

# 从效率到公平-中美政策剧变下的资产配置



走势评级: 美元:看跌  
报告日期: 2021 年 12 月 13 日

### ★美国-财政主导下的缩小贫富差距

新冠疫情后,巨大的社会矛盾激化,美国开始用财政政策代替货币政策对冲经济下行压力。财政政策长期化的倾向不可避免,财政政策代替货币政策成为未来政策的主要旋律。08年金融危机后的超常规货币宽松带来的通缩循环逐渐向财政政策导向下的通胀循环,美国经济将长期滞胀。

### ★中国-从高速到高质量发展

新冠疫情之后,我国居民部门杠杆率进一步接近极限。传统经济增长模式下,居民债务增速长期高于收入增速,居民债务负担过重挤出消费,并导致生育率降低进而使得消费潜力被压缩。和美国强刺激不同,中国的从效率到公平将通过改变发展模式的方式实现,即以技术进步推动的全要素生产率上升,带动居民部门收入上升来实现以消费为主的经济增长模式。这就需要政策一方面降低居民债务压力,另一方面促进企业创新增加居民收入。

### ★从效率到公平背景下的投资机遇

中美效率到公平对于资产配置产生底层逻辑的根本变化。对于美国而言,财政政策强刺激的终局是滞胀,这意味着股债双牛结束,美债收益率中枢有长期上行压力。对于中国而言,经济发展模式转变意味着政府对经济下行的容忍度会提高,且对新发展动能的投入将增多,符合政策发展方向的行业能够获得超额收益。

### ★投资/配置建议:

2022 年美元前强后弱,美债、人民币整体看空,国内股市多配新能源等赛道。持续滞胀叠加经济转型利好部分大宗商品。我们依旧强烈看好贵金属和经济转型利好工业金属,对于黑色系商品整体看空。

### ★风险提示:

疫情反复;央行提前迅速回收流动性;国内稳增长压力超预期。

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](mailto:tao.yuan@orientfutures.com)

联系人 张荣东(国债)  
从业资格号: F3085356  
Tel: 8621-63325888-4110  
Email: [candong.zhang@orientfutures.com](mailto:candong.zhang@orientfutures.com)

## 目录

1、效率到公平-全球政治经济底层逻辑的地覆天翻.....	4
1.1、美国-财政主导下的缩减贫富差距.....	4
1.2、中国的从效率到公平：从高速增长向高质量发展的转变 .....	8
2、投资建议.....	13
3、风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1: 美国贫富差距持续扩大 .....	4
图表 2: 新冠疫情后, K 型复苏愈发明显 .....	4
图表 3: 新冠疫情后财政刺激力度空前强大 .....	5
图表 4: 财政刺激导致美国通胀上升 .....	5
图表 5: 08 年金融危机后央行资产购买降低利率中枢 .....	6
图表 6: 金融危机后劳动生产率中枢走低 .....	6
图表 7: 通缩循环下薪资增速持续低迷 .....	7
图表 8: 疫情后政府部门债务大幅上升改变通缩循环 .....	7
图表 9: 通缩循环下的资产底层逻辑 .....	7
图表 10: 通缩循环改为通胀循环 .....	7
图表 11: 2008 年以来我国居民部门杠杆率持续攀升 .....	8
图表 12: 2008 年-2020 年中国居民杠杆率涨幅世界第一 .....	9
图表 13: 我国居民部门债务在人均 GDP 相同时为最高 .....	9
图表 14: 贷款需求指数 vs 房价预期上涨比例 .....	9
图表 15: 房地产 vs 居民部门杠杆率 .....	9
图表 16: 我国居民债务增速长期高于收入增速 .....	10
图表 17: 居民杠杆率上升对消费形成挤压效应 .....	10
图表 18: 2016 年起我国出生人数和生育率迅速下降 .....	10
图表 19: 房贷收入比越高的城市, 出生率越低 .....	10
图表 20: 间接融资是我国最主要的融资方式 .....	11
图表 21: 房地产贷款约占人民币贷款余额的 3 成 .....	11
图表 22: 中国新经济增长模式-美国 90 年代科技带动 .....	12
图表 23: 中国货币政策的谨慎化 .....	12
图表 24: 中国旧有经济增长模式 .....	12
图表 25: 共同富裕下的新经济增长模式 .....	12

## 1、效率到公平-全球政治经济底层逻辑的地覆天翻

### 1.1、美国-财政主导下的缩减贫富差距

新冠疫情后，全球政治经济出现了巨大的变化。对于公平的呼吁明显上升，主要原因在于，新冠疫情对于社会不同阶层的影响是明显不一样的，在疫情后，美国经济出现了“K 型复苏”K 型复苏的含义就是经济复苏的不均衡，使得富裕阶层更加富有，同时贫穷阶层更加贫穷。

