



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

屋漏偏遭连夜雨， 困境反转迎新机。

——2022年半年度宏观经济报告核心观点

研究咨询部 王静

2022年6月20日

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

核心观点

当前的宏观逻辑主线依旧是疫情、加息和战争。美国的通胀愈演愈烈拐点难现，中国的增长压力不断增加备受困扰。同样面临着重大政治事件的G2各自焦头烂额，全球的政经秩序日益走向分化，在去全球化的渐行渐近中脱钩与重塑。疫情的阴霾始终无法消散，俄乌战争的乌云依旧笼罩，世界经济徘徊于滞胀与衰退之间。

中国经济经风雨浴火重生，困境反转迎来新机。经济增速探底回升，“对钩”形态不断走高；翘尾效应下，CPI往上，PPI下行，CPI-PPI剪刀差逐月修复均值回归，三季度开始通胀可能成为影响政策走向的宏观因子。

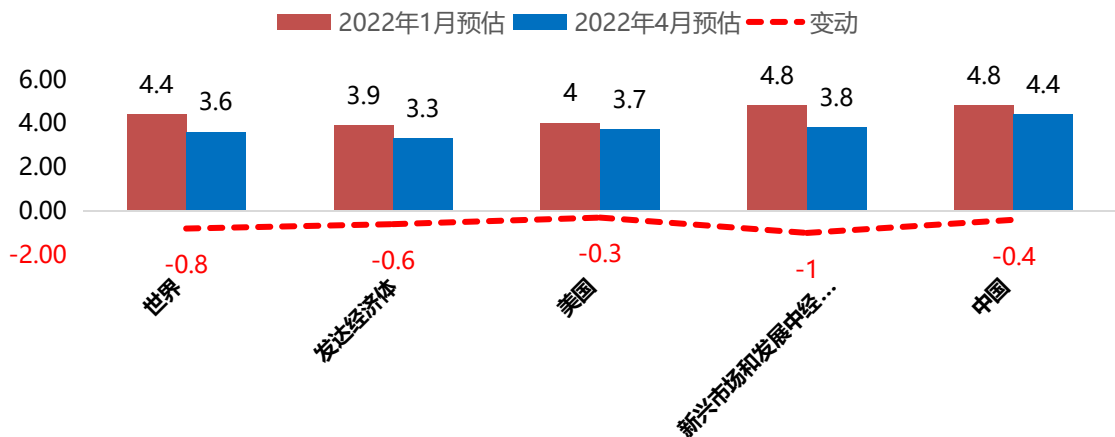
下半年，大宗商品高位运行但也难言反转，内部结构料将走向分化。能源价格坚挺，有色在全球经济衰退下表现偏弱，黑色则游走在稳增长和房地产进一步恶化的矛盾之间震荡波动，农产品则在低库存的大背景下维持总体强势格局。新一轮的猪周期已然形成，长线多头机会仍将持续。黄金，伴随着世界政经格局的动荡，配置价值仍旧凸显。

风险点：俄乌战争扩大；疫情集中爆发，中美冲突升级，新兴经济体经济危机。

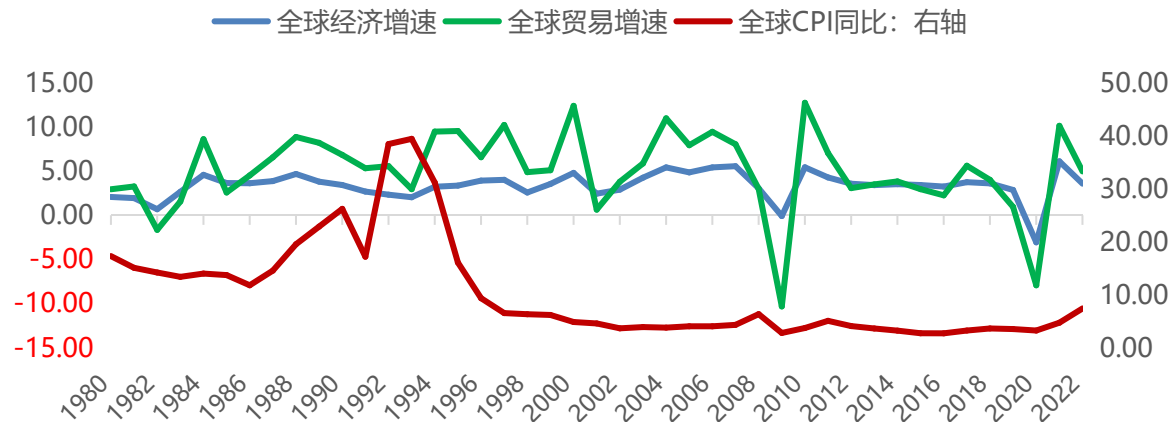
俄乌战争阻断疫后复苏，全球经济陷入衰退

俄乌战争阻断疫后复苏，全球经济陷入衰退。俄乌战争不仅仅引发了一场代价高昂的人道主义危机，同时，这场冲突造成的经济损失将导致2022年全球经济增速显著放缓并推升通胀。燃料和粮食价格快速上涨，低收入国家的弱势群体受到的打击最大。根据IMF4月份最新的全球经济展望，全球经济增速预计将从2021年6.1%的估计值下降至2022年和2023年的3.6%。2022年和2023年的经济增速预测值分别较1月预测值下调了0.8和0.2个百分点。2023年之后，全球经济增速预计将放缓，并在中期回落至3.3%左右。由于俄乌战争导致大宗商品价格上涨、价格压力不断扩大，2022年，发达经济体的通胀率预计为5.7%，新兴市场和发展中经济体的通胀率预计为8.7%，二者较1月的预测值分别高出1.8和2.8个百分点。各国不仅要多边努力应对人道主义危机，防止经济进一步割裂，同时还要维持全球流动性，管理债务危机，应对气候变化，并努力尽快结束新冠疫情。

IMF进一步下调全球经济增速预估 (%)



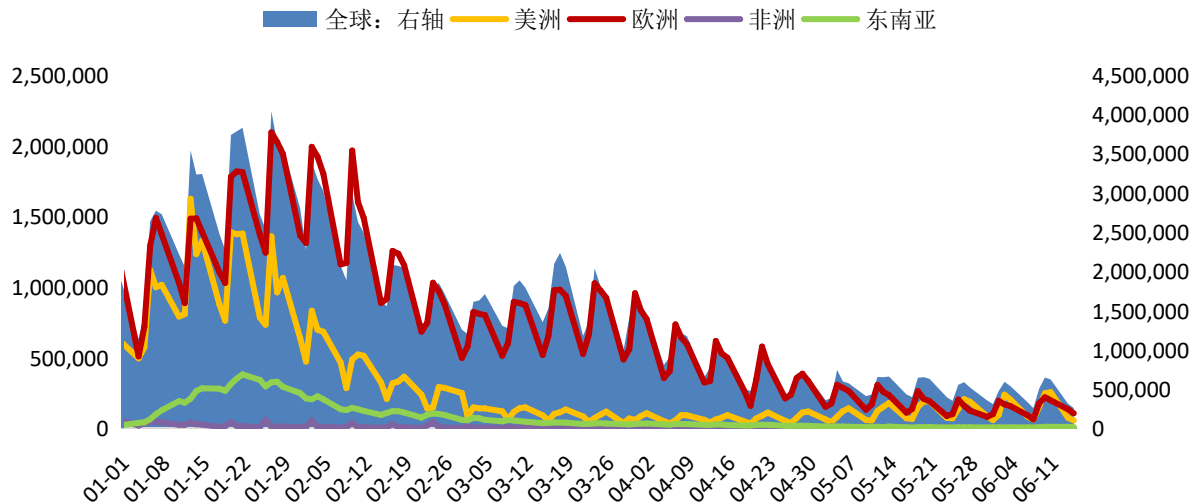
全球经济、通胀与贸易 (IMF预测%)



