宏观研究

走出货币宽松的“良夜”

—2022 年海外宏观经济展望

宏观年度报告 | 2021 年 12 月 21 日

报告摘要：

2021到2022：全球从错位复苏到错位退出宽松

2021 年，因全球防疫政策和疫苗接种速度不同，各经济体复苏速度形成错位，全球经济呈现“发达国家消费，中国生产”的供需错配特征。

2022 年，在一年的错位复苏后，各国由于经济复苏进度和通胀水平的不同，将迎来刺激政策的错位退出。**美国货币政策退出快于欧日，各国政策差在 2022 年将扩大。**

美国通胀和货币演绎：通胀告别低中枢，货币紧而不伤

通胀方面，两大因素将支撑美国通胀。第一，能源通胀向农产品传导，第二，紧俏劳动力市场带来的工资上行压力。美国通胀将从高位回落，但整体中枢仍高于疫情前。

货币政策方面，尽管 12 月会议宣布加速 Taper，但不代表提前加息。我们预计美联储将在 2022 年 Q3 迫于通胀压力进入加息周期，并可能在 Q4 继续加息。加息对中长端利率推升有限，不会对经济造成太大压制。

美国经济韧性的动力来源：居民部门信贷崛起

在“后财政补贴时代”，居民部门信贷的内生性扩张是 2022 年美国经济的关键词，房地产和居民消费将成为美国经济主引擎。

房地产方面，过去新开工住宅的不足和千禧一代强劲的购房需求构成了房地产市场的供需缺口，这一缺口将使 2022 年住宅销售增速高于疫情前水平。

居民消费方面，超额储蓄、工资性收入和消费信贷构成的“广义居民收入”将在财政悬崖时期（2021 年 Q3 开始）继续支撑居民消费。

欧日经济：货币宽松依旧，财政可以期待

受疫情和自身经济修复进度限制，欧日货币宽松在 2022 年很难退出。预计欧央行将在 2022Q2 开始温和 Taper，日本货币政策则保持平稳。

财政政策或将在 2022 年支撑欧日经济。欧洲复兴基金拨款以及德国“信号灯联盟”主推的大规模财政刺激或可推动欧洲财政脉冲。而岸田文雄力推的大规模财政刺激将刺激日本消费与企业投资等内部需求，支撑日本经济。

风险提示

美联储加息节奏超预期，疫情持续时间超预期，地缘政治风险。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：谭浩弘

执业证号：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

目录

内容提要 3
一、2021 年全球经济回顾：错位复苏下的供需错配 5
二、美国物价判断：告别低中枢 8
三、美国货币流动性：急缩减缓加息 10
四、美国房地产：供需缺口 14
五、美国居民消费：收入填补财政悬崖 18
六、其他经济体展望：如何逃离自己的影子？ 20
风险提示 22
插图目录 23

内容提要

2021 年，因疫情导致的错位复苏使全球经济呈现“发达国家消费，中国生产”的供需错配特征。这种供需错配不仅被各国偶然性的大规模政策刺激所强化，且因上游行业长期资本开支不足和各国劳动力结构的变迁，有着独特的历史必然性。

2022 年，从错位复苏到错位退出宽松，这是由于经济复苏进度和通胀水平的不同。

美国通胀：告别低中枢。2022 年美国通胀由两个因素推动，**第一，能源通胀传导至农产品价格。**这主要通过提高农产品作为生物能源的替代需求，和提高农产品自身的种植成本两个途径传导。**第二，工资上行压力。**历史高位的劳动力紧缺叠加老年人退出劳动力市场将推高美国工资增速。另一方面，补库周期推动的企业资本开支也是工资上行的驱动力。

我们预计 2022 年美国通胀将从高位回落，但整体中枢仍高于疫情前。在中性假设下，2022 年 12 月 CPI 同比增速为 3.39%，全年中枢在 4.5%左右。

