

“滞”与“胀”之争 ——2022下半年海外经济与市场展望

2022年8月9日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

邮箱：zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号：S1060120100009

范城恺 一般从业资格编号：S1060120120052

- **美国经济：滞与胀，仍在赛跑。**展望下半年，美国经济或仍将在“滞”与“胀”之间徘徊，货币政策面临艰难选择。我们认为，美联储需要引导市场相信其有能力加息至3.5%以上的限制性水平。但在“中性利率”之后，美联储加息节奏或需从“前置发力”（front-loading）转变为“小幅度、可持续”的加息。这样的组合或可增加美国经济“软着陆”的概率，并营造一个相对友好的市场环境。
- **非美经济：全球紧缩，风险冒头。**在全球通胀和美联储持续紧缩之下，非美经济所受冲击不断显现。1) 欧元区：欧债风险不容小觑。即便欧央行已祭出预期引导工具，但欧元区经济金融风险仍不能排除。2) 日本：日本经济和日元汇率受到输入性通胀、贸易逆差、债市抛售等多重压力。3) 新兴市场：资本流入放缓压力或将持续全年，但下半年有望边际缓和。
- **大宗商品：超级周期，有望落幕。**下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”有望循序渐进地落幕。原因包括：1) 高价格下供需逐渐走向平衡；2) 全球紧缩下商品金融属性弱化；3) 与俄乌冲突有关的供给担忧消退。不过，供给恢复的不确定性以及能源转型压力等，或影响商品价格回落的节奏。
- **金融市场：美元资产，暂现光芒。**下半年，美元资产在全球市场中表现或相对较好。但考虑到美国“滞”与“胀”的博弈仍将继续，近期美国市场表现有过于乐观之嫌。1) 美债：10年美债利率或在2.7-3.3%高位震荡。2) 美股：高通胀、高利率和衰退风险之下，调整风险尚未排除，但成长有望跑赢价值。3) 美元汇率：有望保持强势。美国经济在全球范围内具备一定优势，市场对于美联储紧缩的决心和可持续性更有信心。
- **风险提示：国际地缘局势超预期，海外通胀压力超预期，海外货币紧缩力度超预期，国际金融市场波动超预期等。**



