

旧时难觅：通胀潮水褪去后的衰退再修复



走势评级：美元:看跌
报告日期：2022 年 12 月 18 日

元涛 资深分析师(外汇)
从业资格号：F0286099
投资咨询号：Z0012850
Tel: 8621-63325888-3908
Email: tao.yuan@orientfutures.com

★美国：衰退已定

美国经济面临明显的远期衰退压力，23 年预计进入到实质性衰退阶段。高通胀逐步缓解，但是通胀中枢预计上移。

★欧洲：最困难的局面已经过去

欧元区由于地缘冲突导致的最坏时期已经过去，高通胀的负面效果逐渐减轻。欧元区经济在衰退冲击后将迎来修复。

★日本：维持宽松，等待时机

日本宽松的货币政策形成的弱势日元为未来的经济复苏做好了准备，因此一旦时机变化，日元将出现明显上涨。

★全球宏观：旧时难觅

在高通胀和应对的强势利率局面下，全球经济衰退的压力明显上升。虽然政策转向最终对于此后的经济形成支撑，但是市场回不到新冠之前的低通胀和低波动时代。

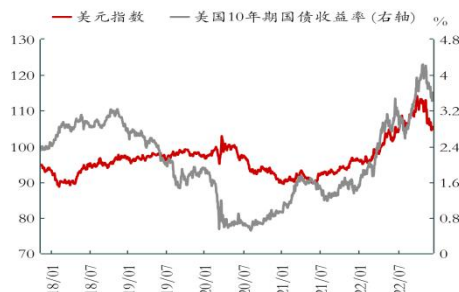
★投资建议：

美元指数 2023 年走势整体看跌，预计可能出现流动性危机导致的脉冲回升，但是远期衰退压力和核心通胀回落使得政策转变的趋势不可逆转。我们认为美联储政策利率顶点就在 5% 左右，23 年上半年预计出现衰退冲击美元脉冲回升，但是经济存在的问题严重使得美联储政策转向，美元将在 23 年下半年开启明显的走弱阶段。整个过程中长久期美债的收益率中枢都会逐渐走低，短久期美债收益率将在政策转向阶段明显下行，同时贵金属获益于实际利率的快速下行，在此后可以关注更加长久期的风险资产，由于供应弹性的增加，美联储政策转向阶段预计大宗商品整体也将出现明显的走强。

★风险提示：

通胀超预期，利率水平居高不下产生风险。

美元指数和美债的走势



目录

1、美国：衰退阴影和政策扭转.....	5
1.1、劳动力市场：千呼万唤的走弱来临.....	5
1.2、通胀从近忧转向远虑，经济衰退难以避免.....	7
1.3、美元：23 年是来之不易的转折点.....	10
2、欧元区和日本.....	13
2.1、欧元区：地缘冲击后的脆弱修复.....	13
2.2、日本：主动寻求的弱势日元.....	18
3、全球宏观：物是人非.....	21
4、投资建议.....	23
4.1、美元走弱.....	23
4.2、风险资产的拐点.....	23
5、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：美国失业率依旧处于低位.....	5
图表 2：高龄劳动力参与率回升较慢.....	5
图表 3：劳动力市场边际开始走弱.....	6
图表 4：需求降低压制职位空缺.....	6
图表 5：企业雇佣趋势性减少.....	6
图表 6：薪资中枢预计整体上移.....	6
图表 7：通胀降低实际上是 M2 传导的过程.....	7
图表 8：目前核心通胀倾向见顶.....	7
图表 9：供应链压力基本消失.....	7
图表 10：房价拐点明显出现.....	7
图表 11：美国居民部门支出预计走低.....	8
图表 12：储蓄率回到疫情前影响远期支出.....	8
图表 13：实体经济明显受到下行压力.....	9
图表 14：企业利润走低减少支出防御.....	9
图表 15：房价受到房贷利率的明显压制.....	9
图表 16：美国房屋销售趋势性走弱.....	9
图表 17：通胀见顶后政策进入到僵持阶段.....	10
图表 18：远期衰退压力上升导致衰退冲击压力增加.....	10
图表 19：货币和财政的逆风面临转向.....	11
图表 20：淤积的流动性等待进入市场.....	11
图表 21：利差大幅倒挂表明硬着陆风险明显.....	11
图表 22：居民部门债务水平处于低位风险可控.....	11
图表 23：欧元区经济受到地缘冲击产生滞胀.....	13
图表 24：通胀处于较高水平.....	13
图表 25：能源价格下行使得 PPI 出现拐点.....	14
图表 26：PPI 下行意味着 CPI 也会走低.....	14
图表 27：工业生产受到的负面影响缓慢修复.....	14
图表 28：上游能源价格上涨造成相关产业收缩.....	14
图表 29：消费者和投资者信心见底迹象出现.....	15
图表 30：欧元区企业债务增速受到的负面影响有限.....	15
图表 31：实体经济受到的冲击在被逐步消化.....	15
图表 32：利率的迅速上升并未转化成债务危机.....	15
图表 33：进口物价增速远高于出口.....	16

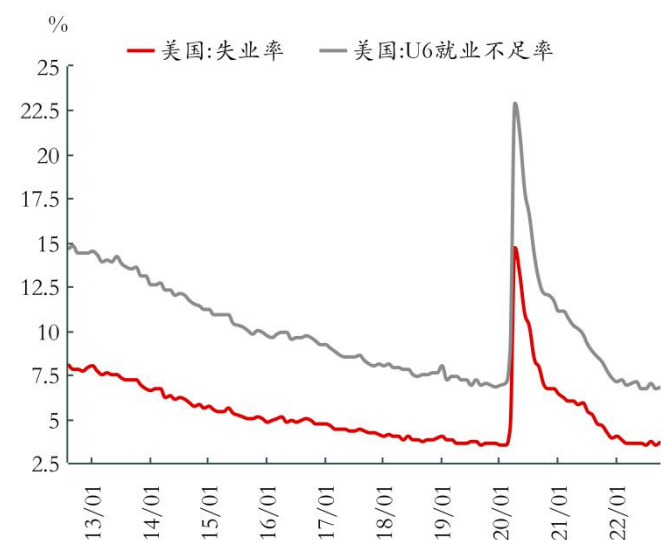
图表 34 : 经常项将随着进口物价走低而出现改善.....	16
图表 35 : M2 的低位使得欧央行政策不会过于激进.....	17
图表 36 : 信用利差风险将使得欧央行谨慎缩表.....	17
图表 37 : 日本净出口对于 GDP 明显负贡献.....	18
图表 38 : 核心 CPI 走强, 但是外部因素主导.....	18
图表 39 : 日本居民部门薪资增速较低.....	18
图表 40 : 日本居民部门整体支出倾向偏向通缩.....	18
图表 41 : 日本出口部门面临进出口物价不平衡矛盾.....	19
图表 42 : 企业服务价格受到的提振有限.....	19
图表 43 : 企业部门延续信贷.....	19
图表 44 : 日本实体经济的负面影响可控.....	19
图表 45 : 日本央行被动缩表.....	20
图表 46 : 海外投资者降低日债的持有.....	20
图表 47 : 通胀上升并非日央行政策转向的理由.....	20
图表 48 : 日元在经济复苏后将明显回升.....	20
图表 49 : 全球经济处于滞胀到衰退的过程.....	21
图表 50 : 新兴市场持续受到美联储紧缩影响.....	21
图表 51 : 流动性最艰难的时刻可能过去.....	22
图表 52 : 紧缩冲击转向衰退和复苏的博弈.....	22
图表 53 : 地缘风险长期化.....	23
图表 54 : 旧有时光难再回.....	23

1、美国：衰退阴影和政策扭转

1.1、劳动力市场：千呼万唤的走弱来临

美国劳动力市场依旧是政策的重心所在。无论是现在，还是未来的政策重心，围绕劳动力市场结构性问题产生的薪资增速将是市场最为关注的数据，我们认为随着美国经济逐渐衰退，劳动力市场将出现趋势性的走弱。

