

如何看去美元化进程 对美债及大类资产的影响

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

2022.06.16

一、2022年上半年的美元和美债

二、2000年后去美元化过程：欧元和黄金的挑战

三、2020年后的美元信用遭遇更大挑战

四、对俄制裁的反噬：美元货币体系、贸易结算体系的挑战

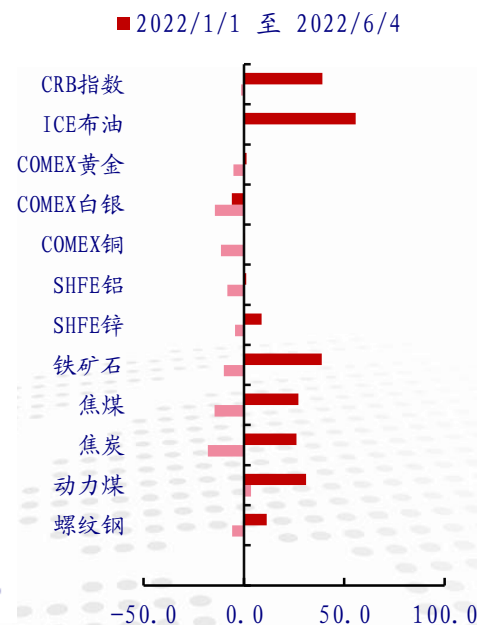
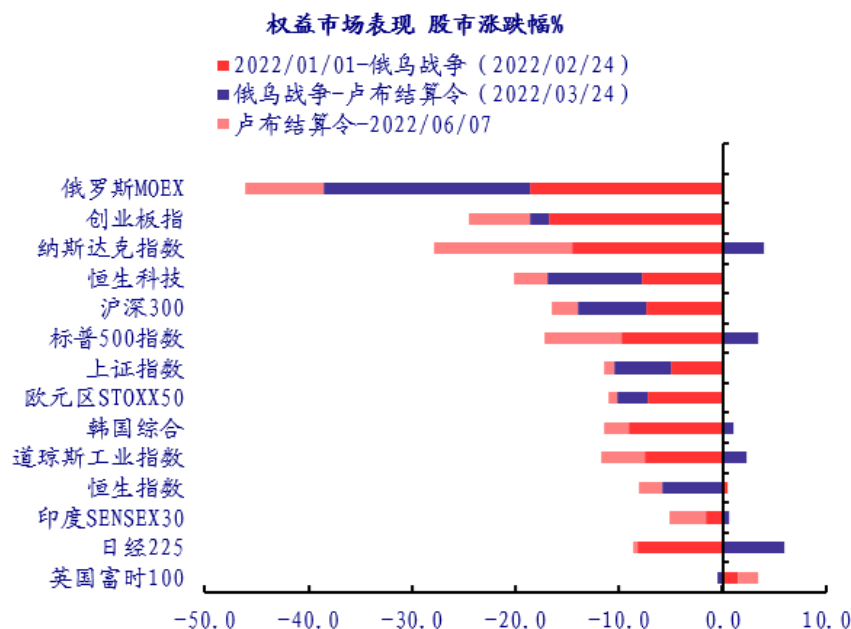
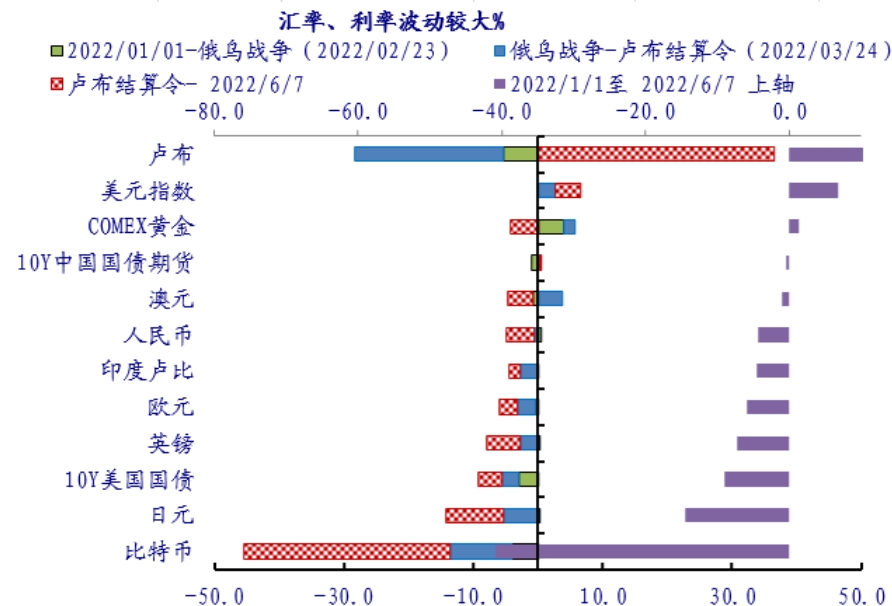
五、如何看美联储货币政策

一、2022年上半年的美元和美债

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

大宗商品主要体现供给冲击



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。

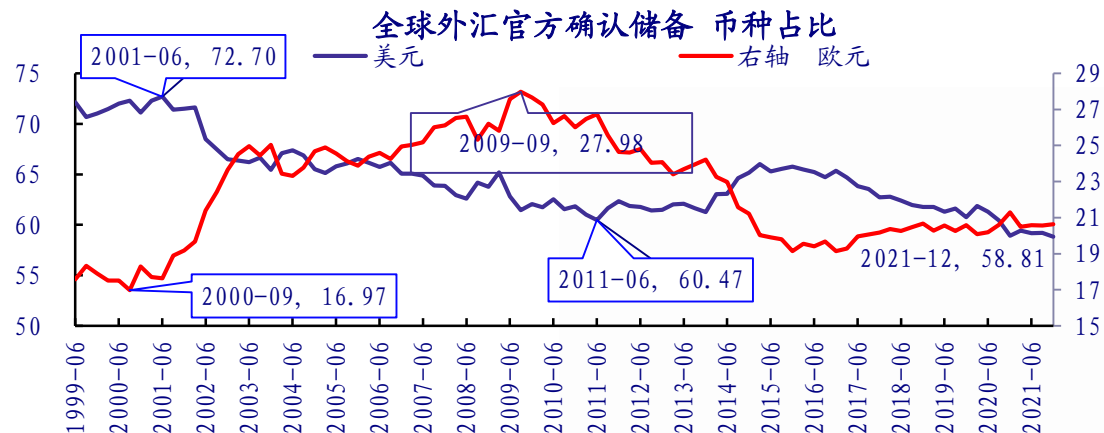
- **市场主导两大驱动因素：**一是美联储货币收紧预期不断升温，美债利率大幅上行打压权益市场估值。主导第一阶段。
- **二是俄乌冲突的下的供给冲击和滞胀风险，加息预期上调，经济预期下调。**供给冲击造成通胀压力加速抬升加大各国央行尤其是美联储货币政策加速收紧压力，同时全球“滞”的风险加大，经济预期下调，二者叠加，权益市场面临较大调整压力。主导第二阶段。
- **第三阶段，俄乌冲突下，卢布结算令带来的对于美元体系的挑战增加：**对于资产的影响，汇率、利率体现比较明显。卢布结算令以后，随着美联储货币政策收紧预期基本price in，美长债利率的抬升一部分原因或因去美元化导致的美债抛售压力导致。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



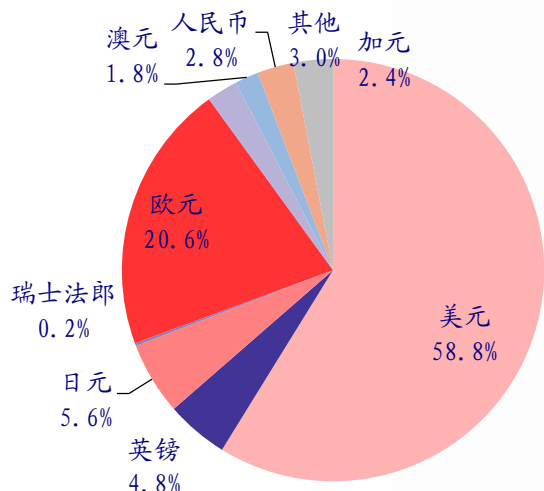
(一) 石油美元与战争：欧元和2000年-2011年的去美元化过程

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

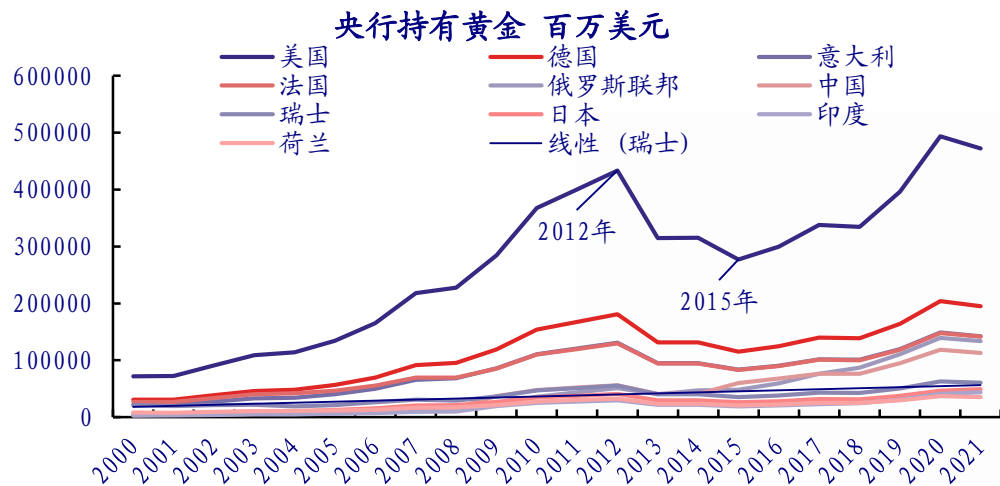
- 2011/03：叙利亚战争开始。美国、北约、俄罗斯、伊朗等均参与。
- 2011年以后伊朗和利比亚在欧洲市场份额下降。（对伊朗的制裁一直都在，2011年11月，驱逐和伊朗中央银行做生意的外国金融机构，欧盟等国被迫对伊朗石油和银行制裁。）

