

内外周期错位 弱复苏强度待检验

观点逻辑

- 下半年，国内宏观周期趋向“弱复苏”，但“弱复苏”的稳定性和力度有待观察，疫后弱复苏实际强度的预期差是核心变量，年度 GDP 增速乐观区域或在[4.5%, 5%]。GDP 分项看，外需向弱，内需中的投资分项修复斜率和速度均将高于消费，其中接触性消费和房地产是高波动变量，取决于疫情和收入预期的演变。
- 国内宏观周期的边际变量，一是若外部市场深度动荡，国内弱复苏进程可能被打断；二是国内疫情和房地产前景存不确定性，面对美联储紧缩周期和猪价回升压力，政策基调趋向中性，增量空间有限，再宽松的触发条件高。
- 下半年，中美宏观小周期错位，宏观风险聚焦外部，欧美处于加速紧缩控通胀的兑现期；美国宏观周期趋向“滞胀”或“衰退”，变量在通胀；通胀若如期回落则趋向“衰退”，相对看，“衰退”场景优于“滞胀”，利于派生“美联储看跌期权”的兜底预期。
- 本轮欧美高通胀单靠货币政策紧缩来应对，衰退概率较高；若要兼顾经济软着陆和控通胀，需要能源供应瓶颈的解除或缓和，以及非能源供应链的稳定和成本压降来配合，这取决于下半年俄乌、中东、东亚等区域的地缘政治博弈，预期相对不可控。
- 下半年，A 股震荡修复的确定性降低，市场波动将加剧，边际变量关注国内疫后“弱复苏”强度和美联储激进紧缩的预期差。商品方面，全球经济景气度趋降，叠加美联储加速紧缩，商品总需求预期边际向弱，但供应变数仍存，其中受地缘影响的能源和粮食，受内需提振的黑色，或相对强于外需主导和供应矛盾较弱的其他品类。

风险提示

国内信用风险超预期深化、国内疫情再次规模化反复、国内疫情防控政策调整力度超预期、欧美冬季能源危机再现、俄乌/中东/东亚地缘风险超预期

投资咨询业务资格
证监许可[2011年]1444号

宏观三季报

2022年7月11日

陶玮玮
(F026507, Z0002437)

tw@zcfutures.com

上海市浦东新区陆家嘴环路
958号23楼(200120)



一、交易主线：从“滞胀”到“衰退”

上半年，期货市场交易主线由外部变量主导，交易逻辑由“滞胀”转向“衰退”，期间美国“通胀”和“利率”的基准预期更迭加速，美联储被迫频繁加速紧缩基准，最近三次美联储议息会议累计加息 175BP，以降温需求预期的代价，最大限度遏制行将失控的高通胀预期。

从“滞胀”到“衰退”的逻辑转换下，海外市场股债双杀，大宗商品冲顶后回落，二季度末市场风险偏好全线降温。但突发的上海疫情，以及之后的全面复工复产，令国内股指在 4 月底提前触底并独立于外部市场快速修复，成为上半年全球股指市场中唯一实现上涨的核心国家。

市场恐慌情绪驱动下，避险资产美元指数强势上扬，上半年升值近 10%，主要国家相对美元的汇率全线贬值，其中日本贬值幅度高达 18% 至 136.6，接近 98 年亚洲金融危机的历史低点；其次是欧元，贬值幅度约 8% 至 1.03；人民币贬值幅度约 5% 至 6.7，相对温和。

下半年，宏观核心边际变量将聚焦两方面，一是美联储创记录的紧缩节奏，能否压制住高通胀预期，进而为预期强烈的衰退预期提供交易“美联储看跌期权”的空间；二是外部动荡对国内疫后经济修复强度的扰动，以及房地产政策的实际效果和疫情防控政策的演变及反复风险。

