

以史为鉴：从美国 50 年周期看大类资产走向 ——大类资产配置专题

核心观点：

- 2020 年以来经济周期和货币周期由于比较极致，体现的周期特点非常典型，大类资产表现体现出明显的特点。通过梳理美国从 1970 年开始大概 50 年周期，对比当前，历史参考进行逻辑推演胜率也会非常高。
- **以史为鉴：相似的历史周期。**当前经济的特点，通胀上行，但原油表现和铜从同步到背离，经济下行，滞胀风险逐步体现。**相似历史周期：与 1973-74 年，1979 年，1989-90 年三轮石油危机以及 1999 年，2006-2007 年，两次经济危机前很像。**由于本轮周期在 2020 年有极致的宽松周期和 2021 年经济的强劲复苏，供给冲击叠加需求高位导致 2022 年通胀的压力非常高，而金融条件的转变非常陡峭，**指标表现与 1973 年-1974 年具备更大的相似性，冲击的强度大，各项指标剧烈波动。**
- **从季度数据来看各项指标关系：**
滞胀到衰退对应的加息周期末期：利率高位，对经济和资产价格抑制明显，往往市场表现不好，股债商品系数下跌，股票市场底同步或略滞后政策利率拐点，领先经济底。
衰退-复苏期对应降息周期：当滞的风险加大，大宗商品及总需求下行，通胀压力缓和，央行转向降息促进经济复苏。降息后，经济底的时间与降息幅度(利率水平)密切相关，连续快速降息使经济 1-2 季度触底的概率极高，股票市场表现会同步或略领先经济底。
- **石油危机对经济的影响：**
幅度：第一次上涨幅度最大，第二次持续时间最长，且石油价格上涨后维持高位，对经济的打击都非常大，恢复也较慢。对美国、英国的冲击 GDP 下滑超过 7%。
时间：原油价格开始大幅上涨会直接对经济造成损害，一般下个季度就会体现。原油价格上涨至高点位置，并维持高位，到经济触底的时间大概 3-4 个季度。若原油价格上涨后快速下跌恢复冲击前的水平，则对经济冲击时间更短，大概 1-2 个季度。
- **本次能源冲击对经济的影响几何？**
PPI 涨幅对比以往石油危机：从 PPI 涨幅对比来看，欧元区 and 德国此次的冲击或将超过以往三次石油危机时期。欧、英、日受到大的冲击，美国的影响较小：
对生产的端的冲击：受冲击程度依次是欧元区、英国、美国、日本、韩国。**对各国消费的冲击：**从国际、国内购买力来看，英国和欧元区受到的影响最大，日本由于汇率贬值，国际购买力大幅下降对国内的通胀的传导也在加速，消费冲击在不断加大。**美国的消费受到的影响很有可能会不大，美国通过进口商品一定程度可以抵消国内物价上涨带来的消费的冲击。**
持续的时间和幅度的判断：能源价格当前难言是高点（不止看原油）且后续维持高位的概率大，因此对经济的冲击时间和幅度，或类比上世纪 70 年代的两次石油危机，甚至更严重。未来一年左右时间大概率经济都处于不断下行的状态，幅度参照 7%-8% 的跌幅，不排除部分欧洲国家会进入负增长区间。

分析师

刘丹

☎：010-8092 7620

✉：liudan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130513050003

研究支持：周欣洋

相关研究

2022/7/18 海外通胀持续冲击，国内经济稳步修复——7 月月中报告

2022/7/15 6 月经济数据速览：经济稳步修复，房地产仍疲弱

2022/6/27 2022 中期投资策略：去美元化进程加速背景下大类资产研判

2022/6/16 几张图看美联储预期变化

2022/6/16 海外通胀冲击 国内数据转暖

2022/6/5 政策持续发力 信用扩张可期

2022/5/20 5Y LPR 调降，央行力促信用扩张

2022/5/5 人民币贬值压力可控，关注地产债结构性机会

2022/4/29 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

2022/4/29 4 月中共中央政治局会议解读：疫情防控下扎实稳增长

2022/4/17 俄乌局势再翻转，两大主线驱动市场

2022/4/5 俄乌冲突取得进展，市场逻辑切换

2022/4/1 汇率将维持稳定，利率亦无风险

2022/3/27 俄乌局势僵持，美债利率大幅上行，市场情绪偏弱

2022/3/20 外围风险趋缓，政策表态提振市场情绪

- **大类资产表现推演：**目前，通胀压力仍未缓解，加息周期未结束，经济确定下行，总体处于股债商品系数下跌阶段，现金是最优先。目前滞的风险逐步体现，美长债利率上行的风险逐步降低，收益率曲线倒挂，警惕债务风险。
美债收益率曲线倒挂，预示危机：下半年各国央行仍有大幅加息空间。加息预期变动情况：3M 上行，6M 放缓。反应市场预期正在加速从滞胀阶段过渡到衰退的预期。美债收益率曲线倒挂对经济危机的预示作用极强，由于欧、美、日高通胀下的金融紧缩边际影响强于以往，石油危机对经济的冲击以及金融周期对欧、日以及新兴经济体的债务风险冲击会比较剧烈。
欧美信用货币体系的挑战增加，推升利率水平，加大债务风险：俄乌冲突后对俄制裁的反噬，导致美元货币体系、贸易结算体系的挑战增加。加大各国央行外储安全性挑战。另外卢布结算令，相对于建立了独立的货币体系和贸易结算体系。全球来看，各国外汇储备变动，美元和欧元的去化力度前所未有的，美债也遭到大幅抛售。加大了美元和欧元汇率以及利率的波动，由于美元汇率的相对强势，压力则体现在美债和欧债上行幅度加大以及欧元的贬值压力加大。
G3 央行资产负债表快速收缩，警惕债务风险
当前不仅是加息，全球流动性也在收紧，G3-美欧日央行加总资产负债表 2022 年 3 月以来快速收缩。
日元贬值对于美元流动性的影响，通过金融市场的体现：日本投资者投资美债汇率对冲成本增加，美债投资收益率下降，因此日本投资者大幅抛售美债，变相推升美债利率，同时回收美元流动性。
日本的债务风险急剧增加：日本政府杠杆较 2018 年进一步大幅抬升，而日本央行 YCC 越发难以维持。但为了压低国债利率，卖出发款，日本央行资产负债表收缩，推升了实体经济融资成本，进一步打压经济，加大汇率贬值压力。
欧盟外围国家债务风险来自利率抬升和经济衰退风险：主要的利率抬升压力在于更高的通胀压力下和汇率贬值压力下欧央行加息周期开启，而利率的抬升加上能源供给冲击对经济的冲击非常大，导致经济衰退风险进一步上升。债券市场体现出最高信用等级的德债本身的抬升压力巨大，其他国家相对溢价也大幅抬升，德意利差大幅飙升，债务危机概率增加，需要央行危机工具的支持。

