

大宗商品 研究报告

国贸期货研究院出品

宏观金融  研究中心

2022. 7. 11-7. 17

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

一、【宏观】关注国内即将公布的经济半年报

观点：作为全球第二大经济体，中国经济的复苏前景不可避免将对全球资本市场带来影响。

逻辑：上周欧美多项经济数据均出现下滑，衰退恐慌继续占据市场，大宗商品继续大幅下跌，而在疫情干扰和央行地量操作下国内股市高位回落。往后看，经过大幅调整之后，商品市场的情绪有所企稳，当前部分商品的基本面依旧偏强，一旦宏观情绪有所修复，或将出现反弹。而宏观情绪的修复可能来源于国内经济复苏的前景，作为全球第二大经济体，中国经济的复苏不可避免将对全球资本市场带来积极的影响，因此，下周将公布的经济半年报一旦超预期改善，或刺激市场情绪改善。

二、【股指】多空因素交织，股指呈现震荡格局

观点：当前 A 股多空因素交织。一方面，国内疫情仍处于发展阶段，对国内经济活动可能带来新的冲击。不过，另一方面，7 月中下旬将召开政治局会议，稳增长利好政策进一步推出的预期较强，对股指仍有所支撑。因此多空因素交织下，股指出现单边趋势的概率较小，短期内或呈现震荡走势。

逻辑：国内局部地区疫情反弹，经济活动的复苏面临扰动。7 月 8 日当日新增本土确诊病例为 67 例，新增本土无症状患者达 304 例，其中北京、天津、陕西等地也相继报告由 BA.5 变异株输入病例引起的本土疫情。由于 BA.5 变异株相较于先前的 BA.2 传播性较强，因此本轮疫情感染仍存在进一步扩散的风险。

CPI 或延续上行，但上行空间预计有限。6 月 CPI 同比回升至 2.5%，PPI 同比继续回落至 6.1%。往后看，猪周期上行叠加核心 CPI 修复，短期内 CPI 或将进一步上行。不过，在国内“保供稳价”政策的部署叠加海外输入性通胀压力减小的背景下，国内通胀压力预计较为可控，未来或破“3”，但进一步大幅上行的空间有限。PPI 方面，PPI 同比涨幅已连续 6 个月回落，PPI 延续下行走势。同时，生产资料和生活资料 PPI 的剪刀差有所缩小，意味着 PPI 从上游有向下游传导的迹象，中下游企业的经营压力有所减小。

央行公开市场重回“地量”操作水平，资金面仍维持充裕。公开市场本周央行公开市场减小逆回购投放，累计净回笼 3850 亿元。不过市场资金保持宽松态势，隔夜和七天回购加权利率仍处低位。往后看，结合 6 月末央行货币政策委员会二季度例会强调的“为实体经济提供更有有力支持，稳定宏观经济大盘”的诉求，近期国内疫情再次吃紧，国内经济复苏面临扰动，叠加国内通胀水平虽有所回升但整体较为可控的情况下，货币政策边际宽松的取向预计不会发生改变，流动性仍旧较为无虞。

三、【国债】债期略显纠结，关注下周宏观数据

观点：短期市场的调整风险已然充分释放，操作建议小波段做多。

逻辑：1. 博弈点：市场博弈点在区域疫情、资金价格和稳增长发力三个方面。多方支撑是货币政策难以缺席，经济弱现实，疫情潜在影响深远；空头支撑是货币政策短期难发力，稳增长政策必出台（地产+基建+稳定资本市场信心），资金价格回归，以及疫情的边际好转。

2. 阶段性判断：在流动性、社融和专项债发行的担忧之下，债券市场略显纠结。但市场担心的利空其实已多数被定价，十年期国债活跃券收益率达 2.85%，上海疫情前债券收益率前高为 2.86%，短端除了 1 年期内的，多数短期收益率也计价了资金利率回归政策利率的悲观预期。当宏观金融数据落地时，大概率就是利空兑现之时。而市场忽略的弱复苏现实、居民信贷收缩、需求不足则成为反弹的催化剂。债期仍不建议做空，疫情反复或货币政策可能带来超预期利好，操作上仍沿区间下沿做多为主。

3. 中长期观点：看好债期。一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

主要关注点：国内疫情发展、俄乌局势、政策风格

目录

【宏观】 关注国内即将公布的经济半年报-----	4
【股指】 多空因素交织，股指呈现震荡格局-----	16
【国债】 债期略显纠结，关注下周宏观数据-----	24

关注国内即将公布的经济半年报

观点

1、上周欧美多项经济数据均出现下滑，衰退恐慌继续占据市场，大宗商品继续大幅下跌，而在疫情干扰和央行地量操作下国内股市高位回落。往后看，经过大幅调整之后，商品市场的情绪有所企稳，当前部分商品的基本面依旧偏强，一旦宏观情绪有所修复，或将出现反弹。而宏观情绪的修复可能来源于国内经济复苏的前景，作为全球第二大经济体，中国经济的复苏不可避免将对全球资本市场带来积极的影响，因此，下周将公布的经济半年报一旦超预期改善，或刺激市场情绪改善。

核心逻辑

1) 本周前半周海外经济衰退预期继续升温，大宗商品市场延续大幅下跌，与此同时，国内央行地量续作OMO，控杠杆的意图显现，叠加国内多省市再度暴发疫情，市场情绪趋于谨慎。下周消息显示中国有意提前下发2023年的新增专项债额度，通过基建刺激经济的态度较为明确，带动大宗商品止跌企稳。

2) 欧洲经济衰退风险加大，美联储释放鹰派信号。欧元区6月PMI数据显示，受供应链中断以及通胀打击需求的影响，欧元区制造业PMI水平出现持续下降，6月进一步回落2.5个百分点至52.1%；与此同时，欧元区6月经济景气度也环比下降1.6%，工业信心指数环比下降3.6%，消费者信心指数持续低迷。美东时间7月6日，美联储公布6月会议纪要显示考虑到劳动力市场供应非常紧张，通胀远高于长期的目标2%，几乎所有决策者都同意6月加息75BP，FedWatch数据显示，7月加息75BP的概率升至96.3%，9月累计加息125BP的概率为88%。

3) 关注国内经济复苏前景。近期疫情依旧复杂，大有再度扩散之势，与此同时，油价和猪价双双走高，国内通胀压力增大，央行连日来每日仅投放30亿，持续净回笼的趋势，经济复苏前景再度面临不确定性。不过，据彭博消息显示国内有望通过设立基建基金、提前下发专项债额度等方式刺激经济增长，表明稳增长的意志较为坚定，国内经济复苏的趋势不会变，疫情只会干扰复苏节奏。重点关注下周即将公布的一系列经济数据。

宏观·周度报告

2022年7月10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 中美举行经贸领域视频通话

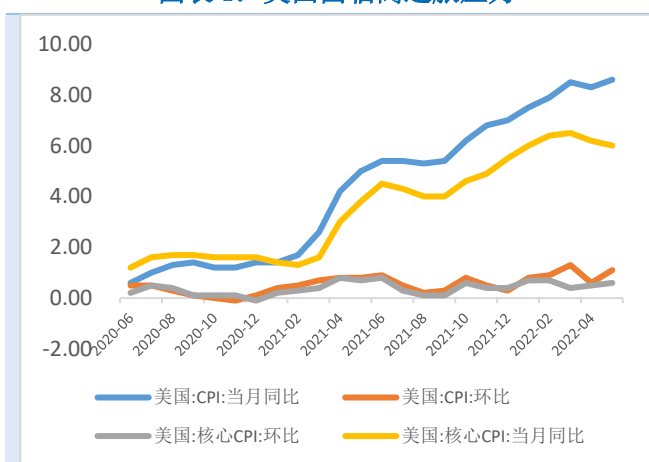
7月5日，中美全面经济对话牵头人刘鹤应约与美国财政部长耶伦举行视频通话，双方就宏观经济形势、全球产业链供应链稳定等议题务实、坦诚地交换了意见，交流富有建设性。双方认为，当前世界经济面临严峻挑战，加强中美宏观政策沟通协调意义重大，共同维护全球产业链供应链稳定，有利于中美两国和整个世界中方表达了对美国取消对华加征关税和制裁、公平对待中国企业等问题的关切。

1) 美国国内通胀压力巨大。本次会议双方重点讨论了全球产业链和供应链的问题，主因是3月俄乌冲突的爆发加剧了全球产业链、供应链的紧张状态，国际大宗商品价格高企，全球通胀持续攀升，6月美国CPI同比增长8.6%，高于拜登上任时7.2个百分点，而美国通胀高企也引发了市场对美国经济衰退的担忧。因此，对抗高通胀成为了拜登政府的首要任务。7月5日，据《华尔街日报》报道，预计拜登本周将宣布下调对部分中国进口商品加征关税的决定，同时研究允许进口商申请关税豁免，降低企业进口成本以控制国内的高通胀。

