



研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

联系人

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F3099648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

始于 2021 年四季度的全球通胀上行，改写了宏观经济运行的轨迹——全球结束了低通胀的环境。2022 年美联储通过“快加息”驱动的全球金融条件收紧，为 2023 年全球宏观经济的去杠杆施加压力，总需求的收缩预计仍将主导着市场的运行方向。关注生产型经济体国际收支账户的收缩风险。展望 2023 年，实际利率预计进入到被动回升的阶段。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：经济的回落料不可避免

回顾 2022 年以抗通胀为名的货币政策收紧进入了快车道，美联储加息驱动的全球金融条件收紧对于经济增长施加压力，通过削减总需求的方式修正供需的失衡。

展望 2023 年的时空背景，我们需要观察的是“谁的需求”出现收缩的问题，背后也是在整体流动性收紧的背景下，“谁的资产负债表”更具有韧性的问题。预计全球宏观政策在 2022 年的差异性将趋于收敛，进入到共振回落的“去杠杆”状态。

宏观结构：各国宏观结构汇总表

	经济周期	通胀周期	杠杆周期	财政政策	货币政策
全球	回落	高位韧性	去杠杆	扩张	紧缩转向宽松
美国	回落	高位回落	去杠杆	收缩	紧缩
中国	复苏	低位波动	稳杠杆	扩张	宽松
欧元区	衰退	高位韧性	去杠杆	扩张	紧缩转向宽松
日本	回落	低位波动	稳杠杆	扩张	宽松
韩国	衰退	先扬后抑	去杠杆	扩张	紧缩
新兴市场	回落	高位回落	稳杠杆	扩张	紧缩

■ 策略

2023 年海外总需求的收缩预计将主导宏观资产的波动率，人民币资产的波动率存在再次回升的可能，为资产配置提供空间。随着国内宏观政策的继续转向积极，2023 年将成为人民币资产配置的值得期待时间，建议关注人民币收益率曲线的陡峭化。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融风险释放缓慢的风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
宏观周期：经济的回落料不可避免	4
通胀的结构和回落的条件	5
全球金融条件继续收紧	20
全球经济周期继续放缓	22
宏观结构：周期回落的主要关注点	28

图表

图 1: 抗通胀的逻辑和影响 单位：无	4
图 2: 实际经济和通胀变动的国别分化 单位：指数点	5
图 3: 预期经济和通胀变动的结构分化 单位：指数点	5
图 4: 以商品贸易来衡量，全球化已经进入到“倒退”过程 单位：YOY%，PCT	6
图 5: 全要素生产力和贸易占比结构 单位：YOY%，PCT	7
图 6: 逆全球化和成本抬升压力 单位：%	8
图 7: 财政赤字与利率背离 单位：%	8
图 8: 通胀超预期和金价同比波动的关系 单位：BP，YoY%	8
图 9: 以信贷债务/GDP 比率来衡量，“安全”名义之下产能需要再次扩张 单位：YOY%，PCT	10
图 10: 主要经济体信贷缺口走势 单位：YOY%，PCT	11
图 11: 中国投资/生产缺口预计降改善 单位：%	11
图 12: 美国宏观部门杠杆率变化 单位：%	11
图 13: 中国宏观部门杠杆率变化 单位：%	11
图 14: 通胀的持续超预期削弱了消费 单位：指数点	12
图 15: 实际利率抬升约束家庭杠杆 单位：%	12
图 16: 美国通胀拟合模型 单位：%	13
图 17: 美国通胀拟合模型 单位：%	14
图 18: 美国核心 CPI 通胀环比效应 单位：MOM%	15
图 19: 美国通胀分项变化 单位：YOY%	15
图 20: 全球供应链压力自今年以来快速改善 单位：指数点	16
图 21: 石油供给的扩张来源价格的回落 单位：美元/桶	17
图 22: 农产品供给扩张受限于自然条件 单位：指数点	17
图 23: 中国产能利用率处在高位 单位：%	17
图 24: 美国产能利用率处在高位 单位：%	17
图 25: 美国就业市场的紧张状态未变 单位：%	18
图 26: 外需的继续回落对国内就业带来压力 单位：%	18
图 27: 全球央行继续加息，美元指数走强 单位：次数/左轴，指数点/右轴	20
图 28: 美欧英金融条件指数显著回落 单位：指数点	21

图 29: 外汇波动率上升并没有阻碍加息 单位: %.....	21
图 30: 欧元区金融条件的加速收紧 单位: 点	22
图 31: 美元 3-9 月和 10 月至今各资产表现 单位: %.....	22
图 32: 全球经济活动将结束 2021 年以来的热度 单位: 指数点	24
图 33: 货币周期影响 2023 年的经济 单位: 点	24
图 34: 2023 年经济景气回落仍将持续 单位: 点	24
图 35: 美国经济 2023 年库存周期见顶 单位: YoY%.....	25
图 36: 中国 2023 年库存周期回落 单位: YoY%.....	25
图 37: 美欧之间经济预期差维持 单位: 点	27
图 38: 美欧之间通胀预期差再次回升 单位: 点	27
图 39: 全球主要经济体月度贸易差额 单位: 亿美元	27
表 1: 全球主要经济体通胀横向对比显示出, 除部分经济体外通胀的全球性特征 基期=2010.1.....	9
表 2: 美国的通胀分析 单位: %.....	13
表 3: 全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间	26
表 4: 各国宏观结构汇总表	28

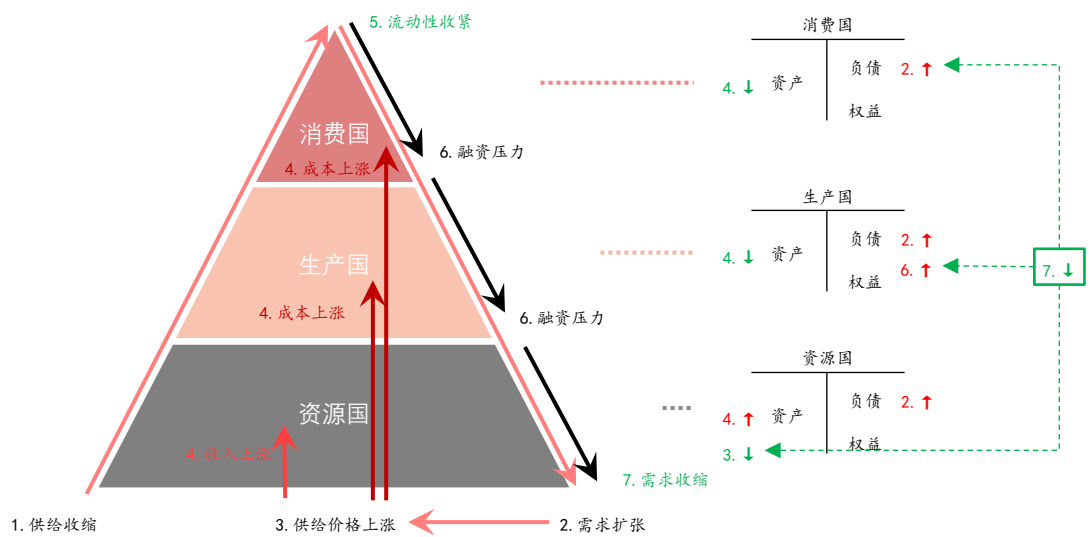
宏观周期：经济的回落料不可避免

“价格问题会引发重大社会问题，而物质上不平等待遇造成的结果是灾难性的，不仅对牺牲品穷人来说是，对整个社会制度都是如此。”

——大卫·哈克特·费舍尔《价格革命》

始于 2021 年四季度的全球通胀上行，改写了宏观经济运行的轨迹——全球结束了低通胀的环境。当然，高通胀的成因是复杂的，供给的角度既是对于金融危机以来产能低投资的直接反馈，又是新冠疫情对于生产和物流的阻滞，而供给不确定性终于在俄乌冲突下增强了市场对于能源和粮食的担忧。而从需求匹配的角度，疫情期间财政支出的大幅扩大，增加债务的同时也增加了对债务稀释的需求——通胀。随着俄乌冲突的发酵，以抗通胀为名的货币政策收紧进入了快车道。美联储加息驱动的全球金融条件收紧对于经济增长施加压力，通过削减总需求的方式修正供需的失衡。但由于不同经济体在全球产业分工中的不同，通胀和利率的上行带来的影响是不同的（见图 1）。因而放在 2023 年的时空中，我们需要观察的是“谁的需求”出现收缩的问题，背后也是在整体流动性收紧的背景下，“谁的资产负债表”更具有韧性的问题——对于消费国是私人部门债务的可持续性，对于生产国是企业部门现金流的问题，对于资源国是市场对资源品价格的预期定价问题。

图 1:抗通胀的逻辑和影响 | 单位: 无



数据来源：华泰期货研究院

通胀的结构和回落的条件

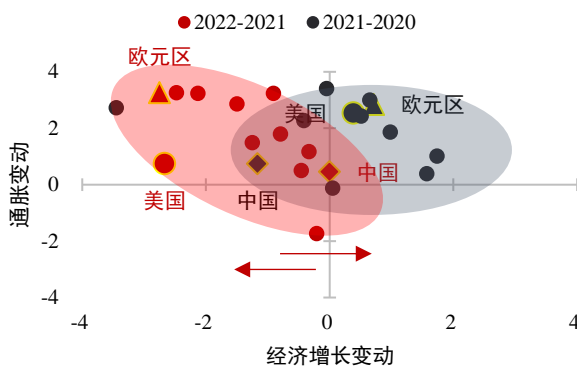
回顾 2022 年，全球（主要是中美之间）宏观政策的差异主要来源于经济周期的差异。其中，以美联储的央行以“抗通胀”之名，在 2022 年持续和快速地收紧着货币政策；而以人民银行为代表的央行，主要配合着在经济结构性调整过程中，实施着“以我为主”的相对宽松和中性的货币政策。

展望 2023 年，我们预计全球宏观政策的这种差异性将趋于收敛。

一方面，对于政策收紧的一方，以当前市场对美联储货币政策的预期来看（见分论美国通胀图），在 2022 年快速收紧货币政策的影响下，叠加着今年的高基数效应，美国通胀尽管中枢依然较高，但正朝着回落的方向运行；美联储也在 11 月的货币政策中释放了货币政策快到了关注“政策累计效应”的阶段，即单次的加息幅度已经见顶。

