

疫情管控向右，货币政策向左

——春节期间海外要闻回顾

报告导读/核心观点

春节期间海外市场的变化可以总结为一条主线逻辑：疫情管控放松对经济的扰动下降，货币政策短期聚焦于通胀的动力进一步增强，流动性紧缩预期强化，资产价格也整体反映这一趋势。展望未来，我们对全年的流动性展望仍然维持此前观点：短期来看，美欧实际通胀和通胀预期尚未见顶，紧缩预期将进一步增强。但全年来看全球央行紧缩力度将不及预期。金融稳定问题会成为美联储宽松退出的阶段性制约，一旦美联储因金融稳定而放慢加息步伐，下半年通胀压力回落加息甚至缩表的必要性将进一步下降；欧洲通胀结构与美国存在明显差异，能源价格回落通胀压力也将明显减弱，进一步加息紧缩的必要性实际较低。

□ **疫情管控放松对经济的扰动下降，货币政策短期聚焦于通胀的动力进一步增强**我们认为春节期间海外市场变化可以总结为一条主线逻辑：疫情管控放松对经济的扰动下降，货币政策短期聚焦于通胀的动力进一步增强，流动性紧缩预期强化。

疫情管控方面，发达国家逐步对新冠疫情进行流感化处理并放松管控措施，疫情对经济修复的制约逐步下降；美国就业数据本月劳动参与率的大幅修复是最大亮点。货币政策方面，疫情对经济的扰动下降后货币政策短期聚焦于通胀的趋势更为清晰，英欧央行在本月议息会议上均出现了不同程度的鹰派转向。除此之外，乌克兰危机并未进一步发酵也减少了对发达国家货币政策的制约（通过金融稳定制约宽松退潮）。

流动性紧缩预期强化后，假期海外市场的资产价格整体呈现较为一致性的走势：10年期美债收益率反弹至1.85%以上，欧债收益率也出现了不同程度的上扬；美元高位震荡小幅下行，主要源于欧洲紧缩预期强化；美股反弹主要源于短期紧缩预期充分反应后基本面修复预期强化。

□ **在疫情高发背景下欧洲各国放松对疫情的封锁管理，新冠逐步迈向流感化时代**欧洲多国从2月起逐步放松对疫情的管控。英国方面，自2月11日起，前往英国且已接种2针疫苗的人将无需再出发前或抵达后接受核酸检测；未接种疫苗者也无需在抵达后进行自我隔离；除了医院、养老院、公共交通工具等少部分场合外，多数公共场合无需再佩戴口罩；服务型消费场所营业基本回归正常；居家办公的限制基本全部解除。欧盟方面，挪威是放松力度最大的国家，社交场景已基本恢复、抵达边境后的核酸检测均已取消，剩余的少量管控措施预计在未来数周内全部取消；除挪威外，法国、丹麦和爱尔兰也已经解除部分新冠管控措施；未来预计意大利、瑞士和芬兰均将加入这一行列。欧洲本轮放松疫情管控并非源于疫情好转，而是欧盟对于疫情管理态度的根本性转变，在高传播率、低致死率的特征下欧盟及英国已对新冠进行流感化处理。当前欧洲每日新增确诊病例数仍在160万例以上，是疫情以来的高点；但死亡人数维持稳定，并未出现大幅跃升。

□ **英央行加息缩表&欧央行转鹰，欧洲未面临广谱通胀压力加息必要性实际较低**英国21年12月CPI同比增速5.4%，欧洲22年1月调和CPI增速5.1%，预计Q1仍有进一步上行压力，受制于通胀压力，英央行和欧央行的货币政策立场小幅转鹰。英央行2月议息会议中宣布加息25BP，9名票委中5名支持本次会议加息25BP，4名支持本次会议加息50BP，整体呈现较强的鹰派导向。当前货币市场对于年底英国央行基准利率定价已达到1.5%（当前利率水平为50BP）；除加息外，英国央行还将启动缩表，停止其持有资产的到期再投资，3月起至年末约有280亿英镑债券到期。欧央行2月议息会议按兵不动，但拉加德的表态出现边际变化。本次议息会议不再强调“2022年不加息”；通胀方面，拉加德认为“通胀压力高于此前预期，仍预计通胀将在今到缓解，但欧央行也做好了适时调整所有工具的准备。”相较此前坚定2022年不加息的态度，拉加德的态度出现边际软化。

整体来看，我们认为欧央行态度的边际转变较大程度也是源自于对通胀的预期管理，实际加息的必要性仍然较低，主要原因在于欧洲并未面临广谱的涨价压力，一旦能源价格回落，欧洲通胀的压力将迅速降低。从CPI结构差异来看，欧元区的CPI压力主要源自于能源价格，虽然CPI增速高企但核心CPI同比增速2.6%尚且可控；美国则面临较为广谱的通胀压力，核心CPI同比增速已触及5.5%。欧美通胀压力结构

