

海外风声鹤唳，资本市场大幅调整

观点

1、本周央行超级周，海外风声鹤唳，资本市场大幅调整，股、债、商品集体大跌。往后看，海外市场仍有较大的调整压力，一方面，为了对抗高企的通胀和通胀预期，美联储将会保持高强度的加息节奏；另一方面，全球流动性收紧带来的经济衰退、债务风险等次生冲击引发担忧；相反，国内风景独好，有望成为避风港。当前国内经济增速明显低于潜在增速水平，仍有内生修复的动力，且稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主，预计海外经济下行、输入型通胀、疫情的冲击并不能改变复苏趋势。

核心逻辑

1) 本周央行超级周，海外风声鹤唳，资本市场大幅动荡。本轮资本市场大幅波动的导火索是美国5月通胀创新高，实际上，4月份通胀数据回落一度令市场对通胀担忧减弱，带来一轮美股和商品的反弹，因此，5月通胀数据公布后资本市场出现大幅动荡，主要是反映未计价的新的更大幅度的加息预期。此后，美联储（6月如预期加息75BP）引领全球央行加快收紧货币政策以对抗高通胀，进一步加剧了市场的恐慌情绪，造成海外股市、商品、债券集体大跌。

2) 当前海外市场的恐慌情绪尚存，一是，市场认为美联储按照目前的加息路径难以有效控制通胀，未来将会进一步加快收紧货币政策；二是，由胀到滞的风险继续升温，即高通胀对经济增长造成了冲击，美国出现滞胀的风险明显加大；三是，美日利差、德意利差持续走阔，表明在全球流动性收紧的大环境下，经济基本面较弱的经济体面临的风险（违约风险、债务风险等）明显加大。因此，海外资本市场仍有较大的调整压力。

3) 疫情改善后，稳增长政策不断落地见效，国内5月经济呈现弱势复苏的迹象。当前国内经济增速明显低于5%左右的潜在增速水平，仍有内生修复的动力；同时稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主，预计海外经济下行、输入型通胀、疫情等三个方面的冲击并不能改变复苏趋势，但可能或影响复苏的节奏。国内资产有望成为避风港。

宏观·周度报告

2022年6月19日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 经济疫后弱复苏

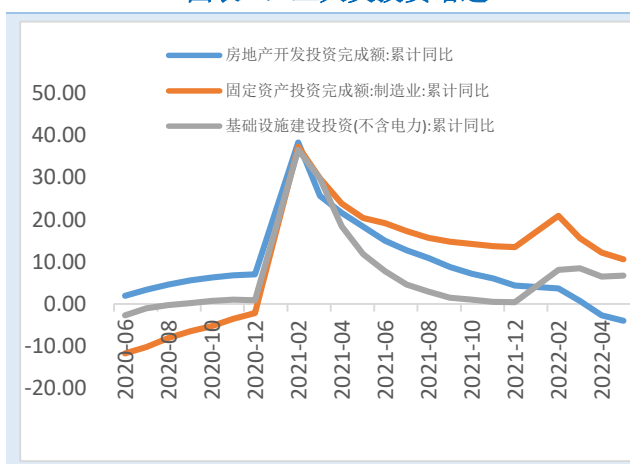
(1)生产端:工业生产增速回升转正。5月份,规模以上工业增加值同比增长0.7%,好于预期的-0.9%,好于前值的-2.9%。1-5月份,规模以上工业增加值同比增长3.3%,前值为4.0%。

(2)需求端: 1)固定资产投资增速小幅下滑。1-5月份,全国固定资产投资(不含农户)同比增长6.2%,前值为同比增长6.8%,高于预期的6.0%。其中,制造业投资增长10.6%,较前值回落1.6个百分点;房地产开发投资累计同比下降4.0%,降幅较前值扩大1.3个百分点;基础设施投资累计同比增长6.7%,较前值回升0.2个百分点。

