

夏蝉之噪

摘要

美国通胀数据的高位持续引发市场对全球加息预期的升温。迫于通胀压力，美联储加息 75 基点，二阶利率冲击、汇率冲击将逐步显现。加息导致全球除中国以外权益市场大幅下跌，中国权益市场因经济回暖走出反弹独立行情。本文从三个维度出发解读近期权益及大宗市场：1) 全球步入加息潮，二阶利率冲击来临，权益市场承压；2) 加息影响非美货币，二阶汇率冲击来袭，全球经济承压；3) 地缘、疫情、通货膨胀、全球紧缩的货币政策共同导致全球经济步入衰退预期。

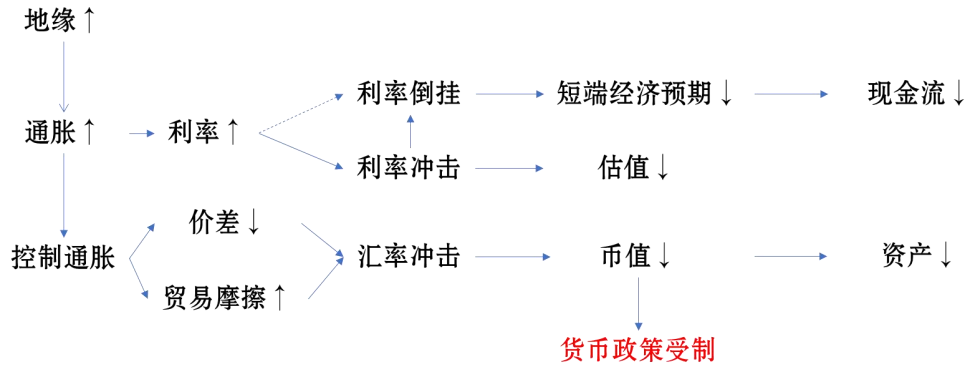
基于上述逻辑，得到以下结论：全球性经济衰退预期加强，权益震荡偏弱，大宗商品整体偏空，先做空成材利润，再做空原料。具体表现为：1) 能化产业链跟随原油波动，地缘方面的钝化、耶伦的预期引导，偏空格局。2) 有色对地缘改善的反馈完成后，新旧能源基建政策下，先跌后涨。3) 黑色由强预期弱现实到弱预期弱现实转变，偏空格局。4) 农产品的供给需要种植周期，价格会维持高位。5) 贵金属由地缘影响已经钝化，继续震荡。

一、全球加息潮

6 月份 FOMC 会议，美联储加息 75bp，将联邦基金利率目标区间上调至 1.5–1.75%。缩表如期进行，6 月到期赎回上限为 475 亿美元（国债 300 亿美元 + MBS 175 亿美元）。2022 年 1 至 6 月，全球各国央行上调政策性利率的次数已达 80 次，创历年之最，其中新兴国家就占到 60 余次。发达国家为抑制高企的通胀进入加息通道，新兴国家则为应对通胀和本币贬值而收紧货币政策。全球加息潮将一步步导致利率上行、非美货币贬值，影响全球经济及权益市场。

（一）利率冲击、汇率冲击逻辑

图 1：利率汇率双杀逻辑图



中观逻辑下，美联储为控制通胀而加息，导致利率上升。利率上升导致估值水平的下降，而利率倒挂体现短端的经济走弱的预期。4月初利率倒挂窗口较短，在后续美联储持续收紧货币政策下，利率或将继续上行，后期较长时间的利率倒挂对实际经济预期的影响将更加强烈。而美国通胀企稳后，价差下降及中美贸易摩擦会触发汇率冲击。非美货币贬值下货币政策受限，非美资产缩水，各国市场面临估值、币值双损的局面，权益市场承压。

