

通胀冲击的尾声，增长动能的分化

——2023年海外宏观经济展望

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 wangxias019787@gtjas.com
毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 maolei013138@gtjas.com
戴璐（联系人） 从业资格号：F03107988 dailu026543@gtjas.com
唐立（联系人） 从业资格号：F03100274 Tangli026575@gtjas.com
李聂霜玉（联系人） 从业资格号：F03087581 linieshuangyu024249@gtjas.com

报告导读：

展望 2023 年，海外宏观的逻辑主线将不似 2020-2022 年一般“大开大合”，而是呈现多个宏观线索相互交织，并将在不同阶段成为主要矛盾引导市场情绪，驱动大类资产配置的风格切换。总的来看，2023 年将是货币政策制定者所取得的“成绩单”徐徐呈现的一年：海外通胀触顶回落、极端升息环境进入尾声以及经济增速下行的整体大背景。

以下几组逻辑线索的演绎及切换节奏将成为关键：一是美国经济在通胀回落程度、货币政策紧缩和经济中寻求“软着陆”，就业市场“再平衡”仍是关键；二是泛欧经济体终将面临衰退，在能源结构调整和金融条件紧缩之间的艰难权衡将决定其衰退深度；三是中国经济增长动能将与海外经济下行形成拉扯，所导致的内外强弱结构差异将值得重视。

基准情形下，我们对 2023 年海外宏观持谨慎乐观的态度。我们的判断是：美国经济实现“软着陆”的概率更大；泛欧地区衰退难以避免，但深度料有限；中国增长动能的产生的外溢效应影响全球风险偏好。

目录

1. 2022 年海外宏观经济回顾	3
1.1 美国：通胀驱动紧缩，领先指标快速走弱，经济整体仍具韧性	3
1.1.1 需求冲击型通胀向供给冲击型通胀转变，原材料商品通胀向核心服务通胀转变	3
1.1.2 历史级别的通胀驱动货币政策快速紧缩	4
1.1.3 美国经济强弱之辩：从过热阶段逐渐下行，劳动力市场仍旧偏紧，“衰退交易”依据不足	5
1.2 非美：极端通胀和贸易失衡，强美元冲击非美汇率	6
2. 2023 年海外宏观经济展望	7
2.1 2023 年海外宏观经济整体展望：谨慎乐观	7
2.2 美国：“软着陆”为基准预期	8
2.2.1 通胀持续下行是 2023 年美国重要主线之一	8
2.2.2 美联储年中暂停加息，但降息恐不会出现	9
2.2.3 金融条件指数在 2023 年内触顶，领先指标下半年或有所好转，滞后指标持续承压	10
2.2.4 劳动力市场供需“再平衡”仍是美国经济抵御衰退的安全垫	12
2.3 非美经济体：欧洲面临衰退，中国、新兴市场增长动能回升	13
2.3.1 泛欧：衰退难以避免，但深度料有限	13
2.3.2 中国和新兴市场：增长动能的回归	15
3. 美元顶部回落，美债配置价值展现	16
3.1 通胀和利率周期见顶、风险偏好回升将驱动美元回落	16
3.2 美债配置价值显现，趋势或并不显著	18

(正文)

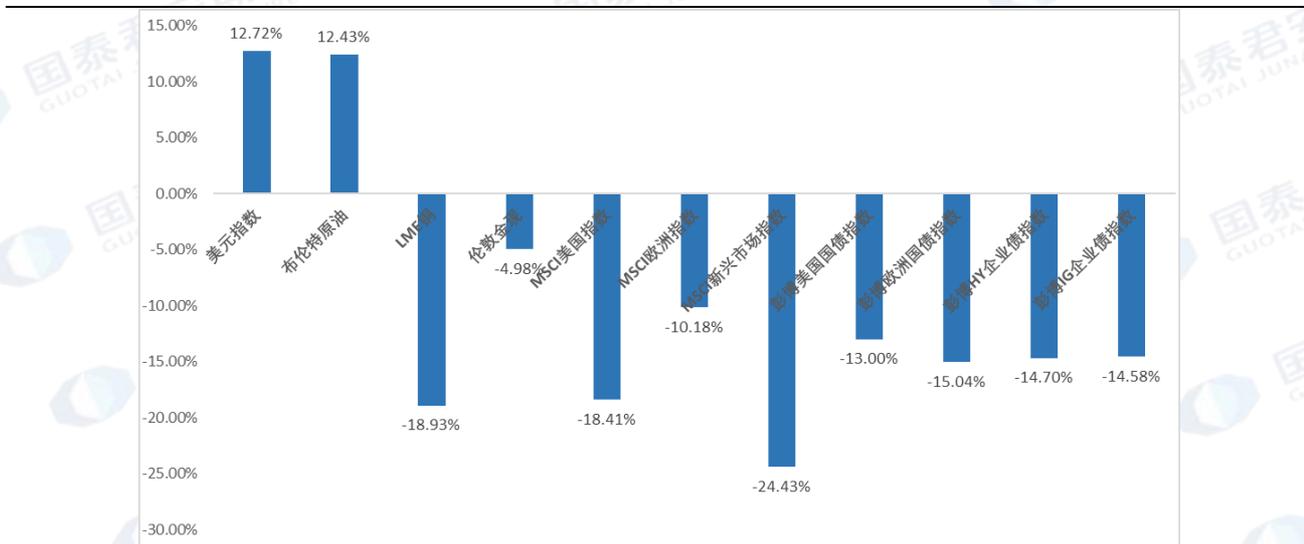
1. 2022 年海外宏观经济回顾

回顾 2022 年，全球宏观经济和资本市场呈现出两条主线：

一是“通胀-紧缩”路径为全球市场带来估值冲击。2022 年全球面临普遍的高通胀冲击，尽管通胀之源来自于新冠疫情后货币和财政双刺激，但本轮通胀的复杂性和顽固性直到 2022 年才逐渐清晰。首先我们看到通胀贡献因素逐渐从我们更熟悉的需求冲击转为供给冲击，地缘冲突嵌入传统的经济周期中，大宗商品原材料价格在紧供应和低库存背景下对周期性需求回落有了更强的抵抗性，通胀出现了明显“逆周期”的特点，部分经济体一度呈现“类滞胀”局面。其次，疫情深刻地影响了全球劳动力市场结构，劳动参与率迟迟未能回归疫情前水平，使得发达国家在经历了供应链产出限制后，又被发现处在显然更具持久性的劳动力供应偏紧的产出限制中，政策制定者所希望的劳动力市场“供需再平衡”——经济软着陆的一种条件——尚未发生。所带来的结果是仍旧较高的核心通胀和内生消费动力，以及更坚决的央行加息路径。

二是全球缺乏增长动力，风险偏好极度低迷。一方面从海外看，随着“通胀-紧缩”路径下金融条件持续收紧，主要经济活动指标基本呈回落趋势，企业盈利触顶回落，海外增长动能下行。而另一方面，作为全球经济增长重要一环的中国经济在 2022 年持续受到疫情影响，使得原本往往作为海外周期中“稳定器”作用的中国增长因素欠奉，导致与中国经济关联度较高的经济体如新兴市场、欧元区等地区同样受到拖累。同时，在基本面端由于通胀前景不明、紧缩终点未知，而在情绪端又深受政经风险扰动，全球市场整体风险偏好极度低迷。在估值长期承压、增长动能欠奉及风险偏好低迷的三重负面压力下，全球大类资产呈现美元独强，权益和债券齐跌，仅能源端大宗商品保有一定韧性。

