

宏观经济形势与资产价格判断

——2022年二季度宏观分析

分析师：汪洋（F0306430，Z0002320）

二零二二年四月

目 录

1

宏观经济形势与政策重点

2

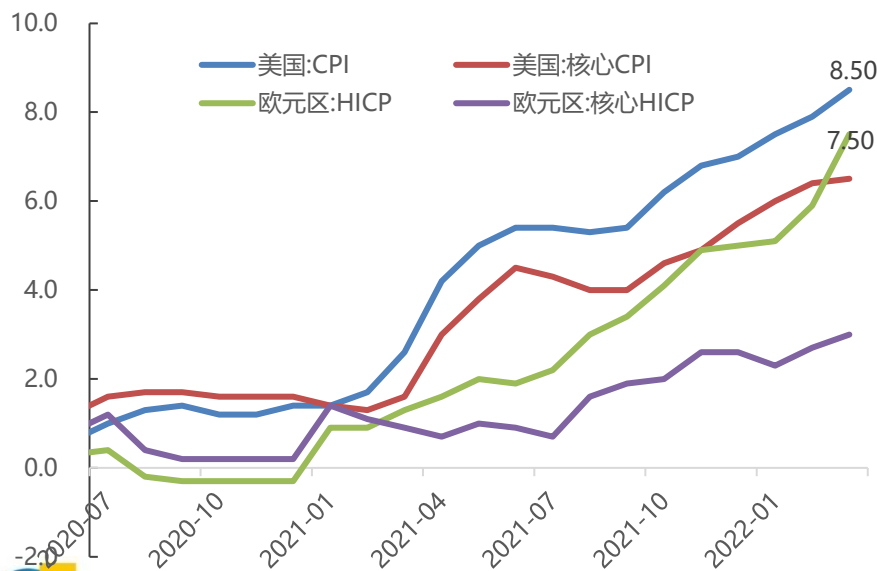
金融市场与资产价格判断

俄乌冲突长期化，加速全球通胀

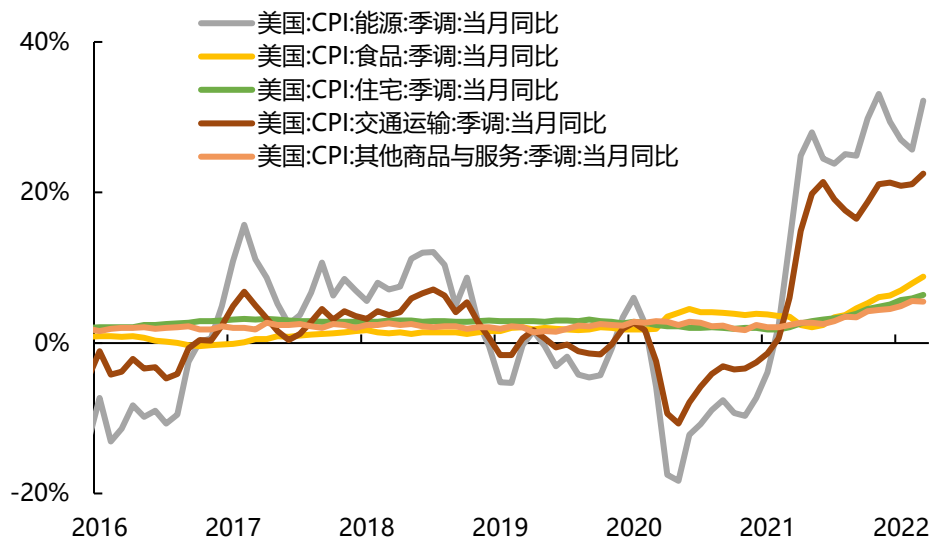
地缘政治长期发酵。2月下旬以来，俄罗斯乌克兰冲突，推动大宗商品特别是能源和农产品价格上涨。近期乌克兰再度反悔谈判结果，准备加入北约，军事冲突可能加剧。

- **能源和粮食问题：**国际原油价格维持高位，欧洲粮食减产推升全球粮价。联合国粮农组织发布3月份全球食品价格指数大幅跃升至1990年设立以来的历史最高水平，环比上涨12.6%。
- **通胀和美元加息周期：**全球通货膨胀已危及到经济复苏，3月美联储加息落地，5月预计加息50bps并开始每月缩表950亿，全年可能加息7次，4月14日欧央行也释放鹰派预期。
- **金融市场愈发脆弱：**4月初美债收益率出现倒挂，金融市场的脆弱性加剧。

