

2022 年六大宏观猜想

证券研究报告

2021 年 10 月 05 日

● 核心结论

2022年宏观猜想一：布油价格明年升破90美元/桶，未来3年升破100美元/桶。明年全球原油需求或超过疫前高点0.7%；OPEC虽于8月开始增产，但却以疫前产量为增产天花板；去年7月以来页岩油未增资本开支。明年全球原油存在大约2百万桶/天的供给缺口，即便伊朗全面恢复供给亦难填补，库存或将进一步降至2014年水平。

2022年宏观猜想二：美元指数贬值至85下方。今年美元指数反弹与全球仍存不确定性及美联储率先转向有关。随着全球疫情得到控制，经济不确定性降温，明年美元指数将大概率回落。此外，中期选举前美联储大概率偏鸽，亦将压制美元走势。2001-2020年美元年均振幅为13.2%，一旦贬值明年美元指数大概率跌破90，年中低点甚至可能在85下方。

2022年宏观猜想三：海运价格或将回落。疫后全球海运出现极大的供需矛盾，且供给因素更为复杂。比如，去年H2欧美国家对自中国进口商品形成“单向”路径依赖、出口国集装箱船“有去无回”；大量集装箱在欧美港口堆积拥堵及港口等物流环节工作人员数量下降导致疫后欧美等区域港口效率下降；出口国运输业“招工难”、劳工成本上升。我们认为海运的供需矛盾有望在未来半年得以缓解并在明年H2出现逆转。

2022年宏观猜想四：中期选举前美国或再度对外施压。拜登政府对中欧等经济体的贸易缓和或仅为打压通胀预期诉求下的权宜之计。一旦内政落地，中期选举前拜登政府或将政策转变为对外施压。该政策基调的转变亦有可能对部分资产形成风险偏好的约束。

2022年宏观猜想五：10年美债收益率高点或在2022Q1。但凡有政治根基的总统上台，就会影响货币政策节奏，中期选举与大选年份会适度鸽派、其他年份货币政策则偏鹰。未来数月疫情退潮实际利率将带动10Y美债收益率走高，该过程亦将为明年中期选举预留了空间；明年Q2-Q3美联储则会相对鸽派，以防止货币政策对中期选举产生干扰。预计2022年10年期美债收益率高点或出现在Q1，且有望突破2%，Q2-Q3期间10年期美债收益率中枢则有望小幅下移，中期选举后再度反弹。

2022年宏观猜想六：明年猪油共振，A股风格切换。生猪养殖利润已降至冰点。一旦猪肉价格上涨，且猪油同涨，则明年国内CPI同比大概率上破2%。可见，PPI与CPI剪刀差有望于明年大幅收敛，一旦如此，明年大众消费品的风险收益比将明显好于上游原材料行业。

风险提示：国内经济基本面超预期；国内货币政策与财政政策超预期；美国货币政策与财政政策超预期；美国疫情超预期；美国就业前景低于预期；美国改变关税政策或仅为可选方案；原油及生猪价格不及预期

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、2022 年宏观猜想一：油价有望升破 90 美元/桶.....	4
(一) 2022 年原油需求大概率超越疫前	4
(二) 页岩油未增资本开支，明年全球原油大概率进一步去库存	5
(三) 明年油价破 90 美元/桶，未来 3 年破 100 美元/桶或为大概率	6
二、2022 年宏观猜想二：美元指数贬值至 85 下方	7
(一) 今年美元指数反弹与全球仍存不确定性及美联储率先转向有关	7
(二) 疫情趋缓及 2022 年货币政策偏鸽将引发美元指数贬值	8
(三) 2022 年美元指数跌破 90 为大概率，不排除年中跌至 85 的可能性	8
三、2022 年宏观猜想三：海运价格或将回落	9
(一) 去年 H2 以来海运价格大幅上行：需求端因素决定上行趋势，供给端因素解释斜率	9
(二) 海运的供需矛盾有望在未来半年得以缓解并在明年 H2 出现逆转	10
四、2022 年宏观猜想四：中期选举前美国或再度对外施压	10
(一) 贸易缓和仅为拜登打压通胀预期的权宜之计	10
(二) 中期选举前拜登政府或将再度对外施压	12
五、2022 年宏观猜想五：10Y 美债收益率高点或在 2022Q1	12
六、2022 年宏观猜想六：明年猪油共振，A 股风格切换	13
(一) 猪肉价格有望于明年触底反弹	13
(二) “猪油共振”下明年 CPI 同比大概率上破 2%	13
(三) PPI 与 CPI 剪刀差收敛后，权益主题或有上游转向下游，大众消费品有望受关注	14
七、风险提示	14
(一) 国内经济基本面超预期	14
(二) 国内货币与财政政策超预期	14
(三) 美国货币政策与财政政策超预期	14
(四) 美国疫情超预期	15
(五) 美国就业前景低于预期	15
(六) 美国改变关税政策或仅为可选方案	15
(七) 原油及生猪价格不及预期	15

