

欧美通胀回落，高利率持续，经济疲软下行

——2023 年海外宏观经济展望

相关研究：

- 1.《美联储加息75个基点，软着陆不确定性提高》 2022.09.22
- 2.《核心服务通胀维持高位，美国9月CPI再超预期》 2022.10.17
- 3.《美国三季度GDP超预期，仍难掩衰退迹象》 2022.11.01
- 4.《非农数据继续超预期，给美联储放松加息带来扰动》 2022.12.21
- 5.《加息速度降至50BP，劳动力短缺仍是主要问题》 2022.12.23

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 世界经济面临的三重压力：高利率、能源供给短缺、强美元

2022 年，在疫情和俄乌冲突影响下各国极度宽松货币政策刺激了消费，然而能源供给短缺、供应链压力和劳动力短缺等问题并没有得到解决，从供给端引发了高通胀，出现通胀预期强化、经济波动加剧、工资-通胀螺旋风险和金融风险上升等问题。我们认为 2023 年各经济体的经济走势关注的焦点有所不同：美国经济主线逻辑仍然是抗拒通胀的紧缩货币政策，欧洲主要看俄乌冲突下的能源供给替代。此外，除美国外其他国家还面临美元走强的冲击。预计 2023 年随着需求进一步回落，通胀压力将得到小幅缓解，但高利率、强美元使全球经济进一步承压。

□ 美国通胀越过顶点但下降速度缓慢，经济或整年维持疲软

预计通胀见顶后缓慢回落，但仍高于长期平均通胀水平。疫情后通胀高企主要源于国际环境的不稳定、疫情的冲击导致劳动力短缺、能源和粮食供给不足。我们通过细分项的趋势剖析通胀的未来走势。能源通胀方面，能源需求“东升西降”，供给收缩可能性较大，能源价格将有较强的底部支持。核心商品方面，预计明年处于下行通道，有利于整体通胀减缓。核心服务回落较慢，劳动力短缺短期内难以弥补。总体来看，通胀将会缓慢下降，在 1 季度末 2 季度初时下降至 5.5% 左右，年底降至 3.5% 左右。

加息速度将放缓，持续时间更长，一季度终端利率见顶。紧缩的货币政策收紧了金融条件，对经济活动构成负面影响，尤其是房地产等利率敏感部门。大多数经济部门的商业情绪恶化，更高的利率提高了居民和企业的借贷成本，支出和投资已经放缓。通过梳理议息会议对通胀和终端利率的判断以及联储委员观点，我们认为 2023 年美国货币政策将淡化“前瞻指引”，根据通胀走势以及经济金融数据细化调整加息节奏。预计在一季度达到终端利率，并维持至年末。相较于沃尔克，美联储主席鲍威尔更像格林斯潘机会主义。若经济衰退程度超过技术性衰退范畴（连续两个季度 GDP 负增长），则美联储可能会提前降息。

内生增长动力不足叠加高利率，预计整年经济难有起色。从经济周期来看，美国正由过热期向衰退期过渡。疫情期间大规模的财政、货币政策刺激了国内经济，消费需求强劲。但由于供给瓶颈问题难以得到缓解，加息后居民部门财富效应受压制，总需求放缓无法避免，实际可支配收入下降，金融市场脆弱性进一步显现。在 2023 年美国内生动力不足，消费和投资走弱的情况下，美国经济走向衰退概率加大。我们预计 2023 年美国可能在年中时期陷入衰退，整年经济维持疲软状态，增长率在 0.5% 左右。

□ 欧元区能源危机或将持续，大概率陷入衰退

欧天然气储备已达上限，短期通胀压力减缓，但仍不足以度过寒冬。

天然气是俄乌冲突之后，欧盟短期内最难以补齐缺口的能源。目前欧盟已完成超 90% 的储备量，但仍不足以安全度过冬天。欧盟内部由于荷兰格罗宁根气田存在安全隐患无法扩大生产规模。液化天然气 (LNG) 进口受全球运输船运力和欧盟泊位、接收站等影响，进口数量难以弥补天然气缺口。再加上中国经济重启对能源需求进一步提升，可能进一步提高供需缺口。我们预计随着欧元区天然气储备率达上限，能源价格增速出现下降，2023 年一季度欧元区能源通胀将达到顶点并有所缓解，但下行幅度有限。

