

全球能源危机下的资本市场走向

——2022 年国际市场展望

相关研究：

1.《人民币汇率走势对资本市场影响》
2020.10.10

2.《从大类资产配置角度看为什么 A 股是长期投资最佳选择》
2020.9.10

3.《从利率周期角度看房贷利率选择》
2020.8.3

分析师：秦川

证书编号：S0500520060001

Tel: (8621) 50295330

Email: qinchuan2@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10层

核心要点：

□ 本轮全球能源价格的飙升引发上世纪 70 年代超级大通胀的概率不大。

本轮能源危机下通胀的推动因素：

- 1) 新冠疫情影响全球供应链中断，供应链瓶颈长期化推升通胀；
- 2) 美国为首的主要经济体天量宽松刺激下，消费端需求逆势上涨；
- 3) 供需缺口下航运运力不足，港口拥堵运费飙涨；
- 4) ESG 对长期能源结构的影响；

解铃还须系铃人，本轮通胀问题的最终解决，仍要靠美联储的货币紧缩。加息相关风险，市场正在逐步 price in，风险在于提前加息的可能性及应对。名义上，美联储加息节奏取决于通胀进展，通胀最大权重为原油价格，油价供应端由 OPEC+ 与美国页岩油的博弈及地缘政治因素决定，需求端取决于疫情走向影响下的全球经济复苏程度以及美联储宽松货币政策刺激下产生的额外需求的边际变化。

□ 美联储加息周期将引发新兴市场债务危机。

2022 年新兴市场债务危机高风险区域仍是传统的拉美地区以及东欧中亚地区。债务风险越高，其汇率贬值压力越大，新兴市场主要经济体中，债务健康度最差的阿根廷比索兑美元已持续大幅度贬值。

□ 人民币汇率兑美元长期升值趋势下，短期面临贬值压力。

2022 年美联储开启加息后，中国央行不会立刻跟进，中美利差阶段性收窄，人民币兑美元汇率短期存在贬值压力。但中国经济长期前景优于美国的基本面不会改变，中国对美国长期贸易顺差的格局也仍将延续，人民币兑美元长期升值的趋势不会改变。

□ 2022 年国际市场投资建议。

实际利率走高，货币政策转向，全球融资环境收紧，新兴市场债务危机风险上升背景下，2022 年风险资产面临阶段性调整压力。

大类资产配置方面，2022 年建议标配权益类资产做为底仓（长期持有尽可能多的权益类资产是最佳选择，阶段性为应对市场波动可调整比例）；上半年适当超配以黄金为代表的避险资产，下半年开启加息后清仓黄金（通胀上升，实际利率走低，黄金涨的逻辑将进入 2022 上半年最后阶段），增加现金类资产（短久期美债及现金）比重以应对可能的风险资产大幅波动，待风险资产调整到合理估值区域后（当前价格水平下，美股调整空间大于港股，建议适当超配港股），将避险资产转回风险资产。

□ 风险提示

疫情长期化；全球流动性边际收紧；美联储提前加息。

正文目录

1 全球能源危机终局.....	1
1.1 70 年代石油危机下通胀推动因素及解决手段.....	2
1.2 本轮能源危机下通胀的推动因素.....	4
1.3 能源危机解决之道.....	5
2 2022 年全球大宗商品展望.....	7
2.1 原油.....	7
2.2 黄金.....	7
3 2022 年主要经济体汇率展望.....	7
3.1 新兴经济体债务负担情况观察.....	8
3.2 发达经济体加息节奏与汇率展望.....	9
3.3 人民币兑美元汇率.....	11
4 2022 年全球股市展望.....	13
4.1 美股.....	13
4.2 港股.....	15
5 2022 年全球债市展望.....	17
6 投资建议.....	17

图表目录

图 1 全球液态燃料供需（百万桶/天）	1
图 2 全球液态燃料库存净变动（百万桶/天）	1
图 3 美国核心 CPI 与能源价格当月同比（%）	1
图 4 美国原油库存及战略储备（亿桶）	1
图 5 美国、沙特、俄罗斯原油储量（百万桶/天）	2
图 6 美国原油出口量（千桶/天）	2
图 7 美国进口原油月均名义价格（美元/桶）	3
图 8 美国 GDP 季度实际同比折年率（%）	3
图 9 美国劳动人口与劳动参与率（人、%）	5
图 10 美联储资产负债表总资产（亿美元）	5
图 11 主要新兴经济体存量外债占 GNI 比重（%）	8
图 12 主要新兴经济体短期待偿外债占出口比重（%）	8
图 13 主要新兴经济体短期待偿债务占外储比重（%）	9
图 14 美元兑阿根廷比索汇率.....	9
图 15 日本央行贴现率与政策目标利率（%）	10
图 16 欧央行隔夜回购利率（%）	10
图 17 日美 10 年期国债收益率及利差（%）	10
图 18 欧美 10 年期国债收益率及利差（%）	10
图 19 日美利差及美元兑日元汇率（%）	10
图 20 欧美利差及欧元兑美元汇率（%）	10