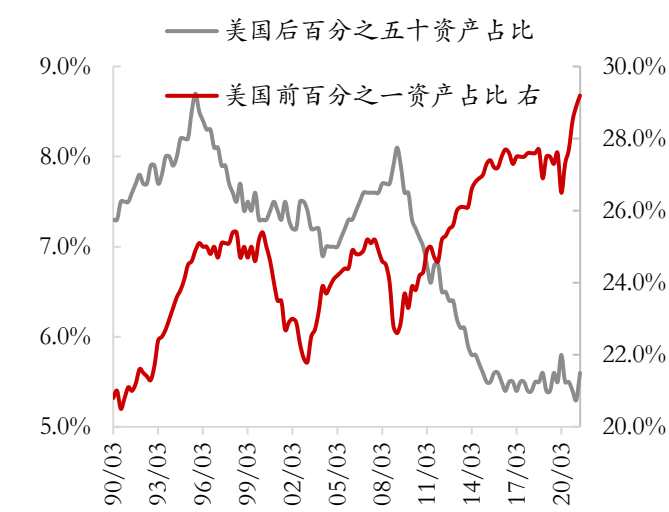
但是我们需要注意到，美国经济自 08 年金融危机以来，经济的增长实际上一直是“K 型”的，美国居民部门债务增速在 08 年后的 10 年平均增速不到 3%，远远低于二战以来的 5.5% 的增速，和 2000 年后房地产推动的平均高达 8% 的债务增速更是相差较远。但是在此期间，美国的股市上涨速度较快，而富人持有的资产远远高于穷人，因此最终的结果就是富人的资产上升速度远高于穷人，并且是最富有的群体收入上升的速度明显更高。

图表 1：美国贫富差距持续扩大



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：新冠疫情后，K 型复苏愈发明显



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

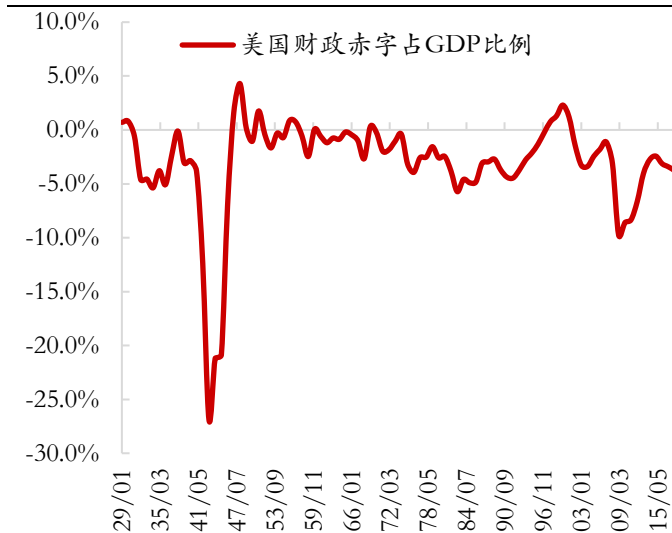
美国经济 K 型复苏的本质实际上并不难理解。08 年金融危机后，超常规的货币宽松政策被引入来解决金融危机后遗症，央行购买资产的方式来压低长端利率的中枢，同时缩减信用利差。央行的本意是通过财富效应和预期来引导资金流入实体经济，但是金融危机后，实体经济的回报降低，央行的资产购买对于市场的影响远大于对于实体经济的影响。因为实体经济缺乏内生性的增长动能，所以央行的资产购买出发点和实际的效果就形成了南辕北辙的结局。实体经济缺乏内生增长导致劳动生产率中枢走低，工人薪资的增速低于资产的回报，而央行的资产购买加剧了这种状况，债券收益率中枢走低和央行资产购买之间形成了通缩循环，使得 08 年金融危机以来美国劳动力市场

出现的菲利普斯曲线逐渐平坦化。

实体经济和金融的通缩循环是美国经济在 08 年金融危机后的主要特征，央行的资产购买对于实体经济无法形成有效传导，导致薪资增速上升乏力，进而使得通胀持续维持低位，长期低通胀导致通胀预期被压制，因此反而需要更多的宽松刺激。在这个过程中，央行资产购买成为了资产价格上升的主要原因，因为不同阶层资产持有的不平衡，最终导致经济 K 型复苏，贫富差距越来越高。

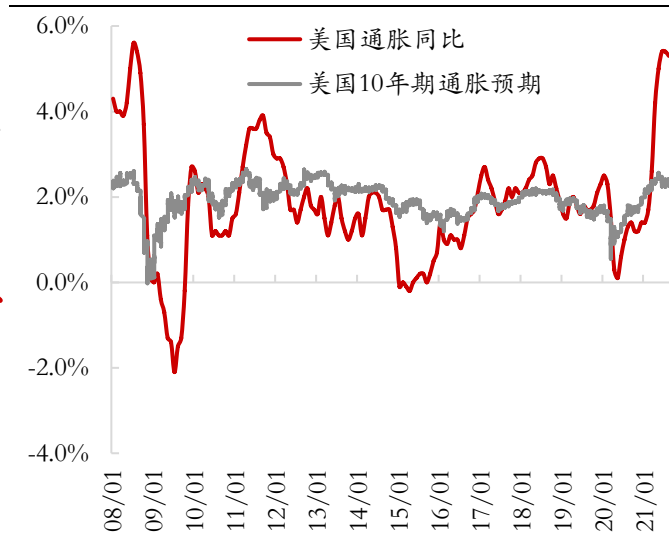
而新冠疫情的出现，彻底的改变了 08 年金融危机后的经济模式。因为美国的贫富差距已经比大萧条阶段还要高，极端的贫富差距和疫情带来的持续动荡，带来了前所未有的政治压力。我们看到了美国政府在面对新冠疫情的经济下行压力，选择了采取激进的财政政策来应对。相较于宽松货币政策的间接传导，财政政策对于经济是直接传导。财政政策通过向居民部门直接注入流动性和创造实际投资需求，等于直接向实体经济创造需求，因此财政刺激的效率相较于货币政策要高。