(二) 美联储政策推高利率

图 2：美国财政部普通账户：当周值

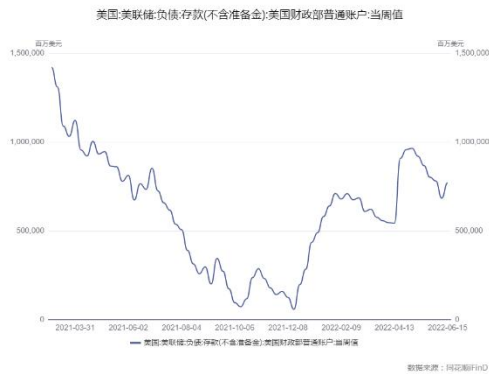
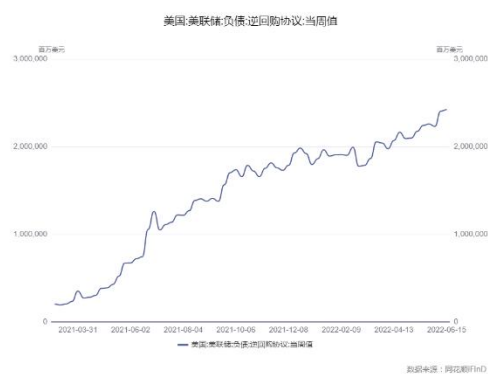


图 3：美联储：逆回购协议：当周值



数据来源：同花顺、长江期货

美国 TGA 账户增加表明减少流动性，账户减少表明释放流动性。不同于中国的逆回购政策，美国逆回购增加表明回收流动性。如图 2、图 3 所示，美国 TGA 账户现处于新一波收紧流动性的起点，而逆回购一直处于逐渐攀高的收水状态。5 月份两者存在分歧，使美债收益率水平较稳定。现两者共振，导致美债收益率水平攀升。

（三）美国通胀迫使美联储继续加息

图 4：美国 CPI、PPI 数据：当月同比



数据来源：同花顺、长江期货

美国 5 月 CPI 同比 8.6%，预期 8.2%，前值 8.3%；5 月 PPI 同比 10.8%，预期 10.9%，前值 11%。当前美国最新 CPI、PPI 数据显示通胀最高点已过但同比的降幅不及预期，通胀整体呈现见峰逐步过拐点的格局。但由于地缘问题，能源价格仍在推高美国通胀。而美联储对遏制通胀的态度十分坚决，**高位的通胀数据会促使美联储继续加息。**

（四）利率二阶冲击

图 5：美国：长期国债收益率曲线：10 年

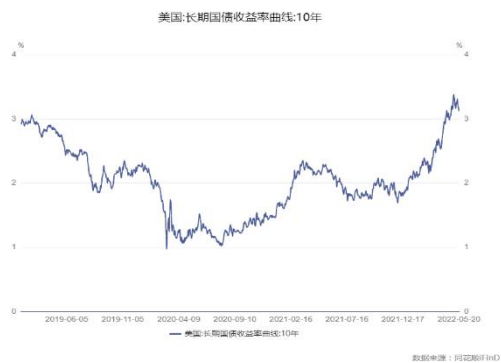
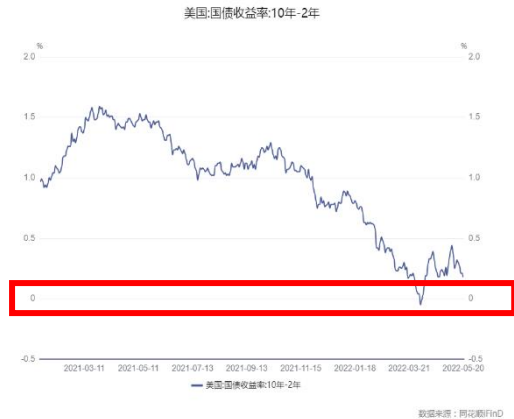


图 6：美国：国债收益率 10 年-2 年



数据来源：同花顺、长江期货

持续的高通胀引导市场对美联储加息的预期；5月通胀数据使美债收益率不断攀升。2年期和10年期国债有再度利率倒挂的趋势。利率上升，对权益市场产生“杀估值”的作用；利率倒挂表明对短期经济信心不足。利率二阶冲击将对经济和权益市场产生负面影响。