过高的通胀将成为美联储货币政策的掣肘，我们预计美联储将在 2022 年 3 季度开始加息，2022 年或加息两次。

美国货币政策：急缩减，缓加息。提前结束 Taper 的表述并不改变美联储眼中通胀的“事件性”本质，我们认为联储在“事件性”通胀表态之下，至少不会在疫情回到低位（如日均新增确诊稳定在 1 万例以下）前加息。参考 delta 病毒从爆发到回落大约 2 个季度的周期，那么本轮 O 型病毒流行大概在 2022 年 2 季度得到限制。我们预计美联储将在 2022 年 3 季度迫于通胀压力进入加息周期，并可能在 4 季度继续加息。

欧日货币政策：宽松依旧。

欧洲方面，受制于疫情的反弹以及各成员国经济复苏进度不均衡，欧央行宽松货币政策的退出难度将增大。我们预计在 2022 年 3 月欧央行结束 PEPP 后，将创设另一资产购买计划，或增加原有的 APP 计划规模进行过渡以保持欧元区的金融稳定。2022 年欧元区所有资产购买计划的平均购债速度在 500 亿欧元/月左右。

日本方面，由于经济各部门离疫情前水平的缺口仍然较大，货币政策料将保持平稳。

实体经济方面，居民部门信贷的内生性扩张是 2022 年美国经济的关键词，房地产和居民消费将成为美国经济主引擎。尽管政策收紧，但利率上行幅度不大（原因见后文）。同时，金融危机后，美国居民部门杠杆率经历了长达十余年的下降，处于历史低位。这正是我们重点关注美国消费和房地产的原因。

美国房地产：供需缺口。美国地产供需缺口主要体现在三个方面。首先，疫情期间美国民众的逆城市化倾向严重推升现房需求，现房低库存制约销售。第二，近年来美国新开工住宅数量未能弥补新增家庭缺口。第三，千禧一代的强劲购房需求将持续支撑美国房地产市场。明年美国住房销售增速可能很难重现 2020 年下半年的水平，但仍会高于疫情前的平均值，强劲的住宅销售将带动房地产投资。

美国居民消费：收入填补财政悬崖。虽然从 2021 年三季度开始，美国居民收入已经经历“财政悬崖”而暴减，但此前积累的大量超额储蓄将成为消费的缓冲垫。经我们测算，美国居民超额储蓄规模在 2.4 万亿美元左右。同时，紧俏的劳动力市场带来的高工资增速也是居民收入的另一支柱。在收入提高后，疫情期间低迷已久居民消费信贷也随之反弹。**因此，超额储蓄、工资性收入和消费信贷构成的“广义居民收入”将支撑居民消费。**

2022 年主要国家的政策差将拉大，这是我们对资产价格判断的基础。

资产价格：资金流入支撑强美元和强美债。

美债方面，财政赤字下降和海外宽松货币政策外溢性将压制美债利率。2022 年末 10 年期美债利率或收于 1.75-1.85%区间。

长端美债利率上行动力不强原因之一是财政部债券供给降低。2022 年美国财政赤字将较 2021 年大幅下降，债券供给的减少对冲了 Taper 带来的债券需求降低。另外，债务上限打开后，财政部短债发行也将被天量逆回购存款对冲。

海外资金流入是压制美债利率的另一主要因素。现在和 2014 年美联储 Taper 时的情形有一定相似之处，即美国货币政策正常化节奏领先于以欧日为首的发达国家，海外央行货币宽松的外溢性将持续向美债利率施加下行压力。

美元方面，高位的美欧利差以及跨境资产再平衡将在 2022 年继续助推强势美元。美元指数 2022 年走势大概率呈现倒 V 型，我们预计 2022 年上半年美元指数在 99-100 区间波动，下半年小幅回落至 96-97 区间。

