

类别

宏观策略年报

日期

2021年11月30日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

18665641296

hezq@ccbftures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbftures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbftures.com

期货从业资格号：F3054198



中外宏观市场极度分化后的趋同

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情长期化流感化前景评估》2021.11.12

《贵金属专题-贵金属短期延续反弹但中期牛熊转换点尚未到来》2021.10.31

《贵金属专题-碳中和趋势对白银工业需求的影响》2021.9.27

《宏观专题-美联储缩减QE的时点评估及市场影响》2021.9.6

《宏观专题-2013年美联储缩减恐慌再现的可能性》2021.4.24

《宏观专题-新冠疫苗与新冠疫情的赛跑进入第二阶段》2021.2.5

观点摘要

- 2022年欧美地区经济进一步恢复但恢复步伐有所放缓，通货膨胀维持高位但同比增速小幅下滑，央行货币政策边际收紧但收紧步伐落后于形势，结果是欧美经济继续处于类滞胀格局当中且滞胀程度进一步加深。在供给侧改革政策更加协调以及结构性宽信用政策的支持下，我们预计2022年中国经济内生动力有所增强，净出口对经济拉动作用的减弱为内需适度补充，PPI与CPI裂口收窄、CPI温和上升但要提防因天气状况造成CPI短期大幅上涨的风险，货币政策大概率维持稳健基调但上半年或有结构性宽松，另一方面也要留意2022年下半年中美地缘政治风险恶化的可能性。
- 展望2022年，一个较为确定的宏观情景是中外宏观环境的趋同。随着新冠疫苗接种的持续推进以及全球达到群体免疫时点的临近，国际之间的开放也将提上日程。新冠疫情流感化前景将迫使全球主要国家都采取较为一致的国际公认的防疫和治疗标准，中外疫情发展也将由目前的大分化逐步回到同一轨道，尽管这个过程可能要几年内才能完成。欧美偏热的经济恢复步伐和经济政策支持力度都会下调，而中国经济政策环境则适度要往宽信用和稳增长方向转变，因此中外经济增长和政策也都有趋同的过程，相应地中外资产价格表现的分化也将缩小，宏观对冲的难度上升。
- 我们认为2022年大类资产要更强调均衡配置和战术调整，2019年至2021年四大类资产均取得正收益的情况可能不会延续到2022年。2022年大类资产表现最大可能排序是商品>股票>货币>债券，但股票收益也可能掉到货币甚至债券之后，取决于潜在负面冲击的大小。鉴于宽信用政策实施和消费物价的普遍上升，我们将避险资产由债券调整为贵金属，股票中的中小盘股走势仍将好于大盘股，能源化工领涨大宗商品。宏观对冲方面建议买中证500卖沪深300，买中国10年期国债卖美国10年期国债、买2年期国债卖10年期国债、买原油卖10年期国债、买豆粕卖豆油和买加元卖美元等六组策略。

目录

一、2021 年回顾：中外宏观市场的大分化.....	- 4 -
二、2022 年宏观环境展望.....	- 5 -
2.1 新冠疫情流感化前景.....	- 6 -
2.2 地缘政治风险上升.....	- 10 -
2.3 欧美经济延续类滞胀.....	- 12 -
2.4 中国稳增长与调结构并进.....	- 18 -
三、2022 年宏观市场分析.....	- 22 -
3.1 中外宏观市场从分化到趋同.....	- 22 -
3.2 美债上升幅度仍将大于中债.....	- 23 -
3.3 美元和人民币强势减弱.....	- 24 -
3.4 股市震荡消化盈利和估值.....	- 25 -
3.5 大宗商品牛市的三个基础.....	- 26 -
四、2022 年宏观策略展望.....	- 27 -
4.1 资产配置更强调均衡和战术.....	- 27 -
4.2 宏观对冲策略建议.....	- 29 -

