

年度策略

反转之年——2022年海外宏观展望

回顾 2021 年，全球资本市场的交易逻辑依次围绕“经济复苏-通胀抬升-政策收紧”来进行。站在当前时点，全球经济已过了复苏最快的阶段，通胀压力已经接近峰值，同时资产价格对高通胀和政策收紧的预期已经反映得非常充分。展望 2022 年，我们认为全球经济和资产价格将迎来一系列反转，具体包括如下 7 个方面。

反转一：全球经济由复苏转为放缓。目前疫情对全球经济活动的影响已经明显减弱，并趋于常态化，即便后续全球疫情完全消退，也难以对经济形成显著提振。景气指标显示，全球经济已呈现出触顶迹象，2022 年大概率持续放缓。美国经济已从三季度开始放缓，除疫情反弹和供应制约外，更多反映的是内生性因素，2022 年大概率持续放缓。我们预计 2021 全年美国实际 GDP 同比为 5.5%，2022 年将降至 4.0% 左右。

反转二：通胀预期由上行转为下行。2021 年全球通胀持续大幅抬升原因主要有两个，一是能源价格上涨，二是供应瓶颈。能源价格方面，全球经济放缓和冬季过后，原油需求将会回落；同时，全球原油产量虽然未必能恢复至疫情前，但继续回升是确定性方向，因此 2022 年全球原油供需缺口趋于持续收窄，油价趋于回落，或者至少不会再继续大幅上涨。供应瓶颈方面，美国消费需求已经见顶，而全球工业生产仍在修复，同时物流状况也有望逐步改善，因此消费供需缺口已经开始收敛。根据我们的测算，到 2022 年底，美国 CPI 同比有望回落至 2%-3%。

反转三：加息预期由升温转为降温。截至 11 月 11 日，市场隐含的 2022 年美联储加息次数为 2.5 次，首次最快在 6 月。近期加息预期快速升温，主因能源价格上涨引发通胀预期大幅抬升。回溯历史，美联储每一轮加息周期开启时，美国 CPI 同比和 PMI 至少有一个在上升，而 2022 年二者大概率是同步向下。我们判断，2022 年初开始，随着美国 CPI 和 PMI 出现明确拐点，市场加息预期大概率降温。若美国经济和通胀符合我们的判断，美联储 2022 年加息 1 次是大概率事件，时点可能在 9 月或更晚。

反转四：中美关系由缓和转为趋紧。近期美国释放出扩大关税豁免的信号，引发对中美关系回暖的预期。我们在年初就已经提示，2021 年中美关系可以偏乐观，原因在于民主党控制国会两院的情况下，拜登政府的主要精力将放在内政方面。2022 年 11 月将迎来美国国会中期选举，拜登对华政策的立场将主要服务于中期选举诉求。目前民调显示拜登支持率十分不理想，且大部分美国民众支持对华更加强硬。鉴于此，我们认为 2022 年中美关系大概率会比 2021 年明显趋紧。

反转五：美元指数由震荡转为上涨。2020 年下半年至今，美元指数始终在 89-95 的区间波动，处在 2015 年以来的低位。2022 年全球经济放缓，美国经济相对强势，将支撑美元走强。但由于本轮美联储的收紧节奏较为落后，美元指数上涨空间有限。我们预计 2022 年底，美元指数将升至 98 以上，高点可能破 100。美元指数走强叠加中美关系趋紧，2022 年人民币汇率趋于贬值，但压力不会太大。此外，美元走强叠加全球流动性收紧，经济基本面较差的新兴市场可能面临资本流出的压力。

反转六：美债利率由上行转为下行。美债名义利率和实际利率均会受到经济、通胀预期、货币政策、流动性等因素的影响，但通胀预期对二者影响方向相反，其他因素影响方向相同。2022 年基准情景为，美国经济延续放缓、通胀预期回落、加息预期降温、流动性由过剩转为平衡。在此背景下，美债名义利率大概率温和下行，实际利率（TIPS 收益率）则趋于上行。美元走强叠加实际利率上行，黄金大概率继续下跌。

