

宏观深度报告

2023 海外经济与市场九问

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号

S1060523010001

FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 本篇报告通过九个问题，探讨 2023 年海外市场核心关注点，以期更好地把握全年经济和市场演绎的节奏与变数。
- 一问：美国如何衰退？美国经济下行趋势确立，分歧在于“衰退”的程度和时间。当前市场主流预期是“软着陆”，但我们的观点更偏谨慎，尤其认为美国经济结构将恶化、就业市场未必持续强劲、通胀回落未必能够促进消费、美联储未必“关注增长”等。我们的基准预期是，美国衰退程度不弱，衰退可能始于二季度、终于四季度，持续 6-9 个月左右。
- 二问：美联储如何走？美联储开年“鸽派”定调，但货币政策仍保留灵活性。美联储平衡“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足）是困难的。我们认为，美联储更需要“制造衰退”而不是“关注增长”：一方面，当前加息路径（终端利率升至 5% 左右并维持较长时间）或已足以引发衰退；另一方面，若就业软化和通胀不足，美联储紧缩仍可能加码。
- 三问：欧债风险几何？2023 年欧债风险尚未解除：当前欧债压力并不亚于 2010 年欧债危机前夕，且德国经济遭遇“逆风”是新的不利因素。欧央行更可能是风险的“制造者”而不是“化解者”，通胀压力将极大地限制欧央行救助空间。此外，能源风险是欧债风险的一条“暗线”。虽然欧债危机“重演”不是大概率事件，但可能放大欧元资产的脆弱性。
- 四问：日本会“加息”么？日本央行首次上调 YCC 目标反映了原有货币政策的缺陷。全年来看，在通胀压力以及市场预期的“自我实现”效应下，日本央行仍有可能调整 YCC 上限，甚至不排除改变货币宽松立场。不过，日本货币政策的调整大概率是渐进式的，因输入性通胀压力有望缓和，且过于激进的政策调整不利于金融稳定。
- 五问：新兴市场的春天来了么？2023 年新兴市场有望迎来“春天”：一方面，受益于全球风险偏好回升，且“资本回流”空间较大；另一方面，新兴市场经济基本面更优于发达市场，可强化对资金的虹吸能力。不过，新兴市场内部投资机会有一定分化，中国香港、越南、印度等地值得关注，巴西、印尼等资源出口型经济体有待观察。
- 六问：美债和黄金怎么选？美债和黄金在美国衰退时期均有配置价值。全年来看，美债走强较为确定，预计 10 年美债收益率在上半年于 3.5% 附近高位震荡，下半年有望回落至 3% 左右。相较之下，黄金走势面临更大不确定性，尤其需警惕年初金价“起点过高”，因而我们对当前节点的黄金配置价值更偏谨慎。

- **七问：美股何时反弹？** 全年来看，通胀回落和货币政策转向，将为美股反弹创造条件。1970-80 年代的历史经验显示，在美联储“制造”的衰退中，美股反弹力度较强，只不过反弹节点或出现在衰退中后期。对应当下，本轮美股反弹节点更可能在 2023 年下半年，年初美股“金发女孩”行情或有些“抢跑”。
- **八问：美元下跌多少？** 美国经济衰退、美联储转向，或驱动美元走弱。但全球经济金融风险犹存，避险需求或将限制美元跌幅。欧元和日元底色是美元汇率的另一面。我们认为，欧元汇率具有较大不确定性，年初乐观预期可能过满；日元汇率反弹空间亦可能受限，后期反弹需待美欧衰退兑现。综合判断，2023 年美元指数波动中枢有望下移至 100 左右。
- **九问：原油弱还是强？** 需求方面，美欧经济衰退风险是 2023 年原油市场的主要下行压力，但中国等亚太经济复苏或能较大程度上抵消需求下滑；供给方面，欧佩克等生产决策更加灵活，意味着油价单边下滑的可能性不高；全球能源转型尚未告捷，传统能源“稀缺”逻辑或成多头的“兴奋剂”。我们对 2023 年原油价格持中性判断，油价波动中枢或在 80-85 美元/桶。
- **风险提示：** 美国经济和通胀形势超预期，海外央行政策变化超预期，各国内部经济超预期变化，国际地缘政治风险上升等。

