

寻找确定性：通胀冲击、V型反弹、小院高墙
——2022年全球宏观中期展望

2022年6月10日



高瑞东 赵格格 刘文豪 刘星辰 陈嘉荔 杨康



证券研究报告

美国经济复苏：俄乌冲突持续、全球疫情平复、美国通胀压力较高、美联储加息节奏前置

- 1、**外部局势**：顿巴斯战事是关键、海外疫情收敛、通胀高企、回落缓慢、经济动能放缓、居民超额储蓄2.5万亿是支撑
- 2、**美国经济**：通胀高企、回落缓慢、全球粮食危机持续发酵、油价继续高位震荡、加息前置、缩表更快

中国经济节奏：新一轮逆周期持续加码、投资为主、消费为辅、全年增速4%左右

- 1、**经济V型反弹**：二季度GDP预计1.2%、财政通过特别国债补缺口、货币LPR仍有下行空间、支持平台经济发展
- 2、**逆周期发力**：全面放松地产、项目端和融资端发力基建、多措并举推动消费、出口下半年逐步走弱

中美未来走势：中期选举、中美关系不平静、关税有望减免、科技和供应链成为核心战场

- 1、**对华灵活鹰派**：俄乌冲突下，美方寻求“上护栏”、中期选举压力下，涉台不断小动作、通胀压力下、对华关税有望取消
- 2、**科技领域小院高墙**：启动印太经济框架、打造“排华”供应链新环境、核心领域管控、非核心领域合作

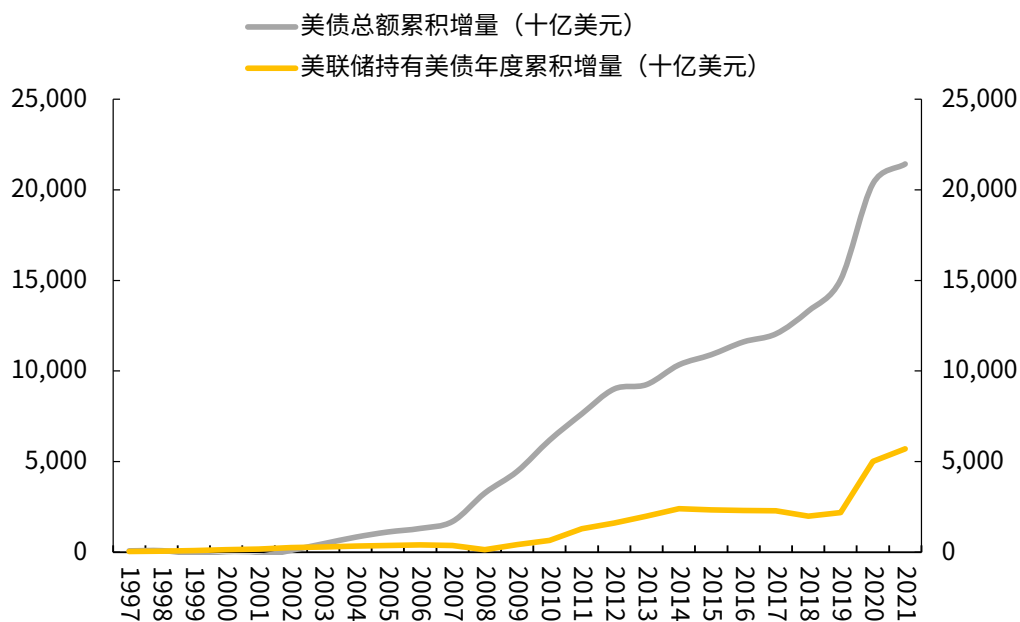
资产配置方向：疫情冲击行业景气度、高景气低估值方向、权益资产黎明破晓

- 1、**行业配置**：有色、煤炭、建筑材料、食品饮料、轻工制造等，“稳增长”链条、“疫后修复”链条
- 2、**资产配置**：商品 → 债券 → 权益依次轮动，大宗商品加剧分化，债券资产票息为王，人民币汇率低位震荡

