

经济周期之外：新冠和原油

宏观经济 2022 年 1 季报

核心内容：

- **2022 年 1 季度全球经济仍然处于修复过程，但决定经济的主要因素是周期之外的原因** 2022 年开年新冠疫情的防控和俄乌冲突扰动了整个金融市场。
- **对于中国经济来说新冠疫情的防控是经济修复的关键** 严格控制的新冠疫情已经影响了国内的经济增长，直接影响消费和服务业，间接影响投资和工业，全国物流也受到影响。预计本轮疫情影响 GDP 约 0.5 个百分点，全年完成 5.5% 的 GDP 增速难度较大。
- **俄乌冲突带来了全球金融市场的变动** 俄罗斯和乌克兰冲突和国际社会对俄罗斯的经济制裁带来了全球能源、粮油价格的飙升，也带来了全球物流的紧张。供应链再平衡的过程就是物价上行的过程。
- **全球通胀预期上行供应链、产业链以及突发的地缘政治冲突使得全球通胀预期快速上行** 今年内全球经济均会受到通胀干扰。欧美经济体通胀已经到达高点，发达国家央行已经开始收紧。欧央行虽然宣布收紧，但欧洲受到俄乌的影响可能仍然会宽财政，货币收紧的预期不明确。发展中国家市场通胀也在走高，部分新兴市场国家高速上行的通胀可能会带来严重的社会问题和政治问题。中国通胀在逐步上行，现阶段表现为“类滞胀”特征。
- **美联储 2022 年加息，但同时美国经济下行风险加大** 美联储已经启动加息，但美联储现阶段所处的环境并不利于加息，通胀是主要的考量。美国现阶段的失业率已经到达低点，产能基本接近饱和，同时原油价格处于高位，这些因素会使得加息后的美国经济快速进入衰退。预计美联储会在 2022 年快速加息 6-7 次，然后在 2023 年缓慢加息，并不排除 2023 年停止加息。
- **中国经济在缓慢恢复** 中国决策层连续发文稳定经济，不仅从货币和财政政策上，而且从各种监管方面给与放松。中国经济在 2022 年 1 季度艰难的回升，货币政策和财政政策的宽松会推动未来的经济增长，但新冠疫情的冲击没有结束，经济增长较为曲折。
- **长期关注通胀，短期关注疫情防控** 未来 1-2 个季度，通胀水平的变化仍然是全球资产的关注重点。而中国短期的关注重点是新冠疫情防控措施的变化。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

主要风险：新冠疫情控制措施持续严格、通胀不受控制的风险

目录

一、周期之内和周期之外因素共同影响经济	3
二、地缘冲突之后的世界	4
(一) 俄罗斯经济和金融受到考验	4
(二) 很难弥补的能源缺口	5
(三) 不确定的第四次石油危机	7
(四) 多种产品受到影响	8
(五) 持续上行的通胀	9
三、美联储加息的压力	11
(一) 美国经济周期：处于高位，有回落趋势	11
(二) 美联储加息的考量：通胀	12
(三) 美联储加息的压力：经济衰退与通胀赛跑	13
(四) 加息到何时停止：这次会不一样么？	15
四、新冠疫情防控影响中国稳增长	15
(一) 经济目标完成有难度	15
(二) 开年经济完成度仍然较为正常	16
(三) 新冠疫情防控影响消费	17
(四) 房地产回升需要等待	18
(五) 积极的政策转变	19

一、周期之内和周期之外因素共同影响经济

2022年1季度，中国经济启动的步伐持续，美国经济仍然受到通胀侵扰，中国央行以我为主力宽松，而美联储加息渐行渐近。2月底俄乌冲突开始，金融市场剧烈动荡，风险指数快速上行。在这种错综复杂的情况下，主要国家的经济运行均受到影响，主要央行的货币操作空间越加有限。3月末中国新冠疫情防控趋严，直接打击了中国的经济增长。