图 1：商品指数涨跌幅（%）

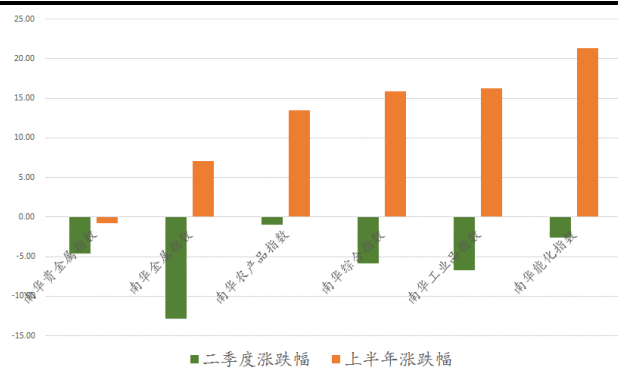


图 2：主要国家股指涨跌幅（%）



图 3：全球 10 债收益率变化基点（BP）

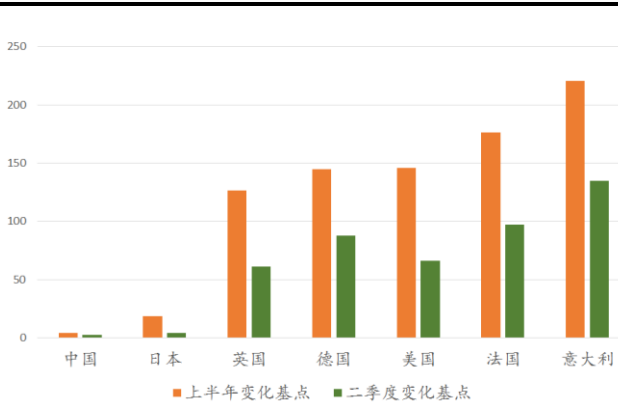
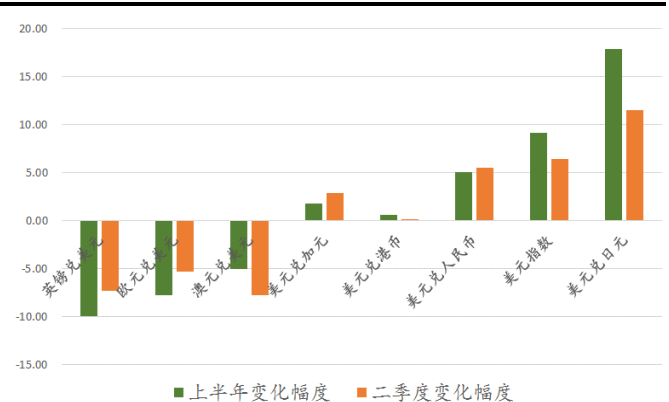


图 4：主要国家汇率变化率（%）



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

二、疫后弱复苏强度 变量在疫情和房地产

以6月1日上海全面复工复产为拐点，疫后弱复苏成为国内主基调，下半年核心变量是疫后弱复苏实际强度的预期差。GDP分项看，出口向下、基建向上相对确定，制造业则取决于内外需的相对强弱，边际大概率稳中趋弱，波动性较高的变量集中在消费和房地产，消费的修复斜率决定了GDP增速的上限，房地产能否触底企稳决定了GDP增速的下限。

关于年度目标增速，目前为止的基准定位是“努力实现”，参照以往的GDP实际增速和目标增速之间的差值，最高偏离度在2019年为0.5%；考虑到上海疫情爆发之前，市场对今年GDP实际增速的主流预测区间在[5%, 5.5%]之间，预计疫情发生后，今年实际GDP增速的乐观区间将在[4.5%, 5%]，其中IMF最新预测中国2022年GDP增速为4.4%。

在此乐观假设下，若二季度实际GDP增速在[1%, 1.5%]区间内，则对应的三四季度GDP增速区间将在[5.5%, 6.5%]；但在外部市场动荡和衰退风险加剧，以及国内疫情和房地产的稳定性存疑的背景下，实现该增速存在一定难度，市场信心的维持需要高频经济数据的持续验证，若实际数据低于市场预期，年度GDP增速中枢有下修压力。

