

全球投资者盼望美联储政策转向，但转向的代价可能是美国经济深度衰退以及更加动荡的金融市场。密切关注 2023 年海外经济的三个重要变量，经济衰退、货币转向、流动性冲击。

➤ **回顾 2022 年美国宏观经济，可以用两个词概括：紧货币，宽信用。**

2022 年美国宏观经济主线是居民资产负债表强韧，对终端需求形成较强拉动。

需求强劲意味着两点，一是美国通胀增速攀至近 40 年最高，高通胀导致美联储快速加息缩表以收紧货币政策。二是居民和企业部门的信用扩张。

2022 年我们看到美国出现了奇妙的“紧货币-宽信用”现象。

➤ **展望 2023 年，美国经济继续下行至衰退的方向确定。**

消费端，居民资产负债表将从“顺风”切换至“逆风”，原因有三个：

第一，加息导致金融资产和房地产价值缩水，财富效应将对居民消费产生负作用。

第二，美国低收入群体超额储蓄已经见底。

第三，资产负债表的边际恶化叠加高利率将压制居民消费信贷的扩张。

投资端，贷款利率高企，将继续压制房地产销售与投资。目前美国实际库存增速偏高，补库周期已见顶，企业融资难度增大，需求与资金均不利于企业资本开支。

➤ **为驯服通胀，2023 年美国宏观经济大概率走向深度衰退。**

虽然经济下行的方向确定，但美国经济到底迎来浅衰退还是深度衰退？分歧的核心在于，美国是否需要以经济大幅下行为代价来“驯服通胀”。

要压低美国通胀，首要任务是让美国工资增速回到 2% 左右的“可持续”水平。问题在于疫情、提前退休等因素，美国劳动力供给弹性较低。想要降低居民工资增速，必须让劳动力需求超正常回落，即就业状况大幅恶化。

这种情况下，我们认为经济深度衰退可能是美联储驯服通胀不可避免代价。

➤ **2023 年或有金融风险，金融风险或是美国经济深度衰退的“导火索”。**

1982 年后，美国每一次经济衰退都和风险事件有关，这一次大概率也不会例外。今年以来全球宏观环境从“低通胀-低利率-低波动”切换至“高通胀-高利率-高波动”。

过去存在大量建立在“低利率-低波动”环境之上的宏观策略/行为，它们的稳定性将在 2023 年受到严峻挑战，并有可能引发流动性危机，最终成为美国乃至全球经济深度衰退的导火索。

三个领域流动性风险值得关注。一是美债市场的流动性问题，美债与回购市场的关联加深了美债市场的“系统重要性”。二是新兴市场潜在的债务危机，“强美元+高能源价格”或埋下隐患。三是养老金相关的衍生品流动性风险。

➤ **美国通胀与货币政策有望在下半年迎来由紧转宽的“大转折”。**

2023 年美国通胀回落节奏或将分“两步走”。

上半年，在汽车、医疗服务、房租等分项的推动下，美国核心通胀增速继续下行。但受工资支撑，难以回到美联储的“合意水平”。

下半年，随着美国经济走向较深衰退，核心通胀增速有望在 2023 年末回落至美联储能够容忍的区间(2.5%左右)。

由此判断，美联储或在上半年加息至终点利率 5.25%，2023 年末进入降息周期。

➤ **2023 年美元和美债：强美元与弱美债利率并存。**

2023 年，美债与美元主要围绕两条主线波动。第一条主线是美国在美联储的紧缩政策下经济增长逐渐迈向深度衰退；第二条主线是全球货币紧缩周期下，利率波动显著放大，流动性危机发生概率上升。

我们预计 10 年期美债利率大概率呈现“前高后低”形态，全年中枢约 4.0%。在全球经贸周期下行，以及美元流动性不断收紧的背景下，美元指数料偏强震荡，全年中枢 110-115。

➤ **风险提示：**海外地缘政治风险；美联储货币调控超预期；美国通胀失控风险。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 **谭浩弘**

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30
- 2.2022 年 11 月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27
- 3.全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27
- 4.宏观专题研究：地产纾困有了新变化-2022/11/26
- 5.2022 年 11 月国常会点评：央行的转型-2022/11/24

目录

1 2022 年美国经济回顾：奇妙的“紧货币宽信用”	3
1.1 居民部门强劲的需求支撑了美国高通胀	3
1.2 快速加息下，美国经济呈现“紧货币-宽信用”	4
2 美国经济的分歧：深度衰退还是浅衰退？	6
2.1 美国经济走向衰退是大概率事件	6
2.2 驯服通胀的代价：经济深度衰退	8
3 深度衰退的导火索：金融风险	10
3.1 高利率高波动的宏观环境是流动性危机的温床	10
3.2 美债市场流动性问题	11
3.3 新兴市场的潜在危机	12
3.4 养老金背后的衍生品风险	13
4 美国通胀与货币政策：曙光在下半年	15
5 资产定价：强美元与弱美债利率并存	17
5.1 美债利率：全年“前高后低”，中枢约 4.0%	17
5.2 美元：全年偏强震荡，中枢 110-115	18
6 风险提示	19
插图目录	20

1 2022 年美国宏观经济回顾：奇妙的“紧货币宽信用”

1.1 居民部门强劲的需求支撑了美国高通胀

在我们的 2022 年中期展望报告《美国衰退可能迟到》中我们提到，2022 年美国经济的主题是财政补贴对居民资产负债表的改善以及对后续终端需求的刺激。

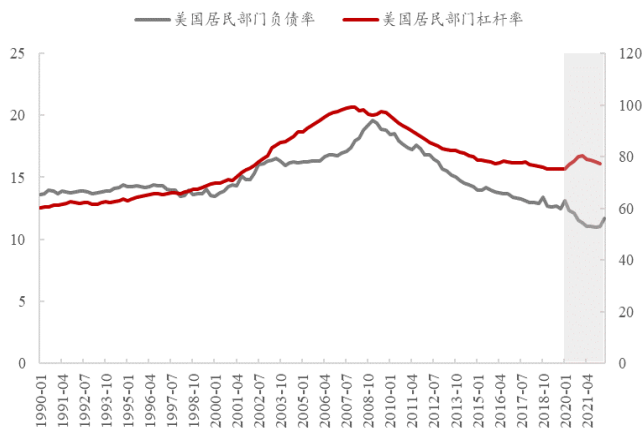
美国居民资产负债表的强劲分别来自存量和流量层面的支撑。

存量方面，财政补贴和金融资产增值大幅降低了居民部门的杠杆率。次贷危机后，美国居民部门经历了十余年的去杠杆，资产负债表修复明显，杠杆率大幅下降。新冠疫情爆发后，美国对消费者实行了大规模的财政补贴，这一补贴成为了居民部门资产负债表上的现金和超额储蓄。同时，疫情后美国宽松的货币政策让美股美债等金融资产均迎来暴涨，居民财富增值可观。

流量方面，美国居民工资增速在 2022 年维持高位。美国居民工资高企主要受益于劳动力市场的供需错配。需求端，居民强大的消费能力推升了美国企业盈利水平，从而增加了企业的招聘需求。供给端，因提前退休、新冠后遗症、移民减少等原因，美国劳动力供给不足，劳动参与率较疫情前（2020 年 2 月）水平大幅下降。劳动力供需失衡提高了美国工人的议价能力和工资水平。

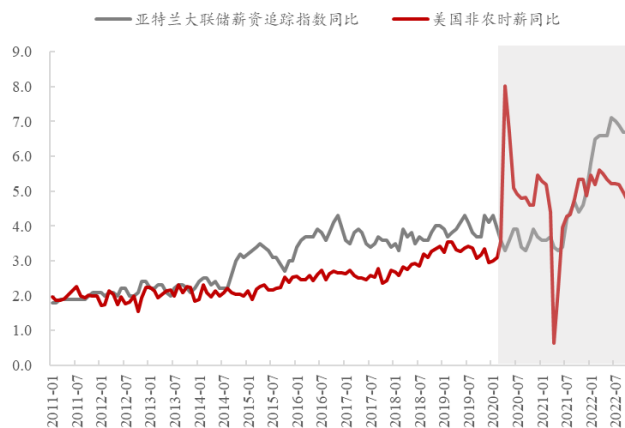
同时，较低的杠杆率和强劲的现金流催生了美国居民部门的信用扩张。美国消费信贷和住房抵押贷款在 2022 年均迎来大幅增长。

图1：美国居民杠杆率健康（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图2：疫情后美国工资增速显著上升（单位：%）



