

相关研究

《留抵退税：进展如何？》2022.06.01
《经济修复，需要多久？》2022.05.31
《储能：乘政策之风启航——“能源变革”研究系列二》2022.05.25

全球“滞”与“胀”：加息能停否？

投资要点：

- 在 2020 年新冠疫情到来的时候，全球经济、通胀都面临较大的下行压力，全球主要央行都是采取大规模印刷“纸币”的方式，来应对危机，全球资产价格也大幅上涨。但当前时点往前看，全球经济减速的风险在增加，而促使通胀维持在高位的因素也越来越多，无论是发达、还是新兴经济体的货币政策势必会受到约束，这也会对全球资产价格产生较大的影响。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

目 录

1. 欧洲滞胀初现：加息或将开启	4
2. 美国加息继续，美股风险不小	6
3. 中国：利率和汇率的权衡	8

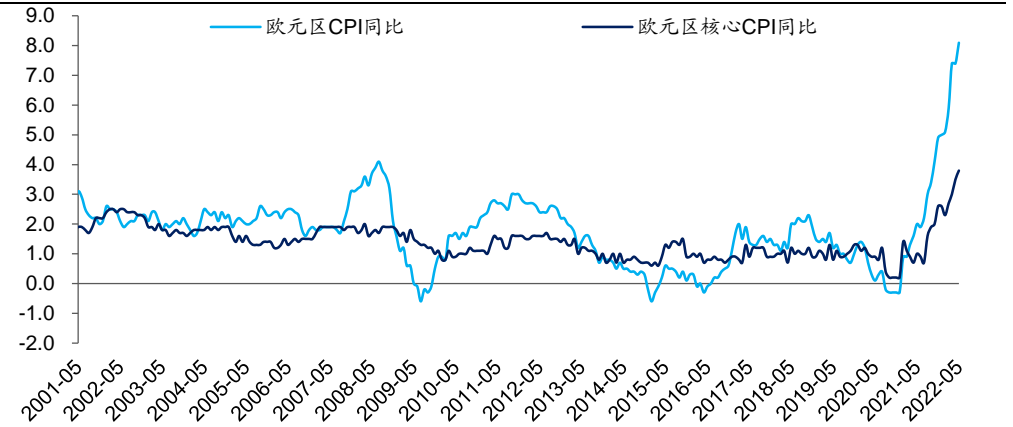
图目录

图 1	欧洲 CPI 大幅上行 (%)	4
图 2	欧洲 PPI 已创历史最高 (%)	4
图 3	欧元区 PMI 指数 (%)	5
图 4	欧洲经济领先指标明显下滑	5
图 5	时隔 8 年, 欧元区 1 年期公债利率重回正值 (%)	5
图 6	美国通胀压力仍高 (%)	6
图 7	美国周度经济指数 (%)	6
图 8	美国居民收入和消费增速 (%)	7
图 9	美国名义利率大多数时候高于通胀水平 (%)	7
图 10	美国实际 GDP 和美股盈利的相关性 (%)	8
图 11	我国核心通胀仍然偏低 (%)	8
图 12	我国通胀压力主要集中在输入型的商品涨价 (%)	9
图 13	人民币汇率和美元指数	9
图 14	中美一年期利差和汇率走势	10

