

市场两大驱动因素，四个发展阶段 兼谈美元霸权和卢布结算令

大类资产配置专题报告

银河证券研究院 总量&固收团队

刘丹
2022.04.28

一、2022年俄乌冲突下，卢布结算令影响深远

二、2000年后去美元化过程：欧元和黄金的挑战

三、2011年以后的能源供给和能源交易，竞争加剧

四、2020年以后美元信用遭遇更大挑战，“卢布结算令”加速去美元化

五、资产配置：滞胀+金融条件收紧，叠加去美元化背景

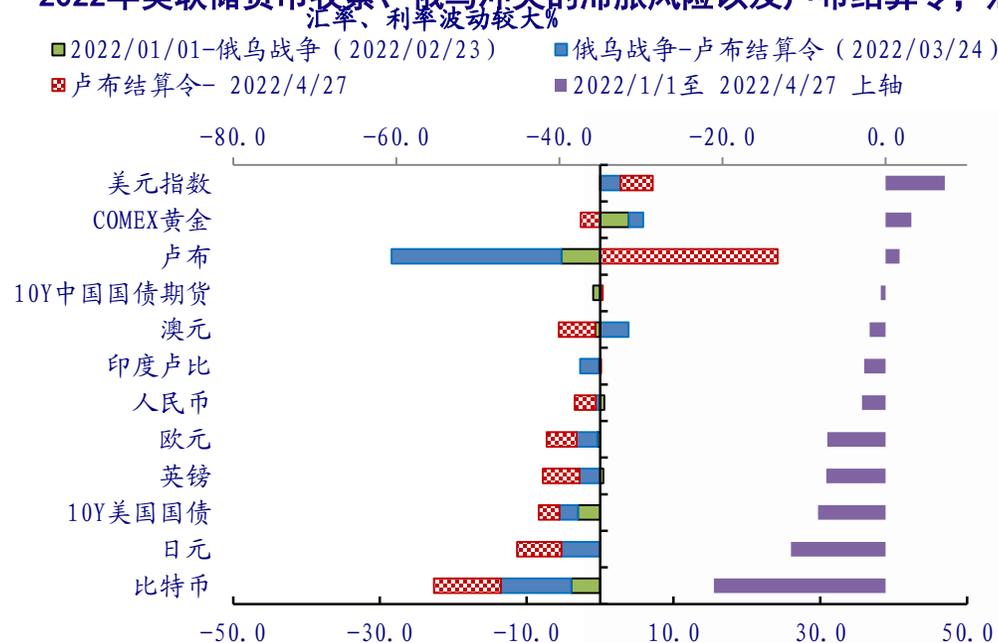
- 国际局势、大国关系，超出我们研究范围。战争的原因也很复杂，仅从数据角度来看美元的国际货币地位和其他事件及资产的关联，并探讨相关的美元、原油、黄金的表现和逻辑。
- 全球能源交易涵盖较广泛，我们仅以原油交易相关分析为主。目前石化能源里面，原油、天然气等交易中，天然气交易占比有所抬升，但原油交易占比依旧最大，一定程度仍具有代表性。
- 去美元化：我们的度量标准主要全球外汇官方确认储备中美元占比的变化，其次考虑贸易结算货币变动，有主动、有被动，不严格区分。
- 涉及的资产：原油、黄金、美元、美债、欧元。
- 最后部分，我们介绍下我们对于大类资产配置的观点。

一、2022年俄乌冲突下，卢布结算令影响深远

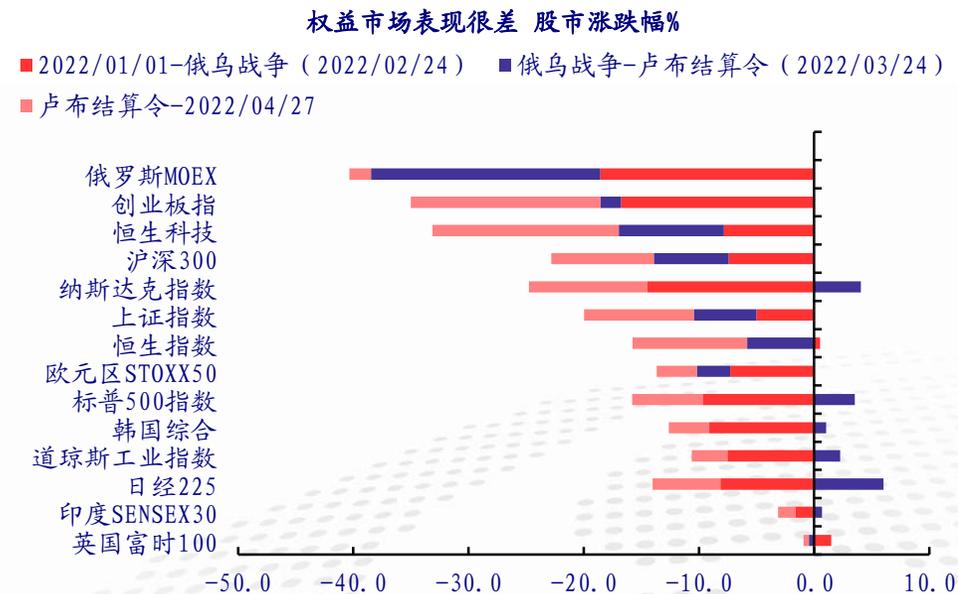


一、2022年初以来市场两大驱动因素外，卢布结算令影响深远

2022年美联储货币收紧、俄乌冲突的滞胀风险以及卢布结算令，汇率、利率、权益市场波动大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

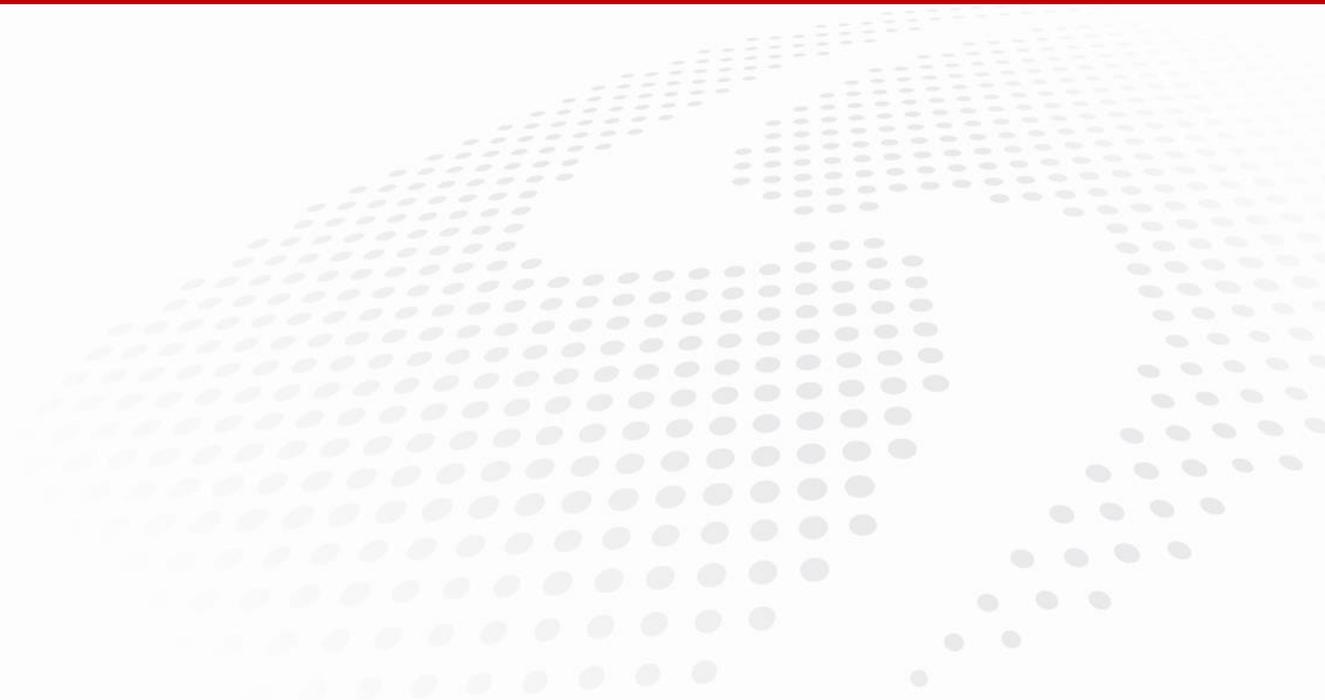


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2022年以来，我们认为主导市场两大驱动因素，市场表现我们暂时分为三个阶段：年初至俄乌冲突，俄乌冲突至卢布结算令，卢布结算令至今。

