

相关研究

《全球的滞胀风险——当货币超发遇到供给冲击》 2022.04.24

《本轮疫情：影响多少投资？》
2022.04.19

《四大影响——再议中美利率的倒挂》
2022.04.12

欧洲的滞胀，美国的通胀

投资要点：

- 自 2020 年 3 月受疫情冲击以来，欧美均采取了大量货币宽松和财政刺激政策以救助经济。而当前欧美都面临着高通胀压力以及宽松政策的陆续退出。那么，当前欧美经济与就业修复如何了？高通胀的驱动力有何不同？谁是通胀，谁是滞胀？本篇专题拟对这些问题进行梳理分析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:ljl3766@htsec.com

证书: S0850521090002

目 录

1. 就业恢复有何不同?	4
2. 通胀压力有何差异?	6
3. 欧洲已经陷入滞胀	8

图目录

图 1	美国历年衰退期间失业率变动 (%)	4
图 2	美国失业率与欧元区失业率对比 (%)	4
图 3	美国和欧元区就业恢复对比 (2019Q4=100)	5
图 4	美国和欧元区工作时间变化 (2019Q4=100)	5
图 5	美国和欧元区工资收入变化 (2019Q4=100)	5
图 6	美国和欧元区就业缺口较大的行业 (2021 年 4 季度相比 2019 年 4 季度, 万人)	6
图 7	美国 CPI 和欧元区 HICP 分项权重对比 (%)	6
图 8	美国通胀为近 40 年来新高 (%)	7
图 9	欧元区通胀创历史新高 (%)	7
图 10	欧元区主要分项对通胀的拉动率 (%)	7
图 11	美国主要分项对通胀的拉动率 (%)	7
图 12	美国核心 CPI 同比与剔除财政支持后的核心 CPI 同比 (%)	8
图 13	美国周度经济指数 (13 周移动平均, %)	8
图 14	欧元区经济景气指数和消费者信心指数	9
图 15	德国周度经济指数已转负 (13 周移动平均, %)	9
图 16	美国核心商品 CPI 环比和核心服务 CPI 环比 (%)	9
图 17	欧洲主要国家对俄罗斯天然气的依赖度 (2021 年上半年, %)	10
图 18	主要经济体贡献全球终端需求的比重 (%)	10
图 19	欧盟对出口增长的贡献在 20% 以上 (%)	10

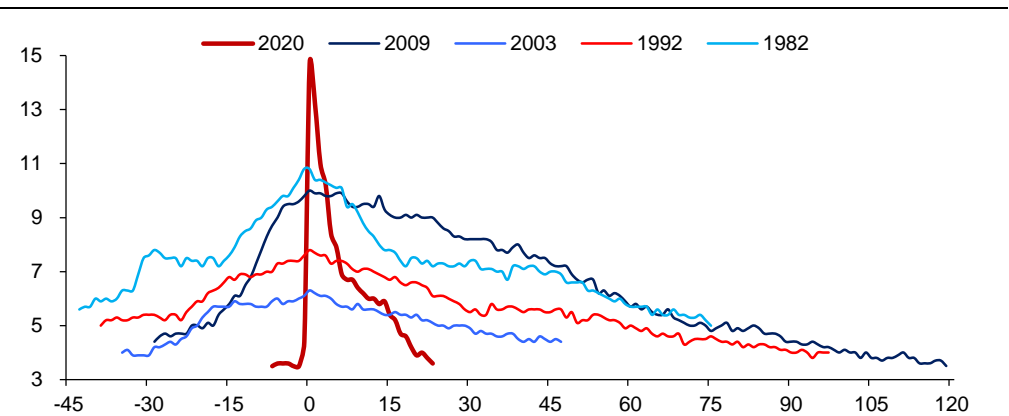
1. 就业恢复有何不同？

从失业来看，美国骤升骤降，欧洲慢升慢降。受新冠疫情影响，欧美就业市场均受到较大冲击，不过反应明显不同。具体来看，美国失业率从2020年2月的3.5%飙升至2020年4月的14.7%，创历史新高。不过，随后加速下行，截至2022年3月，美国失业率下降至3.6%，几乎回到疫情之前的水平（2020年2月），修复速度为史上最快。而欧元区失业率则上行缓慢，2020年8月才上行至峰值8.6%，仅比2020年2月上行1.2个百分点。下行也较慢，不过截至2022年2月，欧元区失业率已经下降至6.8%，为1993年有数据以来新低。

