

海外衰退交易升温，国内复苏趋势明确

观点

1、上周海外风声鹤唳，衰退交易升温，以外需为主的商品面临较大的调整压力；反观国内风景独好，稳增长政策相继落地助力经济稳步复苏，A股表现稳健，内需为主的商品相对抗跌。往后看，中美、中欧经济周期分化、金融周期分化，势必将继续成为市场的交易主逻辑，一方面，欧美经济将继续延续下行的趋势，而国内经济将延续复苏的走势；另一方面，欧美将继续加快收紧货币政策以对抗高通胀，而国内通胀压力不大，政策将继续保持宽松。在此背景下，国内外股市、债市、商品都将继续分化走势。

核心逻辑

1) 本周美联储官员们相继就通胀和未来加息路径进行表态，鲍威尔重申美联储将无条件对抗通胀，即使经济衰退也在所不惜。这表明了美联储抗击通胀的决心，预计未来美联储将会保持高强度的加息，以达到降低通胀水平的目标，而这加剧了市场对未来美国经济衰退的担忧，大宗商品市场首当其冲，出现大幅调整，其中有色金属跌幅居前。

2) 欧美经济衰退风险加大。本周公布的PMI数据显示，欧美经济增速继续放缓，其中，美国6月Markit制造业PMI初值为52.4，刷新23个月低位，大幅低于前值的57，欧元区制造业PMI今年以来连续5个月下降，从1月份的58.7%下降至5月份的54.6%。这表明供应链中断、俄乌冲突以及高通胀等因素正在抑制欧美的经济活动，而随着欧美央行在稳增长和对抗通胀中选择了抗击通胀，大幅度收紧货币政策势必对经济发展产生不利影响，欧美经济陷入衰退的风险加大，实际上，过去50年美联储总共进行了9次加息，其中有7次以“硬着陆”收场，即经济衰退。

3) 国内稳增长政策持续加码。本周国常会继续部署稳增长的政策举措，一是强调粮食生产、能源保供的重要性，粮食、能源价格稳才能实现通胀的稳，从而进一步打开政策空间；二是，加大促汽车消费力度，通过采取购置税减半、消费补贴等政策，支持汽车零售走势持续回暖，进而稳住社会消费大局。此外，我们看到房地产政策继续松绑，郑州等地甚至推出了“房票”制度，这有助于帮助地产企业去库存并缓解财政压力。

