



衰退预期下的欧美经济走向 与资产配置策略



意见领袖 | 李迅雷、徐驰、张文宇

引 言

9 月以来，全球经济衰退预期逐渐加强，俄乌冲突再次发酵引起全球资本市场大幅波动。一方面，美联储 9 月份维持鹰派的大幅加息，引起美元指数持续拉升；另一方面，凛冬将至，欧洲四季度的能源危机愈演愈烈。这种全球衰退主线之下的资产配置如何选择，已经成为资本市场中重点关心的问题。

本篇文章聚焦于以下市场存在的“预期差”：

- 1) 美联储的持续“鹰派”是否仅是服务中期选举的“权宜之计”？
- 2) 欧洲冬季真正的风险是天然气价格失控，还是进一步衰退乃至债务风险？
- 3) 沙特及 OPEC 大幅减产是否会带来油价重回升势，甚至引发全球“类 70 年代”的长期“滞胀”风险？
- 4) 全球经济衰退主线下，A 股市场投资方向和大类资产配置如何选择？

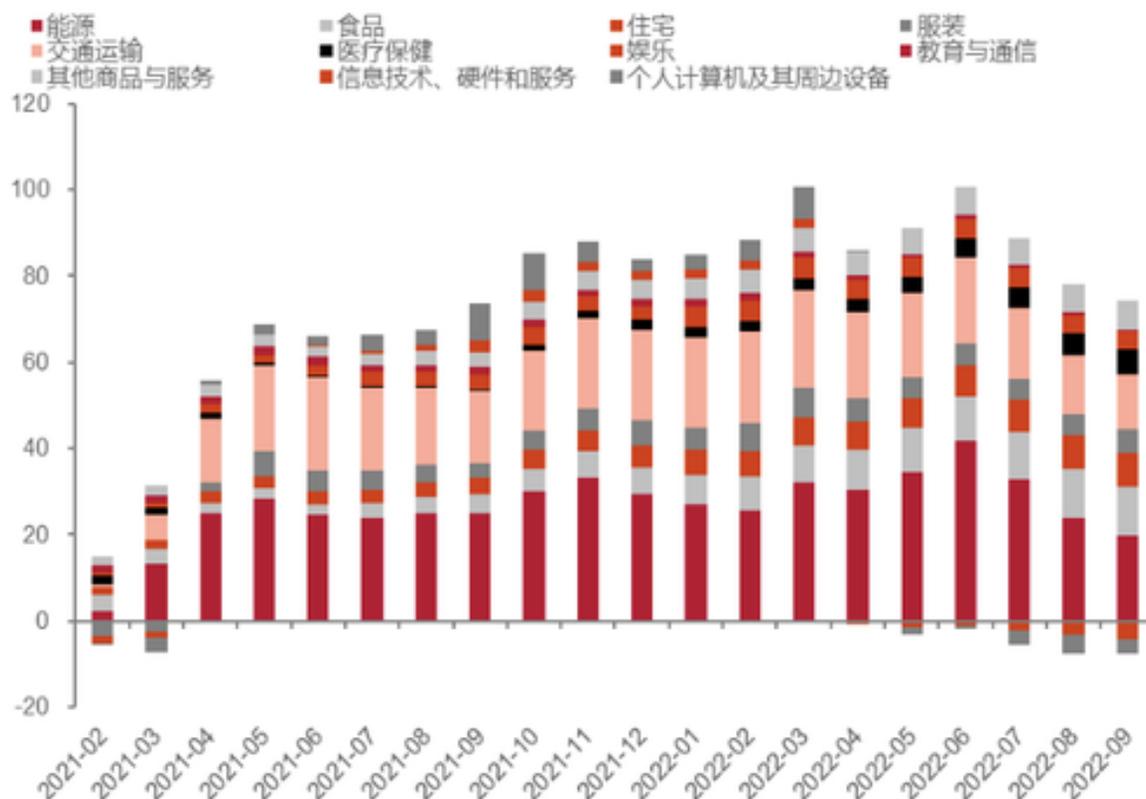
并以此探析全球衰退预期中资产配置机会。



美联储加息节奏有望缓和吗？

本轮全球通胀最直接影响机制仍在于：通过美联储的政策调整从而影响全球流动性变化，故对于美国通胀的研判至关重要。通过拆解美国 CPI 的驱动因素，可以发现——交通运输和住房租金是美国通胀最主要的因素。据美国劳工部数据显示，9 月美国 CPI 同比小幅回落至 8.2%，剔除能源和食品的核心 CPI 同比上涨 6.6%。其中，交通运输项同比增长 12.6%，住宅项同比增长 8.0%，成为除能源和食品饮料外美国通胀的主导因素，其背后则分别对应着以油价为表征的运输价格和以非农就业为表征的工资收入。