正文目录

一问：美国如何衰退？6

二问：美联储如何走？10

三问：欧债风险几何？ 11

四问：日本会“加息”么？13

五问：新兴市场的春天来了么？15

六问：美债和黄金怎么选？18

七问：美股何时反弹？20

八问：美元下跌多少？22

九问：原油弱还是强？24

图表目录

图表 1	关键期限美债利率倒挂是衰退预警信号	6
图表 2	“着陆指数”暗示 2023 年美国明显走弱	6
图表 3	海外投资机构对 2023 年美国经济的看法较为乐观	7
图表 4	美国商品消费增长乏力	8
图表 5	美国住宅投资大幅降温	8
图表 6	美国咨商会对美国经济的预测	8
图表 7	截至 2023 年 1 月，美国就业缺口仍超 400 万	9
图表 8	美国失业率和经济增长存在反比关系	9
图表 9	美国通胀压力已由供给端转向需求端	9
图表 10	“非供给因素”在美国通胀中约占 50%	9
图表 11	1980-82 年美国“菲利普斯曲线”回归	10
图表 12	2010 年以来美国“菲利普斯曲线”并未消失	10
图表 13	里士满联储测算 2022Q3 美国自然利率约 1.3%	11
图表 14	截至 2022 年底，美联储实际加息效果相当于（全球金融危机前）已加息超过 6%	11
图表 15	2023 年欧元区多数成员债务率或高于 2010 年	12
图表 16	德国不再是欧元区经济的“领头羊”	12
图表 17	欧央行持续加息或将增大欧债风险	13
图表 18	本轮欧央行救助政策受到高通胀约束	13
图表 19	欧债压力与英国天然气价格走势相关	13
图表 20	本轮冬季欧洲能源储备仍有不足风险	13
图表 21	2022 年 9 月以来，10 年日债利率频繁触碰 YCC 政策上限	14
图表 22	日本 CPI 通胀率仍在上探	14
图表 23	YCC 调整后日本央行加大购债力度	14
图表 24	日本 CPI 结构分化，服务通胀仍低	15
图表 25	日本央行预测 2023 年核心 CPI 回落至 2% 以下	15
图表 26	新兴市场股市与美联储政策周期具有相关性	16
图表 27	新兴市场股票与美股表现往往方向一致	16
图表 28	2022 年新兴市场资本流入大幅放缓	16
图表 29	2022 年新兴市场汇率指数下跌，近两个月反弹	16
图表 30	2022-23 年主要新兴市场地区经济数据比较	17
图表 31	2022 年下半年多数新兴市场出口增速下滑	18
图表 32	东盟与亚太地区的贸易体量大于美欧	18
图表 33	1978 年以后的 6 轮美国衰退前后，美债和黄金价格整体上都保持强势	19
图表 34	1980 年代美债利率主要跟随政策利率波动	19
图表 35	预计 2023 年 10 年美债利率先震荡、后下行	19
图表 36	近半年金价尚未反映美国通胀预期降温	20

图表 37	近半年金价明显高于与实际利率的历史相关性	20
图表 38	1970-80 年代美国通胀三次见顶，美股均立即反弹	20
图表 39	1981-82 年即使通胀回落，美股仍承压	21
图表 40	2023 年下半年美股有望再迎反弹	21
图表 41	1980 年代美联储“制造”的衰退中，美股跌得少、反弹多	21
图表 42	目前市场预期 2023 年美股估值明显修复	22
图表 43	目前市场预期美股“盈利底”在 2023Q1	22
图表 44	美元指数与美国经济周期相关	23
图表 45	美元指数受美国与全球经济的相对表现影响	23
图表 46	美国经济政治不确定性仍高，或支撑美元	23
图表 47	美元指数通常略晚于 10 年美债利率见顶	23
图表 48	2022 年 11 月以来美元兑欧元、日元走弱	24
图表 49	2022 年 11-12 月美债利率“跑输”欧日	24
图表 50	国际油价通常在美国衰退期间承压	24
图表 51	自 2020 年，中国原油进口量超过美欧	25
图表 52	EIA 预测 2023 年中国石油消费量将有所回升	25
图表 53	相对充足的闲置产能增加欧佩克决策主动性	25
图表 54	2022 年布伦特均价超过沙特财政盈亏平衡油价	25
图表 55	美国原油钻机数持续低于与油价的历史相关性	26
图表 56	欧洲天然气价格与国际油价走势高度相关	26
图表 57	2022 年俄乌冲突以来，美油价格持续高于其与库存水平的历史相关性	26

