

中美相向而行，2022 路在何方？

——海外宏观每月观察（2022 年 1 月）

变种病毒 Omicron 借着圣诞和新年假期等人群聚集机会，已经迅速在世界范围内传播，欧洲部分地区不得不采取类似“封城”的限制出行政策，美国每日感染新冠病毒的人数也创下历史新高，而且尚未见顶。

而另一方面，美国股市依然表现强劲，美联储于 12 月议息会议宣布 Taper 加速后反而看到利率回落。市场预期美联储终将“驯服”通胀，长端利率上行压力不大，而短期看变种病毒严重性还没完全显现。

12 月 19 日，民主党参议员曼钦突然宣布正式反对拜登总统上任以来最重要的财政刺激法案“重建美好” (BBB)。本以为可以通过控制国会优势通过该议案的拜登再次受到打击，彰显其施政的弱势。

中美货币政策在 2022 年将相向而行，美国加息，中国宽松，美国财政刺激法案可能落空，中国经济出口预计放缓，经济下行压力明显，各种力量在 2022 年将如何博弈，值得深思。

张楠 (SFC CE: BFE323)

+852 3519 1242
nathan.zhang@dfzq.com.hk

一、中美货币政策相向而行

2022 年可能将是第一次美国和中国货币政策走向完全相反的方向。美联储面对几十年来最强的一段通胀压力，在去年的议息会议已经宣布要把 11 月刚开始的 Taper 加速执行，市场预期美联储最快可能 3 月就会在完成 Taper 之时开始加息。而中国方面，四季度经济下行压力明显，房地产调控的余波尚未完全消化，预计还会拖慢经济，出口虽然依然强劲，但一般预期在 2022 年也会看到明显下行，为对冲经济下行压力，中国的货币政策在 2022 年大概率走向宽松。

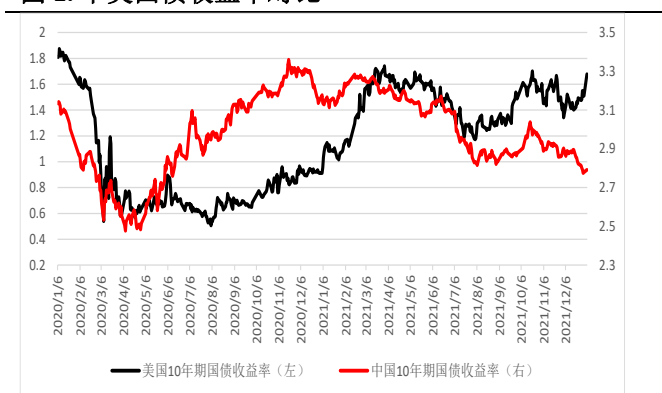
人民银行强调货币政策“以我为主”，但在中美货币政策相向而行之时，中美国债利差将会进一步接近（图 1），国际资本流动可能因此受到影响，人民币汇率也可能产生波动，最终我们还可以坚持“以我为主”的美国完全相反的货币政策方向吗？我认为在现阶段来说，确实有几个月实施相反货币政策的“窗口期”。

一方面，出口问题对经常账户的冲击可能不会太激烈。自疫情开始以来积累的强劲出口势头近期看回落压力还不是很强，可能会是个相对缓慢的下滑过程。另外，人民银行在此轮强劲出口期间也更鼓励“藏汇于民”，不少出口创汇没有完全换成人民币（这个有当时避免过多外汇占款造成境内流动性过多的考虑），先前积累的外汇也能一定程度缓解出口下降期间的经常账户的压力。

另一方面，疫情后支持人民币走强的投资需求，尤其以投资人民币国债为主的需求，短期内大量撤离压力应该可控。美元指数在去年底已经由于欧洲疫情更为严重而推到较高位置，2022 年美元指数反而回落压力相对大些。人民币去年走势偏强，今年“适度”贬值也符合预期，如果美元指数同期表现偏弱，则人民币的调整速度应该会处于“可接受”范围。