宏观·周度报告

2022年6月26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

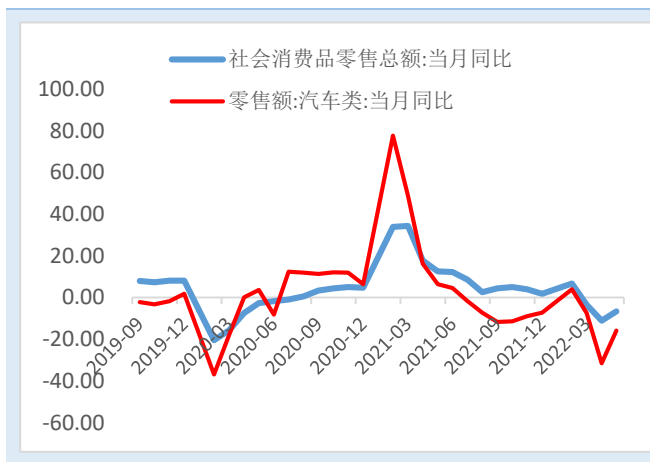
一、宏观和政策跟踪

1.1 稳增长政策继续加码

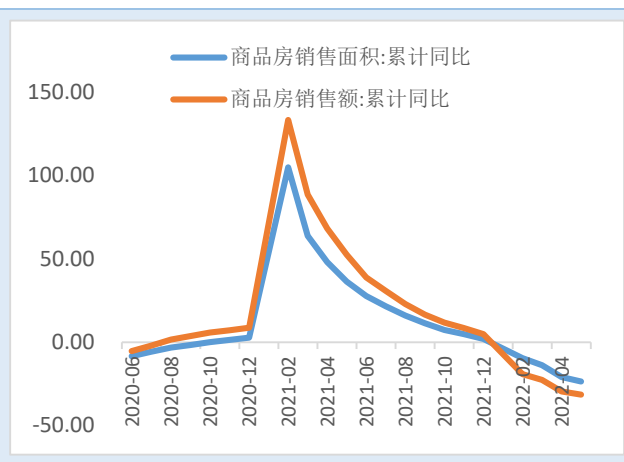
1) 国常会确定加大汽车消费支持的政策。6月22日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署继续做好防汛救灾工作，切实保障人民群众生命财产安全；听取粮食生产工作汇报，进一步部署确保全年粮食丰收的举措；确定加大汽车消费支持的政策；决定完善自然科学基金资助体系的措施。其中，稳定粮食生产方面，一要抓好夏粮收储，保质保量入库；二要不误农时落实玉米、晚稻、大豆玉米复合种植等夏播面积；三要做好秋粮田间管理和灾害防范；抓好猪肉等菜篮子。汽车消费方面，一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。对小型非营运二手车，8月1日起全面取消迁入限制，10月1日起转移登记实行单独签注、核发临时号牌。二是支持新能源汽车消费。车购税应主要用于公路建设，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策延期问题。三是完善平行进口政策，支持停车场建设。政策实施预测今年增加汽车及相关消费大约2000亿元。总体上来看，在车辆购置税减半、各地汽车消费补贴政策、疫情影响逐步消退下，汽车零售走势持续回暖，6月1-19日全国乘用车市场零售93.5万辆，同比增长24%，环比增长43%。

2) 地产政策松动再升级，郑州推出“房票”制度。6月20日，郑州市政府发布《郑州市大棚户区改造项目房票安置实施办法（暂行）》，明确房票安置的适用范围、奖励和优惠政策等。办法自公布之日起实施，有效期至2024年12月31日。根据办法，郑州中心城区的棚户区改造将推行房票安置，对被征收人使用房票购买商品住房，给予安置补偿权益金额8%奖励，且不计入家庭限购套数。近期，河南信阳、许昌，湖北鄂州，浙江绍兴、温州等地也相继推出房票政策，拆迁户可凭房票选购商品房安置。与其他城市不同的是，郑州的房票金额是包括了安置补偿金额和奖励金额，并且不局限于动拆迁区域，另外房票认购的选择也较广，除了住宅以外，还包括商铺、储藏室和车库等。房屋征收包括安置房、货币以及房票的补偿方式。房票对于被征收人来讲，拥有较安置房而言更加自由的支配权；对于房企来说，可以加快库存去化、加速资金回笼；对政府来说可以避免货币安置的财政压力。从历史上看，2015年有城市在棚户拆迁安置中推出了房票政策，是推升二三四线城市房价的重要因素，2016年的去库存大潮下，许多城市跟进推出，2018年随着棚改货币化安置政策收紧，房票逐渐退出，楼市也开始出现回落。

图表 1：汽车零售当月同比



图表 2：商品房销售同比增速



1.2 国内政策聚焦

2022年6月22日，国家主席习近平主持召开中央全面深化改革委员会第二十六次会议。审议通过《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》、《关于加强和改进行政区划工作的意见》、《关于开展科技人才评价改革试点的工作方案》、《强化大型支付平台企业监管促进支付和金融科技规范健康发展工作方案》。习近平在主持会议时强调，**要推动大型支付和金融科技平台企业回归本源，健全监管规则，补齐制度短板，保障支付和金融基础设施安全，防范化解系统性金融风险隐患，支持平台企业在服务实体经济和畅通国内国际双循环等方面发挥更大作用。**

2022年6月22日，国家发展改革委等部门召开科创板上市公司扩大投资和促进就业座谈会，指出促进高技术产业投资是推动扩大有效投资的重点。

2022年6月22日，住建部等8部门发布关于推动阶段性减免市场主体房屋租金工作的通知，加快落实租金减免政策措施。**被列为疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的服务业小微企业和个体工商户承租国有房屋的，2022年减免6个月租金，其他地区减免3个月租金；**对出租人减免租金的，税务部门根据地方政府有关规定减免当年房产税、城镇土地使用税；鼓励国有银行对减免租金的出租人视需要给予优惠利率质押贷款等支持。

