



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

徘徊在滞涨与衰退之间， 商品下行压力积聚。

——2022年四季度宏观经济报告核心观点

研究咨询部 王静

2022年9月26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

大宗商品下行压力积聚

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，美国为首的发达经济体的加息进程仍在持续，让欧洲和不少新兴经济体蕴藏危机。

国内经济仍在荣枯线之下，但在预期层面略有好转，通胀虽有所抬头但尚不是问题，对更多稳增长政策的预期仍旧是影响国内投资者决策的重要因子。十月中下旬二十大的召开，一方面令四季度的国内环境相对“稳健”，另一方面“换届周期”规律下更多的期待会放在明年。经济增速二季度触底后逐季回升，PPI在基数效应下逐月走低，CPI则在“猪油共振”之下表现坚挺，CPI-PPI剪刀差转正后不断走阔。政策上的发力仍需持续，降准或降息依旧可期，十一月中旬是重要的窗口期。

当下，大宗商品绝对价格处于历史高位，拐头回落之后震荡整理，支撑本轮大宗价格上行的因素日益瓦解，商品价格筑顶后下行压力积聚。能源价格在极端天气和军事政治问题的扰动下波动加剧，震荡走低；农强工弱格局料将延续，美联储加息预期和国内地产是两条重要主线。越来越多的信号令大宗商品价格承压，对冲与避险将会成为更优策略。