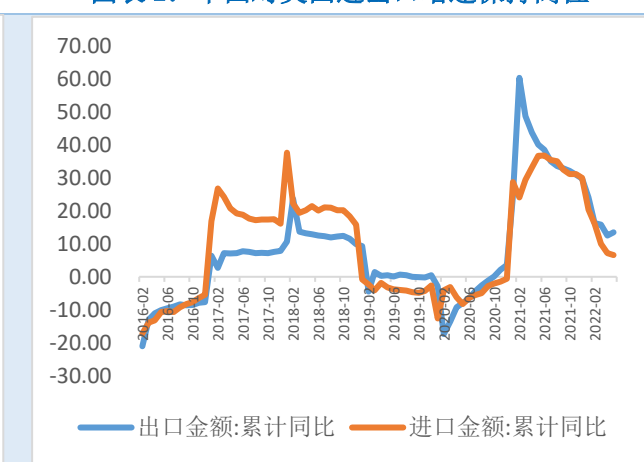
2) 2018年特朗普政府对华商品加征关税，关税政策便成为中美贸易往来的隐患。拜登当选美国总统后宣布会继续保持对华关税，目前尚在执行的对华加征关税决定包括对2500亿美元商品加征的25%关税和对1200亿美元商品加征的7.5%的关税。2021年中国对美出口产品中的约54%被美国加征关税。不过，双方经贸保持高速增长的势头，美国目前仍是我国的第三大贸易伙伴，1-5月我国与美国出口金额同比增长15.1%，向美国进口同比增加4.0%，5月单月我国与美国的进出口同比均有回升。

美国当前深陷高通胀的困扰，短期内确实存在取消或减少加征关税的可能性，后续双方仍有望就此保持密切的通话和沟通。但必须注意的是，中美博弈的格局短期难有根本性的改变，反华成为了美国国内的政治正确，中美关系走向仍面临巨大的不确定性。

图表 1: 美国面临高通胀压力



图表 2: 中国对美国进出口增速保持高位



数据来源: Wind

1.2 国内政策聚焦

1) 2022年7月6日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,部署中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改工作;确定有序推进电子证照应用的举措,激发市场活力。会议要求,强化问题整改,管好用好财政性资金,节用裕民,推动宏观政策落实,稳住经济大盘。对违规使用信息、滥用信息等各类侵犯个人和企业合法权益的行为,要依法依规严肃查处。

2) 2022年7月7日,国务院总理李克强主持召开东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会时表示,当前经济在恢复,但基础不稳固,稳经济还需艰苦努力。发展是解决我国一切问题的基础和关键。要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻新发展理念,高效统筹疫情防控和经济社会发展,发挥中央和地方两个积极性,协同实施宏观政策和深化改革,保持经济运行在合理区间。

李克强指出,东南沿海5省市经济占全国1/3以上,财政收入占近四成,在地方对中央财政净上缴中贡献近八成,有力支撑国家财力和中央财政对中西部地区转移支付。要继续挑起国家发展、稳经济、保障国家财力大梁。加强助企纾困政策配套,挖掘潜力实施更多支持政策。5省份吸纳全国七成跨省农民工就业,打工是农民收入主要来源。要努力稳住本地和外来务工人员就业。持续推进“放管服”改革,优化营商环境。破解多难问题,防止单打一、简单化,避免一刀切、层层加码。对外开放事关发展全局。无论国际形势如何变化,中国都坚定扩大开放。东南沿海是改革开放前沿,长三角、珠三角进出口占全国近60%。要继续以开放促改革促发展,稳外贸稳外资,更好参与国际竞争与合作。

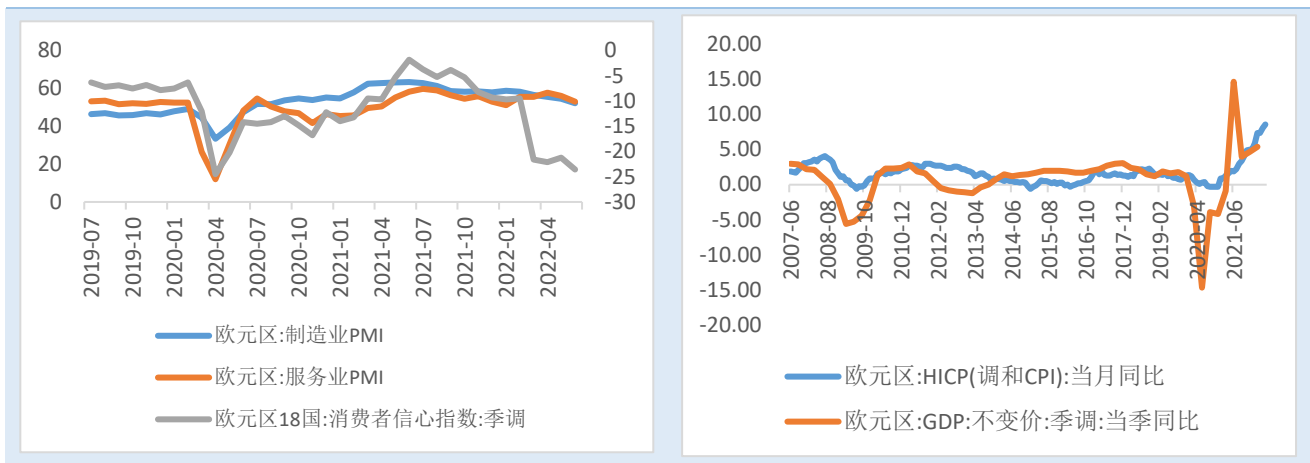
1.3 欧元区 PMI 持续回落

欧元区6月PMI数据公布。制造业方面,6月制造业PMI终值为52.1%,较上月回落2.5个百分点,受供应链中断以及通胀打击需求的影响,欧元区制造业PMI水平出现持续下滑,从今年1月的58.7%降到了6月的52.1%。服务业方面,欧元区服务业PMI终值为53.0%,回落3.1个百分点,但略高于预期的52.8%,尽管欧洲多国放松了疫情的管控措施,但生活成本的上升使得家庭在非必需品和服务的支出上仍感受到压力,服务业的增长势头明显减弱。

除了PMI数据持续走低,欧元区6月经济景气指数也环比下降1.6%,工业信心指数6月环比下降3.6%,消费者信心指数持续低迷。此外,为抑制通胀,7月欧央行或开启加息窗口,但加息的开启可能进一步加大经济下行的压力。

图表 3: 欧元区 PMI 持续下行

图表 4: 欧元区通胀压力巨大



数据来源：FED

1.4 主要经济体央行货币政策跟踪

美东时间7月6日，美联储公布6月会议纪要。有几点值得关注，一是，关于通胀的表述，从5月份的“委员会预计在适当的货币政策节奏下通胀将回到2%的目标水平，劳动力市场保持强劲”，到6月份的“委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标水平”，同时，委员会对通胀显示出更大的担忧，上调了2022年下半年的通胀预测，主要是因为强于预期的工资增长和包括食品在内的供需失衡；二是，关于经济基本面的表述，本次会议纪要并未提及衰退风险，但提到了过度紧缩会降低经济增速、缓和劳动力市场，不过，委员会认为这并不是严重的问题。三是，关于加息，几乎所有的委员都同意6月加息75BP，只有一个人赞成加息50BP。在6月FOMC会议纪要中，预计7月份在加息50BP与75BP中做选择，并表示需要转向“限制性”政策立场，如果通胀压力持续升高，采取更加严格的政策立场可能是适当的。

当前美国仍深陷高通胀的困扰，5月CPI进一步升至8.6%，再创近40年的历史新高，预计在服务业持续修复、工资房租不断上涨以及能源价格高企的背景下，6月美国CPI或继续保持高位，叠加近期美联储官员表态，多数表示支持继续加息75BP，预计7月加息75BP为大概率事件，FedWatch显示7月加息75BP的概率升至96.3%，9月累计加息125BP的概率为88%。

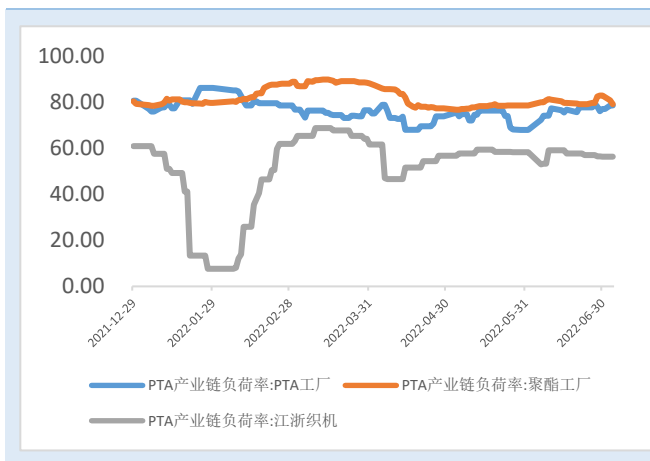
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

