

类别
宏观策略周报

日期
2022年7月15日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198



美国通胀爆棚但美联储无意加码 大点

一、宏观环境评述

1.1 全球第五轮疫情扩散

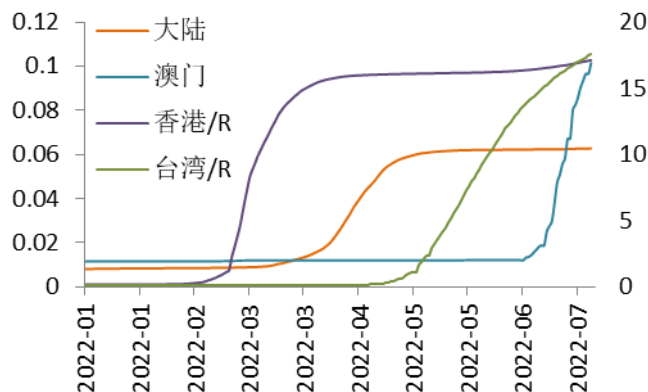
截至7月15日，全球累计确诊新冠病例5.57亿，总体感染率达到7.15%；累计死亡病例637.7万，死亡率小幅下降至1.14%。2019年底以来全球经历了五轮新冠疫情。第一轮是从2019年12月至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到29.3万，主要流行毒株为原始株SARS-CoV-2；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化，日均新增确诊病例最高去到74.5万，主要流行毒株为Alpha、beta和Gamma；第三轮是从2021年2月下旬到10月上旬，主要是首发于印度的具有较强传染性的Delta毒株扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到82.7万；第四轮是从2021年10月中旬至2022年5月，主要是首发于南非的具有更强传染性的Omicron毒株在欧美消极防疫影响下肆虐全球，日均新增确诊病例最高去到343.7万。第五轮是从2022年6月份至今，主要是多国放松疫情防控措施导致疫情新一轮扩散，同时Omicron变种出现更厉害的变异；在为了稳增长而调整疫情防控措施之后，中国内地疫情也出现多点并发现象。截止7月15日，日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，142151）、法国（西欧，117324）、意大利（南欧，104338）、德国（中欧，91942）、日本（东亚，66347）、巴西（南美，54445）、韩国（东亚，29853）、英国（西欧，27816）、中国台湾（东亚，27758）、墨西哥（南美，26951）、西班牙（南欧，20406）、印度（南亚，17607）、土耳其（中东，16728）和奥地利（中欧，10725）等14个。

图1：全球疫情扩散



数据来源：OWID，建信期货研投中心

图2：大中华区累积感染率



数据来源：国家卫健委，建信期货研投中心

截止7月15日全球接种新冠疫苗122.1亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为573.4万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到52.8亿；全球疫苗接种率

达到 66.74%，其中高收入与中高收入国家接种率已经超过 80%，已经达到通常意义上所说的群体免疫门槛。但鉴于新冠病毒的高变异性，群体免疫屏障是否有效存在疑问，欧美国国家近期疫情因 Omicron 变种 BA.5 而迅猛反弹。在这种情况下，新增确诊病例数据已经不太适合用来判断全球已经扩散情况。而随着越来越多国家决定躺平，取消戴口罩、核酸检测以及隔离救治防疫措施，全球新冠疫情暗潮涌动，坚持动态清零策略的国家地区必然面临更大的防疫压力。

1.2 中国疫后复苏，美国通胀爆棚

中国二季度实际 GDP 在疫情影响下仍实现正增长，但 0.4% 的增速低于市场预期，也显示全年 5.5% 的经济目标的实现难度进一步加大；目前上半年 GDP 增速为 2.5%，若要完成全年增长 5.5% 的目标，下半年则需要实现约 8.15% 的增长，压力不小。分三驾马车来看，上半年强劲出口是经济的主要拉动，投资端维持韧性也对经济起到支撑，但终端需求仍较疲弱，1-6 月社零累计同比少增 0.7%，消费落入负增长对经济拖累较大，后期扩内需政策可能还需要进一步发力。