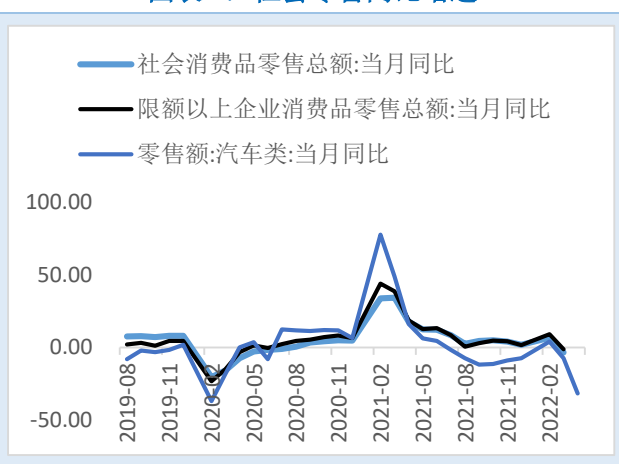
2)社会消费同比降幅缩窄。5月份,社会消费品零售总额同比下降6.7%,较前值大幅收窄4.4个百分点,预期为下降7.1%。1-5月份,社会消费品零售同比下降1.5%,前值为下降0.2%,预期为下降1.7%。

与预期一致,疫情改善后,稳增长政策不断落地见效,5月经济触底回升,出口、消费、投资均有所改善。往后看,疫情冲击最严重的阶段已经过去,政策应出尽出,并加快落地见效,预计国内经济将延续复苏。但同时也面临新的挑战,一是,全球通胀持续高位,欧美等主要经济体同时收紧货币,这对全球总需求和金融市场稳定带来冲击;二是,国内通胀中枢将随着猪油共振而逐步抬升,虽然不会影响稳增长的政策方向,但依然可能会制约政策发力的空间;三是,国内疫情迟迟未能得到控制,各地仍有散发疫情,政策时滞有所延长,尤其是房地产、消费等恢复缓慢。综合来看,当前国内经济增速明显低于5%左右的潜在增速水平,仍有内生修复的动力;同时稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主,预计上述三个方面的冲击并不能改变复苏趋势,但可能或影响复苏的节奏。

图表 1: 三大类投资增速



图表 2: 社会零售同比增速



数据来源: Wind

1.2 国内政策聚焦

1) 国常会部署支持民间投资的重要举措。6月15日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,部署支持民间投资和推进一举多得项目的措施。具体措施方面:一是要在“十四五”规划102项重大工程和国家重点建设领域,选择一批示范项目吸引民间投资。二是要深化“放管服”改革。将民间投资重大项目纳入重点项目库并加强要素保障。各地要保护民间投资合法权益,严格履行政策承诺。支持平台经济健康发展,支持民间资本发展创业投资。三是要鼓励金融机构采用续贷等支持民间投资,对符合条件项目提供政府性融资担保。此外,会议还确定阶段性缓缴中小微企业职工医保单位缴费,决定开展涉企违规收费专项整治。

近几年民间投资占全国固定资产投资比重持续下降,不仅与疫情对民营企业影响更大有关,更重要的是与民企融资难度较大、可投范围受限等长期因素有关。本次国常会针对以上制约因素进行了针对性的部署,即鼓励金融机构采用续贷等方式支持民间投资、选择一批示范项目吸引民间投资等。同时,最近引导民间资本进行投资的力度有所加大,5月国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》,其中规范有效推进政府和社会资本合作(PPP)是重要方向之一。6月9日,水利部发布《关于推进水利基础设施政府和社会资本合作(PPP)模式发展的指导意见》,支持社会资本通过PPP模式介入水利基建。此外,开展涉企违规收费专项整治亦一定程度上利好民营经营。总的来说,各项政策支持引导下,民间投资规模有望持续回升。

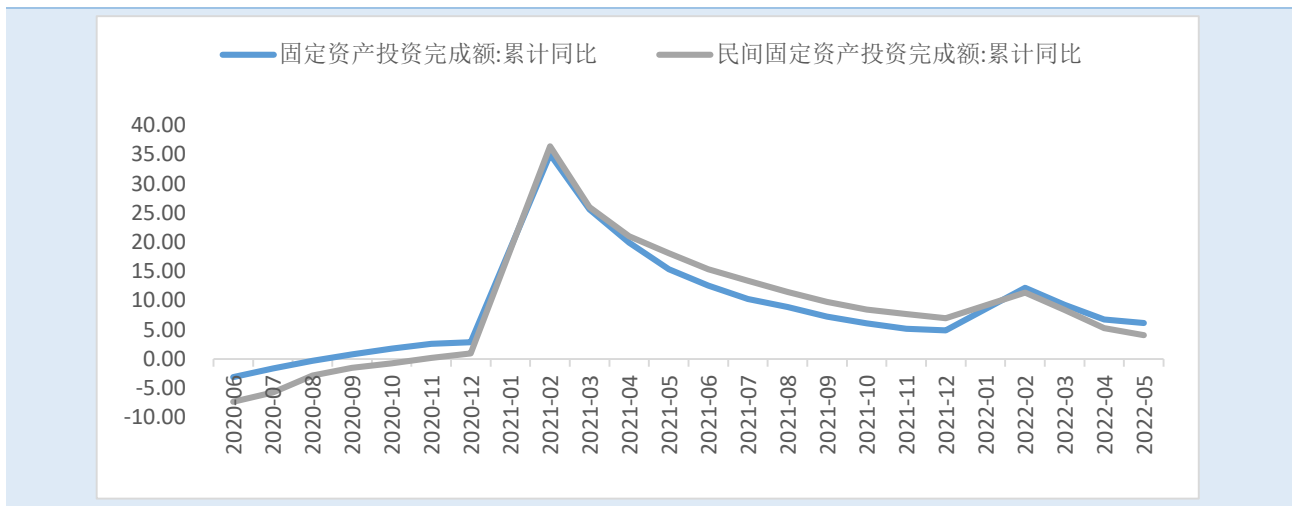
2) 货币政策。6月13日,人民银行、水利部联合召开金融支持水利基础设施建设推进工作电视电话会议,要求各金融机构要找准定位、创新产品、依法合规,切实加大对水利项目的金融支持力度。具体来说,政策性、开发性银行要用好新增的8000亿元信贷额度,抓好任务分解,强化考核激励,加大对国家重大水利项目的支持力度。

3) 房市政策

租房政策:福州市为毕业三年内在榕求职、创业、实习的外地生源高校毕业生提供最长不超过1年的免费住宿。海南发改委发文提及,建设一定比例人才租赁住房,促进民营企业发展。

购房政策:杭州上调公积金贷款额度,单人最高升至60万元,夫妻双方最高升至120万元;郑州发文要求推动落实首套房贷4.25%利率下限,二套首付降至40%,改善型住房需求名下一套并已结清贷款,可按首套政策执行。

图表 3: 固定资产投资与民间投资



数据来源: Wind

1.3 美联储如期加息 75BP

美东时间 6 月 15 日周三, 美联储会后宣布, 将政策利率联邦基金利率的目标区间从 0.75% 至 1.00% 升至 1.50% 至 1.75%, 符合市场预期。这是沃尔克执掌美联储时 1994 年 11 月以来联储最大的单次加息幅度, 也是逾二十七年来联储首度一次加息 75 个基点。本次会议并未调整缩表计划。

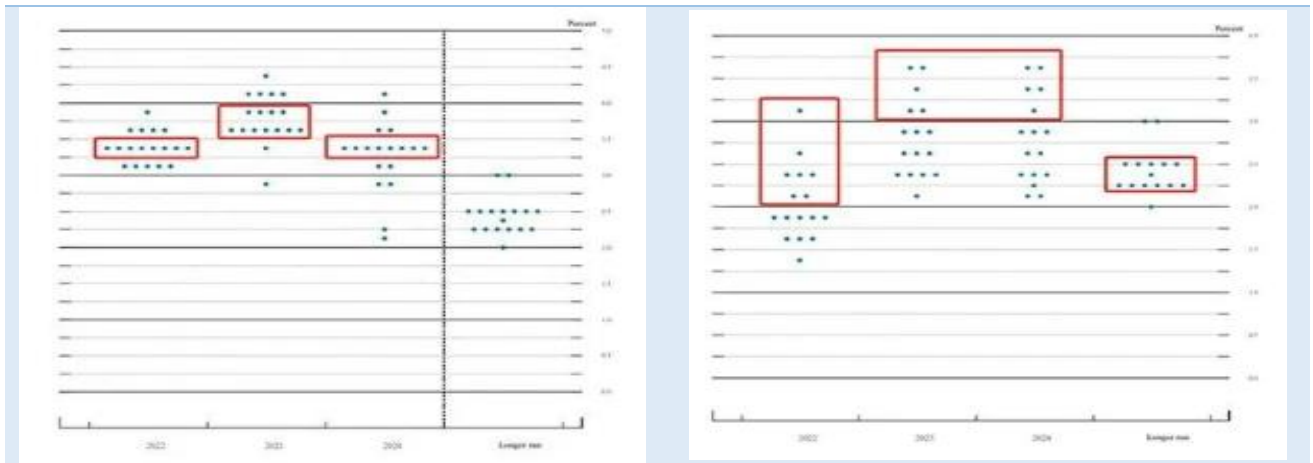
1) **下调经济, 上调通胀。** 6 月议息会议大幅下调 2022 年和 2023 年经济增速预期至 1.7% (前值分别为 2.8% 和 2.2%), 下调 2024 年经济增速预期至 1.9%。将 2022-2024 年失业率预期分别上调 0.2 个百分点、0.4 个百分点以及 0.5 个百分点。大幅上调 2022 年 PCE 预期至 5.2%, 不过分别下调了 2023 年和 2024 年 PCE 预期 0.1 个百分点。

2) **大幅上调年内加息预期。** 美联储点阵图显示, 18 位成员均预期 2022 年至少加息 12 次至 3.0% (每次 25BP), 2022 年预期利率中枢由 3 月时的 1.9% 大幅上调至 3.4%, **意味着今年还需要加息 175 基点**。在此基础上, 2023 年还要加息 1-2 次, 利率中枢上调至 3.8%; 不过, 接近 8 成的成员认为 2024 年要降息。此外, 鲍威尔强调加息 75BP 的操作不是常态。

3) **滞胀风险在增加。** 尽管美国经济增速略有回落, 但劳动力市场强劲, 失业率处于历史低位, 经济增长不是目前美联储重点考虑的。相反, 当前美国“工资-通胀”螺旋上升的风险依旧较大, 美联储短期内料将继续保持快速的加息节奏以遏制通胀预期。与此同时, 由胀到滞的风险也在加大, 高企的通胀对经济增长造成了冲击, 美国出现滞胀的风险明显加大。

图表 4: 2022 年 6 月点阵图

图表 5: 2022 年 3 月点阵图



数据来源：FED

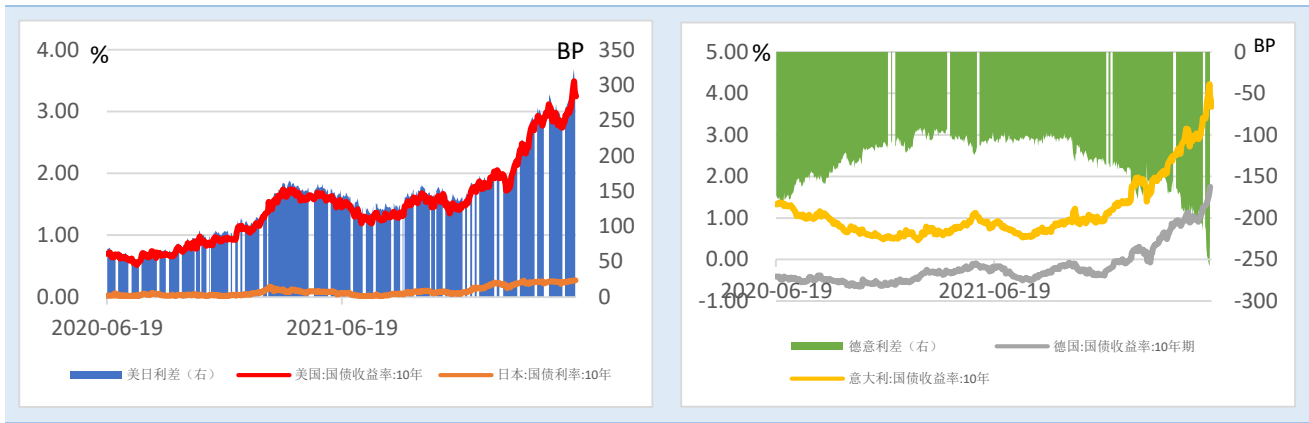
1.4 日欧债市遭遇危机

1) **日美货币政策持续背离，日本股债汇遭遇三杀。**6月13日，日本股债汇出现集体下挫，日经225指数当日跌破3%，美元兑日元一度升破135，日本10年期国债收益率也一度突破日本央行政策区间的上限（0.25%）。6月15日，日本10年期国债期货盘中暴跌2.01日元，创2013年来最大单日跌幅，并两度触发大版交易所熔断机制。导致日本股债汇“三杀”的直接原因是美国上周五公布的通胀数据再次超预期，市场对美联储激进加息预期持续升温，与日本宽松的货币政策持续背离。目前来看，日本货币政策转鹰的概率较小，日央行压力逐渐加大，一方面美联储的鹰派操作将进一步推升美元，日元贬值压力短期持续，另一方面全球通胀仍在高位也将对日本形成冲击，日本国债违约的风险上升，其他资产波动性也将加大。

2) **欧债危机会否再次上演。**近日，在欧洲央行表示在7月上调关键利率25BP，甚至9月将更大幅度加息后，欧洲国家国债收益率全面抬升。当地时间6月13日，意大利10年期国债收益率上涨24BP至4.005%，相对德国国债的收益率溢价扩大至240BP，创下2020年5月以来最大，接近被市场认为可能引发决策者采取行动的“危险区域”；其他南欧国家西班牙和葡萄牙的国债收益率较德国国债利差也达到了2020年以来的最高水平。与10年期德债相比，债务负担较重的欧洲边缘国家国债收益率飙升幅度更大，这些国家基债收益率与德债的息差不断走阔，代表投资者对持有高负债欧元区成员国的债券要求更高溢价，或将会增加边缘国家的借贷成本负担，造成欧元区内的“割裂化”。如果欧央行不采取进一步行动，欧债危机的风险或有所上升。与上一次欧债危机相比，当下高通胀情况将在一定程度上限制欧元区货币政策，欧元区的债务风险值得关注。

图表6：美日利差持续扩大

图表7：德意利差大幅扩大



数据来源：FED

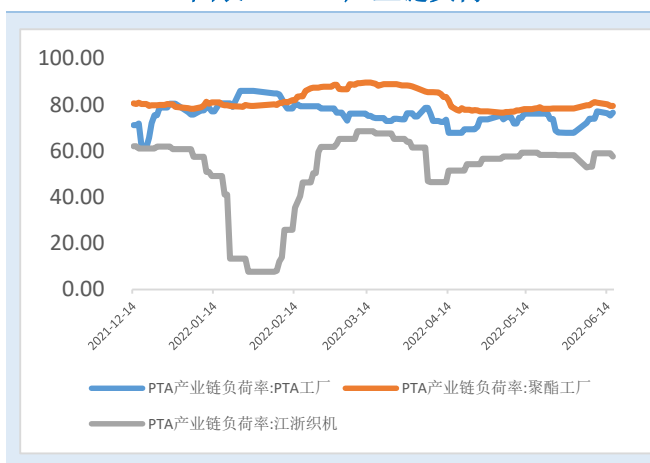
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产平稳回升

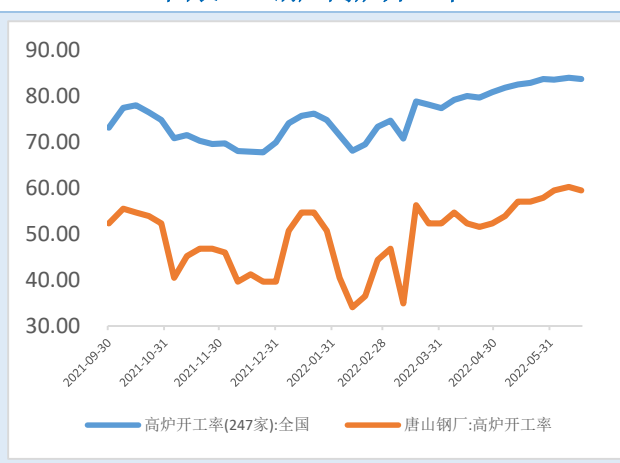
化工：需求下滑，开工持稳。需求方面，下游需求淡季走弱，聚酯产业链多数产品价格持续回落，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率回升至 76.54%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 79.49%，江浙织机负荷率小幅回升至 59.03%。

钢铁：生产持续回升，需求依旧低迷。钢厂持续复产，全国高炉开工率本周回落至 83.83%。今年双碳行动明显弱化，环保、能耗双控等因素引起的减产明显减少，钢厂开工率持续提升，产量持续恢复。不过，行政性限产仍不时有消息传出，目前已有山东、江苏等地传出限产的消息。本周钢材产量小幅回升，厂库去库、社库累积，表需小幅下滑，淡季来临，钢材实际需求偏弱。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



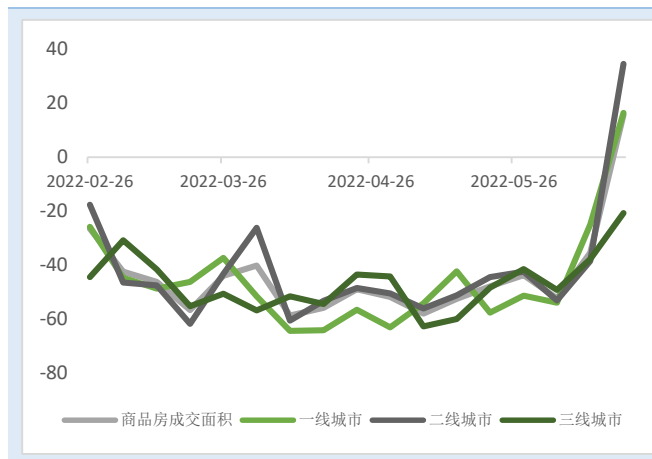
数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比上升，汽车销售有所改善

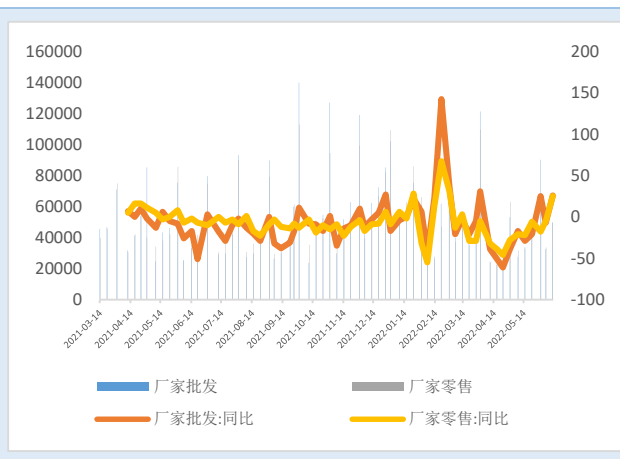
房地产销售周环比上升。截至 6 月 15 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上周 50.38%，按均值计，6 月环比上升 28.17%，同比下降 36.58%，一、二、三线城市 6 月同比增幅分别为-28.42%、-39.43%和-37.01%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-48.67%，一、二、三线城市环比增速分别为-73.34%、-37.86%和-43.20%。

乘用车零售环比继续改善。乘联会发布数据显示，6 月 6 日至 12 日，乘用车零售 34.9 万辆，同比增长 25%，环比上周增长 17%，较上月同期增长 54%；乘用车批发 34.7 万辆，同比增长 26%，环比上周下降 2%，较上月同期增长 59%。6 月第二周总体狭义乘用车市场零售达到日均 5 万辆，同比增长 25%，表现逐步回暖改善，相对今年 5 月第二周均值增长 54%。生产端来看，随着各地疫情情况出现改善，原料供应逐步恢复，汽车生产基本平稳，6 月 16 日当周半钢胎开工率稳中有升至 64.71%。

图表 10：30 大中城市地产销售：当周同比



图表 11：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

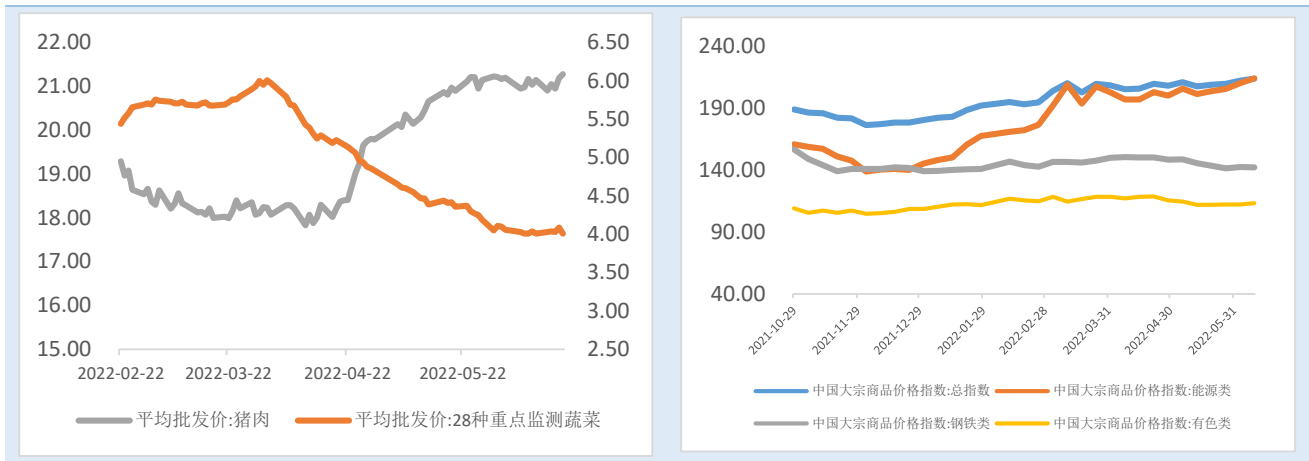
(1) **本周食品价格多数上涨。**受南方雨水天气的影响，供应受到干扰，本周蔬菜均价环比上涨 0.50%，新一轮的猪周期重启，本周猪肉均价环比继续上涨 0.09%。

(2) **猪周期重启，CPI 中枢温和抬升。**蔬菜供应季节性放量，各地加快疏通物流供应链，供应明显增加，带动食品价格环比出现回落。不过，新一轮猪周期启动，猪肉价格逐步回升，将对食品价格同比增速带来正向的贡献，叠加低基数的影响，预计食品价格同比增速将延续扩大的趋势。与此同时，俄乌冲突向长期化发展，原油等能源供应持续紧张，价格或维持高位运行，继续支撑非食品价格。此外，随着上海等地全面解封，并加快复工复产，服务价格或有所回升。总的来看，下半年 CPI 中枢或继续温和回升。

(3) **PPI 同比增速将继续逐季回落。**5 月份原油价格涨幅放缓，煤炭、钢材等价格高位回落，PPI 环比涨幅继续回落，带动 PPI 同比延续下行的态势。往后看，俄乌冲突向长期化发展，西方国家对俄罗斯实施石油禁运，叠加 OPEC+ 增产力度有限，原油整体维持偏紧的格局，油价或保持高位运行。与此同时，国内疫情持续改善，稳增长政策加快落地或带动部分商品价格回升，预计 6 月 PPI 环比涨幅将有所走阔，支撑同比涨幅暂时企稳，但在高基数下下半年、特别是四季度有望持续较快下行。我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 12：食品价格延续回落

图表 13：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