

潮水退去：全球经济迎来流动性收紧的“至暗时刻”



走势评级：美元：看跌
报告日期：2021 年 12 月 29 日

元涛 资深分析师(外汇)
从业资格号：F0286099
投资咨询号：Z0012850
Tel: 8621-63325888-3908
Email: tao.yuan@orientfutures.com

★美国：滞胀延续下流动性艰难收紧

美国经济滞胀的状况不会改变，通胀高企的状况下流动性艰难收紧，劳动力市场结构性问题难以解决，滞胀中的滞对于美元形成下行压力。

★欧洲：宽松政策难退，经济下行压力持续

欧元区虽然通胀超预期，但是经济结构性的通缩压力并未缓解，因此宽松货币政策难以退出。欧元走势取决于外部而非自身。

★日本：绝望通缩的挣扎

日本在疫情后依旧没有通胀的迹象，因此日本将继续宽松的财政和货币政策，日元面临中期的下行压力。

★全球宏观：拐点将至

美国将在 2022 年被动加息，流动性宽松的拐点到来。2022 年对于新兴市场产生的冲击不会小，但是由于美国本身的经济弱势，美元持续走强的概率较低，流动性定价的风险资产面临较大压力。

★投资建议：

美元指数在 22 年走势偏向于走弱。虽然美联储收紧货币政策，但是滞胀的压力不会改变，对于新兴市场的紧缩压力会导致阶段性的反弹，但是趋势上并不会改变弱势。

财政政策和货币政策在 22 年都面临结构性的问题，流动性定价的风险资产尤其在下半年可能迎来趋势性的拐点。

★风险提示：

疫苗出现变数，疫情加剧对于市场施加通缩压力。

美元指数和美债的走势



目录

1、美国：滞胀延续下流动性艰难收紧	5
1.1、劳动力市场：结构性短缺带来的薪资螺旋上升	5
1.2、高通胀延续，22 年下半年短期缓解	7
1.3、美元：等待滞胀中滞的因素发酵对于美元形成负面压力	10
2、欧元区和日本	12
2.1、欧元区：宽松政策难以退出，经济通缩压力持续存在	12
2.2、日本：绝望通缩的挣扎	16
3、全球宏观：拐点将至	20
4、投资建议	23
4.1、美元走弱	23
4.2、风险资产的拐点	23
5、风险提示	23

图表目录

图表 1: 失业率持续下行	5
图表 2: 劳动参与率结构性走低	5
图表 3: 职位空缺和失业率背离	6
图表 4: 职位空缺集中在受疫情影响大的部门	6
图表 5: 薪资增速呈现结构性分化	6
图表 6: 整体劳动力成本上升	6
图表 7: 美国通胀加速上升	7
图表 8: 菲利普斯曲线陡峭化	7
图表 9: 居民部门储蓄增速回到疫情前水平	7
图表 10: 美国零售数据处于高位	7
图表 11: 服务价格的上升重要性高于商品	8
图表 12: 进口物价短期很难走低	8
图表 13: 结构性供给问题导致的高企物价	8
图表 14: 企业部门债务增速走低	8
图表 15: 生产对于美国本土而言还是受到了疫情的影响	9
图表 16: 房地产是美国经济的显眼亮色	9
图表 17: 高通胀的核心问题是财政政策形成的冲击	10
图表 18: 缩表之后对于实体经济形成冲击	10
图表 19: 中期赤字继续增加的趋势不会改变	11
图表 20: 滞胀局面中的政策平衡难度增加	11
图表 21: 美联储开始对抗通胀, 但是迅速加息不可能	11
图表 22: 实体经济和债务水平明显制约流动性回收力度	11
图表 23: 欧元区经济疫情后复苏	12
图表 24: 欧元区通胀超过政策目标水平	12
图表 25: 欧元区劳动力市场不存在结构性问题	13
图表 26: 薪资增速回落对于核心通胀形成下行压力	13
图表 27: 欧元区生产明显上升	13
图表 28: 欧元区通胀集中在生产部门	13
图表 29: 欧元区经济预期显示经济回落压力较大	14
图表 30: 欧元区企业债务增速明显走低	14
图表 31: 欧央行流动性退出节奏继续放缓	14
图表 32: 欧元区利率曲线进一步扁平化	14
图表 33: 欧元区疫情持续严峻	15

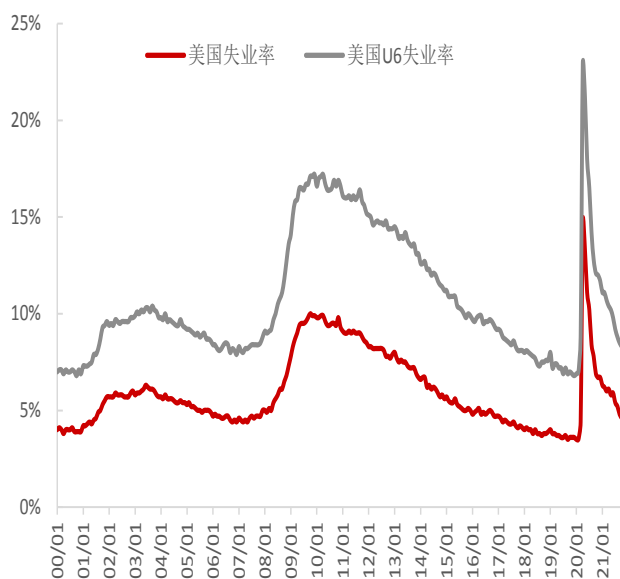
图表 34: 欧元区能源危机对于货币政策影响预计有限.....	15
图表 35: 欧股面临下行压力.....	16
图表 36: 欧元区通缩倾向明显.....	16
图表 37: 日本疫情后经济回落.....	16
图表 38: 日本通缩倾向不改.....	16
图表 39: 日本通胀压力来自于外部.....	17
图表 40: 日本居民消费乏力.....	17
图表 41: 日本出口部门相对走强.....	17
图表 42: 日本继续扩张财政刺激.....	17
图表 43: 日本工业部门的回升主要由外部驱动.....	18
图表 44: 日本企业部门债务增速回落.....	18
图表 45: 日本央行继续宽松.....	18
图表 46: 面对通缩预期投资者增持股债.....	18
图表 47: 日债收益率被通缩压制.....	19
图表 48: 日元中期偏弱.....	19
图表 49: 全球经济滞胀倾向加剧.....	20
图表 50: 新兴市场的压力才刚刚开始.....	20
图表 51: 新兴市场已经被动收紧.....	21
图表 52: 债务问题导致市场对于流动性收紧非常敏感.....	21
图表 53: 新兴市场的政治风险在极速上升.....	21
图表 54: 流动性拐点对于风险资产的冲击较大.....	21
图表 55: 美联储加息对于新兴市场施加压力.....	22
图表 56: 美国经济基本面难以媲美 90 年代.....	22

1、美国：滞胀延续下流动性艰难收紧

1.1、劳动力市场：结构性短缺带来的薪资螺旋上升

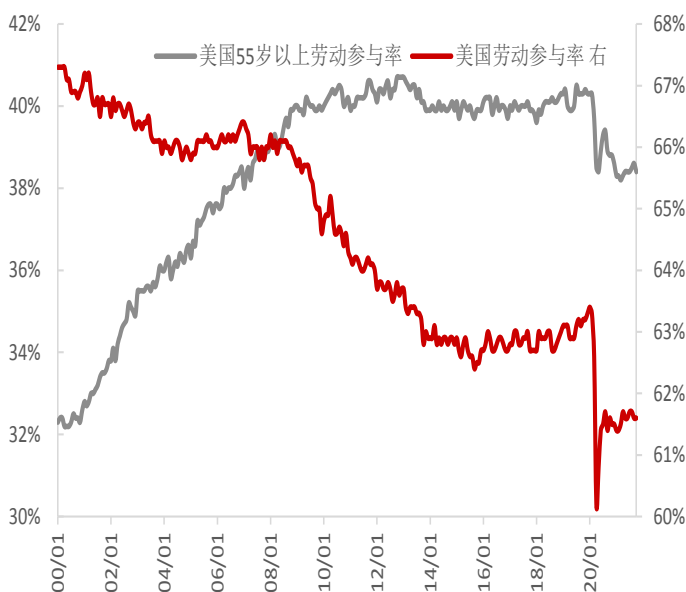
新冠疫情之后，美国劳动力市场出现的最为重要的变化就是菲利普斯曲线的陡峭化，失业率降低和薪资增速加速上升的特征非常明显。

图表 1：失业率持续下行



资料来源：Bloomberg

图表 2：劳动参与率结构性走低



资料来源：Bloomberg

我们看到失业率降低的速度较为明显，但是即使如此，大量的劳动力进入到市场后，并未缓解薪资增速的上涨状况，这表明美国的劳动力市场在目前的环境下出现了结构性的变化，导致失业率降低的过程中，薪资增速加速上升，菲利普斯曲线陡峭化。

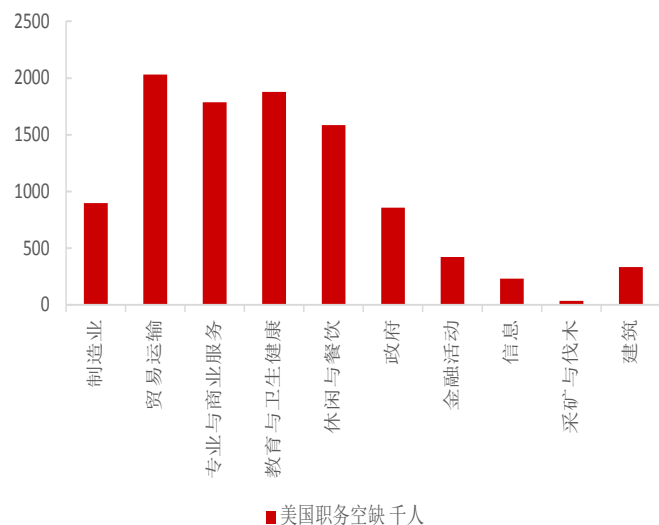
这个结构性的原因就是疫情的催化，疫情使得美国的劳动参与率回升的速度明显和失业率降低的速度形成了背离。我们观察到尤其是 55 岁以上的劳动参与率明显走低，这表明美国老年劳动群体因为疫情原因提前退休，彻底退出了劳动力市场，因此这就造成了明显的结构性短缺，而其他年龄段的劳动力人口短期不可能出现巨大的参与率增加，反而某些原因不愿意迅速回到就业市场，因此这就造成了劳动力供应不足的状况。另一方面，由于财政刺激下需求旺盛，因此我们可以看到美国职位空缺数量创纪录的上升，即使申请失业金的人数已经回到了正常水平。从行业上来看，运输业，低端服务业等受到疫情影响最大的行业职位空缺越明显，这表明这些行业存在明显的供需矛盾。