2022年中国和美国均面临范式变化，以往经济增长的经验面临了新的挑战，以往加息时期的环境出现了变化。除了经济增长本身需要管理层做出考量，经济周期之外的因素在1季度对经济的影响显的更为重要。这些经济周期之外的因素会在短期和长期对经济增长提出挑战，同时也是现阶段影响金融市场的主要因素。当经济周期的因素影响了经济运行，那么中美两国的货币政策会出现变化。

首先分析金融市场仍然主要依赖于三个因素：经济周期、金融周期和地缘政治。对于现阶段全球金融场所面临的情况，我们分为经济周期之内和经济周期之外的因素。所谓周期之内就是指影响经济周期本身运行的因素，包括经济增长、货币政策、利率政策、政府经济政策等因素。周期之外指的是经济周期运行本身之外的因素，这些因素的发展会反过来影响经济周期的运行，从而对金融市场带来影响，例如新冠疫情、地缘冲突。

1季度最重要的地缘政治事件就是俄乌冲突。俄罗斯受到了来自于美国、欧盟、英国、澳大利亚、韩国和新加坡33个国家的经济制裁，俄罗斯和乌克兰也是全球很多产品重要的出口国。俄乌冲突第一阻碍了俄乌本身正常的贸易，第二使得全球商业和金融资本布局出现变化。俄乌冲突仍然在演绎中，但可以确定的是全球贸易可能会因此萎缩，全球金融市场持续动荡，最终地缘政治冲突会以各种方式影响全球各国的经济运行，并在长期带来深远的影响。

俄乌冲突带来最大的影响是对推升了已经就较高的通胀水平。全球能源价格直接受到影响，欧美的通胀水平再次受到推升。部分新兴市场国家通胀水平超过10%，土耳其通胀水平在50%以上。

另外一样持续发酵的事件就是新冠疫情的发展。2021年11月新毒株Omicron出现，全球又历经了一次新冠病毒的洗礼。2022年1季度，新冠疫情虽然仍在抑制全球经济运行，但对于新毒株的认识和新冠疫情的发展演绎已经出现了积极的变化。1季度部分国家已经重新开放或者计划开放国门，夏天会有更多的国家跟进。另一方面，香港在新毒株下表现并不理想，给中国国内开放带来更多忧虑。中国对于新冠疫情的防控处于持续评估中，而3月下旬开始严厉的疫情防控措施直接影响了整体社会消费和服务业的恢复，也即整体对经济的影响仍然在持续。

其他地缘政治冲突包括了中美，这种中美之间的冲突不仅在芯片等高科技领域，也同样蔓延至金融领域。1季度中概股持续的下行和香港股票市场大幅的动荡也于此有关。相对而来的国内政策调整仍然在影响着国内各行业的政策变化，国内经济调整仍然在进行中，经济结构仍然在持续变化。

而就经济增长本身来看，中国和美国也展现了较大的差异。美国市场的以内需拉动为主，持续的金融和财政宽松政策带来了美国国内需求的繁荣。美国房地产投资大幅上行，零售消费创纪录增长，经济先行指标和同步指标处于历史高位。虽然有迹象显示美国的高速增长有趋缓的势头，但其下滑仍然需要时间。中国的经济增长困难在2021年4季度显现，投资增长快速下滑，消费稳定性下降。中国决策层连续发文稳定经济，不仅从货币和财政政策上，而且从各

种监管方面给与放松。中国经济在 2022 年 1 季度艰难的回升，货币政策和财政政策的宽松会推动未来的经济增长，但新冠疫情的冲击没有结束，经济增长较为曲折。

从金融周期来看，美联储的加息已经开始，加息的节奏仍然处于争议中。中国的稳增长措施逐步推进，但其经济效果稍显缓慢。总体来说，经济周期内的因素缓慢发酵。1 季度的地缘冲突和新冠疫情影响力度加大，也是对经济冲击最大的因素。未来 1-2 个季度，通胀水平的变化仍然是全球资产的关注重点。而中国短期的关注重点是新冠疫情防控措施的变化。