一、2021 年回顾：中外宏观市场的大分化

2019 年底开始的新冠疫情使得全球经济遭遇二战以来的最大程度衰退，2020 年 11 月新冠疫苗研发成功使得人类社会看到战胜新冠病毒的曙光。然而在新冠疫苗接种持续推进的情况下，2021 年全球疫情并没有明显缓解，传染性更强的新冠变种的持续出现，使得疫情扩散速度维持较高水平，中国等原本疫情控制得很好的国家也时不时地出现点状面状疫情。结果是在不同防疫理念的影响下，中国的防疫措施基本上维持在 2020 年底的水平，但海外大部分地区的防疫措施有不同程度的放松，特别是率先达到群体免疫水平的部分欧洲国家已经宣布逐步取消防疫措施，将新冠疫情与普通流行性感冒等量齐观。

新冠疫情的持续性使得 2021 年全球经济仍受到疫情的巨大影响，供给方面迟未能恢复到常态水平，而且新冠疫情与原有的全球政经格局重组以及新增的绿色能源革命结合在一起，反而进一步加大了供应链短缺程度。另一方面，新冠疫情的持续性意味着经济下行压力始终存在，民间经济仍需来自政府部门的政策支持，因此 2021 年全球货币政策和财政政策仍然是偏积极的。供给的扰动和需求的扩张，使得 2021 年全球通胀压力异常高企，美国 CPI 增速达到近三十年来的最高水平。在持续高企的通胀压力影响下，美联储“暂时性通胀”的立场遭到包括美联储内部在内的各方质疑，美联储于 11 月 3 日议息会议宣布缩减 QE，并有可能于 2022 年开始升息步伐。

在中国方面，由于全球经济复苏所带来的外需增长，中国当局可以放手处理国内结构性问题。2021 年中国房地产调控措施持续加强，财政支持也明显减弱，而在人口教育科技能源等领域均有重大政策调整；由于房地产行业对中国经济影响太大，房地产调控和财政紧缩，加上时不时出现的点状面状疫情，使得 2021 年中国经济下行压力持续增大。由于 2021 年中国猪肉价格大幅度下跌拖低 CPI 增速，在高企的 PPI 增速与偏弱的经济动力之间，中国当局一方面通过多次整顿大宗商品市场打压通胀预期，另一方面通过经济政策微调来化解经济下行压力，包括全面降准和结构性宽信用以及房地产调控政策适度放松等。

在地缘政治方面，美国拜登总统的强烈理念使得拜登政府在执政初期选择了与中国对抗的危险路径，3 月份中美阿拉斯加高层会晤的火爆气氛震惊全球，而后拜登政府筹划欧美联合制裁、美澳印日四国联盟、全球民主峰会等举措企图全方位对抗中国，更有部分美国人企图“以台制华”制造台海紧张局势。但随着供应链短缺程度愈加严重、通货膨胀预期居高不下，美方意识到有必要与中方缓和关系。11 月 16 日上午，中国国家主席同美国总统拜登举行视频会晤，本次视频

会晤是中美元首9月通话之后的再一次交流，双方就共同关心的诸多重要问题进行了充分的深入的沟通与交流，有助于逆转特朗普政府以来中美关系全方位持续恶化的趋势。我们预计中美在降低贸易壁垒、增加能源粮食供应等方面将有一系列的协同，但新冠疫情使得美国贫富分化加大、民粹主义较以往更甚，拜登政府支持率自上台后持续下降，2022年美国中期选举共和党可能卷土重来，这有可能威胁到美国外贸政策的可持续性。

