

分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujhys@ccnew.com 021-50586758
研究助理：魏际维
021-50586982

海外货币政策加速转向

——大类资产配置专题

证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022 年 01 月 05 日

相关报告

《大类资产配置专题：复苏放缓，均衡配置》
2021-08-08

《大类资产配置专题：资产整体“偏贵”，聚焦轮动机会》 2021-07-17

《大类资产配置专题：通胀预期回落，结构性机会成为市场主导》 2021-06-04

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **疫情经济影响淡化，通胀推动货币政策转向。**12 月在 Omicron 病毒的快速扩散下，全球疫情形势再度出现反复。本轮疫情期间，部分国家和地区重新增强了封锁措施，但对经济的影响目前来看总体比较温和。海外通胀形势加剧，推动货币政策转向。11 月美国 CPI、核心 CPI 分别达到 6.8% 和 4.9%，均为 30 年来新高，欧元区及英国 CPI 也分别达到 4.9% 和 5.1%。较大通胀压力下，2021 年底主要发达国家货币政策当局转向开始加速。美联储主席鲍威尔 11 月放弃“通胀暂时论”，并在 12 月议息会议上加快缩减购债计划；欧央行也在 12 月货币政策会议上宣布将于 2022 年 3 月结束紧急抗疫购债计划（PEPP），届时欧央行的购债速度将显著下降。尽管美联储反复向市场强调缩减购债和加息所需达到的条件是不同的，但从点阵图和市场预期均表明 2022 年美联储加息节奏有望加快。2022 年通胀迫使联储、欧央行加快转向紧缩，资产价格背后的宏观流动性环境生变可能性加大。
- **A 股“纠结”延续，港股价值凸显；短期标配债券，中期降低仓位。**12 月发达国家市场股市较强，美欧主要股指普遍涨幅在 5% 附近，显著跑赢新兴市场。A 股 12 月大盘类指数跑赢创业板、科创板。风格的“纠结”仍在延续，市场没有板块走出整体性上扬行情。12 月传媒行业反弹，涨幅领先；其余涨幅靠前的行业主要为受益于财政基建发力预期的“顺周期”板块，消费类板块稳步修复，电力设备、新能源等板块中下旬经历一轮明显调整。2022 年来看，中债预计继续处于震荡格局，中短期内在宽信用落地、经济企稳后面临回调压力；美债预计全年震荡上行，加息节点前的二季度上行压力较为明显。相比本国权益资产，近期中美国债性价比处于中性位置。
- **12 月全球大类资产整体表现为股强于债，商品剧烈分化。**货币政策转向加速直接冲击债券市场预期，但距离开启紧缩尚有时日，对股市短期影响较小，全球尤其发达国家股票普遍表现强于债券。国内则相反，债市明显上涨，股票市场表现平平。商品尤其是能化类品种剧烈分化，涨跌幅榜前列均为能化类商品。本月我们推荐中高配置权益，标配债券，中低配置商品。随着未来一到两个季度国内宽信用落地经济企稳和美联储加息临近，中债、美债都面临潜在的调整风险，建议中期逐步降低债券资产仓位，对应提高港股和 A 股配置比例。

风险提示：（1）通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向；
（2）疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

内容目录

1. 通胀形势推动全球货币政策加速转向	4
1.1. 疫情经济影响淡化，通胀推动货币政策转向	4
1.2. 大类资产配置策略：中期减仓债券，提高权益配置比例	9
2. 股票：A股“纠结”延续，港股价值显现	13
3. 债券：短期标配，中期降低仓位	17
4. 商品与外汇：人民币偏强震荡，商品分化放缓	20
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：全球新增确诊冬季反弹	4
图 2：12 月制造业 PMI 继续扩张	5
图 3：生产持续扩张，库存有所改善	5
图 4：工业增加值平稳	5
图 5：固定资产投资环比改善	5
图 6：地产基建投资累计增速下行	5
图 7：消费复苏放缓	5
图 8：出口维持较强	6
图 9：CPI 温和抬升	6
图 10：M1 企稳	6
图 11：11 月政府债券放量	6
图 12：主要行业库存抬升	6
图 13：此处录入标题	6
图 14：地产销售与挖掘机销售回落	7
图 15：汽车销售短期回升	7
图 16：美国就业数据	7
图 17：美国住房开工	7
图 18：美国通胀	7
图 19：主要发达国家核心通胀	7
图 20：欧元区通胀	8
图 21：欧元区 PMI	8
图 22：OECD 领先指标	8
图 23：韩国和越南出口	8
图 24：主要经济体花旗经济意外指数	8
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率	9
图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现	10
图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征	10
图 28：商品指数波动率	10
图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年	11
图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年	11
图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性	12
图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性	12
图 33：12 月全球资产表现	12
图 34：2010 年以来参考组合表现	13
图 35：不同再平衡设置下被动配置组合表现	13

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%)	14
图 37: MSCI 发达市场和新兴市场	14
图 38: 标准普尔 500 波动率指数	15
图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)	15
图 40: A 股风格指数表现	15
图 41: A 股行业涨幅排名	16
图 42: A 股成交规模与市值	16
图 43: A 股筹资金额	16
图 44: A 股市场情绪	17
图 45: 金融地产板块估值	17
图 46: 联邦基金利率	18
图 47: Ted 息差	18
图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模	19
图 49: 联储资产负债表负债端主要项目	19
图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势	19
图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期	20
图 52: 美国国债期限结构	20
图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率	20
图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率	20
图 55: 美国投资级信用债信用利差	20
图 56: 中美利差	20
图 57: 本月主要商品涨幅排序	21
图 58: 黄金及白银价格	21
图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值	21
图 60: 金铜比与 10 年期美债	22
图 61: 黄金与美国实际利率	22
图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势	22
图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势	22
图 64: LME 铜、镍、锡价格走势	22
图 65: LME 铝、铅、锌价格走势	22
图 66: 铜库存情况	23
图 67: 铜供需缺口	23
图 68: CBOT 小麦、玉米走势	23
图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势	23
图 70: 原油价格走势	23
图 71: 动力煤、天然气价格走势	23
图 72: 天然橡胶、聚丙烯价格走势	24
图 73: 建材价格走势	24
图 74: CRB 现货指数走势	24
图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势	24
图 76: 美日、美德利差走势	24
图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率	25
图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关	25
图 79: 美元指数走势	25

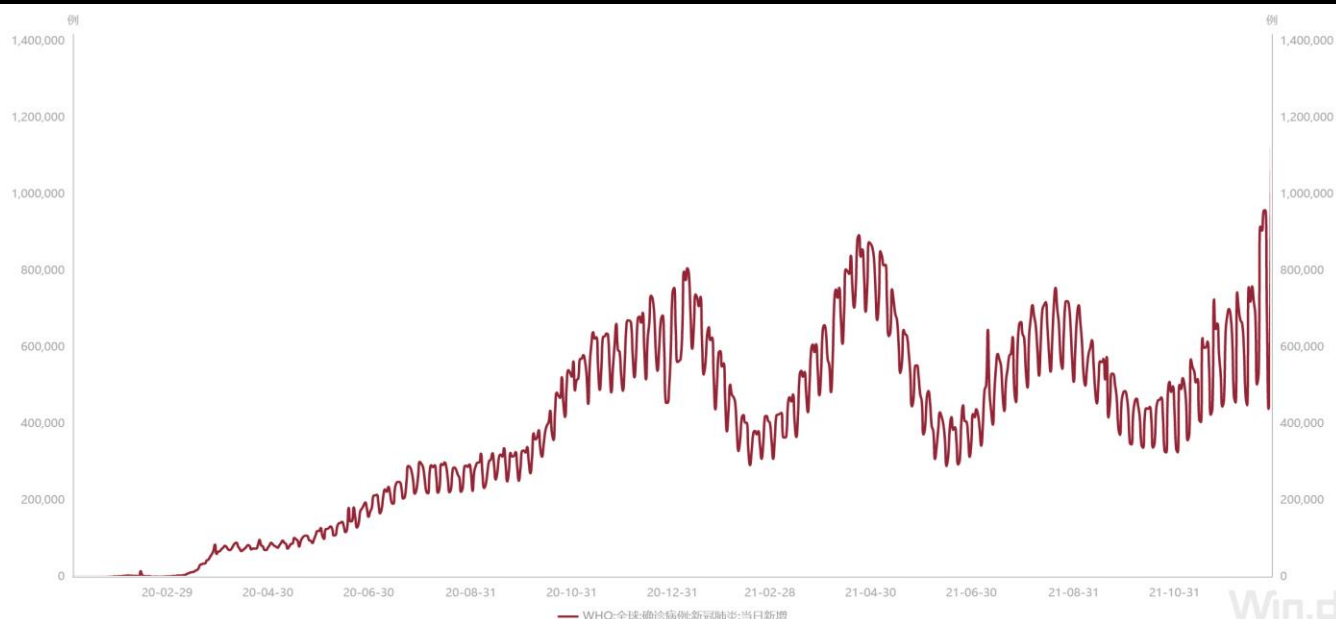
1. 通胀形势推动全球货币政策加速转向

1.1. 疫情经济影响淡化，通胀推动货币政策转向

12月在Omicron病毒的快速扩散下，全球疫情形势再度出现反复。全球许多国家新增确诊病例数目创下疫情以来新高，美国CDC公布的数据显示Omicron变种占新增病例的比例在12月下旬已接近6成。死亡病例目前尚未出现大幅上升。冬季国内疫情同样出现反复，西安、浙江等部分地区出现局部疫情。本轮疫情期间，部分国家地区重新增强了封锁措施，但对经济的影响目前来看总体比较温和。12月欧元区制造业和服务业PMI分别回落到58和53.3，服务业回落较为明显，但仍处于扩张区间。国内PMI12月录得50.3，较上月继续好转，其中PMI生产指数51.4维持在扩张区间，显示供给约束的放松短期内继续支撑经济。

海外通胀形势加剧，推动货币政策转向。11月美国CPI、核心CPI分别达到6.8%和4.9%，均为30年来新高，欧元区及英国CPI也分别达到4.9%和5.1%。较大通胀压力下，2021年底主要发达国家货币政策当局转向开始加速。美联储主席鲍威尔11月放弃“通胀暂时论”，并在12月议息会议上加快缩减购债计划；欧央行也在12月货币政策会议上宣布将于2022年3月结束紧急抗疫购债计划（PEPP），届时欧央行的购债速度将显著下降。尽管美联储反复向市场强调减购债和加息所需达到的条件是不同的，但从点阵图和市场预期均表明2022年美联储加息节奏有望加快。2022年通胀迫使联储、欧央行加快转向紧缩，资产价格背后的宏观流动性环境生变可能性加大。

图 1：全球新增确诊冬季反弹



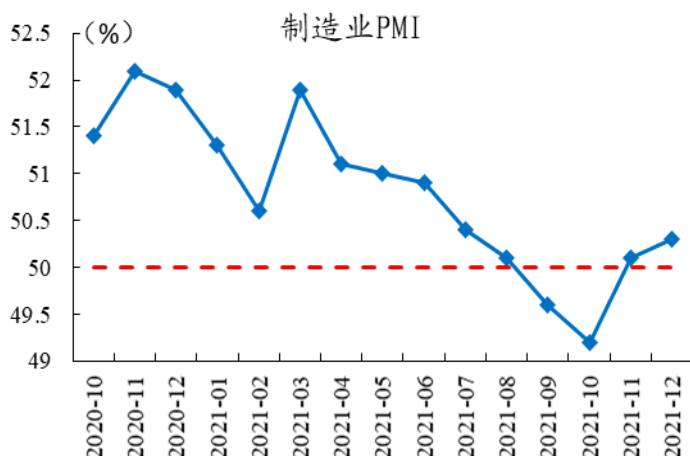
资料来源：Wind, 中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com

请阅读最后一页各项声明

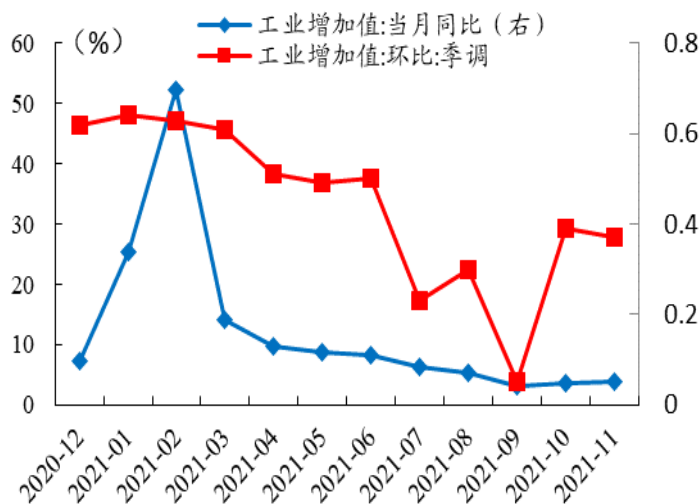
第4页 / 共26页

图 2：12 月制造业 PMI 继续扩张



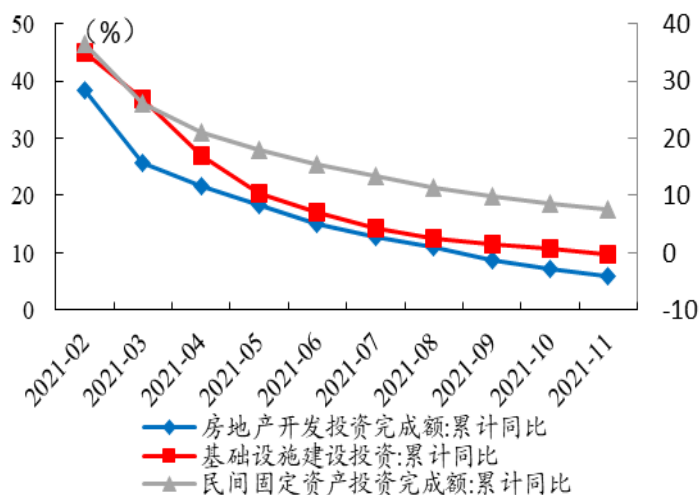
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：工业增加值平稳



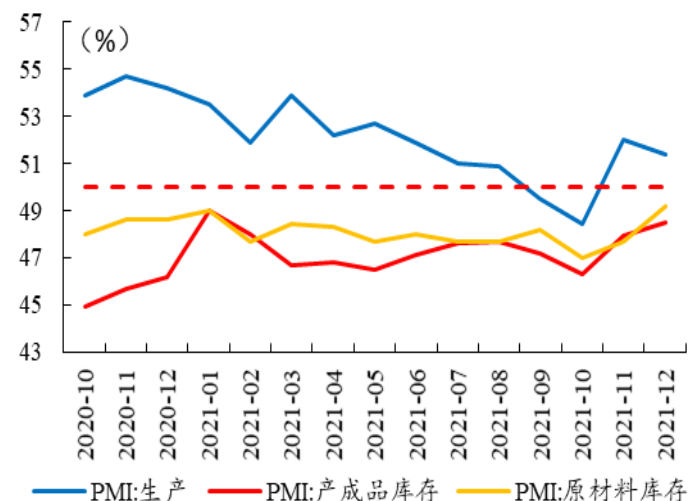
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产基建投资累计增速下行



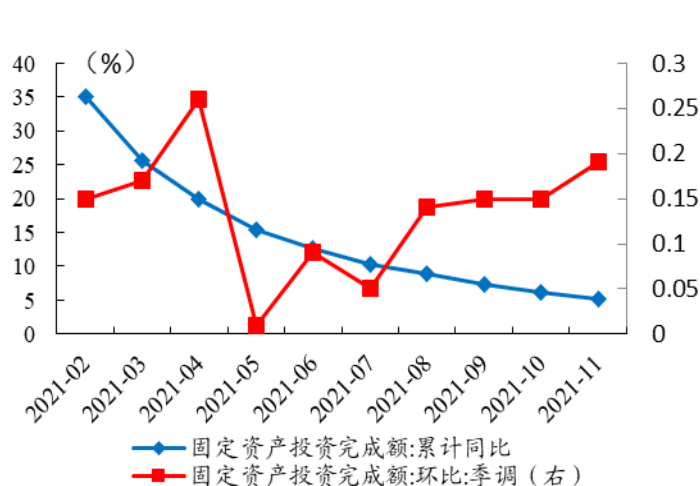
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产持续扩张，库存有所改善



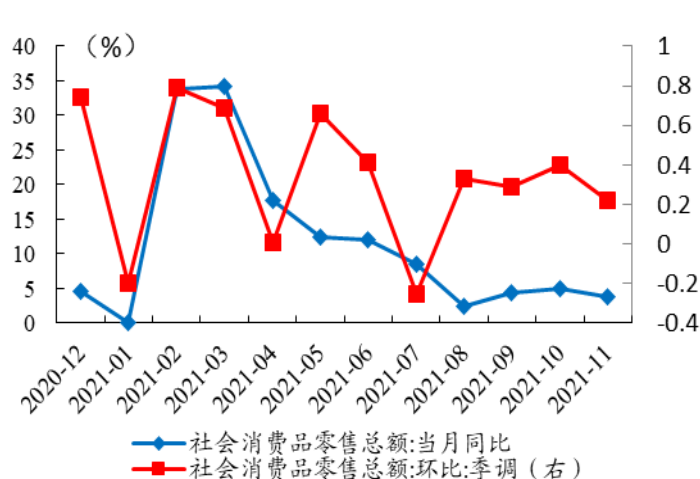
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资环比改善



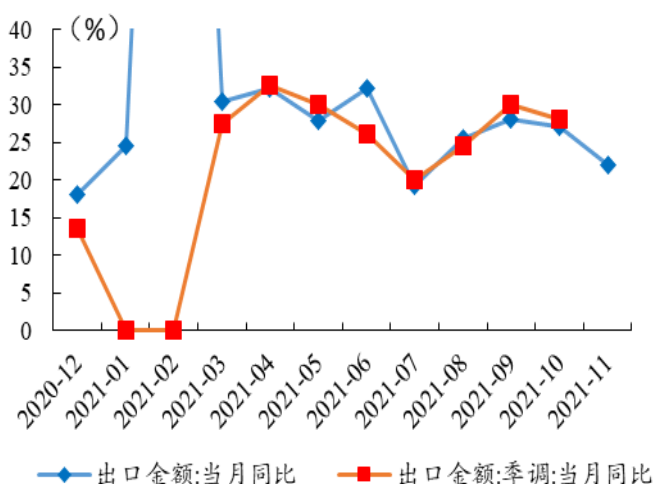
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费复苏放缓



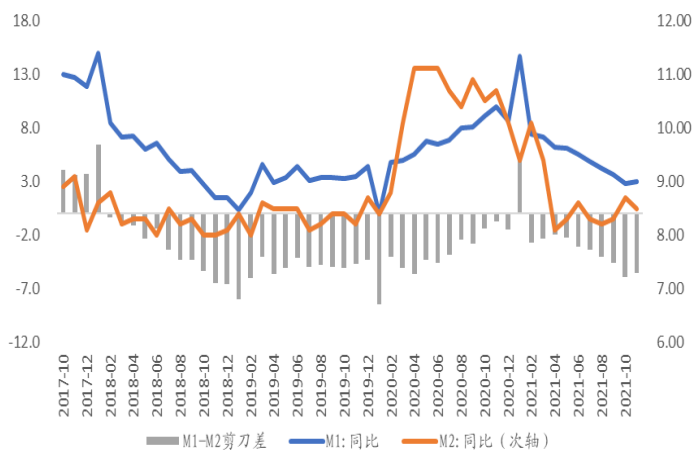
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口维持较强



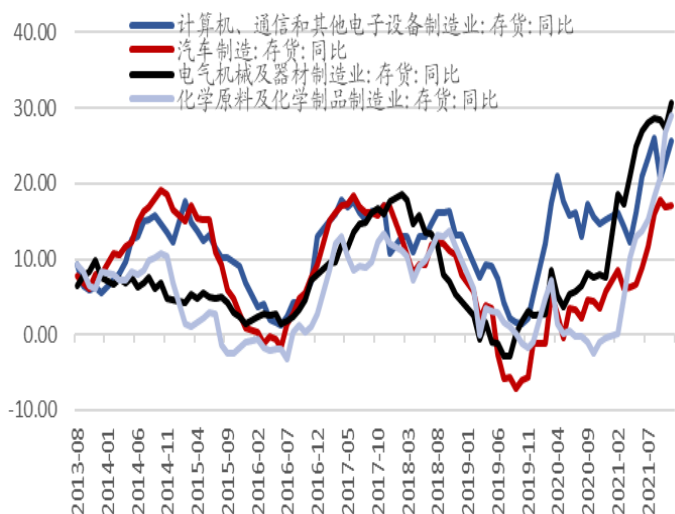
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M1 企稳



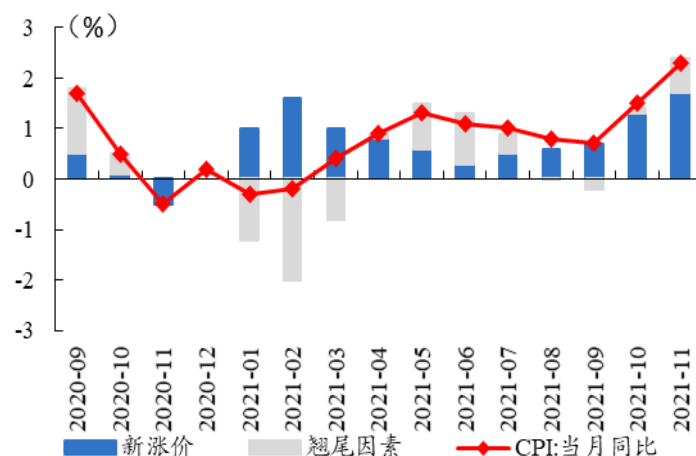
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业库存抬升



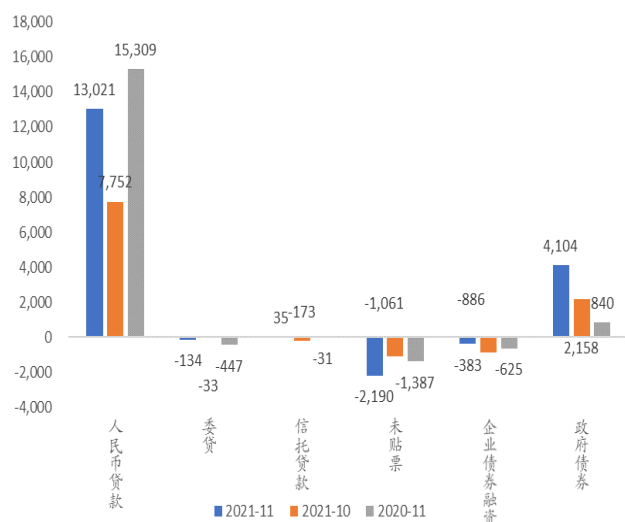
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 温和抬升



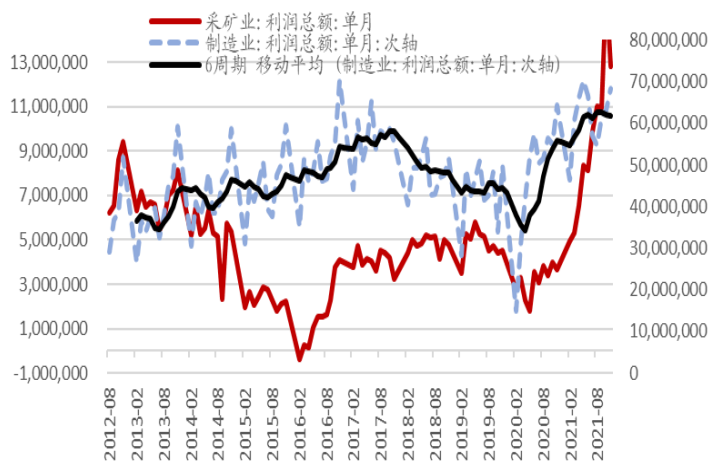
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：11 月政府债券放量



资料来源：Wind, 中原证券

图 13：此处录入标题



资料来源：Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售回落



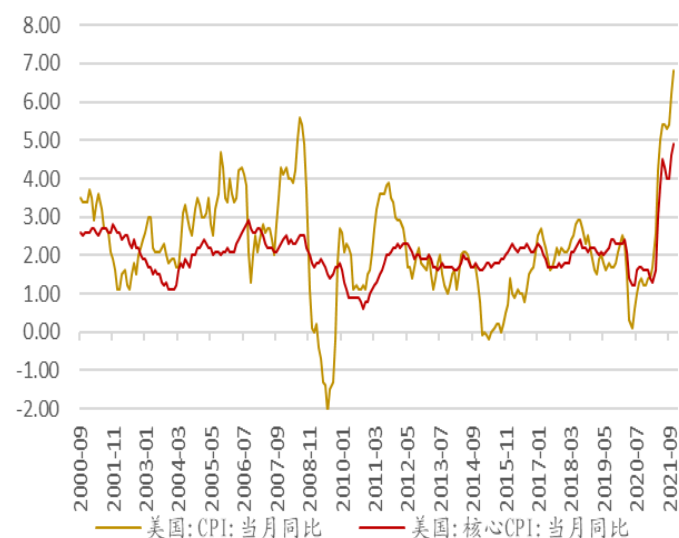
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国就业数据



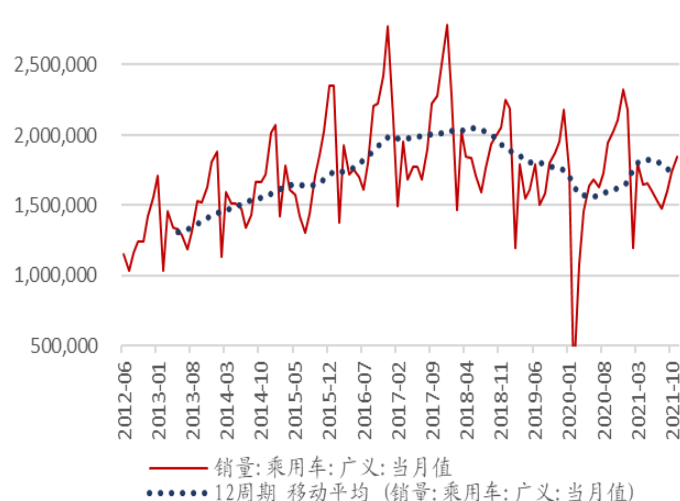
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



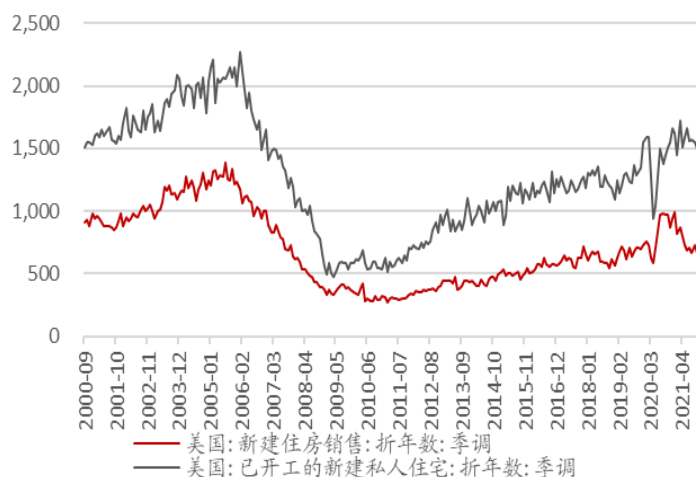
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售短期回升