图表 1：美国失业率依旧处于低位



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：高龄劳动力参与率回升较慢



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

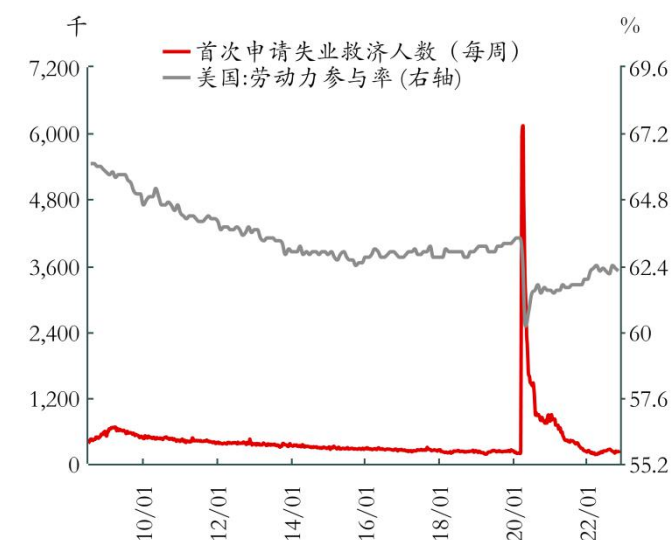
22 年我们看到了美国劳动力市场出现的非常具有韧性的局面，薪资增速和失业率呈现出了明显的菲利普斯曲线特征，这主要是由于劳动力市场出现的结构性问题。劳动力供应低于需求造成的巨大的缺口。这种缺口造成了薪资增速的明显上升，推动了核心通胀走高。

因此 22 年我们看到了政策制定者为了解决高通胀问题，对于劳动力市场进行明显的压制政策，加速加息来抑制需求，但是劳动力市场的韧性持续存在，造成的结果就是处于明显高位的劳动力市场职位空缺在缓慢回落，失业率仅仅出现了小幅的上升。

这种状况终于有望在 23 年产生明显的变化，我们认为随着美国实体经济迅速的降温，美国劳动力市场将出现趋势性的走弱迹象，虽然结构性的问题持续存在会影响薪资增速下行的速度，但是整体的劳动力市场将不复 22 年明显偏强的特征。

新增就业中枢将从每个月 20 万以上的水平降低至 10 万以下，职位空缺数量随着经济趋势性走弱出现降低，劳动参与率继续缓慢修复，因此劳动力市场在根据经济形势做出了反应，虽然这种反应在我们来看时间上出现了明显的滞后，但是可以表明趋势性的转折已经到来，劳动力市场趋紧造成的核心通胀压力得到缓解。

图表 3: 劳动力市场边际开始走弱



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 4: 需求降低压制职位空缺



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

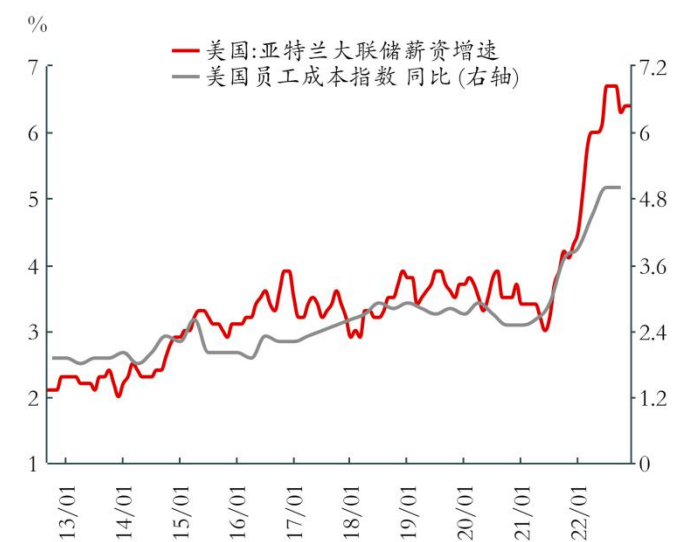
从另一个角度出发,美国目前高通胀的根源恰好就是劳动力市场的结构性问题,我们认为美国劳动力市场也回不到新冠疫情前的状态,因此这种结构性矛盾将导致劳动力市场对于政策刺激的弹性上升,劳动力市场总是要面临超额缺口的存在,因此中长期来看,随着劳动力市场结构性问题的长期化,美国通胀中枢上移的趋势较为明显。

图表 5: 企业雇佣趋势性减少



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 6: 薪资中枢预计整体上移



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

1.2、通胀从近忧转向远虑，经济衰退难以避免

图表 7：通胀降低实际上是 M2 传导的过程



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 8：目前核心通胀倾向见顶



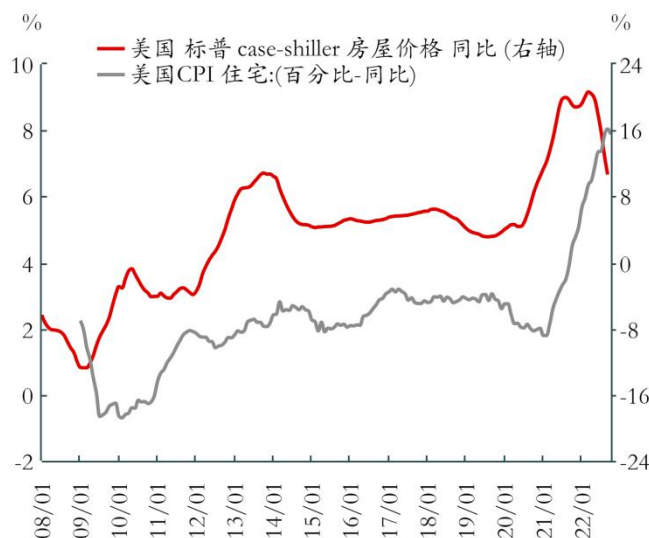
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 9：供应链压力基本消失



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 10：房价拐点明显出现



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

美国的高通胀问题成为了 22 年全球市场的核心矛盾。我们认为通胀在 22 年已经见顶，23 年面临的的就是核心通胀持续回落的局面，由于基数和结构性矛盾的存在，美国核心通胀在 23 年不太可能回落至 2% 的水平。

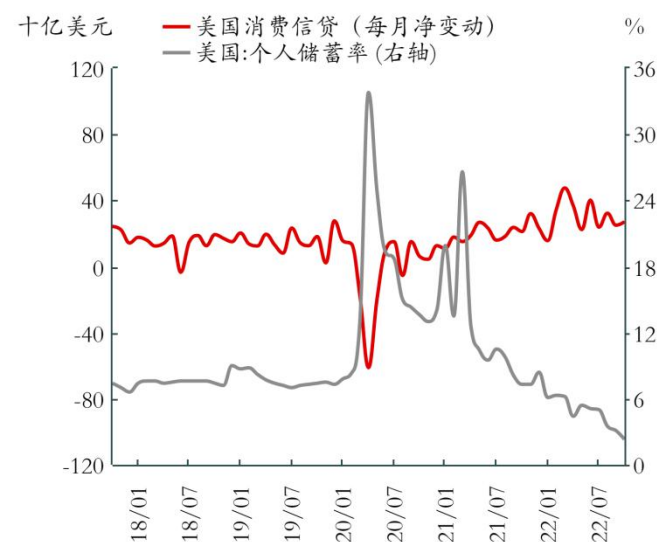
美国核心通胀最为重要的就是劳动力市场结构性问题导致的薪资增速维持高位和服务价格存在粘性。我们已经对于劳动力市场的远期进行了分析，薪资增速逐步降温的趋势非常明显，只不过阶段点在 23 年 1 季度明显开始，同时核心通胀从 23 年 2 季度明显下行，预计 23 年核心通胀回落至 4% 的水平。其他构成高通胀的重要因素，包括上游大宗商品的价格和房租价格，明显处于趋势下行的状态，因此最核心的还是劳动力市场走弱的幅度导致薪资增速的缓解。