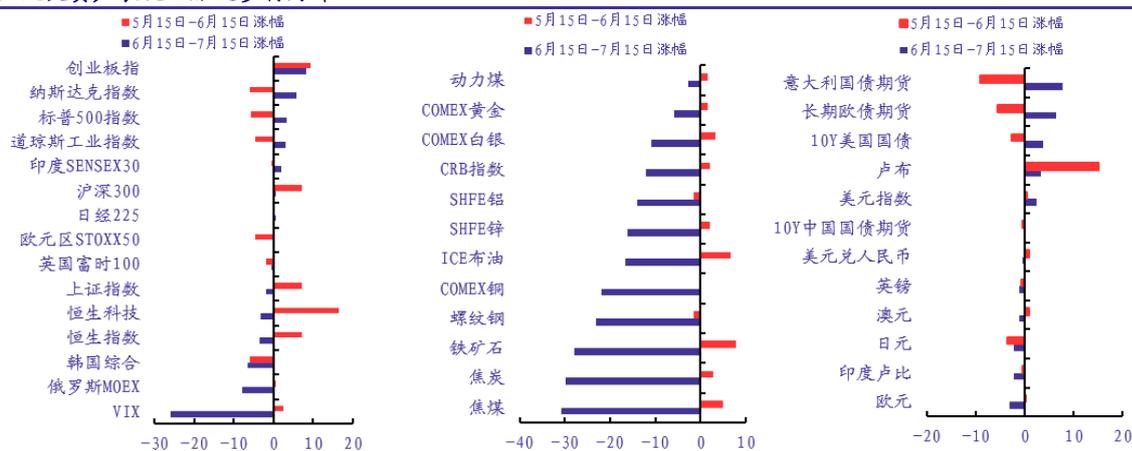
目 录

一、2020 年以后极致的周期和当前的定位.....	4
二、以史为鉴：相似的历史周期	4
三、从季度数据来看各项指标关系.....	5
四、石油危机下滞的风险到底要多大？	7
（一）三轮石油危机对经济的影响	7
（二）本次能源冲击对经济的影响几何？	8
五、大类资产表现推演及倒挂的收益率曲线.....	10
（一）加息及加息预期变化.....	10
（二）欧美信用货币体系的挑战增加，推升利率水平	10
（三）G3 央行资产负债表快速收缩，警惕债务风险	11
（四）美债收益率曲线倒挂和经济危机.....	12
图 表 目 录	14

一、2020年以后极致的周期和当前的定位

2022年，随着俄乌冲突后对俄能源禁运等导致欧美等发达经济体能源供给冲击加大，叠加2020年以后全球超宽松货币和总需求迅速回升，通胀飙升，全球滞胀风险已经开始体现。我们通过梳理美国从1970年开始大概50年周期，对比当前，2020年以来经济周期和货币周期由于比较极致，体现的周期特点也非常典型，从大类资产表现体现出明显的特点。目前已经由过热转为滞胀，后续发达经济体滞胀转为衰退的概率较大，历史参考进行逻辑推演胜率也会非常高。

图1：大类资产表现从胀逐步转为滞



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

大类资产表现（2022/06/15-2022/07/15）：

权益市场：表现不一，创业板指领涨。欧美股市经历前期大幅下跌，有所企稳，美股收涨。

大宗商品：大宗商品悉数下跌，焦煤、焦炭领跌，原油也有较大跌幅。大宗商品普遍收跌显示当前需求萎缩市场交易衰退。

利率、汇率：美债、欧债收益率下行，美债期限利差倒挂，欧元兑美元汇率跌至平价。美6月通胀超预期，2Y美债和10Y美债最近表现分化，期限利差倒挂；欧债收益率有所下行，但德意利差最近在下行后重新上行，市场对欧债务风险仍存担忧。汇率方面，美元继续上涨，非美货币普遍下跌，欧元领跌，月内一度跌至平价，能源危机使经济衰退风险加大；卢布逆势升值上涨3.42%，人民币与国债保持平稳。

二、以史为鉴：相似的历史周期

美林时钟指向的大类资产配置：债券市场，滞胀期的后期对应加息周期末期，债券开始逐步具备配置价值，到衰退期，降息周期开启，债市表现好；经济复苏，配置股票，逐渐减配债券；过热期配置商品，股市见顶，加息周期开启；加息周期对经济逐步抑制，滞胀期商品逐步失去价值，股债商品系数下跌，现金类是最优（当前阶段）。

我们通过衡量美国GDP、CPI相对长期水平的波动来衡量经济和物价水平的波动，来反应经济周期的波动，并不是严格意义上的界定（比如衰退的界定）。我们对于滞胀的定义是CPI超2%，GDP<3%。从数据来看，当前处于滞胀期。

当前经济的特点，通胀上行，但原油表现和铜从同步到背离，经济下行，滞胀风险逐步体现。相似历史周期：与1973-74年，1979年，1989-90年三轮石油危机以及1999年，2006-2007年，两次经济危机前很像。