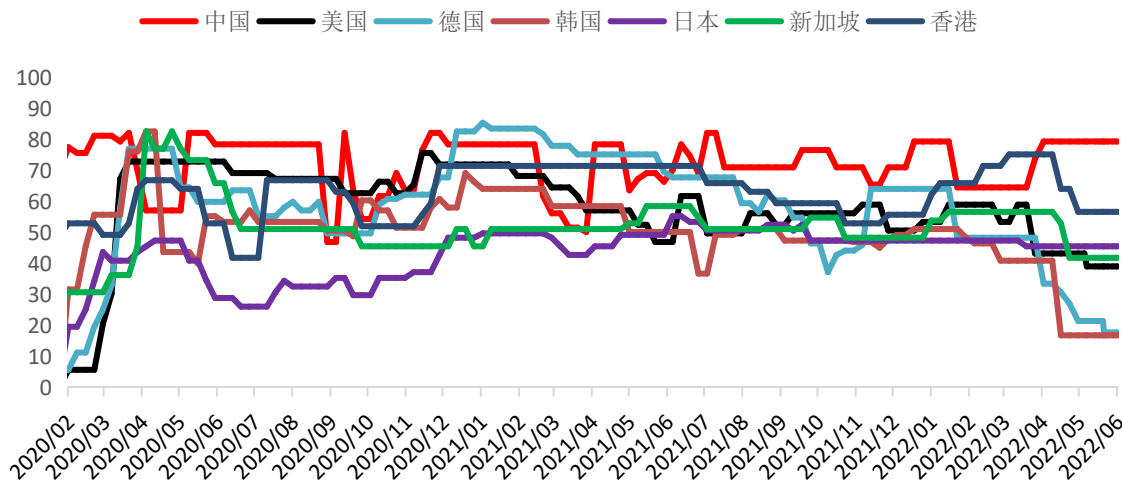
疫情：长尾效应下，世界更多国家尝试与疫情共存，却给中国带来超乎想象的打击

自2020年初新冠疫情的爆发，至今已有两年半时间了，时至今日，随着毒株的不断变异，目前呈现出感染性高、隐秘性强和致死率低的特征。从全球来看，新冠疫情的影响日益表现为长尾效应，越来越多国家尝试与疫情共存，开放边境正常经济生活，特别是那些采取自然免疫的西方国家。2022年以来，新冠的冲击主要是给隔离防疫的中国带来了巨大的困扰，甚至是“灾难”。而中国所频繁采取的更广泛的防疫封锁措施，包括在主要制造中心实施的防疫封锁，导致其经济活动放缓，并令全球供应链出现新的瓶颈，拖累经济复苏，加剧全球通胀难题。

2022年新冠肺炎当日新增（人）



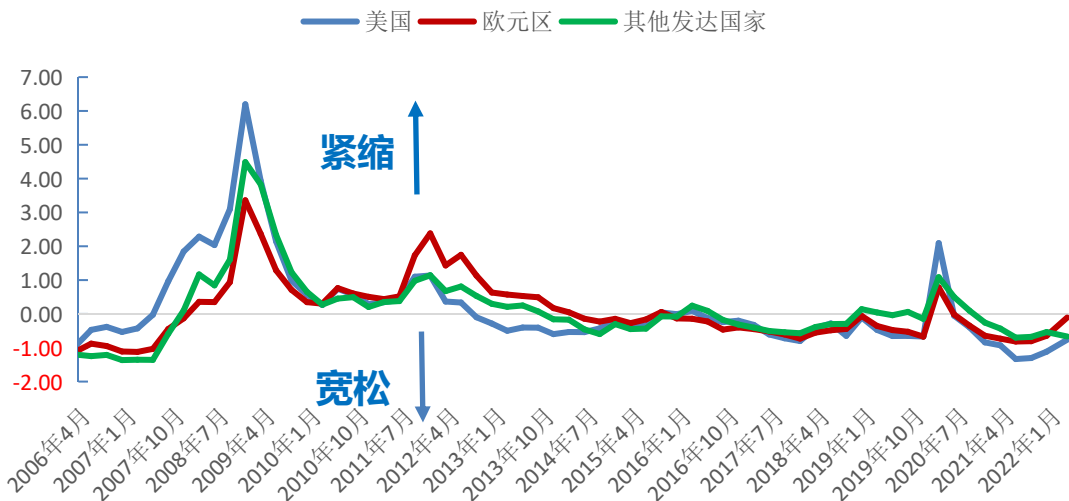
疫情防控严格指数



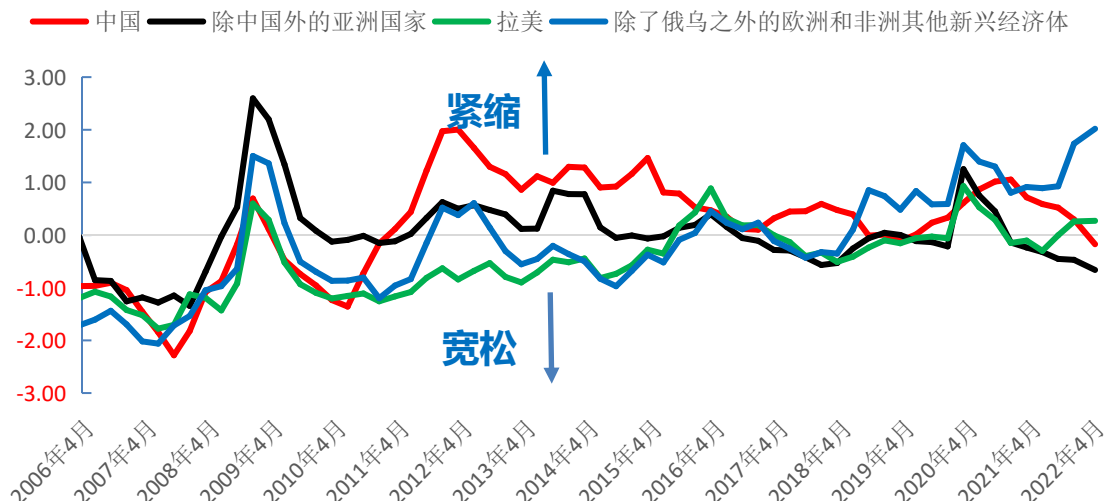
金融条件：通胀已经成为困扰发达经济体的主要宏观因子，多个国家开启加息进程

源于对通胀的担忧，以美联储为首的发达经济体货币政策转向，开始收缩流动性，加息进程日渐从预期走向现实，全球货币环境已然收紧，不少新兴经济体面临着巨大的外资出逃的压力。土耳其货币大幅贬值、哈萨克斯坦政局动荡，甚至是俄乌战争的爆发等问题，都是在通胀的压力大增和全球趋紧的货币环境下所产生的，并且很有可能在未来，更进一步加剧该问题。战争爆发之后，新兴市场和发展中经济体的资本流出大幅增加，导致脆弱借款国和大宗商品净进口国的融资环境收紧，并对风险敞口最大国家的货币造成贬值压力。