图表 11：美国居民部门支出预计走低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

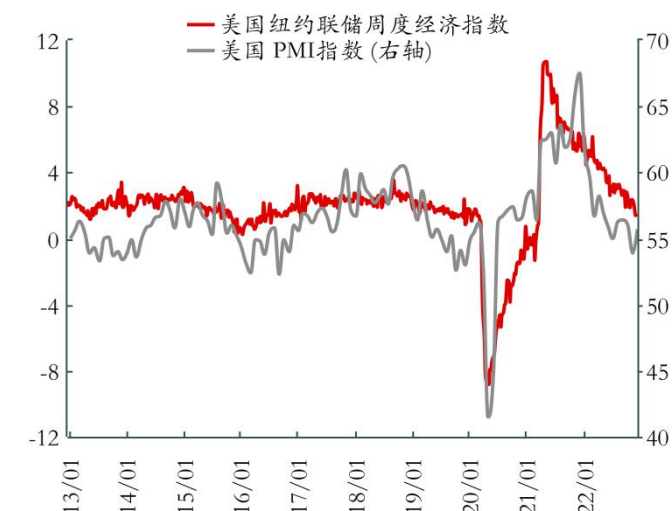
图表 12：储蓄率回到疫情前影响远期支出



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

因此 23 年通胀问题相较于 22 年来说，成为了一个从主要矛盾转变为次要矛盾的局面，如果从 M2 增速领先通胀的角度来看，23 年通胀无论如何都会出现明显的走弱，这就是说本次高通胀的核心来源就是疫情期间超额流动性的溢出导致的 M2 迅速上升，在这个过程中疫情和地缘的矛盾导致了 M2 转化成了高通胀，目前通胀降低就是这个过程的逆转。

图表 13: 实体经济明显受到下行压力



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

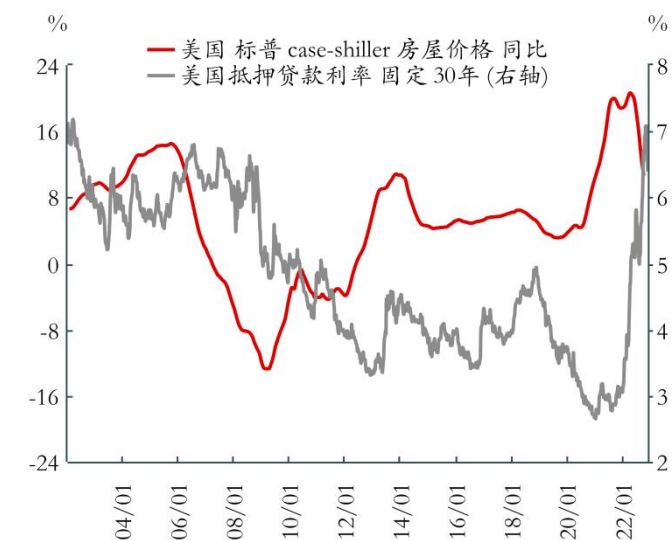
图表 14: 企业利润走低减少支出防御



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

在这个过程中,我们看到了美国实体经济的迅速走弱,因为利率迅速上升带来的需求降低这个过程和通胀存在压力之间存在一个不平衡的问题,实体经济韧性逐渐不能支撑利率水平迅速的走强,这中间的矛盾在部分时间内被美国居民的劳动力市场所掩盖,居民支出的增速依旧维持稳定水平,但是很明显,企业部门明显受到了需求走弱的影响,更不用说和利率关系非常紧密的房地产部门,已经处于明显的岌岌可危的态势。

图表 15: 房价受到房贷利率的明显压制



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 16: 美国房屋销售趋势性走弱



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

23 年随着美国劳动力市场的实质性走弱,目前仅获支撑的居民部门在面临超额流动性消失,储蓄率回到疫情之前水平,薪资增速明显走弱的状况下,我们认为这将产生非常明显的衰退压力,因此预计 23 年美国经济将进入到实质性衰退的局面,尤其是在 23 年下半年,实质性衰退发生的概率显著上升。

1.3、美元：23 年是来之不易的转折点

美联储的政策框架从“通胀暂时论”转入到“前置加息解决通胀”再到目前的“higher for longer”,本身就反映了对于通胀上升的态度,美联储在高速上升的 M2 阶段忽视了通胀转化的恶果,因此加息的时间点延后,在面对高通胀的结果下,又不得不加速加息来迅速控制通胀,直到目前的阶段,随着核心通胀出现拐点,政策利率基本见顶,美联储进入到对于核心通胀降低的控制阶段。

图表 17：通胀见顶后政策进入到僵持阶段



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

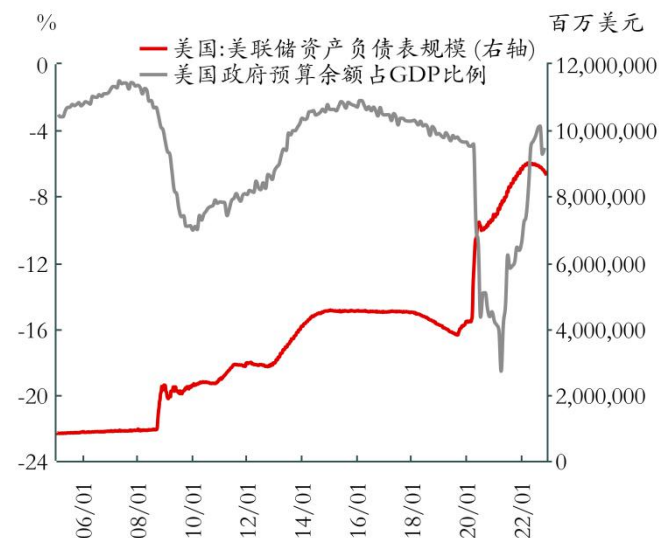
图表 18：远期衰退压力上升导致衰退冲击压力增加



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

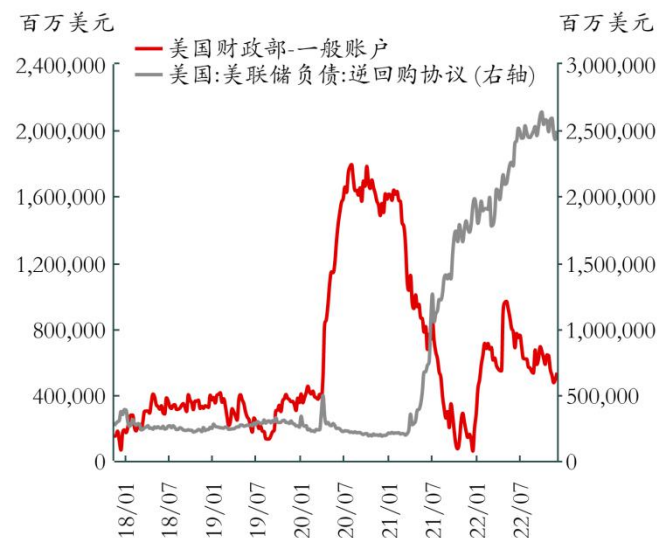
需求的大幅降低明显可见,但是通胀的下降速度并不是对称的,这就是美联储维持限制性利率的核心考量,过早的转向存在通胀预期不稳定的风险,因此在美国经济 23 年转向实质性衰退的过程中,存在韧性的部门对于通胀逆向传导依旧具有滞后的特征,这就使得平衡政策目标之间的难度大幅上升,最理想的局面在于当通胀基本被控制住同时政策转向,但是考虑到时间的延期,这种局面发生的概率较低。