由于本轮周期在 2020 年有极致的宽松周期和 2021 年经济的强劲复苏, 供给冲击叠加需求高位导致 2022 年通胀的压力非常高, 而金融条件的转变非常陡峭, 指标表现与 1973 年-1974 年具备更大的相似性, 冲击的强度大, 各项指标剧烈波动。

表 1: 相似的周期: 经济周期、金融周期以及资产表现对比

美国 50 年相似周期	截止 2022/06	汇率&商品变动				股债表现		金融条件		经济	通胀	滞胀
		美元指数	CRB 指数	铜	原油	标普 500 收益率-10%	10Y 美债收益率变化	2Y 美债收益率变化	政策利率变化	GDP 增速-3%	CPI 同比-2%	滞胀 (1是, 0否)
极致的周期	2023											1
	2022年6月	9.1	25.3	15.5	60.3	-30.0	1.5	2.2	1.5	0.5	5.0	0
	2021	6.7	38.5	22.9	49.5	18.7	0.6	0.5	0.0	2.8	2.7	0
	2020	-6.7	-9.7	27.9	-23.1	8.4	-1.0	-1.4	-1.5	-6.4	-0.8	0
货币紧缩	2019	0.5	9.4	0.0	17.4	21.5	-0.3	-0.9	-0.6	-0.8	-0.2	0
	2018	4.2	-12.4	11.1	11.8	-14.4	0.3	0.5	1.0	0.0	0.4	1
经济危机	2017	-9.9	0.7	20.7	16.3	11.8	0.0	0.7	0.8	-0.7	0.1	1
	2009	-4.0	23.5	127.3	81.1	16.4	1.6	0.4	-0.4	3.8	-2.4	0
	2008	5.8	-36.0	53.4	53.8	-47.0	-1.3	-2.3	-3.7	-3.1	1.8	1
	2007	8.4	16.7	1.3	46.8	-4.4	-0.7	-1.8	-0.9	-1.1	0.9	1
	2006	8.1	-7.4	45.8	8.1	5.8	0.3	0.4	1.1	-0.1	1.2	1
经济危机	2005	12.6	16.9	45.5	44.5	-5.1	0.2	1.3	2.0	0.5	1.4	0
	2001	6.9	-24.5	20.5	26.5	-21.9	-0.1	-2.1	-4.6	-2.0	0.8	1
	2000	7.4	24.3	4.9	0.4	-19.3	-1.3	-1.1	1.1	1.1	1.4	0
三轮石油危机	1999	8.1	25.7	19.8	141.1	11.0	1.8	1.7	0.6	1.8	0.2	0
	1991	0.5		10.6	32.1	20.4	-1.4	-2.5	-2.9	-3.1	2.2	1
	1990	-10.8		2.8	35.0	-13.2	0.1	-0.6	-1.1	-1.1	3.4	1
	1989	0.7		30.9	32.1	21.7	-1.2	-1.3	-0.3	0.7	2.8	0
	1988	8.3		22.0	-11.9	6.6	0.3	1.4	2.0	1.2	2.1	0
	1987	-17.6		114.8	6.1	-4.7	1.6	1.4	-0.1	0.5	1.7	0
	1982	12.1		11.0	-11.1	11.5	-3.5	-4.1	-3.4	-4.8	4.1	1
	1981	15.8		11.9	10.9	-14.9	1.6	0.5	-6.5	-0.5	8.3	1
	1980	5.3		15.1	0.0	22.5	2.1	1.8	5.1	-3.3	11.5	1
	1979	-0.8		44.4	174.1	8.6	1.2	1.3	3.8	0.2	9.3	0
	1978	-10.3		21.6	14.4	-3.4	1.4	2.7	3.5	2.5	5.6	0
	1976	1.0		11.8	13.8	13.9	-0.9		-0.5	2.4	3.7	0
	1975	6.4		10.7	1.6	27.2	0.4		-3.3	-3.2	7.1	1
	1974	-5.0		42.6	151.2	-36.5	0.5		-1.4	-3.0	9.1	1
1973	-5.9		119.1	119.3	-24.7	0.5		4.5	6.8	4.2	0	
1972	-1.0	0.0	-1.3	7.5	9.0	0.5		1.2	2.3	1.3	0	

资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

三、从季度数据来看各项指标关系

滞胀对应加息周期: 滞胀的环境下, 货币政策前期加息抑制通胀, 一般通胀见顶, 加息周期结束。由于经济下行压力加大, 政策利率转向甚至会提前通胀见顶 1-2 个季度 (比如 1974 年)。

滞胀到衰退对应的加息周期末期: 加息周期末期意味着利率高位, 对经济和资产价格抑制明显, 往往市场表现不好, 股债商品系数下跌, 股票市场底同步或略滞后政策利率拐点, 领先经济底。

衰退-复苏期对应降息周期: 当滞的风险加大, 大宗商品及总需求下行, 通胀压力缓和, 央行转向降息促进经济复苏。降息后, 经济底的时间与降息幅度(利率水平)密切相关, 连续快速降息使经济 1-2 季度触底的概率极高, 股票市场表现会同步或略领先经济底。