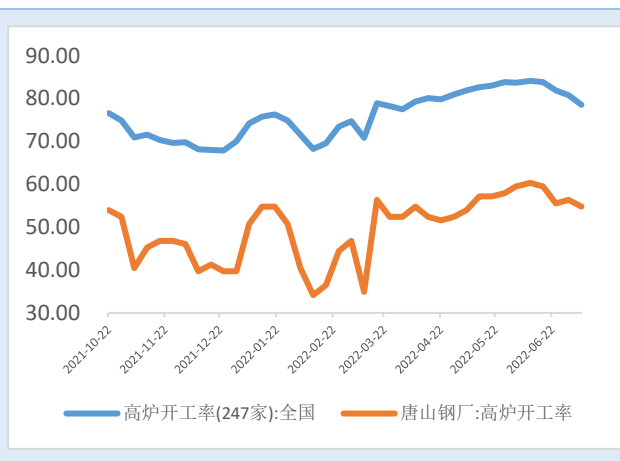
化工：需求下滑，开工稳中有落。需求方面，下游需求淡季走弱，聚酯产业链多数产品价格持续回落，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有落，其中，PTA 开工率小幅升至 78.39%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 79.0%，江浙织机负荷率小幅回落至 56.27%。

钢铁：生产继续回落，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进一步回落至 78.53%。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。本周钢材产量继续回落，厂库累积、社库双双大幅去化，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

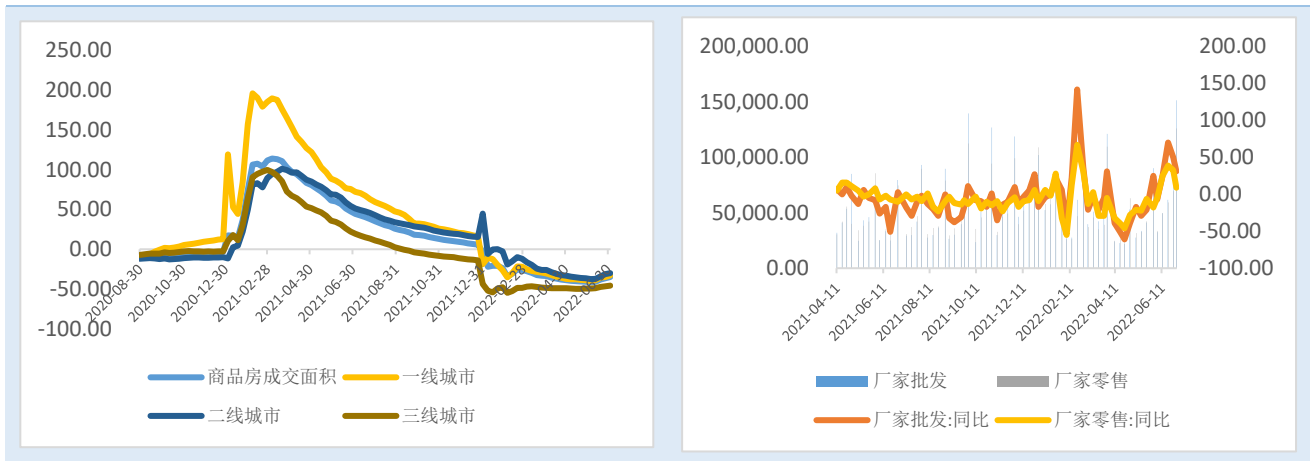
2.2 地产销售周环比下降，汽车销售有所改善

房地产销售周环比再度下降。截至 7 月 6 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上周下降 58.06%，按均值计，7 月环比下降 35.82%，同比下降 35.45%，一、二、三线城市 7 月同比增幅分别为-2.91%、-46.35%和-37.49%；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-25.72%，一、二、三线城市环比增速分别为-34.07%、-24.98%和-25.82%。

乘用车零售、批发继续改善。乘联会发布 2022 年 6 月份全国乘用车市场销量数据。6 月乘用车批发销量 218.9 万辆，同比 42.3%，环比 37.6%。1-6 月批发销量 1017.2 万辆，同比 3.4%。6 月乘用车市场零售达到 194.3 万辆，同比增长 22.6%，环比增长 43.5%，6 月零售环比增速处于近 6 年同期历史最高值。1-6 月，国内乘用车零售销量累计为 926.1 万辆，同比下降 7.2%。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，7 月 7 日当周半钢胎开工率为 63.43%。

图表 7：30 大中城市地产销售：累计同比

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。**夏季是蔬菜供应淡季,加上疫情后需求修复,本周蔬菜均价环比上涨4.49%,新一轮的猪周期重启,本周猪肉均价环比大幅上涨18.30%。

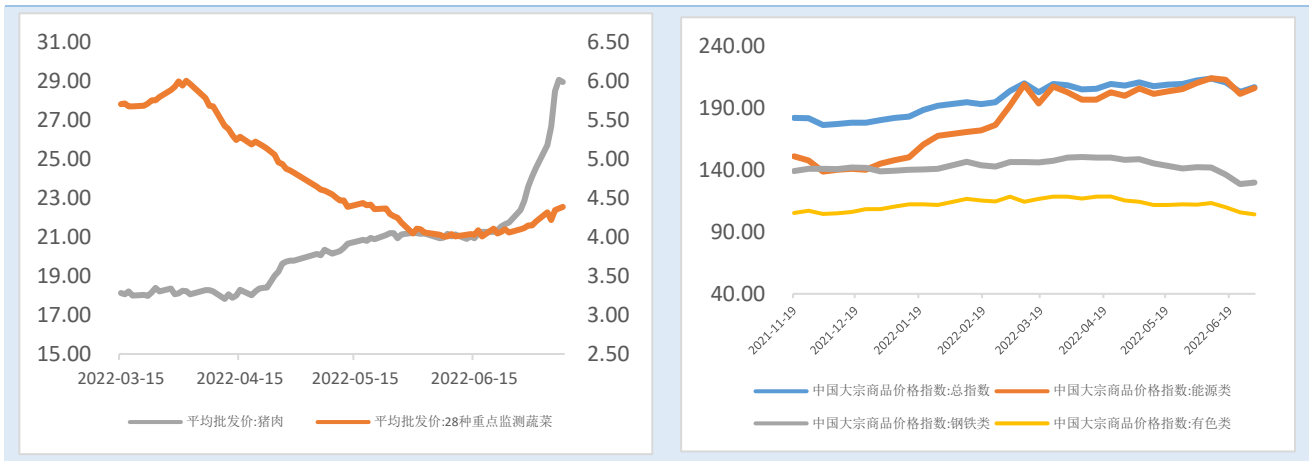
中国6月CPI同比上涨2.5%,预期2.4%,前值2.1%;6月CPI环比持平,前值为-0.2%。中国6月PPI同比上涨6.1%,预期6.0%,前值6.4%;6月PPI环比持平,前值为0.1%。

(2) **CPI 中枢或继续抬升。**短期来看,新一轮猪周期开启,部分地区蔬菜供应或进入淡季,再加上疫后消费需求恢复,但夏季水果大量上市或对冲部分上涨效应,食品价格或整体维持上行态势,疫情形势好转,以及暑期出行需求带动下,非食品价格或继续回暖,预计7月CPI继续温和上行,但散点疫情仍给需求端带来一定不确定性。中长期来看,若猪肉价格持续上涨,则三四季度CPI中枢将明显抬升;但若猪肉价格出现反复,则未来猪价对CPI影响较为可控。我们倾向于认为CPI通胀或保持温和,主因是当前猪肉供应并未显著减少,猪价走势仍有反复。

(3) **PPI 同比增速将继续回落。**6月以来,受海外经济衰退预期的冲击,国际大宗商品价格持续大幅下跌,带动6月PPI环比、同比增速双双回落。往后看,下半年随着美联储加快收紧货币政策,欧央行开启加息进程,全球经济增速放缓,总需求降温,国际大宗商品价格持续上行动力有限,但鉴于产业链、供应链的限制,其绝对价格或将仍保持在相对偏高位置。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

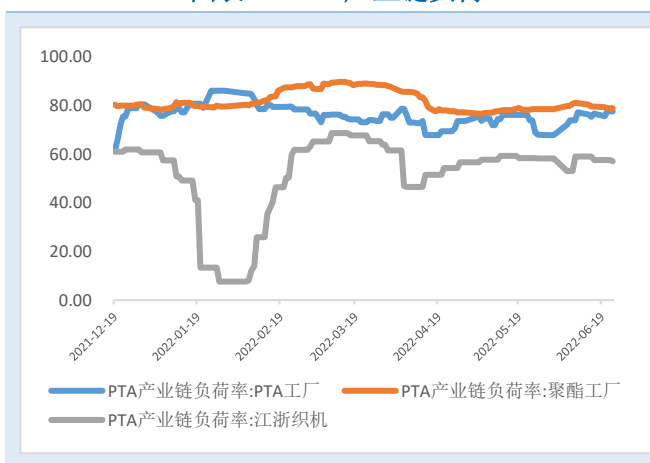
四、 高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

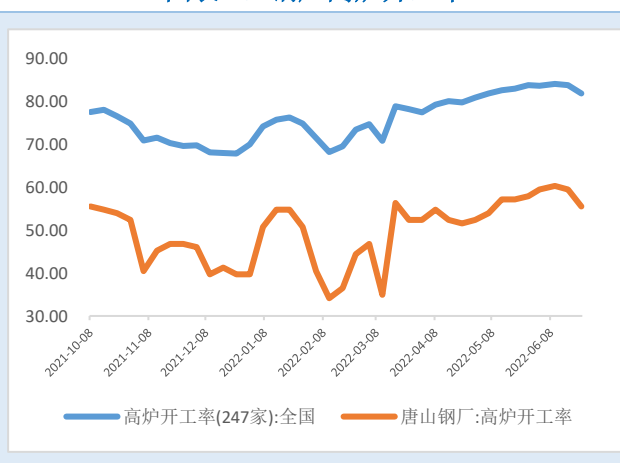
化工：需求下滑，开工稳中有落。需求方面，下游需求淡季走弱，聚酯产业链多数产品价格持续回落，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率回升至 77.50%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 78.90%，江浙织机负荷率小幅回落至 57.57%。

