

大宗商品 **研究报告**
国贸期货研究院出品

宏观金融 **研究中心**

2022. 6. 27-7. 03

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

一、【宏观】海外衰退交易升温，国内复苏趋势明确

观点：随着经济衰退的风险升温，海外资本市场或面临较长时间的衰退交易预期。反观国内，稳增长政策加快落地见效，经济复苏趋势明确，中国资产配置价值提升。

逻辑：上周海外风声鹤唳，衰退交易升温，以外需为主的商品面临较大的调整压力；反观国内风景独好，稳增长政策相继落地助力经济稳步复苏，A股表现稳健，内需为主的商品相对抗跌。往后看，中美、中欧经济周期分化、金融周期分化，势必将继续成为市场的交易主逻辑，一方面，欧美经济将继续延续下行的趋势，而国内经济将延续复苏的走势；另一方面，欧美将继续加快收紧货币政策以对抗高通胀，而国内通胀压力不大，政策将继续保持宽松。在此背景下，国内外股市、债市、商品都将延续分化走势。

二、【股指】“内松外紧”格局强化，A股韧性仍强

观点：当前中国与海外的经济和政策呈现“错位”格局，中国处于经济阶段性底部、政策宽松阶段，欧美等发达经济体处于经济复苏末期、政策紧缩阶段。展望未来，国内经济在稳增长政策的驱动下逐步触底复苏，美国经济逐步高位放缓，中美经济错位将进一步延续，A股有望在国际市场中展现较强韧性。策略上仍以逢回调做多为主。

逻辑：促消费政策“能出尽出”，汽车消费刺激政策加码。继5月31日政策决定，对年内购入的部分排量乘用车减半征收车辆购置税后，本周国常会再度加码汽车促消费政策，一是计划实施新能源车免税延期政策，二是指出要提振二手车市场，促进汽车更新消费。三是强调要“支持停车场建设”，这是继地下综合管廊工程后，扩大基建投资的又一具体方向。在疫情冲击、居民收入预期下滑的背景下，5月数据显示汽车消费下滑严重，此次会议再提释放汽车消费，有利于强化汽车消费在今后消费拉动中的地位，推动消费整体的复苏。

央行表示财政政策将进一步发力，或考虑上调赤字水平或发行特别国债。6月25日，中国人民银行货币政策委员会委员，中国国际经济交流中心副理事长王一鸣表示，积极的财政政策需要加大力度，如适当上调赤字水平，进行预算调整。或增加不计入赤字的特别国债的发行，以进一步来推动内需的扩大。在国内经济增长承压的情况下，未来增量财政政策有望进一步推出，后续人大常委会或将在8、10、12月份召开，可关注8月的时间窗口。

欧美PMI双双下行，海外经济衰退压力加大。美国6月Markit制造业PMI初值录得52.4，创23个月新低，并大幅低于预期的56。6月份欧元区综合PMI初值降至51.9，为16个月来的低点，远低于市场普遍预期的54和5月份的54.8。欧美发达经济体的PMI双双下降，虽并未实际陷入衰退，但反应了通胀高企、需求下降，以及美联储、欧盟纷纷采取强硬的紧缩政策对企业发展前景带来的冲击。

三、【国债】震荡格局难破，或上看区间上限

观点：短期市场的调整风险已然充分释放，操作建议小波段做多。

逻辑：1. **博弈点：**市场博弈点在区域疫情、资金价格和稳增长发力三个方面。多方支撑是货币政策难以缺席，经济弱现实，疫情潜在影响深远；空头支撑是货币政策短期难发力，稳增长政策必出台（地产+基建+稳定资本市场信心），资金价格回归，以及疫情的边际好转。

2. **阶段性判断：**市场缺乏主线推动，震荡格局难破。在流动性宽松的格局下，当前点位上看区间上限概率更高。值得关注有四，一是上海解封后，房价和房租价格齐涨，一线城市地产韧性较强，警惕这波上行的幅度；二是信贷指导不断加码，宽信用仍是稳经济抓手，金融数据恢复斜率至关重要；三是警惕通胀抬升交易明显前置，海外经济体通胀明显上行，但国内通胀温和，猪价上行和高位油价共振概率不大。四是关注疫情反复，上海社会面存在隐匿传播链，警惕聚集性疫情发生和各地的外溢风险。

3. **中长期观点：**看好债期。一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

主要关注点：国内疫情发展、俄乌局势、政策风格

目录

【宏观】	海外衰退交易升温，国内复苏趋势明确	4
【股指】	“内松外紧”格局强化，A股韧性仍强	16
【国债】	震荡格局难破，或上看区间上限	24

海外衰退交易升温，国内复苏趋势明确

观点

1、上周海外风声鹤唳，衰退交易升温，以外需为主的商品面临较大的调整压力；反观国内风景独好，稳增长政策相继落地助力经济稳步复苏，A股表现稳健，内需为主的商品相对抗跌。往后看，中美、中欧经济周期分化、金融周期分化，势必将继续成为市场的交易主逻辑，一方面，欧美经济将继续延续下行的趋势，而国内经济将延续复苏的走势；另一方面，欧美将继续加快收紧货币政策以对抗高通胀，而国内通胀压力不大，政策将继续保持宽松。在此背景下，国内外股市、债市、商品都将继续分化走势。

核心逻辑

1) 本周美联储官员们相继就通胀和未来加息路径进行表态，鲍威尔重申美联储将无条件对抗通胀，即使经济衰退也在所不惜。这表明了美联储抗击通胀的决心，预计未来美联储将会保持高强度的加息，以达到降低通胀水平的目标，而这加剧了市场对未来美国经济衰退的担忧，大宗商品市场首当其冲，出现大幅调整，其中有色金属跌幅居前。

2) 欧美经济衰退风险加大。本周公布的PMI数据显示，欧美经济增速继续放缓，其中，美国6月Markit制造业PMI初值为52.4，刷新23个月低位，大幅低于前值的57，欧元区制造业PMI今年以来连续5个月下降，从1月份的58.7%下降至5月份的54.6%。这表明供应链中断、俄乌冲突以及高通胀等因素正在抑制欧美的经济活动，而随着欧美央行在稳增长和对抗通胀中选择了抗击通胀，大幅度收紧货币政策势必对经济发展产生不利影响，欧美经济陷入衰退的风险加大，实际上，过去50年美联储总共进行了9次加息，其中有7次以“硬着陆”收场，即经济衰退。

3) 国内稳增长政策持续加码。本周国常会继续部署稳增长的政策举措，一是强调粮食生产、能源保供的重要性，粮食、能源价格稳才能实现通胀的稳，从而进一步打开政策空间；二是，加大促汽车消费力度，通过采取购置税减半、消费补贴等政策，支持汽车零售走势持续回暖，进而稳住社会消费大局。此外，我们看到房地产政策继续松绑，郑州等地甚至推出了“房票”制度，这有助于帮助地产企业去库存并缓解财政压力。

