

宏观深度报告

2023 海外经济与市场九问

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号

S1060523010001

FANCHENGA1146@pingan.com.cn



平安观点：

- 本篇报告通过九个问题，探讨 2023 年海外市场核心关注点，以期更好地把握全年经济和市场演绎的节奏与变数。
- 一问：美国如何衰退？美国经济下行趋势确立，分歧在于“衰退”的程度和时间。当前市场主流预期是“软着陆”，但我们的观点更偏谨慎，尤其认为美国经济结构将恶化、就业市场未必持续强劲、通胀回落未必能够促进消费、美联储未必“关注增长”等。我们的基准预期是，美国衰退程度不弱，衰退可能始于二季度、终于四季度，持续 6-9 个月左右。
- 二问：美联储如何走？美联储开年“鸽派”定调，但货币政策仍保留灵活性。美联储平衡“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足）是困难的。我们认为，美联储更需要“制造衰退”而不是“关注增长”：一方面，当前加息路径（终端利率升至 5% 左右并维持较长时间）或已足以引发衰退；另一方面，若就业软化和通胀不足，美联储紧缩仍可能加码。
- 三问：欧债风险几何？2023 年欧债风险尚未解除：当前欧债压力并不亚于 2010 年欧债危机前夕，且德国经济遭遇“逆风”是新的不利因素。欧央行更可能是风险的“制造者”而不是“化解者”，通胀压力将极大地限制欧央行救助空间。此外，能源风险是欧债风险的一条“暗线”。虽然欧债危机“重演”不是大概率事件，但可能放大欧元资产的脆弱性。
- 四问：日本会“加息”么？日本央行首次上调 YCC 目标反映了原有货币政策的缺陷。全年来看，在通胀压力以及市场预期的“自我实现”效应下，日本央行仍有可能调整 YCC 上限，甚至不排除改变货币宽松立场。不过，日本货币政策的调整大概率是渐进式的，因输入性通胀压力有望缓和，且过于激进的政策调整不利于金融稳定。
- 五问：新兴市场的春天来了么？2023 年新兴市场有望迎来“春天”：一方面，受益于全球风险偏好回升，且“资本回流”空间较大；另一方面，新兴市场经济基本面更优于发达市场，可强化对资金的虹吸能力。不过，新兴市场内部投资机会有一定分化，中国香港、越南、印度等地值得关注，巴西、印尼等资源出口型经济体有待观察。
- 六问：美债和黄金怎么选？美债和黄金在美国衰退时期均有配置价值。全年来看，美债走强较为确定，预计 10 年美债收益率在上半年于 3.5% 附近高位震荡，下半年有望回落至 3% 左右。相较之下，黄金走势面临更大不确定性，尤其需警惕年初金价“起点过高”，因而我们对当前节点的黄金配置价值更偏谨慎。

- **七问：美股何时反弹？** 全年来看，通胀回落和货币政策转向，将为美股反弹创造条件。1970-80 年代的历史经验显示，在美联储“制造”的衰退中，美股反弹力度较强，只不过反弹节点或出现在衰退中后期。对应当下，本轮美股反弹节点更可能在 2023 年下半年，年初美股“金发女孩”行情或有些“抢跑”。
- **八问：美元下跌多少？** 美国经济衰退、美联储转向，或驱动美元走弱。但全球经济金融风险犹存，避险需求或将限制美元跌幅。欧元和日元底色是美元汇率的另一面。我们认为，欧元汇率具有较大不确定性，年初乐观预期可能过满；日元汇率反弹空间亦可能受限，后期反弹需待美欧衰退兑现。综合判断，2023 年美元指数波动中枢有望下移至 100 左右。
- **九问：原油弱还是强？** 需求方面，美欧经济衰退风险是 2023 年原油市场的主要下行压力，但中国等亚太经济复苏或能较大程度上抵消需求下滑；供给方面，欧佩克等生产决策更加灵活，意味着油价单边下滑的可能性不高；全球能源转型尚未告捷，传统能源“稀缺”逻辑或成多头的“兴奋剂”。我们对 2023 年原油价格持中性判断，油价波动中枢或在 80-85 美元/桶。
- **风险提示：** 美国经济和通胀形势超预期，海外央行政策变化超预期，各国内部经济超预期变化，国际地缘政治风险上升等。

正文目录

一问：美国如何衰退？	6
二问：美联储如何走？	10
三问：欧债风险几何？	11
四问：日本会“加息”么？	13
五问：新兴市场的春天来了么？	15
六问：美债和黄金怎么选？	18
七问：美股何时反弹？	20
八问：美元下跌多少？	22
九问：原油弱还是强？	24

图表目录

图表 1	关键期限美债利率倒挂是衰退预警信号	6
图表 2	“着陆指数”暗示 2023 年美国明显走弱	6
图表 3	海外投资机构对 2023 年美国经济的看法较为乐观	7
图表 4	美国商品消费增长乏力	8
图表 5	美国住宅投资大幅降温	8
图表 6	美国咨商会对美国经济的预测	8
图表 7	截至 2023 年 1 月，美国就业缺口仍超 400 万	9
图表 8	美国失业率和经济增长存在反比关系	9
图表 9	美国通胀压力已由供给端转向需求端	9
图表 10	“非供给因素”在美国通胀中约占 50%	9
图表 11	1980-82 年美国“菲利普斯曲线”回归	10
图表 12	2010 年以来美国“菲利普斯曲线”并未消失	10
图表 13	里士满联储测算 2022Q3 美国自然利率约 1.3%	11
图表 14	截至 2022 年底，美联储实际加息效果相当于（全球金融危机前）已加息超过 6%	11
图表 15	2023 年欧元区多数成员债务率或高于 2010 年	12
图表 16	德国不再是欧元区经济的“领头羊”	12
图表 17	欧央行持续加息或将增大欧债风险	13
图表 18	本轮欧央行救助政策受到高通胀约束	13
图表 19	欧债压力与英国天然气价格走势相关	13
图表 20	本轮冬季欧洲能源储备仍有不足风险	13
图表 21	2022 年 9 月以来，10 年日债利率频繁触碰 YCC 政策上限	14
图表 22	日本 CPI 通胀率仍在上探	14
图表 23	YCC 调整后日本央行加大购债力度	14
图表 24	日本 CPI 结构分化，服务通胀仍低	15
图表 25	日本央行预测 2023 年核心 CPI 回落至 2% 以下	15
图表 26	新兴市场股市与美联储政策周期具有相关性	16
图表 27	新兴市场股票与美股表现往往方向一致	16
图表 28	2022 年新兴市场资本流入大幅放缓	16
图表 29	2022 年新兴市场汇率指数下跌，近两个月反弹	16
图表 30	2022-23 年主要新兴市场地区经济数据比较	17
图表 31	2022 年下半年多数新兴市场出口增速下滑	18
图表 32	东盟与亚太地区的贸易体量大于美欧	18
图表 33	1978 年以后的 6 轮美国衰退前后，美债和黄金价格整体上都保持强势	19
图表 34	1980 年代美债利率主要跟随政策利率波动	19
图表 35	预计 2023 年 10 年美债利率先震荡、后下行	19
图表 36	近半年金价尚未反映美国通胀预期降温	20

图表 37	近半年金价明显高于与实际利率的历史相关性	20
图表 38	1970-80 年代美国通胀三次见顶，美股均立即反弹	20
图表 39	1981-82 年即使通胀回落，美股仍承压	21
图表 40	2023 年下半年美股有望再迎反弹	21
图表 41	1980 年代美联储“制造”的衰退中，美股跌得少、反弹多	21
图表 42	目前市场预期 2023 年美股估值明显修复	22
图表 43	目前市场预期美股“盈利底”在 2023Q1	22
图表 44	美元指数与美国经济周期相关	23
图表 45	美元指数受美国与全球经济的相对表现影响	23
图表 46	美国经济政治不确定性仍高，或支撑美元	23
图表 47	美元指数通常略晚于 10 年美债利率见顶	23
图表 48	2022 年 11 月以来美元兑欧元、日元走弱	24
图表 49	2022 年 11-12 月美债利率“跑输”欧日	24
图表 50	国际油价通常在美国衰退期间承压	24
图表 51	自 2020 年，中国原油进口量超过美欧	25
图表 52	EIA 预测 2023 年中国石油消费量将有所回升	25
图表 53	相对充足的闲置产能增加欧佩克决策主动性	25
图表 54	2022 年布伦特均价超过沙特财政盈亏平衡油价	25
图表 55	美国原油钻机数持续低于与油价的历史相关性	26
图表 56	欧洲天然气价格与国际油价走势高度相关	26
图表 57	2022 年俄乌冲突以来，美油价格持续高于其与库存水平的历史相关性	26

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，加上中国引领亚太经济迈向复苏，全球经济增长虽然仍可能放缓，但宏观环境整体有望改善，国际金融市场有望回暖。然而，海外经济走向仍存在诸多变数，美欧经济“着陆”有待兑现，通胀回落终点不明，货币政策选择仍偏谨慎，高通胀、高利率与低增长的尾部风险有待确认。本篇报告通过九个问题，探讨 2023 年海外市场的核心关注点，以期更好地把握全年经济和市场演绎的节奏与变数。

我们认为，2023 年美国宏观经济衰退风险仍高，年初以来强烈的“软着陆”预期亟待修正，全球金融市场回暖的节点或延后至下半年。欧洲的能源和债务风险，以及日本货币政策框架调整的风险，可能阶段性加大国际市场波动；而新兴市场凭借更优的经济基本面和全球风险偏好回升，有望迎来“春天”。在美欧衰退风险的底色之下，债券和黄金等避险资产具备配置价值，股票等风险资产反弹或待衰退兑现，美元指数波动中枢或下移，原油等商品多空因素交织、不宜单边看空。

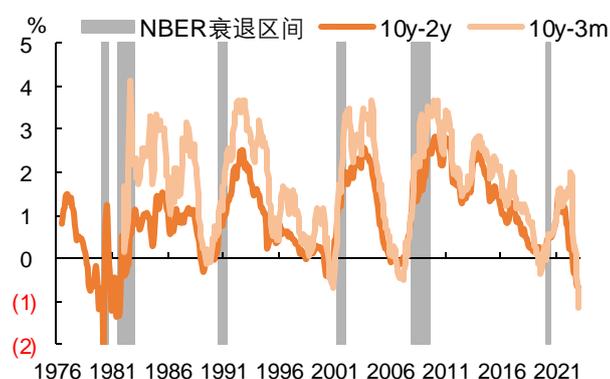
一问：美国如何衰退？

在高通胀、高利率催化下，美国经济下行趋势确立，市场分歧在于会否“衰退”，以及衰退的程度、节点和持续时间。当前市场主流预期是“软着陆”，但我们观点更偏谨慎，尤其认为美国经济结构将恶化、就业市场未必持续强劲、通胀回落未必能够促进消费、以及美联储未必能及时“关注增长”。我们的基准预期是，本轮美国衰退程度不弱，可能是一次 NBER 定义的衰退；衰退可能始于今年二季度、终于四季度，持续 6-9 个月左右。

2023 年美国宏观经济料将继续下行，驱动因素包括供给冲击、高通胀和高利率。2020 年新冠疫情对美国经济造成巨大冲击，货币和财政刺激企图平抑经济周期，虽然消费和就业快速复苏，但也酝酿了 1980 年代以来最高的通胀；2022 年，俄乌冲突带来的供给冲击再为通胀添火，美联储不得不通过大幅紧缩（一年内加息了 4.5 个百分点），以 2023 年可能的经济衰退为代价。类似 1980-82 年，同样是供给冲击（第二次石油危机）助力高通胀，同样是美联储采取激进紧缩行动（一年内加息超 10 个百分点），美国经济陷入“美联储制造的衰退”之中。

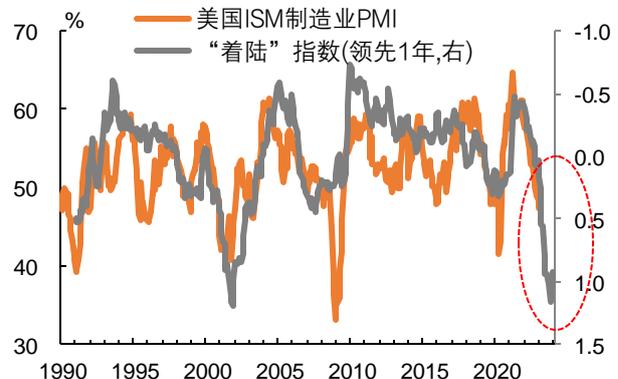
2022 年下半年以来，美国经济衰退“预警信号”强烈。1) “技术性衰退”。2022 年上半年美国经济实际 GDP 连续两个季度环比负增长，打响衰退预期第一枪。历史上，几乎所有的“技术性衰退”都会被美国经济研究局（NBER）事后定义为“衰退”，但是鉴于消费、就业仍在较快增长，这一次是否会被定义为衰退仍有争议。2) 美债关键期限利差“倒挂”。这一指标是传统的衰退预警，它不仅体现了市场的有效性，也体现了金融市场对经济增长具有一定反向影响。10y-2y 和 10y-3m 美债收益率分别于 2022 年 7 月和 10 月以来持续“倒挂”、且幅度达到 1980 年代以来最深。3) PMI 与“着陆指数”。美国 ISM 制造业 PMI 自 2022 年 11 月开始低于 50 荣枯线。PMI 本身是经济的领先性指标，而我们制作了更领先的“着陆指数”（1990 年以来美国政策利率、美元指数、国际油价月度数据的离差平均值），刻画高利率、高通胀和强美元对美国经济的滞后影响，它对 1990 年以来美国制造业 PMI 具有 1 年左右领先性。该指数暗示，美国经济将在 2023 年大部分时间里继续走弱，衰退程度堪比 2001 年“互联网泡沫”时期。

