

市場對2022年中國經濟的分歧，僅僅是「目標5.0%還是5.5%」這樣程度和路徑上的差異，但市場對2022年美國經濟的分歧，是方向上的分歧。各家機構對2022年美國經濟增速預測的差異之大，歷史罕見：最高的IMF（國際貨幣基金組織）預測5.2%，大摩預測4.6%，世界銀行預測4.2%，美聯儲預測4.0%，OECD（經合組織）、高盛、摩根大通給出了3.6%-3.8%。

# 美加息料先緊後鬆



▲分析認為，二季度是聯儲觀察通脹、經濟和就業的時間窗口，相應調整其最終的加息次數和節奏。 法新社

深度  
清解



**宋雪濤**  
天風證券  
首席宏觀分析師

2021年美國經濟從疫情中快速復甦，在低基數下預計增速5.5%左右，2022年是美國結束疫情回歸正常化的第一年，各家機構對增速預測相差1%以上，說明對「復甦還是衰退」的方向存在分歧。對美國經濟的方向分歧，直接影響到對貨幣政策的判斷——聯儲是持續收緊，還是先緊後鬆？

造成分歧的原因是什麼？疫情打亂了復甦的結構和節奏，思維方式的差異帶來結論的不同。如果看經濟復甦的結構，總有好的和差的，快的和慢的，但經濟是一個整體，整體只會有一種描述，就像描述天氣一樣，可以是晴轉陰或者雨，但不能既是晴又是雨。對於宏觀經濟，特別是疫情後的新常態，不能簡單拆分成塊，因為各部分是相互作用的，不會獨立發展，比如因為疫情打亂了復甦節奏，消費和製造業率先回落，財富效應和收入預期因此發生改變，生活服務和房地產還能逆周期向上嗎？

## 實際消費或續走低

系統思維要用整體分析，而不是只看個體線性外推，整體分析重要的是抓住主要矛盾。

過去兩年，美國經濟的舊主要矛盾是財政赤字拉動了居民消費，消費既拉動了美國企業訂單和資本開支，也拉動了中國的出口，並加劇了全球供應鏈問題。如沒有新一輪產業周期或新一輪財政周期接續，這條主線大概率要褪去，回歸經濟本來的面貌。

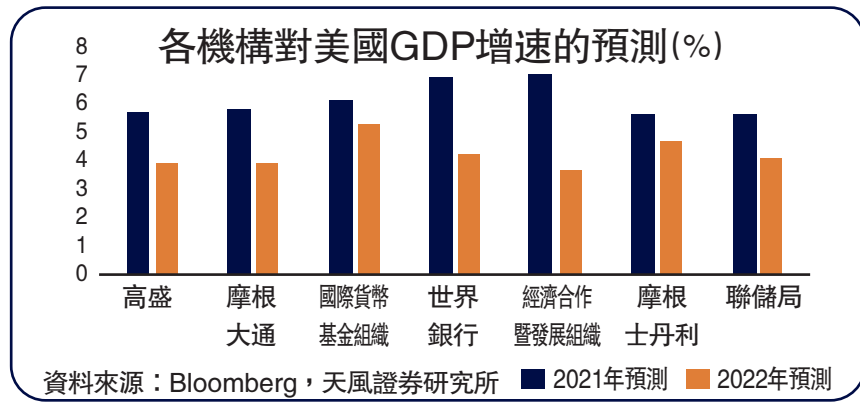
站在疫情後的時點，美國經濟新主要矛盾是什麼？不應該是生活服務、吃喝玩樂，既受限於時間和精力，疫情後即使恢復正常也不能像消費品一樣填坑式消費，也容易受到各種外部因素影響。決定一個發達國家經濟增速和工資水平的，不應該是端盤子和開卡車的低端服務業，也不會是和人口結構有很大關係的房地產。

疫後經濟增長的新動能，要麼是具有全球最領先科技的企業引領了新一輪產業周期，比如新能源、生物醫藥、高端製造、數字經濟開啟新一輪的產能投資周期，要麼是具有全球最強鑄幣權的政府開啟了新一輪財政周期，比如大搞新舊基建和福利社會。