全球通胀持续超预期



美国食品、住宅价格抬升，通胀继续新高

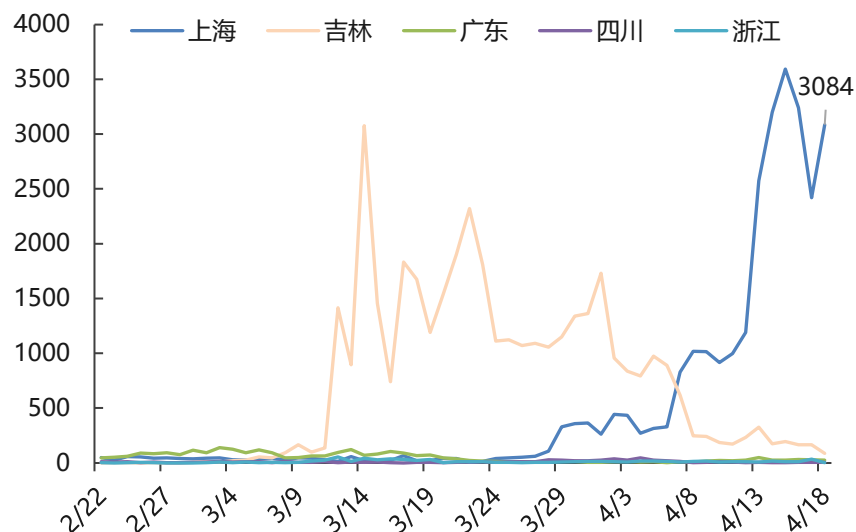


国内疫情超预期，服务消费、产业链问题持续拖累经济

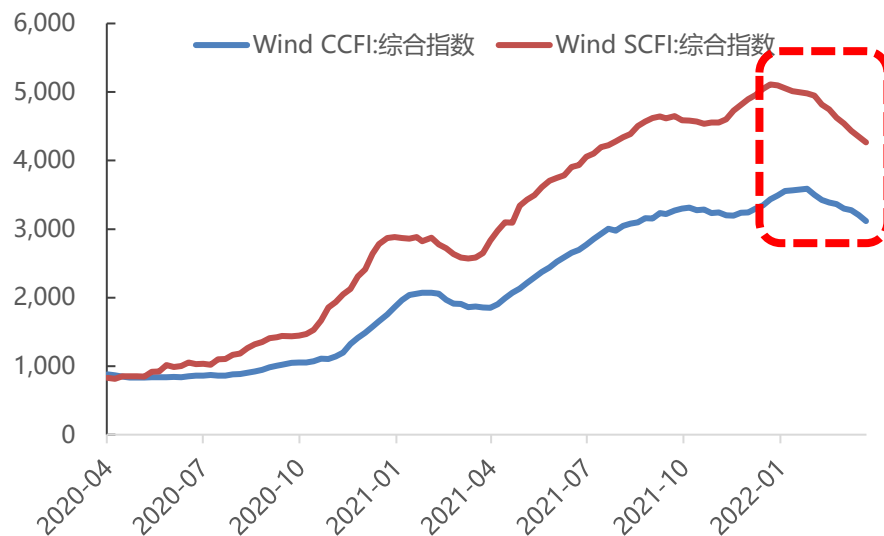
疫情从吉林和上海，外溢散发至江苏、浙江、广东。服务消费、产业链问题持续影响经济。

- 兰州大学黄建平院士团队：上海将于5月3日左右实现新增清零，累积感染超30万人，到2023年11月，全球每天的新冠病例将降至约3000例；西安交通大学人工智能学院：5月14日-21日期间，实现“社会面动态清零”目标，感染人数约47.4万。
- **一季度GDP同比4.8%，环比1.3%，仅高于2020年武汉疫情时期。** 1、消费特别是服务消费造成冲击；2、部分地区企业停工停产通过产业链向上下游蔓延；3、打击居民和企业的预期，预期差对当下生产、投资、消费等造成了更深远的影响。