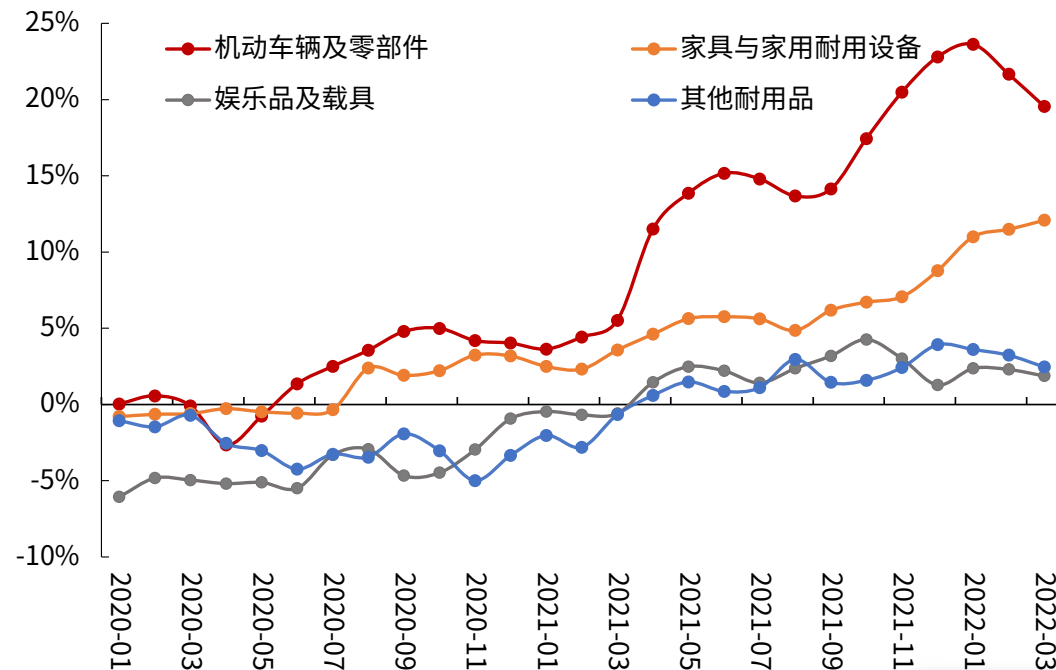


美国疫情以来的高通胀，是美国政府在美联储大量扩表支持下，短时间内大规模派现，供需极度不匹配所致。相较于2008年次贷危机，疫后美联储购入美债比例，从16.9%提升到了57.1%，对经济刺激力度大，速度快，避开了流动性陷阱，直达居民和企业，强力支撑总需求。2020年至2021年，居民月均储蓄率高达14.1%，较2019年的7.6%显著上行6.5个百分点。在超大规模的财政刺激下，美国经济和就业市场迅速复苏，居民消费强劲反弹，也对商品通胀构成巨大压力，其中，机动车和零部件以及家具与耐用品设备价格上行最为显著。