1. 欧洲滞胀初现：加息或将开启

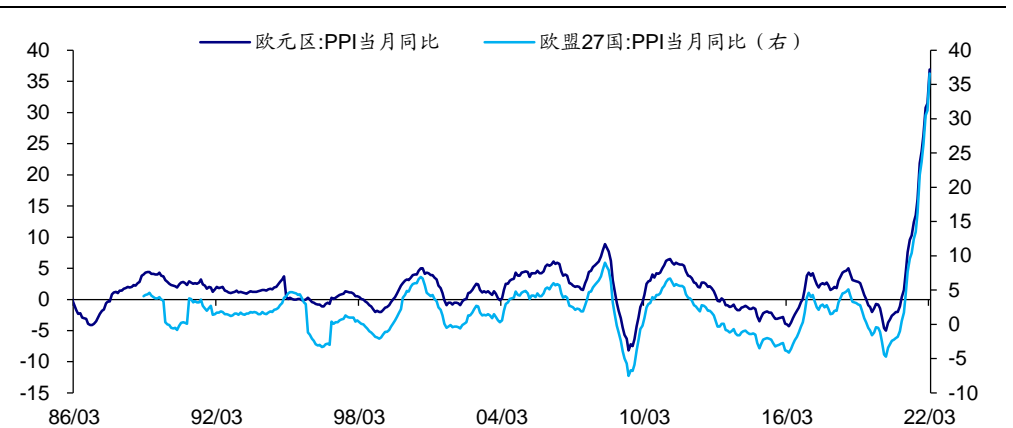
受到供给端的影响，欧洲的通胀压力从去年下半年以来就在不断增加，尤其是今年俄乌问题爆发后，通胀问题就愈发突显。截至今年5月份，欧元区整体CPI同比已经上升至8.1%，核心CPI同比上升至3.8%，主要的消费品和服务都有涨价。而随着全球大宗商品价格上涨，PPI的水平就更高了，截至4月欧元区PPI同比已经突破37%。

图1 欧洲CPI大幅上行(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 欧洲PPI已创历史最高(%)

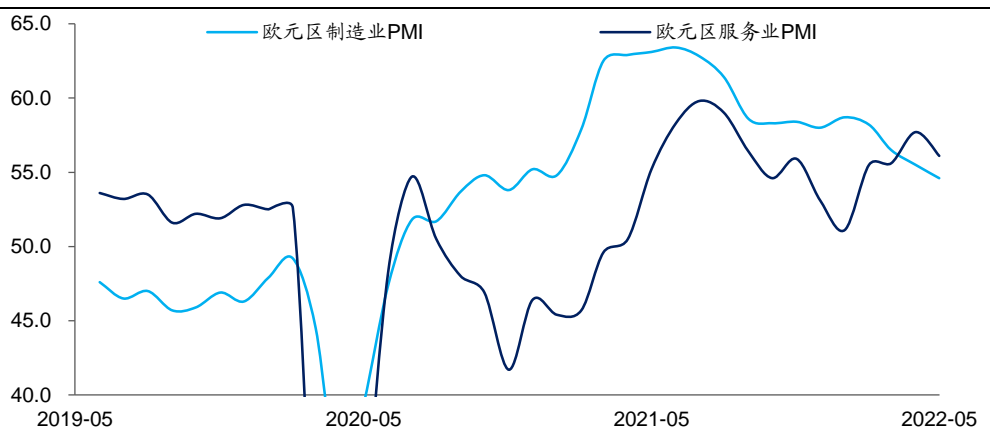


资料来源：Wind，海通证券研究所

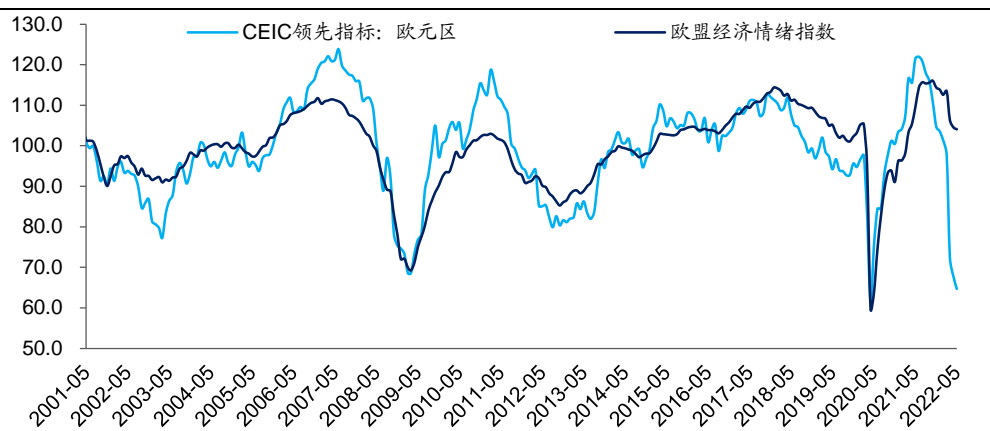
与高通胀形成对比的是，欧洲的经济增速却在边际放缓。截至5月份，欧元区制造业PMI已经降至54.6%，而在3月之前，这一指标已经在58%-59%之间徘徊了半年之久。尽管欧元区服务业PMI有所抬升，但主要是前期受新冠疫情影响，服务业基数偏低，目前疫情放开后逐步修复，和制造业修复存在时间差。