在「財政赤字—居民消費—企業生產—資本開支」這條主線上，我們現在能觀察到什麼呢？

首先，補貼退出，赤字下降，MMT（現代貨幣理論）退坡。

2022年，財政赤字預期下降，尤其是中期選舉年使得財政政策發力程度更加不確定，將使得企業利潤、居民儲蓄和貿易赤字下降，通脹也將趨於回落。MMT的退坡是2022年和



2020-2021年貨幣政策方向最大的不同。

其次，居民消費放緩，儲蓄消耗，借貸回升。

財政刺激退坡和企業利潤增速下滑，將導致居民儲蓄和薪資增速的下降，影響居民消費預期。居民消費在去年三季度回落後，四季度以來消費仍然低於預期。實際可支配收入因為高通脹的原因，環比增幅為負，消費的增長主要依賴儲蓄率的降低和居民信貸透支。

居民儲蓄率6.9%，已經回落至疫情前水平，進一步下降空間不大。居民信貸自2021年初開始迅速回暖超過2020年3月的高點，邊際增長有限。另外持續高通脹給居民實際可支配收入帶來壓力，一季度實際消費可能繼續走低，二季度通脹壓力緩解後實際消費有望小幅回升。

截至2021年10月，耐用品、非耐用品和服務項的消費分別修復到疫情前的122%、114%和98.7%。耐用品消費在疫情期間已經過度透支，消費結構將繼續偏向服務端和非耐用消費品。預計2022年美國消費名義增速2.85%。

再次，企業資本開支放緩。企業資本開支和利潤息息相關。疫情有關的各項補貼到期後，三季度美國企業資本開支增速放緩。全球製造業周期開始回落，因此與製造業PMI（採購經理人指數）相關的設備投資略有回落。ESG（環境、社會、公司治理）轉型背景下，與能源相關度較高的建築投資仍顯低迷。唯獨與大科技公司相關的知識產權投資仍在高速增長，反映出疫情後企業的K型復甦和馬太效應加速。筆者預計2022年美國非住宅投資同比增速大致在2.4%-3.2%之間。

房地產市場經歷了2021年一季度到二季度的回落後，銷售已經企穩。今年美聯儲如果加息縮表將會抬升抵押貸款利率，打消部分投機者的購房意願，房地產補庫存會帶來一定的投資增長（6%），但地產投資在經濟中的佔比很小（3.5%左右），不是主要矛盾。

## 經濟減速但不失速

美國的出口與能源和半導體周期相關，進口和消費是一體兩面，除非能源和半導體等硬科技爆發新技術周期，否則淨出口對經濟的短期貢獻相

對穩定。2022年，預測貿易逆差收窄，對GDP增速貢獻約0.7%。

整體而言，筆者預計2022年美國經濟增速將放緩至3%左右，低於開頭各家機構的預測值。但也沒有失速的風險，必須承認美國在疫苗和特效藥上的科技實力最強，而且一旦經濟衰退也有能力及時改變貨幣政策立場，加大財政支出。其中環比增速的高點可能出現在二季度，實際消費因通脹回落略有改善，隨後經濟增速逐季放緩。

二季度是美國通脹下降斜率最快的時間。美國通脹的核心矛盾是供應鏈紊亂和勞動力供給不充分，疫情造成的生產效率和運輸效率不足將在今年二季度得到改觀，當前美國供應商交付時間正在縮短，生產效率有所提升。一旦供應鏈轉效率開始恢復正常，此前因為供應鏈紊亂而過度累庫的批發商會轉向大幅減少訂單、降價清理庫存，困擾供應鏈的缺貨和通脹問題可能會轉為去庫存和通縮問題。

薪資增速與非農就業呈現負相關關係，薪資過熱主要是供給問題。隨着疫情影響漸行漸遠，過剩儲蓄消耗，近期製造、休閒娛樂、交通運輸等低薪業修復較快，2021年12月薪資環比增速均有不同程度回落，未來低薪服務業的勞動供給將延續修復，薪資漲幅逐漸收窄。