目录CONTENTS

- 美国经济：滞与胀，仍在赛跑
- 非美经济：全球紧缩，风险冒头
- 大宗商品：超级周期，或将落幕
- 金融市场：美元资产，暂现光芒

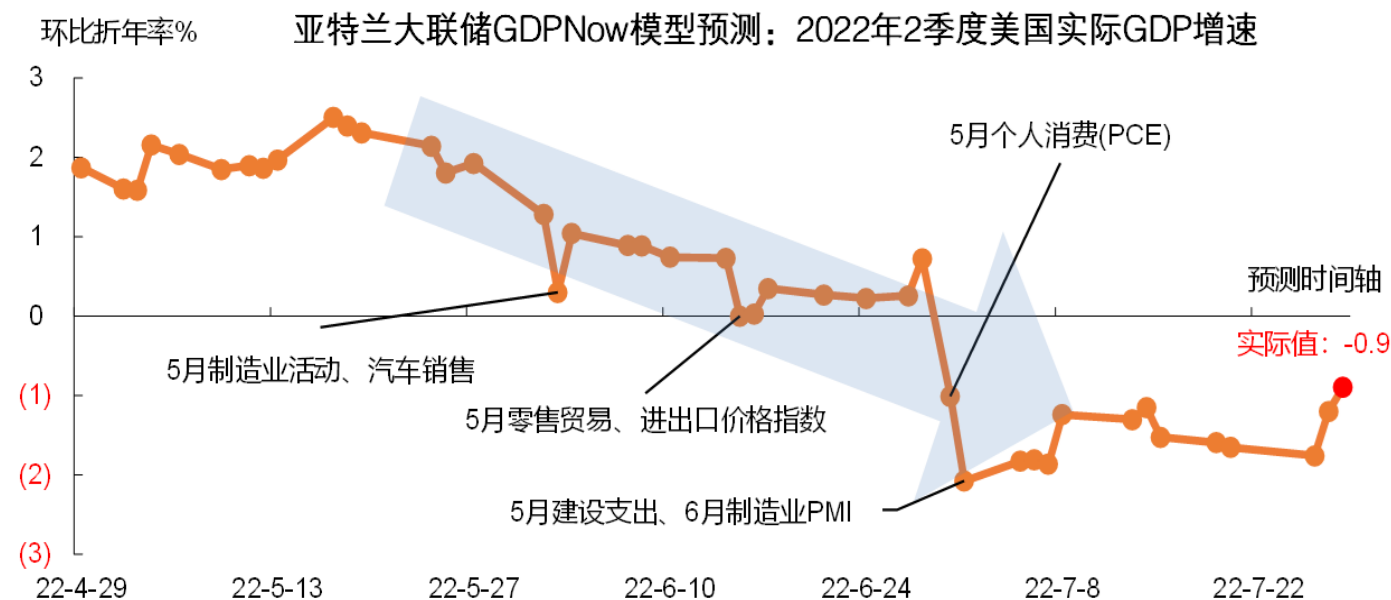
1. 美国经济：滞与胀，仍在赛跑

- 今年以来，俄乌冲突爆发令全球“滞胀”风险再升。现阶段，美欧通胀率尚未实质性“见顶”，经济仍有一定韧性，但经济下行乃至衰退预期已然升温，商品价格与通胀预期均有所松动。
- 展望下半年，美国经济或仍将在“滞”与“胀”之间徘徊，货币政策面临艰难选择，市场预期也很难稳定。当前，美联储货币紧缩旨在制造适度的“滞”，抑制居高不下的“胀”，即实现经济“软着陆”。但当前通胀仍居高位，经济暂呈韧性，这一组合令市场反而担忧，由于“滞”的程度不够，“胀”难以实质缓解（也就是实现“软着陆”困难重重），进而担忧美联储仍然“落后于曲线”。
- 理想情形下，我们可以看到美欧通胀率有序回落，美欧央行适时放缓加息节奏，市场风险偏好回升。然而，若海外通胀回落不及预期，这将产生一系列负面影响：1) 高通胀直接冲击经济与市场。通胀进一步侵蚀消费能力与信心、加剧企业成本压力，市场悲观预期抑制风险偏好等。2) 货币紧缩被迫加力，“紧缩恐慌”再袭。3) 经济“硬着陆”风险上升，“衰退交易”更近一步。

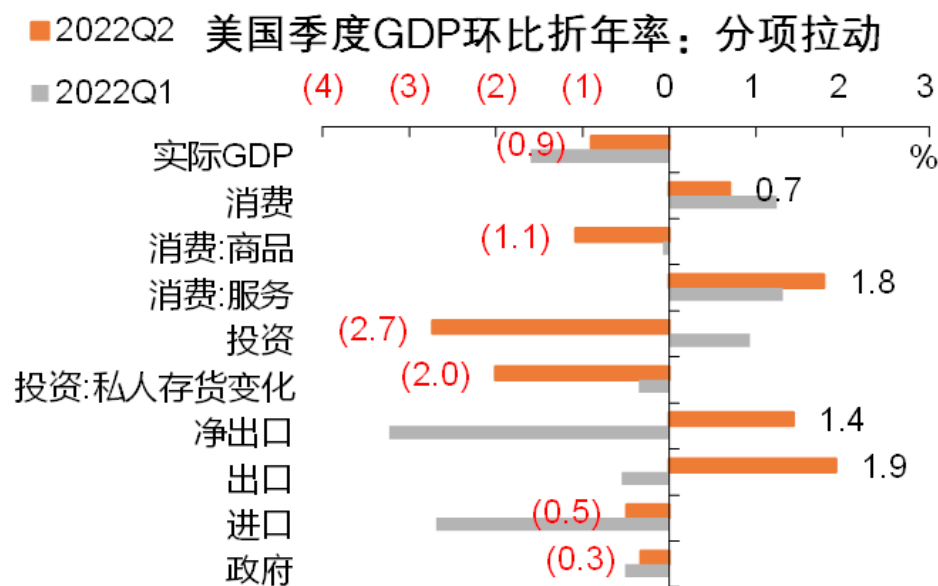
1.1 衰退担忧正当时

- 美国经济陷入“技术性衰退”，经济下行信号渐强。美国2022年2季度实际GDP环比萎缩0.9%，已连续两个季度环比负增长。从环比看，投资（私人库存）以及商品消费的下降是主要拖累。事实上，自5月以来，随着各类经济指标走弱，美国亚特兰大联储模型对于二季度GDP数据的预测值一路走低。