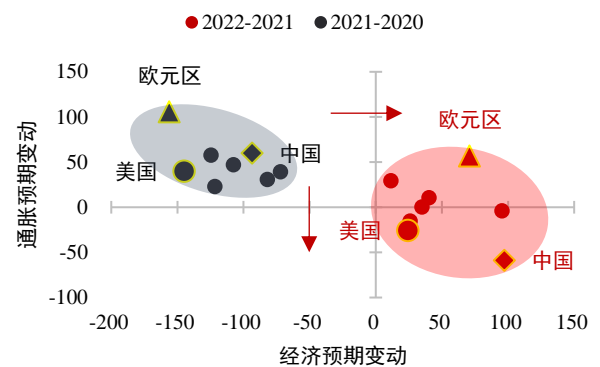
另一方面，对于政策宽松的一方，当前主要的三个宽松经济体——中国、日本和土耳其——政策的边际拐点也在逐渐清晰¹。

图 2: 实际经济和通胀变动的国别分化 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 预期经济和通胀变动的结构分化 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

¹ 中国央行在 11 月 16 日发布的三季度货币政策执行报告中，删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”的表述，货币政策预计将增加被动应对。日本央行前副行长中曾宏在 11 月 17 日表示，一旦金融危机结束，央行必须取消紧急支持措施，以避免在市场上造成道德风险。土耳其央行在 11 月 24 日将基准利率下调 150 个基点至 9%，同时宣布结束此轮降息周期。

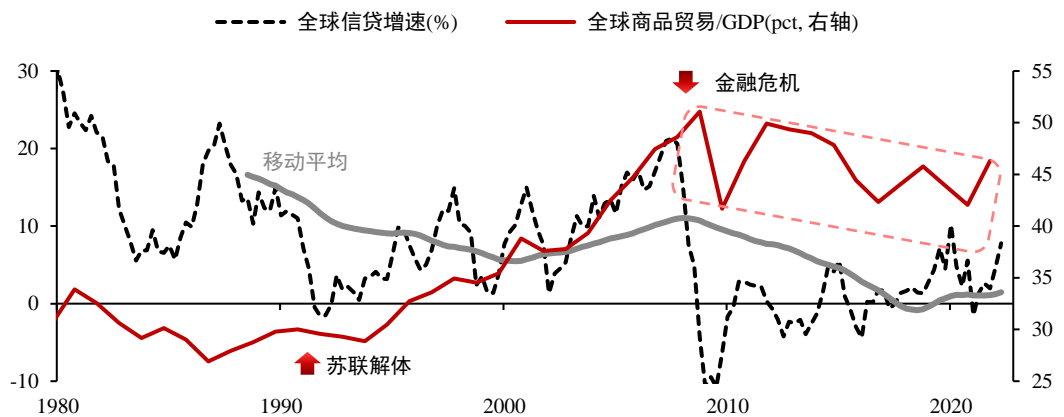
✓ 长期：展望更高的通胀中枢

长期来看，全球化环境的逆转、经济分配格局的转变叠加大国进入到竞争博弈带来的安全需求增加，将推动潜在通胀中枢的持续上行。

1) 通胀方向：整体性中枢上行

始于 2021 年全球通胀的共振回升，我们认为是全球化的断裂在短期的映射（见图 6）。中国 2001 年加入 WTO 以后，全球的产业链分工因为增加了“中国制造”的生产效率，而一度降低了通胀压力；而这种低通胀的舒适环境，也因为中国人口红利等生产要素的竞争力褪去而逐渐转变。无论是中国还是全球都面临着经济结构的转型压力，在这一过程中，美国为维系相对竞争力的要求上升而加剧了全球产业链的重组压力。

图 4：以商品贸易来衡量，全球化已经进入到“倒退”过程 | 单位：YoY%，pct



数据来源：Wind 华泰期货研究院

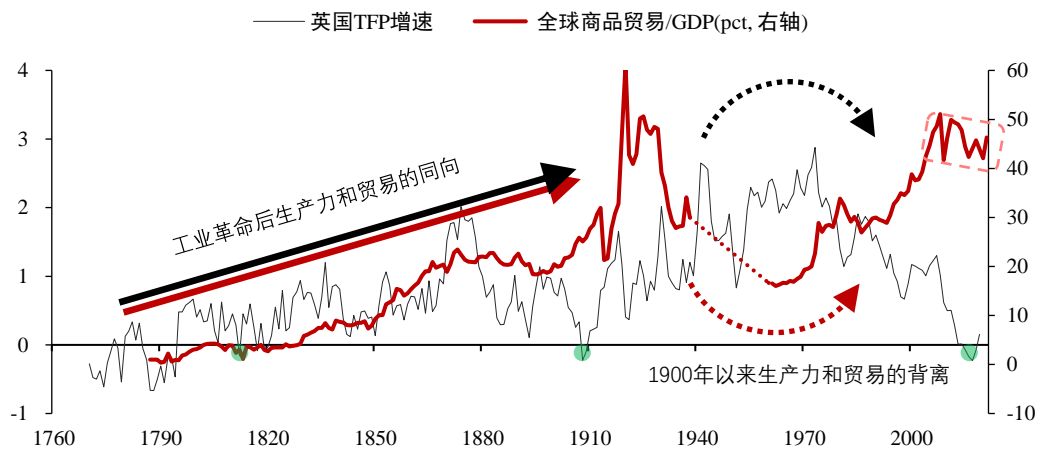
全球化是一种历史性趋势，曲折运动，有进有退，逆全球化的转向也降低了全球化条件下的效率，提升了通胀压力。2016 年发生了英国脱欧和特朗普胜选的政治黑天鹅事件，单方面挑起贸易战，“美式全球化”已经终结，贸易战仅仅是全球化退潮期的一种常见症状²。次贷危机至今，逆全球化经历了贸易摩擦、新冠疫情冲击所致安全风险带来的产业链重新配置，以及俄乌地缘政治冲突暴发以来意识形态对立对全球化的巨大冲击，导致逆全球化措施不断升级，最终走到了地缘政治成本成为逆全球化的最后推

² 见翟东升《平行与竞争：双循环时代的中国治理》(2021)

手阶段³。

逆全球化的经济背景在于生产力的回落。我们以最原始的 AK 生产函数为例，经济增长由技术效率和人均资本决定，即人、技术和资本要素驱动潜在经济增长。工业革命通过技术创新，驱动人类从农业文明走向工业文明。而在今天全球人口老龄化加深、全球收入分配导致贫富差距扩大等因素的影响下，经济增长模型显示，推动增长的各要素效率正在再一次地衰竭，全球生产力增长再次出现停滞，通过观察英国 1760 年以来的 TFP 增长率变动可以发现，1) 在每个世纪初 TFP 增长率均下降至停滞状态，1820 年、1910 年以及 2010 年 TFP 增速均回落至低点，显示出实体经济增长的停滞，且这种生产力停滞下的一方面带来战争和冲突的扩大（1803 年拿破仑战争、1914 年第一次世界大战），疫情的扩散（1832 年印度霍乱、1918 年西班牙流感），另一方面也驱动制度转型（1816 年金本位制、1913 年美联储成立）和经济变革（1840 年工业革命、1940 年信息技术革命）。2) 另一方面，和上一个百年不同的是，1900s 开始的百年生产力和贸易之间的背离加深，全球化虽然在经历了两次世界大战冲击后再次回升，但是 2008 年的金融危机再次阻断了全球化的进程，叠加疫情等因素的影响，全球化再次回落。

图 5: 全要素生产力和贸易占比结构 | 单位: YoY%, pct



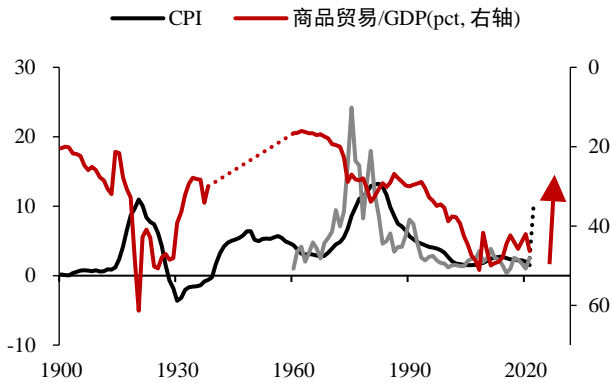
数据来源: FRED BOE Maddison(2001) Federico, G. and Tena-Junguito A. (2019) 华泰期货研究院估计

短期来看，全球在疫情冲击后的高债务经济结构下，通胀压力的缓和与其说是来自供给的增加（高实际利率抑制投资扩张），不如说是来自需求的收缩（高名义利率抑制需求扩张，见图 7）。因而，2023 年我们重点观察的是需求的回落，通过需求的回落创造

³ 见王晋斌《逆全球化三阶段：地缘政治成本成为最后的推手》（2022）

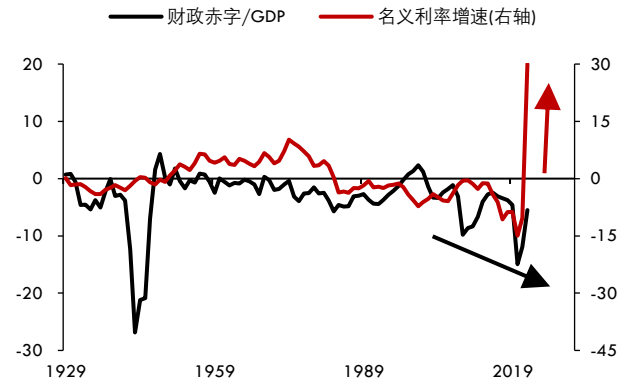
未来上涨的空间。

图 6: 逆全球化和成本抬升压力 | 单位: %



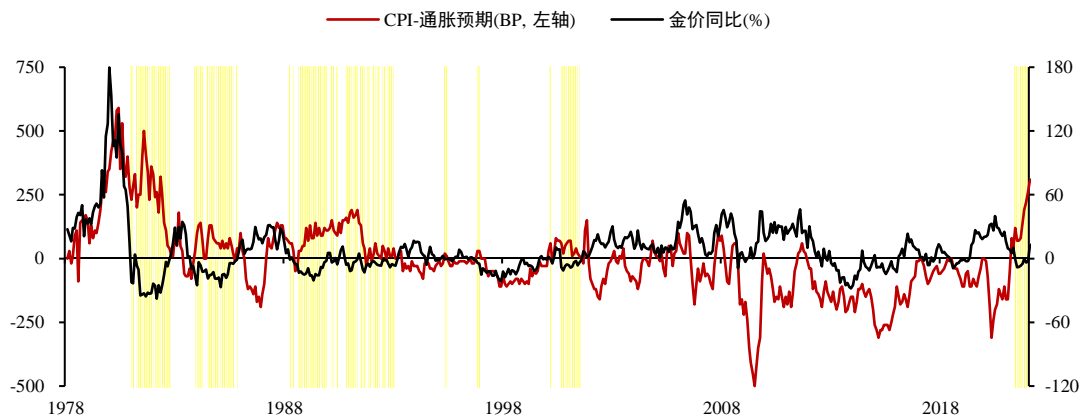
数据来源: BOE Wind 华泰期货研究院

图 7: 财政赤字与利率背离 | 单位: %



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8: 通胀超预期和金价同比波动的关系⁴ | 单位: BP, YoY%



数据来源: Wind 华泰期货研究院估计

通胀中枢逐渐抬升，政策有动力去压制市场的通胀预期。图 8 中黄色区间为非预期通胀（红线）大于零、但金价同比（黑线）小于零的区间样本，2021 年 6 月是自 2001 年 7 月以来首次出现这一情况，显示出黄金市场非货币化条件下，存在政策之手干预黄金市场来降低市场通胀预期的可能。我们预期未来这一状态仍将延续。从宏观政策的角度来看，1980 年新自由主义的回归在黄金市场上的体现就是黄金的非货币化，以及在

⁴ 图中显示的是：未预期通胀（真实通胀和调查通胀的缺口）（也就是红线）和金价同比（以黑线表示）走势的相关性体现出黄金价格对于信用经济条件下的通胀环境的对冲作用。

全球经济增长陷入存量博弈的过程中 2000 年开始黄金货币化需求的上升。随着 40 年自由市场经济进入到可能的尾声，我们再次注意官方对于黄金非货币化政策的实施，以 2010 年多德弗兰克法案对于柜台黄金交易的限制和 2021 年巴塞尔协议III对于交易性黄金的约束。

2) 通胀结构：从供给转向需求

表 1：全球主要经济体通胀横向对比显示出，除部分经济体外通胀的全球性特征 | 基期=2010.1

	2021												2022	
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
美国	1.5	1.9	2.2	2.3	2.6	2.8	3.1	3.0	3.1	3.4	3.1	3.0	2.9	2.7
中国	-1.3	-0.7	-0.1	-0.7	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2
欧元区	0.8	1.2	1.6	1.6	1.7	2.1	2.8	2.8	3.2	3.4	3.6	3.7	4.1	4.4
日本	-0.3	-0.3	0.1	0.3	0.0	0.4	0.6	1.8	1.8	1.7	1.9	2.3	2.3	2.9
德国	1.3	1.5	1.9	1.9	1.7	1.8	3.0	3.1	3.3	3.2	3.1	3.3	4.5	4.7
法国	0.7	1.0	1.1	1.1	1.2	1.8	2.5	2.7	3.1	3.5	3.8	3.6	3.4	3.8
英国	0.2	0.8	1.2	1.3	1.4	1.7	2.1	3.0	3.1	3.2	3.6	3.5	3.6	4.0
加拿大	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.3	2.9	3.1	3.6	3.7	3.5	3.1	3.1	3.1
韩国	0.4	0.9	1.3	1.3	1.2	1.3	1.6	2.1	2.5	3.0	3.2	2.7	2.6	2.7
巴西	1.7	1.9	1.9	1.6	1.8	1.8	2.1	2.5	2.3	2.4	1.6	1.1	0.4	0.2
俄罗斯	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	1.4
印尼	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	0.7
马来西亚	0.1	0.6	0.9	0.8	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.7	1.3
泰国	0.0	0.4	0.5	0.3	0.8	1.8	2.0	1.5	2.7	3.0	3.0	3.1	2.4	2.2
越南	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2
印度	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-
Ave	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.9	1.4	1.7	1.9	2.1	2.1	2.0	2.1	2.3

资料来源：Wind 华泰期货研究院

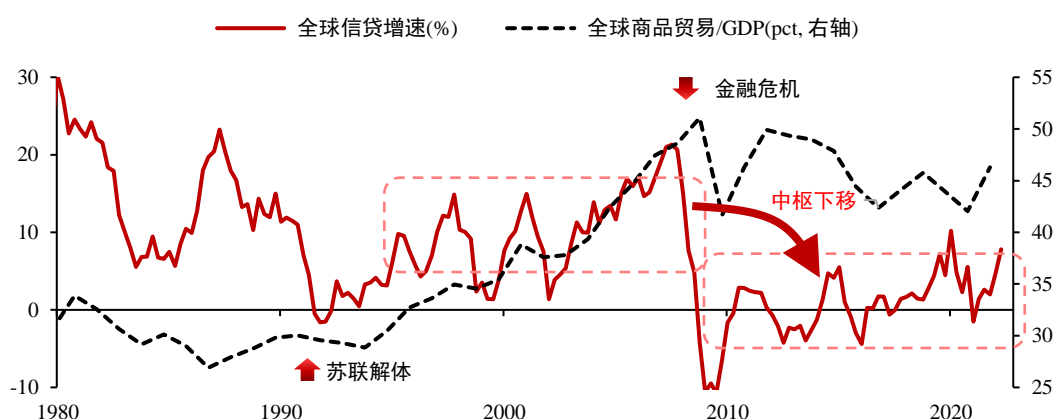
从中期的角度来看，本轮全球商品价格的持续上涨，来源于 2011 年以来的产能投资不足（供给不足）。2008 年金融危机之后，主要经济体就加强了对于金融机构的监管，美国出台了多德弗兰克法案来对金融机构的行为进行约束，其中沃尔克规则更是迫使金融机构在大宗商品领域进行了“去金融化”的转变（见图 9）。

1) 以 2011 年多德弗兰克法案为契机，全球主要消费国进入到了金融去杠杆的过程；

2) 以 2016 年供给侧结构性改革为契机，全球主要生产国进入到了金融去杠杆的过程。

从中下游开始传导的全球总需求不足触发了大宗商品行业的去杠杆，全球整体上削减了对于上游的资本支出，一个后果便是全球产能投资的持续性不足，使得大宗商品的产能扩张进入到低速的状态（见图 9，全球信贷增速中枢的低位，也意味着流向新兴市场的资本系统性的回落）。

图 9：以信贷债务/GDP 比率来衡量，“安全”名义之下产能需要再次扩张 | 单位：YoY%，pct



数据来源：Wind 华泰期货研究院

展望未来，我们正站在下一轮产能扩张的起点。复盘大宗商品的中期走势，2000 年的商品牛市来源于消费国开启“金融服务现代化法案”⁵下商品金融化的过程，其对于商品的反馈在于“中国需求”叙事下的工业化和城市化⁶过程。金融危机后美国在 2010 年通过了“多德弗兰克法案”⁷，采纳“沃克尔规则”对金融衍生品加强监管，其时对于商品的反馈在于经历了 09 年“四万亿”的外需缺口对冲之后，中国开始了“供给侧结构性改革”，即供

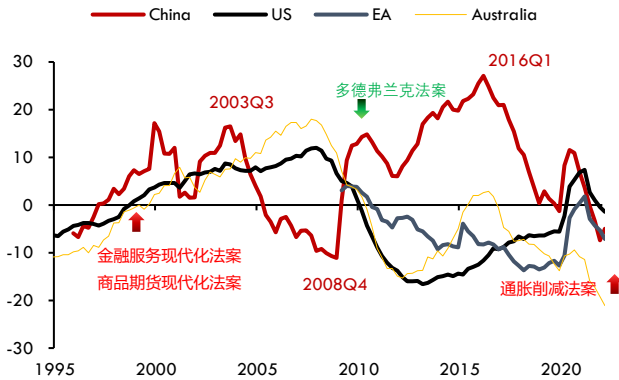
⁵ 1999 年美国通过格雷姆-里奇-比利雷法案即“金融服务现代化法案”，美国再次进入混业经营时代。

⁶ 面临亚洲金融危机的外需需求回落影响，1998 年国务院出台了《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，开始了住房分配货币化过程。2003 年《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(18 号文) 出台，房地产业被定性为“国民经济的支柱产业”。

⁷ 2010 年美国通过了“多德弗兰克法案”最终版本，扩大监管机构权力、全面保护消费者合法权益以及采纳“沃克尔规则”。

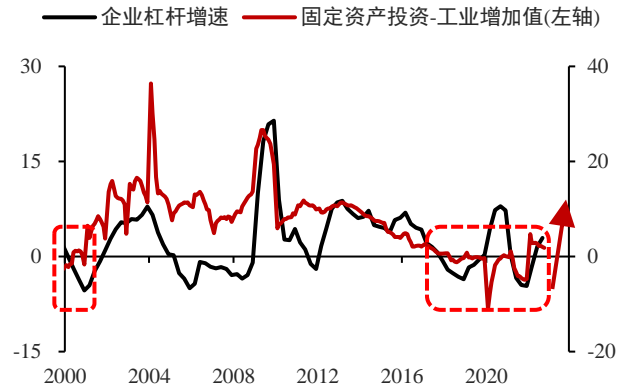
给进入到收紧的过程⁸。行至 2022 年，美国在 8 月通过了“通胀削减法案”⁹，推动在气候和清洁能源领域的投资，预计其对于商品的反馈在于价格驱动的“新能源商品”的安全需求上升。

图 10: 主要经济体信贷缺口走势 | 单位: YoY%, pct



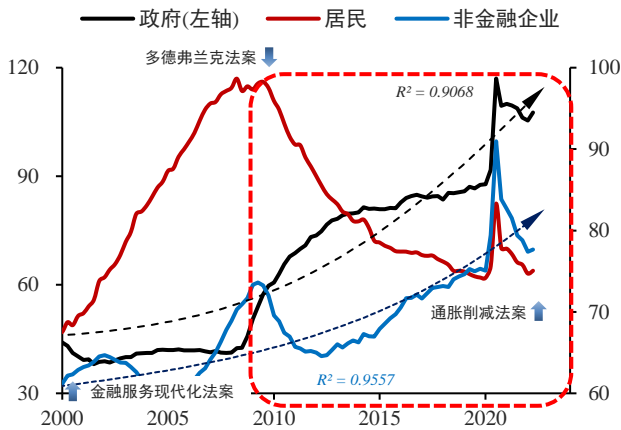
数据来源: BIS 华泰期货研究院

图 11: 中国投资/生产缺口预计降改善 | 单位: %



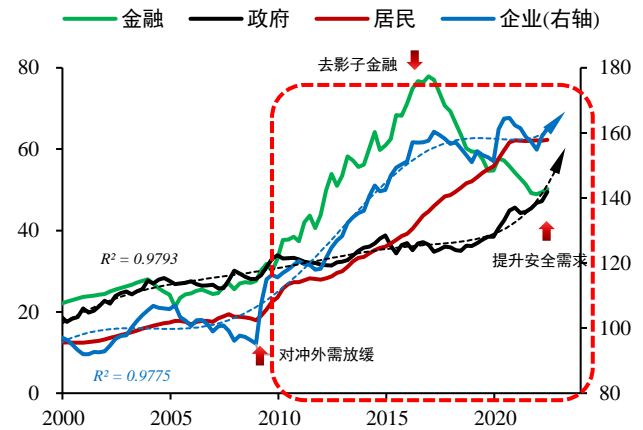
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国宏观部门杠杆率变化 | 单位: %



数据来源: BIS 华泰期货研究院

图 13: 中国宏观部门杠杆率变化 | 单位: %



数据来源: BIS 华泰期货研究院

⁸ 2015 年中央财经领导小组第十一次会议强调，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。

⁹ 2022 年 8 月美国总统拜登签署《通胀削减法案》，法案中包括多项贸易歧视性和扭曲性补贴措施。

✓ 短期：美国韧性，全球分配

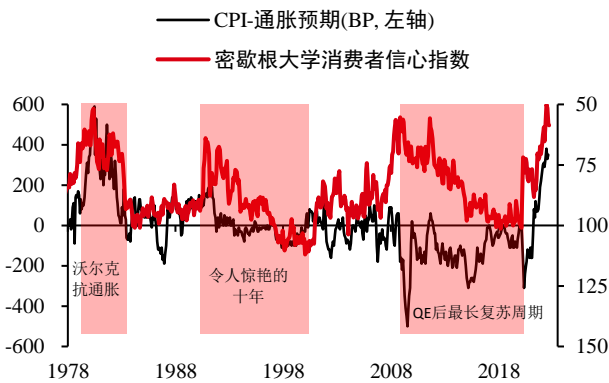
短期来看，当前的全球高通胀也成为市场的核心影响因素，2023年通胀如何演变，尤其是美国的通胀会怎么样，很大程度上仍将影响着市场的价格运行。

一方面，10月美国名义CPI通胀同比增7.7%，低于预期的7.9%和前值8.2%，核心CPI同比增6.3%，低于预期的6.5%和前值6.6%，核心CPI环比增0.3%，创一年来最小月度涨幅。

另一方面，与2019年10月新冠肺炎疫情爆发前相比，当前美国房租平均上涨了23.5%。涨幅最大的是两居室公寓，在新的居家工作经济环境下，租户希望获得更多空间。

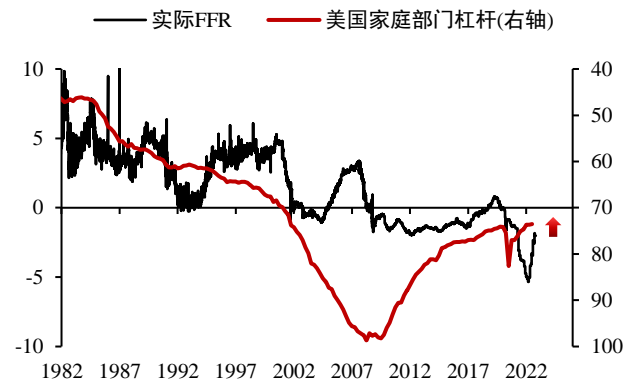
美国现阶段的主要问题是通胀，通胀约束了美国融资成本回落的时间和速度。当前美国经济的相对韧性，以及从全球的宏观总供给和总需求的角度来看，2023年随着中国总需求的很大概率上出现改善，总量意义上的通胀我们预计也将维持相当的韧性。

图 14: 通胀的持续超预期削弱了消费 | 单位：指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15: 实际利率抬升约束家庭杠杆 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

1) 趋势：需要真实需求的回落

从结构来看，住房、能源、医疗等分项对美国 CPI 的影响较大。根据美国劳工部公布的 2021 年版 CPI 权重，我们可以看到对 CPI 影响排前列的因子包括：住房（32.43%）、交通工具（7.87%）、家庭食品（7.73%）、能源（7.47%）。其次，为了便于对 CPI 数据进行拟合，我们对其各个分项进行了重新整合，可以看到住房、能源、医疗等分项对美国 CPI 的影响较大。

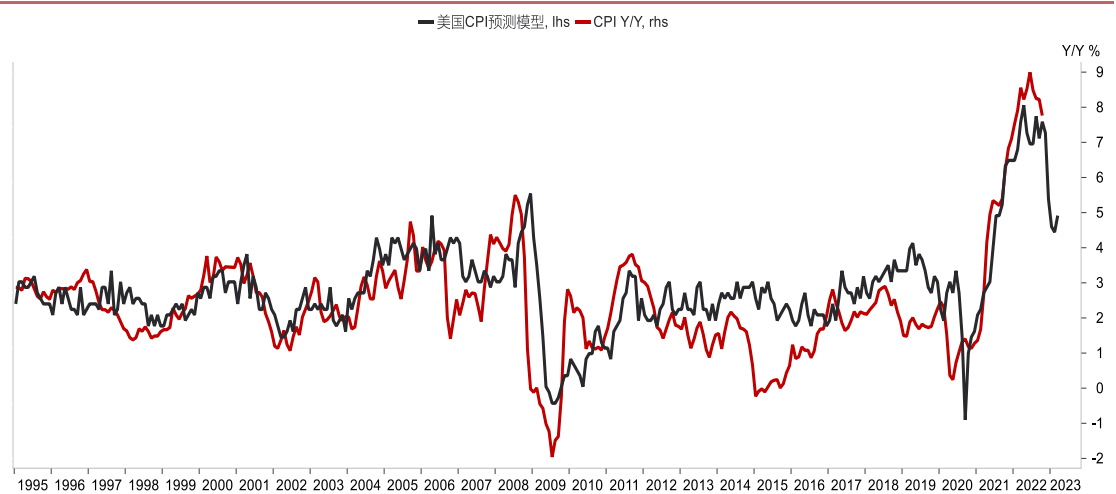
基于预测模型，我们认为美国 CPI 近期将开启下行阶段，直至明年 3-4 月后将逐步稳定于 4.5%左右的区间。基于上述对通胀的分项的整合，我们筛选出能源、住宅、进口价格三个分项的两套指标来构建对 CPI 的解释函数，用 CPI 分项指数以及进口价格指数组合对 CPI 的相关性能高达 90%，而转用更具体的进口价格指数、原油价格、房价指数组合则仍有 73%。说明通过分析上述三个分项可以解构 CPI 的绝大部分波动因素。基于预测模型，我们认为美国 CPI 近期将开启加速下行阶段，直至明年 3-4 月后将逐步稳定于 4.5%左右的区间。

表 2: 美国的通胀分析 | 单位: %

CPI 回归分析	指标	相关性
组合一	组合	0.901591
	CPI: 能源	0.012144
	CPI: 居住	0.693622
	进口价格指数同比	0.114695
组合二	组合	0.739883
	进口价格指数同比	0.174087
	油价: 同比	-0.004120
	NAHB 房价指数: 同比	-0.004444

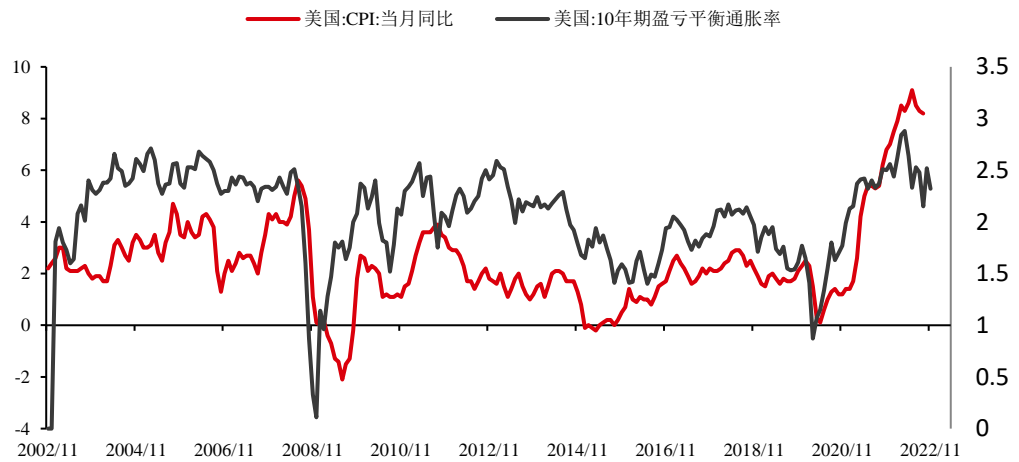
资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国通胀拟合模型 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 美国通胀拟合模型 | 单位: %

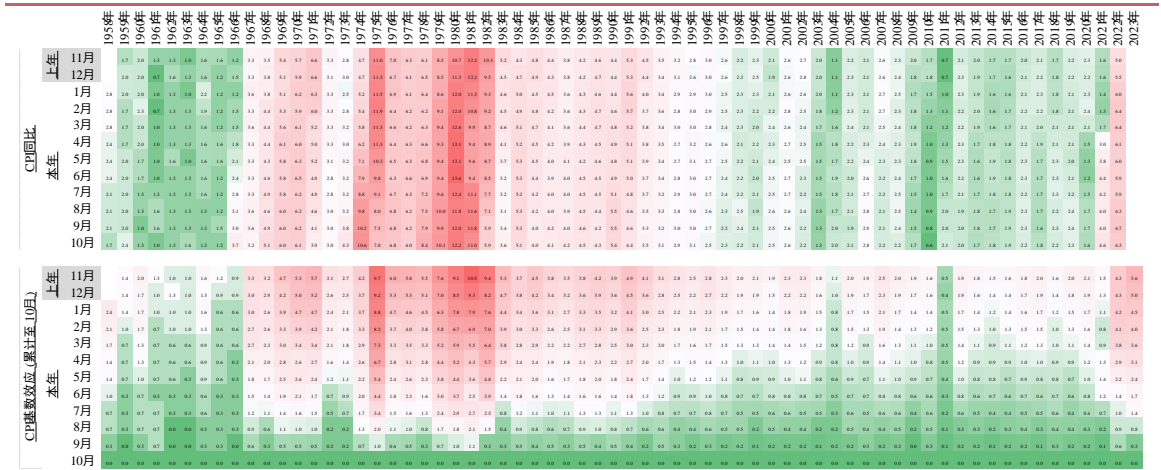


数据来源: Wind 华泰期货研究院

更高频、更敏感的市场指标和调查指标也给出远端通胀回落的结论。作为通胀预期的市场指标而言，盈亏平衡通胀率（即名义利率和 TIPS 的利差）是市场最广泛认可并且交易的通胀预期指标，甚至美联储也会关注到该数据。除此以外，通胀互换利率也代表市场通胀预期，这是基于通胀互换合约的利率，买家会支付既定的固定利率（一般为 10 年期美债到期收益率与同期限 TIPS 收益率的利差）给卖家，而卖家会支付给买家实际 CPI 作为浮动利率。调查指标中，最具代表性的主要是密歇根大学通胀预期，从相关性来看，前移 1 年、5 年的密歇根大学通胀预期和 CPI 的相关性分别为 0.72 及 0.41，不偏移的情况下相关性分别为 0.61 和 0.54，可见密歇根大学 1 年期通胀预期对未来的通胀前瞻性较好。尽管上述的指标并不能给予明年 CPI 定量上的结论，但可以肯定的是，明年美国 CPI 回落的趋势是确定的。

但是，CPI 通胀的翘尾效应暗示当前通胀环境类似于上世纪七八十年代，通胀的有效回落可能仍需要经受需求侧的冲击。站在 11 月对 10 月份及之前 11 个月 CPI 环比数据计算累计翘尾效应（见图 18），当前的翘尾效应类似于 1969-70 年，1976-78 年，1982-83 年。而从历史来看，只有强力的货币政策收紧才能有效压制真实通胀的再次回升。

图 18: 美国核心 CPI 通胀环比效应 | 单位: MoM%



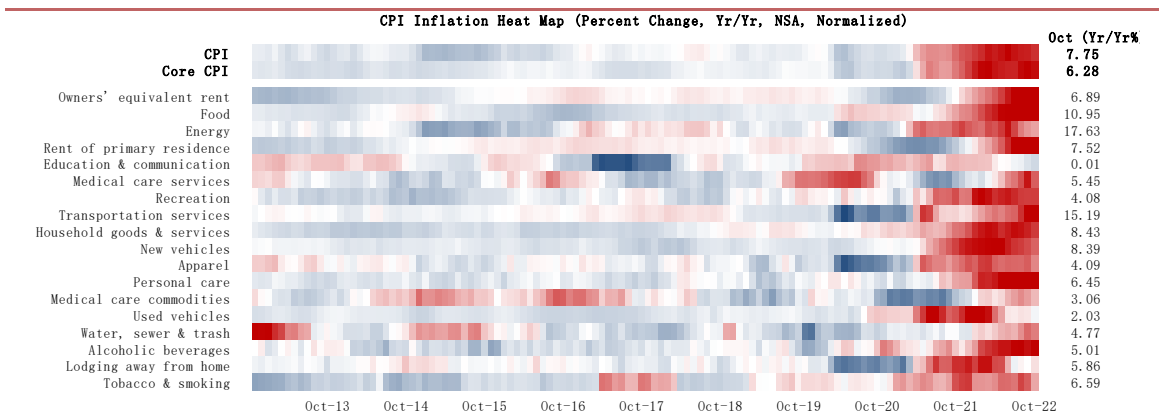
数据来源: Wind 华泰期货研究院

2) 波动: 关注油价阶段性影响

从通胀的结构(图 19)来看, 10 月份美国通胀下行的驱动更多来自于油价的回落。数据显示, 自 8 月底美联储央行年会之后, 国际油价便持续回落, 从 103.48 美元/桶跌落至 88.7 美元/桶, 回落 16.2%。

展望未来, 油价的持续改善或仍限制于市场博弈。11 月 25 日, 沙特能源部长与到访的伊拉克能源部长宣布, 将遵守 OPEC+近期的减产决定, 并表示已留意到近期全球原油市场形势, 强调在 OPEC+框架下继续协同行动的重要性。

图 19: 美国通胀分项变化 | 单位: YoY%

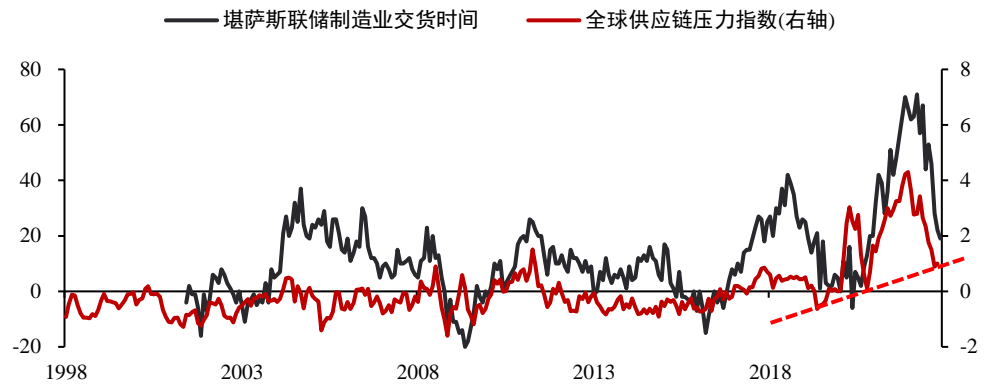


数据来源: FRED 华泰期货研究院

短期来看, 仍需要关注冬季疫情的持续冲击和俄乌地缘冲突的变化对于供应链的影响

(见图 20)。新冠疫情在宏观层面的影响，除了供给层面降低人的劳动生产力之外，在需求层面主要表现为通过降低人的流动降低了服务性需求，此外由于供应链的停滞，全球贸易活动在疫情后快速降温。而俄乌地缘冲突的直接影响是增加了基础商品在全球流通的障碍，造成至少短期内像粮食、能源的供给减少。

图 20:全球供应链压力自今年以来快速改善 | 单位: 指数点



数据来源: Wind New York Fed 华泰期货研究院

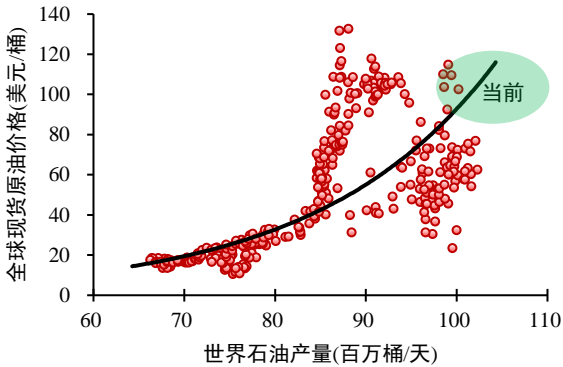
✓ 2023 年: 把握通胀回落的节奏

长期产能扩张周期的有效开启有赖于信贷条件的改善，即强加息周期的结束；而强加息周期的结束有赖于高通胀环境的确定性改善，即供需矛盾的缓和；而供需矛盾的缓和有赖于供给的扩张或需求的收缩，即增量供给的产生或存量需求的收缩——从增量供给的角度，资源供给的扩张来源于价格的回落，而非高价下的“惜售”；产成品供给的扩张来源于需求的继续扩张，而非高利率下的“收缩”，答案仅在于从 2023 年开始需要看到需求的收缩，特别是收缩的结构性问题。

1) 供给: 扩张的低概率

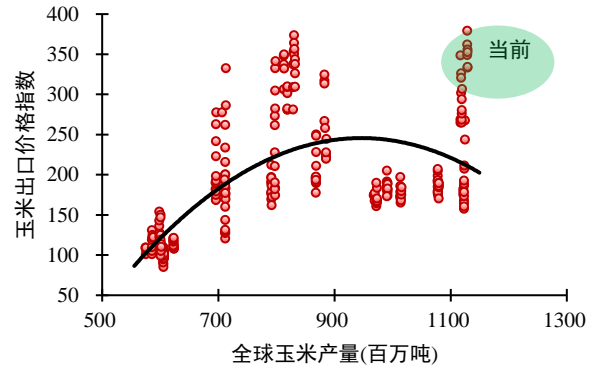
资源品供给的扩张仍面临博弈，尤其是原油（见上一节）。对于全球资源品的供给，当价格持续上涨过程中，价格对于资源国的财政而言带来更强的收入预期，存在惜售挺价的动力（见图 21 和图 22），只有当价格转向持续回落，对于这些供应主体而言才存在加大供应以维持财政平衡。因而，对处在当前相对高价的资源品而言，供给扩张并不是未来价格回落的条件，恰恰相反，未来供给的扩张是价格回落的结果。因而，对于资源品而言，驱动价格进入到趋势性回落的动力来源于需求端，即对于资源品的需求预期出现根本性转变——从扩张转向收缩。

图 21: 石油供给的扩张来源价格的回落 | 单位: 美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 农产品供给扩张受限于自然条件 | 单位: 指数点



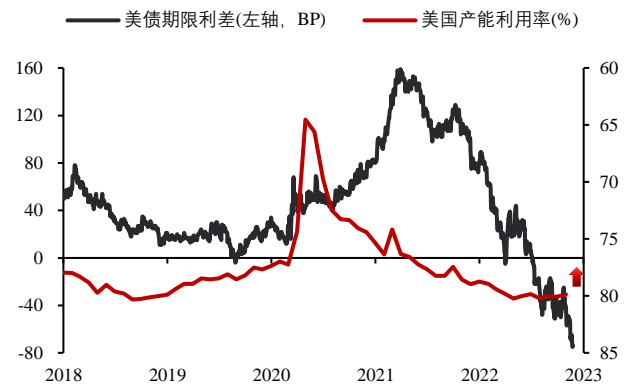
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 中国产能利用率处在高位 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 美国产能利用率处在高位 | 单位: %



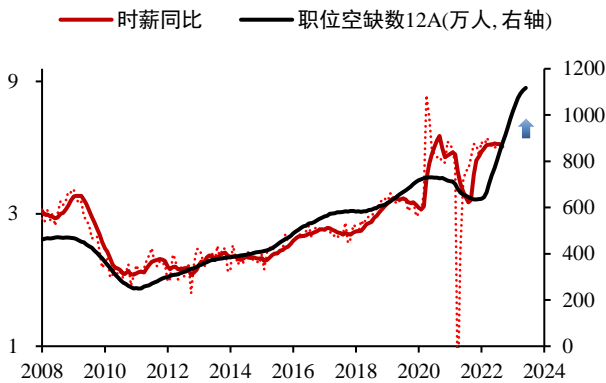
数据来源: Wind 华泰期货研究院

产成品供给的扩张受限于产能的扩张。经历了 2011 年以来全球信贷的收缩, 以及 2016 年以来中国去产能的供给侧结构性改革, 当前主要经济体的生产扩张面临着产能的约束——非不愿也, 实属不能也 (见图 23 和图 24), 即首先需要对产能进行投资, 那么这首先创造的是需求, 继而形成更大的供需矛盾。此外, 而驱动制造业产能扩张的前提是经济前景的改善和资源品进项成本的回落, 形成利润改善的信号, 当前高通胀对于生产成本带来强约束的环境下我们认为利润改善预期并不能有效建立。

此外, 从成本角度考量, 劳动力市场的矛盾仍未有效缓解。一方面, 美国就业首次在 2023 年仍将维持相对供需紧张的状态, 除非面临重大的冲击, 1071 万的职位空缺的劳动力市场转变仍需 26 个月才能缓和 (按照 2022 年月均新增非农就业 40.4 万人计算)。另一方面, 随着外需在 2023 年存在进一步回落的可能, 国内就业市场仍将面临压力,

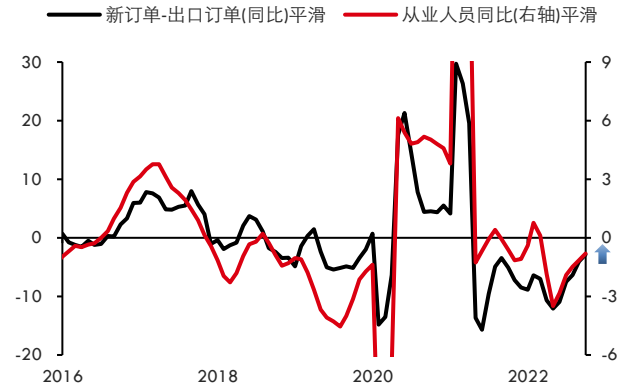
这将继续维系内外分化的通胀环境。

图 25:美国就业市场的紧张状态未变 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 外需的继续回落对国内就业带来压力 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2) 需求: 回落的大概率

因而在我们的框架下, 通胀回落的核心变量在于 2023 年全球总需求的放缓。

2022 年 8 月 26 日美联储“抗通胀”的宣言, 全球宏观需求进入到实质性“收缩”。货币政策收紧节奏的加快, 短期内必然将对经济带来冲击的影响, 预计宏观周期将进入到加速回落阶段。

美联储货币政策的确定“转鹰”。在美债收益率曲线倒挂加深的状态下, 11 月份美联储货币政策在连续三次“75BP”加息后采取了再次延续了“75BP”的加息幅度, 但是向市场释放的却是美联储货币政策收缩强度到顶的预期——即未来美联储货币政策收紧幅度在进一步临近 75BP 向 50BP 转变的时间, 这种预期随着美国劳动部公布的 10 月通胀数据出现“回落”¹⁰之后进一步增强。尽管在 11 月美联储多位官员向市场释放了比较硬派的货币政策言论¹¹, 但是市场预期并没有发生更多转变, 继续增加着对未来美国经济衰退

¹⁰ 11 月 10 日美国劳工部公布的数据显示, 10 月美国名义 CPI 通胀同比增 7.7%, 低于预期的 7.9%和前值 8.2%, 核心 CPI 同比增 6.3%, 低于预期的 6.5%和前值 6.6%, 核心 CPI 环比增 0.3%, 创一年来最小月度涨幅。

¹¹ 11 月初以来美联储多位官员表达了对于货币政策“不那么宽松”的观点, 旧金山联储主席 Mary Daly 表示, 如果通胀没有缓解, 她将站在更鹰派的一边, 暗示本轮加息周期的终端利率有可能攀升至 5%以上。堪萨斯联储主席埃斯特·乔治表示, 美国家庭储蓄增加或意味着可能要加息到更高水平。圣路易斯联储主席布拉德通过展示一份演示文件总结称, 即使在相对宽松的鸽派假设下, 美联储目前的政策利率仍未达到“足够的限制性水平”。这意味着政策利率将需要进一步提高。

以及衰退预期下货币政策转向宽松的定价，即美联储看跌期权¹²。我们认为，需要重视在8月26日的杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席鲍威尔对于抗击通胀的最终宣言¹³，这次讲话有几个关注点：

- 1) **明确性**：相比较以往美联储预期管理的模糊性¹⁴，鲍威尔传递的信息更直接，即“my message more direct”；
- 2) **回归通胀目标**：需要将通过强力的货币政策工具将通胀控制在 2%的目标上，因此而必须承受抗通胀的代价；
- 3) **9月加息预期**：很大概率 75BP，即“another unusually large increase”；
- 4) **表决心**：提到了三位前任美联储主席本·伯南克（央行的职责是提供低和稳定的通胀）、保罗·沃尔克（央行必须尽快阻断高通胀预期的自我锚定）和艾伦·格林斯潘（价格稳定意味着价格对于经济决策没有影响），来增强本次美联储货币政策走向强力收紧的信心，即“keep at it until we are confident the job is done”。

通过收紧货币流动性，最终得到收缩总需求的目的。美联储 11 月初进行了年内的第 6 次加息，也是连续第 4 次加息 75 个基点，使得当前美联储的名义联邦基金利率从年初的 0-0.25%抬升到了 3.75-4.00%，共加息了 375 个基点¹⁵。

实际利率仍为负，美国经济存在韧性，关注非美经济体表现。从实际利率的角度来看，尽管美联储将联邦基金利率抬升到了 4%的高位，考虑到 10 月份同比 6.3%增幅的核心 CPI 通胀之后，当前的实际联邦基金利率仍然保持负值，意味着从市场机制来看，美国经济仍将保持在相当的“韧性”，预计 **2023 年的压力将首先转向全球分工体系下的中上游经济体。**

¹² 我们在 1 月份报告《**央行看跌期权**》中指出，需要关注地缘风险推动的全球通胀压力上升，加速美联储短期宽松退出的节奏，提升美元流动性风险发生的可能性。

¹³ 参见：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

¹⁴ 前美联储主席格林斯潘的名言“如果你觉得听懂了我说的话,那你一定是误解了我的意思”

¹⁵ 11 月的议息会议上，美联储开始关注货币政策收紧带来的累计效应，一定意义上意味着加息的最高点已经看到，在经济没有发生意外的情况下，12 月美联储加息幅度很大概率将收敛到 50 个基点。如果加息 75 个基点，将向市场释放出更为鹰派的货币政策信息

全球金融条件继续收紧

站在当下，我们认为未来不管通胀情况的短期波动如何变，对于 2022 年货币收紧积累的负面影响终将在 2023 年开始的市场中继续显现。

✓ 全球：金融市场仍将承压

美元本位下，供给短缺提供的通胀和美元外流压力共同驱动的货币政策收紧仍在全世界范围内延续¹⁶。截止 11 月，全球主要经济体净加息次数继续创出新高，达到了 46 次（见图 27）。而货币政策的收紧通过金融条件的传导，对于各国国内宏观总需求形成抑制（见图 28）。

图 27:全球央行继续加息，美元指数走强 | 单位：次数/左轴，指数点/右轴



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

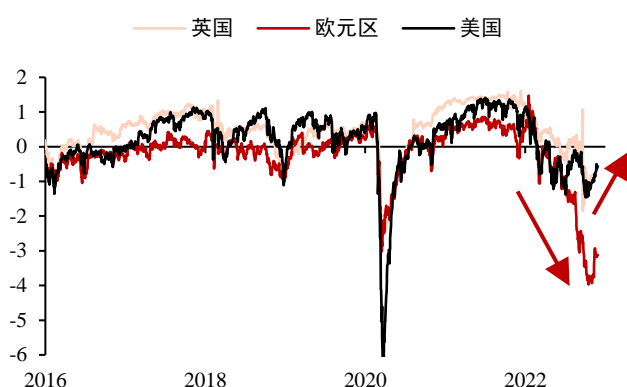
观察 2000 年以来央行加息的历史，我们发现当外汇市场波动率处在持续上升状态时，全球央行作为一个整体货币政策一般会转向宽松，而这一宽松早在外汇市场波动率开始反馈前就已经发生。但是，如果我们对比 2021 年四季度以来的外汇市场波动率持续抬升过程，似乎并没有出现央行货币政策的转向。事实正相反，在供给侧通胀持续高涨的背景下，全球央行在 2022 年二季度开始都不同程度加大了货币政策收紧的力度¹⁷。

¹⁶ 高通胀国家中除了土耳其，9 月土耳其通胀环比上涨 3.08%，同比上涨 83.45%，创下 24 年来新高，但是总统埃尔多安继续维持降息的政策主张。

¹⁷ 主要发达经济体央行中，美联储自 2022 年 3 月份开始加息，加息幅度从 25 个基点上升到 75 个基点；欧央行
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

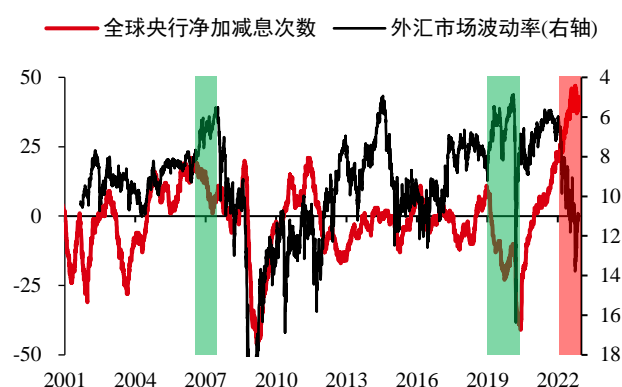
从市场的这一背离中（见图 29），我们倾向于认为本次全球央行货币政策的收紧影响会不同于 2000 年以来的状态，在美元流动性的持续收紧过程中，更大概率可能发生类似于 90 年代新兴经济体面临的国际收支危机（如果风险冲击产生的话）。

图 28: 美欧英金融条件指数显著回落 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 29: 外汇波动率上升并没有阻碍加息 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

✓ 欧洲: 密切留意紧缩冲击

8 月 11 日美元指数见底之后持续走强，从 104.64 上涨至 114.78¹⁸；推动包括黄金价格在内的资产价格继续创下新低。我们在 8 月初发布的宏观月报¹⁹中提到，8 月开始市场的宏观氛围改善，一方面来自于通胀预期回落的状态下，市场对美联储流动性收紧预期在边际上的改善；另一方面来自于定价层面，也就是以欧洲为代表的非美地区货币政策收紧的预期快于美联储，产生的货币反弹以及美元指数的调整。

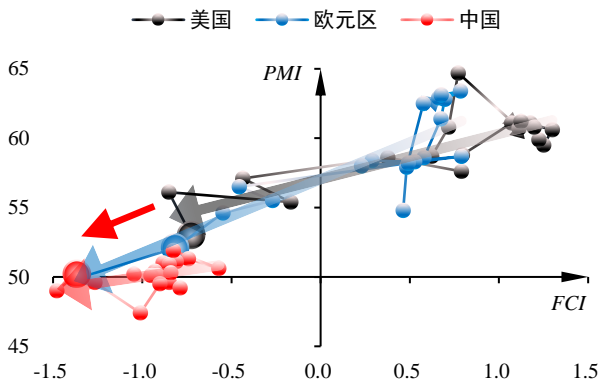
随着 11 月底开始这种来自于对美联储政策收紧预期的改善定价和美欧之间的相对定价，宏观阶段性的“改善”交易预计正在走向尾声。

首次加息便抬升了 50 个基点；更不用更多的新兴经济体央行早在 2021 年便转向了货币政策的收紧。

¹⁸ 2022 年 9 月 28 日

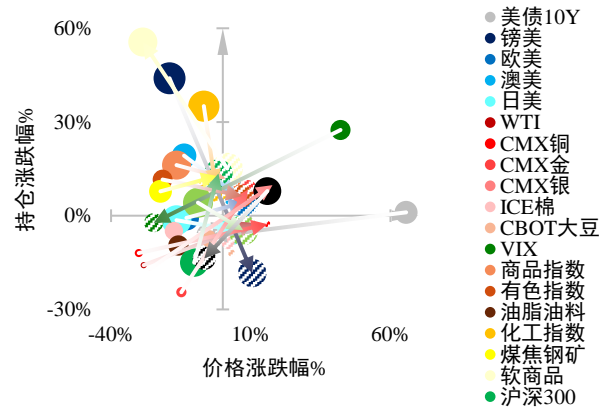
¹⁹ 参见华泰期货宏观报告《[密切关注 8 月开始的风险释放窗口](#)》

图 30: 欧元区金融条件的加速收紧 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 31: 美元 3-9 月和 10 月至今各资产表现 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

密切留意能源价格对于欧洲的负面影响。在上游能源等进口约束继续存在的条件下，欧洲不仅仅通胀持续创下历史新高，两位数的 PPI 增速和接近 10% 的 CPI 增速对于欧洲内部的经济而言压力并没有消退。之前我们也提到，在全球通胀推动的财富再分配过程中，欧洲的对外账户出现了快速的恶化，从欧洲整体到核心经济体中的德国，对外账户都转向了逆差²⁰。最新的通胀报告显示，在食品和能源价格的推动之下，10 月份欧元区 19 个国家的消费者通胀环比上升 1.5%，同比上升 10.6%，在美联储收紧美元流动性的情况下，欧央行也不得不同时进入到更快速加息的方式来维系欧洲经济的竞争力，欧洲央行行长拉加德 11 月 18 日继续表达对于通胀的担忧，其认为

欧元区的通胀实在太高，撤回宽松政策可能还不够。

全球经济周期继续放缓

货币政策继续收紧，加剧了未来经济周期回落的压力。截止 2022 年 9 月摩根大通全球制造业 PMI 已经跌落至 49.8 的经济回落区间，10 月份继续回落至 49.4，从变化趋势来看，全球景气周期在流动性收紧的背景下有继续回落的风险（见表 3）。

这一点我们可以从疫情前美国经济的运行也可以看出——2011 年随着美国私人部门降杠杆结束，美联储货币政策开始了边际上的收紧，而即使到了 2015 年美联储真正意义上的加息，实际联邦基金利率依然保持在负值状态，因而带来了金融危机后美国经济

²⁰ 参见华泰期货宏观报告《密切关注 8 月开始的风险释放窗口》，认为今年二季度以来随着美国金融条件的快速收紧，全球多数生产型经济体将面临逆差不得不继续扩大的压力，像 5 月份的德国，其对外贸易出现了 30 年以来的首次贸易逆差，虽然逆差额只有 10 亿欧元，但是他反馈出的经济现实，对于德国的国家账户来说，资产创造形成的能力正在面临收缩压力（市场对于欧元兑美元的汇率预期转向平价）。

接近历史上最长的复苏周期。

关注 2023 年美国实际利率转正的时间点，或带来需求进一步回落的压力。我们假定美联储在货币政策转向“加息幅度减少”的状态之后，高点按照美联储经济展望中的 5% 联邦基金利率推断，未来美联储后期还剩下 100 个基点的加息幅度，也就意味着加息幅度将从当前的 75 个基点降到 0 个基点，加息的幅度可以初步按照“50-25-25”的节奏来逐渐放缓，那么美联储联邦基金利率将基准假设为 11 月 4%，12 月 4.5%，明年 2 月 4.75%，4 月达到 5%。核心通胀由于消费韧性，保持在 6% 附近，根据截尾效应在乐观假设下如果回到 5%，那么随着 2023 年实际利率在上半年某个时刻接近 0，对于经济带来的负面影响加强。

✓ 趋势：全球经济活动回落

在通胀一节中，我们指出，逆全球化驱动的通胀回升背景便是全球生产力的回落，目前来看，全球经济仍未走出这一回落的状态。

1) 长期：全球总需求缺乏动力

宏观政策进入非常规空间，全球总需求缺乏动力。全球经济站在长周期的尾端，1980 年以来的新自由主义实验，货币政策等宏观需求管理政策对于总需求的边际影响逐渐降低。日本自从陷入资产负债表衰退后，1999 年便进入到“零利率政策”空间，早在 2001 年就开始实施量化宽松政策；2008 年经历了次贷危机冲击后，美联储也进入到“零利率下限”状态，开启了量化宽松政策；自 2014 年实施“负利率政策”之后，欧央行在 2015 年也加入了量化宽松的行列。

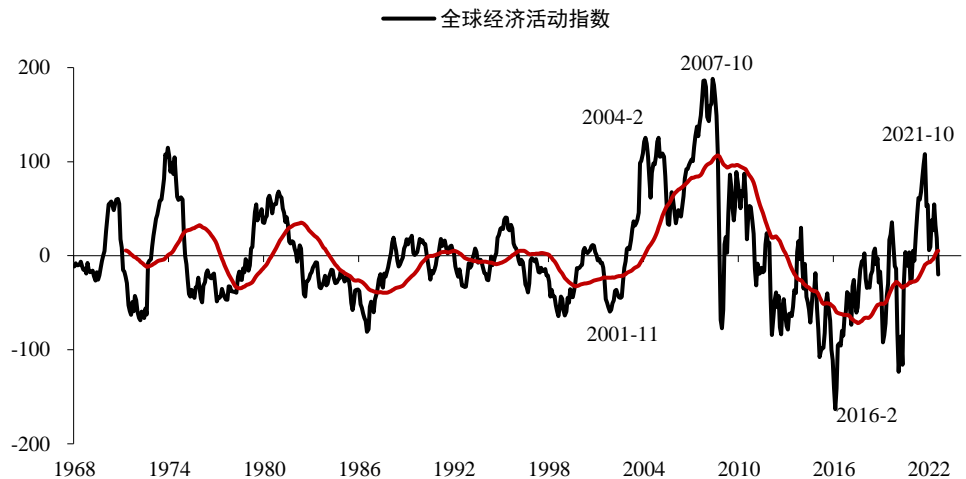
全球主要经济体货币政策进入到非常规状态，一方面是对需求刺激的低效甚至无效的确认，另一方面正是印证了全球经济走出现状的主要动力还在于供给侧。而在宏观总供给短期内无法有效提升，即生产力增长陷入停滞，市场蛋糕总量不再增长的情况下，主要的宏观政策似乎只剩下了“再分配”工具——谁拥有定价权，也有拥有了全球资源的分配权，国家机器对于分配的要求就上升²¹。或者通过战争这一极端分配形式，或者通过货币、金融等分配工具。

²¹ 参考华泰期货宏观报告《[低增长、低利率和再平衡](#)》(2021)，认为未来有效需求不足仍将是常态，在做大蛋糕政策趋于无效（生产力提升缓慢、需求管理政策失效）的情况下，一方面以财政之手替代货币之手，主动填补宏观账户的缺口，因而我们会看到持续膨胀的政府债务；另一方面，利用“霸权优势”对全球经济的供需结构进行的再平衡。

2) 短期：紧货币驱动需求回落

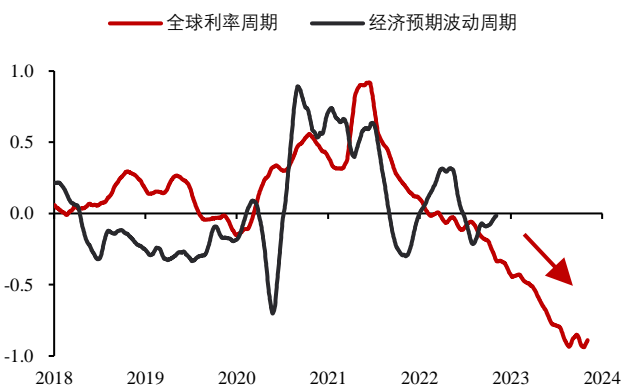
短期而言，2022 年的货币政策收紧将继续在 2023 年的全球经济逆风中得到体现。观察美联储公布的全球经济活动指数（见图 32），截止 9 月份的指数已经再次转为负值，显示出经济面临的逆风正在增强。从 2016 年初美联储开始加息确认的本轮周期回升开始，目前已经经历了将近 7 年的扩张周期，在 2020 年疫情影响下的快速流动性投放和 2022 年高通胀影响下的快速流动性退潮影响下，我们预计本轮全球经济扩张周期正在进入到尾声，对于 2023 年的市场首先需要关注的是波动率的抬升风险。

图 32: 全球经济活动将结束 2021 年以来的热度 | 单位：指数点



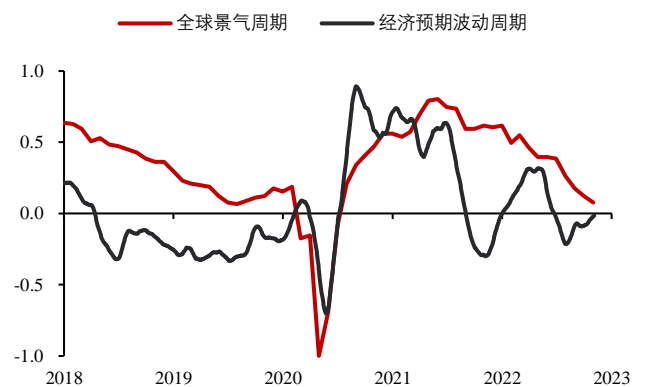
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 33: 货币周期影响 2023 年的经济 | 单位：点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 34: 2023 年经济景气回落仍将持续 | 单位：点