图表 1: 除能源和食品饮料外, 交运及住宅项成为推动美国通胀的主要因素



来源: Wind, 中泰证券研究所

伴随原油价格于 6 月见顶回落, 9 月美国通胀亦出现由 9.1% 向 8.2% 的环比回落, 可以预见, 6 月美国 CPI 9.1% 或是其环比最高点, 美国通胀整体将呈现见顶回落的态势。尽管美国通胀环比的高点或已逐渐显现, 但是需要注意的是, 至少在可以预期的未来半年至一年过程中, 美国通胀的回落速度较以往历史周期将更呈现“一波三折”, 其原因在于美国通胀另一重要驱动因素: 工资上涨具有“刚性”。

图表 2: 美国 7 月份 CPI 走势开始见顶回落



来源: Wind, 中泰证券研究所

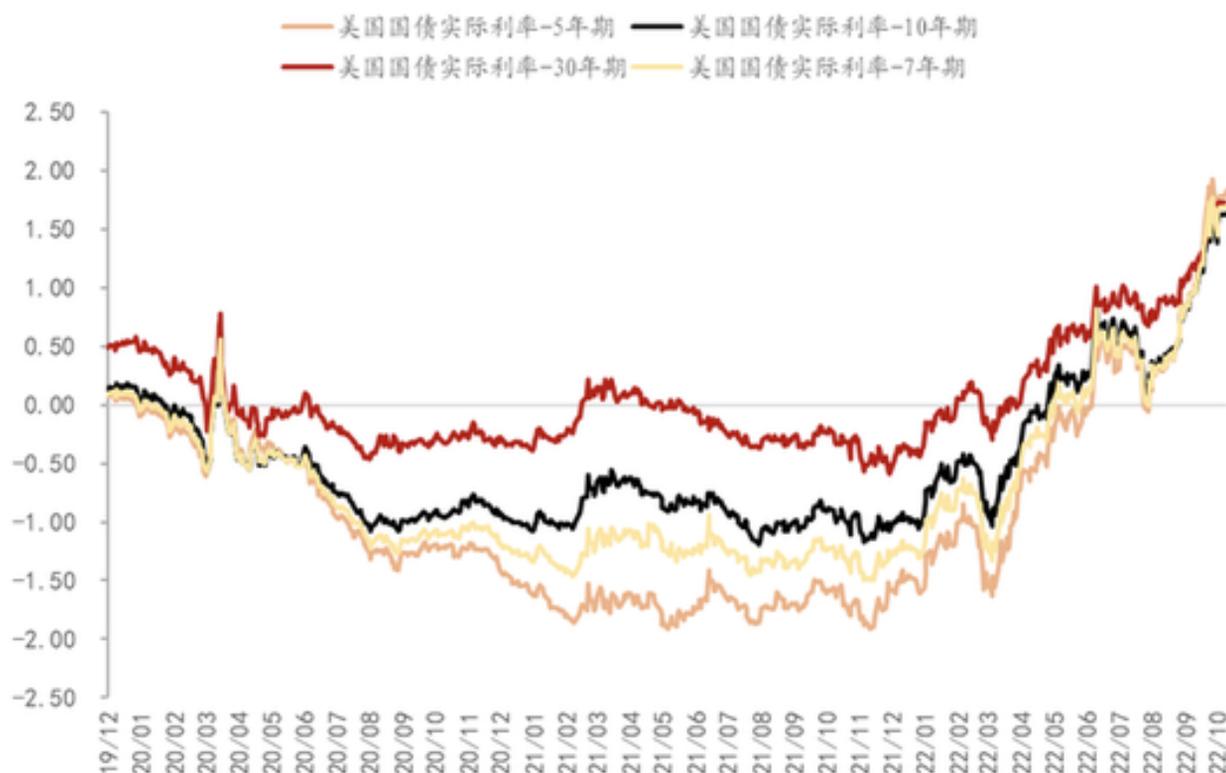
就本质而言, 美国劳动力市场的过热和工资上涨过快, 即便 2021 年初疫情已经明显好转, 拜登仍推出以给居民发钱为主的 1.9 万亿美元的“财政刺激法案”, 极大程度上提升了居民部门的工资相关预期, 更是全球化供应链受到重大冲击后长期影响的直接体现:

之所以过去 20 年包括美国在内的西方发达国家出现持续货币“放水”, 但其通胀始终处于 3% 以下的低位水平, 所谓“格林斯潘之谜”, 本质是因为: 全球化进程中, 以俄罗斯为代表的原料国为其提供廉价能源和原材料, 以中国为代表的发展中国家的相对廉价的劳动力为其提供大量的廉价商品, 压低了美国等西方国家日常消费品价格和工薪阶层工资水平, 使得“放水”的效果主要体现在资产价格的上涨而非 CPI 上。