2022年6月23日，国务院《关于加强数字政府建设的指导意见》（国发〔2022〕14号），就主动顺应经济社会数字化转型趋势，充分释放数字化发展红利，全面开创数字政府建设新局面作出部署。

1.3 欧美 PMI 延续回落，经济下行压力加大

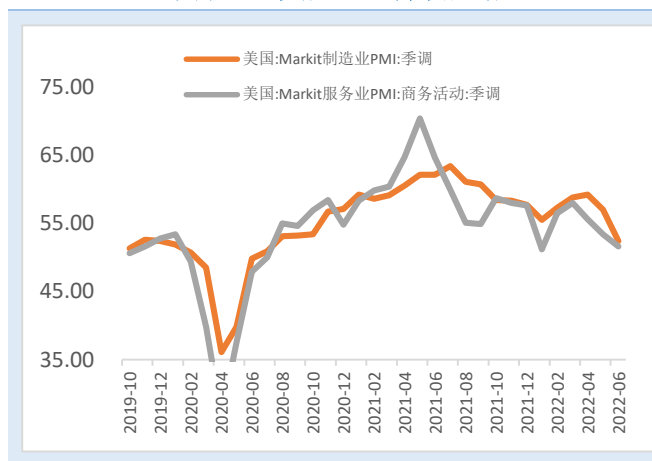
当地时间6月3日，美国6月Markit制造业PMI初值52.4，刷新23个月低位，预期56，前值57。美国6月Markit服务业PMI初值51.6，刷新5个月低位。预期53.5，前值53.4。美国6月Markit综合PMI初值录得51.2，刷新5个月低位。

从6月的美国PMI初值来看，美国经济增长速度大幅放缓，前瞻指标显示美国制造业、服务业增长双双持续放缓。高通胀对经济的伤害开始显现，由于生活成本和需求下降，以及美联储提出的日益激进的加息路径，企业对经济前景的担忧大幅增加。企业信心目前处于通常预示经济衰退的水平，增加了衰退的风险。与此同时，我们看到密歇根消费者信心指数也出现了明显的下滑，高通胀下居民的消费意愿大幅萎缩。三季度美国经济面临巨大的压力，衰退风险持续升温。

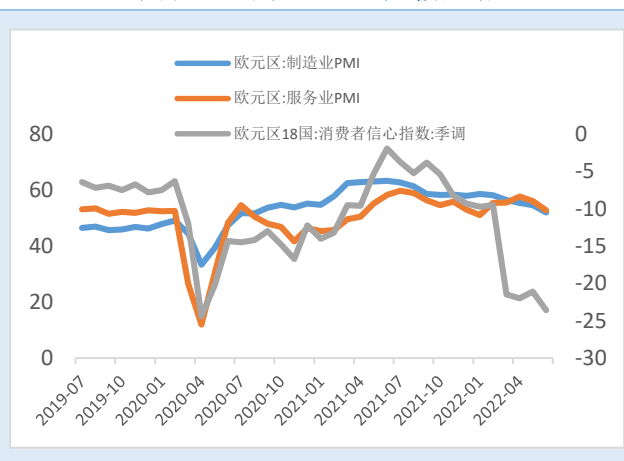
当地时间6月3日，欧元区6月制造业PMI初值52，前值54.6，预期53.9；欧元区6月服务业PMI初值52.8，前值56.1，预期55.5；欧元区6月综合PMI初值51.9，预期54，前值54.8。

欧元区经济增长同样面临较大的下行压力，俄乌冲突导致的供应链中断、生活成本的冲击以及企业和消费者信心的下滑都在压制需求的释放，与此同时，自 2012 年欧元区经济收缩以来，欧元区商业信心大幅下降到疫情前罕见的水平，这表明欧元区经济下滑的压力巨大。此外，欧央行将从 7 月开始加息，这将进一步打击欧元区的经济增长前景。