图表1 关键期限美债利率倒挂是衰退预警信号



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 “着陆指数”暗示 2023 年美国宏观经济明显走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2022 年末以来，市场主流预期是美国经济“软着陆”。梳理 2022 年末的市场预期，可以发现海外投资机构对 2023 年美国经济的看法较为乐观，绝大多数预计这是一次“软着陆”，多数预计“不会衰退”，少数预计“温和衰退”。经济增长方面，多数预计 GDP 仍可实现正增长（0-1%），少数预计负增长。通胀方面，多数预计 CPI 通胀率于年末可下降至 3% 以下，平均为 4-5%。货币政策方面，多数预计美联储加息至 5% 左右，约半数认为年内可能降息。2023 年开年以来，通胀数据好于预期，加上美联储 2 月议息会议的鸽派表态，市场对“软着陆”的预期有所强化。IMF 在 1 月经济展望中上调美国 2023 年经济增长预测 0.4 个百分点至 1.4%。

预计美国经济“软着陆”的主要理由有四：**GDP 正增长、就业韧性、通胀缓和、美联储停止紧缩（甚至降息）**。1）就业市场具备韧性。多数机构预计美国劳动力市场不会大幅降温，而这对于经济而言是有利的。德意志银行判断“失业率不会大幅上升”；汇丰银行提到“健康的劳动力市场”；富国银行称“经济受到更具弹性的就业市场支撑”等。2）供应链修复与通胀缓和。大多数机构都提到“供应链修复”，并有助于通胀回落。其中，富国银行认为“通胀降温将减轻购买力压力”，这将限制消费放缓的幅度。3）美联储停止紧缩。多数机构认为，“经济增长放缓”叠加“通胀放缓”的环境下，美联储将“重新关注增长”。4）其他理由包括：居民和银行财务状况良好，地产降温风险可控，工资上涨和过剩储蓄对冲需求放缓，汽车等商品生产恢复，基建和能源转型等投资增加，财政支持等。

图表3 海外投资机构对 2023 年美国经济的看法较为乐观

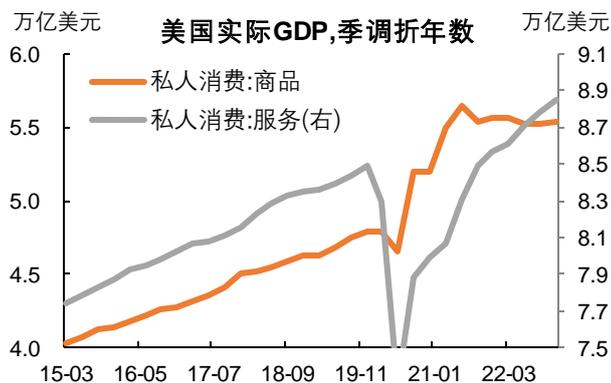
机构	会否衰退?	GDP 增速	通胀率	货币政策
高盛	不会衰退	1.1%	核心 PCE 年末 2.9%	加息 3 次至 5-5.25%，不降息
摩根大通	温和衰退	1.0%	-	加息 2 次至 4.75-5%
摩根士丹利	勉强不衰退	0.5%	CPI 年末 2.4%	加息 1 次至 4.5-4.75%，不降息
花旗银行	温和衰退	0.5%	PCE 平均 2.5%	下半年以前不降息，但不一定要到年底
德意志银行	不会衰退	0.4%	CPI 年末 4.0%	春季利率达峰
汇丰银行	不会衰退	0.4%	CPI 平均 4.7%	-
瑞银集团	不会衰退	>0%	-	Q1 或 Q2 利率达峰，可能在年底前降息
巴克莱银行	不会衰退	-0.1%	CPI 平均 3.9%，年末 2.5%	加息 2 次至 5-5.25%，年末降息 3 次至 4.25-4.5%
富国银行	温和衰退	-1.3%	CPI 年末 2.2%	年初达 4.5% 以上，下半年降息至年末 3.5-3.75%

资料来源：各机构网站,平安证券研究所

但我们认为上述主要理由存在漏洞，美国经济“硬着陆”风险或被低估。

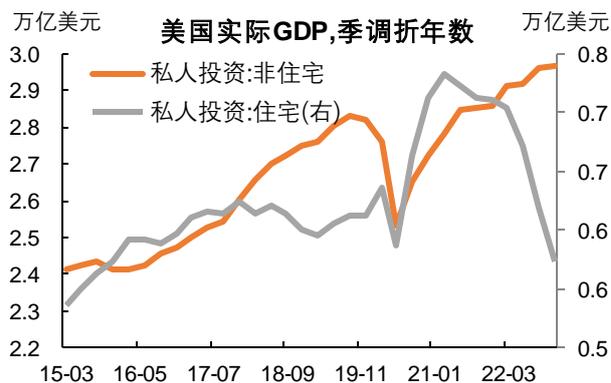
第一，GDP 正增长难掩经济结构恶化。参考美国咨商会 2023 年 1 月 10 日更新的经济预测，2023 年美国实际 GDP 增速将由 2022 年的 2.0% 下降至 0.2%，失业率在年末将反弹至 4.5%，PCE/核心 PCE 通胀率年末均回落至 2.8%，联邦基金利率全年维持 4.75-5%。从经济结构看，尽管美国 GDP 可能不会大幅萎缩（主因服务消费仍未完全修复、贸易逆差缩窄、政府支出不弱等），但居民消费几乎没有增长，以住宅为代表的投资大幅萎缩，就业市场也将明显降温。这些不利因素与 2022 上半年的“技术性衰退”形成鲜明对比。因此，2023 年可能是一次 NBER 定义的衰退（即衰退的程度、广度和时长都达到其认定标准）。

图表4 美国商品消费增长乏力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国住宅投资大幅降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

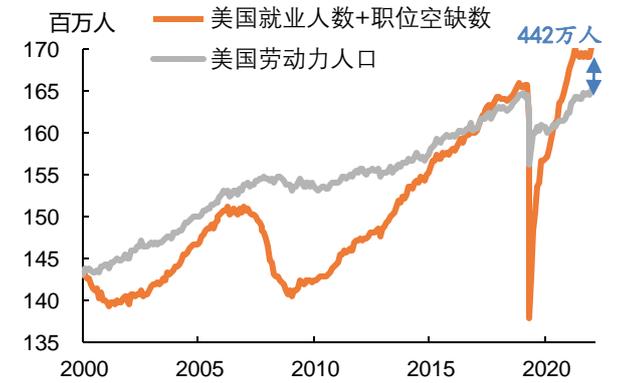
图表6 美国咨商会对美国经济的预测

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2022	2023	2024
实际 GDP	-0.6	-1.7	-0.5	1.1	2.0	0.2	1.7
实际 GDP (Y/Y)	1.0	0.7	-0.2	-0.4	2.0	0.2	1.7
实际可支配收入	1.0	0.5	0.3	0.6	-6.5	0.9	1.0
实际居民消费	-0.4	-1.5	-0.4	0.4	2.8	0.5	1.5
住宅投资	-10.0	-10.0	-5.0	-1.0	-10.6	-14.9	-0.3
非住宅投资	-1.7	-4.0	-1.5	1.9	3.9	0.3	2.4
库存变动(bln\$,年化)	2.0	-8.0	-20.0	0.0	92.0	-7.0	3.8
政府支出	2.0	2.5	2.5	2.7	-0.7	2.2	2.5
出口	-2.0	-2.0	0.0	1.0	7.4	1.8	1.2
进口	-1.0	-1.7	0.4	2.5	8.3	-1.6	1.8
失业率(%)	3.5	3.7	4.2	4.5	3.6	4.0	4.3
劳动参与率(%)	62.3	62.2	62.0	61.8	62.2	62.1	61.8
PCE物价(%Y/Y)	4.6	3.6	3.2	2.8	6.2	3.5	2.2
核心 PCE物价(%Y/Y)	4.0	3.6	3.1	2.8	5.0	3.4	2.2
政策利率(中间值,期末)	4.875	4.875	4.875	4.875	4.375	4.875	3.375

资料来源: The Conference Board (2023.1.10), 平安证券研究所。注: 数据(除特殊标注外)均为环比折年率(%)。

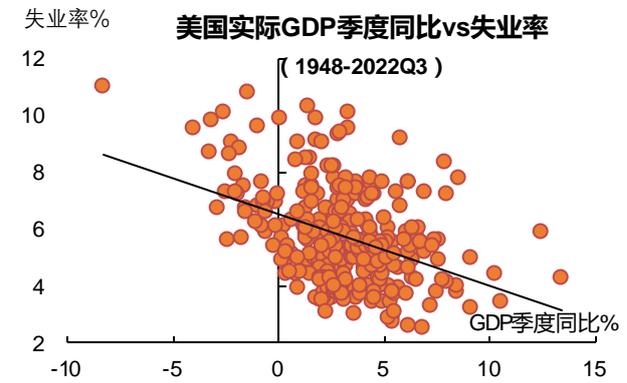
第二，就业只是经济的滞后指标。首先，需要明确的是，本轮美国就业市场紧俏的核心原因是劳动力供给不足，并非劳动力需求过快增长。截至 2023 年 1 月，美国劳动力供需缺口约 440 万；相较 2015-19 年趋势增长水平，劳动力需求（就业人数+职位空缺）增加了约 110 万，供给（劳动力人口）减少了约 330 万。换言之，当前就业供需缺口中 3/4 的原因都归咎于劳动力供给不足。其次，未来经济走弱将为就业市场降温。就业是经济的滞后指标，不能断定其韧性将持续全年。参考 1948 年以来数据，美国实际 GDP 同比增速与失业率走势保持显著的相关性：当 GDP 季度同比萎缩时，失业率至少达 5.4%。最后，在供给约束下，即便年内失业率最终只是小幅攀升，对应的实际劳动力需求降温幅度也不容小觑，其反映出来的居民和企业所受的冲击需要更加警惕。

图表7 截至 2023 年 1 月，美国就业缺口仍超 400 万



资料来源: Wind, 平安证券研究所

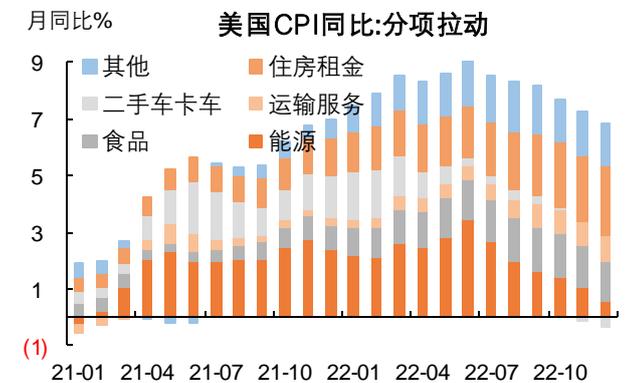
图表8 美国失业率和经济增长存在反比关系



资料来源: Wind, 平安证券研究所

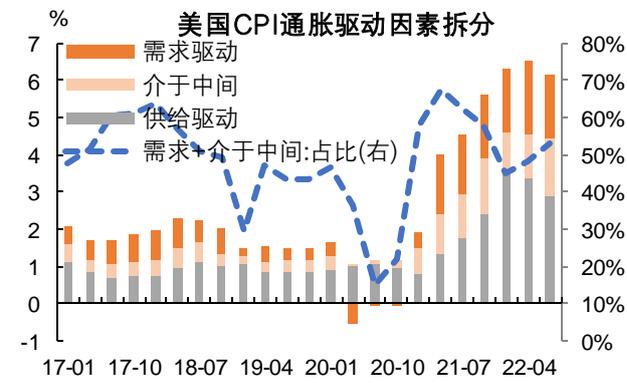
第三，“通胀回落”更可能是需求放缓的“果”，而非提振需求的“因”。2023 年，美国通胀率回落的驱动因素有三：需求放缓、供给修复、以及基数效应。从结构上看，美国通胀压力已由供给端转向需求端：能源、二手车价格等分项拉动已明显减弱；运输服务、食品等价格具有一定韧性，因滞后于国际能源和食品价格；住房租金等核心服务价格，预计在未来几个月仍将维持高位。展望未来一段时间，供给因素对美国通胀的拖累可能边际下降，需求将放缓至何种程度，才是美国通胀能否彻底回落的关键。据 OECD 测算，2017-2022 年美国通胀中，“非供给因素”对 CPI 的拉动平均仅为 50%左右。如果供给因素引发的通胀回落不足，要想通胀明显回落，就只能依靠需求大幅降温（无论是否需要美联储进一步“助推”）。在这一情形下，通胀回落不能促进需求复苏，因为需求放缓在前、通胀回落在后，而非倒置。

