

2022 年宏观展望（一）：弗吉尼亚州选情引发的中美货币政策调整

核心观点：

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

11月2日，共和党时隔12年重新夺回弗吉尼亚州，看似不算大的政治事件之后，民主党政政策重心却突然转向。佩罗西领导的众议院在弗吉尼亚州失利3天后即放弃了捆绑福利支出法案单独通过了基建法案；10天后，美国国际贸易法院（CIT）正式宣布恢复201关税豁免权，并下调201关税税率；23日，拜登在喊话OPEC增产无果的情况下释放美国原油储备打压油价；30日，刚刚获得连任提名的鲍威尔即在国会听证会上承认通胀并非是暂时的，并暗示进一步加快Taper甚至加息。

这一系列的连续动作我们或者可以理解为通胀太高了，这都是应有的操作。但为什么恰恰在这个时间点？通胀高是怎么定义的？之前通胀不高么？全球主要央行还在通胀“暂时性”的主流中，为什么鲍威尔不等了？

如果要将这些事件散点关联起来，中期选举这一政治动因作为逻辑主线更为合理。那么如果逻辑正确，有理由预期2022年美联储的政策目标将是提前加速收紧货币控通胀——政策静默稳选举——进入加息周期。相应的以我为主的中国央行在对冲美联储货币收紧与稳增长的要求下，也将选择在年初与年尾施以降准甚至降息的措施。

风险提示：新冠疫情管控是双刃剑，2022年如果继续保持现状，并不太影响目前的预期，如果新冠疫情结束，全球宏观经济政策将出现大幅修正。

目录

一、弗吉尼亚选情失利是民主党政权失败的表现.....	2
(一) 弗吉尼亚选情震动美国政坛.....	3
(二) 民主党整体失败：政治内斗+经济通胀+族裔冲突.....	3
(三) 民主党的应急回应.....	5
二、鸽派背后的政治动力学	6
(一) 民主党眼中的通胀根源：供应链断裂+报复性消费.....	6
(二) 民主党坚持不从 QE 解释通胀	7
(三) 民主党坚持鸽派的政治动因	8
三、2022 美国政策展望：紧-稳-紧	9
(一) 2022 年美联储的货币政策路径	9
(二) 控通胀的副产品——中美贸易与油价.....	10
四、“以我为主”的中国央行	12

图表目录

图 1: 民主党掌控弗吉尼亚 13 年	3
图 2: 州选举与全国民主党选情共振	3
图 3: 过热的美国经济	5
图 4: 批判性种族理论成为科学界潮流	5
图 5: 46-47 年的通胀, 48-49 年转入衰退	7
图 6: 二战后:供应链重构+被压抑消费释放	7
图 7: 疫情后的通胀与失业	7
图 8: 疫情后的供需矛盾	7
图 9: 高债务与低利息并存	9
图 10: 非裔失业与白人过度就业	9
图 11: 人民币汇率与货物贸易顺差	13
图 12: 人名币汇率与中美 10y 利差	13
表 1: 央行货币政策报告关键词词频看政策指引	13

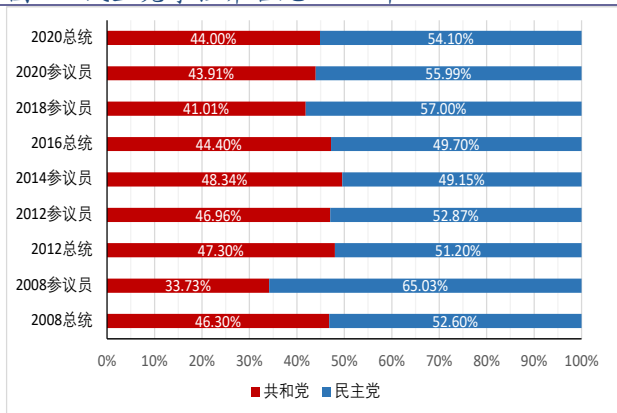
一、弗吉尼亚选情失利是民主党政权失败的表现

（一）弗吉尼亚选情震动美国政坛

共和党时隔 12 年后重新赢得弗吉尼亚州，反映了美国目前民主党和共和党势力此消彼长的态势。11 月 2 日，弗吉尼亚州长选举结果公布，共和党候选人杨金（Youngkin）以 2.5% 的优势获胜，震动美国政坛。自 2008 年奥巴马时隔 40 年重新在弗吉尼亚赢得总统选举，标志着弗吉尼亚由红转蓝。之后，除 2009 年州长选举外，14 次全州范围内的选举（3 次总统选举、4 次参议员选举、7 次州长和司法总长选举）均由民主党人取胜。共和党此次的胜选，是 20 年大选以来的重大胜利，对 2022 年中期选举乃至 2024 年大选都有深远影响。

