

2022 年下半年海外宏观展望

相对市场表现

——战争、病毒与通胀

要点：

➤ 战争、病毒与通胀是2022年的三个关键词

新冠大流行和俄乌冲突可能正在塑造着一个完全不同的未来世界，危和机并存，环境变化将再次对人类社会的生成和演化产生重大影响。从更长历史的角度看，大国战争发生的时间比例总体在不断下降。俄乌冲突打破了世界的平静，或影响深远。新冠对世界的影响正在褪去，新冠大流行最糟糕的时刻或已过去。全球大通胀还要持续一段时间，世界主要国家2022年普遍仍受通胀困扰。

➤ 美联储加息缩表，货币政策转向中性，或不及市场预期

我们预期到2022年底美联储会加息到2.25%到2.5%之间，货币政策将转为中性。美联储的加息或不如当下芝加哥商品交易所利率期货所显示的那样激进。本年的缩表规模为5225亿美元，和我们之前预期基本一致，相当于一次额外的加息。

➤ 美国财政刺激也在退出，或有助通胀回落

2022年一季度美国财政支出1.36万亿美元，较2021年一季度同比下降了33.1%。2022年全年的财政支出或为5.6万亿美元左右，将较2021年同比下降19%。

➤ 美国经济仍未完全修复疫情损失，加息或有所顾忌

通胀的拐点将至，加息迫切性或下行。核心PCE通胀3月已经出现小幅回落，到2022年底，核心PCE通胀或可回落到4.1%。非核心通胀主要仍由能源价格上涨驱动。短期通胀预期上行，长期通胀预期仍稳定。我们预期美国经济2022年增速为2.5%到3%之间，略高于2%的潜在增速，经济仍在恢复中还未赶上疫情前趋势。劳动力市场持续向好，非农就业人数到2022年底大概率能够恢复到超过疫情前水平。

➤ 欧洲央行或即将结束宽松，日本央行继续按兵不动

欧洲央行货币政策迫于通胀压力可能提前退出宽松。大概率在第三季度初结束资产购买，今年加息可能性很大。日本的货币政策大概率仍然维持宽松，核心通胀预期仍低于1%。

➤ 风险提示

地缘政治风险超预期，疫情反复超预期，通货膨胀超预期

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《平衡的艺术》— 2022.04.17

2、《出口环比显著恶化，货币持续宽松可期》— 2022.04.14

3、《狼来了吗？利差倒挂、缩表和经济衰退》— 2022.04.13

正文目录

1.	战争、病毒与通胀是 2022 年的三个关键词	3
1.1.	战争：俄乌冲突或影响深远	3
1.2.	病毒：新冠最糟糕的时刻或已过去	3
1.3.	通胀：世界主要国家均遭遇通胀	4
2.	美国：美联储加息缩表	5
2.1.	美货币政策将转中性，或低于市场预期	5
2.2.	美财政刺激也在退出，或有助通胀回落	8
2.3.	美经济仍未完全修复，或加息有所顾忌	9
3.	欧洲或将结束宽松，日本继续按兵不动	18
3.1.	欧洲或在年底开始加息	18
3.2.	日本大概率仍继续宽松	18
4.	风险提示	19

图表目录

图表 1：大国战争的年份占比（1500-2015）	3
图表 2：新冠确诊数	4
图表 3：G20 国家通胀	4
图表 4：美联储历次加息周期的比较（加息开始月为=0，单位%）	5
图表 5：2008 年周期加息的投票情况	6
图表 6：2 年量化宽松总量(万亿美元)	6
图表 7：本轮缩表节奏（单位：亿美元）	7
图表 8：美联储上轮缩表节奏（单位：亿美元）	8
图表 9：10 年期美国国债期限溢价和美联储国债资产	8
图表 10：美国一季度财政支出和同比变化（单位：万亿美元）	9
图表 11：美国年度财政支出总额（单位：万亿美元）	9
图表 12：CPI	10
图表 13：PCE	10
图表 14：核心 PCE 通胀	10
图表 15：CPI 分项	11
图表 16：通胀预期	11
图表 17：核心 PCE 预期	12
图表 18：PCE 预期	12
图表 19：全球集装箱班轮准班率	12
图表 20：商品/服务消费比	13
图表 21：个人消费支出结构变化(2019=100)	13
图表 22：商品和服务的价格变化	13
图表 23：美国制造商、批发商和零售商库存（单位：亿美元）	14
图表 24：零售库存结构	14
图表 25：美国实际 GDP	15
图表 26：非季调实际 GDP 和同比增长（单位：万亿美元）	15
图表 27：美国经济潜在增速	16
图表 28：2022 年美国经济增速预测	16
图表 29：美国非农就业人数（单位百万人）	17
图表 30：美国非农就业分行业（单位万人）	17
图表 31：欧元区通胀	18