失业人数表现也是如此。美国失业人数在2020年4月飙升至2250.4万人，比2020年2月增长261.9%，创历史新高；截至2022年3月已经回落至600多万人，几乎回到疫情之前的水平。而欧元区失业人数则到2020年9月才上升至峰值1400.5万人，仅比2020年2月增长15.2%；截至2022年2月逐步回落至1115.5万人，同样为1993年有数据以来新低。

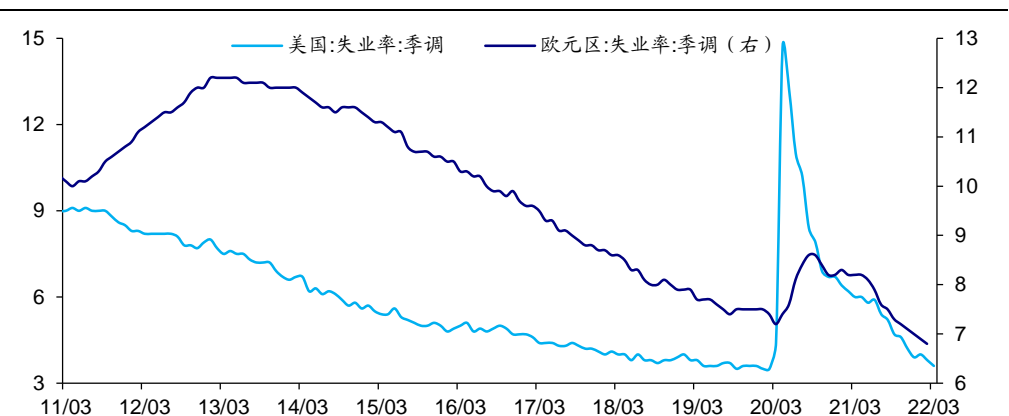
不过，从绝对水平来看，欧元区无论是失业率还是失业人数都远高于美国。

图1 美国历年衰退期间失业率变动（%）



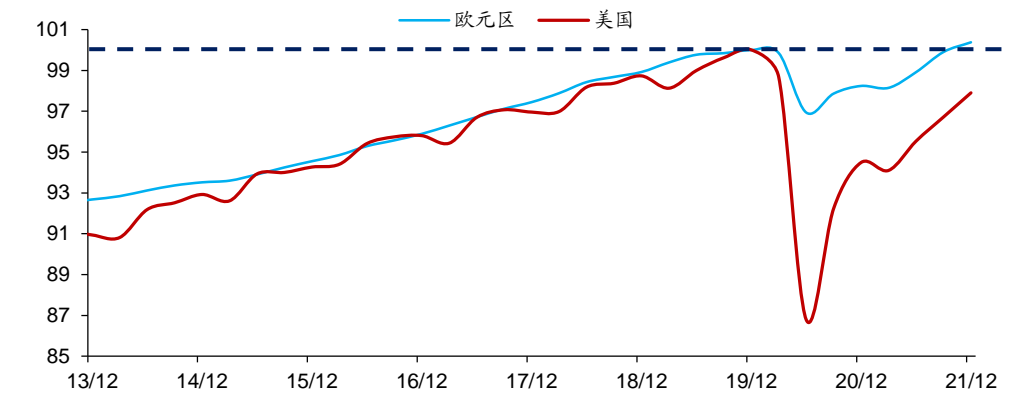
资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴表示失业率高峰期前后的月份

图2 美国失业率与欧元区失业率对比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

从就业来看，欧洲完全恢复，美国仍有缺口。尽管美国和欧洲失业情况基本都恢复到疫情之前的水平，但就业方面却差异明显。与2019年4季度相比，2021年4季度欧元区就业已经完全恢复到疫情之前的水平，恢复度超100%。而美国就业到2021年4季度仅恢复至97.9%，仍有2.1个百分点的缺口；即使到2022年1季度，仍有1.2个百分点的缺口。

图3 美国和欧元区就业恢复对比 (2019Q4=100)