二、地缘冲突之后的世界

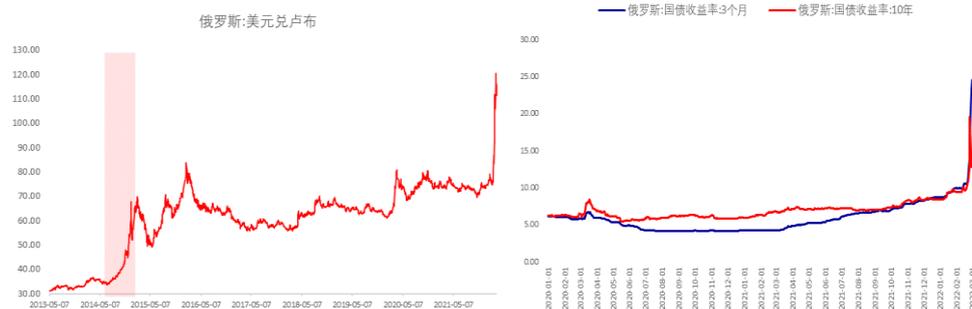
2 月 24 日俄罗斯向包括乌克兰首都基辅在内的多个大城市发射远程火箭弹，俄罗斯和乌克兰的冲突正式升级。截至 3 月 16 日，俄乌冲突仍然没有停止，并且双方缓和的余地较小。俄乌冲突的结束时间不确定，但是对全球的商品供应产生巨大的影响，同时对于全球经济带来压力，对全球央行提出新的考验。可以说，俄乌冲突的一个后果已经出现，俄罗斯经济受到冲击，俄罗斯与全球经济的联系紧密度会持续下降。而俄罗斯作为全球主要的商品供应国，全球性的通胀上行已经较为确定。

（一）俄罗斯经济和金融受到考验

俄乌冲突之后，俄罗斯受到广泛的制裁。代表俄罗斯国家风险的俄罗斯债券收益率快速上行，10 年期国债收益率在 3 月 4 日已经到达 19.9%，比冲突前上行了 87%，并且俄罗斯国债可能会实质违约。俄罗斯货币卢布也在快速贬值，卢布在 3 月 16 日比冲突前（2 月 23 日）下滑了 38.6%。俄罗斯已经关闭了股票市场交易，而海外的俄罗斯上市公司价格大幅下挫。

图 1：俄罗斯货币汇率（卢布）

图 2：俄罗斯国债收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

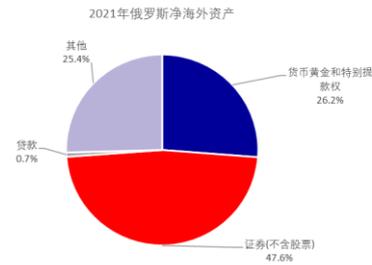
从国内市场来看，俄罗斯内部金融也处于紧绷的状态。银行间隔夜拆解利率现阶段达到 20.3%，凸显金融的紧绷。俄罗斯央行的主要存贮货币是外汇，外汇占央行总资产的 81%。受到制裁影响，俄罗斯央行外汇储备受到冻结。俄罗斯财政部长在 3 月 13 日表示金融制裁使得俄罗斯约 3000 亿美元的黄金和外汇储备被冻结。

图 3：俄罗斯同业拆借利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

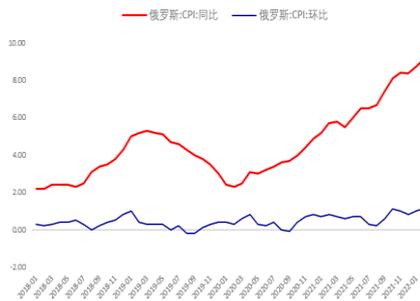
图 4：俄罗斯央行海外净资产占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