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

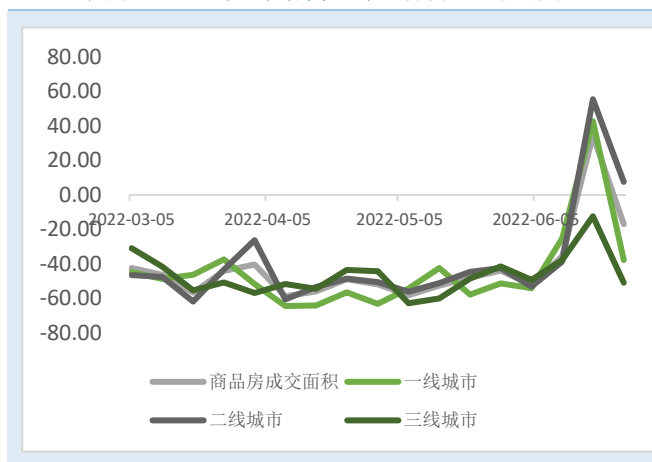
2.2 地产销售周环比上升，汽车销售有所改善

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%。

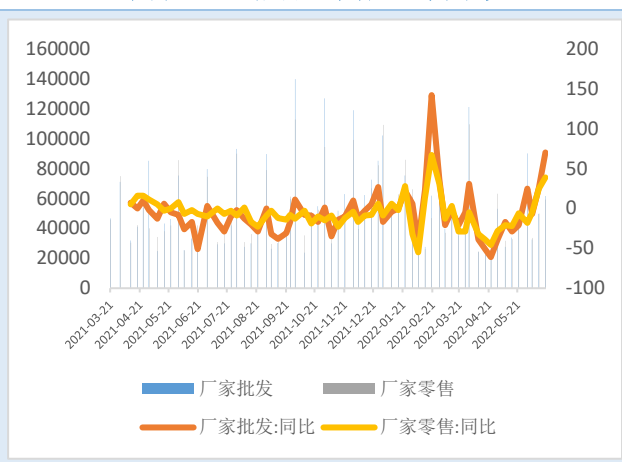
乘用车零售环比继续改善。乘联会发布数据显示，6 月 13-19 日，乘用车零售 41.6 万辆，同比增长 39%，环比上周增长 19%，较上月同期增长 55%；乘用车批发 43.2 万辆，同比增长 70%，环比上周增长 24%，较上月同期增长 63%；6 月 1-19 日全国乘用车市场零售 93.5 万辆，同比去年增长 24%，环比上月增长 43%；全国乘用车厂商批发 94.4 万辆，同比去年增长 34%，环比上月增长 52%。随着国家购置税政策的推出，近期各级政府出台促销费政策等，对车市复苏有一定的促进作用。乘联会预测，6 月国内狭义乘用车零售销

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

五、 物价跟踪

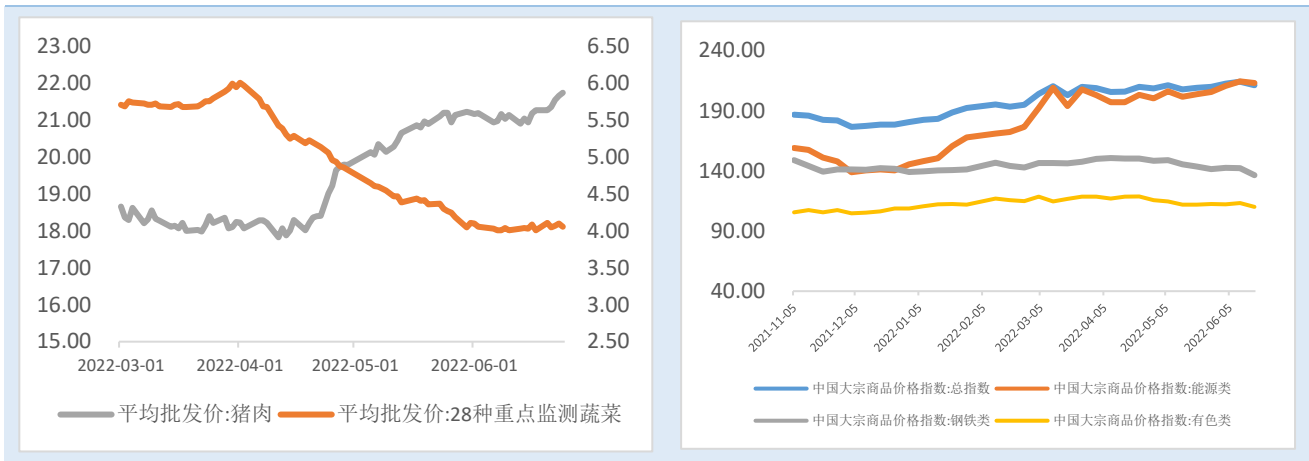
(1) **本周食品价格多数上涨。**受南方雨水天气的影响，供应受到干扰，本周蔬菜均价环比上涨 0.94%，新一轮的猪周期重启，本周猪肉均价环比继续上涨 2.12%。

(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

多空因素交织，股指呈现震荡格局

观点

当前 A 股多空因素交织。一方面，国内疫情仍处于发展阶段，7 月 8 日当日新增本土确诊病例为 67 例，新增本土无症状患者达 304 例，其中北京、天津、陕西等地也相继报告由 BA. 5 变异株输入病例引起的本土疫情。疫情仍存不确定性，对国内经济活动的影响仍有待观察。不过，另一方面，7 月中下旬将召开政治局会议，稳增长利好政策进一步推出的预期较强，对股指仍有所支撑。因此多空因素交织下，股指出现单边趋势的概率较小，短期内或呈现震荡走势。

核心逻辑

国内局部地区疫情反弹，经济活动的复苏面临扰动。7 月 8 日当日新增本土确诊病例为 67 例，新增本土无症状患者达 304 例，其中北京、天津、陕西等地也相继报告由 BA. 5 变异株输入病例引起的本土疫情。由于 BA. 5 变异株相较于先前的 BA. 2 传播性较强，因此本轮疫情感染仍存在进一步扩散的风险。不过，一方面，疫苗接种正逐步普及，为疫情防控的优化提供更大的空间。截至 7 月 7 日，接种覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的 91.9%、89.51%，60 岁以上老年人接种覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的 88.64%、83.78%。另一方面，国内防疫政策正逐步优化，坚决克服防控松懈和“层层加码”两种倾向，经济增长存压的背景下，疫情防控或向“稳增长”方向倾斜，经济受到的冲击或有所减弱。

6 月 CPI 同比回升至 2.5%，PPI 同比继续回落至 6.1%。往后看，猪周期上行叠加核心 CPI 修复，短期内 CPI 或将进一步上行。不过，在国内“保供稳价”政策的部署叠加海外输入性通胀压力减小的背景下，国内通胀压力预计较为可控，未来或破“3”，但进一步大幅上行的空间有限。PPI 方面，PPI 同比涨幅已连续 6 个月回落，PPI 延续下行走势。同时，生产资料和生活资料 PPI 的剪刀差有所缩小，意味着 PPI 从上游有向下游传导的迹象，中下游企业的经营压力有所减小。

央行公开市场重回“地量”操作水平，资金面仍维持充裕。公开市场本周央行公开市场减小逆回购投放，累计净回笼 3850 亿元。不过市场资金保持宽松态势，隔夜和七天回购加权利率仍处低位。往后看，结合 6 月末央行货币政策委员会二季度例会强调的“为实体经济提供更有有力支持，稳定宏观经济大盘”的诉求，近期国内疫情再次吃紧，国内经济复苏面临扰动，叠加国内通胀水平虽有所回升但整体较为可控的情况下，货币政策边际宽松的取向预计不会发生改变，流动性仍旧较为无虞。

2022 年 7 月 10 日 星期日

宏观金融研究中心
宏观金融·周度报告

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



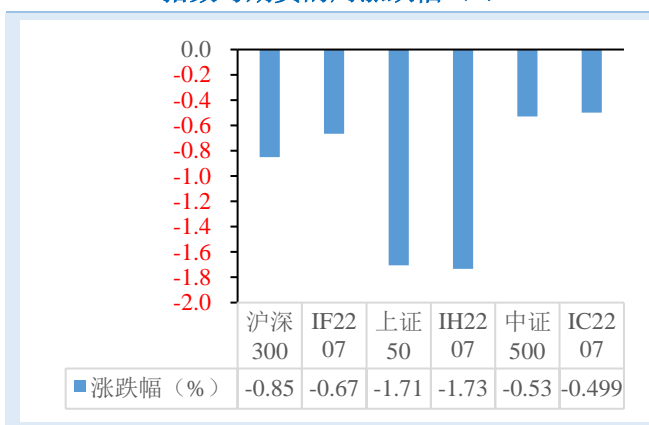
期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