各地新增确诊人数（人）



CCFI和SCFI指数下降明显

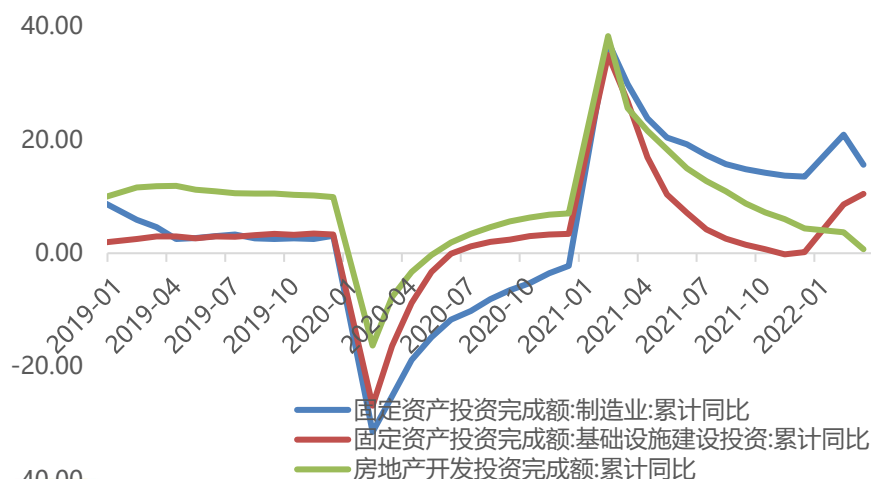


三重压力（1）：缓解需求收缩，仍需刺激投资

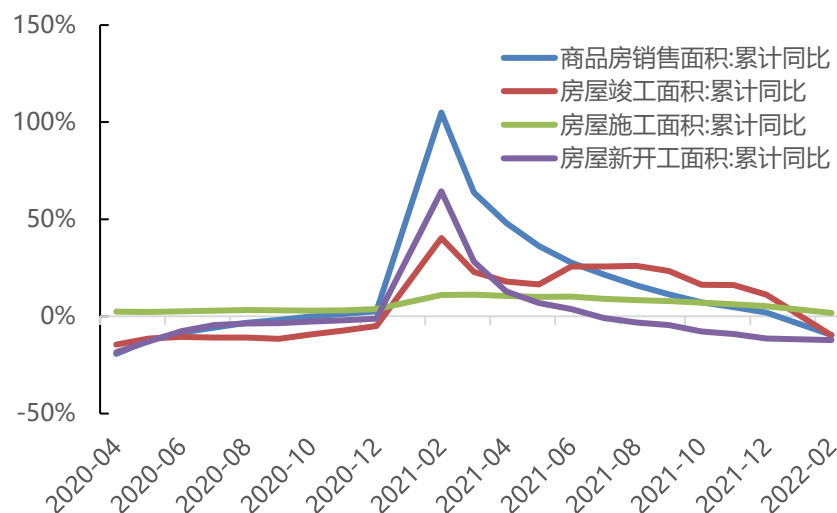
疫情直接影响消费，预期转弱长期影响投资。本轮疫情持续时间较长、影响大，2月份以来，从江苏、内蒙、广东到吉林、上海，冲击国内半数以上省，社零占全国比重68.5%。3月社会消费品零售同比增长-3.5%，一季度累计同比3.3%，餐饮消费等明显下滑。

- **1、基建投资作用体现：**一季度，固定资产投资累计同比增长9.3%，高于疫情前19年初6.3%的水平。从分项看，今年基建始终处于上行趋势，疫情几无影响；疫情明显影响制造业投资，长期需要政策和供应链支持；地产仍处于下行周期。
- **2、地产销售周期、新开工周期、拿地周期均没有企稳迹象：**一季度，商品房销售面积同比-13.8%；新开工面积同比-17.5%，竣工面积同比-11.5%。全国土地成交面积同比下降-51.2%，商品房成交面积仅为去年同期的60%。

投资项下的基建起到一定稳增长作用（%）



地产三大周期同步下滑（%）



三重压力（2）：加快疏通供给，长期立足大市场建设

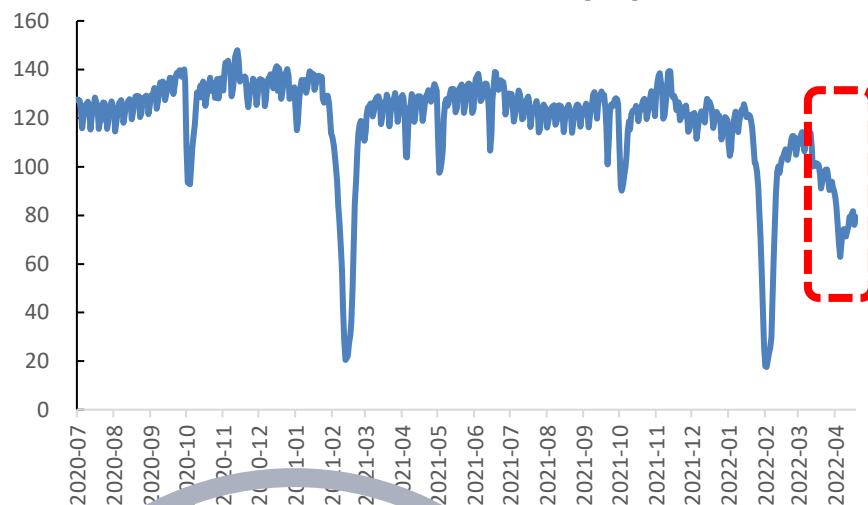
疫情对物流影响毋庸置疑。公路整车货运流量和物流园区吞吐指数低位环比分别下降 18%和 20%，同比降幅已超过 30%。

➤ **供应链中断，复工复产恢复程度堪忧：**冲击汽车产业链停工潮，厂商零部件供应链短缺。

4月11日，中共中央发布《国务院加快建设全国统一大市场的意见》

- 1、立足内需，畅通循环。
- 2、立破并举，完善制度。
- 3、有效市场，有为政府。
- 4、系统协同，稳妥推进。

公共园区物流指数（日）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 完善依法平等保护各种所有制经济产权的制度体系。
- 实行统一的市场准入制度。严格落实“全国一张清单”管理模式。
- 坚持对各类市场主体一视同仁、平等对待。