1. 战争、病毒与通胀是 2022 年的三个关

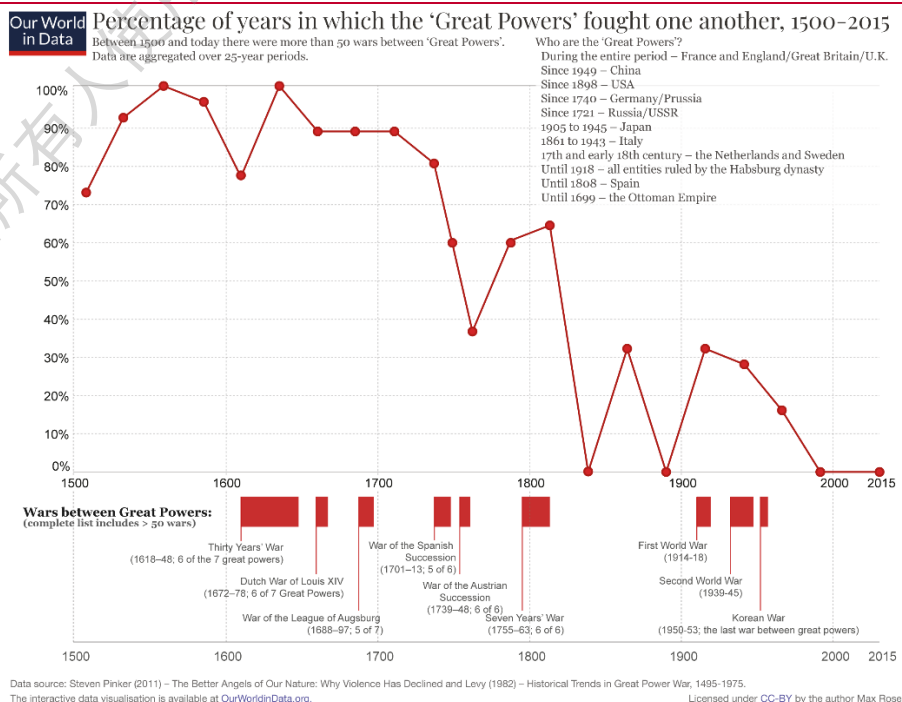
关键词

1.1. 战争：俄乌冲突或影响深远

战争、病毒与通胀成为了 2022 年全球经济无法绕开的三个关键词。一方面战争、病毒与通胀扰乱了全球经济，但另一方面正如在《枪炮、病菌与钢铁：人类社会的命运》中贾雷德·戴蒙德所指出的那样，环境对于人类社会的生成和演化有着非常重大的影响，新冠大流行和俄乌冲突可能正在塑造着一个完全不同的未来世界，危和机并存。

虽然从更长历史的角度来看，大国战争发生的时间比例总体是不断下降(见下图)，但俄乌战争的发生还是打破了当下世界的平静，或对中国以及整个未来世界影响深远。2022 年 2 月 24 日，俄罗斯总统普京决定在顿巴斯地区进行特别军事行动，俄乌战争正式打响。战争的直接影响除了让俄罗斯和乌克兰的经济陷入困境，也拖累了世界经济，同时战争还推高了大宗商品价格和通胀。IMF 在其 4 月最新世界经济展望报告中，预计 2022 年、2023 年全球经济增速均为 3.6%，较 1 月预测值分别下调 0.8 和 0.2 个百分点。