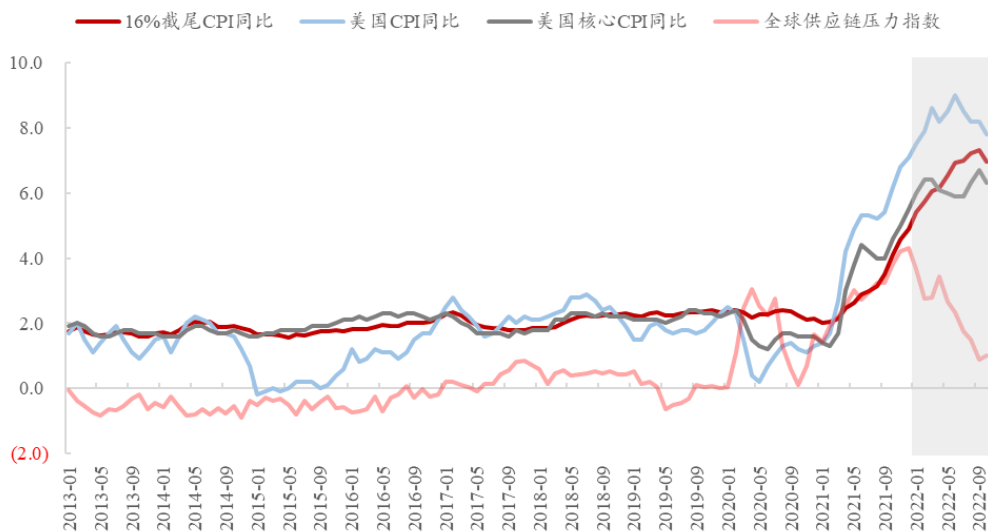
资料来源：Wind，民生证券研究院

强劲的消费终端需求在 2022 年推动美国通胀增速屡创新高。

2022 年 10 月，美国 CPI 和核心 CPI 同比增速分别为 7.7%和 6.3%，较疫情后的峰值均有所回落，但仍处于近 40 年的高位。

对于美国本轮通胀来说，需求端的贡献明显要大于供给端。据纽约联储在 2022 年 8 月的研究，在 2019-2021 年，60%的美国通胀可以被需求端解释，剩下 40%的通胀则与供给端有关。进入 2022 年，全球供应链瓶颈显著缓解，全球供应链压力指数从 2021 年 12 月的 4.3 下降至 2022 年 10 月的 1.0。这意味着，需求端对 2022 年美国通胀的贡献大概率高于 60%。

图3：本轮美国通胀上行，需求侧的因素明显更加重要（单位：%）



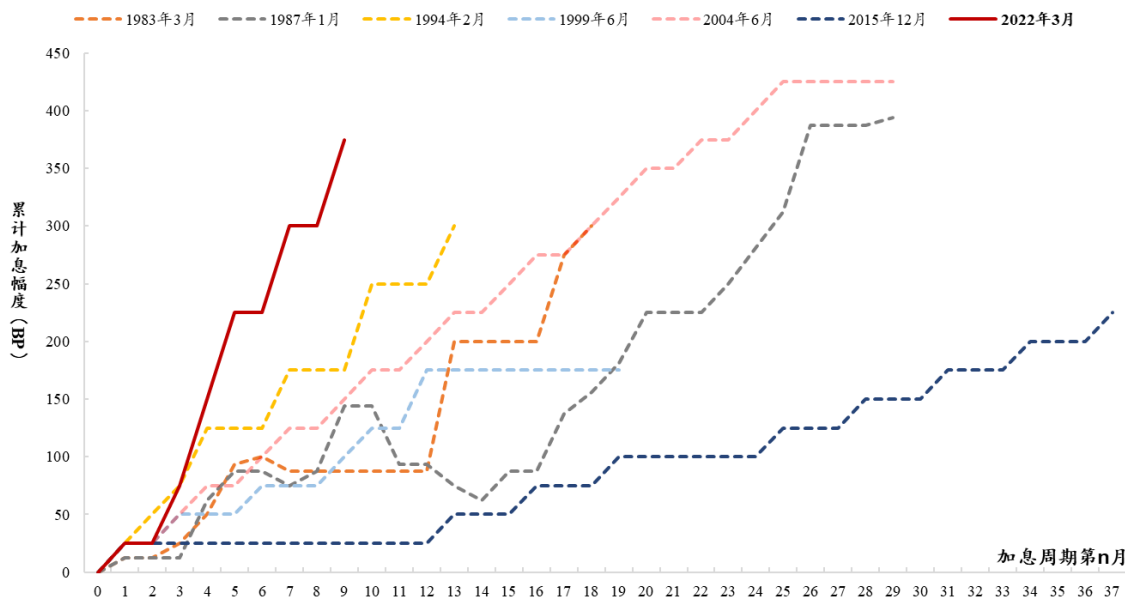
资料来源：Wind，美联储，民生证券研究院

1.2 快速加息下，美国经济呈现“紧货币-宽信用”

美国历史高位的通胀推动了历史最“陡峭”加息周期。

从 2021 年二季度开始，美国通胀增速便开始加速上行。但当时美联储认为通胀是“暂时性”，以至于美联储的货币政策大幅落后于曲线。2022 年 3 月，美联储开始了一轮迅猛的加息周期。截至 11 月 21 日，离第一次加息仅约 8 个月的时间，美联储已经累计加息 375BP，加息路径的陡峭程度大于过去 6 轮加息周期。

图4：本轮加息周期斜率为历史最“陡峭”



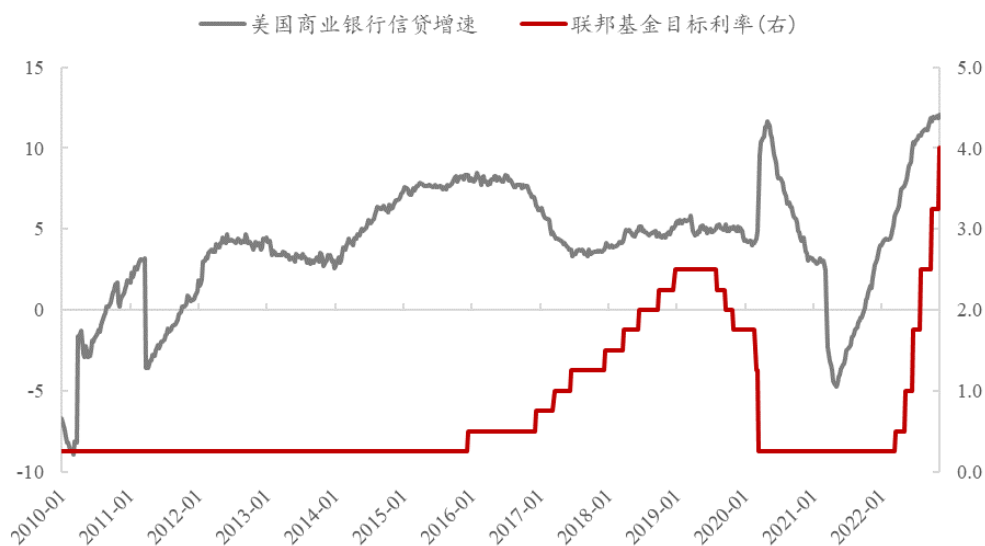
资料来源：美联储，民生证券研究院

快速的加息和强劲的需求造就了 2022 年美国“紧货币-宽信用”的景象。

得益于居民部门强劲的消费需求和企业部门的资本开支诉求，截至 11 月 9 日，美国商业银行信贷增速达 12.0%，创疫情以来的新高。2022 年美国商业银行信贷增长 1.07 万亿美元，其中 30.6% 为工商业贷款、37.6% 为房地产抵押贷款、16.0% 为消费信贷。

另外，美国商业银行加速信用扩张也和一些技术性因素有关。第一，2022 年初财政部开始增加 TGA 规模和 2022 年 6 月美联储开始缩表导致银行准备金规模下降后，商业银行的资产负债表规模约束得到解放，从而获得了扩表的空间。第二，次贷危机后，美国商业银行负债成本与政策利率基本脱钩，导致其净息差与加息幅度同步扩大。这种情况下，美联储加息可能会让商业银行信用投放的动机增加。（具体可参考报告《美联储缩表的马奇诺防线》和《美联储缩表的动机与时机》）

图5：2022 年美国“紧货币-宽信用”



