

冠通期货研究咨询部

2022年3月23日

## 在矛盾与错位中走向分化

——当前宏观经济的逻辑主线

宏观分析师

王静

CFA 从业资格证书编号：

F0235424

Z0000771

电话：

010-85356618

Email: [wangjing](mailto:wangjing@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:wangjing@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

### 摘要

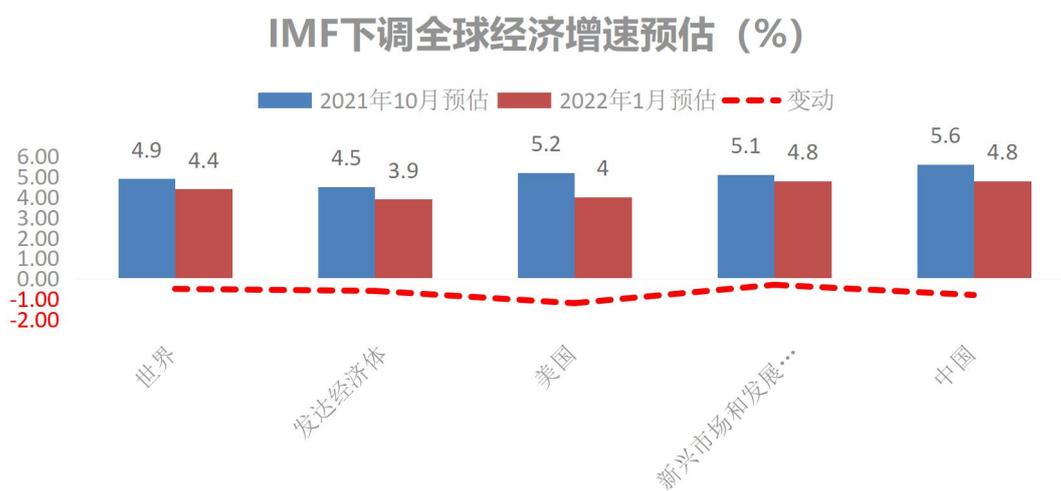
当前的宏观逻辑充满了矛盾与分化，表现为政治秩序的动荡，经济格局的重塑，增长与通胀的背离，主要经济体政策路径的错位，经济增长的短期与长期的相悖，在资产的表现上则演绎为高波动与多极值的特征，避险情绪浓厚，许多资产的绝对收益，诸如各种大宗商品的绝对价格创出历史新高，甚至是不少跨资产之间的价差，也是频频打破多年的波动区间，令不少基于历史统计价差的策略，损失惨重。眼下的宏观，料将在矛盾与错位中走向分化；今年的市场，让“经验”频频打脸，对冲与避险将会成为更优策略。

对于当前宏观的几条逻辑主线，笔者试图通过三个问题——“怎么样？怎么看？怎么办？”的回答，来分享个人的思考与理解。

## 1、当前宏观经济怎么样？——在通胀与冲突中挣扎求生

### 1) 全球经济——复苏雪上加霜，通胀火上浇油

受困于新的奥密克戎变异毒株持续扩散，能源价格上涨助推通胀飙升，全球复苏的进程一再受阻。2022年1月，国际货币基金组织 IMF 下调全球经济增速预估，从2021年的5.9%下降至2022年的4.4%。相比于2021年10月，该组织更是将2022年的增速预测值下调了0.5个百分点，主要是因为中美这两个经济体的增速下滑。美国的增速预测下调了1.2个百分点，主要是剔除了“重建美好未来”法案的一揽子财政政策措施所带来的利好，以及美联储比预期更早退出宽松货币政策，和该国供给短缺问题持续存在。在中国，主要还是考虑到“动态清零”的抗疫政策给经济活动所带来干扰，和房地产增速放慢等因素，因此将中国的增速预测下调了0.8个百分点。冬奥会之后，俄乌战争的突然爆发，更是令本就脆弱的回暖雪上加霜。



