



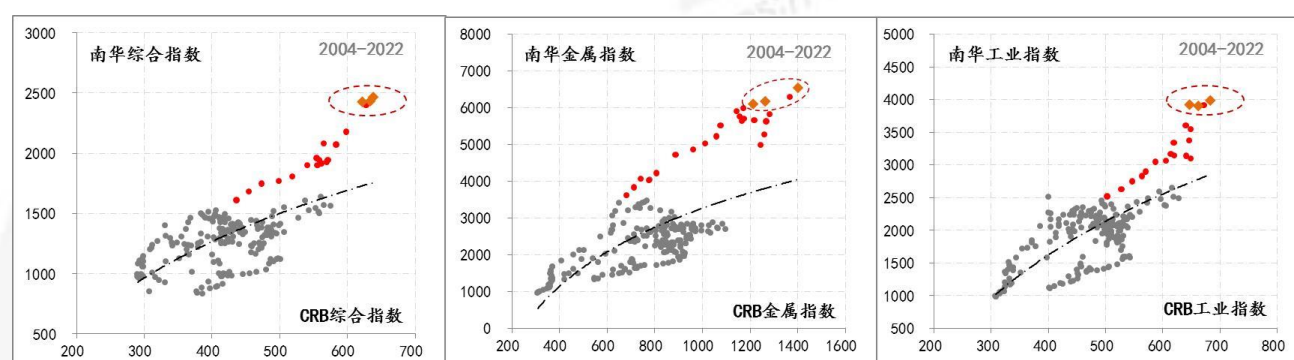
2022 年二季度市场叙事四图



市场预期在经历一季度发散之后，二季度开始回归收敛，被两条主线叠加交织地主导，一条主线是美联储重新锚定通胀目标，且持续释放收紧信号，市场不仅对美联储预设加息路径予以充分定价，而且已经开始交易美国经济硬着陆（衰退）的风险；另一条主线是疫情多点散发对国内经济形成新的下行压力，疫情平稳后叠加一揽子稳经济政策措施推进，经济开始呈现复苏修复态势，不过复苏进程能否持续乃至加速尚待更多数据验证。

在上述两条主线影响下，海外市场交易主线已切换至衰退担忧。因为无论是美联储的紧缩，还是中国疫情散发，均对实物需求产生抑制性影响。例如，最新数据显示，5月份美国居民的实物消费下降了435亿美元，而前5个月，上海的出口、投资和消费“三驾马车”更均为负增长。

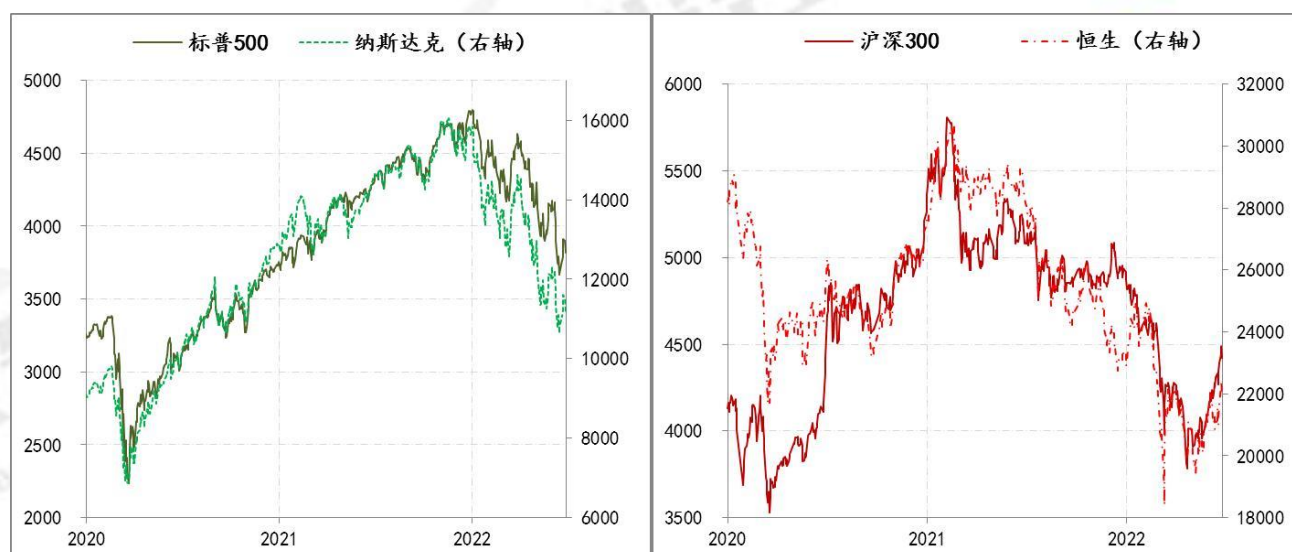
受需求预期大幅回落的影响，大宗商品价格在二季度出现了明显下跌。CRB综合现货商品指数由峰值644最低跌至598，跌幅超过7%，CRB现货金属指数由峰值的1431最低跌至1104，跌幅接近23%。同期国内商品价格也呈现下跌态势，但跌幅要低于国际价格的跌幅。



金融条件的收紧重挫了风险资产的估值，但中国资产已回暖。

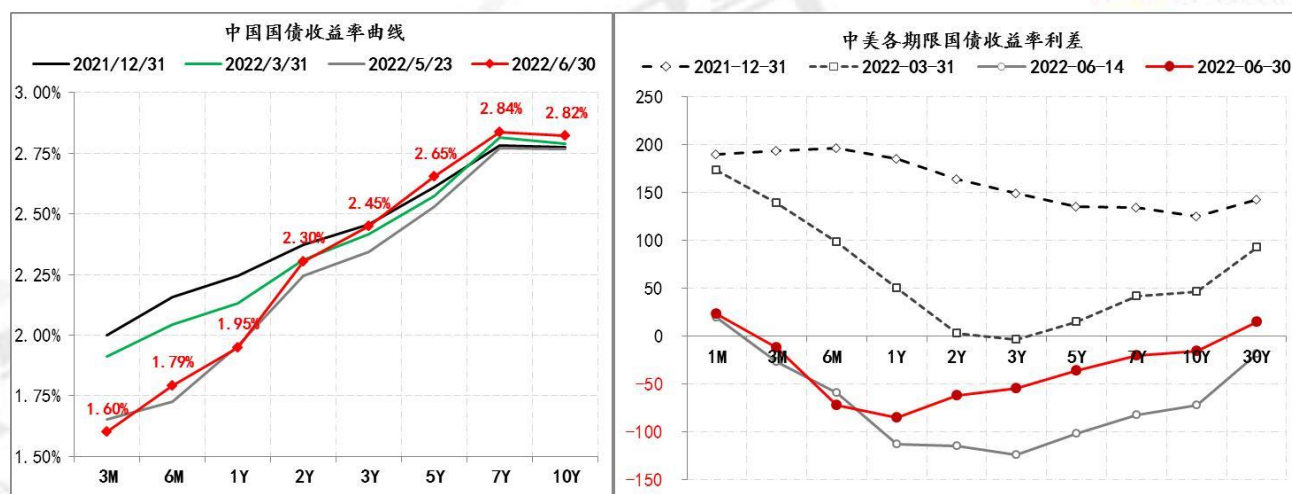
按照 6 月份美联储公布的最新政策利率点阵图，目前本轮加息的预期速度已提高至 23BPs/月，与 1994-1995 年加息周期时美联储实际操作节奏相当。若再叠加考虑美联储于 6 月份开展的缩表操作（QT）同样也将起到加息紧缩的效果，那么目前美联储预设的紧缩力度已经超过了 25BPs/月，直追沃尔克的加息节奏，由此带来金融条件的收紧力度必然是巨大的。受此影响加密资产、股票等风险资产持续被“杀估值”。例如，今年上半年，美股表现为 52 年来最差的上半年，尤其是纳斯达克指数累计跌幅近 30%，已经超过了 2002 年互联网泡沫破裂期间的跌幅，为该指数有史以来最大的上半年跌幅；比特币累计跌幅接近 60%，以太币更是累计跌幅超过 70%。

但是与海外风险资产持续下挫有所差别，A 股、恒生指数已经分别于 4 月下旬与 5 月上旬开始持续反弹，截至 6 月末，反弹幅度分别为 19%和 16%，这一方面得益于宏观调控大力度地向稳经济侧重，另一方面疫情平稳也有助于市场情绪的改善，不过中国权益资产能否持续逆风于海外市场，不受全球金融条件收紧的外溢性冲击仍需观察。



流动性宽松推动中债收益率曲线陡峭化。伴随一揽子稳经济政策措施的推进，中国金融市场资金面持续保持宽松状态，例如，二季度货币市场隔夜资金利率 R001 中枢为 1.51%，7 天资金利率 R007 中枢为 1.85%，均为 2020 年二季度以来的最低水平。受宽松资金面推动，国债收益率曲线呈现明显的陡峭化，1 年期以内的各期限债券收益率均出现明显下行，2 年期以上收益率则保持基本稳定，与此同时隔夜资金回购市场的成交量也升至 5 万亿/天左右，较 2020 年二季度 3.7 万亿/天的成交量，大幅提升了 1.3 万亿/天以上，由此，可能反映出市场加杠杆赚取期限利差的行为有所增加。

另外，二季度以来，除了 1 个月以内和 30 年期收益率之外，其他所有期限的中债收益率均低于美债收益率，即出现“中美利率倒挂”的局面，此变化可能也会在市场情绪方面制约了中长端中债曲线的波动。



财政积极的力度要超过 2020 年上半年抗疫时期。截至 5 月末，财政存款 6 个月净增规模由 2021 年 10 月份的 1.3 万亿降为-0.7 万亿，相应财政存款投放速度净增加了 2 万亿以上，而在 2019 年 10 月份至 2020 年 5 月期间，财政存款投放速度净增加了 0.8 万亿，反映出当前财政支出速度已超过 2020 年同期水平。

信贷 6 个月净增规模由 2021 年 10 月份的 8.4 万亿升至 5 月末的 12 万亿，信贷投放速度净增加了 3.6 万亿，而在 2019 年 10 月份至 2020 年 5 月期间，信贷投放速度净增加了 4 万亿，反映出当前信贷投放速度则低于 2020 年同期水平。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43499