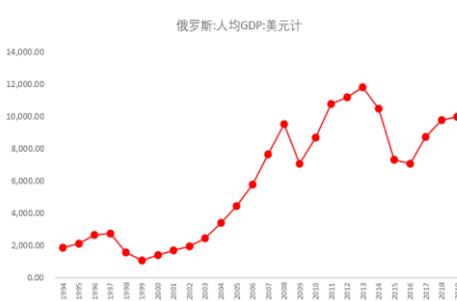
俄罗斯经济受到考验。2 月份俄罗斯 CPI 已经到达 9.2%，被制裁后普遍的物价上行并未统计进去，市场预期认为俄罗斯受到制裁后物价水平会飙升至 30%。观察俄罗斯的财政收入，2021 年俄罗斯财政收入大幅走高，这是受益于原油价格的上行。俄罗斯财政收入的 80%来自于能源的出口收入，而俄罗斯原油也进入了经济制裁的范围，这会给俄罗斯财政带来较大的困难。冲突结束后，俄罗斯的受到的制裁超过 2014 年克里米亚冲突，俄罗斯经济可能会出现大幅倒退。

图 5：美元指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：俄罗斯人均 GDP (美元)



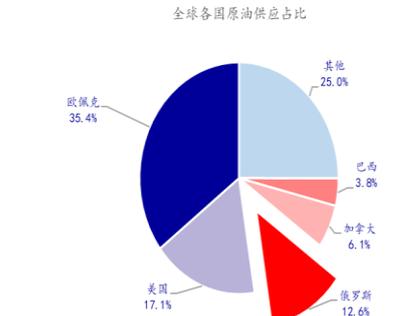
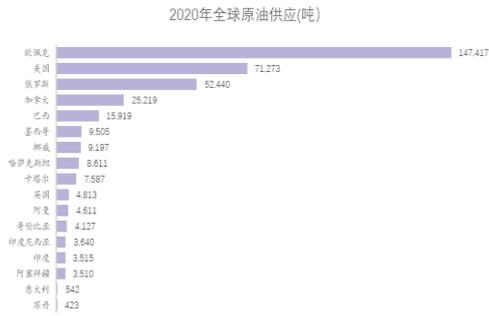
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 很难弥补的能源缺口

俄罗斯是全球主要的能源供给国，俄罗斯的能源供给在全球很难短时间找到替代。2020 年俄罗斯提供了全球 12.6%的原油供应，16.6%的天然气的供应。2021 年，根据美国《油气杂志》(OGJ) 统计数据，俄罗斯原油产量约占全球的 11.69%。英国石油公司(BP)的数据显示，2021 年，俄罗斯天然气产量约为 6390 亿立方米，约占全球的 16.58%。欧洲对俄罗斯天然气的依赖程度很高，份额接近一半，石油的份额也接近四分之一。俄罗斯也同时是煤、铝、小麦的重要供应地。欧盟和全球短期内很难找到新的能源供给方填补这个缺口。俄罗斯作为全球最大原油生产国之一，任何限制石油和天然气交易的举措都可能推升全球能源价格。

图 7：全球主要原油供给国

图 8：主要原油供给国所占比例

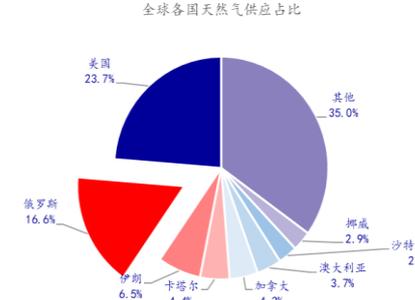
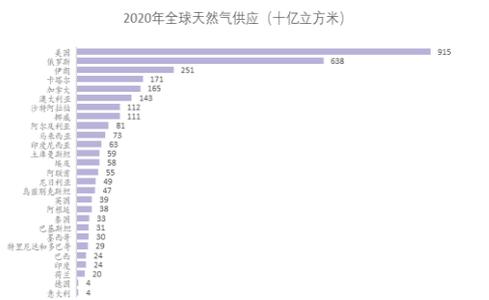