對聯儲而言，3月FOMC（聯邦公開市場委員會）會議前（只能看到2月通脹數據）並沒有足以改變其對通脹擔憂的數據出現，因此其選擇在3月加息一次的可能性較大，也能避免後續通脹超預期帶來的政策失誤。

二季度是聯儲觀察通脹、經濟和就業的時間窗口，相應調整其最終的加息次數和節奏。經濟是制約聯儲連續快速緊縮的現實問題，當前全球製造業周期回落，中國製造業PMI回落較早也較快，歐美製造業PMI也處在下行周期，只是程度不同。今年拜登政府財政支持力度減弱，美國經濟減速和通脹快速下滑會降低聯儲之後連續加息的必要性。

因此二季度開始，聯儲面對的是通脹回落、經濟減速，加息預期可能回落，聯儲在緊縮初期的預期引導過度，超出實際情況，未來預期會逐漸向現實靠攏，過度反應的加息會逐漸回歸正常，筆者認為今年美國貨幣政策會經歷先緊後鬆的轉變。

# 春節宜配置「黃金 + 股票」

視點  
超群



**李超**  
浙商證券首席經濟學家

烏克蘭危機降低市場風險偏好並在美股的情緒脆弱期進一步放大市場波幅。在風險事件衝擊下，筆者認為，「黃金 + 股票」或是春節假期較好的資產持有選擇。

隔夜美股出現大幅波動，道指、納指最大跌幅分別觸及3.2%、4.9%，隨後大幅回升最終收漲；美債、美元、黃金三大避險屬性資產盤中均出現大幅上漲，此後跌幅收窄。盤中的資產價格異動主要反映烏克蘭危機的地緣衝突風險。本輪風險主要源於俄羅斯繼1月中旬公布美國及與北約的安全保障協議草案後，為應對北約在烏克蘭勢力擴張而在烏俄邊境大幅增兵。

鑒於北約的核心力量仍是美國，衝突本質仍是美歐與俄羅斯的對抗。俄羅斯方面，近期在烏俄邊境大幅增兵超過10萬人次，並計劃舉行大規模軍事演習。美國方面，一是向烏克蘭輸送武器並派遣航母於1月24日在地中海開展軍演；二是美國國務院下令撤離駐烏克蘭使館家屬。從資產價格來看，一方面美俄雙方持續升級的摩擦行為增強軍事衝突預期，降低了市場的風險偏好，驅動避險資產價格走高；另一方面，年初至今美股本就處於持續回調通道，烏克蘭這一潛在的黑天鵝事件進一步放大了權益市場的波動幅度。

筆者認為，近期烏克蘭危機表面源自於俄羅斯提出並要求美國及北約簽署的安全保障協議（提出北約不再東擴、不接受烏克蘭作為北約成員等要求），核心仍是美俄深層次的全面對抗。普京與拜登於2021年6月進行會晤並對烏克蘭問題、網絡安全、人權及對俄經濟制裁等問題進行了廣泛探討。

白宮也在會後發布名為「戰略穩定」的聯合聲明，並指出兩國未來將繼續展開雙邊戰略對話，2021年12月次輪「普拜會」及2022年1月10日美俄在日內瓦的安全談判均是首次「普拜會」後的衍生產物，本次軍事衝突也是美俄在諸多衝突領域中的局部反應。

如按當前形勢發展，筆者認為，未來烏克蘭俄羅斯邊境存在發生軍事衝突的可能，但大規模爆發可能性小。一是美俄雙方的核心目的仍是通過局部領域

的對抗換取全面交涉的談判優勢，大規模軍事衝突並非目的，拜登也曾經在「普拜會」中明確反對核戰爭的態度。二是全球尤其是美國當前面對顯著通脹壓力，俄羅斯作為石油和天然氣領域的重要能源輸出國，當前階段美國與俄羅斯展開全面對抗的有助長全球通脹的潛在風險。

## 美匯今年料下探90

在烏克蘭危機的衝擊下，筆者認為「黃金 + 股票」或是春節假期較好的資產持有選擇。黃金配置方面，短期地緣風險事件的發酵存在不確定性，階段性演變超預期可能助推避險資產價格，短期可增配黃金（但金價可能在地緣風險緩解後回調）。