表 2: 从季度数据看周期及资产表现对比

截止2022/06	汇率&商品变动				股债表现		金融条件		经济	通胀	滞胀
	美元指数	CRB指数	铜	原油	标普500收益率-10%	10Y美债收益率变化	2Y美债收益率变化	政策利率变化	GDP增速-3%	CPI同比-2%	滞胀 (1是, 0否)
2022/06	6.9	-1.1	-11.8	3.9	-26.1	0.8	0.9	1.25			
2022/03	2.7	26.2	7.1	54.2	-14.6	0.9	1.5	0.25	0.5	6.0	0.0
2021/12	1.8	1.5	2.4	0.1	1.0	0.1	0.4	0.0	2.5	4.7	0.0
2021/09	1.8	8.0	-3.2	1.4	-9.4	-0.1	0.0	0.0	1.9	3.4	0.0
2021/06	-0.7	16.0	7.2	12.5	-1.5	-0.2	0.1	0.0	9.2	2.9	0.0
2021/03	3.3	11.3	15.6	31.0	-3.8	0.7	0.0	0.0	-2.5	-0.1	0.0
2020/12	-4.1	13.0	15.9	20.0	2.1	0.3	0.0	0.0	-5.3	-0.7	0.0
2020/09	-3.8	5.9	16.5	2.9	-1.1	0.0	0.0	0.0	-5.9	-0.8	0.0
2020/06	-1.8	14.2	11.0	22.5	10.5	-0.1	-0.1	-0.5	-12.1	-1.7	0.0
2020/03	2.5	-36.2	-14.7	-49.2	-29.6	-1.1	-1.3	-1.0	-2.3	0.1	1.0
1991/12	-7.1		-4.4	-11.5	-1.6	-0.7	-1.3	-1.0	-1.5	1.0	1.0
1991/09	-6.3		4.7	11.8	-4.7	-0.8	-0.9	-0.4	-3.1	1.9	1.0
1991/06	5.1		-7.9	-0.8	-10.2	0.2	-0.1	-0.3	-3.5	2.9	1.0
1991/03	9.2		-3.0	-30.8	4.5	-0.1	-0.2	-1.1	-4.0	3.3	1.0
1990/12	-3.3		-15.0	-20.1	-1.1	-0.8	-0.8	-0.8	-2.3	4.2	1.0
1990/09	-6.3		17.3	114.1	-23.8	0.4	-0.2	-0.3	-1.3	3.5	1.0
1990/06	-2.8		-1.6	-16.2	-3.7	-0.1	-0.3	0.0	-0.5	2.6	1.0
1990/03	0.6		8.6	-5.8	-13.0	0.7	0.8	-0.2	-0.2	3.2	1.0
1989/12	-5.4		-16.1	9.5	-7.9	-0.4	-0.6	-0.7	-0.3	2.6	1.0
1989/09	-3.5		13.3	0.2	0.7	0.0	-0.1	-0.5	0.9	2.7	0.0
1989/06	3.9		-22.0	-2.2	-1.2	-1.1	-1.4	-0.1	0.7	3.2	0.0
1989/03	6.1		-6.7	23.1	-2.9	0.3	0.7	1.2	1.3	2.8	0.0
1988/12	-5.3		43.7	11.8	-6.9	0.2	0.7	0.4	0.8	2.3	0.0
1988/09	2.4		-4.1	-14.5	-9.7	0.0	0.4	0.8	1.2	2.1	0.0
1988/06	8.6		7.7	3.7	-3.3	0.5	0.7	0.8	1.5	1.9	0.0
1982/12	-4.0		3.3	-6.0	8.2	-1.6	-2.2	-1.5	-4.4	2.5	1.0
1982/09	2.5		9.7	2.1	1.5	-2.5	-3.2	-3.8	-5.5	3.8	1.0
1982/06	4.0		-13.9	8.6	-10.6	0.8	0.7	-0.5	-4.0	4.8	1.0
1982/03	9.0		-8.8	-14.8	-17.3	-0.1	0.4	2.3	-5.2	5.6	1.0
1981/12	-2.8		-3.2	4.2	-3.1	-1.3	-2.4	-3.5	-1.7	7.5	1.0
1981/09	-0.1		0.6	3.9	-20.2	1.6	1.6	-3.2	1.3	8.9	0.0
1981/06	12.2		-6.5	-13.0	-12.3	0.4	1.1	4.4	0.0	7.8	1.0
1981/03	6.5		-3.2	-5.4	-8.6	0.9	0.2	-4.2	-1.3	9.2	1.0
1980/12	5.1		-8.8	21.1	-0.5	0.6	1.2	8.0	-3.0	10.6	1.0
1980/09	0.6		2.7	-11.3	1.2	2.0	3.3	1.4	-4.5	10.9	1.0
1980/06	-9.1		-13.0	0.0	3.5	-3.1	-6.4	-7.7	-3.3	12.5	1.0
1980/03	9.8		4.2	-6.9	-14.1	2.5	3.7	3.4	-1.6	12.3	1.0
1979/12	0.4		5.6	12.0	-9.9	1.1	1.3	2.4	-1.7	10.7	1.0
1979/09	-2.8		11.6	2.4	-2.4	0.5	1.0	1.1	-0.5	9.8	1.0
1979/06	-0.8		-8.4	57.4	-7.3	-0.3	-0.7	0.2	-0.3	8.8	1.0
1979/03	2.3		33.7	51.9	-2.9	0.0	-0.2	0.1	3.5	7.8	0.0
1975/12	-0.7		-4.9	0.3	-1.4	-0.6		-1.0	-0.4	5.2	1.0
1975/09	7.9		1.4	0.1	-21.0	0.4		0.7	-2.2	6.7	1.0
1975/06	1.3		-11.2	0.0	5.4	-0.1		0.0	-4.8	7.7	1.0
1975/03	-2.9		4.3	1.2	13.0	0.6		-3.0	-5.3	9.1	1.0
1974/12	-5.1		-11.7	3.0	-0.6	-0.6		-2.8	-4.9	10.2	1.0
1974/09	2.0		-46.1	-5.7	-35.2	0.3		-0.6	-3.5	9.4	1.0
1974/06	0.9		-11.1	-18.5	-17.6	0.2		2.6	-3.2	8.6	1.0
1974/03	-2.4		22.2	217.1	-12.8	0.5		-0.6	-2.4	7.9	1.0
1973/12	9.4		15.9	51.9	-19.2	-0.1		-0.8	1.0	6.3	0.0
1973/09	0.9		10.7	14.9	-5.2	0.0		2.3	1.8	4.8	0.0
1973/06	-7.2		15.8	13.0	-15.8	0.2		1.4	3.3	3.5	0.0
1973/03	-8.1		47.4	11.2	-14.9	0.3		1.8	4.6	2.0	0.0