图表 3：美国 PMI 持续回落



图表 4：欧元区 PMI 大幅回落



数据来源：FED

1.4 主要经济体央行货币政策跟踪

1) 鲍威尔强调美联储抗击通胀的决心。当地时间 6 月 22 日和 23 日，美联储主席鲍威尔分别在参、众两院半年度货币政策报告做证词陈述。通胀方面，鲍威尔明确表示，**美联储清晰地理解高通胀正在造成的困难，并强烈承诺打压通胀，美联储拥有恢复价格稳定所需的工具和决心**；经济方面，鲍威尔表示美国**经济衰退的可能性存在，大幅加息是软着陆“非常具有挑战性”**；加息节奏方面，**鲍威尔表示美联储的继续加息是合适的，决议会在后续会议中逐次提出，加息的速度取决于未来经济数据，且不排除任何加息幅度，美联储可能需要在未来某个时候卖出所持抵押贷款支持证券（MBS）**。房地产方面，鲍威尔承认加息对**房地产繁荣的削弱作用，加息应能相当迅速地影响房价，目前美国房市正在放缓，住房需求正在降温**。从鲍威尔在国会两院发言证词看，**美联储将控制通胀放在首要位置，但也增加了对于经济增长潜在放缓的考量，短期处于控制通胀的考虑，加息幅度仍将较大，利空美股等资产，中期随着中期选举和经济下行压力的加大，美联储的政策或有调整**。

2) 欧央行重申 7 月开始加息。当地时间 6 月 20 日，欧央行行长拉加德重申欧央行计划在今年 7 月的政策会议上加息 25BP，并在 9 月再次加息，**如果中期通胀前景持续恶化，9 月可能加大加息幅度，且之后可能进一步加息**。拉加德表示，高企的能源成本、加剧的供应链断裂和更大的不确定性正抑制欧元区的经济活动，对制造业影响尤其明显，但同时服务业活动因疫情限制措施取消以及旅游旺季的到来正在支持经济增长。此外，拉加德还提出将于 7 月 1 日开始终止欧央行的资产购买计划（APP）。在拉加德发表讲话之后，欧洲管委相继表示 9 月份的加息幅度很可能超过 25BP，Rehn 称 9 月份加息幅度非常有可能超过 0.25BP，Kazimir 表示 9 月加息 50BP “极有可能”。后续欧央行加息路径仍与通胀走势相关，若通胀高居不下可能会进一步加快加息的步伐，同时也需要关注在面临大幅加息时欧洲经济增长放缓的风险。

3) 日央行维持宽松的货币政策。当地时间 6 月 22 日，日本公布的 4 月货币政策会议纪要称，日本央行需要继续实施强有力的宽松政策。针对近期汇率波动方面，委员们也表示日本央行的政策是不以汇率为目标的，但汇率的波动会对经济和物价造成影响，日元贬值对不同企业影响不同。6 月 17 日，日本央行发布利率决议，将基准利率维持在历史低点-0.1%，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近。由于日本的宽松货币政策持续于美联储货币紧缩背离，日美利差不断扩大，日元近期持续走贬，美元兑日本汇率站上 136，较年初已上涨超 18%，续创 1998 年以来新高。此外，为了捍卫日本债券收益率曲线控制政策（YYC），日本央行持续无限量按照 0.25%固定利率买入十年期日债。据彭博社统计，上周日本央行总计购买了 10.9 万亿日元的日本国债，创下历史最高纪录，这一比例已经接近 50%。在日本持续印钞购债下，日元汇率进一步走低可能性升高，或继续推升日本国内通胀水平。尽管日元持续贬值，但目前日本贸易逆差仍在扩大，日本 5 月末季调商品贸易账为-23847 亿日元，4 月为-8392 亿日元。

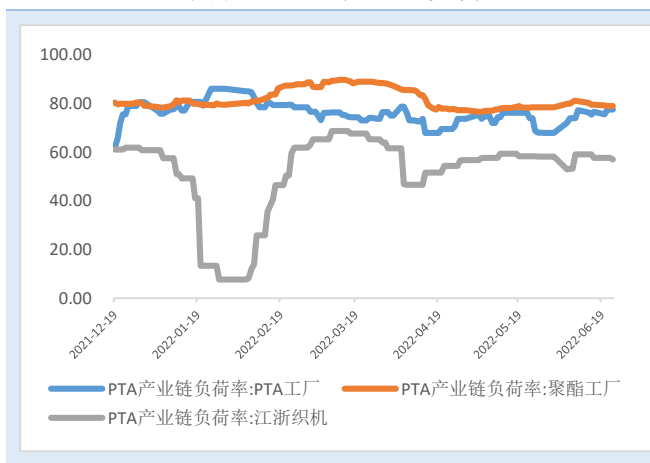
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