资料来源：美联储，民生证券研究院

2 美国经济的分歧：深度衰退还是浅衰退？

2.1 美国经济走向衰退是大概率事件

2023 年，支撑居民消费扩张的大部分因素都将迎来逆风。

首先，由于金融资产和房地产价值的缩水，“财富效应”将对居民消费产生负作用。

美联储加息压制总需求的一大重要渠道是居民部门的“财富效应”。由于美联储的货币紧缩政策，截至 11 月 22 日，标普 500 指数在 2022 年已经下跌 16.0%。美国居民部门的金融资产截至二季度也已经比 2021 年底水平缩水了 9.06 万亿美元，即下降 7.9%。

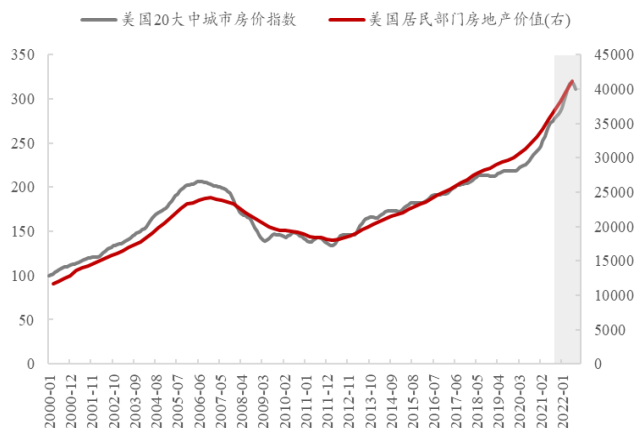
另一方面，美国 20 个大中城市房价指数也从 2022 年 6 月的高点开始回落。虽然在二季度，美国居民的房地产资产价值未出现下跌，但我们预计在下半年将可以看到美国居民房产价值的萎缩。

图6：美股下跌拖累居民金融资产规模(右：十亿美元)



资料来源：美联储，Wind，民生证券研究院

图7：美国居民房地产资产或将缩水(右：十亿美元)



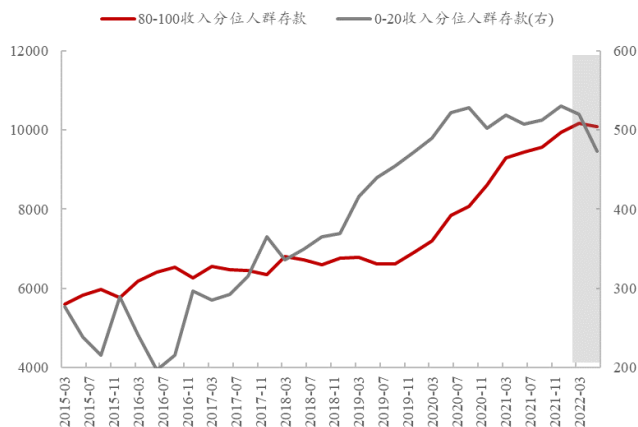
资料来源：美联储，Wind，民生证券研究院

同时，美国低收入群体超额储蓄已经见底，高利率下消费信贷增速亦渐显颓势。

疫情后，由于美国财政部对居民进行了大额的财政补贴，美国消费者储蓄率快速上升，积累了大量的超额储蓄。不过，美国居民超额储蓄同样存在着巨大的“贫富差距”。美联储在 2022 年 10 月的研究表示，截至 2022 年二季度，美国收入水平后 25%的居民仍拥有 921 亿美元的超额储蓄。需要注意的是，这些储蓄中大部分的资金可能被用作投资各类金融产品，并非狭义上的储蓄。根据美国金融账户数据，截至 2022 年二季度，收入水平后 20%的居民的银行存款仅比 2019 年末高出 0.07%。因此，以存款衡量，低收入群体已经耗尽了疫情后的超额储蓄。

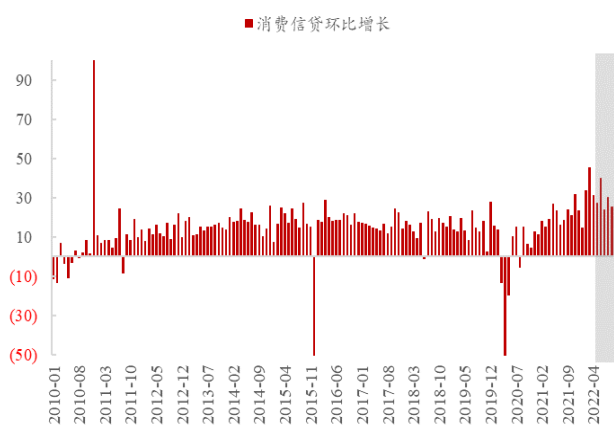
在信贷方面，疫情后美国消费信贷快速增长，原因有两个：居民资产负债表健康以及较低的利率。随着美联储在 2022 年加息 375BP（截至 11 月会议），美国政策利率水平已经高于上一轮加息周期的峰值，消费信贷利率也大幅提高。同时，因为资产价值和超额储蓄的减少，美国居民的资产负债表状况也发生了边际恶化。在这种情况下，美国消费信贷环比增长规模较 2022 年峰值大幅下降，且我们预计在 2023 年消费信贷增长将进一步萎缩，很可能跌入负值。

图8：美国低收入群体超额存款耗尽(单位：十亿美元)



资料来源：美联储，民生证券研究院

图9：美国消费信贷增长边际转弱(单位：十亿美元)



资料来源：美联储，民生证券研究院

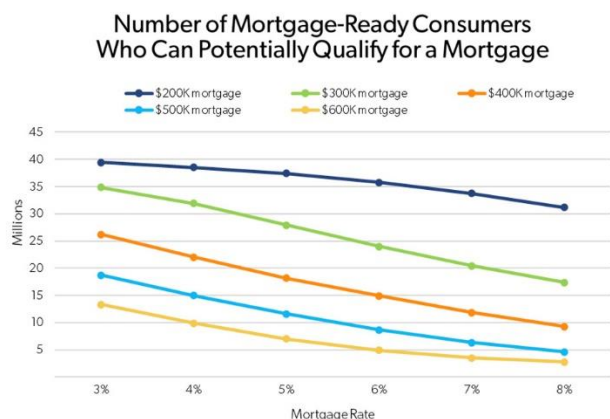
在投资端，2023年美国房地产投资资料维持疲软，企业资本开支热度难以为继。

高利率对美国房地产销售的压制将在2023年持续，进而拖累地产投资。

截至11月17日，美国30年固定抵押贷款利率为6.61%，较2021年末上升了3.5个pcts。高房贷利率对地产销售产生了两个影响：一是让购房者的购房成本大幅上升；二是利率上升会让房贷本身的价值上升，从而让符合贷款标准的购房者数量降低。据房地美研究，随着房贷利率的上涨，2022年大约有1500万个潜在购房者被排除在放贷标准之外。

在2022年，高企的利率已经带来了地产销售端的萎缩。截至2022年9月，美国新屋销售和成屋销售的同比增速分别录得-17.6%和-23.8%。我们预计，2023年上半年美国货币政策仍难以迎来实质性转向。这意味着美债利率可能保持高位震荡，房贷利率亦难以下降。也就是说，在2023年上半年，利率对美国房屋销售的压制仍然非常显著，销售增速料仍在低位。而房屋销售一般领先房地产投资1-2个季度，因此2023年美国房地产投资增速仍将低迷。

图10：房贷利率上行挤出大量合格购房者



资料来源：Freddie Mac，民生证券研究院

图11：美国房地产销售增速疲软(单位：%)



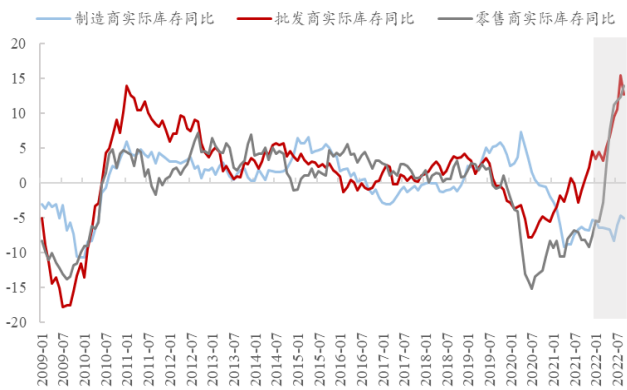
资料来源：Wind，民生证券研究院

补库动能见顶和融资端受阻将在 2023 年制约企业资本开支。

在经历了 2022 年的补库后，美国当前库存水平已经较高，因为需求正在走弱，可以说正处于“被动补库”阶段。截至 2022 年 9 月，美国零售商实际库存和批发商实际库存同比分别录得 13.9% 和 12.6%，均位于历史高位，且出现见顶回落迹象。虽然制造业库存仍然偏低，但历史上中下游库存与上游库存出现背离时，往往是中下游库存更能代表经济所在周期。总的来说，美国库存周期见顶意味着资本开支需求的不足。