统一市场规则制度

推进市场设施高标准联通

- 优化商贸流通基础设施布局，加快数字化建设。
- 统一产权交易信息发布机制，实现全国产权交易市场联通。
- 加快推进大宗商品期现货市场建设，不断完善交易规则。

- 建设全国统一的能源市场。在统筹规划、优化布局基础上，健全油气期货产品体系，规范油气交易中心建设，优化交易场所、交割库等重点基础设施布局。

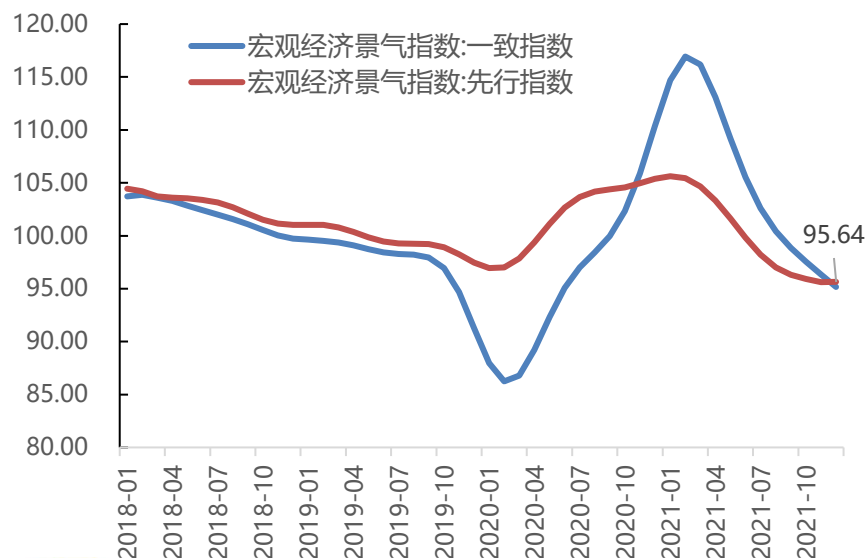
打造统一的要素和资源市场

三重压力（3）：以我为主到内外兼顾，宽松效果预期减弱

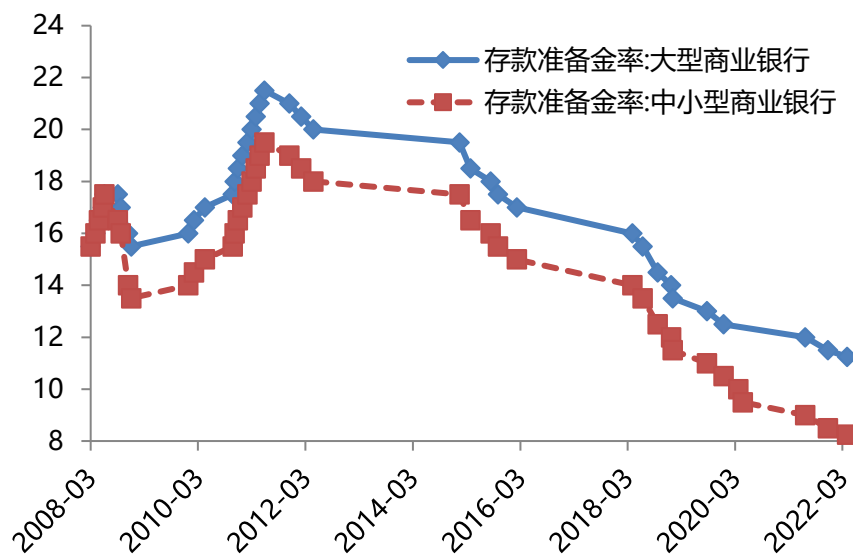
疫情影响超预期，今年5.5%的增长目标难度较大，IMF将全球经济增长下调0.8至3.6%，中国4.8%下调至4.4%。总理在经济形势座谈会上表示“有些突发因素超出预期”，中国目前面临着防疫和经济增长双重目标的矛盾局面。

以我为主到内外平衡，央行降准引导预期。4月25日降准0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元，央行表示当前流动性已处于合理充裕水平，**降准后将综合考虑物价和密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡。**预计二季度美联储快速加息，人民币存在贬值压力，央行总量政策不再动用。

宏观经济景气指数（日）



商业银行存款准备金率走势（%）



小结：以我为主空间收窄，稳增长见效短期看地产

切实振作一季度经济，**货币政策要主动应对，新增贷款要适度增长**；有关部门要积极出台对市场有利的政策。

房地产：及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案。

去年提前下达的专项债额度5月底前发行完毕，**今年下达的专项债额度9月底前发行完毕**；

截至2022年3月末，累计发行约1.25万亿元，占提前下达额度的86%。9月底前还有剩余2.4万亿美元的专项债待发行。

深化改革开放，主动作为、应变克难，着力稳增长，保持经济运行在合理区间主要是**稳就业、稳物价**

一要促进消费恢复发展。二要加快线上线下消费融合；三要扩大重点领域消费。支持社会力量补服务供给短板。四要引导商贸流通企业、电商平台等向农村延伸，推动品牌品质消费进农村。五要加强保障。推进消费平台健康持续发展。

适时运用降准等货币政策工具，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业 and 中小微企业、个体工商户支持力度；**抓紧设立科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款**

3月16日
金稳委会议

4月6日
国常会

4月7日经济
学家座谈会

4月13日
国常会

4月14日
央行记者会

保持政策预期的稳定和一致性，金融委将加大协调和沟通力度，**必要时进行问责**。深刻认识“两个确立”的重大意义，坚决做到“两个维护”，**保持中国经济健康发展的长期态势，共同维护资本市场的稳定发展。**

加大出口退税等政策力度；适时运用降准等货币政策工具，**进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业 and 中小微企业、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本。**

4月15日央行宣布25日存款准备金全面下降25bps，**释放资金5300亿元，降低金融机构资金成本每年约65亿元。**4月18日央行、外汇局出台了23条纾困金融政策。

目 录

1

宏观经济形势与政策重点

2

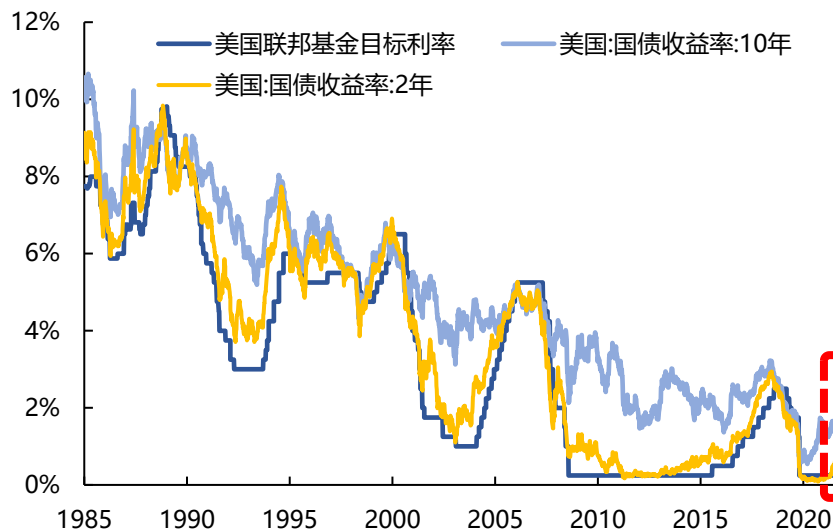
金融市场与资产价格判断

美国经济支持加息和缩表，挑动全球资本市场神经

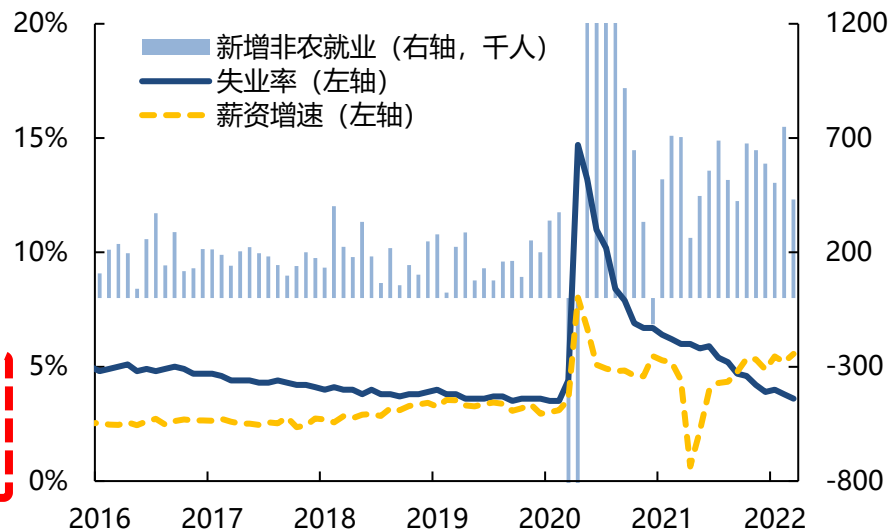
美联储2018年12月以来首次加息，3月17日开启加息周期，本轮加息速率和幅度都比较快。

- **1、就业推动薪资增长，去全球化和地缘冲突，通胀长期高位，经济数据支持加息。** 本轮加息较2015年坚决，联邦基金利率期货的年内隐含加息数达10次，即年内可能出现多次50bp加息，年末达到中性利率（2.25%-2.5%），预计5月加息50bp且宣布缩表，缩表6月正式开始，美元继续走强。
- **2、长端利率反映通胀长期维持高位以及缩表预期。** 长端利率长时间被货币政策所扭曲，缩表将在市场端推高长端利率。本轮加息目标可能略微高于中性利率，10年期利率破3%为大概率事件。

美债利率和基准利率 (%)



失业率下降收入增加，美国经济支持加息



金融稳定委员会强调稳定市场预期

3月16日金稳委会议刘鹤：切实振作一季度经济

- 1、货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。
- 2、强调积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。
- 3、要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。
- 4、有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进治理平台经济。

央行

- 进一步加强部门间政策协调 共同维护资本市场的稳定发展。
- **货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济发展，保持经济运行在合理区间。**
- 防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济健康平稳发展。

证监会

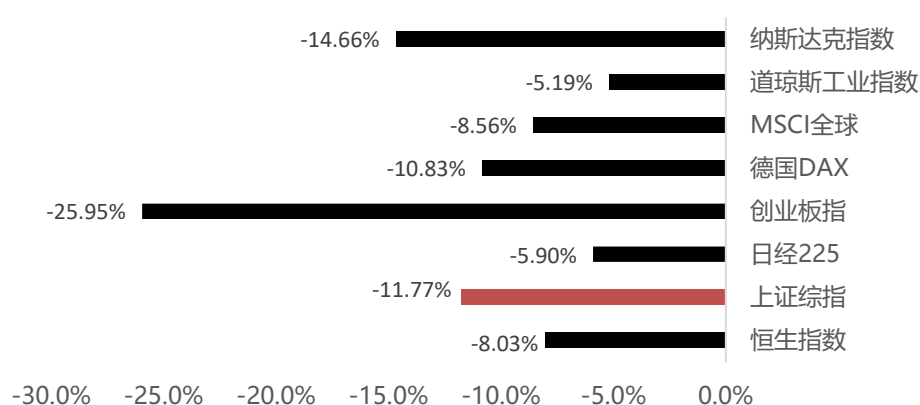
- 坚持深化改革、扩大开放，坚持市场化、法治化原则，主动加强与宏观经济管理部门、行业主管部门等方面的沟通协调，保持政策预期的稳定和一致性。
- **扎实推进全面实行股票发行注册制改革，完善民营企业债券融资支持机制，促进创业投资发展。**
- 进一步推动高水平对外开放，加强内地与香港资本市场的务实合作，共同维护香港市场健康稳定发展。

银保监会

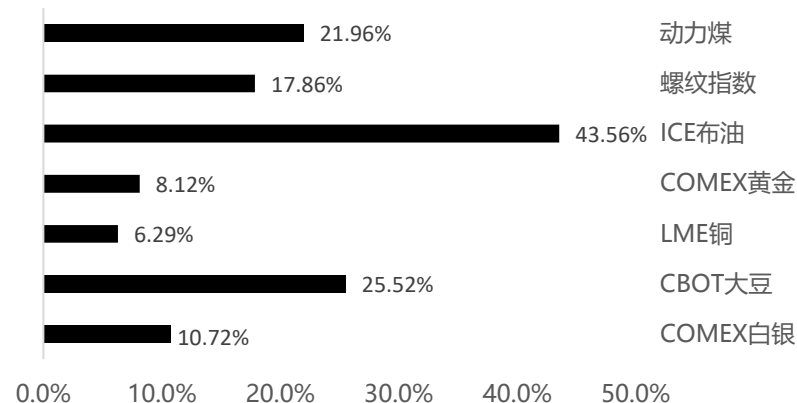
- 要积极支持资本市场平稳运行。积极出台对市场有利的政策。
- 要充分发挥保险资金长期投资的优势，引导保险机构将更多资金配置于权益类资产。
- **要及时回应市场关注的热点问题，稳定市场预期。要积极主动加强与相关部门的沟通协调，形成保持政策预期稳定一致的合力。**

一季度滞涨市：股债双杀，大宗涨价，美元升值

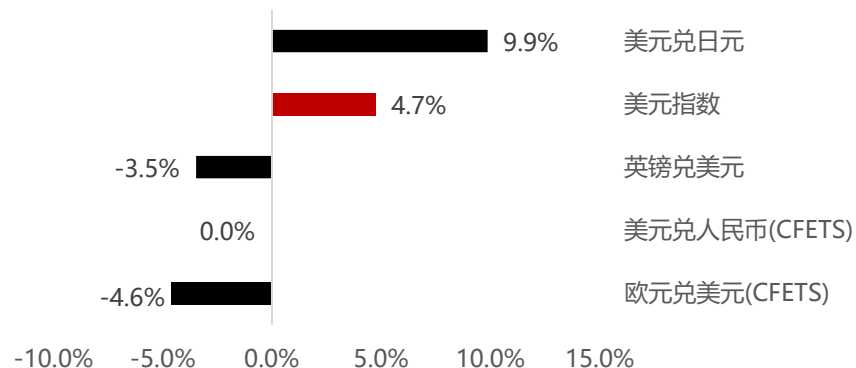
2022年以来主要股票指数表现



2022年以来主要商品表现

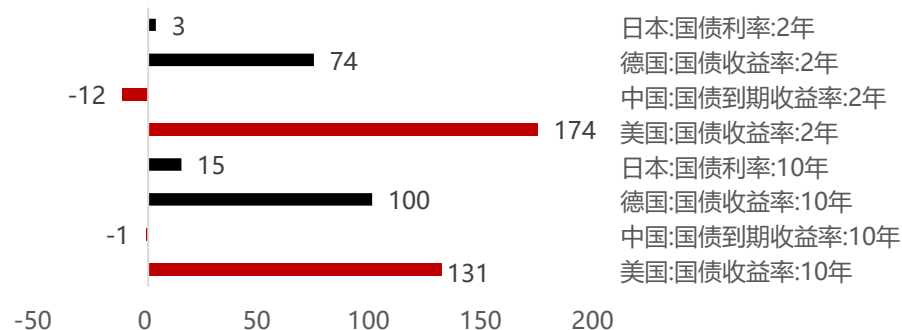


2022年以来主要货币表现



2022年以来主要国家国债收益率

涨跌 (BP)



市场五条主线，美联储加息对资本市场影响最大

1、稳增长政策预期贯穿全年

中国潜在增速下行，海外流动性收紧及疫情困扰，稳增长贯穿全年。货币政策面临汇率、通胀的约束，货币政策宽松空间有限。更关注财政端发力以及宽信用措施落地，对于风险资产而言，仍处于政策发力和实质复苏相博弈的阶段。

2、通胀长期维持高位

美联储开启收紧周期，疫情冲击和去全球化挑战供应链，美国就业市场持续好转推升薪资增长，俄乌局势胶着，通胀或较长期维持高位。

3、疫情反复和阶段性复苏

疫情防控难度大，封控措施趋严，对物流与下游开工造成影响。为达5.5%目标，消费提振、稳增长政策将会持续。参考2020年疫情高峰后复苏，在5-6月疫情防控形势好转后或出现报复性复苏。

5、地缘政治风险持续扰动

2月俄罗斯特别军事行动，退出方式暂不明朗，持续胶着推升全球长期通胀预期和风险外溢。美国官员鼓吹美军进驻台湾岛，未来台海地区局势矛盾可能呈升温之势。

4、关注海外收紧节奏的变化

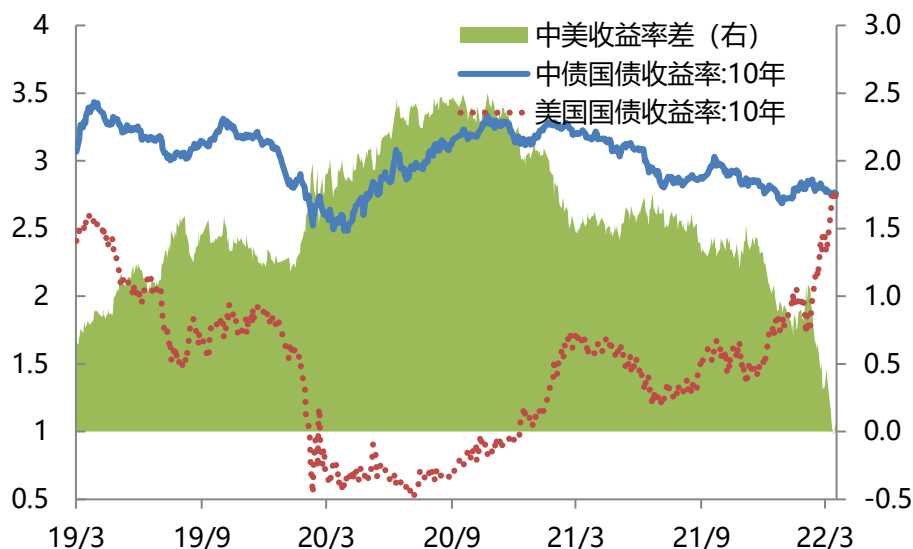
由于通胀压力和优异的经济数据，5-6月可能是最鹰派时期，每次加息50bp叠加开启缩表。提振美元并推动10年期美债利率上行至3%之上。边际鸽派预期取决于通胀见顶和美国经济增速放缓。



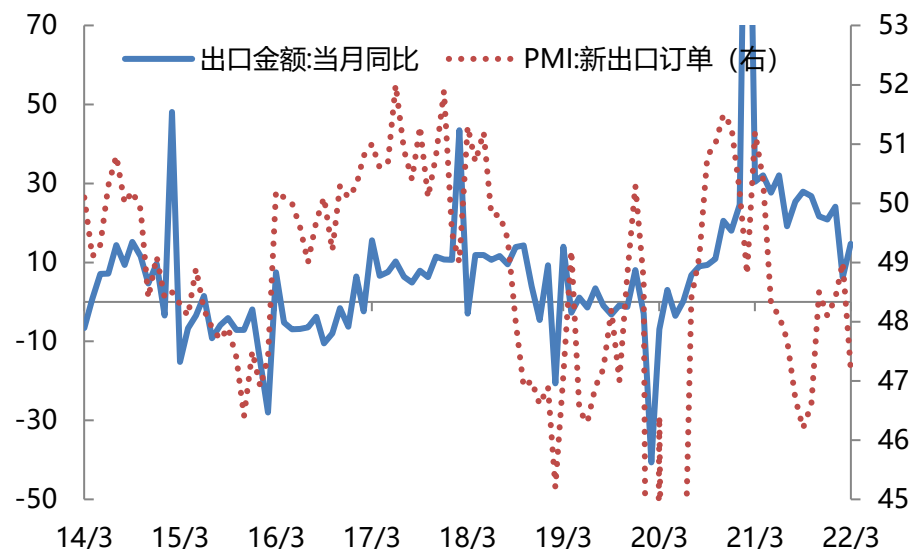
人民币承压（1）：美联储加速加息，疫情打乱出口

- **美联储政策收紧超预期，中美利差倒挂。** 3月美联储加息后，主席鲍威尔和多名官员继续释放紧缩信号，市场预期5月美联储加息50个基点，10年期美债收益率大幅上行至2.8%，中美利差倒挂，资本存在外流压力，人民币汇率承压。
- **前期支撑人民币的基本面因素减弱。** 一季度出口52260亿元，增长13.4%，贸易顺差维持高位，支撑人民币汇率；3月以来，国内疫情影响工业生产，进而影响出口产业链，拖累经济基本面。海外生产恢复，全球经济衰退风险加大（概率从18%提升到30%）降低出口需求，人民币支撑减弱。

中美10年期国债收益率及利差走势（%）



出口当月同比及PMI新出口订单走势（%）



权益筑底（2）：流动性不足，市场底再探

- **权益市场环境未好转。**（1）宏观流动性：货币政策“以我为主”转为相对谨慎，国内稳增长+美元流动性收紧。（2）微观流动性：公募已无增量，美元升值下的资金外流；
- **价值、成长、消费三类，看好价值。**（1）疫情好转后短期看好消费；（2）地缘问题发酵期看好周期；（3）经济数据转好后看好稳增长。（4）价值板块的问题是外资流出。
- **整体估值低、主要指数系统风险不大。**目前市盈率TTM：上证指数11.2倍（10.6倍）、上证50指数10.0倍（8.6倍）、沪深300指数11.5倍（10.1倍）、中证500指数15.4倍（15.6倍）、深证成指21.1倍（15.7倍）、创业板40倍（27.7倍）（括号内为2440点时候市盈率TTM）

