

## 2023 全球经济展望 滞胀下半场

### 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

李泉剑 一般证券从业资格编号  
S1060122030023  
LIXIAOJIAN2570@pingan.com.cn



### 平安观点：

- **一、全球“滞胀”步入下半场。**展望 2023 年，预计全球经济增长将进一步放缓，通胀有望明显缓和。当前货币政策紧缩已开始对需求产生明显的抑制作用，未来一段时间全球经济增长将随着需求走弱而进一步放缓。但是，尽管货币政策持续处于紧缩状态，通胀回落速度可能相对有限，2023 年全球通胀水平或仍高于 2% 的普遍通胀目标水平。总的来看，2023 年全球经济可能步入“滞胀”的下半场。
- **二、发达经济体走向衰退。美国经济衰退风险不容低估。**今年以来，市场对于美国经济衰退的预期不断发酵，但当前美国经济仍表现出一定的韧性。“强现实”与“弱预期”之间的巨大差距，或许意味着美国经济将会非线性的走弱。一是，疫情过后美国居民消费习惯发生变化，财政补贴后的消费缺乏理性，未来消费收缩或比预期得更快；二是，加息将对投资活动持续产生抑制。上世纪 70 到 80 年代经验显示，加息的政策效果具有一定的滞后性。三是，库存与贸易逆差的“缓冲池”作用减弱。**相对美国，欧洲经济前景更不乐观。**首先，欧洲目前通胀率更高、对消费的压制更大；其次，欧洲经济基本面更为疲软。2022 年 7 月以来欧元区制造业 PMI 率先跌入荣枯线以下，并持续至今。最后，欧洲经济面临的风险更高、不确定性更强。地缘政治的不确定性使得欧洲面临的通胀压力仍存变数，而欧元区成员国财政状况不同，“碎片化”风险更高。**日本经济或将延续温和增长。**在能源价格飙升、货币持续宽松等因素作用下，当前日本同样面临着一定的通胀压力。不过，受制于成本压力向消费端传导不畅、货币和财政刺激效率不足等因素，日本通胀较欧美等经济体更加可控，这也给予了日本央行继续宽松的“底气”。近期日本央行对货币政策框架做出一定调整，但也同时表示绝对无意加息、收紧政策。因此，当前日本货币政策大幅转向的可能性不高。
- **三、新兴经济体倚仗“内循环”。**近几个月以来，发达市场需求出现明显下滑，这不仅对全球产业链中游的新兴市场国家（如东南亚）造成负面影响，拉美等新兴市场的原材料出口竞争力也将出现明显回落。因此，2023 年新兴市场国家的经济表现将更加有赖于内部经济的韧性。展望 2023 年，海外经济衰退风险逐渐加大，国内外经济周期再度错位，中国经济在全球经济中将发挥“压舱石”的作用。不过，外需对中国经济的支撑将进一步减弱，中国经济将从“外循环”更多转向依赖“内循环”：一方面，明年中国出口市占率的优势有望延续，但货币紧缩和去库存开启所带来的外需收缩，将成为我国出口面临的主要压力；另一方面，全球供应链重置的可能性，会给中国出口的持续增长带来潜在压力。而随着“内循环”重要性的提升，以及海外发达经济体货币紧缩接近终点，国内财政、货币政策空间有望逐步打开。

2022年，新冠疫情对全球经济的冲击进一步弱化，但在俄乌冲突等“黑天鹅”事件的冲击下，“滞胀”却接踵而至。展望2023年，随着货币政策紧缩的作用持续显现，预计全球经济增长将进一步放缓，通胀有望明显缓和，全球经济可能步入“滞胀”的下半场。在此背景下，以美欧为代表的发达经济体走向衰退的可能性不容低估，而外需回落将对新兴经济体造成冲击，“内循环”对于新兴经济体的重要性将更加凸显。

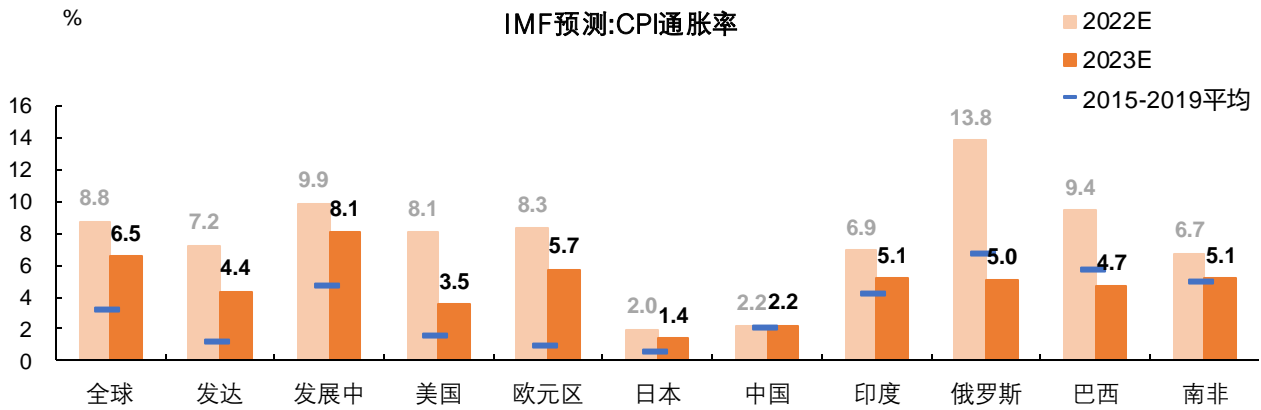
## 一、全球“滞胀”步入下半场

回顾2022年，新冠疫情对全球经济的冲击进一步弱化，但“滞胀”却接踵而至。年初，俄乌冲突爆发导致能源价格蹿升，国际油价一度突破130美元/桶，加剧了欧美等经济体的通胀压力。在全球通胀不断升温背景下，经济增长前景却愈发黯淡；在贸易逆差大增、库存超预期走低等因素影响下，美国经济在今年上半年陷入“技术性衰退”；而能源供给紧张之下，欧洲经济表现更加疲软，英国经济或已陷入衰退。在“滞”与“胀”的十字路口，以美联储为代表的海外货币当局纷纷选择强力紧缩抗击通胀，全球金融状况不断收紧。

展望2023年，预计全球经济增长将进一步放缓，通胀有望明显缓和。当前货币政策紧缩已开始对需求产生明显的抑制作用，未来一段时间内，全球经济增长将随着需求的走弱进一步放缓。但是，尽管货币政策持续处于紧缩状态，通胀回落速度可能相对有限，2023年全球通胀水平或仍高于2%的通胀目标水平。总的来看，2023年全球经济可能步入“滞胀”的下半场。

2023年全球通胀料将具备一定粘性。一是，能源市场或依旧处于紧平衡状态。本轮冬季能源紧缺风险犹存，且今冬天然气库存大量消耗后，2023年冬季欧元区的能源风险或将进一步加大。同时，能源转型长期性抬升成本，在新能源的稳定性与抗风险能力不足的背景下，短时间内对于旧能源的依赖度难以大幅下降。另外，OPEC+的决策逻辑变化、中国经济重启带来能源需求回升、地缘政治局势尚不明朗等因素，均是国际能源价格波动的潜在风险点。二是，疫情长期影响与就业恢复不足。新冠疫情后，全球劳动力供给恢复迟缓。国际劳工组织（ILO）数据显示，截至2022年三季度，全球工作时间较2019年底仍下降了1.4%。这背后可能的原因包括新冠疫情仍在压制居民实际工作时长、部分劳动力永久性退出就业市场等。劳动力市场吃紧，或将持续引发工资上涨压力，加剧企业成本负担的同时，“工资-通胀”螺旋风险也在上升。三是，国际供应链尚未完全修复。当前，国际航运价格仍明显高于疫情前水平。截至2022年11月，波罗的海货运指数（FBX）和上海出口集装箱运价指数（SCFI）较2019年同期仍分别高出136%和71%。同时，海外仓储环节的压力更甚。美国物流经理人指数（LMI）显示，截至2022年11月，库存成本和仓储价格指数持续高于70，仍处于快速攀升阶段。此外，新冠疫情爆发后，经济全球化进程进一步放缓，尤其是欧美发达国家对于产业链的安全性、稳定性和自主性有更高诉求，也意味着国际分工的成本优势可能长期性下降。四是，海外货币紧缩在遏制通胀方面存在局限性。一方面，美欧发达经济体加息过程中，大量资金回流本土，实质上填补了本土流动性，部分抵消了货币紧缩的效果。另一方面，在通胀冲击、政治决策等因素的制约下，海外发达经济体大范围实行“紧财政”难度较大，而在财政退坡不足的情况下，货币紧缩可能“独木难支”。综合来看，预计2023年大部分经济体通胀率水平仍将明显高于2015-19年平均水平、也高于2%的普遍通胀目标水平。

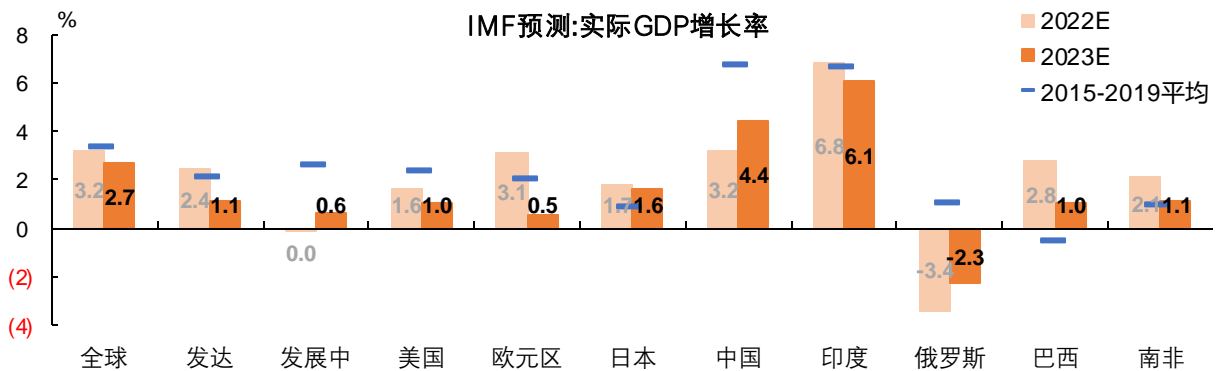
图表1 IMF 预计 2023 年全球通胀水平仍高于疫情前



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

而全球货币政策保持紧缩立场，将削弱经济增长前景。截至 2022 年底，美联储已连续加息 7 次，至 4.25%。最新点阵图显示，2023 年美国政策利率高点大概率超过 5%，美联储主席鲍威尔强调加息还有“很长一段路要走”，更是较为明确地表示 2023 年可能不会降息。与此同时，欧央行释放了更加强烈的“鹰派”信号，称 2023 年的几次会议可能都维持 50 个基点的加息幅度，市场预期欧元区终端利率或达到 3.5% 以上。欧央行行长拉加德也强调，不会将利率抬至高点后立刻降息，而是会将利率维持在限制性水平之上一段时间，直至足以确保通胀能及时回到 2% 的中期目标。而去年 12 月至 2022 年底，英国央行连续加息 9 次，将政策利率提高至 3.5%。再 2022 年 12 月的议息会议上，英国央行在放缓单次加息幅度的同时，同样强调“未来可能还会进一步加息”。从美联储、欧央行、英央行等的表态可以看出，尽管目前全球通胀压力出现一定缓和，但海外发达经济体货币当局的政策重心仍是将通胀压低至“可控”范围内，且不惜付出经济放缓甚至衰退的代价。因此，2023 年全球货币政策转向宽松的希望不大，美、欧等经济体政策利率仍将处于高位，对经济基本面的压制作用将持续显现。

图表2 IMF 预计 2023 年全球经济增长水平将低于疫情前



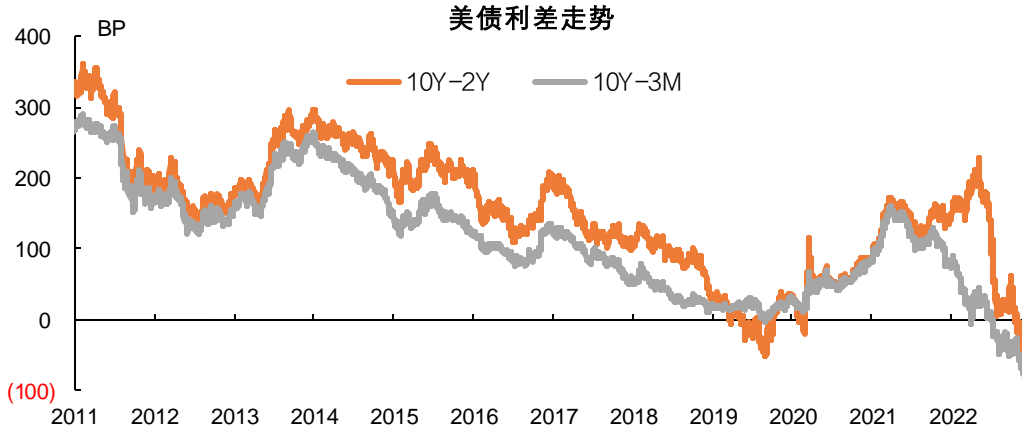
资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

## 二、发达经济体走向衰退

美国经济衰退风险不容低估。2022 年以来，美国国内通胀迅速升温，美联储不断加快加息步伐，市场对于美国经济衰退的预期亦不断发酵。美债收益率曲线不断平坦化，长短端美债利差倒挂程度加深，就是这一点最鲜明的体现：2022 年 12 月 15 日，10 年与 2 年、3 个月美债利差最大倒挂程度分别达到 90BP、84BP，均创下了 1982 年以来新高。尽管今年以来对美国即将步入衰退的预期不断升温，但从实际经济数据来看，目前美国经济仍表现出一定的韧性，如三季度美国实际 GDP

环比折年率出现反弹、劳动力市场紧张、失业率持续保持低位、通胀下行缓慢等现象，均指向这一点。“强现实”与“弱预期”之间的巨大差距，或许意味着美国经济将会非线性地走弱。

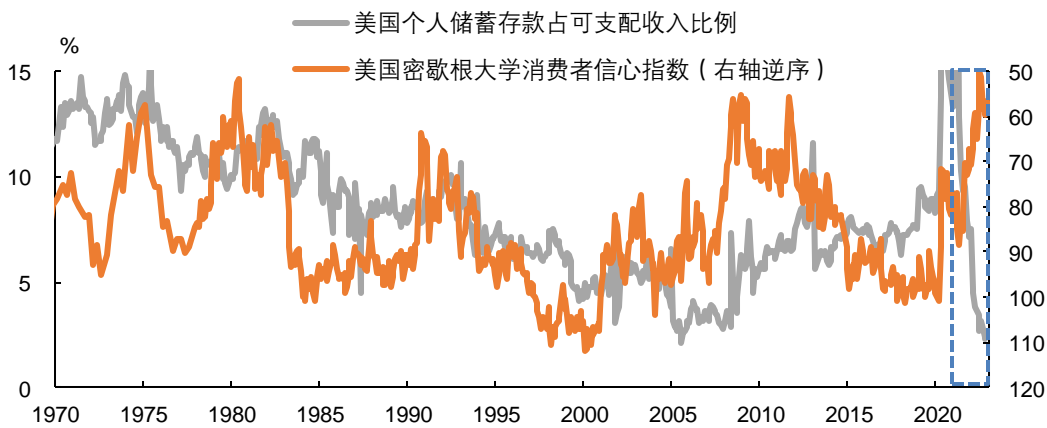
图表3 今年以来美债利差明显倒挂，美国经济衰退预期升温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

一是，疫情过后美国居民消费习惯发生变化，财政补贴后的消费缺乏理性，未来消费收缩或比预期得更快。疫情爆发后，在政府大规模财政刺激的作用下，美国居民消费行为、习惯发生改变，突出表现便是边际消费倾向明显上升：2022年4月开始，美国个人消费支出占可支配收入比重持续保持在94%以上，明显高于疫情前90%左右的水平。但在美国居民消费持续旺盛、储蓄率持续下降的同时，消费者信心却不断走低，12月密歇根大学消费者信心指数仅为59.1，与国际金融危机爆发后水平相当。这一系列的现象表明，未来美国消费或出现超预期的收缩。

图表4 储蓄率走低的同时，美国消费者信心指数同样低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所

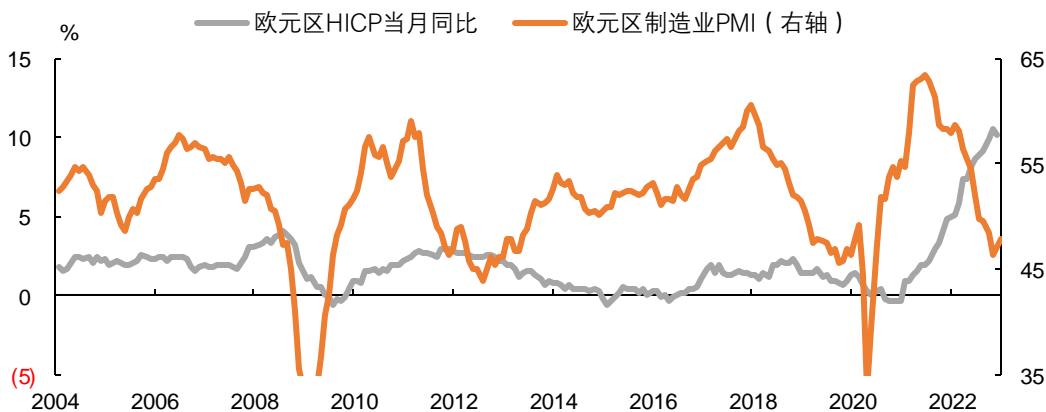
二是，加息将对投资活动持续产生抑制。当前美国政策利率正处于近十几年来高位，而对利率环境较为敏感的投资需求已出现了明显的降温。一方面，加息已对房地产市场造成直接影响。2022年以来，随着美国地产销售减弱，住宅投资开始出现放缓迹象。根据美国房屋建筑商协会（NAHB）统计，近十年美国住宅投资占GDP比重3-5%。我们预计，美联储加息或使2023年美国住宅投资增速下滑15%左右，继而拖累GDP增速约0.6个百分点。另一方面，加息也将抑制企业的投资意愿。

如美国中小企业乐观指数中资本支出计划分项指数持续下滑，预示着未来美国企业投资将进一步放缓。上世纪 70 到 80 年代经验显示，加息的政策效果具有一定的滞后性。今年二、三季度，美国私人投资对 GDP 环比折年率的贡献分别为-2.83、-1.71 个百分点，投资开始成为美国经济的主要拖累之一，而 2023 年投资对美国经济的拖累或将更加明显。

**三是，库存与贸易逆差的“缓冲池”作用减弱。**2022 年下半年以来，美国库存与贸易逆差的“均值回归”成为了美国经济的“缓冲池”：今年三季度，美国私人存货、净出口对实际 GDP 环比的拉动分别为-0.97%、2.93%，分别较二季度增加了 0.94、1.77 个百分点。但往后看，两大“缓冲池”对美国经济的支撑或出现走弱。库存方面，目前美国库存处于历史最高水平，后续库存大概率将增速放缓甚至出现总量回落。从库存总额来看，截至 2022 年 10 月美国库存总额达到 2.47 万亿美元，不仅为历史最高位，也远超疫情前的趋势增长水平；分经销商来看，位于上、中、下游的制造商、批发商、零售商库存总额今年来均持续回升，且上、中游制造商、批发商向下游零售商的“库存再平衡”过程仍未结束；从同比增速来看，截至今年 10 月美国库存实际同比增速（库存总额同比-CPI 同比）为 8.8%，较 8 月 10% 的增速高点已出现回落。贸易方面，目前美国贸易差额已从历史底部回升，贸易逆差缩窄已进入“下半场”，回升速度或将放缓，商品与服务净出口对于其经济的“缓冲”作用也将减弱。

**相对美国，欧洲经济前景更不乐观。**首先，欧洲目前通胀率更高、对消费的压制更大。截至 2022 年 11 月，欧元区 HICP 同比仍达到 10.1%，高于同期美国 CPI 同比 3.0 个百分点。尤其是，当前欧元区通胀更受能源价格影响，货币紧缩效果不佳、短期难以明显降温。**其次，欧洲经济基本面更为疲软。**今年 7 月以来欧元区制造业 PMI 率先跌入荣枯线以下，并持续至今；而英国经济已经率先进入衰退。**最后，欧洲经济面临的风险更高、不确定性更强。**目前，地缘政治的不确定性使得欧洲面临的通胀压力仍存变数，而欧元区成员国财政状况不同，“碎片化”风险更高。一旦通胀再度失控、货币紧缩步伐过快，便可引发经济金融风险，今年 6 月欧债市场的大幅波动便是一例。

图表5 当前欧洲通胀水平更高，但经济基本面疲软



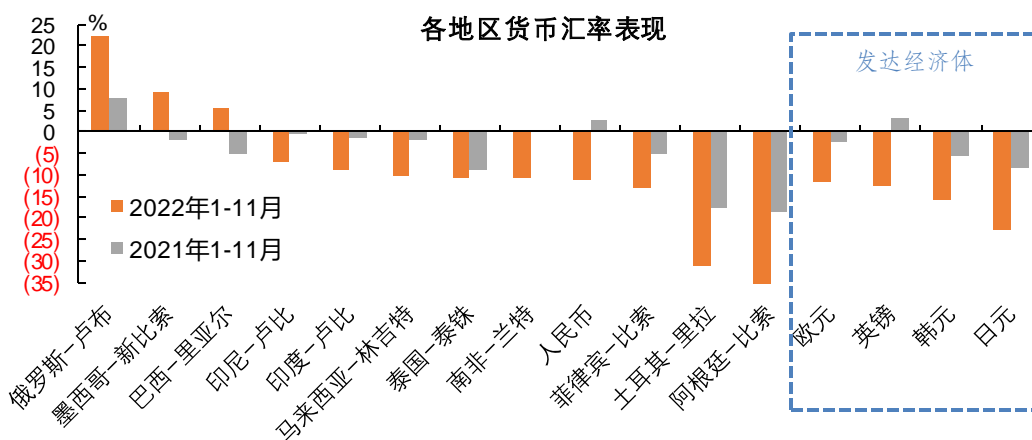
资料来源: Wind, 平安证券研究所

**日本经济或将延续温和增长。**在能源价格飙升、货币持续宽松等因素的作用下，当前日本同样面临着一定的通胀压力。截至 2022 年 10 月日本 CPI 同比增速达到 3.7%，再度创下了近 40 年来的高点，并有望在年内突破 4.0%。不过，受制于成本压力向消费端传导不畅、货币和财政刺激效率不足等因素，日本通胀较欧美等经济体更加可控，这也给予了日本央行继续宽松的“底气”。近期日本央行发布政策声明称，将允许日本 10 年期国债收益率升至 0.5% 左右，高于此前 0.25% 的波动区间上限，但也宣布将中长期国债的买入额从每月约 7 万亿日元上调至 9 万亿日元。日本央行行长黑田东彦同时表示，绝对无意加息、收紧政策。因此，当前日本货币政策大幅转向的可能性不高。而根据 2022 年 10 月 IMF 的最新预测，2023 年日本实际 GDP 增速有望达到 1.6%，在主要发达经济体中处于领先地位。

### 三、新兴经济体倚仗“内循环”

回顾 2022 年，新兴市场受到了一系列冲击，其内部也出现了明显分化。2022 年以来，美欧等发达经济体货币政策紧缩步伐加快，对新兴市场的冲击更胜以往。一方面，美债利率和美元指数同时拉升，“美元回流”压力更甚。据美国财政部的统计，2022 年前 10 个月美国国际资本净流入累计达到 1.37 万亿美元，为 2021 年同期的 1.45 倍。另一方面，美欧资产价格剧烈调整，市场风险偏好下降，更不利于资金流入新兴市场。种种冲击之下，新兴市场出现了明显的资本外流；国际金融协会（IIF）数据显示，2022 年 3 月到 7 月新兴市场连续五个月遭遇投资组合资金净流出，创下了 2005 年以来新兴市场连续净流出时间最长的纪录。但与此同时，俄罗斯、巴西等“资源国”资本市场表现较好，其汇率在美元指数上涨背景下逆势走强，新兴市场投资环境的结构性差异凸显。

图表6 2022 年新兴市场汇率表现更加分化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

发达市场需求萎缩，使新兴市场处于不利环境。近几个月以来，发达市场的需求已出现明显下滑；2022 年 6 月以来，被誉为全球经济“金丝雀”的韩国出口同比增速降至个位数，10 月开始更是陷入负增长。而发达经济体的外需萎缩，不仅对全球产业链中游的新兴市场国家（如东南亚）造成了负面影响，拉美等新兴市场的原材料出口竞争力也将出现明显回落。因此，2023 年新兴市场国家的经济表现，将更加有赖于内部经济的韧性。

展望 2023 年，海外经济衰退风险逐渐加大，国内外经济周期再度错位，中国经济在全球经济中将发挥“压舱石”的作用。不过，外需对中国经济的支撑将进一步减弱，中国经济将从“外循环”更多转向依赖“内循环”。一方面，2023 年中国出口市占率的优势有望延续，但货币紧缩和去库存开启所带来的外需收缩，将成为我国出口面临的主要压力。另一方面，全球供应链重置的可能性，会给中国出口的持续增长带来潜在压力。尤其是，防疫政策的演变、欧美发达经济体对产业链供应链安全的诉求提升、关键领域大国博弈日益加剧等因素，均可能会对国内供应链带来潜在压力。而随着“内循环”重要性的提升，以及海外发达经济体货币紧缩接近终点，国内财政、货币政策空间有望逐步打开。

**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