

类别  
宏观策略月报

日期  
2022年2月28日



#### 宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)  
020-38909340  
hezq@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)  
021-60635739  
huangwx@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)  
021-60635731  
dongb@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3054198



## 俄乌冲突恶化，商品价格大涨

## 近期研究报告

《宏观专题-俄乌冲突恶化的原因分析及结局猜想》2022.2.18

《宏观专题-新冠疫情对全球经济潜在增速的影响》2022.1.25

《宏观专题-新冠疫情长期化流感化前景评估》2021.11.12

《贵金属专题-贵金属短期延续反弹但中期牛熊转换点尚未到来》2021.10.31

《贵金属专题-碳中和趋势对白银工业需求的影响》2021.9.27

《宏观专题-美联储缩减QE的时点评估及市场影响》2021.9.6

## 观点摘要

- 年初宏观市场的四个重要影响因素分别为俄乌冲突演化成俄罗斯与乌克兰的全面性战争、美联储持续发出鹰派格调但市场对此逐步接受、中国稳增长力度持续加强但稳增长效果并未立竿见影、新冠疫情先恶化后缓和。由于节日聚集效应的减退，第五轮全球疫情如期在1月中下旬达到高峰并在2月份开始缓和，但遍地病毒的外部环境对以物理隔离坚持零容忍做法的部分国家将产生巨大压力，近期中国大陆和香港地区新增确诊病例呈快速上升态势。美联储持续发出鹰派论调，但市场认为在俄乌冲突的影响下，美联储在3月份议息会议加息50%的可能性已经不大。数据显示2021年二季度以来中国经济增长势头持续减弱的态势在稳增长政策的支撑下得到遏制，但中国经济活力并未大幅度回升，2月份房地产政策明显放松。俄罗斯因地缘政治安全诉求未能得到保证而全面出兵乌克兰，试图彻底解决乌克兰加入欧盟和北约的威胁，2月份俄乌地缘政治风险急剧上升。在东欧地缘政治严重恶化、美联储紧缩预期先加强后缓和、中国稳增长政策持续出台等因素的影响下，2022年前两个月大宗商品价格普遍上涨，中国国债利率先下降后回升，中国股市跟随全球权益市场调整，人民币兑美元汇率则在企业结汇的影响下持续偏强。
- 2022年1-2月份中国大类资产表现为商品(+10%)>债券(+0.47%)>货币(+0.34%)>股票(-7.2%)，与2022年宏观策略年报市场展望相比较，主要是股票市场受美联储紧缩和俄乌冲突影响大幅调整，而央行超预期宽松以及新冠疫情冲击使得国债收益率明显下行。我们预计东欧地缘政治风险已经到达最严峻时刻，后期大幅度恶化的可能性较低，其对金融市场的冲击也将逐步减退，金融市场波动逐步回到基本面。考虑到新冠疫情开始缓解、中国稳增长政策持续出台、欧美央行开启货币政策正常化进程，我们认为接下来一段时间风险资产会迎来超跌反弹行情，建议债券边涨边卖，配置型资金可采取橄榄形战术；以中等仓位参与股市，并逐步将持仓从中盘科技股转移到大盘蓝筹股；继续做多与经济重新开放相关的能化和受益于双拉尼娜天气状况的农产品，超配原油而标配黄金。

# 目录

一、年初宏观市场回顾 .....	- 4 -
二、宏观环境评述 .....	- 4 -
2.1 全球第五轮疫情开始缓和 .....	- 4 -
2.2 中国经济增长势头有回升但幅度不大.....	- 5 -
2.3 俄乌冲突演化成乌克兰战争 .....	- 7 -
2.4 中国房地产领域继续放松监管 .....	- 8 -
三、资产市场分析 .....	- 9 -
四、中期资产配置 .....	- 12 -