反转七：美股走势由上涨转为调整。我们观测了 4 种不同视角的估值指标，包括各类市盈率、相对货币供应量估值、相对利率水平估值、相对经济体量估值，目前均显示美股处于明显高估状态，当前估值水平难以支撑美股继续大幅上涨。此外我们回溯历史发现，美股存在明显的“加息效应”，即：每一轮美联储加息周期起点的前后 6-10 个月，美股均表现为震荡或下跌。2022 年伴随美国经济放缓、货币政策收紧，叠加高估值水平，美股大概率以震荡调整为主，难以延续当前的涨势。

风险提示：美国通胀持续超预期；疫情超预期演化；美国政府停摆；地缘冲突超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《Taper 终官宣，鹰还是鸽？——美联储 11 月议息会议点评》2021-11-4
- 2、《警惕 11 月海外市场 4 大风险》2021-10-21
- 3、《9 月非农略弱，不影响 Taper 和加息路径》2021-10-9
- 4、《10Y 美债为何上破 1.4%？后续怎么看？》2021-9-24
- 5、《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》2021-8-24
- 6、《年初以来美债收益率走势复盘与展望》2021-8-3
- 7、《美债与 TIPS：联系、展望、对资产价格影响》2021-4-2

内容目录

前言：全球经济与市场已到转折点	4
反转一：全球经济由复苏转为放缓	4
反转二：通胀预期由上行转为下行	6
反转三：加息预期由升温转为降温	9
反转四：中美关系由缓和转为趋紧	10
反转五：美元指数由震荡转为上涨	12
反转六：美债利率由上行转为下行	14
反转七：美股走势由上涨转为调整	16
风险提示	18

图表目录

图表 1: 主要国家谷歌地图活动指数走势（零售娱乐、公共交通、工作场所三项均值，单位%）	4
图表 2: 全球制造业和服务业 PMI 均已触顶回落	5
图表 3: OECD 综合领先指标已升至历史高点	5
图表 4: 美国经济高频指标从 4 月初开始持续回落	5
图表 5: 由于疫情影响常态化，美国服务消费恢复缓慢	5
图表 6: 美国制造业 PMI 剔除供应商交付指数后已开始回落	6
图表 7: 美国服务业 PMI 剔除供应商交付指数后仍在顶部震荡	6
图表 8: 能源分项同比决定了美国 CPI 同比的方向	6
图表 9: 其他分项同比决定了美国 CPI 同比的幅度	6
图表 10: 全球原油供需缺口领先油价半年到一年	7
图表 11: 原油价格是需求决定方向，供给决定幅度	7
图表 12: 美国私人页岩油企业钻机数量已超过疫情之前	7
图表 13: 2022 年美国原油产量增加是确定性方向	7
图表 14: 美国居民消费能力已有所减弱	8
图表 15: 美国消费品供需缺口已开始收敛	8
图表 16: 年初以来美国港口集装箱船只拥堵愈发严重	8
图表 17: 美国运输仓储业就业改善速度连续 4 个月快于整体就业市场	8
图表 18: 2022 年美国 CPI 同比将持续回落，带动通胀预期下降	9
图表 19: 10 月初以来，通胀预期抬升带动美联储加息预期快速升温	9
图表 20: 目前市场预期 2022 年美联储加息 2 次，首次最早在 6 月	9
图表 21: 美联储历次加息周期开启时，美国 CPI 和 PMI 至少有一个是上行	10
图表 22: 历史上国会中期选举过后，执政党在国会两院席位往往会减少	11
图表 23: Gallup 民调：拜登上台后支持率持续下滑	11
图表 24: 二战后美国历任总统上任第一年支持率对比（单位%）	11
图表 25: Gallup 民调：美国民众对中国持负面看法的比例创历史新高	12
图表 26: PEW 民调：美国民众对中国持负面看法的比例大幅高于疫情前	12
图表 27: PEW 民调：大多数美国民众主张对华更加强硬	12
图表 28: 美元指数是全球经济的镜像指标	13
图表 29: 全球经济放缓时，美国经济表现往往好于欧洲	13
图表 30: 美国经济对外需依赖度远低于其他国家	13
图表 31: 年初以来全球央行加息情况统计（截至 11 月 11 日）	14