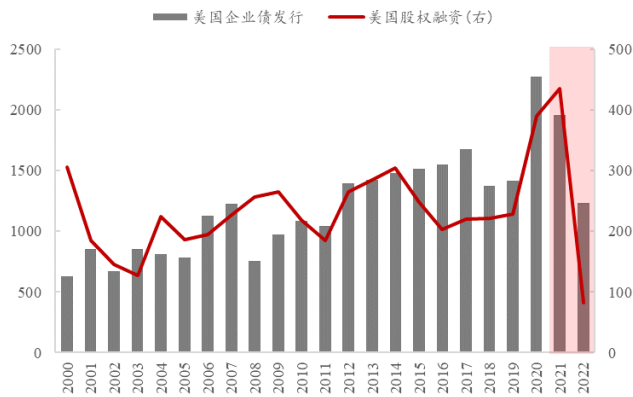
另一方面，随着金融条件收紧，美国企业融资难度开始增大，资本开支的资金来源大幅减少。因融资成本上升，经济衰退担忧加剧等原因，美国企业在 2022 年的融资活动削减严重。2022 年前 10 个月，美国企业债发行规模为 1.23 万亿美元，不仅大幅低于 2021 年同期的 1.74 万亿美元，在近十年也算是偏低水平。同时，2022 年前 10 个月美国公司的股权融资规模也很低，仅有 819 亿美元，大幅低于 2021 年同期的 3749 亿美元。其中，2022 年前 10 个月，美国 IPO 融资额仅为 83 亿美元。

图12：美国补库周期见顶(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：美国企业融资大幅下滑(单位：十亿美元)



资料来源：SIFMA，民生证券研究院

消费和投资在美国实际 GDP 中约占 90%，而两者在 2023 年均面临诸多不利因素，美国经济动能进一步下降，经济走向衰退已是大概率事件。在 IMF 最新发布的 10 月全球经济展望中，IMF 将 2023 年美国经济增长速度下调至 1.0%。同时，咨询会的衰退概率模型显示，未来 12 个月美国经济进入衰退的概率为 96%。

2.2 驯服通胀的代价：经济深度衰退

虽然美国经济继续下行乃至衰退是市场共识，但对于经济下行的幅度投资者仍有较大的分歧。换句话说，就是美国经济到底是“软着陆”还是“硬着陆”。

“软着陆”与“硬着陆”的关键差异在于“驯服通胀”是否需要经济大幅度下行作为代价。

“软着陆”理论的支持者认为，美国劳动力市场可以回归疫情前常态，工资增速回落，且通胀下行将支撑居民消费。

疫情后，美国劳动力市场异常紧俏，贝弗里奇曲线显著外移。贝弗里奇曲线描绘了失业率与职位空缺之间的关系，通常失业率越高，职位空缺率就越低，反之亦然。贝弗里奇曲线外移表明在同一失业率下，美国当前的职位空缺率会更高，这意味着美国劳动力供需不均现象较为

严重。在劳动力供不应求的环境下，美国居民工资增速明显提高，从而推动了通胀的上行。

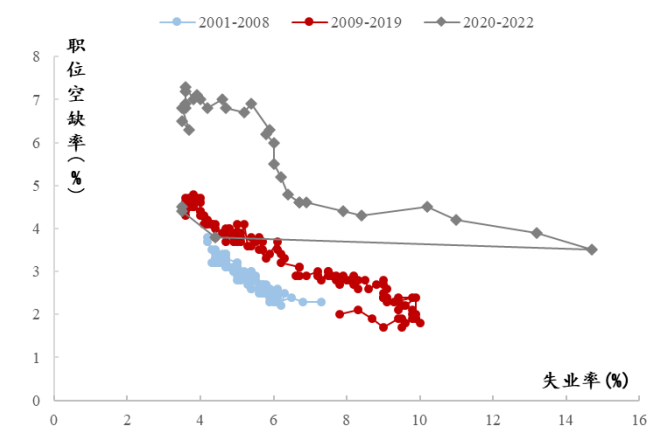
所以说，“软着陆”意味着美国劳动力市场的供需结构回到疫情前的状态（贝弗里奇曲线向左移动）。这一情形下，职位空缺率下降不会让失业率大幅上升，即驯服通胀不需要以大量失业作为代价。同时，当通胀增速显著回落时，即使居民收入下降，其“实际收入”受到的冲击也不大，不会对居民消费产生太多负面影响。

但实际情况是，美国劳动力供给不足的问题难以在短期解决，压制通胀的代价很可能是经济增长的大幅下滑。

美国 2022 年 10 月劳动参与率仅为 62.2%，较疫情前水平低 1.2%，这意味着美国劳动力供给较疫情前降低了约 200 万人。劳动力供给降低背后的因素很多，有降低总体劳动意愿的：如人口老龄化以及财政补贴导致的“躺平”等；也有影响特定人群劳动意愿的：如提前退休（10 月老年人劳动参与率为 38.9%，较疫情前低 1.4%）和育儿因素（10 月女性劳动参与率为 56.7%，较疫情前低 1.1%）等。

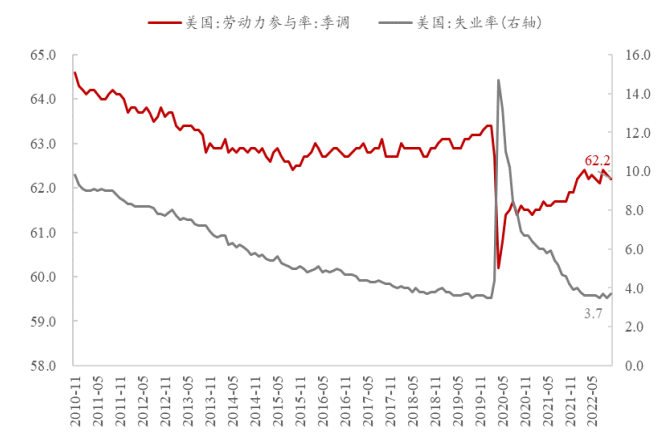
总的来说，尽管美国在疫情封控上基本完全放开，但是由于疫情的长期存在，其对劳动力供给模式的改变并不能短期消除。也就是说，影响贝弗里奇曲线的外生因素很难改变，曲线仍将维持“外移”的现状。美联储紧缩的货币政策想要降低工资通胀（职位空缺率），必须付出失业率大幅上行的代价。而就业状况的大幅恶化，往往和经济的深度衰退挂钩。

图14：疫情后美国贝弗里奇曲线外移



资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：美国劳动参与率仍然偏低（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 深度衰退的导火索：金融风险

3.1 高利率高波动的宏观环境是流动性危机的温床

1982 年以来，美国每一次经 NBER 认证的经济衰退都和某些风险事件有关。

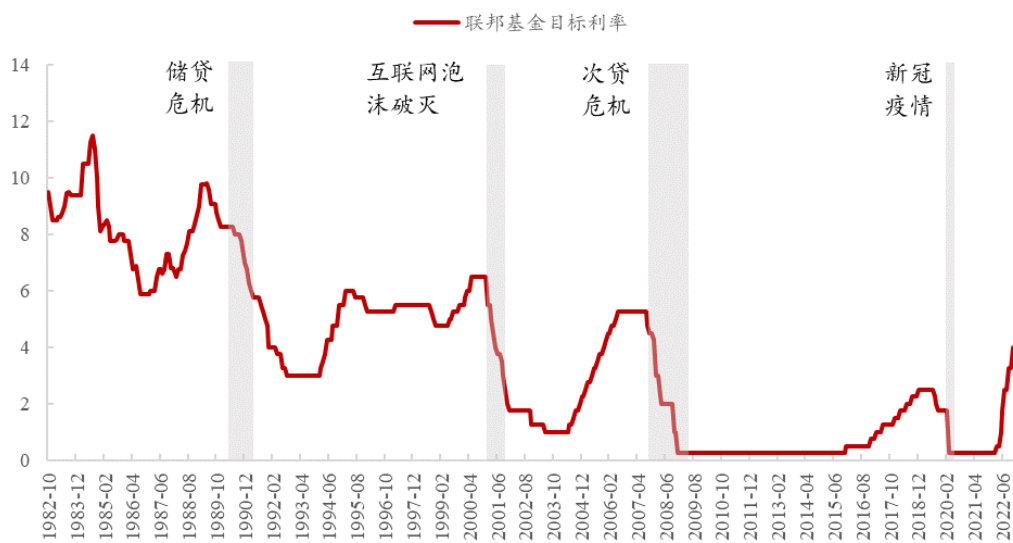
第一次经济衰退是 1990 年 7 月至 1991 年 3 月，这时候美国正经历“储贷危机”，众多商业银行倒闭或接受 FDIC（联邦存款保险公司）救助。