图表目录

图 1：全球石油需求量（百万桶/天）	4
图 2：美国机场客运量	4
图 3：英国希斯路机场客运量	4
图 4：日本入境旅客人数	5

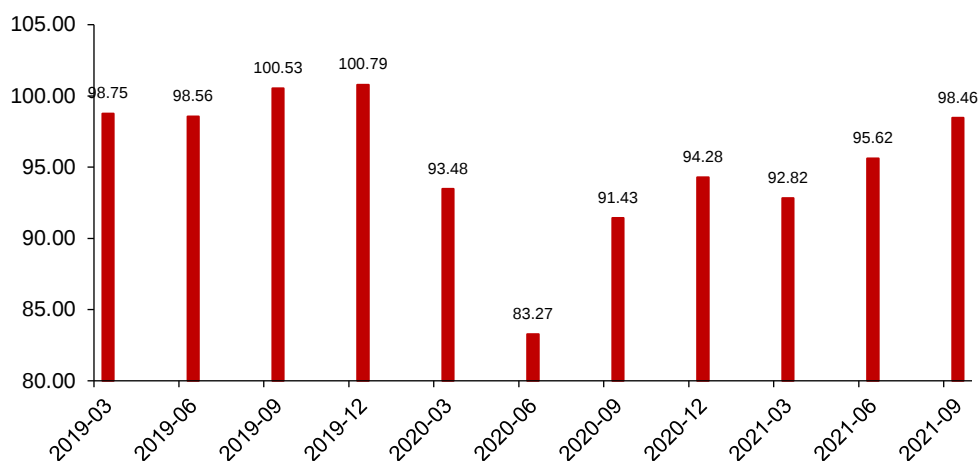
图 5: 韩国出入境人数	5
图 6: 全球原油需求量年度增幅	5
图 7: 美国完井数与原油产量	6
图 8: 美国已打未完井数与完井数	6
图 9: 全美原油商业库存与 WTI 原油价格	7
图 10: 美国及全球疫苗完成接种比例	7
图 11: 全球与美国经济政策不确定性指数 (EPU) 之差与美元指数	7
图 12: 2001-2020 年美元指数年度涨跌幅	8
图 13: 2000-2020 年美元指数年内振幅	8
图 14: 欧美日工业产能利用率相对水平 (2020 年 1 月=100)	9
图 15: 美国运输仓储行业就业人数	9
图 16: 中国集装箱制造及同比	10
图 17: 中国船舶新订单及其同比	10
图 18: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 及其同比涨幅	10
图 19: 美国 CPI 同比	11
图 20: 拜登支持率 (%)	11
图 21: 国际铜价与美国基建预期	11
图 22: 美联储点阵图 (单位: %)	12
图 23: 10 年期 TIPS 收益率与美新冠肺炎当日新增确诊人数	12
图 24: 全国能繁母猪存栏量	13
图 25: 生猪养殖预期盈利与生猪存栏同比	13
图 26: 中国 CPI 同比与猪肉分项同比	14
图 27: PPI 与 CPI 剪刀差 VS 消费行业指数与原材料行业指数比值	14