图表 32: 市场预期英国央行 2022 年加息 4 次, 首次在 2022 年 2 月.....	14
图表 33: 市场预期加拿大央行 2022 年加息 4 次, 首次在 2022 年 3 月.....	14
图表 34: 通胀预期对美债和 TIPS 收益率的影响方向相反.....	15
图表 35: 如果美国经济放缓, 即便美联储加息美债利率也未必上行.....	15
图表 36: 美国财政存款释放引发流动性过剩.....	15
图表 37: 美国临时债务上限目前也已触及.....	15
图表 38: 当前标普 500 指数 PE_TTM 和动态 PE 均处在历史高位.....	16
图表 39: 当前标普 500 指数席勒 PE 升至历史第二高位.....	16
图表 40: 当前标普 500 指数/M2 升至历史第二高位.....	16
图表 41: 当前标普 500 指数相对利率水平的估值是 1960 年以来第四高.....	17
图表 42: 当前美股巴菲特比率的绝对水平和相对趋势线偏离程度均已创新高.....	17
图表 43: 美股通常会在首次加息前后经历 6-10 个月的调整期.....	18

前言：全球经济与市场已到转折点

回顾 2021 年，全球经济逐渐摆脱疫情影响，实现持续复苏；同时由于供应瓶颈和能源价格持续上涨，全球通胀压力不断积累，各国央行开始逐步退出宽松政策。在这一年里，全球资本市场的交易逻辑依次围绕“经济复苏-通胀抬升-政策收紧”来进行。

站在当前时点，全球经济已过了复苏最快的阶段，疫情的拖累已经显著减轻，通胀压力也已经接近峰值，同时资产价格对高通胀和政策收紧的预期已经反映得非常充分，实际通胀表现和政策收紧节奏很难明显超出预期。

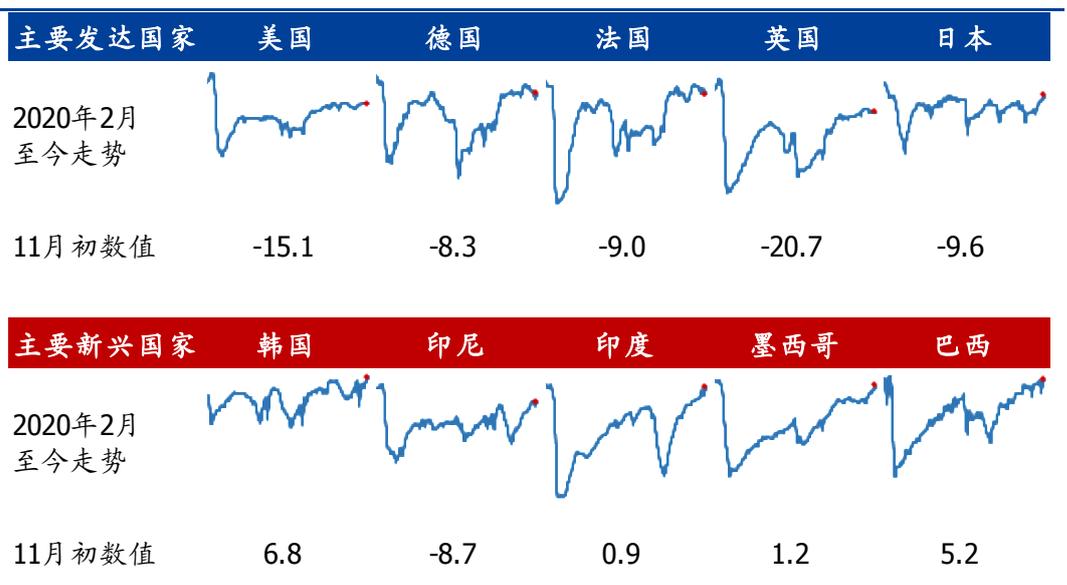
展望 2022 年，我们认为全球经济和资产价格将迎来一系列反转，包括经济表现、通胀预期、加息预期、中美关系、汇率、美债、美股 7 大方面，详细分析请参阅报告正文。

