

2023 国际金融市场展望

落木唤春

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

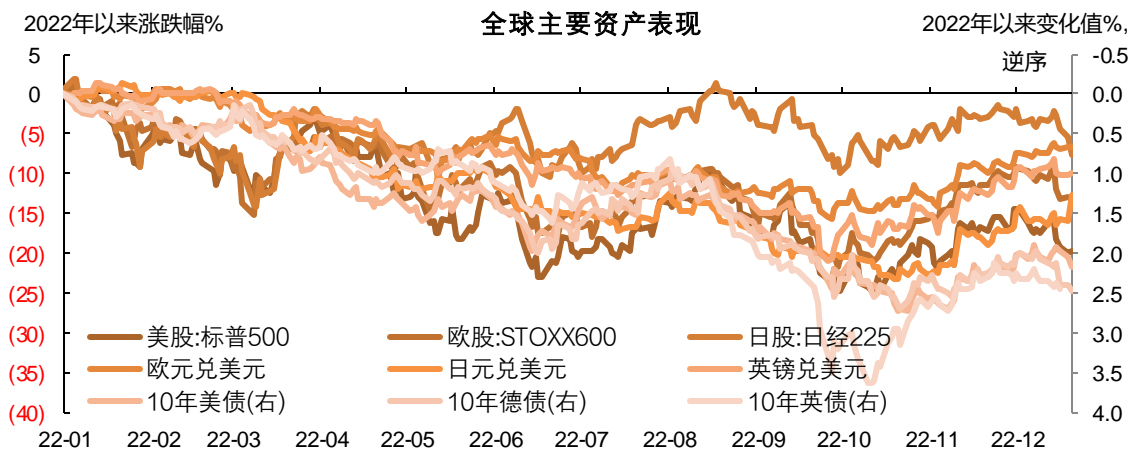
- **一、国际金融市场环境改善。**2022 年以来，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击下，国际金融市场经历了大幅波动。展望 2023 年，国际金融市场整体环境有望改善：首先，俄乌冲突虽未画上句号，但金融市场已经逐渐消化其影响，与之相关的市场波动应弱于 2022 年。其次，在货币紧缩、需求放缓、供应链修复等背景下，全球通胀压力有望缓和。再次，美欧货币紧缩力度将边际放缓，大部分央行将在 2023 年内停止加息。最后，主要资产价格经历大级别调整后，进一步调整的空间有限。
- **二、国际金融市场压力犹存。**2023 年，国际金融市场仍可能面临三大风险：一是，持续高利率环境或打压风险资产。虽然海外央行加息周期将步入尾声，但在通胀尚未完全可控之前，货币政策或难明显转向。预计 2023 年全球无风险利率将维持高位，并抑制市场风险偏好。二是，美欧经济“硬着陆”风险或被低估。截至 2022 年底，海外主流机构预测美欧经济在 2023 年可能仅陷入轻度衰退。但考虑到货币紧缩的滞后影响，美欧经济实际衰退程度有被低估的风险。此外，更深的衰退程度以及更迟来的降息，或意味着经济复苏开始的节点也相应被推迟，“复苏预期”难以快速驱动金融市场回暖。三是，“新型国际金融危机”值得警惕。从 2022 年的欧债市场动荡、日债期货暴跌，到英债抛售与英国养老金抵押品危机，传统意义上的“安全资产”已然不再安全。更不必说，斯里兰卡、巴基斯坦等部分更为脆弱的新兴市场已身陷债务和货币危机。展望未来一年，欧央行在数次加息过程中能否保证欧债市场的稳定，还存在很大不确定性；日本货币政策框架的改动会否引发日债市场再度恐慌性抛售，仍有待观察。
- **三、国际资产价格波折中回暖。**股票市场方面，因衰退影响尚未充分计入，美欧股市在实质回暖前或仍有调整空间。展望 2023 年，美国经济增长难以明显超过 2022 年，而通胀水平或明显回落，带动名义经济增速显著回落。未来一段时间，盈利预期的修正或触发美股价格调整。预计欧股市场将承受更大的压力，日股有望呈现相对更强的韧性。债券市场方面，因海外货币政策偏紧，美欧债券收益率或维持较高水平运行。2023 年，随着海外政策利率见顶、经济衰退兑现，债券市场有望逐步回暖。不过，由于美欧政策利率整体维持高位，债券收益率或将在偏高水平运行。相较美国，欧洲和日本债券市场的波动风险更大。外汇市场方面，美元指数波动中枢有望下移。2023 年，全球避险情绪有望缓和，对美元汇率的支撑可能减弱。从经济的相对表现看，2023 年美国经济增长可能明显落后于全球平均水平，也不利于美元表现。在海外经济下行之际，中国经济重回上升通道，人民币资产也将具备更强的吸引力，人民币有望重回升值通道。
- **风险提示：**国际地缘局势、海外经济衰退、以及货币政策走向超预期等。