随着俄乌问题发酵，涨价本身就会打压经济量的增长，欧洲经济领先指标从3月以来已经大幅下滑。CEIC领先指标从之前的100附近，已经降至5月份的64.7；欧盟经济情绪指数已经从之前的110以上，大幅下降至5月份的104.1。

往前看，即使俄乌问题过去，欧洲内部的分歧可能会进一步加大，从各经济体对俄能源制裁的态度上也可见一斑，欧洲滞胀的风险可能难以根本缓解。

图3 欧元区 PMI 指数 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 欧洲经济领先指标明显下滑


资料来源：CEIC，海通证券研究所

在滞胀的背景下，究竟应该收紧货币政策来治理通胀，还是应该继续维持货币宽松来刺激经济增长？在当前失业率偏低、经济还未大幅下滑的情况下，欧央行的态度比较明确，短期内会以控制通胀为主，收紧货币政策，预计7月可能开始加息。

从3月份以来，市场已经开始反应欧央行的加息预期。例如，欧元区1年期公债利率大幅上行66BP，甚至时隔8年来，首次出现接近正值的情况，这是极为罕见的，也反映了欧洲面临的通胀压力。

图5 时隔8年，欧元区1年期公债利率重回正值 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

2. 美国加息继续，美股风险不小

美国的通胀压力也很大。截至4月份，美国CPI同比为8.3%，核心CPI同比为6.2%，尽管相比3月份有所回落，但主要是由基数变化导致的。从环比增速来看，4月美国通胀的环比走势仍然高于正常水平，这说明美国的通胀压力仍然较大。另外，由于大宗商品是全球定价的，美国PPI同比也高达21.5%。

图6 美国通胀压力仍高 (%)