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，加上中国引领亚太经济迈向复苏，全球经济增长虽然仍可能放缓，但宏观环境整体有望改善，国际金融市场有望回暖。然而，海外经济走向仍存在诸多变数，美欧经济“着陆”有待兑现，通胀回落终点不明，货币政策选择仍偏谨慎，高通胀、高利率与低增长的尾部风险有待确认。本篇报告通过九个问题，探讨 2023 年海外市场的核心关注点，以期更好地把握全年经济和市场演绎的节奏与变数。

我们认为，2023 年美国经济衰退风险仍高，年初以来强烈的“软着陆”预期亟待修正，全球金融市场回暖的节点或延后至下半年。欧洲的能源和债务风险，以及日本货币政策框架调整的风险，可能阶段性加大国际市场波动；而新兴市场凭借更优的经济基本面和全球风险偏好回升，有望迎来“春天”。在美欧衰退风险的底色之下，债券和黄金等避险资产具备配置价值，股票等风险资产反弹或待衰退兑现，美元指数波动中枢或下移，原油等商品多空因素交织、不宜单边看空。

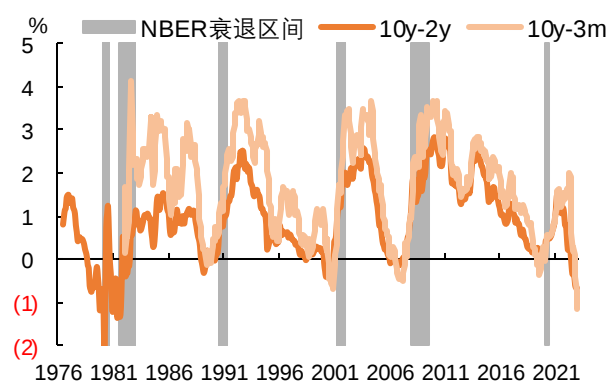
一问：美国如何衰退？

在高通胀、高利率催化下，美国经济下行趋势确立，市场分歧在于会否“衰退”，以及衰退的程度、节点和持续时间。当前市场主流预期是“软着陆”，但我们观点更偏谨慎，尤其认为美国经济结构将恶化、就业市场未必持续强劲、通胀回落未必能够促进消费、以及美联储未必能及时“关注增长”。我们的基准预期是，本轮美国衰退程度不弱，可能是一次 NBER 定义的衰退；衰退可能始于今年二季度、终于四季度，持续 6-9 个月左右。

2023 年美国经济料将继续下行，驱动因素包括供给冲击、高通胀和高利率。2020 年新冠疫情对美国经济造成巨大冲击，货币和财政刺激企图平抑经济周期，虽然消费和就业快速复苏，但也酝酿了 1980 年代以来最高的通胀；2022 年，俄乌冲突带来的供给冲击再为通胀添火，美联储不得不通过大幅紧缩（一年内加息了 4.5 个百分点），以 2023 年可能的经济衰退为代价。类似 1980-82 年，同样是供给冲击（第二次石油危机）助力高通胀，同样是美联储采取激进紧缩行动（一年内加息超 10 个百分点），美国经济陷入“美联储制造的衰退”之中。