图表9 美国通胀压力已由供给端转向需求端



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 “非供给因素”在美国通胀中约占 50%



资料来源: OECD, 平安证券研究所

最后，美联储更可能选择“制造衰退”而不是“关注增长”。当前美国时薪与 PCE 同比增速同处高位，工资-物价螺旋压力犹存。由于雇员报酬是居民收入重要来源，若就业市场软化不足，居民消费和投资活动仍有支撑，也就意味着需求驱动型的通胀难以降温。这也意味着，美联储可能只有加大紧缩力度才能软化就业市场，确保通胀降温。总之，美联储在必要时仍可能选择“制造”衰退，确保通胀回落。（详见“二问”）

我们的基准预期是，本轮美国经济衰退程度不弱、衰退时间较长，或是一次 NBER 定义的衰退；衰退可能始于二季度、终于四季度，持续 6-9 个月左右。美国咨商会预计，Q1-Q3 美国 GDP 环比均可能为负，其中 Q2 环比跌幅最深、Q3 同比跌幅最深。我们对此判断大致认同。我们预计，Q1 美国就业市场仍较紧俏，对经济形成一定支撑；Q2 随着美国政策利率达

到“充分限制性”水平，加上此前加息的滞后影响，美国经济或加速下行；Q3 随着美联储不再加强紧缩，金融市场有望回暖，加上美国通胀缓和，经济下跌速度有望放缓；Q4 随着市场宽松预期继续升温，美国经济有望开始小幅反弹，但反弹幅度仍有不确定性。

二问：美联储如何走？

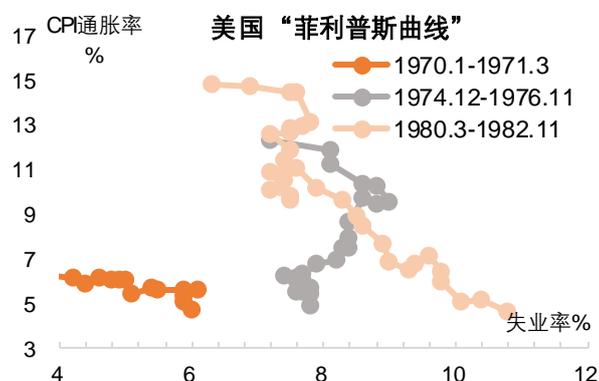
美联储开年“鸽派”定调，但货币政策仍保留一定灵活性。美联储平衡“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足）是困难的。我们认为，美联储更需要“制造衰退”（以遏制通胀），而不是“关注增长”（增大通胀反复风险），这是两害相权取其轻的次优选择！若通胀回落不足、就业软化不足、或者金融市场条件放松太快，美联储紧缩仍可能加码，对此目前市场可能计入不足、或干脆直接选择漠视。

美联储 2023 年首次会议“鸽派”定调，但市场不宜盲目乐观。美联储 2 月议息会议如期放缓加息至 25BP，鲍威尔表态比预期的更加鸽派，首次承认通胀回落的进展，不再强调通胀上行风险，反而多次提到通胀超预期下行的可能，对金融市场条件的放松也表现出“漠视”。虽然近期通胀改善给予了市场和美联储更多信心，但不可否认的是，美联储平衡“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足）是困难的。尤其是，当美联储加息降速或停止加息后，想要重新加息（缺乏历史先例）可能较为困难，这意味着货币政策的调整空间较为有限。全年来看，美国通胀能否持续回落、“软着陆”能否兑现，仍有不确定性。在面对这些不确定时，我们更倾向于认为，美联储有需要、也有能力“制造”衰退。

第一，从货币政策目标看，美联储更需要“制造衰退”（以遏制通胀），而不是“关注增长”（增大通胀反复风险）。2021-22 年美国高通胀的主要矛盾是供给受限，即使供给问题正在改善；美国就业市场紧俏，罪魁祸首也在供给端。就业问题和通胀问题是辩证统一的，即要解决“供给冲击”引发的供需错配问题（无论是商品市场，还是就业市场），只能通过让需求大幅降温的方式，也就需要让经济陷入“衰退”。事实上，自 2022 年 8 月以来，美联储政策逻辑已逐渐清晰：坚定选择保卫信誉，势必确保通胀回落，哪怕牺牲“软着陆”的可能性。鉴于加息对经济的滞后影响、供给修复存在不确定性等，政策利率很难精准地设置在一个既能遏制通胀又能最大程度保护经济（就业）的水平。虽然“软着陆”是一个皆大欢喜的结局，但追求软着陆需要承担通胀反复的风险，美联储可能不愿意这样做。

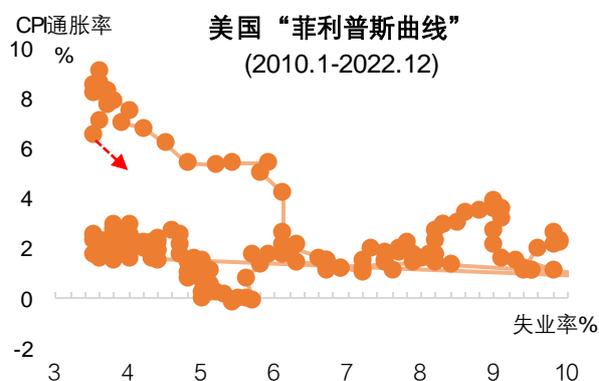
第二，美联储有意愿（两害相权取其轻的背景下）、也有能力制造衰退。理论上，无论供给表现如何，美联储均可通过调节需求来调控通胀。只不过，“物价”和“就业”双目标框架下，市场可能倾向于认为，美联储调控需求的能力有边界，即“不能”威胁最大就业目标。1970-80 年代经验显示，美国失业率和通胀间的负相关性，在受供给冲击时会受到影响（1974-76 年），但在美联储强力紧缩时（1980-82 年）重新回归。虽然 1980 年代以后，尤其 2008 年全球金融危机以来，美国“菲利普斯曲线”趋于平坦化，但 2010 年以来数据显示，“菲利普斯曲线”并未完全消失。之前美联储刺激需求的效果不佳，不能证明其遏制需求的能力不足（这可用货币政策“推绳效应”和“拉绳效应”的非对称性来加以解释）。

图表11 1980-82 年美国“菲利普斯曲线”回归



资料来源：Wind, 平安证券研究所

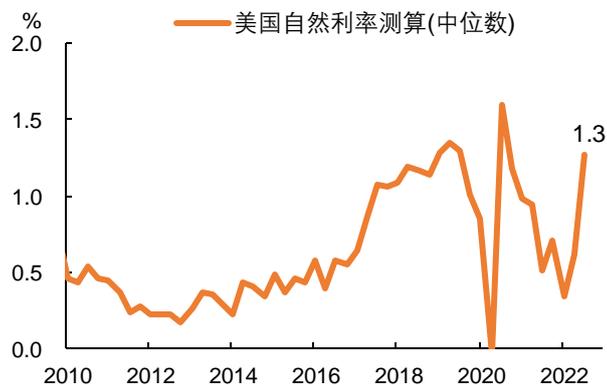
图表12 2010 年以来美国“菲利普斯曲线”并未消失



资料来源：Wind, 平安证券研究所

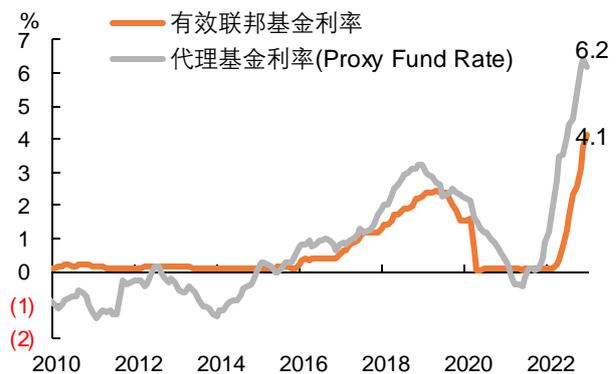
第三，当前美联储加息路径（2023 年终端利率升至 5%左右并维持较长时间）或已足以引发衰退。一方面，思考利率水平对经济活动的限制作用。居民即期消费和投资的机会成本，是将资金存入银行所获得的利息收益。我们认为，“限制性”政策利率或在 4%左右，大致等于 1.5%左右的自然利率（参考里士满联储测算的 2022 年三季度美国自然利率约 1.3%），加上目前 2.5%左右的通胀预期（参考克利夫兰联储模型最新测算的 1-30 年期通胀预期水平）。因此，5%左右的终端利率足以称之为“足够限制性”水平，对消费和投资需求带来实质抑制。另一方面，参考美联储最新的测算。圣路易斯联储主席布拉德 2022 年 11 月公布的测算显示，基于泰勒规则，能够遏制美国通胀的终端利率水平为 5-7%；旧金山联储 2022 年 11 月发表的论文指出，考虑“前瞻指引”和缩表（QT）的影响，美联储加息的效果会更“超前”：截至 2022 年 12 月，美联储加息仅至 4.25%，而实际加息效果相当于（全球金融危机前）已经加息超过 6%。

图表 13 里士满联储测算 2022Q3 美国自然利率约 1.3%



资料来源：里士满联储,平安证券研究所

图表 14 截至 2022 年底，美联储实际加息效果相当于（全球金融危机前）已加息超过 6%



资料来源：旧金山联储,平安证券研究所

第四，若通胀回落不足、就业软化不足、或者金融市场条件放松太快，美联储紧缩仍可能加码。2023 上半年，美联储政策空间主要在于何时停止加息，重点关注 5 月是否会加息，继而 5 月会议前的经济和市场数据都有可能影响决策；下半年，美联储政策选项体现在首次降息的选择或信号上，而降息的前提是美联储政策取向彻底“转向”（pivot）。具体来看：**通胀方面**，美联储转向的条件是“足以回归 2%通胀目标”，并非通胀率要切实回到 2%以下，仅需确立趋势，因此具有一定灵活性。而 PCE/核心 PCE 环比连续 2-3 个月不超过 0.2%，可能就是转向条件之一。**就业方面**，就业指标可能比通胀指标更为关键。我们认为，当美国失业率低于 3.8%时，美联储很难“放心”停止加息；当失业率低于 4.5%时，美联储选择“转向”、考虑降息的底气可能不足。从目前美国通胀和就业数据来看，目前离满足美联储政策转向的前提尚远。**金融市场方面**，2023 上半年，若美股美债大幅反弹、美元大幅走弱，美联储或需释放鹰派信号或采取行动。

三问：欧债风险几何？

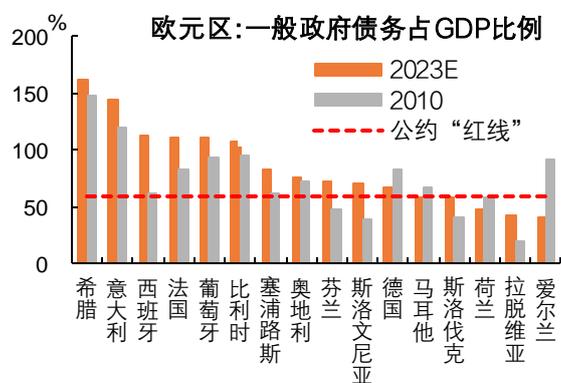
2023 年欧债风险尚未解除：当前欧债压力并不亚于 2010 年欧债危机前夕，且德国经济遭遇“逆风”是新的不利因素。成员国的“碎片化”问题，令欧央行更可能是风险的“制造者”而不是“化解者”，且通胀高企将极大限制欧央行的救助空间。能源危机则是欧债风险的一条“暗线”，风险会否再次爆发不受自身控制、更多还看“运气”，比如今年冬天欧洲是否依然暖意融融，以及俄乌战争究竟走向何方。总之，虽然欧债危机“重演”不是大概率事件，但欧元资产的脆弱性犹存，我们不建议单边看多。

为什么 2023 年仍需关注欧债风险？ 2022 年 11 月以来，欧洲幸运地避免了“能源危机”，通胀形势有所缓和。因美国衰退预期发酵、美联储紧缩预期放缓，美债利率回落，欧债利率同步回落。截至 2023 年 2 月初，10 年意大利国债利率波动中枢回到 4%“警戒线”附近，10 年意德利差回落至 2022 年 4 月以来最低水平，较 2022 年中欧债波动时期的高点回落了约

1 个百分点。但我们认为，欧元区债务压力和能源安全两大风险并未从根本上消除。一旦能源通胀反复，货币紧缩和经济衰退预期将同时升温，市场情绪可能快速逆转，欧债风险可能重回视野。