一、2022年宏观猜想一：油价有望升破90美元/桶

（一）2022年原油需求大概率超越疫前

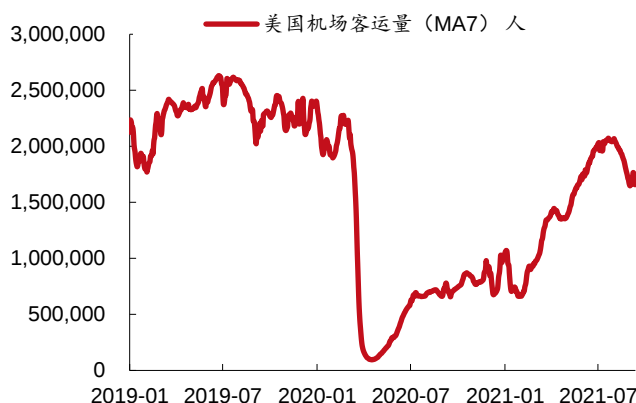
原油需求接近疫前，但仍有较大回升空间。如图1所示，去年Q3起全球石油需求量快速恢复，目前已经接近疫前水平。与此同时，如图2-5可知当前全球航空仅为有限恢复。日前美国表示将于11月进一步放宽对国际游客出入境的限制。可见，在各国有序接种疫苗后国际航班有望加速恢复，未来一年原油需求仍有较大提升空间。2011-2019年原油需求年均增幅为1.3%，但如图2-5可知目前全球原油需求仍被疫情约束，因此明年年度需求增幅或明显高于2010-2019年均值。在2008-2009年的低基数下，2010年全球原油需求增幅高达3.44%，假定明年需求增量为3%，即会高达101.5百万桶/天，高于疫前约0.7%。

图1：全球石油需求量（百万桶/天）



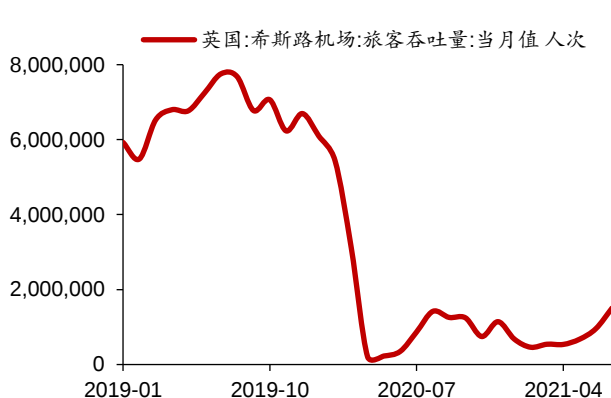
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：美国机场客运量



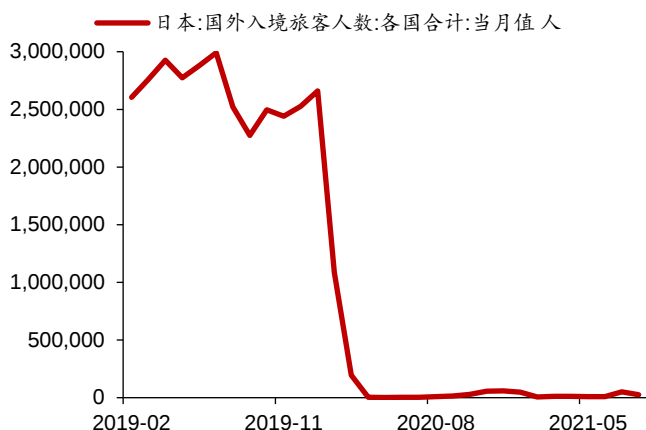
资料来源：TSA，西部证券研发中心

图3：英国希斯路机场客运量



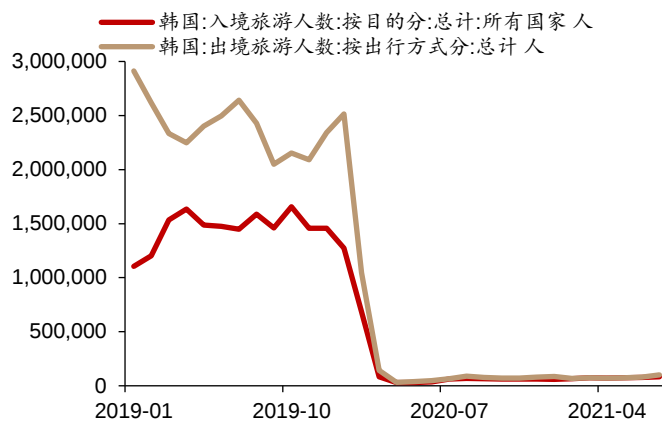
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：日本入境旅客人数