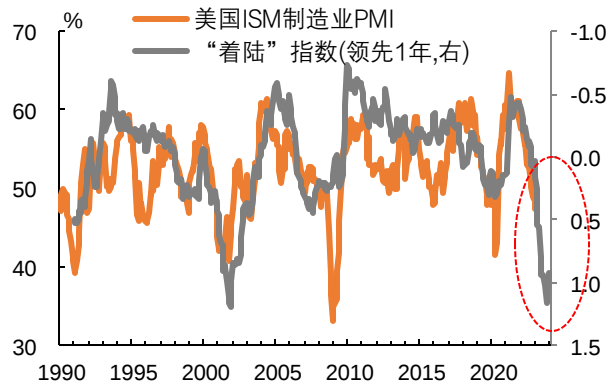
2022 年下半年以来，美国经济衰退“预警信号”强烈。1) “技术性衰退”。2022 上半年美国经济实际 GDP 连续两个季度环比负增长，打响衰退预期第一枪。历史上，几乎所有的“技术性衰退”都会被美国经济研究局（NBER）事后定义为“衰退”，但是鉴于消费、就业仍在较快增长，这一次是否会被定义为衰退仍有争议。2) 美债关键期限利差“倒挂”。这一指标是传统的衰退预警，它不仅体现了市场的有效性，也体现了金融市场对经济增长具有一定反向影响。10y-2y 和 10y-3m 美债收益率分别于 2022 年 7 月和 10 月以来持续“倒挂”、且幅度达到 1980 年代以来最深。3) PMI 与“着陆指数”。美国 ISM 制造业 PMI 自 2022 年 11 月开始低于 50 荣枯线。PMI 本身是经济的领先性指标，而我们制作了更领先的“着陆指数”（1990 年以来美国政策利率、美元指数、国际油价月度数据的离差平均值），刻画高利率、高通胀和强美元对美国经济滞后影响，它对 1990 年以来美国制造业 PMI 具有 1 年左右领先性。该指数暗示，美国经济将在 2023 年大部分时间里继续走弱，衰退程度堪比 2001 年“互联网泡沫”时期。

图表1 关键期限美债利率倒挂是衰退预警信号



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 “着陆指数”暗示 2023 年美国经济明显走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2022 年末以来，市场主流预期是美国经济“软着陆”。梳理 2022 年末的市场预期，可以发现海外投资机构对 2023 年美国经济的看法较为乐观，绝大多数预计这是一次“软着陆”，多数预计“不会衰退”，少数预计“温和衰退”。经济增长方面，多数预计 GDP 仍可实现正增长（0-1%），少数预计负增长。通胀方面，多数预计 CPI 通胀率于年末可下降至 3%以下，平均为 4-5%。货币政策方面，多数预计美联储加息至 5%左右，约半数认为年内可能降息。2023 年开年以来，通胀数据好于预期，加上美联储 2 月议息会议的鸽派表态，市场对“软着陆”的预期有所强化。IMF 在 1 月经济展望中上调美国 2023 年经济增长预测 0.4 个百分点至 1.4%。

预计美国经济“软着陆”的主要理由有四：GDP 正增长、就业韧性、通胀缓和、美联储停止紧缩（甚至降息）。1）就业市场具备韧性。多数机构预计美国劳动力市场不会大幅降温，而这对于经济而言是有利的。德意志银行判断“失业率不会大幅上升”；汇丰银行提到“健康的劳动力市场”；富国银行称“经济受到更具弹性的就业市场支撑”等。2）供应链修复与通胀缓和。大多数机构都提到“供应链修复”，并有助于通胀回落。其中，富国银行认为“通胀降温将减轻购买力压力”，这将限制消费放缓的幅度。3）美联储停止紧缩。多数机构认为，“经济增长放缓”叠加“通胀放缓”的环境下，美联储将“重新关注增长”。4）其他理由包括：居民和银行财务状况良好，地产降温风险可控，工资上涨和过剩储蓄对冲需求放缓，汽车等商品生产恢复，基建和能源转型等投资增加，财政支持等。

图表3 海外投资机构对 2023 年美国经济的看法较为乐观

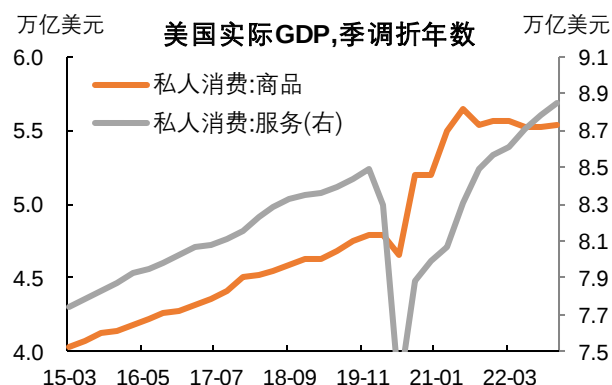
机构	会否衰退？	GDP 增速	通胀率	货币政策
高盛	不会衰退	1.1%	核心 PCE 年末 2.9%	加息 3 次至 5-5.25%，不降息
摩根大通	温和衰退	1.0%	-	加息 2 次至 4.75-5%
摩根士丹利	勉强不衰退	0.5%	CPI 年末 2.4%	加息 1 次至 4.5-4.75%，不降息
花旗银行	温和衰退	0.5%	PCE 平均 2.5%	下半年以前不降息，但不一定要到年底
德意志银行	不会衰退	0.4%	CPI 年末 4.0%	春季利率达峰
汇丰银行	不会衰退	0.4%	CPI 平均 4.7%	-
瑞银集团	不会衰退	>0%	-	Q1 或 Q2 利率达峰，可能在年底前降息
巴克莱银行	不会衰退	-0.1%	CPI 平均 3.9%，年末 2.5%	加息 2 次至 5-5.25%，年末降息 3 次至 4.25-4.5%
富国银行	温和衰退	-1.3%	CPI 年末 2.2%	年初达 4.5%以上，下半年降息至年末 3.5-3.75%