图表 3：新冠疫情后财政刺激力度空前强大



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

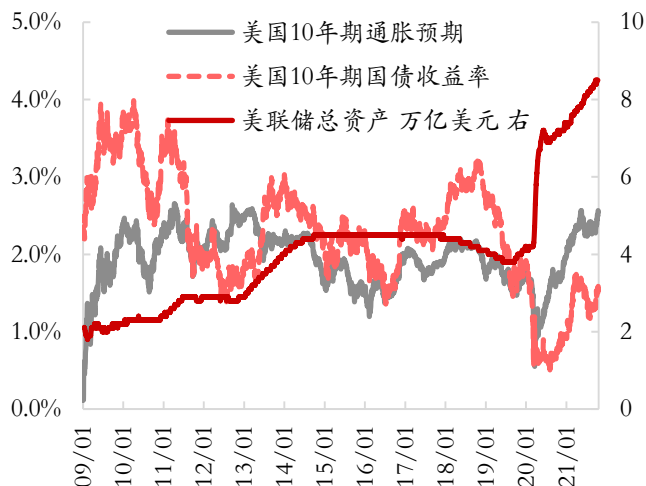
图表 4：财政刺激导致美国通胀上升



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

因此财政刺激的横空出世表明美国解决贫富差距问题的手段就是财政政策，虽然财政政策并非完美的解决手段，但是在目前的环境下，财政政策是美国解决问题的最优解，因为激进的调节分配在美国无法实行，而借助于美元独特地位的财政刺激，可以把成本向全球分摊，政策总是导向阻力最小的方向。

图表 5: 08 年金融危机后央行资产购买降低利率中枢



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 6: 金融危机后劳动生产率中枢走低



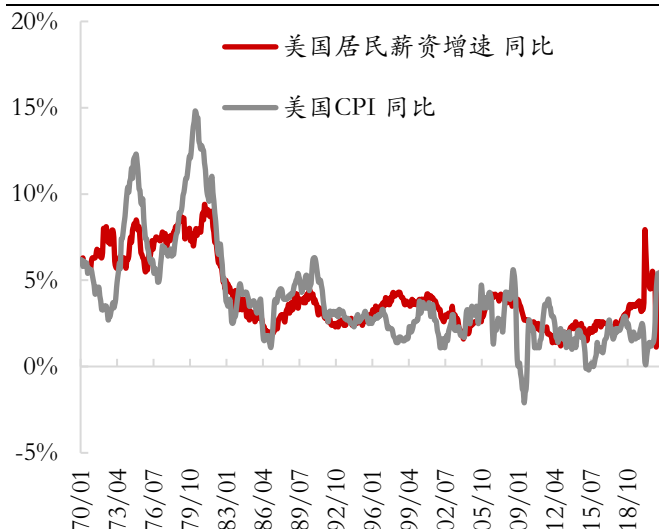
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

我们在上文已经可以得出，超常规的货币宽松最后形成的通缩循环扩大了贫富差距，那么，我们反过来理解一下，目前的财政刺激政策对于贫富差距的影响，应该是完全相反的反馈。因为财政刺激直接创造了需求，因此对于居民部门而言，财政刺激的传导将使得消费上升，进而提振薪资增速，菲利普斯曲线将变得陡峭。随着通胀的上升，利率中枢将会抬升。因此财政刺激形成了通胀循环，和宽松的货币政策完全相反。因此我们可以判断，从中期来看，美国的财政刺激对于流动性定价为锚的风险资产形成了下行压力，而资产价格的降低和薪资增速的上升，使得这一阶段内资本的回报率低于劳动，因此贫富差距缩小。

关键就是财政刺激的持续性，因为 08 年金融危机后美国的财政刺激在美国居民部门去杠杆的过程中逐步退出，新冠疫情后，财政刺激的力度非常高，我们认为，目前正处在一个非常的阶段，在经济内生性动能降低而宽松货币政策进一步造成贫富差距分化的背景下，财政政策从逆周期政策向长期政策转变的趋势非常明显。

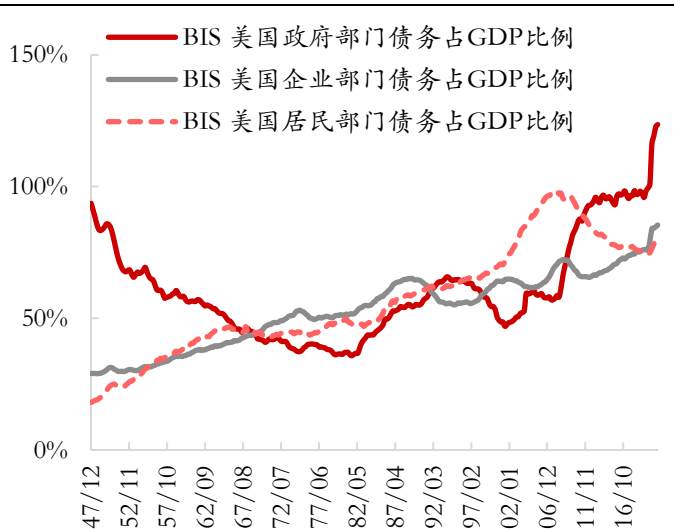
从整个的政策框架上来看，解决贫富差距问题的核心就是采取凯恩斯式的财政刺激，在现代货币理论（MMT）的形式下，财政政策为主导，货币政策配合财政政策，财政和货币政策深度结合的时代已经到来。