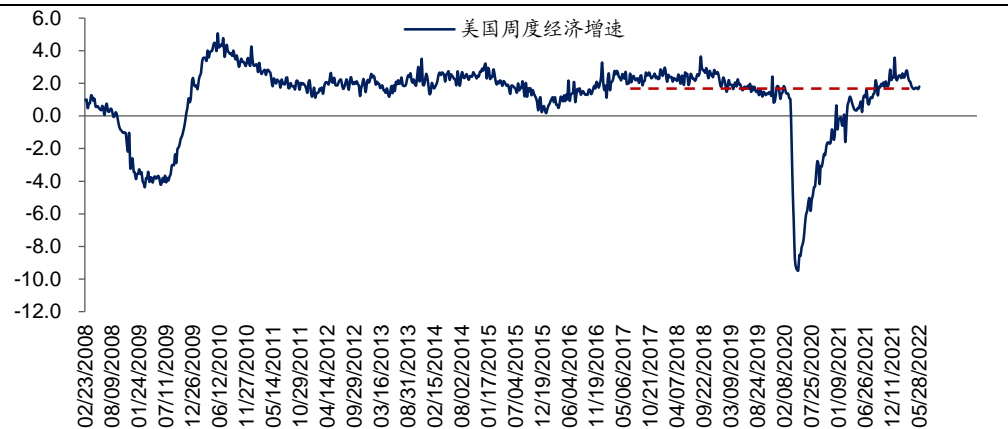


资料来源：Wind，海通证券研究所

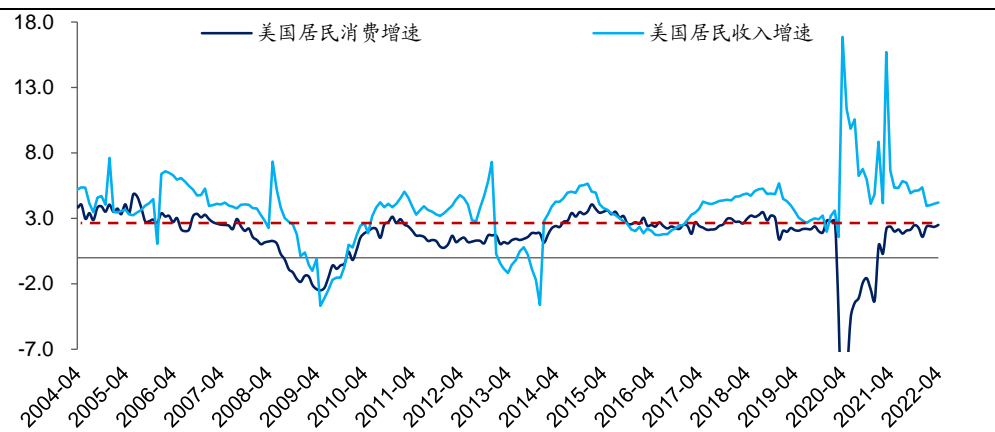
美国经济增速虽然有所回落，但短期内整体表现还不错。截至5月最后一周，美国周度经济指数平均增速已经回落至1.8%，相比之前2%以上的水平有所放缓，但仍然高于疫情之前的增长速度。由于美国居民工资收入增长不错，对消费端也有短期支撑。

但往前看，经济增速的放缓是大概率，高通胀、高利率势必会对经济量的增长产生一定压制。举个简单的例子，当油价上涨以后，美国居民的汽车消费就会减少；当按揭贷款利率提高后，居民投资房产的动机也会下降。

图7 美国周度经济指数 (%)



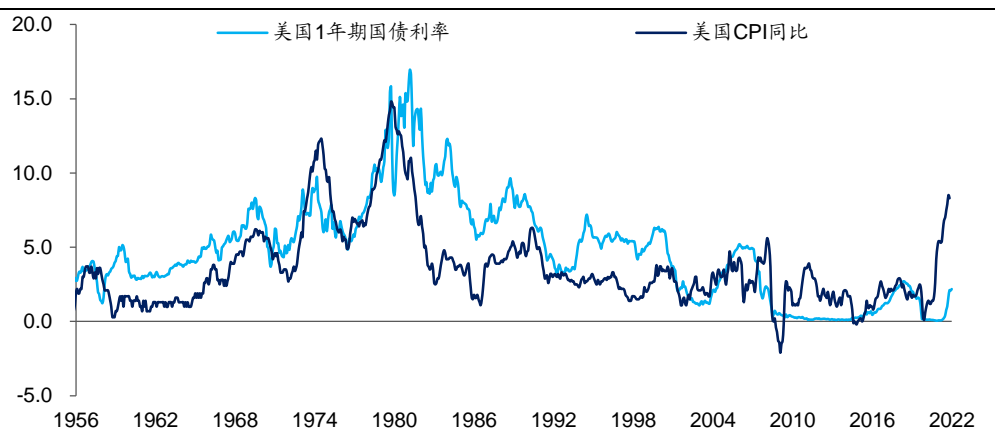
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