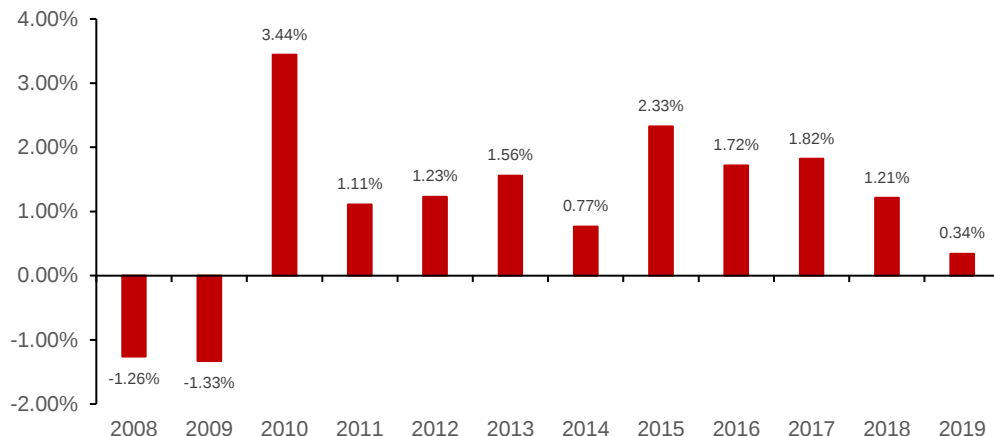
资料来源：TSA，西部证券研发中心

图 5：韩国出入境人数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：全球原油需求量年度增幅



资料来源：Wind，西部证券研发中心

(二) 页岩油未增资本开支，明年全球原油大概率进一步去库存

OPEC 自 8 月开始每月增产 40 万桶/天直至恢复至疫前供给水平，换言之，OPEC 的产量仍以疫前为天花板水平。而去年 7 月以来美国原油已开未完钻井数骤降表明过去一年多美国页岩油方面未增加资本开支，这也是今年高油价背景下美国原油供给始终未能快速恢复至疫前的主因。但由于拜登新能源战略将约束页岩油长期发展并加剧了传统能源投资风险，因此无论是能源企业亦或是风投基金均会在页岩油领域实施止盈甚至止损动作。

此外，页岩油油井衰减期及生产周期极短，完井后 3-6 个月为出油峰值，再往后两年油井出油量就会衰减到峰值的 25% 附近，因此只要没有足够的资本开支，页岩油供给很快就会减少。疫前美国原油供给峰值为 13.0 百万桶/天，截至今年 7 月美国原油产量则仅为 11.3 百万桶/天。由美国原油已开未完井数及完井数估计，明年美国原油产量也难以回升至疫前高点水平，乐观情形是明年美国原油供给恢复至略高于 12.0 百万桶/天水平。

综上所述，供需缺口约为 2 百万桶/天之间。那么假若伊朗原油供给全面恢复能否弥补这一缺口？答案是否定的。过去 20 年伊朗供给峰值也仅在 3.9 百万桶/天，今年 8 月已经高

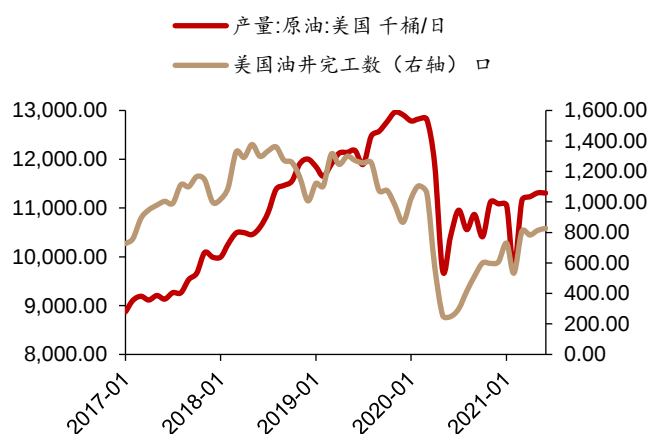
达 2.4 百万桶，换言之，明年全球原油大概率供需吃紧，原油库存亦将进一步回落。