## 一、年初宏观市场回顾

年初宏观市场的四个重要影响因素分别为俄乌冲突演化成俄罗斯与乌克兰的全面性战争、美联储持续发出鹰派格调但市场对此逐步接受、中国稳增长力度持续加强但稳增长效果并未立竿见影、新冠疫情先恶化后缓和。由于节日聚集效应的减退，第五轮全球疫情如期在1月中下旬达到高峰并在2月份开始缓和；由于新冠变种毒性的下降以及治疗药物的研发，欧美纷纷将新冠视为大号流感并取消所有防疫措施；但遍地病毒的外部环境对以物理隔离坚持零容忍做法的部分国家将产生巨大压力，近期中国大陆和香港地区新增确诊病例呈快速上升态势。美联储持续发出鹰派论调，美国就业市场依然紧张而通胀压力依然高企，但市场认为在俄乌冲突的影响下，美联储在3月份议息会议加息50%的可能性已经不大，更有可能的是加息25BP以明确紧缩态度。数据显示2021年二季度以来中国经济增长势头持续减弱的态势在稳增长政策的支撑下得到遏制，但在防疫压力增加、结构调整政策持续等因素影响下，中国经济活力并未大幅度回升，2月份房地产政策明显放松。由于美国意图挑拨俄欧关系和禁止北溪2号天然气管道项目、乌克兰企图靠西方援助收回克里米亚和乌东顿巴斯地区，俄罗斯因地缘政治安全诉求未能得到保证而全面出兵乌克兰，试图彻底解决乌克兰加入欧盟和北约的威胁，2月份俄乌地缘政治风险急剧上升。在东欧地缘政治严重恶化、美联储紧缩预期先加强后缓和、中国稳增长政策持续出台等因素的影响下，2022年前两个月大宗商品价格普遍上涨，中国国债利率先下降后回升，中国股市跟随全球权益市场调整，人民币兑美元汇率则在企业结汇的影响下持续偏强。

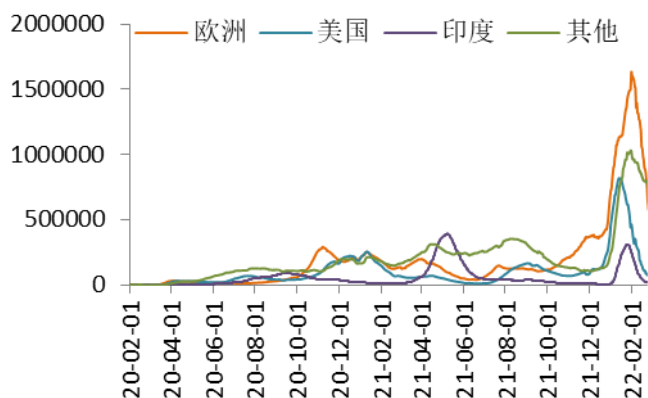
## 二、宏观环境评述

### 2.1 全球第五轮疫情开始缓和

截至2月25日，全球累计确诊新冠病例43164万，总体感染率达到5.54%；累计死亡病例594万，死亡率小幅下降至1.38%。2019年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬至10月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。第五轮是从2021年10月中旬开始，主要是欧美地区在大规模疫苗接种之后放松防范措施，而南非新发现的Omicron毒株具有更强大的传染性和免疫逃逸特性，叠加年底节日聚集效应。第五轮是从2021年10月中旬开始，