图8 美国居民收入和消费增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

也就是说美国也很大概率会出现滞胀的局面，这会影响美联储加息决定吗？我们认为短期内并不会。因为尽管美国经济增速会有一定放缓，但只要增速不是大幅下滑，通胀依然是美联储当前关注的主要矛盾。而事实上，目前来看，美国劳动力市场还相对稳定，失业率还处于历史低位，居民收入仍在增长，服务消费还有一定修复空间。

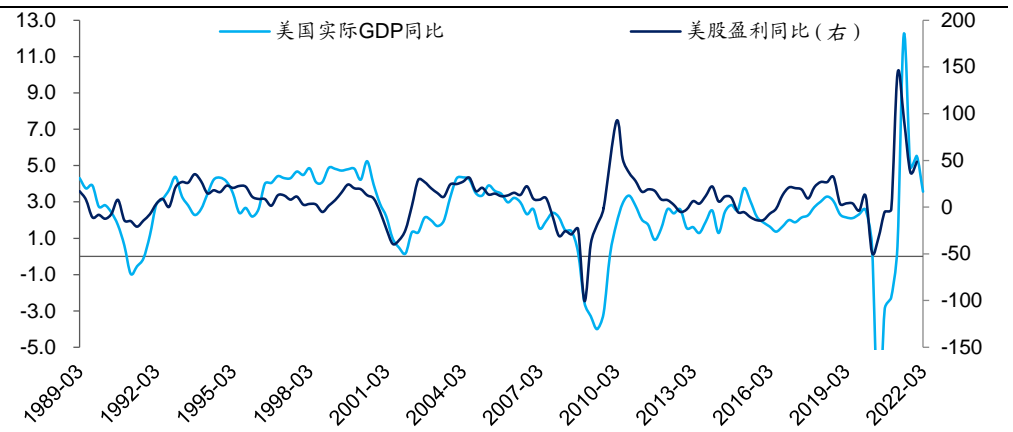
而对于治理通胀来说，美联储尽管进行了加息操作，但由于之前的加息节奏偏慢，美国名义利率远远落后于通胀水平。在过去的几十年间，美国名义利率水平绝大部分是高于通胀的，这样保证了实际利率为正。但本轮美国通胀水平已经在追赶上世纪 80 年代初，而美国利率水平远远低于通胀水平，这和美联储的行动迟缓是有关系的。所以美联储可能还需要去弥补之前欠下的加息“缺口”。

图9 美国名义利率大多数时候高于通胀水平 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而如果出现滞胀的局面，对于美股来说是很不利的。从历史规律来看，美股盈利和美国实际经济增长周期相关性很高。如果出现滞胀的局面，经济下行，企业盈利承压；但同时通胀压力仍然较大，所以美联储货币政策的空间就比较小，美国利率也很难大幅下行，影响美股估值和风险偏好。

这和 2020 年的时候是完全不一样的，在新冠刚刚冲击美国的时候，美国经济大幅下滑，但当时通胀也是大幅下行的，所以整体来说是通缩的环境。面对通缩的环境，对于货币政策的实施是相对有利的，就是直接“放水”，所以当时美联储直接降息到零，并且实行无限制的 QE。而接下来可能会出现，美国经济在往下走，但货币政策又没有空间的情况。

图10 美国实际 GDP 和美股盈利的相关性 (%)


