

# 年度策略：一山二虎

## 摘要

2021 年宏观逻辑由交易通胀转向交易滞胀，金融由宽松转向宽松退出，经济由复苏转向放缓，新冠病毒由德尔塔变异为奥密克戎。2022 年一治胀，二治滞，三则收水。疫情尾声，金融去杠杆，“泡沫”资产去金融化，利率市场美升中降，权益进入分化。2022 年聚焦 4 个维度：治胀之道下货币双雄、利率之道下的此消彼长、经贸之道下的亦战亦友、地缘之道下的币权维护。货币双雄与利率的此消彼长，决定明年权益先升后跌；亦战亦友的经贸决定产业层面分化：新旧能源的博弈，有色板块高位震荡；新旧基建博弈，黑色低位震荡；升温的地缘巩固美元币权，大宗进入金融去杠杆。疫情预期走弱，贸易摩擦预期走强是明年的基调，2022 一山二虎之年。

## 一、治胀之道

### （一）通胀的表象

图 1：美国 CPI-PPI 剪刀差

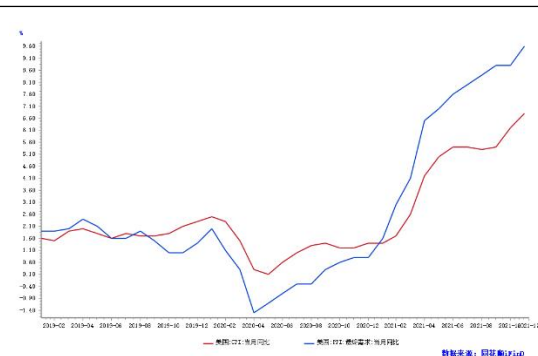
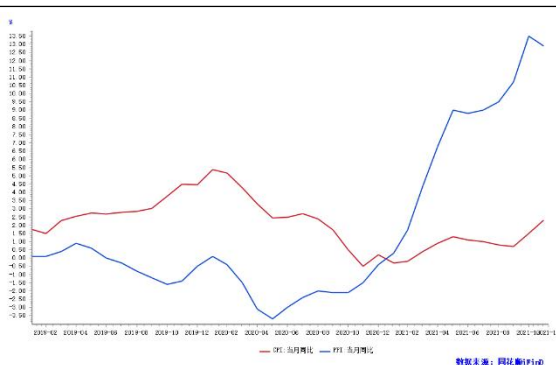
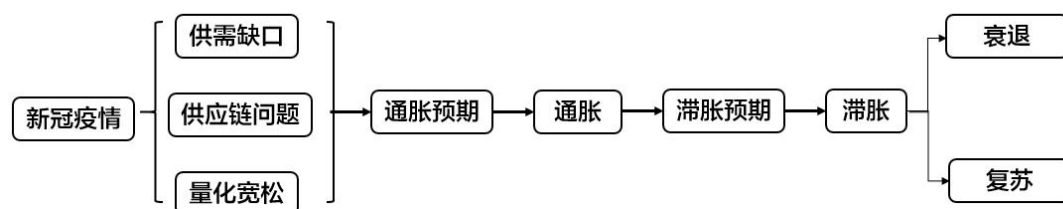