◎ 今年5月以后，亚特兰大联储模型不断下调二季度经济预测



◎ 环比看：投资和商品消费是主要拖累，但服务消费和出口增长仍强

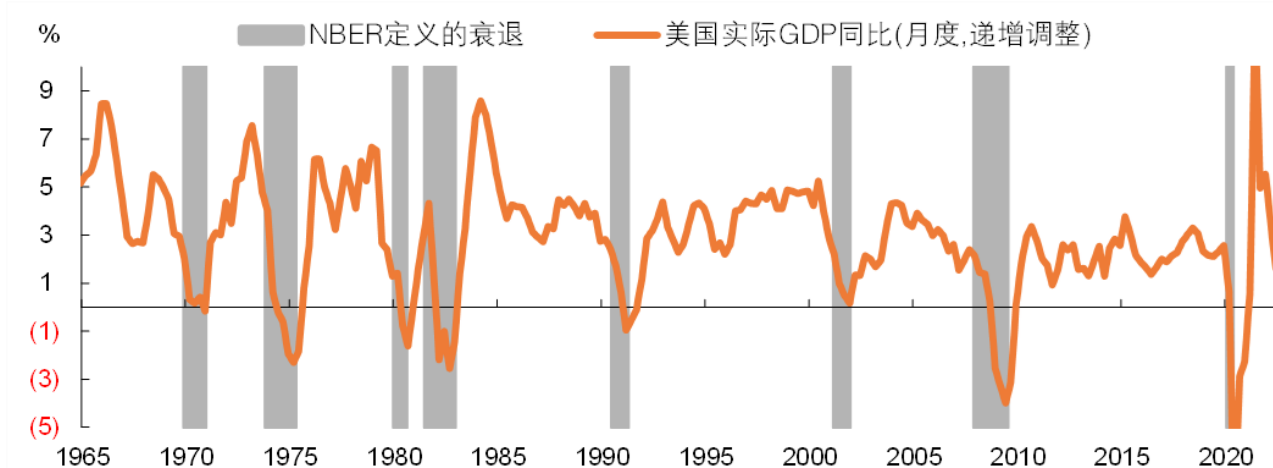


资料来源：亚特兰大联储，Wind，平安证券研究所

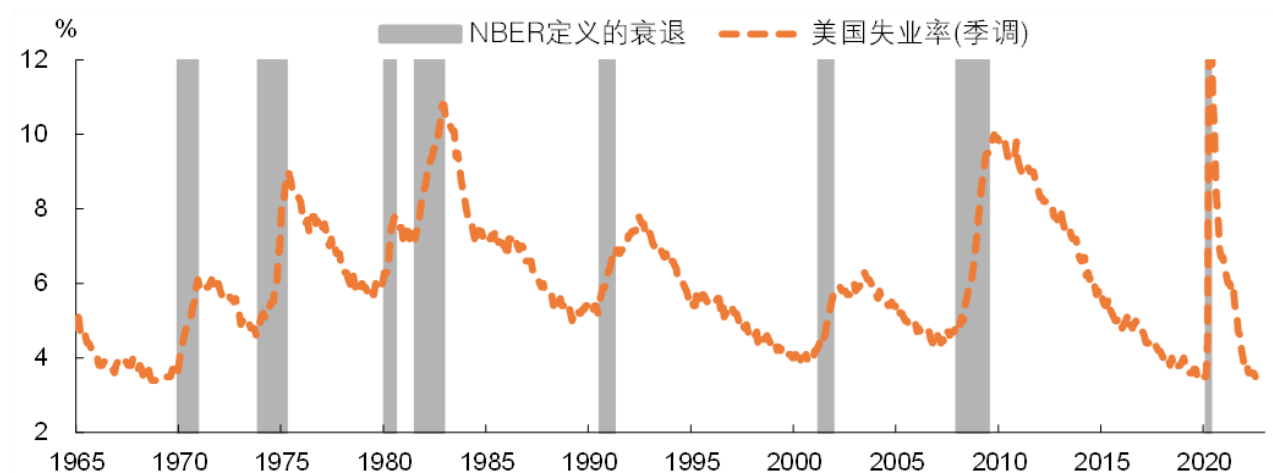
1.1 衰退担忧正当时

- 美国经济是否已陷入“衰退”？
- 观察美国国家经济研究局（NBER）的定义区间，衰退或需同时满足两大条件：
 - 1) 实际GDP同比负增长或几乎停滞（0.2%以下）
 - 2) 失业率明显反弹
- 我们认为，今年下半年美国“衰退”的概率不大；本轮衰退节点或在2023年上半年。