二、 汇率冲击

（一）汇率冲击综合逻辑

图 7：汇率冲击—逻辑汇总

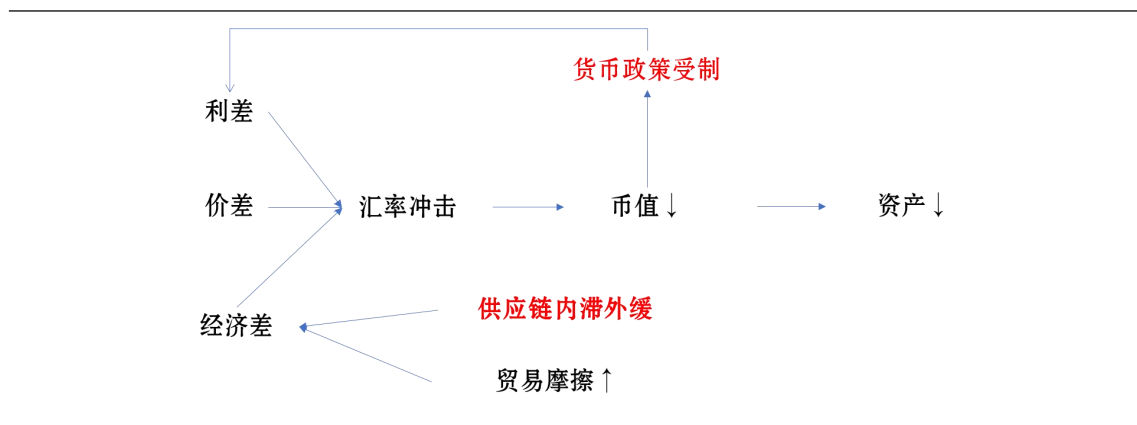
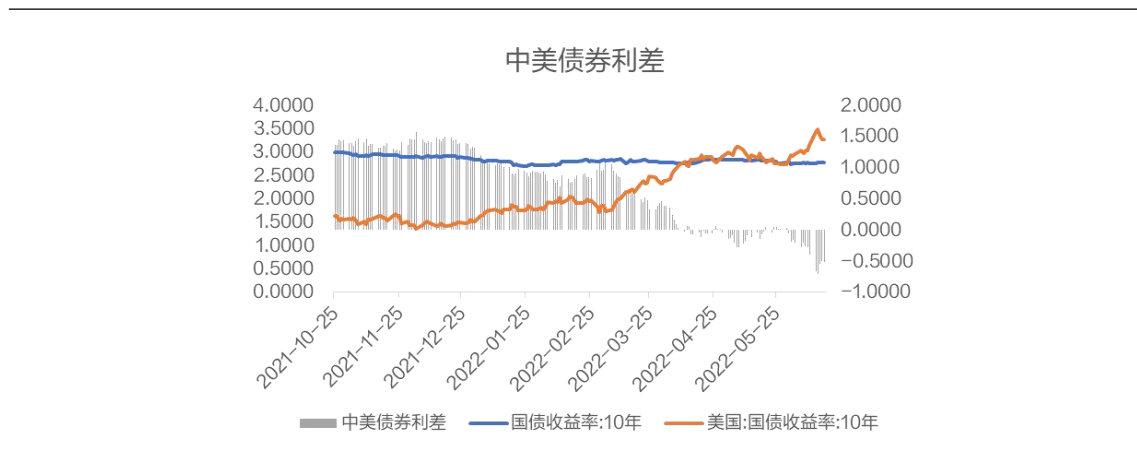


图 8：中美债券利差



数据来源：同花顺、长江期货

汇率冲击主要由利差、价差和经济差共同产生。从上述三个角度分析汇率：

1) 利差影响：中美之间的利差直接结果是货币在美国的收益更高，导致资

本从中国流向美国，从而令人民币贬值。如图8所示，美债利率攀升，中美利差逐步减小，人民币贬值。中美利差短暂稳定，后续可能会进一步扩大，人民币承压。

2) 价差影响：疫情期间，美国通过补贴来弥补通胀，中国通过“保供稳价”在生产端斩断通胀。中美之间不同的抗通胀举措会导致商品的价差，较低的这个商品价格令国际市场对中国的商品需求增大，维持人民币强势。现阶段，美国治理通货膨胀的措施逐步生效。在美国通胀治理较好的情况下，价差逐步缩小，国际市场对我国的商品需求下降，导致人民币贬值压力较大。

3) 经济差是各国对疫情不同的政策的体现，国内采取“动态清零”的政策，国际采取“躺平”的政策。在国内4月份疫情较为严重情况下，内部供应链阻塞，外部供应链修复，形成经济差预期，导致人民币贬值。在国内防疫措施生效，美国疫情反弹后，供应链格局或反转，对人民币形成支撑。