数据来源：IMF、Wind、冠通研究

#### ① 疫情：多国进一步取消限制，发达经济体率先步入后疫情时代

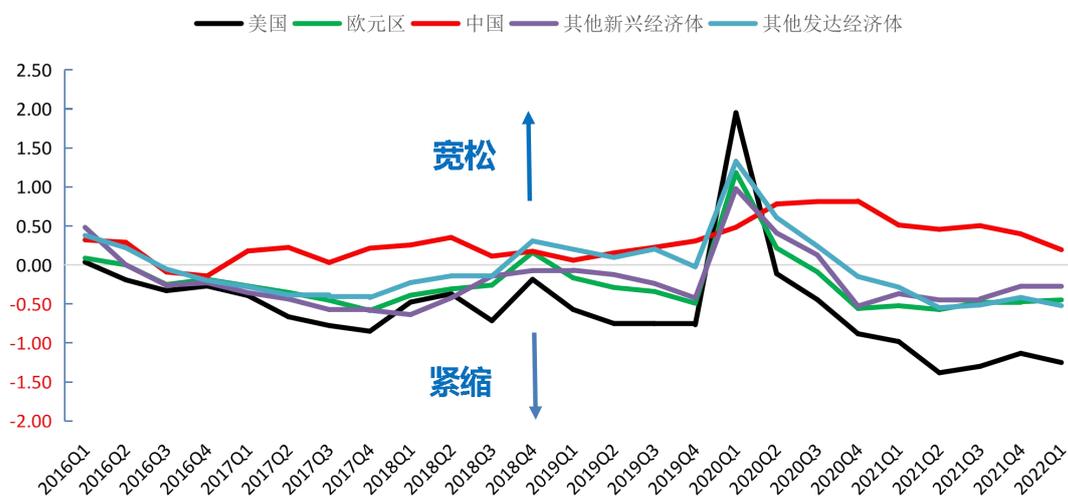
虽然新冠确诊病例仍是居高不下，但苦于疫情的人们日感厌倦，在接种和感染造成的较高免疫基数基础上，关注的焦点也转向弱化病毒的高感染率，并强调其低致死率。为了降低防疫措施带来的经济影响，欧洲多国陆续公布计划，取消限制措施，试图率先向后疫情时代的经济模式过渡，同时，一些新兴经济体也已经陆续开放边境。

当然，这样的尝试也带来一系列风险，特别是对于那些低免疫基数，且人员流动频繁的地区，诸如眼下正在遭受疫情暴击的香港等。对于是否应该全面放开，仍存争议，对于以全民隔离防疫政策为主的中国，开放的步伐依然缓慢，疫情与防疫对于经济的扰动依旧，经济增长的压力犹存。

## ② 通胀：问题日益严重，掣肘发达经济体的货币政策

全球性通胀自 2021 年下半年以来持续上升，尤其是在欧洲的能源问题尤为严重，化石燃料价格几乎翻番，推升了能源成本和通胀水平。当前，全球供应链的破坏仍未修复，供给扰动、海运港口堵塞以及对商品的旺盛需求等因素，持续给大宗商品造成涨价的压力，这在美国尤其明显。通胀的担忧，以美联储为首的发达经济体货币政策转向，开始收缩流动性，加息进程日渐从预期走向现实，全球货币环境已然收紧，不少新兴经济体面临着巨大的外资出逃的压力。土耳其货币大幅贬值、哈萨克斯坦政局动荡，甚至是俄乌战争的爆发等问题，都是在通胀的压力大增和全球趋近的货币环境下所产生的，并且很有可能在未来，更进一步加剧该问题。

### 全球金融条件指数



数据来源：IMF、Wind、冠通研究

## 2) 中国经济—内忧外患，艰难前行

2022 年的中国经济在多重压力之下艰难开局，稳增长成为贯穿全年的主线。一季度的经济重心在于扭转预期，各部领导频繁喊话，政策措施节奏调整，财政政策前置发力，货币政策捉住窗口期快速宽松，发改委能源局等更是及时出手干预市场，贯彻保供稳价，保护市场主体，拖住经济大盘。冬奥会的成功举办振奋人心，彰显了中国的大国魅力，各项抗疫措施的成功，更是给投资者以信心。源于此，当俄乌战争爆发后，中国市场扛住了外围市场的暴跌，独立坚挺的人民币，某种意义上更是成为了全球风险资本的又一避风港。于内忧外患之中艰难前行，中国经济有望先抑后扬，迎来雨后彩虹。