图表 3: 职位空缺和失业率背离



资料来源: Bloomberg

图表 4: 职位空缺集中在受疫情影响大的部门

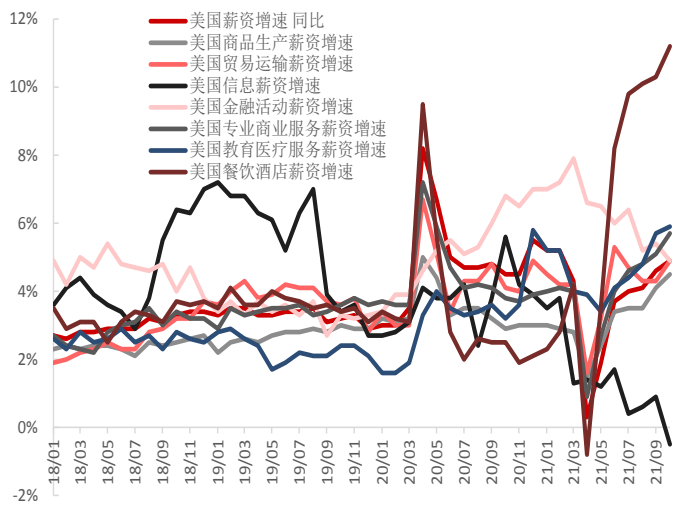


资料来源: Bloomberg

结果就是薪资增速加速的上升来平衡目前存在着的巨大的供需矛盾, 薪资增速明显上升的行业就是受到疫情冲击最大的, 职位最为短缺的行业, 尤其是低端服务业。因此, 疫情叠加财政刺激的结果就是美国劳动力市场出现了短缺和薪资增速上升的正反馈循环。

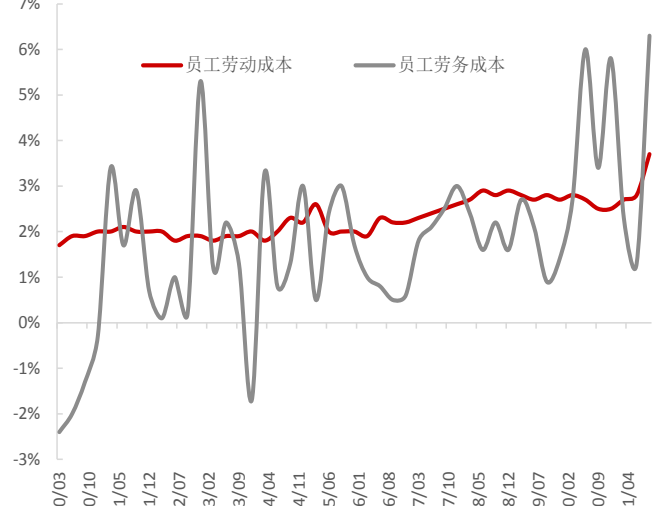
由于劳动参与率问题是结构性的, 因此劳动力短缺短期得不到解决, 只能通过薪资增速的上升来吸引劳动力回到市场, 目前的薪资增速上升幅度对于劳动力的吸引程度依旧不足, 因此我们可以判断 22 年美国劳动力市场依旧会出现薪资增速上升的状况, 菲利普斯曲线进一步陡峭化。

图表 5: 薪资增速呈现结构性分化



资料来源: Bloomberg

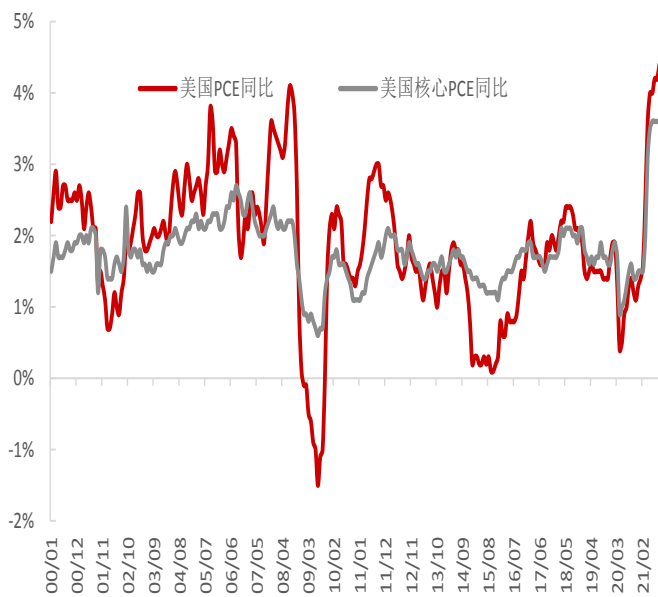
图表 6: 整体劳动力成本上升



资料来源: Bloomberg

1.2、高通胀延续，22 年下半年短期缓解

图表 7：美国通胀加速上升



资料来源：Bloomberg

图表 8：菲利普斯曲线陡峭化



资料来源：Bloomberg

图表 9：居民部门储蓄增速回到疫情前水平



资料来源：Bloomberg

图表 10：美国零售数据处于高位

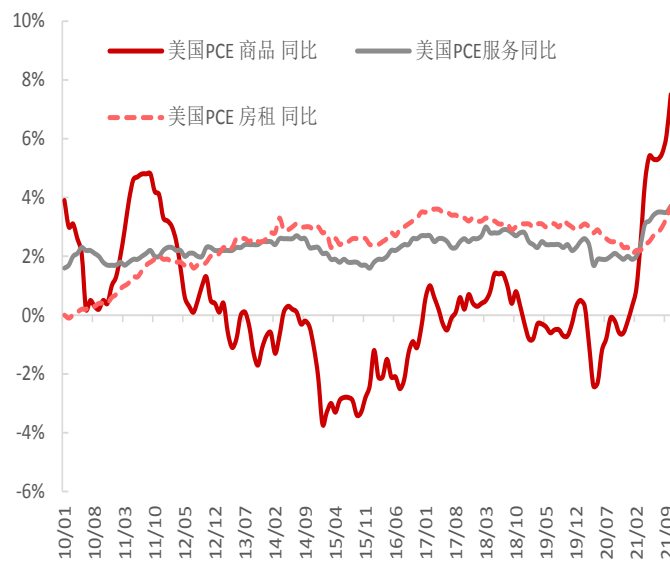


资料来源：Bloomberg

美国目前最为明显的问题就是通胀的问题，美国通胀水平创下 30 年以来新高，核心通

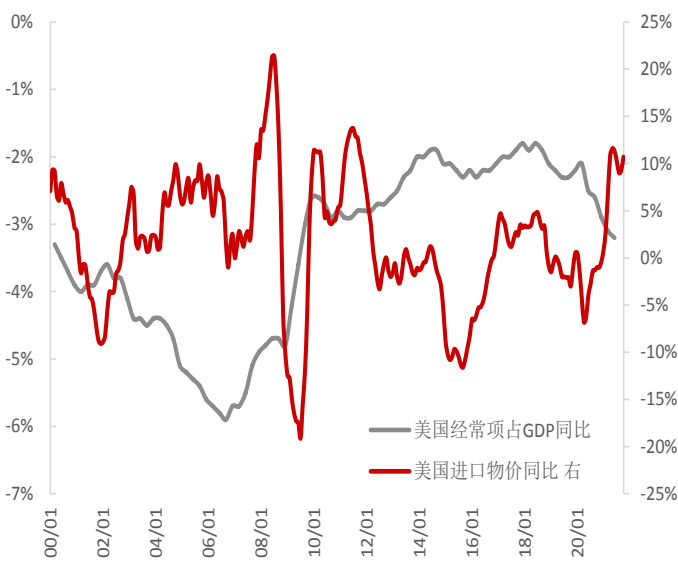
胀水平也远高于 2% 的目标水平。

图表 11：服务价格的上升重要性高于商品



资料来源：Bloomberg

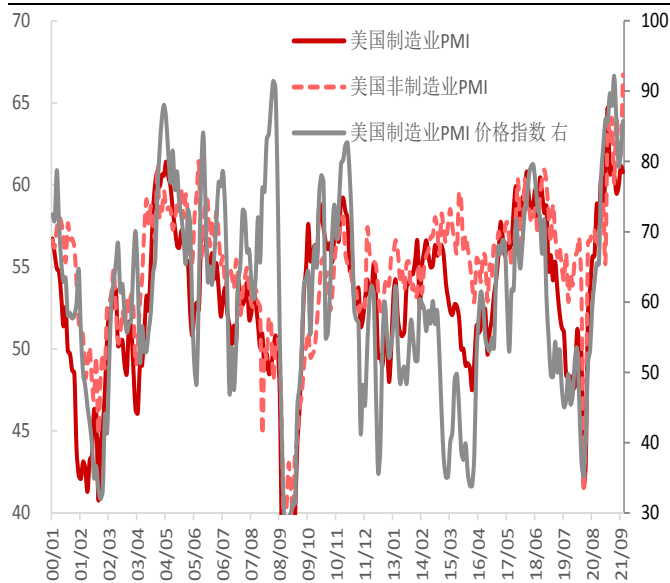
图表 12：进口物价短期很难走低



资料来源：Bloomberg

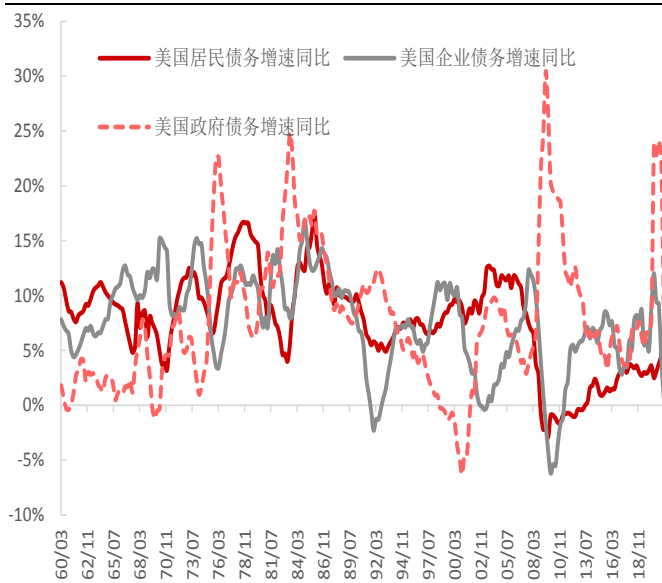
造成美国高通胀的原因究竟是什么？市场普遍认为疫情造成的供应链中断是较为重要的原因，因此高通胀是“暂时的”。我们认为美国高通胀的主要原因还是疫情后的财政刺激造成的居民部门需求上升导致，而疫情对于供应造成了较大的影响，导致某些环节尤其是运输环节的低效化，造成了供需矛盾加剧的状况。