现阶段，主要是利差和经济差主要影响汇率，利差利空，经济差支撑，则人民币汇率短期较稳定。

(二) 汇率冲击实体经济增长预期

图9：非美货币贬值对比

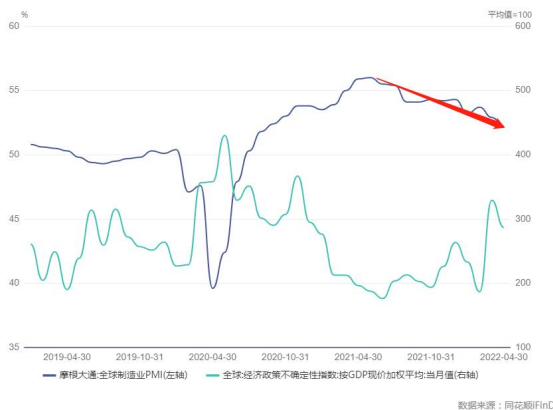


数据来源：同花顺、长江期货

如图9所示，非美货币均有较大幅度的贬值，特别是日元贬值幅度较大。日元贬值，日本国债被抛售，接着日本资本外逃导致日元继续贬值，即日元贬值是一个螺旋过程。日元贬值会带动东南亚货币，促使美元升值，进而导致人民币被动贬值。同样，在欧洲，亦存在汇率贬值、国债被抛售的现象。预期后续美元将

继续强势，非美货币走弱，人民币被动贬值。

图 10：全球经济下行

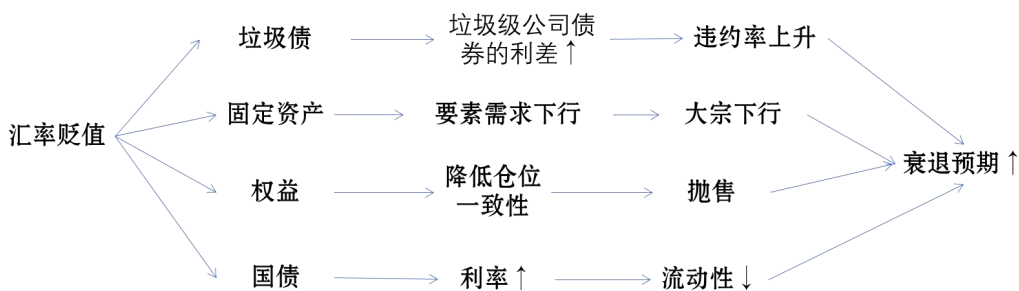


数据来源：同花顺、长江期货

非美货币贬值，国债被抛售，资本外逃将对实体经济产生不利冲击。当下所处的经济大周期：经济放缓，全球金融去杠杆的过程，经济复苏难度较大。上半年逻辑关注金融市场，下半年过渡到关注实体经济上来。如图 10 所示，全球 PMI 在 2022 年呈现下降的趋势，表明全球经济复苏的速度已经放缓，逐步步入衰退周期。

（三）外汇冲击导致衰退预期

图 11：外汇导致衰退预期逻辑示意图



本轮汇率贬值会引起资产被抛售、资本外逃，即资本从非美货币国家流向美国。按风险等级从低到高将资产分为垃圾债、固定资产、权益以及国债。四条路线将导致经济衰退预期上升：1) 垃圾债券与国债利差增加，垃圾债的违约上升。2) 要素需求下降，大宗商品价格下降。3) 权益降低仓位一致性，权益资产被抛

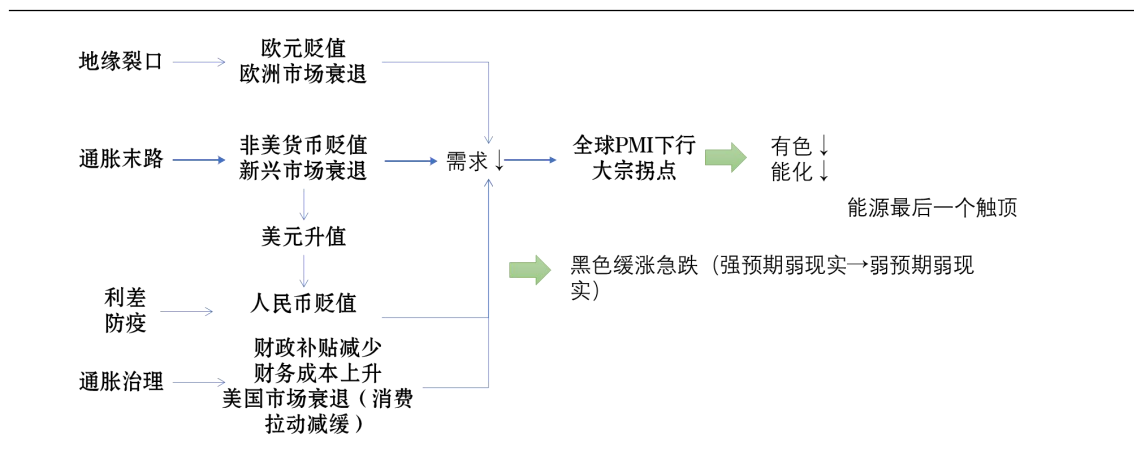
售，权益价格下跌。4）加息使国债收益率上升，国债价格下跌，日本、德国、意大利均出现国债被抛售。上述4点均可体现经济衰退预期走强。