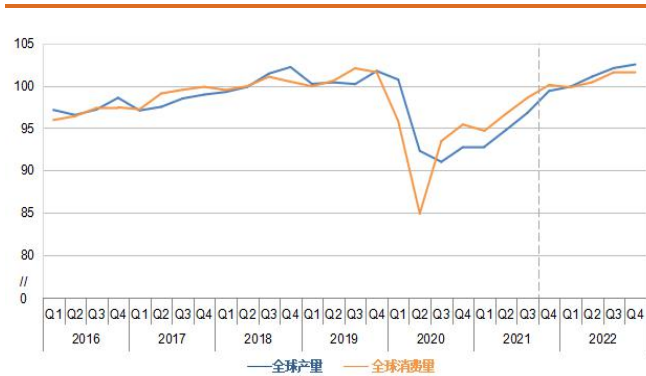
图 21	日本与美国通胀比较 (%)	11
图 22	欧元区与美国通胀比较 (%)	11
图 23	中国经常账户顺差占 GDP 比重 (%)	11
图 24	中美 10 年期国债收益率及利差 (%)	11
图 25	新增外汇占款与人民币兑美元汇率 (亿元)	12
图 26	中美 CPI 当月同比 (%)	12
图 27	中国与美国 GDP 季度增速 (%)	12
图 28	中国对美国贸易顺差 (亿美元)	12
图 29	S&P500 走势与 P/E TTM 历史分位	14
图 30	AAPL 历史 P/E 区间 (ttm)	14
图 31	msft 历史 P/E 区间 (ttm)	14
图 32	GOOG 历史 P/E 区间 (ttm)	14
图 33	AMZN 历史 P/E 区间 (ttm)	14
图 34	TSLA 历史 P/E 区间 (ttm)	14
图 35	中国香港货币供应量月度同比 (%)	16
图 36	恒生指数走势与 P/E(TTM)历史分位	16
图 37	上证沪港通 AH 溢价指数	16
图 38	恒生指数历史 P/E(TTM) band	16
图 39	美国企业债发行规模 (十亿美元)	17
图 40	美国企业债期权调整利差 OAS (BP)	17

1 全球能源危机终局

首先从能源供需角度观察始于 2019 年末的新冠疫情对全球经济的影响。

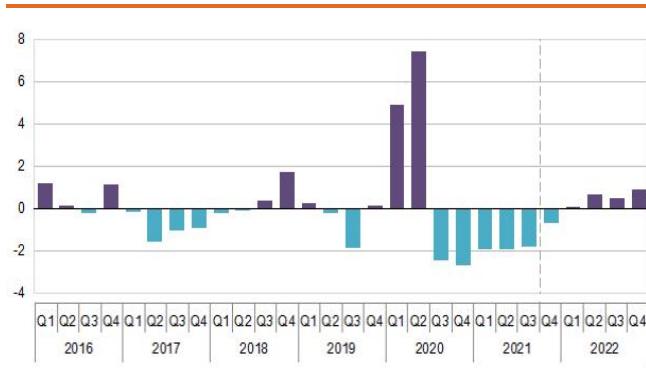
疫情爆发初期（2019Q4-2020Q2），能源供应端与需求端同步骤降，但消费需求下降速度高于供应下降速度，短期供给过剩导致油价（NYMEX 原油）从 65 美元/桶跌至 6.5 美元/桶，跌幅高达 90%。

图 1 全球液态燃料供需（百万桶/天）



资料来源：湘财证券研究所、EIA

图 2 全球液态燃料库存净变动（百万桶/天）

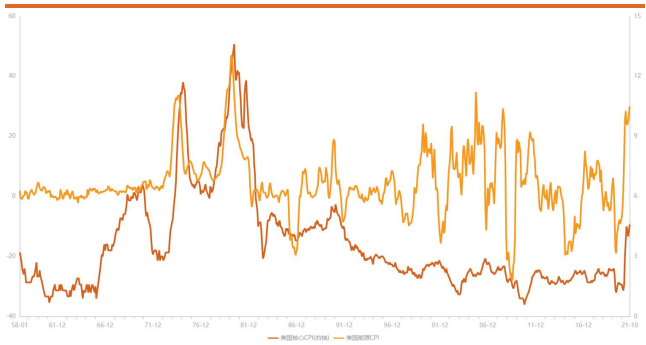


资料来源：湘财证券研究所、EIA

随着疫情在国内得到有效控制，疫情进入相持阶段（2020Q3-2021Q3），中国为全球供应链提供产品，能源供应与需求同步恢复，但需求端受益美联储天量货币宽松的额外刺激，使得该阶段能源为代表的大宗商品价格飙涨。港口货柜堆积，疫情导致的码头工人和货车司机短缺进一步加剧通胀。油价从低点 6.5 美元/桶上升至 85 美元/桶，涨幅高达 13 倍。