图 2：中国 CPI-PPI 剪刀差



数据来源：同花顺，长江期货

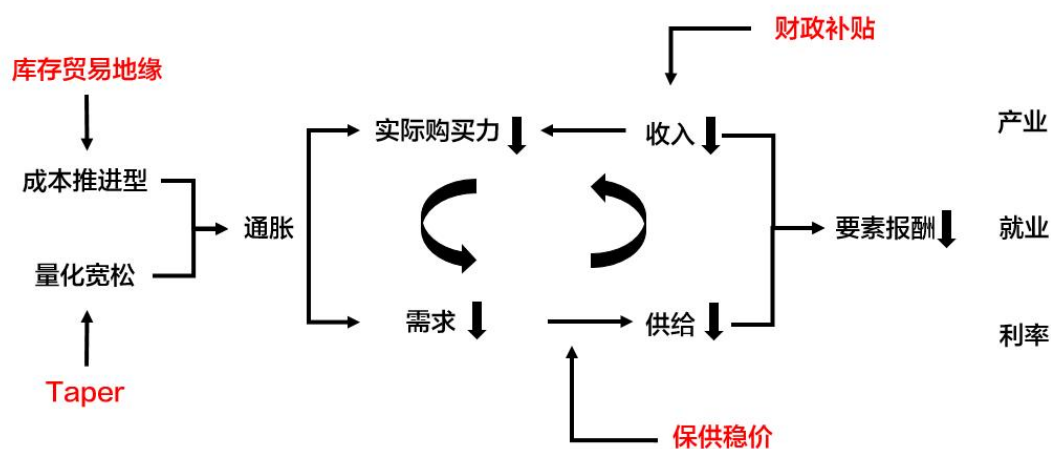
PPI、CPI 是衡量价格水平的经济指标，如上图 1、图 2 所示，中美两国都保持较高的通胀水平。但不同的是，美国 CPI 和 PPI 同步上行，表明美国通胀压力较大。而中国 CPI-PPI 剪刀差再收敛，表明通胀传导的压力在缩小。



## （二）通胀的渊源

图3 通胀渊源

如图3所示，上图逻辑结构贯穿自疫情开始到现阶段通胀的具体原因。疫情开始，需求迅速减少，生产停止，此时价格水平处于底部，即本轮通胀水平的最底部。当人们逐渐了解疫情，开始复工复产，叠加美联储无限量化宽松政策实施，通胀开始反弹。从2020年10月份起，供应链问题开始显现，供需缺口下导致大宗商品价格一路攀升，通胀预期开始迅速膨胀。而过高的通胀水平会减少需求，抑制经济，市场转向滞胀预期。通常情况下，经济周期由滞胀转为衰退。中国发改委保供稳价措施的实行，“有形的手”影响“无形的手”，价格水平迅速调整。如若价格水平恢复正常，经济衰退周期可能缩短，中国经济快速转变为复苏周期。



### （三）通胀的危害

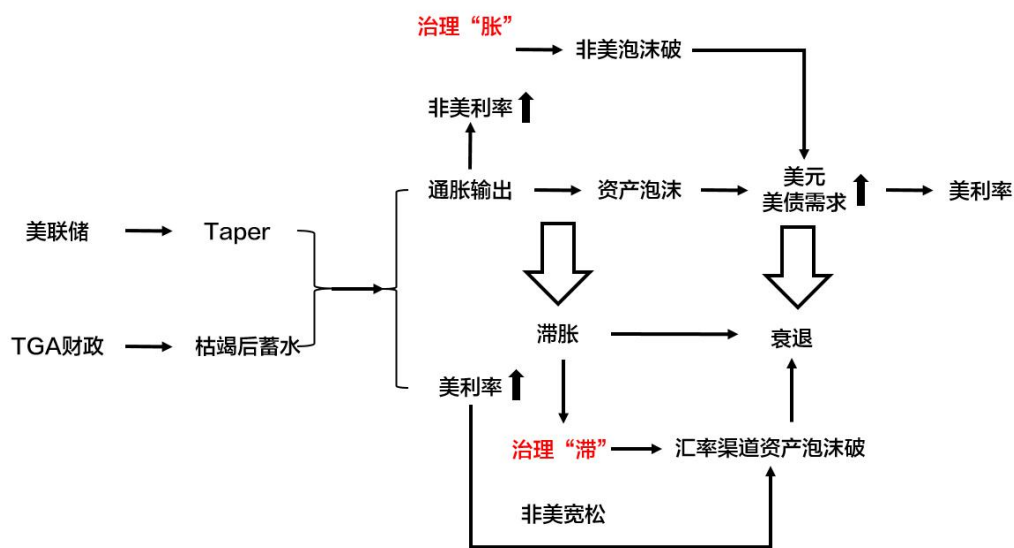
图4 通胀危害

本轮通胀的主要原因有两个：其一，由库存、贸易、地缘格局导致的成本推动型通胀；其二，由美联储无限量化宽松，超发货币导致的通胀。

如图4所示，通货膨胀会导致恶性循环。通货膨胀带来一系列“蝴蝶效应”，价格上升导致实际购买力的减弱，真实需求下降，接着供给下降。供给下降又会导致所有要素价格下降，其中也包括薪资。薪资的减少又会导致购买力的下降，形成恶化的循环。