◎ NBER衰退区间：美国实际GDP同比负增长或几乎停滞



◎ NBER衰退区间：美国失业率明显反弹

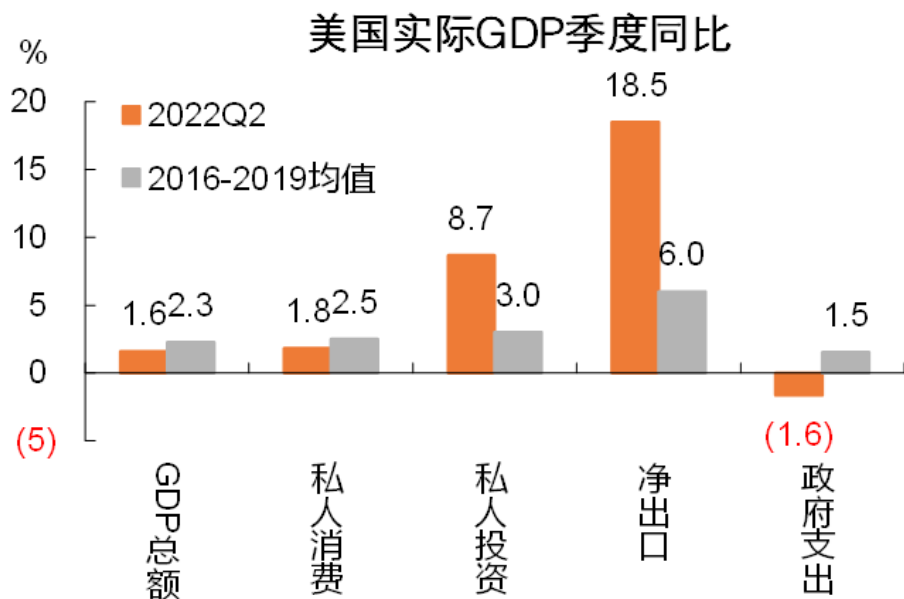


资料来源：Wind，平安证券研究所

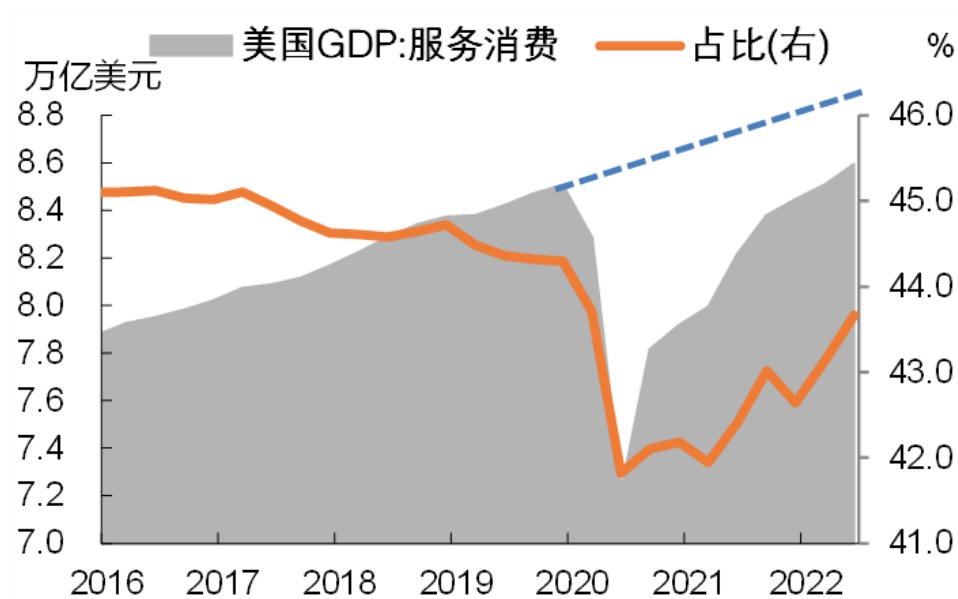
1.1 衰退担忧正当时

- **2022年美国实际GDP有望实现正增长。**美联储（6月）和IMF（7月）最新预测，2022年美国的经济仍能保持2.8%和2.3%的正增长。主要原因在于，美国经济增长尚未完全回到疫情冲击前的趋势增长水平，尤其美国服务业仍有较大复苏空间，有望托底经济增长。美国服务消费占GDP总额的44-45%左右，二季度服务消费环比增1.8%、同比增4.6%。预计2022年美国GDP同比增速有望达到1.5%以上。

◎ 同比看：投资和净出口同比增速是主要拉动



◎ 美国服务业消费尚未恢复至疫情前趋势增长水平，服务消费占比低于疫情前水平1个百分点左右

