

望梅止渴

摘要

今年以来，欧洲地缘错综复杂，但西方对俄罗斯态度存在一定程度转变，对俄制裁放松，俄、美等集团利益得到满足，欧洲地缘逐步出现拐点。美国在通胀压力下被迫加息，加息导致经济衰退，后续有望减缓加息节奏以支撑经济。在欧洲地缘缓和、美国减缓加息节奏后，全球经济有望回暖。中国经济在调整合适增长目标以及房地产产业纾困后有望继续回暖。

基于上述逻辑，得到以下结论：中国经济回暖支撑权益市场，在近期盘整后三季度有望上升。全球经济复苏后，大宗需求上升：1) 有色在库存和需求驱动下率先反弹。2) 黑色在中国经济复苏，房地产产业纾困预期下迎来反弹。3) 原油由于地缘缓和，供给逐步恢复正常，导致原油仍有一定下探空间。

一、 地缘拐点

今年以来，欧洲局势错综复杂，局部摩擦不断。不仅仅是俄罗斯与乌克兰及北约之间的争端，土耳其与瑞典和芬兰亦有矛盾。能源危机持续，通胀高企，欧洲整体面临经济衰退的压力。但地缘争端正逐步缓和，下述事情传递出地缘缓和的信号。

1. 通过新闻对普京的描述，可以看出对俄罗斯的态度转变。3月27日，美国总统拜登在波兰演讲中称：“普京不能继续掌权”。而6月30日，普京访问土库曼斯坦，对其描述为耐心而又自信，从战争危机中走出。
2. 瑞典和芬兰将会对库尔德工人党等相关组织的活动进行阻止，不再对库尔德民主联盟党等武装阻止提供支持。土耳其将自己此前的决议予以撤回，不再对瑞典和芬兰加入北约这项提议表示否定。北约、土耳其、以及瑞典芬兰的利益得到平衡。

表一 欧洲局势

- 俄罗斯撤离蛇岛，表明俄罗斯不会阻碍联合国组建人道主义走廊以从乌克兰领土运出农产品的努力。但俄罗斯仍占领乌克兰东部地区（工业基地和农业基地，以及港口地区）。

- 立陶宛解除加里宁格勒封锁。
- 瑞典和芬兰将会对库尔德工人党等相关组织的活动进行阻止，不再对库尔德民主联盟党等武装阻止提供支持。
- 土耳其将自己此前的决议予以撤回，不再对瑞典和芬兰加入北约这项提议表示否定。芬兰和瑞典“默许”加入北约。
- 美国和英国等西方国家，声称乌克兰如果失去顿涅茨克境内的斯拉维扬斯克市，西方将暂停向乌克兰提供军事援助。
- 北约将快速反应部队由此前的4万人增加到30万人。

上半年地缘争端，俄罗斯占领了乌克兰工农业重地、港口；美国保持了美元强势；北约在欧洲军事力量得到增强。俄罗斯、美国的利益均得到了满足，双方在乌克兰力量博弈或将缓和。

2022年7月21日，欧盟：“为了避免全世界粮食和能源安全受到任何潜在负面影响，欧盟决定扩大禁令豁免范围，将允许与某些国有实体交易农产品，以及向第三国运输石油。”欧洲自身面临巨大的通胀压力，减轻制裁一方面有利于缓和与俄罗斯的关系，另一方面有利于减缓通胀，保证在冬天有充足的能源渡过。