图 1：2022 年全球大类资产 YTD 表现



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

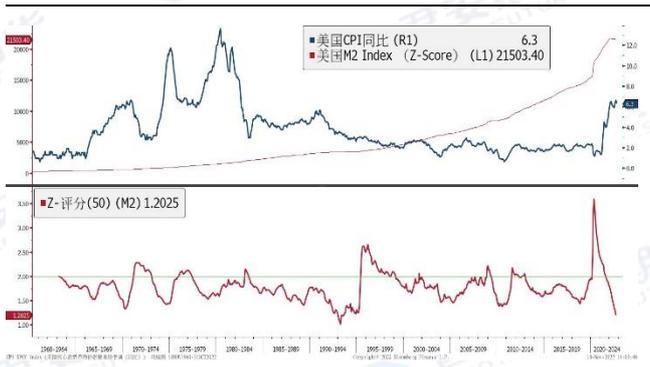
1.1 美国：通胀驱动紧缩，领先指标快速走弱，经济整体仍具韧性

1.1.1 需求冲击型通胀向供给冲击型通胀转变，原材料商品通胀向核心服务通胀转变

进入 2022 年，海外通胀特征从 2020-2021 年需求冲击为主转为供给冲击为主。诚然，本轮通胀的主要原因在于货币政策和财政政策的双宽松。但与过去的经济周期不同，本轮快速而巨量的双刺激导致美国经济在总需求端所受的冲击时间较短、反弹强劲；而在供应端，一是受制于后疫情时代的供应链扰动，二是劳动力供给

亦受后疫情时代结构性因素影响迟迟无法回归至疫情前水平，供给整体未能跟上强劲的需求。而正是供给端因素的持续时间较长，使得通胀这一传统的周期性指标在 2022 年显得更为顽固，一度出现逆周期特征。俄乌冲突更是进一步加剧了对大宗商品原材料供应紧缺程度，大宗商品相对周期指标有更高的估值溢价，使得通胀的供给冲击特点更为鲜明。在 2022 年下半年，海外通胀压力也从商品通胀转向服务通胀。随着海外实物商品需求从高增速下回落，同时全球供应链紧张问题有所缓解，商品通胀快速回落，也应和了大宗商品在年中触顶回落；而服务通胀端，关键因素如劳动力市场供给紧张、工资增速仍旧较高等因素，仍处于较高位置尚未出现更明朗的下行趋势。

图 2：美国 CPI 同比与 M2 偏离度 (Z-评分)



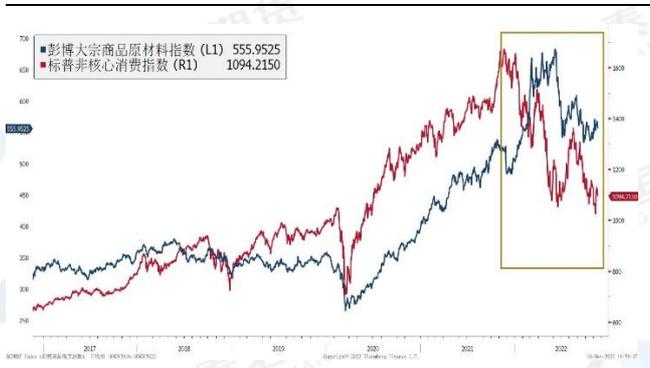
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 3：美国商品通胀显著回落而服务通胀居高不下



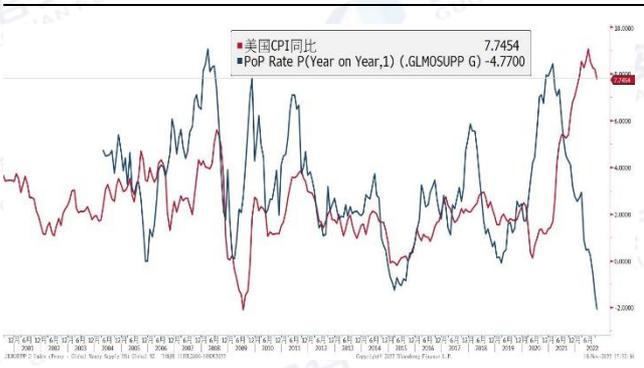
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 4：商品上涨无法传导至权益市场是供给冲击特征



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 5：美国通胀与全球 M2 同比周期回落分化



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

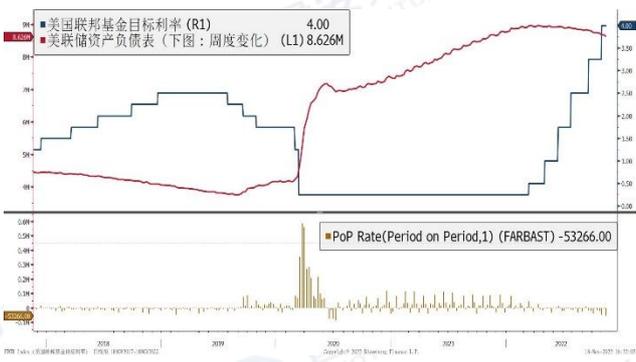
1.1.2 历史级别的通胀驱动货币政策快速紧缩

美联储在 2021 年年底正式放弃了通胀“暂时性”的措辞，意味着抗击一场历史级别的高通胀成为美联储的首要任务。自 2022 年 3 月 FOMC 议息会议首次加息以来，美联储一共加息 6 次共 400 个 bp，甚至连续 4 次加息 75bp，使得本轮加息周期利率斜率较以往大多周期都要快。同时美联储缩减其庞大的资产负债表，从 4 月份峰值 8.965 万亿降至目前 8.626 万亿，目标 2025 年中期缩小至 5.9 万亿美元。在缩表的过程中，准备金余额下滑从峰值 4.276 万亿下滑至目前 3.128 万亿。

在全球普遍性的通胀下，海外央行纷纷联动紧缩，使得全球基准利率带动债券收益率大幅攀升，债券波动率亦同步上行，终结了金融危机后长期的低利率、低波动率的“舒适区”，债券市场本身成为宏观风险的来源之一。同时，单纯以短端利率预期上升为主要驱动因素的债券收益率快速上行，本质上与周期相逆，资产配置上

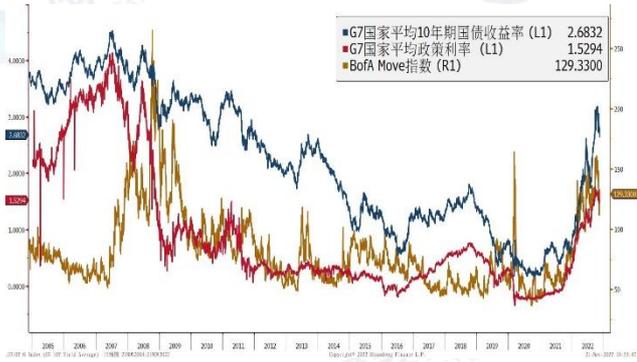
呈现股债齐跌，传统“60-40”配置模型失效。

图 6：美联储加快升息并开启缩表路径



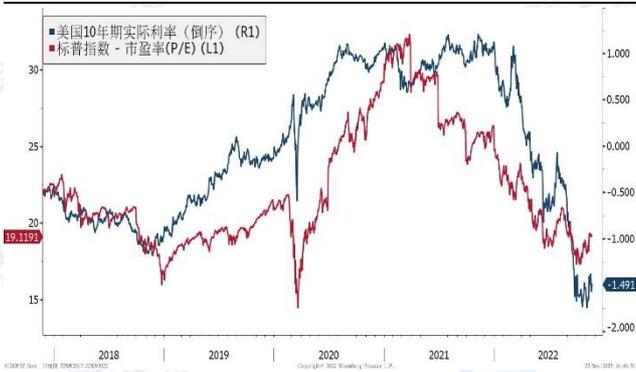
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 7：G7 国家平均 10 年期及政策利率大幅攀升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 8：实际利率快速上行拖累股票市场估值



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 9：美债与美股的传统对冲配置模型受到重创



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.1.3 美国经济强弱之辩：从过热阶段逐渐下行，劳动力市场仍旧偏紧，“衰退交易”依据不足

2022 年美国从过热阶段逐步缓和，整体表现可谓强劲。但在历史级别的通胀和快速加息的背景下，纵观全年，对其“衰退预期”、“硬着陆”和“软着陆”的讨论仍不绝于耳，并不时形成短期的交易情绪，但最终无法在数据上得到印证，从而无法形成趋势性“衰退交易”的主线。