图表 19: 货币和财政的逆风面临转向



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

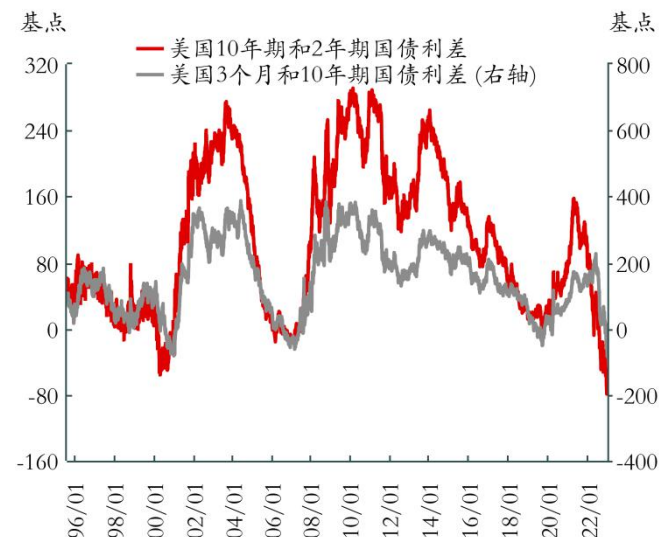
图表 20: 淤积的流动性等待进入市场



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

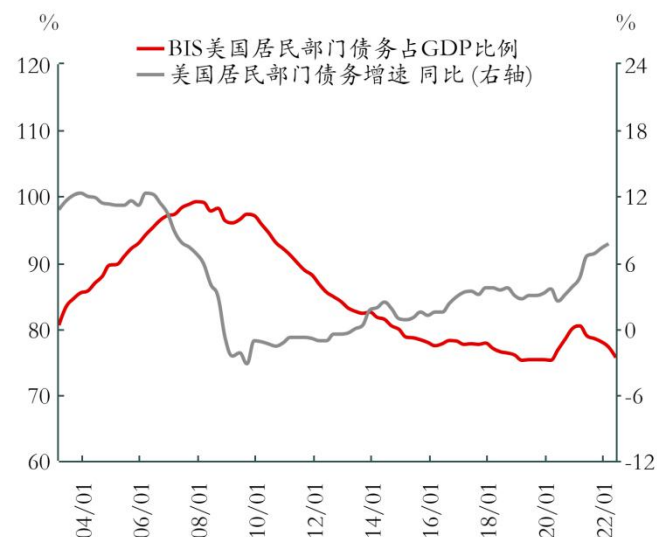
因此我们对于未来政策彻底转向之前, 美国可能出现流动性危机的概率上升, 因为不存在非常合理的时间平缓过渡, 限制性利率水平维持高位对于经济的下行压力随着时间非线性上升, 实体部门无论是居民还是企业, 收入和利润不足以平衡维持在高位的利率环境, 在政策利率限制性高位阶段, 信用利差可能会出现明显的上升, 金融环境加速紧缩, 当政策制定者有意对于维持“更长”时间的预期上升时, 这种局面就开始变得非常复杂。因为虽然通胀的造成因素在减退, 但是这些因素降低的速度未知, 由于过早放松政策导致的通胀预期反复使得政策制定者必须持有非常谨慎的态度, 因此这个时间的迟滞阶段不可低估。

图表 21: 利差大幅倒挂表明硬着陆风险明显



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 22: 居民部门债务水平处于低位风险可控



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

未来需要观察劳动力市场和核心通胀下行速度上的差异带来的政策延迟对于实体经济的负面影响，因此预计实体经济下行速度要快于通胀下行，实质性衰退的压力将使得信用利差进一步出现降低，因此衰退产生的流动性冲击可能性很大，一旦出现，反倒是加速接近美联储政策转向的阶段。政策和经济周期带来的割裂将在 23 年对于衰退冲击的担忧下完成修复，只不过过程依旧充满波折。

在这个背景下，我们对于美元的看法是先涨后跌，美元在进入到实质性衰退和政策彻底转向前，流动性危机的可能将导致美元被动走强，在此之后，随着美联储政策彻底转向，美元将进入到趋势性的走弱阶段，因为市场将会预期美元流动性将从紧缩转向释放。随着美元流动性的重新开始注入，市场实际上并不缺乏流动性，在美联储加速加息阶段囤积的现金将逐渐转化成久期更长的资产。因此我们看到类似于 19 年缺乏流动性的局面很难出现，系统性内部淤积的大量流动性将在政策转向后持续回到市场，通胀中枢被抬升的概率加大。

流动性问题转化成债务问题的概率并不高，主要原因在于居民部门的整体债务水平有限，政府部门的债务水平明显处于高位，因此值得警惕和担忧的实际上是当美国经济处于衰退而政策转向后，财政的刺激政策会不会再度发力？虽然我们认为美联储政策的转向带来的支撑力度相对温和，但是通胀产生的结构性因素并未消失，如果财政刺激再度重来预计通胀预期将产生明显的偏离。

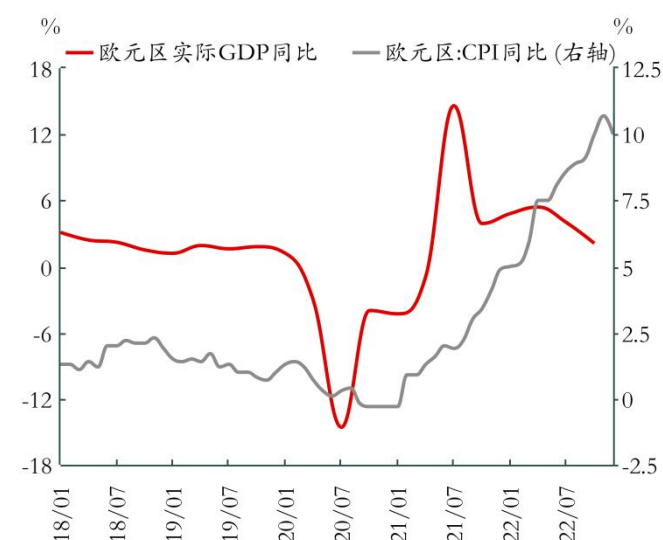
美联储这一次的行动过程让我们意识到制定者对于政策的调节实际上是滞后的，这种滞后是政策天然对于经济周期和政策反应的综合体现，从“通胀暂时论”到“前置加息”再到“维持限制性利率”，政策的反应滞后于形势的变化，面对复杂的局势，未来政策制定者面临的平衡将非常困难，因此市场波动将维持高位。我们不认为目前的环境还可以完成非常平稳的过渡。

2、欧元区和日本

2.1、欧元区：地缘冲击后的脆弱修复

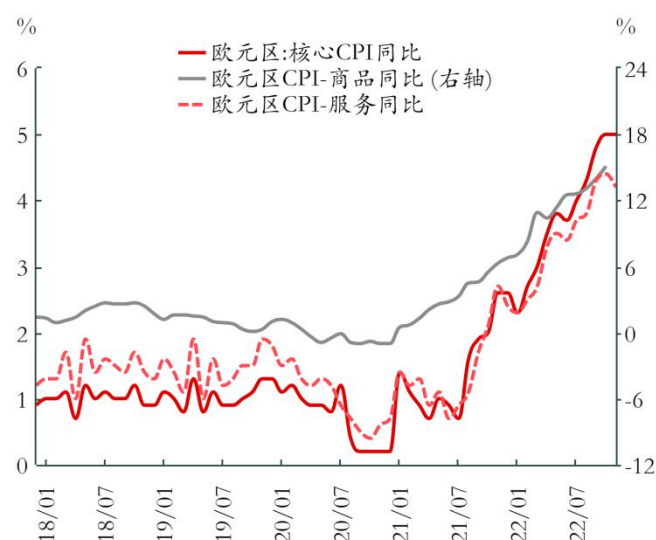
欧元区经济在地缘冲突后受到了明显的冲击，GDP 增速明显回落，同时通胀处于高位。我们看到欧元区的通胀走高是明显的地缘冲击导致的能源价格上升导致的，和美国的高通胀具有本质的不同，因此当需求大幅走弱和地缘冲突的放缓，我们已经看到了欧元区高通胀存在明显的下行趋势，在能源价格大幅下行的背景下，供给冲击对于通胀的影响还是可以逐渐被修复，因此欧元区的高通胀不具备可持续性。

图表 23：欧元区经济受到地缘冲击产生滞胀



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 24：通胀处于较高水平



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

欧元区的劳动力市场虽然出现了一些薪资上升的压力，但是我们并不能认为高通胀对于欧元区劳动力市场形成有效传导，职位空缺上升幅度有限，广泛的经济下行压力持续存在，因此这意味着欧元区劳动力市场不存在内生性通胀强化的压力，只需要等到能源冲击逐步过去，欧元区通胀自然就会下来。

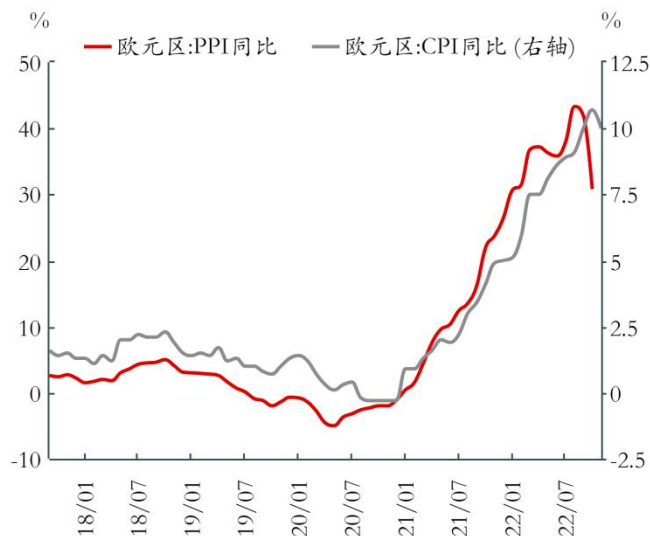
因此我们可以认为目前欧元区最为艰难的时刻已经过去，能源危机导致的欧元区企业部门削减产能，开工率降低这种状况导致了持续的经济疲弱，需求并不是突然被消失的，而是高价格的结果，因此供应冲击的特点在于价格的预期回落对于未来形成新的预期，使得企业部门进行开工和产能的提升，我们认为目前接近这个阶段，除非地缘风险再度升级，否则最坏的时刻接近过去。