当前欧债压力并不亚于 2010 年欧债危机前夕，呈现“差生仍差，好生不好”的格局。2020 年新冠危机与 2022 年能源危机先后爆发，迫使欧元区加大财政支出与债务融资。据欧盟委员会预测，2023 年主要成员国债务率和赤字率不仅将超过公约“红线”水平（分别为 60%和 3%），也高于 2010 年（欧债危机爆发前）水平。从内部结构看，本次的特点是“差生仍差，好生不好”：一方面，意大利仍是当前欧元区“碎片化”风险中的脆弱一环。除了政府债务率和赤字率高企外，“厄运循环”（Doomed Loop）风险也主要来自意大利。意大利的银行持有本国主权债比例最高、对俄罗斯的风险敞口最大、以及 20%的意大利国债仍被欧元区其他地区投资者持有，均是极为不利的因素。另一方面，作为欧洲经济火车头的德国经济增长也遭遇“逆风”。德国对俄罗斯进口的天然气高度依赖放大了其受到的经济冲击。“经济基础决定上层建筑”，德国经济不稳带来的弊端是，德国在欧盟的领导力下降，最终削弱欧盟对脆弱成员的救助能力。德国央行一度在欧央行制定救助计划时，反对“过度”照顾脆弱成员国，实质上反映出德国经济能够为集体“牺牲”的空间更加逼仄。

图表 15 2023 年欧元区多数成员债务率或高于 2010 年



资料来源：Wind, 欧盟委员会, 平安证券研究所

图表 16 德国不再是欧元区经济的“领头羊”

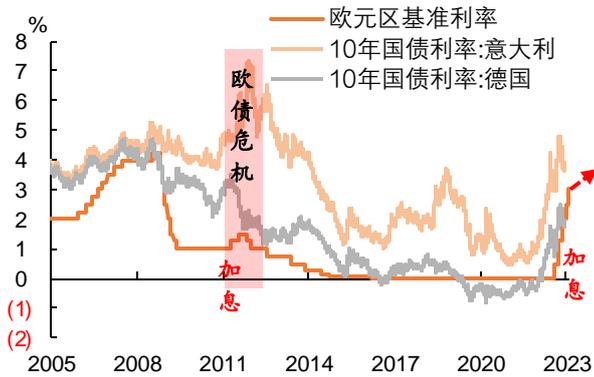


资料来源：Wind, 平安证券研究所

欧央行更可能是风险的“制造者”而不是“化解者”。截至 2023 年 2 月，欧央行已将基准利率升高至 3%，并“打算”3 月再加 50BP 至 3.5%，但仍与美国政策利率（预计 3 月达到 4.75%）保持一定差距。当前欧元区通胀压力并不弱于美国，截至 2022 年 12 月欧元区 HICP 同比高出美国 CPI 同比 2.7 个百分点。而且，不同于美联储的双目标制（物价+就业），欧央行只有物价稳定这一单目标，“理应”采取更多行动遏制通胀。只不过，欧债市场的“碎片化”令欧央行不得不考虑脆弱成员国对加息的承受能力。回顾 2011 年，欧央行曾两次加息，引燃欧债危机。这一次，欧央行出于通胀压力而大幅加息，加息节奏和高度均远超 2011 年。欧债危机以来，欧元区在财政协同上取得了积极进展，欧洲稳定机制（ESM）的建立以及欧央行干预市场能力的提升，或使脆弱成员国能够容忍多次加息，但势必存在容忍上限。

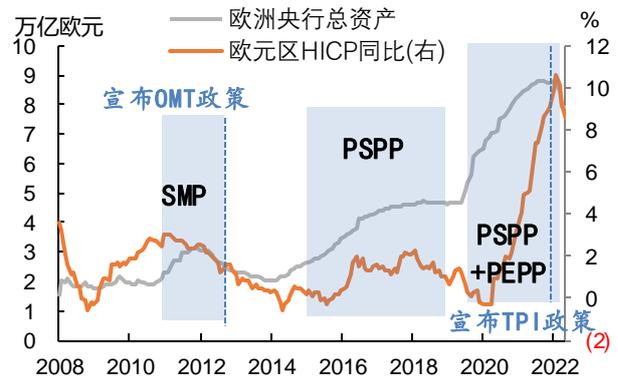
欧央行在“控通胀”和“稳市场”间的平衡料将艰难。目前，欧央行选择“双管齐下”，一方面坚持加息完成稳定物价使命，另一方面通过预期引导防止债券市场出现“不必要”的下跌。欧央行在 2022 年 7 月祭出传导保护机制（TPI），短期内似乎起到了预期效果。但 2022 年 8-10 月，在美欧央行同步加码紧缩的过程中，欧债利率出现明显反弹、突破 6 月前高。再后来，能源危机暂缓、美国加息预期降温与美债利率回落，抑制了欧债利率的上行势头，但并不意味着风险已解除。由于 TPI 工具未从根本上解决欧元区成员国的经济风险和财政可持续性问题，我们对 TPI 工具的有效性仍持质疑态度。相比 2012 年欧央行在欧债危机爆发后祭出 OMT，这一次欧央行提早使用预期引导工具，虽是“防患于未然”，但也有“黔驴技穷”之嫌。未来，即便欧央行通过重新购债救市，通胀压力也将极大限制欧央行的救助空间。

图表17 欧央行持续加息或将增大欧债风险



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 本轮欧央行救助政策受到高通胀约束



资料来源: Wind, 平安证券研究所

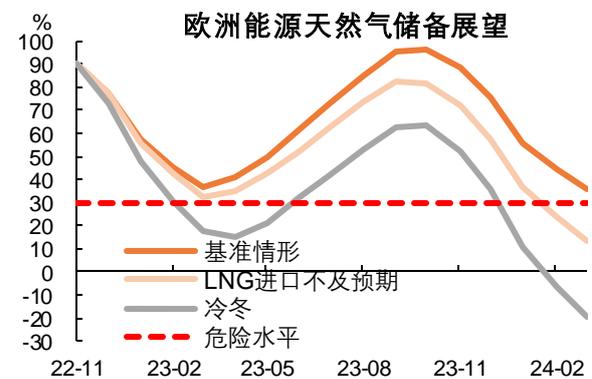
能源风险是欧债风险的一条“暗线”。2022年以来，欧洲天然气价格走势一定程度上牵动欧债利率。欧元区通胀、加息、经济衰退、债务违约、金融市场波动等各个风险之间环环相扣，一旦欧洲能源供给再出问题，可能引燃整个风险链条，引致欧债风险上升。不幸的是，欧洲能源安全问题不是一朝一夕能够解决的，风险是否会爆发不受自身控制、更多还看“运气”。尤其市场最为关注的天然气供给问题，目前来看仍存隐患。据国际能源署（IEA）2022年12月报告，2023年欧盟天然气供需缺口将达到570亿立方米（占需求的14.4%），即使考虑可预见的改革措施（如能源替代、效率提升等），仍有270亿立方米缺口有待弥补。OPEC 2022年11月预测，若LNG进口不足或遭遇“冷冬”，欧洲天然气储备水平可能在下一个冬季下降至30%危险水平之下。此外，俄乌等地缘冲突、石油生产国决策波动、今年亚太经济强劲复苏等，都可能刺激国际油价反弹，加大欧洲能源通胀与经济风险（详见“九问”）。

图表19 欧债压力与英国天然气价格走势相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 本轮冬季欧洲能源储备仍有不足风险



资料来源: OECD(2022.11), 平安证券研究所

简言之，我们不认为2011年欧债危机重演是大概率事件，但欧元资产的潜在脆弱性犹存，不建议2023年单边看多。

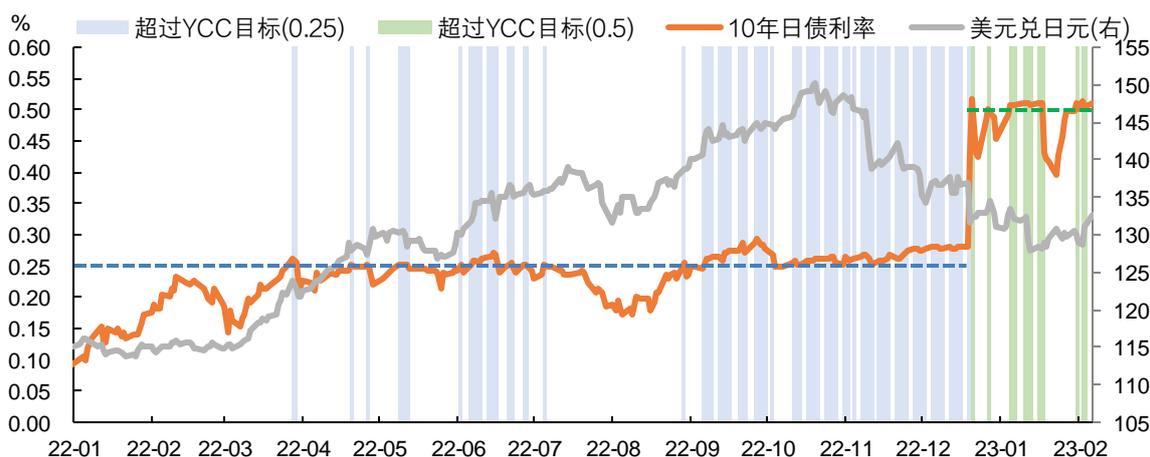
四问：日本会“加息”么？

日本央行首次上调YCC目标反映了原有货币政策的缺陷。全年来看，在通胀压力和市场“自我实现”效应下，日本央行仍有可能调整YCC上限，甚至不排除改变货币宽松立场。不过，日本货币政策的调整大概率是渐进式的，因输入性通胀

压力有望缓和，且过于激进的政策调整不利于金融稳定。

日本央行首次上调 YCC 目标反映了原有货币政策的缺陷。日本央行 2022 年 12 月会议意外上调 YCC 目标，将 10 年期日本国债收益率目标浮动区间从 $\pm 0.25\%$ 上调至 $\pm 0.5\%$ 。官方所称的“直接原因”是，日债期限利差过度扭曲，增大了市场风险。2022 年 9 月以来，10 年期日债利率基本都保持在略高于 0.25% 的位置，而其他期限日债利率在缺乏央行干预的背景下更快攀升，导致日债收益率曲线的“扭曲”。继而，日本央行干预债券市场的成本（加大购债力度、牺牲市场功能）也在上升。但深层次原因在于，日债利率具备央行难以控制的上行压力：一方面源于美欧央行紧缩的外溢效应，另一方面归因于日本国内通胀压力的持续上升。因此，市场不断怀疑 YCC 政策的可持续性，并且选择与日本央行“作对”。

图表 21 2022 年 9 月以来，10 年日债利率频繁触碰 YCC 政策上限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

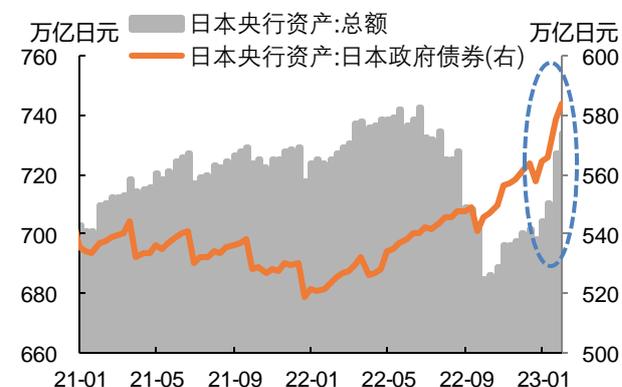
2023 年日本央行仍有可能调整 YCC 上限，甚至不排除改变货币宽松立场。首先，不断突破新高的通胀水平让日本央行面临巨大压力。2022 年 12 月日本核心 CPI 达到 4.0%，刷新 1980 年代以来新高。1 月 26 日，国际货币基金组织（IMF）表示，日本通胀具有上行风险，建议日本央行调整政策，提高收益率曲线控制政策的灵活性，为加息做好准备。其次，日本央行干预债券收益率的难度和成本上升，可能倒逼 YCC 上调。日本 1 月 18 日货币政策会议并未进一步上调 YCC 目标，市场情绪暂时得到缓解，10 年期国债利率小幅回落，但一周后再次恢复涨势。随着 10 年期国债利率不断逼近甚至超过 0.5% 的上限，日本央行干预市场的难度和成本不断上升。截至 1 月 31 日，日本央行持有的政府债券规模同比上涨 11.5%，在总资产中的占比较去年同期上升 7.4 个百分点至 79.5%。