除了汇率带来经济衰退预期增强，新冠变异株奥密克戎 BA.4、BA.5 新变体也将影响经济增长预期。BA.4、BA.5 比奥密克戎谱系下的 BA.1、BA.2、BA.2.12.1 具有更强的免疫逃逸能力，更容易引发重复感染；且比其他奥密克戎变异株传播得更快，可能导致更多的住院和死亡。新冠疫情仍会造成经济增长的不确定性。

三、衰退预期

美国财长耶伦称，预计美国经济增长将放缓，通货膨胀速度可能在未来几个月下降。耶伦言论一方面在引导通胀预期，另一方面表明美国经济将步入衰退周期，全球经济将跟随衰退的美国经济走弱。

图 12：全球经济衰退逻辑



全球通胀数据高位持续，欧美国家为应对通胀而收紧货币；PMI 数据反映全球经济衰退。

从局部来看：1)俄乌危机拖累欧洲整体经济，欧洲经济衰退，欧元贬值。欧元区存在发生金融危机和债务危机的可能性。2)在经济差的影响下，美元走强，非美货币持续贬值，新兴市场经济承压。新兴市场经济可从全球经济“金丝雀”韩国的经济来做先导指标，韩国近期下调经济增长预期至 2.6%，表明全球经济逐步步入衰退预期。3)中美利差以及防疫导致的供应链堵塞共同导致经济预期下降，人民币走弱。4)美国货币政策盯住通胀，随着财政补贴的下降，居民实际购买力下行，消费端拉垮经济增速。

上述影响导致全球的需求下降，全球经济衰退。具体来看：需求下降导致，有色、能化大宗走弱，并层层传导；在我国房地产及政策影响下，黑色呈现缓涨急跌的局面。

四、 结论

整体来看，利率冲击、汇率冲击高峰已过。在外汇存款准备金率下调后，人民币汇率企稳。国内疫情坚持“动态清零”后逐步控制，复工复产助力供应链恢复。俄乌地缘逐渐钝化，地缘焦点转移至亚太。通胀步入负反馈阶段，全球或将步入经济衰退周期。

权益方面，全球性经济衰退预期加强，权益市场整体震荡偏弱。

供应链缓解供给压力也释放需求。短期，制裁预期改善，地缘预期改善。中长期，全球经济减速，大宗整体偏空：

- 1) 能化产业链跟随原油波动，地缘方面的钝化、耶伦的预期引导，偏空格局。
- 2) 有色对地缘改善的反馈完成后，新旧能源基建政策下，先跌后涨。
- 3) 黑色由强预期弱现实到弱预期弱现实转变，偏空格局。
- 4) 农产品的供给需要种植周期，价格会维持高位。
- 5) 贵金属地缘影响已经钝化，继续震荡。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

公司总部

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字【2014】1号

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430077

电话：(027) 65291394

网址：<http://www.cjfc.com.cn>

宏观金融团队介绍

李鸣

期货投资咨询证号：Z0017029

期货从业资格证号：F3058939

研究员

电话：

(027) 65261355

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

中级黄金分析师。

邮箱：

liming7@cjsc.com.cn

澳大利亚国立大学金融工程硕士。主要从事股指期货期权研究，商品 CTA 策略研究。侧重于模型量化分析并形成波动率交易策略、投机交易策略、CTA 中短线策略；同时负责国债、黄金的研究工作。在文华财经等处发表研究观点，且有多次全国路演及投教培训丰富经验。