反转一：全球经济由复苏转为放缓

疫情对全球经济的影响已明显弱化，即便疫情完全消退也难对经济形成显著提振。我们用谷歌地图活动指数的零售娱乐、公共交通、工作场所三项均值，来衡量经济活动恢复情况。结果显示，全球主要发达和新兴国家中，绝大多数都已恢复至疫情前的 90% 以上，且新兴国家恢复情况普遍好于发达国家。从走势来看，发达国家自 2021 年下半年以来几乎没有明显回升，反映出疫情对出行活动的影响已经常态化，这也意味着即便疫情完全消退，也很难对经济形成显著提振。

主要景气指标已触顶回落，预示着 2022 年全球经济趋于放缓。全球制造业和服务业 PMI 在 2021 年 5 月达到峰值，分别为 56.0%、59.6%；随后持续下滑，截至 10 月已分别降至 54.3%、55.6%。另一重要的景气指数 OECD 综合领先指标，截至 10 月已达 100.66，而该指标历史高点通常在 101 左右，且近期已呈现出触顶的迹象。综合来看，2022 年全球经济大概率进入持续性的边际放缓。

图表 1：主要国家谷歌地图活动指数走势（零售娱乐、公共交通、工作场所三项均值，单位%）



资料来源：Google，国盛证券研究所

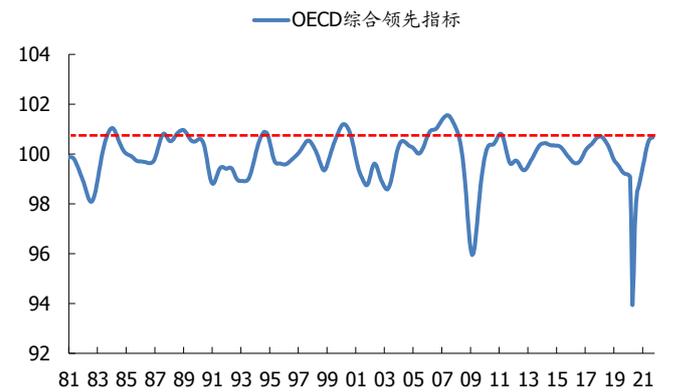
注：数字为当前相较疫情前变化的百分比

图表 2: 全球制造业和服务业 PMI 均已触顶回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: OECD 综合领先指标已升至历史高点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

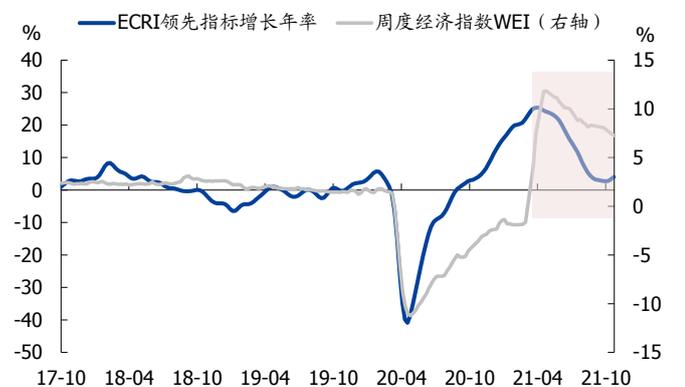
美国经济从三季度开始放缓,更多反应了内生性因素。美国三季度实际 GDP 环比折年率已降至 2%,其中固然有疫情和供应瓶颈的拖累,但更多是反映了内生性的放缓。前期报告《美国经济前景怎么看?——兼评 2021Q1 美国 GDP》中我们就曾指出,美国经济高频指标从 4 月初开始触顶回落,叠加财政刺激政策退潮、地产投资放缓等,二季度 GDP 不论环比还是同比都将是本轮高点。