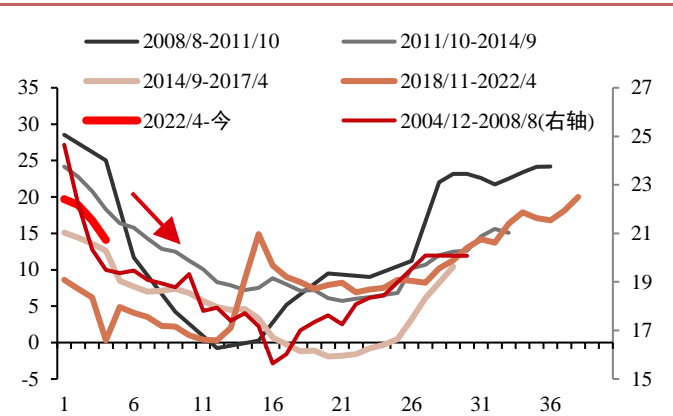
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 35: 美国经济 2023 年库存周期见顶 | 单位: YoY%



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 36: 中国 2023 年库存周期回落 | 单位: YoY%



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

预计 2023 年中美库存周期将共振回落。对于 2023 年宏观经济,我们认为是在货币政策抗通胀过程中,全球经济体抵抗衰退的过程,即伴随着美联储持续的收紧货币政策,全球美元流动性将继续呈现收缩的状态,全球总需求回落的确定性。近三轮的美国制造业补库周期平均 22 个月,本轮美国制造业补库周期始于 2020 年 10 月,到 2022 年 5 月美国的本轮库存周期顶部已现,后续将迎来平均 29.3 个月的去库周期,外需型工业品的需求端面临压力。中国也于 2022 年 4 月开启产成品的去库周期,近三轮去库周期平均长达 17.6 个月,下游补库意愿的不足将限制商品反弹的上限。

全球宏观政策处在对冲经常项下需求回落的宽松和对冲资本项下资本外流的收紧取舍之中,中国宏观政策底部确定。我们认为国内政策的应对上,对于在资本项约束下的政策宽松仍是应有之义。随着 2022 年 11 月金融支持房地产政策的 16 号文件出台,我们认为中国宏观政策的底部已经确定,未来是政策的边际改善逐渐扭转经济的边际回落的阶段,即在经济回落过程中的风险应对过程,风险过后市场的预期将进一步改善。展望未来,合力的方向决定了当前资产配置的定位,我们预计当前正处在底部向右侧转变的过程之中。

✓ 结构: 美国和非美差异性

从 2020 年美联储修改货币政策框架——平均通胀目标制²²,给予了美联储更长的低利率政策时间来降低财政名义债务负担²³,到 2022 年鲍威尔维系价格稳定 (Price stability)

²² 参见: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

²³ 参见华泰期货报告《历史的拐点,美联储调整政策框架》,认为未来货币政策将配合着财政政策提振经济增长,随着财政端的进一步动作——新刺激计划,将带动经济从稳定就业走向扩张需求。

的政策宣言，显然政策的天平进入到了不得不转变的阶段，这种转变将通过直接作用于对经济总需求的影响而实现政策的效果。

对于市场来说，需要考虑的问题还是原来那一个，即在“抗通胀”过程中，谁来承担需求回落的最终任务，这和货币的定价权有很大关系。

1) 分化：美国经济强于非美

一方面对于美国经济来说，在当前美国劳动力依然相对强劲的状态下，金融条件的收紧节奏可能只是影响美国经济从高位回落过程中需求放缓的程度，暂时没有像收益率曲线定价的向衰退进行切换的转变。

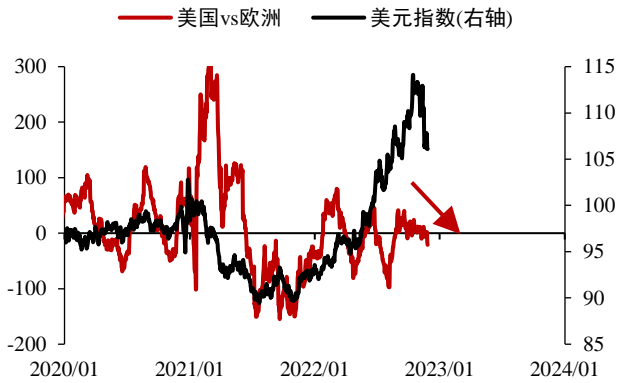
另一方面从未来的观察角度来看，随着利率继续收紧的节奏加快，对于美国国内的金融资产的负面影响也将加强——比方说房地产。6-9月份美联储的缩表计划执行的实际进行其实是比较犹豫的，除了总体缩减的证券资产远没有达到每月的上限之外，美联储持有的MBS资产甚至有所增加，来支持美国的房地产市场。

表 3: 全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间

	2021												2022	
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
全球	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.3	-0.7	-0.9	-1.1	-
美国	1.5	1.6	1.0	0.7	1.0	0.6	0.2	0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-1.0	-1.2	-
中国	-0.9	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	-1.9	-0.6	-0.3	-1.0	-0.8	-0.4	-0.9	-
欧元区	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2	-1.1
日本	0.8	1.3	1.2	1.6	0.7	1.2	0.9	0.9	0.7	0.4	0.2	0.0	-0.1	-
德国	0.8	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-1.4	-1.1
法国	0.6	1.1	1.1	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8	-0.9	-0.5
英国	1.1	1.1	1.1	0.9	1.1	0.4	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-1.4	-1.2	-1.7	-1.7
加拿大	0.6	0.6	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.3	0.1	-0.5	0.0	-0.1	-0.7	-
澳大利亚	-0.1	0.8	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-
韩国	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.9	-1.1	-0.7	-
巴西	0.3	-0.2	-0.2	-0.7	-0.2	0.4	0.3	0.8	0.8	0.8	0.3	0.1	0.0	-
俄罗斯	0.5	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.3	-0.7	0.2	0.3	0.0	0.6	0.7	0.2	-
越南	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	0.1	0.5	0.5	-0.1	-
Ave	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-1.1

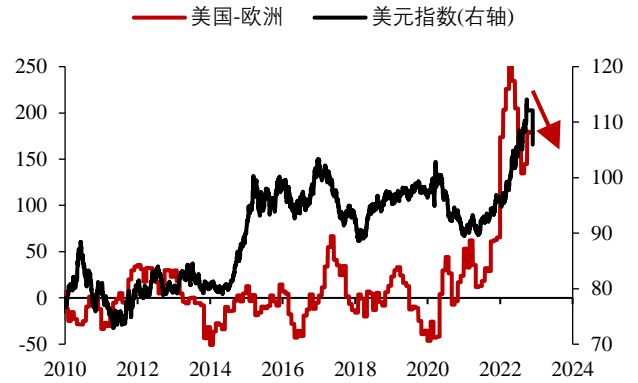
资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 37: 美欧之间经济预期差维持 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 38: 美欧之间通胀预期差再次回升 | 单位: 点

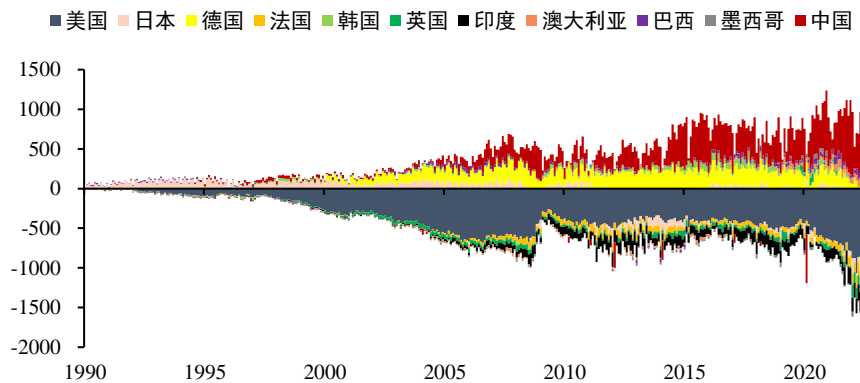


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

2) 影响: 全球经济再次分配

美国经济的相对韧性决定了在全球经济周期共振回落的过程中, 谁将是下行压力的最终承接者。无疑在本轮流动性快速收紧形成的负债压力, 叠加地缘不确定性创造的成本压力, 中游生产型经济体将面临不小的冲击。逆差国和顺差国的宏观账户将面临重构 (见图 39, 欧洲国家贸易顺差快速收窄), 从而驱动全球资本进入到流动状态。

图 39: 全球主要经济体月度贸易差额 | 单位: 亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

宏观结构：周期回落的主要关注点

“美元是我们的货币，却是你们的问题。”

——美国前财长约翰·康纳利

全球经济周期的向下似乎已成为确定性的必然，市场更多担忧的是下行的幅度（软着陆和硬着陆的区别）。虽然有英国央行在养老金危机下临时性的量化宽松，但是截止 11 月全球央行货币政策仍表现为净收紧的状态，且这种状态并没有发生方向性的转变（见图 33）。矛盾的扩大而非收敛似乎更大概率地指向“硬着陆”这一选项。

展望未来，总需求的收缩预计仍将主导着市场的运行方向（见图 34）。美联储货币政策的收紧背后是美国双赤字的进一步收敛风险，这将引起全球总需求的回落，对于生产型经济体表现为国际收支账户的收缩。而供给通胀预期驱动的货币政策收紧和需求回落状态下的通胀缓和并存，实际利率进入到被动回升的阶段。

表 4: 各国宏观结构汇总表²⁴

	经济周期	通胀周期	杠杆周期	财政政策	货币政策
全球	回落	高位韧性	去杠杆	扩张	紧缩转向宽松
美国	回落	高位回落	去杠杆	收缩	紧缩
中国	复苏	低位波动	稳杠杆	扩张	宽松
欧元区	衰退	高位韧性	去杠杆	扩张	紧缩转向宽松
日本	回落	低位波动	稳杠杆	扩张	宽松
韩国	衰退	先扬后抑	去杠杆	扩张	紧缩
新兴市场	回落	高位回落	稳杠杆	扩张	紧缩

资料来源：华泰期货研究院

²⁴ 参见《华泰期货 2023 年宏观年报：等待黎明（分论篇）》

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com