资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

四、石油危机下滞的风险到底要多大？

历史上共有 3 轮石油危机：分别为 1973 年 10 月至 1974 年 3 月、1978 年 12 月至 1979 年 11 月、1990 年 8 月至 1990 年 10 月。

（一）三轮石油危机对经济的影响

原油价格冲击对经济的影响——幅度：

第一次上涨幅度最大，第二次持续时间最长，且石油价格上涨后维持高位，因此对经济的打击都非常大，同时恢复也较慢。对美国、英国的冲击 GDP 下滑超过 7%。

1990 年底的石油冲击持续时间短，且原油价格迅速回归到冲击前的位置，因此冲击相对较弱，德国基本没受冲击。

原油价格冲击对经济的影响——时间：

原油价格开始大幅上涨会直接对经济造成损害，一般下个季度就会体现。

原油价格上涨至高点位置，并维持高位，到经济触底的时间大概 3-4 个季度。

若原油价格上涨后快速下跌恢复冲击前的水平，则对经济冲击时间更短，大概 1-2 个季度。

表 3：第一轮石油危机对经济的影响相对最为剧烈

第一轮石油危机	原油价格	美国实际GDP增速	美国个人消费支出实际同比增速	英国实际GDP增速	德国实际GDP增速
1976-03	11.51	6.15	6.28	0.77	5.34
1975-12	10.46	2.56	5.07	0.81	2.27
1975-09	10.43	0.80	2.43	3.37	-1.54
1975-06	10.42	-1.83	1.43	2.42	-1.55
1975-03	10.42	-2.30	0.15	0.63	-2.75
1974-12	10.30	-1.95	-1.57	2.19	-0.44
1974-09	10.00	-0.63	-0.41	1.17	1.33
1974-06	10.60	-0.21	-0.49	2.71	0.93
1974-03	13.00	0.64	-0.89	3.95	1.83
1973-12	4.10	4.02	1.83	3.66	2.63
1973-09	2.70	4.77	4.53	5.73	3.82
1973-06	2.35	6.32	5.77	7.03	5.79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 4：第二轮石油危机持续时间最长

第二轮石油危机	原油价格	美国实际GDP增速	美国个人消费支出实际同比增速	英国实际GDP增速	德国实际GDP增速
1981-12	35.23	1.30	0.12	1.39	1.36
1981-09	33.83	4.33	2.17	0.16	1.02
1981-06	34.45	2.97	2.81	-1.03	0.44
1981-03	38.42	1.60	0.49	-3.22	-0.71
1980-12	39.13	-0.04	0.01	-4.09	-0.34
1980-09	33.72	-1.62	-1.08	-2.02	0.90
1980-06	36.88	-0.78	-1.20	-4.11	0.36
1980-03	37.75	1.42	1.01	2.14	4.86
1979-12	39.25	1.28	1.68	2.76	3.65
1979-09	34.33	2.39	2.25	2.62	4.21
1979-06	30.20	2.66	1.69	6.41	4.90
1979-03	20.07	6.51	3.93	3.12	3.89
1978-12	13.52	6.66	3.98	4.40	2.94
1978-09	12.79	5.25	4.09	5.23	3.17

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 5：第三轮石油危机时间较短、油价回归迅速，冲击相对小

表 6：三轮石油危机，对经济的冲击程度

第三轮 石油危机	原油价格	美国实际 GDP增速	美国个人 消费支出 实际同比 增速	英国实际 GDP增速	德国实际 GDP增速	指标 变动幅度	原油价格	美国 GDP %	美国个人 消费支出 同比%	英国 GDP %	德国 GDP %						
1992-12	18.96	4.38	4.90	1.13	1.40	第一轮	381.5%	-7.1	-6.1	-9.7	-6.6						
1992-09	19.98	3.67	3.61	0.61	2.00												
1992-06	19.65	3.17	3.02	-0.24	1.40												
1992-03	17.48	2.86	3.18	-0.25	2.90												
1991-12	20.00	1.17	0.90	-0.55	3.06							第二轮	190.4%	-8.3	-5.2	-8.5	-3.7
1991-09	19.49	-0.10	0.18	-1.06	4.45												
1991-06	18.41	-0.54	0.08	-1.87	6.75												
1991-03	19.59	-0.95	-0.44	-1.24	5.93							第三轮	89.5%	-1.4	-1.2	-2.5	0.6
1990-12	30.57	0.60	0.78	-0.29	5.89												
1990-09	25.42	1.73	1.99	0.14	5.80												
1990-06	16.13	2.41	2.57	1.28	3.82												

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

(二) 本次能源冲击对经济的影响几何?

需求拉动的原油价格上涨和经济增长是顺周期的关系。供给冲击导致的原油价格过度上涨抑制经济需求。此次的能源供给冲击发生在 2020 年年底和 2021 年年底。2020 年年底主要是疫情和需求因素主导。地缘政治导致的能源供给冲击主要发生在 2021 年年底, 尤其是俄乌战争真正开始以后, 西方的能源制裁, 原油从 70 美元的位置涨到 110 美元。虽然从原油价格涨幅来看, 相较于 60-70 美元的常态化价格, 目前上涨至 110 美元水平, 上涨幅度不高, 但实际的能源短缺问题非常严重。

PPI 涨幅对比以往石油危机: 不单受石油价格影响, 额外是天然气断气、化肥、粮食等广泛的影响, 当前的欧、美 PPI 的涨幅超过 1990 年石油危机, 欧元区 and 德国的 PPI 涨幅远超过 1980 年, 并超过 1974 年的日本, 达到 37%。从 PPI 涨幅对比来看, 或许欧元区和德国此次的冲击将超过三次石油危机时期。

图 2: 本次 PPI 上涨幅度历史对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧、英、日受到大的冲击，美国的影响较小：