图表 22 日本 CPI 通胀率仍在上探



资料来源: Wind, 平安证券研究所

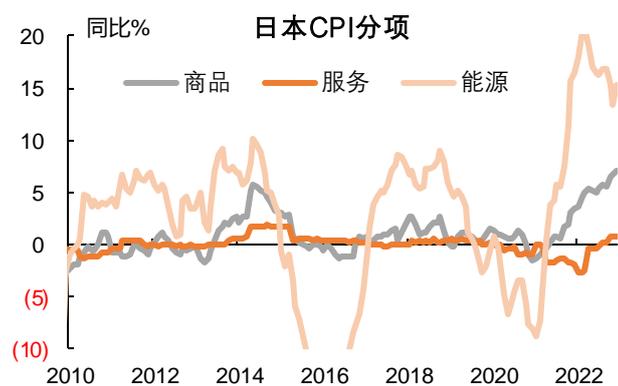
图表 23 YCC 调整后日本央行加大购债力度



资料来源: Wind, 平安证券研究所

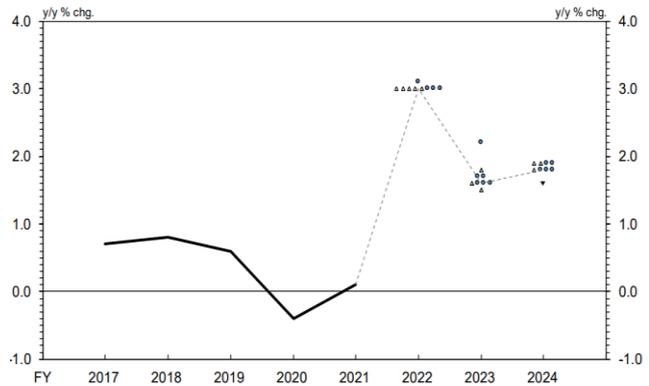
不过，日本货币政策的调整大概率是渐进式的。首先，日本通胀压力绝大部分来自供给端，需求驱动的通胀仍低于目标。截至 2022 年 12 月，日本 CPI 服务分项同比仍不足 1%，即便商品和能源分项同比分别高达 7.1% 和 15.2%。日本央行和主流机构对 2023 年日本通胀形势仍持较乐观的态度，预计年底核心 CPI 通胀率有望回落至 2% 以下。我们认为，虽然 2022 年日本和美欧都面临输入性通胀压力，但需求的强弱决定了通胀走高的幅度；2023 年，日本面临的输入性通胀缓解，加之国内需求维持疲弱，通胀率如期回到目标水平之下是可能的。至少，货币政策可以观察为主，不必急于“加息”。其次，随着黑田行长 4 月任期结束，换届或为货币政策调整创造契机。不过，即便“安倍影响力”下降，相对美欧，日本仍十分注重政策理念的传承。最后，过于激进的货币政策调整“弊大于利”：一是可能降低市场对其信任程度与政策连续性；二是可能引发市场恐慌，日债价格和日元汇率可能不升反降。因此，预计日本央行在调整货币框架时会尽量审慎，更有可能循序渐进地上调 YCC 目标，而不是直接放弃 YCC 或加息。

图表24 日本 CPI 结构分化，服务通胀仍低



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表25 日本央行预测 2023 年核心 CPI 回落至 2% 以下



资料来源：BOJ(2023.1), 平安证券研究所

五问：新兴市场的春天来了么？

2023 年新兴市场有望迎来“春天”：一方面，新兴市场整体将受益于全球风险偏好回升，且在经历前期的资本外流后，“资本回流”空间较大；另一方面，新兴市场经济基本面更优于发达市场，可强化对资金的虹吸能力。不过，新兴市场内部投资机会有一定分化，中国香港、越南、印度等地值得关注，巴西、印尼等资源出口型经济体有待观察。

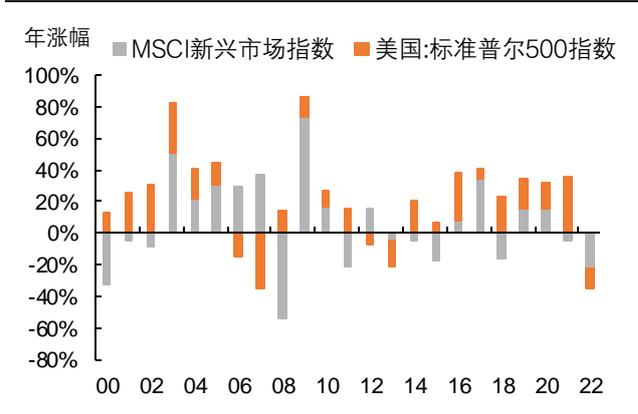
2023 年新兴市场整体将受益于全球风险偏好回升。2022 年，在俄乌冲突、能源危机、货币紧缩等多重冲击下，全球风险偏好急剧降温，具备“高成长、高风险”属性的新兴市场资产受到明显冲击。2023 年，全球风险偏好回暖，将使新兴市场迎来“春天”：首先，俄乌冲突虽未画上句号，但金融市场已经逐渐消化或适应其影响；其次，在货币紧缩、需求放缓、供应链修复等背景下，全球通胀压力有望缓和，“能源危机”风险有所缓解；最后，美欧货币紧缩力度将边际放缓，大部分央行将在 2023 年内停止加息。历史上，MSCI 新兴市场股票指数与美国货币政策周期具有相关性，体现了全球流动性形势对风险偏好和新兴市场资产的关键影响。

图表26 新兴市场股市与美联储政策周期具有相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

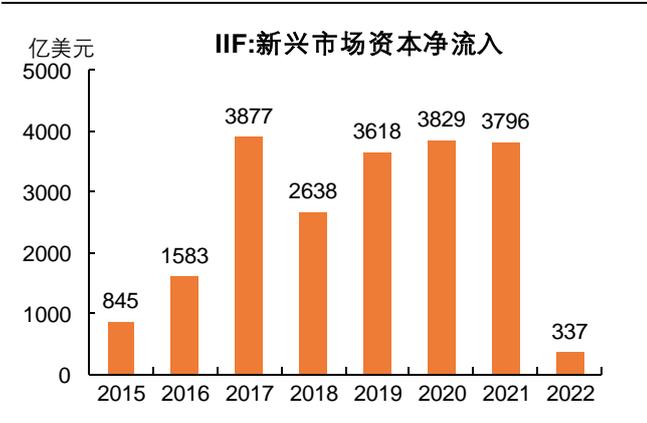
图表27 新兴市场股票与美股表现往往方向一致



资料来源: Wind, 平安证券研究所

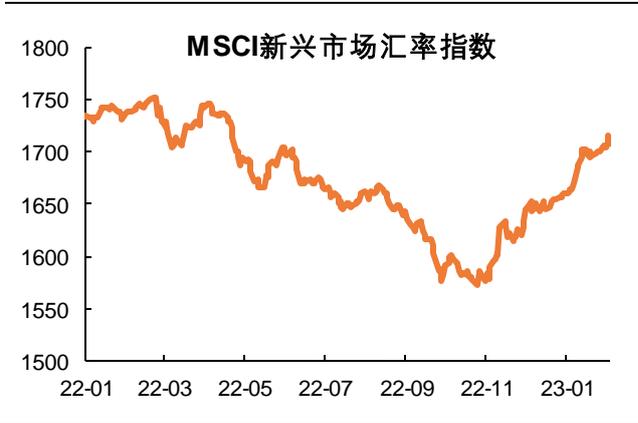
新兴市场“资本回流”空间较大，汇率反弹也可增厚收益。一方面，回顾 2022 年，新兴市场资本流入显著放缓。国际金
融协会（IIF）发布数据显示，2022 年新兴市场仅吸引 337 亿美元资金净流入，相比 2021 年 3796 亿美元降幅逾 90%，相
比 2015-19 年平均资本净流入 2512 亿美元降幅也超过 80%。即便考虑到 2023 年美欧政策利率在高点上维持较长时间，
以及新冠疫情后部分新兴市场的经济基本面出现一定程度的重估（如潜在增长能力下移），我们预计，2023 年新兴市场资
金净流入水平至少也有望恢复至 2000 亿美元左右（略低于 2015-19 年平均水平），这意味着一个超过 500% 的同比增长水
平。另一方面，2023 年新兴市场汇率有望反弹，增厚资产投资收益。2022 年 1-10 月，MSCI 新兴市场汇率指数累计下跌
9.0%；11 月以来截至 2023 年 2 月初，该指数反弹 8.8%，抹去了 2022 年 4 月以来的跌幅。

图表28 2022 年新兴市场资本流入大幅放缓



资料来源: IIF, 平安证券研究所

图表29 2022 年新兴市场汇率指数下跌，近两个月反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

新兴市场经济基本面更优于发达市场，可强化对资金的虹吸能力。经济方面，根据 IMF 1 月最新预测，主要受发达经济体
拖累 2023 年全球 GDP 增速将从 3.4% 下降至 2.9%，但新兴市场 GDP 增长反而有望上升 0.1 个百分点至 4.0%。据此，
2023 年新兴与发达市场的经济增速差（2.8 个百分点）将成为 2013 年以来的最高水平。**通胀方面**，发达市场通胀率在货
币紧缩和需求放缓中或明显下行，而新兴市场通胀受经济基本面支撑而温和回升。据 IMF 数据，2023 年新兴和发达 CPI
通胀率之差（3.5 个百分点）明显高于 2021、2022 年，这或使新兴市场债券收益率保持相对吸引力。**出口方面**，2023 年
发达市场需求萎缩，或使新兴市场出口承压。但这一风险也不必过于担忧，因中国需求复苏有望对冲美欧需求下滑的影响，
且新兴市场内部的贸易活动也具有很强韧性。

图表30 2022-23年主要新兴市场地区经济数据比较

	2022年GDP 增速(%)	2023年GDP 增速(%)	2015-19年 GDP增速均 值(%)	2022年CPI 同比均值(%)	2022年制造 业PMI均值	2022年12 月制造业 PMI	2022年12 月出口累计 同比(%)
中国	3.0	5.2	6.7	2.0	49.1	47.0	7.0
墨西哥	3.1	1.7	2.0	7.9	49.6	51.3	15.1
越南	7.0	6.2	7.0	3.1	51.7	46.4	6.8
马来西亚	5.4	4.4	4.9	3.3	49.8	47.8	19.7
土耳其	5.0	3.0	4.2	72.0	48.2	48.1	16.9
泰国	2.8	3.7	3.4	6.1	52.3	52.5	13.4
巴西	3.1	1.2	-0.5	5.8	50.5	44.2	-0.4
印尼	5.3	5.0	5.0	4.2	51.6	50.9	17.8
印度	6.8	6.1	6.6	6.7	55.2	57.8	21.7
南非	2.6	1.2	0.9	7.0	53.1	50.4	14.8
俄罗斯	-2.2	0.3	1.0	13.8	50.4	53.0	12.8
阿根廷	4.0	2.0	-0.2	70.7			19.6
日本	1.4	1.8	0.9	2.5	52.1	48.9	4.4
德国	1.9	0.1	1.7	7.9	51.8	47.1	1.0
美国	2.0	1.4	2.4	8.0	53.4	46.2	1.2
欧元区	3.7	0.7	2.0	8.4	52.1	47.8	
新兴市场	3.9	4.0	3.4	6.0	51.0	49.9	13.2
全球	3.4	2.9	3.4		51.8	48.6	

资料来源: Wind, IMF(2023.1), 平安证券研究所。注: 2023年GDP增速为IMF预测; 新兴市场2022年CPI同比均值不包括土耳其与阿根廷。

新兴市场内部投资机会或有一定分化，中国香港、越南、印度等市场值得关注，资源出口型经济体有待观察。

- **中国香港：**2022年，恒生指数和恒生科技指数全年分别下跌15.5%和27.2%。展望2023年，在中国经济复苏、美欧紧缩放缓、低基数与资本回流势能等多重利好下，港股表现有望迎来反转。风格方面，我们建议“先价值、后成长”：2023上半年，中国经济复苏利好价值板块，而成长板块有待观察。2023年以来截至2月10日，恒生指数和恒生科技指数分别累积上涨7.1%和5.1%。港股成长股的风险主要来源于海外流动性仍然偏紧，尤其考虑到中国经济重启对海外经济和通胀具有正向影响，美联储政策难以转松；下半年，中国经济复苏高度有待观察，而海外经济衰退和货币政策转向概率上升，流动性放松与风险偏好回升或更利好成长板块反弹。
- **越南：**国内监管放松为股市和房市带来反弹机会。2022年，越南VN30指数全年下跌逾30%，成为全球表现最差的股市之一；房地产成交量下降了大约50%。原因在于，越南股票和房地产市场受到海外紧缩与国内监管收紧的双重冲击。然而，越南政府于2022年四季度开始放松监管，房地产融资困境得到缓解，企业贷款利息得到减免，市场利空因素逐步转向。越南经济增长有望延续强劲，2022年GDP同比增长7.0%，IMF预测2023年越南GDP有望增长6.2%
- **印度：**强劲内需是经济增长与资产价格的主要支撑。2022年，印度孟买SENSEX30指数全年“逆势”上涨4.4%。股市上涨的背后是经济增长提供的支撑，2022年印度GDP同比增长6.8%。印度经济的最大拉动源于内需，截至2022年第3季度，印度私人消费累计同比增长11.5%，大幅超过2017-19年的6-8%左右水平。此外，政府减税（2022年9月宣布企业税由25%下调至15%）、制造业订单高增（2022Q1-3新订单金额同比增长25-40%）等也提振了市场信心。展望2023年，IMF预测2023年印度GDP增长6.1%，虽然外需可能下滑，但国内消费仍将保持韧性。我们认为，2023年印度股票市场存在结构性投资机会，国内消费、旅游、酒店和银行等行业有望表现良好，而制药和IT等行业可能受外需萎缩的影响而有待观察。

