

宏观周观点

2022年6月13日

## 6月等待稳增长效果

宏观周观点 20220613

### 核心内容：

- **上海6月逐步复工复产，等待稳增长效果** 6月第二周，交通延迟指数快速回升，北京和上海恢复至2021年同期的80%。复工复产在6月份展开，稳增长的政策效果也会在6月份展现。高频数据依然不够乐观，商品房成交量、钢材成交量、票据利率等并未快速上行，经济快速好转可能性较低。我国经济周期底部回升，数据会在5、6月份阶段性回暖，是否周期性回升需要持续观察。
- **经济数据显示下游需求疲软** 5月份的融资增速超过市场预期，但是结构仍然不佳。同时，长端贷款的疲软说明下游需求仍然较弱，短期贷款和票据融资占据过多的份额。从金融数据来看，商业银行和财政为了达成稳增长目的而进行努力，但是下游需求弱势。5月的通胀数据也显示下游消费的疲软。5月份核心CPI环比平稳，同比上月持平，终端需求仍然较为疲软。
- **美国通胀仍然在高位，下滑过程较为曲折** 5月消费者价格指数（CPI），再次刷新自1982年以来的记录，同比增速从4月的8.3%上升至8.6%。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行，能源商品、能源服务和食品价格都出现了上涨，可见物价背后的动能依然有所加强。5月FOMC纪要中飘渺的鸽声彻底沉寂，基本确立了中期选举前每次FOMC会议加息50bps的可能。CME的市场预期显示未来4次FOMC会议都将加息50bps，年底政策利率将处于3%-3.25%。
- **国内流动性平稳，美元指数跳升** 由于之前的降准和结构性工具释放了更多资金，国内流动性较为宽松，货币市场利率保持低位。美元指数较上周反弹至104.1926的高位，美元兑人民币升值，美国高企的通胀导致强烈紧缩预期。欧洲央行会议也表现得更加鹰派，将于7月份开始加息，但由于更弱的经济基本面暂时不会考虑缩表。
- **猪肉价格继续小幅上升** 本周物价稳定，蔬菜价格变化不大，猪肉价格小幅上升。近期猪价上涨，但养殖户仍然处于略微亏损状态，不过猪价已经很接近成本线。蔬菜方面，蔬菜大量入市，菜价接近往年平均水平。
- **能源价格走高，库存上行** 国际油价保持高位，欧佩克和美国短期内难以增产，对俄制裁进一步减少供应。

高炉开工率继续上扬，生产逐渐摆脱疫情的影响，稳增长政策继续发力；钢铁社会库存消化较慢，库存偏高，可能由于工业和地产仍在恢复当中。

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	6月15日(周三)	中国5月规模以上工业增加值年率-YTD(%)、中国5月城镇固定资产投资年率-YTD(%)、中国5月社会消费品零售总额年率(%)
	6月13日(周一)	英国4月季调后商品贸易帐(亿英镑)、英国4月GDP月率(%)、英国4月工业产出月率(%)
	6月14日(周二)	德国5月CPI年率终值(%)、英国4月失业率-按ILO标准(%)、欧元区、德国、法国6月ZEW经济景气指数
欧洲	6月15日(周三)	欧元区4月季调后贸易帐(亿欧元)
	6月16日(周四)	瑞士6月央行活期存款利率(%)、英国6月央行基准利率(%)
	6月17日(周五)	英国5月季调后零售销售月率(%)、欧元区5月核心调和CPI年率-未季调终值(%)
美国	6月13日(周一)	----
	6月14日(周二)	美国5月PPI年率(%)
	6月15日(周三)	截至6月6日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国5月零售销售月率(%)、美国5月进口物价指数月率(%)
	6月16日(周四)	美国截至6月6日当周初请失业金人数(万)、美国6月联邦基金利率目标上限(%)、美国5月新屋开工年化月率(%)、美国5月营建许可月率初值(%)
	6月17日(周五)	美国5月工业产出月率(%)
其他	6月16日(周四)	日本5月末季调商品贸易帐(亿日元)、澳大利亚5月季调后失业率(%)、日本6月央行政策余额利率(%) (0616-0617)