1.1 行情回顾

本周股指震荡回调，沪深 300 下跌 0.85% 至 4429、上证 50 下跌 1.71% 至 2993、中证 500 下跌 0.53% 至 6404。行业上，农林牧渔（6.6%）、公用事业（3.2%）、电力设备（2.5%）、国防军工（1.5%）、钢铁（1.3%）领涨，而建筑材料（-4.8%）、房地产（-4.4%）、商贸零售（-3.6%）、食品饮料（-3.1%）、社会服务（-2.8%）领跌。中美利差收于-24.9bp。

指数与期货的周涨跌幅（%）

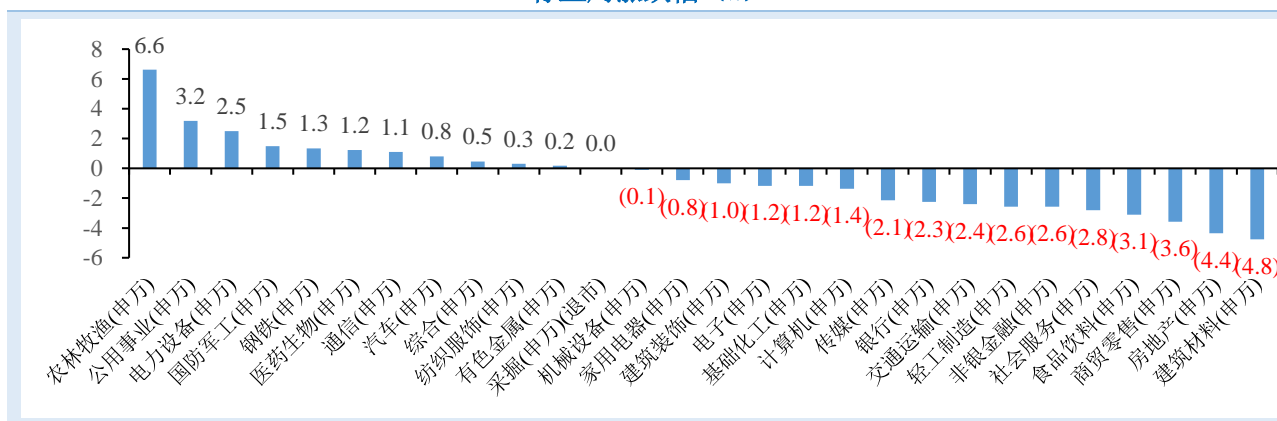


股指期货量能变动

	沪深 300 期货	上证 50 期货	中证 500 期货
成交 (手)	405315	192293	359726
变动 (%)	-4.19	-2.52	-5.05
持仓 (手)	84038	48313	98193
变动 (%)	-7.18	-12.59	-16.18

数据来源：国贸期货研究院&Wind

行业周涨跌幅（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

1.2 价差走势

1) 基差方面，截至周五收盘，IF2207 贴水 19.18 点（年化 22.97%），IH2207 贴水 22.91 点（年化 40.22%）。IC2207 贴水 21.24 点（年化 17.29%）；IC2208 贴水 61.44 点（年化 8.34%），IC2209 贴水 94.04 点（年化 7.66%），IC2212 贴水 186.24 点（年化 6.59%）。鉴于 IH 近月贴水幅度较高，年化贴水率达 40.2%，而下周五近月合约将到期，可适当介入 IH 正套，即多 IH2207 空 IH2212 策略。

2) 跨品种价差方面。本周 IC 走势强于 IH、IF，IC/IH 比值较上周下跌 0.62%，IC/IF 比值较上周下跌 1.0%。

股指期货升贴水情况（截至 2022 年 7 月 8 日）

		沪深 300 期货合约			
		IF2207	IF2208	IF2209	IF2212
合约名称					
合约升贴水		19.18	35.58	49.98	74.98
年化升贴水率		22.97%	7.10%	5.99%	3.90%
		上证 50 期货合约			
		IH2207	IH2208	IH2209	IH2212
合约名称					
合约升贴水		22.91	28.51	28.11	23.31
年化升贴水率		40.22%	8.34%	4.94%	1.78%
		中证 500 期货合约			
		IC2207	IC2208	IC2209	IC2212
合约名称					
合约升贴水		21.24	61.44	94.04	186.24
年化升贴水率		17.29%	8.34%	7.66%	6.59%

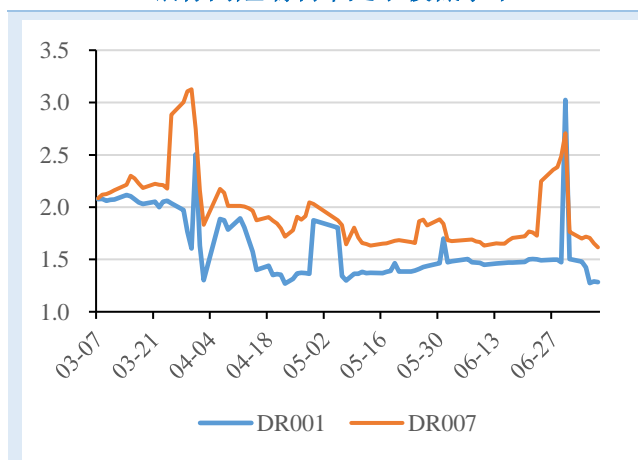
数据来源：国贸期货研究院&Wind

二、资金面与流动性

本周央行公开市场共有 4000 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 150 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 3850 亿元。虽然公开市场逆回购持续停留在 30 亿元地量，但市场资金保持宽松态势，隔夜和七天回购加权利率仍处低位，隔夜继续在 1.20% 附近徘徊。下周央行公开市场将有 150 亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期 30 亿元，此外下周五（7 月 15 日）还将有 1000 亿元 MLF 到期。

近期央行公开市场进行“地量”操作，并不意味着货币政策边际宽松的取向发生转变，一方面，6 月是财政支出大月，财政资金淤积在商业银行体系还未支付；另一方面，信贷处于扩量投放初期，对资金面影响还未体现。同时，近期由于银行间短端利率处于低位，债券市场“滚隔夜加杠杆”现象突出（R001 成交量明显超季节性），指向央行此举可能旨在打击资金空转。往后看，结合 6 月末央行货币政策委员会二季度例会强调的“为实体经济提供更有有力支持，稳定宏观经济大盘”的诉求，近期国内疫情再次吃紧，国内经济复苏面临扰动，叠加国内通胀水平虽有所回升但整体较为可控的情况下，货币政策虽然从总量层面上大幅宽松的概率较低，但预计将继续运用结构性的工具助力经济修复，流动性仍旧较为无虞。