截止11月26日，2021年中国货币（7天质押回购年化）、债券（中债新综合财富指数）、股票（万得全A指数）和商品（南华商品指数）四大类资产年度涨幅分别为2.22%、4.48%、7.7%和17.46%，大类资产表现为商品>股票>债券>货币，这也是连续第三年四大类资产均取得正收益。主要驱动因素在于在外需旺盛的背景下中国当局抑制内需降杠杆调结构，货币收益率低于2020年的2.43%；货币流动性的充裕以及国内经济动能的下降推动债券的繁荣，债券收益率甚至高于受到新冠疫情严重冲击的2020年（2.97%）；国内经济动能的下降和企业盈利前景的恶化抑制股市交易热情，但货币流动性的充裕、无风险收益率的下降以及国际经济复苏为股市提供强有力支撑，股市收益率虽然远低于2019年（33.02%）和2020年（25.62%）但仍然相当可观；全球经济重新开放、绿色能源革命加剧了新冠疫情所造成的供应链短缺程度，商品收益率高于2020年的7.41%，其中能化指数上涨29.91%而贵金属下跌10.29%。相对而言，由于经济周期和政策支持的差异，2021年迄今美股标普500指数上涨22.3%，美债10年期收益率上涨70BP，而标普高盛商品指数（其中能源占比40%）上涨34.81%。

二、2022年宏观环境展望

2020年7月份摩根大通全球制造业PMI回升到50%上方，2020年11月份新冠疫苗研发成功，宣告全球经济社会进入后疫情时代。在持续推进的新冠疫苗接种的帮助下，2021年全球新冠疫情处于可控区间之内，但由于新冠病毒持续变异，而且人类社会逐步放松疫情防控措施，因此全球疫情扩散速度维持在较高水平，新冠疫情对社会经济的冲击依然存在，政府部门仍需提供政策支持。2021年全球经济后疫情复苏基本上符合预期，但扩张性经济政策叠加供应链扰动，以及新冠疫情对原本就在进行当中的全球政经格局重组进程的加强，使得全球通胀压力上升到多年来的高位，全球经济处于类滞胀形势当中。

因此，展望2022年宏观环境，我们首先需要对新冠疫情作出合理预期，在此基础上分析经济政策和宏观经济的互动关系。我们认为，由于新冠病毒接种的进一步推进，新冠疫情对供应链的扰动以及对总需求的抑制会进一步减轻，相应地

大宗商品供需扭曲程度会有所缓解，我们预计 2022 年大宗商品上涨幅度将小于 2021 年；但随着全球经济复苏的深化以及生产生活成本的上涨，上游物价上涨大概率传递到中下游，从而推动消费物价和雇员薪资上涨。在这种情况下通货膨胀对经济政策和股票债券的制约将甚于 2021 年。如果政府部门在通胀压力之下加快收紧政策（或者减少宽松措施），那么全球国债利率水平将有明显抬升，全球经济复苏可能会遭遇挫折，亦即出现从复苏到衰退的转折点。

2.1 新冠疫情流感化前景

2.1.1 新冠疫情的扩散现状

2019 年底至今全球爆发了五轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年底至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球所有区域；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，美欧疫情因社会风俗和年底节日聚集而严重恶化；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 6 月中旬，病毒变异以及传统节日聚集使得印度疫情大爆发；第四轮是从 6 月下旬至 9 月份，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。9 月中旬以来欧洲疫情明显恶化，10 月中旬以来全球疫情扩散速度再次抬升，宣告第五轮疫情已经开始，主要原因是疫苗接种后欧美国家放松防疫措施，而年底节日众多使得人群聚集机会明显增加。

由图 1 可以看出，2020 年 10 月以来全球日均新增确诊病例数（7 天移动平均）大体上维持在 30-70 万之间，平均值为 53.3 万，以此计算一年新增确诊病例数约为 1.95 亿，或占全球总人口的 2.7%。即使新冠疫苗接种工作在持续推进，但疫情扩散速度并没有出现明显意义上的下降，这可能有两个原因，其一是新冠病毒持续变异，使得新冠疫苗的免疫效果下降；其二是新冠防范措施放松与新冠疫情接种同步推进，这突出表现在已经达到群体免疫程度的部分欧美国家。在疫情爆发初期的大规模扩散之后，2020 年 5 月份以来新冠病毒基本传染数 R_0 一直在 1 附近上下波动，虽然不再爆发性上升，但也未能持续低于 1。这说明，即使存在外界干预，包括疫情防控措施和新冠疫苗接种，新冠疫情迄今未出现明显下降的迹象，新冠疫情可能会长期持续下去。