面对通胀，中美采取了不同的方法。美国采取直接补助的方法，提高人民收入来保持购买力。中国发改委采取保供稳价，提高供给，降低要素价格来控制通胀，详情见（四）。

### （四）中美治胀异步



对于美国，整体属于通胀红利享受、通胀持续输出。美国通过同比增长名义收入以应对实际购买力不足，支持其制造业、服务业经济数据，维持生产供给端正常运行，因而实际经济损失并不大。财政补贴一定程度上降低工作意愿，因此形成美国就业数据不佳，但制造数据较好的局面。

“通过提高名义收入去提升实际购买力”的治理滞胀方式只有美国可以采用，这来源于其铸币税享受及货币体系里天然积攒的政府信用。非美货币通过汇率贬值极多，实际购买力很难维持在一个高位，继而会转向对美元的需求从而维持了美元购买力的高位。

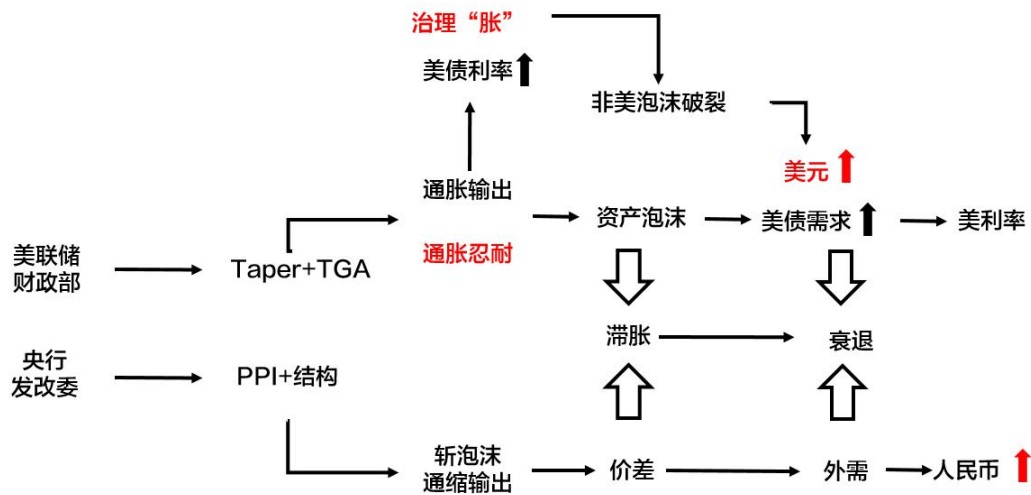


图6 中美治胀道不同而相谋

相较其他国家，中国采取的治胀方式截然不同。今年十月份前，国内大宗商品暴涨，PPI 数据急速上升且 PPI 和 CPI 的剪刀口持续放大。我国央行发改委直接刺破 PPI 的泡沫，将滞胀转为通缩，同时决定了中下游的通缩输出过程。“通胀输出”模式与“通缩输出”模式产生较大的价差和较强的外需导致较强的人民币升值预期。进而出现美元和人民币的同步上涨窗口，背离“离岸人民币与美元呈反向关系”的结论。在这一层逻辑下，人民币其实还有进一步的升值空间。在治理通胀的逻辑框架下，中美自然形成“道不同而相谋”。

美国借由同比增长名义收入来忍受通胀，且考虑到目前逻辑框架下通胀将继续持续，美国的通胀忍耐也相应持续。但其他非美货币国家将难以忍耐，最终会因为非美资产泡沫萎缩而引致全球衰退预期转衰退的循环。我国的“输出通缩”模式打破循环，转化为可能的“滞胀转恢复”预期过程。前期担忧的“交易通胀的正反馈进入交易通缩的负反馈”调整为“可能在极短时间内完成或者跳过交易通缩的负反馈，进入到一个复苏恢复的过程”。这样用逻辑转向换取大类资产配置逻辑不变，只是调整了通缩的窗口。

中美治胀之道的异步使得在滞胀转衰退预期的窗口，分化出一个滞胀转复苏恢复预期的时间窗口。目前比较确定的是人民币和美元同强格局；大宗高光已过，进入分化；人民币权益资产配置需求上升。

