

逆风将至： 2023 全球宏观展望

概要

2022年随着全球多数国家受到疫情的扰动逐渐减少，经济的活力开始释放，货币机制的传导开始通畅，这也引发了严重的高通胀。为了抵抗通胀的不断强化，多数国家在2022年初开启了加息的脚步，这一方面使得通胀同比拐点已经在多数国家出现，但其也为2023年的衰退埋下伏笔。

展望2023，尽管外生冲击的减弱让通胀同比的高峰已经过去，但供应链逆全球化、美国劳动力市场失衡、非利率紧缩政策实施有限都将使得2023年通胀的回落速度存在不及预期的可能，从而引发加息终点和持续时长的波动，并带来金融市场的波动。。

衰退风险方面，虽然2022年地缘冲突的发生让部分国家和地区经历了动荡，但在过去两年经济刺激的余荫下，全球经济增长依然清晰。随着时间的继续推进，高利率的宏观环境和自然经济周期金融的进展都预示着变化的发生，新兴市场和欧洲可能成为衰退的主要发生地，而全球市场中心的美国将紧随其后，全球经济在2023年将陷入逆风当中。

汇率专题报告

作者姓名：刘超

电话：023-86769757

期货投资咨询从业证书号：Z0012924

研究助理：朱冠华

期货从业证书号：F03087809

发布日期：2022 年 12 月 20 日

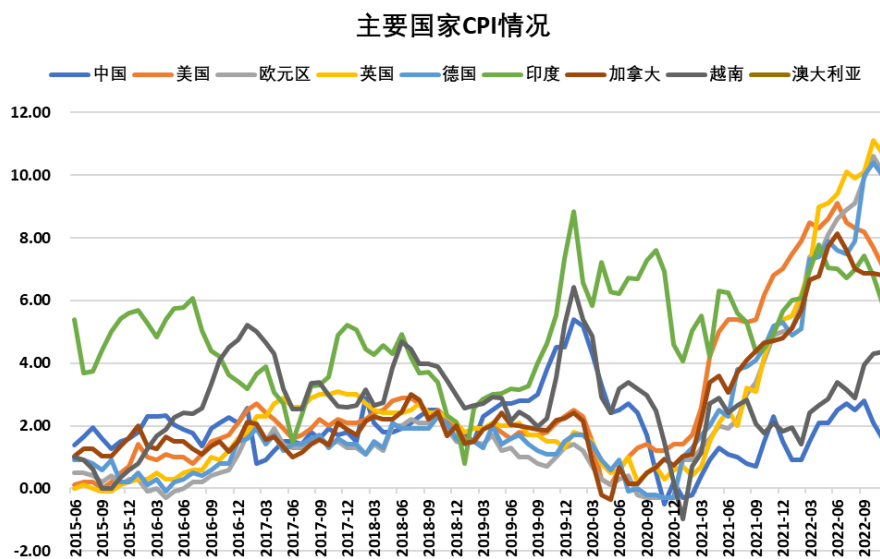
报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日上午 10 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

回顾 2022：通胀下的加息之路

2022年全球宏观的引线，是打破了过去30年低通胀历史的全球性高通胀。

图 1：主要国家 CPI 情况



来源：WIND，中信建投期货

追溯通胀的来源，俄乌冲突所带来的能源和粮食价格暴涨让全球CPI迎来同步抬升，这也成为了市场开始讨论历史性高通胀问题的起点。但将通胀问题完全归咎于此却并不合适。观察年初和年末的美国通胀可以发现，在地缘冲突爆发之前，美国2月份CPI已经来到了7.9%的高位水平，这与冲突爆发后最高9.1%的水平已经相去不远；而在时间来到年底之后，能源和粮食对通胀的合并贡献已经转负，与俄乌冲突关系有限的核心服务分项却继续上扬。

真正隐藏在高通胀背后的是货币的超发。自2020年新冠疫情开始，欧美国家开启了大规模的量化宽松与财政投放。由于疫情不仅直接破坏了私人部门的生产与消费，其所带来的私人部门预期的下降也会使得居民和企业背负更多债务的意愿下降，信贷需求因此难有起色且信贷投放货币效果大大下降。鉴于这种情况，欧美国家在维持量化宽松的同时也采取了大规模的财政货币投放，即通过财政采购、补贴、直接发钱等方式投放基础货币，完成货币供给端的扩张，以应对疫情导致的流动性偏好上升和资产抛售等问题。财政货币的投放有效对冲了疫情期间的经济下行，美国、欧元区与英国的M2/GDP数据从疫情前的平均104%最高上升到了132%，目前