图表 25: 能源价格下行使得 PPI 出现拐点



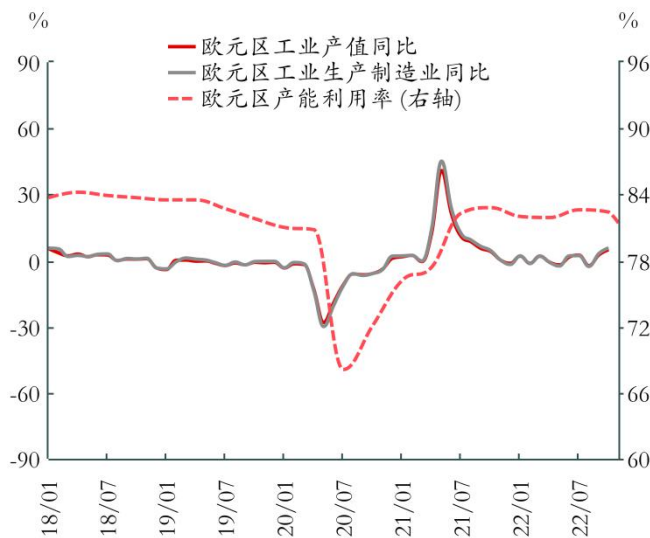
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 26: PPI 下行意味着 CPI 也会走低



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 27: 工业生产受到的负面影响缓慢修复



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 28: 上游能源价格上涨造成相关产业收缩



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 29: 消费者和投资者信心见底迹象出现



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

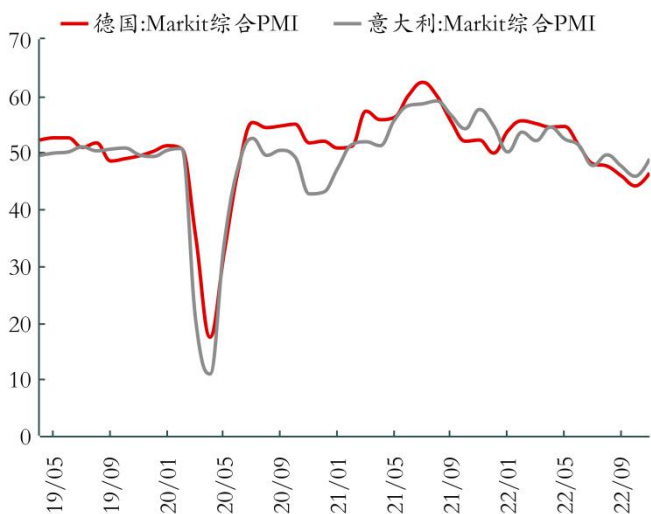
图表 30: 欧元区企业债务增速受到的负面影响有限



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

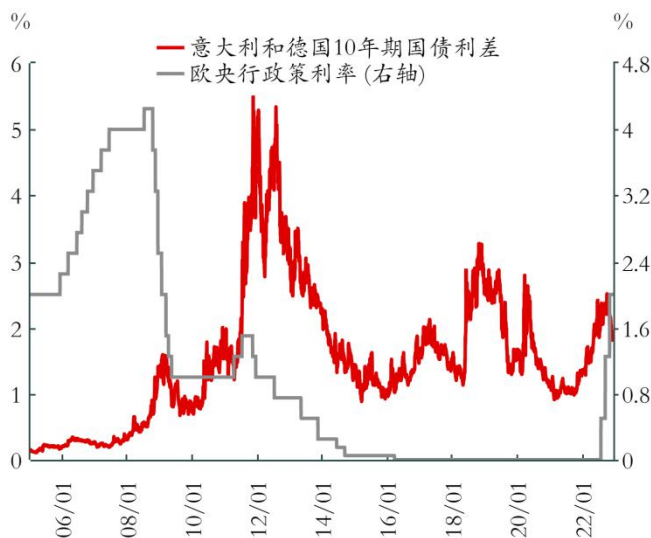
不过考虑到全球经济普遍面临的衰退压力,欧元区的经济想要迅速复苏是非常不现实的,通胀持续下行但是全球的需求目前也在下行,因此这就使得欧元区企业部门还是会选择谨慎的观望,但是我们看到本轮地缘冲击对于欧元区居民和企业债务的影响较为有限,远低于欧债危机的负面影响,因此这表明虽然实体层面造成了巨大的冲击但是到目前为止没有传导导致居民和企业出现债务通缩,因此从这个角度来看,目前的状况还没有到非常值得担心的地步。

图表 31: 实体经济受到的冲击在被逐步消化



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

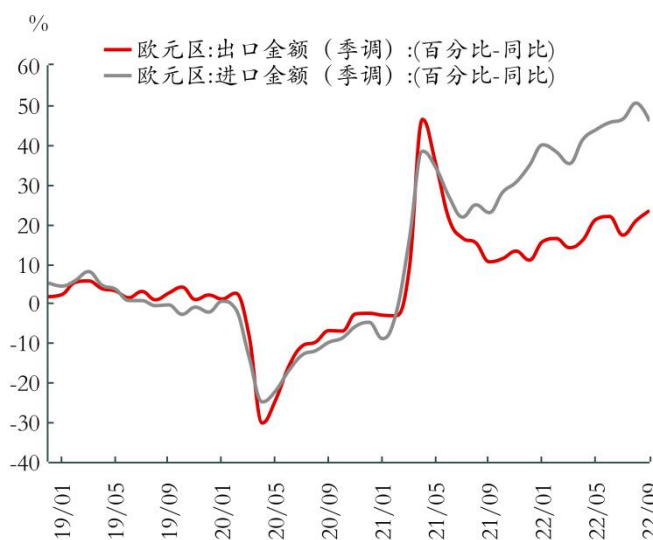
图表 32: 利率的迅速上升并未转化成债务危机



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

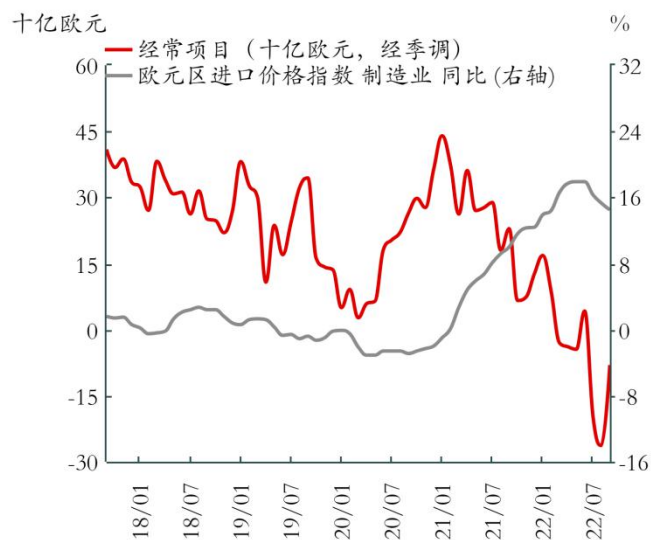
这就可以解释为什么市场一度担忧地缘冲击下欧元区边缘国家和核心国家的利差明显扩张后，对于边缘区的尾部风险出现了明显的担忧，但是因为本次地缘冲击还是集中在实体上，因此信用利差的扩张并未转变成债务风险，欧央行推出的反碎片化的政策工具用以减少信用风险也没有实际使用，表明了目前这种风险的可控性。