通胀传导加速，劳动力短缺问题将阻碍中长期通胀回落。由于疫情的影响，欧元区也存在劳动力市场偏紧、匹配效率下降的问题。欧元区失业率为 6.5%，已处于有统计数据以来的新低。同时职位空缺率 (3.2%)、劳动力成本指数 (4.0) 也不断攀升，表明劳动力供需失衡并进一步导致劳动力成本提高。此外，由于供给受限且范围较广，企业议价能力增强，选择将通胀成本转移给居民，造成通胀传导加速。我们预计 2023 年欧元区仍然面临劳动力市场偏紧、劳工薪资增长维持高水平的问题，并对通胀形成支撑作用。由于能源通胀传导的滞后性，预计核心通胀可能在下半年见顶小幅回落。

紧货币政策与美联储相似，但持续时间可能更久。2022 年 12 月欧央行拉加德宣布放缓加息速度至 50bp，以稳健的速度上升并在限制性水平上维持一段时间，确保通胀能回到目标水平。欧元区货币政策节奏与美联储基本上一致。但按照目前通胀走势的演绎，欧元区所面临的通胀压力要远高于美国。若要实现将利率降回 2% 的长期平均目标，那限制性利率持续时间将超过美国。这也意味着欧元区面临金融条件紧缩，经济承压下行至衰退的风险更高。

强美元、出口竞争力减弱加剧了欧元区衰退风险。美国货币政策通过金融渠道影响资产的价格、债券收益率、企业盈利预期等，从而带来溢出效应的传导。短期来看，由于供给短缺，强美元会导致以美元计价的大宗商品更贵，进口品和投入品的价格上涨并传导至商品价格加剧欧元区通胀。长期来看，美国是欧元区第一大出口贸易伙伴，全球同步收缩的货币政策势必会导致全球需求放缓，减少从欧元区进口，导致经济增速放缓。由于进口能源短缺、美元升值导致大宗商品价格不断攀升削弱欧元区出口竞争力，再加上第一大出口伙伴国美国经济处于下行通道，制造业、消费需求疲软，我们预计 2023 年欧元区出口将出现下滑，经济将大概率出现衰退，经济增速在 -0.5%-0% 之间。

□ 风险提示

全球疫情反复；地缘冲突进一步升级。

正文目录

1 世界经济面临的三重压力：高利率、能源供给短缺、强美元.....	1
2 美国通胀回落看劳动力市场，经济或整年维持疲软.....	2
2.1 通胀见顶小幅回落，但仍高于长期平均通胀水平.....	2
2.2 紧缩货币政策将放缓，但持续时间更久.....	13
2.3 内生增长动力不足叠加高利率，预计整年经济难有起色.....	17
3 欧元区能源危机或将持续，大概率陷入衰退.....	21
3.1 欧天然气储备已达上限，短期通胀压力减缓，但仍不足以度过寒冬.....	23
3.2 劳动力短缺问题将阻碍中长期通胀回落.....	24
3.3 紧货币政策与美联储相似，但持续时间可能更久.....	27
3.4 强美元、出口竞争力减弱加剧了欧元区衰退风险.....	28
4 风险提示.....	31

图表目录

图 1 世界各国通货膨胀高企.....	1
图 2 美元指数见顶回落.....	2
图 3 美国 CPI、核心 CPI 环比变化：季调 (%).....	3
图 4 美国 CPI、核心 CPI 同比变化：季调 (%).....	3
图 5 美国 CPI 分项情况（截止 2022 年 10 月）.....	4
图 6 美国 CPI 分项同比：季调 (%).....	4
图 7 食品、能源 CPI 同比：季调 (%).....	5
图 8 美国原油和石油产品出口上升，库存下降.....	6
图 9 全球供应链压力指数、核心商品 CPI、美元指数.....	7
图 10 MANHEIM 二手车价格指数.....	7
图 11 住房项 CPI 与领先指标对比 (%).....	8
图 12 美国新增非农就业人数：季调（千人）.....	9
图 13 美国劳动力市场供需缺口（千人）.....	9
图 14 移民政策和新冠疫情减少了美国移民人数.....	10
图 15 近年来外国工人占比较高的行业职位空缺率更高.....	10
图 16 贝弗利奇曲线外移，劳动力匹配效率下降.....	11
图 17 YOUNG 统计美国各党派最关心的问题（截止 22 年 11 月 29 日）.....	11
图 18 美国劳动力参与率较疫情前差距难以弥合 (%).....	12
图 19 美国失业率处于历史低位 (%).....	12
图 20 美国非农就业缺口基本补齐，新增非农就业人数减缓（千人）.....	13
图 21 美联储联邦基金利率 (%).....	14
图 22 美联储实际联邦基金利率为负 (%).....	14
图 23 CME FEDWATCH 预计 1 月加息 50BP 概率超过七成.....	15
图 24 CME FEDWATCH 预测美联储加息路径（2022/12/16）.....	16
图 25 美国个人储蓄率降至近年来新低 (%).....	18