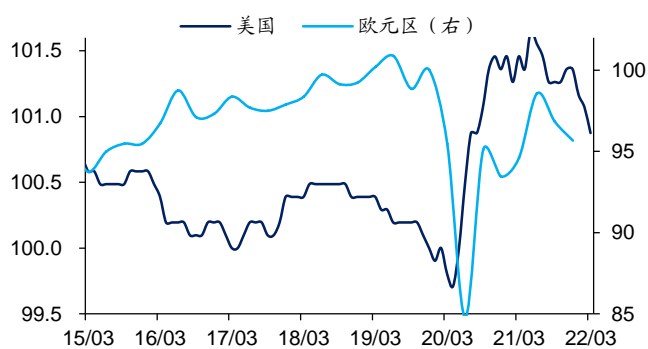
资料来源: Wind, 海通证券研究所

劳动力市场的差异主要与欧美救助政策不同有关。欧洲主要采用的是就业保留计划，即政府鼓励企业留住员工，政府可以帮助支付部分工资，而员工则接受减少工作时间和补偿。据欧央行估算，2020年4月欧元区近20%的工作岗位来自于就业保留计划的支持。

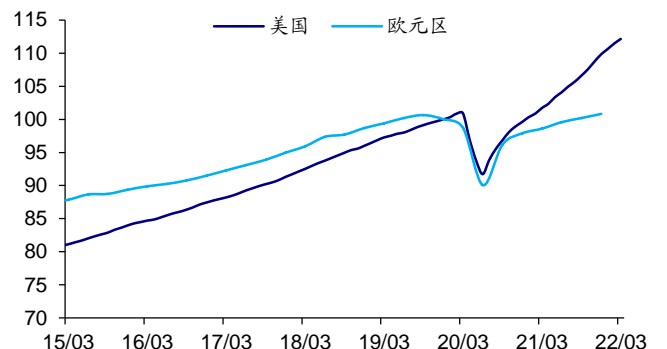
而美国主要采用的是高额的失业补贴，例如2020年第一轮财政刺激计划，居民每周额外的失业补贴为600美元，叠加居民平均周度失业补助为378美元，失业居民每周可以领取978美元，这高于部分行业正常的工资水平。(参见报告《“非农”偏低：隐含更大的通胀》)

因而，我们可以看到，美国工人劳动时间在明显增加，截至2021年4季度，相比2019年4季度工人劳动时间加了1.4%，工资收入增长了9.8%。而欧洲则与之相反，截至2021年4季度，相比2019年4季度工人劳动时间减少4个多百分点，工资收入也刚刚恢复至正常水平。

在这种背景下，欧元区实际产出在2021年4季度才刚刚回到疫情之前水平(2019年4季度)，而美国早在2021年2季度就恢复正常，到4季度较疫情前增长了3.2%。

图4 美国和欧元区工作时间变化 (2019Q4=100)


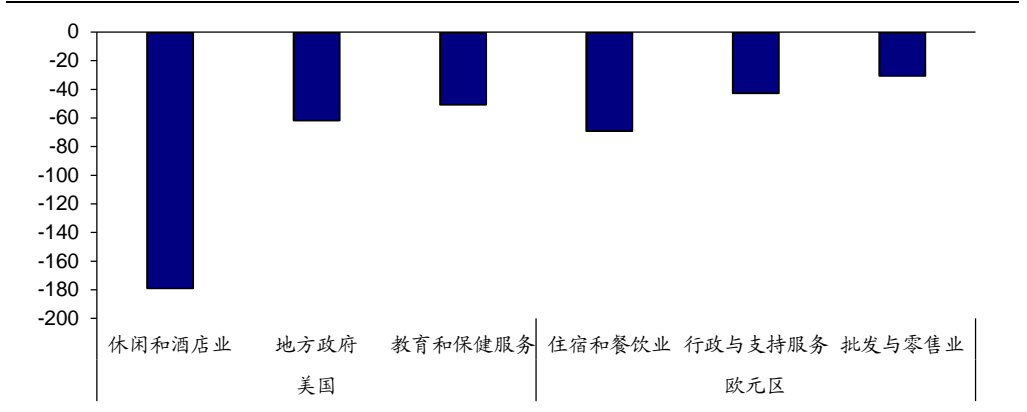
资料来源: Wind, 欧盟统计局, 海通证券研究所

图5 美国和欧元区工资收入变化 (2019Q4=100)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外，从具体行业来看，美国和欧洲就业缺口较大的行业均为受疫情冲击明显的行业。例如，美国就业缺口较大的行业为休闲和酒店业、地方政府以及教育和保健服务，而欧元区则为住宿和餐饮业、行政支持以及批发与零售业等。