（M1-M2）增速差和股市表现的关系



2022年一季度公募基金发行规模同比明显减少

公募基金发行首次募集资金规模（亿元）				
2021年	1月	2月	3月	合计
股票型基金	605.50	523.52	339.66	1,468.69
混合型基金	3,897.26	2,143.73	1,664.77	7,705.76
债券型基金	323.09	300.55	411.89	1,035.52
QDII基金	75.55	11.15	70.55	157.26
全部基金	4,901.40	2,978.94	2,486.88	10,367.23
2022年	1月	2月	3月	合计
股票型基金	116.66	36.92	65.50	219.08
混合型基金	823.88	170.53	349.63	1,344.04
债券型基金	137.60	116.36	740.86	994.82
QDII基金	6.60	0.00	0.00	6.60
全部基金	1,188.20	337.67	1,212.42	2,738.29

***数据截止2021年3月31日

长端利率回升（3）：宽信用稳增长效果弱显现

利空

海外通胀持续，美联储加息超预期，中美利差倒挂，人民币承压。

多地房贷政策出现实质性松动，政府债券加快发行，央行协调联动财政发力，宽信用措施不断落地支持经济恢复。

央行降准后，表示将综合考虑物价和密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡，政策空间将逐步受到限制。

利多

疫情反复消费仍难恢复，商品房销量和地产投资数据依然下行，经济下行压力暂未缓解。

国常会表示加大稳健货币政策对实体经济支持力度，为稳定宏观经济大盘提供强力支撑，市场对央行货币政策继续宽松仍有预期。

俄乌冲突，中美关系不确定性，国内权益市场持续调整，避险情绪推升债券公募基金规模。

- 疫情拖累经济对国债期货价格有一定支撑，随着降准利好兑现，中美利差逐步倒挂，央行再度宽松空间有限。随着疫情有效控制和宽信用效果逐步显现，债券市场大概率面临调整，10年国债收益率可能回升至3.0%。

大宗易涨难跌（4）：各类事件反复冲击供应链

地缘事件

俄乌等地缘问题影响大宗供给，国内保供稳价，大宗商品国内与海外价格倒挂。

美元加息

加息抑制通胀，大宗核心仍是供应链，美元和大宗负相关性减弱。

疫情变种

疫情负面影响国内制造业，即影响大宗需求。

- 本轮通胀受结构性及风险性因素支撑，包括供应链挑战、结构性劳动力不足、地缘政治助推等。在美国经济仍呈过热的状态下，通胀是相对持久且全面性的，目前难言顶部已到。
- 美元与大宗呈负相关，但本轮加息是以抑制通胀为主要目标，伴随着美国经济过热，同时俄乌局势在供应端形成扰动。大宗商品定价逻辑的核心在于基本面供需矛盾，阶段呈现美元、商品同涨格局，短期看矛盾仍将延续。
- （1）能化品俄乌主导，能源淡季关注补库进程。（2）有色需求稳中有升，与建筑相关大的品种基本面承压。（3）疫情对需求端影响更大，黑色价格承压，钢厂复产后原材料相对更强。（4）春耕影响有限，但生猪消费或持续受到负面影响。俄乌局势影响仍在，农产品呈现普涨走势。

部分商品较外盘出现倒挂

能源化工

国内原油价格与布伦特相比低2.2%。源于：1、内外油种品质差异；2、局势动荡推高欧洲油价；3、国内库存较高、需求较差。

日胶盘面价格折算就沪胶低2%。日胶交割品为泰国烟片胶，国内RU交割品多为国产全乳胶，二者存在成本差异，日本经济形势与国内经济形势也存在差异，国内橡胶价格主要跟随国内市场供需变化，近几年基本不随日胶走势。

黑色

铁矿新加坡掉期指数在153美金左右，国内大商所铁矿主力合约相较于海外折价超5%。主要原因是澳巴铁矿全球发货量不及预期，同时国内宏观预期持续向好，共同推升铁矿价格持续走高，但国内政策端调控压力仍较大，内盘相较于外盘折价有望持续。

有色

镍 沪伦比值7.08，外强内弱，价差约-2%，主因海外市场俄镍及镍豆等供应偏紧格局，国内紧张程度相对不足。

锡 沪伦比值7.89，内强外弱，价差约9%，主因国内锡矿端供应偏紧张，下游消费保持旺盛状态。

锌现货出口盈利30-50美元/吨，是历史上难得的买国内卖国外的跨市套利机会。主因欧洲电力价格上涨，欧洲现货供应紧张，而国内供求基本平衡，国外价格涨幅明显高于国内涨幅。

农产品

白糖进口倒挂在8%左右，即国内价格低于配额外进口成本8%。2020年下半年进口政策放开、去年国内大量进口食糖导致国内库存压力相对海外偏大。

油脂油料普遍出现倒挂，棕榈油5月船期倒挂692，幅度5.5%。大豆美湾7月船期倒挂336，幅度6.3%。菜籽加拿大5月船期倒挂660，幅度8.5%。主要源于：1、俄乌局势影响葵油玉米小麦等农产品的供应，新作供应最终影响还不确定。2、马来西亚劳动力短缺导致产量恢复不佳，棕榈油库存偏低。3、原油再次突破100美元/桶。4、南美大豆减产，美豆新作种植面积虽然预期增加，但是最终种植面积还不确定。

申银万国期货有限公司·感谢您的观看

S H E N Y I N & W A N G U O F U T U R E S

凝聚共识、夯实基础、深化转型、创先争优