图 26 美国房屋销售增速大幅下降 (%)	19
图 27 美国正处于主动去库存阶段 (%)	20
图 28 美债收益率曲线 10Y-3M、10Y-2Y 出现倒挂	20
图 29 美国 PMI 持续下滑，制造业 PMI 已低于荣枯线	21
图 30 欧元区 HICP 权重和 10 月通胀情况	21
图 31 能源和食品项逐渐成为欧元区 HICP 通胀主要贡献项	22
图 32 2021 年以来，供给端成为非能源工业产品通胀的主要原因	22
图 33 2021 年下半年供给不足传导至服务行业	23
图 34 欧元区职位空缺率 (%)	24
图 35 欧元区失业率创新低 (%)	25
图 36 欧元区劳动力成本指数 (%)	25
图 37 欧盟劳工工资涨幅较低，企业将通胀成本转嫁给居民	26
图 38 受通胀影响，居民实际收入增速为负	27
图 39 本轮欧元区基准利率上升速度超过以往 (%)	27
图 40 欧元区出口占 GDP 比重不断上升 (%)	28
图 41 欧元区 GDP 与出口高度相关 (%)	29
图 42 受进口能源价格影响欧元区外贸条件恶化	29
图 43 美国是欧元区第一大出口贸易国	30
图 44 欧元区消费者信心指数、SENTIX 投资信心指数低位小幅回升	30
表 1 12 月议息会议静默期前美联储官员演讲观点	16

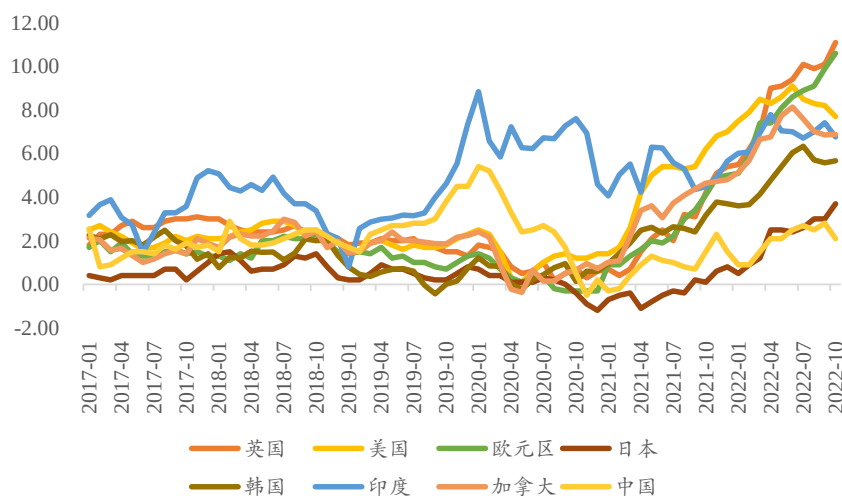
1 世界经济面临的三重压力：高利率、能源供给短缺、强美元

2022 年，在疫情和俄乌冲突影响下各国极度宽松货币政策刺激了消费，然而能源供给短缺、供应链压力和劳动力短缺等问题并没有得到解决，从供给端引发了高通胀，出现通胀预期强化、经济波动加剧、工资-通胀螺旋风险和金融风险上升等问题。

10 月美国 CPI 同比增长 7.7%、欧盟 HICP 同比增长 10.6%（其中最低为法国 7.1%，最高为爱沙尼亚 22.5%），通胀大国阿根廷和土耳其同比增长 88%、85.5%。为应对全球通胀，各经济体央行也开启了加息周期，欧美等央行借鉴“大通胀”时期经验，实施紧缩货币政策应对本次危机，美联储已累计加息 425bp，欧洲央行累计加息 250bp，但通胀均还尚未出现明显转向，尤其是欧元区。顽固且高企的通胀压力导致分母端压力超过市场预期，全球美元金融流动性收紧，金融市场不稳定性加剧。