具体看，2022 年美国呈现以下几个特点：其一，主要指标同比趋势回落，但从绝对值上看仍极具韧性，其中零售销售总额和职位空缺数远高于疫情前趋势线，非农总就业人口和工业产出总额也高于疫情前水平。其二，高通胀和伴生的货币政策紧缩显著影响信心和预期，以消费者信心指数为代表的“软数据”目前正处在历史极低位置已然呈现出严峻的衰退现实，多维度的前瞻性指标同比趋势进入到周期低位，但更现实的零售销售同比读数仍高于疫情前水平。其三，所期待的美国劳动力市场供需“再平衡”仍未发生，职位空缺数居高不下，工资增速仍旧较高。就业数据的“官方性”体现在，市场参与者（交易）的情绪固然会因为更广泛的经济数据波动而产生预期变化并驱动大类资产出现短期波动，但就业数据则是能够驱使政策制定者（美联储）对于经济状况和货币政策路径给出官方定性，往往在市场情绪中起最终“定调”的作用，决定了中长期的交易主线逻辑变化。在 2022 年，美国劳动力市场给出的信号仍不支持持续的“衰退交易”。

图 10：以总量衡量的美国经济指标仍极具韧性



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 11：信心指标远低于前瞻性和现实指标



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：劳动力供给端恢复仍旧滞后于需求端



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 13：较高的职位空缺使得美国工资增速仍处高位



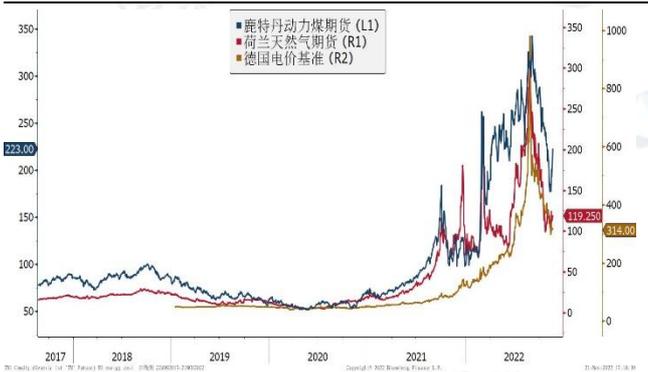
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2 非美：极端通胀和贸易失衡，强美元冲击非美汇率

泛欧地区在 2022 年显然深受地缘政治冲击，俄乌战争及其连带效应深远地影响了这一经济体当下和未来的经济增长预期。对于欧洲而言，骤然与俄罗斯能源供给脱钩使得能源紧缺成为第一风险，而在以高昂的价格完成今年冬季储气目标后，下一个周期的能源供应、以及更长远能源结构调整前景未知。相对而言，泛欧地区经济结构更为依赖价格低廉的大宗商品、增长的全球贸易和外部需求，而以上因素悉数在 2022 年受到重创，泛欧地区既承受了极高的大宗商品原材料价格，又需要面对以美国、中国为首的经济体需求回落，其经常账户在价格因素影响下严重失衡。欧央行、英央行在通胀现实面前不得不选择加息，泛欧经济体面对利率抬升和金融条件收紧的敏感性要更甚于美国，经济动能疲弱、增长预期低迷。于此同时，超预期的政经事件比如上一届英国政府激进的财政尝试驱动英债、英镑大跌，本质上体现的是政府与央行在“紧缩控通胀”背景下天然的矛盾。

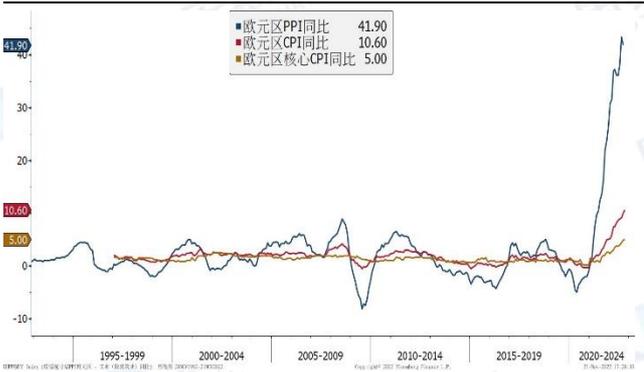
美元在快速升息、股债双杀、风险偏好极度低迷的环境下一度成为唯一有效的避险资产，美元指数快速拉升对非美货币形成普遍的压力，不仅新兴市场汇率大幅走低，发达国家主要汇率如欧元、英镑和日元等等悉数创长期低点，亦加深了非美输入性通胀压力，主要经济体贸易帐在价格因素上显著恶化，与自身汇率一度形成负反馈。

图 14：欧洲能源成本在年内飙升后回落



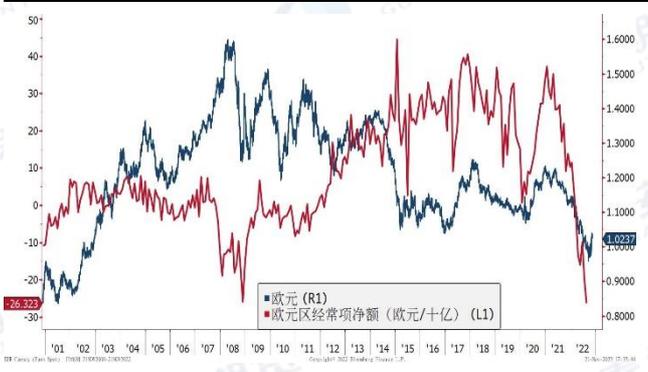
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 15：欧元区承受极端的原材料通胀



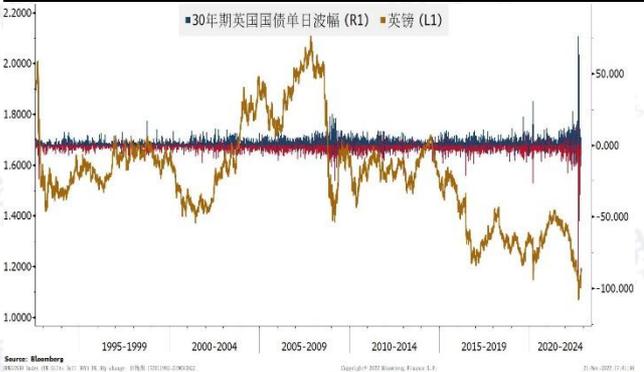
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16：欧元区经常账户在通胀下急速恶化施压欧元



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17：英国国债市场一度创下单日波幅历史记录



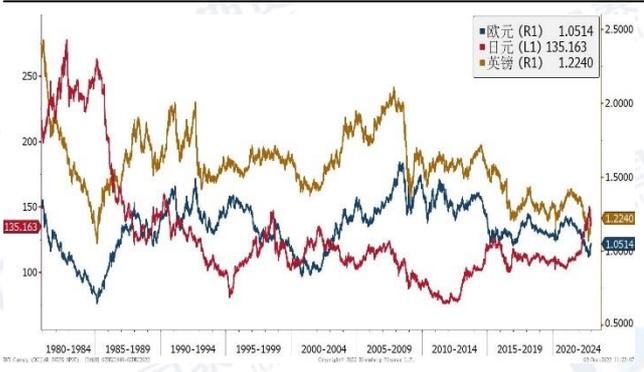
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 18：全球政经不确定性上升亦贡献了美元升值



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 19：主要非美汇率创下长期低点



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2. 2023 年海外宏观经济展望

2.1 2023 年海外宏观经济整体展望：谨慎乐观

展望 2023 年，海外宏观的逻辑主线将不似 2020-2022 年一般“大开大合”，而是呈现多个宏观线索相互交织，并将在不同阶段成为主要矛盾引导市场情绪，驱动大类资产配置的风格切换。总的来看，2023 年将是货

币政策制定者所取得的“成绩单”徐徐呈现的一年：即以一场以金融条件收紧为手段、经济增长为代价的“通胀狙击战”的最终结果展现——海外通胀触顶回落、极端升息环境进入尾声以及经济增速下行的整体大背景。但无论如何，本轮周期中最为“难熬”的阶段——极端的通胀冲击叠加货币紧缩终于进入尾声、地缘政治冲突和政经不确定性的影响也有所钝化——意味着 2023 年宏观波动率应有所回落。

若在整体宏观冲击有所缓和的大背景下，则以下几组逻辑线索的演绎及切换节奏将成为关键：一是美国经济在通胀回落程度、货币政策紧缩和经济中寻求“软着陆”，就业市场“再平衡”仍是关键；二是泛欧经济体终将面临衰退，在能源结构调整和金融条件紧缩之间的艰难权衡将决定其衰退深度；三是中国经济增长动能将与海外经济下行形成拉扯，所导致的内外强弱结构差异将值得重视。基准情形下，我们对 2023 年海外宏观持谨慎乐观的态度。我们的判断是：美国经济实现“软着陆”的概率更大；泛欧地区衰退难以避免，但深度料有限；中国增长动能产生的外溢效应对全球风险偏好有所提振，亚洲市场、新兴市场表现值得期待。