6 月当月经济活动表现显示经济进一步修复。目前出口端仍然较强继续支撑经济，内需方面消费端的修复好于预期，但投资端受到地产疲弱拖累较大，加上近期断供潮事件可能进一步影响地产销售预期，地产投资在下半年仍然面临一定的下行风险，需关注事件处理和地企财务环境改善情况。

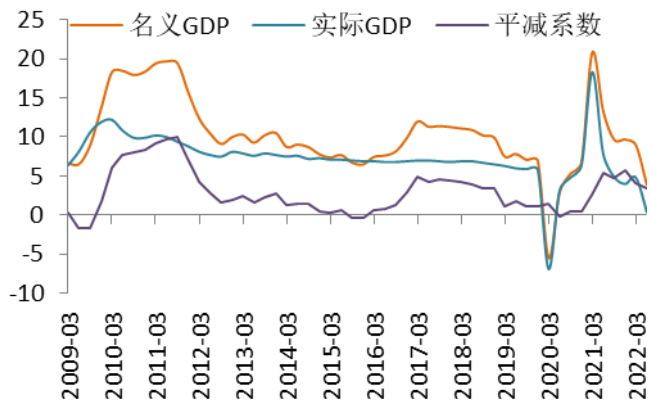
6 月生产端进一步修复，规模以上工业增加值环比增 0.84% 略高于近五年同期均值 0.73%，表现好于历年同期。同比增速进一步回升，较上月加快 3.2 个百分点。三大门类中制造业反弹力度最大，6 月同比增速较上月回升 3.3 个百分点，采矿业和公用事业同比增速则分别较上月回升 1.7 和 3.1 个百分点。服务业也实现明显修复，6 月服务业生产指数同比增速实现由负转正，较上月加快 6.4 个百分点。

消费恢复好于市场预期。6 月社零同比增速由负转正，实现 3.1% 的增长。分消费结构来看，商品消费同比增速实现转正，同比增长 8.8% 较上月加快 14.1 个百分点，餐饮消费仍在负增长区间，但跌幅已较上月收窄 18.6 个百分点。若国内疫情能得到持续控制，预计消费端也将会持续修复。

投资受基建支撑好于市场预期，地产投资进一步回落。6 月当月固定资产投资同比增长 5.6% 较上月加快 1 个百分点。其中制造业和基建投资分别较上月加快 2.86 和 4.14 个百分点，实现同比增长 9.9% 和 12%。但房地产投资进一步放缓，6 月当月同比少增 9.4% 较上月回落 1.6 个百分点。目前房地产领先指标显示 6 月商

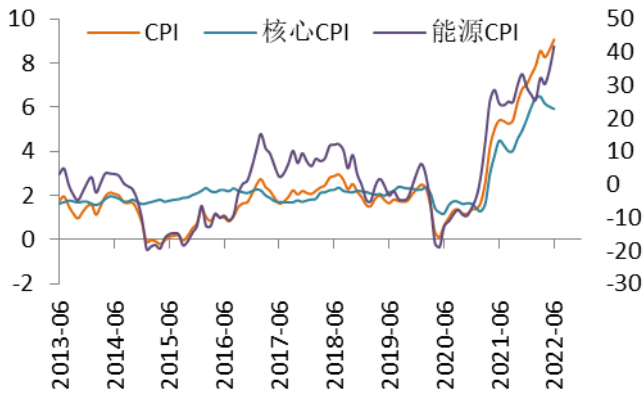
商品房销售出现明显回暖，一、二、三线城市商品房销售的环比、同比均较上月显著回升，但销售的改善能否持续下去还有待观察，而地企在财务困境下能否随着销售改善进而加大投资也存在不确定性，下半年地产投资可能仍是风险项。

图3：中国总体经济表现



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：美国通货膨胀增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

7月13日美国劳工部公布6月CPI数据，美国6月整体CPI和核心CPI同比分别增长9.1%和5.9%，整体CPI增速较5月份提升0.5个百分点，并创下1981年12月份以来的新高；核心CPI增速实现三连降，与整体CPI走势出现明显分歧，但也高于市场主流预期的5.6%。