（三）明年油价破90美元/桶，未来3年破100美元/桶或为大概率

目前全球原油库存已降至 2015 年水平，而 2014 年是全球原油变盘点。2014 年 7 月 OPEC 担心美国页岩油侵蚀其市场份额，进而大举增产，推升库存、压低油价。2011 年-2014H1 国际原油价格曾居 100 美元/桶上方，一旦库存降至 2014 年 H1 水平，国际油价恐再度调整 100 美元/桶。当然，就明年而言，供需缺口并不大，库存降幅或较为有限，进而理性评估，明年 Brent 油价大概率升破 90 美元/桶。

但未来 3 年 Brent 原油价格重回 100 美元/桶或为大概率。金融危机后页岩油的出现令原油经历了长达 12 年的熊市，拜登上任或意味着 OPEC 重新夺回原油定价权，原油 12 年熊市或已告终。始于金融危机后的页岩油具备三个特点：生产周期短、响应速度快；高度市场化；技术进步可以推动成本下移。页岩油的出现令油价进入熊市周期。拜登上任后不仅重回《巴黎气候协定》并推动各项新能源发展政策，还对原油等传统能源进行了政策性约束，比如冻结公共土地和近海水域上的新石油和天然气租赁以及 2022 财年及此后联邦资金不直接补贴化石燃料等¹。这一做法虽是基于长期发展，但疫情也加速了美国落地相关政策的进程。页岩油供给大概率逐年下滑。此外，新能源取代传统能源的过程并非一蹴而就。根据 2020 年 10 月 OPEC 的预测，全球原油需求峰值出现在 2040 年²；今年 2 月 EIA 认为美国原油需求峰值出现在 2025-2026 年³。另一方面，各国的新能源推广政策也相当于是对传统能源进行供给侧改革，包括美国在内的部分非 OPEC 国家的原油产业相关资本开支或逐年下降。未来 5-10 年全球或迎来需求边际上升、供给边际收缩的局面，因此油价有望逐年抬升，就未来 3 年而言，Brent 油价重回 100 美元/桶上方或为大概率。

图 7：美国完井数与原油产量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：美国已打未完井数与完井数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

¹ <https://www.federalregister.gov/documents/2021/02/01/2021-02177/tackling-the-climate-crisis-at-home-and-abroad>

² <https://www.opec.org/chapter.php?chapterNr=101&tableID=77>

³

<https://www.eia.gov/outlooks/aeo/data/browser/#/?id=1-AEO2021&cases=ref2021~highmacro~lowmacro~highprice~lowprice~highogs~lowogs~hirencst~lorencest~aeo2020ref&sourcekey=1>

6 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

图9：全美原油商业库存与WTI原油价格



资料来源：Wind，西部证券研发中心

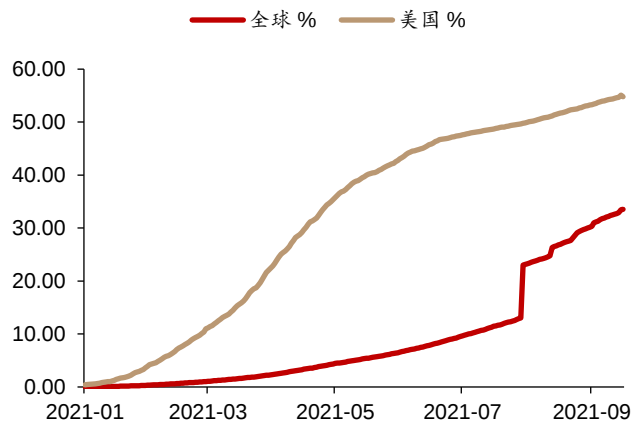
二、2022年宏观猜想二：美元指数贬值至85下方

（一）今年美元指数反弹与全球仍存不确定性及美联储率先转向有关

美元往往具备避险属性。当全球经济政策不确定性指数（EPU）攀升或高于美国经济政策不确定性指数的阶段，美元指数往往偏强；否则可能会偏弱。今年以来全球经济政策不确定性指数始终高于美国大概率与疫苗接种率有关。Q2美国就已进入疫苗接种加速期，Q3超过50%，而目前全球疫苗接种率尚未达到40%。加上Delta变种引发的疫情担忧也令Q3全球经济出现了诸多不确定性。