图6 美国和欧元区就业缺口较大的行业（2021年4季度相比2019年4季度，万人）



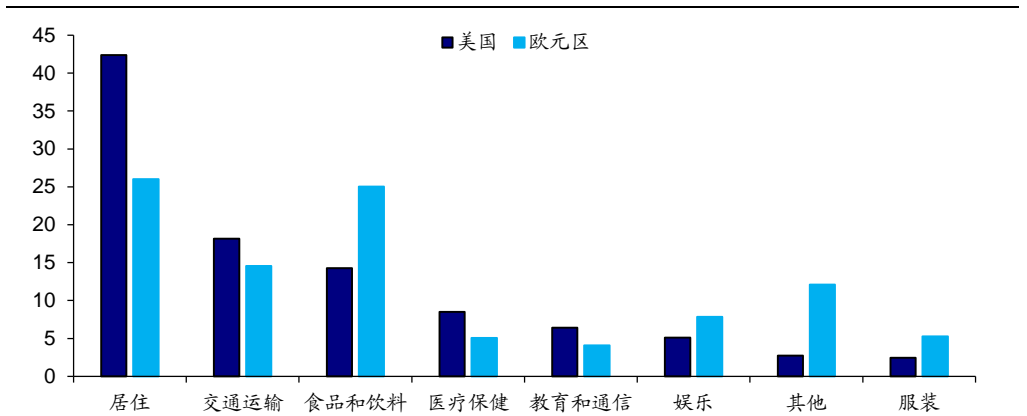
资料来源：Wind，欧盟统计局，海通证券研究所

2. 通胀压力有何差异？

欧美通胀结构有何不同？美国 CPI 主要分为 8 大类，而欧元区 HICP 主要分为 12 大类。为了便于对比，我们将欧元区 HICP 分项进行调整，从而与美国 CPI 分项一一对应。调整后，我们发现无论美国还是欧元区，通胀分项中权重较大的都是居住、交通运输以及食品和饮料，以上三项在通胀中的权重均超 65%。

进一步来看，美国通胀中服务权重更高，比欧元区高出 19 个百分点，主因美国居住权重更高，美国通胀中居住权重比欧元区高出 16 个百分点。而欧元区通胀中商品权重更高，比美国高出 19 个百分点，主因食品和饮料权重更高，欧元区通胀中食品和饮料权重比美国高出约 11 个百分点。此外，欧元区通胀中能源权重也更高，比美国高出 3.6 个百分点。

图7 美国 CPI 和欧元区 HICP 分项权重对比 (%)



资料来源：BIS，欧盟统计局，海通证券研究所

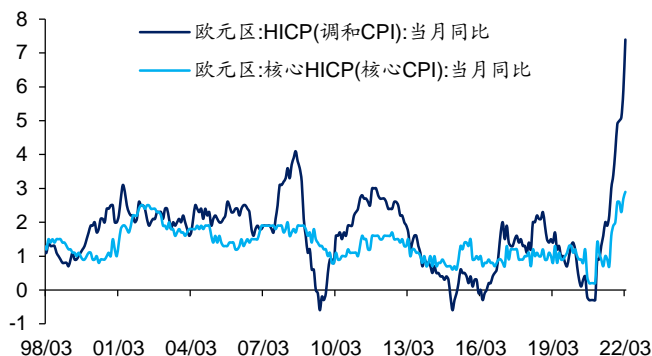
欧美通胀压力如何？从整体上来看，欧美通胀压力都很大。截至 3 月，美国 CPI 同比上行至 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高；核心 CPI 同比也上行至 6.4%，为 1982 年 8 月以来新高。而欧元区通胀压力更大，截至 3 月，欧元区 HICP 同比飙升至 7.4%，创 1997 年有数据以来新高；核心 HICP 同比也上行至 2.9%，即使看起来远低于美国，但也创 1997 年有数据以来新高。

图8 美国通胀为近 40 年来新高 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 欧元区通胀创历史新高 (%)