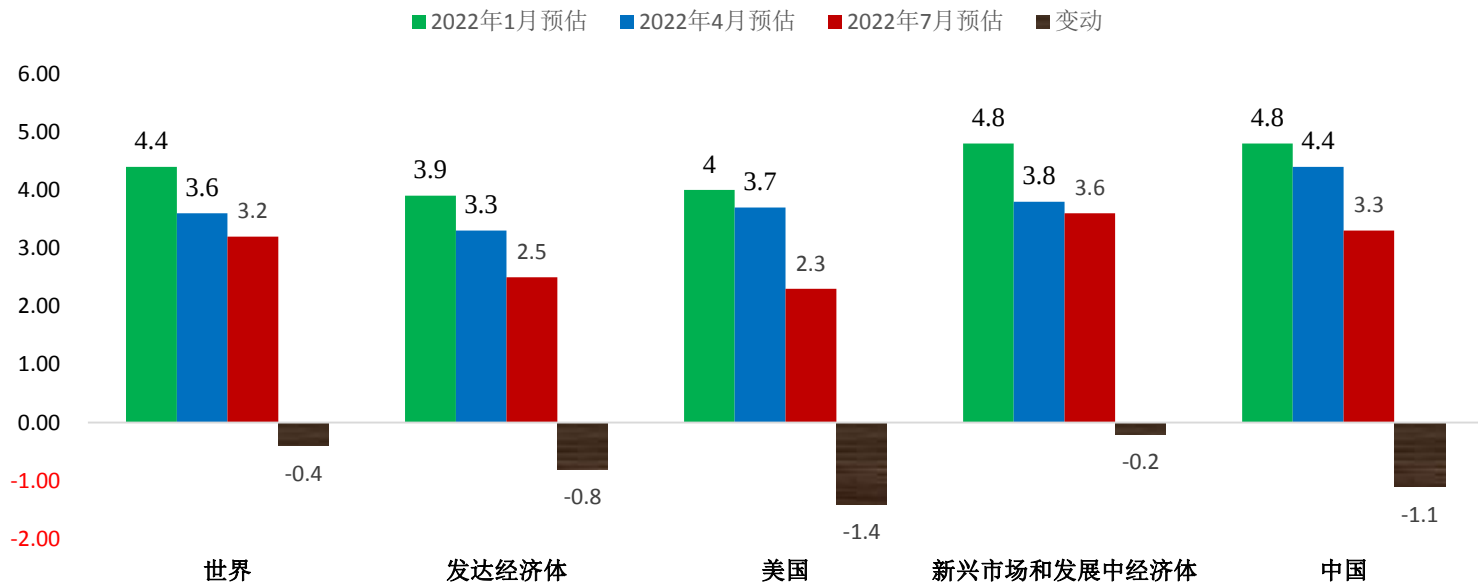
时来天地皆同力，运去英雄不自由。

面对即将到来的十一假期，这个尤为特殊的“国庆节”，投资者还是需要谨慎对待，做好风险管理。

全球经济前景趋于暗淡，不确定性上升

全球经济增速全线下调，G2（中美）两国降速尤为明显，美联储加息抗通胀，中国力挽狂澜稳经济。IMF在其2022年7月26日发布的最新全球经济展望中表示，全球经济在2021年初步复苏，但2022年形势愈发暗淡，相关风险开始显现。受中国和俄罗斯经济下行影响，二季度全球产出有所收缩；同时，美国消费者支出也不及预期。世界经济已因疫情而被削弱，后又遭受了数次冲击：全球通胀超出预期（尤其是美国和欧洲主要经济体）引发融资环境收紧；受新冠疫情和防疫措施影响，中国经济放缓超过预期；此外，乌克兰战争也带来了更多的负面溢出影响。

IMF进一步下调全球经济增速预估（%）



中国经济依旧疲软，外需趋冷雪上加霜

三季度，我国经济依旧疲软，外有欧美加息金融环境紧缩，内又遭遇疫情反复与极端天气。8月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.2%，比上月加快0.4个百分点；环比增长0.32%。1-8月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.6%，比1-7月份加快0.1个百分点。6、7、8三个月份的经济数据在基数效应和季节性扰动之下频频令市场“超预期”，资本市场波动加剧，稳增长仍旧是主线。地产颓势持续，基建独木难支，消费一直低迷，信心不振内需无力。表现亮眼的出口增速开始暗淡，发达经济体的衰退令外需承压。流动性虽然充裕，但宽信用始终难起。好在通胀尚不是问题，更多的宽松政策预期仍然可期。基数效应下，经济增速料将弱势反弹。