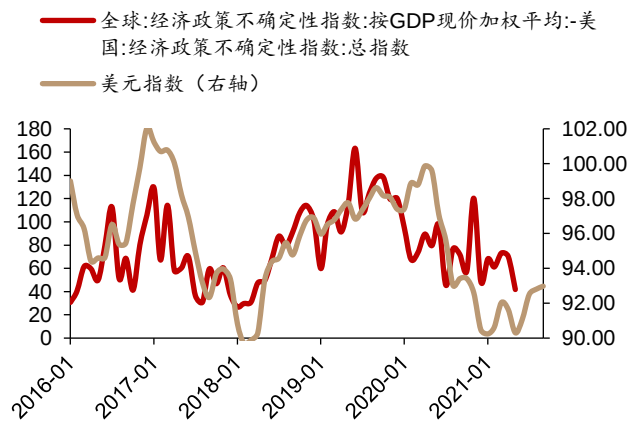
此外，美国财政转移支付对个人收入的提振效应已然趋弱，叠加美国逐渐解除疫后封锁令居民增加服务消费，因此5月以来美国个人消费结构出现明显变化，耐用品消费降温、服务消费加速。这一变化大概率令美国贸易逆差有所收敛，对美元形成一定支持。此外，随着美联储主席鲍威尔在9月议息会议中几乎明示了美宣布Taper时间表的指引。在发达经济体中，美国率先货币正常化也给了美元指数一定反弹动能。

图10：美国及全球疫苗完成接种比例



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图11：全球与美国经济政策不确定性指数（EPU）之差与美元指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）疫情趋缓及2022年货币政策偏鸽将引发美元指数贬值

如前文所述，以当前速率线性外推 2022H1 全球疫苗接种率就会超过 50%。随着明年全球疫情得到控制，经济不确定性降温，美元指数大概率将回落。

此外，在考虑政治诉求的因素之下，货币政策节奏就会受政治因素驱动。比如，美联储于 2010 年实施 QE2、2012 年实施 QE3、2014 年虽然执行 Taper 但政策冲击出现在 2013 年、2016 年大选前美联储均未实施加息。相反，2013 年美联储释放 Taper 信号、2015 年落地金融危机后首次加息靴子，上述事件均对市场造成冲击。其中，2010 及 2014 年为中期选举年；2012 及 2016 年为大选年。2018 年中期选举年份美联储紧货币节奏偏快，上任前缺乏政治基础的特朗普就吃了大亏。因此，中期选举和大选年份，美国政府大概率希望货币政策偏向宽松，因此需要提前（或错后）收紧货币。由此可见，2022 年中期选举，2024 年大选，因此 2021 年 Taper、2023 年加息最符合政治诉求。

美联储于 9 月议息会议点阵图中暗示明年或有加息可能。我们认为这是“欲擒故纵”的策略。为了给明年中期选举前预留政策空间，今年美联储给出更多鹰派信号是比较“聪明”的做法。近期美联储主席鲍威尔对于通胀的表态也不再如上半年般从容，而是强调未来数月仍有通胀压力，也是短期加码释放“鹰派”信号的表现。我们认为美联储甚至有可能在今年 Q4 的议息会议中进一步上调明年加息概率。但在中期选举前 2022 年 Q2-Q3 美联储货币政策基调则大概率偏鸽。美联储政策态度的变化也将影响美元走势，因此美元明年贬值概率较高。

（三）2022 年美元指数跌破 90 为大概率，不排除年中跌至 85 的可能性

如图 12-13 所示，美元指数每年的涨跌幅及年内波动均很大。2001-2020 年美元指数年内平均振幅为 13.2%。目前美元指数在 94 附近徘徊，由以往的波幅评估明年一旦贬值美元指数大概率跌破 90，年中低点甚至可能在 85 下方。

图 12：2001-2020 年美元指数年度涨跌幅

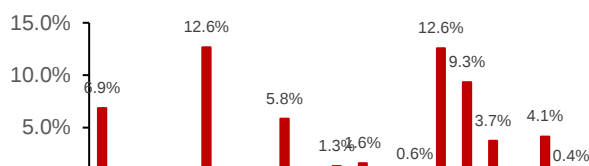
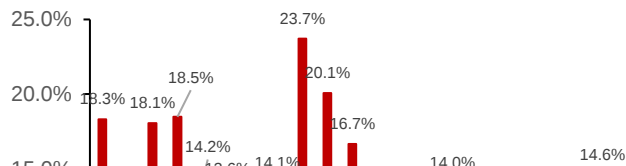


图 13：2000-2020 年美元指数年内振幅



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_27293