当前处于最后的疫情收尾阶段（2021Q4-），需求端的反弹仍在延续，但速度有所放缓，供给端取决于美国抛储与 OPEC 减产之间的博弈，从 EIA 预测数据看，2022 年原油供给有较大概率出现过剩。

图 3 美国核心 CPI 与能源价格当月同比（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 4 美国原油库存及战略储备（亿桶）

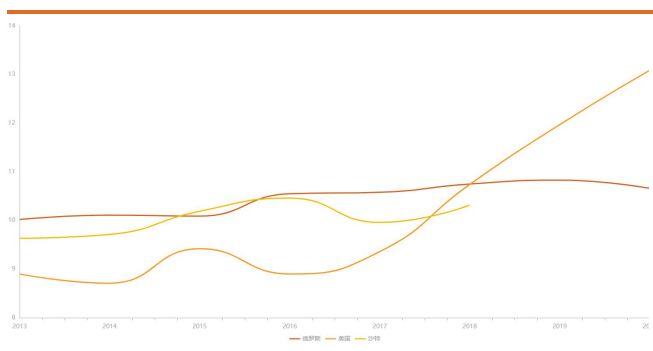


资料来源：湘财证券研究所、Wind

受能源价格上涨及供应链短缺驱动，2021 年 10 月美国核心 CPI 当月同比涨幅 4.6%，达到自 1991 年以来的最高点。德国 11 月调和 CPI 同比涨 6%，创 1992 年以来最高水平。西班牙 11 月 CPI 同比涨 5.6%，为 30 年以来最高水平。自上世纪 70 年代以来，供应冲击再次成为通胀主要催化剂。

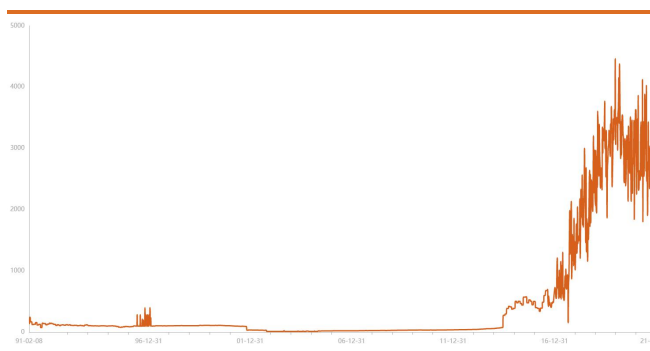
2021 年 11 月，美国以打压通胀名义宣布将在 12 月中下旬释放 5000 万桶原油储备，其当前原油总库存 10.39 亿桶，其中战略储备 6.05 亿桶，计划抛储规模占其战略储备规模的 8.3%。但与美国日均原油消费量 2000 万桶的规模相比，抛储量仅可供美国消费 2.5 天，杯水车薪。韩国、日本、印度等主要石油消费国跟进抛储的规模亦有限。美国宣布抛储计划当日（11 月 23 日），沙特即宣布暂停增产，NYMEX 原油价格当日上涨 2.28%。反而是几天后的新冠变种病毒传闻让油价单日下跌 10 美元/桶，创下自 2020 年 4 月以来最大单日跌幅。作为全球主要石油生产国和消费国之一，中国表示会根据自身实际需要，安排投放国家储备原油，目前保持中立态度。油价定价权目前看仍是占全球原油产量 40% 份额的 OPEC 占据优势。

图 5 美国、沙特、俄罗斯原油储量（百万桶/天）



资料来源：湘财证券研究所、EIA

图 6 美国原油出口量（千桶/天）



资料来源：湘财证券研究所、EIA

自页岩油革命成功以来，美国可采原油储量超过沙特和俄罗斯，并成为原油出口国，其储量半数页岩油。但页岩油生产成本在 50 美元/桶左右，沙特原油生产成本低于 10 美元/桶，页岩油从资本开支投入到产油的生产周期在 2 年左右，一系列因素决定了美国与 OPEC 的原油定价权博弈存在变数。