權益資產方面，預計假日期間海外風險的衝擊將逐步趨弱，一方面地緣政治風險大規模發酵概率低（因短期風險偏好衝擊而受損的資產價格可能修復）；另一方面在3月首次潛在加息啟動前，美股仍有反彈動力：

一是估值端短期流動性加速收緊預期將緩解，1月27日聯儲議息決議即將公布，預計美聯儲主席鮑威爾將對貨幣政策正常化路徑、何時首次加息及首次加息幅度給出進一步指引，將淡化市場對短期流動性超預期收緊的擔憂，美股殺估值的過程將暫告一段落。

二是盈利端短期仍是美股的驅動因素，當前標普500成分公司公布2021年四季度業績超預期比例已達79.7%，相較2021年三季度邊際有所下降但仍高於2020年水平，短期來看盈利仍是美股反彈的驅動因素。

美債方面，筆者認為，一季度10年期美債收益率在緊縮預期的驅動下仍有上行動力，高點可能觸及2%；此後加息力度不及預期將使得政策利率的約束減少，美債收益率將反映通脹和基本面雙雙回落的預期，全年呈前高後低，中樞下行態勢。從結構來看，整體將呈現實際利率上行和通脹預期下行的交替走勢。

美元方面，筆者維持此前判斷，短期加息預期可能驅使美元指數繼續高位震盪；當前市場對歐美貨幣政策背離的定價已達到較為極致的狀態，2022年美國加息力度不及預期，以及歐洲補庫即將滯後於美國啟動，美元指數預計重回下行通道並下探90。



◀短期地緣風險事件的發酵存在不確定性，分析建議，短期可增配黃金。資料圖片

# 海外置業者權益難保障

樓市  
新態



**汪敦敬**  
祥益地產總裁

市民購買海外物業經常遇到貨不對辦甚至「爛賣」這些情況成為市場長期的詬病。地產代理業界的聯席會議多次積極與地產代理監管局和消費者委員會商討有關問題，業界較多共識的主流結論是：只要對消費者有利的任何要求，業界十分樂意作全力配合。但我們強調：以「消費者權益優先」的原則下，必須同時處理問題的核心即發展商範疇，才能有效給予公眾在購買海外物業時得到足夠的保障。

我們認為，現時地監局已發出的執業指引已足以規限及追究到持牌代理人在失實陳述上的違規機會，但十分諷刺的是，正正因為地監局有關指引寫得不錯，見到有個別發展商刻意聘請沒持有地產代理牌照的公司去銷售海外物業，於是有關風險仍然繼續存在。縱使日後規定銷售海外物業一定要持有香港代理牌照也好，個別發展商一樣可以收編銷售人員以自我方式去銷售海外物業，一樣可免規管。

業界與多個規管機構進行多次溝通會議，各機構也反映規管海外發展商有很大的難度，因為世界各地的法律也不

同，所以難以立法去限制。既然政府都難以立法，那麼只限制代理不可能是

一個到期的方式了。地產代理業界聯席會議認為，各持份者必須作出共同努力，當下要作更廣泛的廣告、宣傳和教育，去令消費者能充分發揮知情權，我們強調現在知情權並未發揮好的，普遍買家並不清晰了解「隔山買牛」的風險，或正確來說他們只知得很表面。

知情權的第一個層面是買家知道風險，第二個層面是令買家知道什麼因素重要。《選擇》月刊就是一個成功的例子，雜誌內容將消費品的不同元素作出客觀的比較，雖然我們不去規定發展商必須做什麼，但當發展商知道消費者有選擇能力的時候，發展商自然會做討好消費者的事情，很多事情發展商去做是客觀對消費者有利和客觀保障消費者的，譬如將樓價尾數留在律師樓等待建好物業後才發放給發展商，建築、結構的證明越透明度高就越能夠保障到消費者。

另外，諮詢上我們因為時間並不足夠，一些項目若在冷靜期，又或者銷售海外物業的同業是否必須取得香港牌照？這些影響別人生計的決定，在第五波疫情之下加上之前的聖誕新年假期，我們仍未能在短時間內做好足夠的諮詢。