图表 7: 通缩循环下薪资增速持续低迷



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

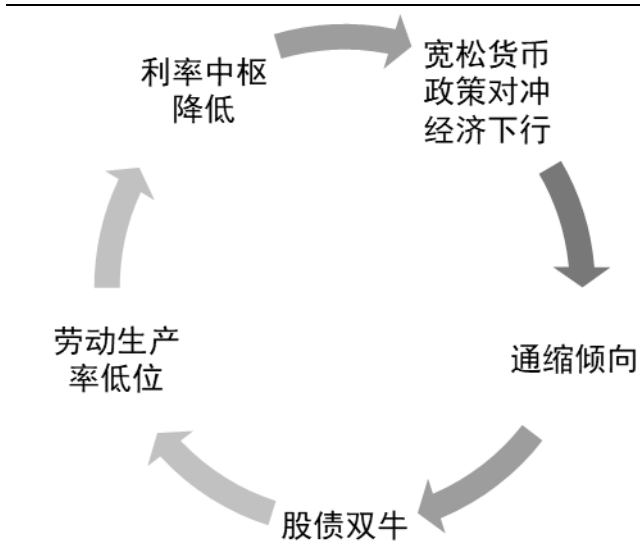
图表 8: 疫情后政府部门债务大幅上升改变通缩循环



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

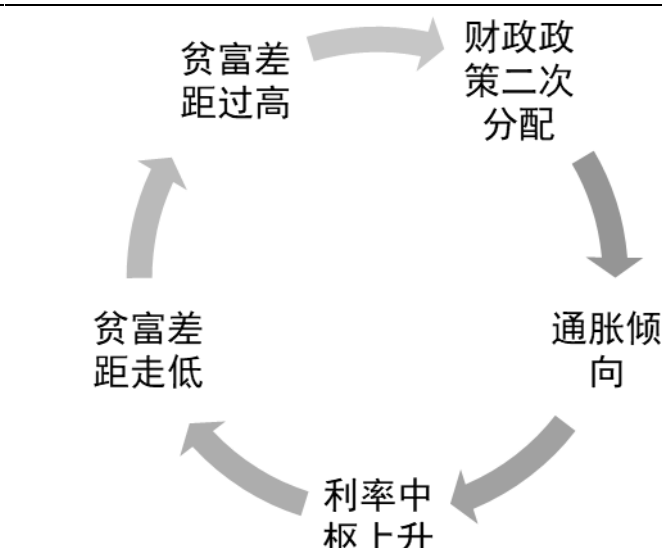
财政和货币高度结合的政策导向将对于市场产生巨大的影响。从上文得知, 美国财政政策的长期导向不会改变, 在目前的环境下, 美国经济从通缩导向转向通胀导向, 因此货币政策的倾向必然是妥协和节奏放缓。

图表 9: 通缩循环下的资产底层逻辑



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 10: 通缩循环改为通胀循环



资料来源: 东证衍生品研究院

因此可以判断出来, 美国大的财政代替货币政策, 成为推动经济增长的主要驱动力的



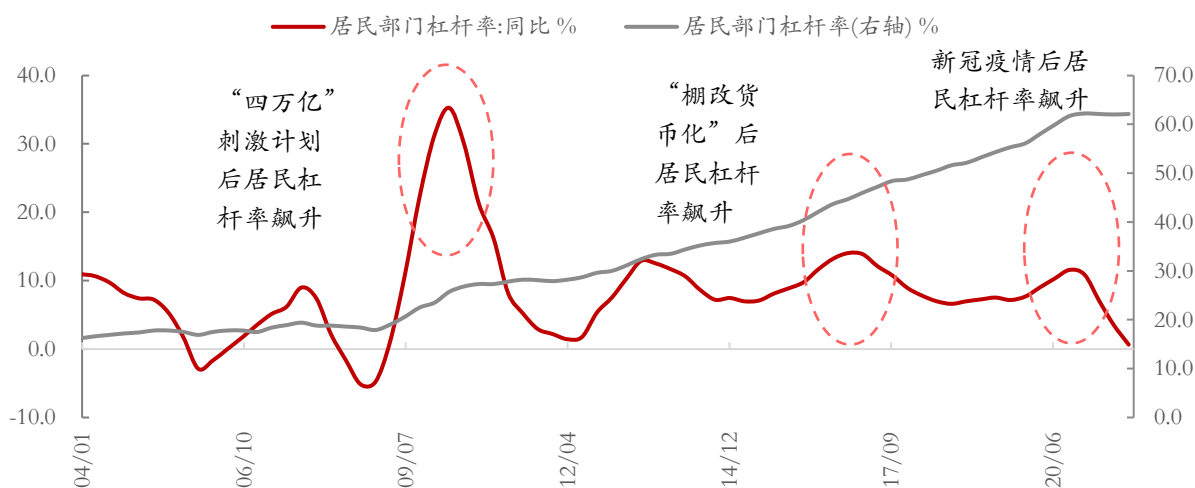
时代已经来临，通胀循环将会代替通缩循环，因此这对于市场的底层配置逻辑形成了巨大的影响。因为财政政策代替货币政策后，美国经济面临的状况倾向于 70 年代的滞胀局面，政府部门的债务上升推动居民部门的债务上升。财政刺激带来的通胀增加是财政政策必然的后遗症，因此目前的状况来看，美国经济需要重走凯恩斯主义，这也意味着通胀的必然上升。

综合来看，美国的效率到公平主要就是使用凯恩斯主义，逐渐代替货币政策成为经济的主要驱动力，在财政代替货币的过程中，通胀循环逐渐代替通缩循环，因此长端收益率中枢逐渐上移将成为趋势，美国经济滞胀的状态会持续较长时间。

