

供应偏紧支撑油价，黄金有望迎难而上

——2022年下半年大类资产配置报告

分析师： 张佳佳

SAC NO: S1150521120001

2022年06月28日

证券分析师

张佳佳

022-23839073

SAC No: S1150521120001

宋亦威

022-23861608

SAC No: S1150514080001

严佩佩

022-23839070

SAC No: S1150520110001

相关研究报告

《无惧外国A股反弹，石油强势黄金调整——2022年6月大类资产配置报告》

《人民币阶段性贬值，黄金短期调整为主——2022年5月大类资产配置报告》

《国内外风险犹存，业绩望成催化剂——2022年二季度大类资产配置报告》

《俄乌冲突局势缓和，A股市场迎布局机会——2022年3月大类资产配置报告》

《宽信用信号已现，稳增长仍在路上——2022年2月大类资产配置报告》

《金融周期视角下大类资产如何配置——资产配置专题报告》

《金融周期视角下大类资产表现带来的启示——资产配置专题报告》

投资要点：

- 从海外来看，地缘政治方面，俄罗斯占领北顿涅茨克，G7集团无限期支持乌克兰。年初爆发的俄乌冲突仍在持续进行，6月25日俄方称已经完全占领北顿涅茨克。在俄乌冲突期间，美欧在不断加码对俄罗斯制裁的同时，持续对乌克兰进行财政、军事和外交等援助，俄乌冲突这个黑天鹅事件正逐步演变为灰犀牛事件。疫情方面，上半年整体呈回落态势，下半年需关注变异毒株。全球新增新冠确诊病例和死亡病例在年初出现高点后持续回落，整体呈现向好态势。但最近奥密克戎亚种 BA.4 和 BA.5 的迅速扩散，使得下半年疫情对于经济活动的扰动仍不容忽视。经济方面，美欧通胀屡创新高，流动性收紧仍将继续。美国目前正面临着近40年来最高的通胀，而去年对通胀的误判使得美联储不得不通过追赶式加息来对抗持续高企的通胀，下半年美联储收紧流动性的意愿仍然强烈。在俄乌冲突中受冲击更为明显的欧洲，同样面临着高通胀带来的困扰，应对于此，欧央行也将开启加息周期，有望在下半年退出已经维持了8年之久的负利率政策。从国内来看，经济增长动能逐步恢复，以“稳”为主加强政策呵护。主要受国内疫情多点散发影响，二季度中国经济下行压力加大，在经历了5月的初步修复后国内经济底部逐渐明朗。展望下半年，随着疫情防控态势逐步向好，物流及出行限制的逐步缓解，呵护政策得以有效落地，经济增长动能有望逐步恢复。
- 股市方面，多重利空因素交织，全球股市大幅下跌。受全球流动性持续收紧、俄乌冲突持续以及疫情扰动等影响，全球主要市场指数在上半年迎来大幅震荡下跌。A股市场在4月之前大幅下跌，不仅受到外围利空因素影响，还叠加国内市场对于流动性的担忧，疫情多地散发等不利因素。5月随着国内疫情得到控制市场也逐步修复，而下半年上证指数有望呈现震荡缓涨的特征。
- 债市方面，美债收益率大幅上行，国债收益率窄幅震荡。上半年在美国通胀持续高企、美国劳动力市场韧性十足以及疫情好转的背景下，美联储加快紧缩力度，美债收益率大幅上行。而受到国内疫情多点散发影响以及外围货币政策的掣肘，国内货币政策坚持以我为主，国债收益率呈现窄幅震荡走势。
- 大宗商品方面，石油大幅上涨，黄金冲高回落。上半年受俄乌冲突爆发、美国经济韧性较足以及OPEC产能不足等因素影响，原油价格大幅上涨。黄金先是受俄乌冲突爆发和美国通胀高企影响，COMEX黄金价格突飞猛进，在3月初一度逼近2020年的历史高点，之后受美债实际收益率阶段性上升以及俄乌冲突边际影响减弱影响，COMEX黄金价格持续回落至年初水平。
- 资产配置建议，从金融周期指数来看，国内目前仍处于金融扩张期，建议各类资产配置比例：股票>黄金>商品>债券。具体而言，股市方面，下半年需警惕美联储加快流动性紧缩带来美国经济衰退的可能，从而引发美股下跌。A股市场可关注疫后修复叠加高景气的汽车板块、风光锂电等新能源板块以及具有主题性投资机会的种植板块。债市方面，由于国内经济恢复基础尚不牢固，下半年货币政策仍有望进一步宽松，但考虑到美欧紧缩加力对国内货币调控的掣肘，宽松力度料将有限，我们预