图表 33: 进口物价增速远高于出口



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 34: 经常项将随着进口物价走低而出现改善

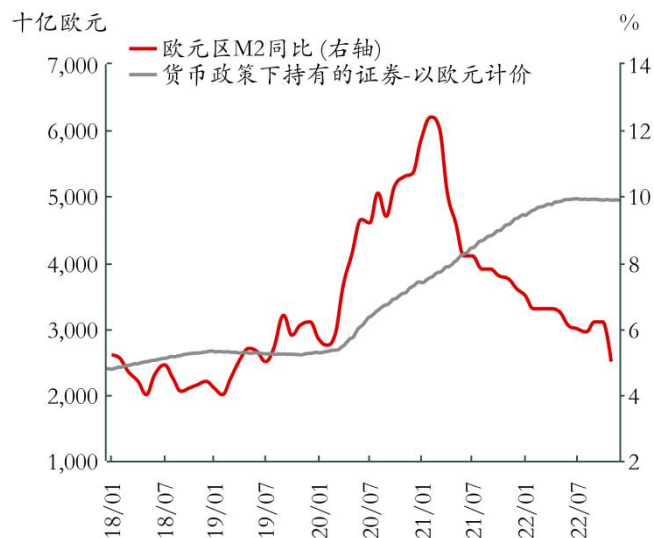


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

欧元区的外贸部门明显受到地缘冲击的负面影响，经常项贸易项的弱势反映了外贸部门对于上游物价上升和下游需求减少之间的被动紧缩，贸易部门减少出口来尽可能的降低损失。那么根据上文的判断，一旦上游物价的压力消失后，欧元区的贸易部门将迎来修复。

因此我们看到欧元区目前经济的核心矛盾就是地缘冲突带来的供给冲击，导致的高物价挤压了实体经济，因此当这个核心矛盾逐渐消散后，欧元区的经济将迎来好转。只不过这个过程在目前的环境下遇到的最大问题就是全球经济衰退的压力，导致物价的压力下行速度和需求进一步走低的速度不匹配，欧元区经济在复苏前可能迎来一个需求上的衰退冲击。

图表 35: M2 的低位使得欧央行政策不会过于激进



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 36: 信用利差风险将使得欧央行谨慎缩表



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

对于目前的政策制定者而言,考虑到通胀见顶回落的事实和供给冲击导致的结构性问题,解决通胀的紧迫程度并不是最优先的,虽然通胀非常高,但是通胀压力最大的阶段已经过去,因此我们预计欧央行加息节奏将出现放缓,同时欧央行的资产负债表减少购买的速度将会比较温和。

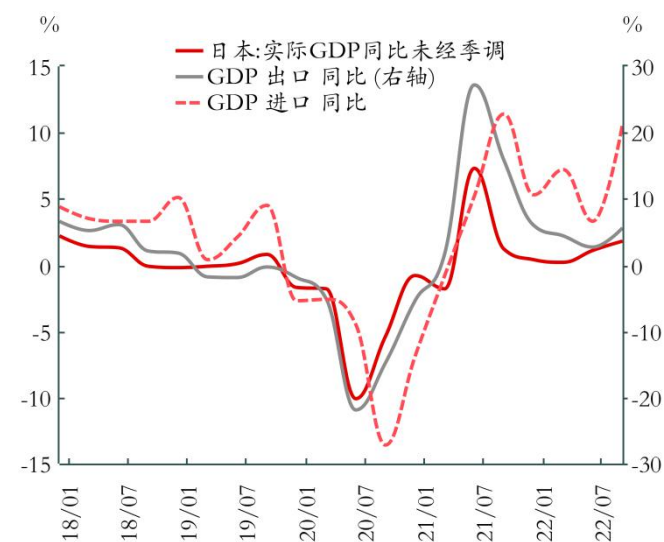
因此综上所述,我们认为目前最大的问题在于衰退对于欧元区实体经济的影响还未完全体现出来,但是地缘危机造成的实体经济走弱开始出现改善的迹象,因此我们认为欧元区经济在 23 年存在衰退的压力,但是考虑到全球经济尤其是美国经济也会衰退的趋势,对于欧元最明显的压制阶段基本上结束了。

未来考量在等待美联储政策转向带来的流动性重新释放下,欧元区经济出现的修复,在此之前,密切关注衰退的压力。

2.2、日本：主动寻求的弱势日元

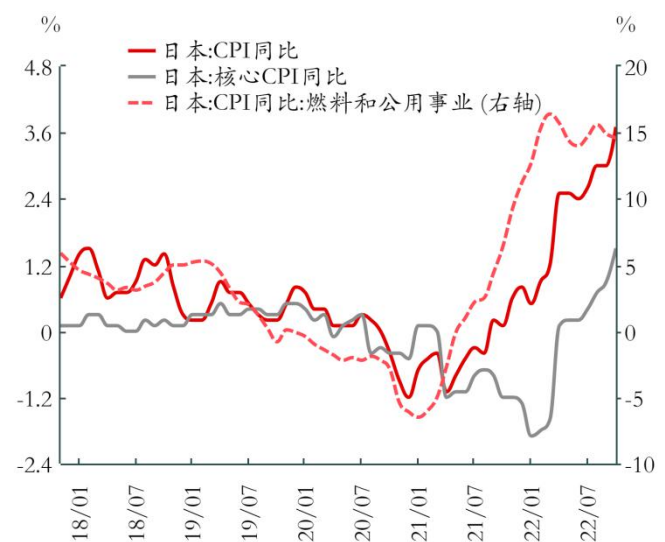
22 年日本出现了明显的变化，主要就是日元贬值幅度明显超预期，在俄乌冲突后，上游价格的大幅上升对于日本经济造成了很明显的压力，因此我们看到日本净出口对于 GDP 的贡献显著为负。

图表 37：日本净出口对于 GDP 明显负贡献



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

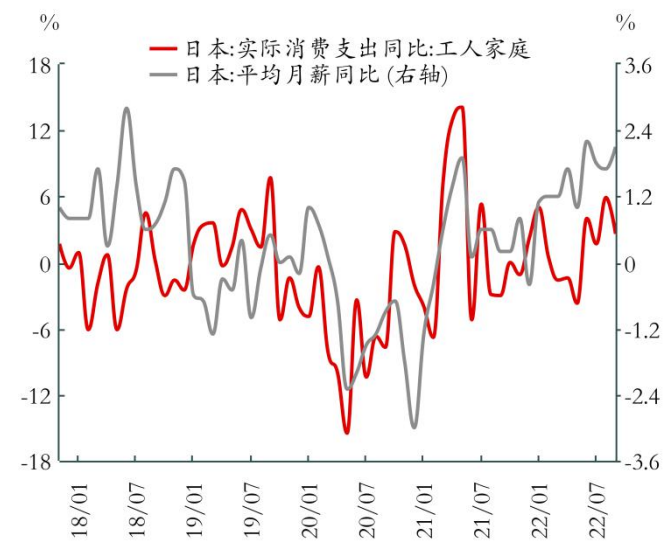
图表 38：核心 CPI 走强，但是外部因素主导



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

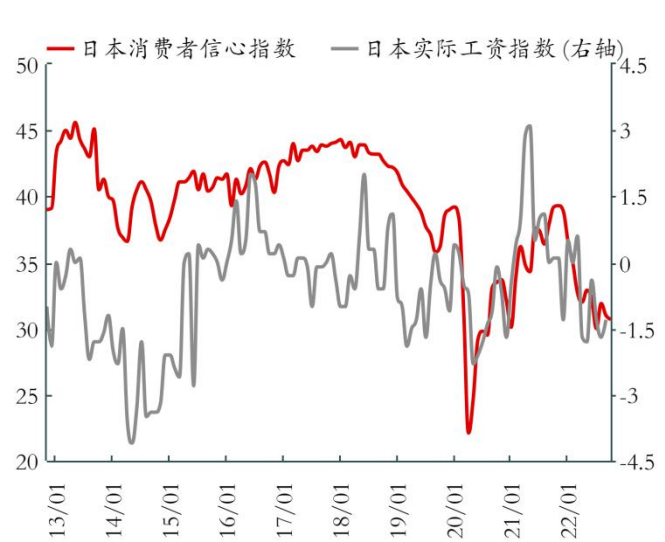
虽然日本物价出现了回升，核心通胀走强，但是我们认为这只不过是上游价格上涨和弱势日元产生的结果，日本的居民部门依旧维持明显的通缩倾向，居民消费增速和薪资增速还是处于通缩的状态。因此日本居民部门通缩的局面表明核心通胀潜在的下行压力依旧非常明显。