### ① 增长：政策发力，前低后高

一季度往往是宏观数据的“真空期”，国内全年经济目标和一些大政方针往往要等两会确定之后，

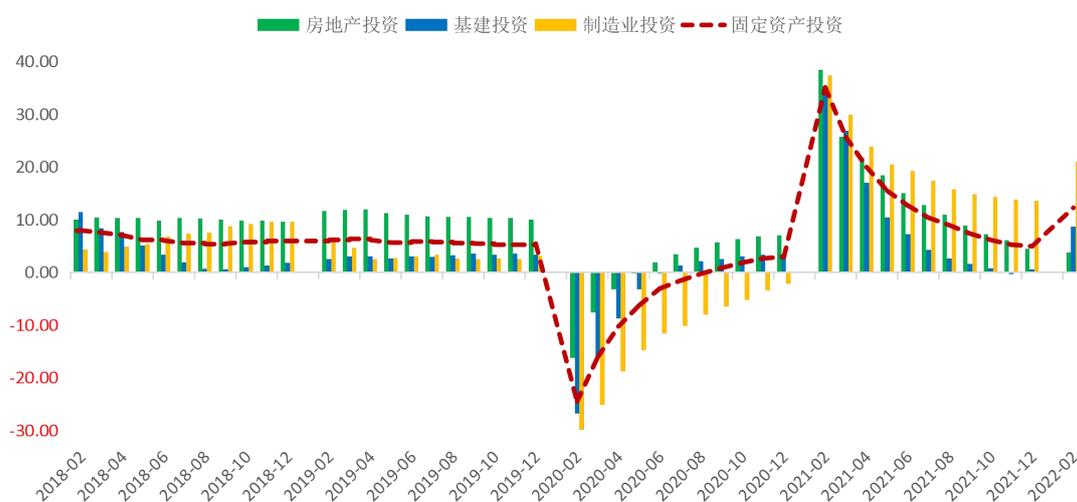
才会定下基调，因此市场预期通常会较为混乱。2022 年的一季度，政策转向叠加疫情反复，国内要办大事—冬奥会，国外加息预期，俄乌局势瞬间恶化等等突发因素共振，内忧外患令经济复苏雪上加霜，稳增长的意义和压力异常巨大。虽然，疫情多点开花、地产销售加速下滑、发达经济体加速“转鹰”多重因素扰动，政府依然将 2022 年全年 GDP 增速目标定为 5.5%，高于市场预期，当局提振市场信心，扭转悲观预期的决心异常坚定。

#### a. 出口：仍然有望成为今年的重要增长动力

2022 年 1-2 月，中国出口 5447 亿美元，同比增长 16.3%；进口 4287.5 亿美元，同比增长 15.5%，处于历史较高水平。虽然 2022 年 1-2 月进出口同比增速都略低于前值，但更多是受 2021 年 1-2 月高基数的影响。如果与 2021 年 12 月的两年平均增速对比，2022 年 1-2 月进出口增速其实略有反弹。整体而言，进出口并不弱，仍保持一定韧性，这与 2 月 PMI 新订单和新出口订单数据的边际改善相印证。2021 年外需的持续火热，让出口成为经济增长的重要拉动力。2022 年，疫情的反复，政治的动荡，大宗商品，特别是能源价格的飙涨料将延缓全球供应量的修复，形成鲜明对比的是，中国对制造业的重视与呵护，中国出口份额有望保持韧性，仍将成为今年的重要增长动力。同时，出口的结构有所变化，美国出口增速大幅放缓。

#### b. 投资：地产修复，基建发力，制造业稳健

2021 年，全国固定资产投资同比增长 4.9%，基础设施投资同比增长 0.4%，制造业投资增长 13.5%，房地产开发投资增长 4.4%。房地产增速下滑的问题一度成为市场担忧的焦点，基建投资的压抑逐渐得到扭转，日益成为拖底经济增长的重要载体，制造业则持续表现稳健。2022 年 1—2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50763 亿元，同比增长 12.2%，其中基础设施投资同比增长 8.1%，制造业投资增长 20.9%，房地产开发投资增长 3.7%。



数据来源：Wind、冠通研究

**制造业—保持稳健。**2021年，制造业投资同比增速为13.5%；两年平均增长4.8%，超过了疫情之前2019年同期的水平。制造业投资主要是民间投资，投资增长反映了市场主体信心的回升，同时也对冲了基建和房地产投资的回落，成为中国制造业增长的拉动力量。

**地产—缓慢修复。**2021年“三道红线”全行业全面实施、贷款集中度考核落地，杠杆与信贷监管的进一步规范导致房地产企业新开工和拿地积极性都偏低，外加个别房企出现信用风险事件，房地产业投融资环境进一步收紧，地产下滑成为了拖累经济的重要因素。2022年，国内坚持房住不炒的定位，因城施策促进良性循环。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求、因城施策促进房地产业良性循环。年初以来，陆续有地方下调房贷利率或降低首付比例，房住不炒大背景下，房地产市场的边际放松或更多集中在购房者层面。房地产投资增速修复缓慢，实质性改善状况仍有待观察。