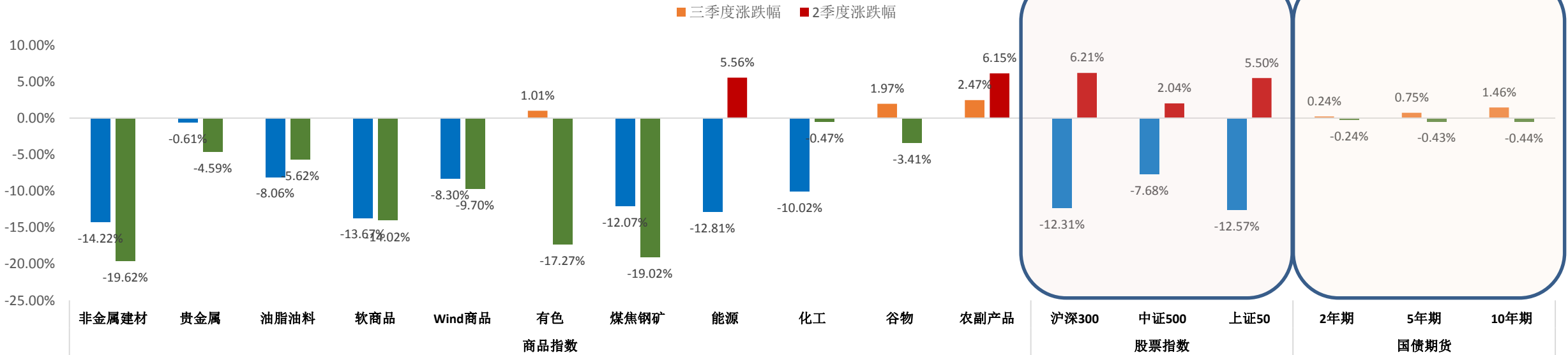
指标	202212F	202211F	202210F	202209F	预期差	202208F	202208	202207	202206	202205	202204	202203	202202	202201	点评
GDP:当季(%)	4.63	--	--	4.26	--	--	--	--	0.40	--	--	4.80	--	--	经济增速呈现出“V”型，二季度探底，之后逐季反弹
GDP:累计(%)	3.80	--	--	3.80	--	--	--	--	2.50	--	--	4.80	--	--	
CPI(%)	2.70	2.05	2.40	2.87	↓ -0.26	2.76	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	通胀在国内还不是问题，但需要警惕
PPI(%)	0.50	-0.60	-0.40	1.04	↓ -0.73	3.03	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	PPI逐月下行，CPI-PP首月开始由负转正
工业增加值(%)	4.60	5.40	6.40	6.20	↑ 0.28	3.92	4.20	3.80	3.90	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	好于预期，日益修复
固定资产投资:累计(%)	5.20	--	--	6.00	↑ 0.54	5.26	5.80	5.70	6.10	6.20	6.80	9.30	12.20	--	略好于预期，支撑效应趋弱，地产有触底好转的苗头
社会消费品零售(%)	7.80	5.70	6.10	7.50	↑ 1.19	4.21	5.40	2.70	3.10	-6.70	-11.10	-3.50	6.70	--	消费明显趋好，内需修复值得期待
进口(%)	8.60	--	--	6.60	↓ -1.32	1.62	0.30	2.30	1.00	4.10	0.00	-0.10	10.40	19.80	进口依旧低迷
出口(%)	3.20	--	--	8.50	↓ -6.42	13.52	7.10	18.00	17.90	16.90	3.90	14.70	6.20	24.10	出口拉动效应减弱速度明显
贸易差额(亿美元)	--	--	--	--	↓ -169.84	963.74	793.90	1,012.70	979.40	787.60	511.20	473.80	305.84	853.72	外需有隐忧，内需尚难支撑
M2(%)	9.53	10.40	10.50	9.95	↑ 0.37	11.83	12.20	12.00	11.40	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	货币依旧充裕
人民币贷款:新增(亿元)	--	--	--	--	↓ -1118.18	13,618.18	12,500.00	6,790.00	28,100.00	18,900.00	6,454.00	31,300.00	12,300.00	39,800.00	宽信用依旧难启
人民币贷款(%)	10.75	10.90	11.10	11.20	↓ -0.16	11.06	10.90	11.00	11.20	11.00	10.90	11.40	11.40	11.50	宽信用依旧难启，但也没有更坏
社会融资规模:新增(亿元)	21,600.00	25,100.00	13,800.00	34,600.00	↑ 3933.33	20,366.67	24,300.00	7,561.00	51,700.00	27,900.00	9,102.00	46,500.00	11,900.00	61,700.00	融资有所好转，持续性有待观察
美元/人民币	6.63	--	--	6.85	↑ 0.13	6.76	6.89	6.74	6.71	6.66	6.62	6.35	6.32	6.37	贬值问题引发市场担忧，外患仍旧
中国制造业采购经理指数(PMI)	--	--	--	--	↑ 0.20	49.20	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	经济整体依旧处于荣枯线下方，但略好于预期