图 5：中国与美国制造业 PMI

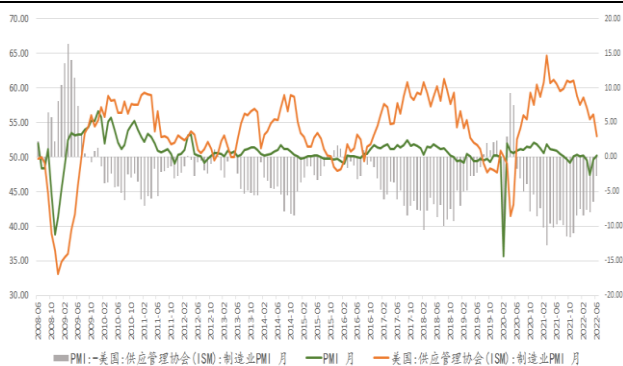


图 6：制造业 PMI 季节性特征

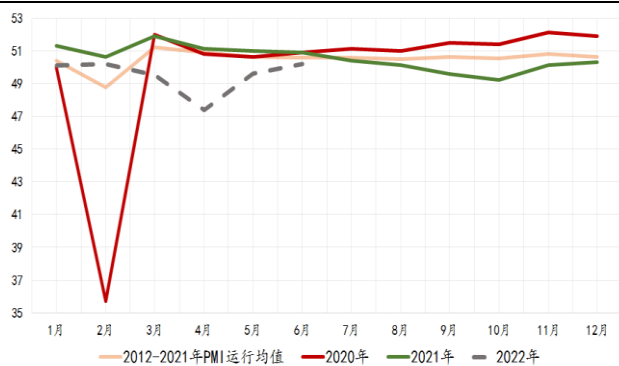


图 7：中国历年实际与目标 GDP 之差

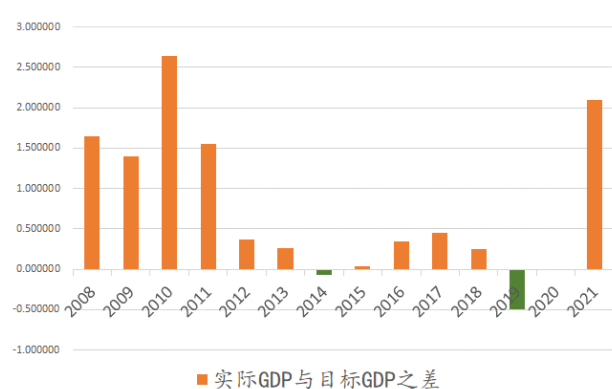
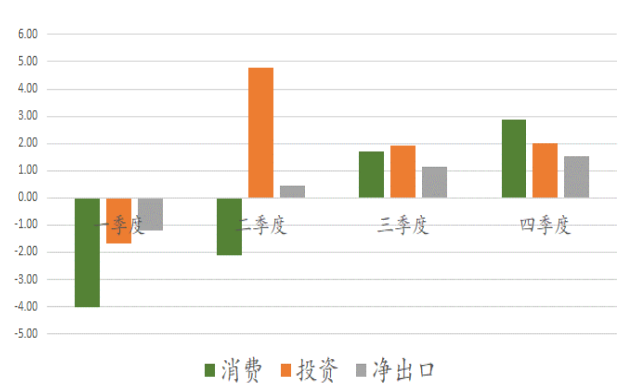


图 8：中国 2020 年支出法分项



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.1 防疫政策优化 刚性约束仍在

6月底发布的第九版新冠疫情防控方案，在防控精准性、统一性、隔离时间方面进行了优

化调整。一是调整风险人员的隔离管理期限和方式，密接的集中隔离和居家监测时间从“14+7”改为“7+3”，减少封管控时限；二是统一“封管控区”和“中高风险区”划定标准，避免各地层层加码；三是完善疫情监测要求，精准分层明确核酸检测策略。

第九版防控方案虽释放出积极信号，但从定性上，并非是放松防控，各地疫情防控的刚性约束依然存在。截至7月初，全国疫情再现反复，“本土确诊和无症状”当日新增病例最高合计385例，达到5月底水平，防疫氛围再度紧张，预计暑期接触性消费的修复斜率将趋温和；此前，端午节小长假全国国内旅游收入仅恢复至2019年同期的65.6%，而与旅游直接相关的民航业上半年亏损额超千亿，高于2020、2021全年的亏损额。

防疫刚性约束的转折点，关键在我国60岁以上老年人的新冠疫苗接种率。据卫健委数据显示，截至6月27日，60岁以上老年人的新冠接种覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的88.15%和83.41%，完成加强免疫接种的覆盖人数占比65%；横向对比，我国老年人接种率距离新加坡老年人95%以上的“完全接种率”仍有距离，加强老年人疫苗接种率或是下半年防疫工作重点。

综合看，因奥密克戎变异株的高传播性和突发性，下半年疫情反复难免；在防疫刚性约束不变的前提下，消费修复斜率难超预期，其中汽车和接触性消费分别决定了下半年消费增速的上下限。

图9：全国当日新增新冠确诊与无症状病例之和

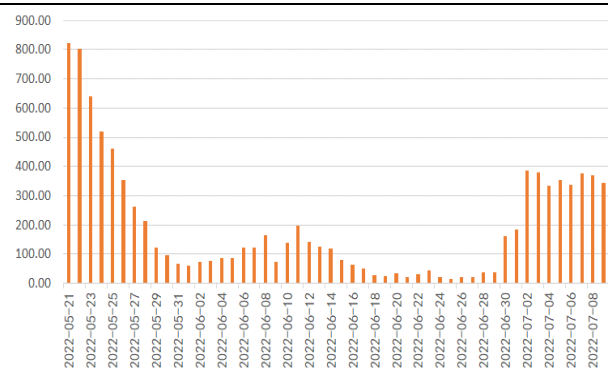
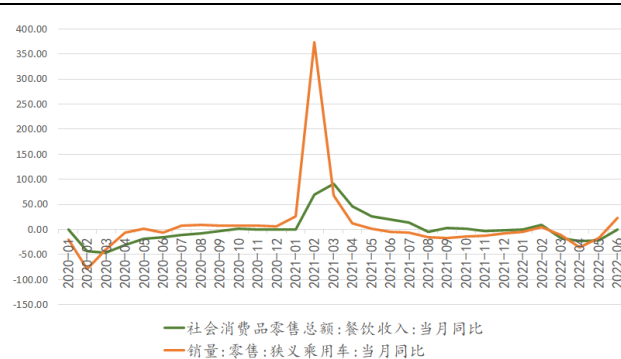


图10：汽车和餐饮销售增速



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 地产信用风险仍存 政策效果待验证

1-5月，房地产相关数据下行态势加剧，销售、开发资金来源、新开工增速同比负增高达23.6%、25.8%、30%。房地产开发资金来源中，国内贷款同比负增创历史新低，显著低于历次房地产低谷期；个人按揭贷款同比负增约30%，接近08年金融危机时期低点。

同期，房企债券融资也面临困境，新发债规模无法覆盖到期旧债，而近期融创、世贸等龙头民营房企相继出现债务违约风险，将进一步加剧房企融资难困境。据克而瑞报告显示，2022年下半年，房企债券到期规模约3102亿元，其中7月到期规模最高达830亿元，预计个别房企的信用风险仍待释放。