美国6月整体CPI环比增长1.37%，为1980年4月份以来的新高。虽然6月CPI主要由能源价格带动，但美国物价压力实际上是全面性的。6月能源商品价格和能源服务价格分别环比上涨10.4%和3.5%，增速分别较5月份提升5.9和0.5个百分点；6月食品价格环比上涨1%，增速略低于5月份但继续位于今年各月的高水平区间；6月除能源服务外服务价格环比上涨0.6%，为今年各月的最高水平。除此之外，6月普通商品、新车旧车、服装、医药、住宅租金等也都有不小涨幅。

1.3 中国稳增长美国抑通胀

2022年7月12日，国务院办公厅转发国家发改委《关于在重点工程项目中大力实施以工代赈促进当地群众就业增收工作方案的通知》称，推动政府投资重点工程项目实施以工代赈，鼓励非政府投资的重点工程项目积极采取以工代赈方式扩大就业容量；扩大以工代赈投资规模，在重点工程配套设施建设中实施一批以工代赈中央预算内投资项目，劳务报酬占中央资金比例由原规定的15%以上提高到30%以上，并尽可能增加。投资对今年经济贡献需明显提升，地产预计全年负增长，制造业减速，因此预计后续基建需要发挥更大作用。以工代赈是促进有效投资、稳就业保民生重要举措，当前加大力度实施更突显基建在稳经济、稳就

业方面的重要性及紧迫性，预计后续政策将持续加码，如新增政策性金融工具、发行明年专项债等。在政策推动及低基数效应影响下，基建投资有望加速上行，下半年有望超预期。

2022年7月13日国常会部署加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定；要求多措并举扩消费，确定支持绿色智能家电消费的措施。会议强调，6月份就业形势较4、5月份好转。但稳就业任务依然繁重，要坚持就业优先，以发展促就业，以稳就业支撑经济加快恢复和平稳发展。我国有2亿多灵活就业人员。灵活就业能有效促进就业，也有利于激发市场活力和社会创造力，要强化保障和服务。此次会议主要针对当前就业领域存在的突出问题、难度较大的环节进行了详细研究并作出政策安排，有利于解决当前就业工作中的难点。扩消费方面，此次国常会确定从供给端、需求端以及政府端给予配套政策支持绿色智能家电消费。预计后续家电相关刺激政策主要通过各地方政府发放消费券、按销售价比例补贴的方式推动。

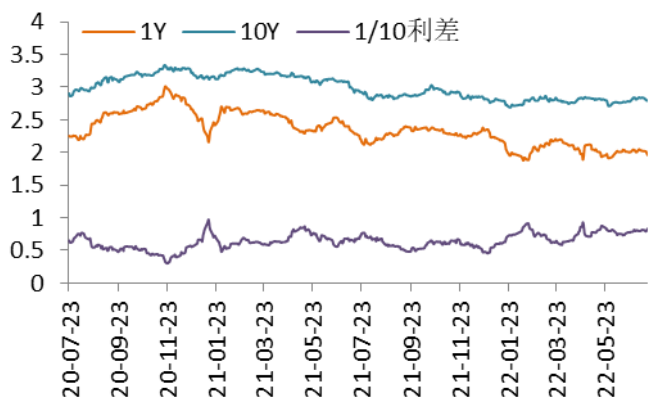
美国6月CPI爆棚引发市场关于美联储加大紧缩步伐的预期，7月27日美联储议息会议加息100BP的概率一度超过80%；但由于美联储多位官员表态没必要在单次决策中过于激进，而且数据显示消费者通胀预期明显下降，美联储7月加息100BP的概率大幅下降至29.3%。圣路易斯联储主席布拉德表示，火爆的6月通胀读数证明有理由在年底前将联邦基金目标利率提升至3.75%-4.00%之间，但他也表示对美联储在本月会议上加息75个基点还是将其提高到整整100个基点并无倾向性；亚特兰大联储主席博斯蒂克在《坦帕湾商业杂志》的一个论坛上表示，过于剧烈的利率变动可能会破坏仍能在经济中看到的强劲招聘活动和积极趋势。

二、宏观市场分析

2022年上半年中国10年期国债收益率在2.69%至2.86%的窄幅区间内波动，短端利率在年初有一定程度的下行但1月中旬之后也进入窄幅波动区间。在经济增长势头偏弱和新冠疫情影响下，中国央行货币政策偏宽松，经济基本面偏弱给予国债坚定的支持；但美联储快速紧缩中美利率倒挂使得中国债券对外资的吸引力下降，内外抗疫压力逆转人民币汇率贬值影响下输入性通胀压力上升，这使得央行在宽松稳增长的同时注意把控货币总闸门，因此债券利率的下行空间也非常有限。展望下半年，我们预计衰退预期下美债上升空间有限美债不构成中债制约，中国稳增长力度有限中债利率上升空间不大，但经济增长势头环比好转以及通胀压力趋于上升两方面影响下，中国国债大概率偏弱调整。我们预计中国10年期国

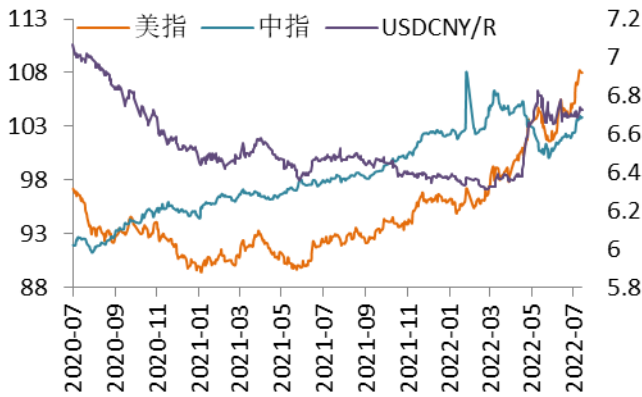
债收益率核心波动区间为[2.7%, 2.9%], 3%将构成中国 10 年期国债收益率的中期天花板。

图5: 中国国债期限利差



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图6: 美元和人民币汇率

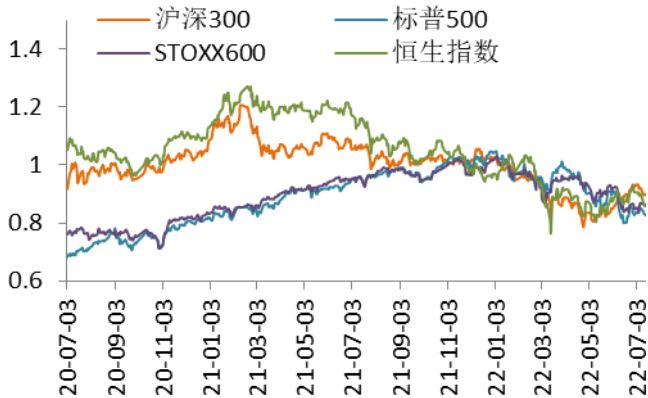


数据来源: Wind, 建信期货研发中心

2022 年上半年美元指数延续了 2021 年 6 月份以来的偏强运行态势, 主要驱动力为美联储在通胀压力下持续加快紧缩步伐, 而欧日英央行在自身经济恢复程度上较为落后的情况下不若美联储激进。展望下半年, 我们认为美联储继续紧缩支持美元汇率偏强运行, 地缘政治格局也相对地有利于美国经济增长, 因此我们判断美元指数继续偏强运行, 7 月 14 日美元指数最高到达 109.3, 关注美国通胀和美联储紧缩步伐的转折点。由于国内外防疫形势逆转以及国内稳增长需要, 中国经常项目盈余将趋势性回落, 而且中美利率倒挂也使得人民币资产的性价比下降, 因此人民币汇率还将继续偏弱运行; 但考虑到美国和全球经济衰退前景下, 中国稳定的政经体系对外资有中长期的吸引力, 因此人民币汇率贬值空间相对有限, 特别地人民币兑美元汇率在 7.2 附近有较强支撑。

