

海外风声鹤唳，资本市场大幅调整

观点

1、本周央行超级周，海外风声鹤唳，资本市场大幅调整，股、债、商品集体大跌。往后看，海外市场仍有较大的调整压力，一方面，为了对抗高企的通胀和通胀预期，美联储将会保持高强度的加息节奏；另一方面，全球流动性收紧带来的经济衰退、债务风险等次生冲击引发担忧；相反，国内风景独好，有望成为避风港。当前国内经济增速明显低于潜在增速水平，仍有内生修复的动力，且稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主，预计海外经济下行、输入型通胀、疫情的冲击并不能改变复苏趋势。

核心逻辑

1) 本周央行超级周，海外风声鹤唳，资本市场大幅动荡。本轮资本市场大幅波动的导火索是美国5月通胀创新高，实际上，4月份通胀数据回落一度令市场对通胀担忧减弱，带来一轮美股和商品的反弹，因此，5月通胀数据公布后资本市场出现大幅动荡，主要是反映未计价的新的更大幅度的加息预期。此后，美联储（6月如预期加息75BP）引领全球央行加快收紧货币政策以对抗高通胀，进一步加剧了市场的恐慌情绪，造成海外股市、商品、债券集体大跌。

2) 当前海外市场的恐慌情绪尚存，一是，市场认为美联储按照目前的加息路径难以有效控制通胀，未来将会进一步加快收紧货币政策；二是，由胀到滞的风险继续升温，即高通胀对经济增长造成了冲击，美国出现滞胀的风险明显加大；三是，美日利差、德意利差持续走阔，表明在全球流动性收紧的大环境下，经济基本面较弱的经济体面临的风险（违约风险、债务风险等）明显加大。因此，海外资本市场仍有较大的调整压力。

3) 疫情改善后，稳增长政策不断落地见效，国内5月经济呈现弱势复苏的迹象。当前国内经济增速明显低于5%左右的潜在增速水平，仍有内生修复的动力；同时稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主，预计海外经济下行、输入型通胀、疫情等三个方面的冲击并不能改变复苏趋势，但可能或影响复苏的节奏。国内资产有望成为避风港。

宏观·周度报告

2022年6月19日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 经济疫后弱复苏

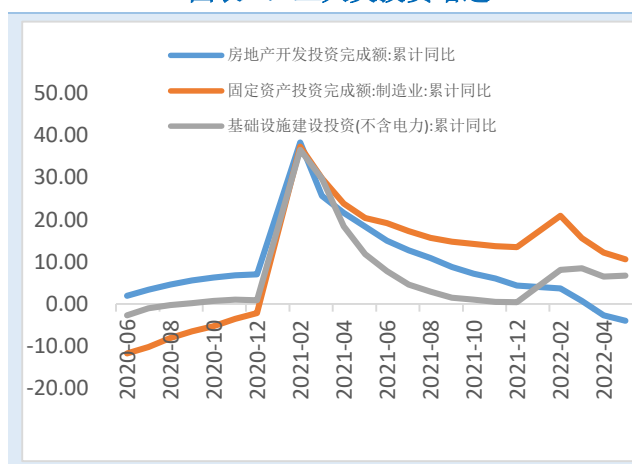
(1) 生产端：工业生产增速回升转正。5 月份，规模以上工业增加值同比增长 0.7%，好于预期的-0.9%，好于前值的-2.9%。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.3%，前值为 4.0%。

(2) 需求端：1) 固定资产投资增速小幅下滑。1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.2%，前值为同比增长 6.8%，高于预期的 6.0%。其中，制造业投资增长 10.6%，较前值回落 1.6 个百分点；房地产开发投资累计同比下降 4.0%，降幅较前值扩大 1.3 个百分点；基础设施投资累计同比增长 6.7%，较前值回升 0.2 个百分点。

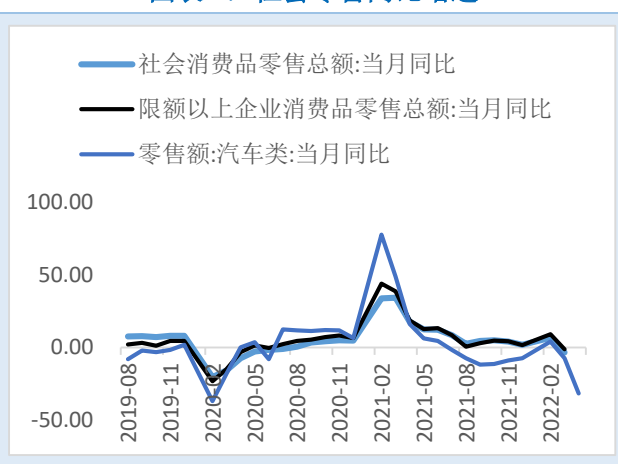
2) 社会消费同比降幅缩窄。5 月份，社会消费品零售总额同比下降 6.7%，较前值大幅收窄 4.4 个百分点，预期为下降 7.1%。1-5 月份，社会消费品零售同比下降 1.5%，前值为下降 0.2%，预期为下降 1.7%。