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

的差异主要源于财政刺激路径的差异，美国财政刺激规模更大且直接发向居民的比例更高（占比 35.1%），这使得居民可以在不就业的情况下维持较高需求，放大供需缺口；欧洲财政刺激规模小且直接发向居民的比例较小（英、德直接发向居民的比例为 18.5% 和 8.5%），供需矛盾相对较小，面临的广谱通胀压力相对较小。从各国通胀压力的排序也不难看出，发给居民的钱越多，通胀压力越大。我们认为在欧洲并未面临广谱通胀压力的情况下，加息的必要性较低，此外欧洲国家的债务问题也将成为欧央行加息的约束（详细请参考前期报告《发达国家央行是否会出现加息潮？》）。

□ **美国非农新增就业超预期劳动参与率修复尤其亮眼，短期进一步强化加息预期**
1 月美国非农新增就业数达到 46.7 万人，失业率相较上月小幅提升至 4.0%，二者背离的核心原因源于劳动参与率的大幅改善，1 月美国劳动参与率环比修复 0.3% 至 62.2%，修复幅度是 2021 年以来新高，验证我们此前观点。我们曾于《先立后破，产业突围》中前瞻性指出，美国就业修复最后“一公里”的核心制约因素是疫情，当前 Omicron 逐步流感化后，居民就业意愿提升显著，后续有望进一步修复并缓解就业供需矛盾和工资上涨压力。分行业来看，娱乐和酒店行业本月新增就业 15.1 万人，是修复幅度最大的子行业，符合疫情流感化后的行业特征。薪资方面，本月时薪环比增速 0.7%，相较上月环比走高但后续上行压力有望伴随劳动参与率的提升而逐步缓解。

整体来看，美国就业市场的稳步修复将进一步减少联储紧缩的掣肘并强化加息预期。

□ **乌克兰局势基本维持稳定，预计短期风险资产将不再对冲突升级风险进行定价**
乌克兰局势在春节期间基本保持稳定，并未出现明显激化，与我们此前的判断一致；预计未来仍将保持这一态势，短期风险资产将不再对这一风险进行定价。

美国方面，小动作频繁但并未有实质性措施。白宫约谈华尔街并告知存在对俄罗斯实施金融制裁的可能；参议院也探讨推进对俄罗斯施加金融制裁的法案；此外拜登声称一旦矛盾激化将向欧洲供应天然气（欧洲约 40% 的天然气供应均依赖俄罗斯）；此外美国向欧洲波兰增兵 1700 人但五角大楼发言人声明不会像乌克兰派兵。

俄罗斯方面，积极访华暂无进一步动作。普京总统启动冬奥会期间的访华安排，对于乌克兰方面则一再声明并无入侵计划；俄罗斯与中方外长也于春节间进行了会谈。

欧洲方面，主要国家领导人斡旋矛盾的态度明显。法国总统马克龙积极与普京通话并安排于下周访问俄罗斯和乌克兰进行外交斡旋；德国方面总理舒尔茨同样计划访问俄罗斯；英国方面，首相约翰逊和普京通话并同意寻求和平解决方案。

□ **补库是 Q4 美国经济核心动力，Q1 补库继续发力此后补库完成经济逐季回落**

假期公布美国 Q4 GDP 数据环比折年增速 6.9%，同比增速 5.5%，略超市场预期。

从分项来看，补库带动的资本开支仍是经济增长的核心动力；消费端，商品消费需求被大幅透支后逐步乏力；服务消费需求呈现弱复苏态势，与我们此前对美国经济结构的判断完全一致。Q4 环比增速中 75% 由私人投资所贡献，其中 71% 为补库所贡献；消费对当季 GDP 增长的贡献率约为 33%（剩余项中政府支出为负向贡献），其中服务项贡献率 31%，商品项贡献率仅为 2%。

整体来看，美国 Q4 GDP 环比增速相较 Q3 大幅提升，主要源于 Q3 美国 DELTA 病毒的复发阶段性拖累补库进程，使得复苏进程被延后；Q4 美国疫情逐步流感化后，疫情对经济的影响明显下行。展望未来，我们对美国经济维持此前观点，补库将在 Q1 继续成为经济复苏的核心动力，Q2 补库结束后经济修复乏力，2022 年美国全年经济同环比均将呈现逐季下行态势。