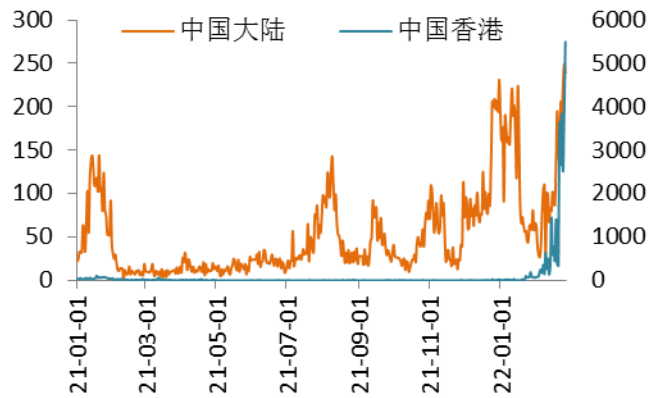
主要是欧美地区在大规模疫苗接种之后放松防范措施，而南非新发现的 Omicron 毒株具有更强大的传染性和免疫逃逸特性，再叠加年底节日聚集效应。随着节日效应的消退，全球第五轮疫情扩散速度呈现见顶回落迹象，2022 年 1 月 26 日全球日均新增确诊病例创下 338.2 万的阶段性高点，到 2 月 25 日该指标已经下降至 1412 万，基本上所有区域疫情都开始缓解。截止 2 月 25 日，日均新增确诊病例超过 3 万的国家地区有俄罗斯（东欧，147351）、巴西（南美，86710）、土耳其（中东，79993）、美国（北美，72539）、法国（西欧，63132）、印尼（东南亚，52591）、意大利（南欧，45175）、英国（西欧，37425）和荷兰（西欧，37199）等 9 个。

图1：新冠疫情扩散情况



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

图2：大陆香港新增确诊病例



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止 2 月 25 日全球接种新冠疫苗 106.8 亿剂，日均接种疫苗数量（7 天移动平均）为 2951 万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到 49.3 亿。全球疫苗接种率达到 62.6%，其中高收入与中高收入国家接种率已经超过 75%，已经达到群体免疫程度，目前已经有丹麦、挪威、英国等等欧洲国家陆续完全放开防疫措施。但鉴于新冠病毒的高变异性，纯粹的疫苗防疫不足以构成群体免疫屏障，必须依靠自然免疫来弥补，这意味着群体免疫屏障形成的时点取决于疫苗接种速度与疫情扩散速度的加总，美欧放开防疫也使得抗疫压力逐渐从欧美国家转移到以物理隔离坚持零容忍做法的地区，2 月份以来中国香港地区疫情快速恶化，并且对邻近的广东地区形成冲击。

## 2.2 中国经济增长势头有回升但幅度不大

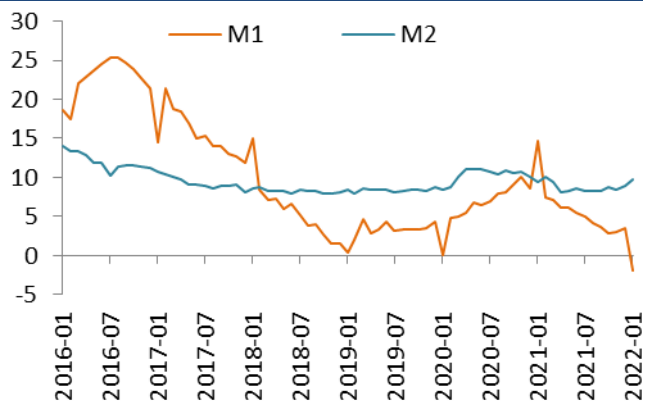
2 月 10 日下午中国央行公布 1 月金融数据，其中 1 月新增社会融资规模 6.17 万亿，较上年同期多增 9816 亿元；社融存量增速 10.5%，较上月回升 0.2 个百分点；金融机构新增人民币贷款 3.98 万亿，较上年同期多增 4000 亿元；M2 同比增长 9.8%，增速较上月提高 0.4 个百分点；M1 同比下降 1.9%，剔除春节错时因素影响同比增长约 2%。从总量上看 1 月份金融数据表现良好，M2 增速延续了自 2021

年9月份以来的震荡回升态势，显示出稳增长政策正在持续发挥作用。

从结构来看则不容乐观，首先是社融的超预期增长受政府债券发行支持较大，实体融资需求与历史同期相比偏弱。在1月社融总量同比多增的9816亿元中有3589亿元是政府债的贡献，占比36.6%，而新增实体贷款和企业债券融资对同比多增的贡献为5700亿元，占比为58%；对比历史同期来看，政府债在新增社融中的比例仅低于2020年，而新增人民币贷款占社融比例则为近五年来最低。从新增人民币信贷结构来看，1月信贷同比增长主要受企业信贷同比回暖支撑，企业短贷同比大增4345亿元贡献最大，居民端新增贷款同比则为少增4270亿元是主要拖累。1月M1增速跌入负区间属实罕见，虽然存在春节取现造成企业存款向M0转移的影响，但M2-M1剪刀差并未改变自去年5月以来持续扩张的趋势，显示居民存款向企业存款转移的进程仍然受阻，与房地产销售持续偏冷相互验证。