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房开工



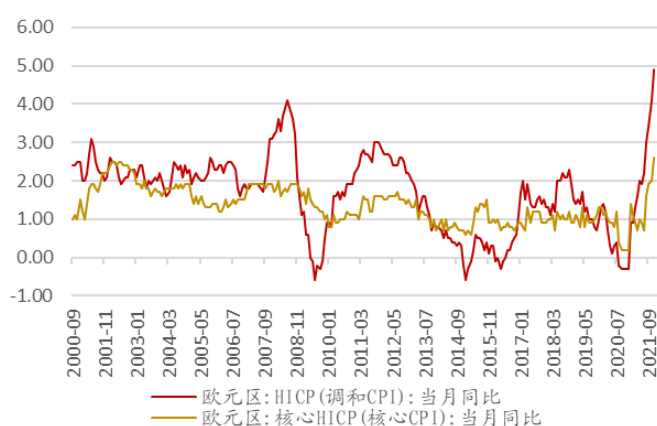
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



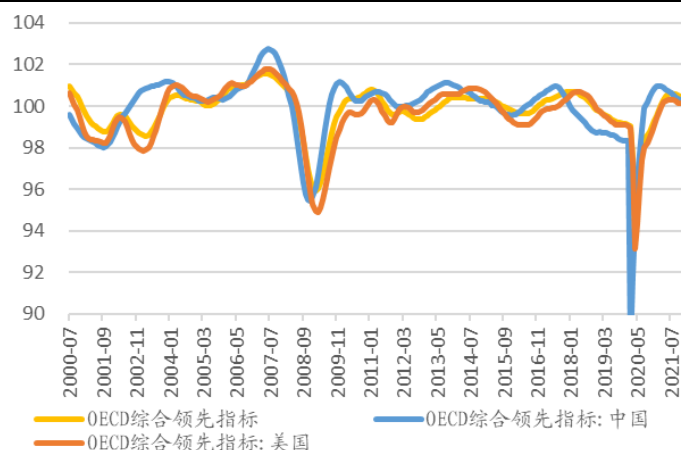
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 主要经济体花旗经济意外指数

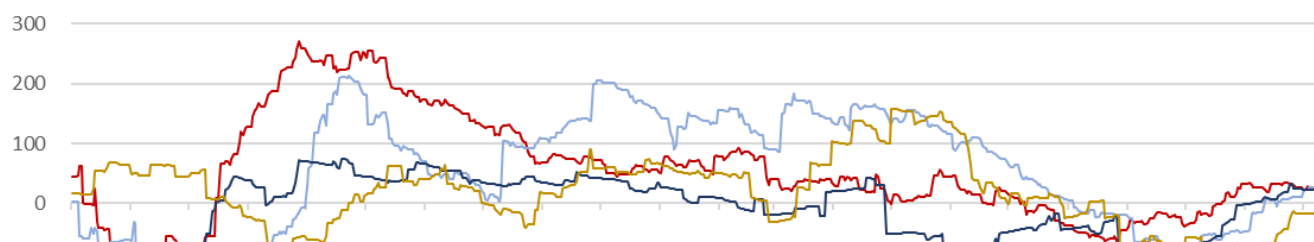
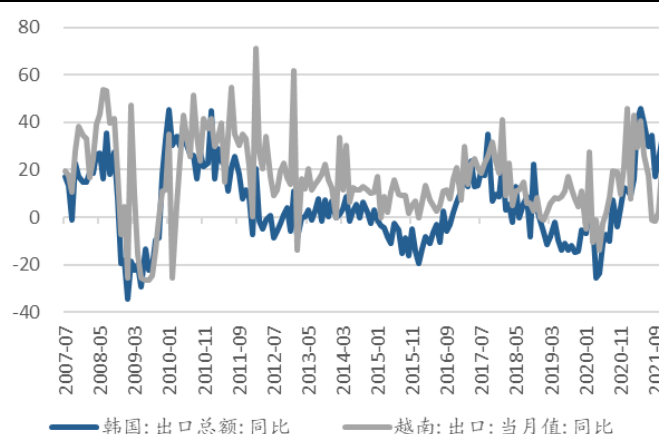


图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券

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_35566