下半年，地产政策放松的实际效果是边际观察变量。与此前地产维稳不同，当前居民杠杆率高达62%，叠加收入信心创历史新低，市场对本轮地产维稳的实际效果存在分歧，中性预期为触底企稳，而实际效果则需要下半年高频数据的持续验证，若实际数据高于预期，地产维稳

信心将上修；但若实际效果显著低于预期，则将冲击地产维稳信心，叠加外部美联储加速紧缩的市场动荡和内部龙头房企的信用风险，存在再次出现地产硬着陆恐慌的可能。

图 11: 房屋新开工与销售增速

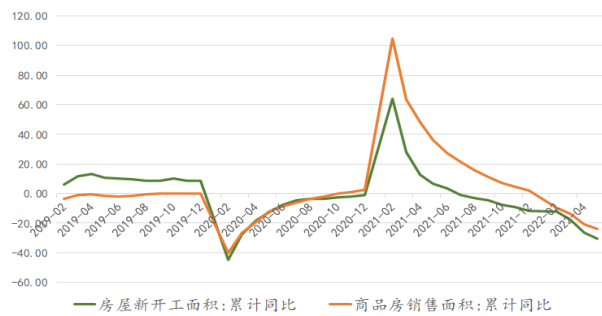


图 12: 房地产开发资金来源

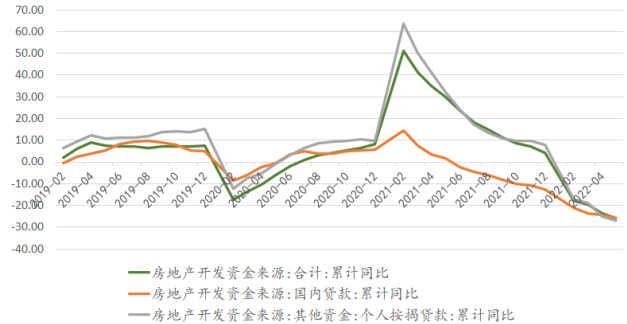


图 13: 土地购置费与地方财政收入

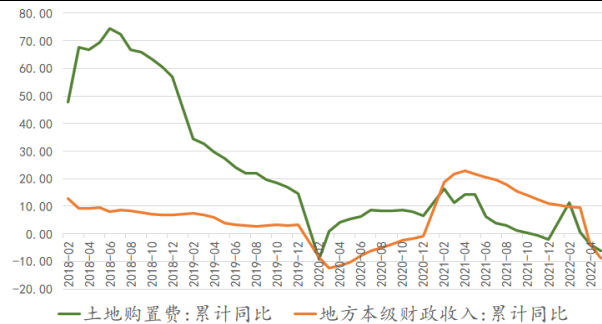


图 14: 百城房价指数

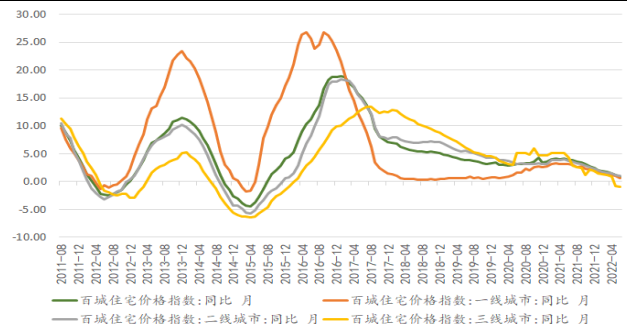


图 15: 居民杠杆率

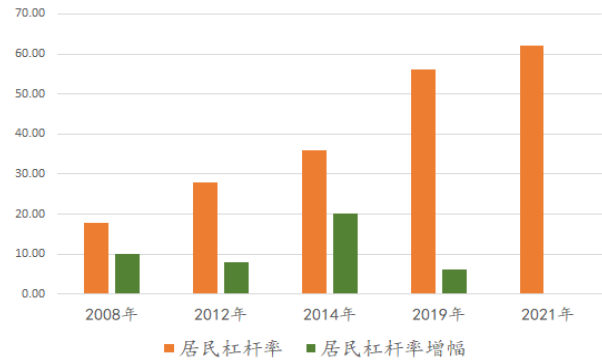
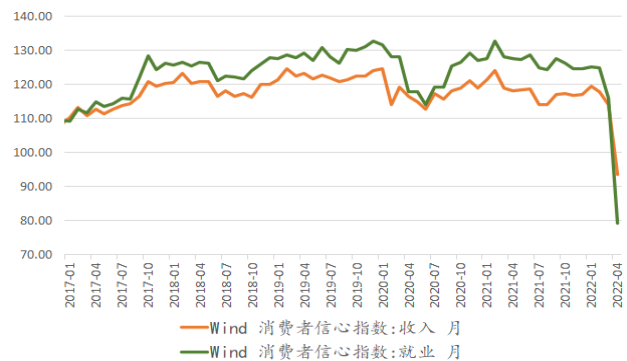