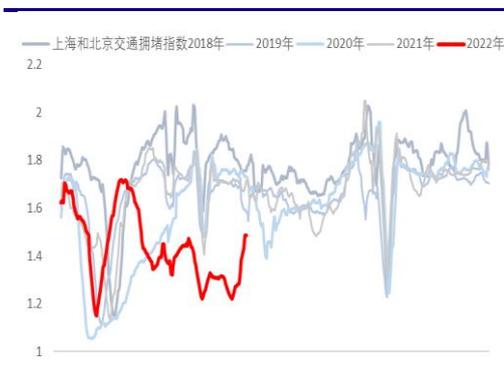
## 目录

一、6月进入复工持续期，稳增长措施验收期 .....	3
二、通胀仍然在高位，下滑过程较为曲折 .....	4
三、国内流动性平稳，美元指数跳升 .....	5
四、猪肉价格继续小幅上升 .....	6
五、能源价格走高，库存上行 .....	8
(一) 原油价格继续上行 .....	8
(二) 钢厂开工提高，库存上行 .....	8

## 一、6月进入复工持续期，稳增长措施验收期

6月第二周上海和北京的经济开放加快，预计复工复产会在一到两周恢复至2020年的水平。封控措施的逐步缓解持续整个6月份，经济在逐步的恢复，但是恢复速度仍然需要继续观察。复工复产同时在6月份展开，稳增长的政策效果也会在6月份展现。高频数据依然不够乐观，商品房成交量、钢材成交量、票据利率等并未快速上行，经济快速好转可能性较低，可能进入慢速恢复期。我国经济周期底部回升，数据会在5、6月份阶段性回暖，是否周期性回升需要持续观察。

图1：上海北京交通拥堵指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

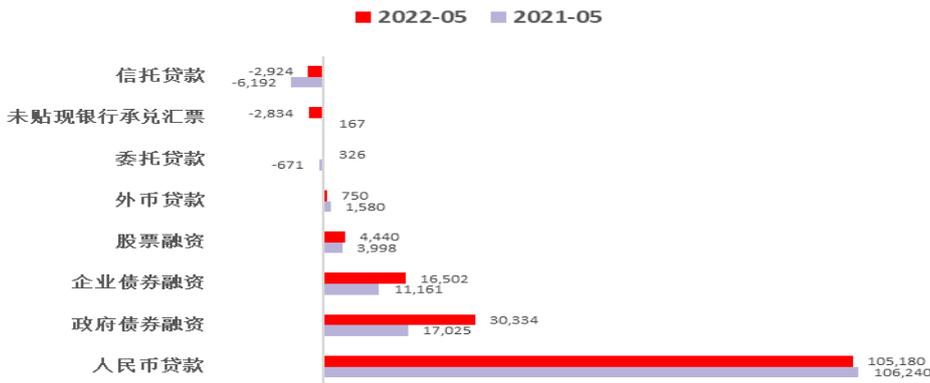
图2：除上海北京外的交通拥堵指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

5月份的融资增速超过市场预期，但是结构仍然不佳。同时，长端贷款的疲软说明下游需求仍然较弱。5月份社会融资规模2.79万亿，预期2.01万亿，同比增加0.83万亿。5月份新增贷款1.89亿，预期1.3万亿，同比增加3900亿元。5新增贷款规模上行，主要是银行信贷和政府债券发行带来的，而委托、信托、银行承兑汇票、企业债券融资均负增长。银行的信贷结构并不优秀，短期贷款和票据融资占据过多的份额。从金融数据来看，商业银行和财政为了达成稳增长目的而进行努力，但是下游需求仍然较弱。这种弱势主要表现在：（1）居民长期贷款疲弱；（2）企业和居民收入下降后，对未来收入增长缺乏足够的信心，从而使得负债消费动力匮乏；（3）房地产信贷限制仍然没有过多的改善，房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行，预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

图3：1-5月份社会融资总量（亿）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5月的通胀数据也显示下游消费的疲软。5月份核心CPI环比平稳,同比上月持平,终端需求仍然较为疲软。现阶段经济恢复并不是物价上行的主要原因,所以通胀仍然是结构性的:(1)新冠疫情防控使得服务业受到重创,平均工资增速水平上行缓慢,我国终端需求疲软;(2)终端需求的疲软使得下游行业并不能顺畅涨价,消费者可承受的价格上涨有限,则下游行业企业生产会受到影响;(3)海外需求处于回落的过程,全球货币收紧下的需求收缩,进而影响企业生产;(4)稳增长措施仍然处于发酵过程中,并未出现经济短期快速上行的现象。我国通胀仍然处于可控阶段,下半年成本压力和猪周期回升,预计3、4季度可能达到2.3%以上,全年CPI预计在2%左右。

## 二、通胀仍然在高位,下滑过程较为曲折

美国劳工数据局(BLS)刚刚公布的5月消费者价格指数(CPI)再次刷新自1982年以来的记录,同比增速从4月的8.3%上升至8.6%,剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.0%,比4月的6.2%略有回落。环比方面,CPI增速为1.1%,核心CPI增速为0.6%,均比上个月加快。从构成来看,之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行,能源商品、能源服务和食品价格都出现了上涨,可见物价背后的动能依然有所加强,美国的通胀也从去年的供给侧瓶颈主导过渡到内需主导。美联储现阶段仍然继续紧缩,其不仅要回应白宫控制物价的期待,也要挽回信誉并遏制通胀预期再次上扬的势头。