我们认为 2023 年各经济体的经济走势关注的焦点有所不同：美国经济主线逻辑仍然是抗拒通胀的紧缩货币政策，欧洲主要看俄乌冲突下的能源供给替代。此外，除美国外其他国家还面临美元走强的冲击。大宗商品价格上涨和美元走强同时出现，打破了以往美元升值对应（以美元计价的）大宗商品价格走弱的历史趋势，导致各国金融压力增加，经济增长受到拖累。预计 2023 年随着需求进一步回落，通胀压力将得到小幅缓解，但高利率、强美元使全球经济进一步承压。

图 1 世界各国通货膨胀高企



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 美元指数见顶回落


资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 美国通胀回落看劳动力市场，经济或整年维持疲软

2.1 通胀见顶小幅回落，但仍高于长期平均通胀水平

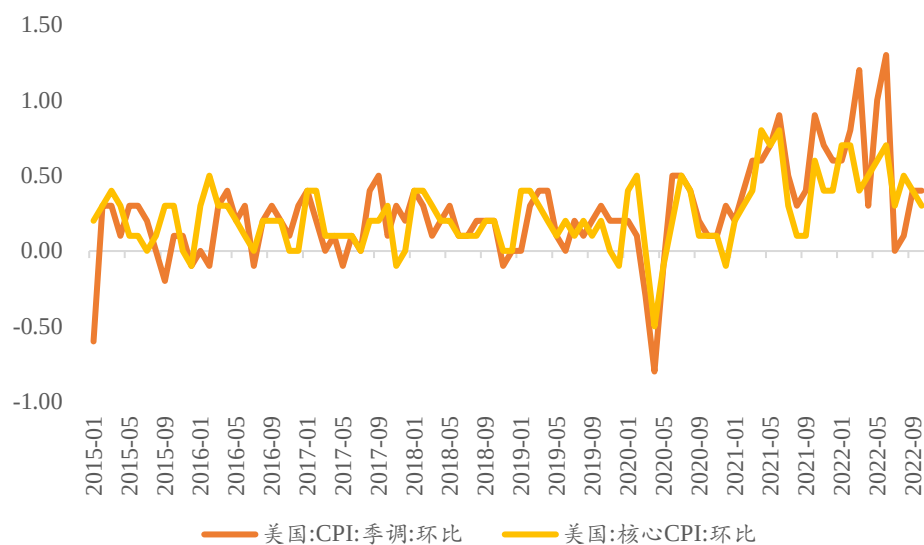
疫情后通胀高企主要源于国际环境的不稳定、疫情的冲击导致劳动力短缺、能源和粮食供给不足。疫情后需求反弹对关键商品的需求激增，导致供需失衡和价格大幅上涨。俄乌冲突又进一步加剧了供需矛盾，能源和粮食价格再次飙升，最终转嫁给消费者，损害居民实际收入水平。

在能源和交通运输领域出现通胀压力时，美联储主席鲍威尔认为“通胀只是暂时的”，并没有“在宴会渐入佳境之时收走酒杯”，错失控制通胀的最佳时机。美国 CPI 从 2021 年 2 月的 1.7% 一路上涨至 2022 年 6 月的 9.1%，为持续的经济疲软埋下隐患。

本次通胀问题主要来自供给端，美联储只能通过收紧金融条件，抑制需求带动供需缺口弥合来恢复供需平衡从而达到压低通胀的目的。我们预计明年通胀将持续回落，但是由于劳动力市场强劲、全球局势紧张问题导致的能源供给约束仍然存在，回落幅度有限，降至 2% 的长期通胀目标概率较低。

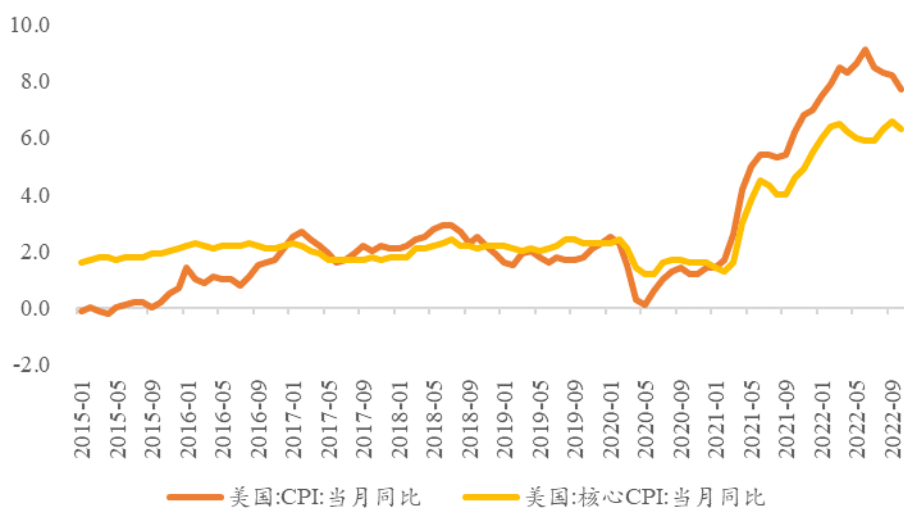
通胀是美联储加息的关键考虑因素，美联储主席鲍威尔以及多位官员在演讲中表示控制通胀控制是首要任务，在看到通胀有实质性回落趋势之前不会考虑降息，即使美国经济可能出现衰退。美联储在制定目标利率时会根据更多经济数据表现来评判，因此我们将通胀拆分成食品和能源、核心商品、核心服务，通过细分项的趋势剖析通胀的未来走势。