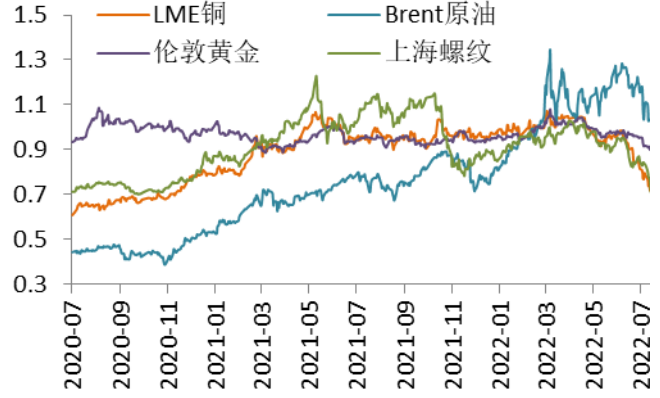
2022 年初至 4 月份全球股市在美联储超预期紧缩和乌克兰战争的双重影响下偏弱调整, 由于 3 月份至 5 月份中国内地沿海经济发达地区爆发较大规模疫情, 因此中国股市调整幅度更大。在反弹过后中国股市估值水平已经回到正常水平, 由于美联储加快紧缩导致美国甚至全球经济衰退的风险还没被全球股票市场充分消化, 中国下半年汇率贬值预期和生猪价格上涨也将使得通胀压力温和上升, 中国经济下行势头得到逆转以及通胀压力上升意味着货币流动性不会持续保持在超宽松状态。综合考虑我们认为全球股票市场面临的调整风险并未消除, 美国标普 500 指数有望进一步调整至 3500 甚至 3200; 中国股市在政策呵护下呈现出一定程度的韧性, 但全球经济衰退前景以及海外股市调整影响下中国股市有二次探底的可能性, 7 月上半月中国股市在国内疫情反复和央行宽松预期下降的影响下出现一定程度的调整。

图7：中外股票指数



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图8：重点商品价格



数据来源：Wind，建信期货研发中心

2020年4月份至2022年6月上旬大宗商品持续上涨，根本原因在于全球新冠疫情扩散以及防范疫情所必需的社交隔离措施阻碍全球供应链(物品与劳动力)正常运行，而全球政府为对冲新冠疫情影响而实施宽松货币政策和积极财政政策使得总需求维持在较高水平并向经济体注入大量货币流动性，供不应求的大宗商品在流动性溢价作用下大幅上涨，而今年上半年爆发的乌克兰战争则通过供应链扰动和地缘政治风险两个途径为大宗商品火上加油。但6月中旬以来，美联储持续紧缩以及不惜一切代价控制通货膨胀的表态引发市场关于美国经济衰退的担忧，大宗商品市场出现普遍调整。展望下半年，虽然新冠疫情和乌克兰战争对商品市场的利多作用继续存在，做疫后复苏对工业商品有一定程度的拉动作用，但美联储等欧美央行持续紧缩对美国甚至全球经济增长前景的抑制作用逐步积累并成为影响商品市场的最大利空因素，我们认为商品市场已经从结构性牛市转为结构性熊市，对大宗商品总的操作思路应从寻找机会做多转为寻找机会做空。6月9日以来，中国南华商品指数和美国标普高盛商品指数跌幅分别达到21.4%和16.7%，技术上看中国商品市场已经整体进入熊市。

三、宏观对冲策略

由于“对冲盈”期货投资咨询产品已经正式上线，出于风控考虑我们不再在本系列报告中发布宏观对冲策略，欲了解该产品详情的投资者请联系产品经理何卓乔：18665641296（微信同号）。

【建信期货研报中心】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：本报告仅提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、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买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研报中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533
 邮箱：service@ccbfutures.com 网址：http://www.ccbfutures.com