## 1.2、中国的从效率到公平：从高速增长向高质量发展的转变

中国经济在新冠疫情后，不得不面对一个严峻的事实就是旧有的经济增长模式已经逼近极限，中国居民部门债务水平已经到了一个非常高的临界点。2008 年金融危机之后，我国开启了资产价格驱动的债务周期模式：基建+地产组合成为信用扩张的载体，房价上涨并带动居民杠杆率不断上升。自 2008 年金融危机暴发后至新冠疫情暴发之前，我国居民杠杆率增速全球最快；截至 2020 年 12 月，我国居民杠杆率为 61.7%，而 IMF 认为居民杠杆率一旦接近 65% 就会对金融稳定造成明显冲击。横向对比，当各国人均 GDP 均处于我国 2020 年的水平时，我国居民杠杆率明显高于日美英法等发达国家。

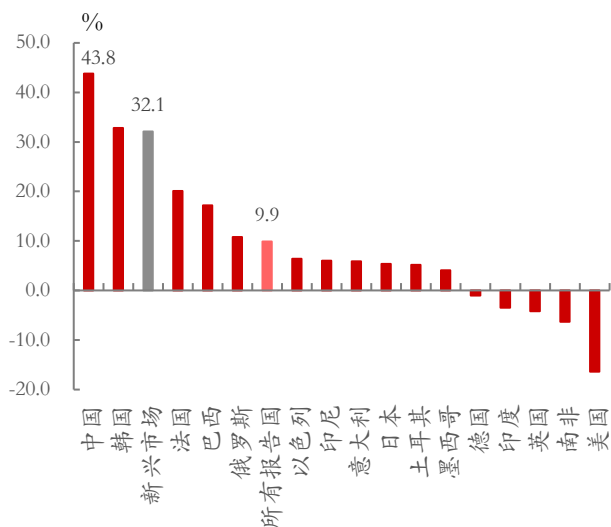
图表 11：2008 年以来我国居民部门杠杆率持续攀升



资料来源：CNBS，Wind，东证衍生品研究院

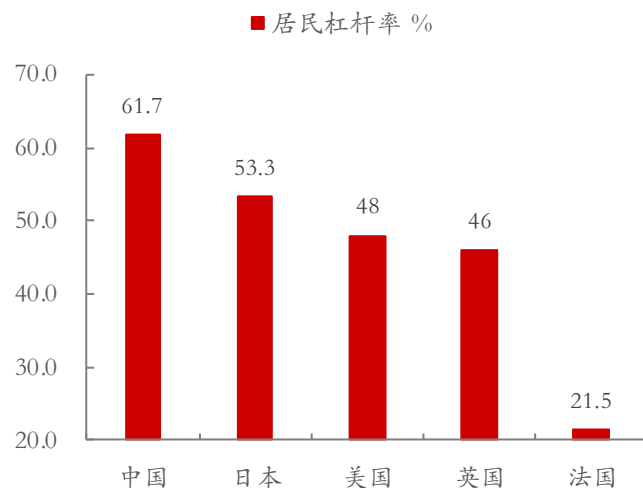


图表 12: 2008 年-2020 年中国居民杠杆率涨幅世界第一



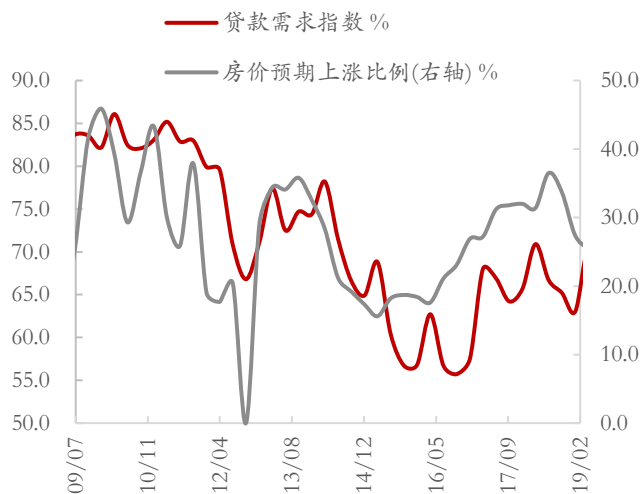
资料来源: BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 我国居民部门债务在人均 GDP 相同时为最高



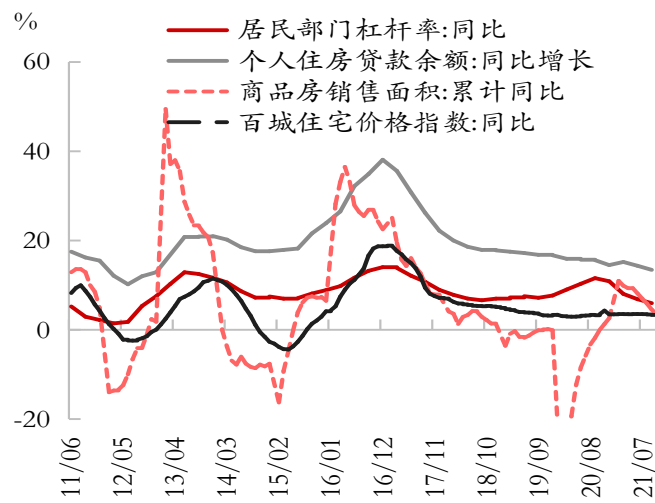
资料来源: BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 贷款需求指数 vs 房价预期上涨比例