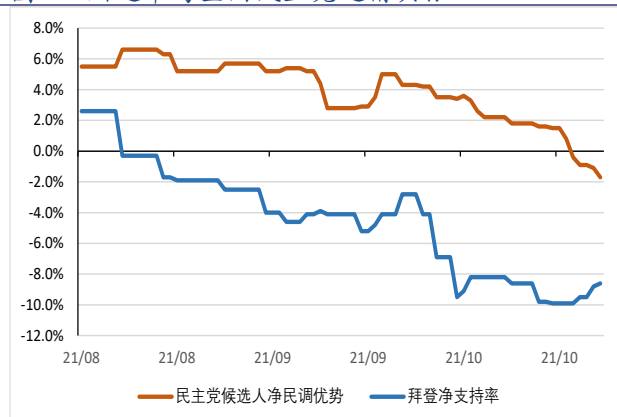
民主党候选人是前州长麦考夫，在弗吉尼亚政坛耕耘已久，14-18 年州长任期间颇受欢迎，选举过程中的表现也是中规中矩，整体上没有特别的失策，其失利反映了民主党政权的整体性失败：党内内斗导致的立法拖延，持续的货币宽松助推的通胀高企，批判性种族理论引发的族裔冲突等一系列问题。

图 1：民主党掌控弗吉尼亚 13 年



资料来源：太平洋证券整理，哈佛大学选举数据库

图 2：州选举与全国民主党选情共振



资料来源：太平洋证券整理，RCP 平均民调

（二）民主党整体失败：政治内斗+经济通胀+族裔冲突

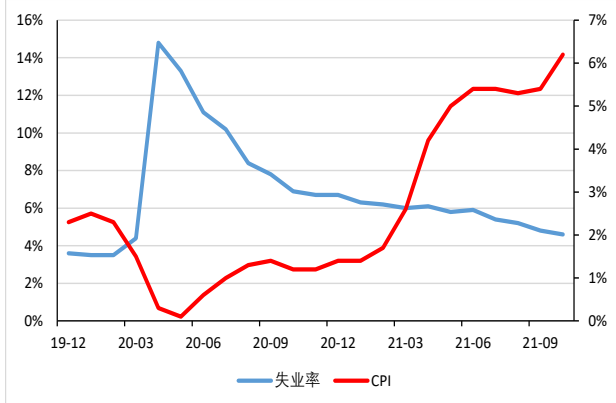
在政治上，民主党内斗加剧，立法“产出”跟进迟缓。民主党内部温和派与激进派的斗争加剧。自 9 月起，美国政界就一直关注着华盛顿郊外的一条豪华游艇，这艘游艇属于民主党温和派参议员曼钦，他常在船上不断与十几位共和党参议员秘密磋商，以在参议院争取到 60 票，推动拜登基建法案通过。经过艰难协调，拜登基建法案在削减大量

福利开支，降至约 1.2 万亿美元后，终于得到部分共和党温和派的支持，在参议院得以通过。然而，众议院的民主党激进派不满于议案规模的大幅度缩减，另行提出一项总规模约 1.75 万亿（最初为 3.5 万亿规模）社会福利法案，并将两者捆绑，拒绝单独通过基建法案，造成基建法案在民主党占多数的众议院迟迟无法通过，立法陷入僵局。

有益于民主党的基建法案已获得共和党的赞成，为何民主党人佩罗西领导的众议院反而要提出捆绑法案，阻挠基建法案的顺利成行？佩洛西代表的民主党激进派，坚定出台社会福利法案，扩张政府补贴的依据在于“效率工资理论”，而这一理论的创立者正是现任的美国的财政部长——耶伦。所谓效率工资理论，就是指在市场出清地工资水平下，工人的工作效率不会达到最高，因为市场出清，没有失业，工人可以轻松地找到工作，相应的也没有认真积极工作的主动性。所以，社会福利最大化的“效率工资”水平，是高于自然失业率所对应的工资水平的，而较高的工资水平也将导致劳动力市场不能出清，始终存在失业。基于此逻辑，政府必须以社会福利补贴这部分失业的工人，这就是当前的社会福利支出最重要的理论支撑之一。佩罗西等民主党激进派是希望逼迫温和派获取更多的政治资本以尽力挽救民主党中期选举的败局。