仍在120%以上。

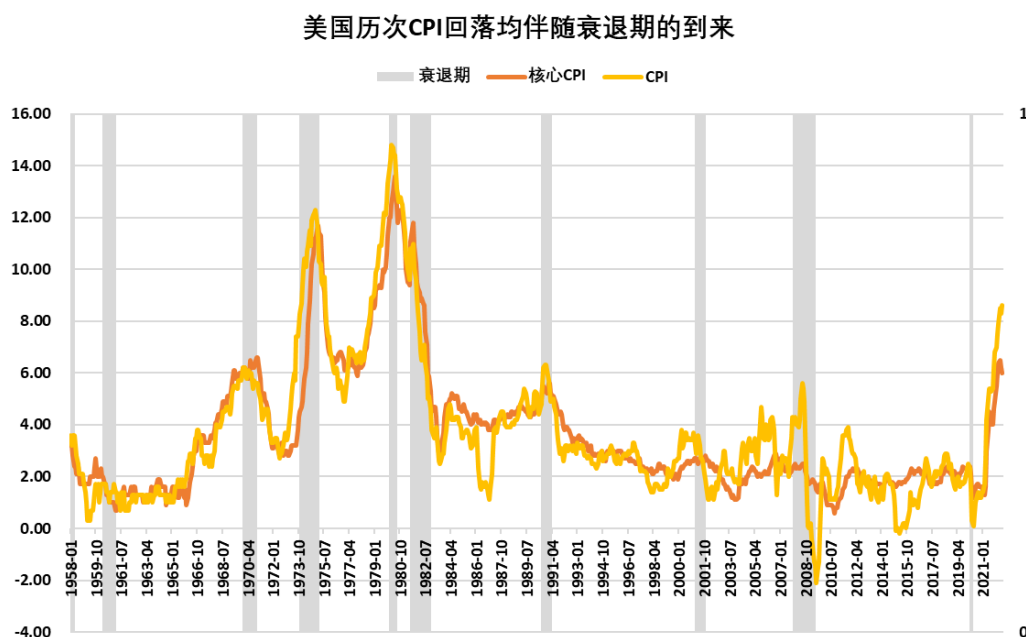
但随着时间进展到2022年，货币宽松副作用开始浮现。从2021年开始，欧美主要国家放松了对疫情的管控，至2022年初均公布了疫情全面放松的措施。疫情防控的逐步放开释放了相关国家被压制已久的经济活力，尤其是在疫情期间私人部门资产负债表因财政大量补贴迎来明显改善的背景下，居民和企业的消费投资需求均十分旺盛。在此情形下，前期被疫情防控所抑制的私人部门信贷需求也开始爆发，商业银行信贷规模自2021年三季度开始出现加速上升的局面。货币信贷投放路径的畅通也意味着货币扩张的效果逐渐加强，这一方面使得欧美经济在俄乌冲突爆发前呈现繁荣向好的局面，另一方面则造成了自2021年底开始的通胀加速问题。

为应对高通胀对经济的破坏，全球主要国家和地区纷纷在2022年开始了大幅加息之路。

美国自2022年3月议息会议宣布加息25bp，正式开启了加息的脚步。在此之前，英国于2021年12月便开始第一次加息，至2022年3月已经完成了三次加息，而受俄乌冲突影响最严重的欧元区直到2022年7月才进行了第一次加息。但在后续的加息进程上，美联储的脚步一骑绝尘，其至2022年底已经将联邦基金利率提高至4.25-4.5%，全年加息幅度超过了400bp。与之相对，英国虽然加息开启时间早，期间基准利率一度超过美国，但经济下行制约下至年底也仅加息至3.5%，而经济受冲击更严重的欧元区仅将基准利率提升至2.5%。放眼亚洲市场，日本在收益率曲线控制的政策方针下维持了基准利率的不变，而受通胀影响更严重的韩国已经将基准利率提高至了3.25%。

