

摘要:

7月美联储和欧央行加息力度预期均较强,资金短期从新兴经济体流向发达经济体,美国和欧元区本月股债双牛。大中华区权益资产承压,金砖国家债券一度受到抛售,但随着加息的落地资金出现回流新兴经济体的迹象。美元指数本月冲高回落,欧元兑美元一度跌破平价,其他主要发达经济体本币兑美元均有不同程度升值。大宗商品价格本月集体承压,衰退预期下部分基本金属价格走势与基本面短期分化,仅部分农产品价格上涨。国内地产违约增多,但销售数据和房企拿地意愿出现回暖。香港房地产市场再度进入量价齐跌的模式。

美联储加息最为剧烈的时段已过,衰退预期对各类资产价格的影响将逐步减弱。美股业绩和估值端承压最明显的时刻已过,有望迎来阶段性反弹。欧元区经济增速三季度将放缓,但权益资产价格仍有上行空间,回报预期应好于英国。8月新兴市场权益资产收益有望好于发达经济体。债券市场方面,欧债短期具备多配价值,国内长端国债收益率进一步下行空间有限。外汇市场,欧元兑美元汇率有望阶段性走强。英镑走势仍将偏弱,日元汇率需密切关注后续日本央行货币政策的延续性。金砖国家除俄罗斯外对资金的新引力将增强,汇率有升值空间。中美10年期利差结束倒挂,美国衰退预期增强,国内资本项下流出压力将减轻。三季度国内经济修复斜率值得期待,人民币资产有望获得多配,离岸人民币兑美元汇率有一定的升值空间。国内风险偏好有望提升,权益资产回报应好于债券。商品市场,基本金属价格将逐步回归自身基本面驱动,具备阶段性反弹的条件。贵金属和原油价格中枢下行趋势不变,对农产品维持逢高沽空的策略。房地产方面,国内地产投资增速的降幅有望出现收窄,香港房屋价格再度进入下行通道,美国房屋销量和新开工将进一步下滑,价格增速将逐步放缓。

投资咨询业务资格:京证监许可【2012】75号

作者:宏观策略组 梁海宽

执业编号:F3064313(从业) Z0015305(投资咨询)

联系方式:010-68518650/lianghaiquan@foundersc.com

成文时间:2022年8月4日 星期四



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

一、	各类资产月度表现.....	3
二、	全球宏观经济综述.....	4
三、	股票市场.....	10
四、	债券市场.....	13
五、	外汇市场.....	20
六、	商品市场.....	21
七、	房地产市场.....	23
八、	大类资产配置建议	26

一、各类资产月度表现

大类资产月度涨跌一览							
股市	%	债市	BP	外汇	%	商品	%
深证成指	-3.38	巴西	36.90	英镑	0.39	CMCI贵金属	-2.58
俄罗斯	-20.08	希腊	-82.17	澳元	1.53	CMCI畜产品	3.34
沪深300	-5.68	意大利	-19.24	林吉特	-1.14	CMCI工业	-2.49
恒生指数	-8.37	西班牙	-51.63	离岸人民币	-0.67	CMCI指数	-3.20
巴西圣保罗IBOVESPA指	3.56	日本	-4.40	印度卢比	-0.47	CMCI农产品	-3.02
上海综指	-3.22	美国	-41.48	加元	0.77	CMCI能源	-4.29
韩国综合	3.09	英国	-43.49	欧元	-2.13		
纳斯达克指数	10.85	葡萄牙	-56.61	泰铢	-3.07		
JSE南非40	1.49	澳大利亚	-52.62	印尼卢比	0.10		
富时新兴指数	-0.51	印度	-7.30	瑞士法郎	0.00		
MSCI发达市场价值	3.49	德国	-60.15	美元指数	0.76		
标普500	8.16	法国	-54.46	日元	2.49		
富时100	1.52	爱尔兰	-56.25	卢布	-15.02		
道琼斯工业	5.85	南非	30.40	巴西雷亚尔	0.16		
日经225	3.72	中国	-5.64				
孟买SENSEX30	8.57						

表 1：大类资产月度涨跌幅统计

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

7月美联储和欧央行加息力度预期均较强，资金短期从新兴经济体流向发达经济体，美国和欧元区本月股债双牛。大中华区权益资产承压，金砖国家债券一度受到抛售，但随着加息的落地资金出现回流新兴经济体的迹象。美元指数本月冲高回落，欧元兑美元一度跌破平价，其他主要发达经济体本币兑美元均有不同程度升值。大宗商品价格本月集体承压，衰退预期下部分基本金属价格走势与基本面短期分化，仅部分农产品价格上涨。国内地产违约增多，但销售数据和房企拿地意愿出现回暖。香港房地产市场再度进入量价齐跌的模式。

二、全球宏观经济综述

美国二季度 GDP 年化环比初值下降 0.9%，预期环比增 0.5%。连续第二个季度录得负值，进入“技术性衰退”。企业和政府支出以及住宅投资均有所下降，库存也成为拖累项，高通胀对居民的消费产生部分抑制。IMF 下调美国 2022 年 GDP 增长预期至 2.3%，之前料增长 2.9%。将美国 2023 年 GDP 增长预期从 6 月的 1.7% 下调至 1.0%。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.3，创 2020 年 8 月以来新低，预期值 52，前值 52.7。美国 7 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 47，创 2020 年 6 月以来新低，预期值 52.6，前值 52.7。美国 7 月 Markit 综合 PMI 初值为 47.5，预期值为 52.4，前值为 52.3。费城联储制造业指数出乎意料跌入负值区域。7 月 ISM 制造业 PMI 进一步下降至 53。单周初次申请失业救济人数一度升至 11 月以来的最高水平。7 月市场对美国经济转入衰退的担忧加剧，10 年期美债利率进一步下降，各类资产价格也均反应衰退预期。但整体来看美国当前消费仍具韧性，7 月密歇根大学消费者信心指数终值 51.5，预期 51.1，前值 50，出现止跌企稳。且就业市场的表现仍较强劲，尚不能判定美国经济已转入衰退。在美联储 7 月加息 75BP 的预期落地后，本轮加息最为激烈的时段或已过去。鲍威尔近期表态可能减缓加息节奏的时机变得合适了，未来美国经济转入衰退的可能性正在下降，近期风险资产开始重获青睐，美股阶段性反弹。本月油价出现高位回落，美国通胀数据大概率已见顶，三季度有望出现斜率较为明显的下降。随着美联储加息节奏的放缓，三季度美国经济在消费的支撑下有望重回正增长。衰退预期对各类资产价格的影响将进一步减弱。