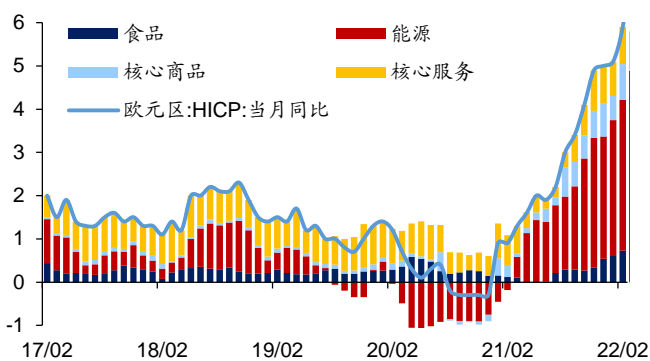
资料来源: Wind, 海通证券研究所

欧美通胀动力有何差异? 欧洲通胀的主要驱动力为能源, 自 2021 年 4 月以来, 能源通胀对欧元区通胀的贡献率一直在 5 成以上, 而其他非能源类商品和服务的通胀压力整体较小, 贡献率仅在 10% 左右。截至 2022 年 3 月, 能源通胀同比上行至 44.8%, 拉动欧元区 HICP 同比增长 4.9 个百分点, 贡献率为 65.6%。

而美国则表现为全面通胀, 主要分项对美国通胀的贡献均相对稳定, 其中核心商品、能源以及核心服务贡献均在 3 成左右 (自 2021 年 4 月以来)。截至 2022 年 3 月, 核心服务、核心商品、能源以及食品通胀分别拉动美国 CPI 同比增长 2.7 个百分点、2.5 个百分点、2.4 个百分点以及 1.1 个百分点, 贡献率分别为 31.3% (最高)、29.7%、27.6% 以及 1.32%。

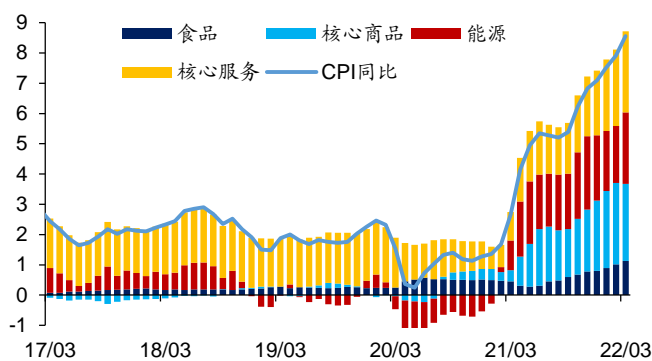
此外, 需要强调的是无论是美国还是欧洲, 自去年年底以来, 食品通胀对整体通胀的贡献率都在不断提升, 目前均在 12% 左右。

图10 欧元区主要分项对通胀的拉动率 (%)



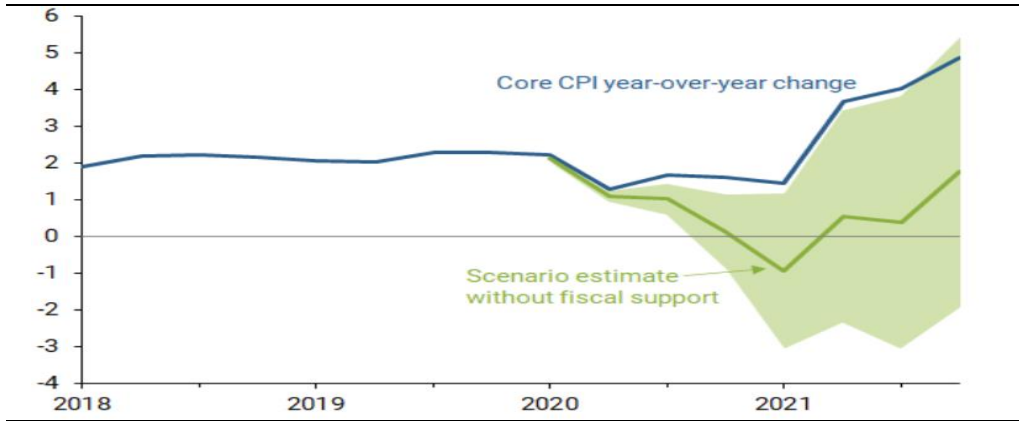
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 美国主要分项对通胀的拉动率 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

总的来说, 欧美高通胀本质上均来自于供需失衡。其中, 欧洲通胀主要源于外部供给冲击, 而美国通胀主要源于财政刺激引起的需求高增长。例如, 根据旧金山联储官员估算, 截至 2021 年底, 财政支持或拉动美国通胀增长了约 3 个百分点。