图 16: 消费者信心指数



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

三、内外制约趋强 政策偏向中性

上半年，国内货币政策以宽松为主，并未受美联储紧缩加速影响，为稳定因上海疫情触发的经济悲观预期，央行先后降准降息，并加快政府专项债发行速度，对冲居民和企业疲弱的信用需求。截至 5 月，M2 增速回升至 11.1%，社融增速稳定在 10.5% 附近，均高于约 8.5% 的年度名义 GDP 目标增速。绝对规模看，22 年 1-5 月新增社融和贷款的同比增速仅为 12.8% 和 2.2%，远低于 20 年同期的 45% 和 28%，货币政策宽松程度仍较克制，中性偏松为主。

下半年，国内经济以弱复苏为主，政策再宽松的必要性下降，同时所面临的再宽松约束也

在强化，既有外部美联储加速紧缩压力，又有猪价回升带来的内部通胀压力，在无突发风险的前提下，国内货币政策基调大概率从宽松趋向中性，其中7月4日央行逆回购规模，自21年1月来首次降至100亿以下，或是资金利率逐步回归常态的信号之一。但若出现超预期风险，国内货币政策仍存在再宽松空间，汇率和通胀并非是政策再宽松的硬约束。

图 17: 中国社融增量

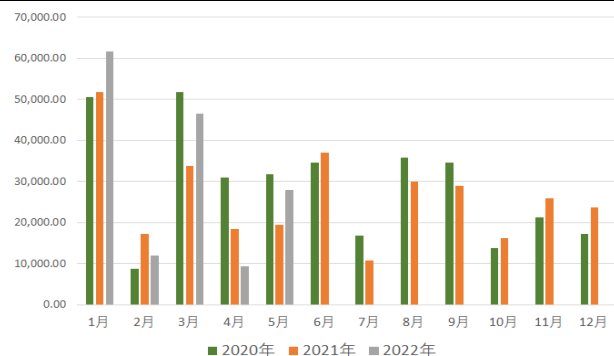


图 18: M2 与社融增速

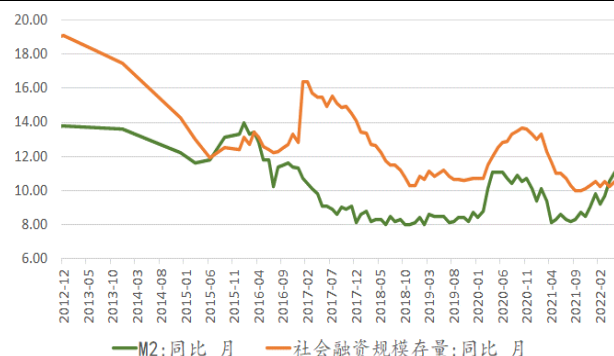


图 19: 公开市场净投放

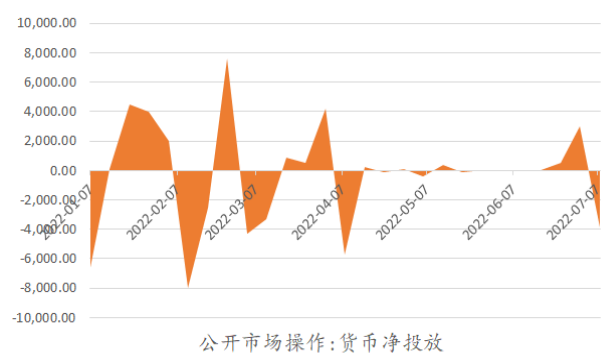
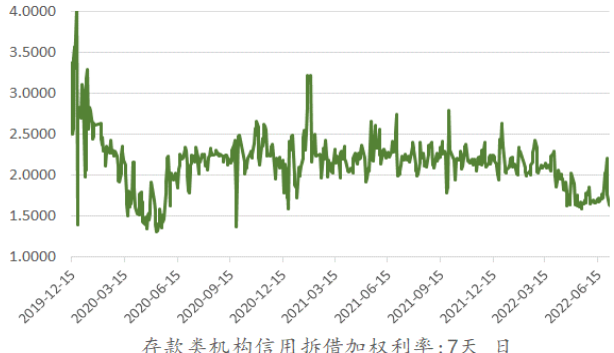


图 20: 银行间拆借利率



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

3.1 外部约束: 美联储进入强势紧缩兑现期

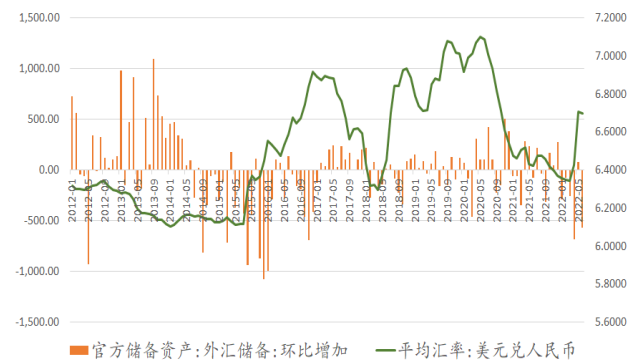
下半年，美联储最激进的加息基准预期是7月/9月各加75BP，11月/12月各加25BP，若兑现，则至年底，美联储基准利率将高达3.5%。兑现概率看，7月和9月加息预期兑现的概率较高，11-12月兑现的概率相对偏弱，若美国通胀和经济景气度出现明显回落，存在暂停加息进入观察期的可能。综合看，下半年美联储累计加息幅度的下限在150BP，上限在200BP，其中下限的降低取决于经济衰退风险的大小，上限的扩大取决于能源和农产品的供应矛盾。