全球大幅加息让衰退风险不断聚集。随着各国纷纷提升利率水平，经济受到抑制的风险也不断增加。理论上，当市场利率抬升之后，私人部门的投资与消费需求均会下降，无论是企业的经营转向收缩还是个人因房贷利率攀升减少购房，都会让经济面临下行压力。从实践中看，追溯1958年以来的美国通胀历史，每当CPI同比从高于5%的水平回落，其总会伴随一次衰退的到来。由于本次主要发达国家通胀均超过了7%，抗击通胀所伴随的衰退风险也异常清晰。

图 2：美国 CPI 与衰退



来源：WIND，NBER，中信建投期货

总的来看，2022年随着全球多数国家受到疫情的扰动逐渐减少，经济的活力开始释放，货币机制的传导开始通畅，这也引发了严重的高通胀。为了抵抗通胀的不断强化，多数国家在2022年初开启了加息的脚步，这一方面使得通胀同比拐点已经在多数国家出现，但其也为2023年的衰退埋下伏笔。

展望 2023 之一：警惕通胀的顽固性

对于2023年全球宏观来说，第一个值得关注的是通胀的顽固性与之带来的加息预期摇摆。

时至2022年底，随着基准利率的不断提高，美联储的加息也进展到了最后时刻。目前市场交易预期的美联储将在2023年3月加息到最高4.75-5%的区间停止，而美联储成员在议息会议上给出的加息终点在5.1%左右，二者整体的比较一致。

图 3：市场交易的加息路径

美联储未来议息会议加息路径推测-20221229								
会议日期	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.9%	29.1%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.6%	58.7%	20.6%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	44.5%	34.8%	7.7%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	44.1%	35.0%	8.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	20.2%	42.0%	28.6%	6.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.0%	8.7%	27.4%	37.6%	21.2%	4.2%
2023/11/1	0.0%	0.4%	4.3%	16.8%	31.8%	30.5%	13.8%	2.4%
2023/12/13	0.3%	2.9%	12.4%	26.5%	30.9%	19.7%	6.4%	0.9%

来源：CME，中信建投期货

但是，目前市场对加息的预期都建立在通胀有序回落的基础上，即利率对需求的抑制发挥作用，通胀的环比上涨能够快速结束。然而，基于以下三个方面的原因，通胀问题的顽固性值得警惕。

1、供应链逆全球化

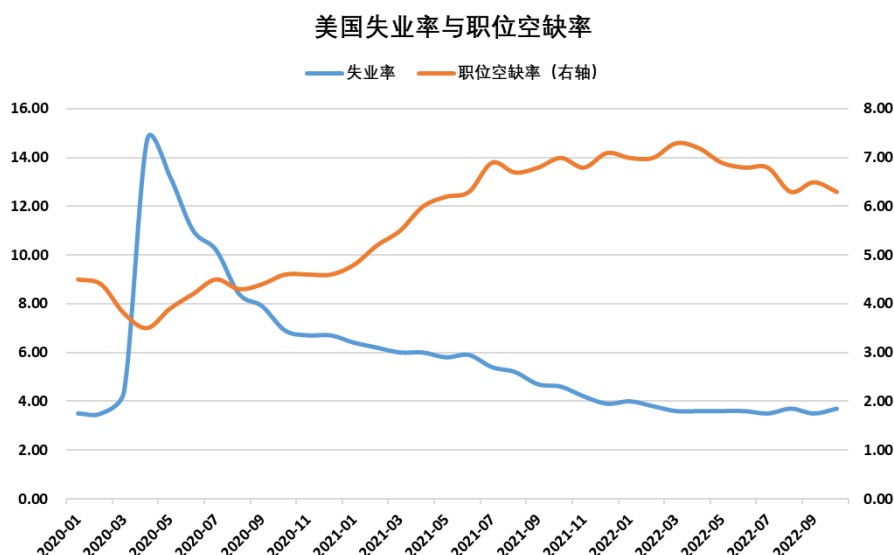
自1990年以来，全球步入了低通胀时代，其背后的本质在于经济全球化的不断加深使得各国能够发挥比较优势，最终实现商品生产成本的最低。但是，随着全球经济增长动能的趋弱，经济发展越发从“做蛋糕”向“分蛋糕”的局面转换。这导致的后果便是国际上的贸易保护与国际间的贸易冲突在过去的4年里频有发生，无论是中美贸易争端还是美欧贸易争端，乃至2022年8月美国以《通胀削减法案》为名实施的新一轮贸易保护，都意味着全球供应链合作正在不断破裂。2022年供应链逆全球化最具代表性的当属俄乌冲突之后的欧洲-俄罗斯之间的联盟解体，欧盟基于制裁俄罗斯的立场选择抛弃俄罗斯的能源供给，为此不但需要面对能源成本的大幅上涨，能源安全也受到了很大的挑战。展望2023年，可以预见的是俄乌冲突难以在短时间内得到解决，而全球经济的下行压力可能会让逆全球化的进程加速，由此带来的生产成本抬升和运输成本增加都将为通胀的持续提供助力。

