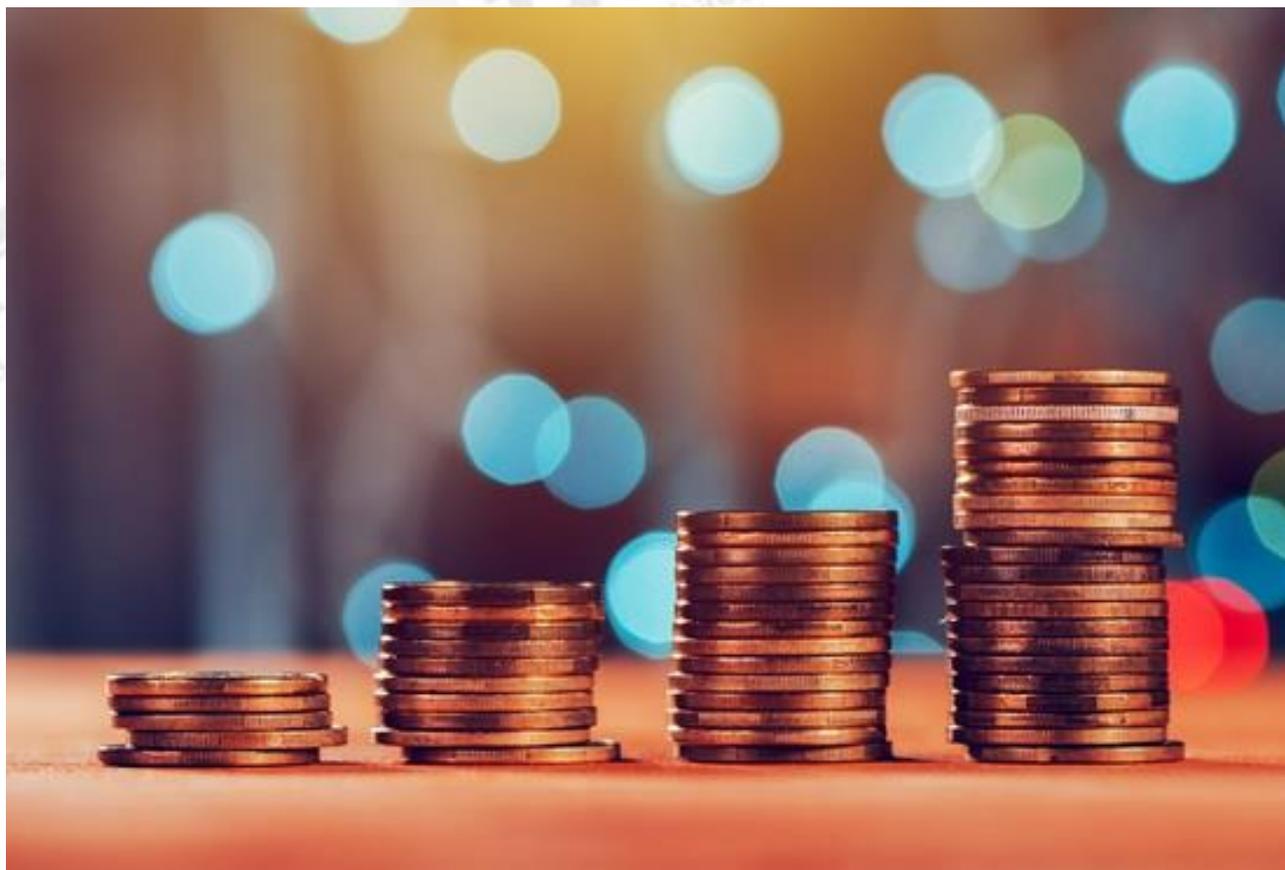




# 王涵：全球通胀预期渐起 继续配置长逻辑



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵



未来一个季度（2021年4季度）的宏观主题。三季度以来，全球通胀预期逐渐升温，但中国通胀风险整体可控，对货币政策的影响或相对有限。四季度国内经济内生动力趋缓，叠加疫情、政策扰动，经济增速或继续回落。下半年随着经济进一步从“高波动”过渡至“新常态”，权益市场风格开始逐步体现中长期政策的逻辑。展望四季度，影响中国宏观经济和金融市场的主要线索可能包括以下三个方面：1) 能耗双控或加剧供求紧平衡格局；2) 信用风险整体可控，但分化难以避免；3) 新发展格局下，各行业利润变迁带来的投资机会。

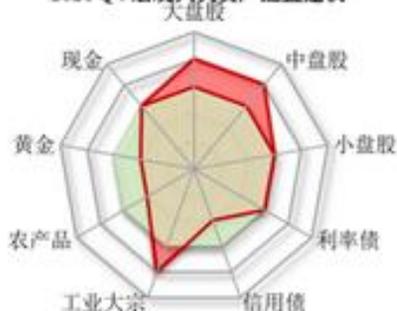
大类资产配置的建议。大宗方面，在“双碳”“双控”调控进一步加

码的背景下，工业品可能面临供需紧平衡，价格可能维持高位。权益方面，随着结构性政策的逐渐落地和经济主线逐渐向中长期逻辑回归，我们长期战略性看好权益资产。从投资风格来看，在“双控”“双碳”目标下，上下游利润面临再分配，传统行业中的龙头企业可能更加受益，建议超配大盘股和中盘股。债券方面，近期全球通胀担忧持续上升，利率债存在调整压力，但长期来看存量债务压力意味着需要低利率环境来维系，四季度建议标配利率债。四季度仍处于处置存量债务的窗口期，对信用债持谨慎态度。

量化模型的资产配置建议。本次报告在文中阐述了资产配置模型的设计流程思路，给出了战略配置参考组合和动态战术组合建议，立足于长期投资、多元分散化投资理念，我们分别为不同风险偏好投资者构建了保守、稳健和积极三种风险等级的配置组合权重建议。

风险提示：1) 疫情变化超预期；2) 海外宏观环境超预期变化；3) 政策刺激力度超预期。

2021 Q4 宏观大类资产配置建议



2021Q4 资产配置建议，%（斜体为 2021Q3 配置建议）								
组合类型	沪深 300	中证 500	中证 1000	利率债	信用债	工业品	农产品	实物黄金
保守	7.1	<i>7.1</i>	<i>5.5</i>	31.7	22.2	5.0	1.3	10.4
	3.6	3.8	5.7	38.6	20.7	2.1	1.2	16.4
稳健	17.8	17.9	14.5	11.6	8.1	7.6	1.7	20.7
	17.5	17.5	17.5	12.9	6.4	2.8	1.4	23.9
积极	24.2	24.2	22.4	3.6	3.4	3.9	1.0	17.2
	23.0	23.0	23.0	7.8	3.9	2.1	1.1	16.1

注：绿色区域的边缘为中性，在绿色区域内部为低配。

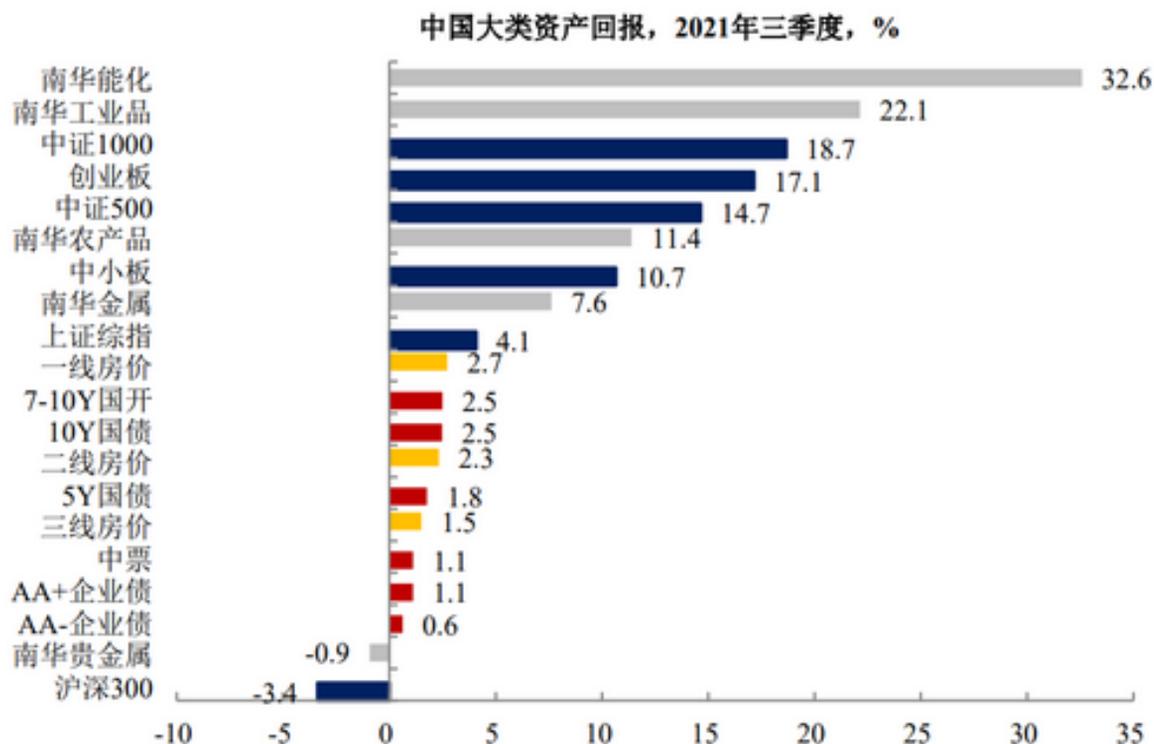
正文

3 季度市场回顾：

市场主线逐渐向中长期政策过渡

2021 年 3 季度大类资产配置逻辑：市场主线正逐渐向中长期政策过渡。如我们在 2021 年中期报告《覆水难收》所述，2020 年新冠疫情冲击后，中国经济经历了触底反弹的修复期，“高波动”的经济走势是影响 A 股的主要变量。但本轮由外生冲击所带来的经济复苏在 2021 年 2 季度逐步趋向尾声，经济将逐渐从“高波动”过渡至“新常态”，意味着下半年，市场主线将由经济波动转为考虑长期利率政策、长期经济结构等中长期逻辑。三季度国内大类资产呈现普涨态势，权益市场整体经历了调整，板块出现明显的分化，周期行业领跑，消费行业则整体回调。同时，随着“碳达峰、碳中和”持续推进，环保不达标的煤矿关停等措施影响煤炭供给有所收缩，煤炭供需紧平衡状态趋强，能源、工业品延续上涨趋势。此外，市场对局部出现信用事件的担忧有所加剧，但担忧情绪尚未大面积扩散。

图表 1: 三季度大类资产表现:工业品&gt;创业板&gt;农产品&gt;利率债&gt;信用债&gt;沪深 300

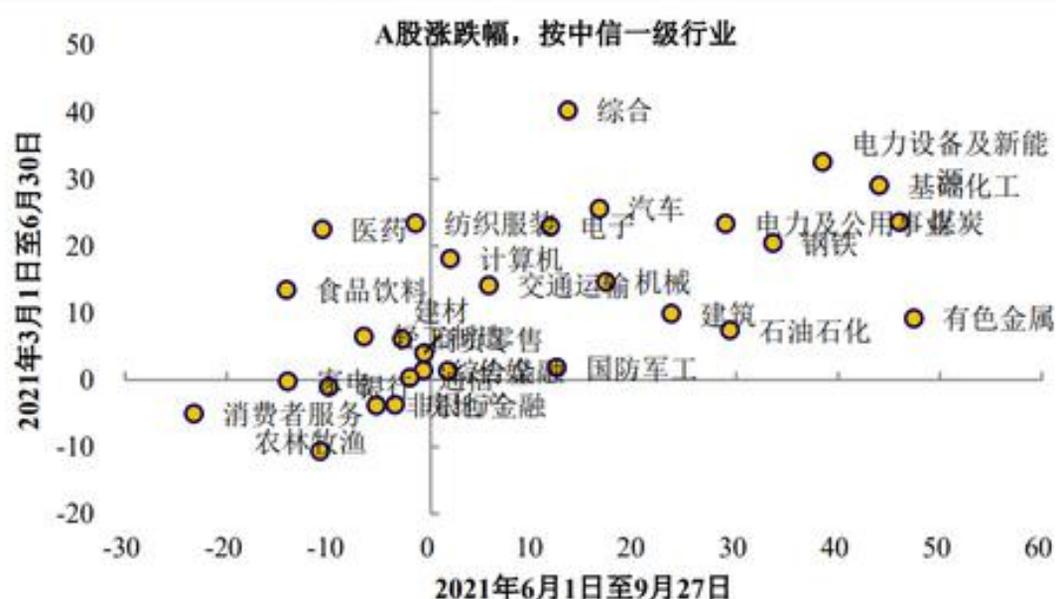


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

股票：向中长期政策过渡，板块出现明显的分化。近期，A 股的结构调整可能主要受到了行业政策的影响。换言之，整体中长期政策的调节，使得行业的利润分配正在发生变化。一方面，对于消费行业，政策在试图在进行成本端和供需端的再平衡：对于医疗行业，集采政策可能正试图降低消费单价从而鼓励多量消费；对于教育行业，“双减”政策可能正试图避免将超纲教育从可选消费变成必选消费；对于烟酒行业，政策可能正试图避免从高端消费变成必选消费，这后两者可能为其他的消费打开空间。在此背景下，市场也开始重新审视中长期政策逻辑的变化，进而引发了换仓和波动。另一方面，对于传统行业，此前，为了招商引资，我国中上游行业成本（包括电价、水价、环境）实际上是整体偏低的。而在中长期“以

人为本”的目标导向下，当前“双碳”政策实际上是引导中上游成本逐步回归正常水平。在此过程中，行业的利润可能会进行再分配，这样的行业变化可能是更利于龙头企业的地位巩固和整合的，而这或是近期周期行业上行的核心逻辑。

图表 2: 市场主线向中长期政策过渡，板块出现明显的分化



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

债券：市场对信用风险的关注度明显上上升。近期，市场对局部出现信用事件的担忧加剧。部分房企所蕴含的风险正在上升，具体来看：就地产债而言，虽然央企和国企的信用利差整体仍然维持在低位，但是近期民营企业的信用利差在 7 月以来走阔了约 100bp，近期民营房企信用债长短端利率均出现了波动，说明市场对违约风险的担忧明显增加。但是目前来看，担忧情绪还是主要集中在地产企业的信用债层面，对于其他行业的信用债并未明显扩散。

商品：三季度商品仍延续上半年的偏强格局：工业品>农产品>贵金属。自供给侧改革以来，煤炭行业供需持续处于紧平衡状态。2020年年底以来，随着“碳达峰、碳中和”持续推进，环保不达标的煤矿关停等措施影响煤炭供给有所收缩，煤炭供需紧平衡状态趋强，煤炭库存今年以来持续低于季节性水平，动力煤价格自去年年底以来走出上涨趋势，并于今年年初突破1000元/吨。煤炭价格的上涨传导至化工产品以及其他工业品，带动了工业品的整体上涨趋势。

### 第一部分：未来一个季度的宏观环境

三季度以来，全球通胀预期逐渐升温，但中国通胀风险整体可控，对货币政策的影响或相对有限。四季度国内经济内生动力趋缓，叠加疫情、政策扰动，经济增速或继续回落。下半年随着经济进一步从“高波动”过渡至“新常态”，权益市场风格开始逐步体现中长期政策的逻辑。展望四季度，影响中国宏观经济和金融市场的主要线索可能包括以下三个方面：1) 能耗双控或加剧供求紧平衡格局；2) 信用风险整体可控，但分化难以避免；3) 新发展格局下，各行业利润变迁带来的投资机会。

### 海外经济：全球通胀预期渐起

三季度以来，全球通胀预期出现上升。2021年以来，发达经济体疫苗接种明显加快的背景下，疫情得到有效控制，而新兴经济体受到疫情的冲击更强。新兴发达经济体2021年以来PMI明显分化，发达经济体PMI呈现上升趋势，经济恢复加快，而新兴经济体PMI仍然在较低水平。新兴

经济体经济恢复较慢加剧了供给端的短缺和供应链的不通畅，导致整体通胀水平抬升。而三季度中后期至今，受 OPEC 产能承诺不及预期、中国“双控”政策趋严、欧洲天然气供需缺口扩大等因素的影响，全球大宗商品价格出现上涨，进一步推升通胀预期的上升。其中欧洲经济体通胀预期上升更为明显，9 月份以来欧洲主要国家 5 年通胀预期上行超过 40bp。

全球通胀预期上升是 70 年代“滞胀”时期的重演吗？我们在去年 2020 年 8 月 25 日的深度报告《全球大放水如何收场》中就曾分析，长期来看，本轮全球大放水的终点可能将是美国通胀+贬值征收“铸币税”对外转嫁成本。随着美国债务率逐渐逼近二战后的高点，美国亟需解决财政刺激的成本由谁承担的问题。从上世纪的历史来看，在 1930 年代大萧条的末期和 1970 年代的“滞胀”时期，美国都曾通过美元的大幅贬值或大幅通货膨胀来征收“铸币税”，达到了对外转嫁成本的目的。但短期来看，在美国还不能保证美元下一阶段货币体系中心地位之前，可能未到美元大幅贬值+大幅通胀的时点。当前情景可能更像是 20 世纪 70 年代的早期，通货膨胀仍然主要是由供需缺口所导致的，这种情况下全球通胀预期的上行会带来短期扰动，但或难以对财政、货币政策形成长期的明显制约。

**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\\_27536](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27536)