第二次经济衰退是 2001 年 3 月至 2001 年 11 月，当时美国经历了科网股泡沫的破灭，居民资产负债表大幅受损。

第三次经济衰退是 2007 年 12 月至 2009 年 6 月，美国房地产泡沫破灭引发了次贷危机，次贷危机又导致了知名投行雷曼兄弟的破产，美国金融机构、居民和企业的经济活动都受到了极大冲击。

第四次经济衰退是 2020 年 2 月至 2020 年 4 月，新冠疫情的爆发让美国经济活动停滞，并引发了美元流动性危机。

图16：1982 年后，美国每次经济衰退前都和某些风险事件有关（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

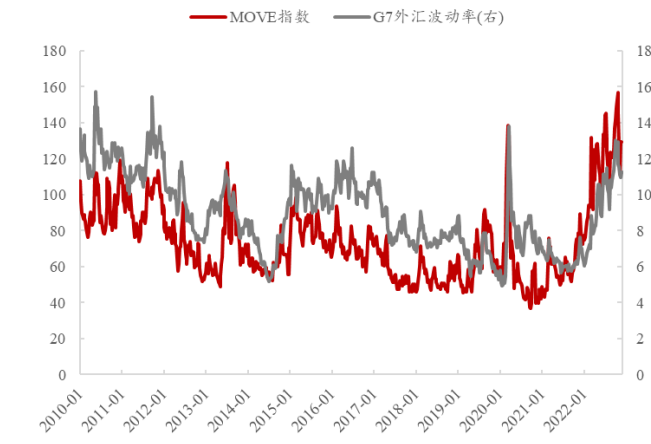
同样地，我们认为这一次美国的经济衰退同样存在一个“导火索”，很可能是高利率高波动的宏观环境所导致的流动性危机。

疫情后全球金融市场的一个显著特征是：由于通胀高企，各国国债利率打破了过去 20 年的下行趋势，且债汇的波动性均快速增大。截至 11 月 25 日，美日德法英五国平均国债利率录得 2.29%，较疫情期间的低点上升了近 240BP。用以衡量美国国债波动性的 MOVE 指数在 10 月 21 日录得 156.95 的高点，已经高于新冠疫情爆发时的水平。另外，摩根大通统计的 G7 外汇波动率在 10 月 21 日录得 12.96 的高点，同样已经逼近新冠疫情爆发时的高点。

总的来说，疫情后全球宏观环境从“低通胀-低利率-低波动”切换至“高通胀-高利率-高波动”的状态。这将对全球金融市场以及流动性环境造成深远的影响。

图17：主要国家国债利率打破了下行趋势（单位：%）


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图18：金融市场波动性明显提高


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

流动性危机，本质上是策略的同质化。当宏观环境发生剧变时，依赖于旧宏观环境/共识的策略失灵，就会发生流动性危机。

2022年9月的英国养老金危机就是一个很好的例子。基于过去利率下行以及波动性降低的宏观环境，养老金机构纷纷使用负债驱动策略(LDI)去对冲负债端的利率风险。对于LDI策略来说，其“阿克琉斯之踵”是利率大幅波动导致的衍生品保证金补缴风险。在疫情前，全球利率波动性普遍偏低，因此LDI策略可以安全地运行。但在疫情后，随着全球利率特别是英国国债利率的急速上升，大量英国养老金机构需要同时补缴巨额的保证金，最终酿成了流动性危机。

英国养老金问题仅仅是全球流动性隐忧的冰山一角。全球利率维持高位的时间越长，其波动性也就越大，流动性环境的“高原反应”也就越剧烈。

我们有理由相信，目前仍有大量的宏观策略/行为是建立在过去“低利率-低波动”的宏观环境之上的。其稳定性将在2023年受到严峻挑战，并有可能引发流动性危机，最终成为美国乃至全球经济深度衰退的导火索。

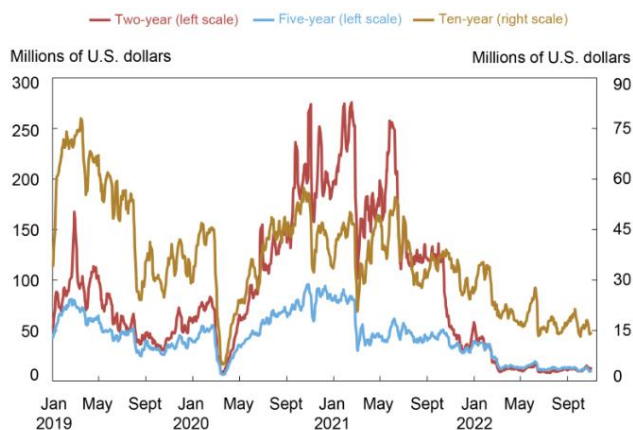
以下我们将简单讨论三个我们认为有可能会引发金融风险的领域。

3.2 美债市场流动性问题

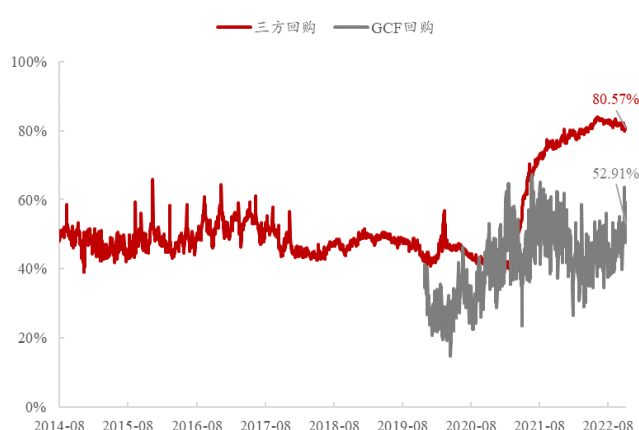
当前美债市场的流动性有所下降。2022年10月，美国财政部长耶伦在演讲中提到“对美债市场的流动性感到担忧”，这一表述引起了市场的广泛关注。同年11月，纽约联储的一份研究显示，美债市场的流动性确实有所恶化。研究中使用四个指标去衡量美债市场的流动性状况，分别是买卖价差(Bid-Ask Spread)、报价深度(Order Book Depth)、价格波动(Price Volatility)和单位交易额下的价格变动(Price Impact)。最终，研究认为美债市场的流动性已经跌至2020年3月以来最差水平。

美债市场流动性的恶化与边际需求降低和金融监管有关。从2022年9月开始，美联储每月美债缩表速度达到600亿美元，这相当于每个月向市场新增600亿美元的美债供给。同时，非美国国家（如日本）为了稳定汇率，同样有抛售美债的动机。对于私人部门来说，随着欧洲利率的上行，欧洲投资者对美债的套息交易也在减少。在金融监管层面，次贷危机后对一级交易商严格的监管指标要求削弱了做市商的做市能力，从而加剧了美债市场的波动性。

美国国债作为美国回购市场最重要的抵押品，有着酝酿系统性风险的“潜力”。回购协议是非银机构重要的融资渠道，而美国国债则是美国回购市场最重要的抵押品。截至2022年11月，美国国债是80.57%的三方回购交易的抵押品、也是52.91%的GCF回购交易的抵押品。也就是说，美债市场的流动性不仅和买卖美债的方便程度、美债的价值有关，更和非银机构的融资难度挂钩。一旦美债市场出现流动性问题，抵押品价值的波动同样会殃及回购融资的流动性，而非银机构融资困难时往往会抛售美债以筹集资金。因此，两者存在天然的恶性循环机制。