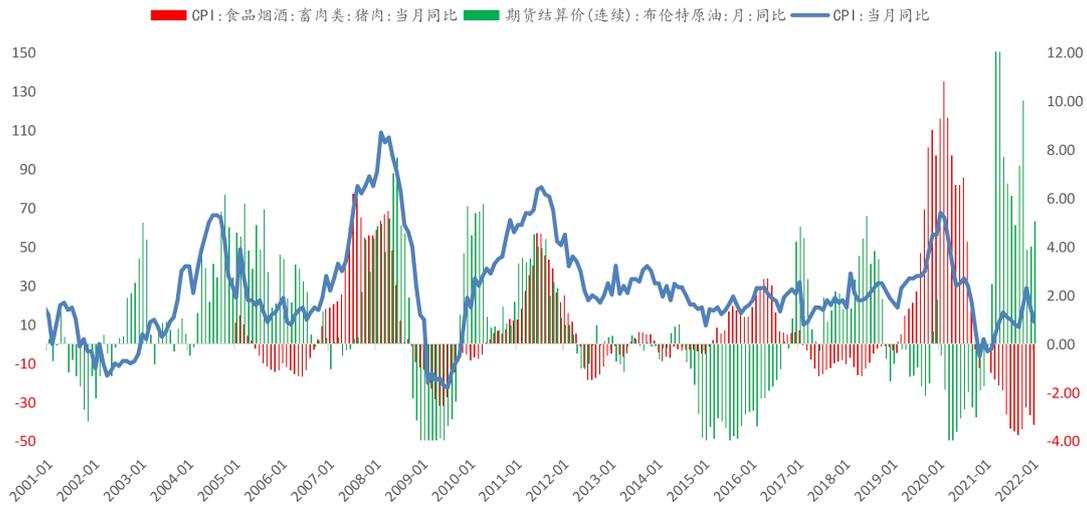
**基建—靠前发力。**2021年年12月，财政部已提前下达了2022年新增专项债1.46万亿元，根据Wind统计，截至1月31日，2022年专项债已发行4844多亿，占提前下达额度的比重为33%。由于2021年提前批于3月才提前下达，去年1-2月并没有发行专项债。与2019年和2020年同期相比较的话，今年专项债提前批发行进度不及2020年的60.1%，但大幅高于2019年的17.4%。从全年进度来考虑的话，2022年专项债额度与去年一致都是3.65万亿元，截至1月31日，今年专项债发行进度为13.5%，略低于2020年的20.7%，大幅高于2019年的6.6%。

**消费—疫情压抑。**2022开年以来，国内疫情此起彼伏，外防输入，内控扩散，防疫工作压力骤升。特别是一段时期以来，主要疫情集中爆发在北京、香港、上海、深圳等一线城市，给人民群众的工作生活造成非常大的干扰，厌烦情绪蔓延。同时，疫情的反复更是再次给消费以打击，餐饮、旅游和交通等行业修复缓慢，加上今年高校毕业生人数再创新高，超过千万，新增就业需求骤增，这就亟待消费服务这些容纳就业量大的行业尽快修复。这个矛盾，即考验着国内动态清零的防疫政策的实施，也倒逼着政府出台更多刺激内需，扶持消费的政策持续出台。

## ② 通胀：虽无近忧，但须远虑

去年以来，受全球新冠疫情、流动性泛滥、供给瓶颈等因素影响，石油、天然气、煤炭、铁矿石等国际大宗商品价格大幅上涨，推高了全球通胀水平，不少国家物价创多年新高。当前，中国经济已深度融入世界经济，石油、天然气、铁矿石等商品外采比例较高，国际价格上涨，客观上加大了输入性通胀压力，推高国内能源、原材料价格，去年10月份国内PPI一度上涨至13.5%，为多年来新高。为此，中国政府多措并举，采取供需调节、市场监管、预期引导等一系列保供稳价措施，同时配合“猪油对冲”，内需疲弱，国内CPI上行压力不大，通胀暂无近忧。然而，当前原油等主要大宗商品高位运行，下半年伴随着猪价的触底反弹，CPI上行压力料将加大，通胀问题须有远虑。