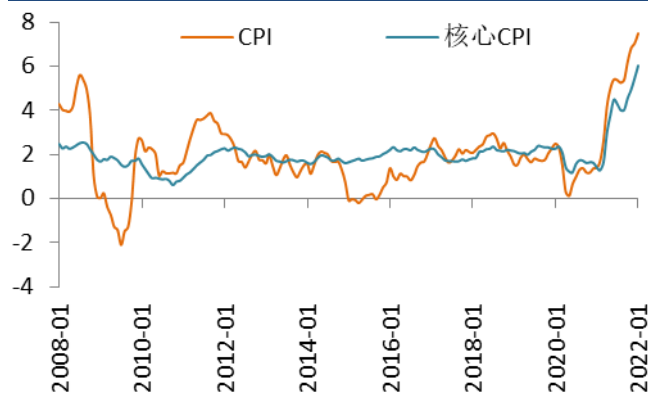
结合1月份中国PMI数据来看，中国经济增长势头趋弱态势在稳增长政策作用下有了一定程度的改善，但鉴于疫情扩散、稳增长力度不大以及居民支出谨慎性等因素，中国经济增长势头回升不明显，需要稳增长政策进一步发力。但在经济政策基调已经明确转向的情况下，我们预计今年中国经济增速保持在5%以上保持谨慎乐观态度，今年上半年股市和工业商品将受益于中国经济稳增长。

图3：中国货币供给增速



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图4：美国通货膨胀增速



数据来源：Wind，建信期货研报中心

美国2022年1月份CPI同比增长7.5%，创40年来新高；核心CPI同比增长6%，前值5.5%。从环比分项来看，除了交通运输、教育与通信外，其余分项环比均有所上涨，其中娱乐、医疗保健、食品饮料环比上涨明显；受供应链缓解影响，二手车和新车价格环比涨幅大幅收窄。美国通货膨胀压力持续高企增强美联储加快紧缩的信心，短期内全球金融市场仍将受到美元流动性紧缩带来的估值压力。

中国2022年1月份CPI同比增长0.9%，增速较上月回落0.6个百分点，其

中错季影响下食品价格是主要拖累；1月份PPI同比增长9.1%，增速较上月回落1.2个百分点，其中翘尾效应减退是主要因素，环比看PPI降幅有所收窄。由于生猪价格供应依然充足，以及国内经济增长动能不足，尽管国际大宗商品价格持续走牛，但国内通胀压力在可预见的时间内将依然较为温和。即使随着时间的推移以及物价从上游向中下游传递，我们认为国内通胀压力将是温和的，不会对当前的宽松货币政策形成制约。

### 2.3 俄乌冲突演化成乌克兰战争

乌克兰民族和俄罗斯民族都是古罗斯人的后裔，后来在不同的历史进程中逐步分化。由于同宗同根的历史渊源以及抵御共同外敌的需要，1654年乌克兰哥萨克商请俄罗斯来统治东乌克兰，乌克兰和俄罗斯的结盟史由此开始。十八世纪之前，乌克兰地区曾被各方势力反复争夺，并最终形成了类似于今日的乌克兰东西部的划分。东乌克兰俄罗斯人占较大比例，与俄国一样信奉东正教，对俄国认同度较高；而西乌克兰主要由乌克兰人构成，大部分信奉天主教，对俄国没有那么认同。从民族历史渊源和地缘政治安全两方面看，俄罗斯不情愿乌克兰全面倒向西方。