注：数据均来源于Wind、冠通研究

国内期货市场表现

2022年三季度，国内期货市场呈现出明显的债强股弱的格局，商品多数收跌，不同板块间涨跌互现，整体呈现出农强工弱的格局。

2022年三季度期市板块涨跌幅

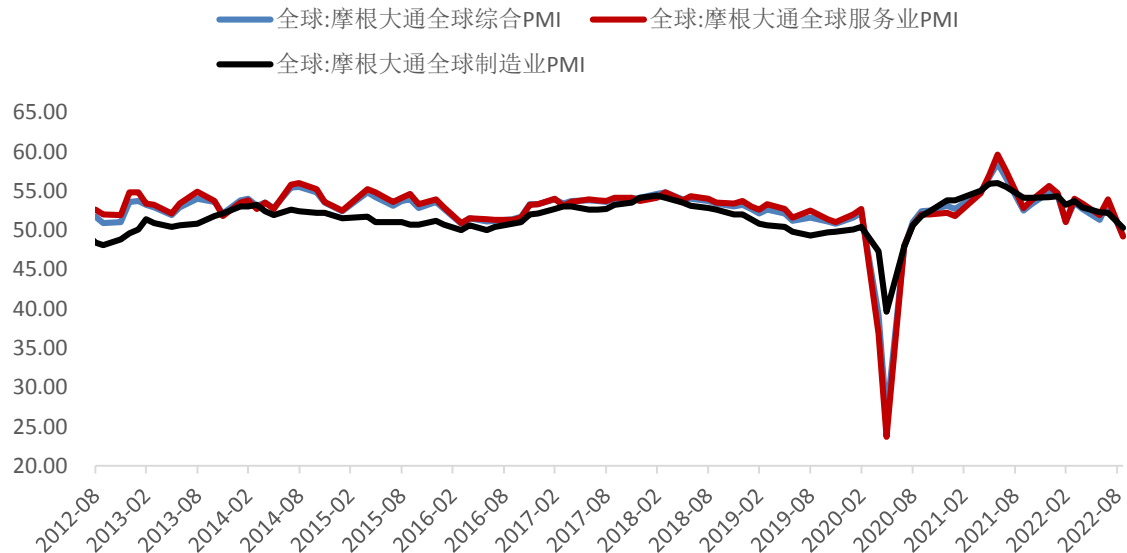


注：数据均来源于Wind、冠通研究
涨跌幅数据统计截止到2022年9月20日

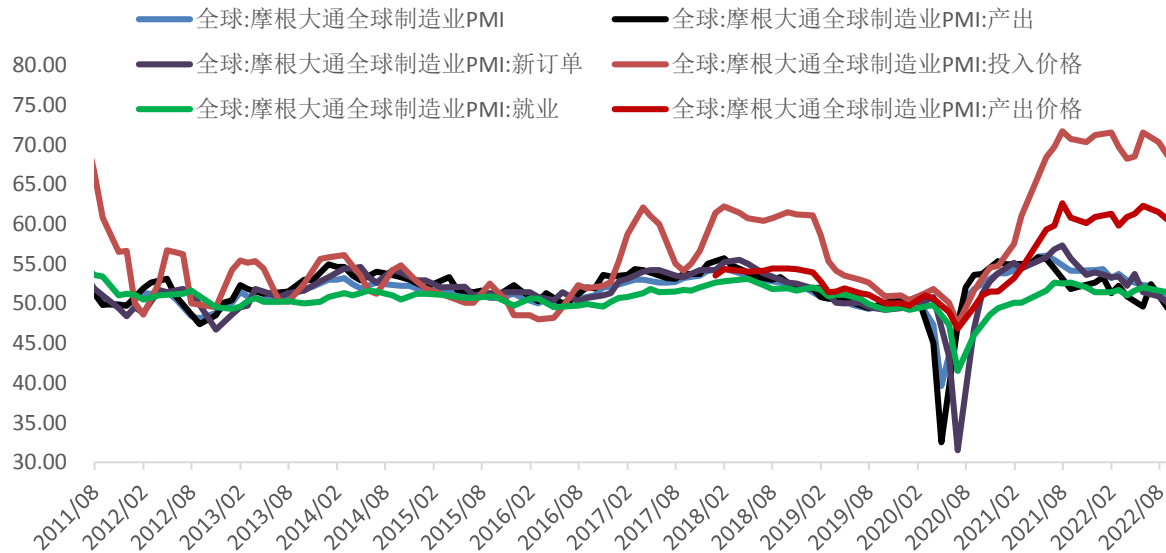
世界经济徘徊在滞胀与衰退之间

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