### “猪油对冲”极大缓解了国内的通胀压力



数据来源：Wind、冠通研究

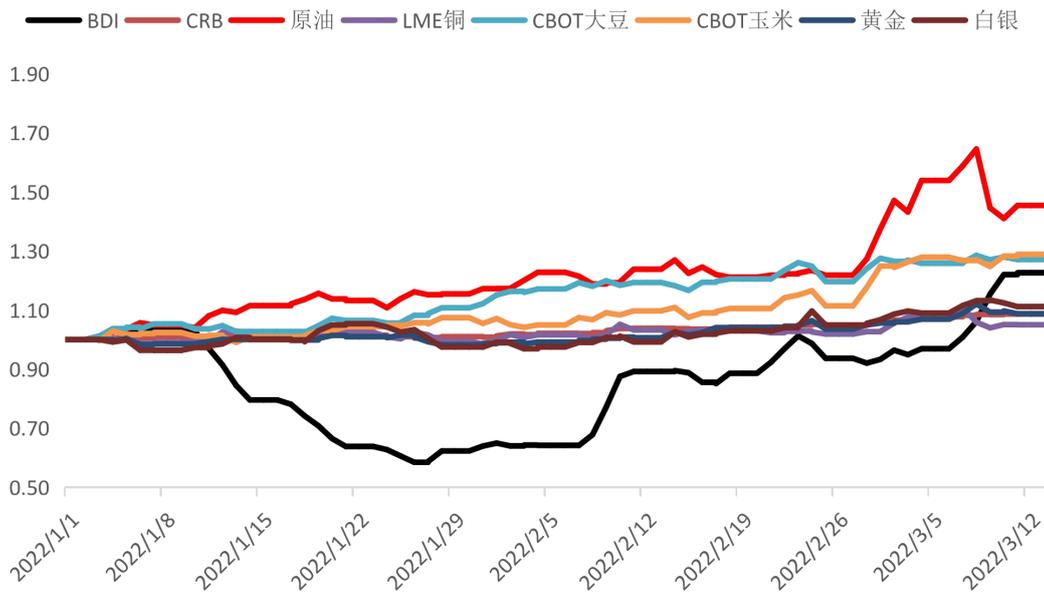
### ③ 政策：前置发力，出手及时

2021年宏观政策强调稳健，重在调结构，相对偏紧的政策环境，政策重心在于抓住窗口期推进转型，而不在于追求高增长。源于此，包括财政政策、房地产调控政策、疫情防控政策、能耗双控政策在内的一系列政策也随之偏紧，继而导致一些经济指标走弱，加上疫情变异反弹、多地洪涝灾害等突发因素，2021年下半年以来经济下行压力明显加大。2021年四季度开始，政策转向，从重调结构转而强调稳增长。2022年一季度，国内政策更是顶住美联储收紧流动性的压力，强调以我为主，抓住关键的窗口期，快速出台各项政策，财政与货币双管齐下，市场与行政手段相结合，保护市场主体，重要产品保供稳价，托底经济。

### 3) 资产表现—商品领涨，恐慌蔓延

2022年一季度，世界政经格局动荡不已，避险与通胀成为全球资本市场的主题。大宗商品跑赢各类资产，原油涨幅夺冠。恐慌情绪蔓延打压市场风险偏好，权益类资产普遍收跌。国内股市：避险情绪蔓延，股指全线收跌，但跌幅相对不大。相较于上季度的普遍上涨，2022年以来，中国股市受避险情绪影响全线走跌；加息预期推升无风险收益率，打压权益资产估值，市场主题风格逆转，成长股跌幅大于价值股。国内商品则普遍上涨，内部结构上呈现板块轮动特征，工业品波动依旧高于农产品，能源领头，化工跟涨，农产品崛起，油脂三剑客独领风骚，黑色频遭打压，有色始终坚挺，农副产品与软商品疲弱。

## 国际主要大宗商品2022收益走势



数据来源：Wind、冠通研究

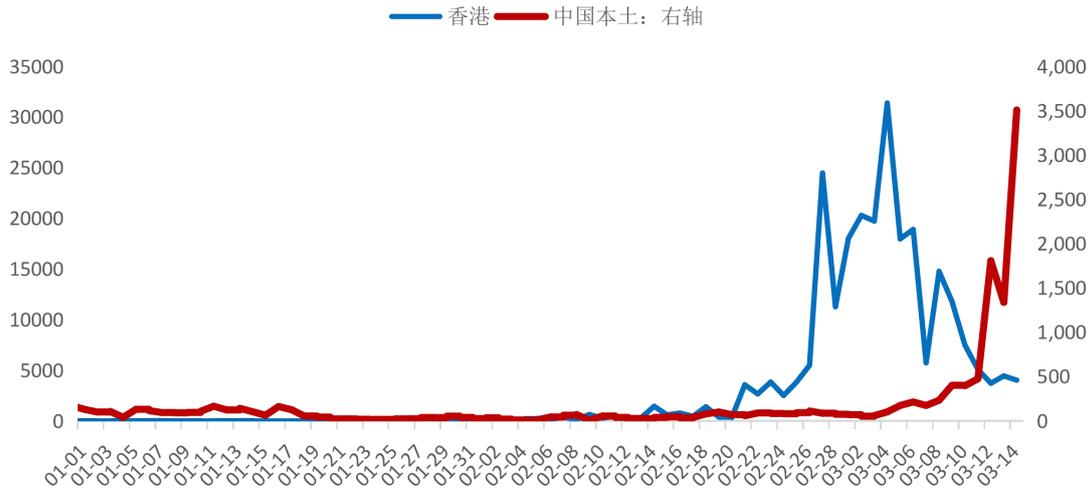
## 2、未来宏观形势怎么看？--在矛盾与错位中走向分化

当前的宏观逻辑充满了矛盾与分化，表现为政治秩序的动荡，经济格局的重塑，增长与通胀的背离，主要经济体政策路径的错位，经济增长的短期与长期的相悖，在资产的表现上则演绎为高波动与多极值的特征，避险情绪浓厚，许多资产的绝对收益，诸如各种大宗商品的绝对价格创出历史新高，甚至是不少跨资产之间的价差，也是频频打破多年的波动区间，尾部风险陡增，令不少基于历史统计价差的策略，损失惨重。眼下的宏观，料将在矛盾与错位中走向分化；今年的市场，让“经验”频频打脸，对冲与避险将会成为更优策略。