前苏联加盟国在苏联解体后大多寻求加入欧盟和北约，以求获得欧盟的经济援助和北约的安全保护；而欧盟也着力推动和巩固中东欧国家的民主政体和市场经济体制转型，从而在欧盟与俄罗斯之间构筑一条和平安全地带。2004年橙色革命和2013年乌克兰危机使得乌克兰国内的反俄情绪不断高涨，乌克兰西倾愿景也从加入欧盟变成加入欧盟与北约；俄罗斯的对策是支持俄罗斯人占多数的乌东地区独立，以此阻止乌克兰加入欧盟和北约。2014年克里米亚地区全民公投脱离乌克兰加入俄罗斯联邦，此举引发欧美对俄罗斯实施广泛的制裁；但欧盟和俄罗斯之间的关系没有严重恶化，经波罗的海将俄罗斯天然气输送到欧盟的北溪2号管道项目正常开展，此项目危害到美国和乌克兰的经济利益。

2021年美国拜登政府上台后，对俄罗斯态度从特朗普政府时期的三心两意为经济利益、民主价值观和地缘政治安全等多方面的全面压制。美国主导下的北约加强了在巴尔干半岛和黑海地区的军事活动，将北约和乌克兰关系升级到准盟友级别，并频频与乌克兰举行大型军事演习。俄罗斯对此深感担忧，一方面于俄乌边境陈兵十万，作出准备应战姿态；另一方面向美国和北约提出一份安全保障清单，要求北约拒绝接纳乌克兰。美国和北约不但拒绝俄罗斯的要求，反而积极武装乌克兰，并渲染俄罗斯入侵乌克兰的威胁。在这种情况下，俄罗斯承认顿涅茨克和卢甘斯克独立，并派兵进入乌克兰意图实现乌克兰非军事化和去纳粹化，

以彻底消除乌克兰加入北约的威胁。对此欧美火速宣布对俄罗斯实施多轮制裁，部分切断俄罗斯金融业与欧美市场的联系，并暂停北溪2号天然气管道项目审批程序，但美欧均表示不会派兵进入乌克兰直接对抗俄罗斯。

在俄罗斯出兵乌克兰以及欧美对俄罗斯实施多轮制裁后，我们认为本轮俄乌冲突已经达到最严峻时刻。美国离间俄欧关系、增强美国对欧洲影响力并停止北溪2号管道项目的目的已经达到，但数据显示拜登政府支持率并没有明显上升，民主党仍有可能在中期选举中输给共和党，因此美国有继续联合施压俄罗斯、引诱俄罗斯反击的动因。俄罗斯维持乌东地区动荡、阻止乌克兰加入欧盟和北约的目的在，推翻乌克兰现政府建立亲俄政府之后也可达成，并不需要维持俄罗斯军队在乌克兰的持续存在。因此我们判断后期俄乌冲突进一步恶化的可能性较小，但俄罗斯出兵乌克兰是二战后东欧地区的最大规模军事行动，势必对东欧地区的地缘政治局势产生深远影响，俄乌关系和俄欧关系均较以往有所紧张。

本轮俄乌冲突恶化是新冠疫情加剧全球政经格局重组的又一例证，在新冠疫情中遭遇重大损失的美欧列强有制造国际事端、转移国内矛盾的强烈动因，后疫情时代全球地缘政治风险以及金融市场波动性均因此有所上升。鉴于俄罗斯和乌克兰是国际重要的能源、粮食和部分矿产的出口国，乌东地区局势恶化必然带来能源和粮食价格上涨预期，并且提振避险资产的需求；由于欧美通胀与能源价格紧密相关，能源价格上涨将使得目前高企的通胀压力更加严重，欧美央行将加速收紧货币政策并带来欧美甚至全球经济衰退前景。我们认为黄金价格在俄乌冲突带来的短期避险需求、欧美通胀恶化带来的中期抗通胀需求以及欧美经济衰退预期带来长期避险需求下，已经克服美联储紧缩和美债利率上涨所产生的利空影响而进入中期上涨趋势，如果后期黄金价格因俄乌冲突缓和而出现短期回调，将是介入黄金中长期多单的又一个机会。

#### 2.4 中国房地产领域继续放松监管

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\\_38598](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38598)