由于今年以来,俄乌冲突及中美摩擦的加剧,大国博弈下的东西方“不安全感”明显增加,过去40年完全基于市场效率形成的全球化供应链在这一过程中受到明显冲击,自然使得过去20年“格林斯潘之谜”的方向出现逆转。而这种美国工资上涨的“刚性”特征,亦会导致本轮美国通胀回落斜率较之以往周期将显著放缓,且较难回到3%以下的合意水平。

美联储持续“鹰派”加息的背后是——美联储在通胀高企与经济衰退“进退维谷”间的取舍。根据9月FOMC会议纪要点阵图的加息预期,2023年的加息利率目标或达4.6%,叠加非制造业PMI、9月非农就业强劲,数据表现出来的韧性仍存,再度推升了美联储加息预期,11月加息75BP的概率增大。

图表 3: 美国中长期国债实际利率水平不断大幅提升



来源: Wind, 中泰证券研究所

实际上, 随着实际利率水平的不断抬升, 当前美国房地产、企业固定资产投资等对利率敏感性的支出活动已经开始走弱。如果美联储持续大幅加息, 大部分经济投资活动会受到更强约束, 从而加剧经济衰退预期。

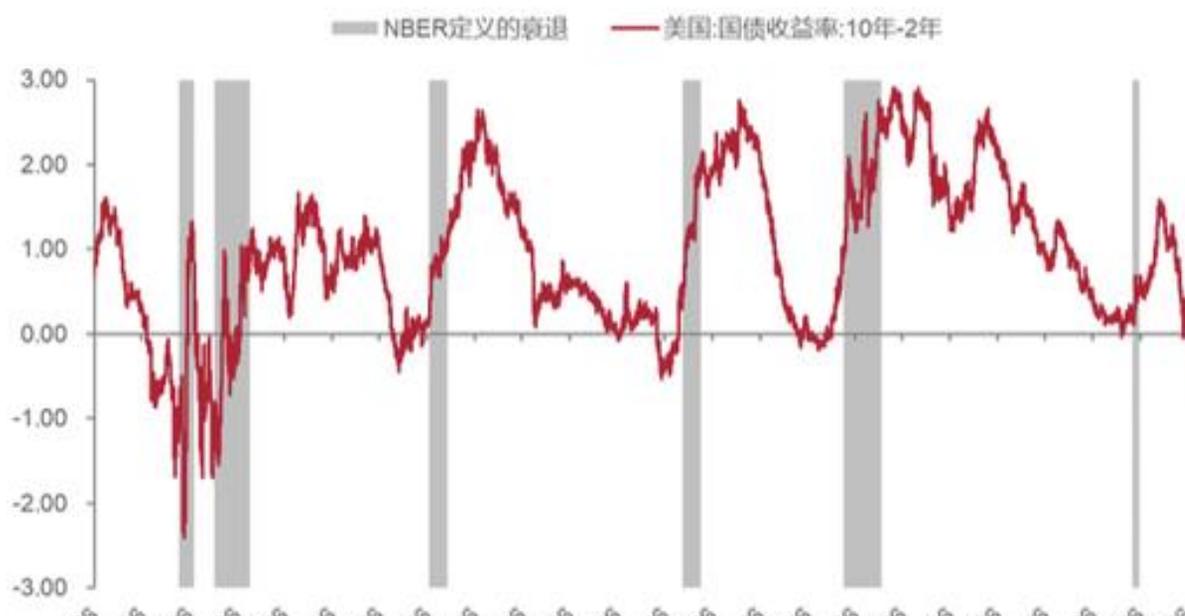
但美联储在控制通胀与经济衰退之间仿佛毅然决绝地选择前者, 这使得近期拜登支持率在美联储鹰派与通胀回落中相对 5 月份有了明显回升。伴随中期选举的时间窗口来临, 美联储的取舍或又开始成为市场的“预期差”。

如果说, 四季度美联储的持续“鹰派”只是民主党在中期选举中为赢得民意, 而不断提高控制通胀优先级的“权宜之计”。那么, 伴随美国通

胀的见顶回落，中期选举之后，美联储加息节奏是否有望缓和？

纵观美国选情历史，通胀而非经济增长及资产价格波动才是决定选举的最关键因素。特别是，拜登作为经历过 20 世纪 70 年代大滞胀时代的政客，其控制通胀的决心或比市场想象的更坚定。因此，从四季度中期选举及 2024 年美国大选布局的角度，叠加本轮通胀周期回落的缓慢，美联储对于经济陷入衰退的容忍或大于通胀的高企，且其把利率维持在高位的时间可能比市场想象的更长。

图表 4：美国 2/10 年长短端国债收益率倒挂与经济衰退期



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_47326