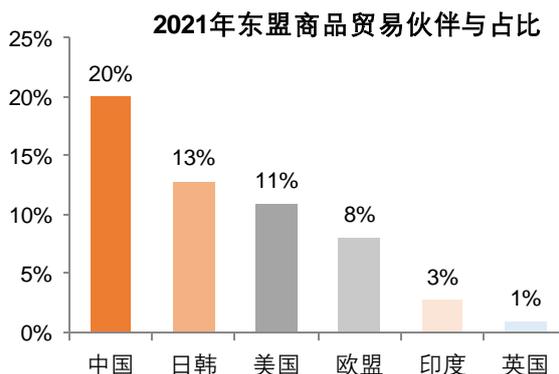
■ **巴西、印尼等：资源出口国的出口高景气有待观察。**2022 年，全球能源等原材料价格上涨，巴西、印尼等资源出口国从中受益。2022 年，巴西与印尼贸易顺差分别增至 623 亿美元、545 亿美元，均为历史最高水平。2022 年，印尼综合指数、巴西 IBOVESPA 指数全年涨幅分别达 4.1%、4.7%。巴西雷亚尔兑美元汇率也在非美货币普贬中实现强势上涨，2022 全年升值 5.5%。然而，2023 年，俄乌冲突影响或将减弱、大宗商品周期落幕、美欧进口需求减少等，或令巴西、印尼等地区的出口承压。截至 2022 年末，多数新兴市场出口增速较年中高点已经明显回落。不过，中国等亚太经济复苏有望对冲美欧需求下滑。2021 年东盟与中国的贸易占比高达 20%，超过美国、欧盟和英国之和（19.8%）。

图表31 2022 下半年多数新兴市场出口增速下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表32 东盟与亚太地区的贸易体量大于美欧



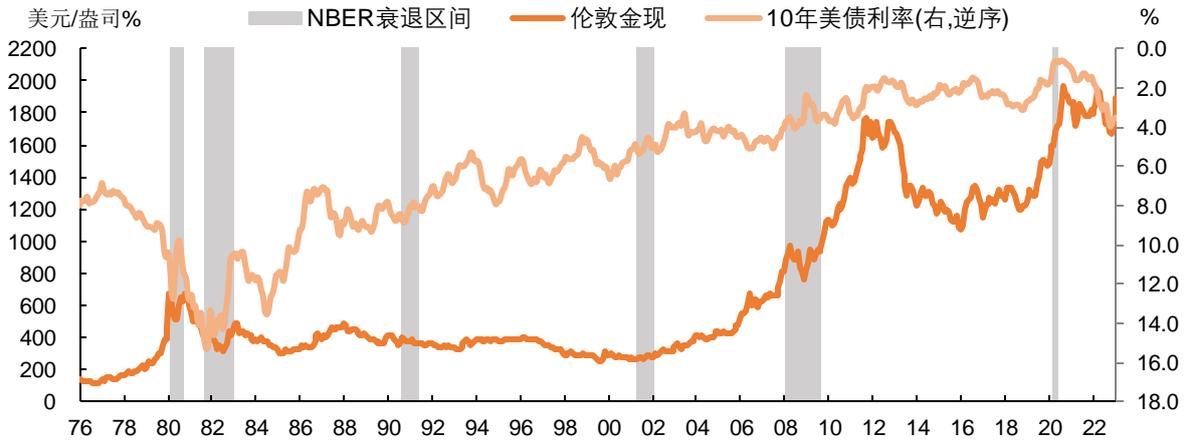
资料来源：ASEANstats, 平安证券研究所

六问：美债和黄金怎么选？

美债和黄金在美国衰退时期均有配置价值，但在衰退期间的走势和逻辑有区别。全年来看，美债走强较为确定，预计 10 年美债收益率在上半年于 3.5% 附近高位震荡，下半年有望回落至 3% 左右。相较之下，黄金走势面临更大不确定性，比美债波动风险更高，尤其需警惕年初金价“起点过高”，因而我们对当前节点的黄金配置价值更偏谨慎。

美债和黄金在衰退时期均有配置价值，但二者走势有别。由于 1978 年《牙买加协定》生效后黄金价格才真正实现市场化，我们观察 1978 年以后的 6 轮 NBER 定义的美国衰退期，可以发现美债和黄金整体都保持强势：比较衰退末期较初期的月均价格，10 年美债利率平均下跌 132BP，黄金价格平均上涨 1.3%。不过，对于典型的衰退周期，美债和黄金走势往往有所分化：黄金“先抑后扬”，美债“先扬后抑”。逻辑在于：衰退前期，货币政策转松，利好美债，市场风险偏好也较高，利空黄金；衰退中期，货币政策已经转松，对美债的刺激减弱，市场避险需求升温，利好黄金；衰退后期（复苏将至），货币政策预期转紧，利空美债，市场风险偏好回升，黄金也面临拐点。

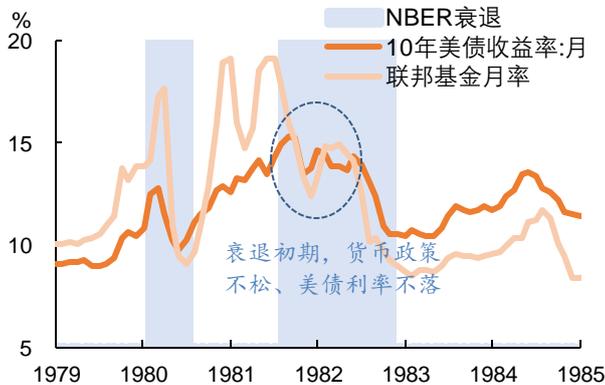
图表33 1978年以后的6轮美国衰退前后，美债和黄金价格整体上都保持强势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

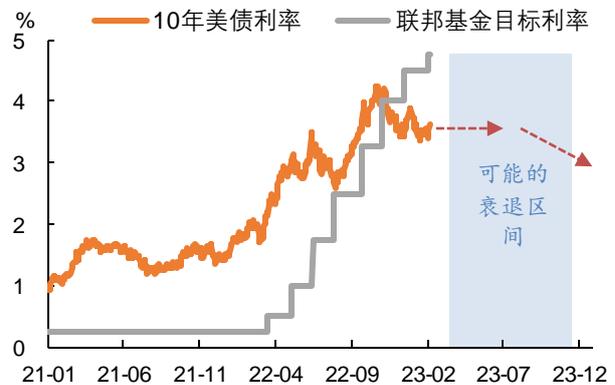
2023年美债走强较为确定，预计10年美债收益率在上半年于3.5%附近高位震荡，下半年有望回落至3%左右。1970-80年代经验显示，如果美联储在衰退时也坚持紧缩，那么衰退初期10年美债利率未必很快回落。1981-82年美国的经济衰退初期，美国CPI通胀率已由高点明显回落，但与2%的目标仍有很大距离，因此货币政策并未放松，10年美债利率保持高位。直到1982年下半年，美国CPI通胀率回落至5%以下、经济衰退程度较深时，美联储开始大幅降息，美债牛市才真正开启。且注意到，当时政策利率下降的起点领先于10年美债利率、下降幅度也更深。这或意味着，待货币政策明确开始放松后，10年美债利率才能明显下降。我们预计，2023上半年，美联储政策取向偏紧，10年美债利率不具备大幅下跌的基础；直到三季度末至四季度初，随着美国经济触底，美联储开始讨论政策转向和降息，美债才有望走强。

图表34 1980年代美债利率主要跟随政策利率波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 预计2023年10年美债利率先震荡、后下行

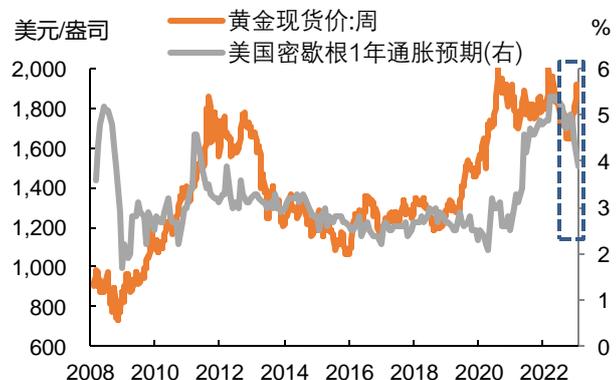


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2023年黄金走势面临更大不确定性，警惕年初金价“起点过高”。2022年12月至2023年1月末，美联储转向预期较快升温，使美债实际利率回落、美元指数回落，刺激金价上行。2023年2月1日金价收于1950美元/桶、创2022年4月以来新高。但强劲的1月美国非农数据立即“纠正”货币政策预期，金价在2月2-3日累计跳水4.4%，至1865美元/盎司。我们认为，年初金价上涨有过快之嫌。2023上半年，金价理应处于“通胀缓和+紧缩不弱”的承压期。正如1980年代，金价在通胀回落、且美联储维持紧缩的时期承压一样。一方面，站在当前节点，若美国通胀不发生明显恶化，预计市场的通胀预期不再冲高，黄金“抗通胀”的价值将弱化；另一方面，目前美国经济呈现一定韧性，美联储政策偏紧（小幅加息+缩表），美债实际利率难再大幅下行，况且目前金价已经明显高于与美债实际利率的历史相关性。此外，若美元指数阶段性

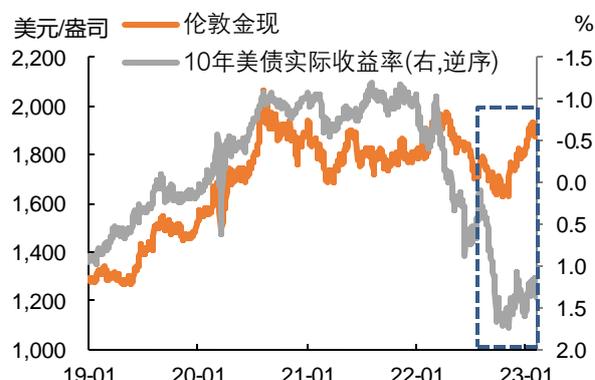
企稳反弹（详见“八问”），金价则更可能回调。我们预计在 2023 年四季度左右，待美国经济衰退兑现、通胀压力明显缓和，继而美联储具备宽松条件之时，金价有望同时受到实际利率和美元指数回落的双重利好。类似 1982 年下半年，美国 CPI 通胀率回落至 4% 以下、美联储持续降息，金价迎来一轮明显反弹。

图表36 近半年金价尚未反映美国通胀预期降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 近半年金价明显高于与实际利率的历史相关性



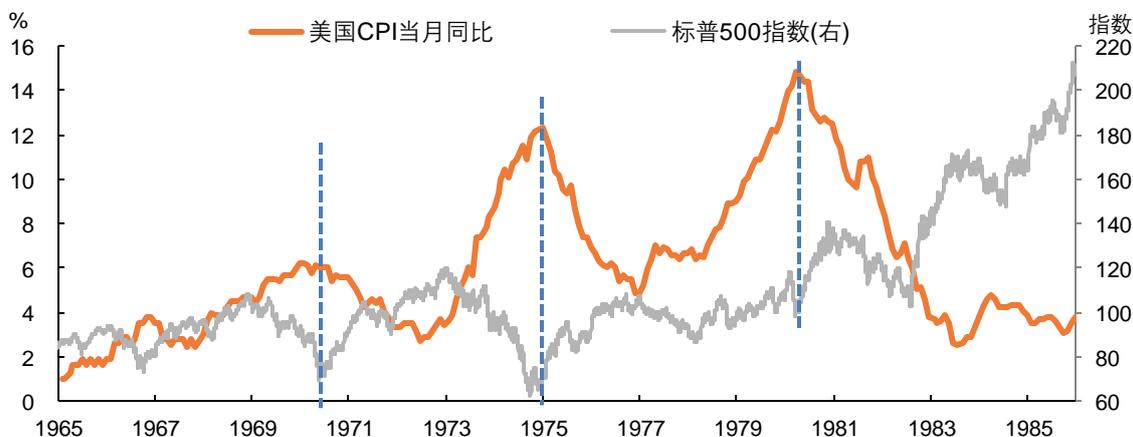
资料来源: Wind, 平安证券研究所

七问：美股何时反弹？

全年来看，通胀回落和货币政策转向，将为美股反弹创造条件。1970-80 年代经验显示，在美联储“制造”的衰退中，美股反弹力度较强，只不过反弹节点或出现在衰退中后期。对应当下，本轮美股反弹节点更可能在 2023 年下半年，年初美股“金发女孩”行情或有些“抢跑”。

通胀回落为美股反弹点燃希望。1970-80 年代，高通胀是美国经济与市场的主要矛盾，通胀形势直接关系到经济前景与货币政策选择。彼时，美股走势由通胀主导，每当通胀率调头向下，美股便立即反弹。类似地，2022 年美国通胀走势与美股表现也有较强相关性：2022 年上半年，随着美国 CPI 通胀率不断上升，美股迎来一轮深度调整；6 月中旬至 8 月中旬，大宗商品价格与通胀预期降温，美股阶段性反弹；8 月下旬至 10 月上旬，随着高通胀的持续性超出预期，美联储政策取向更加强硬，美股上演了新一轮“紧缩恐慌”；10 月下旬以来截至 2023 年 2 月初，美国总体通胀率持续回落，且连续两个月通胀数据好于预期，美股整体呈现明显反弹。展望 2023 年全年，美国通胀有望进一步回落，为美股反弹创造条件。