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。

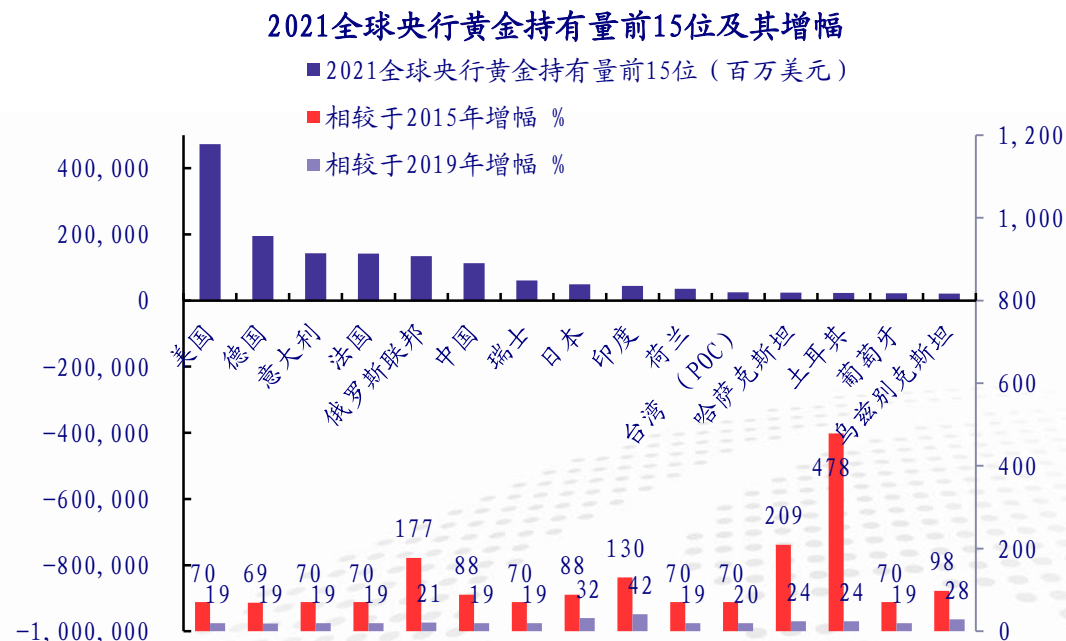
- 2011年-2015年去美元化趋势有所改变，2015年以后，美元又重新面临去美元化压力，不过此次欧元并没有构成威胁，美元占比的下降并没有伴随欧元份额的上升，从信用货币来看，其它币种暂时也不足以威胁美元地位。

(二) 2015年以后黄金对美元的挑战

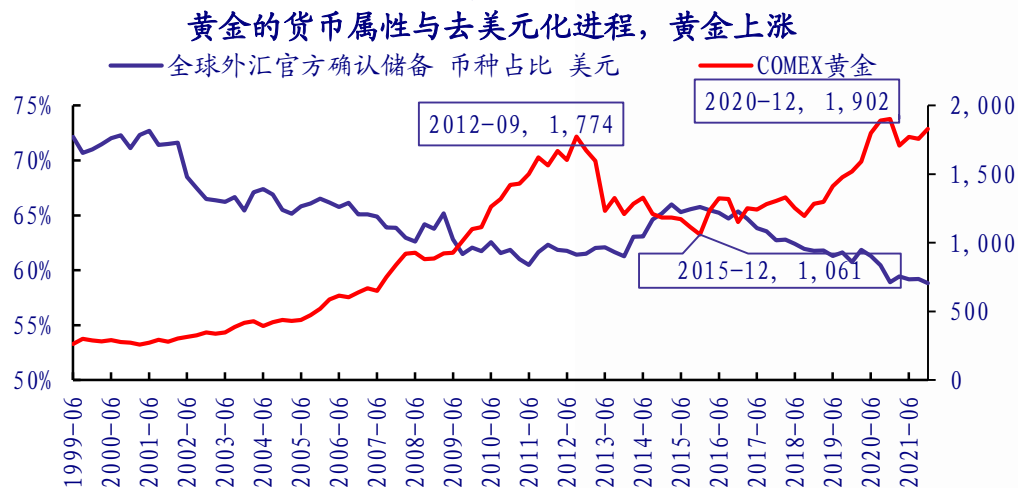
2015年以后各央行明显增持黄金



俄罗斯、土耳其、印度、日本、中国等黄金持有量增幅较大



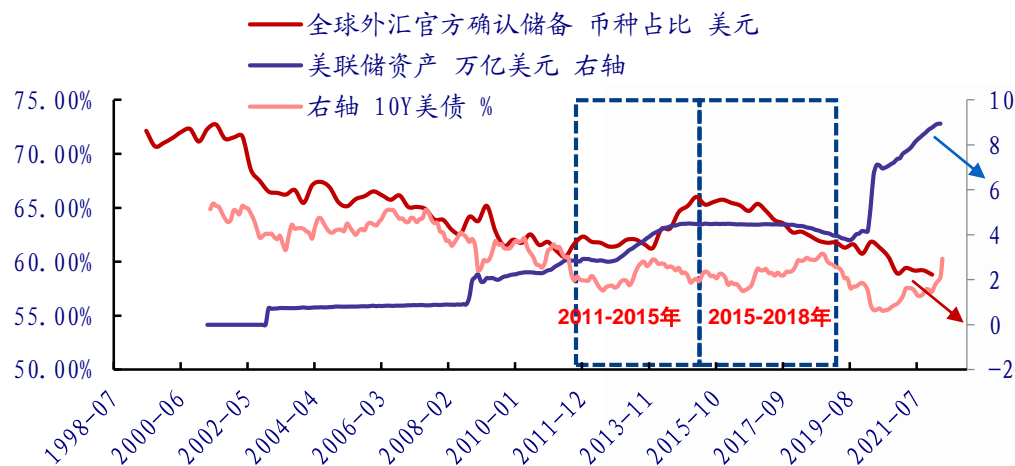
去美元化进程中黄金价格上涨, 与美元外储量呈相反趋势



- 去美元进程基本伴随黄金价格的上涨。
- 2015年以后各央行明显增持黄金。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为印度、日本、土耳其、俄罗斯等。
- 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。

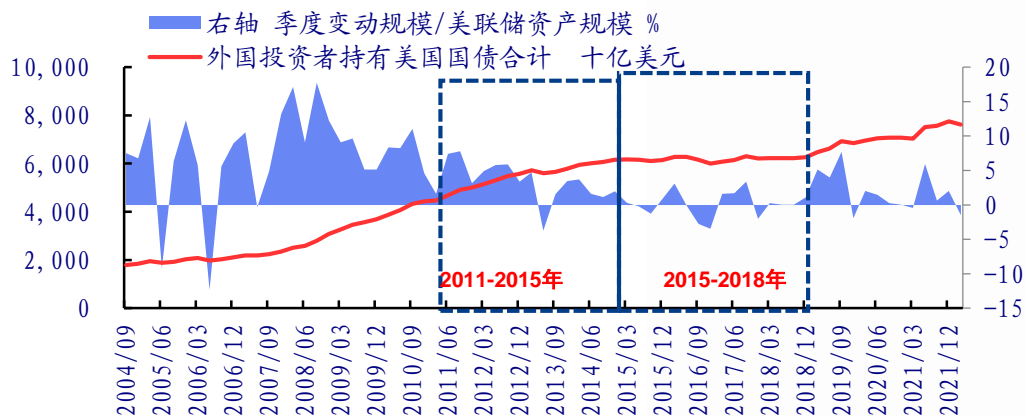
(三) 美联储资产负债表与去美元化进程：美债和黄金

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

美联储是主要买家

近五年 美债持有变动 (十亿美元)	01/2017	02/2022	变动	
	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个海外持有人加总	3912.1	4922.3	1010	25.8

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。

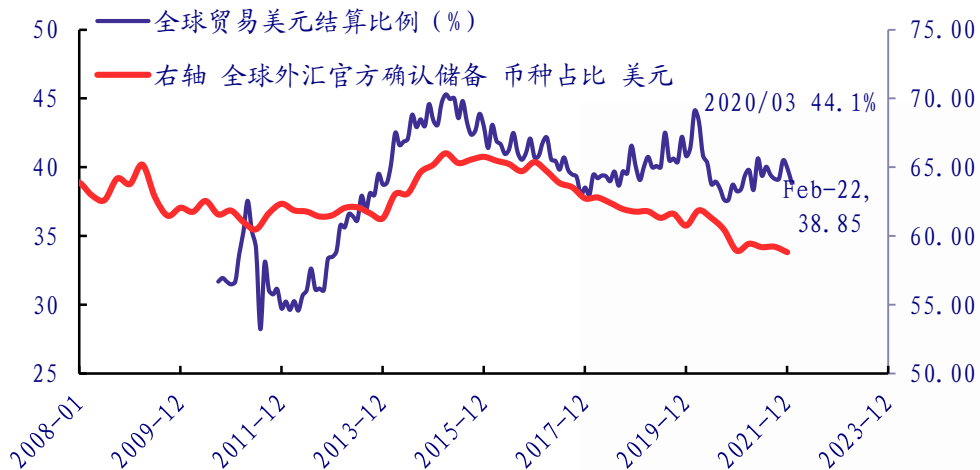
2020年-2021年, 美超级货币宽松, 去美元化持续

- 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、2020年后的美元信用遭遇更大挑战

(一) 2020年以后美元信用遭遇更大挑战：贸易结算份额美元下降

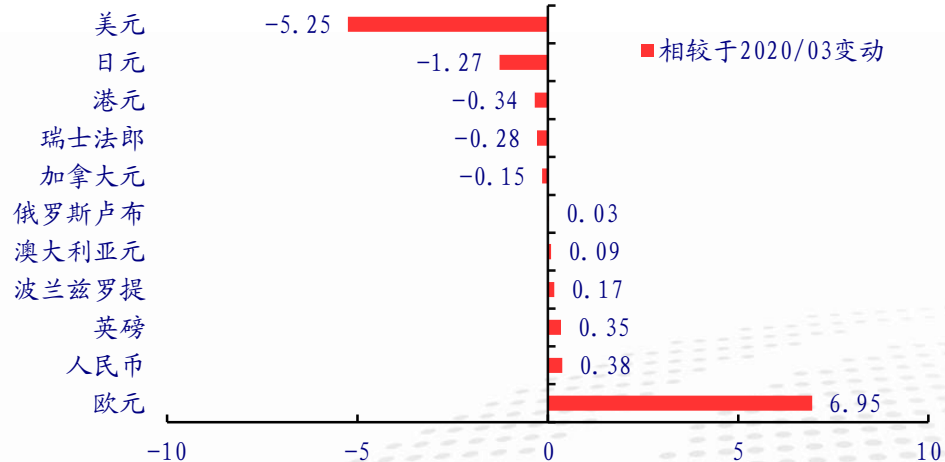
疫情后全球贸易结算美元占比快速下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

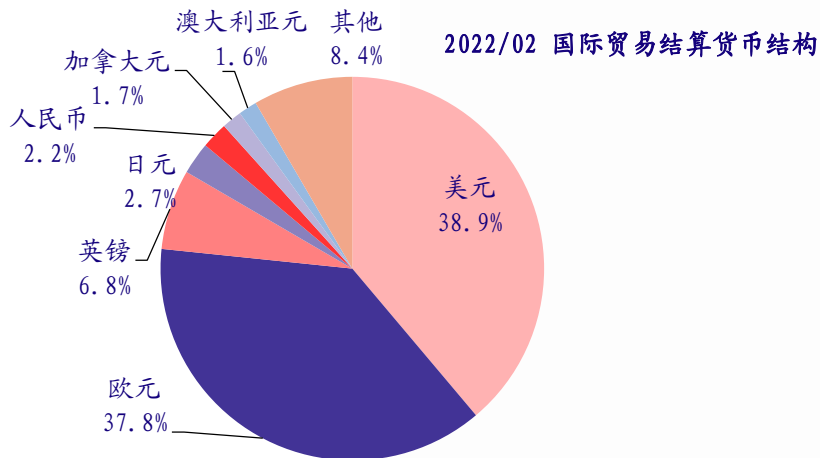
国际贸易结算美元占比下降对应欧元占比上升

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

国际贸易结算欧元威胁美元地位



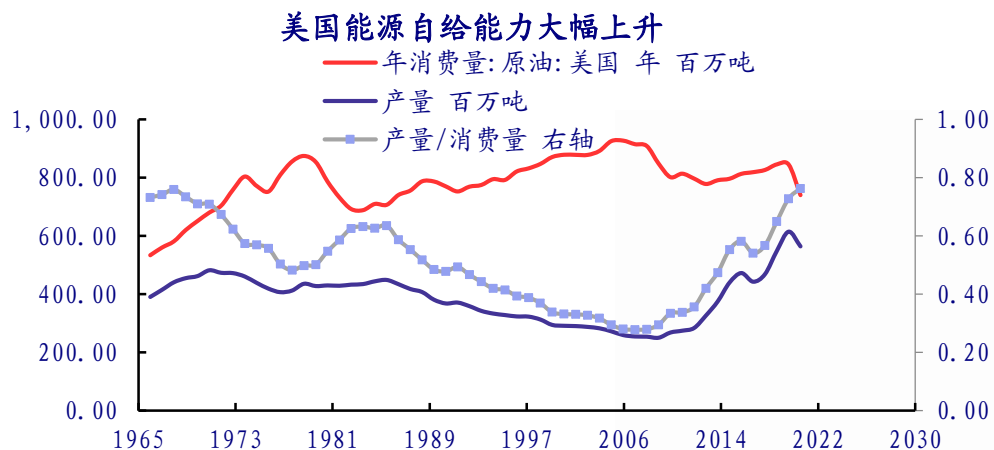
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

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。

(二) 2011年以后能源供、需结构转变带来的石油美元的挑战

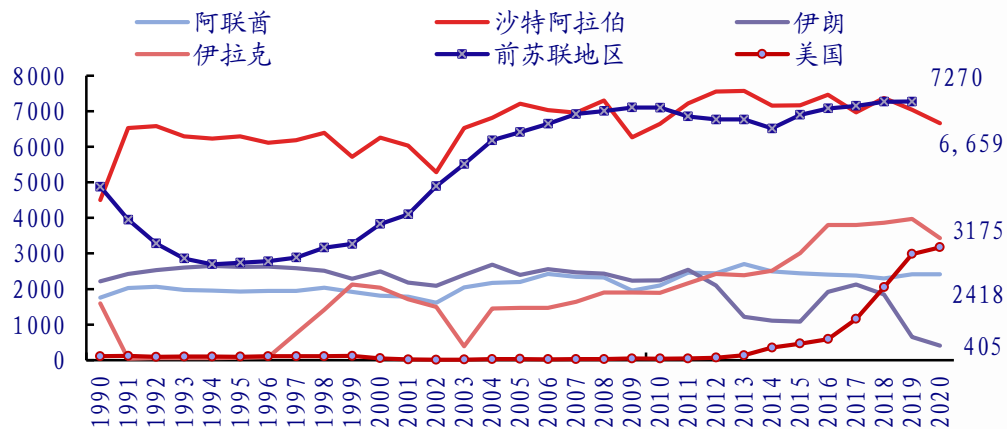
2011年以后，美国能源供需格局发生趋势转变



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

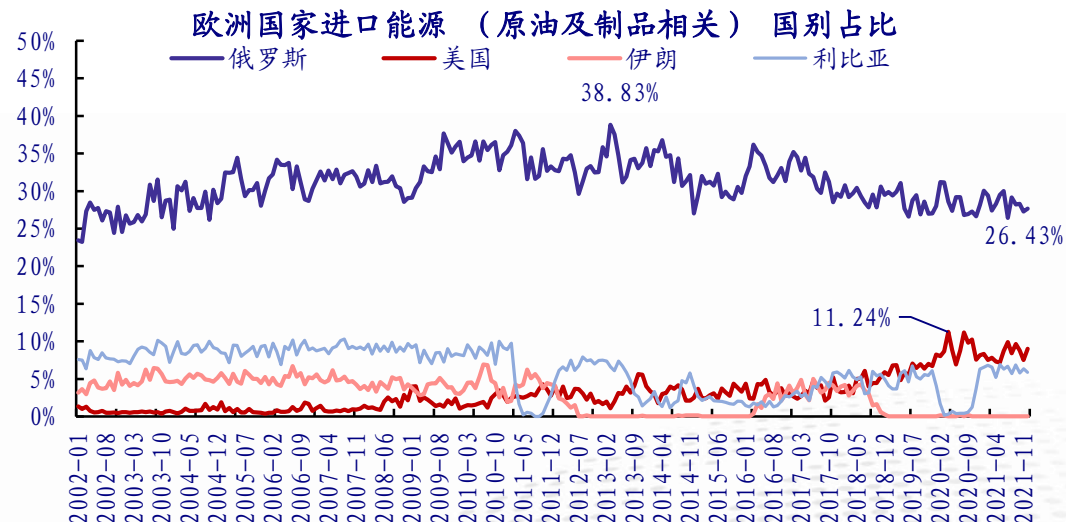
全球能源市场竞争结构: 美国快速抢占市场份额

各主要产油国出口数量 (单位: 千桶/天)



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，2011年以后美国原油产量开始快速上升，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。在全球能源总需求增速不断下滑的情况下，国际能源供给市场，美国份额不断增加。
- 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，市场份额对应结算货币的竞争:

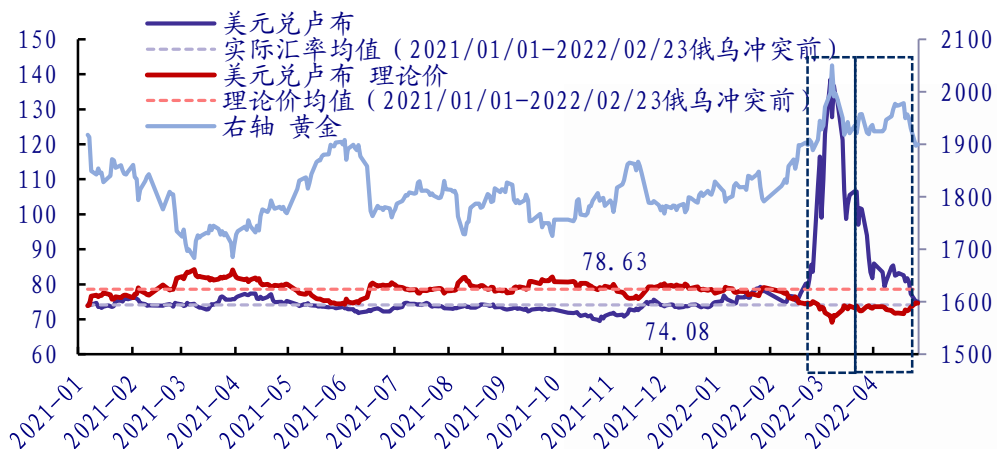
- 原油制品欧洲市场俄罗斯在2012年以后份额的下降基本伴随美国出口份额的上升。**俄罗斯市场份额主要欧元结算。**
- 2020年以后，对于全球能源市场的竞争更加激烈，长期中国新能源领域转型，整体不利于传统能源市场的需求增长。
- 2020年以后，美在欧市场份额上涨乏力，压力在**能源市场份额和美元贸易结算领域地位**。

四、对俄制裁的反噬： 美元货币体系、贸易结算体系的挑战

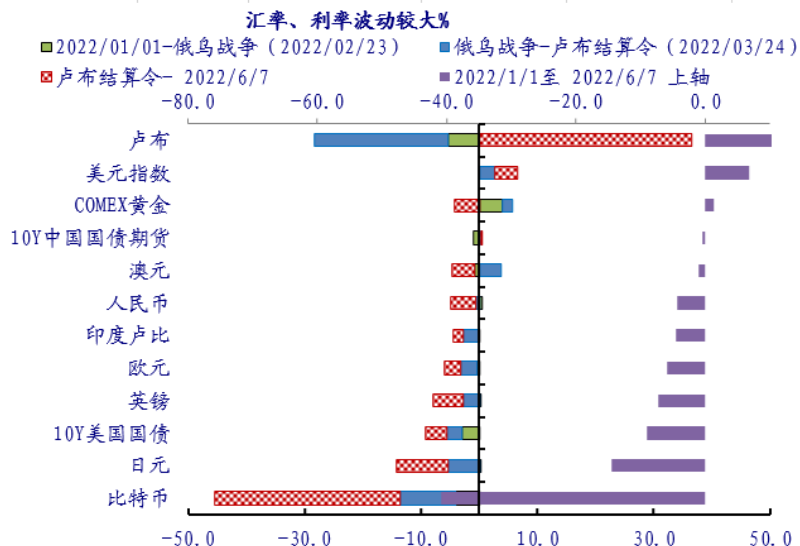


(一) 对俄金融制裁及卢布结算令加速去美元化进程

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以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



对俄制裁：金融领域和能源禁运。

- 2022年2月24日，俄乌冲突正式爆发。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月初冻结俄罗斯央行外汇储备和黄金，对俄能源禁运等。

主要影响：

一、对俄金融制裁加大各国央行外储安全性挑战。

二、卢布结算令：独立的货币体系和贸易结算体系。

- 2022年3月23日，“卢布结算令”公布。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。

◆ 货币体系：卢布独立于石油美元体系。

- 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。

- 卢布汇率表现独立：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月以来，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，并大幅突破理论值。

◆ 贸易结算体系：或形成多元货币结算体系，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。

◆ 汇率表现：

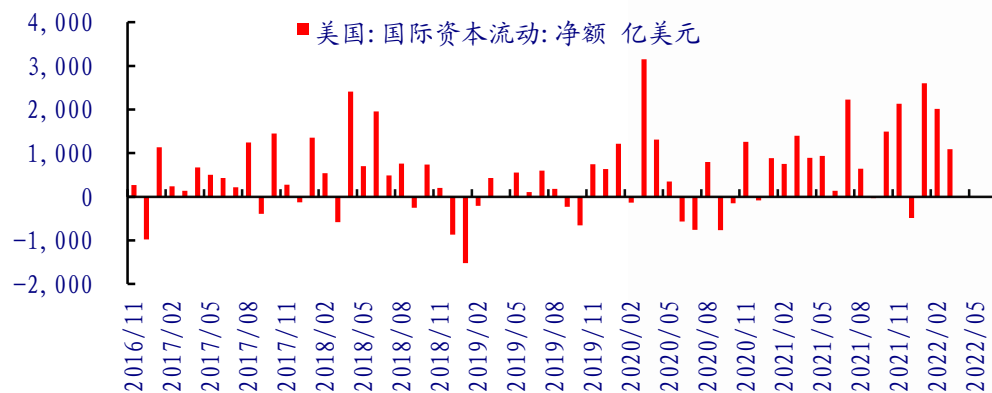
- 美元在美元信用货币体系仍相对仍强势：相对更大的滞胀压力及相对宽松的货币政策下，欧元、英镑、日元等表现大幅弱于美元，同时贸易领域去美元化同时去欧元化。
- 印度和中国或受益于多元化货币体系：印度和中国汇率也面临贬值压力，但交易结算份额的增加贬值压力明显弱于发达经济体。

(二) 对央行外储安全的挑战：央行抛售美债力度明显加大

3月美债抛售压力较之前三个月加总成倍增加

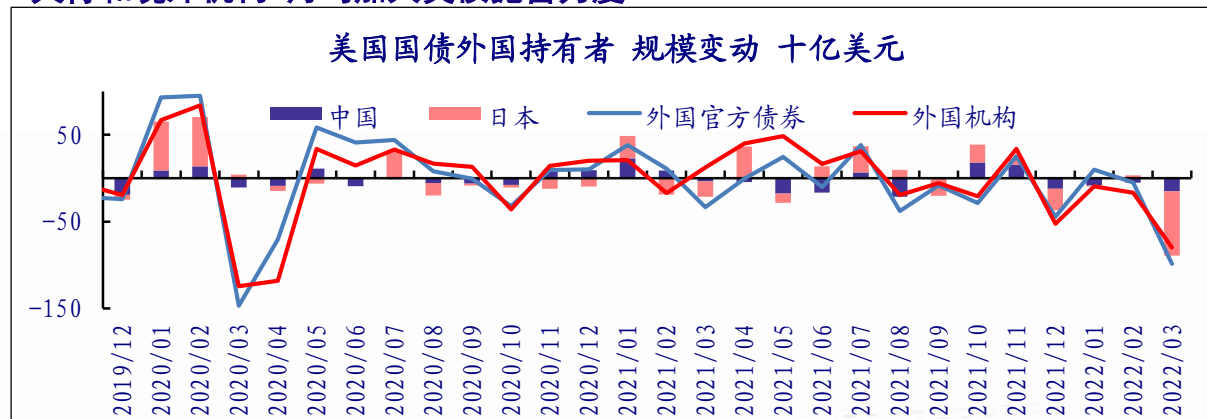
美债持有规模变动 (十亿美元)	11/2021	02/2022	3个月变动		03/2022	3月变动	
	金额	金额	金额	%	金额	金额	%
美联储	5527	5761.7	234.7	4.2	5771.2	9.5	0.2
日本	1328.6	1306.3	-22.3	-1.7	1232.4	-73.9	-5.7
中国	1080.8	1054.8	-26	-2.4	1039.6	-15.2	-1.4
英国	621.9	625.2	3.3	0.5	634.9	9.7	1.6
爱尔兰	330	314.8	-15.2	-4.6	315.9	1.1	0.3
卢森堡	333.3	314	-19.3	-5.8	300.8	-13.2	-4.2
瑞士	292.1	281.7	-10.4	-3.6	274.1	-7.6	-2.7
开曼	262.1	277.4	15.3	5.8	292.9	15.5	5.6
比利时	224.9	258.4	33.5	14.9	264.6	6.2	2.4
台湾	248.6	248.5	-0.1	0	238.4	-10.1	-4.1
巴西	248.8	241.2	-7.6	-3.1	237.2	-4	-1.7
10个海外持有人加总	4971.1	4922.3	-48.8	-1	4830.8	-91.5	-1.86

3月以来，国际资本流入美国大幅放缓



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

央行和境外机构3月均加大美债抛售力度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

海外持有人减持美债明显: 2021/12-2022/02, 三个月期间前10个国家(地区)减持总额达到接近500亿美元, 美对俄金融制裁并冻结央行储备后, 3月单月减持规模达915亿美元。日本、卢森堡、中国等减持明显。

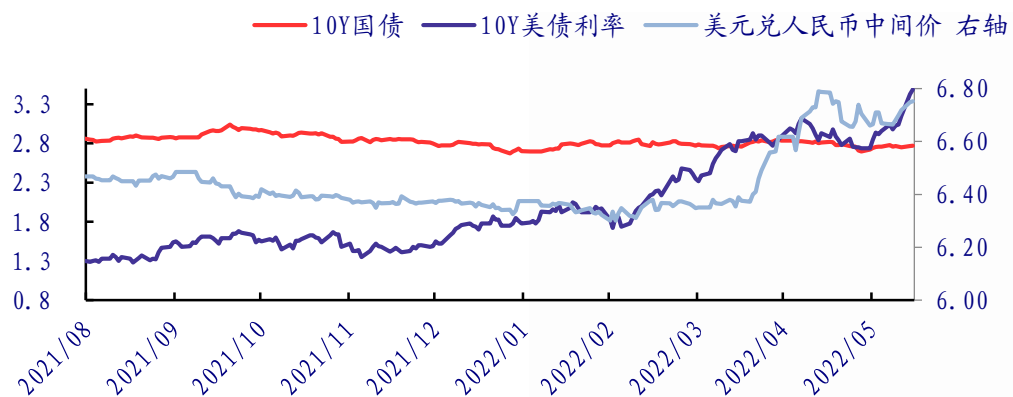
- **美联储是主要增持机构。国际资本流动, 2月份2000亿美元, 3月减半, 4月数据几乎为0。**
- **美长债利率上行, 三阶段分解:**
- 2022/01/01-2022/02/24 10Y美债1.5--2%, 美联储收紧预期。
- 2022/02/24—2022/03/24 10Y美债2—2.4%, 俄乌冲突后, 滞胀等因素推升加息预期, 同时央行的外储挑战美债抛压加大。
- 3月24日后至6月10日美通胀数据公布前, 10Y美债2.4—3.1%, 额外叠加去美元化背景加速美债利率上行。
- **“去美元化”加速叠加“美联储缩表”加剧美长债利率上行压力:** 后续, 美联储加息+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。

问题是: 美联储缩表, 美债谁接盘?

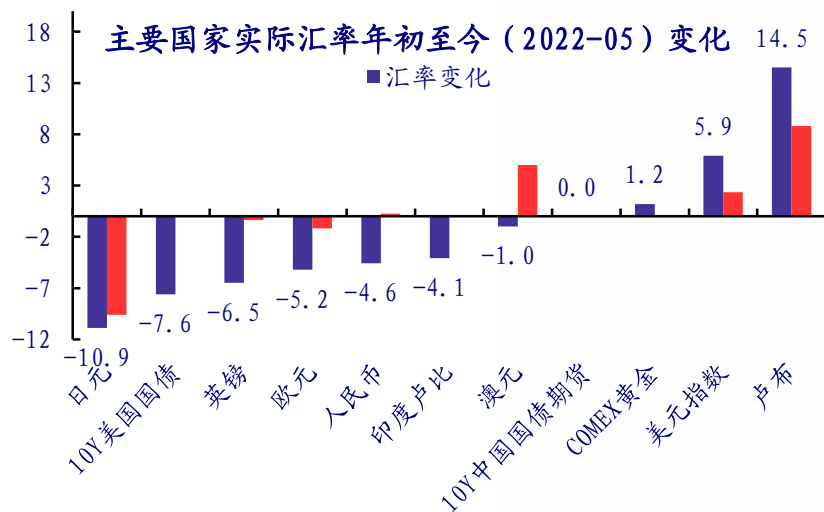
(三) 中美利差和汇率：今年人民币表现很坚挺

今年中美利差对人民币表现影响似乎不大

中美10Y国债利率背离，利差大幅收窄，但人民币坚挺

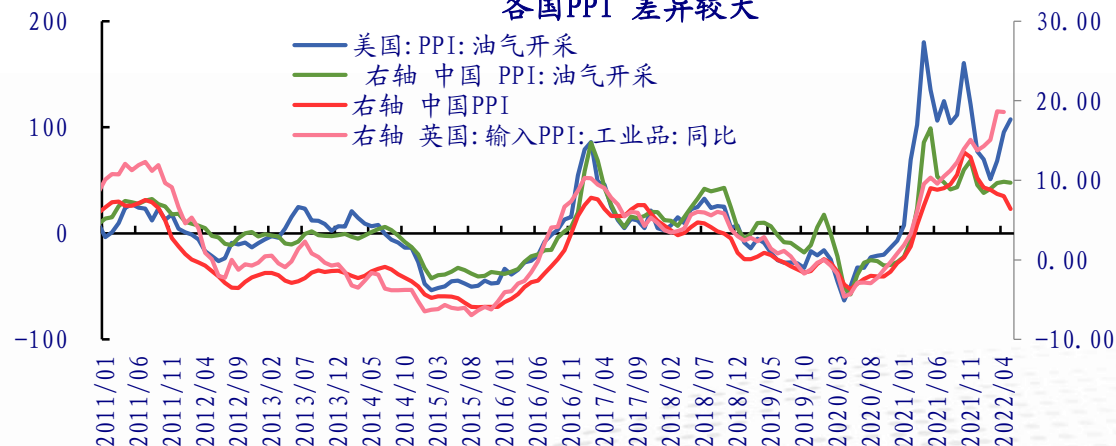


名义汇率、实际汇率，中国、印度表现相对较好



中国或体现能源成本差异下的的制造业优势

各国PPI 差异较大

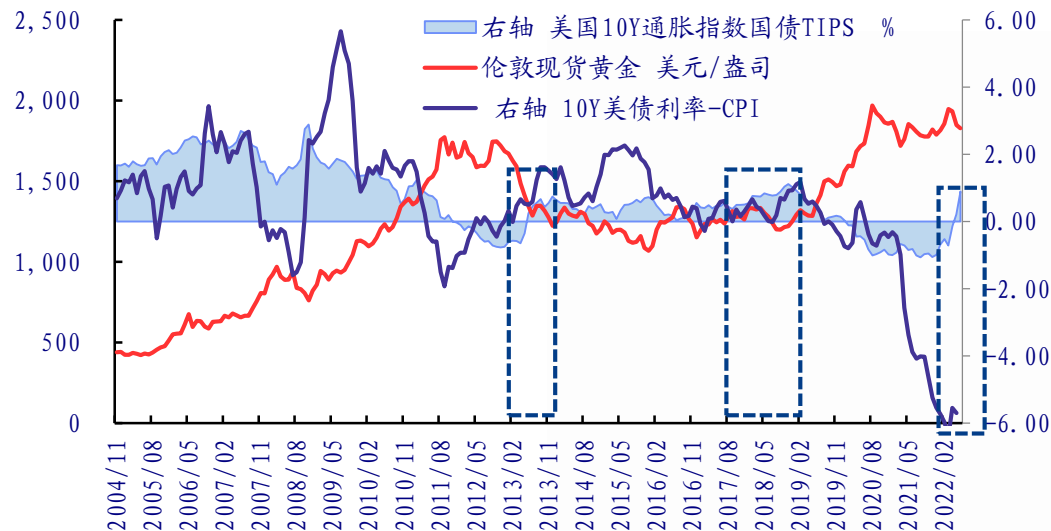


中国汇率的贬值压力：中美利差？

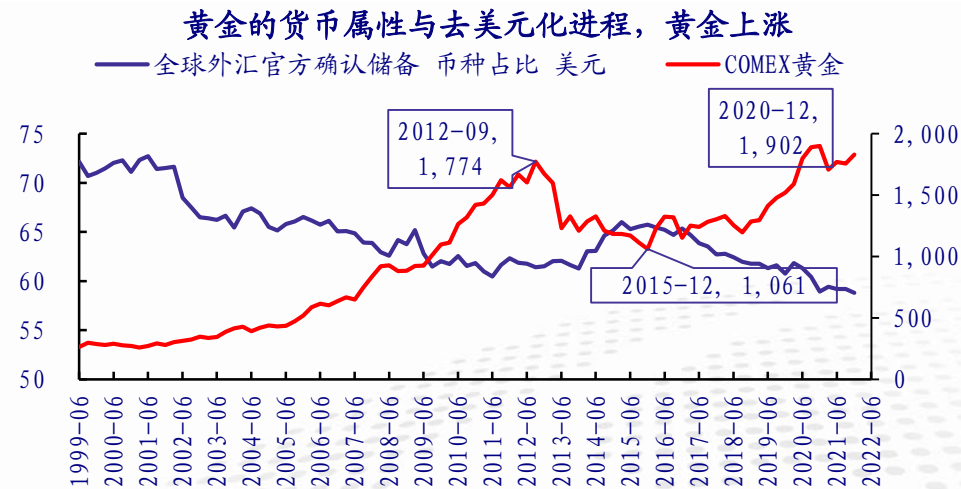
- 汇率表现相对坚挺：中国政策持续发力，但阶段性受疫情扰动，人民币汇率虽有所贬值，但仍相对稳定，2022年在全球范围表现较强，利率亦然。通胀调整后的实际汇率变化，人民币稳定。
- 中美利差倒挂并没有直接构成贬值压力：4月11日中美10Y国债利率倒挂汇率基本稳定。
- 美长债实际利率回正，资产配置调整压力有所体现：4月19日美长债实际利率回正，人民币汇率有所贬值，但利率仍处于窄幅波动区间。说明人民币支撑较强，流动性也未受大的冲击。
- 美债的投资性价比超低：年初6月中旬美债的下跌10%，超过了美元上涨幅度，各国持有美债的收益基本为负值，除了日本。
- 今年的中美通胀差异，决定了人民币汇率的表现。
- 美国更高的通胀，货币购买力下降倾向贬值。
- 中国相对温和的PPI、平稳的汇率，凸显贸易优势、贸易顺差体现非常明显，支撑人民币汇率。
- 长期或重新体现国际贸易优势：或体现在能源成本差异下的的制造业优势上。
- 去美元化背景下，贸易结算领域以及部分央行调整外储结构，人民币受益。数据虽滞后，但相信会不断印证。

(四) 黄金表现比以往要强：从美TIPS回升幅度看

实际利率和黄金的表现通常是负相关



黄金和去美元化进程关联度似乎更紧密

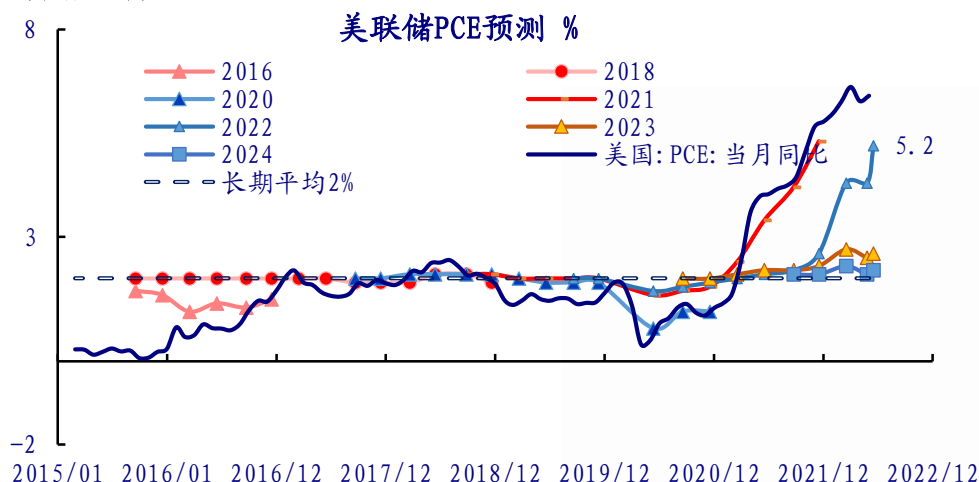


- **黄金的决定因素：**美债实际利率去美元化进程，到底哪个其最关键作用？
- **TIPS同样的幅度，黄金不一样的表现：**2012年9月份美债实际利率的表现和当前比较相似，都是实际利率大幅上行，并回正，但明显此次黄金的下跌幅度更弱。而用名义10Y美债-CPI来看，关联性似乎不高。
- **加息、缩表周期：**2017年年中到2019年年初，快速加息+缩表周期，美债实际利率大幅上行，黄金表现较坚挺。
- **当前去美元化加速背景+美收紧周期：**黄金的表现或仍会较坚挺，美实际利率上行会压制黄金表现但黄金很难下跌。

五、怎么看美联储货币政策

(一) 6月通胀预期差&加息预期差剧烈波动

通胀预期：通胀预期差由不断上调转为短期稳定，明后两年预期下调

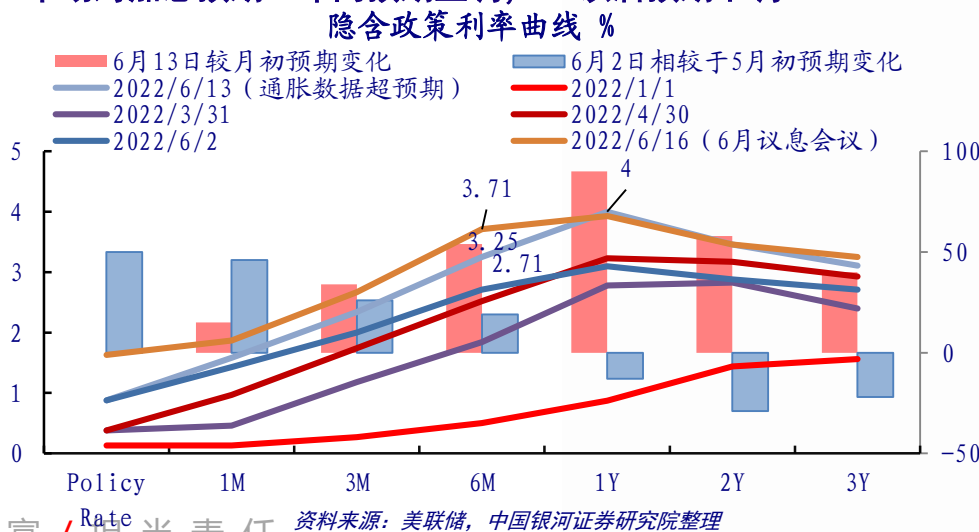


美联储6月经济预测摘要(与2022年3月预测值对比)

指标	2022	2023	2024	长期
GDP 同比增速	1.7	1.7	1.9	1.8
3月预测值	2.8	2.2	2.0	1.8
失业率	3.7	3.9	4.1	4.0
3月预测值	3.5	3.5	3.6	4.0
PCE 同比增速	5.2	2.6	2.2	2.0
3月预测值	4.3	2.7	2.3	2.0
核心 PCE 同比增速	4.3	2.7	2.3	2.3
3月预测值	4.1	2.6	2.3	2.3
联邦基金利率	3.4	3.8	3.4	2.5
3月预测值	1.9	2.8	2.8	2.4

资料来源：美联储，中国银河证券研究院整理

市场对加息预期：年内预期上调，1Y以后预期下调



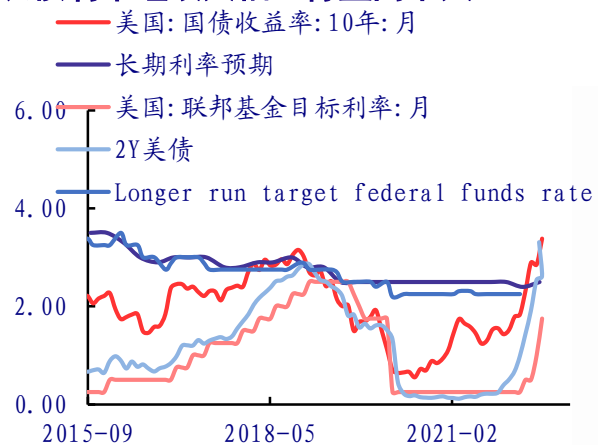
通胀预期差：5月短暂转向，6月再逆转。5月公布的会议纪要通胀预期差由2022年3月之前不断上调转为短期稳定，明后两年预期下调。最新会议纪要将PCE预期2022年不变，4.3%（上一次2022/03/16，2.6%上调至4.3%），但2023和2024分别下调0.2至2.5%和2.1%。6月再上调，短期升至5.2%，长期上调0.1%。

加息预期差：2022年4月底前，无论短期长期，加息预期不断升温，预期差为正。2022年6月初预期差转向，短期加息预期2.5%上行至2.7%，但2023年以后加息预期下降。6月中旬通胀超预期，市场预期大幅上行。6月16日美联储公布利率决议后，美联储预期年底3.4%，2023年3.8%，市场长期预期总体稳定，预期年底利率3.7%。

长期利率预期：重新上调至2.5%。

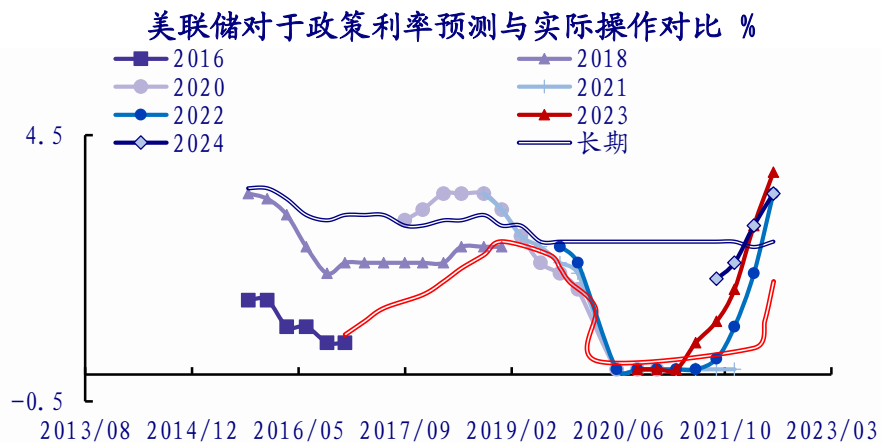
(二) 更倾向宽松的美联储的艰难选择

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

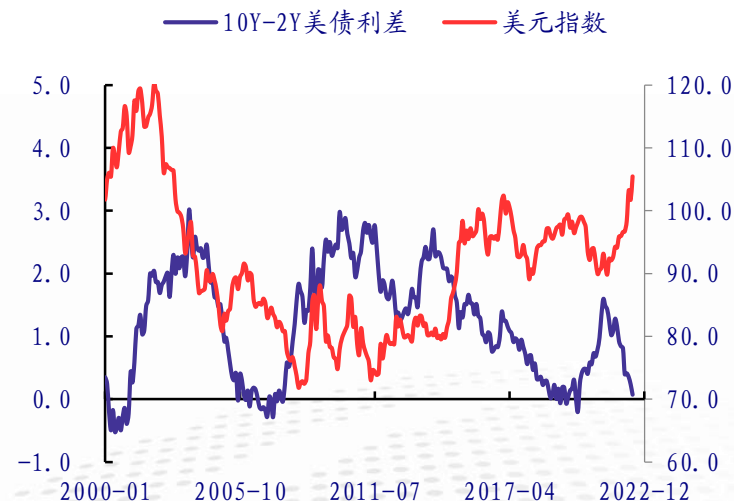


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储预期与实操: 货币政策操作收紧预期引导强于实际操作 期限利差下行



资料来源: Bloomberg, 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

美联储的艰难选择: 滞胀的压力较大

长期利率预期上调, 经济预期下调: 长期通胀没变化, 表明美联储的目标没变, 美联储大幅下调经济预期, 滞的风险较大, 但由于通胀的问题严重, 美联储将长期利率重新上调至2.5%。

长债利率: 长债利率或跟随短端, 压低期限利差。不排除倒挂。

美联储的政策预期提示和实际操作历史观察:

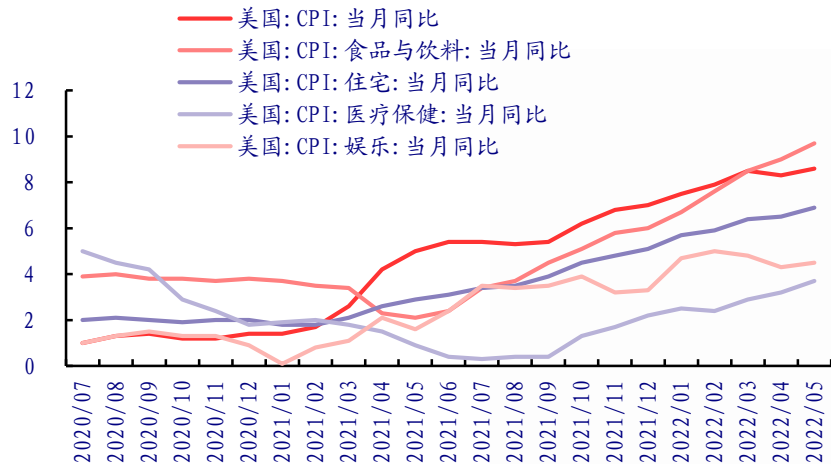
1、往往实际操作, 加息不及预期, 除了2018年基本符合预期。

2、长期利率是锚, 不影响经济是硬的前提约束, 超出长期利率的幅度和时间都有限。倾向于宽松的美联储, 面临的难题!!

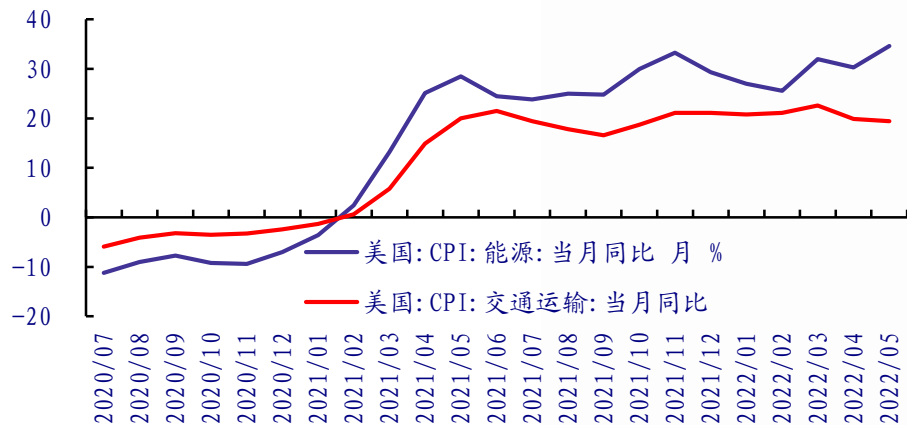
长期平均实际利率: 对于通胀调整下目前已转为正值。实际利率转正增加美债投资价值, 将对大类资产配置产生重要影响。

(三) 美超高的通胀：能源和食品压力突出，阶段受中国疫情影响

美通胀体现在全局性通胀压力

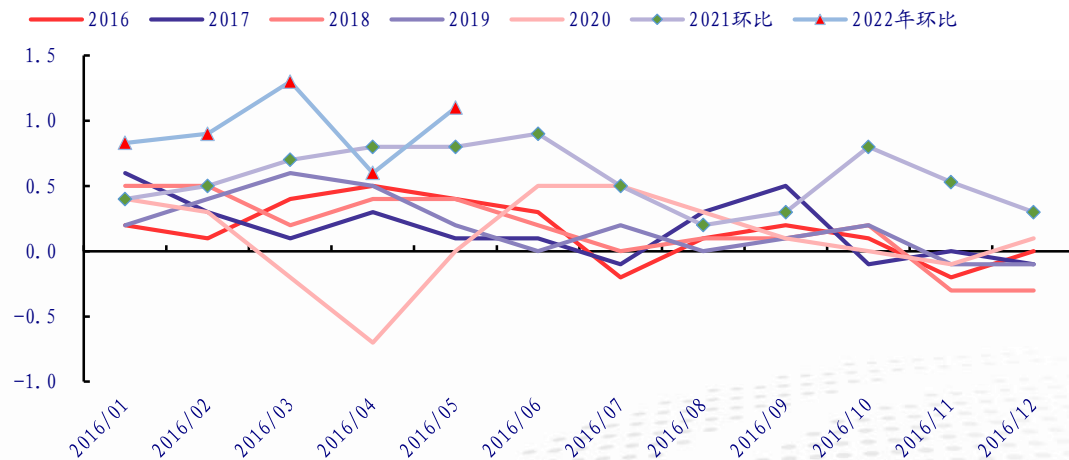


能源贡献额外的的通胀压力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美通胀压力比疫情后的复苏需求推升的通胀更大

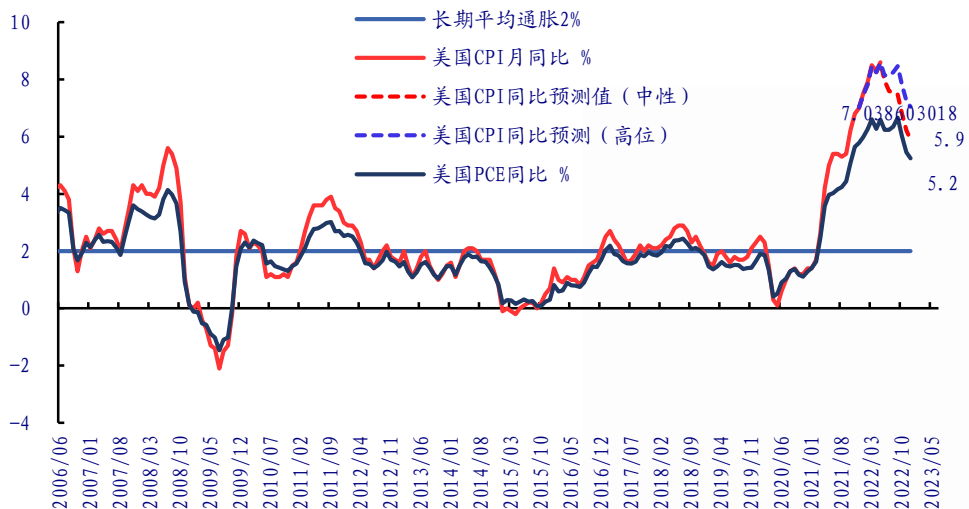


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

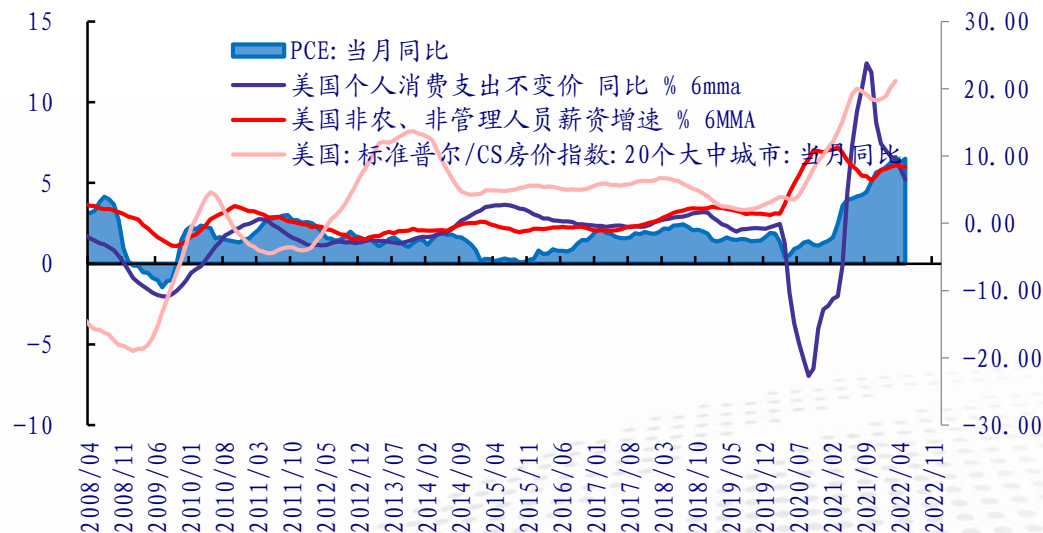
- 美通胀压力比疫情后的复苏需求推升的通胀更大
- 美国通胀的影响因素，全局性物价上涨。能源和粮食上涨突出。
- 阶段性受中国疫情对于供应链的影响，加剧通胀压力。
- 随着中国复工复产，美对华进口关税商品部分的通胀压力或有所减轻。

(四) 通胀预期差：薪资的上涨很难同时支撑消费和房价

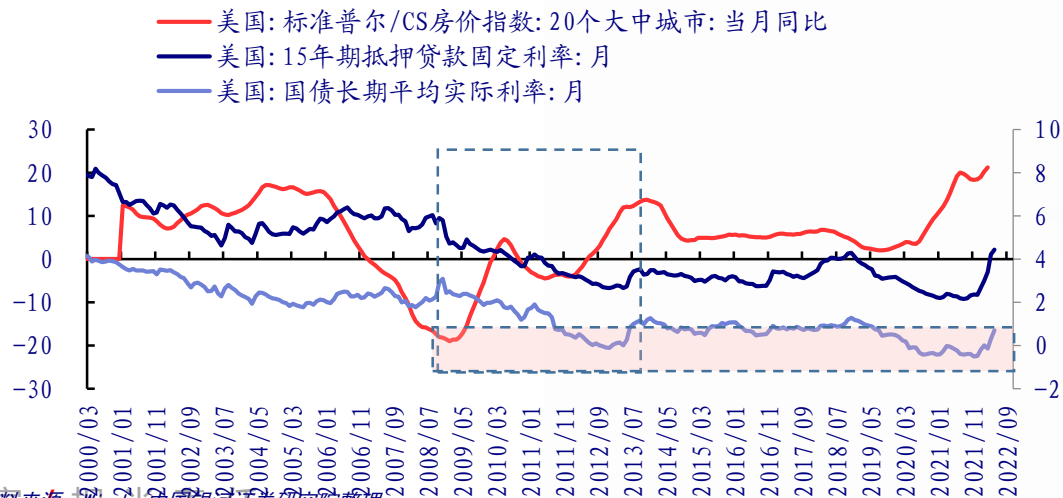
通胀后面仍会高位，预期差决定美联储边际变化



薪资的增速放缓很难支撑房价和消费的增长



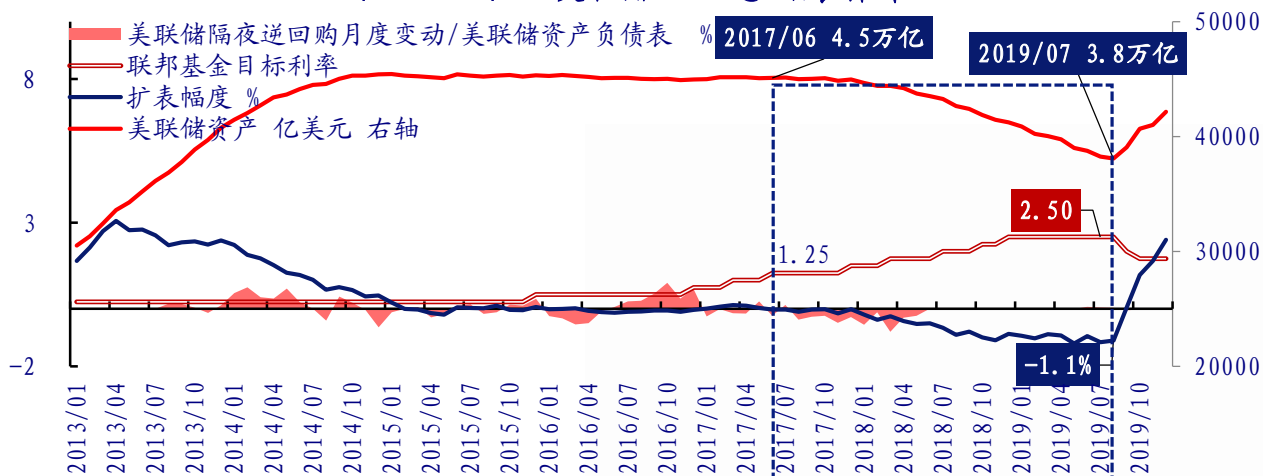
似乎利率的大幅上行正接近影响房价的临界点



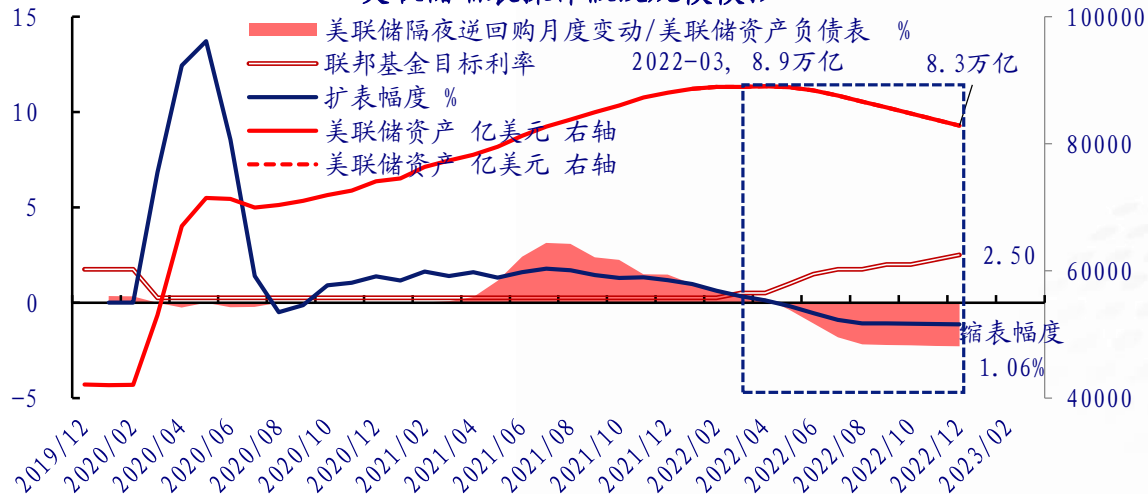
- **通胀预期差怎么看？** 美联储年底PCE5.2%的预期水平，基于美联储预计通胀高位的判断。**在此判断下，9月份以后，通胀才会有所下行。**
- **薪资和消费增速放缓：** 薪资上涨放缓很难同时支撑房价的上涨和消费的上漲，房价的上涨一般也会抑制消费价格的上涨。
- **利率的上行对房价的影响，正接近临界点：** 贷款利率的上行和实际利率的上行，后续或抑制房价的上涨。
- **倾向于宽松的美联储：** 将充分利用通胀的变化和预期的变化，若通胀预期下调，将加大美联储不超预期收紧货币的理由，从而转向更关注经济增长。

(五) 美联储“快速加息+缩表”，美元资产存量资金博弈加剧

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。**

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