图表 13：结构性供给问题导致的高企物价



资料来源：Bloomberg

图表 14：企业部门债务增速走低



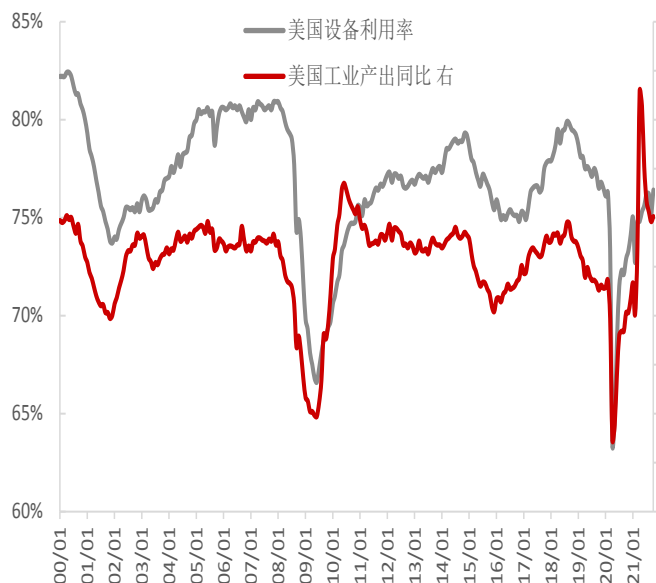
资料来源：Bloomberg

从目前的状况我们可以观察到美国经济目前面临的一个问题，就是财政刺激直接创造

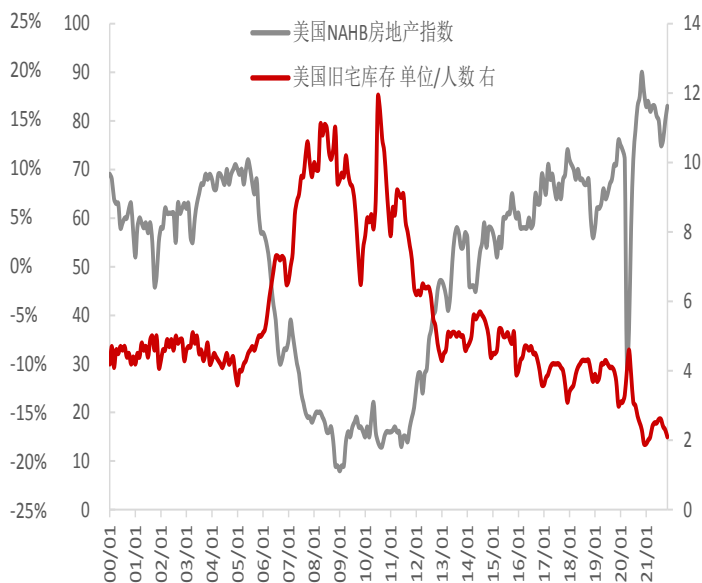
需求对于实体经济的传导非常的快速，因此政府部门债务增速的上升较为迅速的传导至居民部门，造成了美国居民部门债务增速加速上升，目前的美国居民部门债务增速同比达到 6% 的水平，远超 08 年金融危机到新冠疫情前的不到 3% 的水平，也超过了长期平均 5.5% 的水平。如此迅速的居民部门债务增速上升对于需求的影响是巨大的，但是美国的实体经济部门在疫情的影响下出现了瘀滞的状况，也就是说美国的实体部门根本没有足够的能力去迅速满足如此巨大的需求爆发，尤其是疫情对于运输和生产都产生了直接的影响，因此我们可以观察到美国实体经济制造业的数据，新订单持续处于高位，整体制造业指数持续上升，表明了实体经济部门已经对于居民部门的需求做出了直接的反应，但是这种反应远远不足，因为美国整体设备利用率并没有和需求一致性的出现加速上升的状况，同时更为直接的是，整体美国企业部门债务增速继续下降。这说明美国企业部门没有针对居民部门需求的上升做出长期的增加债务，扩大资本支出来改善供应的问题，而是短期的做出了一个应激反应，因此实体经济瘀滞的状况短期内无法解决。

图表 15: 生产对于美国本土而言还是受到了疫情的影响

图表 16: 房地产是美国经济的显眼亮色



资料来源: Bloomberg



资料来源: Bloomberg

上文可以得知美国劳动力市场出现了结构性短缺的局面，结合实体经济的状况，这对于通胀形成持续的上升压力，因此阶段性的把通胀看做是“暂时的”忽略了美国经济结构的这种瘀滞，认为随着需求的降低，自然应激的状态回到正常水平，也就解决了通胀的问题。目前来看，劳动力短缺的问题短期内得不到解决，需求的问题则在 2022 年下半年会出现一些相对明显的回落，因此 2022 年下半年美国通胀阶段性回落的情况有可能出现。

但是我们并不认为通胀会回到疫情之前的水平，中期来看，持续滞胀的局面依旧维持。因为财政刺激的长期性和美国实体经济瘀滞的状况不会得到根本性的解决，美国面临的很重要的问题在于供应链是全球化市场主导，在疫情对于供应链产生的影响下，国内根本不可能重塑供应链，因为成本过高。同时中国作为美国最为重要的商品提供国，在新

冠疫情后做出了双碳政策，严格的供给侧去产能，这意味着中国的出口商品价格并不会明显的降低，因此美国面临的局面就是进口物价增速的持续上升。

非常关键的一点在于，劳动部门结构性短缺带来的通胀推动最终对于服务部门产生持续的上升压力，因此商品价格可能走弱，但是房租，医疗服务这种黏性较强的价格依旧会上升，因此核心通胀维持在高位的可能性较高。

内外压力下，我们中期很难看到美国通胀问题得到彻底的解决，因此虽然目前来看，通胀预期依旧维持在可控的水平，但是我们判断实际上的通胀螺旋已经出现了苗头，因为劳动力市场和实体经济都有明显的缺陷，这在疫情的大背景下被彻底放大，美国解决这个问题难度较大，全球供应链的整合和低端产能去中国化这都不是短期可以解决的问题，因此我们即使在 22 年看到了通胀走低的状况，也完全不能认为通胀问题彻底结束。

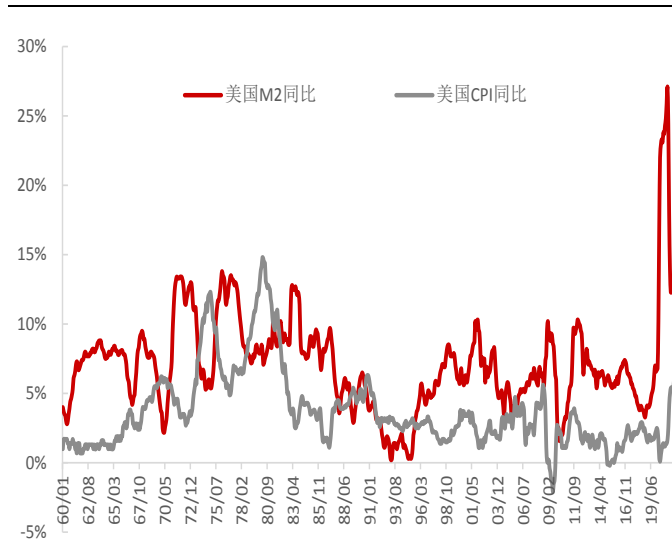
1.3、美元：等待滞胀中滞的因素发酵对于美元形成负面压力

目前美元指数明显强势，因为市场普遍预计美联储加速收缩货币政策。实际上我们认为美元强势的主要原因还是美国经济滞胀中滞的局面还没有太明显，消费和生产处于高位，财政刺激创造的需求支撑了经济的动能，因此造成了经济局部出现的过热状况。

解决通胀问题短期一定是美联储重点关注的事项，虽然美联储对于高通胀的态度一向暧昧，但是目前的通胀水平已经高到美联储不可能忽视的程度。因此短期美联储必然会加速缩减购债来向市场释放出稳定通胀的信号。

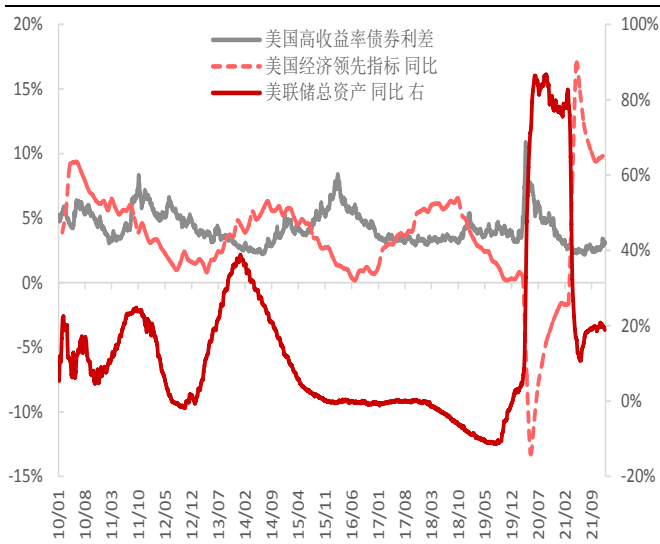
但是根据上文，美国通胀的问题并不是主要由货币政策造成的，财政政策才是造成美国高通胀的主因，疫情导致的供应链和劳动力市场短缺加剧了通胀的程度。因此美联储紧靠加速收紧货币政策对于目前的高通胀而言作用非常有限。

图表 17：高通胀的核心问题是财政政策形成的冲击



资料来源：Bloomberg

图表 18：缩表之后对于实体经济形成冲击

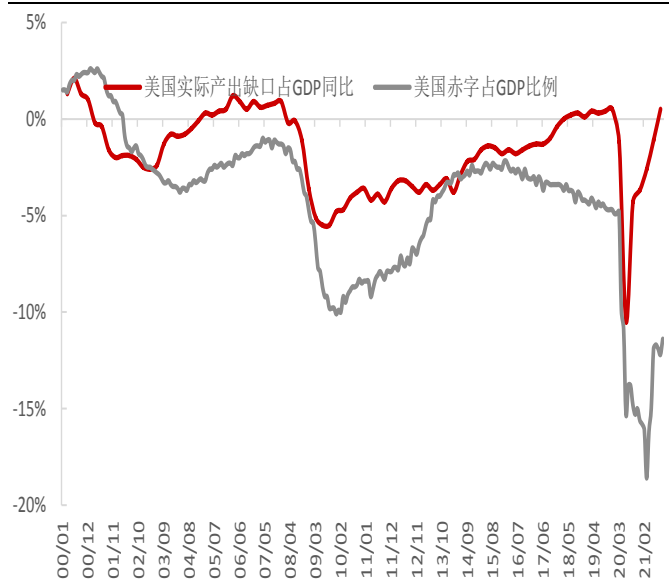


资料来源：Bloomberg

想要解决高通胀的问题，一定是短期内大幅加息才可以，通过利率中枢的极速上移迅速

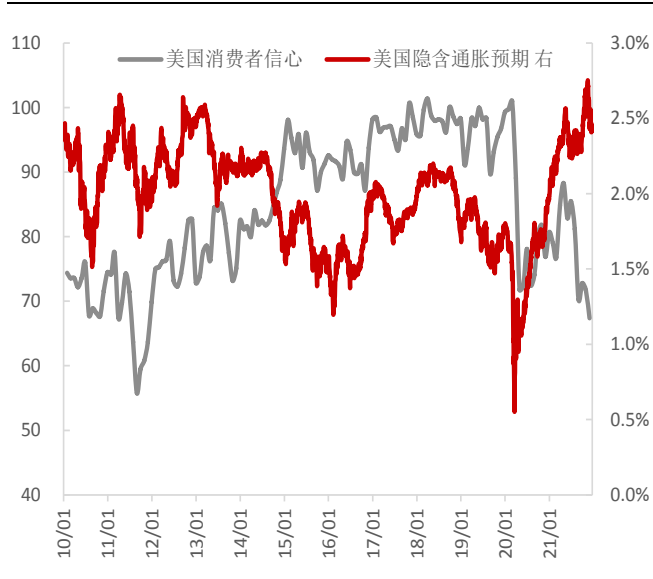
给予经济体降温。但是我们认为在目前的环境下，尤其是考虑到美国经济的驱动因素是财政刺激，因此短期大幅度的加息基本不可能。

图表 19: 中期赤字继续增加的趋势不会改变



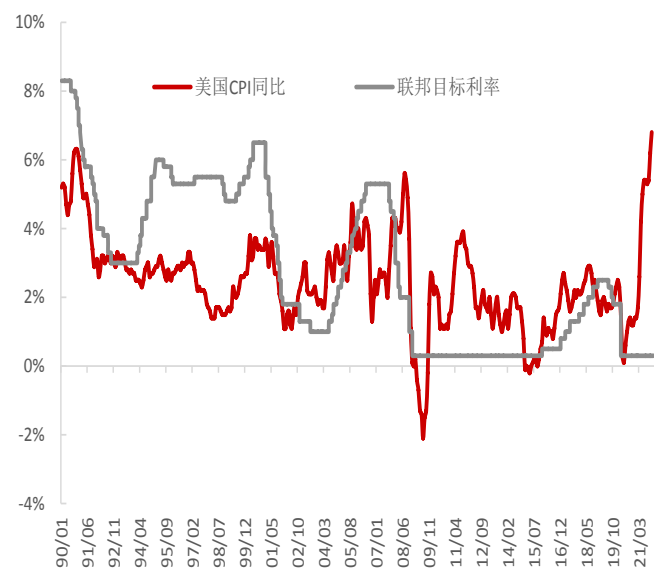
资料来源: Bloomberg

图表 20: 滞胀局面中的政策平衡难度增加



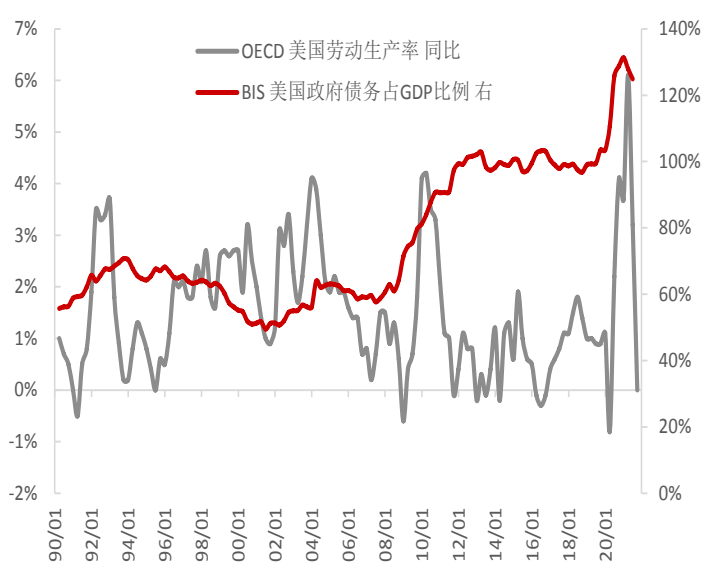
资料来源: Bloomberg

图表 21: 美联储开始对抗通胀, 但是迅速加息不可能



资料来源: Bloomberg

图表 22: 实体经济和债务水平明显制约流动性回收力度



资料来源: Bloomberg

因此美联储能够做的就是不断调整政策的节奏, 维护非常脆弱的平衡, 从目前的局面来看, 加速收紧购债是必然的, 调整利率点阵图, 给与短期加息次数更高的预期, 出台边际的收紧政策来抑制通胀螺旋上升循环的出现。但是根据上文来看, 美联储还是非常难以存在巨大的魄力去迅速的调整货币政策, 这就意味着政策曲线还是落后于通胀水平。

目前财政赤字占 GDP 的比例在减少, 我们认为这并不代表美国可以回到财政平衡的路

径上，因为矛盾是如此的巨大导致财政政策导向最终还会回到增加支出的路径上升，因此美国中期滞胀的局面还是看不到改善的可能性。虽然 22 年民主党面临中期选举失利的预期，导致财政刺激短期规模将减少，但是财政政策代替货币政策的趋势并不会改变，22 年财政刺激的失位对于目前的美国经济并非好事。

因此鲍威尔和布雷纳德的组合还是一个偏向于鸽派的组合，我们理解美联储在政策方面所面临的巨大挑战，本次美国经济滞胀和 70 年代滞胀的区别在于财政政策初期对于需求形成的推动是较为明显的，因此美元想要彻底转向弱势必须去观察到美国经济本身的财政刺激边际效益递减出现，这是 22 年最值得观察的现象，在边际加速收紧和高通胀的状况下，美国居民部门的需求多大程度上会受到负面影响？我们认为转折点应该不会太远。因此为什么我们在 2022 年看跌美元，主要原因在于经济中滞的成分在上升，随着居民部门消费动能的走弱和财政刺激边际上放缓，美元很难出现明显的强势特征。

2、欧元区和日本

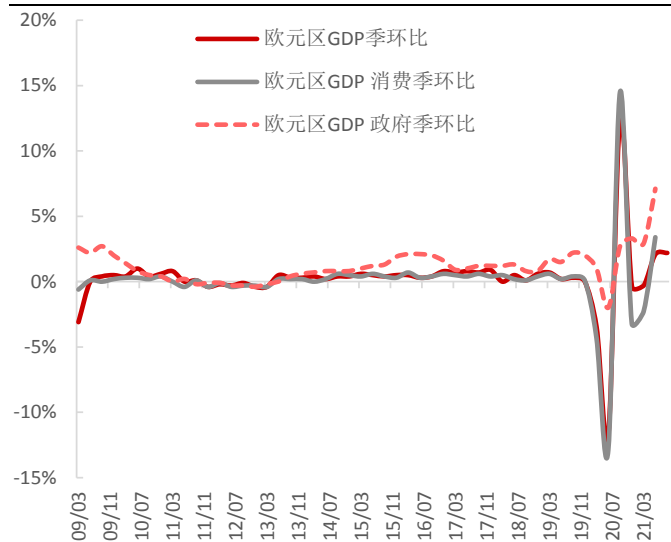
2.1、欧元区：宽松政策难以退出，经济通缩压力持续存在

欧元区的经济状况相对而言增长依旧低于通胀。欧元区的通胀水平高出了欧央行的政策目标，尤其是核心的通胀水平也在上升，这表明在全球财政刺激的大背景下，欧元区的整体通胀水平出现了明显的上升。

但是这种上升并不意味着欧元区经济摆脱了长期以来的通缩压力，因为我们可以观察到欧元区通胀的主要原因还是外生的而非内生性因素。欧元区的 PPI 上升的速度远远大于 CPI，但是欧元区居民部门消费上升的幅度相较于生产而言非常有限。

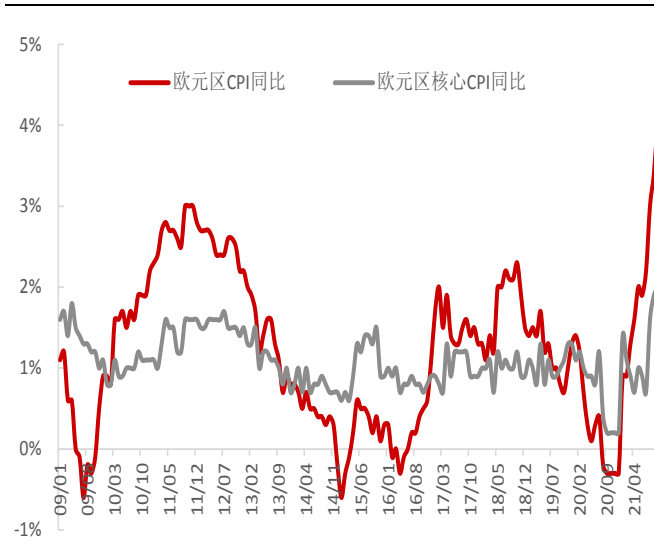
欧元区的劳动力市场并未出现劳动力短缺的问题，职位空缺数量仅仅是回到了疫情前的高点，出现的职位空缺对于劳动力成本影响非常有限，欧元区整体的劳动力成本持续回落。

图表 23：欧元区经济疫情后复苏



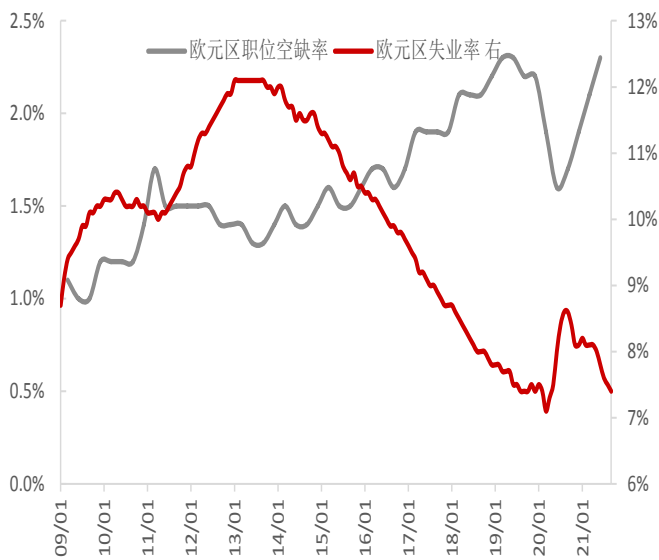
资料来源：Bloomberg

图表 24：欧元区通胀超过政策目标水平



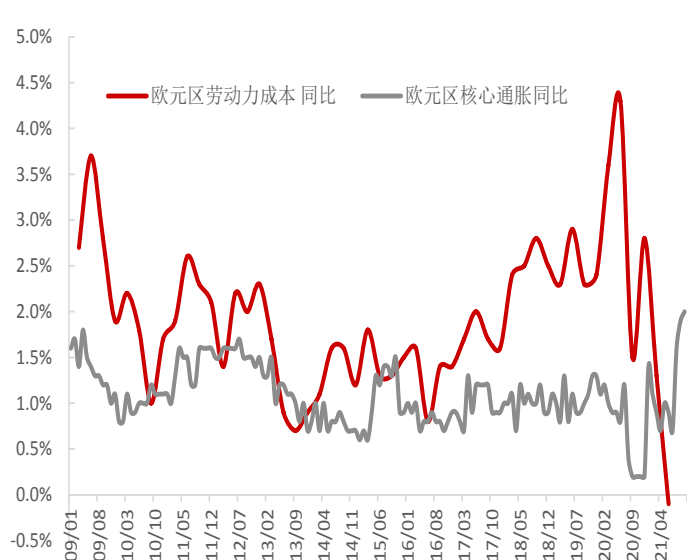
资料来源：Bloomberg

图表 25: 欧元区劳动力市场不存在结构性问题



资料来源: Bloomberg

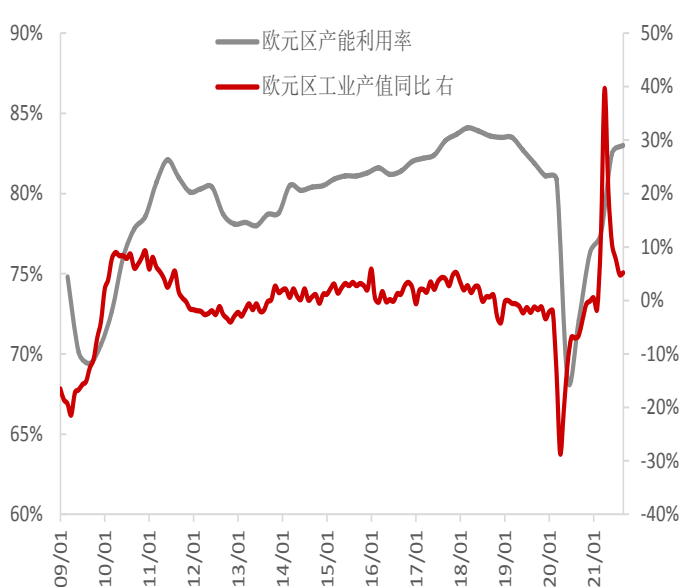
图表 26: 薪资增速回落对于核心通胀形成下行压力



资料来源: Bloomberg

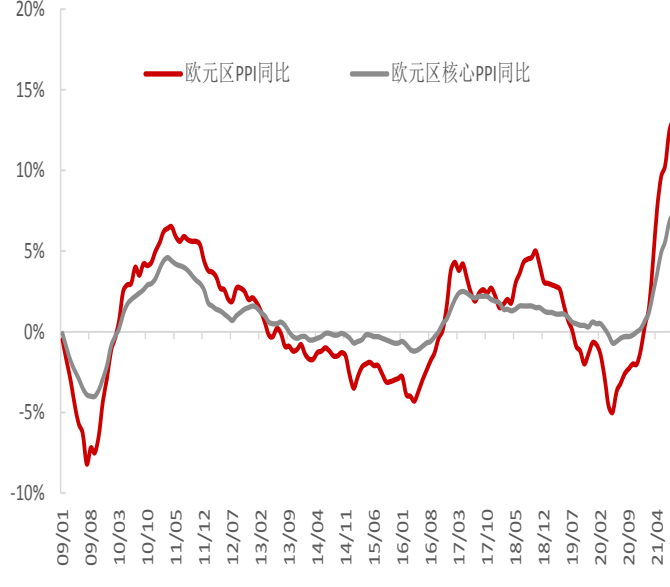
非常值得注意的是欧元区的经济领先数据已经出现了持续的走弱, 从 21 年中期开始, 投资者信心指数的持续下行表明欧元区企业部门对于经济的持续不看好。我们认为欧元区经济的乏力在新冠疫情后没有得到根本的解决, 欧元区企业部门的债务增速较低, 企业部门还是没有增加债务的意愿。

图表 27: 欧元区生产明显上升



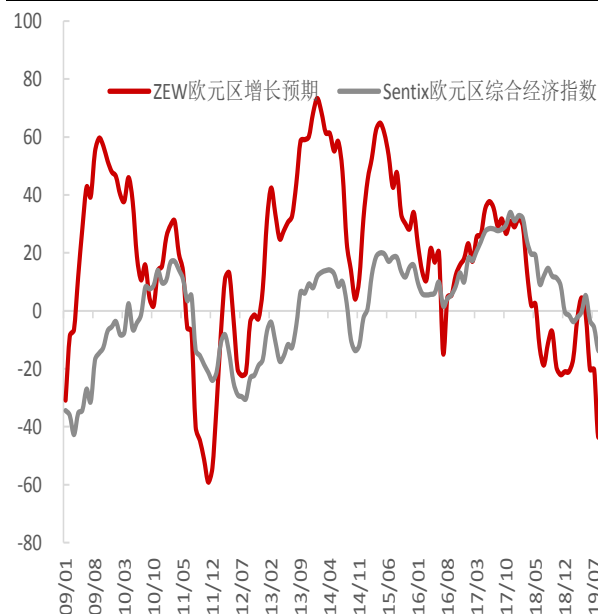
资料来源: Bloomberg

图表 28: 欧元区通胀集中在生产部门



资料来源: Bloomberg

图表 29: 欧元区经济预期显示经济回落压力较大



资料来源: Bloomberg

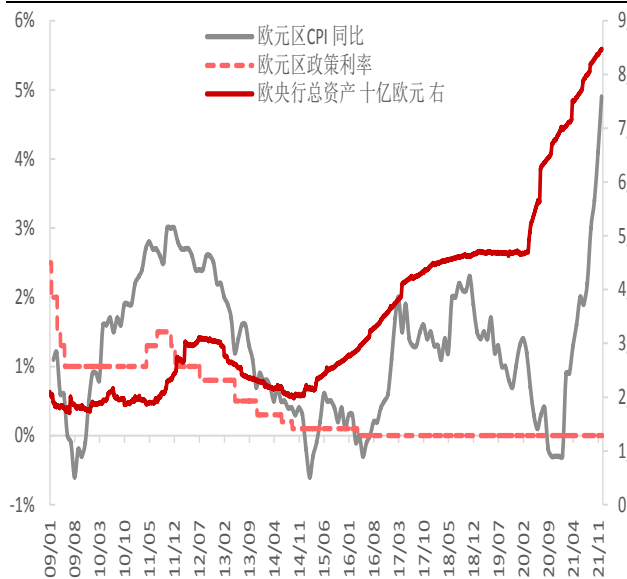
图表 30: 欧元区企业债务增速明显走低



资料来源: Bloomberg

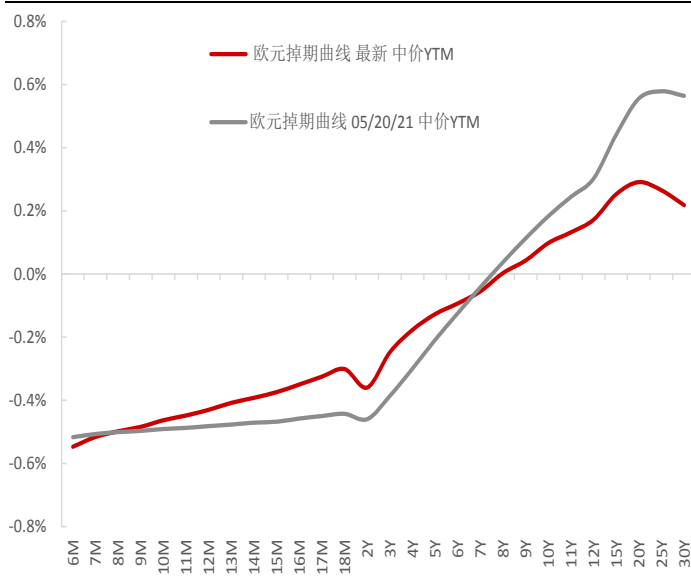
在居民部门薪资增速起不来,企业部门投资意愿较低的状况下,欧元区的通胀高于预期并不是一个可以持续的现象,因此我们认为欧元区的通胀不过是新冠疫情后全球财政刺激产生的一个脉冲而已,犹如剧烈爆炸后产生的冲击波,欧元区并不在爆炸中心,但是的确受到了爆炸产生的冲击影响。