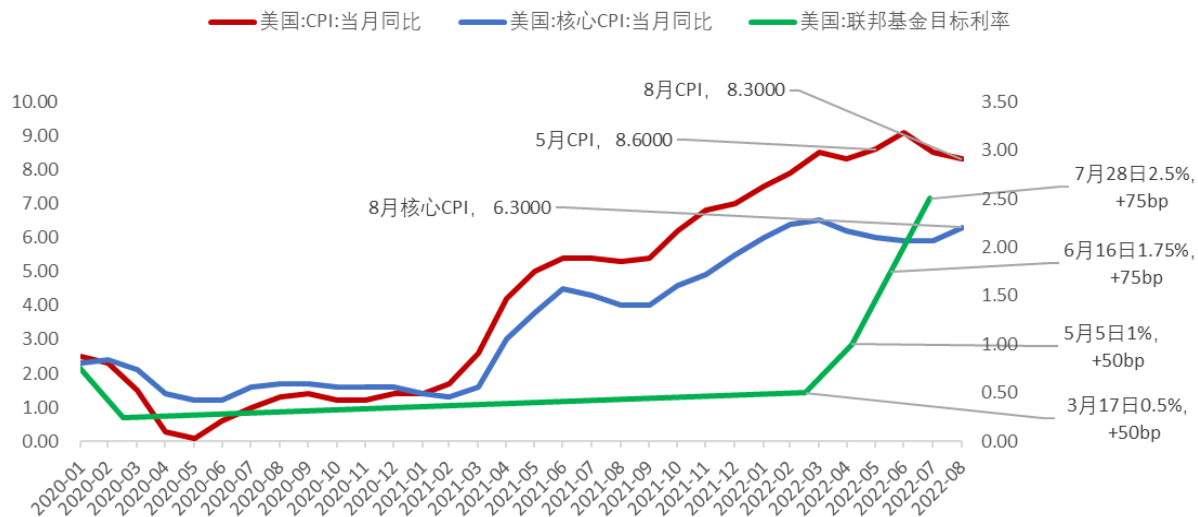
摩根大通全球制造业PMI



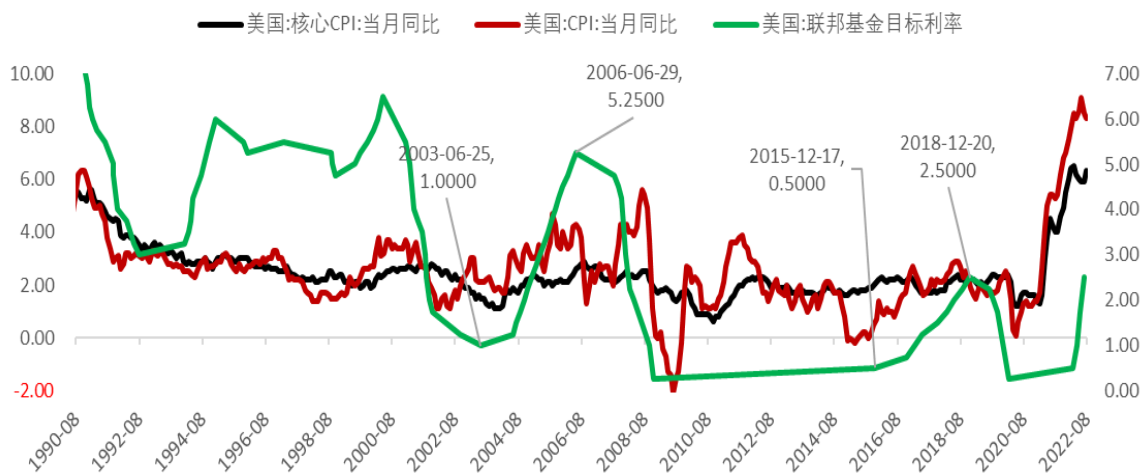
美联储2022年内已经加息5次，但仍未结束加息进程

2022年，美联储开启本轮加息进程，自3月加息50bp开始，先后于5月加息50bp，6/7/9月连续三个月均加息75bp，年内已经加息5次共计325bp，当前最新的联邦基金目标利率为3-3.25%。截至目前，本轮加息的力度和速度均不低。按照以往经验，每次加息的最高利率水平均超过CPI，而当下美国的基准目标利率水平距离CPI仍有较大距离，加息进程远未结束。