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 全球主要天然气供给国

图 10: 主要天然气供给国所占比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

由于俄乌冲突带来的俄罗斯原油运输困难以及可能到来的俄罗斯能源出口制裁,全球各国的能源增产较为困难。

首先,作为全球最大的原油出口组织欧佩克,产能已经基本修复,但其增产意愿并不强烈,需要等待事态进一步发展。从欧佩克来说,2022年1月份其原油产量在2,789万桶/天,已经恢复至疫情前的水平。沙特阿拉伯目前产量也达到了1150万桶/天左右,基本恢复至2019年的水平。现阶段,OPEC组织仍然坚持增产计划不变。2月22日阿拉伯国家石油和能源部长在利雅得参加2022年国际石油技术会议(IPTC)时表示,OPEC+应该坚持当前的协议。3月2日,第26次欧佩克和非欧佩克部长级会议以视频会议形式召开,下一次会议召开是在3月31日。在这次会议上,产油国组织OPEC+同意再次确认第19次部长级会议批准的生产调整计划和月度生产调整机制,将4月的月度总产量上调40万桶/日。OPEC+此次再次顶住了来自美国和主要石油消费国的压力。各成员国认为,石油市场基本面和对其前景的共识表明市场处于良好的平衡状态,目前的波动不是由市场基本面变化引起的,而是由当前的地缘政治发展引起的。

图 11: 欧佩克能源供给 (千桶/天)

图 12: 沙特阿拉伯原油产量已经恢复

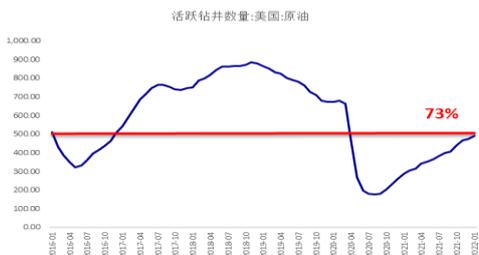


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

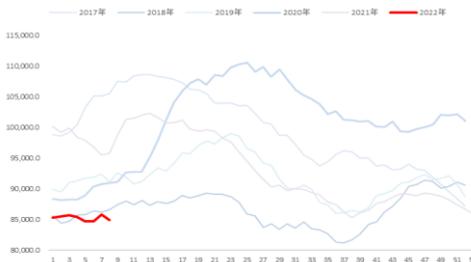
其次，美国作为全球主要的原油出口国，其增产受到了生产能力的限制。并且，美国原油库存处于低位，库存释放能力有限。截至 2022 年 1 月份，美国原油活跃钻井数恢复至疫情前的 73%，加上美国现阶段劳动力市场较为紧张，美元原油生产能力并没有完全恢复，其恢复可能需要 5-6 个月的时间。美国原油库存现阶段处于历史低位，虽然美国连续释放了战略储备库存，但其影响仍然有限，低库存使得美国原油释放能力受到阻碍。

图 13: 美国活跃钻井数量 (座)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

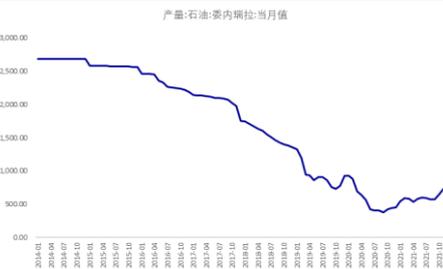
图 14: 美国原油库存 (万桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

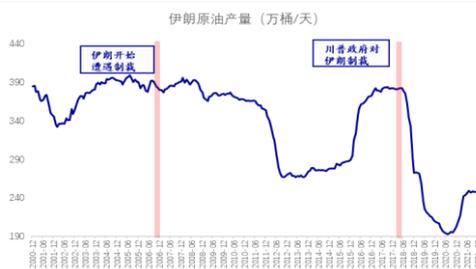
最后，受到市场关注的伊朗重返原油市场仍然需要时间。伊朗正在为重新返回原油市场而积极努力。3 月 8 日伊朗最高国家安全委员会秘书阿里·沙姆卡尼(Ali Shamkhani)表示，谈判人员正在评估影响在维也纳举行的核协议谈判新内容，伊朗正在调整方案，以加快达成协议。目前伊朗的原油出产大约每天 250 万桶/天，伊朗在产油高峰的 2018 年达到过 380 万桶/天的产量，伊朗重回原油市场最多为全球原油市场补充 100 万桶/天的产量。同样的，纽约时报报道美国政府 3 月 5 日派出一个由国务院和白宫高级官员组成的代表团，前往委内瑞拉与马杜罗政府举行会谈，讨论放松对委内瑞拉石油制裁的可能性。委内瑞拉现有产量约 72 万桶/天，而高峰时期的 2017 年达到过 200 万桶/天。现阶段委内瑞拉与美国达成协议的进展非常缓慢。