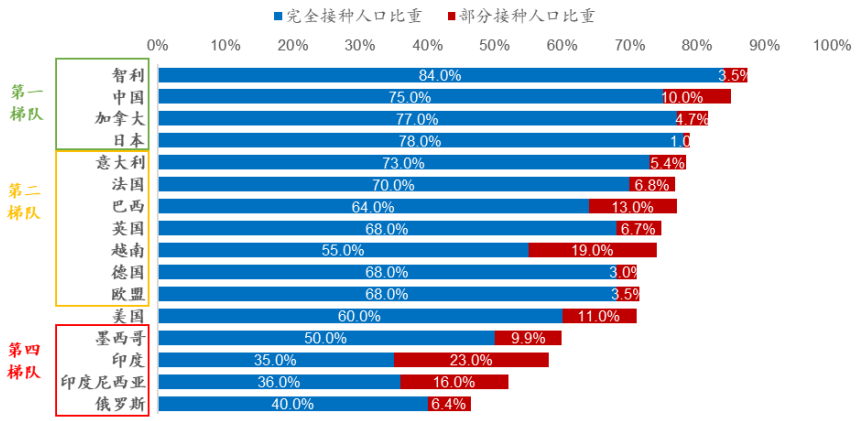
历史上当外汇对冲美德利差显著高于零且美欧央行扩表速度差下降的时候，美元均呈现升值态势。我们认为当前宏观环境与 2014H2 类似，即美国 taper 推进的同时欧洲仍继续进行资产购买。2022 年美元仍将保持强势，但因 2022 年 3 月份后欧央行也会开始缓慢降低资产购买规模，下半年美国加息将使跨境套息交易放缓，美元升值幅度将不如 2014 年。

一、2021 年全球经济回顾：错位复苏下的供需错配

全球错位复苏下的供需错配是 2021 年全球经济的主题。

由于防疫政策和疫苗接种速度不同，全球各经济体经济恢复速度形成错位，呈现中国>发达经济体>新兴国家的格局。目前在疫苗接种比重上大致呈现四个梯队。第一梯队为中国、加拿大和日本等疫苗接种覆盖率极高的国家；第二梯队为欧洲国家，距离群体免疫仅一步之遥；第三梯队为美国；第四梯队为大部分新兴经济体，疫苗接种处于起步状态。疫苗接种水平和未来经济修复增速将呈现正相关关系。

图1：全球疫苗接种情况



资料来源：Our Wolrd in Data，民生证券研究院

在全球价值链的分工中，欧美发达经济体是主要的需求国，新兴国家和中国则是主要的生产国。由于欧美和中国率先从疫情中走出，全球供需错配严重，且美国的大规模财政刺激进一步加深了供需错配的现象。疫情后美国政府进行了多轮大规模的财政补贴，美国居民收入大幅增加。且因疫情原因，美国居民消费结构向商品消费倾斜，这进一步加剧了全球范围内的商品供需错配。另一方面，因为其他新兴国家普遍受困于疫情，中国产能吸收了大量欧美国家的需求，出口增速在疫情后快速上升且一直维持在高位水平。

图2：美国商品消费增速远高于疫情前水平 （%）

资料来源：Wind，民生证券研究院

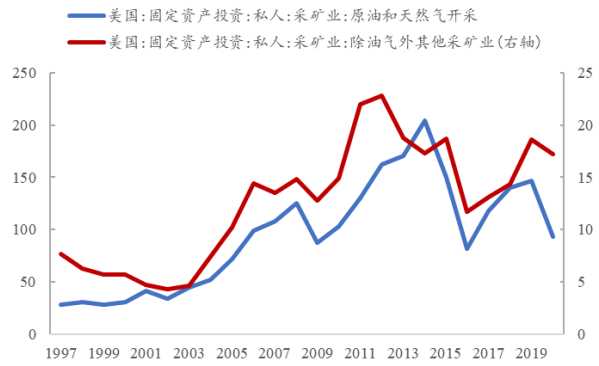
图3：中国出口增速疫情后维持高位（%）

资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情冲击后各国刺激政策带来的需求脉冲式增长可能是偶然因素，但供需错配背后的供给短缺却有着历史必然性。