2、劳动力市场严重失衡

观察美国CPI构成，核心服务分项自7月开始一直是通胀最大的贡献方。造成核心服务顽固的主要原因，一方面来源于美国房屋价格上涨后向租金项目进行传导，更重要的则是劳动力市场紧张局面下，人力成本快速上涨所带动的服务价格的全面上扬。实际上，即便是租金项目，其上涨的必要条件也是劳动力工资上涨之后租金

承担能力的增加，这也侧面体现了劳动力市场对于核心服务项目的影响。数据上看，美国失业率在2022年3月之后一直在3.5-3.7%之间徘徊，而3.5%的失业率是1969年以来的最低水平，这体现了劳动力市场非同寻常的紧张情况。

图 4：美国失业情况



来源：BLS，中信建投期货

进一步分析劳动力市场可以发现，美国劳动力需求虽然因为疫情影响在不同行业之间有所分化，但整体的增长趋势并未改变。数据上看，在过去的10年里，就业市场总岗位维持了快速的增长，非农岗位总数自2012年的1.37亿一路增长至2022年9月的1.63亿，职位总数增长了2660万。拆分来看，服务业是就业岗位增长最主要的来源，其中专业和商业服务、教育和保健两个行业的岗位增长均超过了500万人。服务业的兴旺发展也导致了疫情之后就业岗位需求的快速回暖，虽然截至2022年底非农岗位总需求并未达到近10年趋势增长的水平，但这也较疫情之前出现了400万的岗位增长。

相比之下，劳动力的供给在疫情期间却出现了增长停滞。劳动力供给的第一个减量来自大龄劳动力的提前退休，疫情期间恰逢美国50-60年代出生的婴儿潮一代步入或临近退休年龄，新冠疫情爆发导致的裁员叠加疫情期间资产价格飙升、对安全场所诉求增加导致的提前退休，共同促成了大约100万劳动力人口或主动或被动退出劳动力市场。劳动力供给的第二个减量来自长新冠问题，结合《柳叶刀》、明尼阿波斯联储、英国劳工联合会对于长新冠对劳动力影响的报告，可以推测大约有300-400万适龄人口因长新冠退出劳动力市场。因此，虽然2020-2022年非法移民为美国劳动力带来了400-500万人的增长，但提前退休与长新冠带来的劳动力退出使

得疫情期间劳动力总供给并未增长。

综合起来，供给端的增长停滞与需求端的继续增长正是当前劳动力市场出现了明显缺口的原因。展望2023年，400万级别的劳动力供需缺口难以短期通过供给增量去弥补，而在美国经济深度衰退之前，需求的减少也将比较有限，这都意味着劳动力供需失衡将继续使得美国通胀呈现一定的顽固性。

3、非利率紧缩政策实施有限

缩表计划执行的并不彻底。在本轮美联储紧缩周期中，与加息政策相配套的是美联储开启的缩表进程。按照计划，美联储将在今年6-8月每月缩表475亿美元，而9月开始将缩表力度增加至每月950亿美元。但截止11月底，美联储完成缩表3304亿美元，较原计划6-11月4275亿的缩表相差了近1000亿美元。缩表执行力度的不足受制于市场流动性的紧张，但也带来了紧缩力度不足的结果。