图表 39：日本居民部门薪资增速较低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 40：日本居民部门整体支出倾向偏向通缩



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

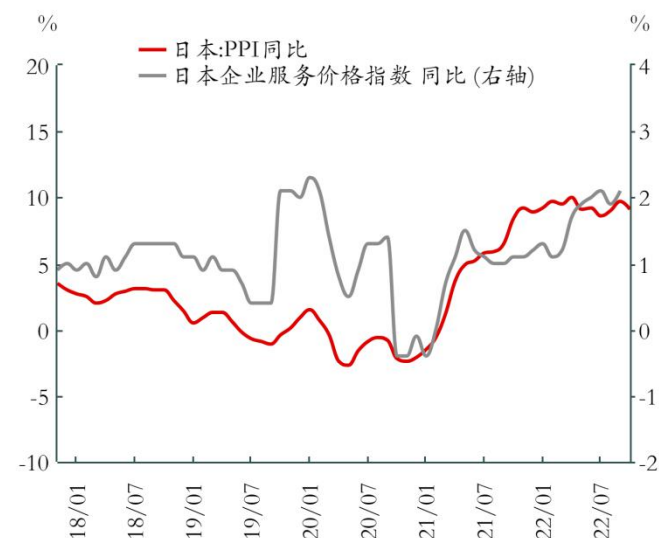
我们此前提到日本企业部门面临的问题在于物价传导的不畅，这造成了日本进出口价格之间的巨大分化，高企的 PPI 表明了上游价格主要对外，服务价格的低位表明内部的通缩压力，理论上来说日本的企业部门应该出现明显的产能收缩和投资降低。

图表 41：日本出口部门面临进出口物价不平衡矛盾



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

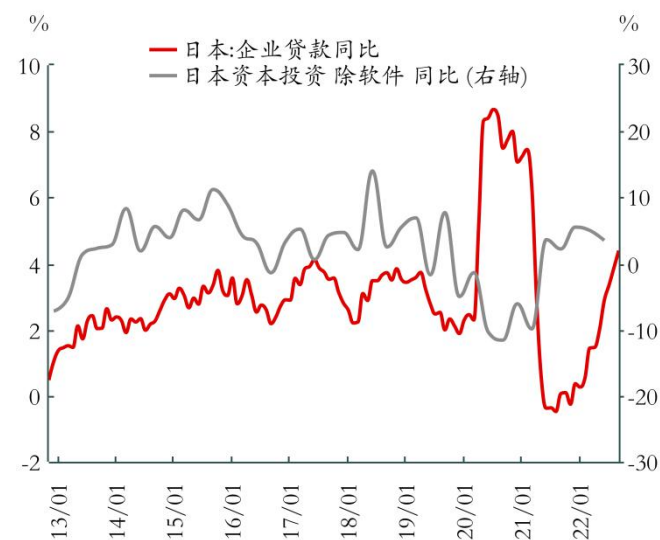
图表 42：企业服务价格受到的提振有限



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

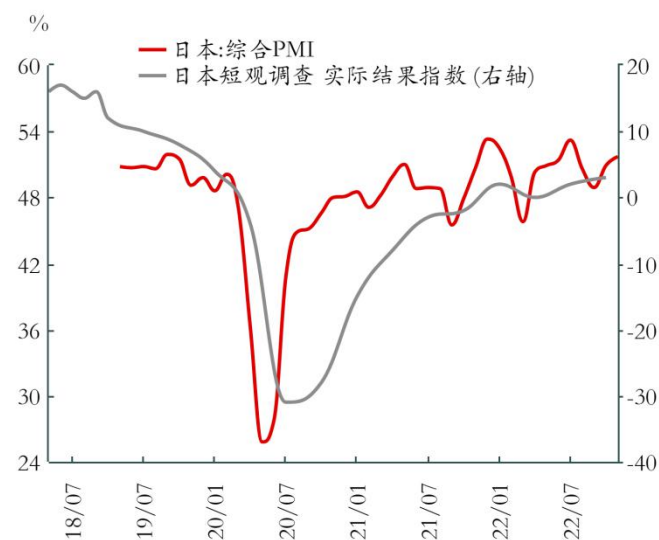
但是日本的企业部门并没有出现迅速的去杠杆，企业投资意愿和预期维持稳定，这就表明宽松的货币政策还是提供了托底的支撑，导致日本企业部门维持相对稳定的状态，

图表 43：企业部门延续信贷



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 44：日本实体经济的负面影响可控



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

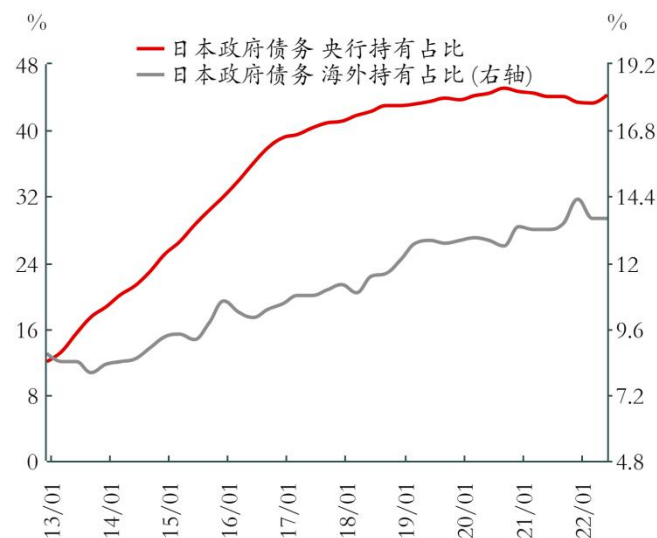
日本的出口部门依旧疲弱，进口价格增速远高于出口价格增速，全球需求的持续走低，导致日本出口部门出现了持续的逆差，这种局面需要等到全球需求实质性好转，大宗商品价格趋势性下跌后才能有所改变。

图表 45: 日本央行被动缩表



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 46: 海外投资者降低日债的持有



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 47: 通胀上升并非日央行政策转向的理由



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 48: 日元在经济复苏后将明显回升



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

所以我们在目前这个节点上非常可以理解日本央行维持宽松的货币政策，并且维持收益率曲线控制中枢不变的政策动机，虽然日元面临明显的贬值压力，但是贬值的日元对冲了日本企业部门紧缩的压力，给与了企业部门一定的缓冲来渡过这个艰难的阶段。因此只要日本居民部门维持通缩的局面不变，日本央行就可以采取宽松的货币政策来给予企业部门支持，代价则是居民购买力的削弱和本币大幅贬值。

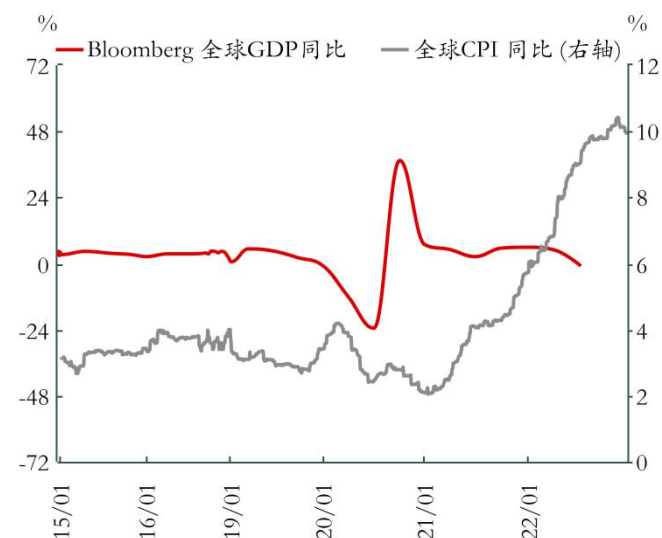
对于日元的走势而言，由于政策制定者明显站在防止通缩而非防止通胀的政策目标上，因此日元的走势实际上就和美日利差高度一致，由于日央行不太可能真的向市场释放紧缩的信号，因此日元的走势主要取决于美国的边际状况。当日元明显贬值超过临界点，采取的干预政策需要日本抛售美债来换取美元流动性，但是不太可能改变贬值的趋势。