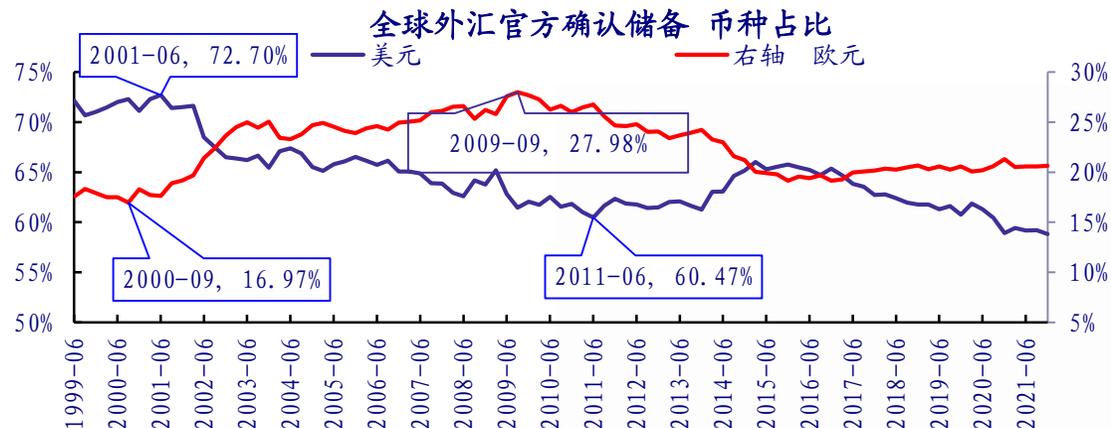
- **市场主导两大驱动因素：**一是美联储货币收紧预期不断升温，美债利率大幅上行打压权益市场估值。主导第一阶段。
- **二是俄乌冲突的下的供给冲击和滞胀风险，加息预期上调，经济预期下调。**供给冲击造成通胀压力加速抬升加大各国央行尤其是美联储货币政策加速收紧压力，同时全球“滞”的风险加大，经济预期下调，二者叠加，权益市场面临较大调整压力。主导第二阶段。
- **第三阶段，俄乌冲突下，卢布结算令带来的对于美元体系的挑战增加：**对于资产的影响，汇率、利率体现比较明显。卢布结算令以后，随着美联储货币政策收紧预期基本price in，美长债利率的抬升一部分原因或因去美元化导致的美债抛售压力导致。美债利率的大幅上行，各国货币遭受挑战，卢布由于绑定黄金，卢布汇率向理论值靠拢，黄金亦受到支撑。各国权益市场调整压力加大，尤其是科技股，但俄罗斯股市跌幅放缓。
- **从卢布结算令谈起，我们梳理下美元霸权和俄乌冲突：美元、原油、黄金。**

二、2000年后的的去美元化过程：欧元和黄金的挑战



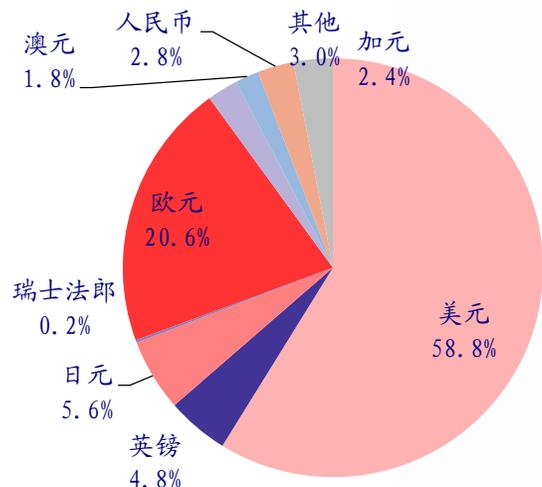
(一) 石油美元与战争：欧元和2000年-2011年的去美元化过程

2000年-2009年，欧元对美元形成巨大挑战



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全球外汇官方确认储备 币种占比 (2021年12月)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

- 1971年，布雷顿森林体系崩塌，美元与黄金脱钩。
- 1974年，建立石油美元体系。
- 1999/01/01，欧元启动。

2000年-2011年，全球官方外汇储备中美元占比已从高点72.70%大幅下跌超过10%至62.33%。在这期间的战争，与能源供给国密切相关，美国北约直接参与的战争：

伊拉克战争

- 2000年11月，伊拉克宣布使用欧元替代美元对石油储备进行重新定价。2002年去美元化加速，美元官方储备占比大幅下滑。
- 2003/03/20 第二次海湾战争，伊拉克战争。美国2003/04 /15宣布结束军事行动，2011年12月第二次海湾战争结束。

次贷危机和欧债危机：2009年12月欧债危机使全球欧元储备量于高点下滑，全球开始减持欧元，欧元占比的下滑缓解了去美元化压力，但去美元化仍在持续。

利比亚战争

- 2011/02-2011/10：利比亚战争。卡扎菲政府持有143吨黄金，欲建立泛非货币。

叙利亚战争

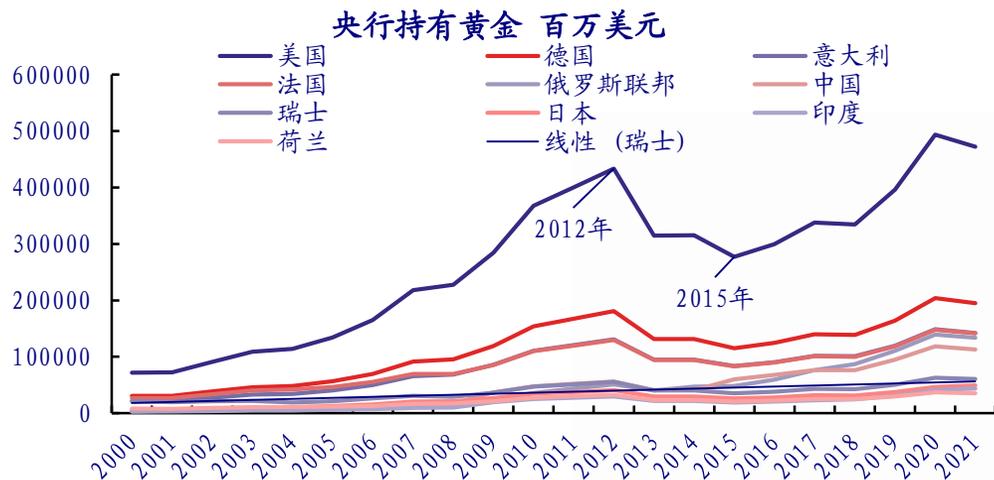
- 2011/03：叙利亚战争开始。美国、北约、俄罗斯、伊朗等均参与。
- 2011年以后伊朗和利比亚在欧洲市场份额下降。（对伊朗的制裁一直都在，2011年11月，驱逐和伊朗中央银行做生意的外国金融机构，欧盟等国被迫对伊朗石油和银行制裁。）

时点来看，2002年去美元化加速→2003年伊拉克战争，2011年利比亚和叙利亚战争及对伊朗等经济制裁→去美元化压力缓解。欧元是主要竞争者。

- 2011年-2015年去美元化趋势有所改变，2015年以后，美元又重新面临去美元化压力，不过此次欧元并没有构成威胁，美元占比的下降并没有伴随欧元份额的上升，从信用货币来看，其它币种暂时也不足以威胁美元地位。

(二) 2015年以后黄金对美元的挑战

2015年以后各国央行明显增持黄金



资料来源：世界黄金协会 (World Gold Council-Central Bank Holdings), 中国银河证券研究院整理

去美元化进程中黄金价格上涨，与美元外储量呈相反趋势

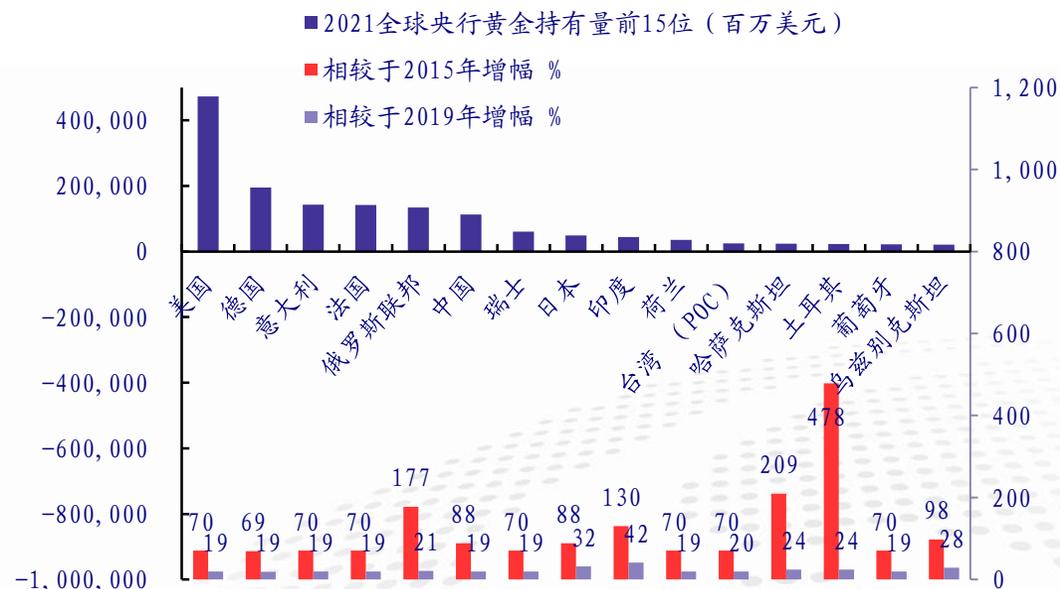
黄金的货币属性与去美元化进程，黄金上涨



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

俄罗斯、土耳其、印度、日本、中国等黄金持有量增幅较大

2021全球央行黄金持有量前15位及其增幅



资料来源：世界黄金协会 (World Gold Council-Central Bank Holdings), 中国银河证券研究院整理

- 去美元进程基本伴随黄金价格的上涨。
- 2015年以后各国央行明显增持黄金。2021年底相较于2015年，增幅基本达到70%及以上，增幅较大的国家包括俄罗斯、土耳其、印度、日本、中国、哈萨克斯坦。
- 疫情后，发达经济体大幅超发货币，美元信用更加透支，增持黄金幅度较大的国家为印度、日本、土耳其、俄罗斯等国家。
- 黄金的供给大致稳定，需求的增长尤其是央行需求的大幅增长对应黄金价格的上涨。