历史经验看，此前美联储紧缩周期中，中国央行并未逆势宽松，以顺周期小幅跟随紧缩为主。下半年，在美联储强势紧缩兑现期中，中国逆势再宽松的触发条件较苛刻，以6月1日为节点，之前是维稳政策的集中出台期，之后将是维稳政策的显效观察期，常态下，三四季度国内经济的疫后修复确定性较强，政策再发力的必要性，取决于年度目标GDP增速的实现标准，以及超预期风险的强弱。

图 21: 中美国债利差



图 22: 中国外汇储备与汇率



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

3.2 内部约束: 猪价回升预期强烈

俄乌战争造成全球能源和粮食价格屡创历史新高,世界银行公布的能源和农业商品价格指数居高不下,欧美各国以及印度巴西南非等金砖国家通胀同步高企。与之相比,国内通胀压力温和,主要得益于国内猪周期与油周期的错位。

但下半年,猪价回升预期强烈,截至7月7日,猪价平均批发价自4月低点反弹近60%,已突破16年度猪周期价格高点,上涨斜率接近19年;而当前生猪存栏量和能繁母猪尚处在下降初期,新一轮猪价上行压力仍待发酵。

综合看,下半年CPI-PPI差值将继续扩大,通胀压力将转向消费端,若猪油价格共振,CPI增速有较大概率突破3%临界点,进而对国内货币政策构成偏强约束;但若猪价上涨斜率过高,也将触发保价稳供的政策风险,但历次政策维稳的效用,主要是减缓价格上涨压力,并不能改变价格上涨方向。

图 23: CPI-PPI

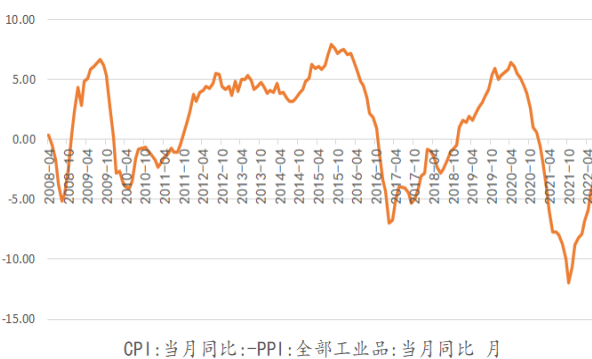
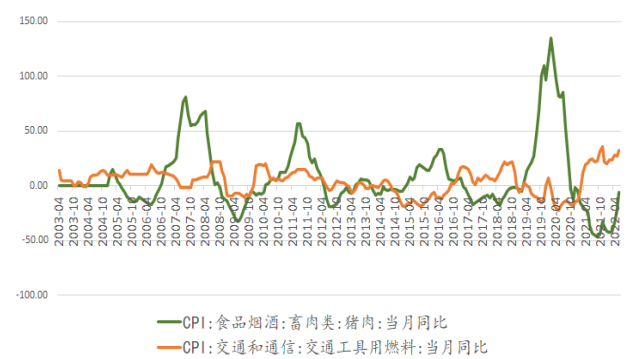


图 24: CPI: 猪肉与交通用燃料

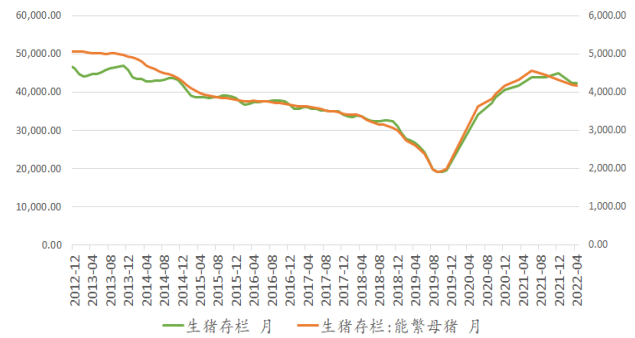


资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

图 25: 猪肉市场价格



图 26: 生猪与能繁母猪存栏量



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

四、外部变量: 俄乌终局 & 衰退风险

4.1 高通胀固化风险: 俄乌冲突持续到冬季

俄乌冲突自 2 月开始, 已持续近 5 个月, 以当前状态为基准, 俄乌双方和平停战条件的诉求不可调和, 暂无通过谈判达成停战协议的可能, 俄乌冲突存在较大概率持续到冬季, 能源供应和能源价格是核心矛盾点。