图 15: 委内瑞拉原油产量 (千桶/天)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 伊朗原油产量 (万桶/天)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 不确定的第四次石油危机

由于俄乌冲突的不确定性以及未来对俄制裁的不确定性，使得原油市场处于高度的不确定性阶段。原油市场处于产能增长有限、需求持续上行以及地缘危机影响的阶段，原油价格有巨大的不确定性。

从历史上来看，原油的主要波动仍然取决于需求的变动。原油供给的缺失主要是由于短期因素带来的，如战争。本次原油上行起点是在 2020 年 5 月后，由于美联储和全球央行快速的财政和货币刺激，全球需求走高带来了原油价格的回升。2022 年 2 月俄乌冲突带来了原油价格的再次飙升，WTI 原油期货价格时隔 8 年再次突破 100 美元/桶的大关。

短期内俄乌冲突结束的时间不确定，结束后对俄罗斯能源的惩罚时间不确定，欧洲承受能源价格压力摆脱俄罗斯能源供给的时间不确定。但俄罗斯能源部分退出全球能源市场已经是确定性的事情，原油供给市场处于持续紧张阶段。影响原油价格的最重要的变量在今年可能在需求端，即全球的经济变化。

图 17: 原油价格增长的影响因素 (美元/桶)

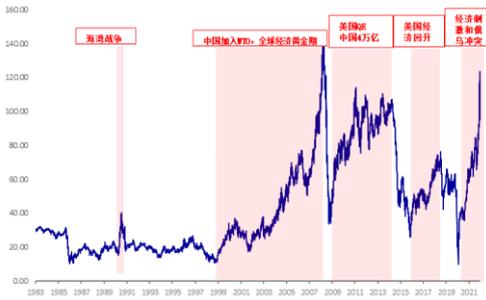


图 18: 持续紧张的原油供给需求



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 多种产品受到影响

俄罗斯和乌克兰是全球主要的农产品供应国，全球农产品价格承压。2020 年俄罗斯和乌克兰的小麦供应占全球约 25.6%，大麦供应占全球的 23.9%。乌克兰的玉米出口占全球的 13.2%，乌克兰还是葵花籽油最大出口国。俄罗斯是全球亚麻籽油出口最多的国家，占全球的 22.9%，豆油出口占全球的 4.5%，水产品出口占全球 4.2%。同时俄罗斯的化肥出口排名第一，占全球的 12.6%，而俄罗斯的化肥最重要的出口地是巴西。

图 19: 全球小麦出口占比 (%)

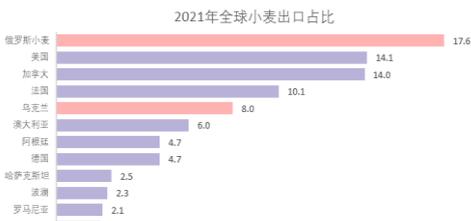
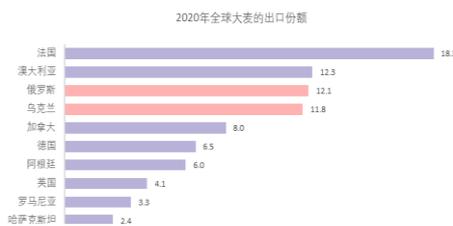


图 20: 全球大麦出口占比 (%)



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_40336