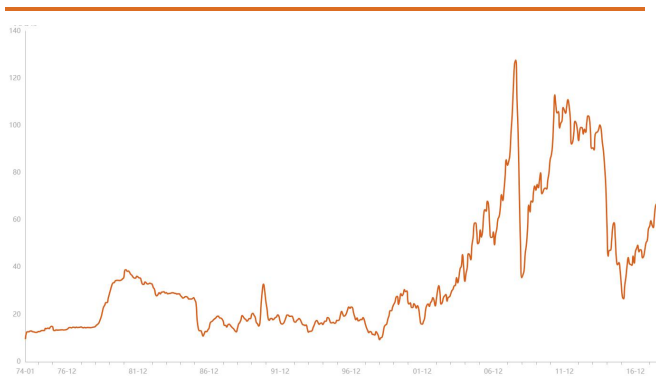
对于消费国的抛储行为，OPEC+ 表示，美国协同其他主要石油消费国的抛储行为会使 2022 年初石油供应过剩加剧。消费国抛储与 OPEC 限产相互抵消的净结果如何，仍需观察。

本轮全球能源价格的飙升，目前看引发上世纪 70 年代超级大通胀的概率已经不大，但对历史回顾，有助于更好的理解本轮全球能源危机的最终走向。

1.1 70 年代石油危机下通胀推动因素及解决手段

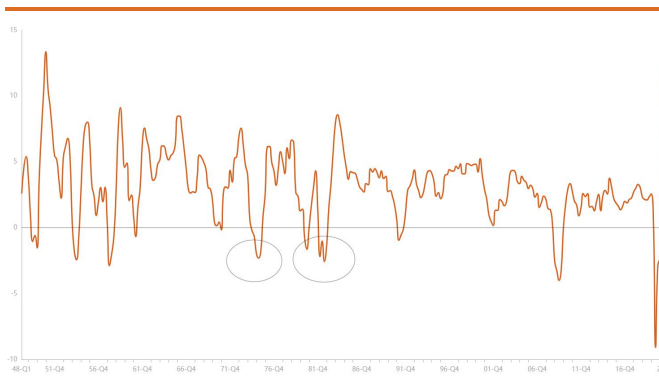
上世纪 70 年代两次石油供应危机, 驱动油价由 1970 年初的 3 美元/桶上涨到 1981 年初的 39 美元/桶。不同于 70 年代两次石油危机下经济阶段性步入衰退, 本轮能源危机背景下的全球经济在美联储货币天量宽松政策对需求端的刺激下处于矫枉过正的增长周期中。整体看风险资产表现目前仍优于避险资产, 但在即将到来的美联储缩表加息阶段, 形势或发生逆转。

图 7 美国进口原油月均名义价格 (美元/桶)



资料来源: 湘财证券研究所、Wind

图 8 美国 GDP 季度实际同比折年率 (%)



资料来源: 湘财证券研究所、Wind

1.1.1 70 年代石油危机下通胀的推动因素

- 1) 美国越战推升长期通胀压力到达临界点
- 2) 两次石油危机产油国石油禁运导致供给侧冲击
- 3) 固定汇率机制下长期积累的通胀压力在浮动汇率机制下释放
- 4) 美国结束资本管制与利息平衡税

战后美元主导的布雷顿森林体系建立后, 美元做为准备货币持续流出美国, 国际收支赤字持续扩大。该体系的本质是以美元为锚的固定汇率机制, 在该体系下长期积累的通胀压力最终在 1972 年布雷顿森林体系解体为浮动汇率机制后释放。叠加 70 年代第一次石油供应危机, 是 70 年代第一次通胀高峰的背景。

美国为抑制美元大量外流、改善国际收支于 1963 年对美国居民购买外国债券及银行对非居民贷款征收的利息平衡税。美国居民购买外国政府或外国私人企业在美国发行的股票与债券所获利息均应缴税。利息平衡税原计划到 1965 年底结束, 但为限制美元外流和平衡国际收支直至 1974 年 6 月才废止。该措施的实际效果是对外国关闭美国资本市场的资本管制, 取消利息平衡税客观上促成了石油美元的回流, 加剧了第二次石油危机的通胀。

石油危机影响深远, 以美国为首的主要发达经济体作为石油进口国意识到, 石油供应和成本控制权决定其经济命运。油价高涨导致石油进口国的购

买力被虹吸到石油生产及出口国，国内面临通货紧缩；同时高油价又导致国内通胀压力。主要产油国由于人口及国内市场规模有限，形成巨额美元储备，即“石油美元”。“石油美元”的回流成为避免石油进口国国内通缩的必要因素。

拉美等因油价上涨而出现严重国际收支赤字的经济体，成为“石油美元”的主要借款人，为 80 年代的拉美债务危机埋下伏笔。

1.1.2 70 年代石油危机下通胀的解决及后续影响

通胀问题产生的原因来自于供给端或需求端。通胀问题的解决方式同样有两种，货币紧缩或者新货币对旧货币的取代。后者对经济基本面的破坏力更强，往往伴随巨大的财富再分配与经济动荡。70 年代的石油危机引发的通胀最终通过美联储的持续货币紧缩政策来解决。

强势美元作为上世纪 70 年代大通胀的终结者，为 80 年代里根大循环到来拉开序幕，伴随拉美债务危机的爆发与解决，欧洲统一货币体系的设想开始萌芽。此为 70 年代大通胀的一系列后续影响。

通胀回落速度快于名义利率的回落，导致实际利率上行，是债务危机爆发的催化剂，此为 80 年代拉美危机的最大启示。本轮能源危机尾声，将同样伴随通胀回落与实际利率的上升，新兴市场的债务状况是重点观察对象。

美联储若提前加息，将加速新兴市场债务违约潮的到来。真正的危机，在价格回落，实际利率上行阶段。

1.2 本轮能源危机下通胀的推动因素

1.2.1 本轮能源危机下通胀的推动因素

1) 新冠疫情影响全球供应链中断，供应链瓶颈长期化推升通胀

供应链瓶颈导致的价格飙升，随着疫情最终走向结束，供应链恢复常态，供需失衡问题解决后，价格将随之回落。但在这一过程中部分终端消费品价格中枢，将出现不可逆的抬升。

2) 美国为首的主要经济体天量宽松刺激下，消费端需求逆势上涨

3) 供需缺口下航运运力不足，港口拥堵运费飙升

4) ESG 对长期能源结构的影响

各国政府对 ESG 投资的过度政策追求，导致化石燃料投资与供给的人为短缺。能源价格飙升，通货膨胀加剧。如果这一政策倾向延续，传统能源的

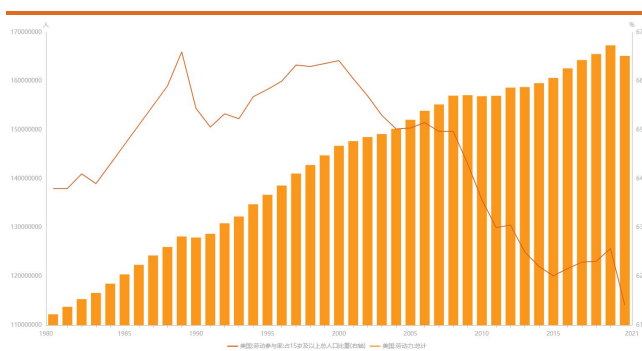
投资与供给不足造成的通胀压力将由短期向中长期演化。

5) 美国天量货币宽松政策改变就业结构

受益于美联储货币宽松对对个人直接现金发放，美国劳动人口总数与劳动参与率在疫情期间均出现下降，2020 年美国劳动人口总数 1.65 亿人，较 2019 年减少 216.5 万人；2020 年劳动参与率 61.4%，较 2019 年下降 1.16 个百分点，结束了自 2015 年以来的上升趋势。

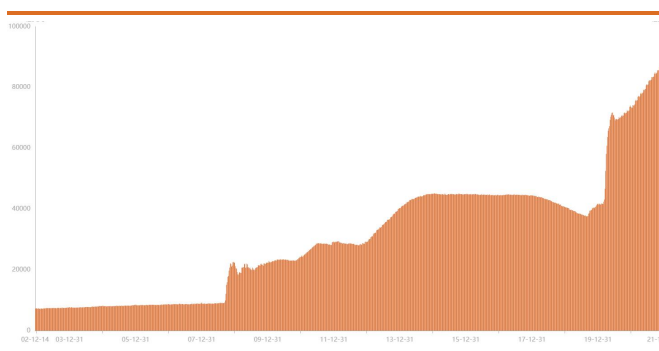
劳动力短缺带来工资上涨压力，成本上升最终形成终端商品与服务价格的通胀压力。美国劳动参与率是否会随着美联储退出宽松政策而改善，仍有待观察。

图 9 美国劳动人口与劳动参与率（人、%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 10 美联储资产负债表总资产（亿美元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

1.3 能源危机解决之道

在探讨全球能源危机解决之道之前，首先回顾下发改委对动力煤的干预过程。

1.3.1 发改委行政干预化解高价动力煤难题

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_35265