必须承认，当前全球宏观经济环境越来越多地受到经济因素之外的地缘政治、公共健康政策等因素的扰动。故而以上“谨慎乐观”的判断高度依赖重要风险点有所缓和，其中包括：俄乌冲突未有新的激化，影响继续钝化；中美关系保持战略对话而非对抗；美国两党在参众两院势力相对均衡避免诸如债务上限等本土风险事件；欧洲右翼势力和“疑欧”势力相对受控等等。

2.2 美国：“软着陆”为基准预期

2.2.1 通胀持续下行是 2023 年美国重要主线之一

美国核心通胀下行趋势将在 2023 年更为清晰，核心服务在今年四季度接力核心商品出现同比趋势拐点，其中最为滞后的住房项同比趋势亦预计将在明年一季度触得周期顶部。正如 2022 年通胀上行最为显著的宏观特征，2023 年通胀趋势性回落也将成为宏观面最重要的底色。

一方面，持续收紧的金融条件指数在本轮周期中虽传导有所迟滞，但将继续施压周期性经济指标并使得核心通胀趋势回落。核心服务项中医疗保险和整体医疗成本大幅回落，主要受到 BLS 下调统计项中医疗行业去年结存收益导致，预计后续将继续对核心通胀形成拖累但周期性意义较小；而更具政策性意义的类别如汽车（二手车）、电子产品、服装、家具和食品等核心商品项都出现明显环比回落迹象。

另一方面，对于更为顽固的住房项通胀，尽管同比顶部还未出现，但考虑到 BLS 统计的滞后性，同时 Zillow、Yardi 和 CoreLogic 等市场类机构的住房等价指标在 3、4 月份已经明显触顶回落，在考虑平均滞后时长后，我们仍旧将美国核心通胀项中的住房项同比视作滞后指标，并预计将明年一季度也触得同比的周期顶部。除此之外，在美联储的预期管理下，长期和短期的通胀预期锚定较为温和，我们预计明年 CPI 同比将呈稳步回落态势，并在 2023 年底录同比 3.0% 附近。

图 20：金融条件收紧继续施压核心通胀



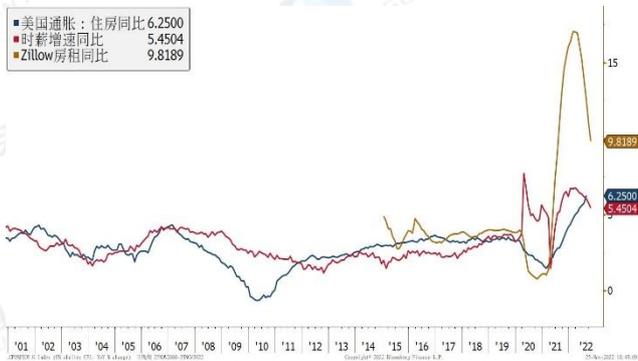
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 21：核心商品通胀下行速度加快



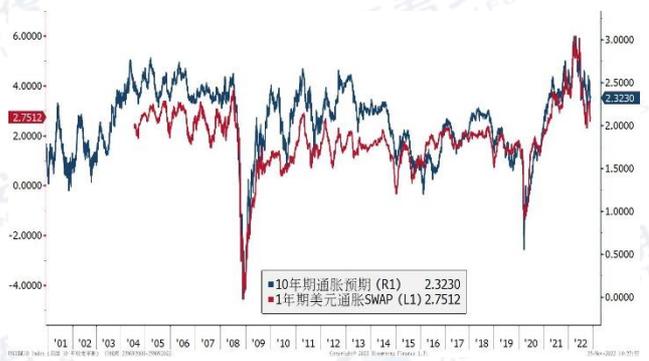
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 22：市场房租和时薪对住房项通胀有领先意义



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 23：长短期的通胀预期皆相对较为稳定



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.2.2 美联储年中暂停加息，但降息恐不会出现

尽管通胀趋势回落，但我们并不将降息作为 2023 年的基准预期，我们预计美联储基准利率终点区间在 5.00–5.25% 区间，12 月 50bp，2、3、5 月有 2–3 次 25bp 的分配，全年看或并不会开启降息周期。

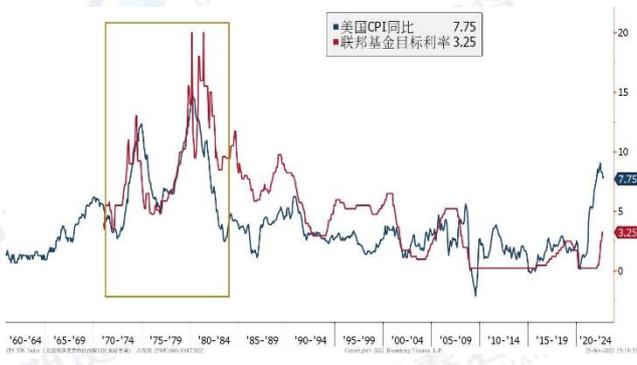
政策制定者天然地将从最近的周期中吸取经验教训，这意味历史级别的高通胀将在货币和财政政策制定者心中留下深刻印象，再加上 70 年代巴恩斯过早降息导致通胀再度攀升形成双高峰的“痛苦记忆”，意味着明年美联储若尝试再度开启降息周期将面临极大的压力和争议，也将使得市场建立起的较为温和的长期通胀预期再度发生混乱。在诸多障碍前，2023 年不排除将阶段性的出现对降息的交易热情，但可能终会被证伪，需谨慎对待。

此外，美联储所倚重的泰勒模型——关于产出缺口、通胀目标缺口、短期实际利率（R-Star、R*）和泰勒法则下央行货币政策调整系数的函数——显示在诸多可观测的因素中，产出缺口和通胀目标缺口仍旧较高，对应的泰勒模型给出的政策利率仍旧极高，即便采取更“宽容”的版本，当下也远未到泰勒模型给出下限，即政策利率远远未到“限制性”的意义。

尽管美联储不会教条地参考泰勒模型，但本质上看，在本轮成因复杂的通胀面前美联储选择采用“预判式”还是“确定式”方式衡量抗击通胀的终点将至关重要，决定了 2023 年美联储货币政策节奏。通胀作为偏滞后性的宏观经济指标，在其完全落入美联储目标区间之前，其他更前瞻的周期性指标将继续下行甚至触及衰退。如果美联储采纳市场共识，以更前瞻式的方式预判通胀轨迹下行而转变货币政策立场，带来的经济冲击自

然较小，但却有过早放松导致通胀重新抬头的风险；如果美联储坚决执行切实看到通胀持续回落至目标区间的判断标准，那么 2023 年全年看降息可能性并不大，利率中枢水平仍旧较高。从历史上看，最后一次加息到第一次降息后的平均间隔在 6 个月左右，考虑到当下更为复杂的通胀环境，此周期应会拉长。

图 24：70 年代过早降息导致通胀二次攀升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 25：泰勒模型和产出缺口指示均衡利率仍旧较高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

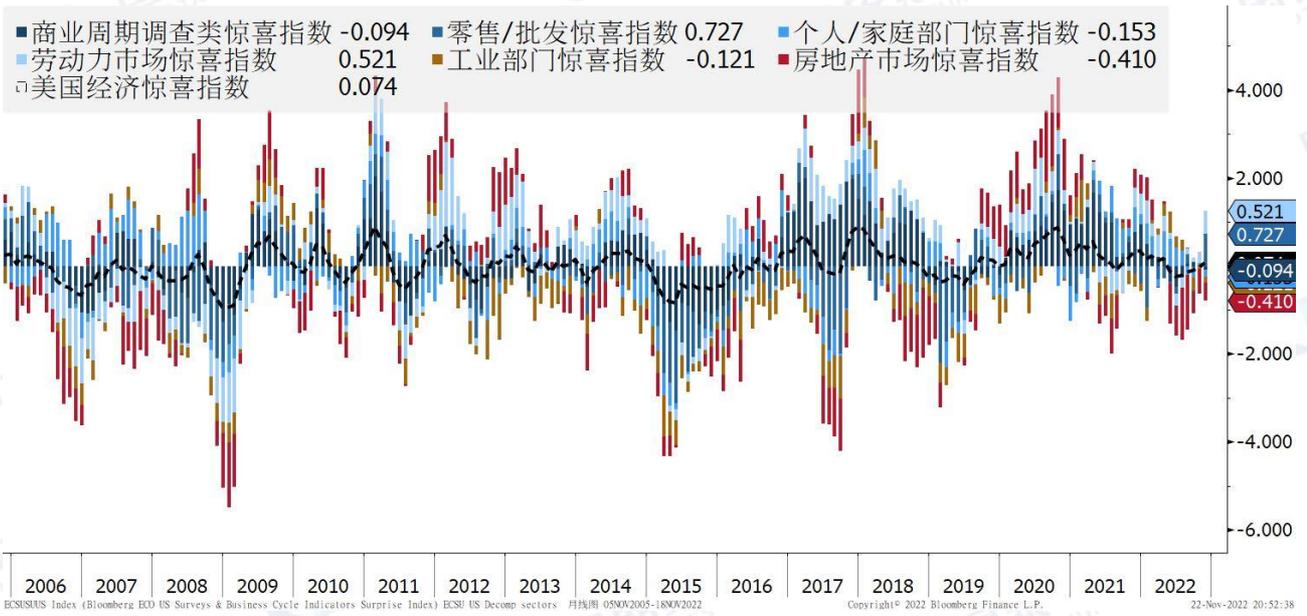
2.2.3 金融条件指数在 2023 年内触顶，领先指标下半年或有所好转，滞后指标持续承压

2022 年领先指标已经清晰地呈下行态势，2023 则是滞后性指标集中显现时期。美国金融条件指数 (FCI) 有望在 2023 年触顶（紧缩极值），作为美国经济周期之母，意味着 2023 年美国可能呈现前瞻性指标寻底、滞后性指标继续回落的格局。

近期随着美联储放缓加息的预期逐步获得共识，海外市场近期的反弹带动金融条件有所放松，前瞻性较强的周期类调查指标、零售批发已有好转迹象，增量需求（ISM 制造业和非制造业指数中新订单减去过在手订单，6 个月平均）亦有所反弹，我们认为近期美国金融条件指数放松难言形成趋势，故而对前瞻性指标的反弹力度和持续性存疑。而若按照基准预期为美联储在 5 月份完成最后一次加息的判断下，美国金融条件指数在二季度触顶回落的趋势将会更为明朗，同时考虑到美国经济所呈现出的 44 个月时长小周期的特征（尤其是金融危机后），所对应的时间点是 2023 年年底美国新的小周期开启，意味着我们可能将在 2023 年下半年逐渐看到美国前瞻性周期指标寻底反弹。

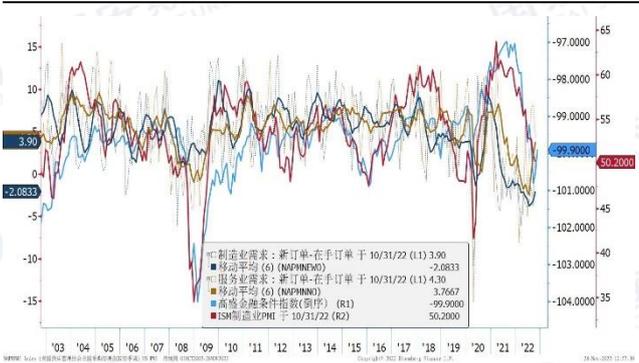
同步或滞后性指标如房地产、非耐用品消费和工业产出能继续走弱。美国 30 年住房贷款平均利率从 2022 年初 3.3% 附近急速攀升至目前 7.0%，对房地产销售和房价同比趋势形成压力，而以新屋销售为代表的房地产需求指标往往是周期性较强的耐用品消费的先行指标，房地产需求回落将会使得耐用品订单和耐用品消费支出供需两端从目前与金融条件和房地产需求分化的状态下行收敛。但是，我们也需要看到，一方面是房地产部门无论在供应端（可售房屋存量）还是在需求端（房贷占比）来看整体都处于低位，房地产部门不存在库存过高或杠杆过高的风险。而从更广泛的负债比率看，无论是非金融机构私人部门还是家庭整体负债比率目前都处于历史低位，较过去衰退期明显更为健康，有助于美国经济抵御衰退，至少出现深度衰退概率较小。

图 26：彭博美国经济惊喜指数拆分板块表现



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 27：制造业和非制造业增量需求近期有所反弹



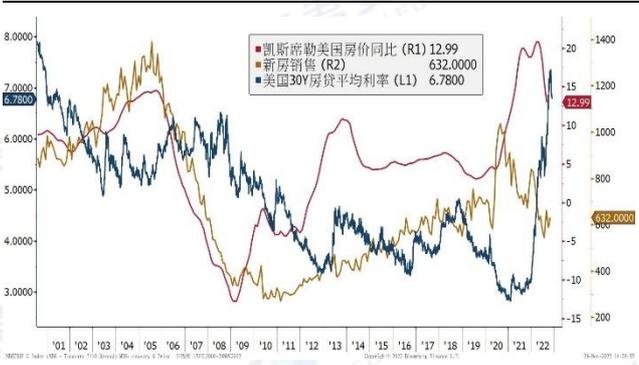
资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 28：LEI 领先指标同比呈 44 个月左右的周期特征



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 29：美国平均房贷利率快速上升施压房地产市场



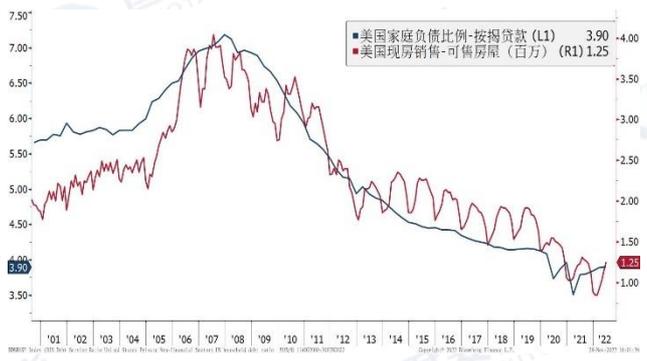
资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 30：房地产需求回落将拖累耐用品订单和消费



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 31：美国家庭房贷占比和可售房屋库存处于低位



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 32：美国非金融部门和家庭负债利率处于低位



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.2.4 劳动力市场供需“再平衡”仍是美国经济抵御衰退的安全垫

历史上看，抗击通胀都将以失业率上升为代价，但本轮周期中美国劳动力市场“再平衡”，即劳动力市场需求（职位空缺、新增就业）回落、劳动力市场供给（劳动参与率）上升，劳动力供需缺口收敛或将成为此次美联储控制通胀所付出的经济代价的安全垫，从而避免失业率快速上升继而避免经济进入衰退（或深度衰退）。这也是美联储官方所注重的贝弗里奇曲线、以及职位空缺数-失业率组合在曲线上的移动路径意义：大斜率下移，意味着职位空缺数下降过程中失业率反弹温和，则美国经济“软着陆”概率较大；小斜率下移，意味着职位空缺数下降过程中引起更为剧烈的失业率反弹，则美国经济“硬着陆”概率较大。

目前仍旧较为强劲的就业需求具有一定回落空间，可能使得本轮控通胀代价体现在劳动力需求回落而非整体的失业率上升。具有前瞻意义的、反映就业需求的数据如美国企业雇佣人数和中小企业招聘计划已经伴随着更为广谱的经济指标下行而出现明显的周期性疲软迹象。而以上指标往往可视作驱动职位空缺数于高位回落的先行指标。目前职位空缺数仍旧在 1000 万以上，绝对值上远远高于疫情前长期趋势线，即便是与 2020 年初疫情前水平对比也多出近 400 万的职位空缺数。在较高的职位空缺数背景下，首次申请失业金人数和平均失业期等指标都处于较为安全的区域，显示劳动力市场整体较为健康并可预见地持续具有韧性。

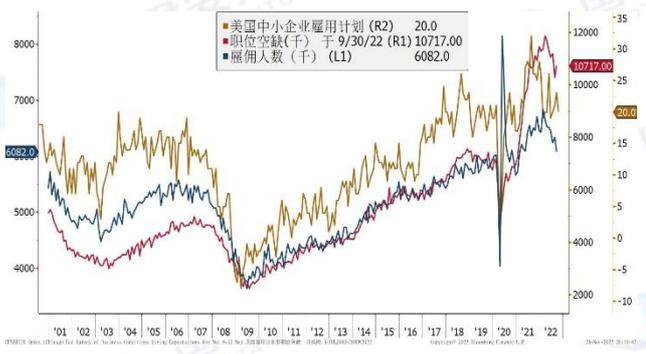
供给端的弥合可能相对更为缓慢。整体就业总数占总人口比例目前较疫情前尚差距一个百分点，意味着 350 万的劳动力供给缺口亟待填补，其中较为年轻的年龄段（25-34 岁）已经接近恢复至疫情前水平，而 65 岁以上年龄段（往往被认为提早退休永久性退出就业市场）尽管也出现反弹，但明显低于疫情前水平。考虑到美国人口结构（65 岁以上占总人口比重）趋势对劳动人口占比的长期负面影响，本轮周期中美国劳动参与率回升将会在后疫情结构性影响下和人口结构长期影响下回升速度缓慢。

图 33：美国劳动力市场供需缺口仍旧面临收敛



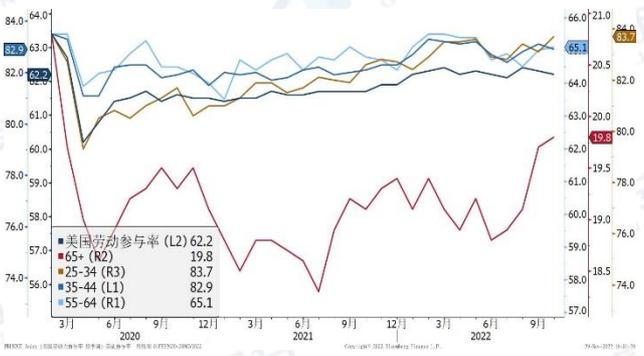
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 34：招聘计划和雇佣人数作为需求指标回落



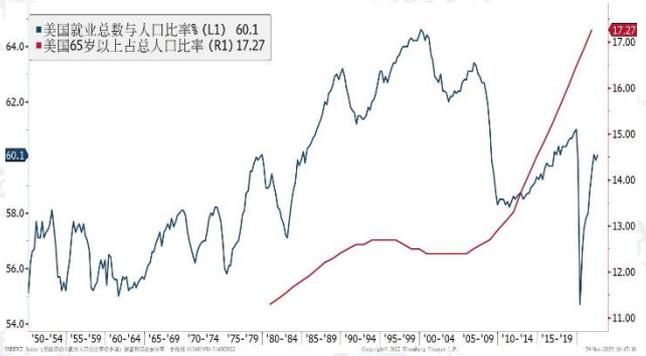
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 35：美国劳动参与率在不同年龄段缓慢提升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 36：美国老龄化趋势仍旧制约劳动参与率提升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.3 非美经济体：欧洲面临衰退，中国、新兴市场增长动能回升

2.3.1 泛欧：衰退难以避免，但深度料有限

我们预计，受制于更为严峻的通胀压力以及更为敏感的金融条件紧缩，泛欧地区经济在 2023 年恐难以避免衰退。但是基于欧洲地区的能源结构调整、非能源依赖行业的修复以及同样较为健康的居民资产负债表将有助于托底经济，衰退幅度或将有限。

原材料通胀仍处于高位但海外需求走弱的格局仍将在 2023 年拖累泛欧地区经济增速。从经济结构上看，一方面泛欧地区高度依赖外部需求，而美国仍处于需求下行周期，中国真实需求亦在寻底阶段，意味着泛欧地区海外需求至少在上半年持续承压。另一方面，欧洲经济结构为进口大宗商品原材料，出口中间品、消费品、资本品（分别占比 55%、26%、19%），意味着美、中两地的制造业需求回落对欧元区出口形成直接拖累。同时更高的原材料通胀意味着欧元区 PPI 同比远高于 CPI 同比，也进一步意味着欧洲当下的经济、贸易结构中缺乏溢价能力，进口价格同比增速远高于出口价格同比，使得欧元账户恶化。尽管我们观察到近期欧洲地区主要能源价格有所回落，但整体仍旧失衡的通胀结构将会拖累泛欧地区在 2023 年上半年进入衰退。此外，泛欧地区货币政策收紧力度和速度都为历史之最，尽管相对美联储在加息幅度相对更小，但欧元区金融条件指数已有更高的标准偏差，欧系国债流动性指标（以日内国债价格与模型偏差度衡量）也较美债更受紧缩影响，泛欧金融条件收紧程度和资产的敏感度较美国更显著。我们预计欧央行基准利率终点在 3.0% 附近。

图 37: 欧元区前瞻信心指标与美国周期性指标



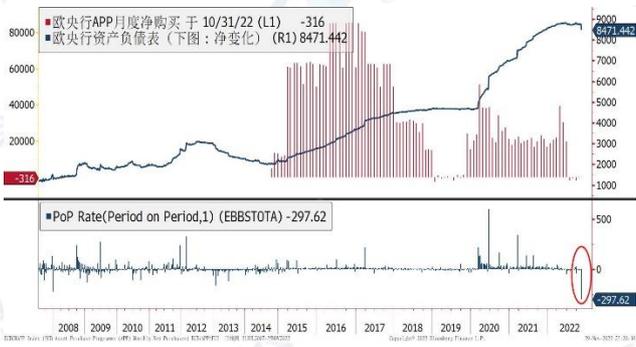
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 38: 极端通胀结构拖累欧元区贸易账户



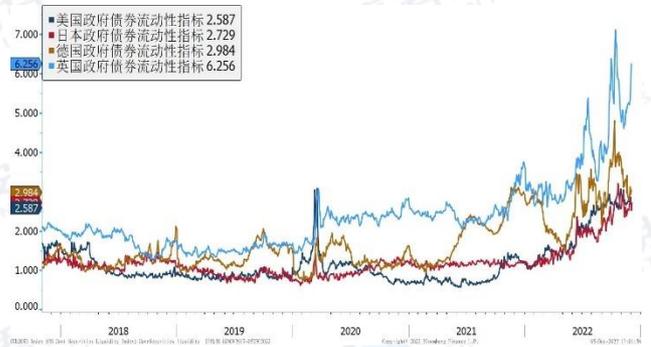
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 39: 欧央行缩表速度环比降幅较快



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 40: 欧系国债流动性指标较美债更受紧缩影响



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 41: 欧元区金融条件指数收紧幅度较美国更甚

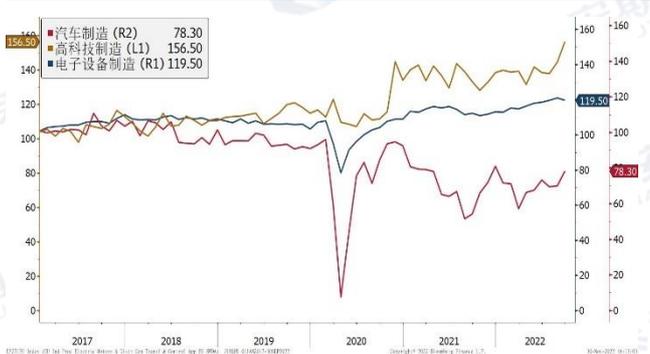


资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

在基准预期下，由于欧洲在能源结构转型上目前已取得的进展、非能源密集型产业的韧性以及同样较为健康的私人部门杠杆率意味着泛欧地区更有可能经历一场浅幅衰退。首先，欧洲能源安全问题在 2022 年成为困扰欧洲的主要风险，而在欧洲坚定能源“去俄化”和能源转型的过程中，欧洲从俄罗斯天然气进口已经缩减约 80%，整体天然气消费减少 20-25%，尽管从中长期看欧洲能源成本中枢抬升趋势难以避免，但在已取得的“去俄化”成果上进一步出现能源供应和价格冲击无疑将明显减弱。其次，我们认为非能源依赖型行业目前展现的韧性亦将为欧洲经济托底，如高科技制造业强劲增长，电子设备制造业增速稳定，汽车制造业强势反弹等，将对冲部分能源依赖型产业的拖累。最后，欧元区相对健康的私人部门资产负债表，如较低的家庭负债占可支配收入比率、仍旧相对温和企业信用利差等，同样也能支撑企业和家庭支出，抵御深度衰退。

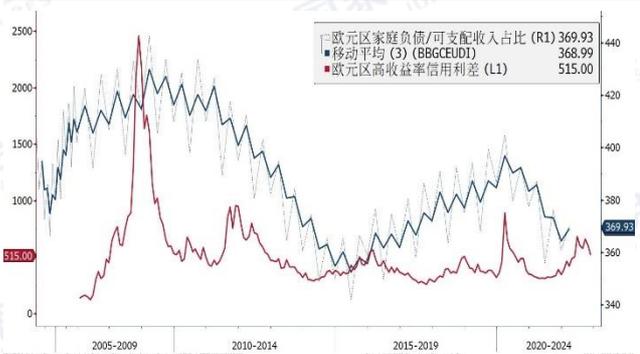
也必须承认，对泛欧地区“温和衰退”的判断需要一些“运气成分”：地缘政治冲突按照目前的模式继续缓慢降温，来自于大宗商品尤其是能源端的矛盾不会再度激化；欧洲不会出现导致能源需求大幅攀升的冬季极寒天气等等。当下宏观经济的中长期展望不可避免地受到更多非经济范畴因素的干扰，对此我们只能在基准预期的基础上保持对泛欧地区风险点的监控，动态调整。

图 42：欧洲非能源依赖型行业展现出韧性



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 43：较低的家庭负债和企业信用利差环境



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.3.2 中国和新兴市场：增长动能的回归

经济增长动能的分化也将是 2023 年全球宏观环境重要的主题之一。相对于 2022 年海外边际回落、中国受疫情影响仍旧较大的整体增长动能低迷的环境，2023 年则可能出现由中国复苏增长带动的新兴市场国家增长较领先于发达经济体的分化格局。随着中国经济完成周期性筑底，同时随着进一步疫情防疫政策优化、消费端向上修复，房地产市场“稳增长”政策下企稳、信用周期筑底反弹，2023 年中国 GDP 年增长预计在 5.2% 左右，与向相对偏弱的海外经济增速形成对比，一方面料将阶段性地在资产上形成国内偏强于国外的风格特征，另一方面则意味着传导链条最近的新兴市场将受到中国增长动能的外溢效应推动。中国信贷脉冲（信贷增量占 GDP 比重）往往领先于新兴市场资本流动代理指标 Proxy Index（通过衡量商品+新兴市场股票+新兴市场债券利差+新兴市场 FX carry 指数获得），意味着一旦 2023 年中国宽信用达成，将带动新兴市场率先走暖，而后亦将传导至美国和欧洲经济周期。

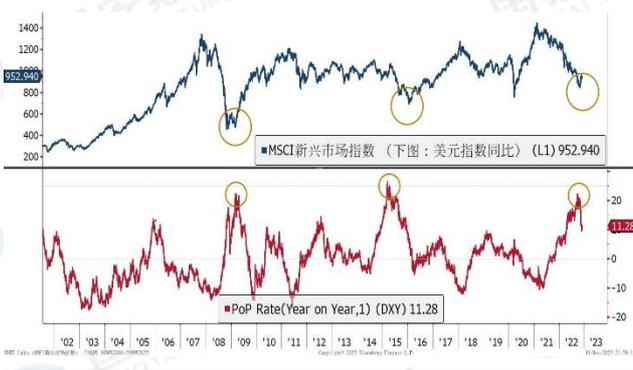
同时，中国和新兴市场也将在 2023 年面临更好的外部条件。伴随着海外通胀见顶，全球市场终于走出了不断攀升的美元和美债收益率的“痛苦环境”，意味着中国和新兴市场面临增长动能向上和估值压力缓解双向支撑的窗口期。从历史上看，美元指数同比顶部拐点往往意味着新兴市场股票市场较好的配置机会，伴随着美元同比趋势回落，新兴市场汇率 Carry 交易模式总收益指数的年化收益已在近期转正，股汇共振可期。

图 44：中国信贷脉冲代表的中国经济周期领先于新兴市场资本流动指标和美国经济周期



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 45：美元同比拐点预示着新兴市场股票阶段底部



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 46：新兴市场货币 Carry 交易总回报率开始转正



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

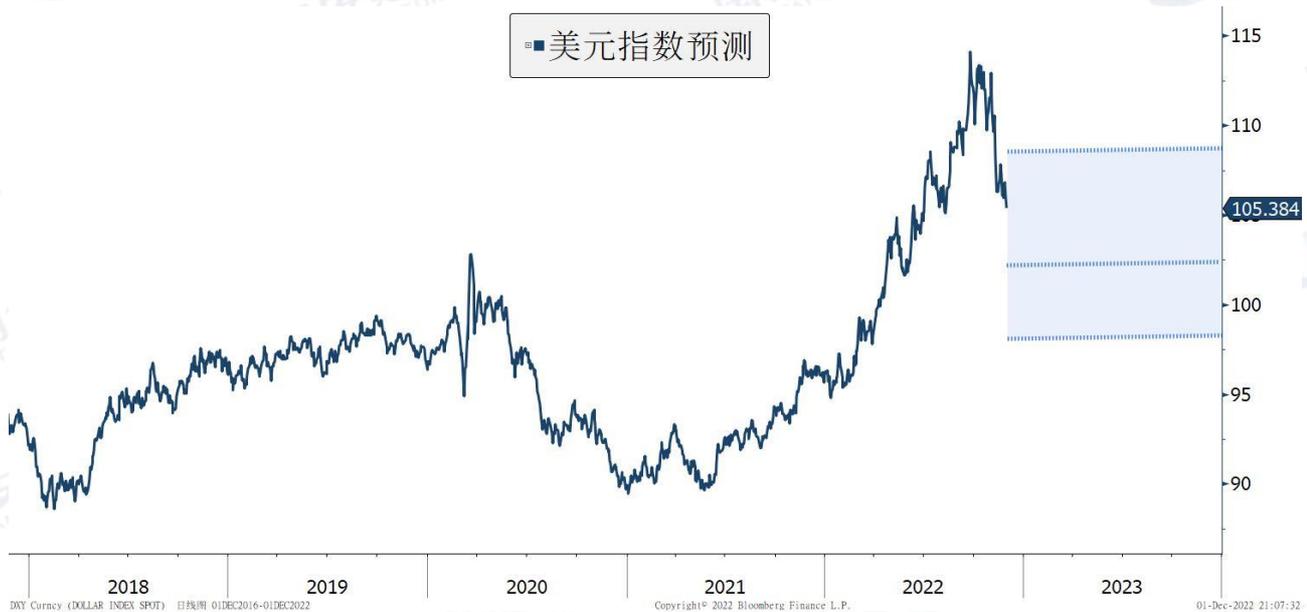
3. 美元顶部回落，美债配置价值展现

3.1 通胀和利率周期见顶、风险偏好回升将驱动美元回落

2023 年美元指数在三条逻辑线索下整体有所回落：一是通胀周期见顶，加息周期进入尾声，利率周期回落；二是风险偏好从低位回升，带动超涨的美元向估值模型回归；三是非美中以中国为首的增长动能反弹。我们预计美元指数低点在 98 附近，高点在 108 附近，年终录 101 附近。

从节奏上看，2023 年一季度将集中体现通胀和利率顶部确认、风险偏好回升使得美元回落修复高估值；二、三季度则集中反映美国滞后数据（劳动力市场、零售销售等）回落确认、以及以中国为代表的非美增长分化继续施压美元；四季度则需观察随着美国金融条件指数有所缓和，美国前瞻性指标可能出现周期性触底反弹，期限溢价和实际利率走高或助推美元指数有所反弹。

图 47：2023 年美元指数区间范围和年终值预测



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

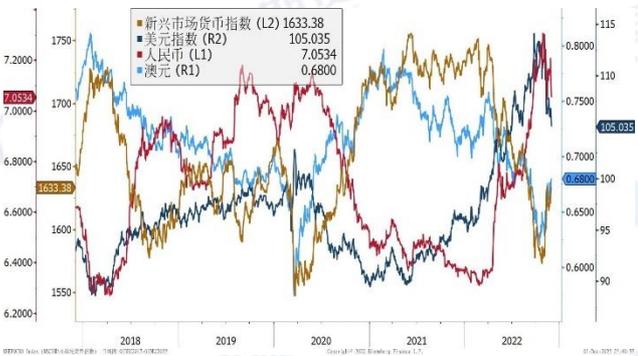
对于 2023 年美元走势的判断依赖于对 2022 年美元走强原因的理解上。2022 年强美元从影响因素来看，**基本面相对强弱**，包括贸易项、固定资本形成、通胀结构差异等，已是慢变量；**货币政策相对变化**如美国与非美利差、货币预期差等，在海外央行同步紧缩的背景下亦不是主要逻辑。**最重要的逻辑线，在于极端通胀冲击和快速升息，并叠加非美的政经风险爆发带来的极度风险偏好低迷**。作为唯一的避险资产，美元指数持续与基本面模型价格偏离较大，估值较高。那么站在当下，通胀和利率顶部出现作为本周期最为重要的宏观拐点，意味着股债双杀、美元独强、传统风险对冲失效的阶段已经过去，风险偏好从极度低迷的区域反弹。对于欧元而言并不是只有“美强欧弱”的逻辑，事实上 2022 年欧系货币大幅走低，所计价的除经济基本面之外亦有极度悲观的情绪性因素，欧元与 MSCI 全球股票指数的高相关性显示出欧元将是全球风险偏好触底回升的受益者。

图 48：美元指数较美债与 G7 国家利差有所超涨



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 49：中国增长动能回升有助于风险货币反弹



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

图 50：欧元与 MSCI 全球股票指数正相关性较高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 51：美元估值从高估向均衡回归

4Q22	当前价格与汇率基本面模型的偏离
EUR	6.40%
GBP	-17.31%
JPY	-27.56%
CAD	-10.34%
CHF	-6.68%
NOK	-69.55%
SEK	-37.82%
AUD	-21.49%
NZD	-26.29%

资料来源：Bloomberg，Bloomberg BEER

3.2 美债配置价值显现，趋势或并不显著

2023 年面临的确定性线索是美联储将停止加息，而历史上看美债往往在暂停加息后表现出色，显然在经历 2022 年大幅调整后，面对通胀下行、经济回落的海外基本面下，美债显然具有配置价值。但我们认为其配置意义更体现在平抑波动率、60-40 股债配置模式表现重新回归的角度上。相对而言，美债单边趋势空间可能并不显著。我们预计 10 年期美债收益率低点在 2.75% 附近，高点在 4.0% 附近，年终录 3.4% 附近。

图 52：2023 年 10 年期美债收益率区间范围和年终值预测



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

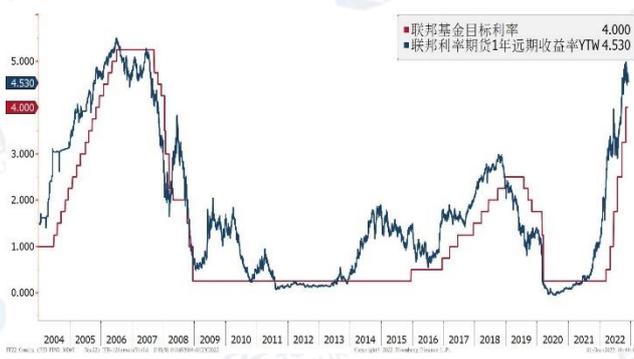
对于美债收益率的分析框架，我们采用纽联储 ACM (Adrian Crump & Moench) 模型为基础：10Y 美债收益率=短期利率预期+期限溢价。但考虑特殊背景下通胀预期和期限溢价的明显背离。我们使用短期利率预期、通胀预期和期限溢价三个因素来解释 10Y 美债收益率。

2023 年 10 年期美债收益率下行潜在幅度将主要由短端利率预期决定，即美联储在明年究竟是采取“预见式”还是“确定式”方式考虑抗击通胀的成效，决定市场对于完成升息周期后的进一步的降息预期的计价程度。如上文所述，在预计美国经济“软着陆”、全年降息概率并不大的基准预期下所看短期利率预期下行有限，

我们预计 2 年期美债收益率年底或录 3.5% 附近。从通胀预期看，尽管 2023 年海外主线仍旧是通胀回落经济下行，但美债收益率中所涵盖的通胀预期在美联储的预期管理和“衰退交易”预期下率先回落至较为温和的位置。从 10 年期通胀预期和彭博大宗商品原材料的比值与均值的标准偏差看，如果 2023 年没有出现类似于 2008 年和 2020 年的深度衰退，通胀预期相对通胀现实进一步走弱的空间有限。我们预计 2023 年美国 10 年期通胀预期低点在 1.75% 附近，年终锚定在 2.0% 附近。从更为复杂的期限溢价因素上看，10-2 年期利差代表市场交易出的“溢价”较 ACM 模型给出的期限溢价更为深度倒挂，可以理解为市场情绪相对经济模型更为悲观。我们认为在上半年加息未到终点之时，且海外滞后性指标持续下行，期限溢价仍处于低位倒挂的状态。但在下半年尤其是 4 季度，随着美国先行指标进入周期探底回升、通胀回落，实际利率再度抬升可能会带动期限溢价反弹，整体收益率亦料在 4 季度有所反弹。

2023 年美债配置价值也体现在平抑波动率、60-40 股债配置模式表现重新回归的角度上。一方面，随着“通胀-紧缩”周期接近尾声，海外股债同跌的局面显然有所缓和，10 年期美债收益率与标普指数的相关性从异常状态中回升。另一方面，美国经济周期性指标如金融条件指数、LEI 领先指标同比、零售销售同比和库存周期等对于美股 EPS 存在滞后性负面影响，意味着美股在 2023 年（或至少上半年时段）趋势性并不明朗，客观性上需要确定较高的美债作为风险对冲，这意味 60-40 股债配置模型表现重新回归，此资产组合的波动率也将从 2022 年的高位向更低的均值回归，平抑整体市场的波动率。

图 53：短端利率预期在基准预期下行空间恐有限



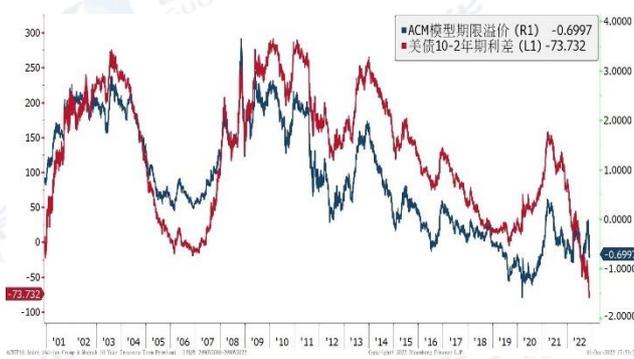
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 54：通胀预期相对大宗商品已率先计价经济下行



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 55：10-2 年利差较期限溢价模型更为悲观



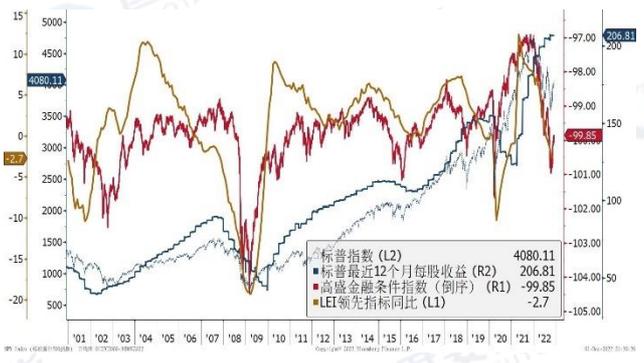
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 56：10 年期美债收益率与标普的相关性有望回升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 57：美股 EPS 仍受周期指标下行滞后拖累



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 58：60-40 股债配置指数波动率将向均值回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

风险提示：地缘政治冲突恶化；政经不确定性上升；大宗商品供给端冲击激化；海外货币政策紧缩持续时间 and 力度超预期；疫情影响超预期等等。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521