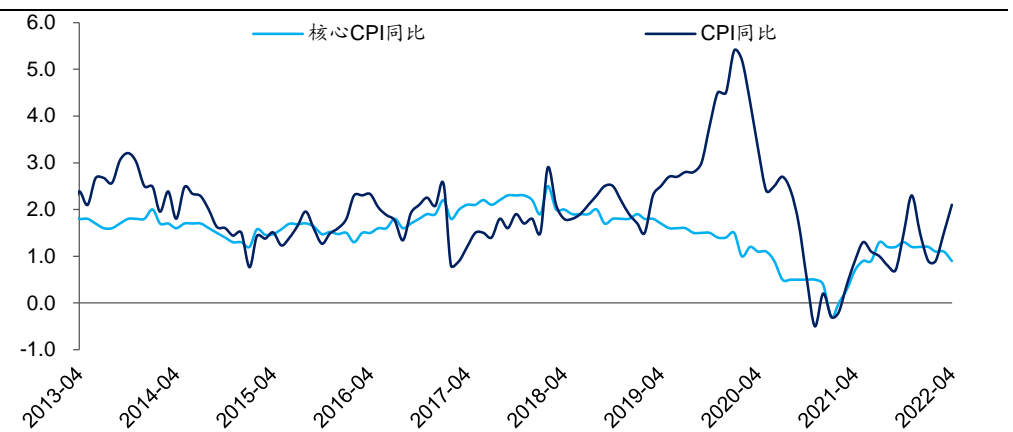
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 中国：利率和汇率的权衡

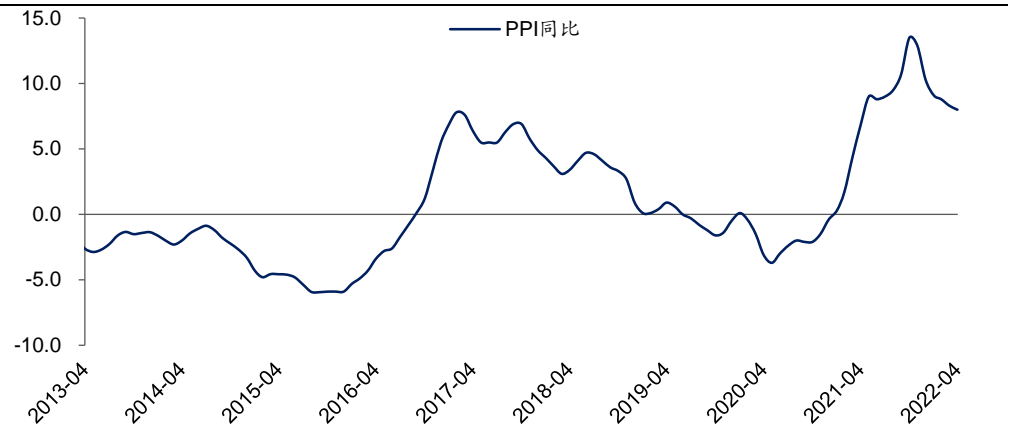
对比海外巨大的通胀压力，我国的通胀压力整体是可控的，这主要是因为我国的刺激经济方式和疫情管理与海外是不同的。在 2020 年疫情爆发、又没有新冠疫苗的时候，我国防控做得最好，但稳增长的重心侧重保供给，需求端、尤其是消费需求始终偏弱，所以当时虽然我国经济快速回升，但通胀压力并不大；而海外的稳增长更加侧重保需求，尤其是美国采取了直接给居民“发钱”来稳定需求的方式。

从 2021 年起，海外在逐渐接种疫苗后，陆续放松疫情防控，经济需求端快速释放出来，而供给端恢复相对缓慢，通胀压力骤然增加；而我国消费需求相对偏弱，房地产需求又逐渐得到管理规范，供给能力有保障，通胀压力就比较有限。