发达国家金融条件指数



主要新兴经济体金融条件指数



中国经济--屋漏偏遭连夜雨，困境反转迎新机

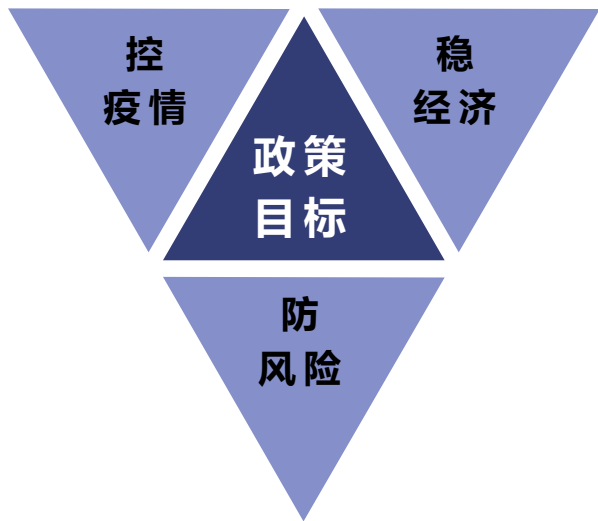
屋漏偏遭连夜雨，中国经济在三重压力之下从衰退走向复苏，外有中美经济周期错位，发达经济体加息收缩流动性以及俄乌战争的冲击，内部更是在复苏的关键时期，于经济发展的核心区域爆发2020年以来最严重的防疫困境，京沪广深多个城市的封城和停摆，不仅让经济陷入几乎停摆，更极大打击了民众的信心，内忧外困之下，三驾马车全线熄火，四月经济数据跌入谷底。困境反转迎新机，防疫渐入佳境，京沪陆续解封，预期逐步扭转。市场出现超跌反弹，5月经济数据普遍好于预期，中国经济有望从衰退阴霾走向复苏。六月份是重要的数据观察窗口，目前已经出来的5月经济数据普遍好于预期。一方面表明前期市场过于悲观需要有所修复，另一方面，也显示出政府稳增长的各项措施效果显现。然而，复苏之路，道阻且长。疫情的阴霾尚未彻底消散，经济好转的持续性有待观察。

指标	202206F	202205F	202205	202204	202203	202202	202201	202112	202111	202110	202109	202108	202107
GDP:当季(%)	1.76	--	--	--	4.80	--	--	4.00	--	--	4.90	--	--
GDP:累计(%)	3.45	--	--	--	4.80	--	--	8.10	--	--	9.80	--	--
CPI(%)	2.37	2.16	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00
PPI(%)	6.22	6.30	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50	10.70	9.50	9.00
工业增加值(%)	4.30	-0.14	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	4.30	3.80	3.50	3.10	5.30	6.40
固定资产投资:累计(%)	5.93	5.99	6.20	6.80	9.30	12.20	--	4.90	5.20	6.10	7.30	8.90	10.30
社会消费品零售(%)	-8.00	-7.61	-6.70	-11.10	-3.50	6.70	--	1.70	3.90	4.90	4.40	2.50	8.50
进口(%)	2.20	0.55	4.10	0.00	-0.10	10.40	19.80	19.50	31.70	20.60	17.50	33.00	28.30
出口(%)	8.70	7.25	16.90	3.90	14.70	6.20	24.10	20.90	22.00	27.10	28.10	25.60	19.30
贸易差额(亿美元)	--	601.77	787.60	511.20	473.80	305.84	853.72	944.60	717.11	845.21	667.97	585.24	560.45
M2(%)	9.80	10.49	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	8.20	8.30
人民币贷款:新增(亿元)	20950.00	13992.86	18900.00	6454.00	31300.00	12300.00	39800.00	11300.00	12700.00	8262.00	16600.00	12200.00	10800.00
人民币贷款(%)	10.65	10.68	11.00	10.90	11.40	11.40	11.50	11.60	11.70	11.90	11.90	12.10	12.30
社会融资规模:新增(亿元)	43000.00	23708.33	27900.00	9102.00	46500.00	11900.00	61700.00	23700.00	26100.00	15900.00	29000.00	29600.00	10600.00
美元/人民币	6.73	6.70	6.66	6.62	6.35	6.32	6.37	6.38	6.38	6.39	6.49	6.47	6.46
中国制造业采购经理指数(PMI)	--	48.55	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	50.10	50.40

政策导向：疫情要防住、经济要稳住、发展要安全

2022年以来，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，中央明确要求--疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。

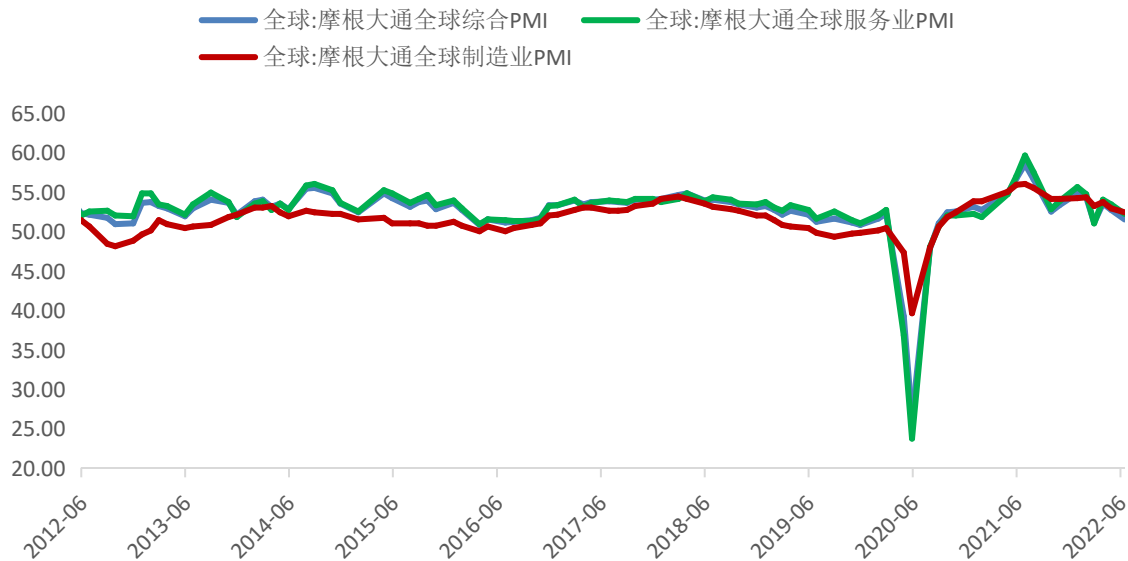
- 加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。
- 要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。
- 要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
- 要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。
- 要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。
- 要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。
- 要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。
- 要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。
- 要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。



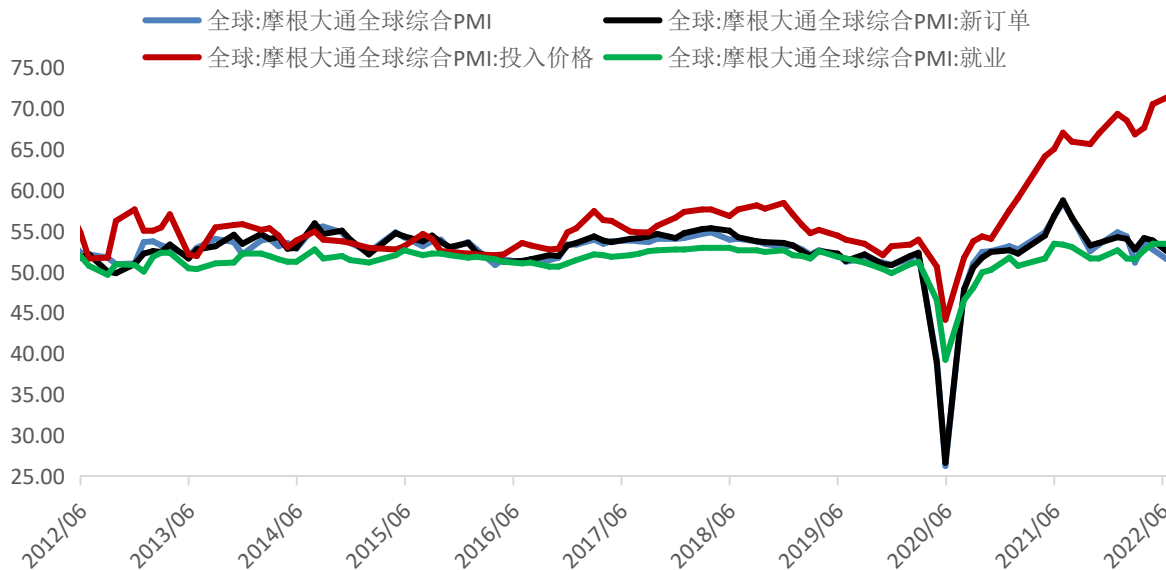
产出下行，通胀向上 → 滞胀 & 衰退

当前的宏观逻辑主线依旧是疫情、加息和战争。美国的通胀愈演愈烈拐点难现，中国的增长压力不断增加备受困扰。同样面临着重大政治事件的G2各自焦头烂额，全球的政经秩序日益走向分化，在去全球化的渐行渐近中脱钩与重塑。疫情的阴霾始终无法消散，俄乌战争的乌云依旧笼罩，世界经济徘徊于滞胀与衰退之间。