图19：美债市场深度大幅下滑（单位：百万美元）


资料来源：纽约联储，民生证券研究院

图20：美债在不同回购协议中充当抵押品的占比


资料来源：OFR，民生证券研究院

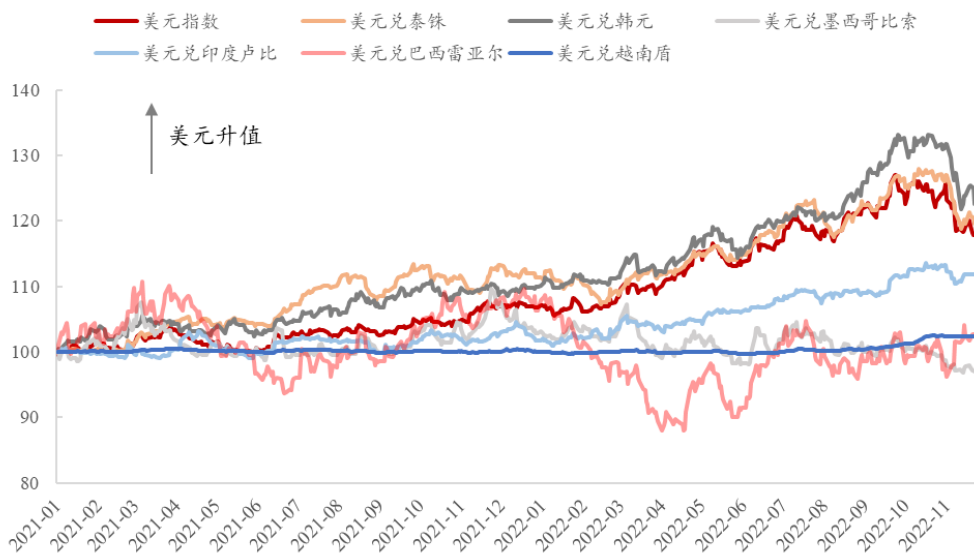
3.3 新兴市场的潜在危机

在本轮美元升值周期中，新兴市场货币大多表现坚挺。历史上，新兴市场货币在美元升值周期往往表现较为脆弱，由于美元指数是美元兑一篮子发达国家的汇率，新兴市场货币的贬值幅度通常会大于美元指数的升值幅度。2021年以来，由于美联储货币政策的超预期紧缩，美元指数已经累计升值18.7%（截至11月28日）。然而，在泰铢、韩元、墨西哥比索、印度卢比、巴西雷亚尔和越南盾等6种货币中，仅泰铢和韩元的贬值幅度较美元指数升值幅度更大。

美元债务累积不多和制造业优势是新兴国家货币韧性的主要来源。以往的新兴市场债务危机，通常都遵循“美国货币宽松-新兴国家债务扩张-热钱流入-美国货币紧缩-美元升值-新兴国家债务成本上升，债务难以持续-资金流出-美元升值”的循环。但在2014年后，新兴国家的美元债务规模增速明显“下台阶”，这降低了债务危机的风险。同时，新冠疫情后，新兴国家在全球供应链（制造业和大宗商品）的地位显著提升，依靠出口积累了大量外汇储备，从而支撑了自身货币的币值。

展望未来，“强美元+偏高的能源价格”或为下一场新兴市场危机埋下隐患。随着欧美等发达国家进入衰退，新兴国家的外部需求将明显下降，其出口优势或将逐渐消失。另一方面，全球能源供给问题未得到实质性解决，对于一些依赖能源进口的国家来说，未来很可能遭遇经常项目逆差。同时，在“高利率-高波动”的宏观环境下，全球市场一旦发生流动性危机，新兴市场资产往往被首先抛售。货币贬值叠加利率上行可能会让某些新兴国家的债务难以持续。在主要的新兴国家中，韩国与墨西哥的外债规模明显偏高，其债务风险需要保持关注。

图21：本轮美元升值周期，新兴市场货币大多表现坚挺(2021年1月1日标准化为100)



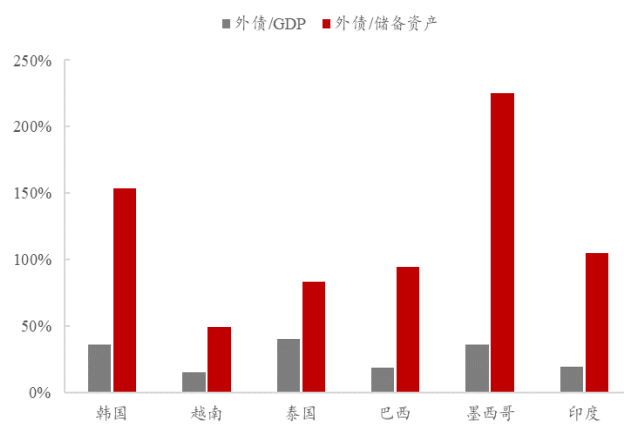
资料来源：Wind，民生证券研究院

图22：新兴市场美元债务积累较慢（单位：%）



资料来源：BIS，民生证券研究院

图23：主要新兴国家的外债比例



资料来源：Wind，世界银行，民生证券研究院

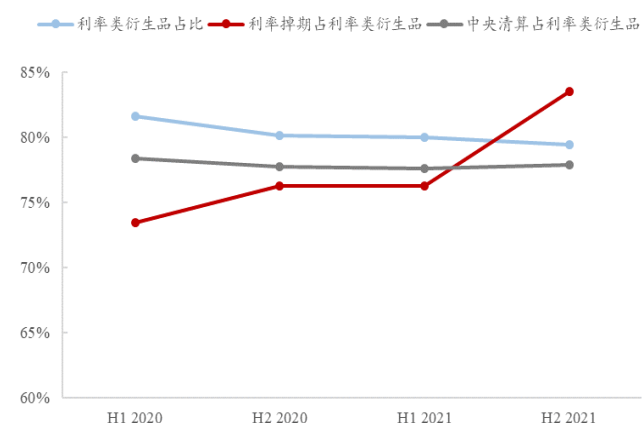
3.4 养老金背后的衍生品风险

养老金机构通常会大量使用利率衍生品。根据收付款形式的不同，养老金通常可以分为确定给付制(DB型养老金)和确定提拨制(DC型养老金)。对于DB型养老金来说，其每隔一段时间要向受益人支付一个确定的金额，负债端可以看作一个长久期债券。在过去利率下行的环境中，DB型养老金负债端不断膨胀，乃至部分养老金出现了“会计赤字”，即资产市值低于负债。这时候，负债驱动策略(LDI)便应运而生。简单来说，就是养老金将部分资金配置在利率掉期，同时将部分资金配置在股票与信用债等成长型资产。LDI策略的好处在于可以同时达到对冲负债端波动和资产增值两个目标。

全球的利率掉期交易规模巨大，且大部分为中央清算，容易发生流动性危机。据国际清算银行统计，截至 2021 年下半年，利率类衍生品在全球 OTC 衍生品存量中约占 79%。其中，利率掉期是利率型衍生品的最重要品种，约占 84%；中央清算型的利率衍生品占比约 78%。需要注意的是，中央清算型品种在补缴保证金时，只能使用现金。这类衍生品很容易引发资产抛售的恶性循环，从而引起流动性危机。

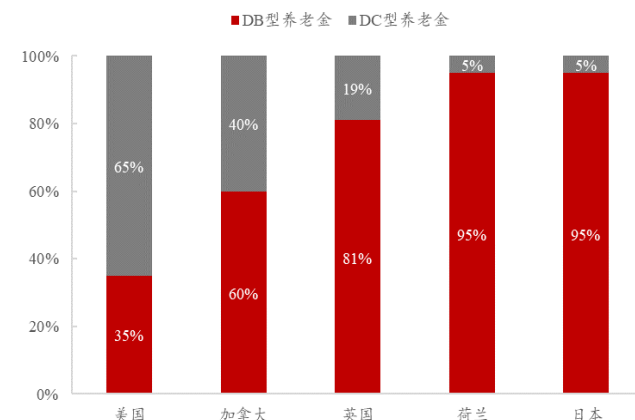
从养老金结构看，荷兰与日本的风险值得关注。通常来说，DB 型养老金对冲负债端利率风险的需求更大，因此会持有更多的利率衍生品。荷兰和日本 DB 型养老金占比均达到 95%，全球范围内偏高，我们需要关注这两个国家的风险问题。

图24：利率衍生品规模巨大



资料来源：BIS，民生证券研究院

图25：荷兰与日本 DB 型养老金占比较高



资料来源：Thinking Ahead Institute，民生证券研究院

4 美国通胀与货币政策：曙光在下半年

我们认为，随着美国经济在下半年走向较深衰退，美国核心通胀增速有望在 2023 年末回落至美联储能够容忍的区间(2.5%左右)，最终美联储也有望在 2023 年末进入降息周期。