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 房地产 vs 居民部门杠杆率

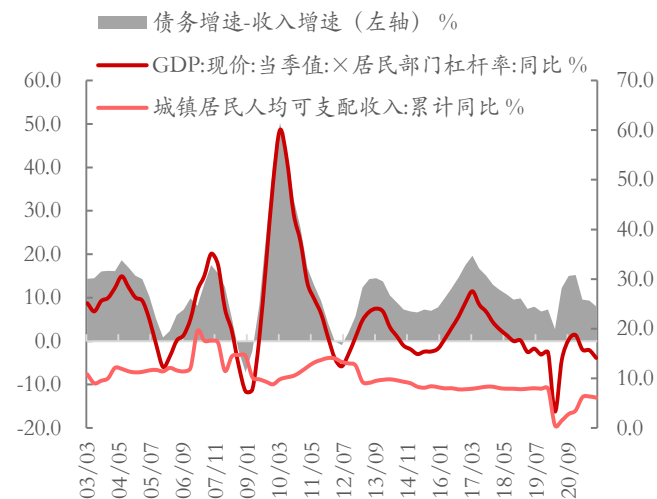


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

传统的经济增长模式是难以持续的。在传统的经济增长模式之下,居民债务增速始终高于可支配收入增速,且在“四万亿”经济刺激计划之后,这一差值中枢不断上升。债务负担加重带来的直接后果就是居民开始降低当期消费水平,并通过减少生育的方式来降低未来的消费,这表明目前的形势已经对于居民部门中期的消费能力形成了负面循环。债务的增加的本意是为了刺激需求,但目前居民部门过高的债务水平已经对

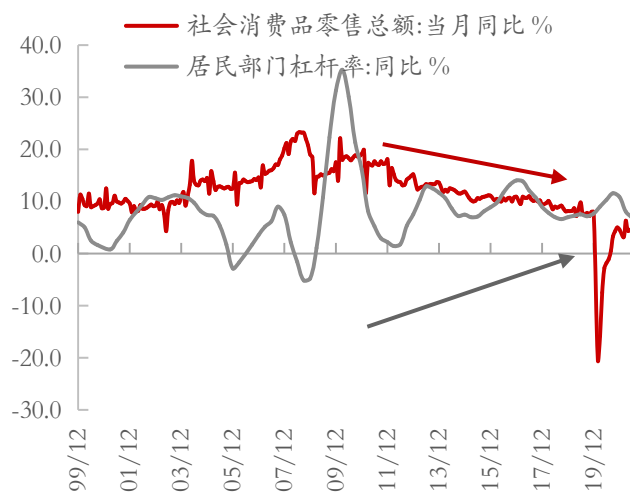
消费需求形成了抑制，随着债务支出增速高于资产价格增速，系统性金融风险也在不断累积。

图表 16：我国居民债务增速长期高于收入增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17：居民杠杆率上升对消费形成挤压效应



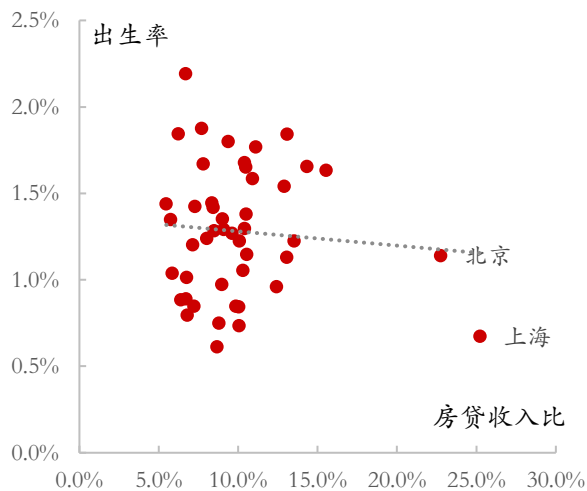
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18：2016 年起我国出生人数和生育率迅速下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 19：房贷收入比越高的城市，出生率越低



资料来源：《中国城市统计年鉴》，Wind，东证衍生品研究院

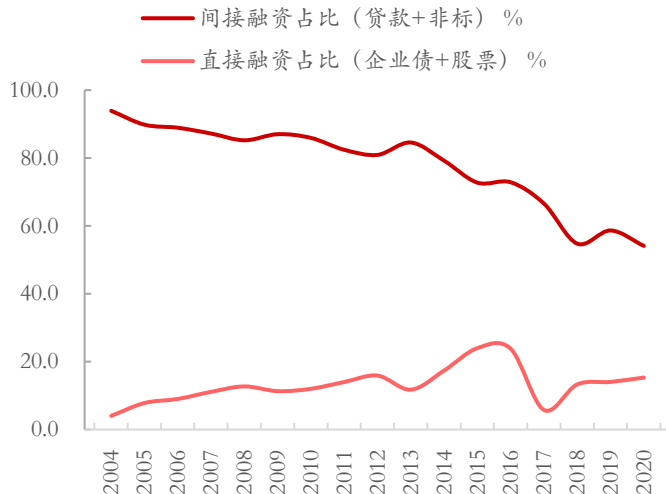
中国解决效率到公平的方式，不是单纯的政府部门加杠杆增加财政刺激，而是对于旧有经济增长模式的制度全面改革，这是史无前例的大变局。政府部门加杠杆对于居民收入的根本性提振作用比较有限，且容易引发通胀。因此中国的经济增长方式将转向内循环，更确切的说，是以技术进步推动的全要素生产率上升，带动居民部门收入上

升来实现消费为主的经济增长模式，这和美国 90 年代经济增长模式比较类似。

从投资拉动的模式向消费推动模式的转变，一方面需要降低居民部门的负担，释放居民中长期消费潜力。这包括：1) 剥离房地产的金融属性，减轻房产对于居民消费的束缚。“三道红线”政策是剥离地产金融属性的开端。“三道红线”政策对房企全部有息负债进行穿透式监管，这就使得房企不能再如以往那般，通过“明股实债”等表外融资手段绕开监管，这可以抑制房企激进扩张导致的土地市场过热与房价上涨。而贷款集中度政策则限制了信贷的供给端，房企的高周转、高杠杆战略难以持续，居民债务增速开始明显放缓。2) “双减政策”与教培行业改革：通过降低居民部门的额外负担来提升居民生育意愿，释放中长期消费潜力。3) “三孩政策”：进一步放开生育限制，鼓励有条件的居民增加生育，减缓生育率的快速下降。