我们认为日本政策的目标就是居民部门来承担日元大幅贬值的代价换取企业部门不会因为上游物价高企而产生大面积的破产，等到情况发生变化，紧缩环境改变后，较低的上游价格和弱势日元将对于日本出口部门形成非常有利的局面，日本的经济可能会明显复苏，届时日元也会走强。

3、全球宏观：物是人非

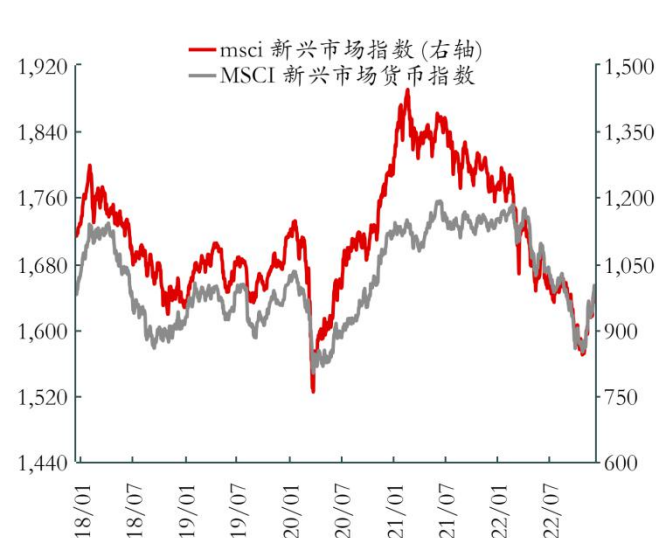
我们在 2022 年看到了 40 年以来最为激进的货币紧缩，面对的就是 40 年以来最为高企的通胀，虽然目前加息的力度还是没有达到超过通胀的水平，考虑到美国债务的状况，实际上本次加息力度已经是非常剧烈的流动性收缩。

图表 49：全球经济处于滞胀到衰退的过程



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 50：新兴市场持续受到美联储紧缩影响



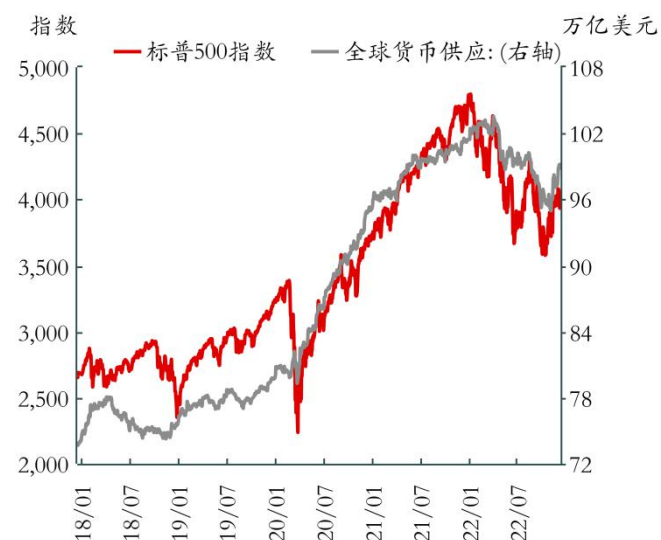
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

而 2022 年我们又看到了美元指数的一枝独秀和非美经济体在剧烈加息下的明显走弱，

这其中固然有地缘冲突放大了欧元区经济的压力带来了美欧基本面和政策上的分化，但是美国经济的韧性，对于非常高利率的承担能力，还是要超过其他经济体。

我们可以认为短期内最为困难的局面将要过去，从经济周期的角度来看，随着美国经济步入实质性衰退，到政策转变，趋势是非常确定的，节奏和幅度并不确定，但是流动性的进一步恶化并不会在 23 年出现。

图表 51：流动性最艰难的时刻可能过去



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 52：紧缩冲击转向衰退和复苏的博弈



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

但是我们真的就可以高枕无忧了吗？从目前的局势来看，新冠疫情对于全球局势的影响是非常深刻的，一些长期但是影响非常重大的变化在逐渐发生：1）对于美国劳动力市场的影响，疫情冲击导致供应实质性减少，这可能是永久性的问题。2）疫情对于供应链的影响，造成逆全球化的速度加快，对于供应链和产业的考量不再以效率作为最优解，而是考虑安全。3）地缘冲突的上升，全球经济增量竞争转向存量博弈。

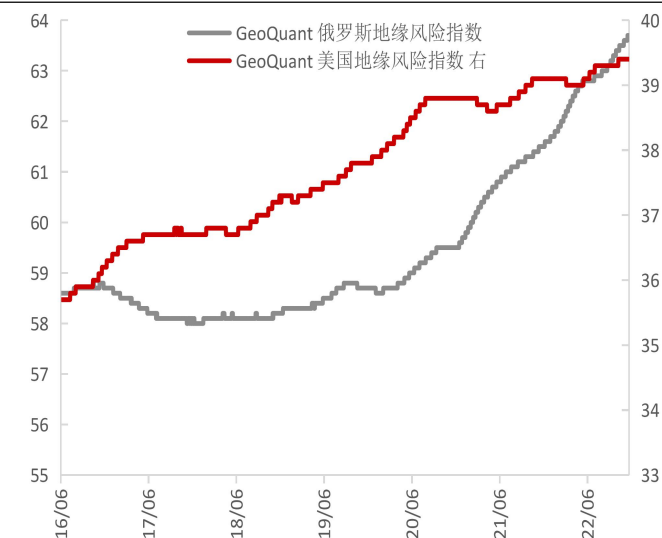
这些问题导致我们看待全球经济未来发展的思路要出现重要的变化，由于逆全球化的速度在明显加快，因此我们可以认为新兴经济体长期的经济增速相较于美国出现下降，全球经济增长中枢将出现降低，但是通胀的中枢将出现上升。

因此自从 08 年金融危机以来直到新冠疫情之前，全球经济的低通胀，低波动率，央行政策主导的模式会发生改变，随着环境的变化，未来预计会出现高通胀，高波动率，央行政策作用受限的局面，因为通胀中枢的走高和通胀弹性的钝化，更加敏感的通胀预期使得央行政策平顺经济增长的难度上升，央行的政策空间被通胀限制，因此无论是经济增长本身还是映射到的资产价格上，都会出现高波动的特征。

因此即使在 2023 年，美联储暂时性的解决了高通胀的问题之后，我们也回不到旧日时光，虽然政策导向和经济复苏依旧会对于市场形成一定的支撑，但是局面彻底被改变后，

市场回不到持续的低通胀和低波动率时代。

图表 53: 地缘风险长期化



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 54: 旧有时光难再回



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

这个世界依旧需要解决分配的问题,在全要素生产力被逆全球化降低,解决分配的力量变成了世界进一步的矛盾和冲突的加剧,甚至是地缘格局的巨大动荡,政策制定者还在努力维持脆弱的平衡,但是力有不逮,解决问题的政策手段造成了进一步的失衡,用债务上升的方式掩盖经济增长乏力的矛盾,远期的风险在逐步的积累。我们意识到做正确但是痛苦的事难度比做错误但是容易的事要高得多。

我们现在就像处于无边暗夜的原野上,远处隐约闪现出了破晓的微光,道路是曲折的,到达终点的路径却非常坎坷,即使如此,请艰难前行。新冠疫情永久性的改变了世界的格局。

4、投资建议

4.1、美元走弱

美元指数 2023 年走势整体看跌,预计可能出现流动性危机导致的脉冲回升,但是远期衰退压力和核心通胀回落使得政策转变的趋势不可逆转。我们认为美联储政策利率顶点就在 5% 左右,23 年上半年预计出现衰退冲击美元脉冲回升,但是经济存在的问题严重使得美联储政策转向,美元将在 23 年下半年开启明显的走弱阶段。

4.2、风险资产的拐点

市场将主要交易衰退预期到实质性衰退再到政策转向的趋势,因此衰退到再复苏将是 23 年最为重要的主题。23 年随着美联储政策的转向,美元流动性将重新扩张,因此市场将

交易衰退后的复苏，整个过程中长久期美债的收益率中枢都会逐渐走低，短久期美债收益率将在政策转向阶段明显下行，同时贵金属获益于实际利率的快速下行，在此后可以关注更加长久期的风险资产，由于供应弹性的增加，美联储政策转向阶段预计大宗商品整体也将出现明显的走强。

5、风险提示

地缘冲突加剧导致通胀压力反复。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com