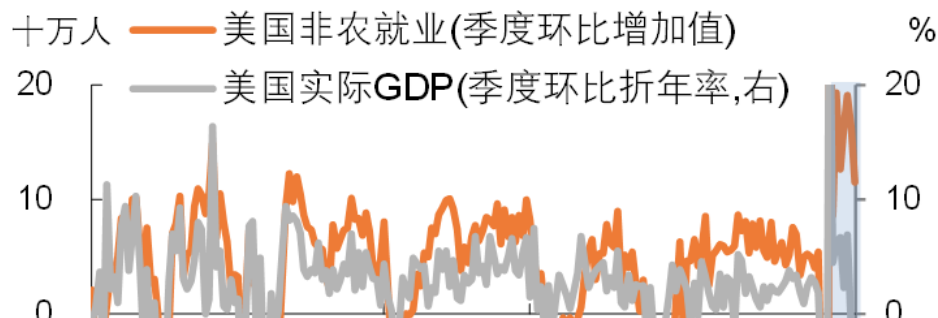


资料来源：Wind，平安证券研究所

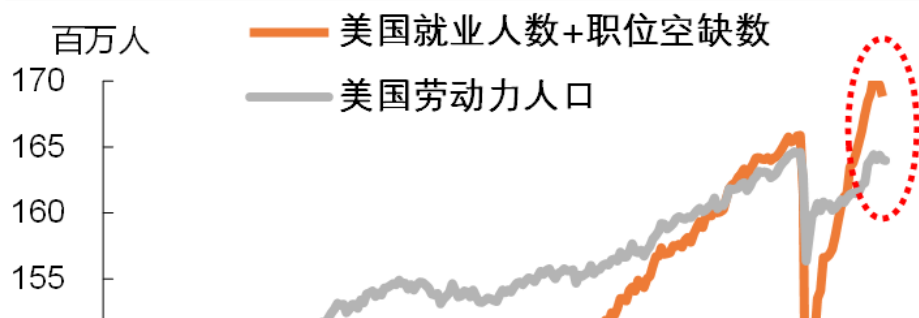
1.1 衰退担忧正当时

- **2022年美国就业市场有望保持相对紧俏。**当前，美国就业数据韧性好于GDP数据。美国7月新增非农就业人数达到52.8万人，远超市场预期的25万人、也高于疫情前平均水平的20万人；美国失业率也降至3.5%，达到疫情以来新低，与2020年2月持平。疫情后，美国劳动力需求增长迅猛，但劳动力人口恢复停滞（美国7月劳动参与率与疫情前仍有1.3个百分点的差距）。预计下半年美国失业率有望保持在3.5-3.8%的历史低位。

◎ 美国非农就业与GDP增速走势背离



◎ 美国劳动力需求强于疫情前水平、供给弱于疫情前水平，使就业市场吃紧



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_44935