2022年美联储加息进程与通胀



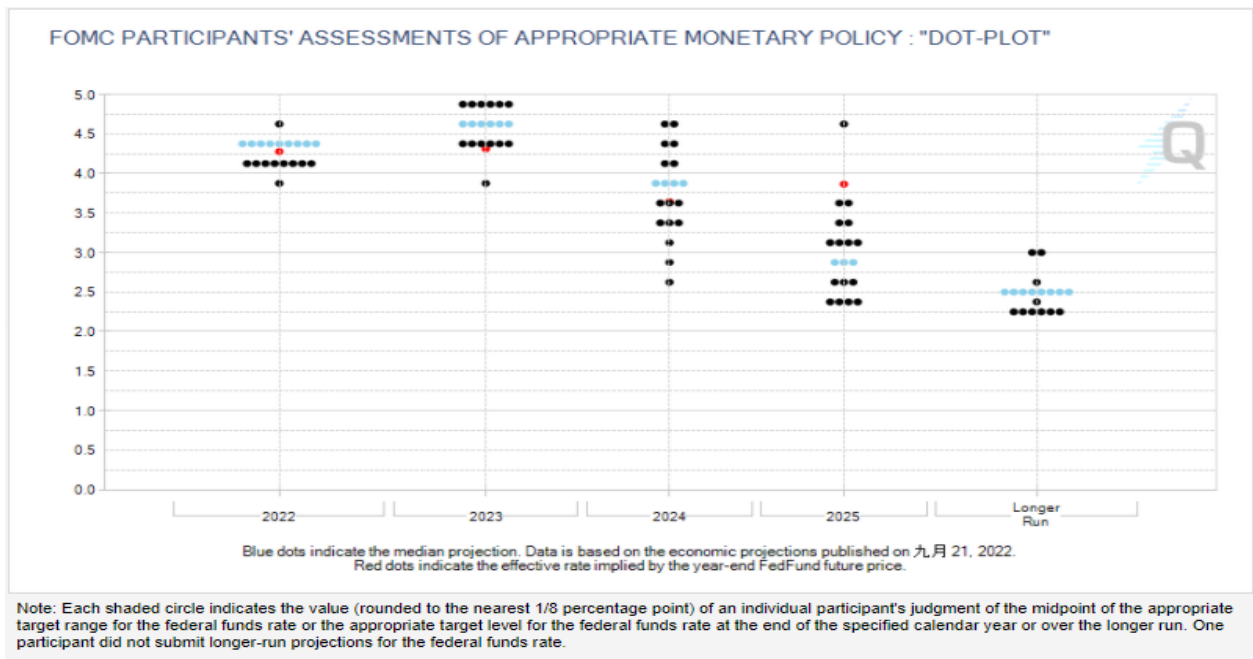
美国基准利率与核心通胀



美联储加息持续到明年

根据美联储最新的点阵图和CME的FedWatch工具，美国的加息至少持续到明年，市场隐含的有效利率要到4.5%左右，至少要到2024年利率才有可能掉头向下。此外，即便是在2022年内，市场目前普遍预期仍在不断加息中，预计到年底市场有效利率在4.25左右，也就是说，在未来的11月和12月的美联储议息会议上还要继续加息，年内仍有100bp的加息空间。

按照美联储主席鲍威尔的讲话，年内可能再加息100-125bps，预计短期内不会考虑出售住房抵押贷款支持证券MBS，在降息之前，必须非常有信心通胀会回落至2%，当前利率处于限制性区域的最低水平，寻求将利率调整到具有足够限制性的水平。