摩根大通全球PMI



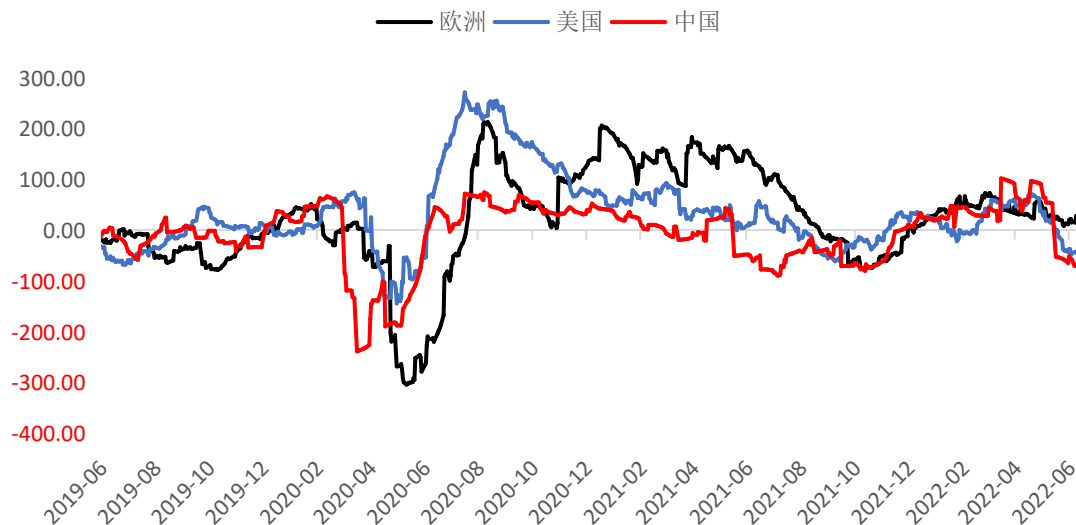
摩根大通全球综合PMI分项目表现



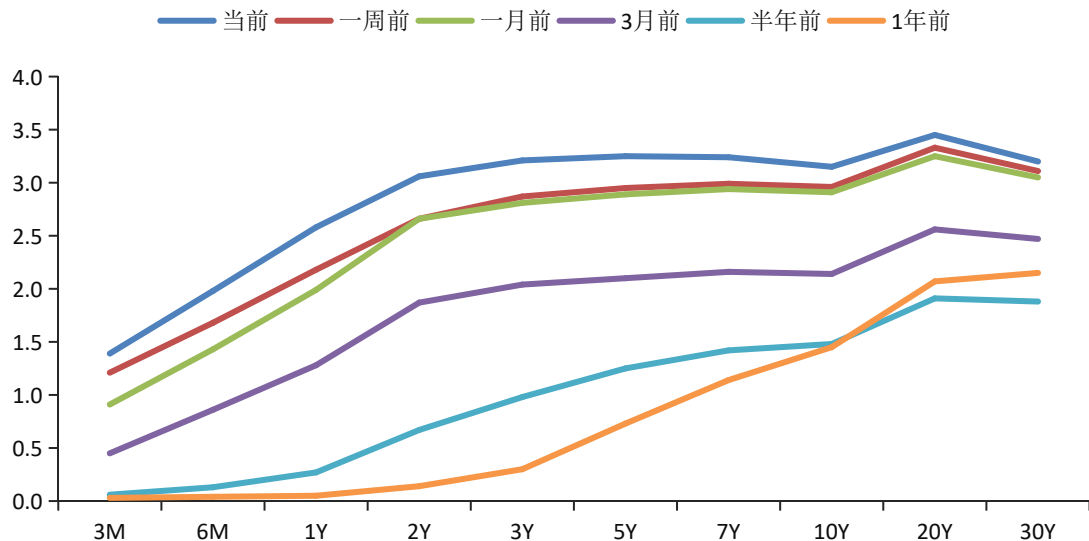
快速加息引发衰退预期，美债期限利差倒挂

- 市场对于未来经济衰退的担忧日益加剧；
- 美国连续加息之后引发市场对经济衰退的担忧；
- 美债收益率曲线近一年趋平，甚至一度出现倒挂。

花旗经济意外指数



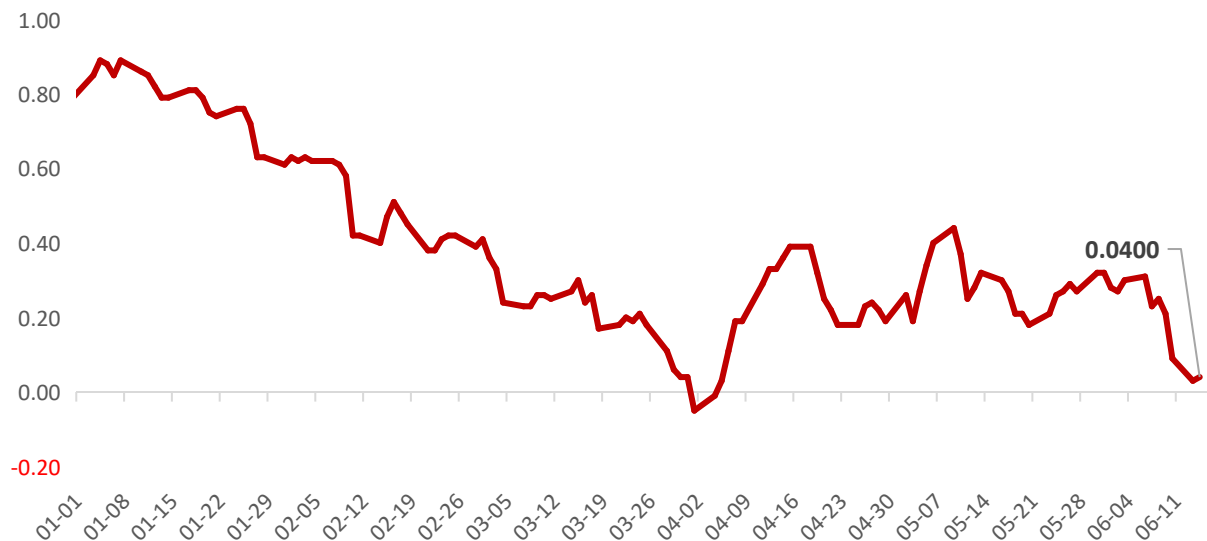
美国国债收益率曲线



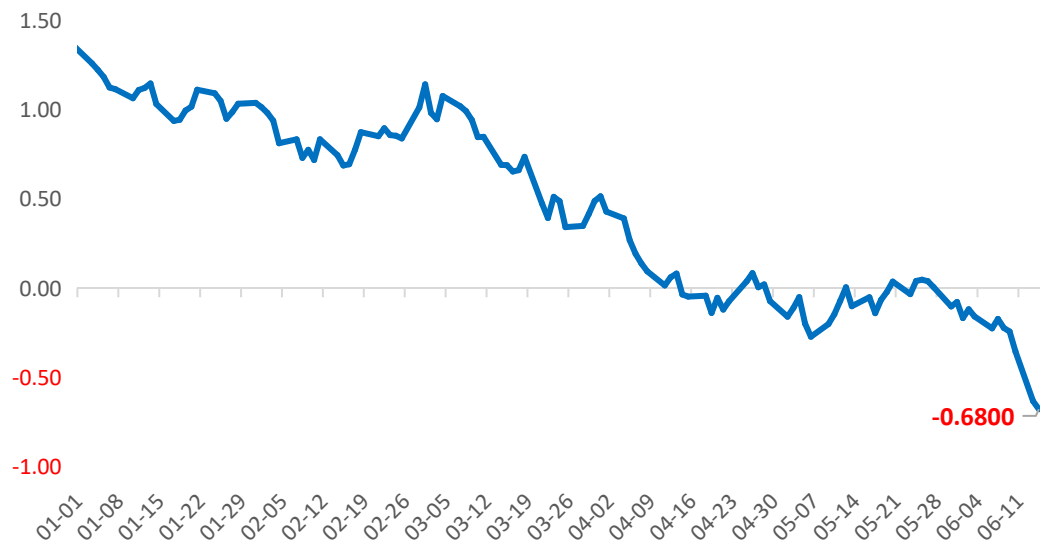
中美利差倒挂，期限利差倒挂--中国最坏的时段也许已经过去，但前路曲折

- 市场对于未来经济衰退的担忧日益加剧；