各国 PPI 指标一定程度体现对生产的端的冲击：美国是主要的能源出口国，美国或有更强的韧性以抵御俄乌冲突导致的能源供应问题。但大量出口导致供给短缺也将受到影响。各国的 PPI 一定程度体现能源供给冲击导致的整体工业品上涨幅度，体现对中下游产业的冲击。受冲击程度依次是欧元区、英国、美国、日本、韩国。

对各国消费冲击，体现在物价和汇率的变动导致的国际购买力和国内购买力的变化：国际购买力主要体现在汇率，同时和商品供给国的 PPI 相关，我们通过考量购买中国商品的购买力的变化来初步判断各国国际购买力的相对变化，用相对人民币汇率的变化-中国 PPI 来衡量国际购买力。国内购买力变化主要看各国 CPI。

从国际购买力来看，日本、英国、韩国、欧元区国际购买力下滑严重，美国由于汇率升值没有收到很大影响，反而因为中国 PPI 的不断下降，国际购买力保持强强劲。

从国内购买力来看，英国、美国、欧元区受影响最大。日本国内通胀虽然仍然不高，但在加速上涨。中国的国际国内购买力均处于较好水平。

综合来看消费冲击：从国际、国内购买力来看，英国和欧元区受到的影响最大，日本由于汇率贬值，国际购买力大幅下降对国内的通胀的传导也在加速，消费冲击在不断加大。美国的消费受到的影响很有可能会不大，美国通过进口商品一定程度可以抵消国内物价上涨带来的消费的冲击。

图 3：国际购买力变化（购买中国商品 汇率变化-PPI %）

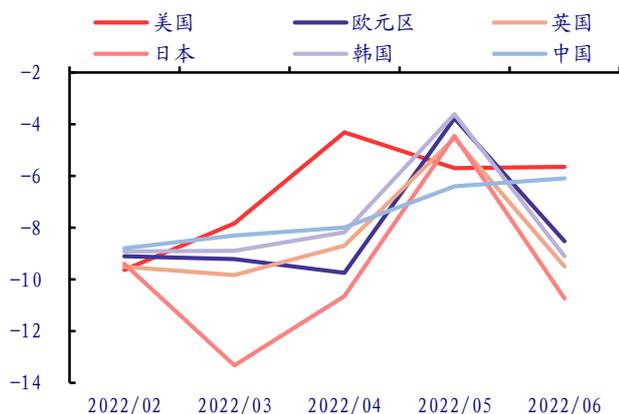
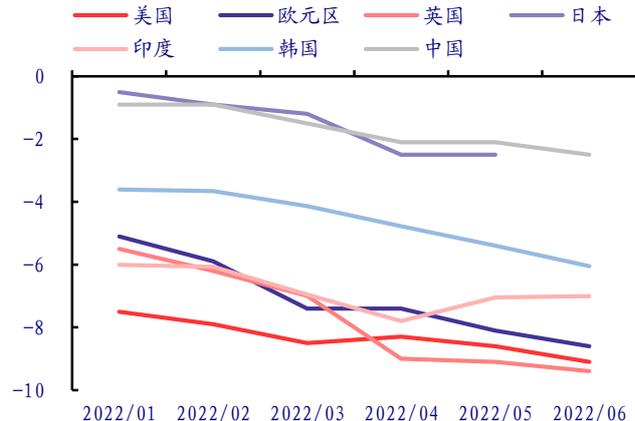


图 4：国内购买力（-CPI%）



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

持续的时间和幅度的判断：能源价格当前难言是高点且后续维持高位的概率大，因此对经济的冲击时间和幅度，或类比上世纪 70 年代的两次石油危机，甚至更严重。未来一年左右时间大概率经济都处于不断下行的状态，幅度参照 7%-8% 的跌幅，不排除部分欧洲国家会进入负增长区间。

表 7：本次能源价格上涨幅度和经济情况

	原油价格	美国实际 GDP 增速 %	美国个人消费支出实际同比增速 %	英国实际 GDP 增速 %	德国实际 GDP 增速 %	日本实际 GDP 增速 %	中国实际 GDP 增速 %
2022-06	110.10		2.05				2.50
2022-03	96.62	3.54	4.83	8.71	4.00	0.40	4.80
2021-12	78.28	5.53	6.89	6.64	1.80	0.40	8.10
2021-09	71.65	4.95	7.11	6.86	2.80	1.20	9.80
2021-06	67.05	12.23	16.24	24.49	0.80	7.30	12.70

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、大类资产表现推演及倒挂的收益率曲线

目前，通胀压力仍未缓解，加息周期未结束，经济确定下行，总体处于股债商品系数下跌阶段。目前滞的风险逐步体现，美长债利率上行的风险逐步降低，收益率曲线倒挂。

(一) 加息及加息预期变化

下半年各国央行仍有大幅加息空间。通胀影响下，全球央行延续货币收紧趋势，近一个月10国加息。美国6月通胀继续超预期升至9.1%，美联储短期大幅加息预期重新升温。6月通胀数据表明美国实际通胀并未明确见顶，通胀仍十分强劲，美联储激进加息预期重新升温，滞胀风险进一步体现。2Y美债和10Y美债最近表现分化，期限利差倒挂。

加息预期变动情况：3M上行，6M放缓。相较于6月20日，目前市场对各央行加息预期变动比较大，对于未来三个月加息预期进一步强化，而对于再之后的三个月加息预期大幅下降，反应市场预期正在加速从滞胀阶段过渡到衰退的预期。