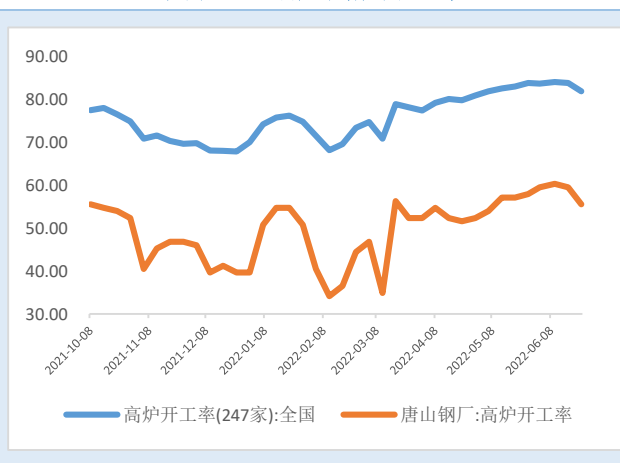
化工：需求下滑，开工稳中有落。需求方面，下游需求淡季走弱，聚酯产业链多数产品价格持续回落，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率回升至 77.50%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 78.90%，江浙织机负荷率小幅回落至 57.57%。

钢铁：生产小幅回落，需求依旧低迷。利润走低，钢厂产量下滑，全国高炉开工率本周回落至 81.92%。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，由于目前钢厂普遍亏损，主动检修减产增多，且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落，厂库累积、社库去化，表需小幅下滑，传统淡季来临，钢材实际需求偏弱。

图表 5：PTA 产业链负荷



图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

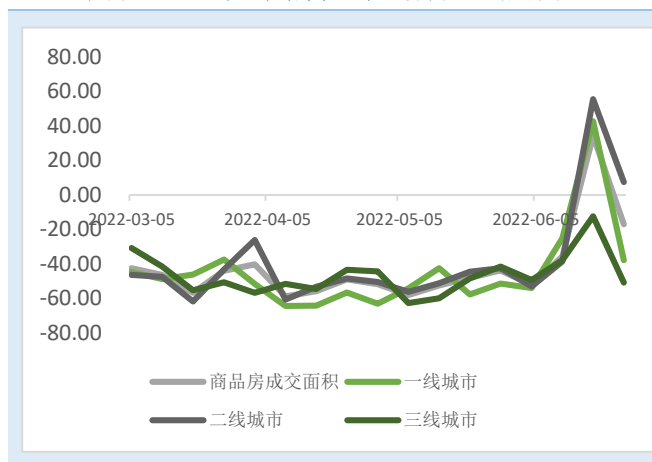
2.2 地产销售周环比上升，汽车销售有所改善

房地产销售周环比上升。截至 6 月 22 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上周 28.77%，按均值计，6 月环比上升 60.99%，同比下降 20.34%，一、二、三线城市 6 月同比增幅分别为-20.17%、-13.64%和-35.23%；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-37.14%，一、二、三线城市环比增速分别为-91.41%、74.76%和-64.57%。