但是，如果明年下半年美国的加息节奏超预期，同时国内经济下行压力和宽松力度超预期，则需要关注会否在资本流动和汇率波动方面发生更为剧烈的后果。

图 1: 中美国债收益率对比



数据来源：东方证券（香港），彭博

二、就业恢复速度、通胀持续时间、加息节奏还是未知数

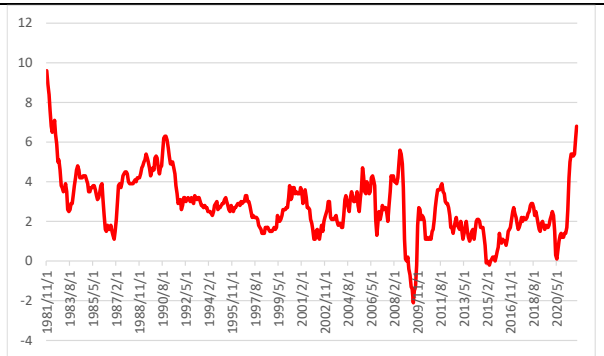
12 月公布的 11 月非农就业数据继续“低预期”，只新增了 21 万就业，而预期是 55 万。但同时失业率大幅下降到 4.2%，历史来说低于 5% 的失业率已经是不错的水平了，疫情前失业率出现了 3 出头是属于极低失业率水平。失业率的下降主要得益于居民就业汇报的增加，可能是自雇人士的增加推动。

但现在的劳动力市场显然是处于“亚健康”状态。招聘岗位数依旧超过失业人数，50 岁以上的劳动参与率依然没有明显提升。最近变种病毒的流行，美国单日感染新冠人数创新高，预计会使本已脆弱的求职意愿受到进一步打击，这两个月的非农就业人数预计也不会好。鲍威尔在 12 月议息会议的问答中已经更直接的为美联储在恢复就业的作用上辩护，表示“劳动力市场虽然受到压抑，但这也不是货币政策造成的。”这似乎是逐步重新定义美联储“充分就业”目标，现在就业市场供不应求，非常“tight”，能否就说明美联储已经完成任务？可以开启加息周期？

通胀数据近期虽然异常强劲（图 2），但市场主流还是预期强通胀不会超过一年。但何时开始回落，还是分歧很大。回落后的水平是否还需要担忧，又是另外一个难解的问题。美联储和市场主流意见还是认为 2022 年通胀虽然会出现回落，但到年底还会高于美联储的通胀目标，因此今年的通胀数据预计还是会支持加息周期的开启。

加息周期开始后，会否如市场和美联储预计，完成 3 次加息？我认为这个问题的不确定性会更高。由于加息周期主要发生在下半年，而下半年也是预计通胀可能大幅回落的时候，此消彼长能否维持现在这么“鹰派”的加息共识，我认为还需要持续观察。今年下半年的通胀可能大幅回落，这既有 2021 年中的通胀高基数原因，也有因为芯片和汽车等增产在下半年也更为明显的原因。而且中国经济已经有下行压力，美国增速也会逐步放缓，到时全球需求还能维持多大的强度也是未知数。当供应的增加，遇上需求的下降，市场会否看起来下滑更明显？这个也是需要观察到时的力量强弱博弈。

图 2: 美国通胀数据超过 40 年高位



数据来源：东方证券（香港），彭博

三、总结

重阳投资的掌舵人裘国根在近期的一篇文章再次强调“最容易亏大钱的投资者往往认为自己‘很知道’，过度自信和一知半解是投资大忌。”著名投资人霍华德·马克斯亦多次表达类似观点，强调投资者要意识到我们的无知，敬畏市场的不确定性。

今年随着环球央行的流动性进一步减少，市场的波动性可能会进一步放大。过去 30-40 年市场已经习惯了在“美联储看跌期权”兜底下的趋势性市场机会，美元利率下降、金融自由化、经济全球化等一系列因素催生了过去几十年资本市场的强劲表现。然而这个“商业模式”已经用到了极致，美国 and 多个发达国家的高通胀已经说明流动性宽松的使用是有边界的，劳动力市场强劲需求却找不到员工更是数十年未发生的现象。

笔者最近阅读了卡尔·波兰尼批判自由主义市场的经典著作《大转型》，这本书写于 1940 年代后期，书中回顾 20 世纪初，第一次世界大战前的世界经历了“百年和平”和两次工业革命，当时人们也是憧憬着更美好的未来，然而之后却经历了两次世界大战和 30 年代大萧条，持续数十年的动荡后，才完成了英国向美国的世界霸主地位的转移，新的世界体系经历众多战争和博弈后才重新建立。

现在我们再次处于“百年未有之大变局”的时代，中国国力上升和在美国世界体系下地位不平等不可避免的发生了矛盾，中美之间竞争和合作共存的复杂关系还将较长时间维持，近百年前的历史经验有多少会在 21 世纪重现，只能让时间回答。

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_35672