□ **短期通胀预期未见顶加息预期继续强化，全年看全球央行紧缩力度将不及预期**

展望未来，我们对全年的流动性展望仍然维持此前观点：短期来看，美欧实际通胀和通胀预期尚未见顶，紧缩预期将进一步增强。但全年来看全球央行紧缩力度将不及预期：一方面，美国 3 月首次加息后美股可能在紧缩预期线性增强、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调，金融稳定问题将成为美联储持续紧缩的制约；另一方面，下半年全球通胀压力将显著减弱，一旦美联储因金融稳定而放慢加息步伐，下半年通胀压力回落后加息甚至缩表的必要性将进一步下降，美股也将在加息预期证伪后持续反弹助力民主党中选，全年来看预计美联储加息一次且难见缩表。英、欧央行方面，通胀压力回落后，紧缩力度预计同样将大幅不及预期。

□ **美股警惕 3 月回调，美债收益率短期仍有上行空间，美元高位震荡后趋于下行**

美股方面，我们认为 1-2 月美股在盈利驱动下仍有上行动力，3 月首次加息后美股可能在紧缩预期线性增强、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调（详细请参考前期报告《通胀预期回落联储才能止鹰》）。

美债方面，Q1 我们认为 10 年期美债收益率在紧缩预期的驱动下仍有上行动力（美

欧央行的收益率上行趋势可能互相加强)，在短期通胀尚未见顶的背景下，联储可能通过缩表和加息的时间幅度进一步传递鹰派态度并推升美债收益率，高点可能触及2%，见顶时间预计位于3月（进一步紧缩预期的验证期）；此后加息力度不及预期将使得政策利率的约束减少，美债收益率将反映通胀和基本面双双回落的预期，全年呈前高后低，中枢下行态势。结构上整体呈现实际利率上行和通胀预期下行的走势（预计实际利率上行阶段主要集中在上半年，下半年同样转为下行并利好金价走势）。

美元方面，我们维持此前判断，短期紧缩预期可能驱使美元指数继续高位震荡；2022年美国加息力度不及预期（欧美货币政策背离程度将在2022年收敛，欧央行难紧，详细可参考前期报告《发达国家央行是否会出现加息潮》）以及欧洲补库即将滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探90。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致全球央行快速收紧。

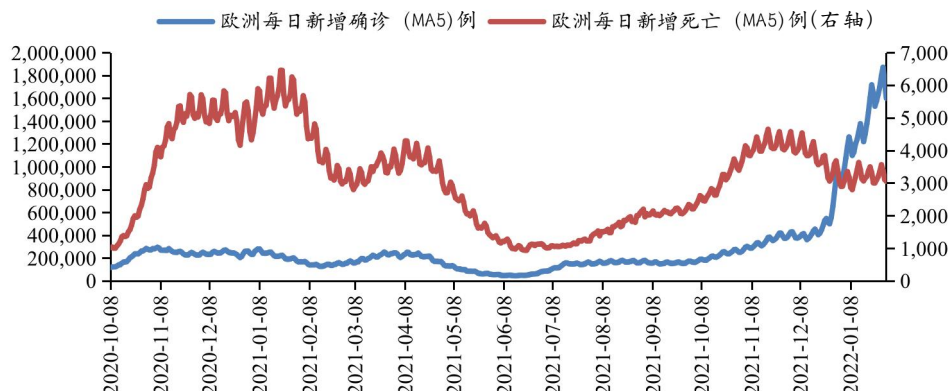
1. 重要图表

表 1：欧洲各国开始放松防疫政策

国家	日期	政策
丹麦	2022-02-01	餐厅及其他娱乐场所恢复正常营业时间；解除口罩和健康通行证的限制；取消阳性患者自我隔离的规定
意大利	2022-02-02	放松对公共交通、餐厅及娱乐场所的限制（疫苗接种者可不受限制地使用以上的公共资源）；放松旅行限制（来自欧盟成员国的旅客仅凭 Green Pass 即可入境意大利）；解除所有集会限制
瑞士	2022-02-02	解除居家办公的要求和当前的强制隔离政策
芬兰	2022-01-28	放松对餐厅及酒吧的限制（从6pm延长营业到9pm）；重新开放文化及运动场所（健身房、游泳池以及剧院等）；解除所有集会限制
爱尔兰	2022-01-24	取消医疗及娱乐场所对 Covid Status（类似中国的健康码）的检查；解除对私人集会人数上的限制；恢复餐厅及夜店常规营业时间
法国	2022-02-01	放松对体育馆与剧院的人数限制；解除公共场所的口罩限制；解除居家办公的限制
挪威	2022-02-01	解除对餐厅及酒吧的限制（恢复营业至11pm，恢复酒精饮品的销售）；大学恢复线下授课并解除对社交距离的限制；阳性患者的隔离时间减至4天；解除对私人集会人数的限制；公园及游乐场重新开放；取消入境 Covid 检测
英格兰	2022-02-02	放松旅行限制（疫苗接种者在入境时不再需要接受 Covid 检测及居家隔离）；取消检查 COVID Passport 的政策；不再要求中学生在教师佩戴口罩；解除公共场所口罩限制；解除居家办公的要求
瑞典	2022-02-03	解除对餐厅、体育馆及其他场所的人数限制；解除对出示疫苗证明的要求；解除公共场所口罩限制；解除对居家办公的限制
捷克	2022-02-03	解除餐厅及其他娱乐场所对 COVID pass 的要求；并未接种疫苗人群重新开放
奥地利	2022-02-05	取消零售商店要求检测或疫苗证明的政策；解除对餐厅及商店营业时间的限制；取消当下的宵禁政策

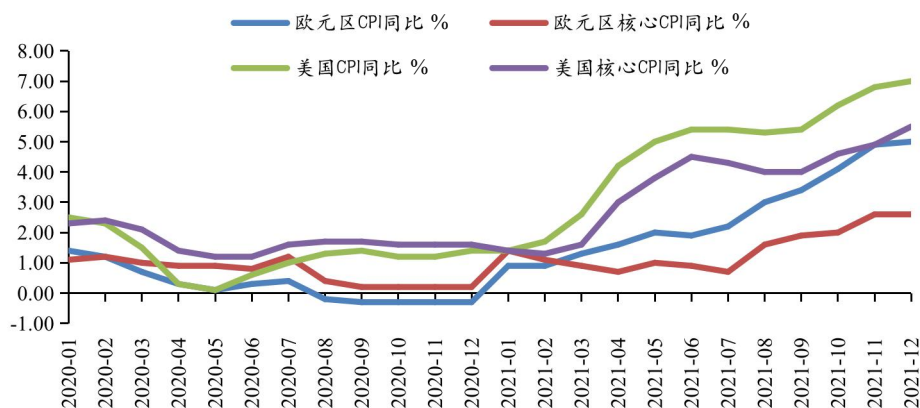
资料来源：Reuters, CNN, BBC, CNBC, SwissInfo, 浙商证券研究所

图 1：欧洲每日新增确诊病例仍然高增



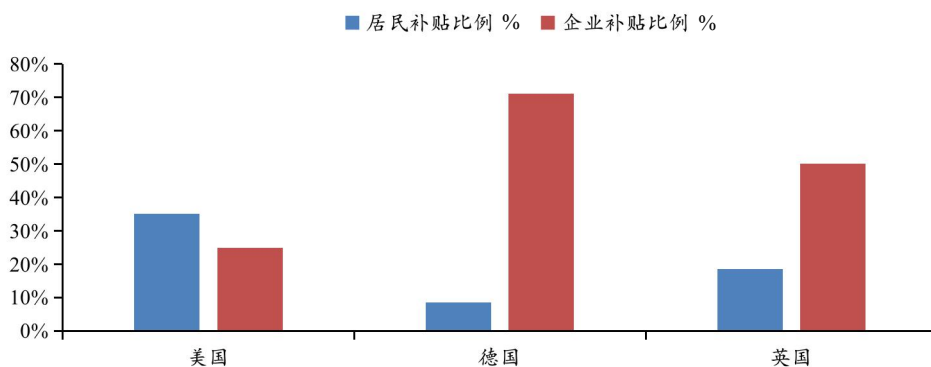
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：美国核心 CPI 的压力远大于欧洲



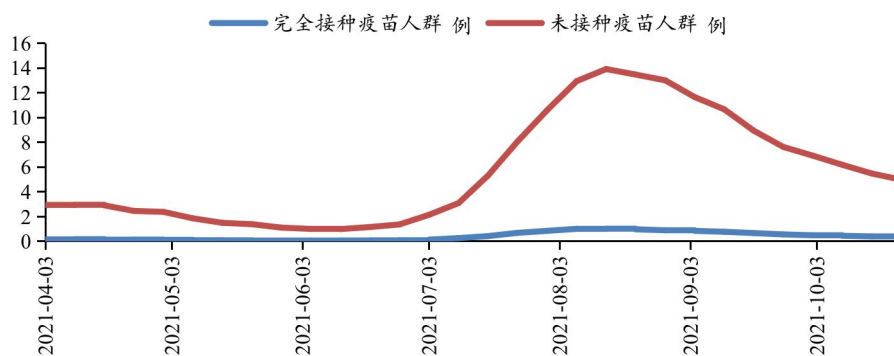
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：美国财政刺激更多流向居民，欧洲财政刺激更多流向企业



资料来源：CovidMoneyTracker，Bruegel，浙商证券研究所

图 4：美国每 10 万人新冠死亡数



资料来源：CovidMoneyTracker, Bruegel, 浙商证券研究所

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_36996