计十年期国债收益率易上难下。大宗商品方面，考虑到原油供应仍处于紧平衡，下半年油价仍有望维持高位震荡。同时建议关注全球经济增长、美欧对俄制裁以及OPEC+增产等情况对供需的影响。黄金而言，我们判断美债实际收益率或将震荡下行，这有助于支撑黄金价格逐步走高。除此之外，考虑到当前地缘政治冲突持续，黄金对冲尾部风险的作用使其配置价值凸显，建议在当前价位增配黄金。

- 风险提示：经济下行超预期，通胀持续恶化，疫情发展超预期，政策推进不及预期，全球流动性收缩超预期，地缘政治冲突超预期。

目 录

1. 海外风险仍未消除，国内经济逐步恢复	5
1.1 俄方占领北顿涅茨克，G7 集团无限期支持乌方	5
1.2 疫情上半年整体回落，下半年需关注变异毒株	5
1.3 美欧通胀屡创新高，流动性收紧仍将继续	6
1.4 经济增长动能逐步恢复，以稳为主加强政策呵护	8
2. 市场回顾及展望	11
2.1 股票市场	11
2.2 债券市场	13
2.2.1 美债收益率大幅上行，10Y-2Y 再次逼近倒挂	13
2.2.2 国债收益率窄幅震荡，10Y 中美利差持续倒挂	14
2.3 大宗商品	15
3. 资产配置建议	17

图 目 录

图 1: 全球新冠疫情上半年整体回落 (单位: 人)	5
图 2: 全球新冠疫情死亡率处于低位	5
图 3: 近期欧洲新增确诊病例明显上升 (单位: 人)	6
图 4: 各地区新增死亡病例 (单位: 人)	6
图 5: 美国平均时薪维持高位	6
图 6: 美国劳动力市场韧性十足	6
图 7: 美国通胀高企 (单位: %)	7
图 8: 美国 CPI 同比增速再出 40 年新高	7
图 9: 美联储加息进程落后经济诉求	7
图 10: 2022 年 7 月美国联邦基金利率预期比较	7
图 11: 美联储加息点阵图	7
图 12: 美联储加息路径预期	7
图 13: 欧元区 PMI 指数	8
图 14: 欧元区通胀数据	8
图 15: 中国进出口累计同比增速	9
图 16: 中国进出口当月同比增速	9
图 17: 固定资产投资增速 (单位: %)	9
图 18: 固定资产投资分项增速 (单位: %)	9
图 19: 社零同比增速 (单位: %)	10
图 20: 社零环比增速 (单位: %)	10
图 21: 上半年全球主要股指大幅下跌	12
图 22: 上半年申万一级行业指数跌多涨少 (1.04-6.27)	12
图 23: 美债 10Y-2Y 利差再次逼近负值	13
图 24: 英国国债收益率 (单位: %)	13
图 25: 法国国债收益率大幅上行 (单位: %)	13
图 26: 德国国债收益率大幅上行 (单位: %)	13
图 27: 10Y 中美利差持续为负	14
图 28: 国债收益率	14
图 29: 2022 年全球原油供需平衡预测表	15
图 30: OPEC 产能持续低于需求	15
图 31: 年初以来原油价格大幅上涨 (单位: 美元/桶)	16
图 32: 上半年 COMEX 黄金冲高回落 (单位: 美元/盎司)	16
图 33: 黄金与美债实际收益率: 日线	16
图 34: 黄金与美债实际收益率: 周线	16
图 35: 黄金与美债实际收益率: 月线	16
图 36: 黄金与美债实际收益率: 季线	16
图 37: 金融周期指数 (标暗部分表示金融收缩期)	17

1. 海外风险仍未消除，国内经济逐步恢复

1.1 俄方占领北顿涅茨克，G7 集团无限期支持乌方

地缘政治方面，俄罗斯占领北顿涅茨克，G7 集团无限期支持乌克兰。年初爆发的俄乌冲突仍在持续进行，6 月 25 日俄方称已经完全占领北顿涅茨克。在俄乌冲突期间，美欧在能源、金融、贸易、电信、运输等重要领域不断加码对俄罗斯的制裁的同时，持续对乌克兰进行财政、军事和外交等援助。正在召开的 G7 峰会的一份声明草案显示，G7 领导人拟承诺在俄乌冲突中向乌克兰提供无限期支持。而乌克兰总统泽连斯基希望今年冬天之前结束军事冲突。俄乌冲突这个黑天鹅事件正逐步演变为灰犀牛事件，在地缘政治、能源、粮食等众多领域对全球产生着广泛而深刻的影响。

1.2 疫情上半年整体回落，下半年需关注变异毒株

疫情方面，上半年整体呈回落态势，下半年需关注变异毒株。全球新增新冠确诊病例和死亡病例在年初出现高点后持续回落，整体呈现向好态势。但进入 5 月份奥密克戎亚种 BA.4 和 BA.5 的迅速扩散，使得疫情向好态势明显趋缓，6 月下旬，主要欧洲国家日新增病例合计数升至 30 万例左右，将全球日增病例数从此前较为的 50 万例/日左右推升至 80 万例/日。尽管众多国家相继放松对出行的管控力度，但是依旧较高的感染人数对经济活动的制约远未消除，叠加病毒潜在的变异，下半年疫情对于经济活动的扰动仍不容忽视。

图 1：全球新冠疫情上半年整体回落（单位：人）



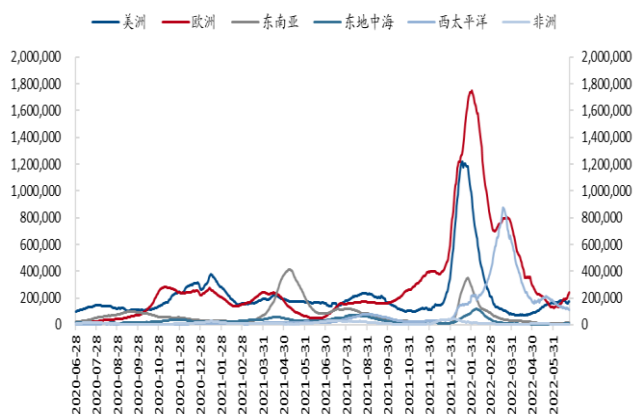
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 2：全球新冠疫情死亡率处于低位



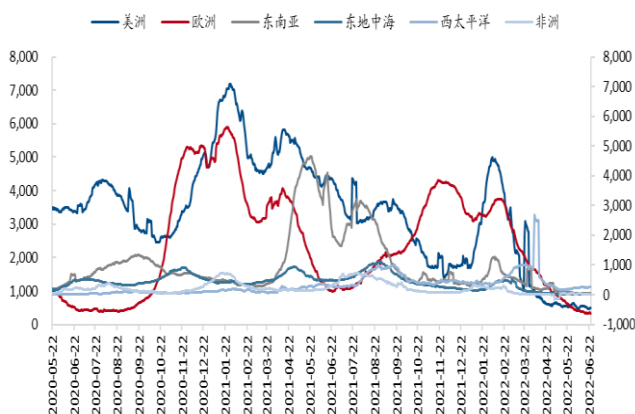
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 3: 近期欧洲新增确诊病例明显上升 (单位: 人)



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 4: 各地区新增死亡病例 (单位: 人)

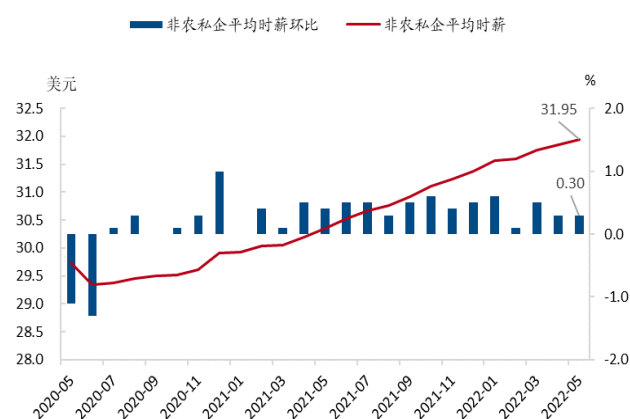


资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

1.3 美欧通胀屡创新高，流动性收紧仍将继续

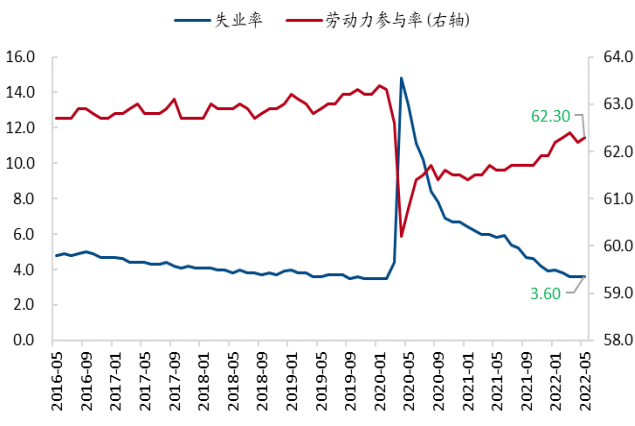
经济方面，美欧通胀屡创新高，流动性收紧仍将继续。美国目前正面临着近 40 年来最高的通胀，而去年对通胀的误判使得美联储不得不通过追赶式加息来对抗持续高企的通胀，下半年美联储收紧流动性的意愿仍然强烈。渤海证券研究所宏观团队认为，本次全球通胀主导因素复杂且供给因素占据主导，紧缩政策对通胀的抑制力相对较弱，政策加力下通胀的下行前景并不乐观，包括美联储在内，市场普遍预计通胀水平即使于年中触顶，其回落幅度也较为缓和，通胀数据将极具韧性。且对美国 CPI 数据分情景进行测算，即使在保守的预判下（2022 年 6-12 月间 CPI 月环比增速为零），2022 年底 CPI 同比增速仍可能达到 4.06%，远高于当前 1.58% 的联邦基金利率，美联储追赶式加息的行动诉求依旧强烈。而目前市场预计在年内美联储再度加息 200bp 的概率接近八成，且 7 月份再度加息 75bp 几乎已是板上钉钉。

图 5: 美国平均时薪维持高位



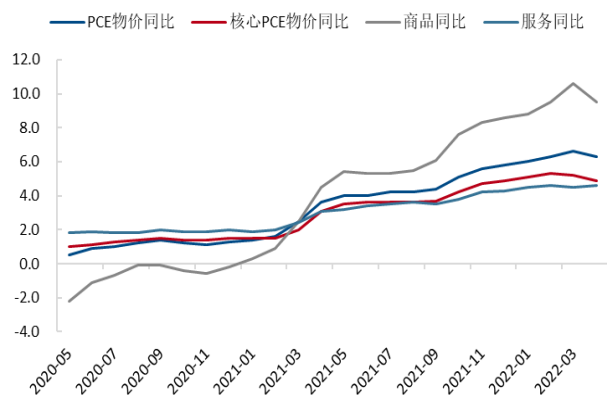
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 美国劳动力市场韧性十足



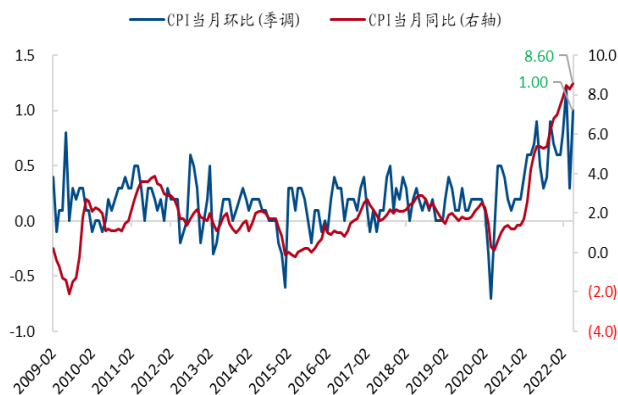
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 7: 美国通胀高企 (单位: %)



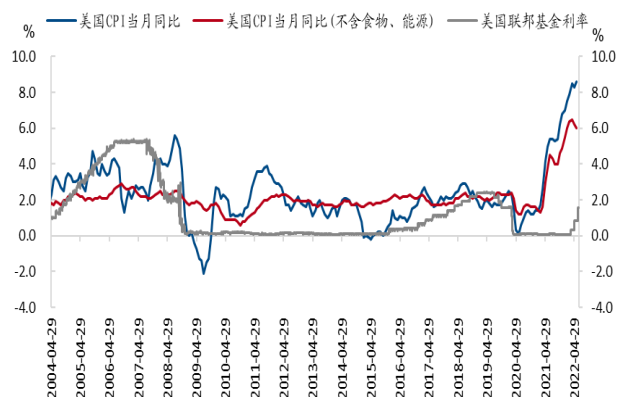
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 美国 CPI 同比增速再出 40 年新高



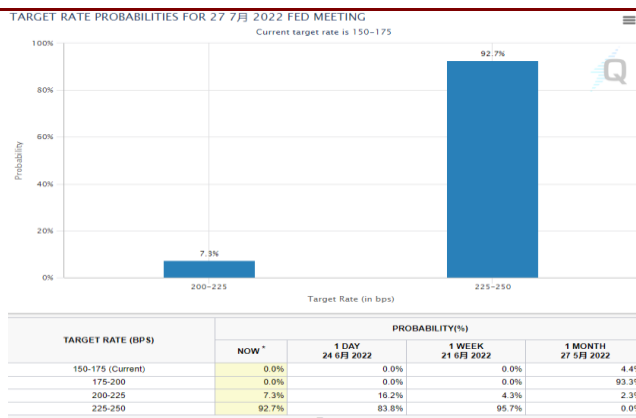
资料来源: CME, 渤海证券研究所

图 9: 美联储加息进程落后经济诉求



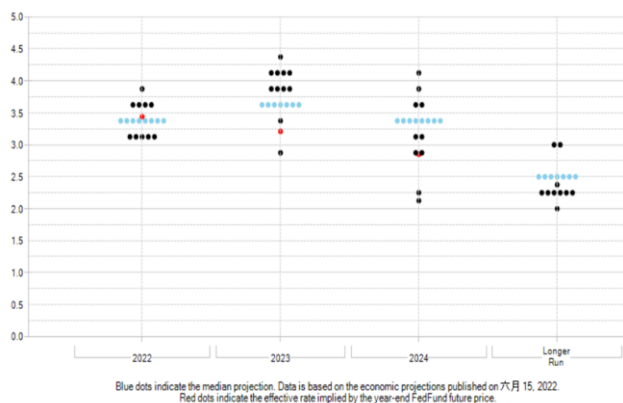
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 10: 2022 年 7 月美国联邦基金利率预期比较



资料来源: CME, 渤海证券研究所

图 11: 美联储加息点阵图



资料来源: CME, 渤海证券研究所

图 12: 美联储加息路径预期

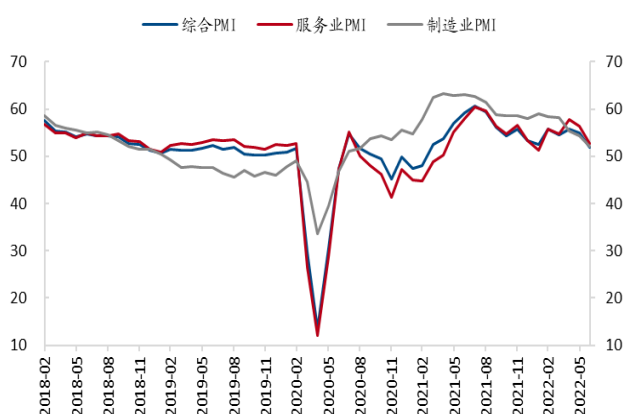
MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	7.3%	92.7%	0.0%	0.0%						
2022/9/21	0.0%	0.0%	5.1%	67.1%	27.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	39.5%	45.3%	12.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.9%	40.4%	39.9%	10.3%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.9%	33.1%	40.0%	17.2%	2.4%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.0%	25.6%	38.0%	23.8%	6.7%	0.7%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.7%	27.2%	36.2%	21.6%	5.9%	0.6%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.2%	2.3%	11.9%	29.1%	33.0%	18.2%	4.8%	0.5%
2023/7/26	0.0%	0.1%	0.9%	5.6%	17.8%	30.5%	27.9%	13.5%	3.3%	0.3%

资料来源: CME, 渤海证券研究所

迟滞的加息行为叠加地缘政治主导下原油价格的高企，令美联储所面临的被迫加力收缩的困境一时难改，承压于此的美国经济正面临愈加强化的硬着陆的风险。

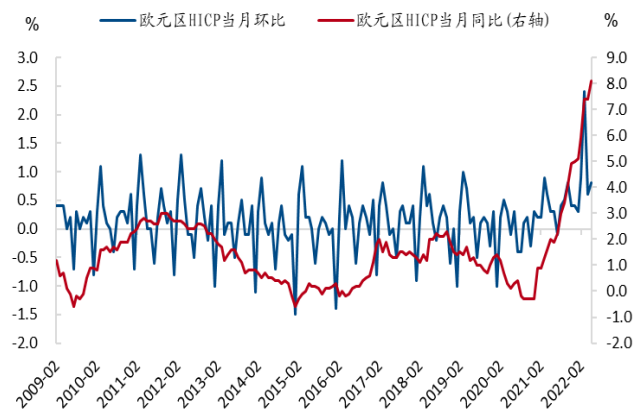
在俄乌冲突中受冲击更为明显的欧洲，同样面临着高通胀带来的困扰，应对于此，欧央行也将于7月开启加息周期，这将是欧洲央行自2011年以来的首次加息，并有望在下半年退出已经维持了8年之久的负利率政策。窘迫的现状和更为逼仄的政策腾挪空间或将令欧元区更早地迎来经济衰退。

图 13: 欧元区 PMI 指数



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 14: 欧元区通胀数据



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

1.4 经济增长动能逐步恢复，以稳为主加强政策呵护

从国内来看，经济增长动能逐步恢复，以稳为主加强政策呵护。上半年主要受国内疫情多点散发影响，中国经济在下行压力加大，在经历了5月的初步修复后国内经济底部逐渐明朗。展望下半年，随着疫情防控态势逐步向好，物流及出行限制逐步缓解，呵护政策得以有效落地，推动经济增长动能的逐步恢复。从内外需

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_43385