俄乌地缘缓和背景下，欧洲通胀压力缩小，欧洲经济将在后续呈现复苏的趋势。

二、加息预期拐点

(一) 美国流动继续趋紧

图1：美国财政部普通账户：当周值

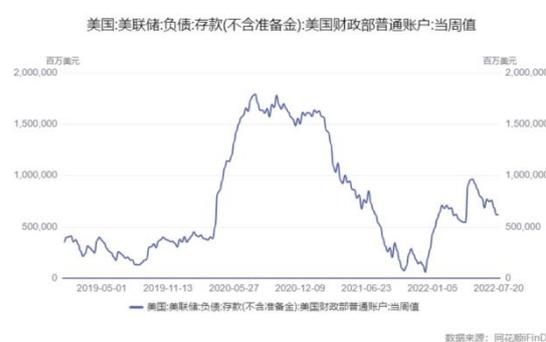


图2：美联储：逆回购协议：当周值



数据来源：同花顺、长江期货

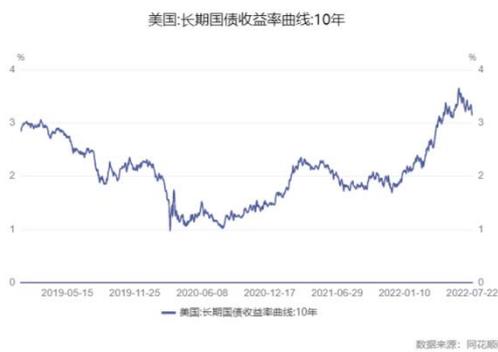
美国 TGA 账户增加表明减少流动性，账户减少表明释放流动性。美国逆回购

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1、图2所示，美国TGA账户现处于新一波收紧流动性，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，导致美国流动性趋紧。

（二）利率冲击缓解

图3：美国：长期国债收益率曲线：10年

图4：美国：国债收益率10年-2年



数据来源：同花顺、长江期货

如图3所示，美国国债收益率触及高点回落。出于对美国经济增长的担忧，近期10年期国债收益率有所下降，表明利率冲击一定程度缓解。美国10年期与2年前国债收益率差值如图4所示，呈现出利率倒挂。现阶段，利率倒挂是由长短利率下跌导致的倒挂，不同于之前的短端利率涨上去的倒挂（利率冲击和利率倒挂）。目前出于利率冲击缓解和利率倒挂的阶段，衰退预期相比之前会一定程度弱化。

（三）利率上升而非通胀抑制经济

图5：美国国债收益率和PMI

图6：美国CPI和PMI



数据来源：同花顺、长江期货

如图 5 所示，2021 年 11 月开始，美国 10 年期国债收益率开启攀升，美国 PMI 开始下降。如图 6 所示，2021 年初，美国的 CPI 已大于 3%，随后一路上涨，表明美国通胀越来越严重，而美国的 PMI 在 2021 年 11 月后开启下跌。上述数据共同表明是由利率上升而非通胀抑制经济。

同样，可以通过经济逻辑证明由利率上升而非通胀抑制经济。在疫情阶段，美国通胀上升，美国发放财政补贴，弥补了由通胀降低的购买力。而通胀严重到一定程度后，美国采取紧缩的政策，收紧货币，停止补贴，导致购买力下降，进而导致经济步入衰退。

（四）美联储的泰勒规则

$$\hat{R}_t = e_\pi \hat{\pi}_t + e_u \hat{u}_t + e_y \hat{y}_t + \varepsilon_{Rt}$$

↙

通胀

↓

就业

↘

经济增长

公式 1：美联储泰勒规则

将疫情后的经济分为三个阶段：

- 1、 疫情阶段：通胀忍耐度，保就业
- 2、 疫情后阶段 1：加息抑制通胀
- 3、 疫情后阶段 2：放宽保增长，保就业

美联储的关注点一般有三点：经济增长、就业以及通货膨胀。第一阶段，疫情有所控制后，经济复苏，美联储一直强调“通胀是暂时的”，保持通胀容忍度；同期，非农就业数据上升，失业率下降。第二阶段，通胀高位持续，美联储不得不加息抑制通胀，一定程度上牺牲经济和就业。第三阶段，经济呈现一定衰退趋

势，美联储一定程度放宽货币政策以保证经济增长、保障就业。

基于上述逻辑，预期7月的FOMC会议，**美联储将再次加息75个基点**，但会**弱化后续加息的点数**，以及**安抚衰退预期**。接下来加息会对国债收益率的影响较小，本次的加息会议也是从鹰派慢慢转向鸽派的拐点。

三、经济预期拐点

图7：全球经济衰退预期的修订逻辑

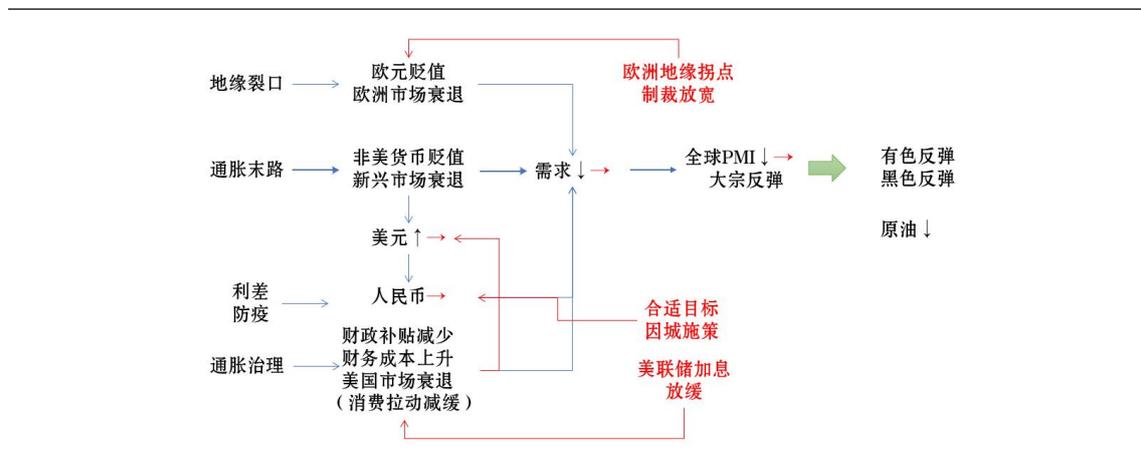


图7为经济衰退预期的修订逻辑，红色字体为在6月《夏蝉之噪》的基础上修订的逻辑。

经济预期的拐点仍以四条线路分析：1) 欧洲地缘如第一部分描述已逐步缓和，制裁放宽，欧洲经济有望迎来企稳复苏。2) 美国因加息导致经济放缓，后续加息节奏逐步放缓并不断安抚市场，美元强势势头缓解，消费拉动经济复苏。3) 在美元强势缓解的情况下，新兴市场的资本外逃或反转，非美货币贬值压力减小，经济企稳。4) 中国人民币在经济复苏以及中美国债收益率价差减小的情况下企稳。同时，国内调整更为合适的经济增长目标，针对房地产采取因城施策，对房地产企业采取帮扶纾困。下半年中国经济有望继续回暖。

基于上述修订，全球需求上升，全球PMI下降的趋势得到遏制，后续全球经济有望复苏。大宗商品或将迎来一定程度反弹，有色在库存和需求驱动下率先反弹，黑色在中国经济复苏也迎来反弹。原油由于地缘缓解，供给逐步恢复正常，导致原油仍有一定下探空间。

四、 结论

整体来看，欧洲地缘危机缓和，美元加息节奏逐步由鹰派过渡到鸽派，全球经济有望陆续回暖。中国调整合适经济增长目标，因城施策纾困房地产产业，下半年中国经济有望进一步回暖。

权益方面，经济逐步复苏，经济盘整过后第三季度具备上涨的动力。

全球经济企稳，大宗有所反弹：

- 1) 有色在库存和需求驱动下率先反弹。
- 2) 黑色在中国经济复苏，房地产产业纾困预期下迎来反弹。
- 3) 原油由于地缘缓和，供给逐步恢复正常，导致原油仍有一定下探空间。

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>

宏观金融研究员

李鸣

电话：
(027) 65261355

邮箱：
liming7@cjsc.com.cn

期货投资咨询证号：Z0017029

期货从业资格证号：F3058939

研究员

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究
中级黄金分析师。

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。