## 二、 利率之道

图 7：美联储资产持有证券数量

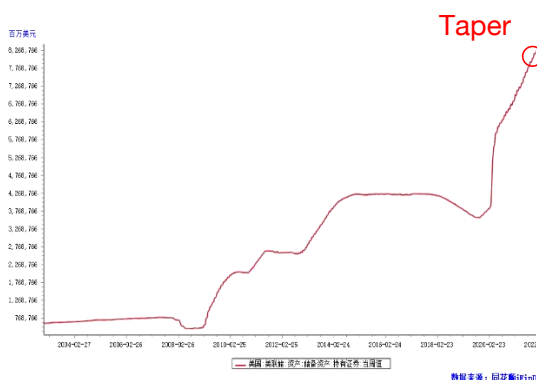
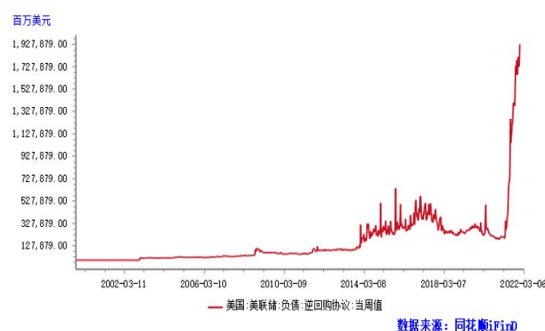


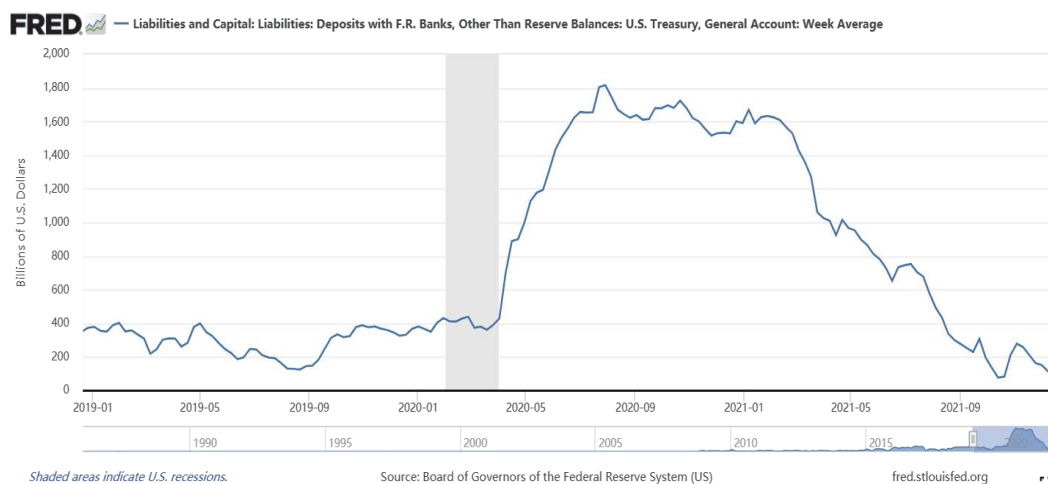
图 8：美国逆回购数量



数据来源：同花顺，长江期货

利率是衡量融资的成本，是由货币供需所决定的。美联储资产持有证券数量代表着美联储向市场注入流动性，美国逆回购数量代表着从市场回收流动性（美国逆回购操作与中国逆回购不同）。如图 7 所示，自疫情开始，美国启动无限量化宽松，向市场注入了大量流动性，利率维持较低的水平。直至 Taper 开始，美联储逐渐收紧，减少向市场注入流动性。而美国现在流动性过剩，逆回购数量不断创历史新高，如图 8 所示。从数据上看，逆回购数量远大于 Taper 的规模。