对西方国家而言, 俄乌冲突带来高通胀的固化和失控风险。若在未获得其他渠道足量的新增能源供应时, 继续升级对俄罗斯的能源制裁, 冬季能源危机将重演; “无条件抗通胀” 压力下, 货币政策将被迫继续加速紧缩, 进而带来衰退和危机恐慌。因此, 对西方国家而言, 是否继续升级对俄罗斯的能源制裁, 关键变量在于是否能够获得相应增量的石油供应, 边际观察对象聚焦在沙特和伊朗。

对俄罗斯而言, 西方国家制裁对俄罗斯冲击尚可控, 俄罗斯 6 月综合 PMI 指数重回 50% 景气度上方, 同时俄罗斯通过用卢布结算天然气购买进行制裁反制, 卢布贬值预期逆转, 截至 7 月卢布汇率已回到俄乌冲突发生前的常态运行区间; 并且据俄罗斯民调机构数据显示, 自战争爆发以来, 俄罗斯民众对普京的支持率显著增加, 因此俄罗斯通过谈判达成停战协议的紧迫性并不高。

边际上, 俄乌冲突的演变方向较不可控, 地缘政治博弈的权重远高于经济利益, 边际观察变量, (1) 沙特、伊朗等石油供应国能否出现新的产能产量供应; (2) 西方对俄罗斯能源制裁的升级风险; (3) 俄罗斯阶段性切断欧洲能源供应的可能性; (4) 俄乌超预期达成和平停战协议的可能。

图 27: 全球能源和非能源价格指数

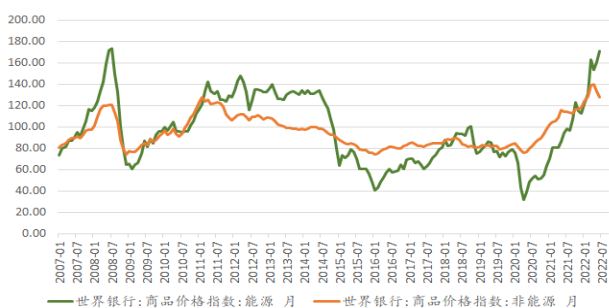


图 28: 卢布汇率



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

4.2 衰退概率取决于通胀预期

6月开始, 美国衰退风险骤然升温, 据美国《华尔街日报》调查显示, 经济学家们认为美国未来12个月发生衰退的概率为44%, 显著高于1月18%和4月28%的概率水平, 44%的概率水平通常只有在处于衰退边缘或已经处于真实衰退中的时候才会出现。此前两轮衰退开始月份的概率分别为2007年12月的38%和2020年2月的26%。

相比07年和20年, 上一轮15-18年美联储紧缩周期之后, 19年美国实现了软着陆。与15-18年慢加息节奏(4年加息225BP)不同, 本轮美联储紧缩周期过快, 在三次议息会议上累计加息150BP, 下半年还剩余4次议息会议, 目前市场对加息幅度的预期下限约150BP, 即一年内加息幅度达到300BP左右, 为防止高通胀根深蒂固, 美联储即使面临衰退风险, 也要无条件控通胀, 这意味着在衰退风险来临时, 美联储看跌期权的有效性难测, 取决于高通胀是否能够如期趋势性回落。

与19年相比, 本轮美国经济硬着陆概率更高, 地缘驱动的供应型通胀更接近于70-80年代, 取决于美联储无法掌控的因素, 若地缘政治无解, 则美联储只能通过深度紧缩达到通胀回归2%的目标。不过, 当前美国政府债务占GDP比例处于历史峰值, 令美国经济对高利率的承受能力远低于70-80年代, 本轮需求层面驱动下的美联储利率峰值预计在[3.5%-4%]区间内。

因此, 三季度是美联储控通胀的关键时刻, 若快速紧缩可促成通胀下降之势, 则四季度美联储紧缩之势或有边际减缓, 市场有转向交易“美联储看跌期权”的可能性, 即为防止硬着陆风险, 放缓甚至转向宽松的政策托底预期。但从IMF预测2022年美国CPI增速高达7.68%来看, 若未出现事实性的经济衰退, 下半年交易“美联储看跌期权”时机未到。

图 29：美债利差

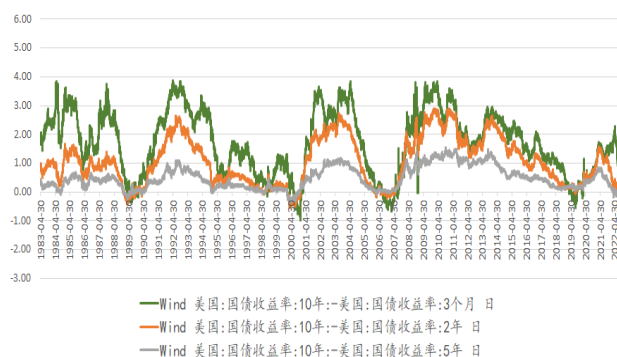
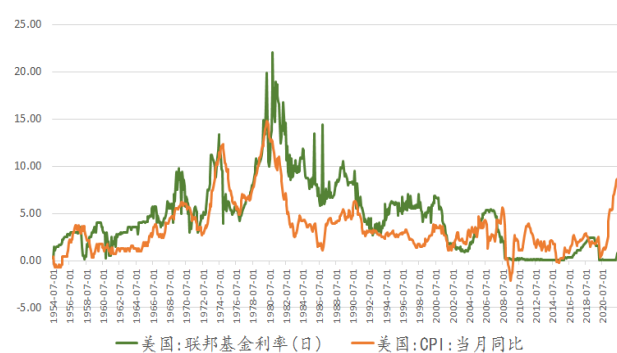