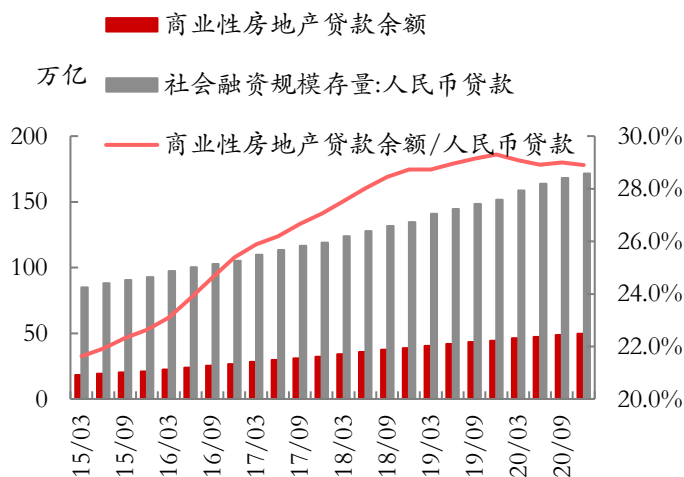
另一方面也要通过提升企业的全要素生产率来增加居民收入。这包括：1) 双碳政策：压减低效产能盲目扩张，鼓励绿色低碳等新技术和新产业发展，为中期经济转型提供基础。2) 反垄断防止资本无序扩张：防止互联网垄断效益对于社会负面效应进一步传导，鼓励公平竞争加快技术创新。3) 发展直接融资市场：调动更多的金融资源支持高技术制造业、科创企业创新，未来我国融资模式将逐渐从间接融资向直接融资转变。

图表 20：间接融资是我国最主要的融资方式



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 21：房地产贷款约占人民币贷款余额的 3 成

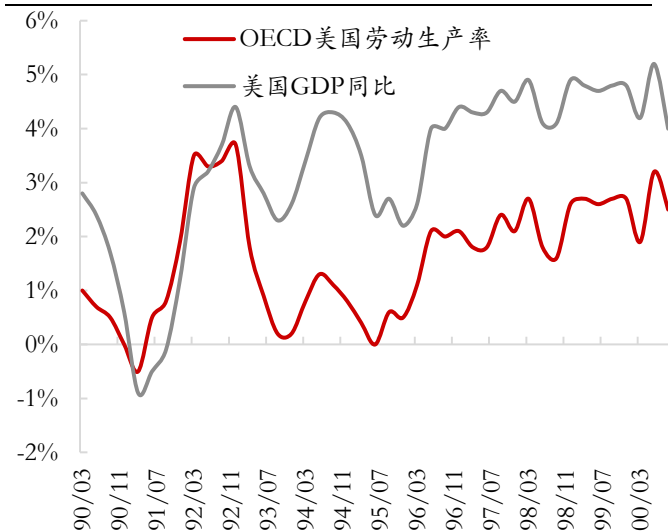


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

在转型的背景之下，货币政策将谨慎长期化，总量性质的货币政策推出的可能性不高。由于美国面临长期滞胀的局面，中美利差下行空间有限，国内的货币政策空间受到限制。而从高速增长转向高质量发展，稳增长”权重降低，“调结构”和“防风险”权重上升，这意味着我国有限的货币政策将更多地使用在能够精准投放、起到“调结构”作用的结构性货币政策上。总量性货币政策会刺激传统投资部门，因此其推出的可能性不高，M2 和社融同比中枢也将长期保持较低位置。

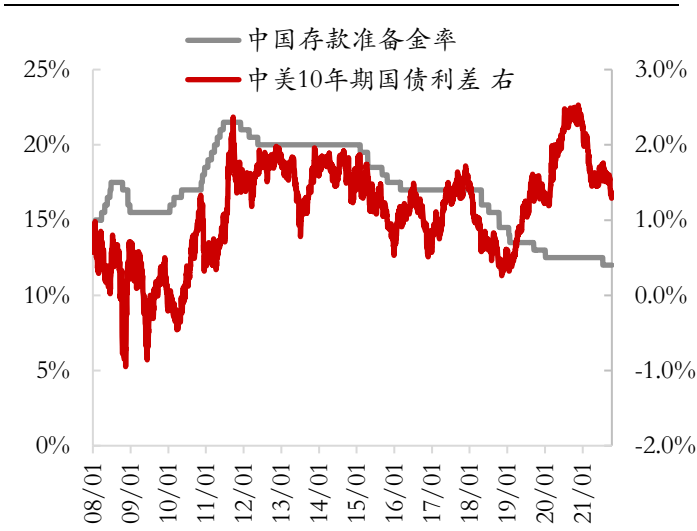
中国的新旧模式转换意味着边际上对于固定资产投资的减少，随着居民部门债务长期被限制向地产投放，这意味着中国内生性的通缩压力将上升，因此相较于美国出现的滞胀压力，中国从长期来看明显面临通缩的压力，目前的 PPI 高企但是 CPI 处于低位主要是全球财政刺激带来的影响。