图 3 美国 CPI、核心 CPI 环比变化：季调 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 美国 CPI、核心 CPI 同比变化：季调 (%)



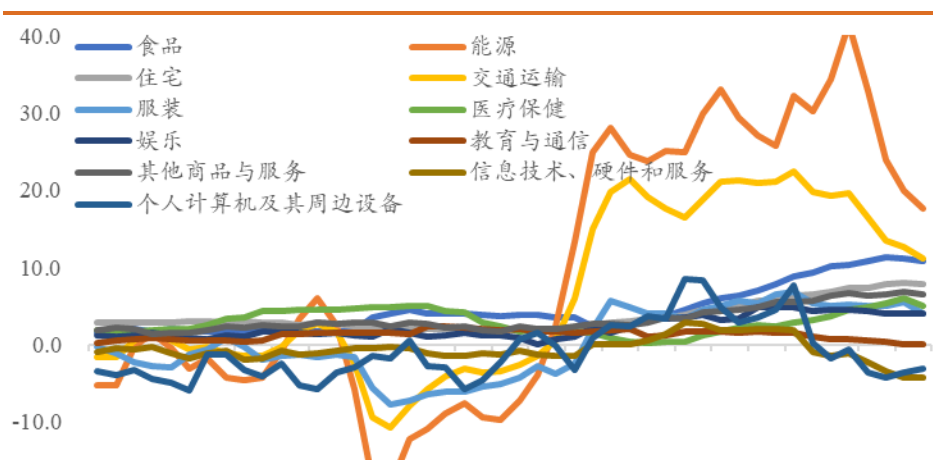
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 美国 CPI 分项情况（截止 2022 年 10 月）

	占比 (%)	2022年7月	2022年8月	环比:季调 2022年9月	2022年10月	10月同比: 非季调
CPI	100	0.0	0.1	0.4	0.4	7.7
食品	13.71	1.1	0.8	0.8	0.6	10.9
家庭食品	8.51	1.3	0.7	0.7	0.4	12.4
非家庭食品	5.20	0.7	0.9	0.9	0.9	8.6
能源	8.01	-4.6	-5.0	-2.1	1.8	17.6
能源类商品	4.31	-7.6	-10.1	-4.7	4.4	19.3
燃油	0.15	-11.0	-5.9	-2.7	19.8	68.5
汽车燃料	4.09	-7.6	-10.5	-4.8	4.0	18.1
能源服务	3.70	0.1	2.1	1.1	-1.2	15.6
电力	2.69	1.6	1.5	0.4	0.1	14.1
公用（管道）燃气服务	1.02	-3.6	3.5	2.9	-4.6	20.0
核心CPI	78.29	0.3	0.6	0.6	0.3	6.3
核心商品	21.18	0.2	0.5	0.0	-0.4	5.1
服饰	2.48	-0.1	0.2	-0.3	-0.7	4.1
新交通工具	4.06	0.6	0.8	0.7	0.4	8.4
二手车、卡车	3.83	-0.4	-0.1	-1.1	-2.4	2.0
医疗护理商品	1.47	0.6	0.2	-0.1	0.0	3.1
核心服务	57.11	0.4	0.6	0.8	0.5	6.7
住房	32.62	0.5	0.7	0.7	0.8	6.9
租金	7.35	0.7	0.7	0.8	0.7	7.5
业主等价租金	23.98	0.6	0.7	0.8	0.6	6.9
医疗服务	6.89	0.4	0.8	1.0	-0.6	5.4
运输服务	5.95	-0.5	0.5	1.9	0.8	15.2

资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 美国 CPI 分项同比：季调 (%)



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_50594