图 30：美国基准利率与 CPI



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

五、宏观驱动：通胀交易转向 供应仍存变数

下半年，中美宏观小周期错位，宏观风险聚焦外部，欧美等国处于加速紧缩无条件控通胀的兑现期和观察期；美国宏观周期趋向“滞胀”或“衰退”，变量在通胀；通胀若如期回落则趋向“衰退”，反之则趋向“滞胀”，相对而言，“衰退”场景优于“滞胀”，可留有空间交易“美联储看跌期权”，即货币政策紧缩放缓甚至转向宽松，以应对硬着陆风险。

但供需共振是本轮欧美高通胀成因，仅靠美联储紧缩降温需求应对通胀，极大概率带来衰退风险；为避免硬着陆，控通胀则需能源供应问题的缓解来配合，其中能源和食品供应瓶颈的解除有赖于俄乌冲突的缓解，或者沙特、伊朗等国释放新的能源供应增量；非核心 CPI 部分的供应链有赖于东南亚国家的供应链稳定，或者对中国加征关税的部分取消；边际上，俄乌、中东、东亚等区域的地缘政治演变是下半年的核心变量，相对不可控。

与境外相比，国内预期相对稳定，趋向交易“弱复苏”，但“弱复苏”的稳定性和力度有待观察。一方面，若外部市场深度动荡，国内市场风险偏好将受抑制，弱复苏进程有可能被打断；另一方面，国内疫情和房地产前景存不确定性，面对美联储紧缩周期和猪价回升压力，政策的增量空间有限，而在历次美联储紧缩周期中，银行/地产均是外围国家的风险聚焦点，市场信心的维持至关重要。

资产价格方面，A 股自 4 月底开始交易疫后行情，期间万得全 A 最高反弹幅度约 25%，已回到上海疫情前水平，此前过度悲观的市场预期已获修正。下半年，A 股震荡修复的确定性降低，市场波动将加剧，边际变量关注国内疫后“弱复苏”强度和美联储激进紧缩的预期差，若好于市场预期，利于震荡修复行情的延续，反之则有震荡调整风险。

商品方面，价格驱动可拆分为周期型、货币型、供应短缺型。下半年，周期型、货币型驱动明确向下，商品总需求预期边际向弱，但向弱过程中仍将面临一定的供应不可控冲击，其中受地缘影响的能源和粮食，受内需提振的黑色，或相对强于外需主导和供应矛盾较弱的其他品类。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼

总机：021-68866666 传真：021-68865555 全国客服：400 888 0958 网站：<http://www.zcqh.com>

浙江分公司

杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司

南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704 室
电话：025-58836800

中原分公司

河南省郑州市郑东新区金水东路 80 号 3 号楼 11 层 1108 室
电话：0371-60979630

成都分公司

成都市高新区天府大道中段 500 号东方希望天祥广场 A 座 2703 室
电话：028-62132736

上海陆家嘴环路营业部

中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室
电话：021-68866819

上海襄阳南路营业部

上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室
电话：021-68866659

北京海淀营业部

北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室
电话：010-63942832

深圳营业部

深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部

天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼
电话：022-58228153

重庆营业部

重庆市江北区庆云路 6 号(国金中心 T5) 510 单元
电话：023-67634197

沈阳营业部

沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室
电话：024-31872007

武汉营业部

武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85666911

西安营业部

西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307
电话：029-87938499

杭州营业部

杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室
电话：0571-56080563

扬州营业部

地址：扬州市广陵区运河西路 588-119 号壹位商业广场
电话 0514-87866997

济南营业部

山东省济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室
电话：0531-83196200

无锡营业部

江苏省无锡市梁溪区运河东路 555 号时代国际 A 座 1808
电话：0510-81665833

郑州营业部

河南省郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 707、716 室
电话：0371-65611075

山西分公司

山西太原市综改示范区太原学府园区晋阳街 159 号 1 幢 10 层 1003 室
电话：0351-7091383

长沙营业部

湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 508-510 室
电话：0731-82787001

南昌营业部

江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部

合肥市庐阳区淮河路 288 号香港广场 1306、1307 室
电话：0551-62651811

唐山营业部

唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804 室
电话：0315-2210860

日照营业部

山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼
电话：0633-2297817

赤峰营业部

内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010
电话：0476-5951109

厦门营业部

福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号(皇达大厦) 7 楼 F 单元
电话：0592-5630235

常州营业部

常州市天宁区竹林西路 19 号天宁时代广场 A 座 1706 室
电话：0519-85515185

南通营业部

江苏南通市崇川区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-81183555

宁波营业部

浙江省宁波市慈溪市新城大道北路 1698 号承兴大厦 7-2-1
电话：0574-63032202

特别声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。