图表 22：中国新经济增长模式-美国 90 年代科技带动



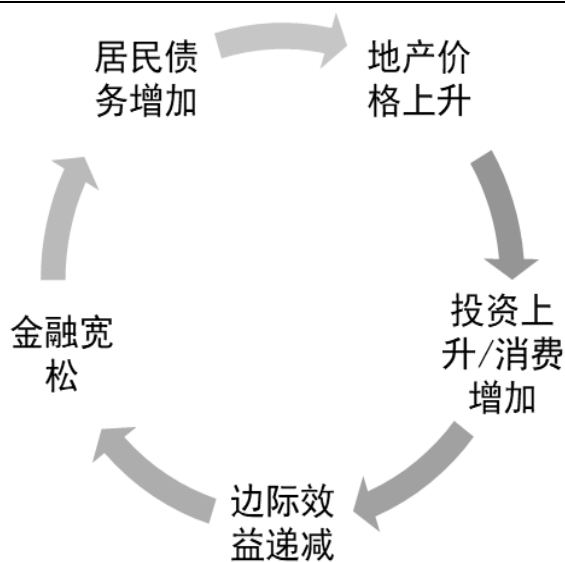
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 23：中国货币政策的谨慎化



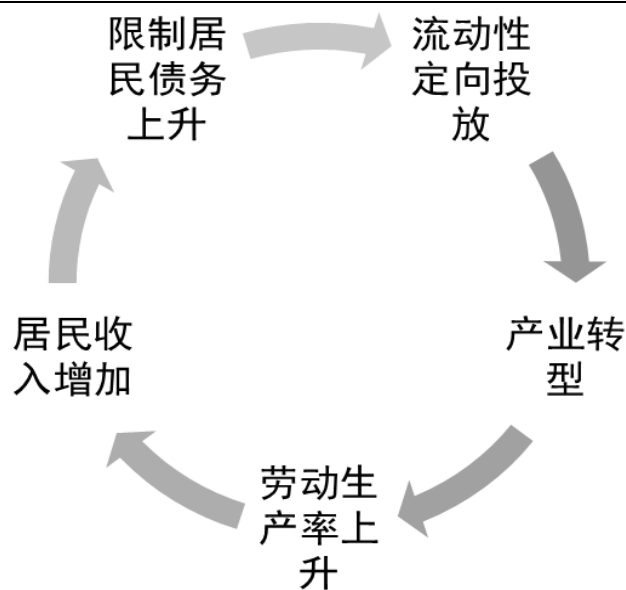
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 24：中国旧有经济增长模式



资料来源：东证衍生品研究院

图表 25：共同富裕下的新经济增长模式



资料来源：东证衍生品研究院

综合来看，中国的效率到公平是进行经济发展模式的改革，资产配置的底层逻辑也在

发生根本性变化。核心的目标是实现技术创新与产业升级，这需要较长的时间，因此政策对于经济增长的目标会逐渐淡化，叠加全球滞胀压力持续存在的影响，流动性投放将更追求精准化，只有符合提升劳动生产率标准的行业会获得超额收益。

## 2、结论：我们正站在历史的拐点上

新冠疫情彻底改变了全球的政治经济形势，贫富分化问题加速激化，各国政策目标均从追求效率转向追求公平，这一过程是长期的、不可逆的。但是中美两国采取的政策手段是完全不同的，美国通过政府加杠杆、财政强刺激来实现从效率到公平的转变，这并不能带来居民收入的真正增长，因此其效果是偏短期的，其后果则是经济陷入长期的通胀。和美国不同，中国从根本上进行经济发展模式的转型，从以投资拉动的高速发展模式向以消费带动的高质量发展模式转变，这一方面需要在住房、教培等领域改革，降低居民负担；另一方面也需要鼓励新技术、新产业发展、打破垄断、发展直接融资，让一切创新源泉充分涌流，增加居民收入，并最终达到共同富裕。

中美效率到公平对于资产配置产生底层逻辑的根本变化。对于美国而言，财政政策强刺激的最终结局是滞胀，这意味着美国股债双牛的结束，美债收益率中枢有长期上行的压力。对于中国而言，经济发展模式的转变意味着加杠杆模式以及载体的变化，压降以资产价格作为锚定的杠杆必然需要打破刚兑思维，政府对经济下行的容忍度会进一步提高，但是对于新发展动能部门的投入会逐渐增加，这意味着股市的机会将是结构性的，只有符合政策发展方向的行业能够获得超额收益。

## 2、投资建议

**美股、美债双牛结束，美元指数走弱：**财政政策的强刺激将使得美国陷入滞胀局面，这意味着美股和美债都将长期走弱。预计 2022 年美债收益率全年上行。

**美元指数走弱：**MMT 背景下美元长期存在下行压力。具体到明年，根据 OECD 预测，2022 年美国相对于其他西方经济体的表现将由强转弱，这对应着美元前强后弱。

**人民币面临贬值压力：**海外货币政策边际收紧，而我国支持经济转型的结构性货币政策还将不断推出，人民币将逐渐贬值，释放货币政策空间。

**国内股市的投资机会是结构性的：**流动性定向投放和产业转型是未来的主要趋势，只有符合提升劳动生产率的行业会获得超额收益，建议长期关注新能源等科技板块。

**大宗商品的投资机会也是结构性的：**持续滞胀叠加经济转型利好部分大宗商品。我们依旧强烈看好贵金属和经济转型利好的工业金属，对于黑色系商品整体看空。

**配置建议：**2022 年美元前强后弱，美债、人民币整体看空，国内股市多配新能源等赛道。商品高配贵金属和工业金属，空配黑色系期货。

### 3、风险提示

疫情反复；央行提前迅速回收流动性；国内稳增长压力超预期。



### 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、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、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、张黎东

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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)