银行间短端利率处于较低水平

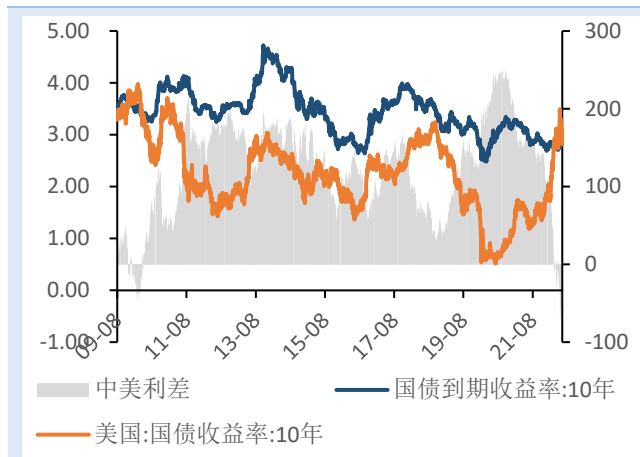


两融余额增加 123 亿元

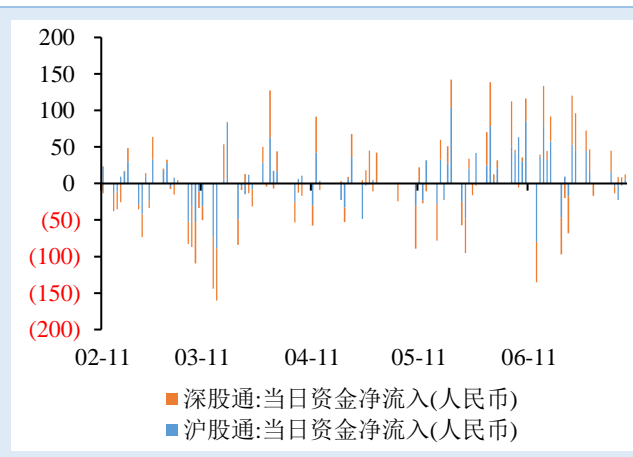


数据来源：国贸期货研究院&Wind

中美利差倒挂 25bp



北向资金本周累计净流入 35.6 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、 基本面分析

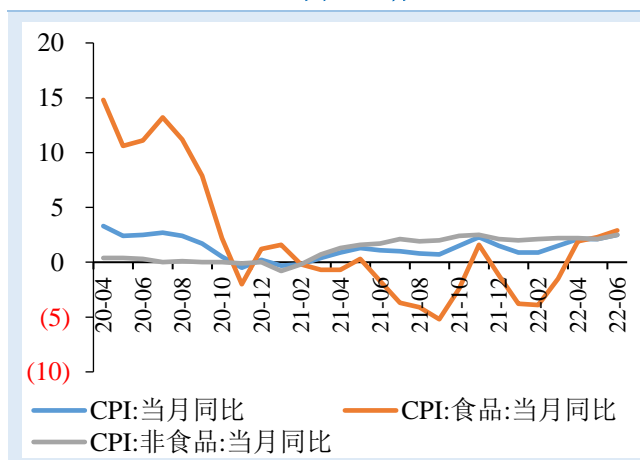
3.1 CPI 同比读数上行，PPI 延续回落趋势

2022年7月9日，国家统计局公布6月物价数据，CPI同比回升至2.5%，PPI同比回落至6.1%。

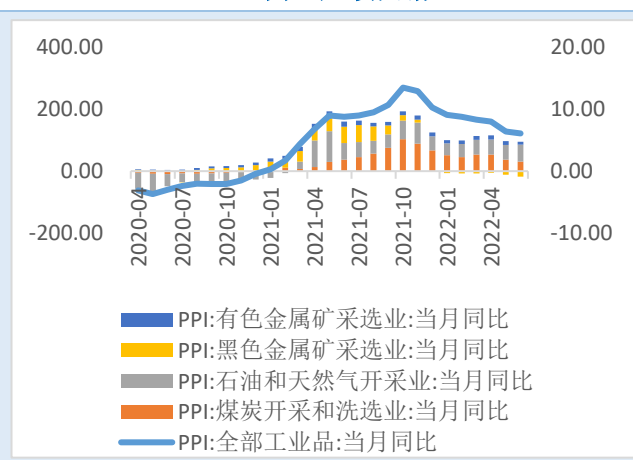
具体来看，CPI方面，猪价有所上行，菜价大幅回落，肉价菜价对冲，CPI食品项保持稳定；6月人员流动显著修复，消费景气度回升，交通工具用燃料环比涨幅达6.6%，成为非食品CPI价格上涨的最主要贡献。剔除能源和食品价格后，核心CPI环比上涨0.1%，同比稳定在1%附近，显示内需仍呈偏弱形势复苏。往后看，猪周期上行叠加核心CPI修复，短期内CPI或将进一步上行。不过，在国内“保供稳价”政策的部署叠加海外输入性通胀压力减小的背景下，国内通胀压力预计较为可控，未来或破“3”，但进一步大幅上行的空间有限。

PPI方面，PPI同比涨幅已连续6个月回落，PPI延续下行走势。同时，生产资料和生活资料PPI的剪刀差有所缩小，生活资料PPI环比上涨0.3%，而生产资料环比则小幅回落0.1%，意味着PPI从上游有向下游传导的迹象，中下游企业的经营压力有所减小。

CPI 同比上行



PPI 同比延续回落



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3.2 国内局部地区疫情反弹，经济活动的复苏面临扰动

7月上旬局部地区疫情有所反弹。7月8日当日新增本土确诊病例为67例，新增本土无症状患者达304例，其中北京、天津、陕西等地也相继报告由BA.5变异株输入病例引起的本土疫情。经济活动的复苏面临扰动，上海新增多个中、高风险地区，KTV场所暂缓开放。西安发布疫情防控消息，开启七天期临时管控，公共场所暂停营业、暂停堂食。

由于BA.5变异株相较于先前的BA.2传播性较强，因此本轮疫情感染仍存在进一步扩散的风险。不过，一方面，疫苗接种正逐步普及，截至7月7日，接种覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的91.9%、89.51%，60岁以上老年人接种覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的88.64%、83.78%。疫苗的普及为疫情防控的优化获取更大的空间。另一方面，国内防疫政策正逐步优化，坚决克服防控松懈和“层层加码”两种倾向，疫情防控或向“稳增长”方向倾斜。因此本轮疫情对国内经济的冲击或有所减弱。

全国新增本土和新增本土无症状病例出现抬头

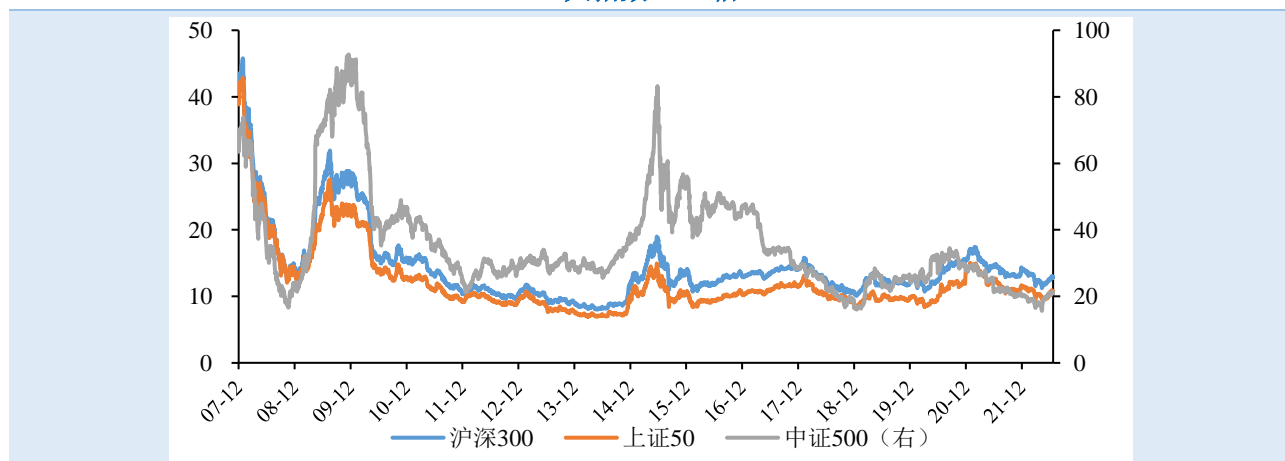


据来源：国贸期货研究院&Wind

3.3 估值分析

截至7月8日，沪深300、上证50、中证500PE-TTM分别为12.8倍、10.7倍、20.9倍，处于上市以来的38.8%（05年4月至今）、40.4%（04年1月至今）、8.6%（07年1月至今）的分位水平。

三大指数 PE（倍）



据来源：国贸期货研究院&Wind

四、“多空因素交织，股指呈现震荡格局”

国内局部地区疫情反弹，经济活动的复苏面临扰动。7月8日当日新增本土确诊病例为67例，新增本土无症状患者达304例，其中北京、天津、陕西等地也相继报告由BA.5变异株输入病例引起的本土疫情。由于BA.5变异株相较于先前的BA.2传播性较强，因此本轮疫情感染仍存在进一步扩散的风险。不过，一方面，疫苗接种正逐步普及，截至7月7日，接种覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的91.9%、89.51%，60岁以上老年人接种覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的88.64%、83.78%。疫苗的普及为疫情防控的优化提供更大的空间。另一方面，国内防疫政策正逐步优化，坚决克服防控松懈和“层层加码”两种倾向，经济增长存压的背景下，疫情防控或向“稳增长”方向倾斜。

6月CPI同比回升至2.5%，PPI同比继续回落至6.1%。往后看，猪周期上行叠加核心CPI修复，短期内CPI或将进一步上行。不过，在国内“保供稳价”政策的部署叠加海外输入性通胀压力减小的背景下，国内通胀压力预计较为可控，未来或破“3”，但进一步大幅上行的空间有限。PPI方面，PPI同比涨幅已连续6个月回落，PPI延续下行走势。同时，生产资料和生活资料PPI的剪刀差有所缩小，生活资料PPI环比上涨0.3%，而生产资料环比则小幅回落0.1%，意味着PPI从上游有向下游传导的迹象，中下游企业的经营压力有所减小。

央行公开市场重回“地量”操作水平，公开市场净回笼3850亿元。不过市场资金保持宽松态势，隔夜和七天回购加权利率仍处低位。央行公开市场进行“地量”操作，并不意味着货币政策边际宽松的取向发生转变，近期由于银行间短端利率处于低位，债券市场“滚隔夜加杠杆”现象突出（R001成交量明显超季节性），指向央行此举可能旨在打击资金空转。往后看，结合6月末央行货币政策委员会二季度例会强调的“为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘”的诉求，近期国内疫情再次吃紧，国内经济复苏面临扰动，叠加国内通胀水平虽有所回升但整体较为可控的情况下，货币政策边际宽松的取向预计不会发生改变，流动性仍旧较为无虞。

当前A股多空因素交织。一方面，国内疫情仍处于发展阶段，7月8日当日新增本土确诊病例为67例，新增本土无症状患者达304例，其中北京、天津、陕西等地也相继报告由BA.5变异株输入病例引起的本土疫情。疫情仍存不确定性，对国内经济活动的影响仍有待观察。不过，另一方面，7月中下旬将召开政治局会议，稳增长利好政策进一步推出的预期较强，对股指仍有所支撑。因此多空因素交织下，股指出现单边趋势的概率较小，短期内或呈现震荡走势。

债期略显纠结，关注下周宏观数据

观点

短期市场的调整风险已然充分释放，操作建议小波段做多。

核心逻辑

1. 博弈点：市场博弈点在区域疫情、资金价格和稳增长发力三个方面。多方支撑是货币政策难以缺席，经济弱现实，疫情潜在影响深远；空头支撑是货币政策短期难发力，稳增长政策必出台（地产+基建+稳定资本市场信心），资金价格回归，以及疫情的边际好转。

2. 阶段性判断：在流动性、社融和专项债发行的担忧之下，债券市场略显纠结。但市场担心的利空其实已多数被定价，十年期国债活跃券收益率达 2.85%，上海疫情前债券收益率前高为 2.86%，短端除了 1 年期内的，多数短期收益率也计价了资金利率回归政策利率的悲观预期。当宏观金融数据落地时，大概率就是利空兑现之时。而市场忽略的弱复苏现实、居民信贷收缩、需求不足则成为反弹的催化剂。债期仍不建议做空，疫情反复或货币政策可能带来超预期利好，操作上仍沿区间下沿做多为主。

3. 中长期观点：看好债期。一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

2022 年 7 月 10 日 星期日

宏观金融中心
国债·周度报告

樊梦真

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



六、行情解析

期市有风险，入市需谨慎

近期市场消息杂多，但均未成为债期市场交易主线，十年期主力合约在 100 附近上下震荡，走势纠结，跌不动也涨不动，现券市场和期货市场情绪频频分化。

流动性之忧。本周央行连续开展 30 亿逆回购 5 天，月初资金价格不紧反松，银存隔夜和 7 天资金价格盘中回落至 1%和 1.2%，运行中枢进一步下移。7 月以后地方债发行放缓、缴税规模降低，专项债支出加快都更有利于流动性保持宽松。

专项债发行之忧。在国常会政策工具推出后，类似同质化的加码短期大概率难以落地。从财政部的发债计划来看，三季度国债发行期数增多，各个期限增量明显。国债发行提速也将对三季度的社融总量提供支撑，那么中期很难看到政策进一步发力。此外，政策性工具也降低了特别国债发行的可能，政府对于提高赤字率依旧比较谨慎。

社融放量之忧。社融预期上修至 5 万亿，结构有所改善。具体的，6 月新增人民币贷款可能达 3 万亿元，去年同期为 2.1 万亿元；热点城市商品房销售回暖或提振居民中长期贷款；季末贷款季节性发放，以及持续的宽松政策之下，企业中长期贷款有望边际改善；6 月政府债融资额为 1.4 万亿元，明显高于去年同期的 7508 亿元。综上，多因素作用下预期 6 月社融 5 万亿元，同比增速至 10.8%左右。社融放量预示着信用见底回升，信用扩张下股票市场韧性得以持续，对债券不利。但真实数据再超预期的概率不大，结构改善的空间也相对有限，债券市场交易利空出尽的概率更高。

七、下周展望

现阶段市场的关注点在区域疫情、资金价格和稳增长发力三个方面。多方支撑是货币政策难以缺席，经济弱现实，疫情潜在影响深远；空头支撑是货币政策短期难发力，稳增长政策必出台（地产+基建+稳定资本市场信心），资金价格回归，以及疫情的边际好转。

当下，在上述因素的压制下，债券市场略显纠结。但市场担心的利空其实已多数被定价，十年期国债活跃券收益率达 2.85%，上海疫情前债券收益率前高为 2.86%，短端除了 1 年期内的，多数短期收益率也计价了资金利率回归政策利率的悲观预期。当宏观金融数据落地时，大概率就是利空兑现之时。而市场忽略的弱复苏现实、居民信贷收缩、需求不足则成为反弹的催化剂。债期仍不建议做空，疫情反复或货币政策可能带来超预期利好，操作上仍沿区间下沿做多为主。