财政政策端仍有宽松。在货币端缩表进展不足的情况下，财政端更是出现了宽松的情况。2022年8月，美国总统拜登宣布减免学生贷款的新措施，对不同群体免除1万/2万美元的学生贷款。按照推测，此举能让4300万名学生贷款借款人，花费的资金将在4400亿至6000亿美元。从货币角度看，这一措施让市场增加数千亿美元购买力转向消费，增加了抗击通胀的难度。另一个政策的宽松则来源于财政部的购债，在美债发行不畅收益率上扬的背景下，财政部长耶伦表示计划将进行国债的回购，这也将为市场注入货币。

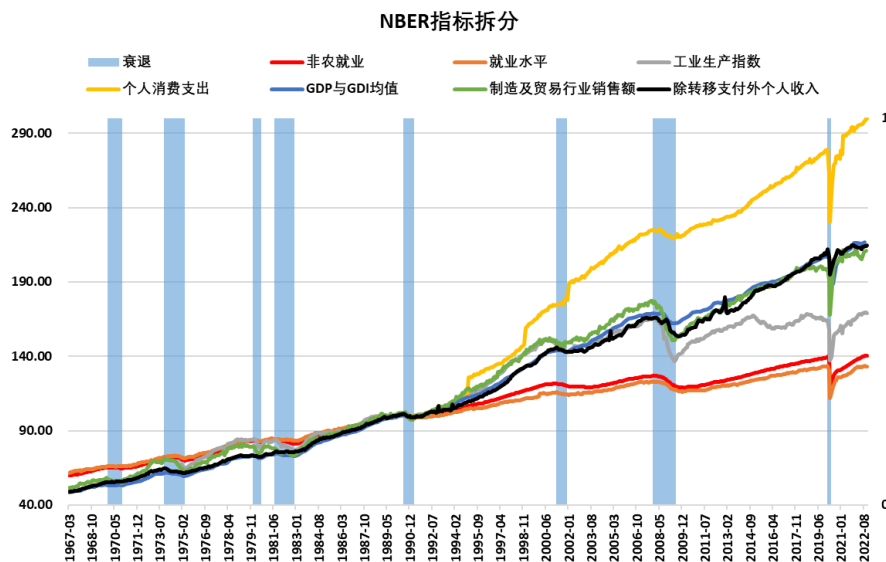
总的来看，尽管外生冲击的减弱让通胀同比的高峰已经过去，但供应链逆全球化、美国劳动力市场失衡、非利率紧缩政策实施有限都将使得2023年通胀的回落速度存在不及预期的可能，从而引发加息终点和持续时长的波动，并带来金融市场的波动。

展望 2023 之二：衰退终将到来

由于货币政策生效往往存在一定的时滞性，2022年利率不断提升对经济的负面效果并未体现出来。根据判定衰退的官方机构——美国经济分析局对衰退指标的拆解，用以判定衰退的指标可以分为收入、就业、支出、

生产、销售等6个方面。而截止2022年底，美国经济在这6方面全部表现良好，衰退的危机并未有所笼罩。

图 5：从 NBER 指标看美国经济



来源：WIND，NBER，中信建投期货

但是，随着时间推进到2023年，情况也将发生变化。对于工业生产来说，ISM制造业PMI已经经历了连续5个月的下滑，并于11月正式跌破荣枯线。前瞻性PMI的走弱预示着2023年工业生产将率先迎来回落，其也将带动收入、就业和销售等数据的下行。而对于消费支出而言，2023年的高利率环境也将加速消费降温。截止2022年12月中旬，美国30年期房贷利率已经升至6.3%，较年初上行超过300bp，居民的房贷压力大大增加，相应的美国新屋销售和开工数量也回落明显。随着联邦基金利率在2023年达到5%左右的高位，预计房贷利率将继续对地产投资形成拖累，并成为经济增长的一大拖累项。

对于美国经济陷入衰退的时间，由于当前经济的良好表现支撑，市场普遍预计衰退的发生时间要在二季度之后。不同的领先指标如国债收益率曲线、咨商局领先经济指标、OECD领先指标等预示的美国经济陷入衰退的时间节点也在二季度到三季度。而从经济周期的角度看，2022年4月美国经济陷入滞涨期，根据过去20年的经验看滞涨期平均持续11个月以上，这也意味着美国经济陷入衰退的时间节点要在二季度之后。