图表 31: 欧央行流动性退出节奏继续放缓



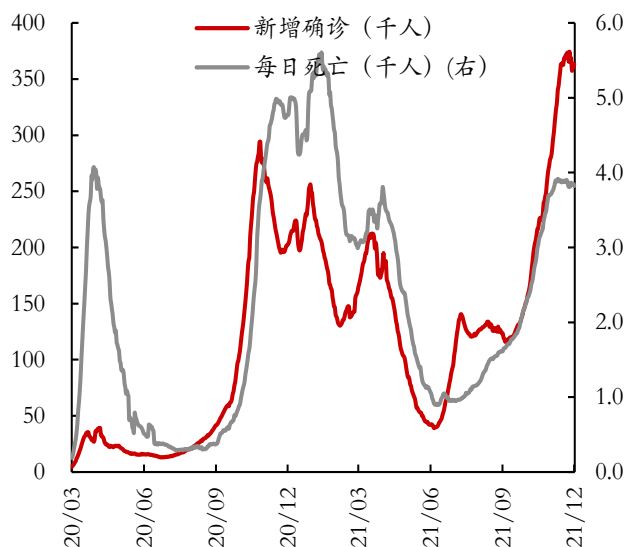
资料来源: Bloomberg

图表 32: 欧元区利率曲线进一步扁平化



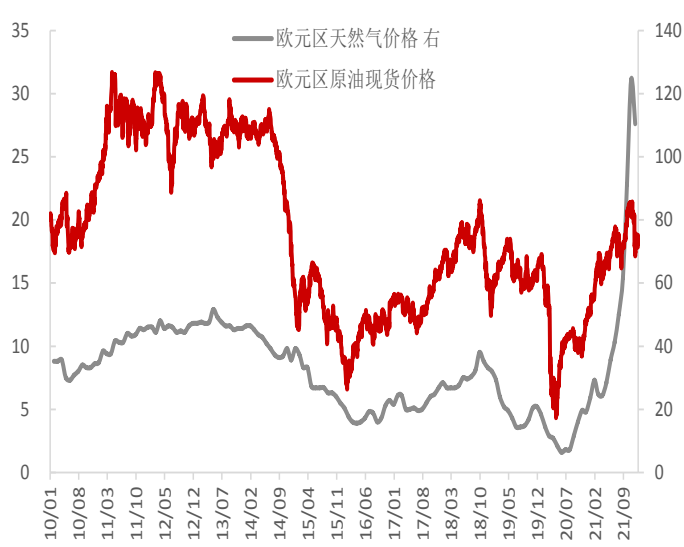
资料来源: Bloomberg

图表 33: 欧元区疫情持续严峻



资料来源: Bloomberg

图表 34: 欧元区能源危机对于货币政策影响预计有限



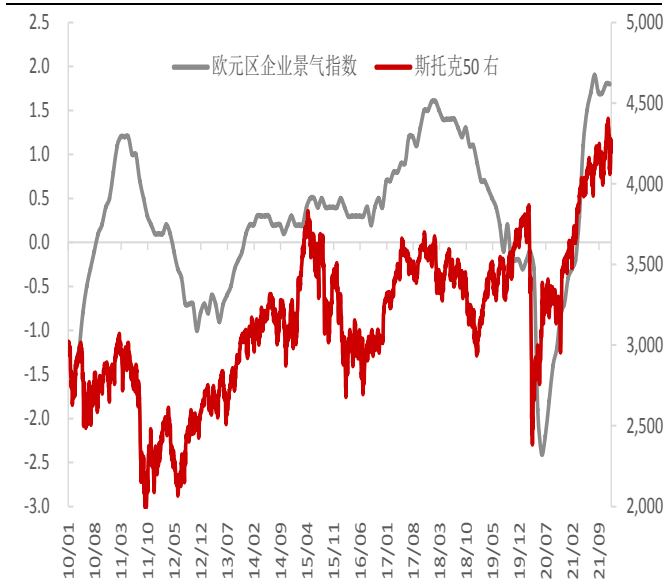
资料来源: Bloomberg

因此我们可以理解欧央行面临目前局面的困境,一方面,通胀的高企令欧央行存在货币政策收紧的压力,另一方面,经济本身的弱势导致通胀高企几乎可以肯定是“暂时”的。这就使得欧央行需要非常谨慎的做出对于未来政策预期的引导,因为欧央行一贯政策的特点是恐惧通胀,因此 11 年提前收紧货币政策的教训历历在目,在经济本身依旧相对弱势的状况下,过快收紧货币政策对于实体经济的压力必然需要更多的政策弥补,这是目前的政策制定者不愿意看到的。

目前欧元区的疫情再次出现了恶化的倾向,因此我们可以判断欧央行政策必然是被动的,这种被动体现在欧央行对于收紧货币政策的时机不断地延后,对于通胀容忍的程度会继续强化。因此虽然目前欧元区能源危机导致欧元区能源价格持续高企,但是欧元区能源危机的本身主要在于政治上的政策博弈,对于政策制定者而言,无法区分能源危机持续的时间和幅度,因此政策制定还是会更为关注内生性的因素。

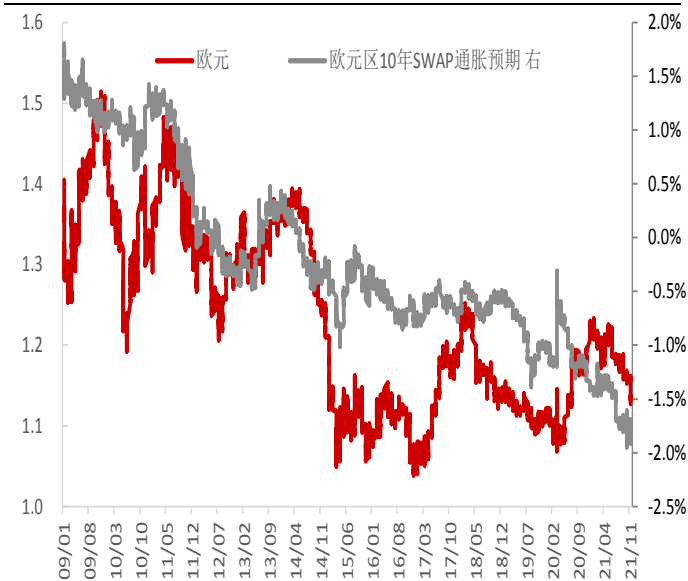
一般来说面对这种情况,我们应该预计一个走弱的欧元,但是实际上的情况并非如此。美国被动收紧货币政策和欧元区的别动维持宽松政策,虽然货币政策节奏上带来了显著差异,但是美国经济本身因为政策收缩而放缓,而欧元区经济下行压力被宽松政策部分抵消,因此政策节奏上的差异被经济基本面上的边际变化影响,最终欧元的走势主要还是取决于外部环境而非自身状况的变化,因为欧元区政策和基本面的变化幅度非常有限。

图表 35: 欧股面临下行压力



资料来源: Bloomberg

图表 36: 欧元区通缩倾向明显

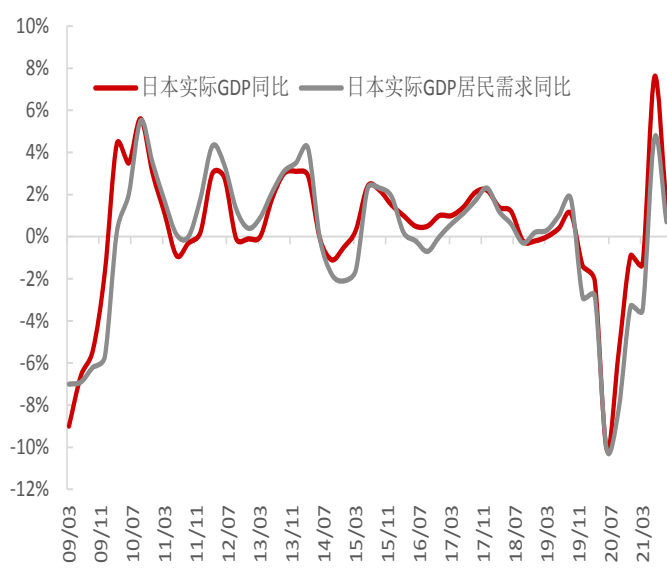


资料来源: Bloomberg

2.2、日本: 绝望通缩的挣扎

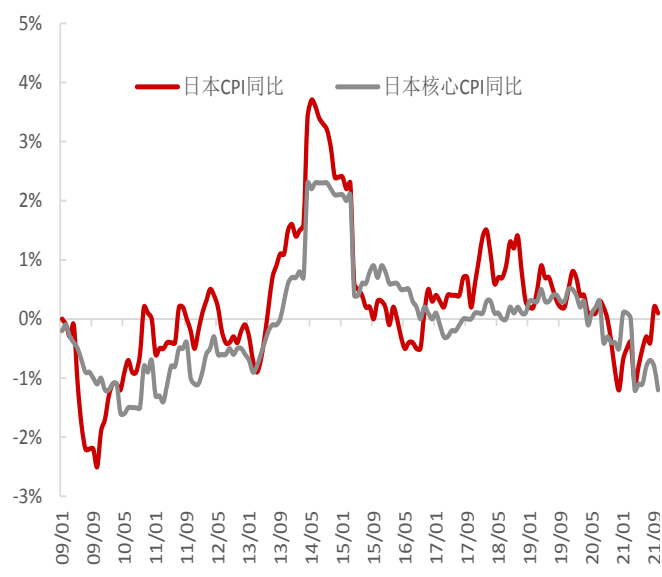
新冠疫情后的财政刺激对于绝大多数经济体产生了较强的通胀刺激,但是日本的情况明显不一样,我们看到日本维持之前顽固的通缩倾向,无论是整体的CPI还是核心CPI,上升的速度远低于其他主要经济体。

图表 37: 日本疫情后经济回落



资料来源: Bloomberg

图表 38: 日本通缩倾向不改



资料来源: Bloomberg

从日本的局面部门来看,居民部门的消费倾向持续回落,薪资增速也在走低,因此疫情

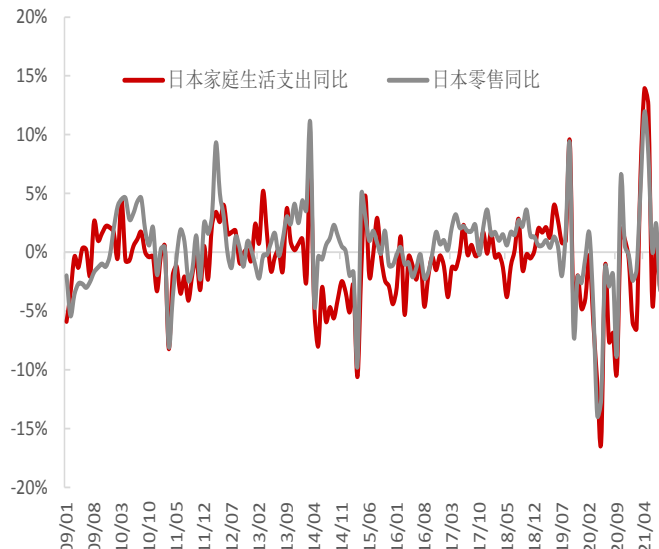
后的财政刺激没有对于居民部门形成明显的上升压力，因为日本不太可能出现劳动力市场的短缺状况，因此疫情后的财政刺激对于日本居民部门的有效传导非常有限。这就表明日本的内需一如既往的差。