资料来源：各机构网站,平安证券研究所

但我们认为上述主要理由存在漏洞，美国经济“硬着陆”风险或被低估。

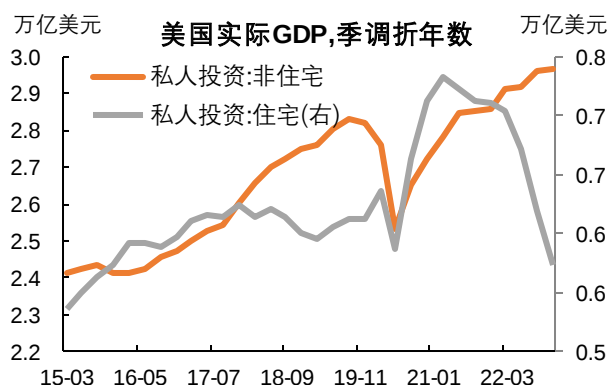
第一，GDP 正增长难掩经济结构恶化。参考美国咨商会 2023 年 1 月 10 日更新的经济预测，2023 年美国实际 GDP 增速将由 2022 年的 2.0%下降至 0.2%，失业率在年末将反弹至 4.5%，PCE/核心 PCE 通胀率年末均回落至 2.8%，联邦基金利率全年维持 4.75-5%。从经济结构看，尽管美国 GDP 可能不会大幅萎缩（主因服务消费仍未完全修复、贸易逆差缩窄、政府支出不弱等），但居民消费几乎没有增长，以住宅为代表的投资大幅萎缩，就业市场也将明显降温。这些不利因素与 2022 上半年的“技术性衰退”形成鲜明对比。因此，2023 年可能是一次 NBER 定义的衰退（即衰退的程度、广度和时长都达到其认定标准）。

图表4 美国商品消费增长乏力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国住宅投资大幅降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国咨商会对美国经济的预测

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2022	2023	2024
实际 GDP	-0.6	-1.7	-0.5	1.1	2.0	0.2	1.7
实际 GDP (Y/Y)	1.0	0.7	-0.2	-0.4	2.0	0.2	1.7
实际可支配收入	1.0	0.5	0.3	0.6	-6.5	0.9	1.0
实际居民消费	-0.4	-1.5	-0.4	0.4	2.8	0.5	1.5
住宅投资	-10.0	-10.0	-5.0	-1.0	-10.6	-14.9	-0.3
非住宅投资	-1.7	-4.0	-1.5	1.9	3.9	0.3	2.4
库存变动(bln\$,年化)	2.0	-8.0	-20.0	0.0	92.0	-7.0	3.8
政府支出	2.0	2.5	2.5	2.7	-0.7	2.2	2.5
出口	-2.0	-2.0	0.0	1.0	7.4	1.8	1.2
进口	-1.0	-1.7	0.4	2.5	8.3	-1.6	1.8
失业率(%)	3.5	3.7	4.2	4.5	3.6	4.0	4.3
劳动参与率(%)	62.3	62.2	62.0	61.8	62.2	62.1	61.8
PCE 物价(%Y/Y)	4.6	3.6	3.2	2.8	6.2	3.5	2.2
核心 PCE 物价(%Y/Y)	4.0	3.6	3.1	2.8	5.0	3.4	2.2
政策利率(中间值,期末)	4.875	4.875	4.875	4.875	4.375	4.875	3.375

资料来源: The Conference Board (2023.1.10), 平安证券研究所。注: 数据(除特殊标注外)均为环比折年率(%)。

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_52161