2022年，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击下，国际金融市场经历大幅波动。展望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，国际金融市场整体环境有望改善。不过，持续高利率的影响、经济衰退或比预期更深、以及局部地区和市场上演“新型国际金融危机”的可能，均是值得警惕的风险。在此背景下，美欧股市在实质回暖前或仍有调整空间，美欧债券收益率或维持较高水平运行，美元指数波动中枢有望下移，人民币有望重回升值通道。

一、国际金融市场环境改善

回顾2022年，国际金融市场极不平静。2022年以来，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击之下，国际金融市场经历大幅波动。股票市场方面，国际风险事件和空前的货币紧缩力度，使主要地区股市出现深度调整。美股三大股指年内最深跌幅均超过20%，其中纳斯达克指数一度下跌35%，是2008年全球金融危机以来（除2020年外）的最深跌幅。美股波动率（VIX）指数全年波动中枢较2021年上升了30%。中国香港恒生指数、欧洲STOXX600指数和日经225指数年内分别最深下跌41%、23%和18%。债券市场方面，高通胀与货币紧缩令美欧债券价格剧烈下跌。据路孚特数据，2022年前三季度，全球债券基金净资产平均下降10%，是1990年以来最严重的一次下滑。英国、美国和德国的10年期国债收益率年内最大升幅分别达到3.67、2.73和2.69个百分点，分别创下2008年全球金融危机和2011年欧债危机以来最高水平。外汇市场方面，市场避险需求和美联储强力紧缩驱动美元大幅升值，美元指数年内最高升破114点，创2002年以来最高值，年内最大升幅达到20%。与此同时，绝大多数非美货币对美元大幅贬值。

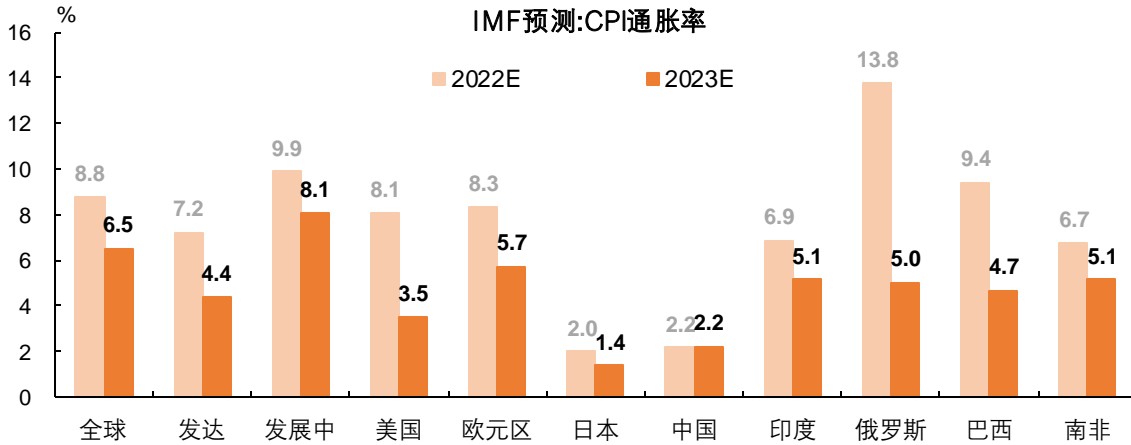
图表1 2022年，海外资产价格大幅调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望2023年，国际金融市场整体环境有望改善。首先，俄乌冲突虽未画上句号，但金融市场已经逐渐消化其影响，与之相关的市场波动应弱于2022年。其次，在货币紧缩、需求放缓、供应链修复等背景下，全球通胀压力有望缓和。据IMF最新预测，全球CPI通胀率有望从2022年的8.8%回落至2023年的6.5%。我们的基准测算显示，美欧CPI通胀率有望在2023年底回落至4-5%左右，从2022年9-10%的高点明显回落。再次，美欧货币紧缩力度将边际放缓，大部分央行将在2023年内停止加息。美联储在2022年连续加息7次、累计加息4.25个百分点。美联储2022年12月的点阵图显示，美国政策利率在2023年或达到5.1%左右，剩余的加息空间不大。最后，主要资产价格经历大级别调整后，进一步调整的空间有限，具备反弹的势能。美股标普500指数市盈率在近十年的历史分位水平，由2022年初的80%以上，回落至年底的30%左右。