图表 1：大国战争的年份占比（1500-2015）



来源：Our World in Data，国联证券研究所

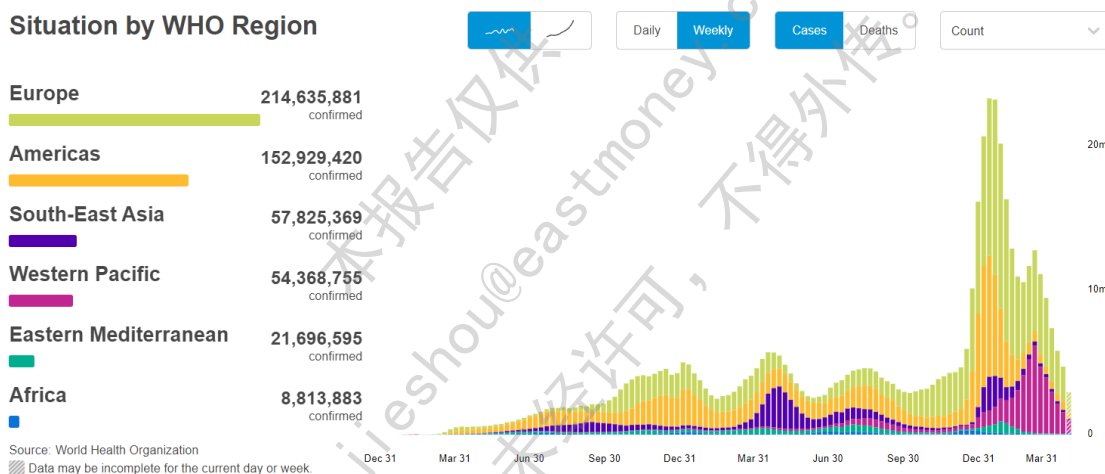
1.2. 病毒：新冠最糟糕的时刻或已过去

2020 年开始的新冠疫情仍然对经济和供应链形成限制，但这种影响正在逐渐消退。全球新冠确诊数距离其最高峰已经明显回落，全球疫情最糟糕的阶段或已经成为

过去时。美国顶级传染病专家安东尼·福奇博士 4 月底时表示，美国可能正在退出 2019 冠状病毒疾病的大流行阶段，2019 冠状病毒疾病大流行最糟糕的日子可能已经过去。

同时，虽然大流行最糟糕的日子可能已经结束，但是新冠病毒并没有被消灭。和新冠病毒的斗争仍将继续，定期接种疫苗，戴口罩等防护措施或将在未来很长时间内持续。

图表 2：新冠确诊数



来源：世界卫生组织，国联证券研究所

1.3. 通胀：世界主要国家均遭遇通胀

疫情的冲击，叠加俄乌冲突，对经济最大的影响之一，就是全球大通胀。美国和欧盟的几个发达国家都在经历近三四十年未见的高通胀，而土耳其和阿根廷等新兴国家则正在经历超级通胀。相反，通胀冲击影响较小的国家是少数，如中国、日本、印尼、沙特等。随着疫情影响的逐渐回落，到 2022 年底全球通胀或将略微回落，但俄乌冲突对能源和世界粮食市场的冲击或将持续一段时间。

图表 3：G20 国家通胀¹

国家	通胀	近n年最高	国家	通胀	近n年最高
美国	6.6%	40	俄罗斯	16.7%	7
中国	1.5%	0	巴西	11.3%	19
日本	1.2%	4	澳大利亚	5.1%	21
德国	7.4%	30+	墨西哥	7.6%	21
英国	7.0%	31	印尼	2.6%	2
印度	7.0%	8	土耳其	61.1%	20
法国	4.8%	30+	沙特	2.0%	1
意大利	6.2%	25+	阿根廷	55.1%	30
加拿大	6.7%	39	南非	6.2%	5
韩国	4.1%	24			