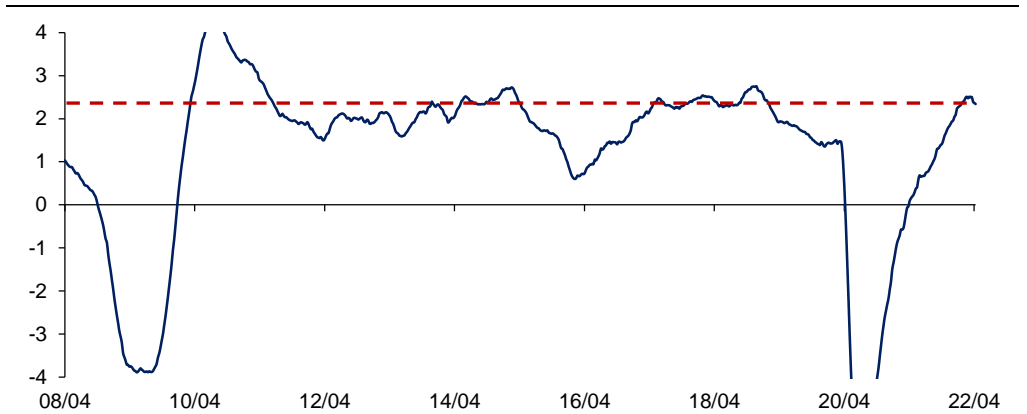
图12 美国核心 CPI 同比与剔除财政支持后的核心 CPI 同比 (%)


资料来源：旧金山联储官网，海通证券研究所

3. 欧洲已经陷入滞胀

从经济来看，美国经济强劲，欧洲经济乏力。我们在之前的报告《40 年未见的美国高通胀：8 次加息够不够？》和《中美利差倒挂：影响有多大？》中指出，过去两年里，面对新冠危机，由于超大力度、超强速度的货币政策刺激，美国经济没有陷入债务通缩，居民和企业的资产负债表不仅没有受损，反而受益。再加上直接“发钱”的政策，美国居民收入不降反升。在新冠疫情的影响逐渐减小后，需求大量被释放出来，经济迎来修复。

当前，美国“发钱”少了，但“工资”多了；尽管“发钱”政策在退出，但美国居民账户上依然有一定储蓄，可以提供缓冲。因而，在收入和储蓄的保障下，美国居民消费增速依然不错，依然会对美国经济有支撑作用。根据纽约联储跟踪的美国周度经济指数显示，截至 4 月 9 日当周，美国经济增速达到 4.4%；如果剔除基数看平均增速，美国最近 13 周的平均经济增速达到了 2.3%，比正常的水平还要高。

图13 美国周度经济指数 (13 周移动平均, %)


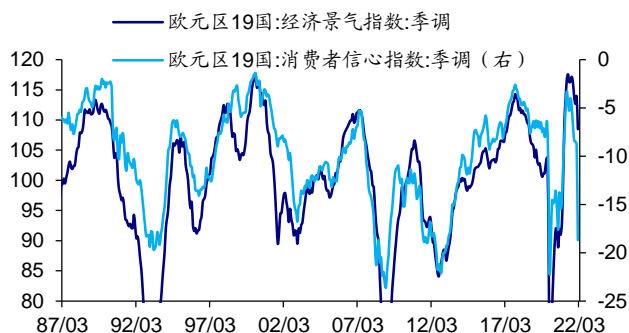
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

而欧洲经济则恢复乏力。欧洲虽然也进行了大规模货币刺激，但“发钱”的力度并没有美国那么大。根据欧央行公布数据显示，截至 2021 年 4 季度，欧元区家庭可支配收入增速放缓至 3.4%。如果剔除基数影响，家庭可支配收入增速已经放缓至 2.6%，不及 15-19 年平均增速，收入增长乏力，难以支撑经济修复。

加之，3 月以来受地缘风险影响，欧洲经济景气大幅受损。例如，截至 3 月，欧元区经济景气指数下滑至 108.5，为 2021 年 3 月以来新低；欧元区消费者信心指数下滑至 -18.7%，为 2020 年 5 月以来新低。