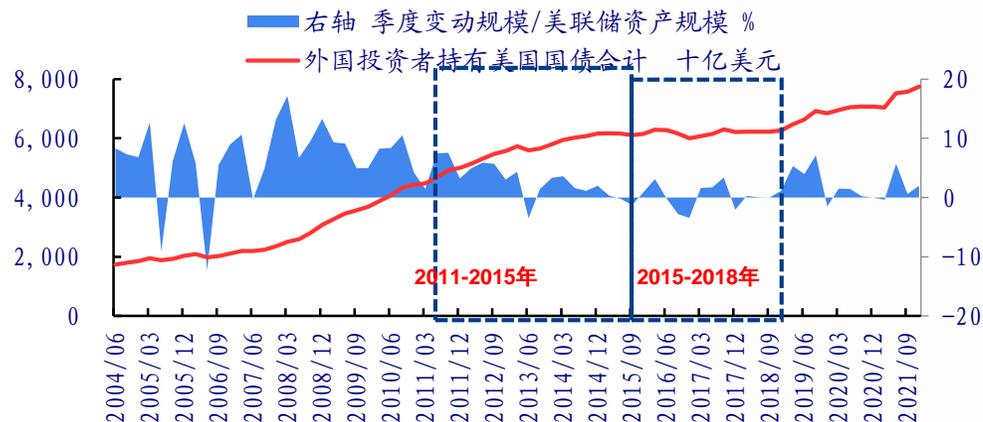
(三) 美联储资产负债表与去美元化进程：美债和黄金

去美元化加大长债利率的上行压力



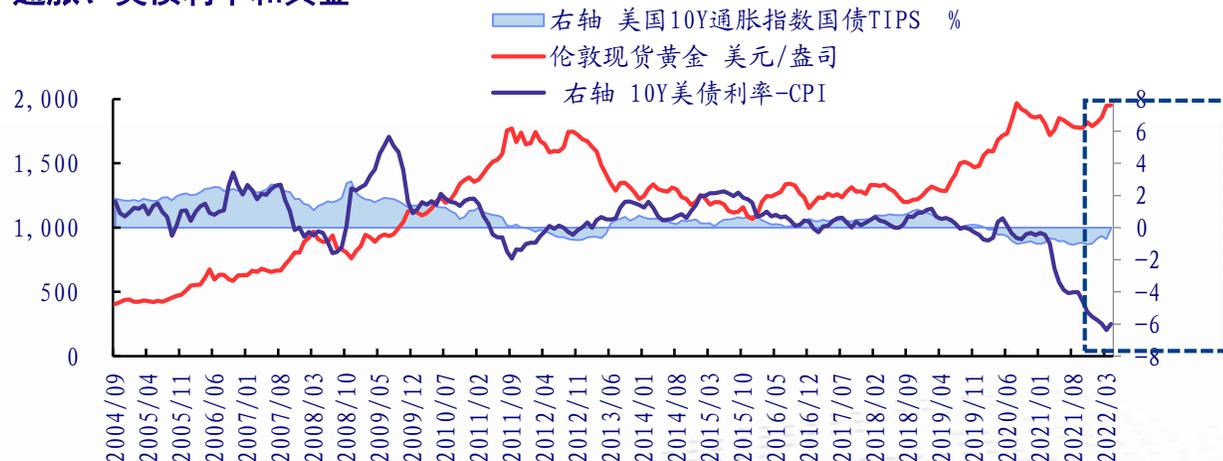
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2015-2018年美元回流, 2020年美货币超发但外资增持美债比例很低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

通胀、美债利率和黄金



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2011年-2015年, 美联储扩表, 去美元化趋势有所逆转。

- 2011/06-2014/12, 美联储量化宽松推升经济复苏, 各渠道美元在全球被增持。另外美国通过提升能源交易市场份额, 美元结算增加。
- 另一方面, 欧元和黄金吸引力较差。
- 欧元受欧债危机影响较弱,
- 黄金由于美债实际利率抬升, 相较于美债表现较差, 各国央行减持。

2015年-2018年, 美货币政策收紧, 去美元化重启。

- 2015-2018年: 2015年以后美联储货币政策开始收紧, 2017年-2018年开始快速加息+缩表, 美长债利率上行, 美元回流, 美国市场以外流动性冲击加大。
- 随着市场风险加大, 各国尤其是发展中国家汇率面临挑战, 避险情绪升温, 黄金得到支撑, 但美债实际利率为正, 一定程度抑制了黄金的涨幅。

- 2011年以后, 美长债利率和全球美元官方储备占比关系明显负相关。

2020年-2021年, 美超级货币宽松, 去美元化持续

- 2020年美国超宽松货币政策, 美元信用遭遇更严重挑战, 外资增持美债比例不大。2020年2月-2020年6月美联储超级宽松拉低美债利率。阶段性美债利率和去美元化背离。

三、2011年以后的能源市场和能源交易，竞争加剧



(一) 能源需求在2011年后放缓，市场是稀缺要素

2008年以后全球总需求放缓，能源总体过剩，价格上涨乏力



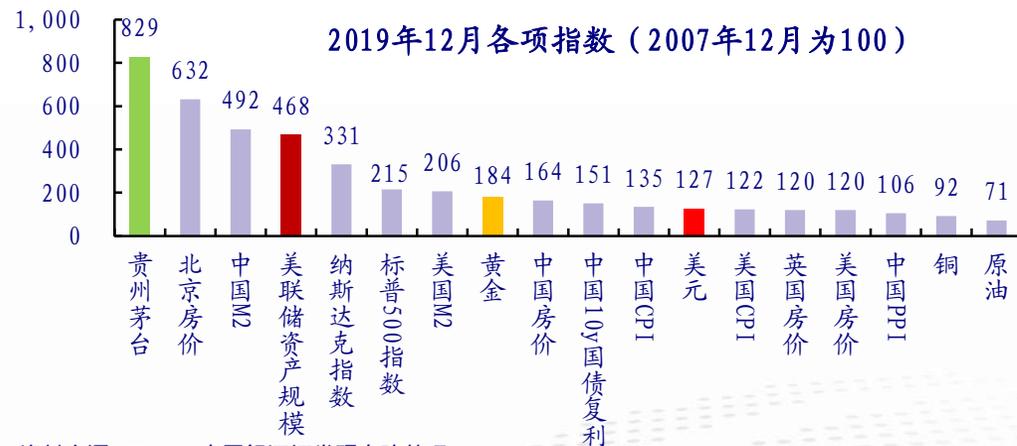
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2008年以后全球总需求不足，美国消费疲弱，中国补库存幅度放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

货币超发，但原油等工业品价格反而下跌



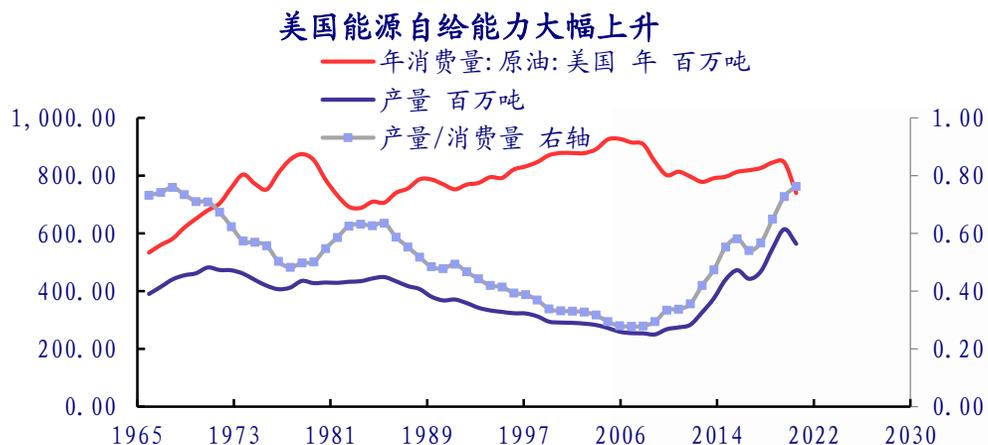
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

原油供需情况在2011年以后恶化:

- 2008年以后全球货币超发，价值度量尺度发生变化，绝大多数资产不同幅度上涨，但原油价格到2019年，不仅没涨，反而下跌。一定程度反应从能源到工业品，整个供需结构属于供给过剩。
- 原因在于，次贷危机+欧债危机，全球总需求放缓，发达经济体尤其是美国消费不足，经济增速下降），同时中国作为主要的生产国，补库存力度降低。
- 2015年12月，美国解除长达40年的石油出口禁令，加入能源供给市场，整个市场竞争格局更恶化。**美国能源供需格局扭转由主要需求方转为供给方。美国页岩技术的突破，并在2011年，成为全球最大天然气生产国。
- 2016年9月，OPEC限产，缓解原油市场供给过剩格局，原油价格有所上升。**