有一种观点认为目前美国服务消费相比疫情前仍有较大差距,而服务消费在私人消费中占比超过 60%,因此服务消费反弹将带动美国经济持续强劲。但需要注意的是,缺口大不意味着恢复快,由于疫情对出行活动的影响已经常态化,美国服务消费恢复速度比较缓慢,难以支撑美国经济持续快速增长。

截至 11 月初,高频指标 WEI (衡量同比)仍在继续下滑,ECRI 增长年率 (衡量环比)出现企稳并小幅反弹,制造业 PMI 顶部震荡,服务业 PMI 继续创新高。目前 PMI 维持高位,很大程度上是由于供应商交付指数走高,该指数走高表明供应商交付时间延长,在正常情况下表示需求强劲,但目前主要反映了供应瓶颈约束。若将供应商交付指数从 PMI 中剔除,则美国制造业 PMI 从 4 月开始持续回落,服务业 PMI 仍维持顶部震荡。

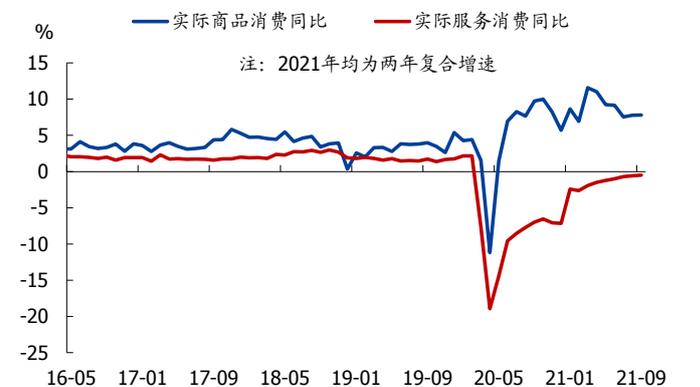
综上分析,我们预计四季度美国实际 GDP 环比折年率有望短暂回升至 4%-5%,随后将继续回落;2021 全年实际 GDP 同比为 5.5%左右,2022 全年同比将降至 4%左右。

图表 4: 美国经济高频指标从 4 月初开始持续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 由于疫情影响常态化,美国服务消费恢复缓慢



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 美国制造业 PMI 剔除供应商交付指数后已开始回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 美国服务业 PMI 剔除供应商交付指数后仍在顶部震荡



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

反转二：通胀预期由上行转为下行

在前期报告《通胀已不是当前海外市场的主逻辑》中我们曾指出，对于美国等发达国家，能源分项同比决定了其通胀的方向，其他分项同比决定了通胀变化的幅度。出于重要性和数据完整性考虑，我们将重点分析美国通胀走势。

2021年1-10月，美国CPI月环比均值为0.60%，7-10月均值为0.45%，而2000-2019均值为0.18%。当前美国通胀环比上涨速度远超历史均值，主要原因有两个，一是能源价格持续大幅上涨（能源供需缺口），二是疫情导致的供应瓶颈（消费品供需缺口）。

图表 8: 能源分项同比决定了美国 CPI 同比的方向



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 其他分项同比决定了美国 CPI 同比的幅度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

能源价格方面:

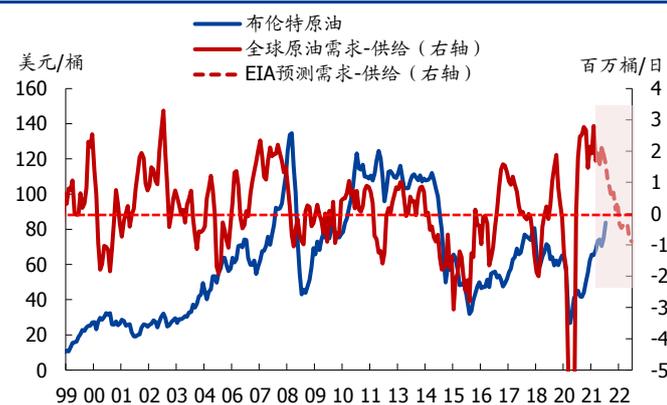
能源价格核心影响因素是供需状况，以油价为例，全球原油供需缺口通常领先原油价格半年到一年。但需要注意的是，并不是需求大于供给油价就会涨，而是要看供需缺口的边际变化。进一步拆分来看，油价走势遵循“需求决定方向，供给决定幅度”的原则，表现为 OECD 综合领先指标与油价高度正相关，而一些重要的供给端事件，如 2014 年 OPEC 为对抗页岩油放弃限产，则会显著放大油价的波动幅度。