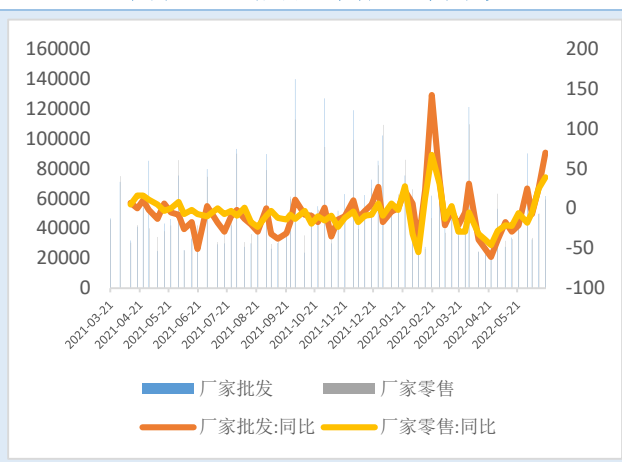
乘用车零售环比继续改善。乘联会发布数据显示，6 月 13-19 日，乘用车零售 41.6 万辆，同比增长 39%，环比上周增长 19%，较上月同期增长 55%；乘用车批发 43.2 万辆，同比增长 70%，环比上周增长 24%，较上月同期增长 63%；6 月 1-19 日全国乘用车市场零售 93.5 万辆，同比去年增长 24%，环比上月增长 43%；全国乘用车厂商批发 94.4 万辆，同比去年增长 34%，环比上月增长 52%。随着国家购置税政策的推出，近期各级政府出台促销费政策等，对车市复苏有一定的促进作用。乘联会预测，6 月国内狭义乘用车零售销

量预计为 183 万辆，同比增长 15.5%，环比增长 35.2%。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 23 日当周半钢胎开工率为 63.6%。

图表 7：30 大中城市地产销售：当周同比



图表 8：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

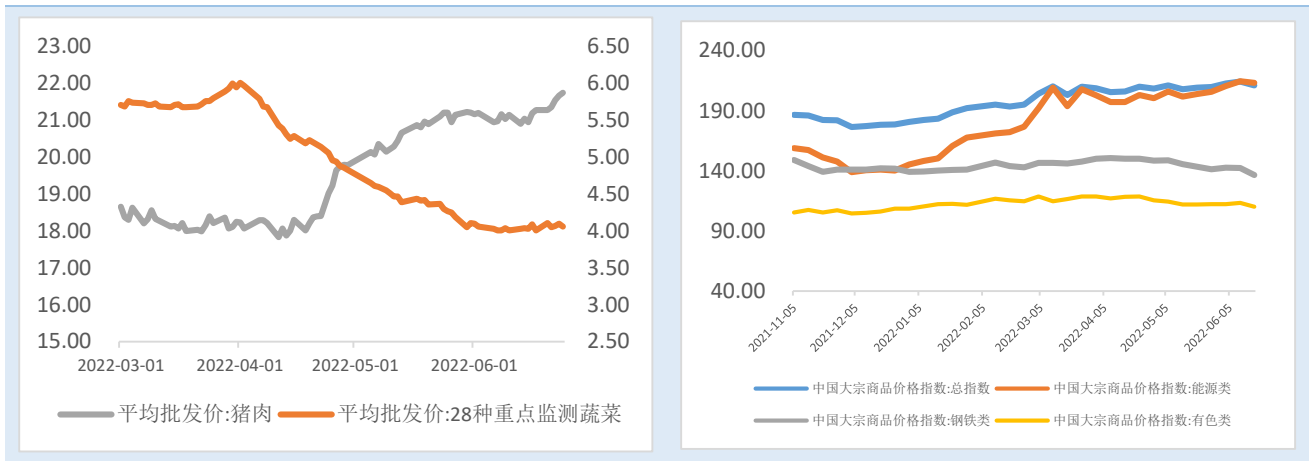
(1) **本周食品价格多数上涨。**受南方雨水天气的影响，供应受到干扰，本周蔬菜均价环比上涨 0.94%，新一轮的猪周期重启，本周猪肉均价环比继续上涨 2.12%。

(2) **猪周期重启，CPI 中枢温和抬升。**受高温雨水天气的影响，蔬菜供应受到影响，价格短期出现反弹，同时，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。**受美联储加息和经济衰退预期的影响，6 月份大宗商品价格大幅下跌或带动 PPI 同比继续回落。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，油价短期或保持高位运行。不过，由于美联储大幅度加息，欧洲也将开启加息周期，流动性收紧叠加欧美经济衰退风险升温，大宗商品涨势明显放缓，高位回落的风险持续加大，同时在高基数下半年、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 9：食品价格延续回落

图表 10：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