来源：Wind，国联证券研究所

¹ 数字有+的国家为 Wind 有数据以来最高。

2. 美国：美联储加息缩表

2.1. 美货币政策将转中性，或低于市场预期

➤ 美联储持续加息，前鹰后鸽

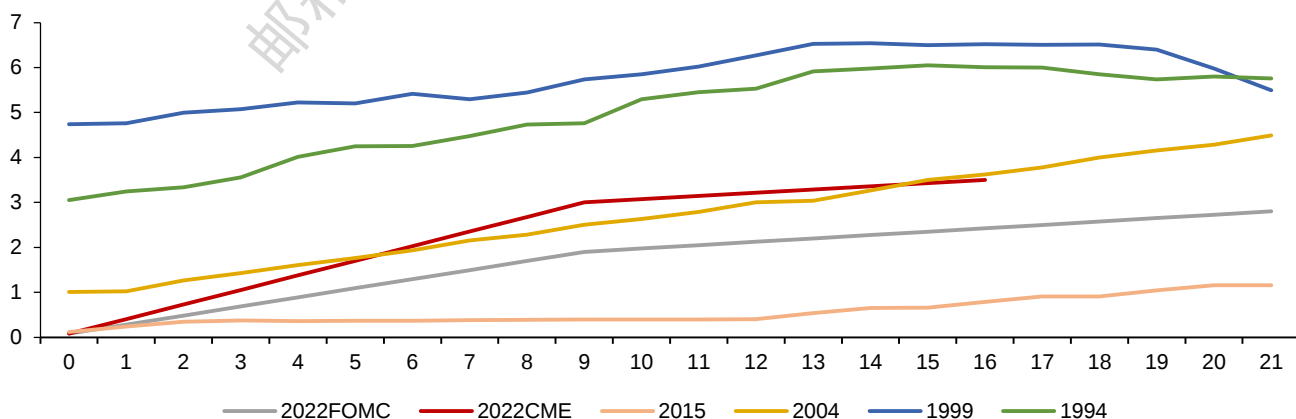
美联储 3 月份开启了本轮的加息周期，5 月份的美联储议息会议加息了 50 个基点。在 5 月会后的新闻发布会上，鲍威尔表示，FOMC 认为，未来两次货币政策会议各加息 50 个基点是可能的，但其并没有积极地考虑单次加息 75 个基点的可能性。

本轮周期美联储即要面对如何尽快控制高企的通胀，又同时面对如何维持经济在受到疫情重创后持续恢复、实现软着陆，以及如何在金融市场位于高位运行时不造成市场动荡，货币政策面对艰难的选择。

我们预期到 2022 年底美联储会加息到 2.25% 到 2.5% 之间，根据美联储 2022 年 3 月经济预期概要(SEP)中的长期联邦基金利率为 2.4%，美联储 2021 年 12 月经济预期概要(SEP)中的长期联邦基金利率为 2.5%。大家一般认为经济预期概要(SEP)中的长期联邦基金利率是美联储对中性联邦基金利率水平的预测。按照我们目前对美联储加息的预测，美联储大概在 2022 年底会加息到中性利率附近，实现货币政策刺激效应的退出。

我们认为美联储的加息或不如当下芝加哥商品交易所利率期货所显示的那样激进，一方面是通胀随着供给因素的缓解下半年或进入下行通道，另一方面经济的复苏仍不完全，过去两年平均的美国实际 GDP 增速其实只有 1%，低于美国经济的潜在增速²。对美国经济状态的判断正是我们关于美联储政策路径预测的主要依据，关于美国经济状况的详细分析参见 2.3 章节。

图表 4：美联储历次加息周期的比较（加息开始月为=0，单位%）



来源：美联储，国联证券研究所

美联储加息时的投票结果显示，美联储在加息前其内部需要达成共识，加息的实际决策要在共识下推进。5月加息的投票为全票通过；3月加息投票是以 8 比 1 通过，也就是说加息 25 基点是在达到了绝对多数才付诸实施的。我们观察上一次加息周期

² 关于 2022 年下半年通胀和 GDP 的走势在后文会有更详尽的论述。

时候的投票也可以看到加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

图表 5：2008 年周期加息的投票情况

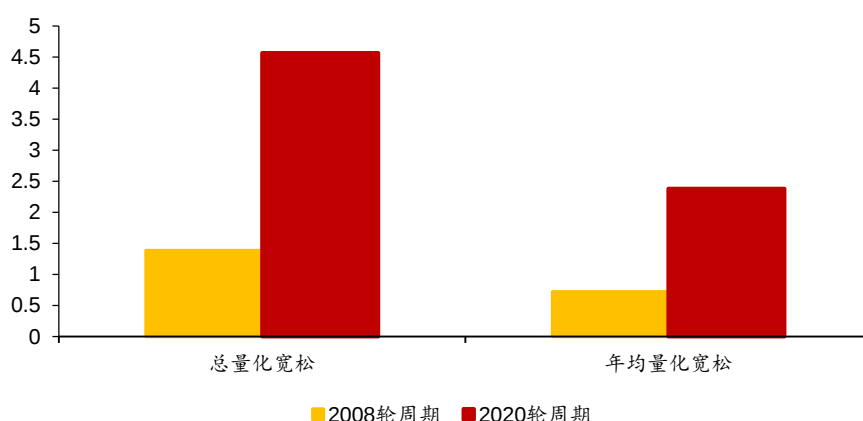
时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

来源：美联储，国联证券研究所

➤ 美联储即将缩表

美联储在加息的同时也将逐步退出其非常规货币政策。美联储在 2020 年疫情之后进行了史无前例的量化宽松，美联储的资产负债表从 2020 年 3 月约 4.3 万亿美元增加到 2022 年约 8.8 万亿美元，总共增加了大约 4.6 万亿美元。

图表 6：2 年量化宽松总量(万亿美元)



来源：Wind，国联证券研究所

美联储 2022 年 1 月开始缩减每月的购债规模，到 3 月正式结束了量化宽松，接着很快将开始反向退出量化宽松，美联储将逐步缩减所持有的国债和 MBS 等，即所谓缩表。美联储在 1 月会议后，公布了名为“缩表原则”的公告，公告中表示本轮缩表方式仍主要为被动缩表，即逐步减少债券到期再投资的数量，从而逐渐缩减美联储

持有的国债和 MBS 等。

美联储表示改变政策利率仍然将是调整货币政策立场的主要方式，而证券持仓的规模只会保持在高效及有效执行货币政策所需的水平，目前的水平是高于该水平的。5 月会议明确美联储会继续现在的充足准备金模式，所以最终资产负债表的规模仍会显著大于 2008 年金融危机前稀缺准备金的时代。

目前看保守估计缩表总体规模至少会在 4 万亿美元左右，以 950 亿美元每月的速度估计大概会持续 3 年左右的时间。

长远来看，美联储计划 SOMA (System Open Market Account) 内主要持有美国国债，从而可以最大限度减少美联储持有经济体内各行业债券配置的影响。另外，由于 MBS 的到期时间较长，美联储也考虑可能主动出售 MBS 来降低其持仓。

3 月份美联储会议纪要里面透露本轮缩表的速度上限可能是 950 亿美元。缩表的逐渐加速将分阶段实现，但是并没有完全明确怎样在三个月或者更长一点时间内将缩表规模从零增加到 950 亿美元。

5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表，本次缩表的加速节奏，初始阶段每月最多缩减 475 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。如下图所示，在今年底达到最高速度。本年的缩表规模为 5225 亿美元，和我们之前预期基本一致。我们在 3 月议息会议之后的点评《加息落地，缩表临近，前鹰后鸽》中就已经指出今年缩表的规模可能在 4000 亿至 5000 亿美元左右，相当于一次额外的加息。

图表 7：本轮缩表节奏（单位：亿美元）

时间	国债	MBS	合计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
总计	3300	1925	5225

来源：FOMC，国联证券研究所

我们之所以估计本年的缩表规模在 4000 亿至 5000 亿美元左右，主要的依据来自鲍威尔在 3 月会议后的新闻发布会上透露本轮缩表在今年大约相当于一次额外的加息。根据我们的估计这意味着今年的整体缩表规模在 4000 亿至 5000 亿美元左右。

结合美联储加息的节奏，缩表和加息的效果合起来意味着到 2022 年底美联储的货币政策将从宽松变成略微紧缩的状态。

作为对比和参考，上一轮缩表周期（2017 年 10 月-2019 年 9 月），开始时美联储持有 2.47 万亿美元国债以及 1.77 万亿美金的 MBS，其缩表高峰期速度为每月 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS，月总计 500 亿美元，整个缩表总计减少了约 6 千亿美元。具体的缩表节奏见下图。

图表 8：美联储上轮缩表节奏（单位：亿美元）

时间	缩表方式	国债量	MBS量	合计	速度变化	备注
2017年10月	被动	60	40	100	加速	每3个月速度增加一倍
2018年10月	被动	300	200	500	匀速	速度触顶
2019年5月	被动	150	200	350	减速	部分MBS到期转国债
2019年9月	被动	0	0	0	停止	总共缩减约6000亿美元

来源：Wind，国联证券研究所

➤ 缩表或将继续推高美国长端利率

基于 Kim 和 Wright（2005）的三因素无套利期限结构模型可以把 10 年期国债的收益率分解为远期利率和期限溢价。这样得到的 10 年期国债期限溢价在美联储量化宽松之前的时间内都为正，在量化宽松之后出现了较长时期的负值。目前 10 年期国债期限溢价位于 0 附近，相对于 2000 后的均值 0.9% 还低了 90 个基点。当美联储开始退出其量化宽松，缩表的影响会让收益率曲线变得更陡峭，这个效果将在未来几年中逐渐显现。

图表 9：10 年期美国国债期限溢价和美联储国债资产



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_41267