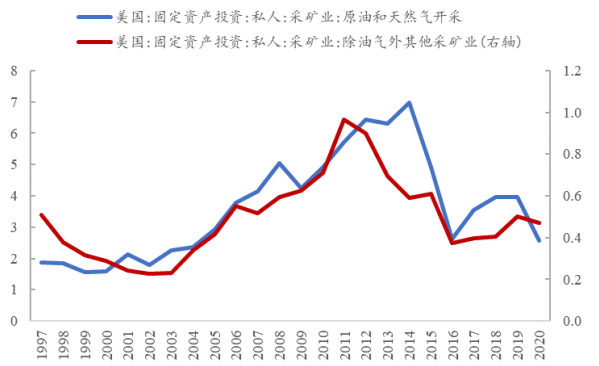
第一，大宗商品短缺的背后是长期的资本开支不足。2008 年金融危机后大宗商品价格同样因大规模刺激政策暴涨，后相关行业资本支出大幅增加。且由于金融危机前上游“旧经济”行业资本支出一直呈现上升趋势，潜在产能较高，大宗商品价格很快在 2011 年随着全球经济的回落而崩盘。2011 年后美国上游行业资本开支便开始了下行的趋势，同时美国固定资产投资转向以知识产权投资为主的“新经济”，上游行业固投占美国固投的比重在 2011 年后也不断的下滑。从资本开支到产能形成并非短时间就能完成的，过去十年的资本开支不足问题让当下的供需错配问题短期内难以消除。

图4：美国采矿业资本支出（十亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

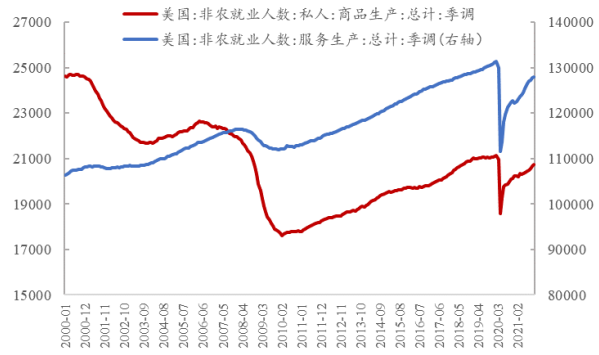
图5：美国采矿业固投占经济体总固投比重（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

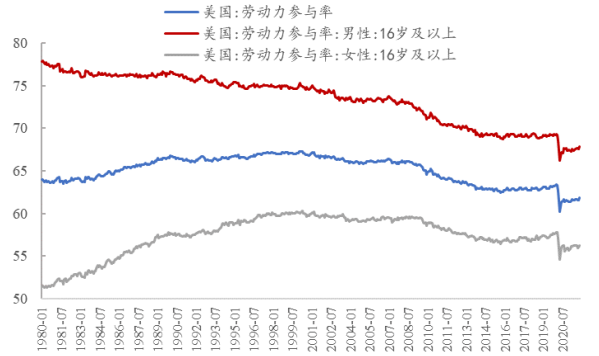
第二，供给端缺乏弹性的另一原因是劳动供给的不足，美国就业向服务业集中以及人口老龄化是劳动力短缺的深层原因。2008 年后美国劳动力就业向服务业集中，其后果是中低收入人群比重增加，**社会整体薪酬增速降低，且产业链向海外转移。**另一方面，近 30 年来女性劳动参与率已经成为美国劳动参与率的主要拉动项，金融危机后美国总体劳动参与率因为婴儿潮一代到达退休年龄而快速下降。**无巧不成书，疫情对服务业中低收入群体、女性和老人造成的冲击更高。**政府为了救助中低收入群体发放的财政补贴又对其就业意愿雪上加霜，因此疫情后美国劳动参与率一直难以恢复。