图表1：美联储持有美债规模在新冠疫情后显著跳升



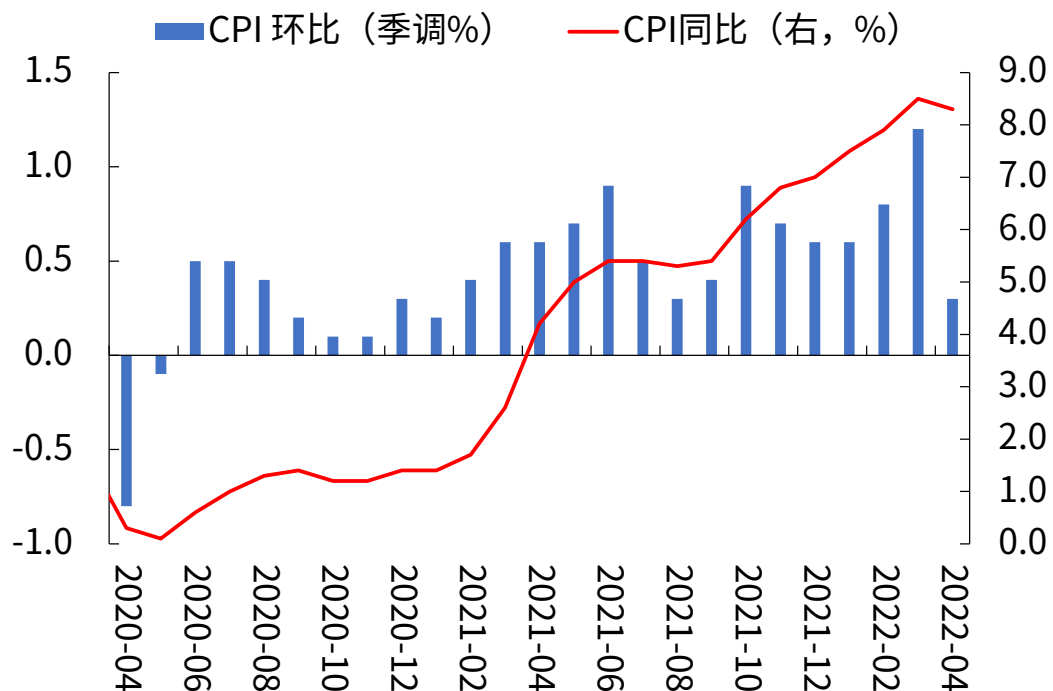
图表2：耐用品中，机动车和零部件物价上行最为显著



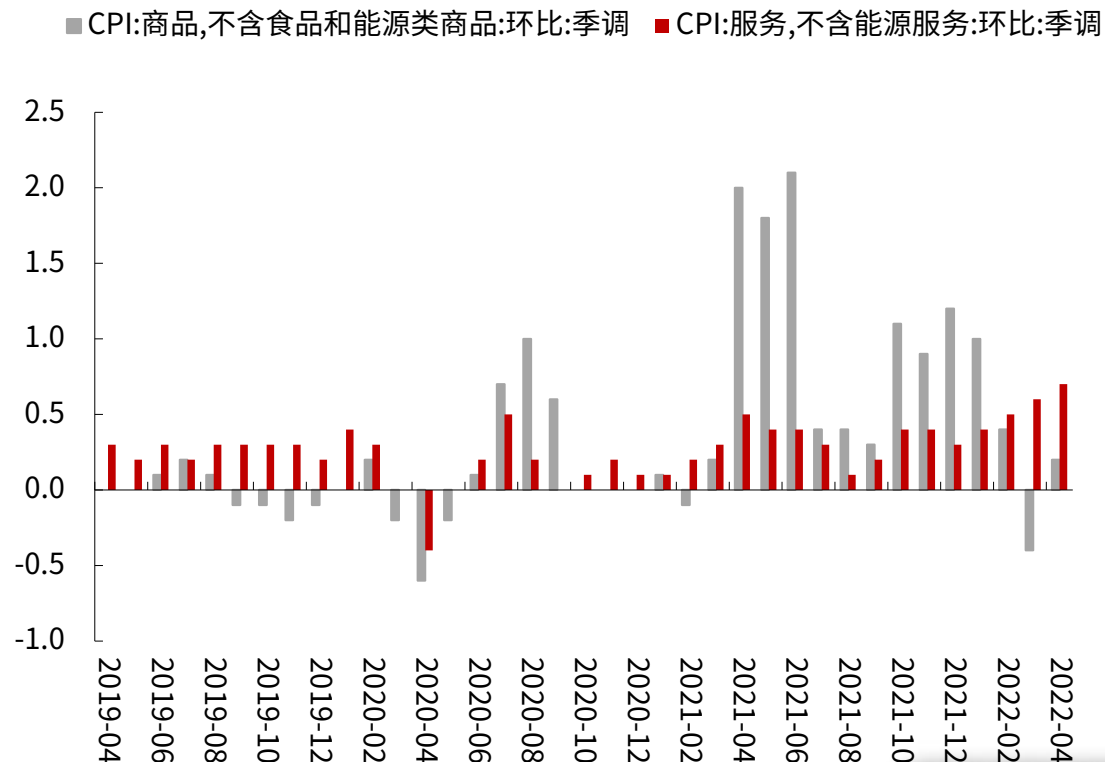


现阶段，美国通胀压力仍然较高，CPI与核心CPI同比和环比均处于历史高位。并且，高通胀已经不仅限于商品，还包括各类服务分项。向前看，通胀环比的贡献将主要来自于食品 and 核心服务通胀。一方面，俄乌冲突导致食品价格持续上行；另一方面，房屋价格走高带动租金上行、劳动力短缺推升薪资水平，均给通胀带来上行压力。