表8：市场加息预期变化体现滞胀向衰退风险加速（2022/06/20-2022/07/18）

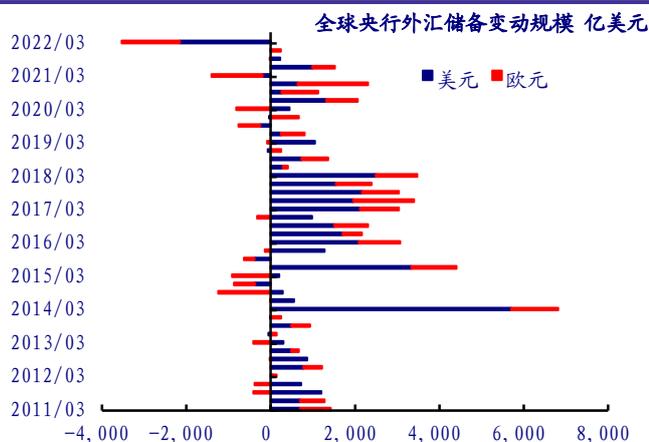
国家	各国政策利率 %	隐含政策利率		最近1个月各国政策利率变动	未来3-6M政策利率变动预期		2022/07/18较2022/06/20变化		会议
		3M	6M		1-3M变动预期	4-6M变动预期	1-3M变动预期	4-6M变动预期	
美洲									
美国	1.63	3.22	3.63	0	159.69	40.75	51.09	-59.1	7月27日
加拿大	2.50	3.39	3.64	100	88.79	25.51	-21.01	57.84	9月7日
墨西哥	7.75	8.96	9.74	75	120.82	78.01	-32.49	24.78	8月11日
智利	9.75	10.66	10.91	75	90.5	25.43	26.33	3.58	9月6日
Brazil	13.25	14.06	14.48	0	80.67	42.64	35.32	35.98	8月3日
欧非中东									
欧元区	-0.50	0.57	1.12	0	107.17	55.31	43.6	-38.9	7月21日
英国	1.25	2.40	3.03	0	114.53	63.11	28.79	26.06	8月4日
瑞士	-0.25	-0.33	0.19	0	-7.93	52.39	20.04	11.03	9月22日
挪威	1.25	1.77	2.34	50	52	56.83	23.5	20.77	8月18日
瑞典	0.75	1.93	2.33	50	117.95	40.09	36.15	57.89	9月20日
丹麦	-0.60	0.52	0.98	0	111.89	46.4	55.02	48.92	1月0日
捷克	7.00	7.11	7.69	125	11.12	57.87	-85.25	36.3	8月4日
波兰	6.50	7.30	7.39	50	80.05	9.4	-9.61	53.91	9月7日
亚太									
澳大利亚	1.35	2.84	3.46	50	149.34	62.02	-10.33	70.24	8月2日
新西兰	2.50	3.51	4.12	50	100.98	61.42	-44	22.82	8月17日
日本	-0.01	-0.01	0.03	3.3	-0.08	3.66	-1.9	0.45	7月21日
中国	2.10	2.44	2.68	0	34.47	23.1	0.45	8.92	1月0日
印度	4.90	5.73	6.36	0	83.46	63.03	5.35	-9.87	8月4日
韩国	2.25	2.78	2.94	50	53.34	15.49	14.39	88.16	8月25日

资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 欧美信用货币体系的挑战增加，推升利率水平

外汇储备-去美元化和去欧元化特征明显，推升欧美利率水平：俄乌冲突后对俄制裁的反噬，导致美元货币体系、贸易结算体系的挑战增加。对俄金融制裁加大各国央行外储安全性挑战。另外卢布结算令，相对于建立了独立的货币体系和贸易结算体系。全球来看，各国外汇储备变动，美元和欧元的去化力度前所未有的，美债也遭到大幅抛售。加大了美元和欧元汇率以及利率的波动，由于美元汇率的相对强势，压力则体现在美债和欧债上行幅度加大以及欧元的贬值压力加大。

图 5: 全球外储对美元和欧元的抛售力度前所未有



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 美债遭遇大幅抛售, 加大美债利率上行压力



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) G3 央行资产负债表快速收缩, 警惕债务风险

当前不仅是加息, 全球流动性也在收紧, G3-美欧日央行资产负债表 2022 年 3 月以来快速收缩。欧央行仍在扩表, 美联储和日本央行资产 5 月开始收缩, 收缩幅度大致相当, 0.3-0.5% 的幅度。日元贬值对于全球流动性的影响: 但考虑日元贬值因素, 若以美元计价, 日央行资产从 3 月份已经开始收缩, 6 月缩减规模 2566 亿美元, 远高于美联储计划的缩表规模。如果不考虑 6 月汇率变动 (128.8 贬值到 134.2), 则是缩减 292 亿美元。

日元贬值对于美元流动性的影响, 通过金融市场的体现, 日本投资者投资美债汇率对冲成本增加, 美债投资收益率下降, 因此日本投资者大幅抛售美债, 变相推升美债利率, 同时回收美元流动性。

日本的债务风险较 2018 年进一步抬升, 而日本央行 YCC 越发难以维持, 日本央行资产负债表收缩, 但为了压低国债利率, 卖出货款, 推升了实体经济融资成本, 进一步打压经济。

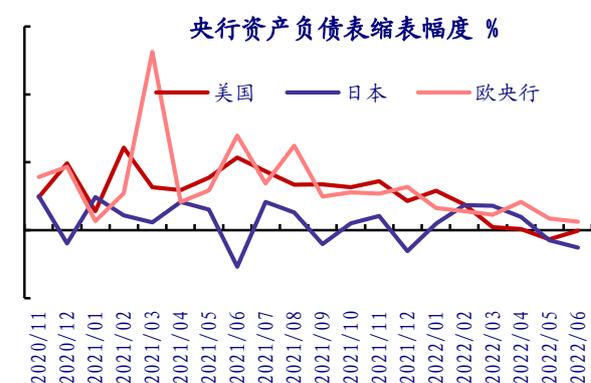
欧盟主要的利率抬升压力在于更高的通胀压力下欧央行加息周期开启, 而利率的抬升加上能源供给冲击对经济的冲击非常大, 导致经济衰退风险进一步上升。债券市场体现出最高信用等级德债本身的抬升压力巨大, 其他国家相对溢价也大幅抬升, 德意利差大幅飙升, 债务危机概率增加, 需要央行危机工具的支持。

图 7: 美、欧、日央行资产负债表收缩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 日元大幅贬值, 美元计资产负债表收缩幅度大于美联储