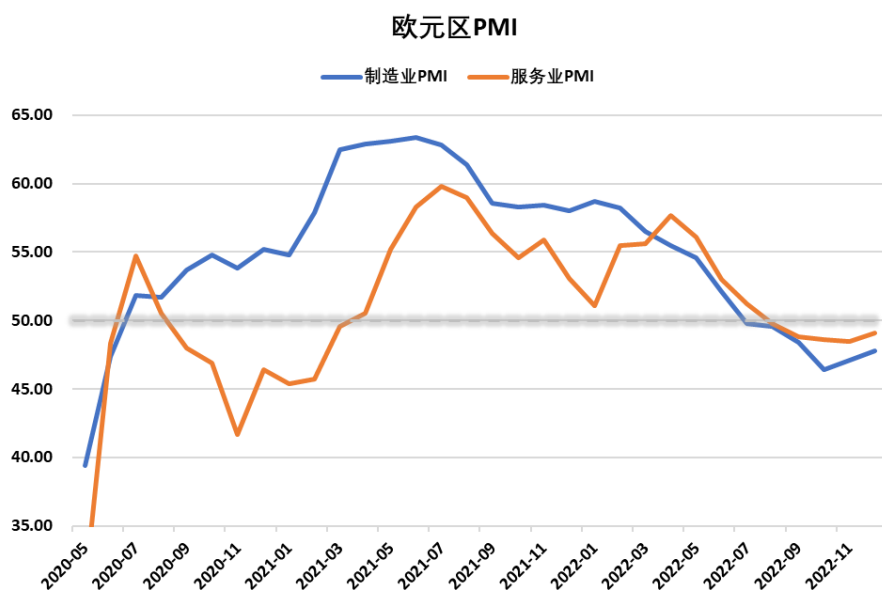
从全球市场的角度看，相较于美国的衰退，欧洲及新兴市场的衰退可能发生的更早，进展更加猛烈。

美联储的激进加息的带来了全球资本和货币流动性收紧，在通胀高企的背景下，大宗商品净进口国央行只

是在“紧跟加息-经济活动放缓-经济衰退”与“缓慢加息-资本外流-汇率冲击-通胀加重-经济衰退”之间做选择，而无论选择如何，经济衰退都是最终的结局。尤其是在疫情期间美国货币刺激力度最大的背景下，扣除俄乌冲突影响后美国的通胀其实是全球市场中最严重的，美联储的加息幅度早已超过了其他市场控制通胀所需要的水平，这也让其他市场国家所面对的衰退更加猛烈。

欧洲经历了俄乌冲突的打击之后，能源成本上升的问题一直未能得到解决。以德国为例，虽然近期电价已经较三季度的高点有所回落，但仍是冲突之前的数倍。能源价格上升和货币贬值共同带动了欧元区PPI同比在今年持续高达30%以上，而生产成本的上升也让欧洲制造业面临了外流，欧元区制造业PMI已经连续半年落在荣枯线以下。不仅如此，在金融市场方面，部分欧元区国家如意大利、西班牙、希腊相对德国出现了明显利差走扩，金融不确定性也在明显增强。因此，欧洲的衰退实际上已在路上，衰退进展在2023年一季度将体现的更为明显，且其存在通过金融市场向外扩散的可能。

图 6：欧元区 PMI



来源：WIND，中信建投期货

与欧洲所面临的情况稍有区别，新兴市场虽然受到俄乌冲突的影响有限，但作为欠发达经济体，其经济基础天然薄弱，受到宏观环境恶化与资本撤离的影响也更大。截止2022年底，卢比、韩元、泰铢等亚洲货币均出现大幅贬值，而巴基斯坦、斯里兰卡、黎巴嫩、缅甸已经爆发债务危机和经济危机，预计此类事件在2023年发生的将更为频繁和猛烈。

总的来看，虽然2022年地缘冲突的发生让部分国家和地区经历了动荡，但在过去两年经济刺激的余荫下，全球经济增长依然清晰。随着时间的继续推进，高利率的宏观环境和自然经济周期金融的进展都预示着变化的发生，新兴市场和欧洲可能成为衰退的主要发生地，而全球市场中心的美国将紧随其后，全球经济在2023年将陷入逆风当中。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806

房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的

判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com