总体来看,5月CPI让美联储骑虎难下,但5月FOMC纪要中飘渺的鸽声彻底沉寂,基本确立了中期选举前每次FOMC会议加息50bps的可能。CME的市场预期显示未来4次FOMC会议都将加息50bps,年底政策利率将处于3%-3.25%。

在物价因素、美联储紧缩预期和经济数据的影响下,5月美国资本市场动荡非常。股票市场经历了W形的过山车:在5月初FOMC会议加息50bps并宣布于6月1日开始缩表后,市场开始对接下来的严厉加息定价,在18日沃尔玛和塔吉特两大零售巨头例如不达预期以及鲍威尔声明将加息直到通胀显著回落后,股市陷入“衰退交易”情绪,直到25日公开的FOMC会议纪要提到6、7月的连续加息(预计各50bps)将为美联储在今年晚些时间考量紧缩政策对经济的影响并作相应调整。随后市场情绪缓和,美股再次上扬,而27日公布的PCE数据回落进一步改善了市场信心。美债收益率在则在通胀预期放缓和避险情绪之中回落,国债反映的10年通胀预期也转头下行。5月份CPI数据公布后,标普500盘中

已经再次下跌至 3900 点附近，科技股主导的纳指重挫超 3%；债市方面，在 3% 关口观望的十年美债收益率迅速上升至 3.155%，两年期美债突破 3%。通胀预期以及美联储的方向对近期的市场走向举足轻重。

图 4：美联储加息概率图

会议日期	加息点位概率									
	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/6/15	82.20%	17.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/7/27	0.00%	0.00%	48.60%	44.10%	7.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	48.50%	43.40%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	29.30%	45.50%	21.80%	2.90%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	19.70%	40.00%	29.70%	9.20%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	6.10%	25.70%	37.00%	23.60%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.30%	10.10%	28.00%	34.30%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	8.50%	24.70%	33.10%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	7.60%	22.80%	32.10%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.40%	8.50%	23.40%	31.60%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

### 三、国内流动性平稳，美元指数跳升

本周短期流动性平稳，公开市场投放 500 亿元，回笼 400 亿元，净投放为 100 亿元。由于之前的降准和结构性工具释放了更多资金，国内流动性较为宽松，货币市场利率保持低位。

6 月 10 日，SHIBOR 隔夜收于 1.4030%，比上周同期下行 1.00bps，7 天利率收于 1.6750%，比上周下行 0.10bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.5728%，比上周下行 5.46bps。6 月 10 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.0069%、2.3511% 和 2.5810%，分别比上周变化 +5.28bps、-2.77bps、+1.58bps，10 年期国债收益率收于 2.7600%，比上周并无变化。

债券收益率比较稳定；稳增长前期已经为金融机构提供充裕流动性，负债端压力减小；本周的 M2 数据也显示了流动性未来仍将保持充沛，期待资产端与需求的修复。美国 5 月份 CPI 数据超预期导致紧缩预期强化，十年美债收益率达到 3.1620%，三年期 3.2440%，出现了倒挂，中长端收益率全线高于中国国债，可能有资金流出的压力。

图 5：SHIBOR 利率 (%)

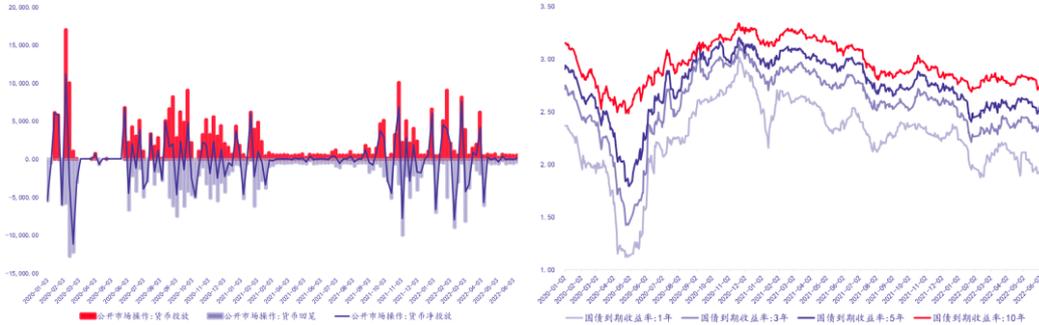
图 6：DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)      图 8: 国债收益率 (%)

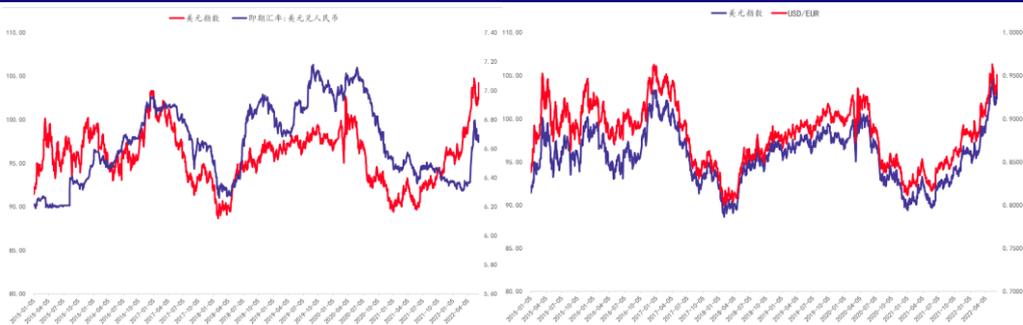


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数较上周反弹至 104.1926 的高位, 美元兑人民币升值, 美国高企的通胀导致强烈紧缩预期, 中美央行流动性继续错位。CME 预期未来 4 次 FOMC 会议均将加息 50bps, 年末目标利率 3%-3.25%, 通胀预期意味着短期美元流动性越收越紧。欧洲央行会议也表现得更加鹰派, 将于 7 月份开始加息, 但由于更弱的经济基本面暂时不会考虑缩表。

图 9: 美元兑人民币 (元)      图 10: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

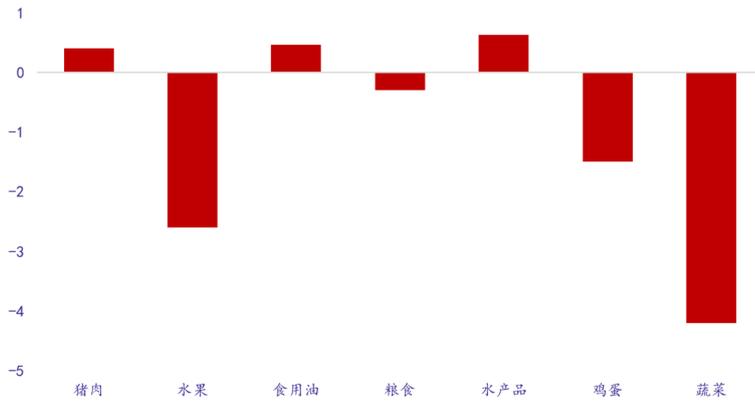
#### 四、猪肉价格继续小幅上升

本周物价稳定, 蔬菜价格变化不大, 猪肉价格小幅上升。本周猪肉价格上涨, 新一轮的猪周期开启, 价格仍处于相对低位。近期猪价上涨, 但养殖户仍然处于略微亏损状态, 不过猪价已经很接近成本线, 出栏压力仍在, 生猪和猪肉供给充足; 能繁母猪数量开始下降, 补栏母猪的成本明显上行, 未来供给预计逐渐减少。随着疫情风控力度减弱, 需求恢复, 价格回升的势头可能保持。综合来看, 猪肉价格短期仍将保持震荡小幅上扬, 下半年带动通胀温和上行概率较大。

蔬菜方面, 本周菜价低位震荡, 夏天阳光充足, 露天蔬菜产量大且不易储存, 物流也因疫情好转而改善, 蔬菜大量入市, 菜价接近往年平均水平。下周主要产区可能有阴雨天

气，但是不会对价格有明显影响；按照历史经验来看，接下来一个月内蔬菜价格会继续小幅下降。

图 11: 5 月 30 日-6 月 5 日物价变动 (%)



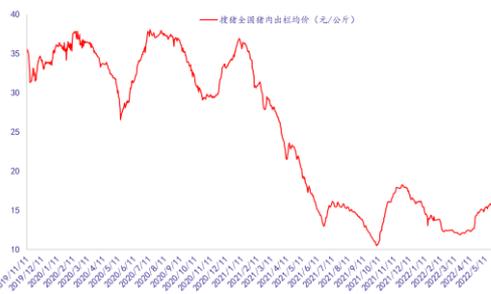
资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院整理

图 12: 猪肉价格回升 (元/公斤)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源: 搜猪网, 中国银河证券研究院整理

图 14: 寿光蔬菜价格指数 (%)



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\\_42939](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42939)