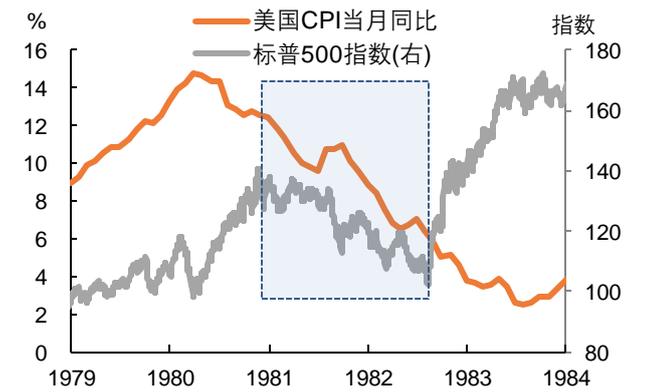
图表38 1970-80 年代美国通胀三次见顶，美股均立即反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

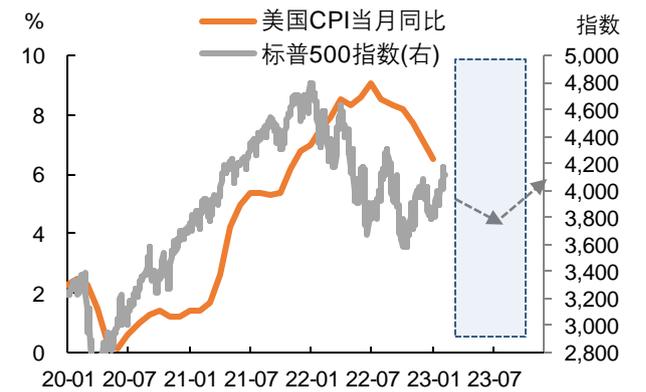
美股反弹节点或出现在衰退中后期，本轮反弹节点或在 2023 年下半年。1970-80 年代美国共出现四轮 NBER 定义的经济衰退，可分为两次“软着陆”（1970 年和 1980 年）和两次“硬着陆”（1973-75 年和 1981-82 年）。在四轮衰退的初期，美股均承压，但衰退接近结束时，由于货币政策预期趋松、通胀压力开始缓和，美股往往率先迎来反弹。换言之，“政策底”领先于“市场底”，“市场底”又领先于“经济底”。从数据上看，标普 500 指数的底部均出现在衰退时期内。如“一问”所述，我们预计 2023 年美国衰退或将逐渐兑现，类似 1981-82 年沃尔克抗击通胀并“制造”衰退的时期，上半年美股仍将承压；下半年以后，随着美国衰退步入中后期，美股有望开启反弹。

图表 39 1981-82 年即使通胀回落，美股仍承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

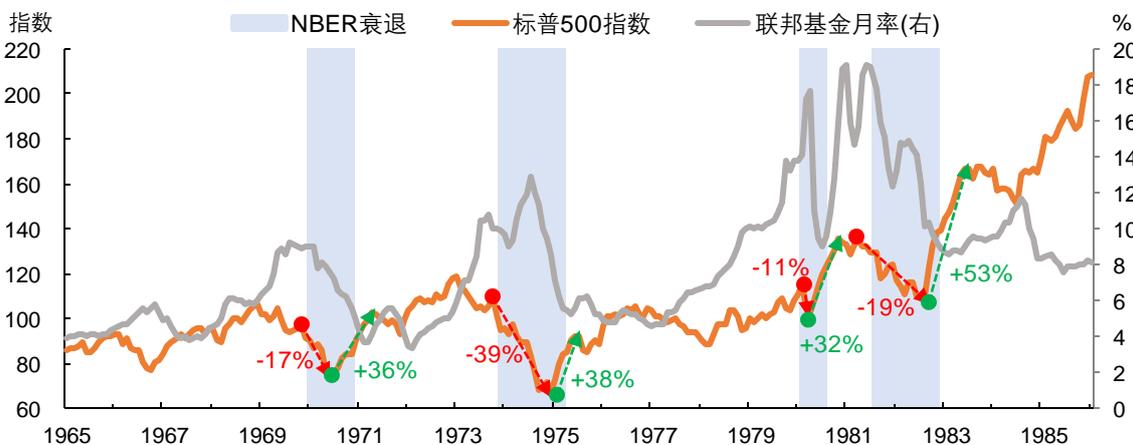
图表 40 2023 年下半年美股有望再迎反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美股在美联储“制造”的衰退后反弹更为强劲。1970-80 年代，美股调整幅度不完全取决于美国经济衰退程度。对比 1973-75 年和 1981-82 年，都是“硬着陆”，但后者美股下跌幅度更小、反弹幅度更大。两段时期最大区别在于，后者美联储紧缩力度更强，在“制造”衰退中可能发挥了更重要作用。市场对于当时沃尔克执政的美联储更有信心，继而令复苏预期更强、风险偏好更高。此外，1980 年后，“里根经济学”登上历史舞台，美国生产率增长快速提升。因而，美股受到通胀可控后的政策利率下降、以及上市公司盈利增长的“双轮驱动”，反弹更为强劲。展望 2023 年，若美联储顺利帮助通胀回落，美股调整幅度或许不会太深。不过，在当前就业等经济数据强劲、美联储紧缩空间有限的背景下，美国通胀反复的风险有所上升，这可能延长市场震荡的时间、限制美股反弹的力度。

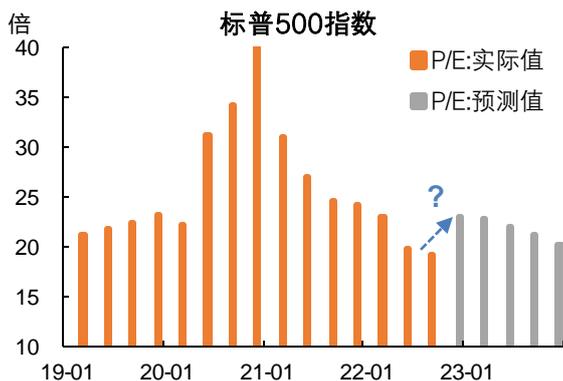
图表 41 1980 年代美联储“制造”的衰退中，美股跌得少、反弹多



资料来源: Wind, 平安证券研究所

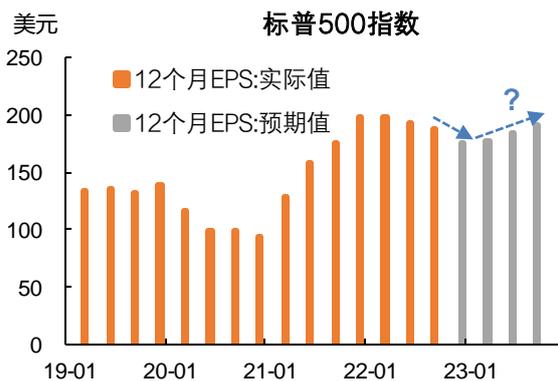
2023年初美股“金发女孩”行情或有些“抢跑”。“金发女孩”经济（Goldilocks Economy）对应的是“高增长、低通胀、低利率”的特殊组合，对应着美股盈利（高增长）和估值（低利率）同步修复。2022年12月以来截至2023年2月初，美国经济“软着陆”和美联储转向预期同时强化，创造了美股的金发女孩行情。展望未来一段时间，美国经济和政策或存在两种偏离：一是，美国经济下滑速度快于预期，形成“衰退恐慌”，美股企业盈利进一步下调；二是，若美国经济韧性过强，通胀便存在反复风险，不排除美联储紧缩加码，继而无风险利率上行打压美股估值，且盈利预期也可能同步下调（因美联储紧缩加大衰退风险），最终使美股承压。

图表42 目前市场预期2023年美股估值明显修复



资料来源：标普全球(2023.1),平安证券研究所

图表43 目前市场预期美股“盈利底”在2023Q1



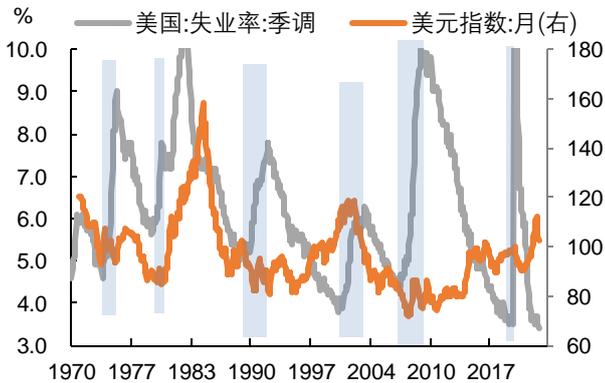
资料来源：标普全球(2023.1),平安证券研究所

八问：美元下跌多少？

全年来看，美国经济衰退、美联储转向，或驱动美元走弱。但全球经济金融风险犹存，避险需求或将限制美元跌幅。欧元和日元底色是美元汇率的另一面。我们认为，欧元汇率具有较大不确定性，年初乐观预期可能过满；日元汇率反弹空间亦可能受限，后期反弹需待美欧衰退兑现。综合判断，2023年美元指数波动中枢有望下移至100左右。

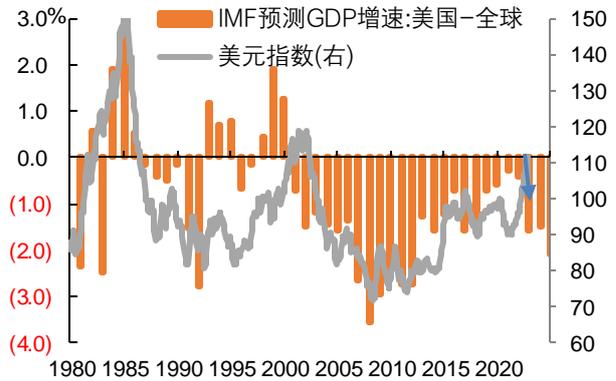
2023年美元走弱具有逻辑支撑。2022年，美元指数大幅走高的背景，并非是美国经济多么强劲，而更多是地缘冲突、能源危机、金融市场波动等，不断激发市场避险情绪，助推美元强劲升值。2023年，随着全球货币紧缩放缓、以中国为代表的亚太经济复苏等，全球避险情绪有望缓和，对美元汇率的支撑可能减弱。从美国经济周期看，1970年以来的六轮失业率反弹时期，美元指数基本都下行或震荡、鲜有上升。从经济相对表现看，2023年美国经济增长可能再度明显落后于全球平均水平，美元资产的相对吸引力减弱。从货币政策看，虽然美联储加息进程领先，但欧央行加息周期或持续更久、加息终点变数更大，日本央行也可能尝试货币政策框架的调整，非美货币有望阶段性上演“反击战”。2022年12月至2023年1月，美元指数已回落3.7%，同期欧元、日元兑美元分别涨4.4%、6.1%。

图表44 美元指数与美国经济周期相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

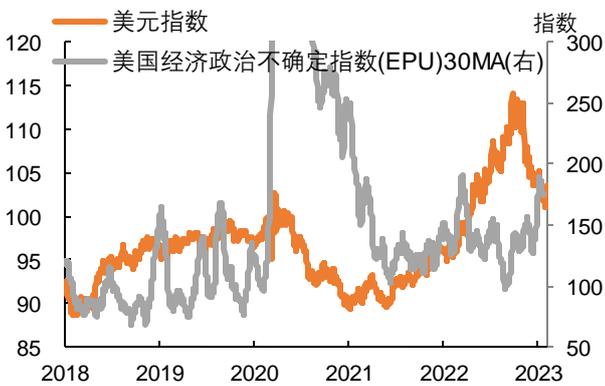
图表45 美元指数受美国与全球经济的相对表现影响



资料来源: Wind, 平安证券研究所

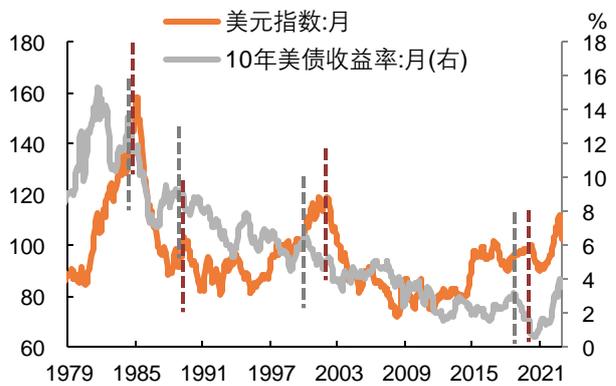
但全球经济金融风险犹存，避险需求或将限制美元跌幅。1980年代“强美元”的逻辑对当前具有一定参考意义。尤其1983-84年，美国经济告别高通胀，步入强劲复苏，美联储政策利率和美债利率仍维持着相对高位。这一时期美元汇率仍在走强：一方面，市场对沃尔克执掌的美联储的信心提升；另一方面，前期美联储紧缩对非美经济的外溢效应显现（1982-85年拉美深陷债务危机），使美元资产具备吸引力。类似地，当前美国经济、金融和政治地位相对非美地区仍有优势，美联储紧缩底气理应强于其他发达经济体。往后看，即便美国经济衰退兑现，非美经济金融风险也未必消除（如欧洲经济衰退、欧债和日债波动、地缘政治博弈升温等）。此外，如果美联储能够成功遏制通胀，市场对美元资产的信任或将增强，可能成为支撑美元的又一因素。因此，2023年美元指数波动中枢仍有望高于新冠疫情前水平。我们预计，2023年美元指数波动中枢有望下移至100左右；节奏上，美元指数明显下行或略晚于10年美债利率。