与预期一致，疫情改善后，稳增长政策不断落地见效，5 月经济触底回升，出口、消费、投资均有所改善。往后看，疫情冲击最严重的阶段已经过去，政策应出尽出，并加快落地见效，预计国内经济将延续复苏。但同时也面临新的挑战，一是，全球通胀持续高位，欧美等主要经济体同时收紧货币，这对全球总需求和金融市场稳定带来冲击；二是，国内通胀中枢将随着猪油共振而逐步抬升，虽然不会影响稳增长的政策方向，但依然可能会制约政策发力的空间；三是，国内疫情迟迟未能得到控制，各地仍有散发疫情，政策时滞有所延长，尤其是房地产、消费等恢复缓慢。综合来看，当前国内经济增速明显低于 5% 左右的潜在增速水平，仍有内生修复的动力；同时稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主，预计上述三个方面的冲击并不能改变复苏趋势，但可能或影响复苏的节奏。

图表 1：三大类投资增速



图表 2：社会零售同比增速



数据来源：Wind

1.2 国内政策聚焦

1) 国常会部署支持民间投资的重要举措。6 月 15 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署支持民间投资和推进一举多得项目的措施。具体措施方面：一是要在“十四五”规划 102 项重大工程和国家重点建设领域，选择一批示范项目吸引民间投资。二是要深化“放管服”改革。将民间投资重大项目纳入重点项目库并加强要素保障。各地要保护民间投资合法权益，严格履行政策承诺。支持平台经济健康发展，支持民间资本发展创业投资。三是要鼓励金融机构采用续贷等支持民间投资，对符合条件项目提供政府性融资担保。此外，会议还确定阶段性缓缴中小微企业职工医保单位缴费，决定开展涉企违规收费专项整治。

近几年民间投资占全国固定资产投资比重持续下降，不仅与疫情对民营企业影响更大有关，更重要的是与民企融资难度较大、可投范围受限等长期因素有关。本次国常会针对以上制约因素进行了针对性的部署，即鼓励金融机构采用续贷等方式支持民间投资、选择一批示范项目吸引民间投资等。同时，最近引导民间资本进行投资的力度有所加大，5 月国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，其中规范有效推进政府和社会资本合作（PPP）是重要方向之一。6 月 9 日，水利部发布《关于推进水利基础设施政府和社会资本合作（PPP）模式发展的指导意见》，支持社会资本通过 PPP 模式介入水利基建。此外，开展涉企违规收费专项整治亦一定程度上利好民营经营。总的来说，各项政策支持引导下，民间投资规模有望持续回升。

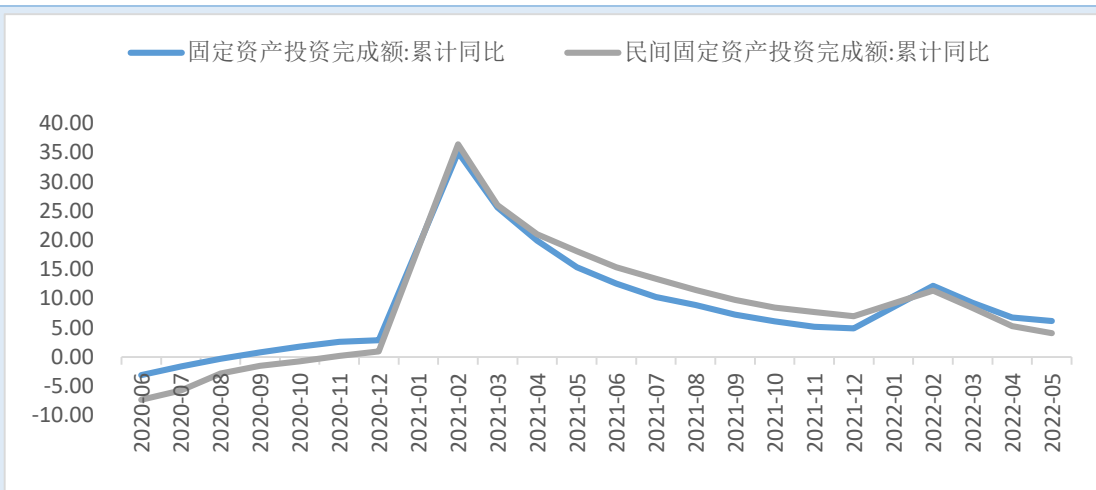
2) 货币政策。6 月 13 日，人民银行、水利部联合召开金融支持水利基础设施建设推进工作电视电话会议，要求各金融机构要找准定位、创新产品、依法合规，切实加大对水利项目的金融支持力度。具体来说，政策性、开发性银行要用好新增的 8000 亿元信贷额度，抓好任务分解，强化考核激励，加大对国家重大水利项目的支持力度。

3) 房市政策

租房政策：福州市为毕业三年内在榕求职、创业、实习的外地生源高校毕业生提供最长不超过 1 年的免费住宿。海南发改委发文提及，建设一定比例人才租赁住房，促进民营企业发展。

购房政策：杭州上调公积金贷款额度，单人最高升至 60 万元，夫妻双方最高升至 120 万元；郑州发文要求推动落实首套房贷 4.25% 利率下限，二套首付降至 40%，改善型住房需求名下一套并已结清贷款，可按首套政策执行。

图表 3：固定资产投资与民间投资



数据来源: Wind

1.3 美联储如预期加息 75BP

美东时间 6 月 15 日周三, 美联储会后宣布, 将政策利率联邦基金利率的目标区间从 0.75% 至 1.00% 升至 1.50% 至 1.75%, 符合市场预期。这是沃尔克执掌美联储时 1994 年 11 月以来联储最大的单次加息幅度, 也是逾二十七年来联储首度一次加息 75 个基点。本次会议并未调整缩表计划。

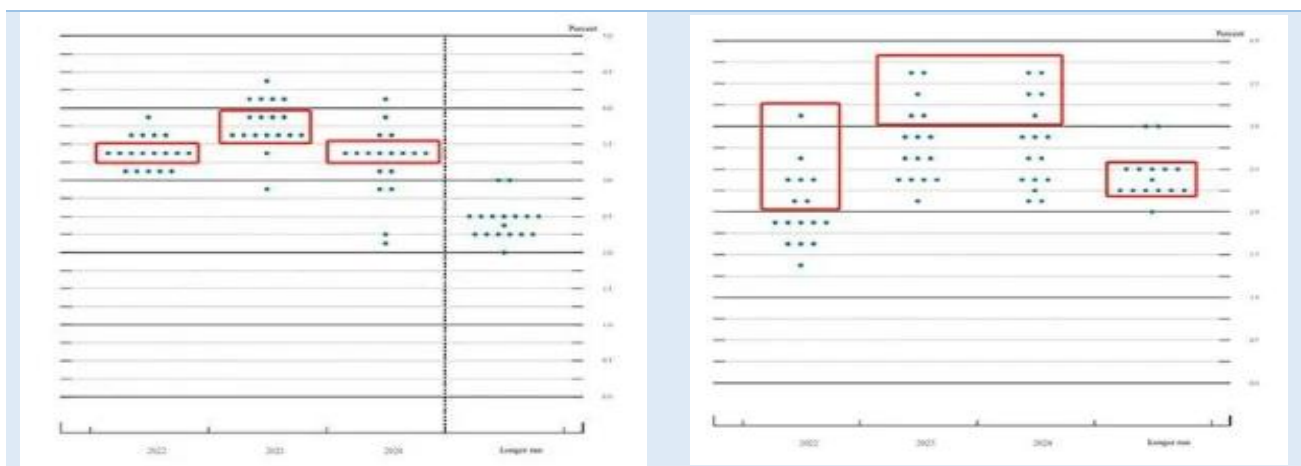
1) **下调经济, 上调通胀。**6 月议息会议大幅下调 2022 年和 2023 年经济增速预期至 1.7% (前值分别为 2.8% 和 2.2%), 下调 2024 年经济增速预期至 1.9%。将 2022-2024 年失业率预期分别上调 0.2 个百分点、0.4 个百分点以及 0.5 个百分点。大幅上调 2022 年 PCE 预期至 5.2%, 不过分别下调了 2023 年和 2024 年 PCE 预期 0.1 个百分点。

2) **大幅上调年内加息预期。**美联储点阵图显示, 18 位成员均预期 2022 年至少加息 12 次至 3.0% (每次 25BP), 2022 年预期利率中枢由 3 月时的 1.9% 大幅上调至 3.4%, **意味着今年还需要加息 175 基点**。在此基础上, 2023 年还要加息 1-2 次, 利率中枢上调至 3.8%; 不过, 接近 8 成的成员认为 2024 年要降息。此外, 鲍威尔强调加息 75BP 的操作不是常态。

3) **滞胀风险在增加。**尽管美国经济增速略有回落, 但劳动力市场强劲, 失业率处于历史低位, 经济增长不是目前美联储重点考虑的。相反, 当前美国“工资-通胀”螺旋上升的风险依旧较大, 美联储短期内料将继续保持快速的加息节奏以遏制通胀预期。与此同时, 由胀到滞的风险也在加大, 高企的通胀对经济增长造成了冲击, 美国出现滞胀的风险明显加大。

图表 4: 2022 年 6 月点阵图

图表 5: 2022 年 3 月点阵图



数据来源：FED

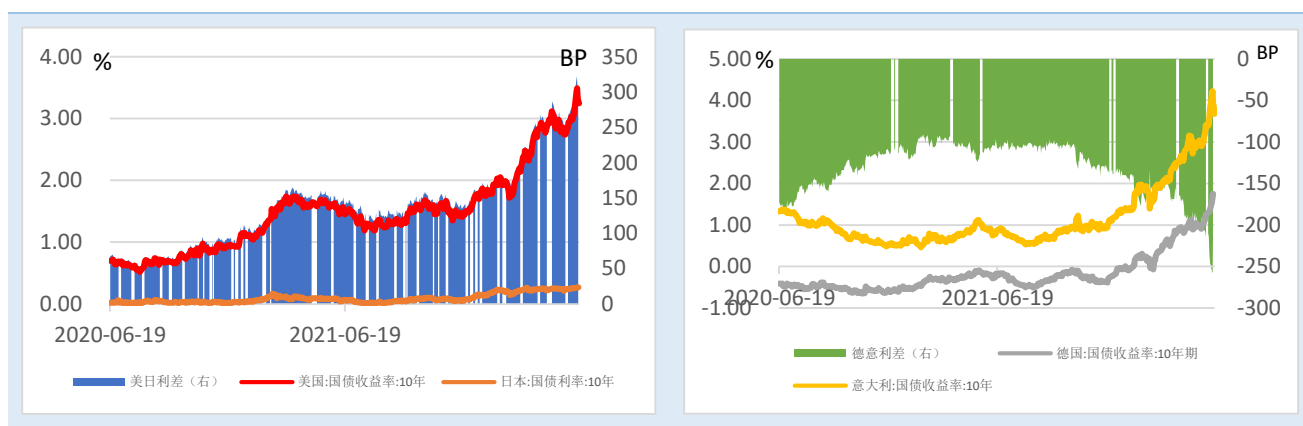
1.4 日欧债市遭遇危机

1) **日美货币政策持续背离，日本股债汇遭遇三杀。**6月13日，日本股债汇出现集体下挫，日经225指数当日跌破3%，美元兑日元一度升破135，日本10年期国债收益率也一度突破日本央行政策区间的上限（0.25%）。6月15日，日本10年期国债期货盘中暴跌2.01日元，创2013年来最大单日跌幅，并两度触发大阪交易所熔断机制。导致日本股债汇“三杀”的直接原因是美国上周五公布的通胀数据再次超预期，市场对美联储激进加息预期持续升温，与日本宽松的货币政策持续背离。目前来看，日本货币政策转鹰的概率较小，日央行压力逐渐加大，一方面美联储的鹰派操作将进一步推升美元，日元贬值压力短期持续，另一方面全球通胀仍在高位也将对日本形成冲击，日本国债违约的风险上升，其他资产波动性也将加大。

2) **欧债危机会否再次上演。**近日，在欧洲央行表示在7月上调关键利率25BP，甚至9月将更大幅度加息后，欧洲国家国债收益率全面抬升。当地时间6月13日，意大利10年期国债收益率上涨24BP至4.005%，相对德国国债的收益率溢价扩大至240BP，创下2020年5月以来最大，接近被市场认为可能引发决策者采取行动的“危险区域”；其他南欧国家西班牙和葡萄牙的国债收益率较德国国债利差也达到了2020年以来的最高水平。与10年期德债相比，债务负担较重的欧洲边缘国家国债收益率飙升幅度更大，这些国家基债收益率与德债的息差不断走阔，代表投资者对持有高负债欧元区成员国的债券要求更高溢价，或将会增加边缘国家的借贷成本负担，造成欧元区内的“割裂化”。如果欧央行不采取进一步行动，欧债危机的风险或有所上升。与上一次欧债危机相比，当下高通胀情况将在一定程度上限制欧元区货币政策，欧元区的债务风险值得关注。

图表6：美日利差持续扩大

图表7：德意利差大幅扩大



数据来源：FED

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_43149

