，地缘政治的不确定性使得欧洲面临的通胀压力仍存变数，而欧元区成员国财政状况不同，“碎片化”风险更高。一旦通胀再度失控、货币紧缩步伐过快，便可能引发经济金融风险，今年 6 月欧债市场的大幅波动便是一例。

图表5 当前欧洲通胀水平更高，但经济基本面疲软



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_50471