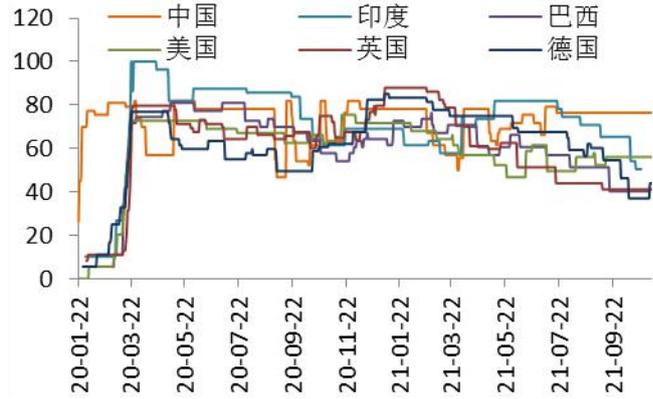
2020 年下半年以来，新冠疫情周度病死率（每周新增死亡病例数/新增确诊病例数）基本上在 2% 附近上下波动，波动趋势与基本传染数 R_0 较为类似，而累计病死率也从 7% 上方逐步下降至 2% 附近。最新研究显示接种新冠疫苗能有效降低病死率，美国洛杉矶和新加坡的统计结果显示已完全接种疫苗者再感染且病死的比率下降至 0.2%，这已经与普通流行性感冒差不多。据世界卫生组织 WHO 和美国疾病控制与预防中心 CDC 估计，季节性流感的病死率为 0.1-0.2% 之间。

图1：全球疫情扩散状况



数据来源：OWID，建信期货研发中心

图2：防疫措施严格度



数据来源：OWID，建信期货研发中心

从新冠疫情确诊病例和病死率的走势看，新冠疫情似乎已经被控制在一个区间内，在疫苗接种进度持续推进的支持下，新冠疫情扩散速度不太可能再创新高；而在新冠疫情已经扩散到全球大部分区域而且已经达到群体免疫程度的国家陆续放松防疫措施的影响下，新冠疫情也难以像 2003 年的非典型肺炎疫情一样被完全消灭，那么最有可能的情况就是新冠疫情将长期与人类共存。