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 日元贬值对冲成本增加, 日本投资者抛售美债



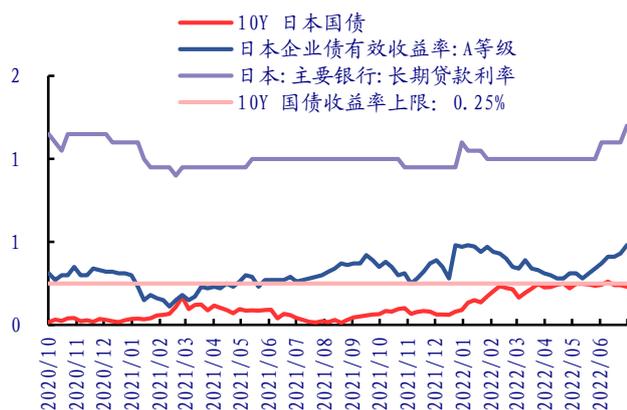
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 9: 日本和部分新兴经济体债务风险大

外债/GDP	2021//2020 期末值	相较于 2011 年	相较于 2018 年
日本	373.5%	187.8%	65.3%
马来西亚	254.5%	28.8%	11.1%
美国	97.4%	-0.5%	2.4%
印度	72.6%	-9.4%	-2.3%
阿根廷	69.7%	40.2%	16.8%
土耳其	60.1%	21.9%	5.3%
中国	60.0%	25.4%	4.1%
墨西哥	43.5%	18.8%	6.2%
印尼	39.4%	14.2%	3.4%
泰国	38.2%	6.8%	2.7%
韩国	33.6%	1.8%	8.0%
俄罗斯	31.5%	5.1%	4.0%
巴西	20.2%	6.9%	3.0%

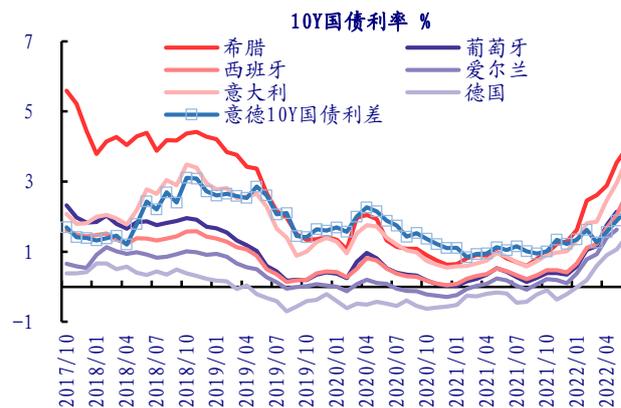
资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 日本 YCC 变得愈发难以维持, 企业融资成本上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 德债利率的大幅抬升加上整体信用风险溢价上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 美债收益率曲线倒挂和经济危机

美债收益率曲线倒挂对经济危机的预示作用极强, 由于欧、美、日高通胀下的金融紧缩边际影响强于以往, 石油危机对经济的冲击以及金融周期对欧、日以及新兴经济体的债务风险冲击会比较剧烈。

表 10: 美债期限利差与金融危机

	经济危机	10Y-2Y	曲线极度平坦甚至倒挂后	当年或下年经济下滑	当年或下一年的滞胀	经济当年或下年低于3%	股市收益低于10%
次数	9	%	12	6.0	5.0	5.0	3.0
2022	?	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2021		0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2020		0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2019		0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2018	流动性冲击	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2017		0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2016		1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2015		1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2014		1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2013		2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2012		1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2011	2009-2012 欧债危机	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2010		2.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2009		2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2008	2006-2009 次贷危机	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2007		1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
2006		-0.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0
2005		0.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0
2004		1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2003		2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2002	2000-2002 互联网泡沫危机	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2001		2.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
2000		0.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0
1999		0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1998	亚洲金融危机	0.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1997		0.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1996		0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1995	墨西哥金融危机	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1994		0.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1993		1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1992		2.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1991		2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1990	石油危机 日本房地产泡沫	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1989		0.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1988		0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1987		1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1986		0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1985		1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1984		1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1983		0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1982	79-81石油危机, 1981-1982 债务危机(拉美国家)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1981		0.1	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
1980		-0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0
1979		-1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0
1978		-0.8	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0
1977		0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1976		1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

图表目录

图 1: 大类资产表现从胀逐步转为滞	4
图 2: 本次 PPI 上涨幅度历史对比	8
图 3: 国际购买力变化 (购买中国商品 汇率变化-PPI %)	9
图 4: 国内购买力 (-CPI%)	9
图 5: 全球外储对美元和欧元的抛售力度前所未有	11
图 6: 美债遭遇大幅抛售, 加大美债利率上行压力	11
图 7: 美、欧、日央行资产负债表收缩	11
图 8: 日元大幅贬值, 美元计资产负债表收缩幅度大于美联储	11
图 9: 日元贬值对冲成本增加, 日本投资者抛售美债	12
图 10: 日本 YCC 变得愈发难以维持, 企业融资成本上升	12
图 11: 德债利率的大幅抬升加上整体信用风险溢价上升	12
表 1: 相似的周期: 经济周期、金融周期以及资产表现对比	5
表 2: 从季度数据看周期及资产表现对比	6
表 3: 第一轮石油危机对经济的影响相对最为剧烈	7
表 4: 第二轮石油危机持续时间最长	7
表 5: 第三轮石油危机时间较短、油价回归迅速, 冲击相对小	7
表 6: 三轮石油危机, 对经济的冲击程度	7
表 7: 本次能源价格上涨幅度和经济情况	9
表 8: 市场加息预期变化体现滞胀向衰退风险加速 (2022/06/20-2022/07/18)	10
表 9: 日本和部分新兴经济体债务风险大	12
表 10: 美债期限利差与金融危机	12

分析师承诺及简介

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。

首席分析师：刘丹，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、债券市场研究工作经验，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、利率债、信用债、利率互换定价与投资策略等研究工作。

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。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn