

内外周期错位 弱复苏强度待检验

观点逻辑

- 下半年，国内宏观周期趋向“弱复苏”，但“弱复苏”的稳定性和力度有待观察，疫后弱复苏实际强度的预期差是核心变量，年度 GDP 增速乐观区域或在[4.5%, 5%]。GDP 分项看，外需向弱，内需中的投资分项修复斜率和速度均将高于消费，其中接触性消费和房地产是高波动变量，取决于疫情和收入预期的演变。
- 国内宏观周期的边际变量，一是若外部市场深度动荡，国内弱复苏进程可能被打断；二是国内疫情和房地产前景存不确定性，面对美联储紧缩周期和猪价回升压力，政策基调趋向中性，增量空间有限，再宽松的触发条件高。
- 下半年，中美宏观小周期错位，宏观风险聚焦外部，欧美处于加速紧缩控通胀的兑现期；美国宏观周期趋向“滞胀”或“衰退”，变量在通胀；通胀若如期回落则趋向“衰退”，相对看，“衰退”场景优于“滞胀”，利于派生“美联储看跌期权”的兜底预期。
- 本轮欧美高通胀单靠货币政策紧缩来应对，衰退概率较高；若要兼顾经济软着陆和控通胀，需要能源供应瓶颈的解除或缓和，以及非能源供应链的稳定和成本压降来配合，这取决于下半年俄乌、中东、东亚等区域的地缘政治博弈，预期相对不可控。
- 下半年，A 股震荡修复的确定性降低，市场波动将加剧，边际变量关注国内疫后“弱复苏”强度和美联储激进紧缩的预期差。商品方面，全球经济景气度趋降，叠加美联储加速紧缩，商品总需求预期边际向弱，但供应变数仍存，其中受地缘影响的能源和粮食，受内需提振的黑色，或相对强于外需主导和供应矛盾较弱的其他品类。

风险提示

国内信用风险超预期深化、国内疫情再次规模化反复、国内疫情防控政策调整力度超预期、欧美冬季能源危机再现、俄乌/中东/东亚地缘风险超预期

投资咨询业务资格
证监许可[2011 年]1444 号

宏观三季报

2022 年 7 月 11 日

陶玮玮
(F026507, Z0002437)

tw@zcfutures.com

上海市浦东新区陆家嘴环路
958 号 23 楼 (200120)



一、交易主线：从“滞胀”到“衰退”

上半年，期货市场交易主线由外部变量主导，交易逻辑由“滞胀”转向“衰退”，期间美国“通胀”和“利率”的基准预期更迭加速，美联储被迫频繁加速紧缩基准，最近三次美联储议息会议累计加息 175BP，以降温需求预期的代价，最大限度遏制行将失控的高通胀预期。

从“滞胀”到“衰退”的逻辑转换下，海外市场股债双杀，大宗商品冲顶后回落，二季度末市场风险偏好全线降温。但突发的上海疫情，以及之后的全面复工复产，令国内股指在 4 月底提前触底并独立于外部市场快速修复，成为上半年全球股指市场中唯一实现上涨的核心国家。

市场恐慌情绪驱动下，避险资产美元指数强势上扬，上半年升值近 10%，主要国家相对美元的汇率全线贬值，其中日本贬值幅度高达 18% 至 136.6，接近 98 年亚洲金融危机的历史低点；其次是欧元，贬值幅度约 8% 至 1.03；人民币贬值幅度约 5% 至 6.7，相对温和。

下半年，宏观核心边际变量将聚焦两方面，一是美联储创记录的紧缩节奏，能否压制住高通胀预期，进而为预期强烈的衰退预期提供交易“美联储看跌期权”的空间；二是外部动荡对国内疫后经济修复强度的扰动，以及房地产政策的实际效果和疫情防控政策的演变及反复风险。

图 1：商品指数涨跌幅（%）

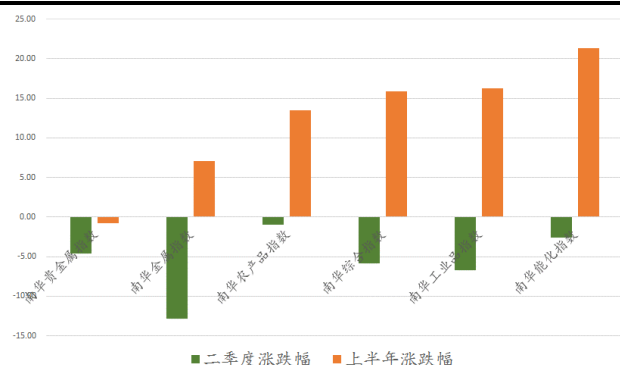


图 2：主要国家股指涨跌幅（%）

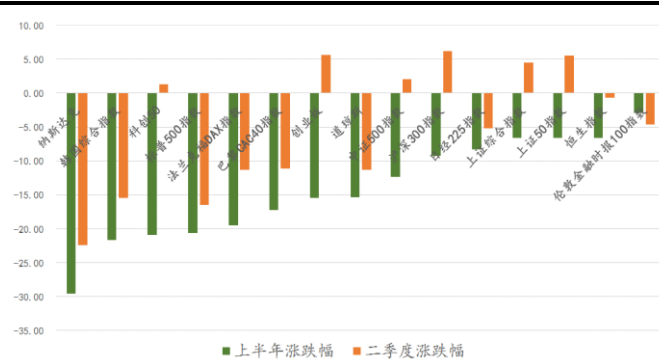


图 3：全球 10 债收益率变化基点（BP）

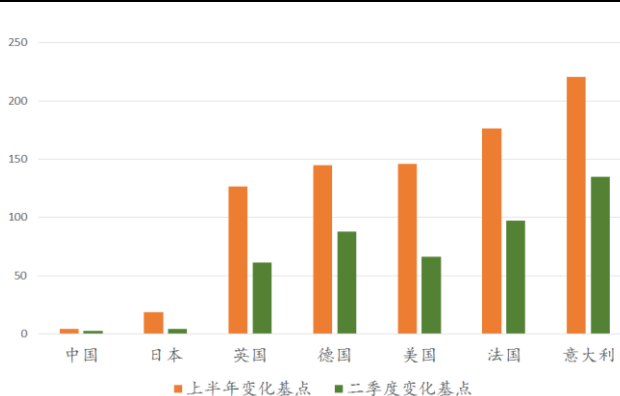


图 4：主要国家汇率变化率（%）



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

二、疫后弱复苏强度 变量在疫情和房地产

以6月1日上海全面复工复产为拐点，疫后弱复苏成为国内主基调，下半年核心变量是疫后弱复苏实际强度的预期差。GDP分项看，出口向下、基建向上相对确定，制造业则取决于内外需的相对强弱，边际大概率稳中趋弱，波动性较高的变量集中在消费和房地产，消费的修复斜率决定了GDP增速的上限，房地产能否触底企稳决定了GDP增速的下限。

关于年度目标增速，目前为止的基准定位是“努力实现”，参照以往的GDP实际增速和目标增速之间的差值，最高偏离度在2019年为0.5%；考虑到上海疫情爆发之前，市场对今年GDP实际增速的主流预测区间在[5%, 5.5%]之间，预计疫情发生后，今年实际GDP增速的乐观区间将在[4.5%, 5%]，其中IMF最新预测中国2022年GDP增速为4.4%。

在此乐观假设下，若二季度实际GDP增速在[1%, 1.5%]区间内，则对应的三四季度GDP增速区间将在[5.5%, 6.5%]；但在外部市场动荡和衰退风险加剧，以及国内疫情和房地产的稳定性存疑的背景下，实现该增速存在一定难度，市场信心的维持需要高频经济数据的持续验证，若实际数据低于市场预期，年度GDP增速中枢有下修压力。

图 5：中国与美国制造业 PMI

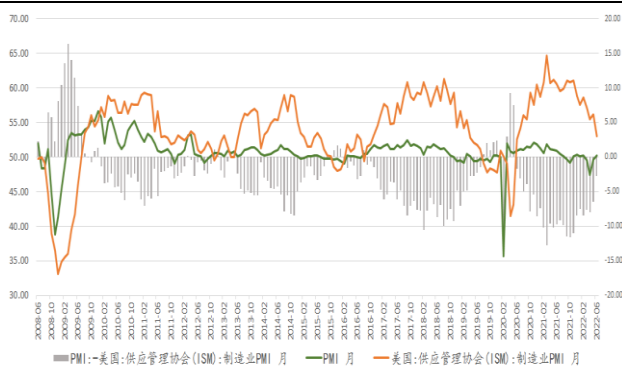


图 6：制造业 PMI 季节性特征

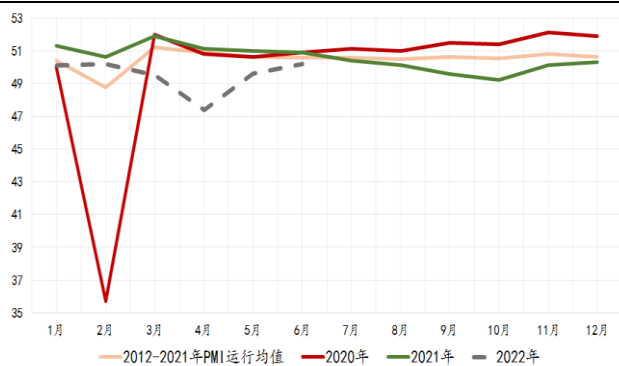


图 7：中国历年实际与目标 GDP 之差

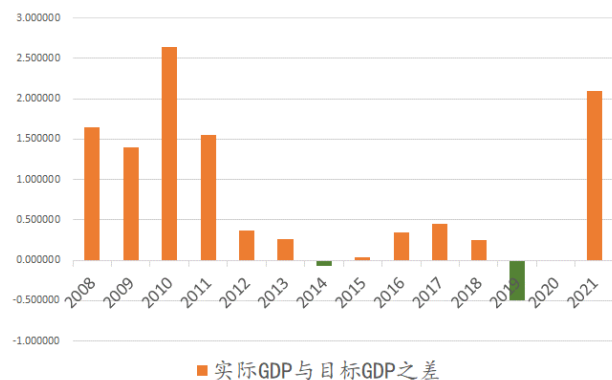
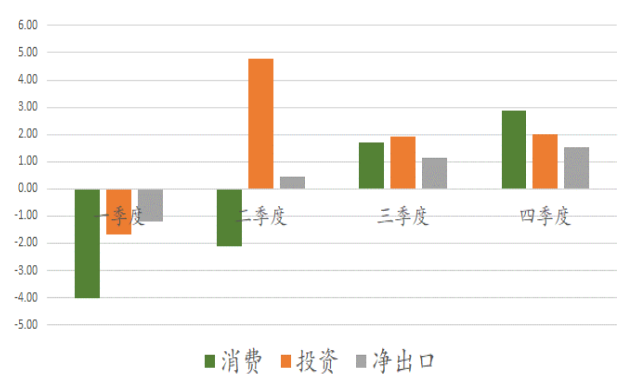


图 8：中国 2020 年支出法分项



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.1 防疫政策优化 刚性约束仍在

6月底发布的第九版新冠疫情防控方案，在防控精准性、统一性、隔离时间方面进行了优

化调整。一是调整风险人员的隔离管理期限和方式，密接的集中隔离和居家监测时间从“14+7”改为“7+3”，减少封管控时限；二是统一“封管控区”和“中高风险区”划定标准，避免各地层层加码；三是完善疫情监测要求，精准分层明确核酸检测策略。

第九版防控方案虽释放出积极信号，但从定性上，并非是放松防控，各地疫情防控的刚性约束依然存在。截至7月初，全国疫情再现反复，“本土确诊和无症状”当日新增病例最高合计385例，达到5月底水平，防疫氛围再度紧张，预计暑期接触性消费的修复斜率将趋温和；此前，端午节小长假全国国内旅游收入仅恢复至2019年同期的65.6%，而与旅游直接相关的民航业上半年亏损额超千亿，高于2020、2021全年的亏损额。

防疫刚性约束的转折点，关键在我国60岁以上老年人的新冠疫苗接种率。据卫健委数据显示，截至6月27日，60岁以上老年人的新冠接种覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的88.15%和83.41%，完成加强免疫接种的覆盖人数占比65%；横向对比，我国老年人接种率距离新加坡老年人95%以上的“完全接种率”仍有距离，加强老年人疫苗接种率或是下半年防疫工作重点。

综合看，因奥密克戎变异株的高传播性和突发性，下半年疫情反复难免；在防疫刚性约束不变的前提下，消费修复斜率难超预期，其中汽车和接触性消费分别决定了下半年消费增速的上下限。

图9：全国当日新增新冠确诊与无症状病例之和

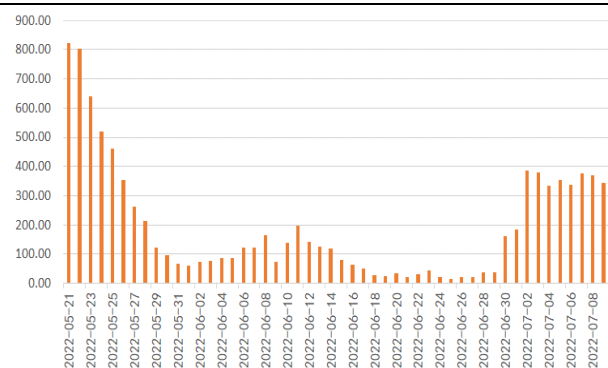
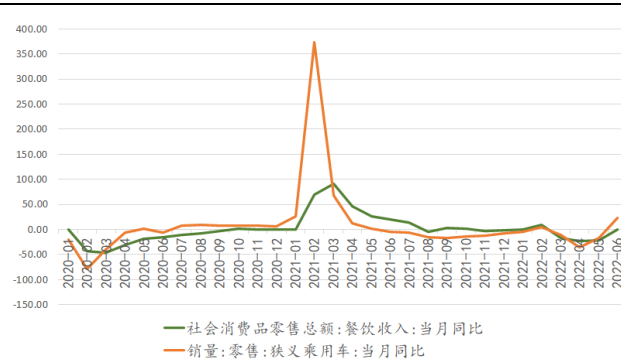


图10：汽车和餐饮销售增速



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 地产信用风险仍存 政策效果待验证

1-5月，房地产相关数据下行态势加剧，销售、开发资金来源、新开工增速同比负增高达23.6%、25.8%、30%。房地产开发资金来源中，国内贷款同比负增创历史新低，显著低于历次房地产低谷期；个人按揭贷款同比负增约30%，接近08年金融危机时期低点。

同期，房企债券融资也面临困境，新发债规模无法覆盖到期旧债，而近期融创、世贸等龙头民营房企相继出现债务违约风险，将进一步加剧房企融资难困境。据克而瑞报告显示，2022年下半年，房企债券到期规模约3102亿元，其中7月到期规模最高达830亿元，预计个别房企的信用风险仍待释放。

下半年，地产政策放松的实际效果是边际观察变量。与此前地产维稳不同，当前居民杠杆率高达62%，叠加收入信心创历史新低，市场对本轮地产维稳的实际效果存在分歧，中性预期为触底企稳，而实际效果则需要下半年高频数据的持续验证，若实际数据高于预期，地产维稳