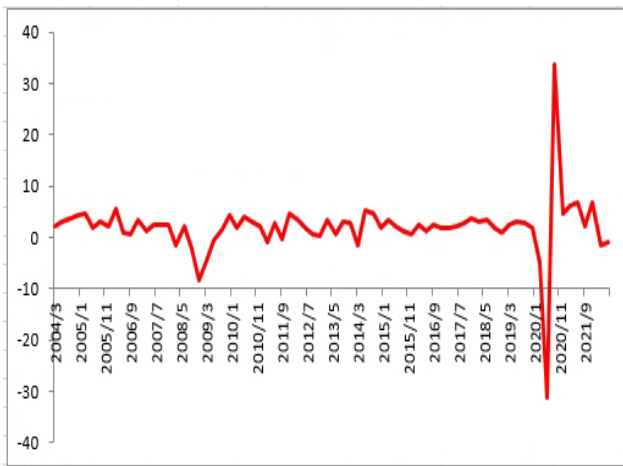


图 2-1 美国 GDP 季调折年率环比增速

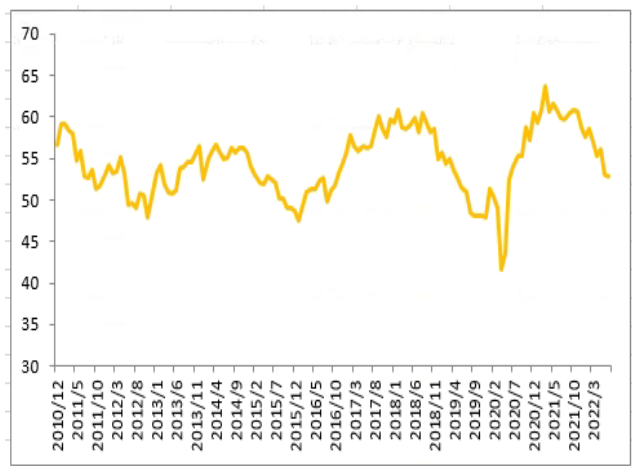


图 2-2 ISM 制造业 PMI 走势



图 2-3 美国核心 PCE 物价指数月度同比增速

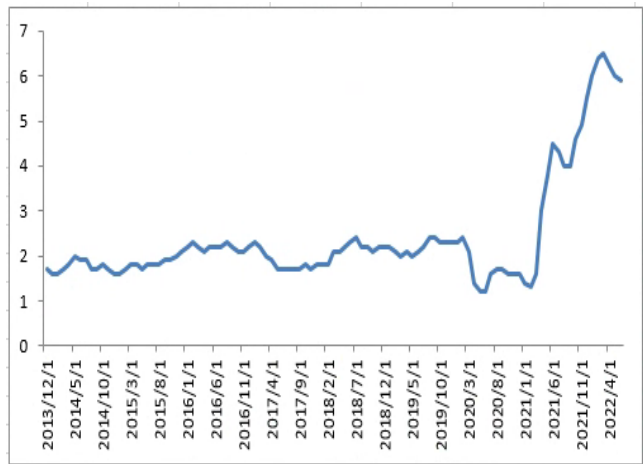


图 2-4 美国核心通胀走势

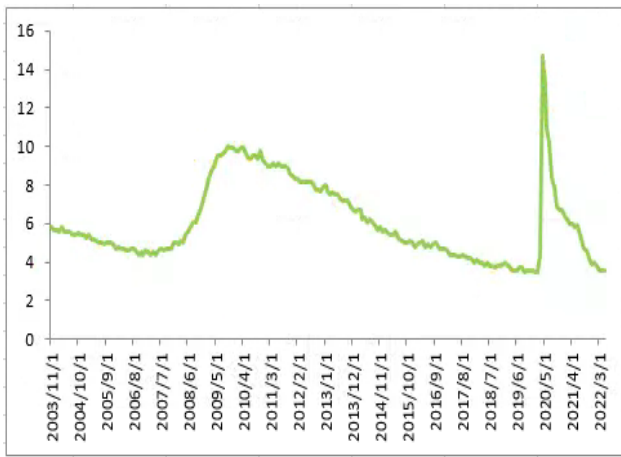


图 2-5 美国月度失业率走势

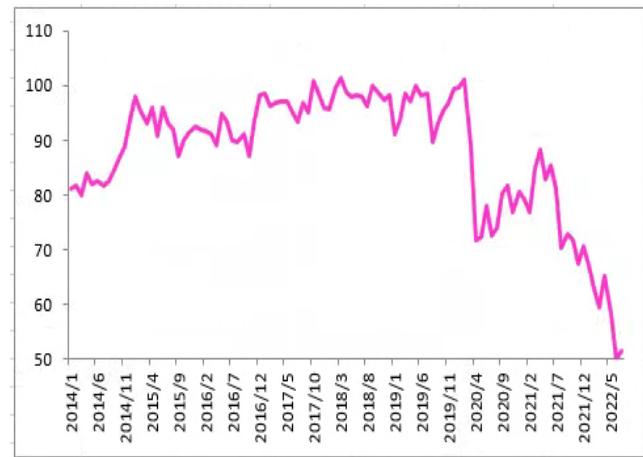


图 2-6 密歇根大学消费者信心指数

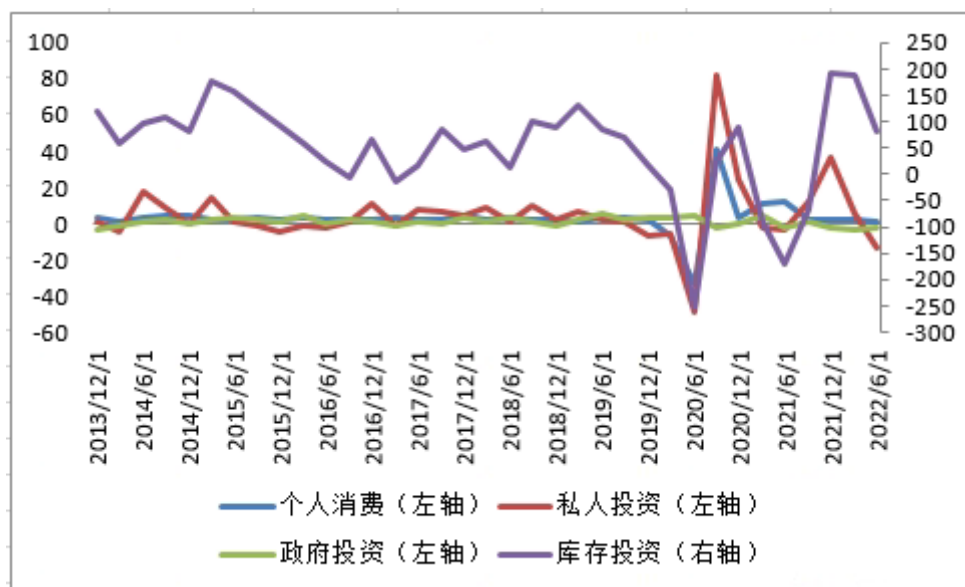


图 2-7 美国消费，库存和投资变化

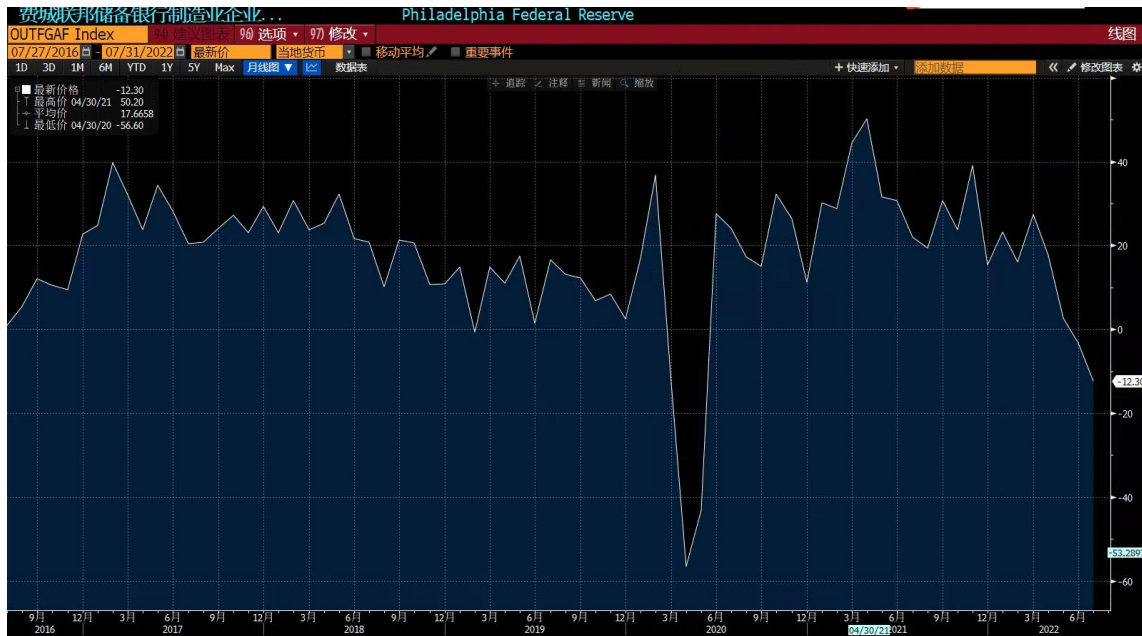


图 2-8：费城联邦储备银行制造业指数

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

欧元区年初逐步走出疫情影响，经济迎来复苏，增速好于美国，爱尔兰两位数的经济增长对欧元区经济贡献较大。二季度欧元区 19 国 GDP 季调环比增加 0.7%，超出 0.2% 的市场预期。法国经济迎来复苏，二季度 GDP 同比增长 4.2%，预期 3.70%，前值 4.50%。意大利和西班牙受益于旅游业的复苏，经济活动的恢复也较为明显。欧盟复苏基金一定程度上抵消了能源成本上升对家庭支出的影响。而德国经济开始受到能源价格大幅上涨的冲击，供应链中断。德国 5 月季调后贸易帐录得-10 亿欧元，为 1991 年以来首次录得贸易逆差。相较而言欧元区小型经济体表现更好。服务业的恢复是欧洲上半年经济复苏的主要动力。欧元区制造业 PMI 二季度持续下降，从 3 月的 56.5 下降至 6 月的 52.1，7 月跌破荣枯线，降至 49.6，创 25 个月新低。7 月服务业 PMI 创 15 个月来新低，降至 50.6。7 月份欧元区综合 PMI 初值跌破 50，创 17 个月的新低，主要受德国经济增速进一步放缓影响。除工业活动活跃度下降外，服务业增长的显著放缓令人意外。同时全球经济的走弱使得欧元区出口受限，PMI 新出口订单进一步大幅下降。从 PMI 的走势来看，7 月欧洲经济已开始出现负增长。

进入二季度后，受能源和食品价格上涨影响，欧元区通胀压力增大。欧元区 7 月 CPI 同比增长终值为 8.9%，前期 8.6%，再度刷新欧元问世 23 年以来的纪录，核心通胀从 3.7% 上升至 4.0%。能源价格上涨压力有所缓解但服务业通胀压力增加。同时二季度欧元区经济增速超预期，7 月底欧央行宣布将三大关键利率均

上调 50 个基点，超出市场预期，宣告了欧元区持续 11 年的零利率时代行将结束。但当前欧洲通胀压力仍高企，后续天然气的供应仍有不确定性，欧央行 9 月有再度加息 50BP 的可能，财政支出力度将不及上半年。欧元区经济增速三季度将放缓，高通胀压力仍将存在。

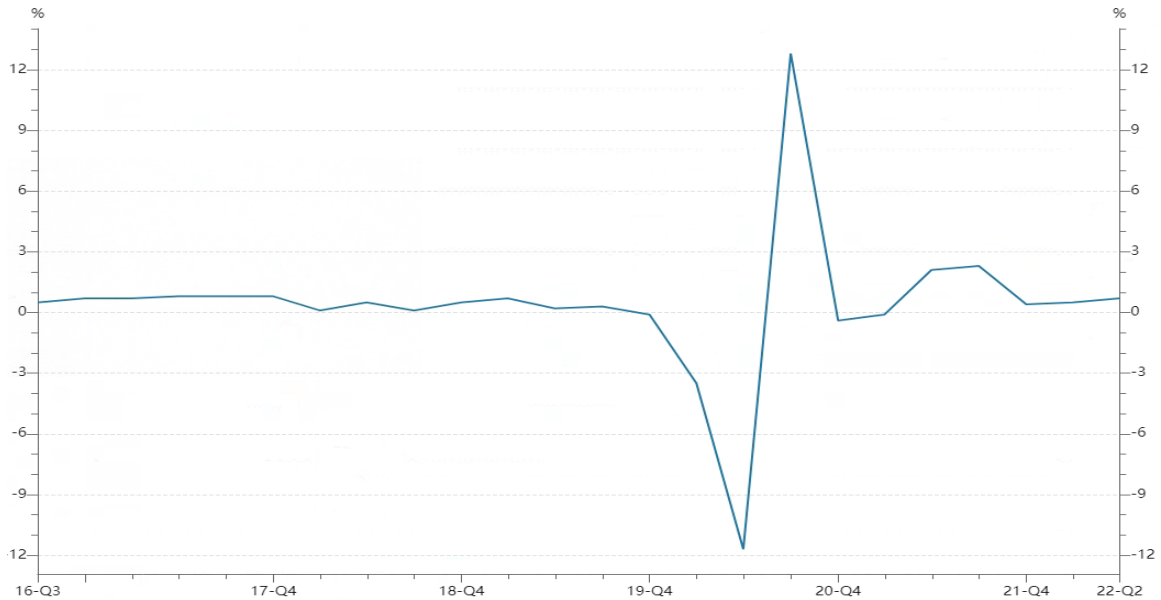


图 2-9 欧元区 19 国 GDP 季调环比增速

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

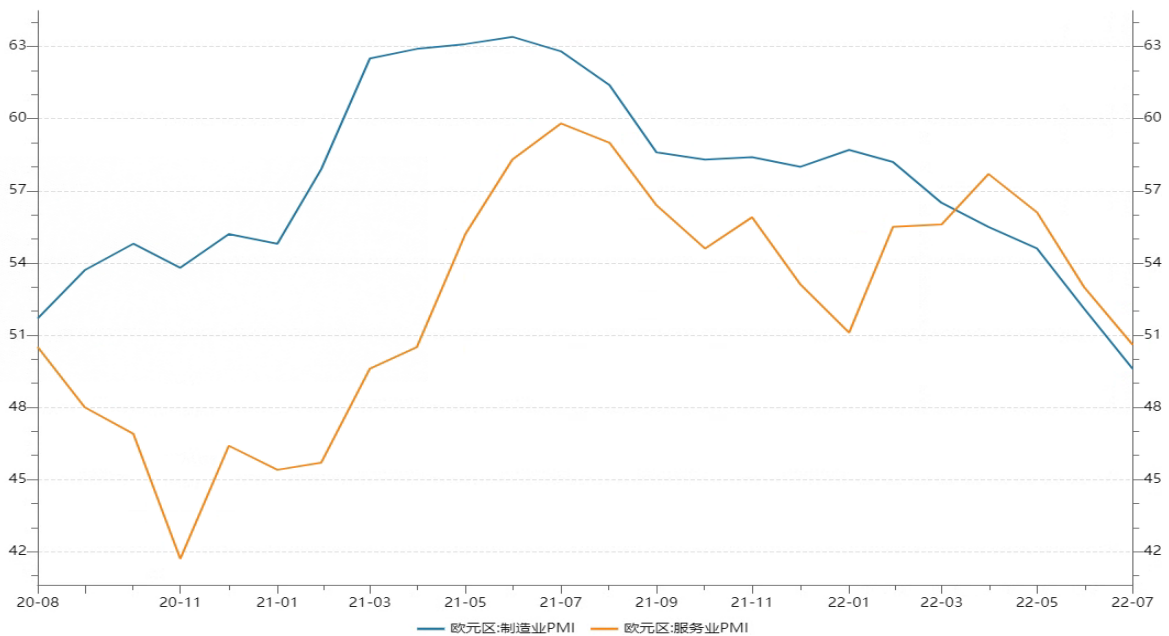


图 2-10 欧元区制造业和服务业 PMI 走势

资料来源：同花顺, 方正中期研究院

英国经济年初恢复速度快于同期的欧元区以及美国，进入二季度后增速开始放缓。7月英国 PMI 进一步回落至 52.2，但降幅小于欧元区。但英国面临的通胀压力是发达经济体中最大的，英国 6 月 CPI 同比超预期上涨 9.4%，创 1989 年有数据纪录以来新高。预期上涨 9.3%，前值上涨 9.1%；英国 6 月 CPI 环比上涨 0.8%，预期涨 0.7%，前值上涨 0.7%；英国 6 月核心 CPI 同比上涨 5.8%，预期上涨 5.8%，前值上涨 5.9%。英国央行本轮加息周期早于美国开启，自去年 12 月以来已进行了五次加息，基准利率上调至 1.25%，刷新 13 年以来的最高水平。更快的经济恢复斜率以及名义利率的不断提升使得英国股债市场上半年对资金的新引力增强，权益资产和债券价格走势在发达经济体中最为坚挺。从 OIS 隔离利率期货可以看出，英国央行未来的加息节奏将慢于欧元区，英国本轮经济复苏周期接近尾声，后续转入衰退的风险较欧元区更大。

全球其他经济体近期进一步收紧货币。加拿大央行近期再度加息 100BP，为发达经济体中本轮最为激烈的单次加息力度。使得隔夜拆借利率达到了 2008 年以来的最高水平。新西兰联储本月开启本轮第六次加息，再度上调名义利率 25BP 至 2.5%。智利央行本周将其名义利率提升 75BP 至 9.75%，经过连续 9 次加息后当前已是 2001 年以来的最高水平。亚太地区继续维持相对宽松的货币环境。日本将于 7 月 19 日发行 3.5 万亿日元的 1 年期国债。日本财务省本月 21 日发布的 2022 年上半年贸易统计数据显示，今年 1 月至 6 月，日本贸易赤字达到 7.9 万亿日元，为自 1979 年以来，上半年最大赤字。年初以来消费对日本经济有一定的提振作用，但持续的贸易逆差成为了拖累项。日本的国债市场将是未来影响全球大类资产配置的主要观察指标，一旦 10 年期国债利率突破 0.25% 的上限，则将对全球资本市场造成明显冲击。

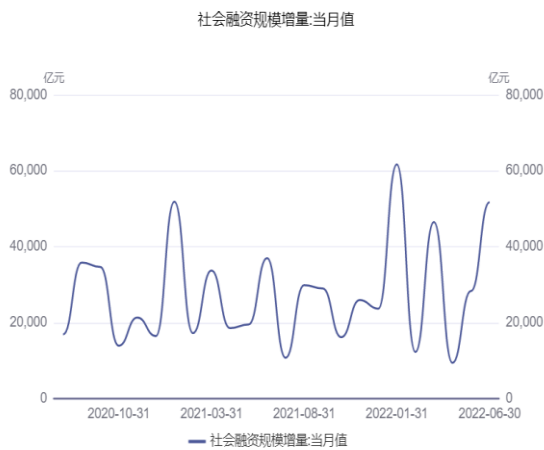
中国上半年国内生产总值 562642 亿元，按不变价格计算同比增长 2.5%。二季度 GDP 同比增长 0.4%，预期增 1.1%。6 月金融数据超预期，新增社融达到 5.17 万亿元，超过市场预期值 4.65 万亿元。6 月新增贷款 2.81 万亿元，同比多增约 6900 亿元。其中居民贷款有所恢复，企业贷款同比明显多增，主要是基建相关贷款有所增加；从结构上来看，票据冲量现象减少，中长期贷款增加，信贷结构有所改善。6 月 M2 同比增速 11.4%，涨幅较上月和去年同期分别增加 0.3 和 2.8 个百分点。6 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅较 5 月扩大 0.4 个百分点，创 2020 年 8 月以来新高。PPI 同比上涨 6.1%，涨幅较 5 月回落 0.3 个百分点，连续 8 个月回落。PPI-CPI 价差持续收敛。上半年，全国固定资产投资（不含农户）271430 亿元，同比增长 6.1%。分领域看，基础设施投资增长 7.1%，制造业投资增长 10.4%，房地产开发投资下降 5.4%。全国商品房销售面积 68923 万平方米，下降 22.2%；商品房销售额 66072 亿元，下降 28.9%。7 月中国综合 PMI 产出指数为 52.5，环比下降 1.6 个百分点，制造业 PMI 再度跌破荣枯线至 49，服务业 PMI 降至 52.8。总需求不足的问题仍存在。国内消费者信心指数近期降幅明显。本月央行公开市场操作规模维持低位运行，7 月 1 年期贷款市场报价利率（LPR）3.7%，预期为 3.7%，上月为 3.7%。5 年期 LPR 4.45%，预期为 4.45%，上月为 4.45%。7 月

MLF 等额续作。在美联储进一步加息 75BP 的背景下，国内货币端的放松较为克制。但银行间流动性仍处于充裕状态，货币市场资金利率维持低位运行。7 月数据显示当前经济下行压力仍较大，稳增长政策下半年有望进一步发力，国内风险资产回报预期有望提升。



数据来源：同花顺iFinD

图 2-11 中国 PMI 走势



数据来源：同花顺iFinD

图 2-12 社融规模增量月度走势



数据来源：同花顺iFinD

图 2-13 新增人民币贷款月度走势

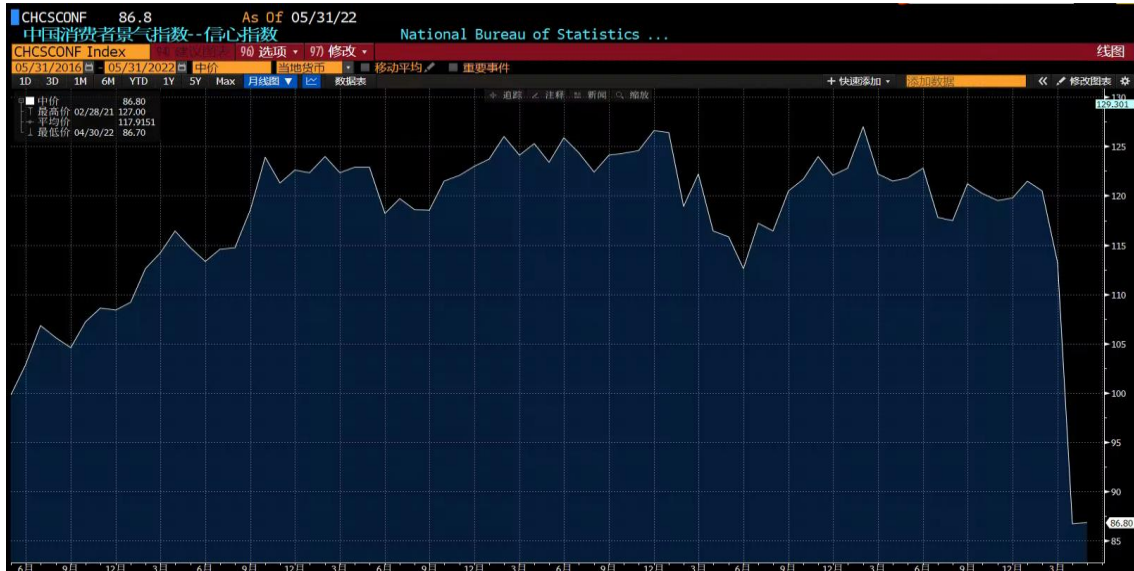


图 2-14 中国消费者信心指数

资料来源：同花顺，Bloomberg，方正中期研究院

三、股票市场

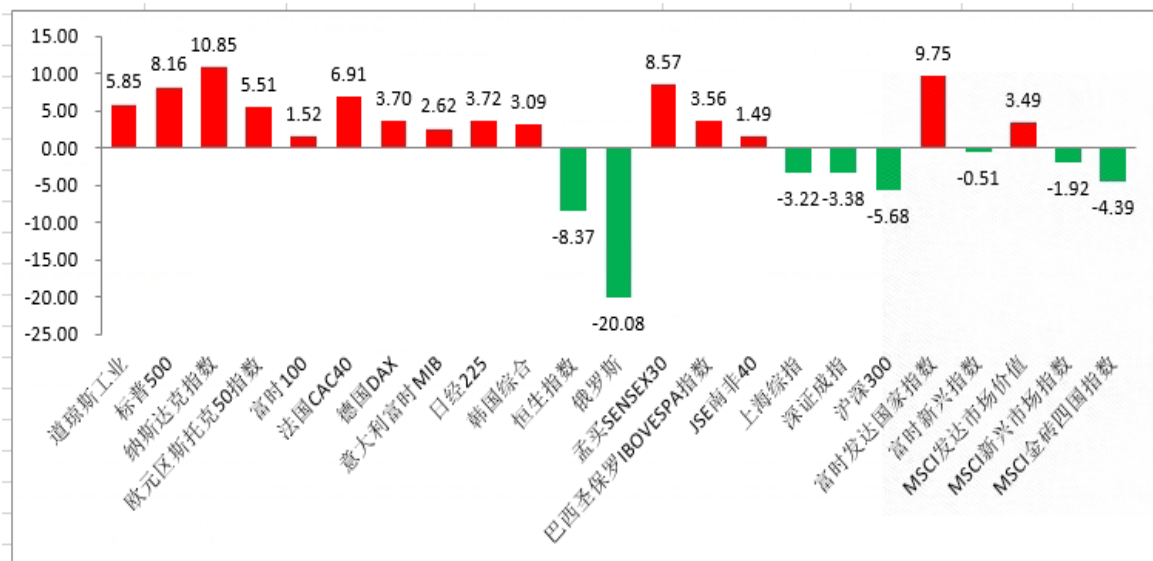


图 3-1 全球股市回报率月度表现



图 3-2 发达市场与新兴市场股市表现



图 3-3 美国股市表现

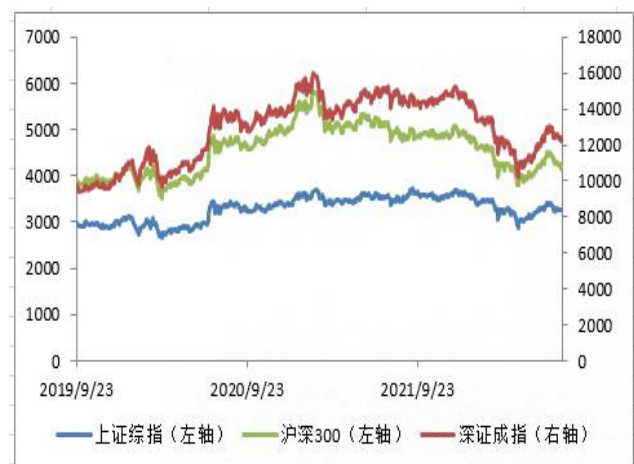


图 3-4 中国股市表现

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

7月发达经济体权益市场回报整体好于新兴市场，美股三大股指涨幅居前，法国CAC40指数领涨欧洲。金砖国家中俄罗斯股票市场本月跌幅明显，一定程度受能源价格下跌导致卢布贬值影响。印度今年上半年权益市场受外资持续流出影响走势偏弱，但7月一举扭转颓势，收复年初以来跌幅。一方面是由于其当前经济增速在全球主要经济体中居前，预计今年GDP增速在7%以上。国内生产投资旺盛，资本回报预期向好。但直接原因是美联储7月加息落地后，外资在7月下旬再度明显流入印度股市，使得印度权益市场月内出现V型反转。巴西的本币高名义利率继续吸引资金流入，本月权益市场录得正增长。亚太地区日韩股市反

弹，大中华区权益资产集体下挫，恒生指数跌幅居前。美联储和欧央行本月的加息使得新兴市场股市短期承压。

美国权益市场上半年领跌全球，标普 500 指数跌入技术性熊市，为 1970 年来表现最差的上半年。美国 6 月通胀再次超出预期，刷新近 40 年新高，市场一度预期美联储 7 月加息 100BP，美股 7 月上半月再度出现抛售。但随着美联储 7 月加息 75BP 落地，且鲍威尔表示可能减缓加息节奏的时机变得合适了，美股估值下行的压力有所减轻。另一方面，最近公布的美股大型科技公司的财报超预期，一定程度打消了市场前期对美股业绩的担忧。美股 7 月下旬开启反弹，收复上半月跌幅，三大股指月度均实现上涨，纳指涨幅居前。澳元兑日元汇率近期再度走强，对应着美股波动率下降。美国 GDP 虽然连续两个季度环比下降，但从就业市场和消费情况来看当前尚不能确定美国经济已转入衰退，三季度 GDP 增速环比有望实现转正。通胀压力下下半年将逐步下降，美联储加息节奏有放缓的预期，美股业绩和估值端承压最明显的时刻已过，美股前期已较为充分地计价了衰退预期，随着衰退预期逐步淡化，将迎来阶段性反弹。

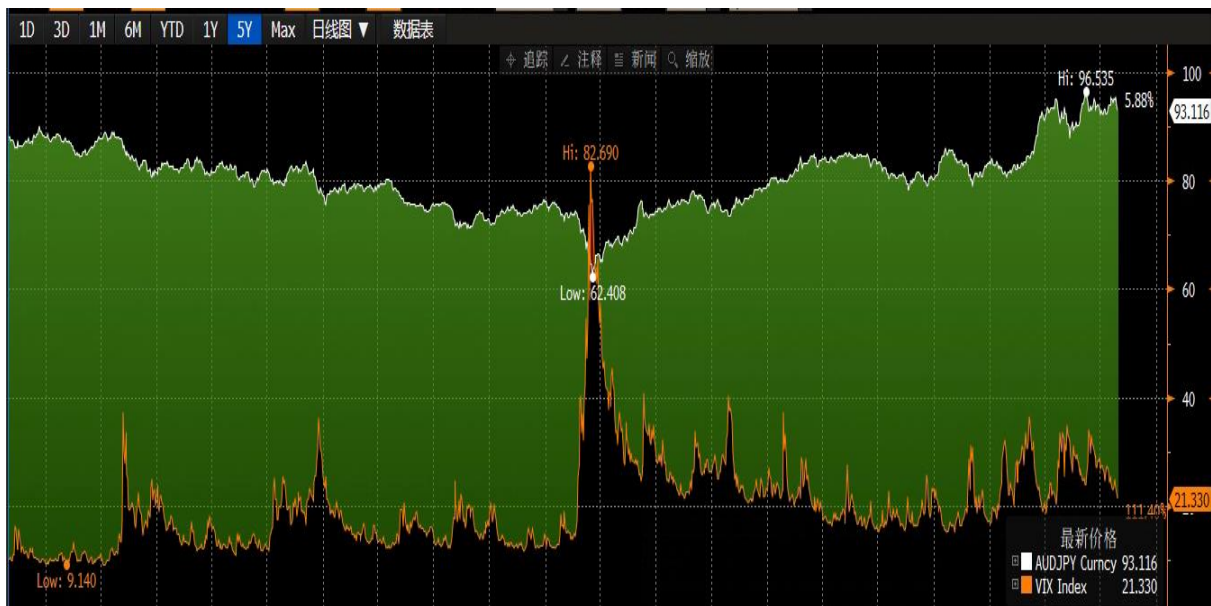


图 3-5 澳元兑日元汇率与美股波动率走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

欧洲权益市场 7 月走势与美股大体一致，探底回升。美联储加息 75BP 的同时欧央行也加息 50BP，资本外流压力减轻。加息预期落地后欧元区股票市场 7 月下半月出现止跌回升。英国经济增速开始放缓，二季度连续两个月环比增幅转负，英央行未来加息节奏和空间将不及欧央行，权益市场回报预期下降，富时 100 指数月度涨幅相对较小。而法国股市 7 月涨幅居前，一定程度受法国经济强劲复苏的支撑。本轮欧央行加息幅度超市场预期。从侧面反应出当前欧元区经济复苏情况较好，二季度欧元区 GDP 增速超预期。三季度

欧元区经济增速将趋缓，但尚不至于转入衰退，9月有再度加息50BP的可能。美联储后续加息节奏有放缓预期，对全球权益市场的压制将逐步边际减弱。欧元区股票市场回报预期增强，有进一步向上修复的空间，配置价值应好于英国权益资产。

亚太市场方面，7月日韩股市出现反弹，美联储加息力度鹰中偏鸽，日元贬值压力减轻，短期市场风险偏好提升。大中华区权益市场本月走弱。受美联储加息影响，资金短期流出香港市场，港币贬值压力增加，港股本月大幅受挫，并向A股传导。国内方面，7月需求恢复不及预期，制造业PMI再度回落至荣枯线下方，10年前国债收益率下降。地产违约风险加大，市场对未来宽信用预期下降，股票市场回报预期下降。但中美10年期利差本月结束倒挂，外资流出压力减轻。当前A股整体估值仍有吸引力，国内PPI-CPI剪刀差进一步收敛，随着美联储加息节奏放缓，下半年国内稳增长力度有望进一步增强。在货币宽松的情况下历史上PPI-CPI的收敛往往伴随着股票市场较好的表现。6月国内金融数据超预期，内生融资需求正在复苏，疫情扰动逐步淡化，A股短期调整后仍具上行动力，中期具备多配价值。

四、债券市场

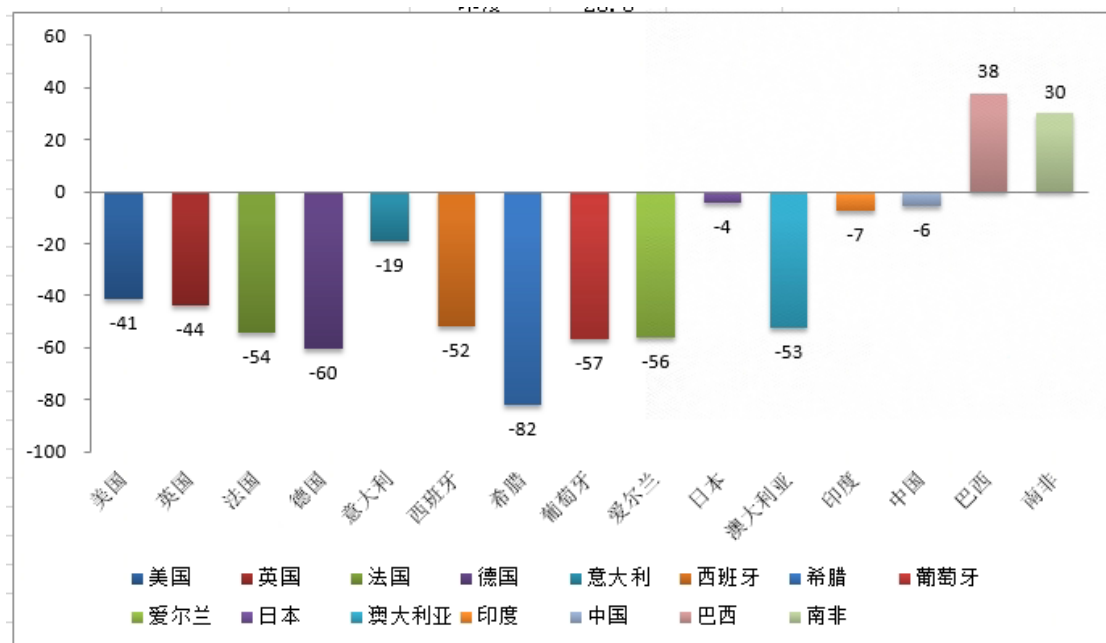


图 4-1 主要经济体 10 年期债券收益率月度变化 (BP)

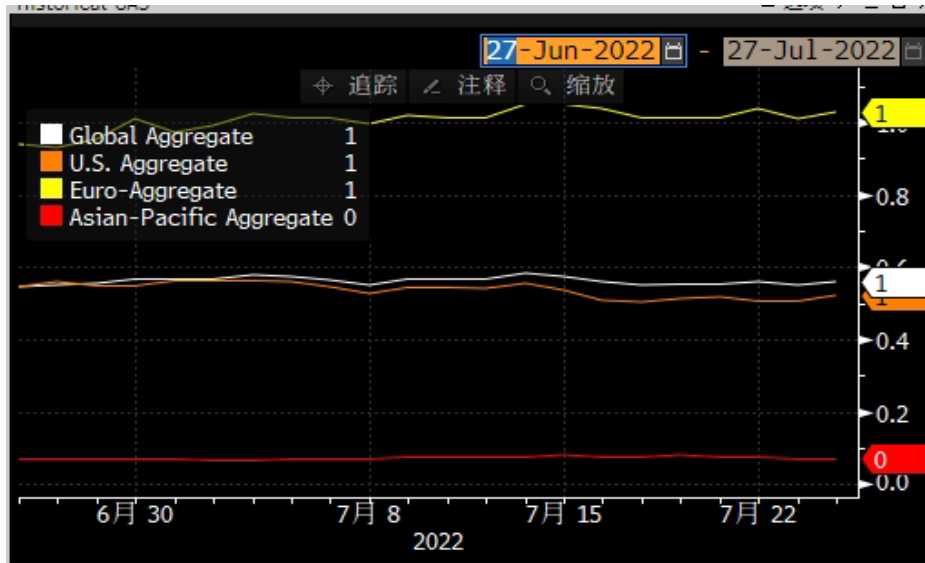


图 4-2 欧元区，美国和亚太债券市场月度表现（BP）

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

7月全球主要经济体10年期国债利率多以下行为主，全球债市呈现反弹。欧洲债券市场表现最好，亚太地区债市最弱，美债居中。美债各期限利率均出现倒挂，且程度不断加深。市场对美国经济转入衰退的预期愈发强烈，加大了对债券的配置力度。美国2年期/10年期国债收益率临近月末倒挂幅度达28个基点，创20年新高。美联储在上半年进行了三次加息，加息幅度逐次加大，从3月的25bp到5月的50bp，到6月加息单次加息幅度达到75bp，为1994年以来单次最大加息幅度。10年期美债收益率呈现阶梯式上移，从年初的1.5%左右上升到6月底的3%左右。上半年美联储的连续加息叠加美国的高通胀使得美债的吸引力下降。1-5月海外官方持有的美债数量持续下降。排名前两位的日、中两国持有美债仓位均持续刷数年新低。日本5月所持美债数量减少至1.212万亿美元，为2020年1月以来的最低水平；中国5月所持美债规模继续减少，持仓量录得月度“六连降”，跌破万亿美元关口，至9808亿美元，为2010年5月以来的最低水平。但与此同时，海外个人投资者持有美债规模有明显增长。7月美联储再度加息75BP后，本轮加息周期内最为激烈的时段或已过，后续加息节奏将逐步放缓。从利率期货市场的预期来看，本轮加息或于明年年初结束。债券市场短期将继续交易美国经济可能出现的衰退带来的长端利率下行，美债仍属于大类资产中近期应多配的品种。



图 4-3 美国国债期限利差

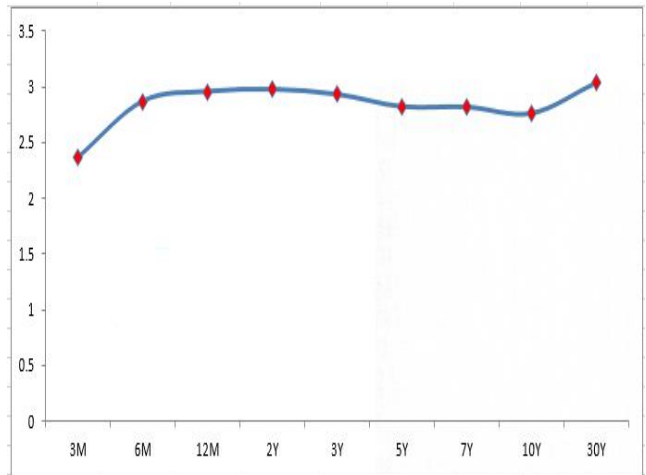
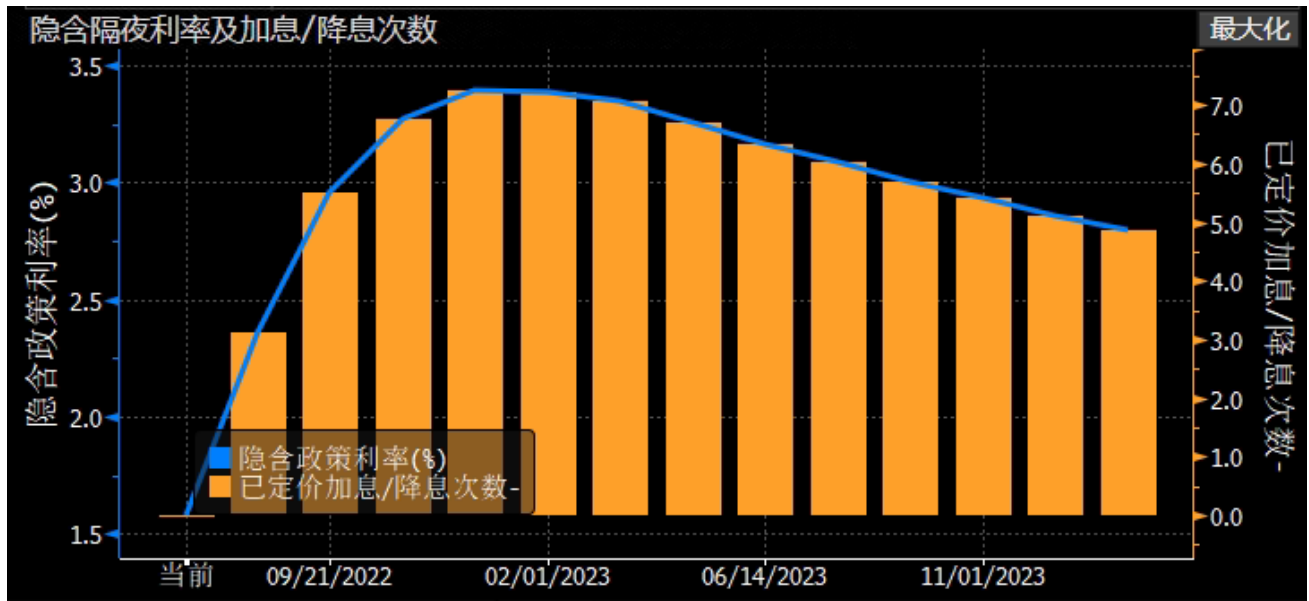


图 4-4 美国利率期限结构



图 4-5 美债外国持有者指数变化

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院



图：4-6 CME 利率期货隐含政策利率和加息/降息次数

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

欧洲债券市场上半年整体表现不及美国，主要经济体中除英国外 10 年期国债收益率上涨幅度均大于美债。基于对欧央行 7 月加息的预期，欧元区主权债 6 月遭到大量的抛售，导致收益率大幅飙升。重债务国家的风险溢价显著增加，意大利与德国 10 年前国债利差一度超过 2.5 个百分点，为 2020 年以来的最大利差水平。希腊与德国的利差也一度达到 300BP。进入 7 月后，市场对欧洲经济转入衰退的预期迅速升温，欧洲债券市场的新引力开始增强，走势开始强于美国。7 月底欧央行宣布将三大关键利率均上调 50 个基点，超出市场预期，宣告了欧元区持续 11 年的零利率时代行将结束。当前欧洲通胀压力仍高企，能源供给短期较难得到明显改善，欧央行 9 月有再度加息 50BP 的可能。虽然当前欧洲边缘国与核心国之间利差处于高位，但边缘国经历去杠杆后各项资产负债表均较为健康，再度爆发欧债危机的可能性不大，暂不会构成制约欧央行加息的条件。欧元区三季度经济增速预期将有所放缓，市场避险情绪增强，名义利率的进一步抬升将使得债券市场的吸引力进一步增强。

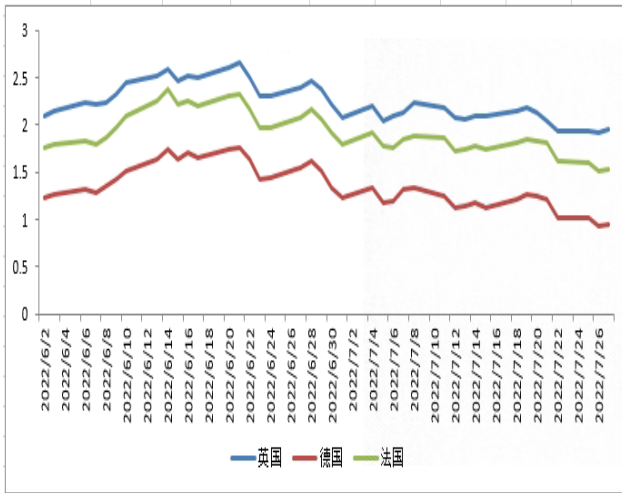


图 4-7 英、法、德十年期国债收益率走势

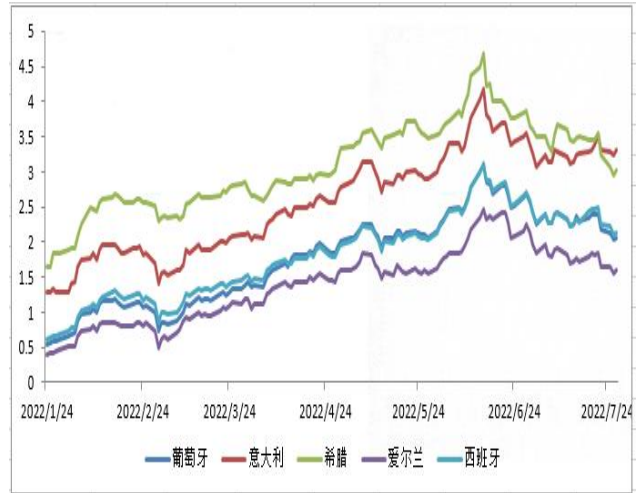


图 4-8 欧洲其他经济体十年期国债收益率走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

日元汇率的大幅贬值使得日本债券市场上半年面临较大的抛售压力。但日本央行捍卫其 10 年期国债收益率上限 0.25% 的信心较为坚决，大幅购买国债，当前日本央行持有日本国债总量的近一半规模。7 月在全球各主要央行进一步收紧流动性的背景下，日本央行继续维持宽松，对国债收益率曲线进行控制以及进行大规模的资产购买。7 月 19 日再度发行 3.5 万亿日元的 1 年期国债。7 月日本国债 10 年期收益率整体维持稳定。与欧美债券市场形成对比的是，7 月新兴经济体债市承压。本月欧央行和美联储的大幅度加息使得资金短期流出新兴市场债券市场。巴西和南非 10 年期国债利率均出现上移。

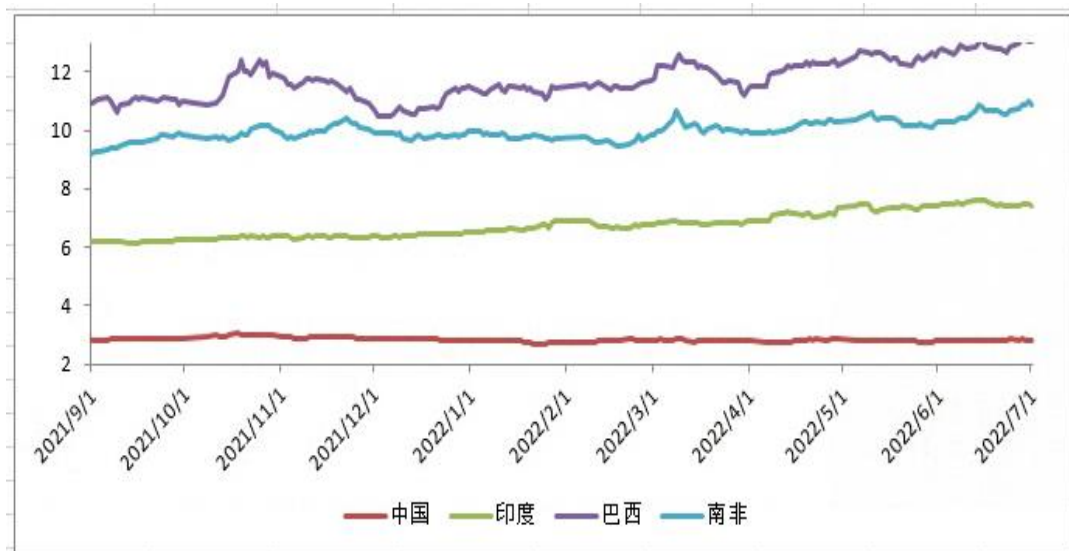


图 4-9 金砖国家十年期国债收益率走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

国内债券市场 7 月走强，利率中枢下移，中证全债指数月度上涨 0.76% 收于 223.48。7 月 MLF 等额续作，扭转了前期央行 OMO 缩量引发的收紧预期。银行间流动性仍处于充裕状态，地方债募集资金逐步回流银行体系。由于 6 月地方专项债发行量较大，7 月银行间回购利率较二季度有明显下降。6 月社融总量继续回升且结构性出现改善，好于市场预期，宽货币进一步向宽信用传导，经济内生性融资需求回升。7 月虽然国内总需求不及预期，地产违约增多，10 年期国债利率出现下行。中美利差结束倒挂，外部约束减弱，但 10 年期国债利率短期跌破 2.7% 的概率不大。三季度国内风险偏好有望提升，宽货币向宽信用进一步传导，资金对债券的配置力度预计将有所减弱，本轮债券牛市临近结束。但在地产投资未出现明显改善之前，长端国债利率上行的空间也有限。

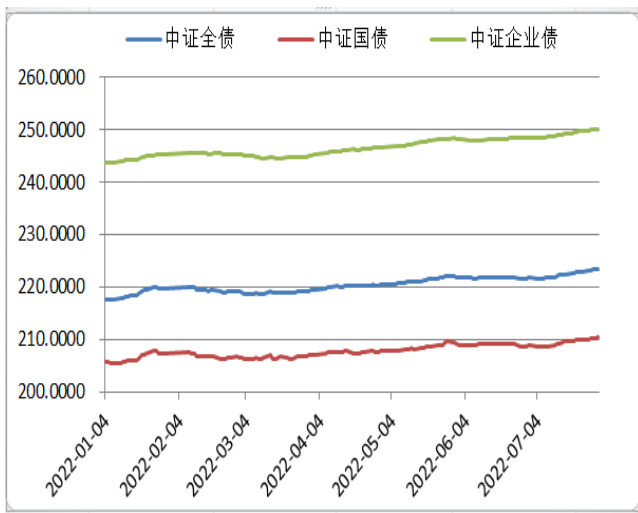


图 4-10 国内债券指数走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院



图 4-11 中美 10 年期国债利差走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

7 月国内大类资产呈现股弱债强的走势，股债指数比值再度回落。当前处于近 5 年来 20% 附近的百分位。美联储加息最为激烈的时段大概率已过，全球市场风险偏好将阶段性回升。国内权益资产估值具备优势，股债比值有上行修复空间。中期国内大类资产配置上应增配股票，减持债券。

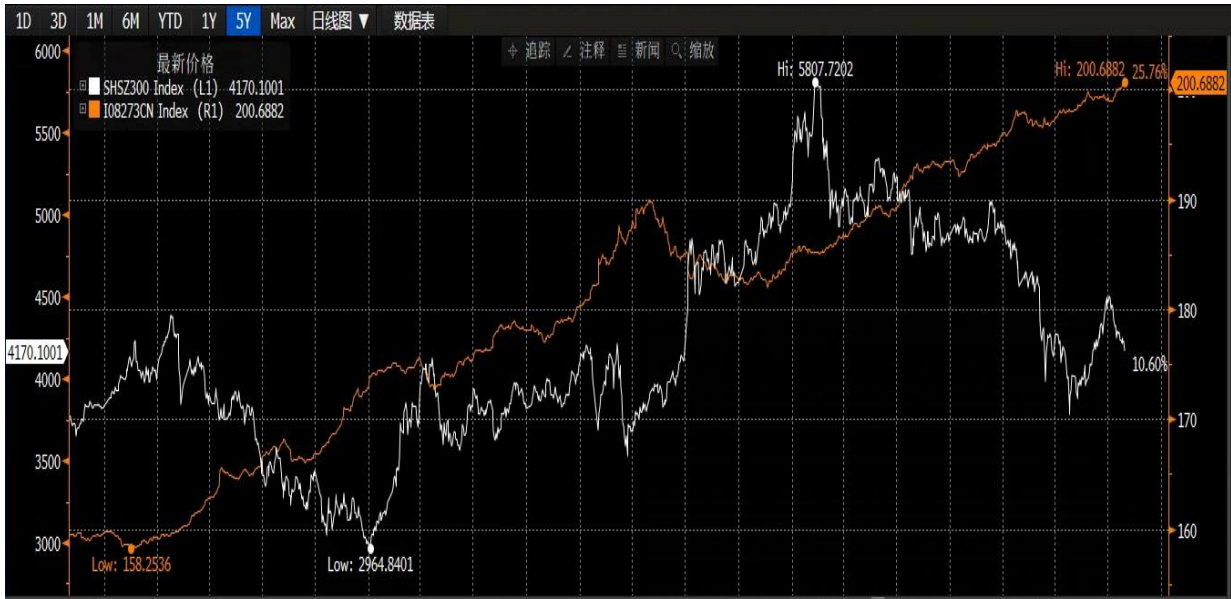


图 4-12 国内股债指数走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院



图 4-13 国内债股指数比率变化

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

五、外汇市场



图 5-1 美元指数与欧元汇率走势图

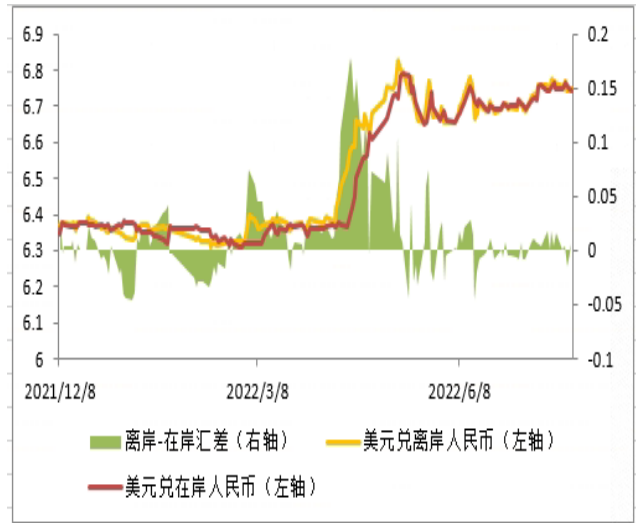


图 5-2 美元兑人民币汇率走势图

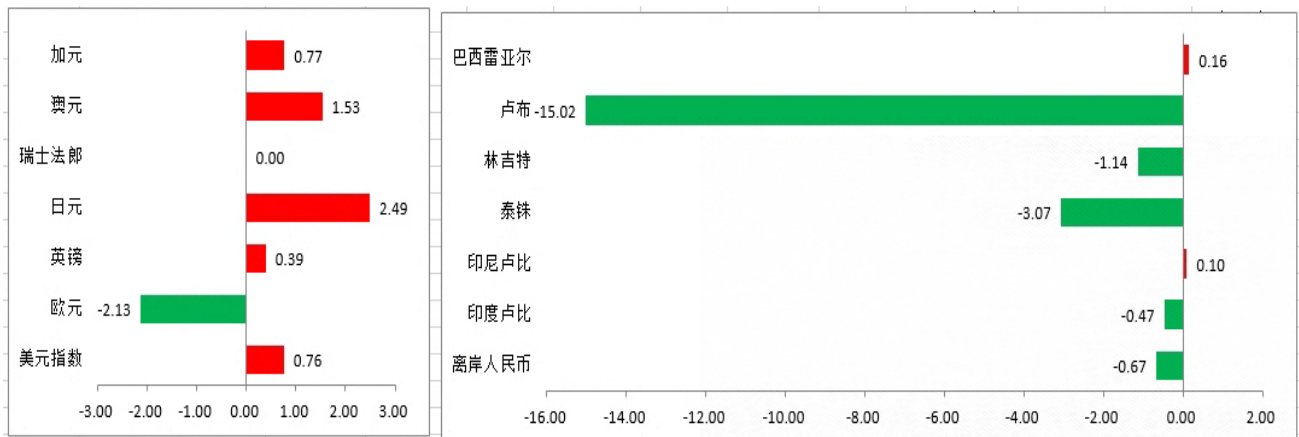


图 5-3 全球主要货币兑美元汇率月度表现

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

本月美元指数冲高回落，美联储加息落地前市场一度预期本轮有加息 100BP 的可能，美元指数一度上冲至 109 附近，持续刷新近 20 年新高。但美联储 7 月加息 75BP，且表露未来加息节奏将放缓的迹象。美元指数在下半月持续走弱，月度累计涨幅不明显。而全球其他主要央行近期加息斜率趋陡，欧央行 7 月加息 50BP，超出市场预期，加拿大央行加息 100BP，为本轮加息周期内发达经济体中首个加息 100BP 的国家。澳洲联储将现金利率目标上调 50 个基点至 1.85%。7 月加元，澳元兑美元均出现小幅升值。欧央行虽然本轮加息幅度加大，但当前欧元区受能源制约经常项目出现恶化。德国 5 月季调后贸易帐录得-10 亿欧元，为 1991 年以来首次录得贸易逆差。欧元区 PMI 新出口订单大幅下降，欧元兑美元月初二十年来首次跌破平价。

美联储加息节奏可能放缓的预期使得日元贬值压力本月减轻，叠加突发事件使得市场对日本央行当前宽松的货币政策可能出现的转向产生预期。日元兑美元汇率月底出现明显升值。印度卢比兑美元汇率一度跌破80，但随着美联储加息落地，资金再度流入印度，卢比贬值压力减轻。巴西雷亚尔在上半年升值美元也较为明显。大宗商品价格的上涨使得巴西经常项目下盈余增加，同时巴西经过连续10几次加息后国内名义利率已超过10%，远高于美国联邦基准利率，套息美金大量流入使得巴西资本项目下也出现明显增加。7月雷亚尔兑美元进一步升值。中期来看，美元指数本轮高点已现，欧央行9月预期将进一步加息，欧元兑美元汇率有望阶段性走强。英镑走势仍将偏弱，日元汇率需密切关注后续日本央行货币政策的延续性。金砖国家除俄罗斯外对资金的新引力将增强，汇率有升值空间。