图表46 美国经济政治不确定性仍高，或支撑美元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表47 美元指数通常略晚于10年美债利率见顶



资料来源: Wind, 平安证券研究所

欧元具有较大不确定性，年初乐观预期可能过满。2022年11月以来，欧洲幸运地避免了“能源危机”，通胀有所缓和；美国衰退预期发酵、美联储紧缩预期放缓，令美债利率回落，欧债利率同步回落。这使得2023年初市场对欧洲经济变得更加乐观。但我们认为，欧元区经济韧性未必强于美国，“软着陆”同样是困难的：当前，欧元区核心通胀仍然顽固，欧央行虽加息较晚，但未来仍会至少加息至“限制性水平”，使欧元区经济面临考验；此外，如“三问”所述，能源危机和主权债务两大风险并未真正解除。一旦国际能源价格反弹，又或者美联储紧缩超预期，都可能使上述两大风险重回公众视野，届时欧元仍会承压。

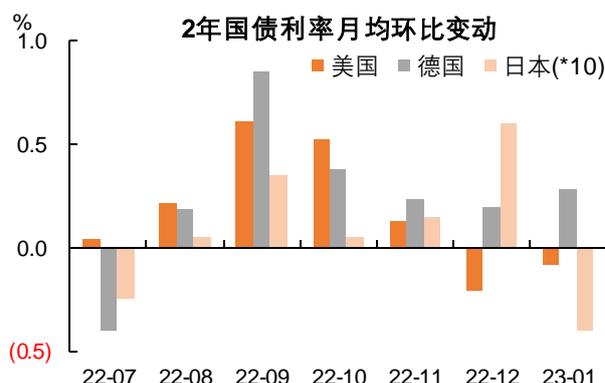
日元反弹空间可能受限，后期反弹需待美欧衰退兑现。日元本身在美欧衰退周期中有望表现强劲。历史上，美国制造业 PMI 下行期往往伴随日元汇率走强，说明日元“避险属性”在美欧衰退背景下有望回归。但如“四问”所述，2023 年日本货币政策存在调整风险，这对日元汇率而言是把“双刃剑”：一方面，货币政策调整为更紧缩取向后，支撑日元；但另一方面，若货币政策变化过大，日债抛售，日元承压。此外，日本经济的韧性建立在宽松货币政策之上。一旦 YCC 上限进一步上调，日债利率上升，日本财政支出能力或将进一步受限，从而威胁经济增长前景。

图表48 2022年11月以来美元兑欧元、日元走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 2022年11-12月美债利率“跑输”欧日



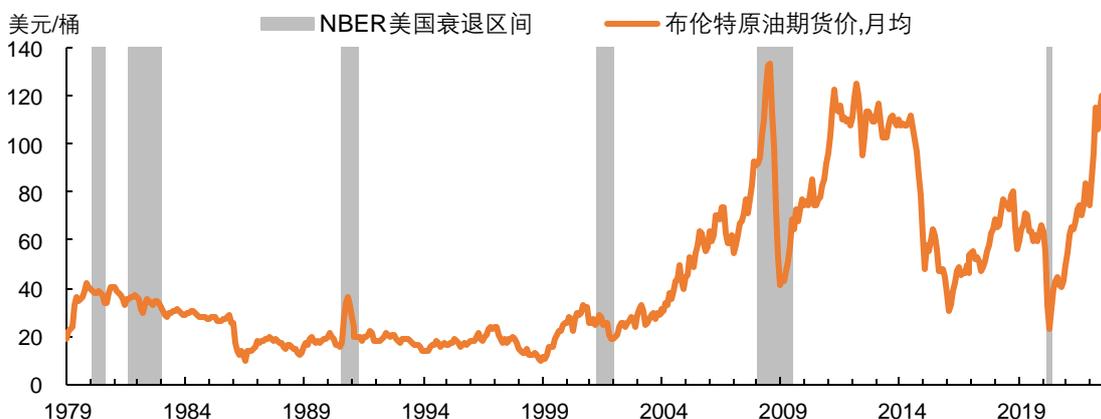
资料来源: Wind, 平安证券研究所

九问：原油弱还是强？

需求方面，美欧经济衰退风险是 2023 年原油市场的主要下行压力，但中国等亚太经济复苏或能较大程度上抵消需求下滑；供给方面，欧佩克等生产决策更加灵活，意味着油价单边下滑的可能性不高；全球能源转型尚未告捷，传统能源“稀缺”逻辑或成多头的“兴奋剂”。我们对 2023 年原油价格持中性判断，油价波动中枢或在 80-85 美元/桶。

先看需求，美欧经济衰退风险是 2023 年原油市场最主要的下行压力。1980 年代以来，在六轮 NBER 定义的美国衰退期间，国际油价基本都会受到压制、甚至大幅跳水；衰退后期或衰退结束后，油价才开始反弹。根据 OPEC 2023 年 1 月的月度报告，2023 年世界原油需求相比 2022 年将增长 220 万桶/天，低于 2022 年增速的 250 万桶/天，美欧原油需求增速下降是主要拖累。此外，随着俄乌冲突对油价的影响趋弱（俄乌冲突陷入僵持、相关制裁行动增量空间有限），加上欧洲能源问题似乎也较预期更为乐观，截至 2022 年底国际油价已基本已回落到 2022 年初水平。

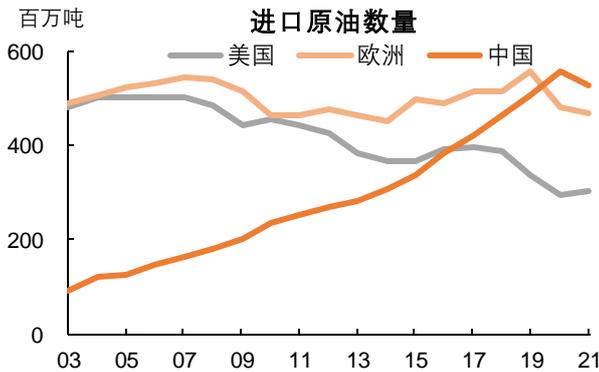
图表50 国际油价通常在美国衰退期间承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

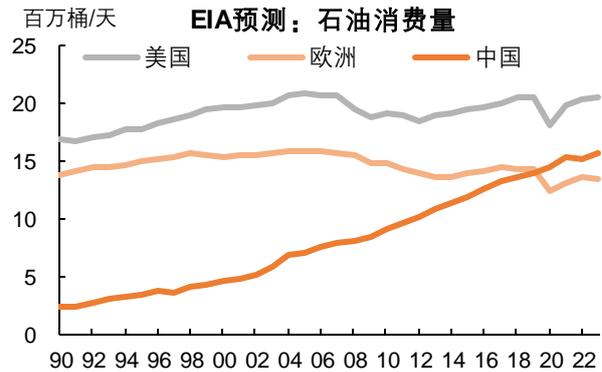
不过，中国等亚太经济复苏或能较大程度上抵消美欧需求下滑。即便美欧经济能否“软着陆”存疑，但 2023 年中国经济强势复苏是较为确定的。自 2020 年起，中国石油消费量超过欧洲、仅次于美国；中国原油进口量则同时超过美欧，成为世界第一大原油进口国，2021 年中国原油进口数量约为美欧之和的七成。因此，若中国经济保持平稳复苏劲头，其带来的需求增量能够有效对冲美欧需求的下滑。据 EIA 2023 年 2 月报告，2023 年全球液体燃料需求将增长 110 万桶/日，即使美国 and 欧洲的需求几乎没有增长，但中国需求增加贡献 70 万桶/日，成为全球石油需求的最大贡献者。

图表51 自 2020 年，中国原油进口量超过美欧



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表52 EIA 预测 2023 年中国石油消费量将有所回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

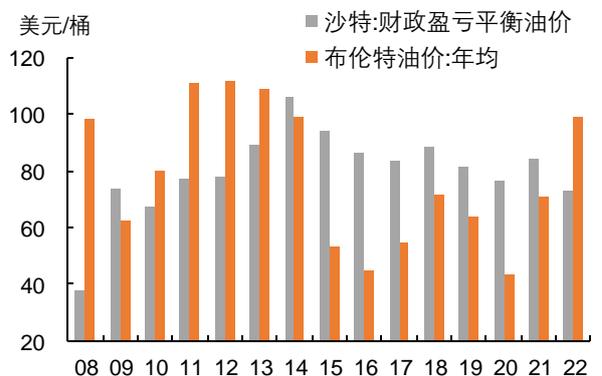
再看供给，欧佩克等生产决策更加灵活，意味着油价单边下滑的可能性不高。2022 年以来，尽管俄乌冲突爆发整体提振了油价，但下半年以后，欧佩克等产油组织保持对需求下滑和油价下跌的谨慎态度，倾向于更频繁地调整产量决策（预期）以干预市场、“制造稀缺”，生怕 2014 年和 2020 年油价暴跌的情况再度上演。2014-2021 年，布伦特均价持续低于沙特财政盈亏平衡油价，2022 年油价阶段性走高，或不足以令沙特“刚好伤疤就忘了痛”。当前，欧佩克闲置产能仍相对充足，增强了其在产量决策上的主动性，在必要时候会主动控制产能。2022 年 10 月 OPEC+ 产量会议决定，在 2022 年 11 月至 2023 年 12 月期间减产 200 万桶/天，这是 OPEC+ 自 2020 年新冠疫情开始时同意大幅减产以来的最大力度减产。俄罗斯 2 月 10 日宣布将于 3 月开始减产 50 万桶/日，欧佩克同时表示不打算采取任何行动弥补俄罗斯的减产，短期助推油价反弹。未来，无论是出于政治或是利润考虑，若 2023 年油价下跌超预期，各产油组织仍有可能进一步减产维持油价。

图表53 相对充足的闲置产能增加欧佩克决策主动性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表54 2022 年布伦特均价超过沙特财政盈亏平衡油价

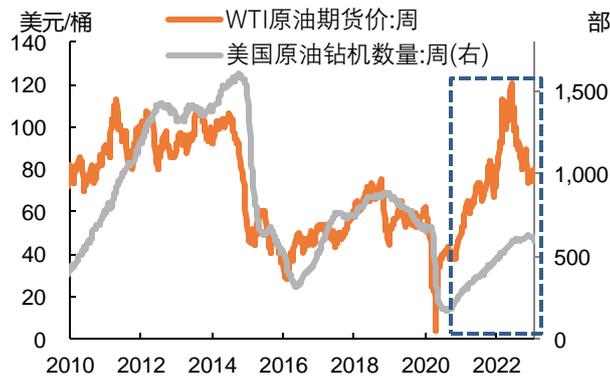


资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

全球能源转型尚未告捷，传统能源“稀缺”逻辑或成多头的“兴奋剂”。第一，2021 年以来，美国原油钻机数持续低于与

油价的历史相关性。这反映出油企考虑到公司前期亏损与债务压力、能源转型政策的风险等，在增产方面持续谨慎。目前，美国原油钻机总数尚未完全恢复至 2019 年底水平，且 2022 年 11 月下旬以来钻机数量已经触顶回落。第二，全球仍高度重视在气候变化与能源转型上的推进，2024 年美国大选前相关政治行动和政策宣示仍有可能加码，进而带来传统能源供给紧张的预期。第三，欧洲“能源危机”仍未完全解除，这可能成为原油市场的博弈点（详见“三问”）。欧洲天然气价格与国际油价走势高度相关，如若欧洲天然气供给不足、价格大涨，国际油价也将随之波动。

图表55 美国原油钻机数持续低于与油价的历史相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 欧洲天然气价格与国际油价走势高度相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们对 2023 年原油价格持中性判断，油价波动中枢或在 80-85 美元/桶。总结而言，全球经济放缓令油价承压，但中国经济复苏、供给端的弹性（欧佩克+限产提价）和扰动（俄乌冲突的不确定性）、以及中长期“稀缺”逻辑（全球能源转型未竟）都可能限制油价跌幅，甚至造成阶段性走强。参考 2010 年美国页岩油革命后，美油库存（非战略储备）水平与油价的相关性，当前库存水平对应的 WTI 油价大约为 60-65 美元/桶。不过，2021 年和 2022 年，实际油价水平平均高出 OLS 模型拟合值 10 和 25 美元/桶左右。展望 2023 年，假设美油库存水平维持稳定，考虑到俄乌冲突走向不明，以及市场供给担忧仍浓，预计实际油价水平仍会高出模型拟合值 15-20 美元/桶。综合来看，预计 2023 年布伦特和 WTI 原油波动中枢分别为 85 和 80 美元/桶左右。

图表57 2022 年俄乌冲突以来，美油价格持续高于其与库存水平的历史相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：

- 1、美国经济和通胀下行快于预期，衰退程度超预期；
- 2、美国经济和通胀韧性强于预期，美联储紧缩力度加强，市场波动风险上升；
- 3、欧洲能源形势好于预期，经济韧性强于预期；
- 4、日本货币政策超预期变化；
- 5、新兴市场经济超预期变化；
- 6、国际地缘政治风险上升等。

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 2023 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