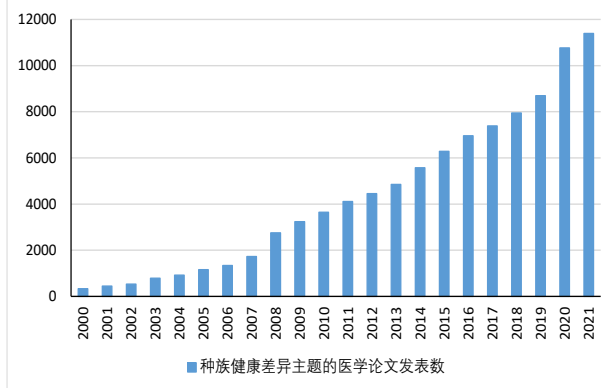
在经济上，美国的通胀形势日益严峻。鲍威尔虽然是共和党人出身，但其党派色彩很淡，拜登上台以来鲍威尔基本认同了民主党的立场，日前还获得了拜登的连任提名，成为唯一可能继续连任的特朗普时代要员。2021 年，在美国通胀指标大幅上行的情况下，其坚持跟随格林斯潘的脚步，主张通胀的“暂时性”，虽安稳了市场，但却直接导致了拜登支持率的下降。9 月开学季曾被认为是物价高位趋稳的观察时点，随着学生开学和疫苗接种，家长将更多地出来工作，填补劳动力缺口，修复被暂停的供应链。但美国 10 月份物价水平再创新高，CPI 同比增速达到 6.2%，引发了社会上下的抱怨和不满。高涨的需求产生了强烈的劳动力需求，引发了工资的快速上涨，这也引发美国经济学界的担忧，有陷入通胀-工资螺旋的危险。

图 3: 过热的美国经济



资料来源：太平洋证券整理，WIND

图 4: 批判性种族理论成为科学界潮流



资料来源：太平洋证券整理，MED数据库

在文化上，族裔冲突愈演愈烈。南部边境非法移民入境人数达到历史高点，边境执法人员的暴力执法正在酿成人道主义危机。同时“批判性种族理论（Critical Race Theory）”大行其道，该理论认为，美国有史以来，有色人种就遭到系统性的歧视，白人的成功无非是建立在对有色人种压迫和排斥的基础之上的。该理论的最鲜明的观点就是否认以《独立宣言》作为美国建国的开端，而以 1619 年第一艘黑奴运输船到达北美作为美国建国的开端。该理论影响力正迅速向科学界和经济学界蔓延。如批判性种族理论目前已成为医学届的主流研究方向之一，顶尖期刊《美国医学学会杂志（JAMA）》今年更是在 8 月以专刊刊载“医学和保健领域的种族和民族差异和不平等”的文章。

（三）民主党的应急回应

选情失利，民主党政权大受刺激，不得不立刻进行了一定程度的动作，以回应选民的不满。11 月 2 日弗吉尼亚选举失利；11 月 3 日，鲍威尔迈出了缩减 QE 的一步，宣布减少每月 150 亿美元的购债；11 月 5 日周五，众议院表决通过了基建法案。

国会一反常规在周五举行投票，暗示了情况紧急。国会一般周二至周四议事投票，以方便议员在周五到周一回到自己的选区经营选情。周一、周五召开投票会议具有非同寻常的意味，期望迅速通过基建法案以显示立法成果的重要性。会议本来准备一同表决基建法案和社会福利法案，但民主党温和派拒绝就社会福利法案进行表决，激进派亦毫不相让，同样拒绝单独就基建法案进行表决。会议僵持 7 个小时，到晚间双方终于各退一步，激进派同意先行通过了基建法案。作为回报，温和派承诺在国会预算办公室对社

会福利法案进行财务评估后，投票支持该法案。11月19日周四晚间，众议院召开会议就社会福利法案进行投票，本意是为周五各位议员回到自己选区经营选情让出时间，然而共和党领袖麦卡锡自晚间20点38分开始，连续发言8小时32分，于次日凌晨5时10分才结束，占多数的民主党议员这才精疲力竭地通过了议案，下一步议案将送交参议院，继续接受考验。

二、鸽派背后的政治动力学

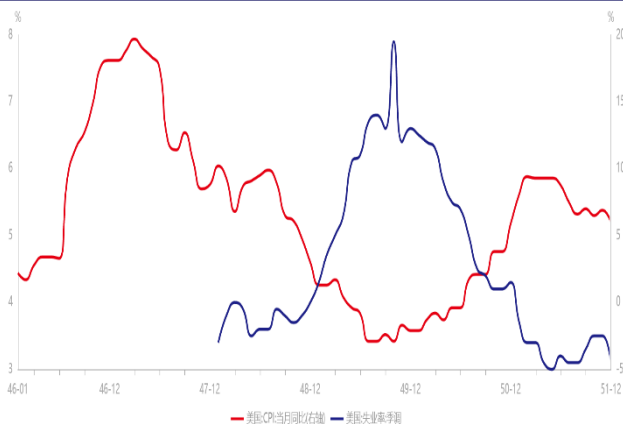
（一）民主党眼中的通胀根源：供应链断裂+报复性消费

7月16日，美国总统经济顾问委员会（CEA）发表了总统经济顾问塞西莉娅·劳斯（Cecilia Rouse）的文章，《历史上的通胀与今日通胀的相似之处（Historical Parallels to Today's Inflationary Episode）》，该文章系统性的阐述了民主党政权对于当前通胀的看法。