### ➤ 抗疫路径的分化--自然免疫 VS 隔离防疫

全球肆虐的奥密克戎病毒呈现传染性高但致死率低的特点，有利于自然免疫为主的西方发达经济体，而对于“动态清零”隔离防疫政策的中国来说，则是压力重重，前两年所积累的“防疫红利”日益转变为了“防疫负担”，不仅仅施压稳增长，更极大打击了民众信心。中美竞赛格局下，内忧外患中，中国经济料将要走一段荆棘遍地之路。

### 中国新冠肺炎每日新增确诊病例（人）

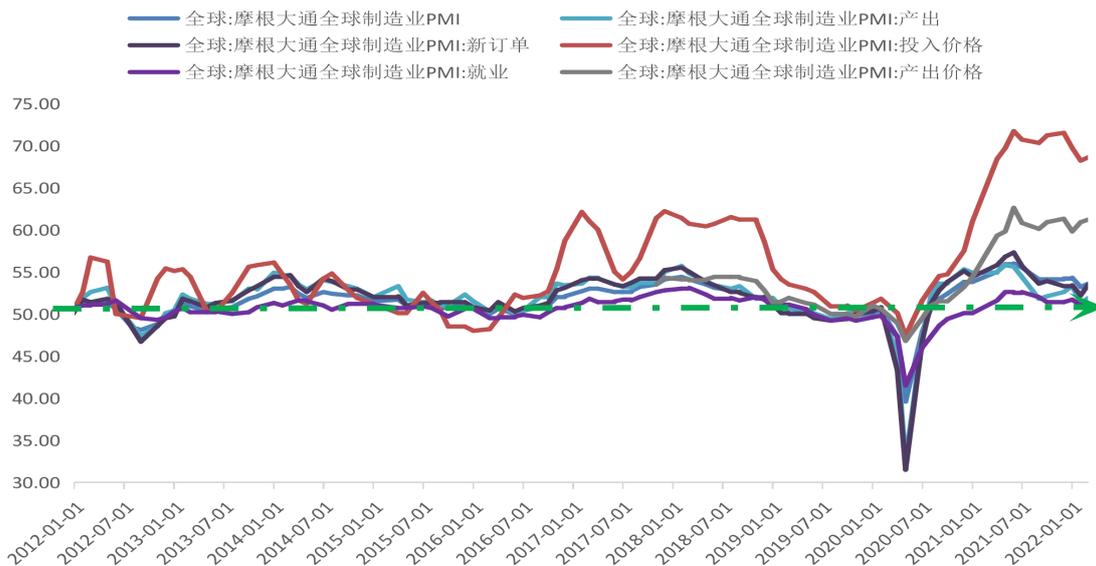


数据来源：Wind、冠通研究

#### ➤ 增长通胀的分化—增长雪上加霜 VS 通胀火上浇油

全球经济来看，产出向下通胀向上，典型的滞胀形态。美国、欧盟等发达经济体央行基本正视通胀非短期问题，纷纷开启了加息和收缩流动性的政策措施。同时，美国的财政负债压力与较窄的期限利差掣肘其加息空间，欧盟则受制于俄乌问题，能源安全和成本抬升的问题也难以快速根除，通胀的阴影短期难以消散。而对于多年来都受困于通缩的日本，反而更加舒适。

### 摩根大通全球制造业PMI

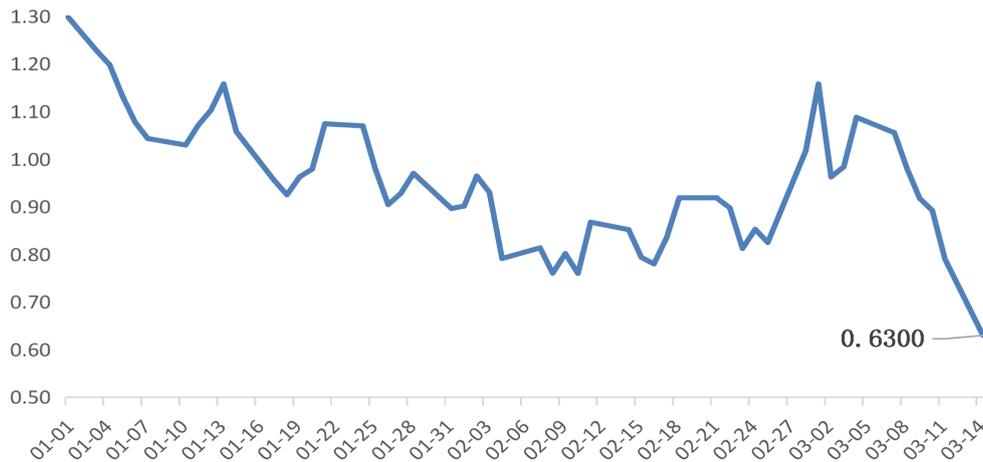


数据来源：Wind、冠通研究

### ➤ 中美政策的分化—美国抗通胀加息 VS 中国稳增长宽松

无论是中国，亦或是美国，政策都是要根据自身经济情况来实施的，即所谓的“以我为主”。美国的首要问题是“抑胀”，不会过多关注美元回流的溢出效应；中国经济则面临着衰退的压力，疫情压抑，消费低迷，地产拉胯等困难重重，关键在于“消滞”——稳增长，虽然顾忌美联储的加息，但好在汇率站位不错，人民币相对坚挺，敢于自主，及时果断实施宽松政策。

