



中粮期货有限公司
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

宏观季报：倒是平流无险处 时时闻说有沉沦

2021/07/02

宏观季报

研究院

➤ 上季度核心要点回顾：（1）国务院高层本季度多次强调，要高度关注世界经济周期性变化以及国际大宗商品价格波动（2）我国本季度CPI、PPI等指标上涨趋缓，存在短期见顶可能（3）央行表示全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国PPI，但输入性通胀的风险总体可控，利率方面则需健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续深化LPR改革（4）沪深两市发行首批基础设施公募REITs项目，首批发行共9家正式获批（5）全国碳市场启动，武汉、上海、广州等相关地区交易平台一开始准备交易、碳排放权管理文件出台（6）国务院等多部门指出，老龄化是全球性人口发展大趋势，也是今后较长一段时期我国基本国情，我国将放开三胎政策（7）受印度变异病毒影响，本季度疫情转向东南亚与非洲，国内广东疫情基本平复（8）美以涉军为由拉黑多家中企，中美对话仍无进展（9）政治局会议定调利用好全球经济修复窗口，意指加速改革经济允许放缓（10）全球经济修复有所放缓，美国通胀起速，但失业率与非农连续数月不及预期（11）美国总统拜登与一组民主党和共和党参议员就5790亿美元基础设施支出计划达成协议（12）英国宣布，正式启动与全面进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）国家的入盟谈判（13）G20财长将于7月批准预期中的经合组织达成的全球最低企业税协议。

➤ 后市展望：本季度国内经济呈现超预期放缓现象，从本季度公布的CPI、PPI、PMI等月度经济数据上来看，各项经济数据连续低于市场预期。其次财政二季度超预期更大幅度的紧缩，也导致国债期货获得更大涨幅。即使大宗商品在二季度大幅上涨，对下游利润及需求的挤压下，使得国债期货与商品出现非常态的反向逻辑。三季度如果国内经济继续疲软，可能财政开始相对发力。其次现在市场对美联储态度，或流动性拐点高度敏感，然而近期美联储对于拐点的态度仍然暧昧。如果美联储超预期坚持不在短期收水，那么未来季度的国常会，可能就会成为国内利率再度爬升的起点。综合而论，我们认为，长期大宗商品可能并不具备整体结构性牛市的特征。下半年大宗商品需求差异对价格的影响趋弱，供给溢价将成为价格轮动的关键；中短期来看，大宗商品价格轮动可能从三梯队分化转向二元分布，主要来自供需双K驱动。

➤ 预期偏差：（1）疫情再度加剧（2）中美关系恶化加剧

徐乾程

010-59137331

xuqiancheng@cofco.com

范永嘉

010-59137364

fanyongjia@cofco.com

投资咨询资格证号：

Z0012424

第一部分 季度宏观回顾

(一) 当前全球流动性仍然处于泛滥的状态，过剩资本一部分淤积于发行国内，一部分向其他经济体的流入，只能是造就了后疫情全球大类资产的普遍牛市。以欧美日为首的发达经济体央行，扮演着主要撒钱者的角色，而新兴市场更多处于被动接受的状态。过去全球大类资产涨幅，主要取决于货币的强支撑。参考 09-11 年货币由宽转向均衡的过程，本次更为天量的货币刺激一旦存在近期消失甚至转向收紧的明确预期，流动性拐点预期很可能也将构成资产走势的显著拐点。同时新冠疫情带来的供给冲击远未结束，劳动市场摩擦和供应链受阻影响深远，通胀的幅度和持续性或超出市场预期。供给冲击带来的通胀加剧债务负担。下半年货币政策关键变量除通胀外，也存在金融风险的可能。

从 5 月份公布的美国 4 月通胀爆表数据所引起市场剧震开始，以及两次失望的非农数据公布后市场反而大涨，近期全球大类资产对美联储一息一动的敏感性显著提升。本月美联储议息会议上，根据点阵图显示自疫情后首次明确了加息时点，虽然时点尚久。但结合对经济预期乐观的表态转向，当过去习惯性的宽松出现拐点预期时，对资产很可能构成巨大挑战。

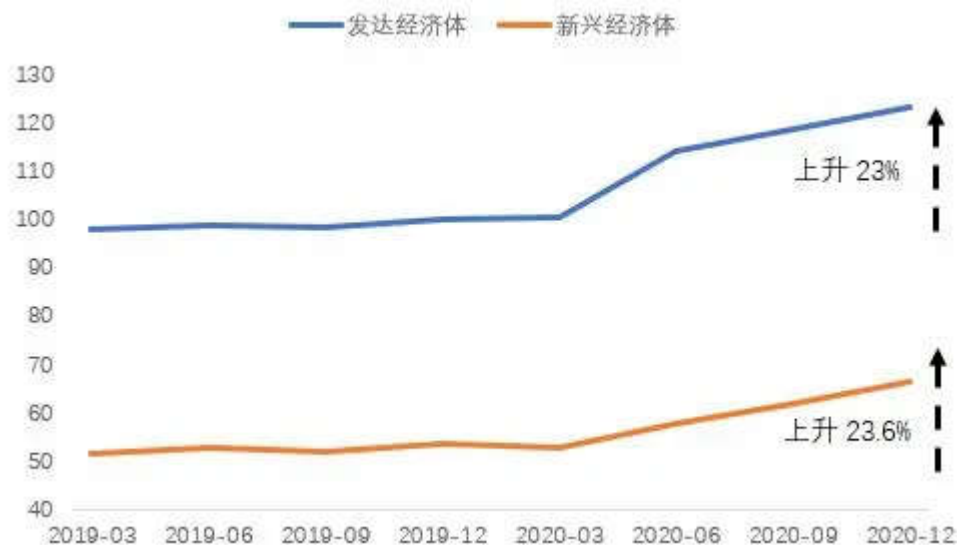
自去年疫情爆发以来，全球政府均通过大力刺激，来对冲疫情造成的经济损失。对比发达经济体与新兴经济体的政府杠杆上升比率，二者相对 2019 年均上升 23% 左右，可见为应对疫情的财政刺激上，无

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

论贫富均在伯仲之间。当然从绝对体量上，发达经济体凭借先天庞大的总量，刺激金额远大于新兴经济体。

图 1：发达经济体与新兴经济体政府杠杆率



数据来源：中粮期货研究院、Wind

首先对比主要经济体之间的财政刺激幅度，澳大利亚、美国处于发达经济体前列，俄罗斯、印度的刺激幅度在新兴市场中位于前列。

表 1:2020 年政府杠杆率上升幅度

中国	美国	欧盟	日本	英国	澳大利亚	印度	巴西	俄罗斯
16.9%	23.8%	17.0%	12.0%	18.8%	32.7%	18.9%	12.9%	38.8%

数据来源：中粮期货研究院、Wind

其次对比主要经济体的货币刺激幅度，除中国、澳大利亚、印度之外，其他主流经济体均通过大量及超大量的放水，挽救被冲击的经济及众多的失业与破产的民众或公司。

表 2:2020 年广义货币增速上升幅度

中国	美国	欧盟	日本	英国	澳大利亚	印度	巴西	俄罗斯
1.1%	8.8%	6.0%	6.4%	11.1%	-0.4%	2.0%	8.9%	11.6%

数据来源：中粮期货研究院、Wind

综合两者来看，美国、欧盟、日本、英国、巴西、俄罗斯等经济体，面对疫情采取财政货币双双大幅扩张来应对，刺激幅度显著大于

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

采取宽财政稳货币中印澳三国。而宽财政稳货币的组合，理论上将大幅推升本币的购买价值。对比人民币、印度卢比、澳元相对美元、欧元的汇率可见，人民币、澳元出现了本币大幅升值，而非因美元指数大幅下跌所带来的被动升值。印度卢比主要受到疫情的更大冲击，对欧美货币的双强势只在2020年中及2021年初的非疫情再爆发炒作间隙中维持。

通过各经济体新一年广义货币相对去年的增速差值，大约可以估出该经济体在2021年是否继续持续扩大放水，即维持货币宽松。因为如果在今年货币政策转回中性，那么在去年疫情期间基数效应下，货币增速理应有所下降。除非继续放出比去年疫情期间更高额的货币，才能让增速继续上升。中国、巴西、俄罗斯处于明显的下降状态，这符合我国今年货币稳健的方针，也符合一季度美元指数反弹时，新兴市场央行被迫收紧货币的窘境。所以当前全球整体的流动性，主要汇聚在发达经济体中。考虑到资本的流动自由性及对优质资产的天然偏好，印澳两国资产仍然与全球资产走势高度联动。中国在跨境资本流动相对管控下，北向资金流入速度亦不断刷新历史记录。也正是因为国内相对保守的流动性及对跨境资本相对严格的约束，导致我国权益类资产的涨幅小于全球。

本季度虽然疫情有所缓解，但整体来看新冠疫情带来的供给冲击尚未结束，劳动市场摩擦和供应链受阻影响深远，通胀的幅度和持续性或超出市场预期。第一，大宗价格轮番上行，第一阶段，去年11月至今年2月，“国内需求+海外供应”的品种如铁矿石、煤炭、铜、

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

农产品领涨。第二阶段，3月-5月上旬，“国内需求+国内供应”的品种如电解铝、螺纹钢、动力煤在国内供应受限下领涨。第三阶段，5月中旬以来，国内供给端应对政策频出，第二阶段领涨品种遭遇回调，但受益于疫苗接种推进和服务消费恢复，“海外需求+海外供应”的品种如原油，开始领涨。第二，下游涨价传导没有结束。去年11月以来PPI生产资料中的加工工业、PPI生活资料同比均在提速。PPI对CPI非食品消费品的传导也在继续，今年一季度以来CPI非食品消费品的同比增速亦全线提速。某些供给受限产品价格仍有补涨空间，而供应受限行业对其他行业PPI的传导仍未完成，从传导的历史经验来看，23个中下游行业传导有3-6个月时滞，我们认为，有的产品PPI仍有小幅上涨空间。第三，CPI还存在两个可能被市场忽视的涨价因素，服务和猪肉。除了非食品消费品受PPI传导影响，服务消费加速修复、虚高基数消退，服务CPI同比将提速；而情绪主导的猪价急跌难持续，下半年供应回落、需求上升，我们预计猪价有望反弹。

供给冲击带来的通胀挤压中下游利润，加剧某些行业的债务负担。上下游涨价节奏不同、剪刀差扩至历史最大，盈利分化加大。历史上看，PPI同比上行期，上游采掘、中游冶炼加工、化工行业利润率受益，但下游广大制造业和公用事业利润率受损。1-4月，中下游制造业和公用事业的营收利润率较历史均值改善幅度大幅小于工业总体。其中，汽车、通信电子、通用设备、电气机械、医药、纸制品、文娱用品等受影响较大。因此，下半年货币政策关键变量不仅是

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

通胀，也有可能是金融风险。成本推升的通胀不会导致货币政策收紧，相反，在经济增速减弱，而债务负担上升的背景下，货币政策将关注金融风险的释放。预计下半年货币政策稳中偏松，利率或小幅下行。同时，美国通胀一再超预期，市场担忧美联储被迫提前收紧货币政策。除了关注国内信用风险，中国货币政策也将关注海外市场动荡对国内市场的影响。

（三）权益市场方面：

春节后，A股市场风格发生了很大变化，节前连续三个交易日抱团的加速上涨给市场带来了“春季躁动”延续的期待，而节后却高位回落，急跌下市场情绪由乐观转为谨慎，三月仍然处于震荡调整阶段，沪指累计下跌1.91%，创业板指继续下跌5.34%，节后调整幅度已不算低。在经济刺激计划以及疫苗大规模接种的推动下，美国国债利率仍有较强的上行动力，三月底美国十年期国债收益率已到达1.74%。

股指期货方面，沪深300、上证50指数、中证500指数本月分别下跌2.02%、4.15%和上涨1.18%，IF、IH、IC主力连续合约分别下跌2.25%、4.22%和上涨1.20%，走势分化。六月份股指期货成交规模整体下滑，持仓波动相对较小，各品种投机度均出现下降，本月日均成交量减少3.9%至26.89万手，持仓小幅增加0.4%至54.28万手，仅IH成交持仓齐增。

6月A股在风格和板块上的分化行情加剧，板块上，科创板、创业板表现较好，沪深300、上证50表现较差，创业自3月份反弹以来

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

已连续 4 个月跑赢沪深 300，风格上成长股大幅跑赢周期股和消费股。可以说市场风格在上半年来就经历了比较大的切换，3 月之前成长股暴跌下，金融板块和大盘股相对表现较好，3 月后成长风格突出，周期股也受益于大宗商品暴涨有阶段性表现。我们认为上半年股市较好的表现主要还是离不开产业周期和行业景气度作为基本盘，除此之外，较为充裕的流动性也是重要推手。因此在 6 月在中报高景气预期的催化下，科技成长风格进一步强化，涨幅也随之扩大。站在年中关口展望下半年的行情，我们认为在指数层面上难有较大的空间，对于高景气的板块和个股尤其要关注估值风险，在预期打满，价格偏贵的情况下买入持有，缺乏安全边际，容易受到流动性的冲击。三季度无论是国内流动性还是海外流动性都会受到一定冲击。

国内流动性方面，央行货币政策维稳的表态下，资金利率的中枢短期不会有较大抬升，但波动率会有进一步的放大，对股市造成阶段性的扰动。如果从“货币+信用”的组合来看，A 股指数层面上的 beta 机会赔率有限，量价关系上表现为波动率水平抬升的高位震荡。我们建议前期已经获取股指投资收益的投资者适当减仓落袋为安，如果对个股盈利较为有信心，建议适当做空股指期货对冲 beta 风险，获取精选个股的 alpha 收益。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第二部分 行情研判

（一）风险资产

1、风险资产

风险资产最大的美联储货币正常化的影响。

6月美联储议息会可能已意味着美联储将要拉开货币政策正常化的序幕，在疫情期间投放的大量流动性如何在不破坏经济运行的情况下平稳地回收，也是美联储在后疫情时代面临的挑战。从经验看，美联储货币政策正常化对于资产价格的影响通过以下途径实现：

第一，美联储收紧货币政策意味着短期美国流动性环境和全球流动性环境的收紧，具体可能体现在美元汇率的走强、美元利率抬升、跨境资本流动受到抑制，并对资产价格通过信号渠道、资产组合平衡渠道和流动性渠道产生影响。

第二，对于美国内部而言，美联储货币政策正常化对利率产生影响。受QE影响的美债收益率和受加息影响的联邦基金利率，对于美国银行流动性、票据利率、企业债收益率、房贷利率等均有实质性影响。

第二 海外受到美元汇率和利率的共同影响 其中汇率的影响有

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_20570