图表 39：日本通胀压力来自于外部



资料来源：Bloomberg

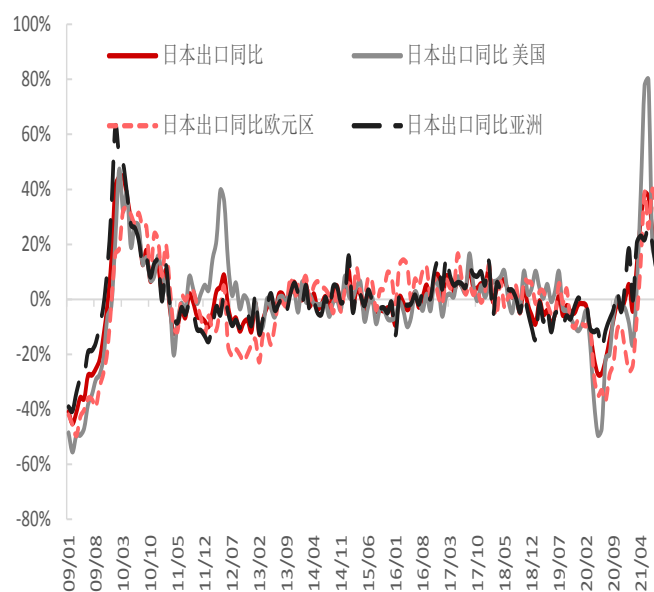
图表 40：日本居民消费乏力



资料来源：Bloomberg

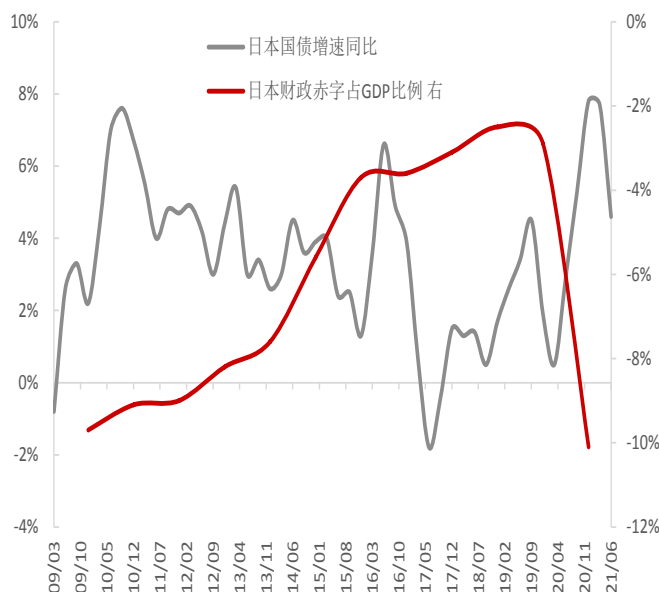
但是外需明显是另一个情况，因为全球经济尤其是美国的需求自财政刺激下明显上升，因此日本的外需非常强劲，日本 PPI 的高企和企业服务价格的上升表明了日本面对高企外需做出的扩大生产行为，因此这其中包括了全球大宗商品价格的上升和本来就维持在高位的全球需求对于日本生产方面的推动。

图表 41：日本出口部门相对走强



资料来源：Bloomberg

图表 42：日本继续扩张财政刺激



资料来源：Bloomberg

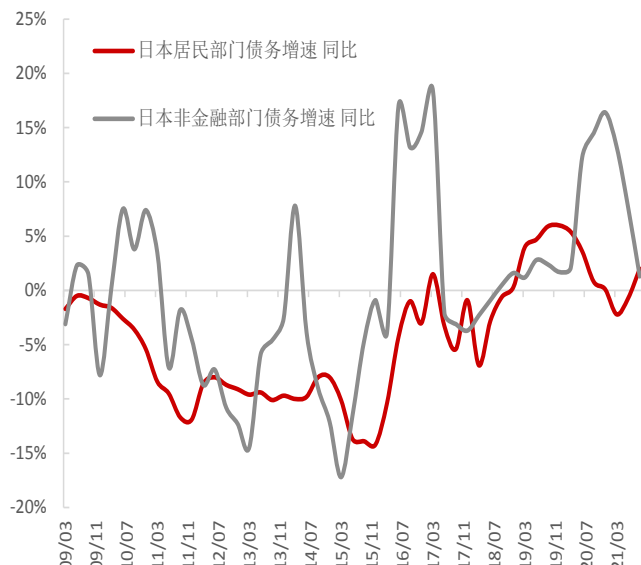
这就是为什么我们看到日本出口部门对于主要经济体的出口在 21 年绝大部分时间维持在一个较强的水平，只不过随着这种效应的逐渐消退，最新的出口同比增速回到了一个正常的水平。

图表 43: 日本工业部门的回升主要由外部驱动



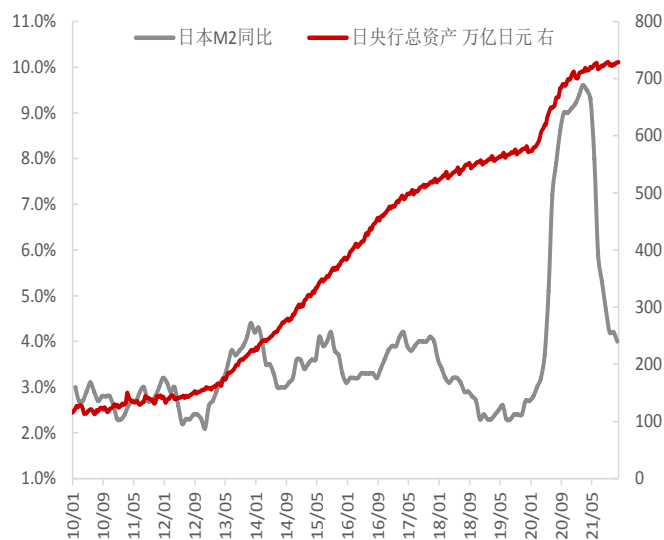
资料来源: Bloomberg

图表 44: 日本企业部门债务增速回落



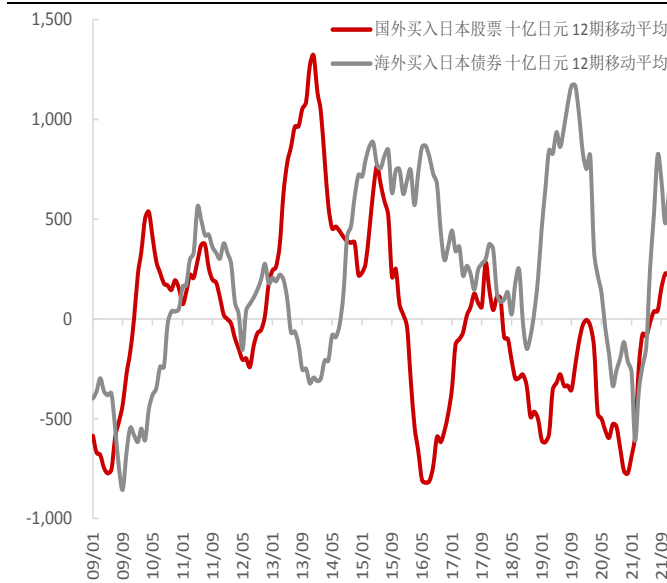
资料来源: Bloomberg

图表 45: 日本央行继续宽松



资料来源: Bloomberg

图表 46: 面对通缩预期投资者增持股债



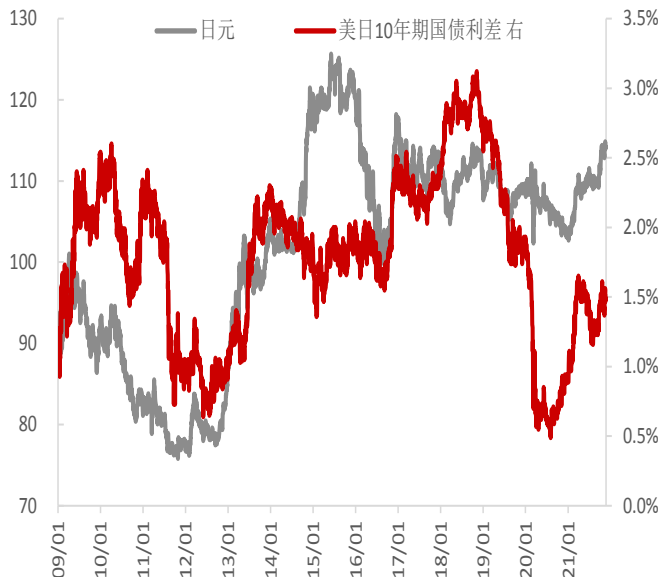
资料来源: Bloomberg

图表 47：日债收益率被通缩压制



资料来源：Bloomberg

图表 48：日元中期偏弱



资料来源：Bloomberg

因此我们非常理解日本在近期推出的规模巨大的财政刺激政策，日本推出规模在 55 万亿日元的财政刺激，其规模已经高于疫情期间的日本财政刺激力度。因为日本根深蒂固的通缩倾向竟然连疫情期间的全球大财政都无法得到起色，因此日本政府推出了新的财政刺激政策。

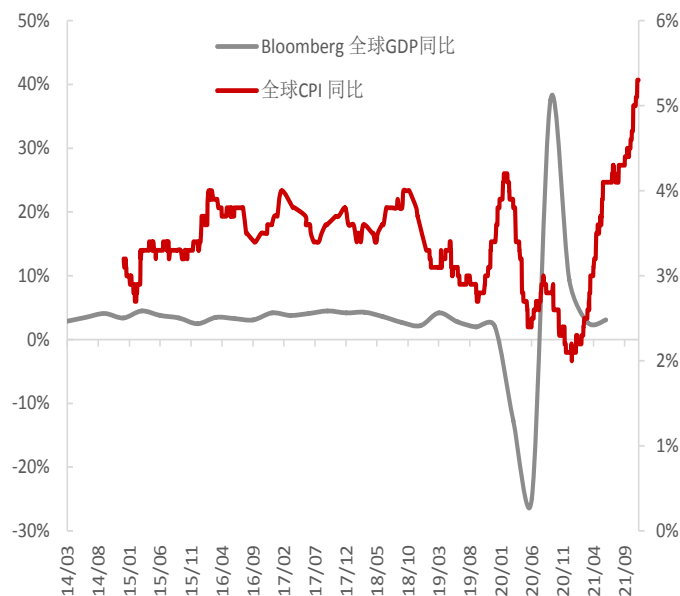
日本在通缩绝望中奋力挣扎，但是我们不是觉得效果有限，而是根本就没有效果，这种额外的财政刺激还是需要日本央行购买日本政府的国债来解决融资问题，因此日本央行必然加大对于国债的购买力度，财政政策对于日本的影响通过两个路径，1) 财政政策支出扩张对于实体经济的推动，2) 日本央行扩大资产构造买对于金融的推动。前者基本无效，后者才是重点，因为全球央行普遍的政策收紧，日本央行的政策扩张将使得日元继续成为套息交易的最理想的选择，日本国债稳定的低收益率和弱势日元非常容易被借出，日本的财政政策妙就妙在维持了日元的弱势但是不会使得日本国债收益率走高，除非出现大的避险事件导致日元走强，否则这种局面将会不断强化。

因此日本经济的强通缩倾向成为了基本面上最大的定数，日元的弱势继续维持，目前日元的反弹主要还是疫情产生的避险因素，中期趋势来看，日元将持续维持弱势。

3、全球宏观：拐点将至

不得不承认，新冠疫情之后的财政刺激对于市场产生的巨大后遗症逐步显露了出来，那就是滞胀的阴影。政策制定者一再忽视通胀的存在，但是通胀已经通过财政刺激巨大的需求反馈到了实体经济之中，而可以看见的未来，还看不到这种局面存在根本性的反转。