图表2 2023年，全球通胀压力有望缓和



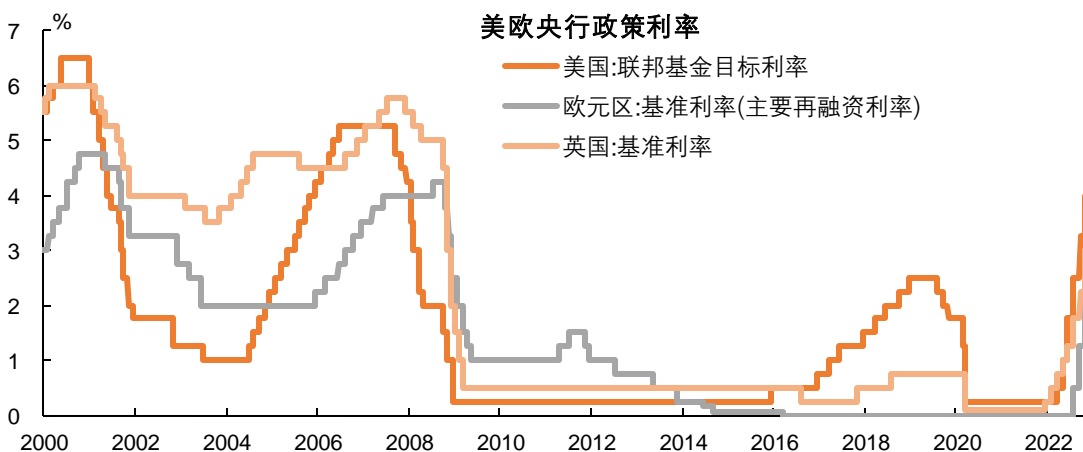
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、国际金融市场压力犹存

2023年，国际金融市场即便有望走过“至暗时刻”，但仍可能面临三大风险。

一是，持续高利率环境或打压风险资产。虽然海外央行加息周期将步入尾声，但在通胀尚未完全可控之前，货币政策或难明显转向。美联储最新经济预测将2023和2024年核心PCE预期分别上调至3.5%和2.5%，并声明不会改变2%的通胀目标。继而，美联储主席鲍威尔在讲话中明确表示，2023年可能不会降息。欧央行最新会议暗示，2023年或仍有“几次”50BP的加息，继而终端利率或至少达到3%以上。同时，欧央行宣布将于2023年3月开启缩表。在此背景下，预计2023年全球无风险利率将维持高位，并抑制市场风险偏好。事实上，随着海外债券利率走高，股票等风险资产已受到明显压力。截至2022年底，美股标普500指数相对于10年美债利率的风险溢价水平已低于近十年均值的一个标准差之下。这也意味着，高利率环境可能持续限制美股市盈率的修复空间。

图表3 2022年以来，美欧央行政策利率升至全球金融危机后最高水平

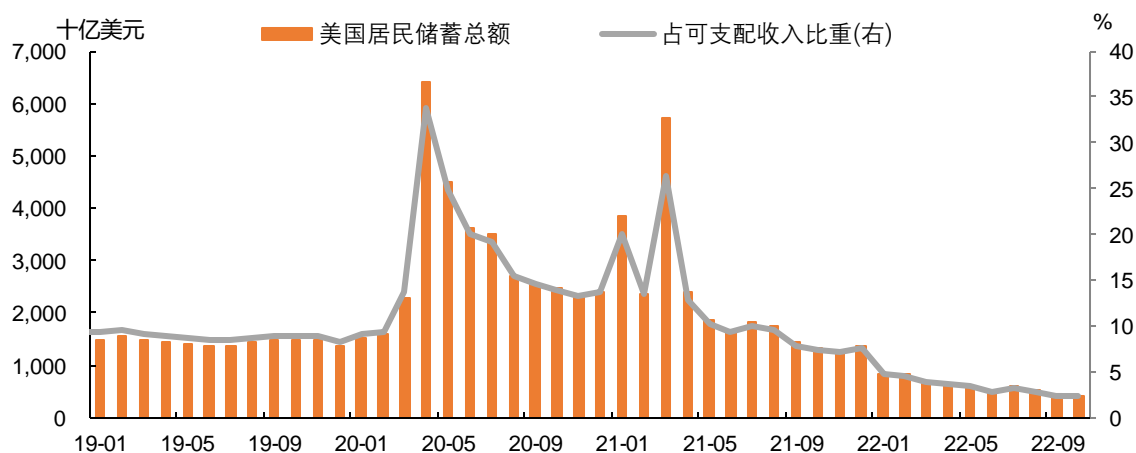


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，美欧经济“硬着陆”风险或被低估。截至2022年底，海外主流机构预测美欧经济在2023年可能仅陷入轻度衰退。IMF预测显示，美国、欧元区和英国实际GDP或分别增长1.0%、0.5%和0.3%，虽明显低于潜在增长水平，但仍能维持小

幅正增长。事实上，在“软着陆”预期下，美股在 2022 年 10-11 月上演了反弹走势。但我们认为，美欧经济实际衰退程度有被低估的风险：一方面，美欧经济本身存在一定透支。例如，2022 年美国居民消费维持强劲，三季度私人消费实际同比增速仍超过 2%。但是，美国居民储蓄总额从疫情前的万亿级水平，直线下降至 2022 年四季度以后的不足 5000 亿美元，储蓄率也大幅低于历史水平。由此推测，未来美国居民消费增长空间将大幅受限。另一方面，2022 年美欧加息节奏较快，而货币紧缩对经济的负面影响或存滞后性。例如，在 1980 年代美联储大幅加息时期，我们发现，政策利率与私人投资增长有滞后 1 年左右的负相关性。1981 年，当美联储重新大幅加息后，1982 年的私人投资增速明显下滑。回到当下，本轮美联储加息已经使房地产市场较快降温。我们测算，2023 年美国住宅投资增速或下降 15% 左右，拖累实际 GDP 增速 0.6 个百分点。此外，更深的衰退程度以及更迟来的降息，或意味着经济复苏开始的节点也相应被推迟，届时“复苏预期”难以快速驱动金融市场回暖。

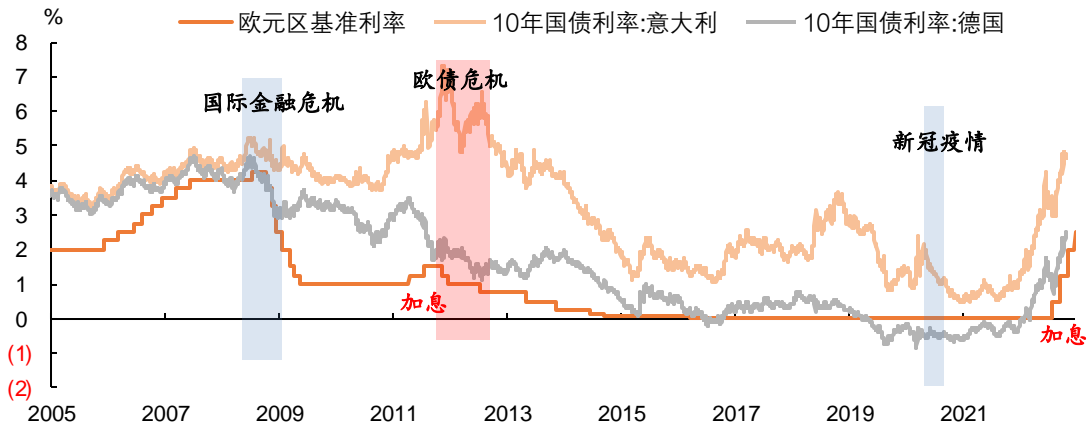
图表4 2022 年以来，美国居民储蓄水平开始低于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，“新型国际金融危机”值得警惕。全球金融危机以后，美欧金融监管得以强化，例如银行资本充足水平不断充实、房地产融资增速放缓，这使国际金融体系在当下有望幸免于传统的银行业和房地产业危机。然而，国际金融市场仍然面临一系列新的脆弱性。事实上，2022 年以来，在全球经济受创和金融条件趋紧之际，国际金融风险苗头不断。从 6 月中旬的欧债市场动荡、日债期货暴跌，到 9-10 月的英债抛售与英国养老金抵押品危机，传统意义上的“安全资产”已然不再安全。更不必说，斯里兰卡、巴基斯坦等部分更为脆弱的新兴市场已身陷债务和货币危机。展望未来一年，全球金融风险并未消除。以欧债风险为例，当前欧元区“碎片化”问题并未得到根本解决，新冠危机和能源危机迫使多数成员国的债务率和赤字率突破了《稳定增长公约》规定的“红线”，但欧央行不得大幅加息遏制通胀，意大利、希腊等南欧脆弱地区仍将面临更严峻的债务负担。尤其考虑到，2011 年欧央行加息两次后，欧债危机才被引燃。未来一年，欧央行在数次加息过程中，能否保证欧债市场的稳定，还存在很大不确定性。又如，日本债券和汇率市场大幅波动，体现出日本通胀压力、日元贬值压力与货币政策宽松之间的剧烈矛盾。2022 年 12 月下旬，日本央行意外宣布上调收益率曲线控制目标，但货币政策框架的改动会否引发日债市场再度恐慌性抛售，仍有待观察。

图5 从历史经验看，欧央行加息后欧债风险上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、国际资产价格波折中回暖

股票市场方面，因衰退影响尚未充分计入，美欧股市在实质回暖前或仍有调整空间。历史上，经济衰退未必引发股票市场下跌；相反，市场或提前交易经济复苏，风险偏好可能升温。但“复苏交易”的前提是，经济衰退程度有限，且货币政策能够及时放松。2023年，美欧经济衰退程度可能较市场预期得更深，且当前市场对美股的盈利预期有过于乐观之嫌。从历史数据看，美股上市公司盈利增速与美国名义经济增速走势趋同。展望2023年，美国实际经济增长难以明显超过2022年，而通胀水平或明显回落，从而带动名义经济增速显著下滑。然而，市场尚未明显下调2023年美股盈利预期。根据FactSet数据，截至2022年12月，市场对2023年标普500公司的盈利增速预期为5.5%，甚至高于2022年盈利增速预期的5.1%。未来一段时间，盈利预期的修正或触发美股价格调整。相较美国，欧洲通胀压力更大，经济前景更为黯淡，且欧央行加息和缩表之路，仍呈追赶态势，预计欧股市场将承受更大的压力。相较美欧，由于日本通胀压力更为有限，货币政策整体维持宽松，日股有望呈现较强韧性。

债券市场方面，因海外货币政策偏紧难松，美欧债券收益率或维持较高水平运行。2023年，随着海外政策利率见顶、经济衰退兑现，债券市场有望逐步回暖。不过，由于美欧政策利率整体维持高位，债券收益率也将在偏高水平运行。正如1980年以后，美联储大幅升息抗击通胀的时间里，美国经济呈现衰退，但货币政策成为债券市场定价的核心因素；直到1982年下半年以后，美国经济深度衰退，美联储开始降息，债券收益率才明显回落。回到当下，将债券利率保持在较高水平，或是美欧央行在现阶段的刻意而为。相较1980年代，美欧央行干预债券利率的手段多了两项非常规货币工具——“前瞻指引”和缩表。若债券利率过快下滑，美欧央行可以通过鹰派言语，以及加快实际缩表节奏，以阶段性抬升债券利率，避免收益率曲线倒挂的风险。相较美国，欧洲债券市场的波动风险更大，因欧央行加息终点尚不明确，且脆弱成员国政府主权债违约的风险也受到市场警惕。日本央行调整收益率曲线控制目标范围后，日债市场的波动风险也在上升。

外汇市场方面，美元指数波动中枢有望下移，人民币有望重回升值通道。2022年，美元指数大幅走高的背景，并非是美国经济的强劲，而更多是地缘局势、能源危机、金融市场波动等，不断激发市场避险情绪，助推美元升值。2023年，随着全球货币紧缩放缓、以中国为代表的亚太经济复苏等，全球避险情绪有望缓和，对美元汇率的支撑可能减弱。从经济的相对表现看，2023年美国经济增长可能明显落后于全球平均水平。从货币政策看，虽然美联储加息进程领先，但欧央行对未来加息之路表露出更大决心，日本央行也开始尝试货币政策框架的调整，非美货币有望阶段性上演“反击战”。综合来看，美元指数波动中枢有望下移。与之对应，我们对人民币资产前景较为乐观。2023年，中国经济受益于防疫政策优化、“稳增长”政策续力而加快复苏。在海外经济下行之际，中国经济重回上升通道，中国经济与金融市场的“行稳致远”，有望在国际金

融市场中发挥稳定器和避风港作用，人民币资产也将具备更强的吸引力。

风险提示：国际地缘局势不确定，海外经济衰退超预期，海外货币政策超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033