图表3：4月CPI同比维持在8%以上



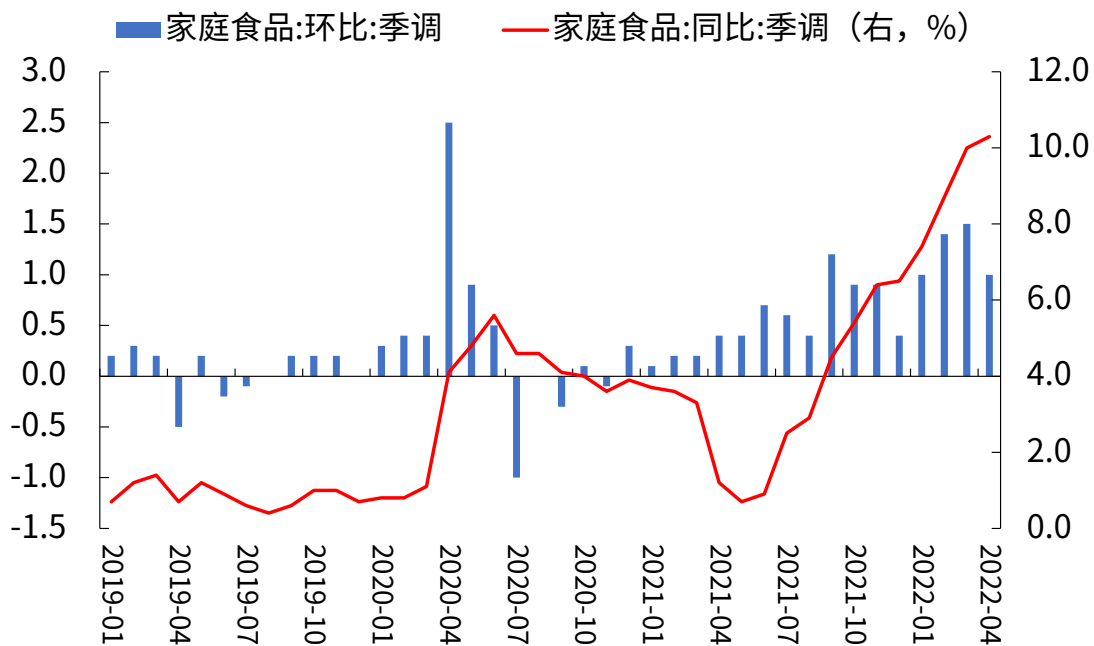
图表4：核心商品通胀环比趋于回落，核心服务通胀环比持续上行



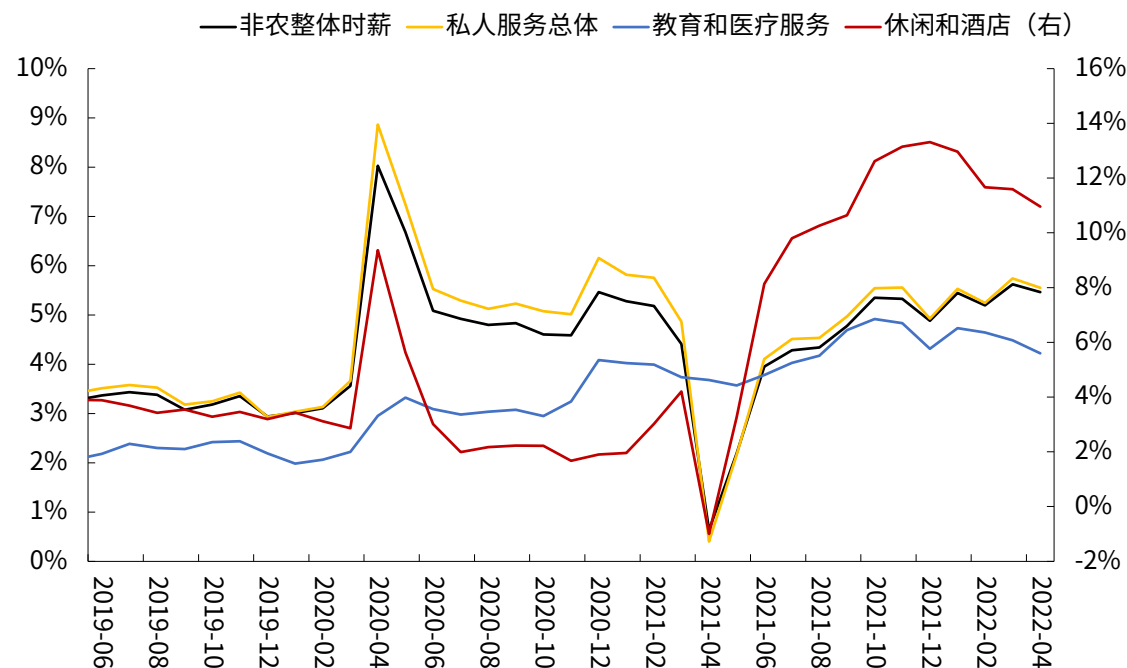


食品方面，俄乌冲突导致乌克兰和黑海地区粮食出口降低，叠加中国因疫情导致的供应链冲击，以及印度、阿根廷、印度尼西亚等国家对小麦、大豆油、棕榈油的禁运，预计食品价格在下半年仍有上行空间。**服务方面**，下半年，美联储加息对需求端的抑制逐渐起效，或将缓解薪资增速；而房屋需求回落则将压降租房价格，预计住房项对通胀的影响趋弱。