图 9：美国 TGA 账户余额



数据来源：Board of Governors of the Federal Reserve, 长江期货

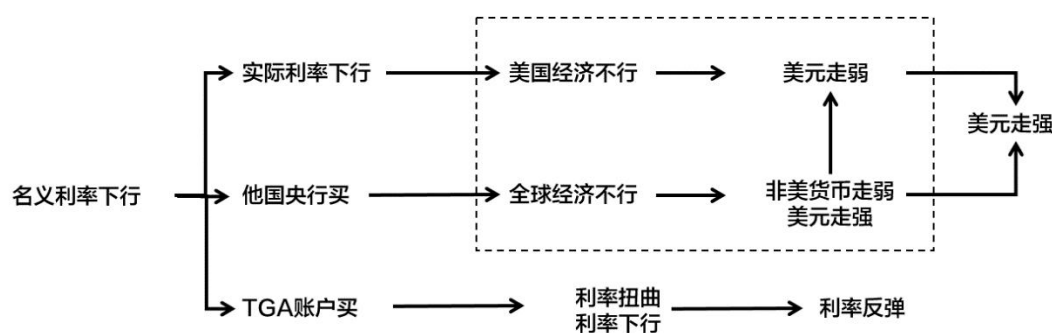


图 10 利率逻辑推演

利率下行与 Taper 预期反向是由于 TGA 对整个利率影响远大于 Taper。2019 年 7 月，美国国会投票决定暂停债务上限两年。从 2021 年 8 月 1 日开始，债务上限重启。TGA 账户余额减少代表向市场注入流动性，临近债务上限日期向市场注入流动性，压低利率。这就是 9 月之前，有 Taper 预期利率却依然下行的原因。

奥密克戎变异株一定程度影响经济复苏。美国经济复苏不及预期，经济增速放缓，实际利率下行，美元确实是有走弱，这是 2021 年 11 月底至 12 月名义利率下行的一个原因。另一方面，欧洲相关国家同样面临疫情问题，经济相对美国更差。非美货币国家的经济同为下行而购买美债，使得美债及美元走强。两者中和，美元走强。

现阶段，十年期美债利率大约维持在 1.4%。美国提高 2.5 万亿美元国债上限，并将其延长至 2023 年，为 TGA 账户腾出空间。当 TGA 账户蓄水，美债利率上升；TGA 账户放水，美债利率下行。展望 2022 年，将依次经历 TGA 账户蓄水、TGA

账户放水、美联储加息过程，则利率先上后下，最终保持上行的趋势。

三、 经贸之道

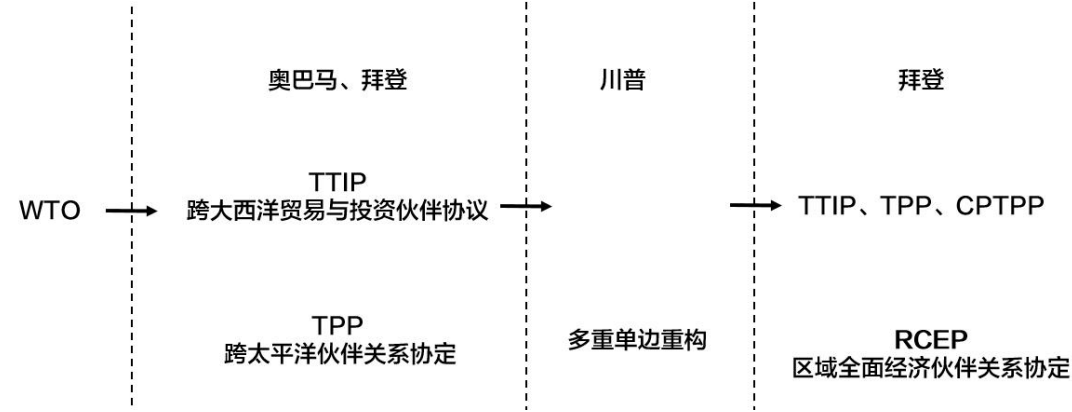


图 11 经贸格局

从经贸格局演变来看（图 11），全球经贸格局走过四个阶段：全球化，开始分裂，完全分裂，再融合。

从 2019 年到 2021 年上旬从量化宽松“放水三部曲”释放超大量货币且形成泡沫到整个经济要素回暖。从 2021 中下旬开始就回到贸易摩擦中，如何让泡沫软着陆便是当前的课题。美国采用的是刺激消费与基建投资并行的方式，而中国通过“一带一路”传统产能结构化升级——以投资为主，消费为辅来解决产能过剩问题。未来中国产业格局变化将放在新基建部分，遵循“房住不炒，保供稳价”的方针。全面进入小康后，房地产投资会相对稳定，同时基于政策引导用有形之手应对通胀，并逐渐落地到绿电、碳中和等新基建板块，可以展望对应到相应的权益板块和产业链条。