- 美国连续加息之后引发市场对经济衰退的担忧；
- 中国最坏的时段也许已经过去，但前路依旧曲折。

美国期限利差（10Y-2Y）即将再次倒挂

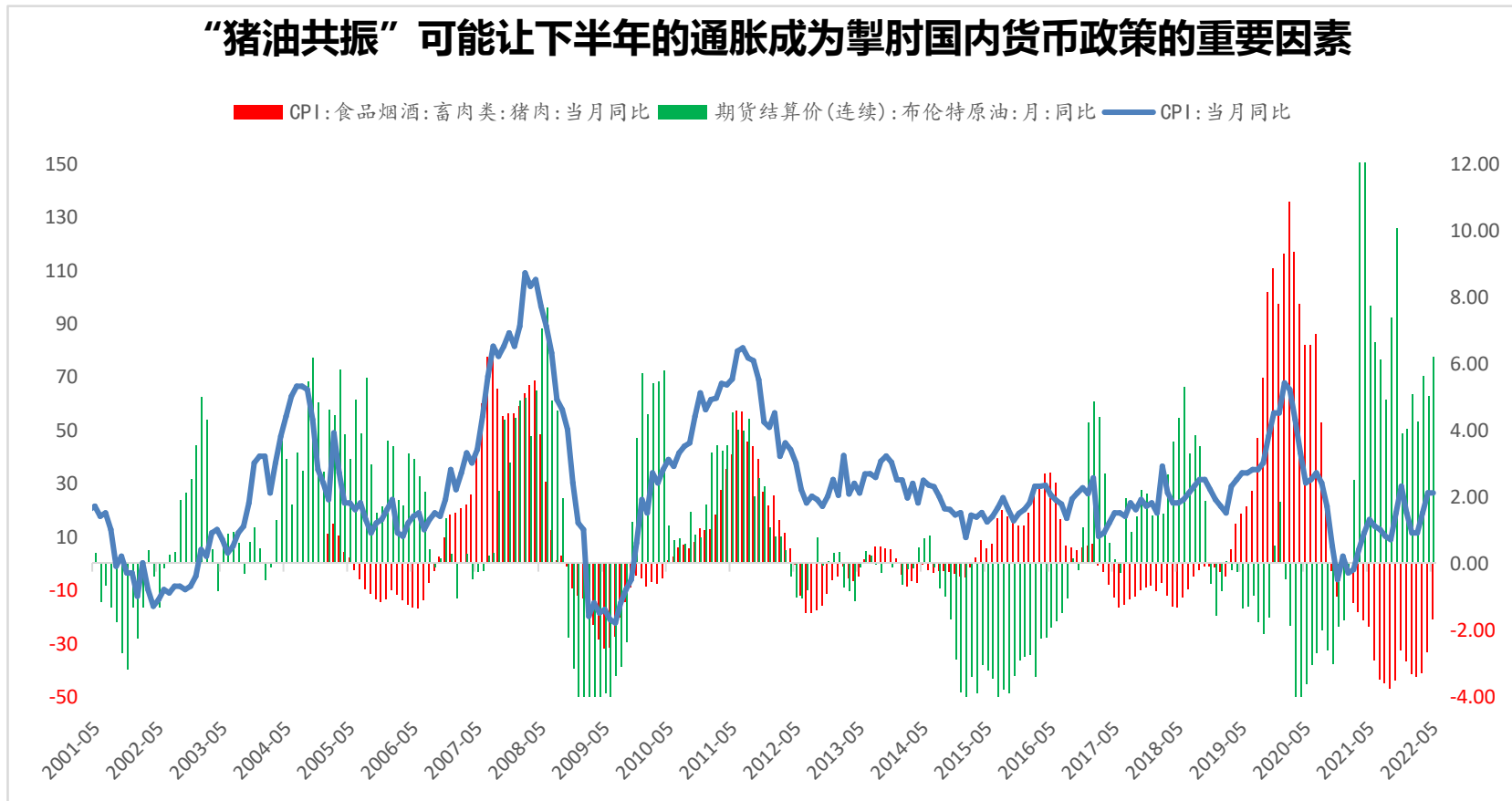


中美利差年内二次倒挂后加速下行



下半年国内CPI谨防“猪油共振”

“猪油共振”可能让下半年的通胀成为掣肘国内货币政策的重要因素

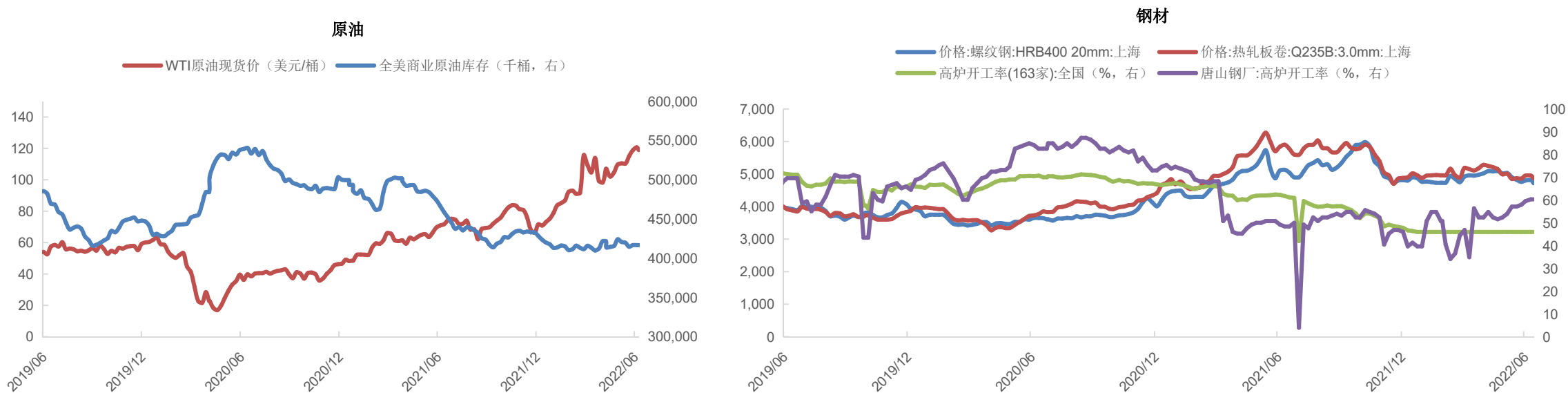


从CPI历史走势来看，往往是出现“猪油共振”——猪肉价格与原油价格同时上行或下行的时候，CPI才会出现较大幅度的上涨或下跌，诸如2007年下半年的上涨与2018年下半年的快速下跌。此外，相对于原油价格，猪肉价格波动对CPI影响更大，即CPI更多的跟随猪肉价格的涨跌。

2022年以来，猪肉价格探底回升，同时叠加原油的强劲和蔬菜等食品价格的季节性上涨，令CPI走势震荡走高。下半年随着猪价的进一步上行，叠加原油需求旺季，“猪油共振”之下，通胀问题料将引发关注，可能会掣肘国内货币政策。

PPI：高基数效应下逐月回落

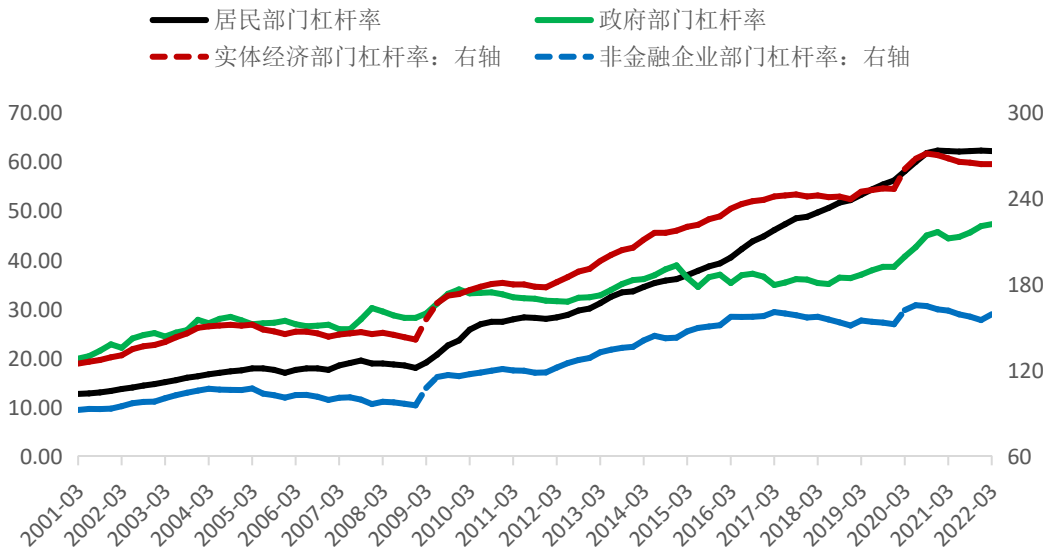
相对于CPI，PPI波动更为剧烈，呈现出大起大落的特征，且趋势一旦形成往往会持续很长一段时间才会掉头。经验上看，PPI走势一般有“外看原油，内看钢材”的规律，往往可以将原油价格与螺纹钢价格作为研判PPI变动的高频先行指标。当前，原油价格在经历短暂回调之后重拾涨势，逼近历史高点，国内钢材价格则受到地产拖累而冲高回落，PPI在去年的高基数效应下逐月回落。



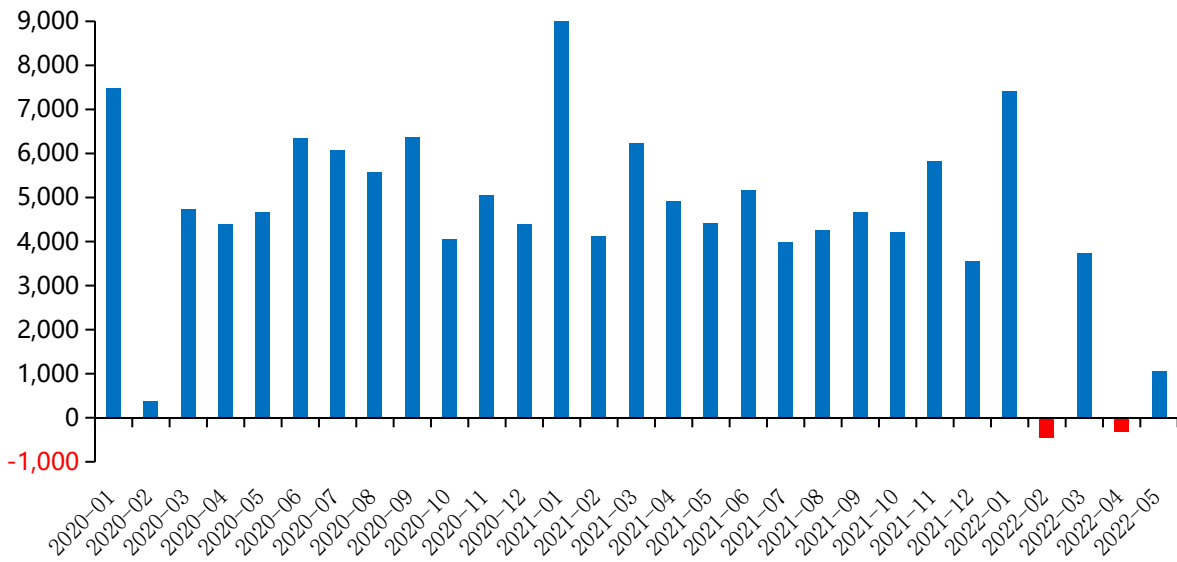
宏观流动性环境：高杠杆率叠加居民加杠杆意愿不强，宽信用难起

央行坚持稳健的货币政策，强调保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，着力稳定宏观经济大盘。密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡。坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

中国各部门杠杆率(%)



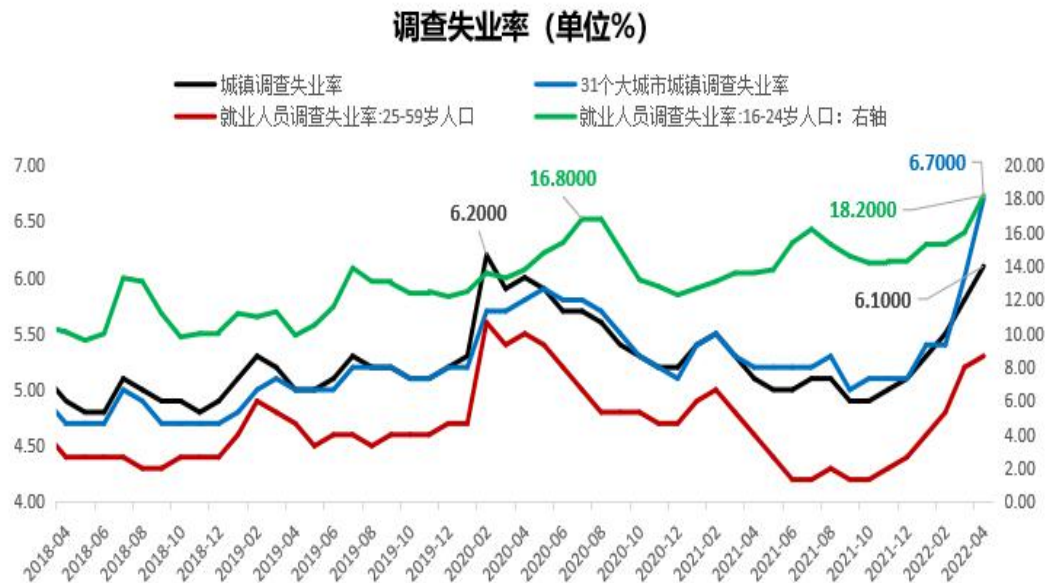
金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值 (亿元)



货币政策：在支持稳增长、稳就业、稳物价之间相机抉择

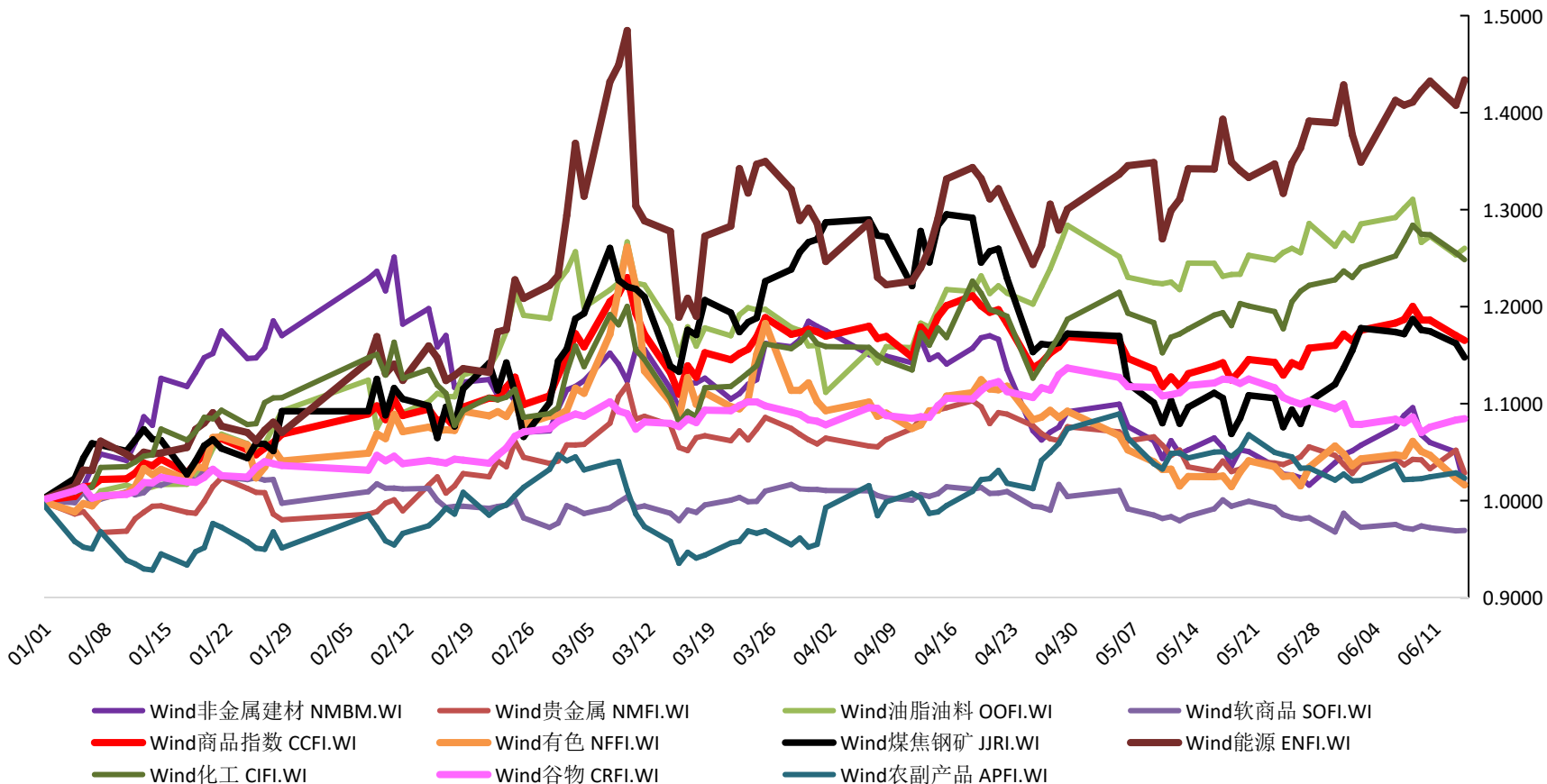
2022年下半年，货币政策将会在支持稳增长、稳就业、稳物价之间相机抉择。稳增长的主线贯穿全年，稳就业是当前货币政策的首要目标，三季度开始侧重稳物价目标的实现。

- 首先，关注8月中旬发布的7月调查失业率数据，以判断保就业压力是否缓解；
- 之后，三季度重点关注物价，尤其是CPI上破3%风险，若失业压力缓解而通胀压力升温，货币政策可能转向边际收紧。
- 最后，下半年二十大前后有维稳诉求，政策环境有望趋于温和稳健，保市场主体及防范重大风险仍是政策侧重点。



大宗商品：下半年高位运行但也难言反转，内部结构料将走向分化

wind商品大类指数2022年以来走势图



下半年，大宗商品高位运行但也难言反转，内部结构料将走向分化。能源价格坚挺，有色在全球经济衰退下表现偏弱，黑色则游走在稳增长和房地产进一步恶化的矛盾之间震荡波动，农产品则在低库存的大背景下维持总体强势格局。

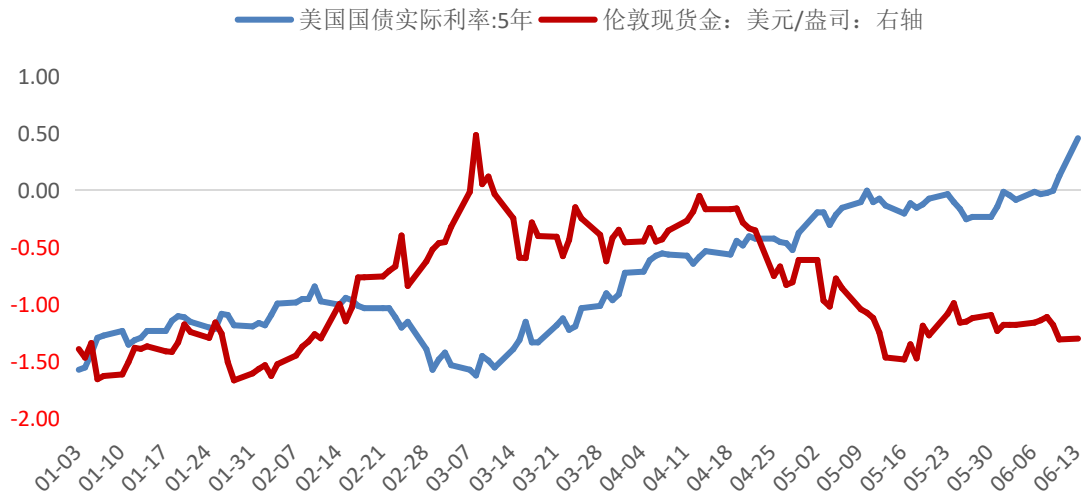
新一轮的猪周期已然形成，长线多头机会仍将持续。黄金，伴随着世界政经格局的动荡，配置价值仍旧凸显。

投资配置--黄金

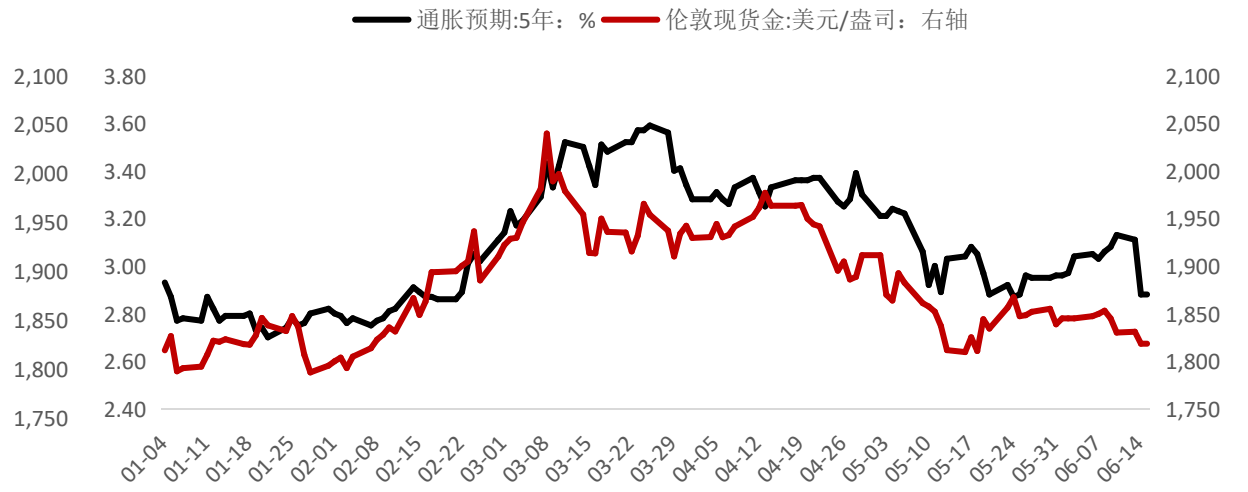
➤ 对于未来，值得配置的是 **“黄金”**，无论是高通胀的环境，还是政经格局的动荡，都值得增配一些黄金来多一份“安心”。

黄金从投资属性上来讲，具有抗通胀和避险双重属性，一般可以理解为实际利率的替代品，长期价格走势与实际利率表现为明显的负相关性。黄金的抗通胀属性平时不太明显，往往与产生通胀的原因有很大关系。货币超发与地缘政治冲突所引发的通胀环境，黄金往往表现不错，诸如2020年新冠疫情爆发初期，2022年俄乌战争的背景等，而在天气灾害或是政策、经济过热等因素所推升出来的通胀，黄金普遍表现疲软，典型的的就是2021年。根据我们的统计，2022年，黄金与实际利率（美债5年期tips）的相关性为**-0.17**，大大弱于长期（2018年以来的相关性为**-0.91**），而2022年以来黄金与通胀预期的相关性高达**0.84**，大大超过长期（2018年以来的相关性为**0.39**）。这种表现，对于未来持续的美联储加息（实际利率可能会进一步抬升，但对黄金的打压有限）与俄乌战争难以消弭的环境（通胀持续，黄金抗通胀属性强化），非常有利于黄金的投资。

2022年黄金价格与实际利率走势的负相关性弱于往年



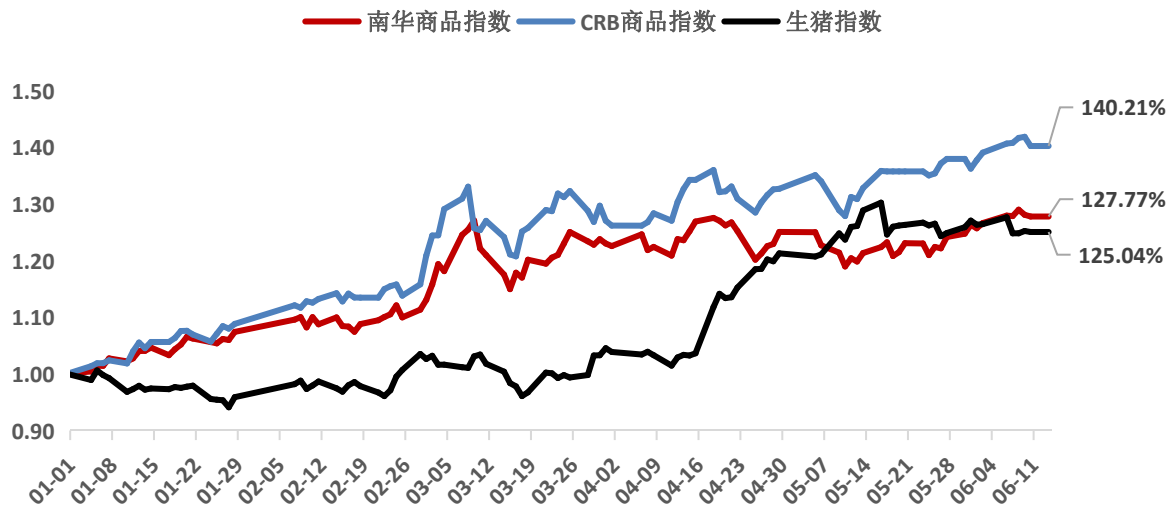
2022年黄金价格与通胀预期的走势高度相关，抗通胀属性明显



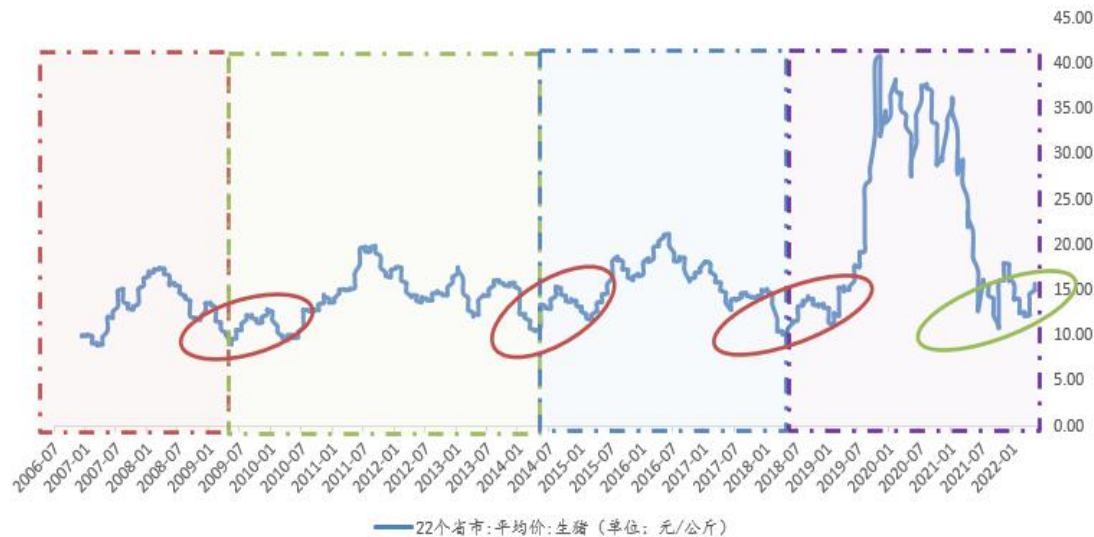
投资配置—“猪”

- 推荐关注的标的是“猪”，四年一轮的猪周期酝酿启动中，猪价政策底已现，市场底加速来临，2022年中期见底的一致性预期正在成为共识，想要加杠杆的可以选择生猪期货的远期合约，需要长期配置的可以参考养殖ETF，又或者是生猪养殖上市公司股票。

生猪期货二次探底后筑底完成，开始抢跑商品



新一轮猪周期已经基本形成



风险点：俄乌战争扩大，疫情反复和集中爆发，中美冲突升级，新兴经济体经济危机。

➤ 俄乌战争扩大

一方面，俄乌局势牵动全球资本市场的神经，投资者避险情绪加剧资产波动；另一方面，俄乌都是世界重要大宗商品的供应国，冲突的扩大令通胀困扰雪上加霜。

➤ 疫情集中爆发

一方面，是国内核心城市疫情的反复与对高效防疫模式的探索；另一方面，是全球其他采取免疫策略的国家大面积开放，给中国防疫的“动态清零”策略实施的持续性所带来的压力；此外，则是病毒的再次变异所带来的疫苗的有效性问题的；最后是防疫给财政带来的考验和对信心的打压。

➤ 中美冲突升级

2022年，中美都将面临重大重大政治事件，美国中期选举，中国二十大召开，政府的换届极易引发冲突，台海问题、人权问题、贸易战问题等都存在升级的可能性。

➤ 新兴经济体危机

随着美联储加息预期的强化，要面临美元回流的冲击，叠加俄乌战争带来的粮食危机，部分对外依存度较高的新兴经济体遭受潜在的经济危机，诸如哈萨克斯坦、少数依赖粮食进口的国家等。

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货投资咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：810-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