该文认为，目前的通货膨胀形势类似于1946-1948年的通胀，均是由于供应链断裂叠加报复性消费的结果。二战期间大量生产、运输能力被军方调用，同时战时管制也极大压抑了人们的消费需求。二战结束后，随着战时管制的结束，被压抑的需求迅速迸发出来，同时供应体系还没有切换到正常商品生产上，工业产出指数持续快速下滑，供需矛盾导致通胀高企，1947年的CPI同比高点达到19%。之后随着被压抑的消费需求逐步释放，供给体系也逐步切换到正常商品生产上，供需再次平衡压制通胀于1949年重回低位，甚至滑入了严重的通缩之中。

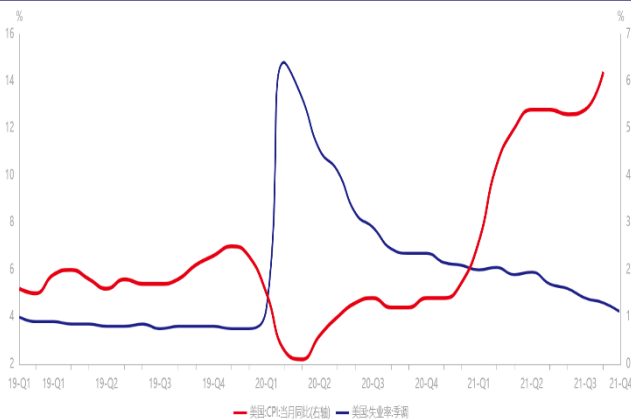
当前美国的形势与此类似，疫情犹如战争，大量的生产和运输能力都因此暂停，打断了供应链，同时疫情之下人们的消费需求被严重压抑。随着防疫政策的松动以及三轮财政补贴，被压抑的需求迅速爆发，叠加疫情的反复阻碍供应链的恢复，形成了短期的通胀压力。随着消费需求的释放与供应链的逐步修复，通胀将逐步消退，甚至有转化成通缩、经济迅速转入衰退的风险。二战后通胀变动的借鉴，也为美联储预期通胀的“暂时性”、迟迟不退出超宽松货币政策找到了合理的借口。

图 5: 46-47 年的通胀, 48-49 年转入衰退



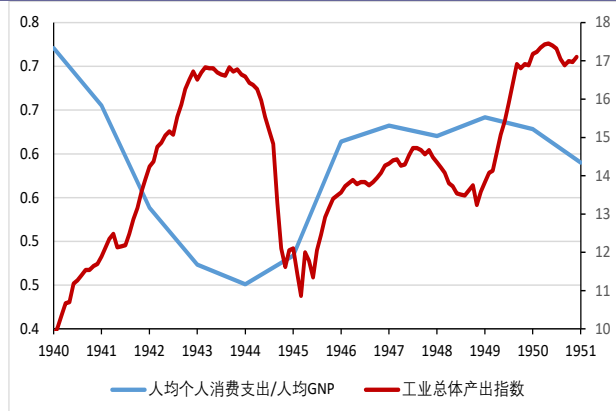
资料来源: 太平洋证券整理, WIND

图 7: 疫情后的通胀与失业



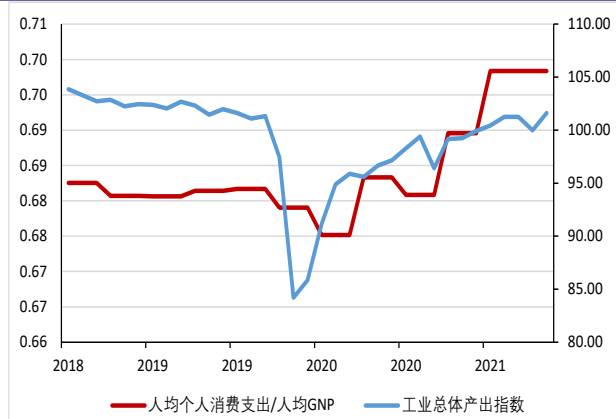
资料来源: 太平洋证券整理, WIND

图 6: 二战后:供应链重构+被压抑消费释放



资料来源: 太平洋证券整理, WIND

图 8: 疫情后的供需矛盾



资料来源: 太平洋证券整理, WIND

（二）民主党坚持不从 QE 解释通胀

供应链断裂+报复性消费的观点，意味着民主党政权是从实体经济方面解释通胀的。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30782