离岸人民币兑美元汇率本月小幅贬值，出口仍具韧性但外储有所减少，贬值压力主要来自中美货币政策错配下资本项下的流出。7月美联储进一步加息，但国内货币政策仍维持相对宽松状态。展望后市，海外供应短期仍受能源制约，国内出口韧性仍将持续。从宁波港集装箱运价的明显回落可以推断制约国内出口的供应链瓶颈得到明显缓解。中美10年期利差本月结束倒挂，美国衰退预期增强，国内资本项下流出压力将减轻。三季度国内经济修复斜率值得期待，人民币资产有望获得多配，离岸人民币兑美元汇率有一定的升值空间。

六、商品市场

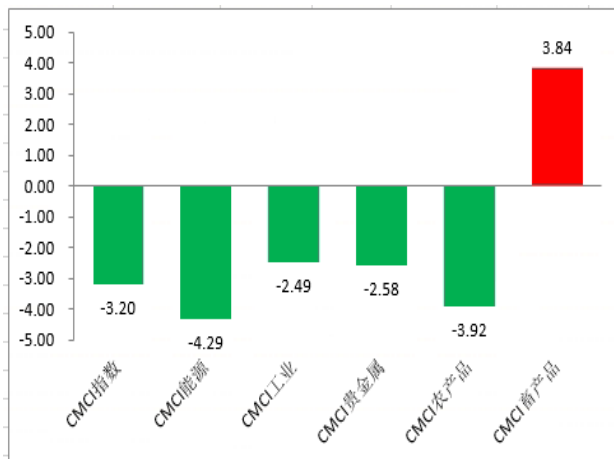


图 6-1 全球大宗商品各板块月度涨跌幅

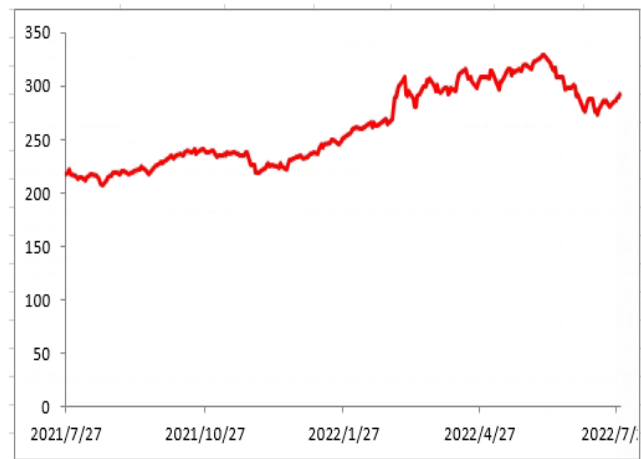


图 6-2 TR CC/CRB 商品价格指数走势

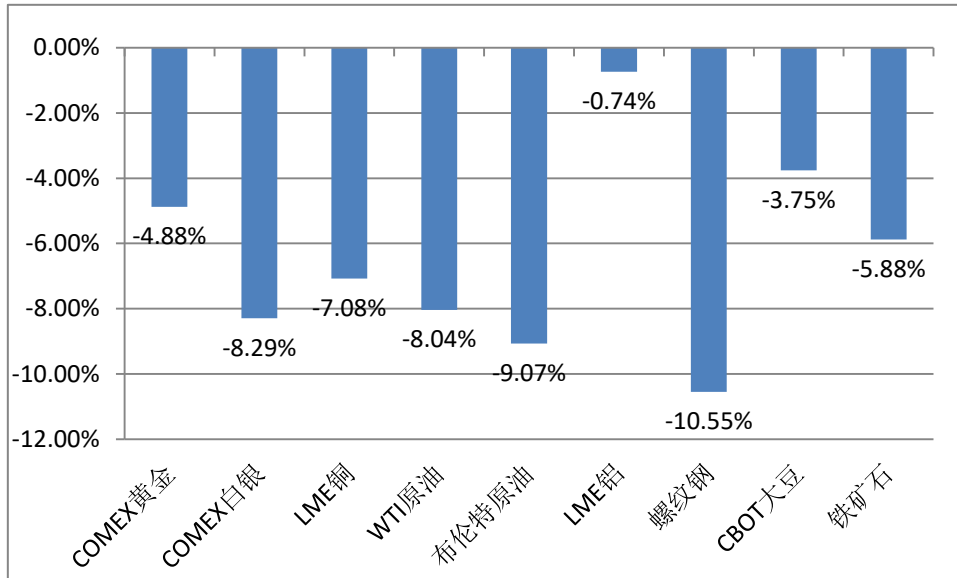


图 6-3 各主要商品期货价格月度涨跌幅

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

7月美联储加息75BP，市场对衰退预期由强转弱，大宗商品价格月内探底回升。CRB商品指数7月累计下跌2.43%，降至292.06。彭博CMCI指数月内累计下跌3.20%。从板块来看，能源，工业品，贵金属和农产品指数均出现不同程度的回落，仅畜产品价格走高。从各主要商品价格走势来看，7月集体下跌，铝和大豆跌幅相对较小，螺纹钢和原油价格跌幅居前。

原油价格本月回调较为明显，美联储和欧央行本月加息力度均较大，市场对未来经济转入衰退的预期增强，原油总需求预期转弱。EIA库存中美国商业原油库存出现累库，汽油消费降至比2020年同期更低的水平。汽柴油裂解价差的下落反映出市场需求正在受到高油价的抑制。从原油市场的月间价差结构来看，当前呈现近强远弱。当前基本面仍维持坚挺，但市场对后续需求走弱的预期开始影响远端价格。目前欧佩克国家除沙特和阿联酋外已无剩余产能。沙特当前尚有160万桶/日的剩余产能，后续其对于增产的态度极为关键，美国后续除继续加息抑制总需求外还将从供给端做出进一步努力。在地缘政治冲突不出现进一步升级的情况下，原油价格中枢将逐步下移，全球高通胀的压力有望逐步缓解。

贵金属方面，本月黄金白银价格进一步下跌，黄金价格已连续7周下跌。美联储的连续加息使得通胀预期有所回落，美债实际收益率出现转正，黄金价格承压。白银叠加自身工业品属性，在总需求预期转弱的情况下跌幅更为明显。7月美联储加息落地后，美债实际利率一度出现下降，黄金价格阶段性反弹。但中期来看下半年原油价格中枢将缓步下移，在高基数的影响下美国通胀数据大概率将见顶回落。随着美联储

加息的推进，美债实际利率将进一步上移。若地缘政治冲突不出现进一步升级，贵金属价格年内再创新高的概率不大，价格中枢有进一步下移空间。

基本金属价格本月集体下挫，更多是受宏观层面交易衰退预期的影响。有色金属库存当前多处于低位水平，短期有超跌之嫌。铜铝受制于下游消费的低迷，基本面对价格有一定的利空，但锌和锡月中的大幅下跌有补跌的原因。从成本和供应的角度来看，未来锌价具备较好的上涨弹性。待市场交易逻辑从宏观逐步回归产业后，有色金属板块价格有修复的需求。前期相对抗跌的黑色板块本月出现破位下行，受天气和局部地区疫情影响，终端需求淡季低迷。叠加地产违约增多，加剧市场短期悲观情绪。黑色金属估值集体下调。但近期建材成交量开始出现回暖，成材表需有改善迹象，钢厂利润有所修复，对炉料端有补库预期。对黑色系旺季需求不宜进一步悲观，终端向成材再向炉料端价格的正向反馈有望开启。

相较而言商品中农产品价格本月走势坚挺，出现探底回升。菜油和豆油由于前期跌幅已较为明显，已基本兑现利空预期。近期市场开始关注美豆，加拿大菜籽进入生长期后高温可能造成的对单产的影响。叠加当前豆油和菜油现货供应相对偏紧，本轮调整应临近阶段性尾声。但中期来看，在美豆和巴西豆的增产背景下，豆油价格有进一步下行动力，维持逢高沽空的思路。棕榈油方面，市场对印尼出口政策变化的反应逐步钝化，受原油价格下跌的影响本月棕榈油走势在油脂中偏弱。未来价格易跌难涨。

七、房地产市场

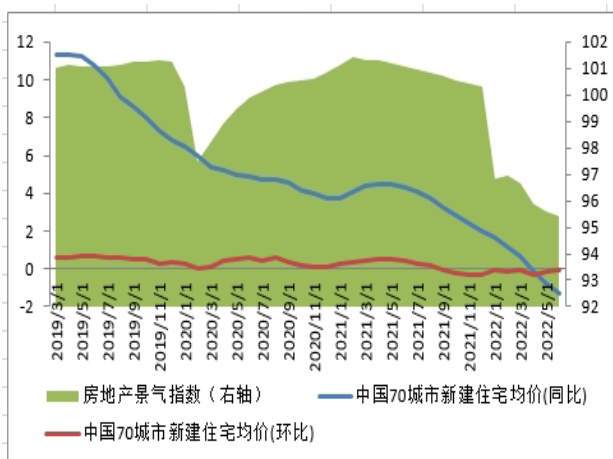


图 7-1 国内房地产行情

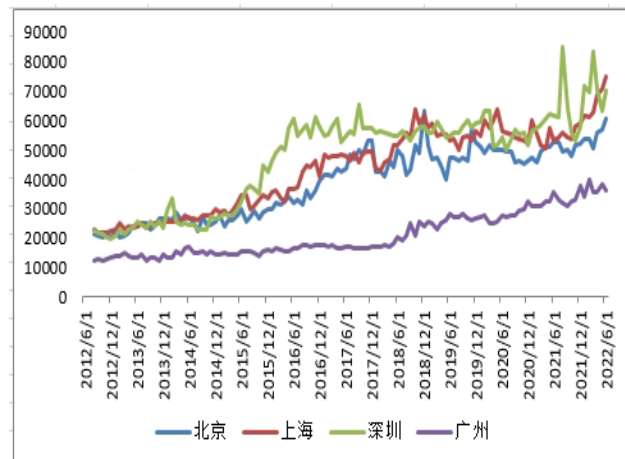


图 7-2 国内一线城市房价指数变化

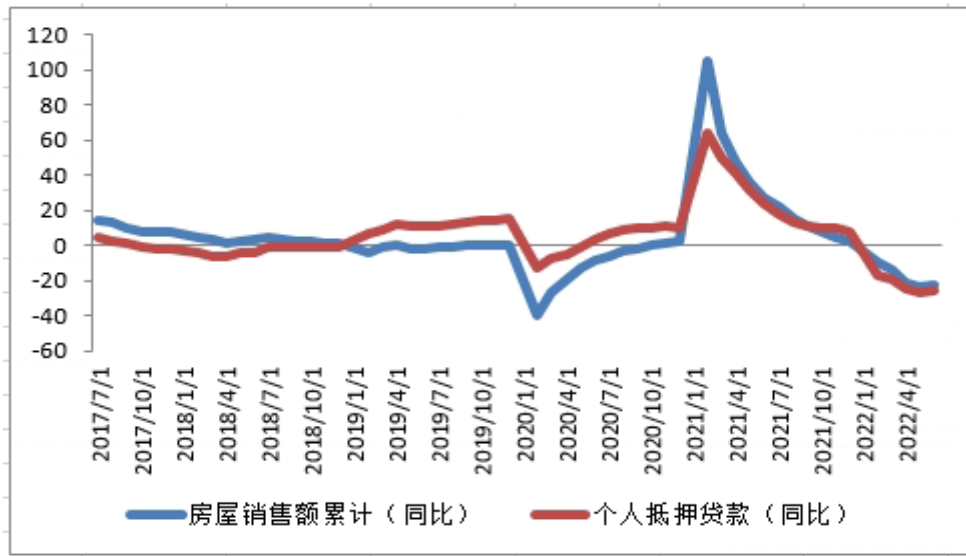


图 7-3 国内房屋销售及个人抵押贷款同比变化

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

6月单月地产投资同比下降9.4%，较前值扩大1.6个百分点，继续寻底。6月居民中长期贷款修复较为明显，地产销售环比有所改善。15家重点房企2022年1-6月销售额合计13686.05亿元，同比下降45.37%，降幅收窄。6月销售额合计3309.71亿元，环比增63.2%，同比下降37.19%。全国商品房销售面积68923万平方米，下降22.2%；商品房销售额66072亿元，下降28.9%。但土拍市场依旧疲弱，房企拿地意愿无明显提升。进入7月后，房企拿地意愿开始增强。1-7月TOP100企业拿地总额8024亿，拿地规模同比下降55.6%，降幅比上个月收窄4.4个百分点。虽然近期地产违约增多，使得市场情绪短期悲观，10年前国债利率出现下降。但如果按照地产销售到房企拿地再到地产投资的传导路径推演，三季度地产投资增速的降幅也有望出现收窄。

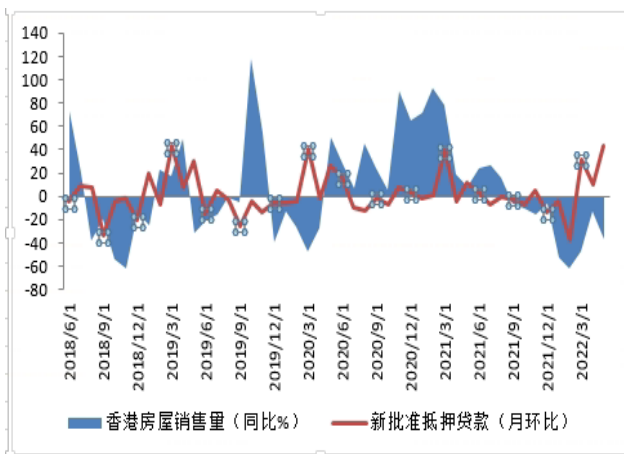


图 7-4 香港房屋销售情况

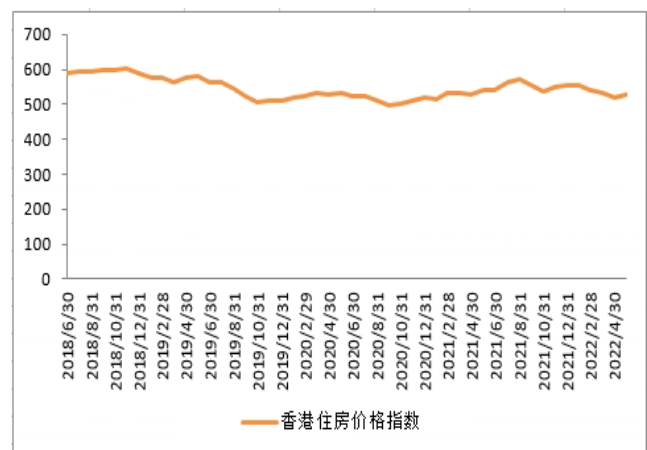


图 7-5 香港住房价格指数

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

香港房地产市场今年一季度延续下跌趋势，房屋销量同比降幅持续扩大。进入二季度后，香港房屋销量同比降幅开始收窄，5月收窄幅度加快，从4月的-46.8%收窄至-12.5%。新批准抵押贷款环比增幅也较为可观。但进入6月后，在美联储加息的影响下资金流出压力增加，港币贬值压力增加，港股承压，香港地产销售再度转入低迷，月度房屋销量同比降幅扩大至-36.4%。从历史走势来看，香港房屋销量对价格有较好的前瞻作用，量在价先的规律较为明显。7月恒生房地产股价指数出现回落，中原城市领先指数下降，香港房屋价格再度进入下行通道。

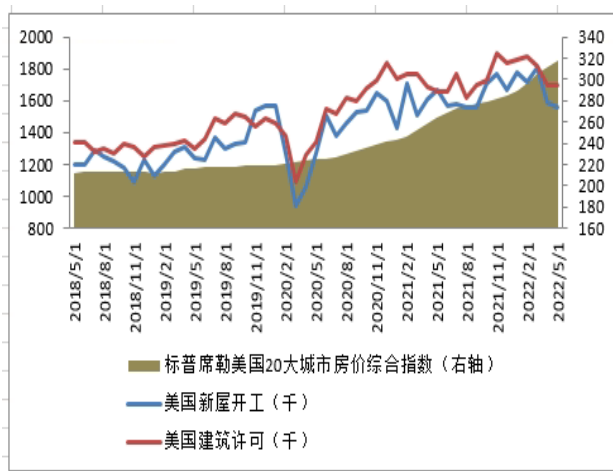


图 7-6 美国房地产行情

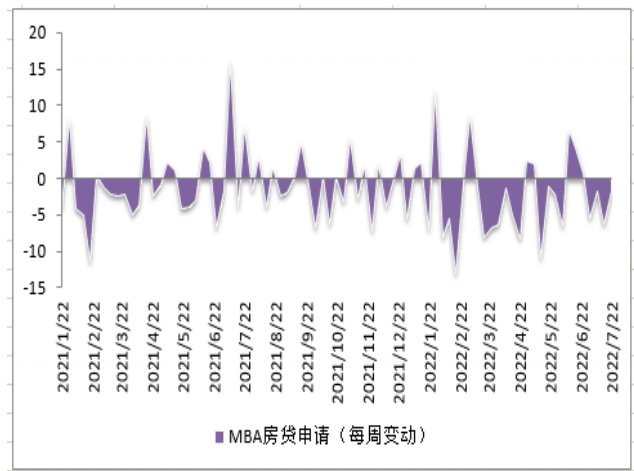


图 7-7 美国 MBA 房贷申请周度变化

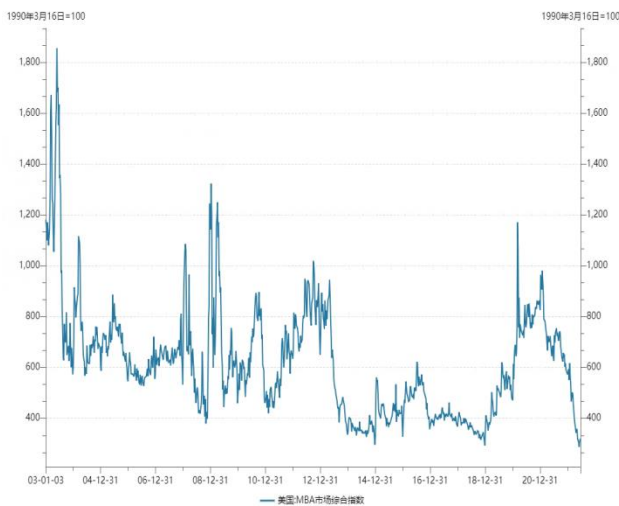


图 7-8 美国 MBA 市场综合指数

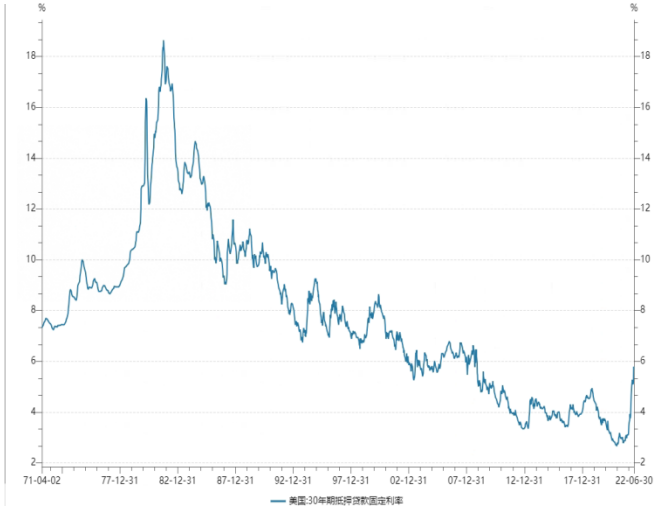


图 7-9 美国 30 年期抵押贷款利率

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

美国方面，5 月标普席勒 20 城房价指数延续上涨趋势，20 大城市房价综合指数单月同比增速小幅下降至 20.5%，绝对价格继续创历史新高。但美联储的持续加息使得美国住房抵押贷款利率明显抬升，当前 30 年期抵押贷款固定利率已升至 2008 年次贷危机时期的水平。对居民购房意愿的抑制在进入二季度后表现得愈发明显。NAHB 发布的房地产市场指数 7 月环比降幅扩大，降至 55，月度已经环比 7 连降。美国 MBA 市场综合指数 7 月进一步下降，当前已降至历史新低。虽然美国房屋销量的下降有部分供给不足的原因，但 5 月美国房屋新开工出现明显下滑，6 月进一步回落，可以印证美国本轮地产景气周期已临近尾声。随着美联储加息和缩表的进一步推进，房屋贷款利率后续仍有上行空间。下半年美国房屋销量和新开工将进一步下滑，价格增速将逐步放缓。

八、大类资产配置建议

美联储加息最为剧烈的时段已过，衰退预期对各类资产价格的影响将逐步减弱。美股业绩和估值端承压最明显的时刻已过，有望迎来阶段性反弹。欧元区经济增速三季度将放缓，但权益资产价格仍有上行空间，回报预期应好于英国。8 月新兴市场权益资产收益有望好于发达经济体。债券市场方面，欧债短期具备多配价值，国内长端国债收益率进一步下行空间有限。外汇市场，欧元兑美元汇率有望阶段性走强。英镑走势仍将偏弱，日元汇率需密切关注后续日本央行货币政策的延续性。金砖国家除俄罗斯外对资金的新引力将增强，汇率有升值空间。中美 10 年期利差结束倒挂，美国衰退预期增强，国内资本项下流出压力将减轻。三季度国内经济修复斜率值得期待，人民币资产有望获得多配，离岸人民币兑美元汇率有一定的升值空间。国内风险偏好有望提升，权益资产回报应好于债券。商品市场，基本金属价格将逐步回归自身基本面驱动，具备阶段性反弹的条件。贵金属和原油价格中枢下行趋势不变，对农产品维持逢高沽空的策略。房地产方面，国内地产投资增速的降幅有望出现收窄，香港房屋价格再度进入下行通道，美国房屋销量和新开工将进一步下滑，价格增速将逐步放缓。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。