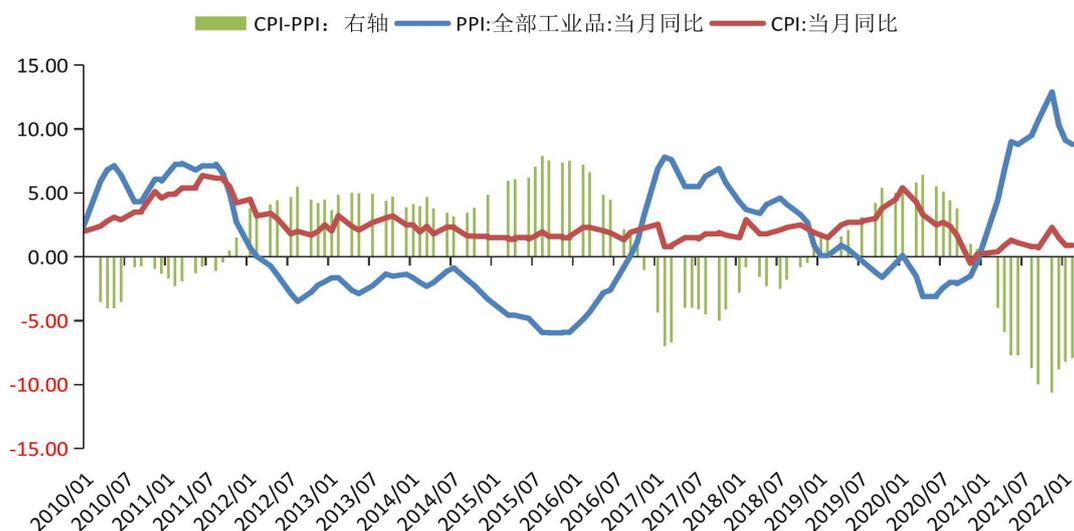
#### 10Y国债收益(中美利差)



数据来源：Wind、冠通研究

### ➤ 通胀结构的分化—PPI 的高企 VS CPI 的疲弱

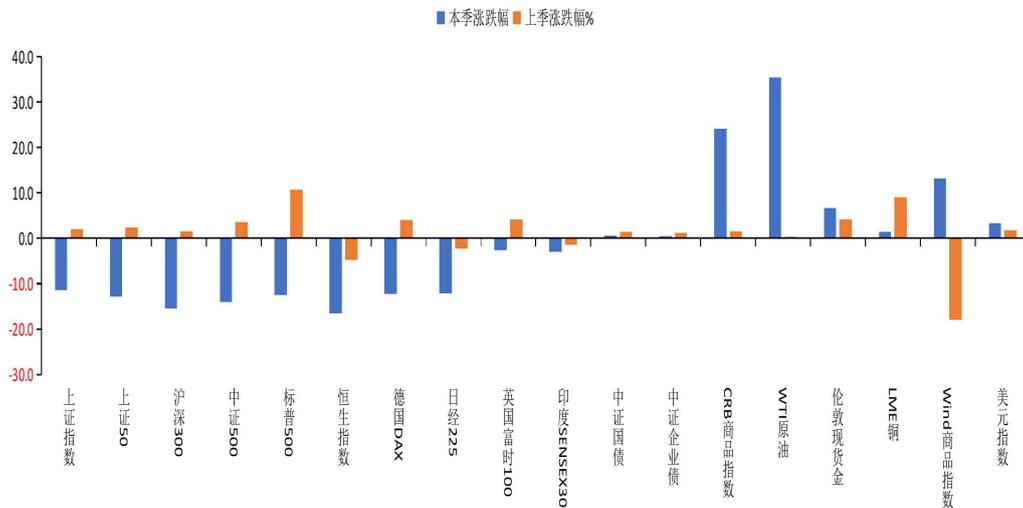
国内通胀受制于需求的低迷，“猪油对冲”，现阶段来看尚是不问题。但通胀的结构性矛盾非常明显，PPI 高企，CPI 疲弱，且从 PPI 向 CPI 的传导并不通畅，故而 CPI-PPI 价差创出历史新低。今年以来，基数效应下 PPI 高位回落，CPI 底部抬升，未来有望持续相对而行。