基于当前美国维持对外通胀输出，经贸之道最关键的结论是：通胀压力下需要贸易壁垒弱化，但当通胀压力缩小、经济压力增大又回到贸易壁垒上升的格局，整体上是全球贸易竞争博弈的状态。

四、 地缘之道

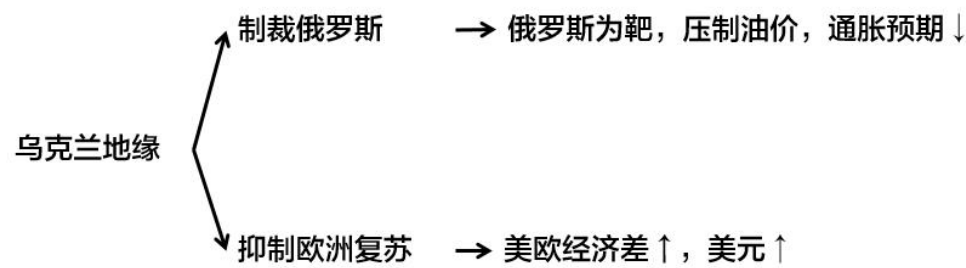




图 12 乌克兰地缘逻辑

地缘事件的发生背后通常蕴含经济意义。乌克兰地缘逻辑是乌克兰局部紧张会抑制欧洲经济复苏，在美欧经济差的影响下推进美元走强；另一方面，乌克兰局势一定程度上以俄罗斯为靶，压制油价，达到抑制俄罗斯和压低通胀的目的。台海地缘逻辑同样是通过军事扰动来强化美元进程。

在当前全球治理通胀的前提下，地缘因素会相对弱化但不会消失。地缘问题在经济复苏具有一定成效的情况后会逐渐出现。2022 年，若经济复苏见长，预计地缘上会不断承压，因而在大类资产配上可考虑配置军工板块。

## 五、结论

综上所述，2022 年将有四条逻辑主线：

- **治胀之道**：中抑胀之弊，美享胀之利，价差下人民币、美元双雄。
- **利率之道**：中抑胀之弊，亦可松；美享胀之利，亦要紧。Taper 与 TG 账户异步，美债利率先扬后抑。
- **贸易之道**：奥密克戎来势汹汹，去也匆匆，通胀压力驱使贸易和，经济压力驱使贸易分。
- **地缘之道**：复苏中的货币主权竞赛，欲保美元强势，乌克兰、台海地缘升温。

目前人民币、美元双雄时期，人民币权益资产配置需求上升；同时大宗商品高光已过，去金融化过程会进入分化。从最新新冠的死亡率上看，疫情对经济的影响将会明显弱化。低油价为地缘树靶，而对低商品的需求也使当前呈现“设立黑名单的同时又降关税”的局面。预计随着经济回暖，复苏中的货币主权竞赛，欲保美元强势，乌克兰、台海地缘升温。

在 2022 年，预期中国利率下行，美利率目前稍微走弱后续会走强，美元也会逐渐走强。预计：新旧能源的博弈，有色板块高位震荡；新旧基建博弈，黑色低位震荡；农产品板块分化，刚性品种高位震荡，用于穿用的软性品种需求根据疫情走向。整体上，全球格局大约会随着疫情好转逐步回到贸易摩擦阶段。

# 宏观金融团队介绍

---

李鸣

期货投资咨询证号：Z0017029

期货从业资格证号：F3058939

研究员

电话：

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

(027) 65261355

中级黄金分析师。

邮箱：

澳大利亚国立大学金融工程硕士。主要从事股指期货期权研究，商品 CTA 策略研究。侧重于模型量化分析并形成波动率交易策略、投机交易策略、CTA 中短线策略；同时负责国债、黄金的研究工作。在文华财经等处发表研究观点，且有多次全国路演及投教培训丰富经验。

liming7@cjsc.com.cn

---