图表5：家庭食品价格环比增速自2021年6月起持续上行

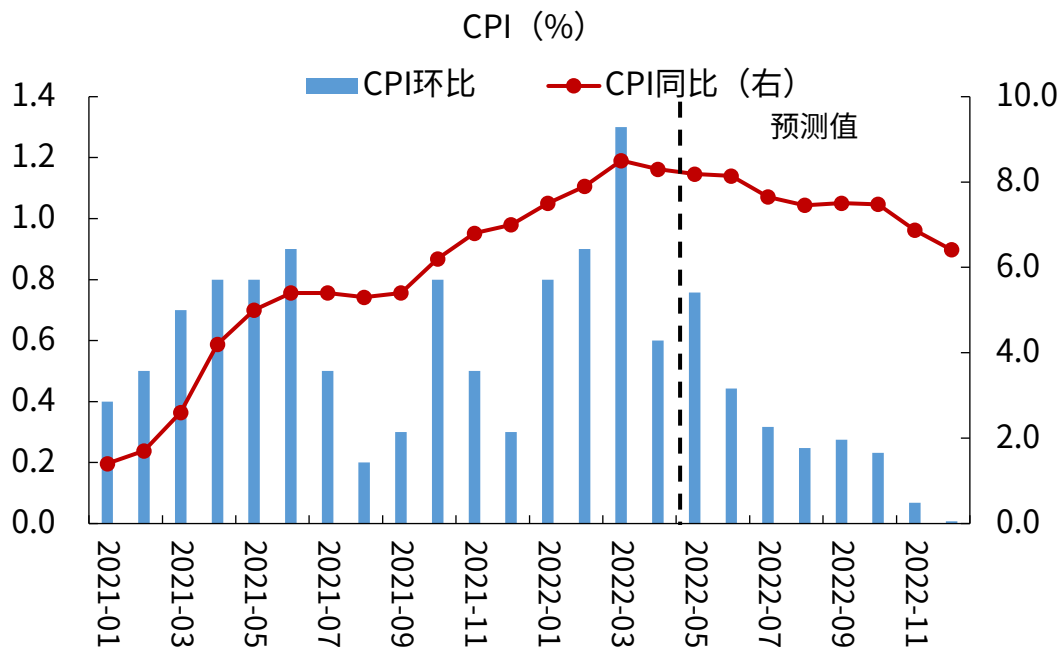


图表6：时薪增速维持高位，服务业为主要贡献项

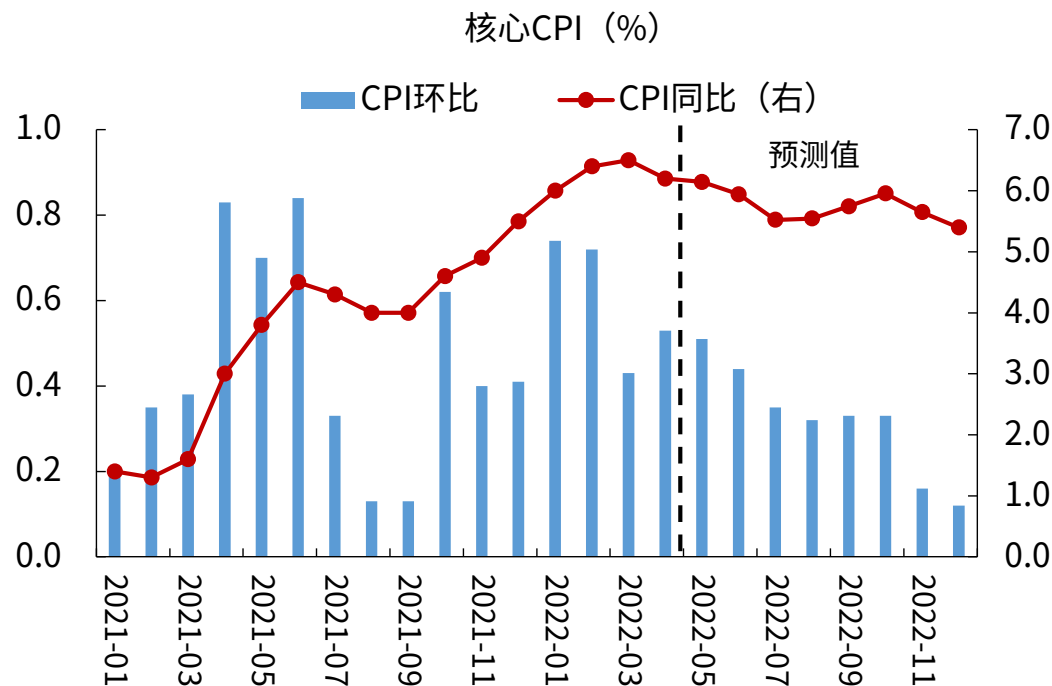


基准情形下，2季度CPI环比仍将维持高位，支撑CPI同比增速在5月维持在8%左右水平，CPI同比增速在年末落至6.4%，全年CPI同比增速大约为7.6%。然而，我们也不排除在下半年，全球供应链紧缩问题持续，对食品和商品价格形成支撑；劳动力供需缺口改善不佳，导致薪资增速持续高位，延长高通胀持续时间。因此，悲观情形下，CPI同比增速将在2季度维持在8%左右水平，并且在年末缓慢回落至7.0%，全年CPI同比增速大约为7.9%。在此背景下，市场对美联储的加息预期可能进一步增强。

图表7：基准情形下，2022年全年通胀水平约在7.6%



图表8：基准情形下，2022年全年核心CPI约在5.9%