2.1.2 疫苗接种与疫情防控

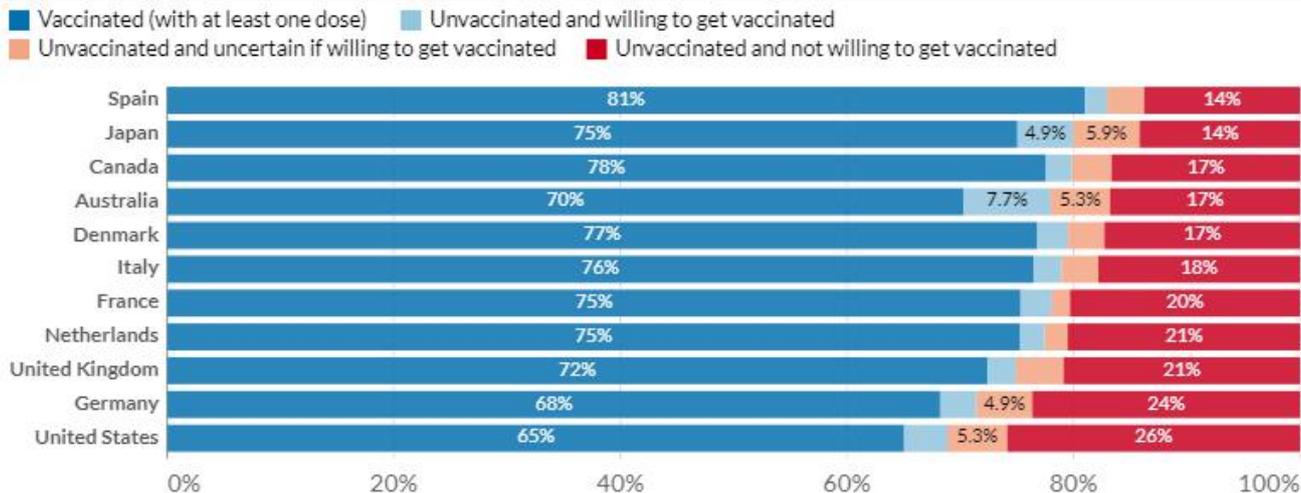
在新冠疫苗研发成功之后，全球新冠疫情进入疫情扩散与疫苗接种相互赛跑的新阶段。新冠疫苗接种大致分为三个阶段，在第一个阶段中，由于疫苗产能爬坡需要时间，疫苗分发机制需要建立完善，疫苗接种宣传需要持续推进，因此疫苗接种进度是比较慢的；在第二个阶段，由于上述抑制疫苗接种进度的因素陆续得到缓和，因此疫苗接种速度将有一个快速的提升；在第三个阶段，民众接种意愿的问题逐步加重，因此疫苗接种速度开始放缓，整体上接种速度呈现 S 型。

截止 11 月 26 日，全球疫苗接种率为 54.2%，其中高收入经济体、中高收入经济体、中低收入经济体和低收入经济体的接种率分别为 73.67%、75.41%、43.21% 和 5.8%。高收入经济体既有强大的疫苗研发能力又有雄厚的财政支持能力，因此其疫苗接种速度走在前列理所当然；但高收入经济体的民主风俗会阻碍疫苗接种的彻底推进（也有部分是因为身体原因是在不合适接种疫苗的），目前高收入经济体的疫苗接种速度已经大幅度放缓。如图 3 所示，美国、德国、英国、荷兰和法国不愿意接种疫苗的民众比例都超过 20%，换句话说这些国家的接种率最高不超过 80%，美国疫苗接种率最高不超过 74%，如何克服民众的疫苗抗拒心理将是美国 and 德国达到群体免疫程度的一大难题。

中高收入经济体也有相当的疫苗研发能力和财政支持能力，而且中高收入经

经济体民众对疫苗的抗拒心理一般不高，目前中高收入经济体接种率已经超过高收入经济体。低收入经济体既没有疫苗研发能力也没有财政支持能力，其接种率远远落后于其他经济体，成为全球达致群体免疫程度的最大隐患。

图3：部分高收入经济体疫苗接种意愿



数据来源：OWID，建信期货研究中心

在疫情防控力度方面，由于疫苗接种工作的持续推进，即使面临时不时恶化的疫情威胁，大部分国家还是趋向于放松疫情防控力度。在疫情没有完全控制住以及疫苗有效率并非 100%的情况下放松防疫措施，会使得疫情扩散难以得到完全控制。在目前第五轮疫情当中，我们看到欧洲各国政府适度收紧防疫措施，但针对的是未接种疫苗者，以此推动疫苗接种进度；但在疫苗有效率低于 100%的情况下，这样做是否合适存在疑问。

最新消息显示，医药企业默沙东和辉瑞研发成功新冠药物。11月4日英国药物和医疗保健产品监管局宣布批准默沙东的口服抗病毒药物 Molnupiravir 可用于治疗新冠肺炎，称该药物可有效降低罹患严重疾病风险较高的轻至中度新冠肺炎患者的住院和死亡风险。11月5日辉瑞称其在研的口服新冠候选药物 Paxlovid

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30399



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>