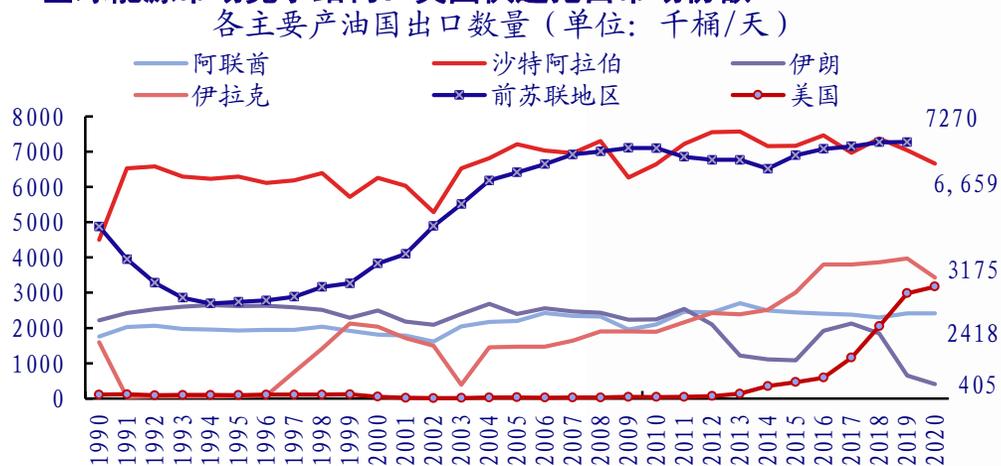
(二) 2011年以后全球能源供给：美国占比上升，市场竞争加剧

2011年以后，美国能源供需格局发生趋势转变



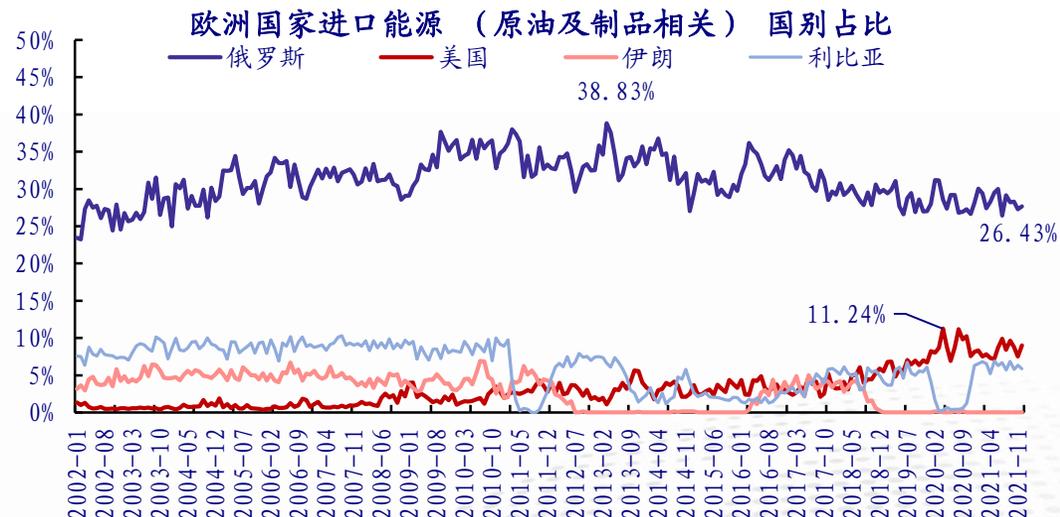
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全球能源市场竞争结构：美国快速抢占市场份额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲能源市场，美国最大竞争者是俄罗斯



资料来源: 欧洲统计局 (EuroStat), 中国银河证券研究院整理

美国能源供需格局转变关键时间点，2011年：

- 2008年，美国原油国内自给能力开始上升，产量/消费量开始拐头向上，
- 2011年以后美国原油产量开始快速上升。在国际能源供给市场，美国份额不断增加。与产油国的关系转变为市场竞争者关系。

全球能源市场竞争结构，美国快速抢占市场份额：

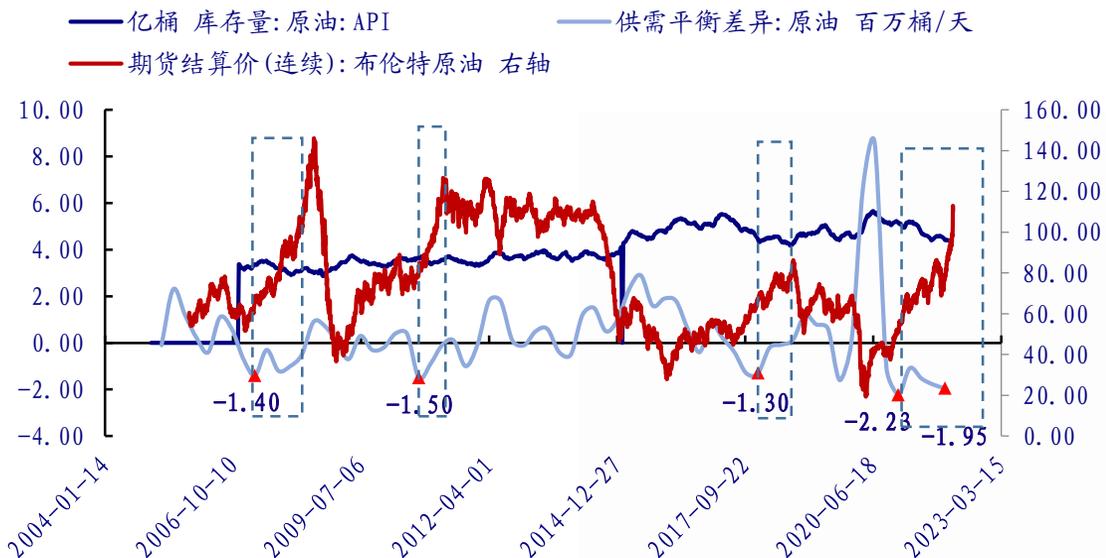
- 2011年以后，美国能源供需扭转，2015年以后美国在全球能源出口领域快速占领市场。
- 伊朗被制裁导致出口量在2011年以后明显下降，其他国家基本没有上升，除了伊拉克。
- 各主要产油国中，美国出口数量仅次于沙特、前苏联地区。与伊拉克体量接近。

欧洲的能源供给结构，俄罗斯是美国的主要竞争者：

- 从原油制品出口欧洲国家占比来看，在欧洲市场俄罗斯在2012年以后份额的下降基本伴随美国出口份额的上升。
- 2020年以后，美市场份额上涨乏力，美国似乎有压力提升在欧洲的能源市场份额。

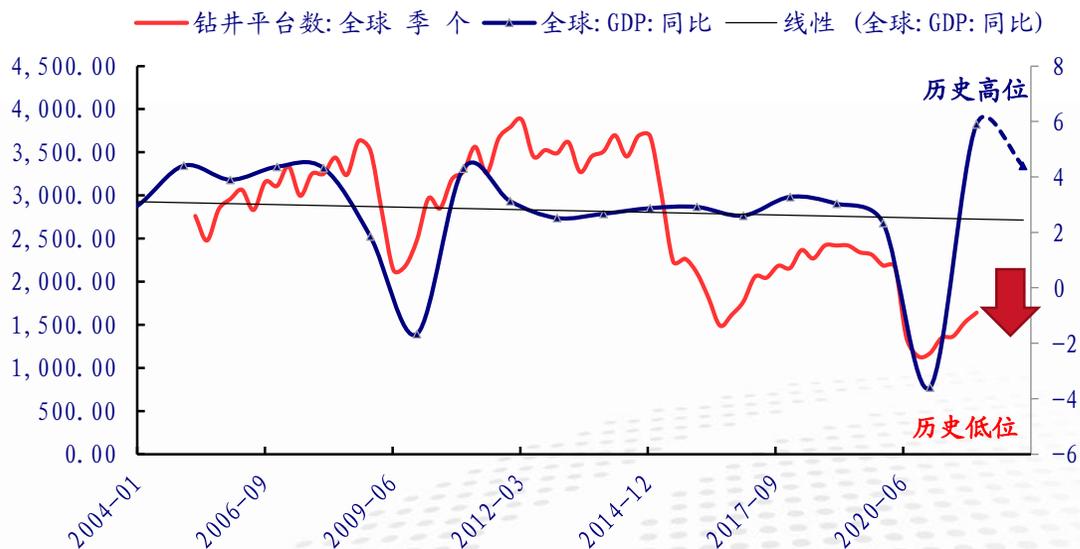
(三) 原油：2020年以后，对于全球能源市场的竞争更加激烈

原油：原本紧张的供需格局



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

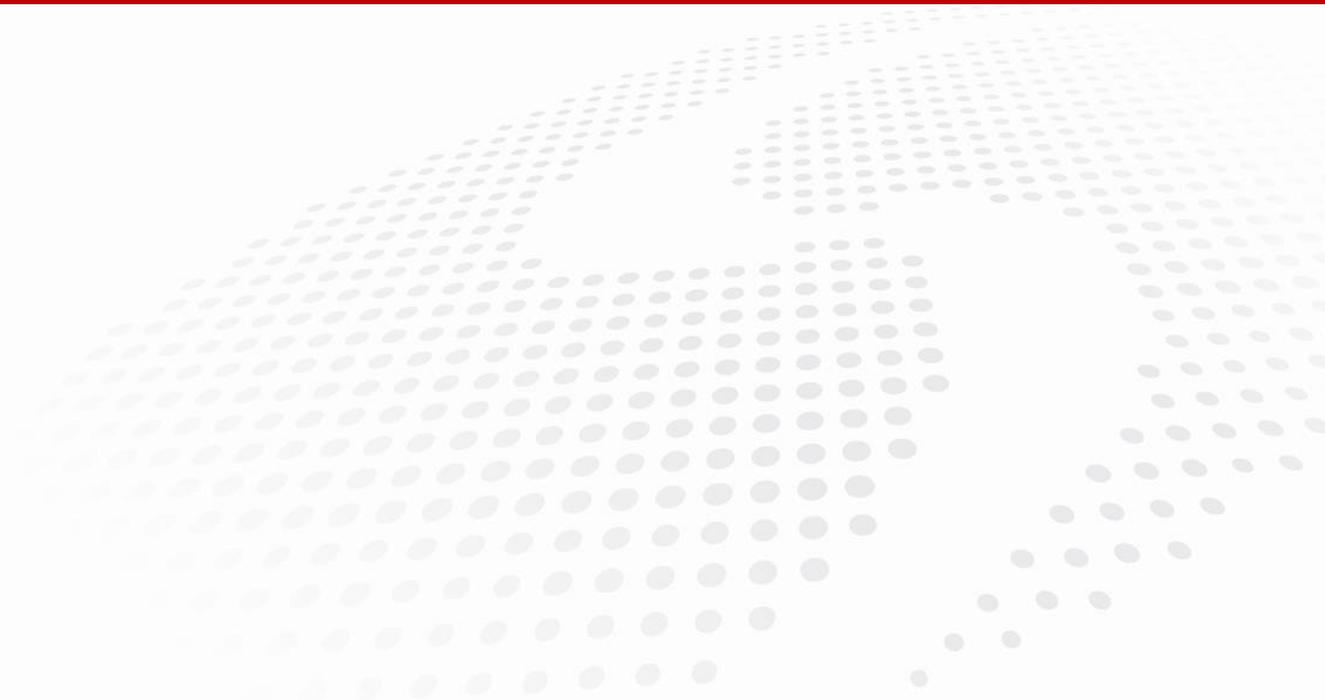
原油：供需缺口叠加供给冲击



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **2020年以后，对于全球能源市场的竞争更加激烈。**能源市场意味着相关的结算货币的竞争。疫情影响能源市场压力较大，但同时供给也受影响，随着需求的恢复，价格有所上涨。长期中国新能源领域转型，整体不利于传统能源市场的需求增长。对于全球能源市场的竞争更加激烈。
- **2022年，原油本是供需紧张格局：**从供需平衡差异来看，当缺口达到130万桶/天或以上时，油价都会迎来飙升格局。2020年12月和2021年12月供需缺口达到大概200万桶/天的水平。
- **供需失衡的背后：**是疫情后经济复苏的强劲和原油供给的增长缓慢的强烈反差。虽然经济的复苏受疫情的影响复苏不均衡广泛存在，包括国家航空出行等仍未完全恢复，但总体经济复苏带动的需求增长对比钻井平台数缓慢的回升但仍处于历史极低的水平，供需层面呈现出明显的缺口。
- **叠加俄乌战争下的供给冲击：**俄乌战争下的能源供给冲击将加剧供需紧张的格局。
- **原油价格仍会维持较高位置：**原油受到俄乌冲突引起的供给冲击影响，但美国等释放原油储备一定程度缓解供给冲击，另外需求也有可能放缓，后续预计维持在高位，大幅上行空间不大。

四、2020年以后美元信用遭遇更大挑战， “卢布结算令”加速去美元化



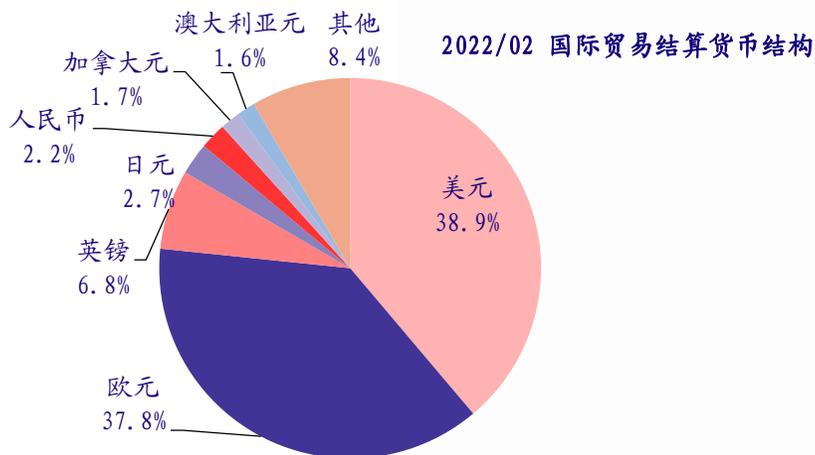
(一) 2020年以后美元信用遭遇更大挑战

疫情后全球贸易结算美元占比快速下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

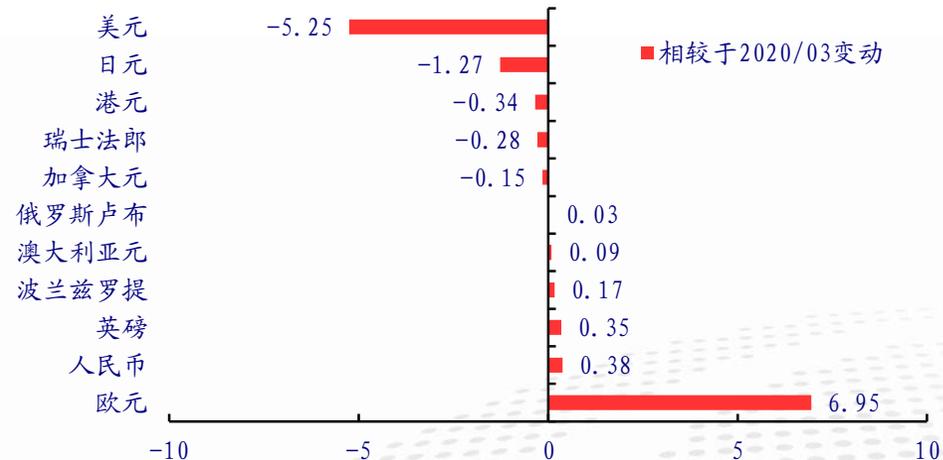
国际贸易结算欧元威胁美元地位



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

国际贸易结算美元占比下降对应欧元占比上升

国际贸易结算主要币种占比变动 % (2022/02)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

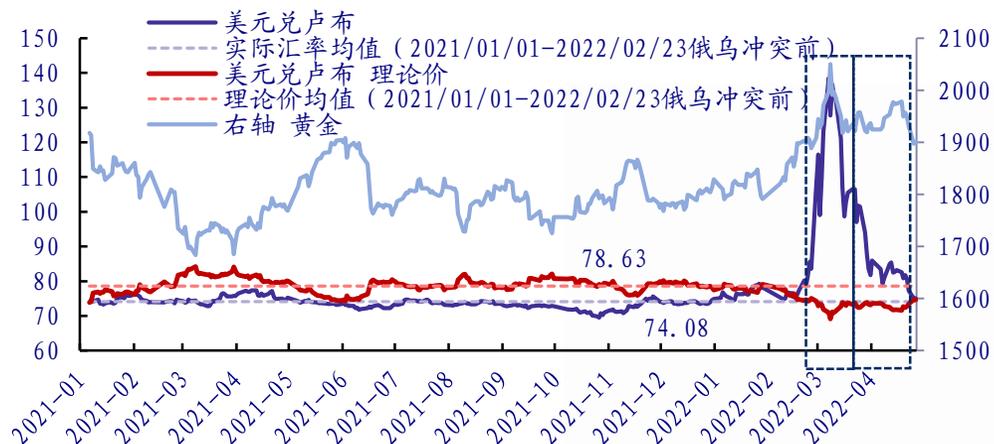
2020年-2022/02, 国际贸易结算方面, 欧元重新威胁美元地位

除了储备货币方面, 在国际贸易结算领域, 2020年疫情后美元的结算占比大幅下降, 欧元的结算占比大幅上升且结算比例接近美元, 人民币结算占比有所上升, 但无论体量还是增速, 都无法与欧元媲美。

2020年-2022年2月在国际储备货币方面, 欧元不构成威胁。

(三) “卢布结算令” 加速去美元化并凸显黄金货币属性

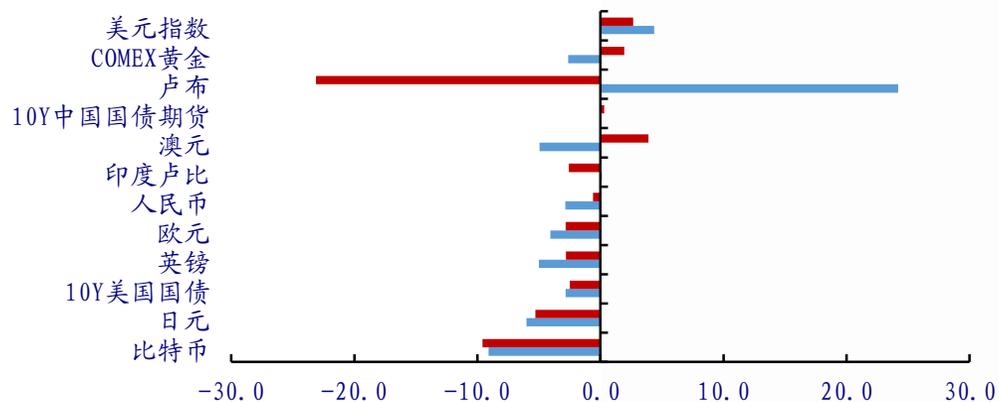
俄乌冲突带动卢布大幅贬值、金价拉升，结算令拉动卢布重回80



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

卢布结算令公布后，影响汇率表现

■ 俄乌战争-卢布结算令 (2022/03/24) ■ 卢布结算令- 2022/4/27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 2022年2月24日，俄乌冲突正式爆发，卢布在多重打击下大幅贬值。冲突以来，西方国家不断加码对俄制裁，包括2月27日把俄罗斯逐出“SWIFT”以及3月初对俄能源禁运。美元兑卢布从80附近，直接在2月28日飙到108，3月7日到138。
- 2022年3月23日，“卢布结算令”公布。俄罗斯总统普京宣布，向欧盟成员国等“不友好”国家供应天然气时，将改用卢布结算；
- 2022年3月25日，**卢布绑定黄金**。俄央行宣布将以**5000卢布/公克**的固定价格从商业银行收购黄金。（1盎司=28.3495231公克），美元兑卢布的汇率取决于黄金的走势。
- 对于俄罗斯对于卢布相对黄金的定价，相对公允。按照2021年以来至俄乌冲突前，均值大概是4716卢布每公克黄金。

如果黄金1900美元/盎司，理论值：美元兑卢布=74.6；

- 4月25日，美元兑其他主要货币大幅升值，但卢布逆势升值继续向理论值靠拢，美元兑卢布达到75.1。俄罗斯将天然气结算与卢布、黄金绑定，前提基于俄罗斯不可替代的能源交易地位。未来俄罗斯原油、粮食等或也将使用卢布结算。“卢布结算令”的威力持续释放：英国：4月22日已授权于5月底前使用卢布支付俄天然气款项。同一天，欧盟称，“在不违反制裁规定的同时”使用卢布向俄支付天然气费用是“可行的”。
- 俄罗斯的操作实现了能源交易为基础的本币绑定黄金的交易结算体系，黄金的货币属性强化，卢布也得到强支撑。
- 美元、欧元在交易货币份额占比进一步下降，体现出同时去美元化和欧元化特征。前期基于美元、欧元结算体系的交易份额结算会更加多元。由于俄罗斯的市场份额，目前无法填补，即使其中一部分对于卢布结算抵制不直接购买，需要通过中间商进行交易（诸如印度），因此相关的交易结算更加多元是确定的。
- 美元相对仍强势：美国受战争的影响相对较小，同时货币政策加速收紧，因此，相对更大的滞胀压力及相对宽松的货币政策下，欧元、英镑、日元等表现大幅弱于美元。印度和中国汇率也面临贬值压力，但贬值压力明显弱于发达经济体。

(四) “去美元化” 叠加 “美联储缩表” 加剧美长债利率上行压力

海外机构美债增持不明显，最近抛售压力大

近五年	01/2017	02/2022	变动	
美债持有变动 (十亿美元)	金额	金额	金额	%
美联储	2463.6	5761.7	3298	133.9
日本	1102.5	1306.3	203.8	18.5
中国	1051.1	1054.8	3.7	0.4
英国	214.1	625.2	411.1	192.0
爱尔兰	293.7	314.8	21.1	7.2
卢森堡	218.9	314.0	95.1	43.4
瑞士	224	281.7	57.7	25.8
开曼	254.3	277.4	23.1	9.1
比利时	112.2	258.4	146.2	130.3
台湾	183.6	248.5	64.9	35.4
巴西	257.7	241.2	-16.5	-6.4
10个国家加总	3912.1	4922.3	1010	25.8

近三个月	11/2021	02/2022	变动	
美债持有变动 (十亿美元)	金额	金额	金额	%
美联储	5527	5761.7	234.7	4.2
日本	1328.6	1306.3	-22.3	-1.7
中国	1080.8	1054.8	-26	-2.4
英国	621.9	625.2	3.3	0.5
爱尔兰	330	314.8	-15.2	-4.6
卢森堡	333.3	314	-19.3	-5.8
瑞士	292.1	281.7	-10.4	-3.6
开曼	262.1	277.4	15.3	5.8
比利时	224.9	258.4	33.5	14.9
台湾	248.6	248.5	-0.1	0.0
巴西	248.8	241.2	-7.6	-3.1
10个国家加总	4971.1	4922.3	-48.8	-1.0

美长债利率大幅上行, TIPS回正对黄金构成压制



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **近五年，海外增持美债不明显。**从2022年2月各国持有美债余额来看，相较于2017年，除美联储，英国增持美债明显。中国基本没有增持，巴西减持。
- **最近三个月，外国持有人减持美债明显，**前10个国家减持总额达到接近500亿美元。中国、日本、卢森堡等国家减持明显。
- **美长债利率上行，三阶段分解：**
 - 2022/01/01-2022/02/24 10Y美债1.5--2%，美联储收紧预期。
 - 2022/02/24—2022/03/24 10Y美债2—2.4%，俄乌冲突后，滞胀等因素推动。
 - 3月24日后，10Y美债2.4--3%，卢布结算令加速去美元化，我们认为如此幅度不是加息预期和经济基本面能解释的。
- **后续，美联储加息+缩表：**5月大概率，美联储开始缩表。美联储从美债大买家转变为实质上的卖家，虽然缩表对美联储资产负债表直接影响最大的是短期国债，但间接对于长债利率的影响亦会有所传导。

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

五、大类资产研判

(一) 美债短端预期充分，长债利率后续上行放缓

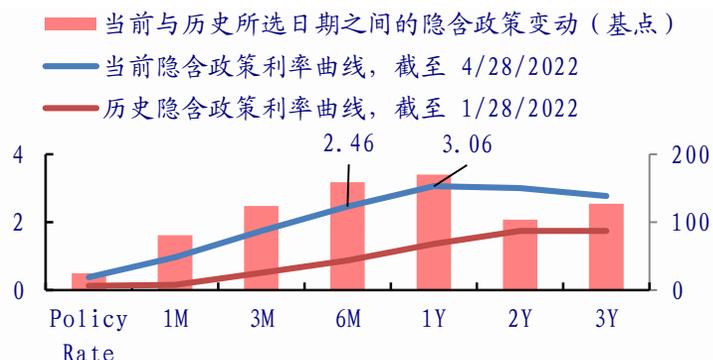
美国政策利率大幅上调空间，长债利率继续大幅上行空间不大

美债利率与长期预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

当前与历史政策利率变动



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

政策利率：2022年或至2.25-2.5%。

- 现阶段FOMC与会者对中性利率的预估中值为2.4%。政策利率和长期均衡名义利率差距较大，需要大幅加息实现。
- 市场预期加息周期2023年上半年结束，之后名义利率向长期均衡回归。其他期限利率市场对加息预期反应较充分，2Y,10Y美债利率均达到长期利率预期位置，类似2018年。
- 到年底假设到2.5%，有200bps加息空间，5月大概率加息50bps。后续我们预计6月加息50bps，其他会议时间每次加息25bps。（5月4日，6月15日，7月27日，9月21日，11月2日，12月14日）

美债实际利率转正



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数大幅上行，期限利差处于极低位置



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

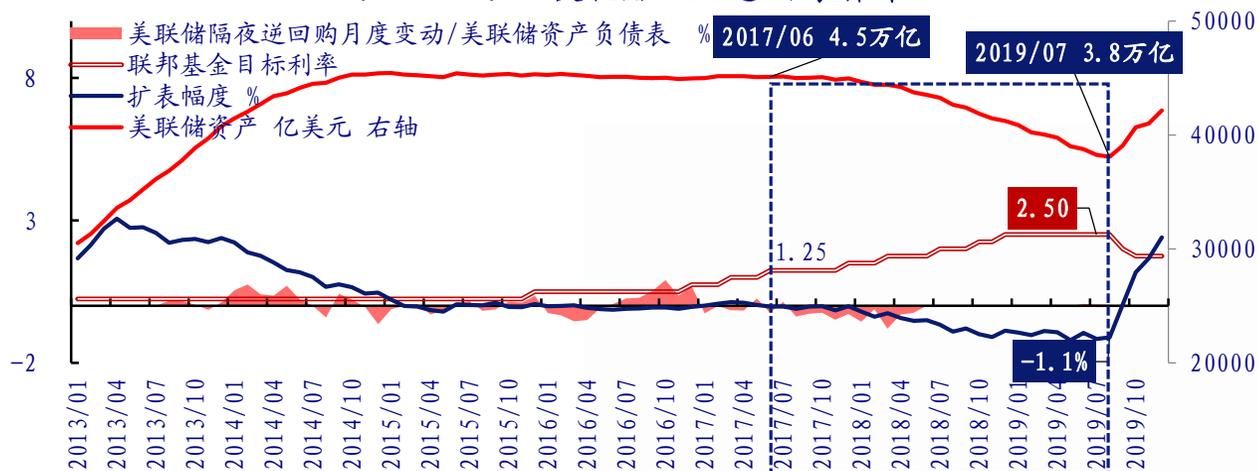
长债利率：压力确实较大，但后续没有大幅抬升空间。

- 目前10Y名义利率突破长期均衡利率，10Y国债利率-PCE仍在超低位置，向长期均衡回归，主要在于长期通胀回归。
- 对于长期利率预期由于俄乌战争下经济被打压，滞的风险较大。长期利率在3月议息会议由2.5%有所下调至2.4%。
- 长期平均实际利率：对于通胀调整下目前已转为正值。实际利率转正增加美债投资价值，将对大类资产配置产生重要影响。
- 后续长债名义利率继续大幅抬升空间有限。综合货币政策差异和经济差异，美元指数大幅上行，但期限利差在极低位置。

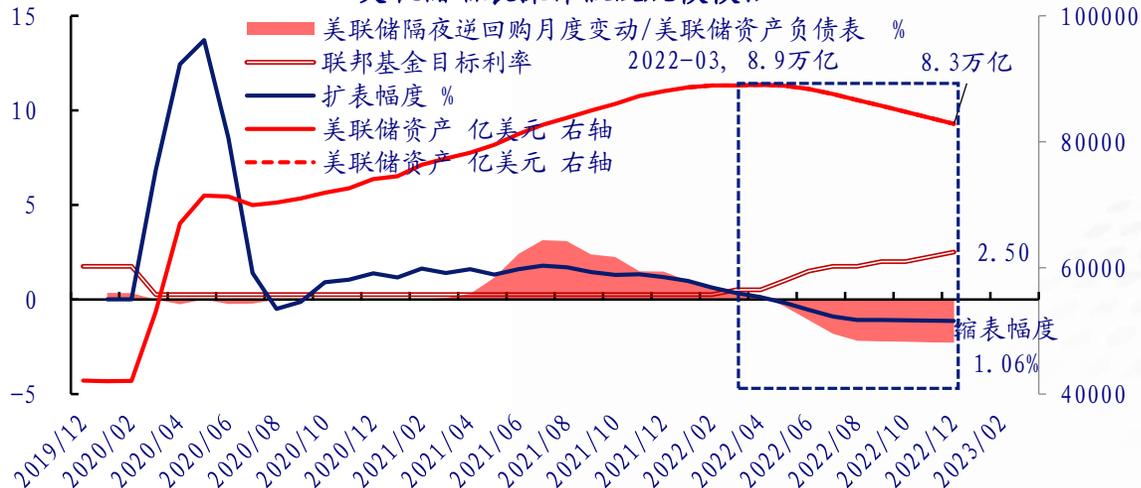
当前与2018年的区别是，通胀更强，经济预期更弱，政策利率滞后幅度更大。

(二) 美联储“快速加息+缩表”，但缩表影响不及2018年

2017/06-2019/07 美联储6次加息+缩表操作



美联储缩表操作假设规模模拟



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2013年-2019年货币收紧周期，美联储货币政策量价配合

- **宽松期:** 2012/09-2014/10期间QE3操作，扩表同时利率维持低位水平。(大概2年时间，2.85万亿-4.5万亿扩表58%)
- **结束宽松(2013/12-2015/12):** QE缩减，到停止QE操作，到小幅加息。
- **收紧货币(2015/12-2017/12):** 加息+渐进缩表。2016年下半年ONRRP持续增量促使2017年年中缩表，ONRRP几乎同步萎缩。
- **加速收紧货币: 2017/12-2018/12,** 连续快速加息+持续快速缩表，2019年即使停止加息仍在缩表。
- **加速收紧货币期(2017/12-2019/08):** 历时2年多，6次加息，缩表规模15%，月度缩表300-500亿美元，幅度超过1%。

2022年货币政策量价配合路径猜想

- 我们年度策略2022年预判：除了泰勒规则的当前指向“快速加息+缩表”，额外有货币政策滞后造成后果的纠偏！
- **目前加息预期和缩表预期基本都已经充分体现，后续的预期差大幅降低。**
- **宽松期:** 扩表幅度远超上次。4.2万亿-8.9万亿，扩表幅度112%，相当于上次的两倍。
- **缩表幅度:** 2022年5月开始按月缩减950亿美元，幅度1.06%，与上次大致相当（或5月500亿美元，6月增至950亿美元）ONRRP将同步萎缩。
- 测算结果，2022年年底，美联储资产规模8.9万亿缩减至8.3万亿，缩表7%，ONRRP大概从1.8万亿缩减至5000-8000亿美元左右的规模。
- 即使如此，相对于扩表幅度差距，缩表收紧程度远不及2017-2019年，加上存量流动性的宽松（ONRRP到年底依旧是宽松格局），**因此缩表边际的影响将远低于2018年。**

(三) 滞胀风险+美元强势，将继续压制风险偏好

强美元加上供给冲击，滞胀风险加剧



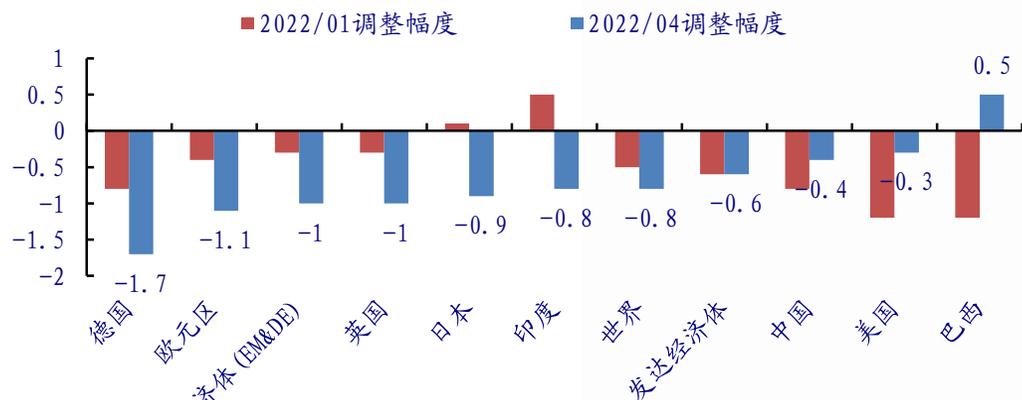
能源和粮食的上涨打压消费



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲GDP预测调整幅度最大，欧洲受滞胀风险影响更大

2022年GDP预测 (IMF)

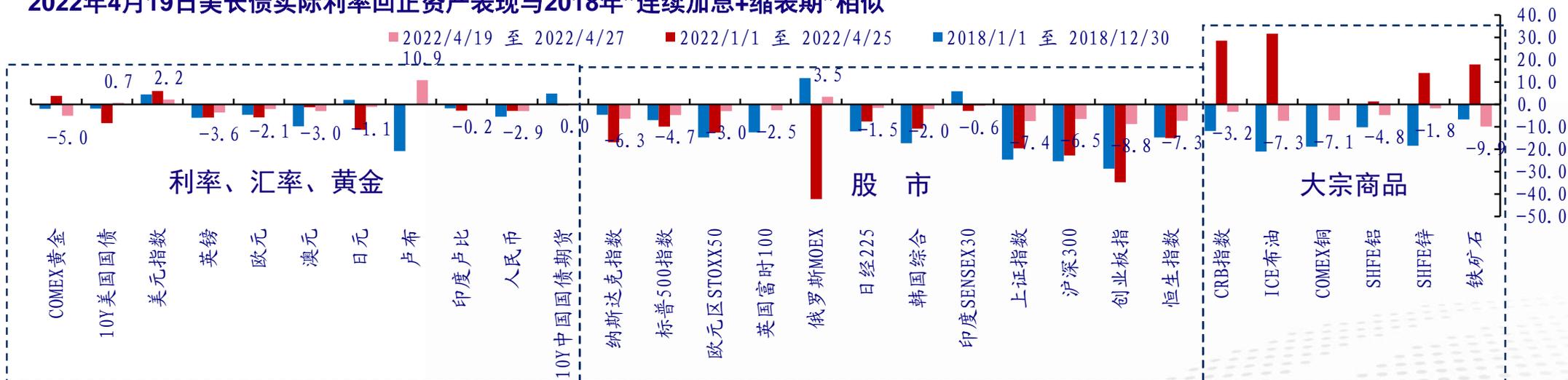


资料来源: IMF, 中国银河证券研究院整理

- **需求决定的经济周期和大宗商品，顺周期表现：**CRB现货指数、铜价、与美通胀关联度高：工业品表现与经济周期关联高，不必然同步受货币周期影响。CRB大宗商品价格指数的顶点略领先于美通胀周期的顶点，通胀上行周期中阶段性通胀的下行不阻碍CRB指数表现。
- **供给冲击造成的高通胀将抑制总需求。**高涨的油价严重打击消费者信心，将抑制需求，打压经济。
- **叠加美加息周期，美元强势，增加经济滞胀风险：**超高的通胀，美联储开启连续加息+缩表操作，美元强势，叠加战争的能源供给冲击抑制需求，抑制总需求。
- **受二者影响，IMF不断下调2022年经济预测。**美国受加息影响更大。俄乌冲突引发的滞胀风险对欧洲影响更大。4月份的经济预测里面，德国和整个欧元区下调幅度较大，俄罗斯GDP下调了11%。美国下调幅度最小，中国下调幅度不大。

(四) 市场进入第四阶段：美长债实际利率回正，各类资产重估

2022年4月19日美长债实际利率回正资产表现与2018年“连续加息+缩表期”相似



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- **2022年的美联储货币政策影响与2018年连续加息+缩表期表现相似。不同的是，滞和胀的组合不同。**当前与2018年的区别是，通胀更强，经济预期边际更弱，政策利率滞后幅度更大，加息预期不停抬升，经济预期不停下调。
- **美债收益率抬升，美元走强，且幅度比2018年要大：**胀的风险加大，加息预期不断抬升，以及去美元化加速，美长债利率快速攀升，俄乌冲突下美国货币政策与经济基本面与其他经济体尤其是欧元区的更强的相对差异支持强美元。
- **通胀的表现：**供给冲击下的大宗商品上涨，而2018年强美元抑制大宗商品价格的。
- **股市受制于美债利率抬升以及经济预期下调，大幅下跌。**美股下跌幅度超过2018年。科技股表现最差。
- **当美长债实际利率回正：**各国汇率冲击加大。2022/04/19美长债利率回正，10Y美债TIPs接近0，美长债具有一定配置价值，美元大幅走强，对其他资产构成压力，压制权益市场和黄金表现。4/19日至4/27日截止，上涨的资产，美元、美债、卢布、俄罗斯股市。卢布受益于黄金以及贸易结算支撑，在理论值附近，成功控制的外汇风险，利于股市的表现。
- **中国政策持续发力，但阶段性受疫情扰动：**人民币汇率虽有所贬值，但仍相对稳定，2022年在全球范围表现较强，利率亦然。4月11日中美10Y国债利率倒挂以及美长债利率回正，汇率有所贬值，但利率仍处于窄幅波动区间。股市的表现较差，主要阶段性受疫情的影响叠加汇率的波动导致的市场情绪的释放。

结论：市场仍由全球滞胀与金融条件收紧两大主线驱动

总体来看，我们认为市场仍由俄乌战争带来的滞胀风险以及流动性收紧两大主线影响：在“胀”的方面，供给冲击下能源、粮食等大宗商品价格维持在高位，全球央行加速收紧金融条件。在“滞”的方面，高通胀抬升生产和生活成本，挤压居民消费，各国“滞”的风险已经有所显现。金融条件加速收紧以及经济“滞”的风险加大，不利于风险资产定价。

相关深度报告请参见：2022年春季策略：[供给冲击&金融条件收紧，动荡格局下的大类资产配置策略](#)

- **美元、美债：经济表现以及货币政策差异，美元维持强势，长债利率上行或缓解，但仍会对其他资产构成压制。**美债我们认为市场已充分反应美联储加息和缩表，滞的风险加大不支持美长债利率大幅抬升，去美元化的影响有所体现。后续随着长期实际利率回正，对汇率的冲击加大，美债主动抛售会有所降低，资产的重新配置有利于美长债后续上行幅度放缓。另外市场充分预期之下，后续滞的风险兑现，不排除10Y美债有一定的下行空间，3年内算是高点位置，但下行幅度在缩表以及去美元化背景下有限，**我们预计10Y美债在2.5-3%震荡。**
- **全球股市及大宗商品：处于震荡期**
 - **在两大市场逻辑主导因素的影响下，全球股市处于震荡期：**美债仍然是大类资产定价的锚，美长债高位，估值压制下，业绩是关键。美国经济受到的冲击最小，美股表现将相对较强，但美股业绩高点在Q1也已经过去，经济的下行压力加剧业绩的下滑，Q3之前只有超跌反弹机会，全年大概率收跌，Q4是比较好的配置时点。全球风险偏好均受影响，但总体经济放缓但不排除受益于胀的行业业绩超预期表现。
 - **相关深度报告请参见：2022/3/7 [美股调整是否到位？美债利率上行美股调整幅度测算](#)**
 - **大宗商品方面，黄金具有支撑，原油将维持高位，粮食涨价压力大。**受去美元影响，黄金的货币属性进一步强化，逻辑有支撑，但阶段性受美债实际利率压制；原油则受到俄乌冲突引起的供给冲击影响，但美国等释放原油储备一定程度缓解供给冲击，另外需求也有可能放缓，后续预计维持在高位，大幅上行空间不大。粮食后续或体现更明显的上涨压力。
 - **相关深度报告请参见：2022/3/14 [俄乌冲突，供给冲击&滞胀风险](#)，**

结论：国内股、债市场均处于相对稳定有支撑的阶段

● 关于汇率的判断：人民币表现将相对平稳

近期我们关于中美利差收窄甚至倒挂不会给人民币带来过度贬值压力的观点是不变的。目前，汇率短期主要受美债实际利率回正后，金融市场资产重估，美元大幅走强带来各国普遍汇率调整压力，不过相较于其他货币，中国的汇率表现并不差；

后续人民币不会过度贬值，主要三点原因：

- 一是中国和美国、欧元区通胀差异导致的实际汇率的差异，人民币有支撑。这一点，体现在经常账户上，中国出口仍然具有显著优势，贸易顺差将为人民币汇率提供支撑。
- 二是俄乌战争导致的加速去美元化的背景，这个大背景和2018年完全不同，人民币得到更多结算支持，促进人民币需求增加。
- 三是中国经济基本面，后续有望企稳。3月份以来中国经济额外的下行压力主要受俄乌冲突带来的全球“滞”和“胀”的影响以及疫情的短期影响。受“滞”的影响后续外需放缓，“胀”的因素能源等价格上涨压低中下游企业利润，影响国内总需求；另外疫情影响下，短期对生产、消费影响较大。但中国稳增长政策持续发力，“总量+结构，货币+财政”等，加上后续随着疫情得到控制，有助于经济基本面企稳，悲观预期将有所扭转。为汇率提供支撑。

● 国内股市、债市

- 汇率的相对稳定将奠定国内相对稳定的流动性格局。随着基本面企稳的迹象越来越明确，中国股市的基本风险也已经基本释放。无论是中国的股市还是债市，均处于相对稳定有支撑的阶段。

相关深度报告请参见：2022年春季策略：[供给冲击&金融条件收紧，动荡格局下的大类资产配置策略](#)

分析师简介

刘丹 博士

简介：首席FICC&固收分析师，总量组组长，北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有10余年宏观经济、金融市场研究工作经验，2011年6月加入中国银河证券研究院至今，主要从事FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、股、债投资策略等研究工作。

Tel: (8610) 80927620

Email: liudan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

银河总量&固收团队介绍

刘丹 首席FICC&固收分析师、总量组组长

简介：北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有10余年宏观经济、金融市场研究工作经验，2011年6月加入中国银河证券研究院至今，主要从事FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、股、债投资策略等研究工作。

擅长：准确把握宏观、金融周期波动，前瞻性研判大类资产配置机会。

- **2022年初：**提出上半年控风险，下半年博收益投资策略观点。上半年美加息、缩表预期差扰动市场，打压估值，波动较大，下半年波动降低。国内节奏大致匹配，上半年政策释放期，债市顺风，下半年经济企稳迹象进一步明确，权益市场或有表现。
- **2021年：**预判大类资产配置逻辑在于货币宽松周期资产再定价和中国新经济结构。海外经济复苏+通胀+资产价格泡沫（股市高估值、房价上涨）。中国新经济结构主导，股市聚焦技术升级和消费升级，债市长期利率趋势下行。
- **2020年：**准确研判下半年利率中枢上移，10Y国债下半年波动区间3-3.4%。准确预判四季度震荡重启格局。
- **2019年：**准确预判美债、黄金配置机会，预判债市为震荡市。
- **2018年：**准确预判上半年利率下行趋势，下半年美加息周期下的全球风险和国内必要的信用扩张。

团队成员简介

周欣洋 助理分析师

简介：帝国理工学院硕士，2022年2月加入中国银河证券研究院从事FICC&固收的研究工作。

Tel: (8610) 80927726

Email: zhouxinyang_yj@chinastock.com.cn

欢迎关注中国银河证券研究

“丹博视角”专栏

中国银河证券研究

扫码关注我们
微信号 | zgyhzqyj



评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



谢谢!

中国银河证券研究

扫码关注我们
微信号 | zgyhzqyj



创造财富 担当责任

股票代码: 601881.SH 06881.HK