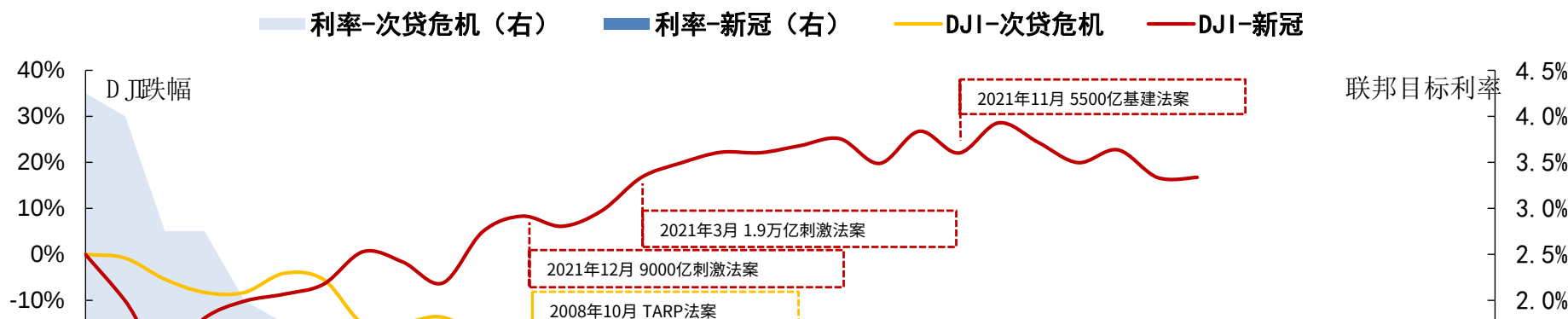


01 美国对冲：财政货币组合拳、更快降息、更早加息

与次贷危机相比，新冠疫情冲击下，美国宏观经济对冲政策有三个特点。

一是推出了更快更强的货币政策，美联储在2020年3月，14天内连续降息150bp，一次性消耗了降息的政策空间。二是货币政策与财政政策紧密配合，美联储大规模购入美国国债，以支撑前后通过的五轮共约6万亿美元的财政刺激计划（约占美国2019年21.3万亿名义GDP的28%）。三是，美国政府通过财政刺激计划，以直接现金补贴、失业补贴、企业贷款等方式补贴给企业和居民2.9万亿美元，进而支撑消费和经济恢复。

图表9：疫情之后，美国接连推动五轮次共约6万亿美元财政刺激计划，约占美国2019年21.3万亿美元名义GDP的28%



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_42879