根据美国能源信息署（EIA）的统计，全球原油供需缺口（需求-供给）在2021年2月达到最大值413万桶/日，创下1997年有数据以来的第二高位；随后开始震荡下滑，但总体仍处在200-300万桶/日的历史高位。原油供给短缺既有需求端因素也有供给端因素，需求端是由于全球经济重启叠加冬季采暖需求旺盛；供给端则是美国页岩油企业在经历2020年的债务危机后，承诺将利润用于回馈投资者而不是扩大资本开支，同时OPEC+在完全掌控定价权的情况下不愿大幅增产。

展望2022年，需求端：伴随全球经济放缓以及冬季需求高峰过后，全球能源需求将会回落。**供给端：**当前80+美元/桶的油价已远远高于页岩油盈亏平衡价（40美元/桶左右），实际上不受资本纪律约束的私人页岩油企业钻机数量已经恢复至疫情前，上市页岩油企业在利润和市场份额的诱惑下也很难继续不扩大资本开支，同时OPEC+的产量也已经在逐步恢复。此外，伊朗核协议近期有重启的迹象，一旦成功重启，伊朗原油产量有大约1.5百万桶/日的增长空间，大约占全球原油产量的2%。

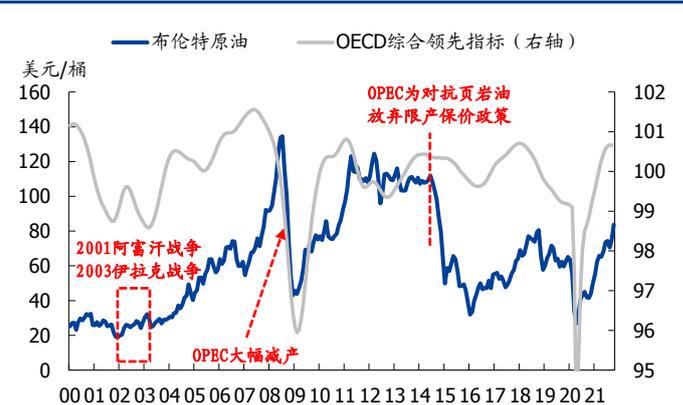
因此，虽然2022年全球原油供给未必能恢复至疫情前，但供给增加将是确定性的方向，叠加需求回落，原油供需缺口趋于持续收窄。EIA预计，从2022年4月开始，全球原油供给将持续大于需求。我们认为，2022年原油等能源价格可能有所下跌，或者至少不会再继续大幅上涨，从而对通胀的拉动作用将明显减弱。

图表 10: 全球原油供需缺口领先油价半年到一年



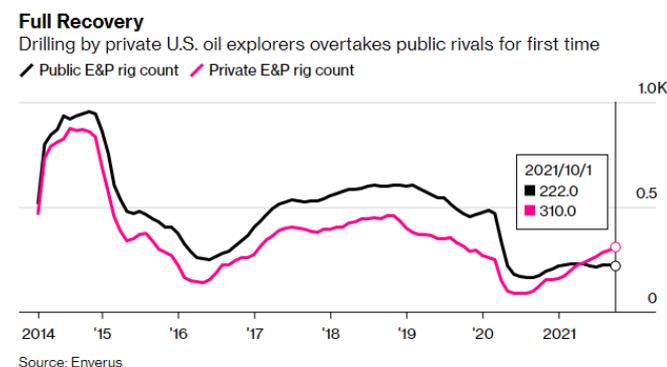
资料来源: EIA, 国盛证券研究所

图表 11: 原油价格是需求决定方向, 供给决定幅度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 美国私人页岩油企业钻机数量已超过疫情之前