数据来源：Wind、冠通研究

### ➤ 资产表现的分化——高涨的商品 VS 恐慌的权益

股市是经济的晴雨表。金融资产的价格波动，往往是经济状况的具象化表现，反映着投资者对于经济表现的预期。前两年，全球流动性的泛滥，带来了一场虚拟资产的狂欢，比特币、股市、商品全线飙升；现如今，发达经济体收缩货币，潮水褪去，极端天气频发，俄乌战争的冲击，风险资本的神经愈加敏感，各类资产呈现高波动的特征，同时避险情绪叠加无风险利率的抬升，加剧权益资产的抛售与恐慌，而商品则跟随俄乌问题高位波动，总体表现坚挺。



数据来源：Wind、冠通研究

### 3、在此宏观背景下怎么办？——以我为主，见路不走

政策上，各国以我为主，基于基本面而各有选择；同样，投资上，不同的投资者，也应该见路不走，结合自身的RRTLLU来配置相应的资产组合。

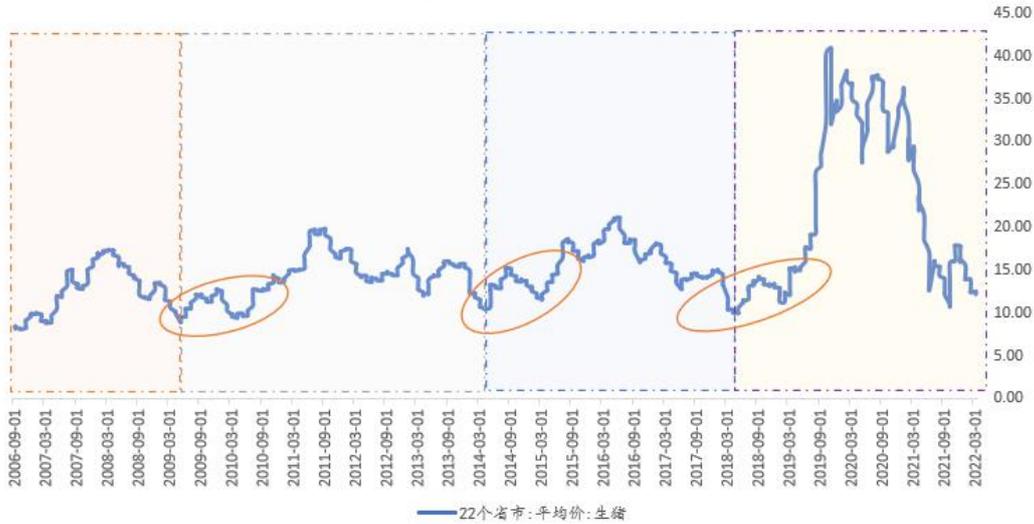
对于机构而言，灵活善用各类金融衍生品来管理风险，去构建对冲组合，多元投资策略，才能更好的脱颖而出，适应当前的高波动市场。

对于个人投资者，选择更加贴近自己交易需求的投资标的，也许是直接投资，可能是购买基金，亦或是求助于专业顾问，都是需要去用心选择的。

对于未来，值得配置的是黄金，无论是高通胀的环境，还是政经格局的动荡，都值得增配一些黄金来多一份“安心”；推荐关注的标的是“猪”，四年一轮的猪周期酝酿启动中，猪价政策底已现，市场底加速来临，2022年中期见底的一致性预期正在成为共识，想要加杠杆的可以选择生猪期货的

远期合约，需要长期配置的可以参考养殖 ETF，又或者是生猪养殖上市公司股票。

### 新一轮猪周期正在酝酿中



数据来源：Wind、冠通研究

## 4、要注意的几个潜在风险点

### 1) 俄乌战争扩大

一方面，俄乌局势牵动全球资本市场的神经，投资者避险情绪加剧资产波动；另一方面，俄乌都是世界重要大宗商品的供应国，冲突的扩大令通胀困扰雪上加霜。

### 2) 疫情集中爆发

一方面，是年初北京冬奥会期间的海外输入性疫情风险，这一点，目前国内正在饱受煎熬；另一方面，是全球其他采取免疫策略的国家大面积开放，给中国防疫的“动态清零”策略实施的持续性所带来的压力；最后，则是病毒的再次变异所带来的疫苗的有效性问题的。

### 3) 中美冲突升级

2022年，中美都将面临重大重大政治事件，美国中期选举，中国二十大召开，政府的换届极易引发冲突，台海问题、人权问题、贸易战问题等都存在升级的可能性。

### 4) 新兴经济体风险

随着美联储加息预期的强化，部分对外依存度较高的新兴经济体，要面临美元回流的冲击，遭受潜在的经济危机，诸如哈萨克斯坦等。

## 研究员介绍

王静，北京师范大学 MBA，CFA 二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

### 联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356618

Email: [wangjing@gtfutures.com.cn](mailto:wangjing@gtfutures.com.cn)

**本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）**

### 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。