目前有不少因素能够成为推动美国核心通胀下行的力量。

第一，汽车通胀未来对通胀的拖累或更大。2022 年 10 月二手车分项同比增速回落幅度较大，且趋势明显。这或证明美联储的大幅加息开始生效，有效抑制了居民的需求。同时，市场二手车价格指数对二手车通胀的领先关系得到良好保持。10 月 Manheim 二手车价格指数同比下降至-10.6%，预计未来二手车通胀对美国 CPI 的拖累将继续扩大。

第二，医疗服务通胀因数据源调整，或持续承压。在美国 CPI 统计中，每一年 10 月至第二年 9 月的医疗保险分项通胀与前一年医疗保险公司的留存收益有关(即 2022 年 10 月-2023 年 9 月的医疗保险通胀和 2021 年的留存收益有关)。而 2021 年美国医疗保险行业留存收益较大幅度下滑，这意味着医疗保险分项通胀或将持续承压，从而拖累医疗服务通胀。

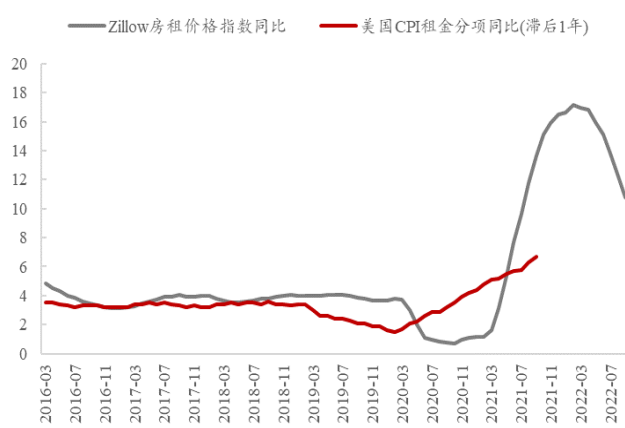
第三，房租通胀有望在 2023 年一季度迎来拐点。我们发现，CPI 租金分项通常与市场租金增速和美国居民的工资增速有关，且两者均领先 CPI 租金分项同比 12 个月左右。由于美国工资增速和市场租金增速都已经在 2022 年一季度见顶，根据领先关系，这意味着美国房租通胀有望在 2023 年一季度见顶回落。

图26：美国职位空缺领先房租 CPI (单位：%)



资料来源：美联储，民生证券研究院

图27：Zillow 房租价格指数增速领先房租 CPI (单位：%)



资料来源：Wind，Zillow，民生证券研究院

然而，由于美国劳动力供需情况仍然不平衡，在经济迎来深度衰退前，美国居民工资增速仍将大概率维持在高位，美国核心 CPI 增速很难在短期内回到美联储的“合意水平”。

进入 2023 年下半年，我们预计金融风险或将成为美国经济“压倒骆驼的最后一根稻草”。随着美国经济走向深度衰退，劳动力需求的快速回落将同时推升失业率和压制职位空缺。届时，美国工资增速将快速回落，从而让美国通胀增速也快速回落。

据我们测算，2023 年美国核心 CPI 同比增速将回落至 2.58%。在平均通胀目标制下，2.5%左右的通胀增速属于美联储的“可承受范围”，也为美联储的政策转向创造了空间。

图28: 美国核心CPI同比增速预测 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院测算

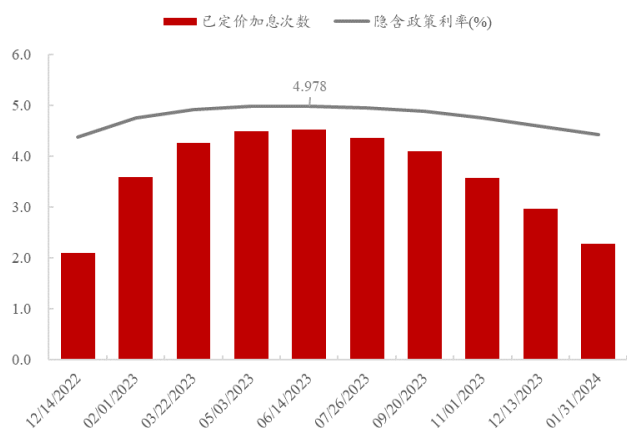
根据美国的通胀动态, 我们预计美联储本轮加息的终点利率在 5.25%, 且有望在 2023 年末进入降息周期。

2023 年上半年, 在汽车、医疗和房租等分项的拖累下, 美国核心通胀增速料将继续下行, 因而我们预计美联储将进一步放缓加息幅度至 50BP, 且终点利率为 5.25%。加息路径很可能是 2 月、3 月和 5 月会议各加息 25BP (假设 2022 年 12 月会议加息 50BP)。

下半年, 随着美联储把政策利率维持在高位的时间越来越长, 全球金融风险爆发的概率和美国经济下行的压力便越大。我们预计金融风险将成为美国经济深度衰退的导火索, 随后通胀增速将快速下行。2023 年末, 美联储在通胀回落至 2.5% 左右时, 将进入降息周期以稳定经济增长。

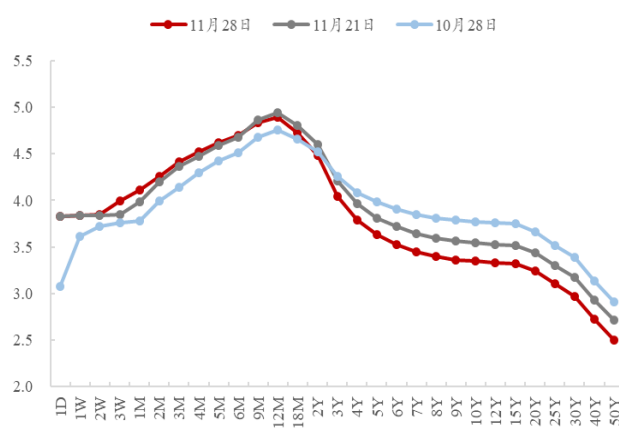
截至 11 月 28 日, 受美国 10 月 CPI 低于预期的影响, 联邦基金期货定价本轮加息周期的终点利率为 5%, 且美联储将在 2023 年下半年降息两次。我们认为, 市场或许低估了美联储政策转向过程的“曲折”, 2023 年上半年市场仍将不断修正对加息预期的定价。

图29: 美国联邦基金期货隐含的加息预期



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图30: 美国 OIS 曲线 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

5 资产定价：强美元与弱美债利率并存

2023 年，美债利率和美元指数或将主要围绕两条主线波动。第一条主线是美国在美联储的紧缩政策下经济增长逐渐迈向深度衰退；第二条主线是全球货币紧缩周期下，利率波动显著放大，流动性危机发生概率上升。

5.1 美债利率：全年“前高后低”，中枢约 4.0%

美债利率全年大概率呈现“前高后低”形态，全年中枢约 4.0%。

历史上，10 年美债利率的顶点往往领先于政策利率。因此，现在市场投资者屡屡尝试“抢跑”做多美债。在 2023 年上半年，我们认为有两个因素可能会让长端美债利率高于市场预期。

一是投资者可能低估了美联储的加息力度。在美国 10 月 CPI 数据公布后，市场迅速下调对终点利率的定价，并预期 2023 年美联储将降息两次。也就是说，市场预期美国通胀水平可以在 2023 年中回到美联储的目标区间。我们在前文提到，当前美国劳动力供需仍处于非常不平衡的状态，较高的工资增速令美国核心通胀很难在经济衰退前回落至美联储的“合意水平”。我们预计美联储本轮加息的终点利率为 5.25%，高于当前市场预期的 5.0%，且降息可能要在 2023 年末才能出现。

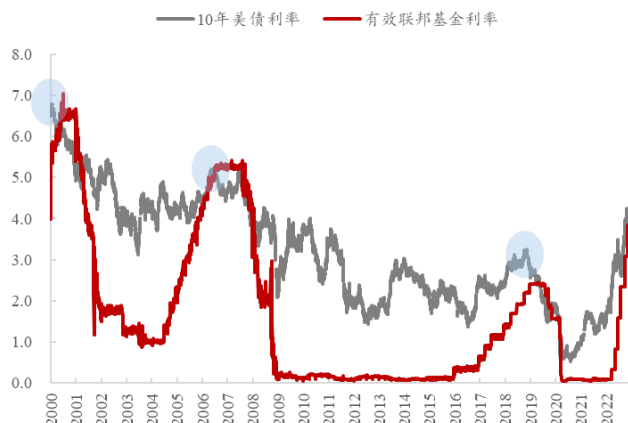
二是投资者可能低估了美国经济短期的韧性。近期长端美债利率较大幅下行的一个原因是市场预期美国经济将很快进入衰退状态，美债利率曲线的倒挂程度甚至创下了历史新高（以 10 年-2 年期利差为例）。但美国经济短期的动能其实并不弱，11 月 23 日，亚特兰大联储的 GDP Now 模型预测美国四季度实际 GDP 环比折年率高达 4.3%，高于历史平均水平。

也就是说，2023 年上半年市场或仍将反复博弈美联储政策转向时点，美债利率波动较大。

进入 2023 年下半年，我们预计长期的“高利率-高波动”状态很可能会引发金融风险，并让美国经济进入较深衰退。随着美国经济走向衰退，美国通胀增速将快速回落，给予美联储政策转宽的空间，此时美债利率同样回落。

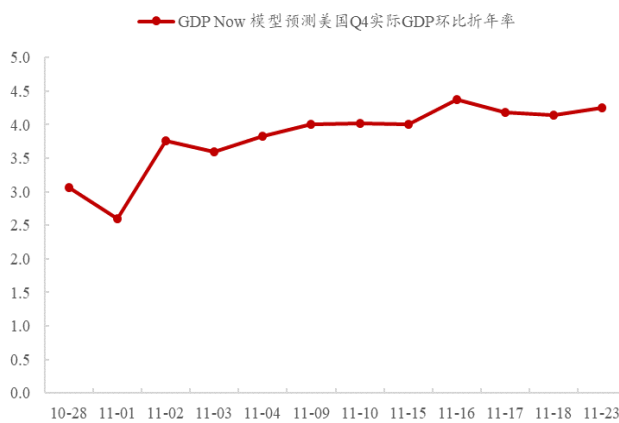
需要注意的是，金融风险并非美联储货币政策转向的直接原因。因为疫情后美联储创设了大量的结构性政策工具，可以在不降息的情况下直接提供流动性。当前美联储的核心诉求是抗击通胀，美国货币政策只会在核心通胀增速回落至“安全”水平时才会转向。核心通胀的回落需要经济较大幅衰退才能达到，而金融风险则是经济衰退的导火索。

图31：美债利率往往领先于政策利率见顶(单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图32：美国经济短期韧性较强(单位：%)



资料来源：亚特兰大联储，民生证券研究院

5.2 美元：全年偏强震荡，中枢 110-115

在全球经贸周期下行，以及美元流动性不断收紧的背景下，美元指数料偏强震荡，全年中枢 110-115。

分析美元指数时，我们可以从美元在全球经济活动中的地位入手。目前，世界上大部分的贸易活动都通过美元结算与支付；同时，美股与美债又是全球范围内优质的成长型资产与避险资产。这就意味着，美元在结算支付、储备、避险和融资环节都占据了主导地位。

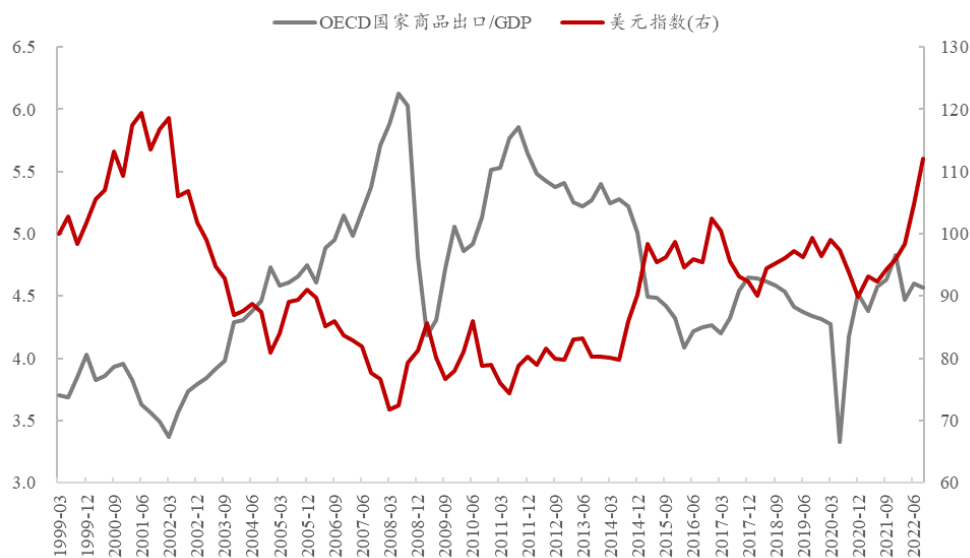
贸易层面，全球经贸周期往往与美元指数负相关。2023 年我们预计全球经贸周期将继续下行，美元指数偏强。

由于国际贸易涉及复杂的产业链分工，商品交易背后是冗长的融资链条。作为全球贸易的融资货币，美元升值会导致融资条件的恶化，从而抑制商品贸易。（可参考报告《美元 110 后往哪去》）2023 年，欧洲经济进入衰退的时点较美国更早，非美经济体缺乏增长亮点，全球经贸周期大概率继续下行。这种情况下，即使美国经济同样进入衰退，美元指数仍会偏强。

金融层面，在美联储货币政策实质性转向前，全球美元流动性仍处于边际收紧状态。同时，当流动性危机爆发时，美元作为避险货币往往表现强势。

欧美央行的缩表进度将在 2023 年进入“深水区”，全球流动性环境愈发脆弱。脆弱的流动性环境叠加高波动的无风险利率，全球流动性事件或将频频出现，流动性危机爆发概率同样不低。作为全球融资以及避险货币，美元在脆弱的流动性环境中天然强势。

图33：美元指数与全球经贸周期负相关（左：%）



资料来源：OECD, Wind, 民生证券研究院

6 风险提示

1) **海外地缘政治风险。**如果俄乌冲突加剧，可能会深化欧洲能源危机，从而对欧元汇率和欧洲经济基本面产生额外冲击。

2) **对美联储货币政策理解不到位。**可能会误读美联储对企业债务风险的反应函数。

3) **美国通胀失控风险。**若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

插图目录

图 1: 美国居民杠杆率健康 (单位: %)	3
图 2: 疫情后美国工资增速显著上升 (单位: %)	3
图 3: 本轮美国通胀上行, 需求侧的因素明显更加重要 (单位: %)	4
图 4: 本轮加息周期斜率为历史最“陡峭”	4
图 5: 2022 年美国呈现“紧货币-宽信用”	5
图 6: 美股下跌拖累居民金融资产规模(右: 十亿美元)	6
图 7: 美国居民房地产资产或将缩水(右: 十亿美元)	6
图 8: 美国低收入群体超额存款耗尽(单位: 十亿美元)	7
图 9: 美国消费信贷增长边际转弱(单位: 十亿美元)	7
图 10: 房贷利率上行挤出大量合格购房者	7
图 11: 美国房地产销售增速疲软(单位: %)	7
图 12: 美国补库周期见顶(单位: %)	8
图 13: 美国企业融资大幅下滑(单位: 十亿美元)	8
图 14: 疫情后美国贝弗里奇曲线外移	9
图 15: 美国劳动参与率仍然偏低 (单位: %)	9
图 16: 1982 年后, 美国每次经济衰退前都和某些风险事件有关 (单位: %)	10
图 17: 主要国家国债利率打破了下行趋势 (单位: %)	11
图 18: 金融市场波动性明显提高	11
图 19: 美债市场深度大幅下滑 (单位: 百万美元)	12
图 20: 美债在不同回购协议中充当抵押品的占比	12
图 21: 本轮美元升值周期, 新兴市场货币大多表现坚挺(2021 年 1 月 1 日标准化为 100)	13
图 22: 新兴市场美元债务积累较慢 (单位: %)	13
图 23: 主要新兴国家的外债比例	13
图 24: 利率衍生品规模巨大	14
图 25: 荷兰与日本 DB 型养老金占比较高	14
图 26: 美国职位空缺领先房租 CPI (单位: %)	15
图 27: Zillow 房租指数增速领先房租 CPI (单位: %)	15
图 28: 美国核心 CPI 同比增速预测 (单位: %)	16
图 29: 美国联邦基金期货隐含的加息预期	16
图 30: 美国 OIS 曲线 (单位: %)	16
图 31: 美债利率往往领先于政策利率见顶(单位: %)	17
图 32: 美国经济短期韧性较强 (单位: %)	17
图 33: 美元指数与全球经贸周期负相关 (左: %)	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026