资料来源: Enverus, 国盛证券研究所

图表 13: 2022年美国原油产量增加是确定性方向



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

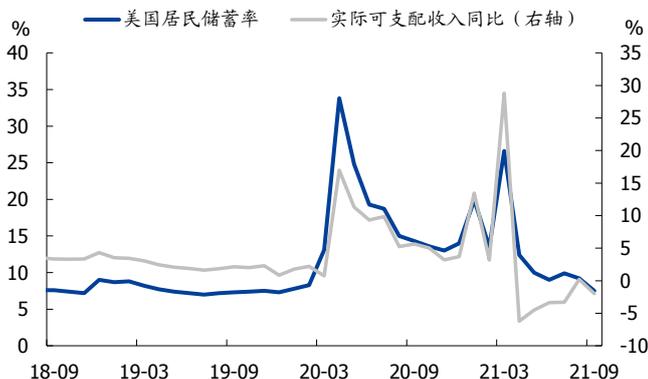
供应瓶颈方面:

2020年新冠疫情爆发后,全球主要国家普遍采取了大规模财政刺激政策,居民收入不降反升,带动消费需求持续强劲;而由于经济封锁,工业生产和物流体系受阻,导致供应能力持续弱于消费需求,加剧了通胀上涨的幅度。

从消费供需缺口来看,自2021年4月以来,美国居民实际可支配收入增速持续为负,表明收入增速低于通胀,这也是消费者信心持续低迷的主因;此外,居民储蓄率已降至疫情前的水平,意味着消费能力已有所减弱。若以两年复合来看,美国私人消费增速在2021年4月达到最高点2.4%,随后持续下降至目前的2.0%左右;与之相对地,OECD工业生产同比仍在不断抬升,反映出消费的供需缺口已开始收敛。

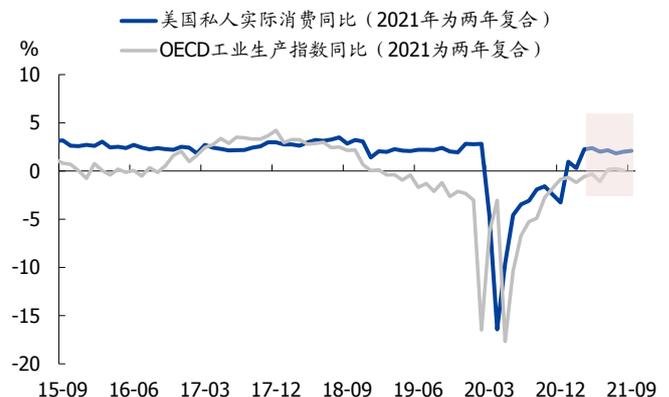
从物流体系来看,由于进口持续高增以及多余集装箱未能及时运走,自2021年初以来,美国港口发生大量集装箱船拥堵,加剧了消费品的供给短缺。10月下旬以来,美国政府已颁布多项政策,包括港口运营时间调整为7*24小时、货物超时滞留处以高额罚款等,将在一定程度上缓解港口的拥堵问题。此外,7月以来,美国运输仓储业就业人数增速连续4个月快于整体就业市场,反映出国内物流体系的恢复也有所加快。

图表 14: 美国居民消费能力已有所减弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美国消费品供需缺口已开始收敛

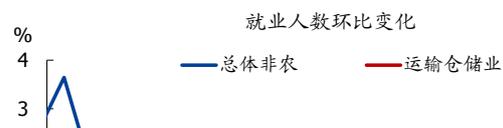


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 年初以来美国港口集装箱船只拥堵愈发严重



图表 17: 美国运输仓储业就业改善速度连续4个月快于整体就业市场



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_29459



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn