



## 宏观

### 宝城期货研究所

研究所负责人

程小勇

0571-87633890

期货从业资格证号:

F0256928

投资咨询资格证号:

Z0010160

## 变局、滞胀和突围

### 摘要

1. 回顾 2022 年上半年，全球经济面临前所未有的变局：海外滞胀，国内稳增长；国际贸易效率下降，各国产业重构；能源转型，能源安全；海外利率攀升，国内资产荒。国际政治格局也出现了极端变化：从俄乌冲突到能源危机、从全球化到逆全球化，从美国霸主地位动摇到欧洲分裂。

2、从经济周期来看，海外陷入滞胀，国内经济面临稳增长压力，中国和欧美经济周期错位还在持续。随着疫苗的普及，似乎疫情影响正在减弱，但是对全球经济影响是“长期化”。例如疫情导致各国产能重构和能源安全脆弱，全球物流效率下降；居家办公、预防性储蓄攀升和劳动力市场结构性扭曲。当前海外经济体高通胀，很大一部分是由于疫情导致物流效率下降、产业重构、能源价格暴涨和工资-通胀螺旋驱动的，供应冲击是重要原因，并非仅仅是需求复苏和货币超发。

3. 全球货币收紧将带来紧信用，此前长达 40 年的低利率、低通胀环境一去不复返，2022 年下半年，无论是对欧美等海外经济体，还是中国，“变局”和“突围”将是经济增长的主线。一方面，海外经济体控制通胀的同时很难兼顾避免“硬着陆”，利率上升带来的融资成本攀升打压需求，而次轮通胀主要是供给冲击导致的，货币政策作用于需求端，对次轮通胀控制效果不佳；另一方面，国内经济企稳回升，但上升的斜率还是未知数。主要取决于投资，但是地产投资受制于房贷收入比、居民可支配收入和人均住房率等因素，政策宽松很难刺激居民加杠杆。基建投资相对乐观，但是地方债务风险监管不会放松；制造业投资受制于高企的原材料价格和外需减弱。整体上国内经济底部已经出现，但回升高度可能有限。因此，中国可能还需要向改革索取经济增长动力，且要降低原材料成本。

4. 欧美股债双熊尚未结束，因高通胀和货币收紧并存，通胀对于企业利润的挤压和货币政策收紧对估值的调整都不利于股市的企稳。A 股可能在震荡筑底，但是期望快速反转也是不切实际的，机会还是结构性的，例如制造业升级、部分估值不高的新能源股票。大宗商品将迎来 B 下行风险，供给恢复较快的商品会出现较大幅度的下跌，但能源类商品下行相对较慢。由于当前全球产业重构、逆全球化和疫情等因素制约供给的恢复，除非全球大多数国家经济都出现了衰退，否则类似于 2008 年、2011 年-2015 年那样商品断崖式下跌的可能性极小。

## 目录

一、大类资产回顾：2022 年上半年股债双熊，商品下跌 .....	5
二、全球政治经济秩序：迎来前所未有的变局 .....	8
1. 疫情导致全球产业链重构和逆全球化 .....	8
2. 供应链未恢复到疫情前水平 .....	9
3. 俄乌冲突还加剧逆全球化和推动产业链重构加快 .....	10
4. 美国在世界秩序中的地位动摇，美元在储备资产中比例下降 .....	11
三、海外：步入滞胀，控通胀同时很难避免“硬着陆” .....	12
1. 次轮通胀是供给冲击、需求改善和货币超发共振的结构 .....	13
2. 全球货币收紧将带来紧信用 .....	15
3. 历史上滞胀期遏制通胀很难避免经济“硬着陆” .....	16
四、国内：稳增长政策不断加码，经济回升高度还是未知数 .....	17
1. 经济下行压力加大，政策不断加码 .....	17
2. 经济回升高度还是未知数 .....	19
五、大类资产配置策略：股债熊市未尽，商品迎来 $\beta$ 下行风险 .....	21
分析师简介及免责声明 .....	22

## 图表目录

图 1: MSCI 发达市场和新兴市场股票指数双双下跌 .....	5
图 2: 美欧日公债收益率持续攀升 .....	6
图 3: 中国长端国债收益率回升幅度不大 .....	6
图 4: 国内外商品指数触顶回落 .....	7
图 5: 国际能源价格高企 .....	7
图 6: 美元汇率明显走强 .....	8
图 7: 国际供应链压力处于高位 .....	10
图 8: 美国港口准班率远低于疫情前水平 .....	10
图 9: 美元资产在全球外汇储备中占比下降 .....	12
图 10: G7 国家 CPI 创 40 多年的新高 .....	13
图 11: 疫情后全球四大央行资产负债表大幅扩张 .....	14
图 12: 中国 GDP 增速走弱 .....	18
图 13: 中国居民部门房贷收入比偏高 .....	19
图 14: 房地产信用创造增速持续放缓 .....	20
图 15: 居民人均可支配收入增速大幅回落 .....	21

回顾 2022 年上半年，全球经济面临前所未有的变局：海外滞胀，国内稳增长；国际贸易效率下降，各国产业重构；能源转型，能源安全；海外利率攀升，国内资产荒。国际政治格局也出现了极端变化：从俄乌冲突到能源危机、从全球化到逆全球化，从美国霸主地位动摇到欧洲分裂。

从经济周期来看，中国和欧美经济周期错位还在持续。2021 年，中国经济增长高峰，欧美经济缓慢复苏。2022 年上半年，中国经济下行，欧美经济触顶。中国经济周期继续领先于欧美经济周期半年。由此，货币政策也出现背离，中国“宽货币”和“宽信用”，欧美经济体货币紧缩和控制通胀。

从疫情对经济的冲击角度看，随着疫苗的普及，似乎疫情影响正在减弱，但是对全球经济影响是“长期化”。例如疫情导致各国产能重构和能源安全脆弱，全球物流效率下降；居家办公、预防性储蓄攀升和劳动力市场结构性扭曲。当前海外经济体高通胀，很大一部分是由于疫情导致物流效率下降、产业重构、能源价格暴涨和工资-通胀螺旋驱动的，供应冲击是重要原因，并非仅仅是需求复苏和货币超发。

国内经济在 2022 年二季度再度受到疫情的冲击，地产出现长期拐点之后，给经济增添新的下行压力。目前国内经济增长内生动力来源于制造业升级和消费，但是疫情影响到消费场景。更何况在海外经济触顶下行的环境下，出口对经济的贡献远弱于去年。因此，在稳增长的压力下，国内货币政策和财政政策都在发力，多数是结构性的政策，例如增加再贷款额度、增设科技创新再贷款等，减税降费、增值税留抵退税等。但是下半年国内经济回升依旧面临困难，尤其是当前疫情形势尚未完全明朗，外部局势复杂多变。

因此，2022 年下半年，无论是对欧美等海外经济体，还是中国，“变局”和“突围”将是经济增长的主线。一方面，海外经济体控制通胀的同时很难兼顾避免“硬着陆”，利率上升带来的融资成本攀升打压需求，而次轮通胀主要是供给冲击导致的，货币政策作用于需求端，对次轮通胀控制效果不佳；另一方面，国内经济企稳回升，但上升的斜率还是未知数。主要取决于投资，但是地产投资受制于房贷收入比和人均住房率，政策宽松很难刺激居民加杠杆。基建投资相对乐观，但是地方债务风险监管不会放松；制造业投资受制于高企的原材料价格和外需减弱。整体上国内经济底部已经出现，但回升高度可能有限。因此，中国可能还需要向改革索取经济增长动力，且要降低原材料成本。

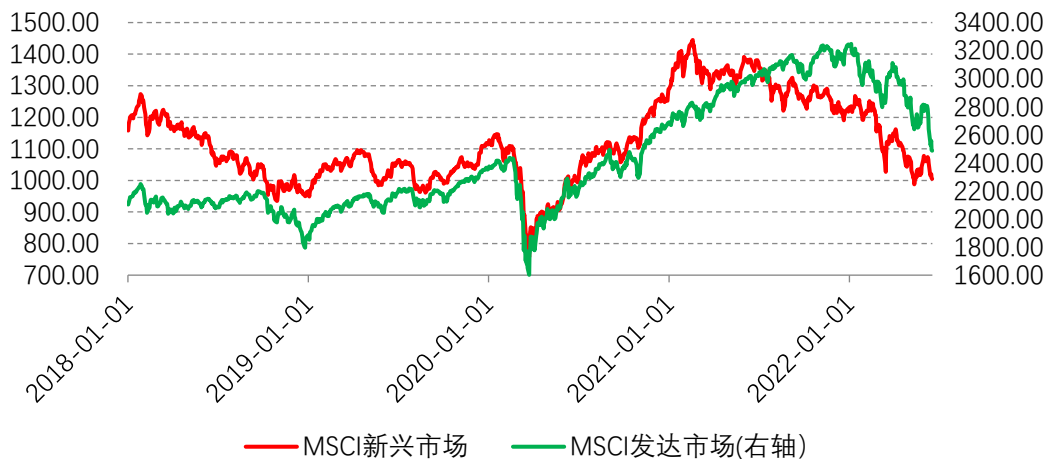
资产配置方面，鉴于过去长达 40 年的低通胀、低利率环境可能已经逆转，高融资成本将导致海外经济衰退风险上升，但通胀可能回落缓慢，下半年海外利率还有先扬后抑，债券市场熊市尚未结束。海外股市将继续受到利润下降和无风险利率攀升带来的估值调整压力，国内股市可能逐步筑底，但是机会还是结构性的，受原材料价格影响较小的企业有更好表现，但是新能源板块估值偏高，制造业升级板块也将收益。大宗商品除原油、天然气等能源类商品之外将继续下跌。然而，由于供给冲击将维持较长时间，商品下跌不会出现类似于 08 年金融危机爆发时那样的断崖式下跌，大概率是震荡式下跌。

## 一、大类资产回顾：2022 年上半年股债双熊，商品下跌

2022 年上半年，俄乌冲突、欧洲能源危机、海外发达经济体高通胀和中国二季度疫情导致局部地区经济活动受限，全球金融市场波动剧烈，主要经济体“股债双熊”，大宗商品高位震荡后触顶回落，美元兑其他货币持续升值。

对于全球股市而言，2022 年上半年是一个糟糕的时期，印证了“通胀无牛市”的历史经验。截止 6 月 17 日，MSCI 全球指数下跌了 22.6%，而 2021 年上涨了 16.8%，创 2009 年以来最大年度跌幅。其中 MSCI 发达市场指数 23.1%，MSCI 新兴市场指数下跌了 18.5%。而美国三大股票指数——道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别下跌了 17.8%、31%和 22.9%，2021 年分别上涨了 18.7%、21.4%和 26.9%。

图 1：MSCI 发达市场和新兴市场股票指数双双下跌



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

我们还发现，在全球利率上升，融资成本增长的情况下，全球股市中科技板块跌幅最大。例如美股中代表科技板块的纳斯达克指数下跌了 31%、中国科创 50 下跌了 21.9%，恒生科技指数下跌了 17.9%，代表中小市值的中证 500 指数下跌了 14.2%。

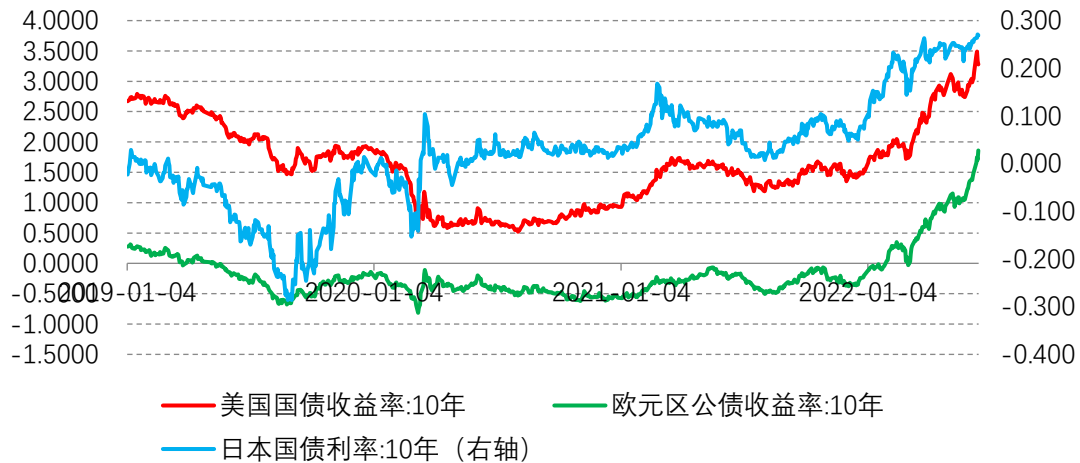
表 1：全球股市科技板块跌幅最大

	2022 年涨幅 (截止 6 月 17 日)	2021 年涨幅
NASDAQ 综合指数	-31.00	21.39
中证 500	-15.21	15.58
科创 50	-21.90	0.37
恒生科技	-17.90	-32.70

数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

在股市大幅下挫的情况下，欧美债券市场同样陷入熊市。随着欧美国债收益率攀升，欧美国债价格持续下跌。截止6月15日，美国、欧元区和日本10年期国债或公债收益率分别升至3.28%、1.86%和0.269%，其中10年期美债收益率创下2010年5月中旬以来最高记录，

图2：美欧日公债收益率持续攀升



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

中国国债收益率走势相对平稳，稳中略有下降，然而“资产荒”导致国债收益率下降幅度并不大。货币持续宽松、带来的相对充裕资金，但是企业贷款需求并不强，优质资产缺乏，但资金并没有拥挤在利率债市场，主要流向信用债和可转债。截止6月17日，中国2年期和10年期国债收益率分别为2.5799%和7.7675%，2年期国债收益率较5月有所上升，但是10年期国债收益率持平。

图3：中国长端国债收益率回升幅度不大



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

大宗商品方面，随着海外陷入滞涨和国内经济下行，需求端开始走弱，除了原油、天然气等国际能源，其他商品纷纷在二季度触顶回落，部分商品在去



年 9 月已经见顶，如有色金属的铜铝、煤炭和螺纹等建材。作为全球普遍信用紧缩的周期，大宗商品的金融属性正在降温。

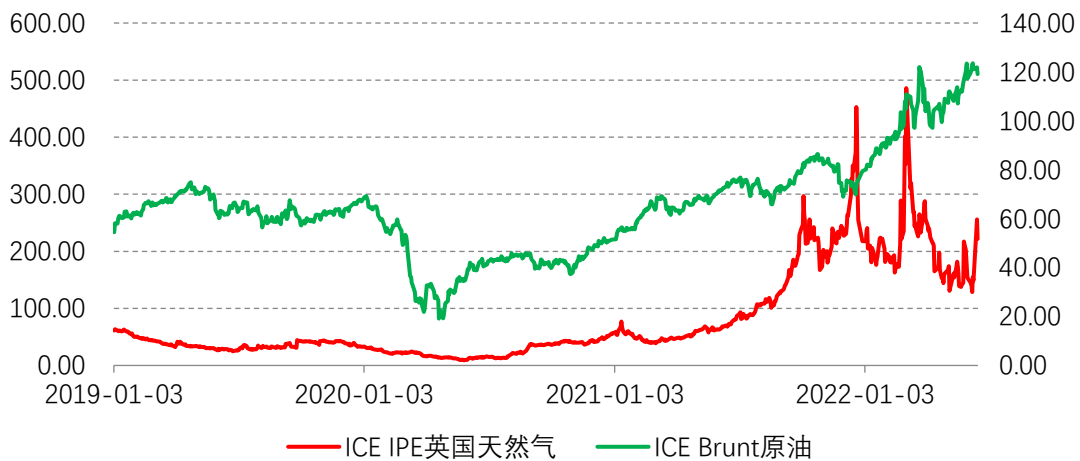
图 4：国内外商品指数触顶回落



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

作为受地缘政治冲突影响，受供给冲击明显的国际原油和天然气价格还处于高位。截止 6 月 16 日，国际原油价格还在 120 美元/桶的高位，而天然气价格虽然较 2 月创下的高点大幅回来，但是依旧处于历史高位。

图 5：国际能源价格高企



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

外汇市场，在美联储持续紧缩的驱动下，美元兑其他国家汇率持续攀升，人民币兑美元汇率也一度大幅贬值。截止 6 月 17 日，美元指数上涨了 9.1%，美元兑人民币汇率贬值了 5.1%。

图 6: 美元汇率明显走强



数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

## 二、全球政治经济秩序：迎来前所未有的变局

2022 年，全球政治经济秩序迎来前所未有的变局。一方面，疫情导致全球产业链重构：去全球化时代两个场景下全球工业链以及供应链的重置；另一方面，俄乌冲突对全球地缘政治和经济走向带来重大影响，也会给国际社会所奉行的经济全球化、贸易自由化和投资便利化带来实质性影响。

具体来看：海外滞涨，国内稳增长；国际贸易效率下降，各国产业重构；能源转型，能源安全；海外利率攀升，国内资产荒。国际政治格局也出现了极端变化：从俄乌冲突到能源危机、从全球化到逆全球化，从美国霸主地位动摇到欧洲分裂。

### 1. 疫情导致全球产业链重构和逆全球化

新冠肺炎疫情导致全球供给和需求同步下降、价值链断裂，正在改变以要素资源跨国配置为特征的全球化发展基础，加剧“逆全球化”趋势。各国为保障本国要素安全，正在重构产业链，从以生产要素在全球范围内高速流动、优化配置为特征的“超级全球化”回归到 20 世纪 80 年代之前以商品和资本流动为特征的“有限全球化”。新冠疫情爆发后，全球供应链中断一度导致汽车行业出现广泛减产，各国已经充分认识到了全球价值链的安全风险，调整产业链（多元化、回岸）的意向显著增强。复杂性高的汽车、电子和半导体行业最为积极。



08年金融危机之后，全球经济增长动能不足，全球化红利分配不均导致的保护主义、民粹主义为逆全球化潮流推波助澜，致使全球价值链收缩，国际生产布局由分散转向相对集中。

新冠肺炎疫情暴发后，重大灾害和风险事件对全球产业链供应链的冲击引起了前所未有的高度关注。实际上，脆弱性和韧性本来就是全球化“硬币”的两面，面对自然灾害、地缘政治形势恶化、突发性公共卫生事件以及系统性金融危机，通过分工深化和中间品贸易而实现紧密关联的复杂产品产业链显得尤为脆弱。

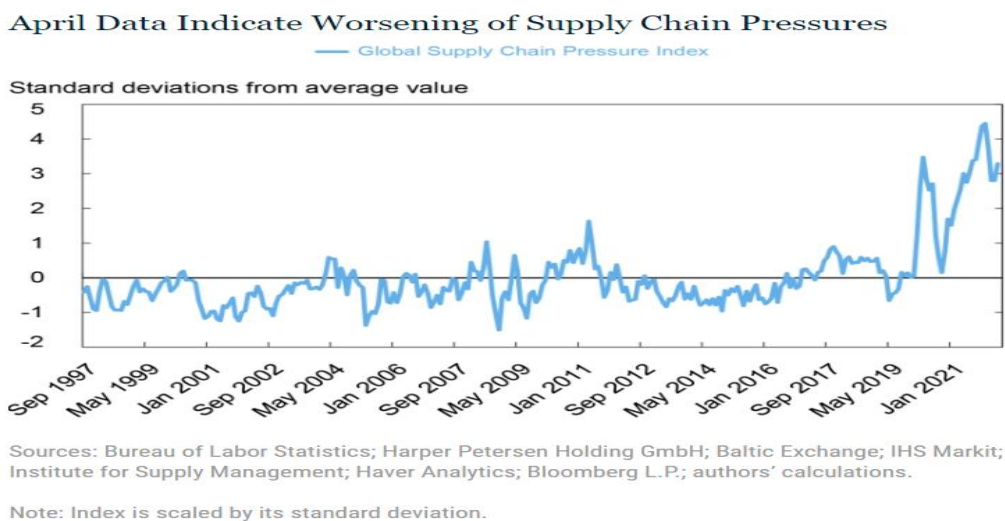
面对2018年以来中美之间的大国竞争升级以及2020年新冠肺炎疫情的持续扩散，企业的风险偏好明显弱化，生产布局从“效率优先”转为“战略优先”，寻求建立兼具韧性与稳健性产业链的意愿更加迫切。为了对冲全球供应链中断对本国经济社会的负面影响，各国政府投入大量资金，鼓励企业降低对生产环节中间品和最终产品进口的过度依赖，政府扶持和财政补贴减轻了企业调整产业链布局的成本压力。现阶段以及疫情后的一段时间内，产业链布局的成本与效率导向势必要在一定程度上让位于安全原则和韧性偏好。

从美国和欧盟相继发布的供应链安全评估报告及其主要结论可以看出，发达国家对产业链供应链韧性偏好的背后有着更为复杂的原因，并在很大程度上指向了供应链“去中国化”的战略意图。美欧不仅对关键供应链的定义和选择具有高度的一致性、重叠性，而且将应对供应链安全风险、提升韧性的着力点不约而同地落在“对抗或遏制已经形成的供应链节点国家的控制力”，其依据是在半导体、关键矿产、锂电池、医疗物资等关键供应链上，中国已具备广泛的影响力，在全球三大区域生产体系中，中国对于增速更快、潜力更大的亚洲区域供应体系的领导力还在逐步提高。

## 2. 供应链未恢复到疫情前水平

疫情之后，由于各国经济防疫措施的差异，以及疫情导致运输、仓储等物流环节接触性工作的劳动力紧缺，以及欧美国家港口因防疫措施而效率下降，这使得全球供应链尚未恢复到疫情前水平。据海外投行发布的数据显示，全球供应链压力在4月还处于历史高位。

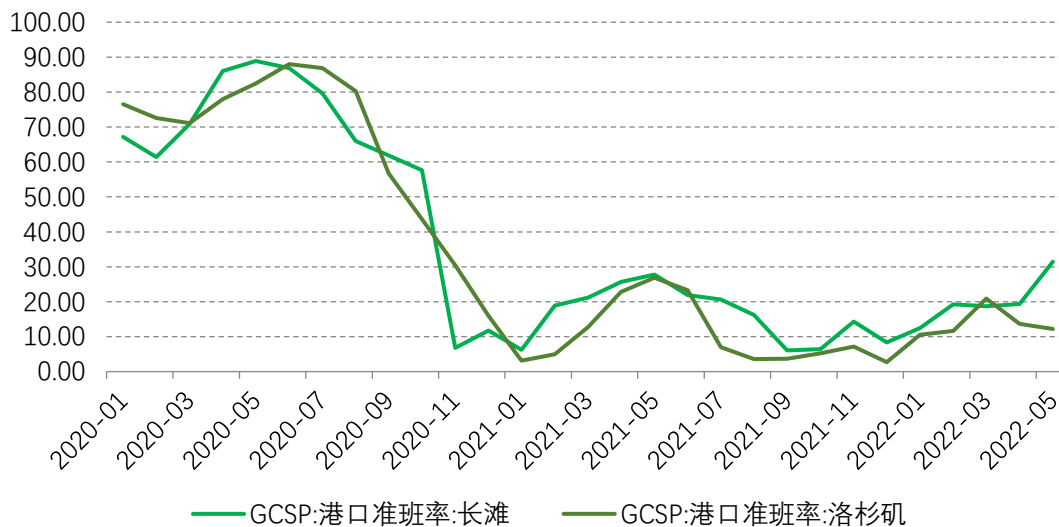
图 7：国际供应链压力处于高位



数据来源：海外投行 宝城期货金融研究所

以美国为例，洛杉矶港和长滩港准班率在 5 月分别为 31.43%和 12.24%，尽管较疫情后的地点明显回升，但是较疫情前的 70%以上的准班率依旧偏低。而 5 月鹿特丹港、南安普顿港和汉堡港准班率分别为 33.59%、37.84%和 18.52%，同样低于疫情前的 70%以上。

图 8：美国港口准班率远低于疫情前水平



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

### 3. 俄乌冲突还加剧逆全球化和推动产业链重构加快

从 2008 年全球金融危机开始，全球政治-经济结构性失衡所带来的逆全球化和民粹主义思潮正在凝聚新共识。随着美国经济实力的下降，以及各国对

美股霸权的不满，地缘政治危机升级，尤其是俄乌冲突就是对美国世界霸主地位动摇的挑战。

俄罗斯和乌克兰作为全球能源、工业原材料和农产品的重要供给国和连接欧亚大陆的重要运输通道，是全球主要产业的重要参与者，有着“牵一发而动全身”的影响。俄乌冲突及由此引发的经济制裁，给本就不稳定的全球产业链供应链带来更大风暴。俄乌冲突对全球产业链供应链的冲击突出表现为原材料断供、零部件短缺、物流堵塞等。

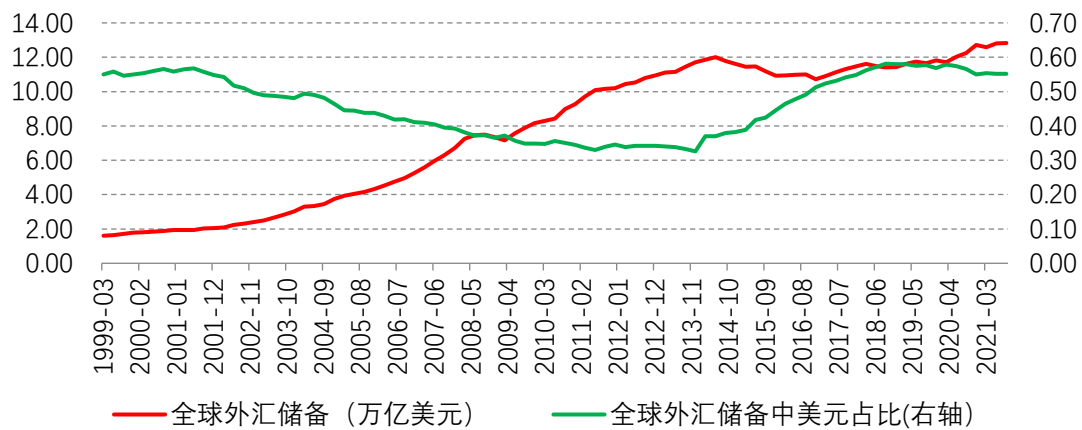
从中长期看，全球产业链供应链调整和重构将因俄乌冲突而加快。其实，全球产业链供应链调整最近几年一直在进行，特别是自 2018 年以来，受贸易保护主义抬头、中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等影响，全球化背景下形成的各国高度相互依赖的产业链供应链暴露出其脆弱性和风险性，主要经济体为降低产业链供应链风险，纷纷强调增强本国对重点产业链的自主可控性和提高关键供应链的弹性。受此影响，全球产业链供应链布局从过去基于比较成本优势原则转向兼顾成本、效益和安全，成本效益最大化不再是决定全球产业分工格局最重要的决定性因素，风险和安全作为新变量进入生产函数，成为影响跨国企业布局加工制造基地的重要考量，很多企业甚至愿意牺牲部分效益以保证安全。俄乌冲突带来的能源危机、零部件短缺等刺激各国加快实施产业链重构。

#### 4. 美国在世界秩序中的地位动摇，美元在储备资产中比例下降

上个世纪 70 年代，随着布雷顿森林体系瓦解，美国经济霸主地位有所削弱，但金融霸权还占据世界的主导。全球来看，美国是最重要的安全资产供给者，美元、美国国债、政府支持的机构证券、金融机构债务、MBS 和 ABS 都被视为安全资产。

我们认为随着中美贸易摩擦和俄乌冲突升级后，美元在世界货币结算体系中开始动摇。据国际货币基金组织（IMF）发布的数据，截止 2021 年三季度，全球外汇储备升至 12.83 万亿美元，其中美元储备为 7.08 万亿美元，占比下滑至 55%。在 2018 年三季度，美元在全球外汇储备中的占比达到 58%之后就持续回落。

图9：美元资产在全球外汇储备中占比下降



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

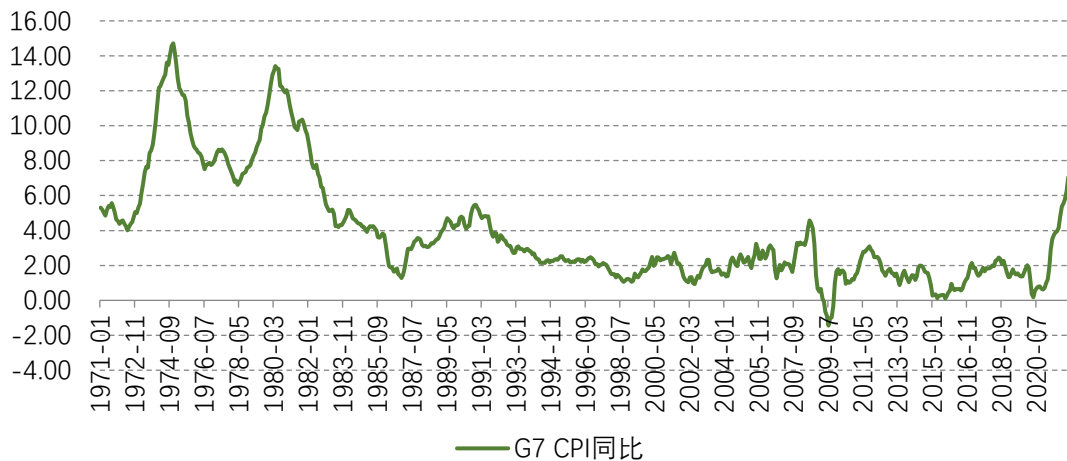
### 三、海外：步入滞胀，控通胀同时很难避免“硬着陆”

在 2022 年 3 月，我们就认为欧美等发达经济体正走向滞胀，这意味着通胀高企的情况下，经济减速或者走向衰退可能很难避免。海外货币紧缩会逐步过渡到信用紧缩，全球此前长达 40 年的低通胀、低利率环境将一去不复返。

6 月 7 日，世界银行大幅下调全球经济增长预期，并警告称全球经济可能陷入上世纪 70 年代式滞胀，许多国家存在衰退风险。在其最新的《全球经济展望》报告中，世界银行预计今年全球经济增长将从 2021 年的 5.7% 降至 2.9%，比 1 月份预测的 4.1% 低 1.2 个百分点。

在通胀方面，世界银行表示，发达经济体和新兴市场国家的通胀都在加速，反映出需求的坚挺和持续的供应中断。2022 年 4 月，全球总体 CPI 通胀中值同比升至 7.8%，为 2008 年以来最高水平。新兴市场和发展中经济体总通货膨胀率超过 9.4%，这是 2008 年以来的最高水平，而发达经济体的通货膨胀率为 6.9%，是 1982 年以来的最高水平。据 OECD 统计数据，2022 年 4 月，G7 CPI 同比增速攀升至 7.14%，创下 1982 年 8 月以来最高记录。

图 10: G7 国家 CPI 创 40 多年的新高



数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

通常滞胀是在发生总供给负面冲击的情形下。上个世纪 70 年代,尤其是 73-75 年,78-80 年,两次石油危机抬升了能源成本,导致企业利润缩减,产出增长放缓。在总供给、总需求原本处于均衡的前提下,如果外部负面冲击导致总供给曲线左移,那么就会出现产出下降、价格上升的局面,从而形成滞胀局面。

滞胀也是宏观经济政策制订者最不愿意面对的一种情况。在正常情况下,如果经济增长低迷,那么决策者将会放松财政货币政策以刺激经济增长。然而在滞胀的前提下,这样做的结果将会导致通胀加剧。在正常情况下,如果通胀上升,那么决策者将会收缩财政货币政策以抑制物价。然而在滞胀的前提下,这样做的结果将会导致经济增长进一步停滞。

## 1. 次轮通胀是供给冲击、需求改善和货币超发共振的结构

如果将 CPI 增速超过 5% 作为恶性通胀的基准,1948 年至今,美国历史上共发生了 7 次恶性通胀,其中有 4 次高通胀伴随经济衰退,分别为 1969.03-1971.01、1973.04-1982.10、1990.01-1991.05 和 2008.06-2008.09。最为关注参考的是 1973.04-1982.10 期间的滞胀,当年通胀是外部供应扰动导致的,并非是由需求驱动的,当时通胀高企、GDP 增长持续低迷和失业率高企。

一般来说,通胀分为需求驱动型(经济复苏型通胀)、成本推动型(供给冲击、输入型通胀等)以及流动性泛滥型通胀。由于实体产业不断向外转移,因此美国的成本推动型通胀比较多的来自输入型通胀层面。从美国通胀历史来看,供给短缺触发的通胀往往是恶性的,持续时间较长;由复苏型通胀和流动性超发引发的通胀虽然也会出现恶性的,但往往持续时间较短。

1948 年 1 月至 10 月,1950 年 12 月至 1951 年 12 月通胀属于复苏型通胀,在二战后的战后重建的驱动下,1948 年一季度至四季度 GDP 增速从 2.6% 攀升



至 5.4%，失业率也维持在 4% 以下的低水平。由于经济高增长是很难持续很久的，因此需求驱动（复苏驱动）的通胀持续时间相对较短。

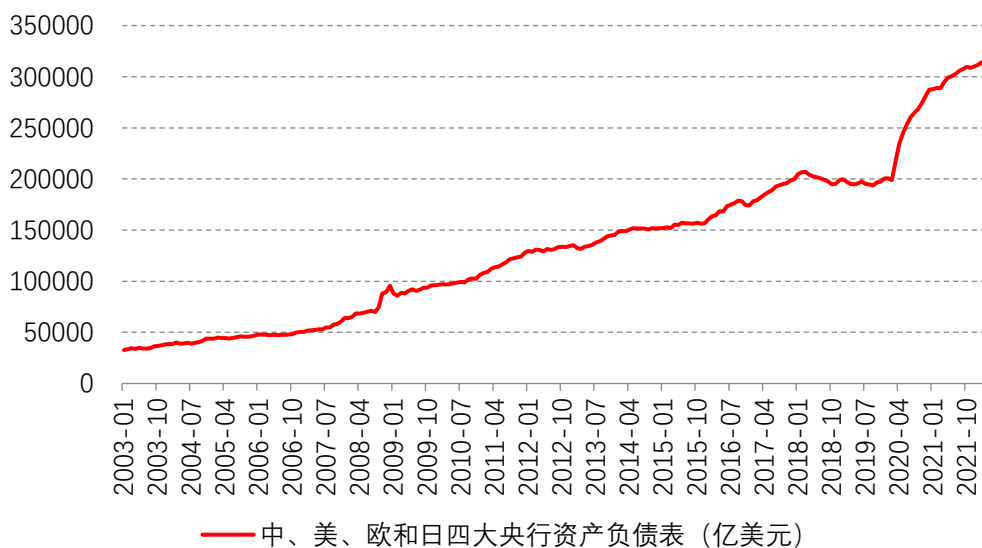
1969 年 3 月至 1971 年 1 月，1973 年 4 月至 1982 年 10 月属于供给冲击（1973-1974 年、1979 年-1980 年两次石油危机）和流动性超发引发共振触发的通胀，但是经济内生增长动力下降，科技发展处于低潮。

1990 年 1 月至 1991 年 5 月恶性通胀也是输入性通胀导致的，在 1990 年爆发第三次石油危机，且 90 年代前 8 年驱动经济高增长的动力消失，全要素生产率下降导致经济潜在增速下行，通胀持续时间也超过 1 年。

2021-2022 年，欧美等发达经济体的高通胀，属于成本推动型通胀，因疫情导致全球供应链终端，而产业重构导致全球贸易效率下降，2022 年俄乌冲突进一步加剧了供应链压力，能源危机导致全球商品价格处于高位。

货币方面，2020 年新冠疫情爆发后，现代货币理论（MMT）占据欧美各国政策话语权，认为只要欧美不爆发恶性通胀，财政货币化这个政策模式就不会出问题，且认为疫情导致欧美国家失业会长期高位。并且美联储认为美国通胀是暂时的，鲍威尔在 2021 年三季度以前都宣称“供给侧结构性通胀”是临时的，货币政策持续走在市场曲线的后面，过剩的流动性也加剧了通胀压力。疫情后，中、美、欧和日四大央行资产负债表从不到 20 万亿攀升至今 2 月的 31.4 万亿美元，美国净负债占 GDP 的比重从 2019 年的 71.3% 升至 2021 年的 92.5%。

图 11：疫情后全球四大央行资产负债表大幅扩张



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

另外，影响 20 世纪 80 年代以来全球经济增长、利率、就业与物价的部分趋势性因素——全球化、价值链贸易和人口——在后危机时代已悄然出现临界点。左侧是全球化和自由市场的胜利，失业率（和自然失业率）、通货膨胀率、利率和期限溢价持续下行，工资增速停滞，收入分化加剧，劳动份额下降；右



侧是保护主义与民粹主义的复兴，名义利率降无可降，失业缺口转为负值，通胀中枢或明显上升，其中短期压力甚于长期，平坦的菲利普斯曲线或再次转向陡峭。

## 2. 全球货币收紧将带来紧信用

截止 2022 年 6 月 19 日，全球超过 20 多家央行实施货币紧缩，要么进行加息要么削减资产购买计划，欧洲央行也一改此前的货币宽松的态度，预计 9 月份将启动加息。除欧元区与日本之外主要发达经济体已经全部进入加息周期。由于欧洲央行行长早在 5 月底已经对外公布了加息时间表，目前仍然拒绝缩紧货币政策的主要央行仅剩日本银行。

美国方面，6 月是加息和缩表同步开始。美联储决定从 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS，初始缩表速度为最高 475 亿美元/月（300 亿美债/月和 175 亿 MBS/月），并在 3 个月后加速为 950 亿美元/月（600 亿美债/月和 350 亿 MBS/月）。

回顾上一轮缩表，美联储于 2017 年 10 月启动缩表，直到 2019 年 7 月 31 日完成缩表，美联储资产负债表规模从 45165 亿美元下降至 38078 亿美元，大约缩减了 15.7%。按照其缩表节奏推算，本轮美联储缩表，一年的缩表规模最大将超过 1.1 万亿美元。

缩表作为数量工具，其对市场流动性的具体传导路径尚不清晰，较难分析货币数量收紧对某种具体资产造成的冲击。从历史的经验来看，货币数量收缩对资本市场整体资产价格的冲击存在非线性。因此，未来市场需要高度警惕，联储主动缩表对全球资产流动性产生的冲击影响。

从全球货币政策的动向上来看，上轮缩表前，除个别新兴市场加息外，全球主要经济体未见明显收紧，而本轮缩表前，全球多数央行都加快了货币收紧进程。

从加息和缩表两种货币政策收紧方式的配合性上来看，本次缩表两者协同性更高。2021 年 10 月，美联储工作论文《When Normalizing Monetary Policy, the Order of Operations Matters》讨论了加息和缩表的先后顺序对利率曲线的影响，结论是：联储先加息、再缩表的决策，容易导致利率曲线平坦化。Smith and Valcarcel (2021) 的论文证明了缩表(量化紧缩)会抬升期限溢价，使利率曲线陡峭化。此次“边加息边缩表”，这样会抬升整个收益率曲线的斜率。

从实施方式上来看，本轮缩表方式以被动为主，但或主动出售部分未到期的 MBS。由于当前美国房地产异常繁荣，尤其是房价高企，美国政府、美联储如果从需求端打压通胀，那么让房地产降温无疑是一个较好的选项。

从缩表的速度上来看，本轮推进节奏明显加快，加息与缩表间隔或由上轮的 22 个月降至 2 个月。从强度上来看，本次缩减的目标规模占 GDP 比重较上轮明显提升。从缩表的总规模上来看，估计本轮缩表约达 1.63 万亿，也远超上轮，并持续约 18 个月至 2023 年底结束。

美联储进行资产购买主要通过两种渠道传导其影响：流量效应和存量效应。存量效应是指美联储宣布购买计划之时，对金融市场的即刻影响。美联储进行 QE 本身不影响抵押物的供给，但 QE 影响了抵押物的相对价值，使得其相对于现金具有稀缺性，即 QE 使得抵押物的一种形式（国债存量）相对于其他形式（准备金存量）变的更昂贵。缩表是 QE 的逆转，将降低国债相对于准备金的稀缺性。

流量效应是指美联储宣布购买计划时，对金融市场的影响。当美联储购买资产时，是在二级市场从其他市场参与者比如经纪商处购买的。在购买发生时，其他市场参与者卖出国债，美联储买入国债。其他市场参与者卖出国债后，得到现金，可以选择持有现金，也可以选择购买证券、股票等资产。

美联储缩表对利率水平的影响存在三大传导路径。一方面，通过降低负债端的准备金规模减少货币供给（量）。另一方面，通过释放政策信号与资产组合再平衡的途径推高利率水平（价）。缩表对于短端利率也会有一定推升，而在长端利率上的作用效果更为明显。

长期框架表明，一旦美联储的年化缩表速度达到接近 1.1 万亿美元的稳定状态，缩表的流量效应将对 10 年期美债实际收益率产生约 25 个基点的上行压力。基于过去四年量化宽松 QE 带来的影响，缩表还将在存量效应方面再产生等同于加息 65 个基点的影响。由此，缩表的流量和存量效应加起来对 10 年期实际美债收益率的影响约为 90 个基点。

### 3. 历史上滞胀期遏制通胀很难避免经济“硬着陆”

当前滞胀期，一方面，美国通货膨胀压力远超预期，迫使美联储不得不实施货币紧缩，例如加息和缩表。美国财政部长耶伦也承认，去年认为通胀高企是“暂时性”的判断错误，高通胀已成全球问题，美国可能面临长期高通胀。另一方面，货币紧缩已经带来美国经济指标走弱，美国经济衰退风险上升。更何况，当前美国高通胀并不仅仅是需求和货币滥伐问题，还有很大一部分原因是供给冲击，这意味着就算美国收紧货币，但通胀回落都会很缓慢。代价很大可能是经济衰退。

回顾历史，上世纪 70 年代滞胀期，为遏制高达两位数的恶性通胀，时任美联储主席沃尔克将利率提高到了 20%。虽然通胀最终得到遏制，但代价却是美国 GDP 增速从 1978 年的 5.5% 降至了 1982 年的 -1.8%。

表 2：滞涨期美联储不会因衰退而放弃加息

日期	美国 GDP 实际同比	美国 CPI 同比	1 年期美债收益率
1974-06	-0.21	10.10	8.87
1974-09	-0.63	13.40	8.21
1974-12	-1.95	13.30	7.35
1975-03	-2.30	11.60	6.36
1975-06	-1.83	9.30	6.85
1982-03	-2.19	3.50	14.30
1982-06	-1.01	4.70	14.34
1982-09	-2.56	3.50	10.26
1982-12	-1.44	3.50	8.68

数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

美国前财长萨默斯近期发布了一份题为《过去与当下的通胀比较》的研究报告，研究报告指出，对 20 世纪 50 年代和 80 年代通胀数据的重新审视表明，当前，我们不能过度乐观地认为无须付出多大代价就能把通胀控制住，因为当前通胀需要下调的幅度与历史相比要更大。美国 CPI 统计下的住房通胀这一项不仅不会迅速下降，未来几个月还会继续攀升。目前，私营部门房屋租金增幅依然处于 16% 的高位，预计今年年底住房通胀会达到 7%，对核心 CPI 的贡献接近 3 个百分点。与历史上的通胀周期相比，过去，住房价格往往是压低通胀的一个重要因子，但如今它已然成了一个不利于遏制通胀的阻碍。

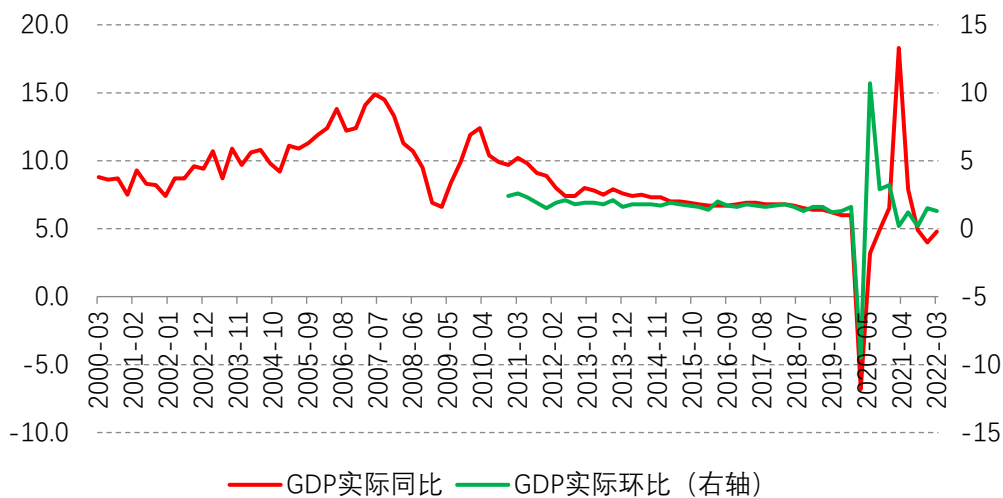
再回顾一下历史，上个世纪 60 年代以来，美国共计进行了 11 次加息，只有 1965 年、1984 年和 1994 年加息没有引发经济衰退，且成功的将通胀打压下来。和当前宏观环境类似的、可供参考的加息周期是上个世纪 70 年代滞涨期。另外，就算不是滞涨期，还有两场加息引发了经济危机或金融危机，分别为 2000-2001 年加息导致互联网泡沫破灭，2007-2008 年加息导致次贷危机演变为全球金融危机。何况，2000-2001 年、2007-2008 年美国通胀压力远低于当前的水平。

## 四、国内：稳增长政策不断加码，经济回升高度还是未知数

### 1. 经济下行压力加大，政策不断加码

自 2022 年年初至今，由于国内经济下行压力逐渐加大。一季度中国 GDP 实际同比增长 4.8%，环比增速回落至 1.3%，3-4 月制造业 PMI 连续两个月处于 50 枯荣分水岭。

图 12: 中国 GDP 增速走弱



数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

稳增长政策也在不断加码。自去年 12 月以来,稳增长政策频出,截止 5 月底,在财政、货币、有效投资(基建)、房地产稳健发展和纾困方面都有涉及。且 6 月份更多政策更多的是落地,包括地方政府出台配套措施,以及各项政策细化。6 月 1 日国务院常务会议部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效。会议指出,按照中央经济工作会议和《政府工作报告》总体思路、政策取向推出稳经济一揽子政策措施,主要是对政策实施提速增效。各部门迅速行动,6 方面 33 条政策措施实施细则出台取得积极进展。

首先,货币政策更加积极,降息、降准、新增贷款要保持适度增长、,设立 2000 亿元科技创新再贷款和 400 亿元普惠养老专项再贷款、增加 1000 亿元再贷款额度支持煤炭开发利用和增强储能。

央行抓准银行作为货币创造的直接主体,通过完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率三大约束的长效机制来调控货币供应。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,缓解了流动性约束,2018-2021 年我国 M2 平均增速为 9%。以永续债为突破口推动银行多渠道补充资本,缓解了资本约束。2019 年 1 月银行业成功发行首单永续债;截至 2022 年 3 月末,银行已累计发行永续债 18915 亿元,撬动银行贷款近十万亿元。推动企业综合融资成本稳中有降,缓解了利率约束,企业贷款加权平均利率逐步下行,2022 年 3 月为 4.36%,是有统计以来的记录低点。

2022 年 1 月 1 日起,将两项直达实体经济的货币政策工具转换为支持小微企业的市化工具,其中,“普惠小微企业贷款延期支持工具”转换为“普惠小微贷款支持工具”,人民银行对符合条件的地方法人银行发放的普惠小微贷款,按照余额增量的 1%提供激励资金;“普惠小微企业信用贷款支持计划”并入“支农支小再贷款”管理,原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用。

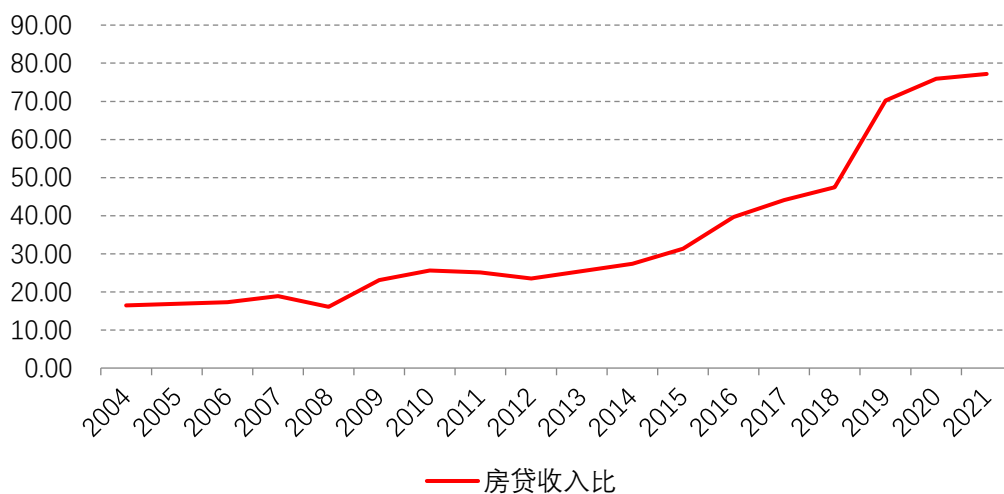
其次，财政政策也越发积极，减税降费、增值税留抵退税、适度超前的基建投资等措施不断推出。5月31日国务院印发的《关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，多举措部署稳基建投资：一是，专项债资金力争在8月底前使用完毕，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围；二是，加快推进一批论证成熟的水利工程项目，2022年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，进一步完善工程项目清单；三是，加快推动交通基础设施投资，沿江沿海沿边及港口航道等综合立体交通网工程确保应开尽开、能开尽开。支持中国国家铁路集团有限公司发行3000亿元铁路建设债券。再新增完成新改建农村公路3万公里、实施农村公路安全生命防护工程3万公里、改造农村公路危桥3000座；四是，因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设；五是，启动编制国家重大基础设施发展规划，扎实开展基础设施高质量发展试点，有力有序推进“十四五”规划102项重大工程实施，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目。

## 2. 经济回升高度还是未知数

一是疫情是否会反复。海外病毒变异还在持续，传入国内的可能性依旧很高。由于疫情的发展难以预测，具备高度的不确定性，经济主体在此背景下都会按照相对谨慎的方向进行决策。在此背景下，经济总体的储蓄倾向较高，在外观上的体现可能是即使从财政处获得退税资金，企业更愿意把它存起来，而不是进行投资。

二是房地产修复后大概率还是低速增长，因房地产长期拐点因房贷收入比偏高和人均住房率较高而出现。一方面，房贷收入比限制了居民加杠杆的能力。据我们测算，2021年，我国居民房贷收入比升至77.2%，而房地产创造的信用较去年同期仅仅增长3.7%，而2016年同比增速高达30%。

图 13：中国居民部门房贷收入比偏高

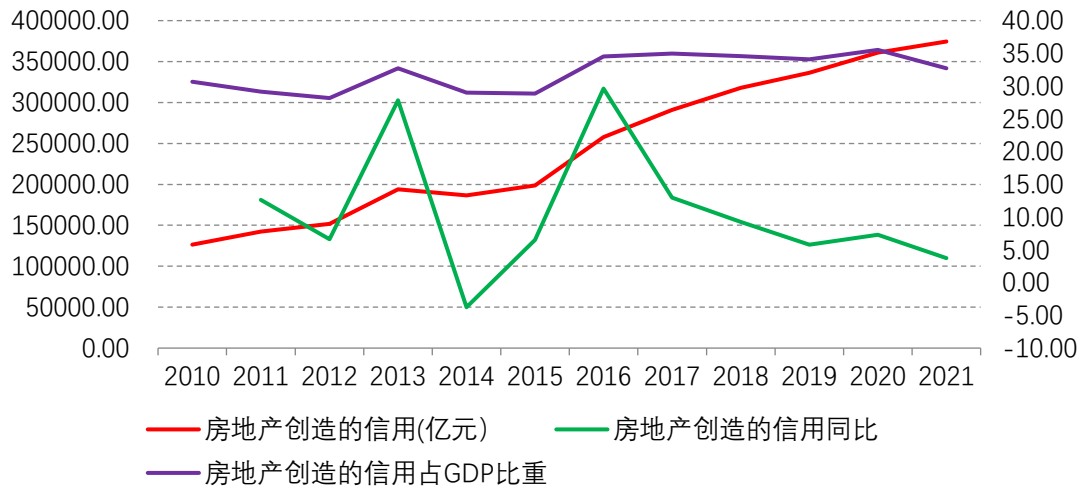


数据来源：Wind 宝城期货金融研究所



另一方面，房地产是近年来信用扩张的主要途径，如果房地产投资低迷，那么国内宽信用就很难展开，除非找到新的经济增长点，依靠基建投资和制造业投资很难实现宽信用。据我们测算，2021年，房地产信用创造达到37.4亿元，但是同比增速回落至3.7%，而2016-2017年这两年同比增速分别达到29.6%和13%。

图 14：房地产信用创造增速持续放缓



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

三是原材料价格高企对企业利润的挤压，这是2020年爆发疫情时没有的情况。数据显示，4月规模以上工业企业利润分配结构继续恶化。一方面，中下游行业的需求直接受到疫情冲击、外需回落的影响，利润增速低位进一步下滑。另一方面，上游采矿板块对需求疲弱的反应相对滞后，利润增速的高位或受产品价格居高不下、保供稳价措施促进产能释放的价量支撑。疫情对不同行业的冲击呈“非对称”特征：相比2022年一季度，1-4月上游采矿板块占工业企业利润的比重再度提升，处2013年以来的高位；下游制造业占比下滑至25.4%，是2012年以来的最低点。

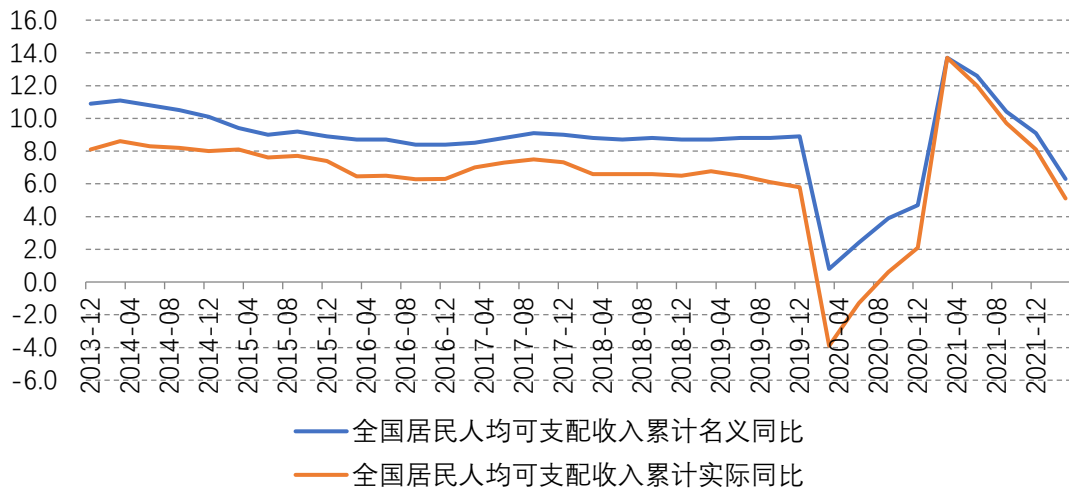
四是外需可能比2020年更加疲软，因海外完成了补库，即将进入去库存阶段，还有就是疫情后产业重构引发产业外迁。数据显示，美、日、欧这些与中国有频密出口交易的国家的景气度虽稍有下降，但中国出口的实际水平已经降到历史的偏低位置之上，其原因也许和外围国家的产业链修复及中国产业链外迁有关。

五是居民可支配收入增长放缓，预防性储蓄上涨导致消费对GDP的贡献恢复较慢。央行城镇储户问卷调查显示，2022年一季度“更多储蓄占比”54.7%，是2002年三季度公布数据以来的最高值。国家统计局发布的数据显示，2022年一季度，居民可支配收入累计名义同步和累计实际同比分别下滑至6.3%和5.1%。此外，就业压力很大，这会影响到下半年居民可支配收入增速的恢复。5月份，全国城镇调查失业率为5.9%，比上月下降0.2个百分点，但是16-24岁人



口调查失业率分别升至 18.4%，这部分人口失业率代表经济回升力度温和，没有提供足够的增量岗位。

图 15：居民人均可支配收入增速大幅回落



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

## 五、大类资产配置策略：股债熊市未尽，商品迎来β下行风险

首先，我们认为欧美股市下行尚未结束，因高通胀和货币收紧并存，通胀对于企业利润的挤压和货币政策收紧对估值的调整都不利于股市的企稳。从 70 年代滞胀经验来看，就算美国经济减速或衰退，如果通胀下不来，美联储就不会放弃紧缩。

其次，A 股可能在震荡筑底，但是期望持续快速反转也是不切实际的，机会还是结构性的。因经济尽管逐渐触底，但是原材料价格高企对企业利润的挤压很难解决，因属于供给侧的问题。且需求还面临房地产长期拐点已经出现的问题，居民加杠杆受到房贷收入比、疫情前景不明和居民可支配收入增长放缓的制约。

再次，大宗商品将迎来β下行风险，供给恢复较快的商品会出现较大幅度的下跌，但能源类商品下行相对较慢。由于当前全球产业重构、逆全球化和疫情等因素制约供给的恢复，除非全球大多数国家经济都出现了衰退，否则类似于 2008 年、2011 年-2015 年那样商品断崖式下跌的可能性极小。

最后，对于债券和黄金而言，我们认为随着各国央行遏制通胀的力度加强，中国以外的债券熊市尚未结束。而黄金价格可能会高位震荡：一方面实际利率上升有压制作用，另一方面各国不论是私人部门还是公共部门都对储备资产多元化配置，减持美元增持黄金等。

## ■ 分析师简介及免责声明



BAOCHENG FUTURES <<<  
金融研究所·负责人

负责宏观策略和有色金属研究，曾多次获得上海期货交易优秀宏观分析师，优秀有色金属分析师，期货日报暨证券时报最佳宏观策略分析，最佳金融期货分析师和最佳工业品分析

### 获取每日期货策略推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌

#### 免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。