信心将上修；但若实际效果显著低于预期，则将冲击地产维稳信心，叠加外部美联储加速紧缩的市场动荡和内部龙头房企的信用风险，存在再次出现地产硬着陆恐慌的可能。

图 11：房屋新开工与销售增速

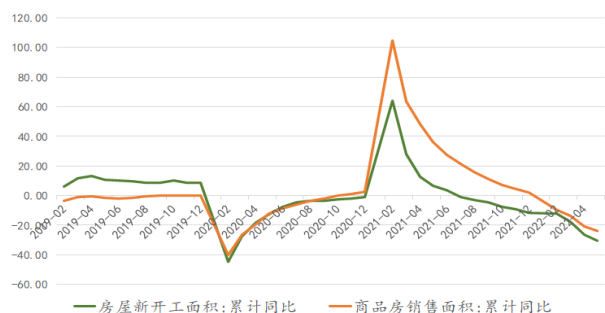


图 12：房地产开发资金来源

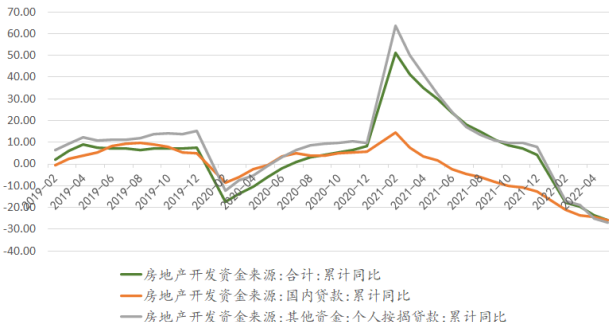


图 13：土地购置费与地方财政收入

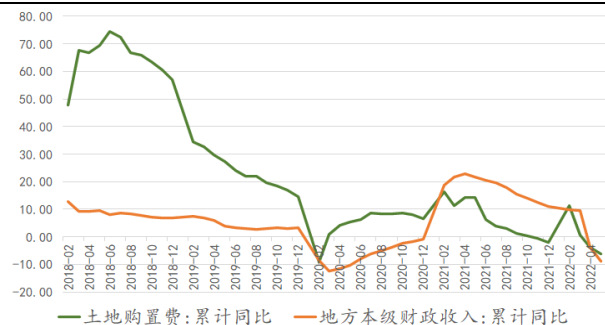


图 14：百城房价指数

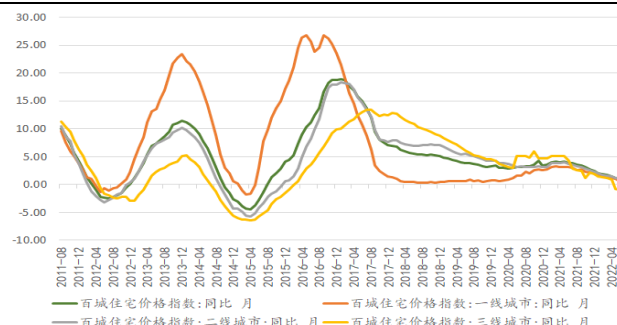


图 15：居民杠杆率

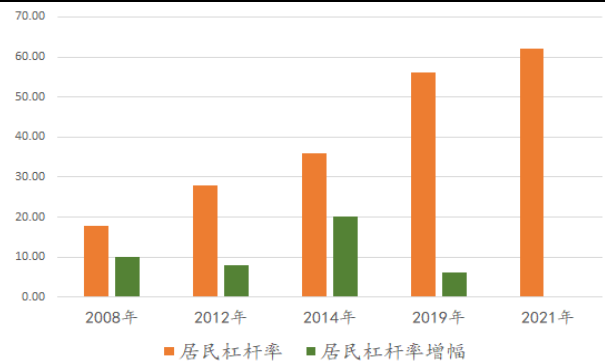
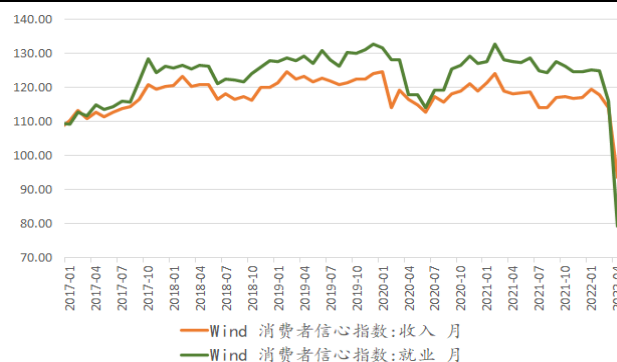


图 16：消费者信心指数



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

三、内外制约趋强 政策偏向中性

上半年，国内货币政策以宽松为主，并未受美联储紧缩加速影响，为稳定因上海疫情触发的经济悲观预期，央行先后降准降息，并加快政府专项债发行速度，对冲居民和企业疲弱的信用需求。截至5月，M2增速回升至11.1%，社融增速稳定在10.5%附近，均高于约8.5%的年度名义GDP目标增速。绝对规模看，22年1-5月新增社融和贷款的同比增速仅为12.8%和2.2%，远低于20年同期的45%和28%，货币政策宽松程度仍较克制，中性偏松为主。

下半年，国内经济以弱复苏为主，政策再宽松的必要性下降，同时所面临的再宽松约束也

在强化，既有外部美联储加速紧缩压力，又有猪价回升带来的内部通胀压力，在无突发风险的前提下，国内货币政策基调大概率从宽松趋向中性，其中7月4日央行逆回购规模，自21年1月来首次降至100亿以下，或是资金利率逐步回归常态的信号之一。但若出现超预期风险，国内货币政策仍存在再宽松空间，汇率和通胀并非是政策再宽松的硬约束。

图 17：中国社融增量

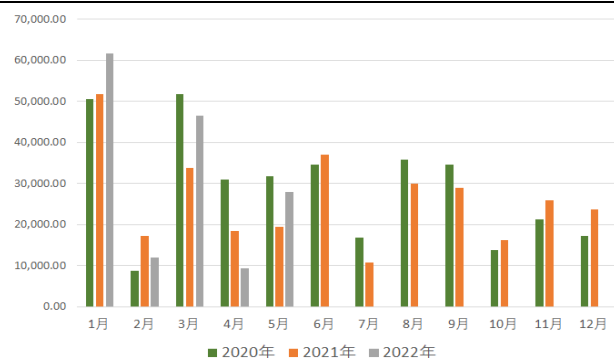


图 18：M2 与社融增速

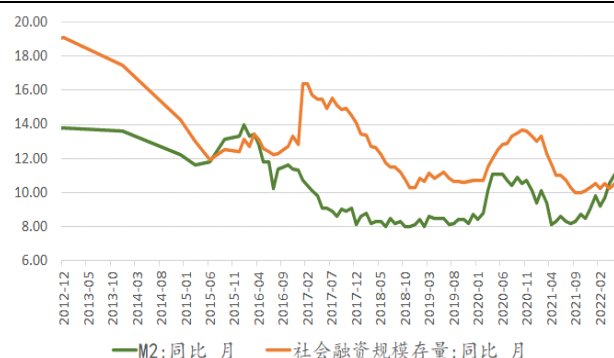


图 19：公开市场净投放

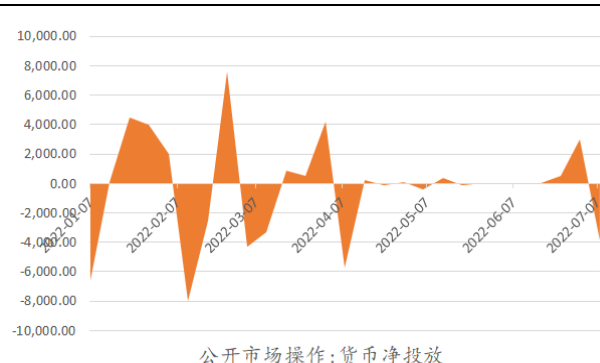
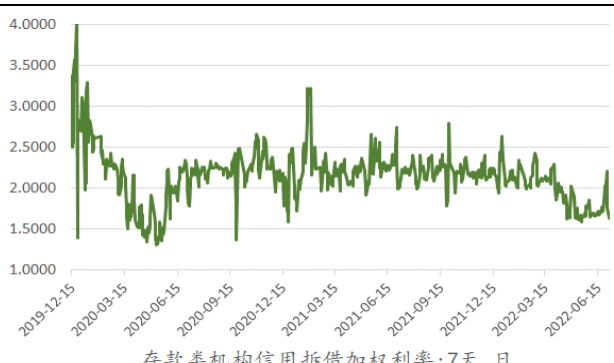


图 20：银行间拆借利率



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.1 外部约束：美联储进入强势紧缩兑现期

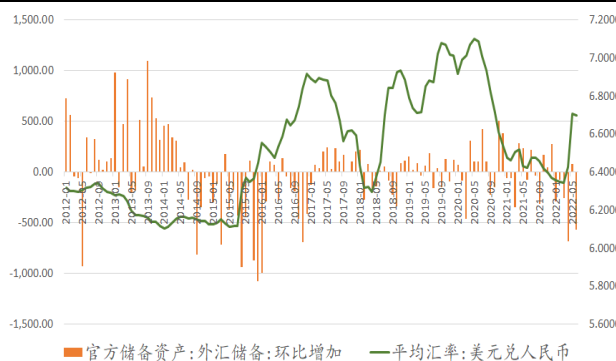
下半年，美联储最激进的加息基准预期是7月/9月各加75BP，11月/12月各加25BP，若兑现，则至年底，美联储基准利率将高达3.5%。兑现概率看，7月和9月加息预期兑现的概率较高，11-12月兑现的概率相对偏弱，若美国通胀和经济景气度出现明显回落，存在暂停加息进入观察期的可能。综合看，下半年美联储累计加息幅度的下限在150BP，上限在200BP，其中下限的降低取决于经济衰退风险的大小，上限的扩大取决于能源和农产品的供应矛盾。

历史经验看，此前美联储紧缩周期中，中国央行并未逆势宽松，以顺周期小幅跟随紧缩为主。下半年，在美联储强势紧缩兑现期中，中国逆势再宽松的触发条件较苛刻，以6月1日为节点，之前是维稳政策的集中出台期，之后将是维稳政策的显效观察期，常态下，三四季度国内经济的疫后修复确定性较强，政策再发力的必要性，取决于年度目标GDP增速的实现标准，以及超预期风险的强弱。

图 21：中美国债利差



图 22：中国外汇储备与汇率



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.2 内部约束：猪价回升预期强烈

俄乌战争造成全球能源和粮食价格屡创历史新高，世界银行公布的能源和农业商品价格指数居高不下，欧美各国以及印度巴西南非等金砖国家通胀同步高企。与之相比，国内通胀压力温和，主要得益于国内猪周期与油周期的错位。

但下半年，猪价回升预期强烈，截至7月7日，猪价平均批发价自4月低点反弹近60%，已突破16年度猪周期价格高点，上涨斜率接近19年；而当前生猪存栏量和能繁母猪尚处在下降初期，新一轮猪价上行压力仍待发酵。

综合看，下半年CPI-PPI差值将继续扩大，通胀压力将转向消费端，若猪油价格共振，CPI增速有较大概率突破3%临界点，进而对国内货币政策构成偏强约束；但若猪价上涨斜率过高，也将触发保价稳供的政策风险，但历次政策维稳的效用，主要是减缓价格上涨压力，并不能改变价格上涨方向。

图 23：CPI-PPI

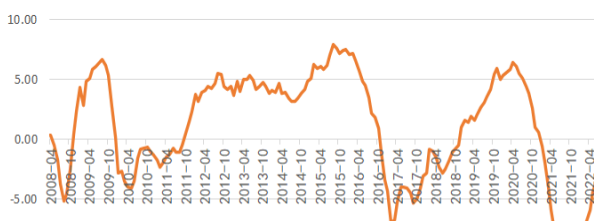
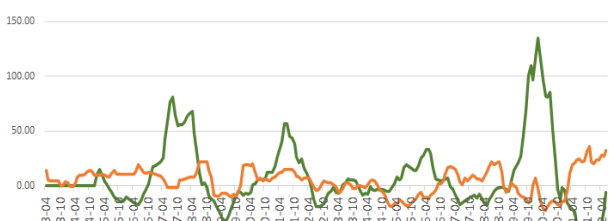


图 24：CPI：猪肉与交通燃料



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_43840