图表 49：全球经济滞胀倾向加剧



资料来源：Bloomberg

图表 50：新兴市场的压力才刚刚开始



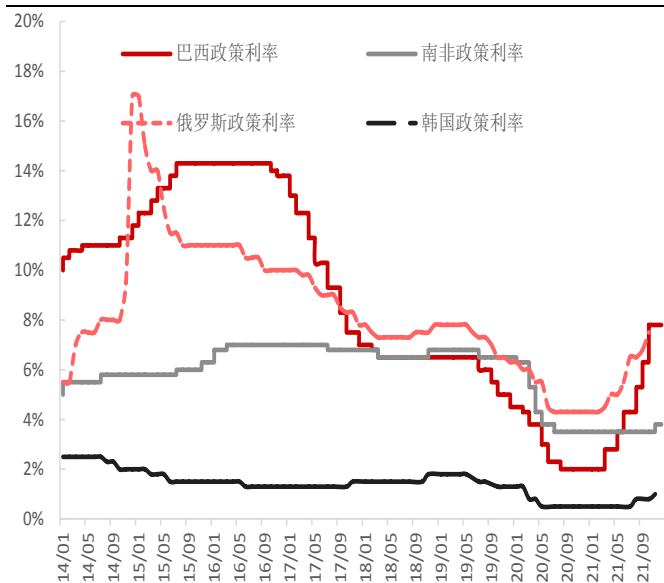
资料来源：Bloomberg

因为疫情短期出现的反复还是超出了政策制定者的预期，因此我们看到无论是德尔塔还是奥密克戎，新冠病毒的变异复杂性已经超过了疫苗研发的速度，这意味着即使疫苗接种率较高，只要有短板的存在，新的变异病毒就可能出现，而对于新的病毒变异，其感染的威力和传播效应都是未知的。

这从根本上改变了市场的一致预期，市场对于新冠的定价符合一个一次性事件的巨大冲击，造成了巨大的影响但是会逐步回到正轨，因此我们看到了新冠后财政和货币的宽松，和政策的逐步退出。但是一旦疫情的演化超出政策制定者的判断，新冠将长期持续存在，那么目前的政策导向将完全不一样。

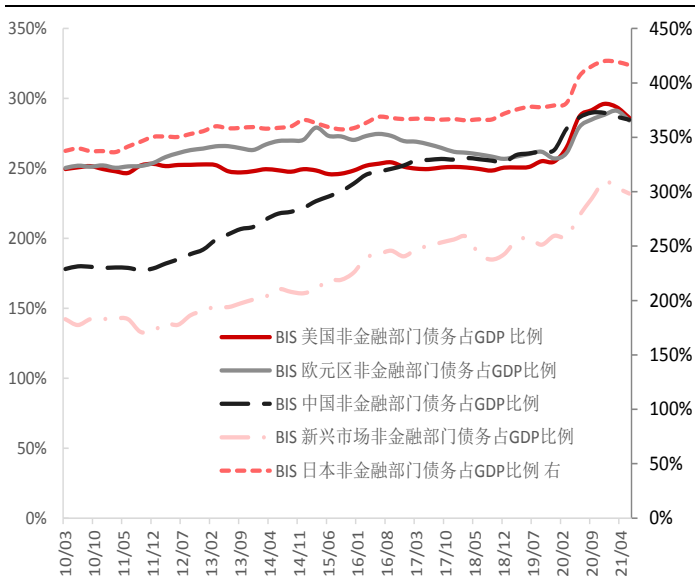
我们本来就认为财政刺激会常态化，一旦新冠疫情长期化，更加需要财政刺激去支持实体经济，尤其是财政刺激可以直接对冲实体经济的通缩冲击，疫情的常态化可能意味着实体经济面临的结构性问题将持续存在，因此实际上会强化中期滞胀的程度。

图表 51: 新兴市场已经被动收紧



资料来源: Bloomberg

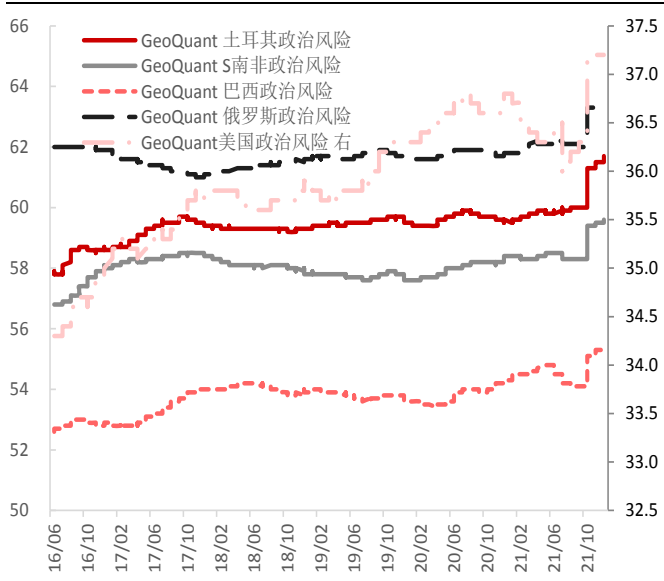
图表 52: 债务问题导致市场对于流动性收紧非常敏感



资料来源: Bloomberg 东证衍生品研究院

因此我们更加可以确定政策制定者对在这种环境下的政策导向的谨慎性。因为政策制定者对于疫情的认识是不全面和滞后的,政策的节奏滞后于疫情发展的变化,只能根据疫情的形势做出被动的反应。

图表 53: 新兴市场的政治风险在极速上升



资料来源: Bloomberg

图表 54: 流动性拐点对于风险资产的冲击较大



资料来源: Bloomberg

疫情的反复和经济的滞胀存在结构性的关联,疫情对于供应链的影响和对冲疫情的财政刺激中期都加剧了滞胀的压力,因此我们还是认为最终的局面还是朝向滞胀的大趋势。因此不难理解为何政策制定者意识到疫情对于通胀反倒是形成了促进而非下行的压力,

因此在政策上更加犹豫不决。

因此 22 年相较于 21 年更加困难，这种困难本质在于，当全球经济的动力不足时，面临的通胀压力和疫情之间形成了一个诡异的组合，政策制定者面对逐渐下行的经济和逐渐恶化的通胀前景就需要在两难抉择中互相摇摆，造成市场的波动加剧。

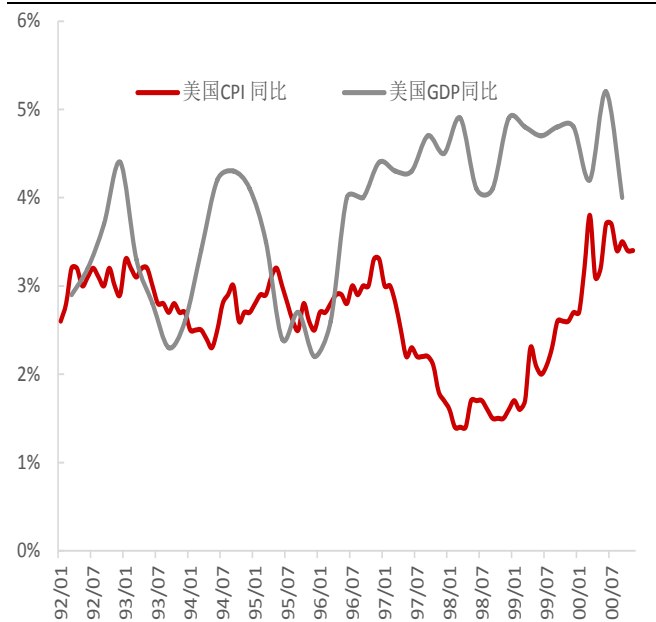
即使疫情短期得到缓解，但是已经造成的问题并不会随着疫情的结束而自然终结，全球经济滞胀的局面已经形成，而债务的大幅增加，使得解决这种问题的难度相较于以前变得难度巨大。

图表 55：美联储加息对于新兴市场施加压力



资料来源：Bloomberg

图表 56：美国经济基本面难以媲美 90 年代



资料来源：Bloomberg

在这篇报告之前，我们已经预判到了全球结构性改革的不可能发生，因此实际上我们所看到的就主要经济体经济内生性动力的消退，所以才会出现在新冠疫情后的企业部门普遍债务增速走低状况，这表明企业部门普遍性质的不愿意增加投资，也就阻止了经济长期进一步向好的可能。

因此我们观察到新兴市场在疫情后普遍出现了本币大幅度贬值的趋势，因为财政刺激导致的通胀和经济复苏的不平衡性导致新兴市场的吸引力持续走低，因此这些国家需要被动加息来应对资本外流的局面，这种状况会随着时间的推移变得更为明显。

因此 22 年局势更倾向于一个变相版本的 98 年亚洲金融危机的局面，新兴市场非常脆弱，但是美国的基本面也没有好到超脱的程度，美联储加息对于美国经济本身的压力也会产生反身性，也就是说美元不一定持续走强，建立在财政刺激之上的全球经济复苏脆弱非常。值得重点关注的还有中国经济持续的下行压力，预计中国在 2022 年政策将转向持续的宽松来应对经济下行压力，随着中国经济下行压力的加剧，美联储也不得不对美国经济的预期增长做出调整，当美国的增长引擎逐渐熄火，中国 22 年的逆周期政策预计也很难对冲这种下行的压力。周期上的共振下行加剧了流动性退出的难度，因此这也

意味着美联储的收紧之路将变得更为复杂和缓慢。

全球经济的“脆性”复苏结束，建立在财政刺激基础之上的全球经济复苏的代价是债务的迅速上升，但是实体经济普遍缺乏内生性动能，而高通胀使得对于维持债务非常重要的流动性边际收紧，全球市场迎来了黑云压顶，暴风雨还遥远吗？

我们到了一个转折点了吗？虽然在新冠疫情后，转折一词出现的概率非常高，22 年可以预见的是经济下行压力继续加剧，流动性艰难收紧，处于流动性支撑的风险资产面临明显的走弱压力，尤其是当美联储加息的时间段前后，市场的波动性在 22 年将会非常高。潮水逐渐退去的时候，才是检验市场的至暗时刻。

4、投资建议

4.1、美元走弱

美元指数在 22 年走势偏向于走弱。虽然美联储收紧货币政策，但是滞胀的压力不会改变，对于新兴市场的紧缩压力会导致阶段性的反弹，但是趋势上并不会改变弱势。

4.2、风险资产的拐点

财政政策和货币政策在 22 年都面临结构性的问题，流动性定价的风险资产尤其在下半年可能迎来趋势性的拐点。

5、风险提示

疫苗出现变数，疫情加剧对于市场施加通缩压力。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

元涛

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com