往前看，我国存在结构性的大宗商品的涨价压力，但整体通胀压力可控。从通胀角度来说，我国的货币政策是存在宽松空间的。

图11 我国核心通胀仍然偏低 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

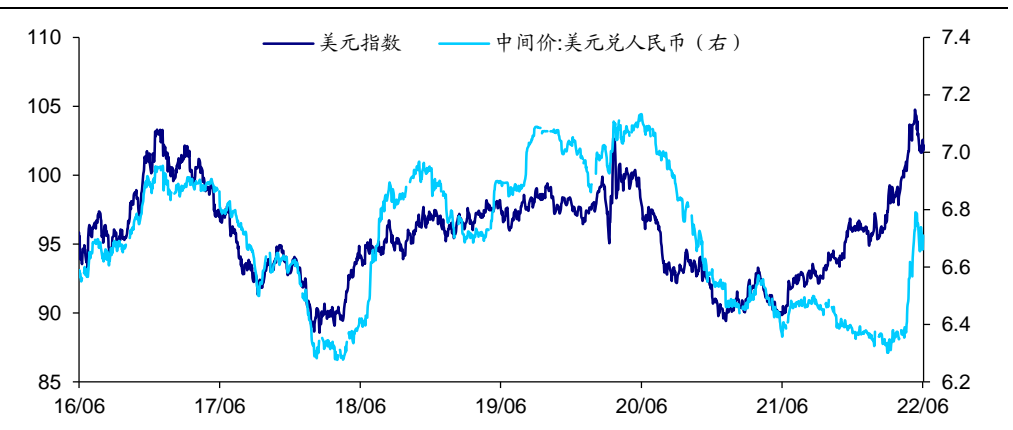
图12 我国通胀压力主要集中在输入型的商品涨价 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

但是我国作为新兴经济体,还要考虑到汇率的变化问题。尤其是在美联储货币政策收紧的情况下,如果一个中央银行完全不考虑汇率的波动,制定货币政策时只考虑自己国内经济的变化,那么汇率变化只是货币政策调整的结果而已。例如欧元、日元,欧央行、日本央行在做货币政策决策时,并不太在意汇率的变化,就像日本国内通胀压力暂时不大,所以日本央行决定继续维持宽松,日元对美元汇率在今年大幅贬值。而如果一个中央银行会考虑汇率的波动,那么货币政策还是要考虑和其它经济体货币政策的一致性。

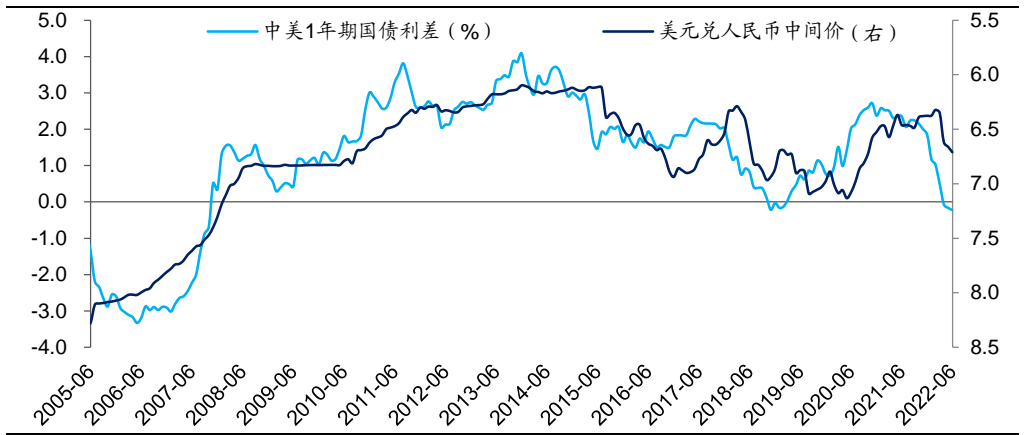
在当前国内经济面临下行压力、走势和外部出现一定背离时,我国央行多次表态“把握好内部均衡和外部均衡的平衡”。其实就是既关注利率对于调节国内经济均衡的作用,又关注汇率对于调节内外均衡的作用。所以考虑到国内通胀压力较小,我国货币政策存在一定的宽松空间,例如降息、降准仍有可能;但要兼顾汇率的稳定的话,货币政策宽松的空间就相对有限。利率和汇率,需要做一个均衡。

总结来说,未来全球经济或有走弱,但通胀的风险依然不小,各国货币政策的宽松空间也相对有限,这和2020年的全球一起“放水”的情形完全不同,对资产价格也会有不小的影响。

图13 人民币汇率和美元指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 中美一年期利差和汇率走势



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

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。