图6：金融危机后美国就业向服务业集中 （千人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：劳动参与率因多层人口因素疫情后保持低迷（%）



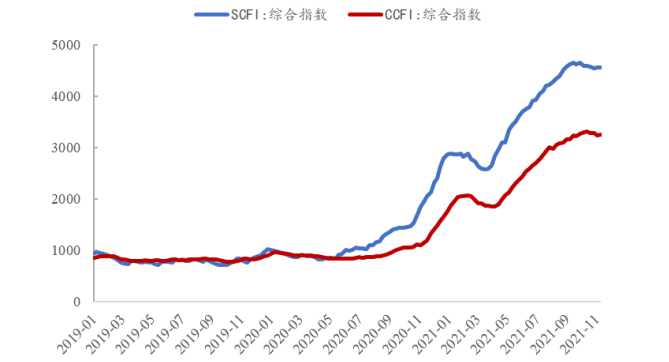
资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情分化和供需错配导致了两个典型问题，第一是全球供应链瓶颈，最为典型的是塞港和汽车缺芯问题。

以美西航线为例，由于疫情分化，全球产品供应集中于中国，叠加美国需求旺盛，去往洛杉矶的船只明显增多。供需错配对航运紧张有两重影响，第一，因中美贸易严重不平衡，发往美国货物远远大于发往中国的货物。船只为了缩短航运时间，倾向于空船返回中国，美国港口内空箱不断累积。第二，因为疫情原因，美国港口工人和卡车司机未完全复工。这大大增加了船只在港口的滞留时间和集装箱运离港口的时间，进一步降低了港口的工作效率，形成恶性循环。

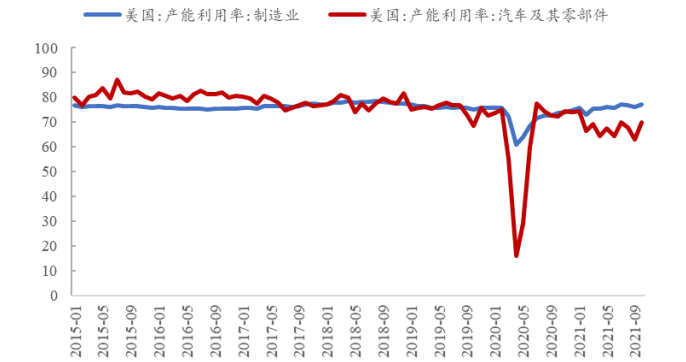
缺芯问题源于半导体芯片产业链的全球分工，只要某一环节受疫情冲击供给不畅，就会产生缺芯问题。可以看到，当前美国汽车工业产能利用率恢复大幅落后于制造业整体恢复进程。

图8：运价指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

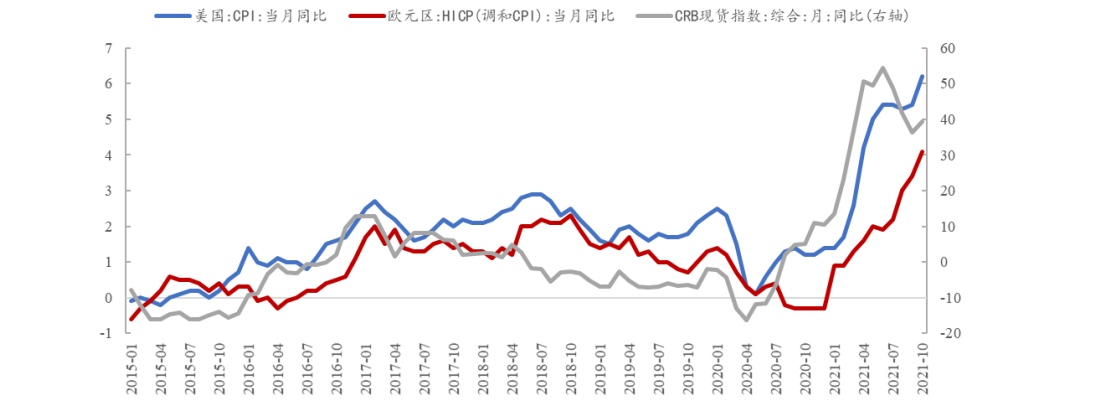
图9：美国汽车工业产能利用率恢复落后于制造业（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二个问题是全球物价的飞涨，供需错配是根本原因，供给链瓶颈恶化了这一问题。受大宗商品价格的拉动，欧美通胀水平均处于历史高位且未见拐点。在成本与需求的故事外，由于供应链问题，各环节交货时间较疫情前大幅延长，销售终端供需错配的问题雪上加霜。