拉长长时间来看，个人对债期还是乐观的，一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

操作上还是以回调做多为主；风险点在疫情超预期发展以及政策力度。

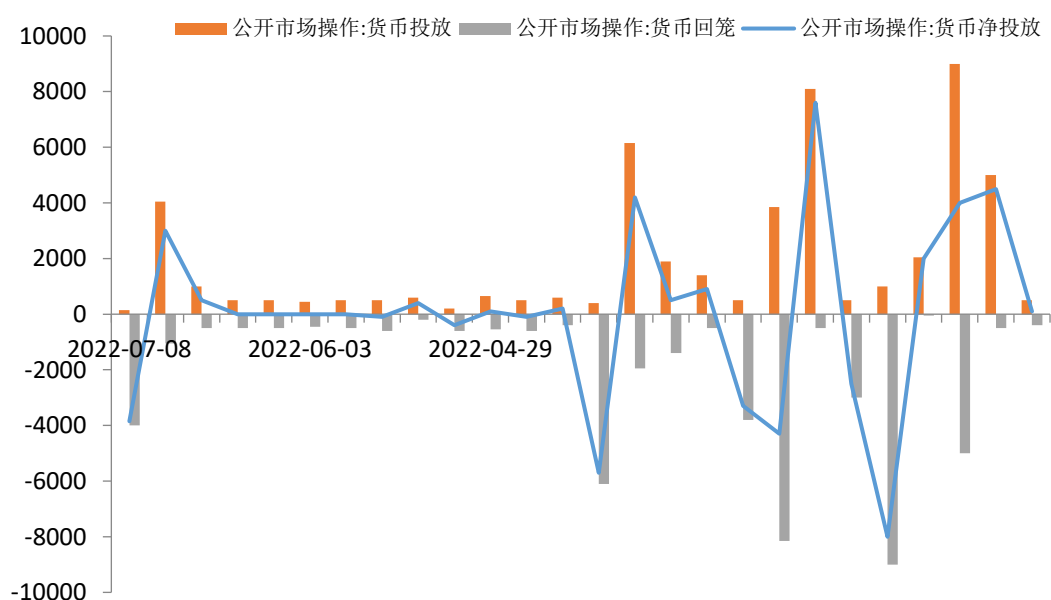
八、重要数据一览

十年期国债期货主力走势



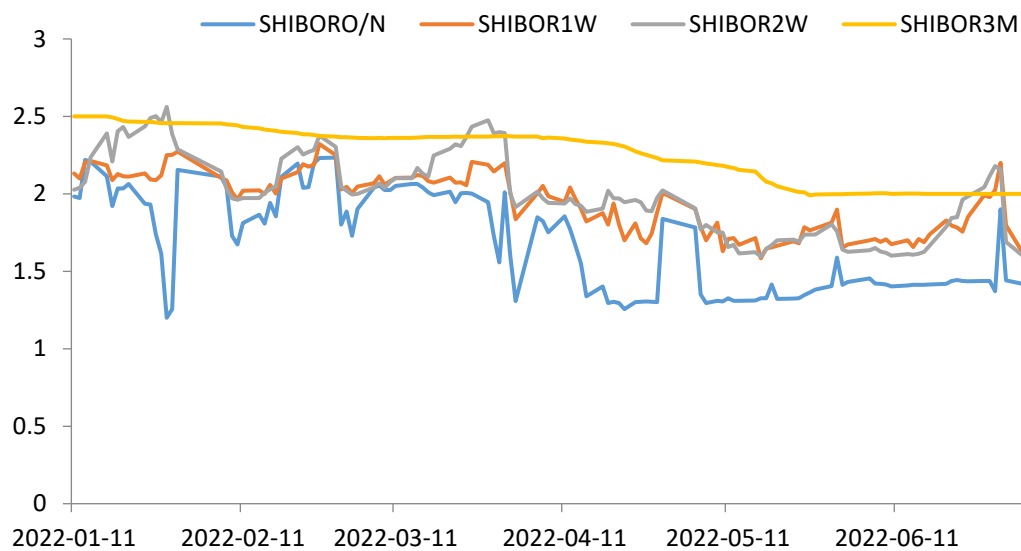
数据来源: wind

公开市场操作



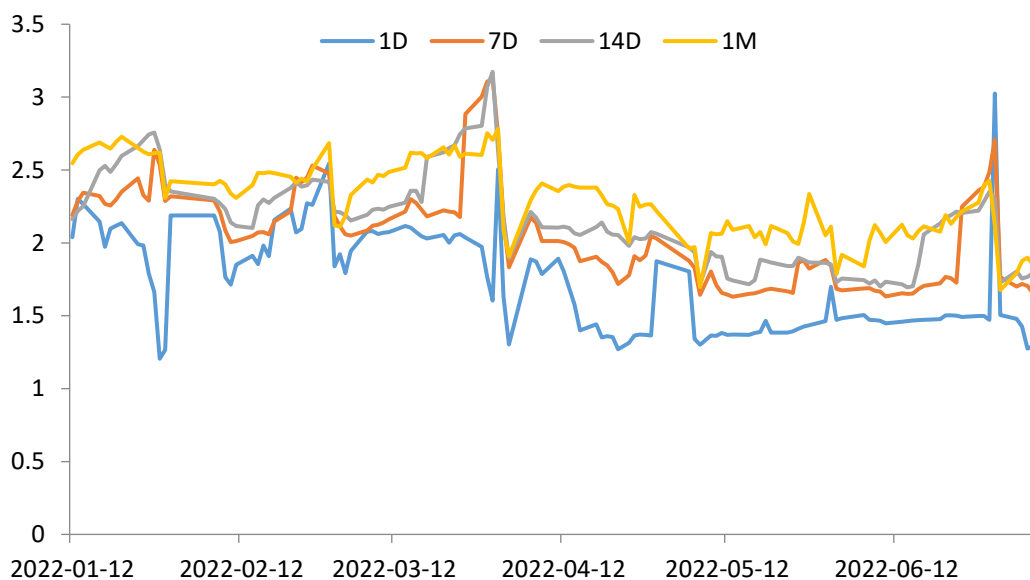
数据来源: wind

SHIBOR 利率



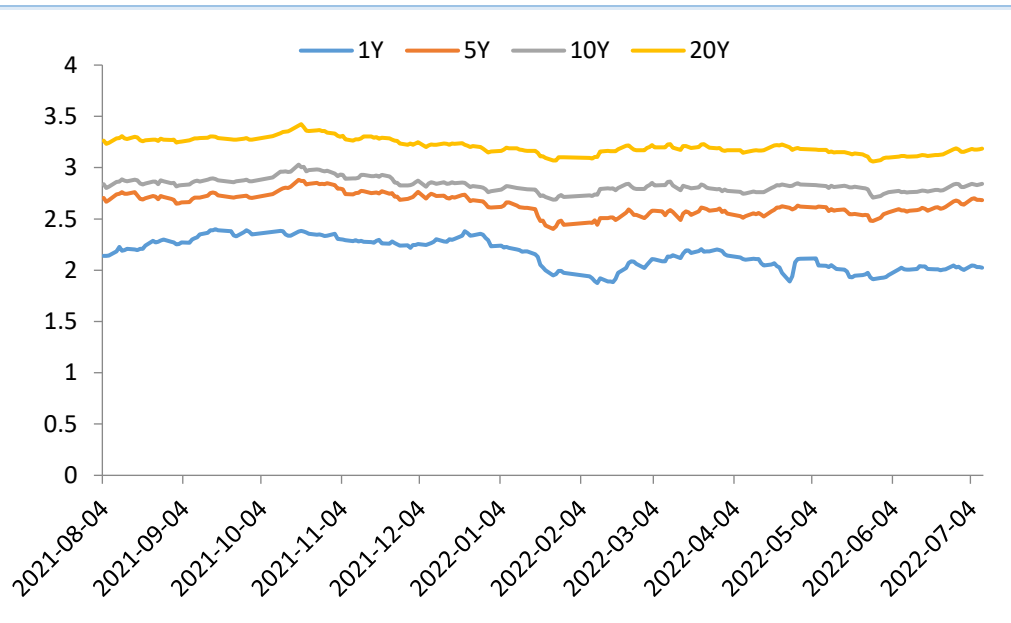
数据来源: wind

银行间质押回购利率



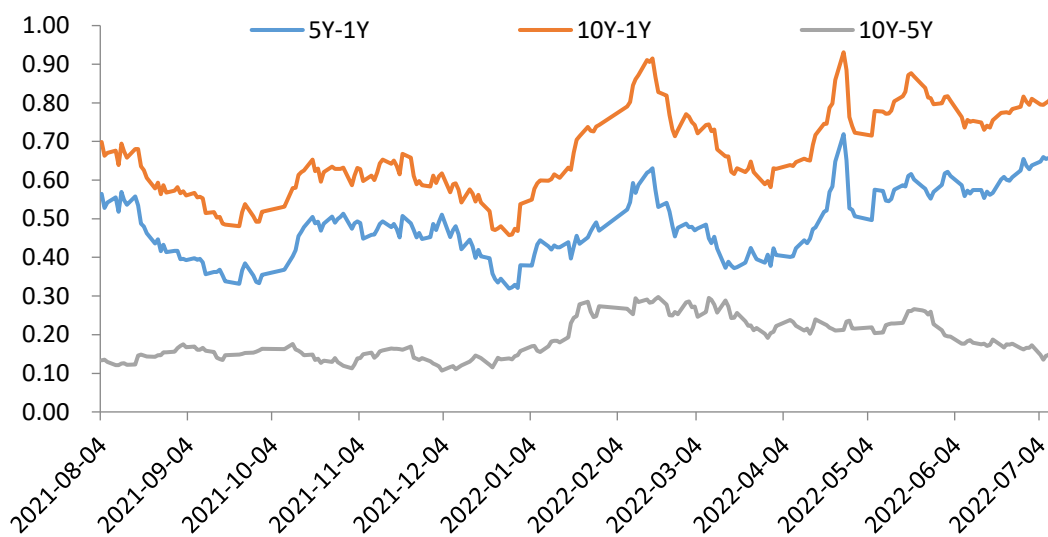
数据来源: wind

现券收益率走势



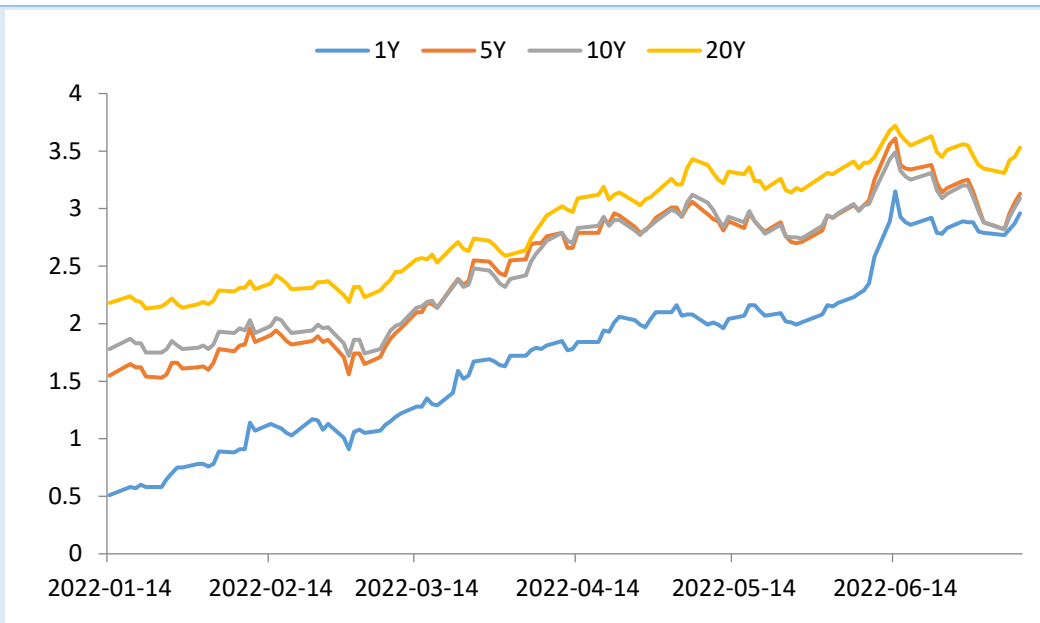
数据来源: wind

国内现券期限利差



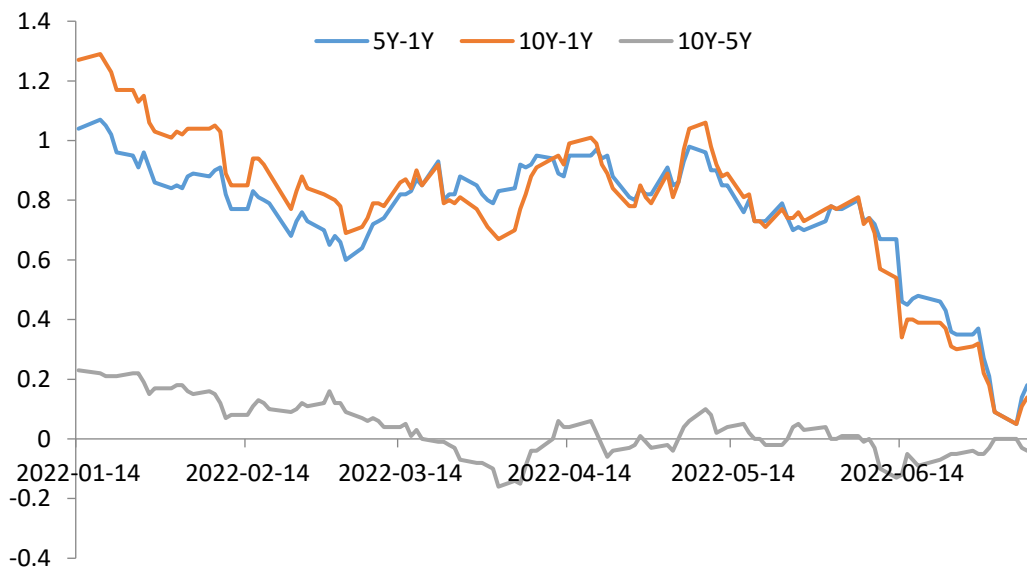
数据来源: wind

美债收益率走势



数据来源: wind

美债期限利差



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