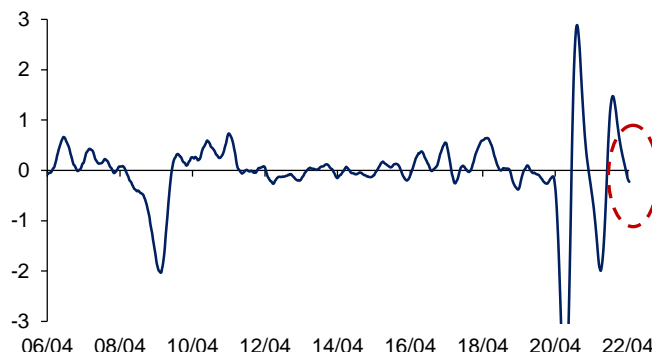
此外，根据德国联邦银行跟踪的德国周度经济指数显示，截至4月16日当周，作为欧洲经济“火车头”的德国的经济增速跌幅扩大至-0.57%，连续9周在负区间；如果剔除基数看平均增速，德国最近13周的平均经济增速也已经下滑至-0.23%。

图14 欧元区经济景气指数和消费者信心指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

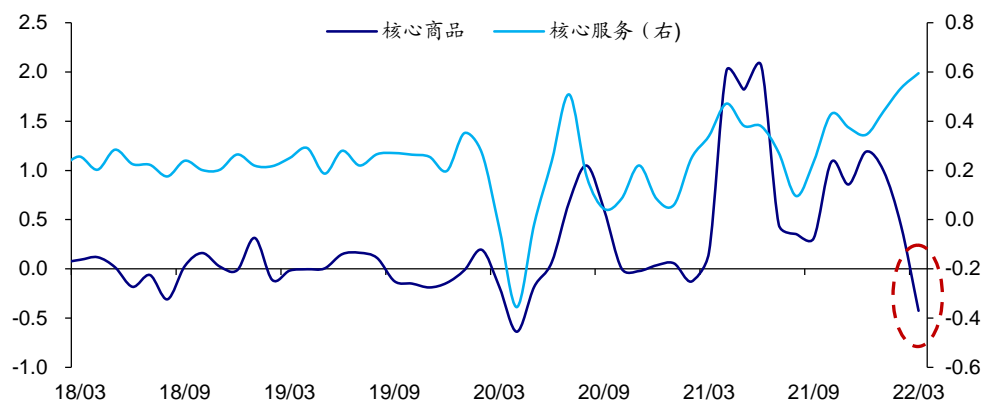
图15 德国周度经济指数已转负（13周移动平均，%）



资料来源：德国联邦银行，海通证券研究所

从通胀来看，美国或见顶，欧洲仍将上行。美国疫情在逐步缓解，供应链也在持续修复，叠加去年商品通胀基数较高，商品通胀有望继续下行。而3月租金通胀环比较上一月有所放缓，美国房价指数同比在去年8月左右已经见顶，考虑到美国房价走势对租金价格走势的领先性，后续美国服务通胀也有望逐步见顶。因而，美国通胀或已见顶，不过回落速度或相对缓慢，通胀压力依然较大，美联储仍需加快收紧。