图10：欧美通胀随商品价格大幅飙升（单位：%）

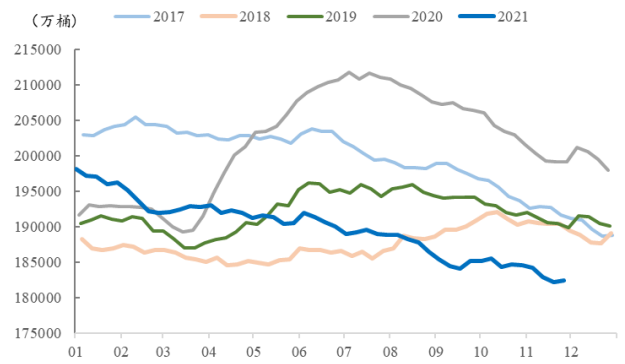


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、美国物价判断：告别低中枢

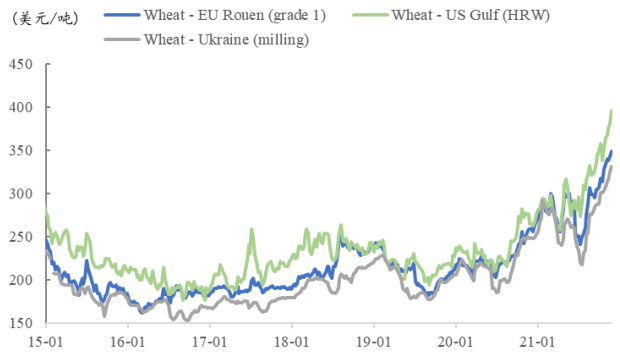
能源价格向农产品价格的传导是明年海外通胀的重要线索。海外能源方面，2021 年 OPEC 增产较为克制，美国原油的产量上行幅度也不够快，因此原油价格在明年上半年前可能高位运行。下半年可能随着全球交运需求增速放缓，供给不断增加，价格可能回落。天然气价格节奏方面遵从季节性的表现，但是绝对库存较低，价格中枢可能高于近几年平均水平。海外农产品则面临来自能源价格高企的双重挑战。第一重，原油价格高企，农产品（如糖、玉米）转为生物柴油的需求将被提高；第二重，天然气价格极高，助推化肥价格走高，抬升种植成本。此外，我们担忧极端天气（如干旱）有可能会引发相关农作物的单产下滑，进而导致供给明年的农产品供应增速下滑，例如欧洲小麦、大麦、加拿大菜籽等。

图11： 美国原油库存



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12： 海外部分谷物价格上涨近几年新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

紧俏的劳动力市场带来的工资上涨压力是通胀的另一重要线索。财政补贴提振了总体需求，但却打击了中低收入者重回就业市场的积极性。同时在疫情担忧下越来越多老年劳动力选择退休，这进一步加剧了美国就业市场的供需错配问题。**2021 年 9 月美国在招岗位填补所需月份（在招非农岗位与当月雇佣人数的比值）录得历史最高值 1.6 个月，这显示当前美国劳动力市场极为紧俏。**疫情后专业服务业（金融、计算机等）等中高收入行业复苏更快，而中低收入群体集中的住宿餐饮等面对面服务业就业复苏更慢。劳动力供需的结构性不均衡使中低

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_31584