宏观·周度报告

2022年6月26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

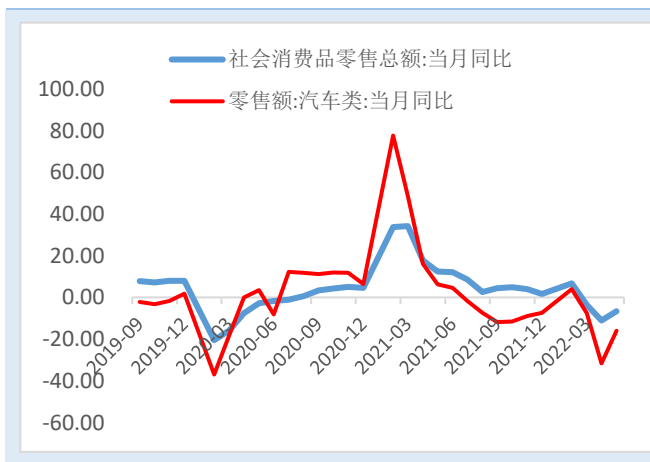
一、宏观和政策跟踪

1.1 稳增长政策继续加码

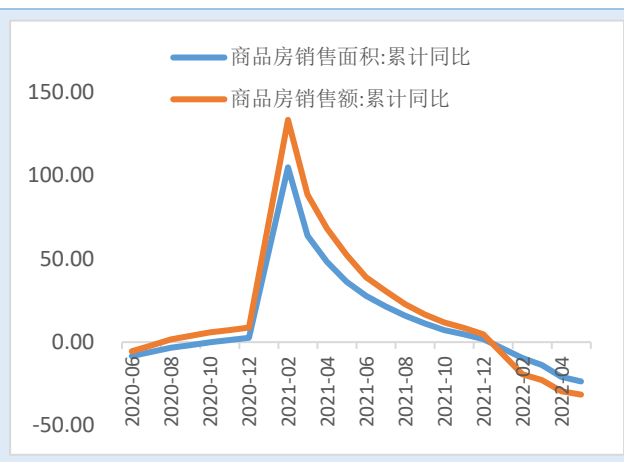
1) 国常会确定加大汽车消费支持的政策。6月22日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署继续做好防汛救灾工作，切实保障人民群众生命财产安全；听取粮食生产工作汇报，进一步部署确保全年粮食丰收的举措；确定加大汽车消费支持的政策；决定完善自然科学基金资助体系的措施。其中，稳定粮食生产方面，一要抓好夏粮收储，保质保量入库；二要不误农时落实玉米、晚稻、大豆玉米复合种植等夏播面积；三要做好秋粮田间管理和灾害防范；抓好猪肉等菜篮子。汽车消费方面，一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。对小型非营运二手车，8月1日起全面取消迁入限制，10月1日起转移登记实行单独签注、核发临时号牌。二是支持新能源汽车消费。车购税应主要用于公路建设，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策延期问题。三是完善平行进口政策，支持停车场建设。政策实施预测今年增加汽车及相关消费大约2000亿元。总体上来看，在车辆购置税减半、各地汽车消费补贴政策、疫情影响逐步消退下，汽车零售走势持续回暖，6月1-19日全国乘用车市场零售93.5万辆，同比增长24%，环比增长43%。

2) 地产政策松动再升级，郑州推出“房票”制度。6月20日，郑州市政府发布《郑州市大棚户区改造项目房票安置实施办法（暂行）》，明确房票安置的适用范围、奖励和优惠政策等。办法自公布之日起实施，有效期至2024年12月31日。根据办法，郑州中心城区的棚户区改造将推行房票安置，对被征收人使用房票购买商品住房，给予安置补偿权益金额8%奖励，且不计入家庭限购套数。近期，河南信阳、许昌，湖北鄂州，浙江绍兴、温州等地也相继推出房票政策，拆迁户可凭房票选购商品房安置。与其他城市不同的是，郑州的房票金额是包括了安置补偿金额和奖励金额，并且不局限于动拆迁区域，另外房票认购的选择也较广，除了住宅以外，还包括商铺、储藏室和车库等。房屋征收包括安置房、货币以及房票的补偿方式。房票对于被征收人来讲，拥有较安置房而言更加自由的支配权；对于房企来说，可以加快库存去化、加速资金回笼；对政府来说可以避免货币安置的财政压力。从历史上看，2015年有城市在棚户拆迁安置中推出了房票政策，是推升二三四线城市房价的重要因素，2016年的去库存大潮下，许多城市跟进推出，2018年随着棚改货币化安置政策收紧，房票逐渐退出，楼市也开始出现回落。

图表 1：汽车零售当月同比



图表 2：商品房销售同比增速



1.2 国内政策聚焦

2022年6月22日，国家主席习近平主持召开中央全面深化改革委员会第二十六次会议。审议通过《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》、《关于加强和改进行政区划工作的意见》、《关于开展科技人才评价改革试点的工作方案》、《强化大型支付平台企业监管促进支付和金融科技规范健康发展工作方案》。习近平在主持会议时强调，**要推动大型支付和金融科技平台企业回归本源，健全监管规则，补齐制度短板，保障支付和金融基础设施安全，防范化解系统性金融风险隐患，支持平台企业在服务实体经济和畅通国内国际双循环等方面发挥更大作用。**

2022年6月22日，国家发展改革委等部门召开科创板上市公司扩大投资和促进就业座谈会，指出促进高技术产业投资是推动扩大有效投资的重点。

2022年6月22日，住建部等8部门发布关于推动阶段性减免市场主体房屋租金工作的通知，加快落实租金减免政策措施。**被列为疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的服务业小微企业和个体工商户承租国有房屋的，2022年减免6个月租金，其他地区减免3个月租金；**对出租人减免租金的，税务部门根据地方政府有关规定减免当年房产税、城镇土地使用税；鼓励国有银行对减免租金的出租人视需要给予优惠利率质押贷款等支持。

2022年6月23日，国务院《关于加强数字政府建设的指导意见》（国发〔2022〕14号），就主动顺应经济社会数字化转型趋势，充分释放数字化发展红利，全面开创数字政府建设新局面作出部署。

1.3 欧美 PMI 延续回落，经济下行压力加大

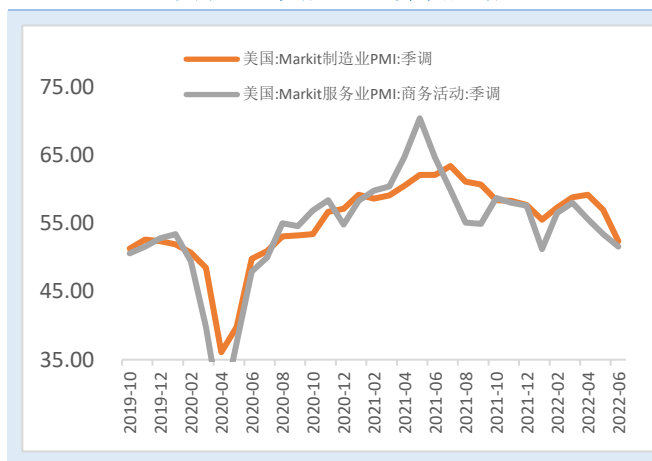
当地时间6月3日，美国6月Markit制造业PMI初值52.4，刷新23个月低位，预期56，前值57。美国6月Markit服务业PMI初值51.6，刷新5个月低位。预期53.5，前值53.4。美国6月Markit综合PMI初值录得51.2，刷新5个月低位。

从6月的美国PMI初值来看，美国经济增长速度大幅放缓，前瞻指标显示美国制造业、服务业增长双双持续放缓。高通胀对经济的伤害开始显现，由于生活成本和需求下降，以及美联储提出的日益激进的加息路径，企业对经济前景的担忧大幅增加。企业信心目前处于通常预示经济衰退的水平，增加了衰退的风险。与此同时，我们看到密歇根消费者信心指数也出现了明显的下滑，高通胀下居民的消费意愿大幅萎缩。三季度美国经济面临巨大的压力，衰退风险持续升温。

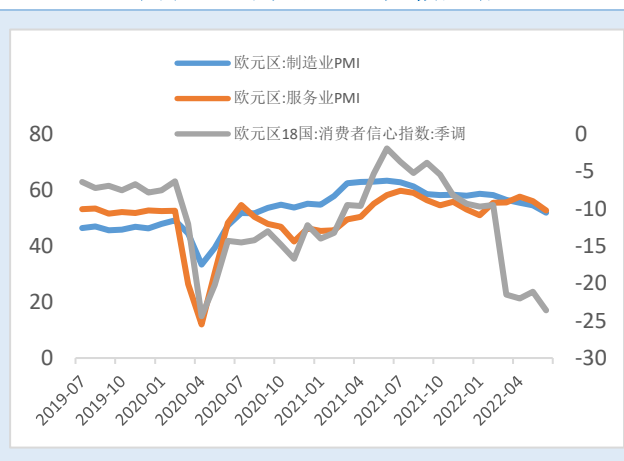
当地时间6月3日，欧元区6月制造业PMI初值52，前值54.6，预期53.9；欧元区6月服务业PMI初值52.8，前值56.1，预期55.5；欧元区6月综合PMI初值51.9，预期54，前值54.8。

欧元区经济增长同样面临较大的下行压力，俄乌冲突导致的供应链中断、生活成本的冲击以及企业和消费者信心的下滑都在压制需求的释放，与此同时，自 2012 年欧元区经济收缩以来，欧元区商业信心大幅下降到疫情前罕见的水平，这表明欧元区经济下滑的压力巨大。此外，欧央行将从 7 月开始加息，这将进一步打击欧元区的经济增长前景。

图表 3：美国 PMI 持续回落



图表 4：欧元区 PMI 大幅回落



数据来源：FED

1.4 主要经济体央行货币政策跟踪

1) 鲍威尔强调美联储抗击通胀的决心。当地时间 6 月 22 日和 23 日，美联储主席鲍威尔分别在参、众两院半年度货币政策报告做证词陈述。通胀方面，鲍威尔明确表示，**美联储清晰地理解高通胀正在造成的困难，并强烈承诺打压通胀，美联储拥有恢复价格稳定所需的工具和决心**；经济方面，鲍威尔表示美国**经济衰退的可能性存在，大幅加息是软着陆“非常具有挑战性”**；加息节奏方面，**鲍威尔表示美联储的继续加息是合适的，决议会在后续会议中逐次提出，加息的速度取决于未来经济数据，且不排除任何加息幅度，美联储可能需要在未来某个时候卖出所持抵押贷款支持证券（MBS）**。房地产方面，鲍威尔承认加息对**房地产繁荣的削弱作用，加息应能相当迅速地影响房价，目前美国房市正在放缓，住房需求正在降温**。从鲍威尔在国会两院发言证词看，美联储将**控制通胀放在首要位置，但也增加了对于经济增长潜在放缓的考量，短期处于控制通胀的考虑，加息幅度仍将较大，利空美股等资产，中期随着中期选举和经济下行压力的加大，美联储的政策或有调整**。

2) 欧央行重申 7 月开始加息。当地时间 6 月 20 日，欧央行行长拉加德重申欧央行计划在**今年 7 月的政策会议上加息 25BP，并在 9 月再次加息，如果中期通胀前景持续恶化，9 月可能加大加息幅度，且之后可能进一步加息**。拉加德表示，高企的能源成本、加剧的供应链断裂和更大的不确定性正抑制欧元区的经济活动，对制造业影响尤其明显，但同时服务业活动因疫情限制措施取消以及旅游旺季的到来正在支持经济增长。此外，拉加德还提出将于 7 月 1 日开始终止欧央行的资产购买计划（APP）。在拉加德发表讲话之后，欧洲管委相继表示 9 月份的加息幅度很可能超过 25BP，Rehn 称 9 月份加息幅度非常有可能超过 0.25BP，Kazimir 表示 9 月加息 50BP “极有可能”。后续欧央行加息路径仍与通胀走势相关，若通胀高居不下可能会进一步加快加息的步伐，同时也需要关注在面临大幅加息时欧洲经济增长放缓的风险。

3) 日央行维持宽松的货币政策。当地时间6月22日,日本公布的4月货币政策会议纪要称,日本央行需要继续实施强有力的宽松政策。针对近期汇率波动方面,委员们也表示日本央行的政策是不以汇率为目标的,但汇率的波动会对经济和物价造成影响,日元贬值对不同企业影响不同。6月17日,日本央行发布利率决议,将基准利率维持在历史低点-0.1%,将10年期国债收益率目标维持在0%附近。由于日本的宽松货币政策持续于美联储货币紧缩背离,日美利差不断扩大,日元近期持续走贬,美元兑日本汇率站上136,较年初已上涨超18%,续创1998年以来新高。此外,为了捍卫日本债券收益率曲线控制政策(YYC),日本央行持续无限量按照0.25%固定利率买入十年期日债。据彭博社统计,上周日本央行总计购买了10.9万亿日元的日本国债,创下历史最高纪录,这一比例已经接近50%。在日本持续印钞购债下,日元汇率进一步走低可能性升高,或继续推升日本国内通胀水平。尽管日元持续贬值,但目前日本贸易逆差仍在扩大,日本5月末季调商品贸易账为-23847亿日元,4月为-8392亿日元。

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_43388