图16 美国核心商品CPI环比和核心服务CPI环比（%）

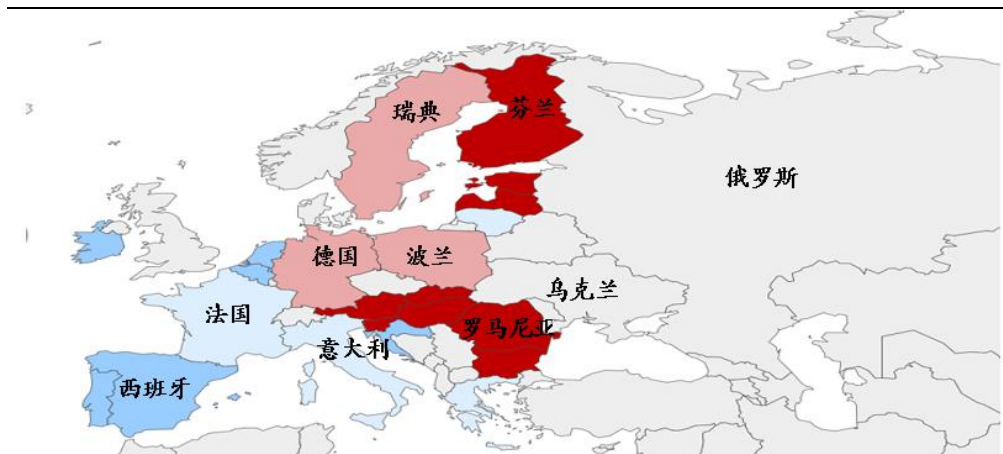


资料来源：Wind，海通证券研究所

而欧洲通胀上行压力仍较大。根据欧盟统计局公布数据显示，截至2021年上半年，欧盟能源产品进口中原油比重约占7成，其次为天然气约2成。其中，约25%的原油进口来自俄罗斯，远高于第二的挪威（9.1%）；约5成天然气进口来自俄罗斯，远高于第二的挪威（20.5%）。

进一步来看，欧盟中保加利亚、斯洛伐克、匈牙利和芬兰对俄罗斯原油依赖度超过75%，德国依赖度也超过25%；欧盟中保加利亚、捷克以及爱沙尼亚等十个成员国对俄罗斯天然气依赖度超过75%，德国、波兰以及瑞典等也超过50%。

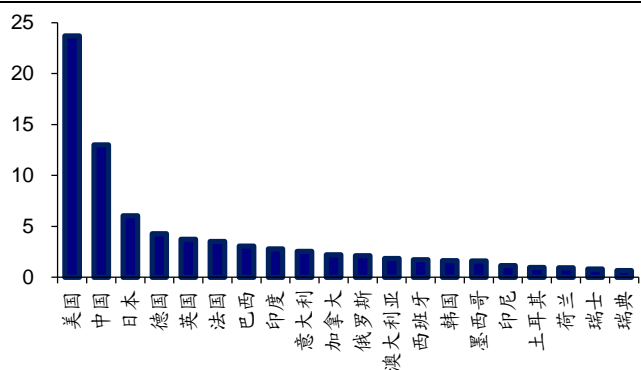
考虑到俄乌地缘风险仍在持续，欧洲对俄罗斯能源依赖度较高，而欧洲通胀中能源通胀权重又较高，后续欧洲将面临更大通胀压力。

图17 欧洲主要国家对俄罗斯天然气的依赖度（2021年上半年，%）


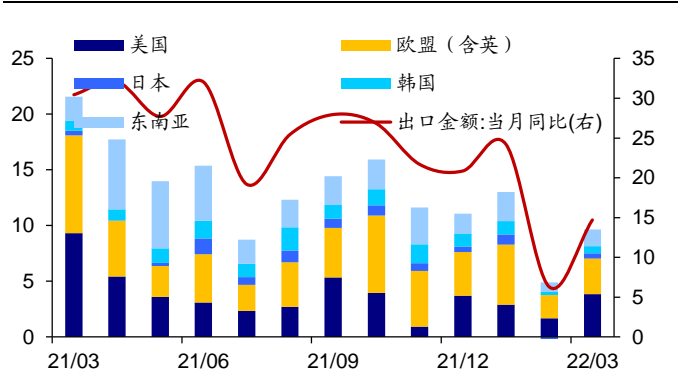
资料来源：Eurostat 估算，海通证券研究所，依赖度=从俄罗斯进口的天然气规模/天然气总进口规模，注：红色=75%-100%、粉红色=50%-75%、浅蓝色=25%-50%、蓝色=0%-25%、其他=无数据

因此，综合考虑经济和通胀背景下，在欧美央行开始收紧货币政策后，美国经济或仍有支撑，而欧洲内需本就疲弱，相比美国来说，已经陷入滞胀。

欧洲陷入滞胀，我国外贸或面临更大的下行压力。从全球经济存量来看，欧洲贡献了全球 27.7% 的终端需求，美国贡献了 23.7%，中国则贡献了 13.0%。考虑到当前欧洲仍受疫情以及俄乌地缘风险的干扰，欧洲陷入滞胀将对全球经贸产生冲击。加之，当前我国出口增速已从高位回落，近半年来欧盟需求对我国出口增长的贡献持续在 20% 以上，欧洲陷入滞胀或导致我国外贸加速下滑。尤其是动物油脂、锡铅等金属制品以及纺织玩具等产品或影响更大。

图18 主要经济体贡献全球终端需求的比重 (%)


资料来源：WIOD，海通证券研究所

图19 欧盟对出口增长的贡献在 20% 以上 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。