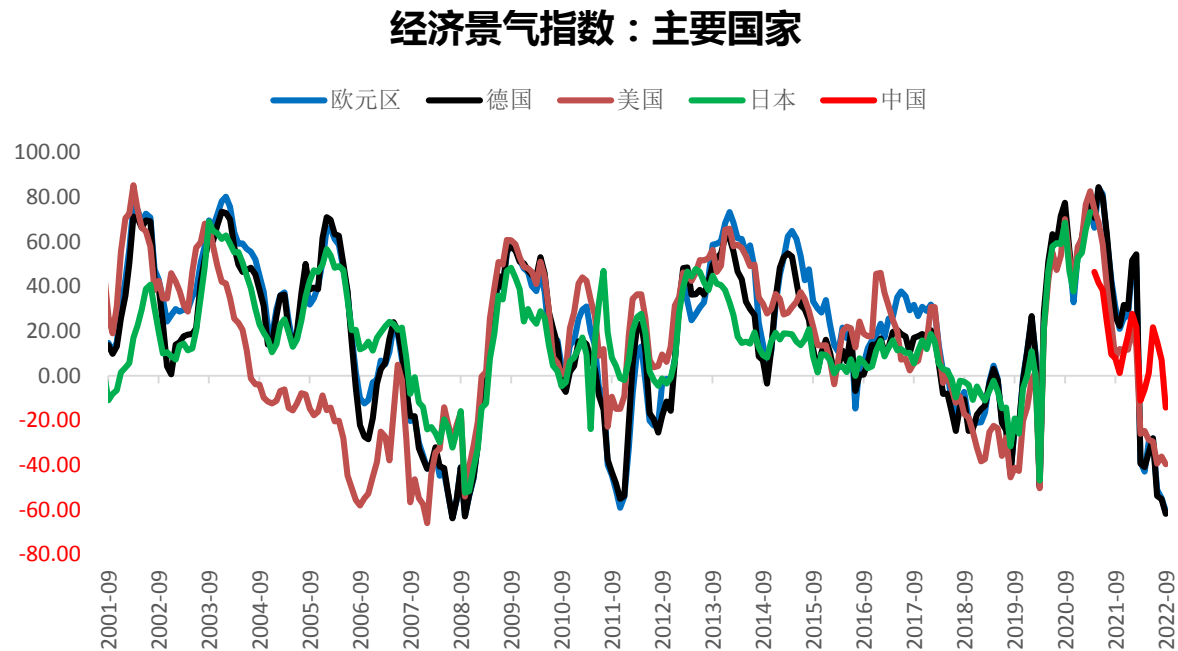
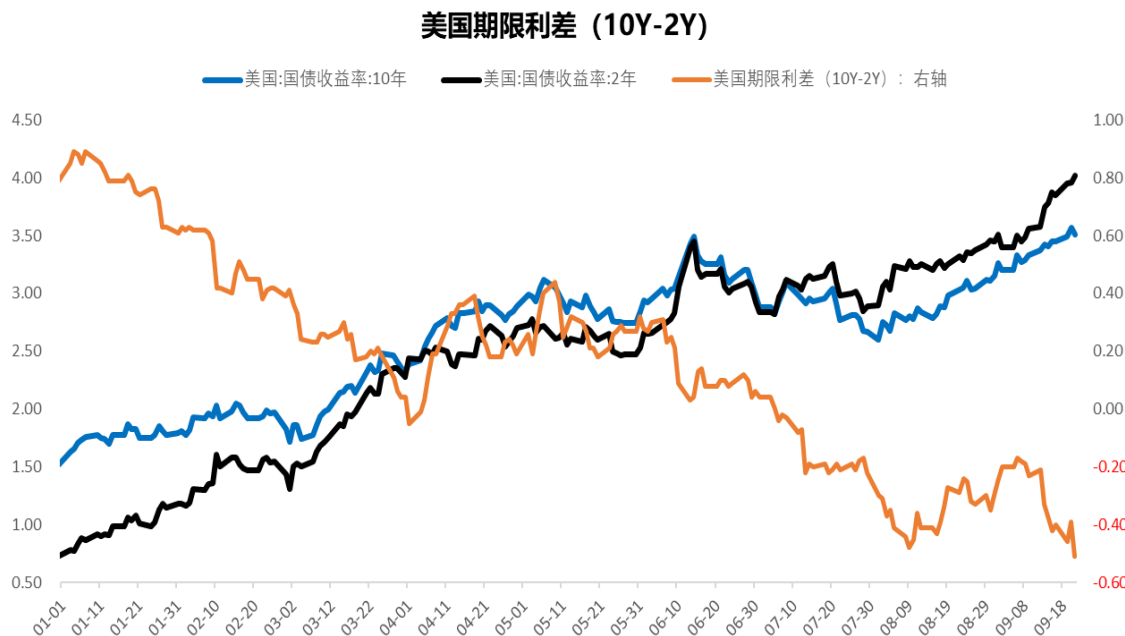
FED FUND FUTURES												
ZQU2	ZQV2	ZQX2	ZQZ2	ZQF3	ZQG3	ZQH3	ZQJ3	ZQK3	ZQM3	ZQN3	ZQQ3	ZQU3
97.4438	96.9125	96.2625	95.9375	95.7175	95.4700	95.4250	95.3475	95.3300	95.3400	95.3600	95.3950	95.4250

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	0.0%	31.8%	68.2%	0.0%	0.0%				
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	28.7%	64.6%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	63.8%	8.0%	0.2%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	47.4%	33.5%	3.7%	0.1%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	44.5%	34.8%	6.4%	0.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	17.1%	43.5%	31.8%	5.8%	0.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	21.7%	41.4%	27.2%	4.9%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.6%	10.3%	28.6%	36.5%	19.4%	3.3%	0.2%
2023/11/1	0.0%	0.6%	4.4%	16.2%	31.2%	31.0%	14.2%	2.3%	0.1%
2023/12/13	0.3%	2.6%	10.5%	23.9%	31.1%	22.3%	8.0%	1.2%	0.1%

TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2022/11/2	41	0.00%	0.00%	100.00%
2022/12/14	83	0.00%	0.00%	100.00%
2023/2/1	132	0.00%	0.00%	100.00%
2023/3/22	181	0.00%	0.00%	100.00%
2023/5/3	223	0.00%	0.00%	100.00%
2023/6/14	265	0.00%	0.00%	100.00%
2023/7/26	307	0.00%	0.00%	100.00%
2023/9/20	363	0.00%	0.00%	100.00%
2023/11/1	405	0.00%	0.00%	100.00%
2023/12/13	447	0.00%	0.02%	99.98%

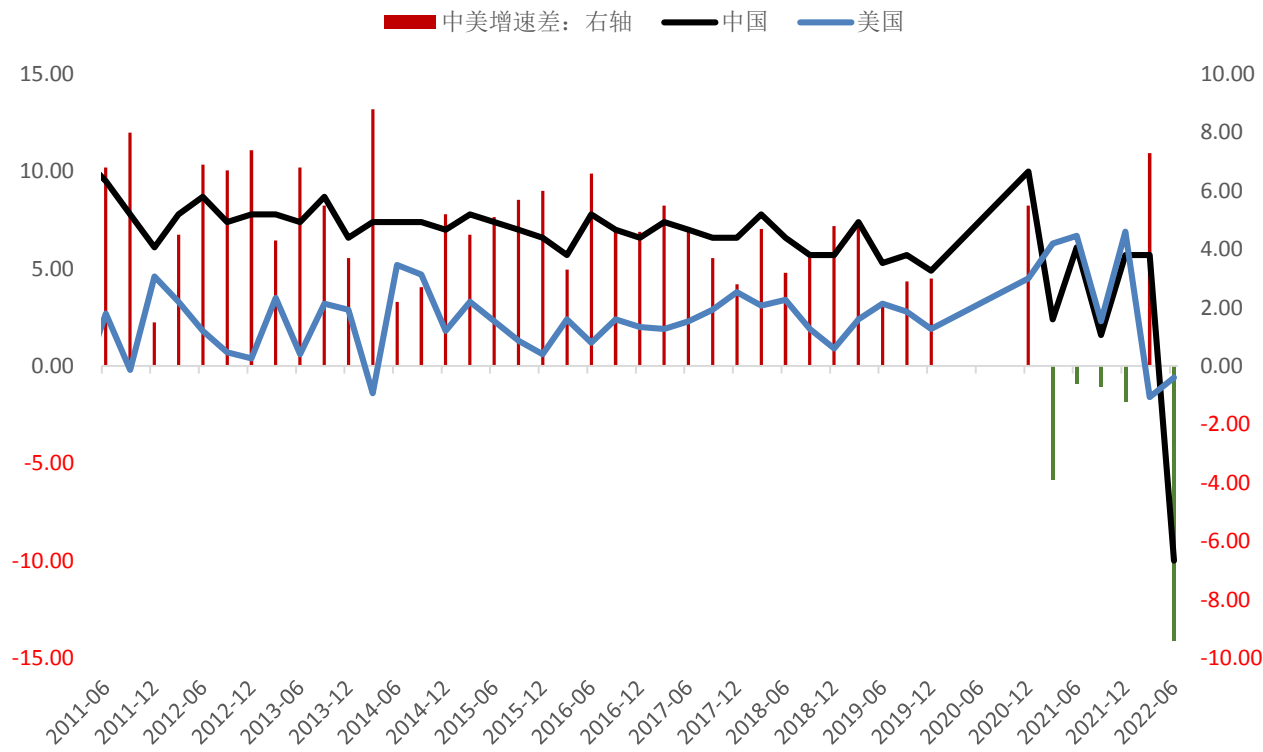
经济增长—快速加息引发衰退预期，美债期限利差严重倒挂

- 美国连续加息之后引发市场对经济衰退的担忧，美债期限利差出现严重倒挂；
- 市场对于未来经济衰退的担忧日益加剧，全球主要经济体的经济景气指数不断下行。

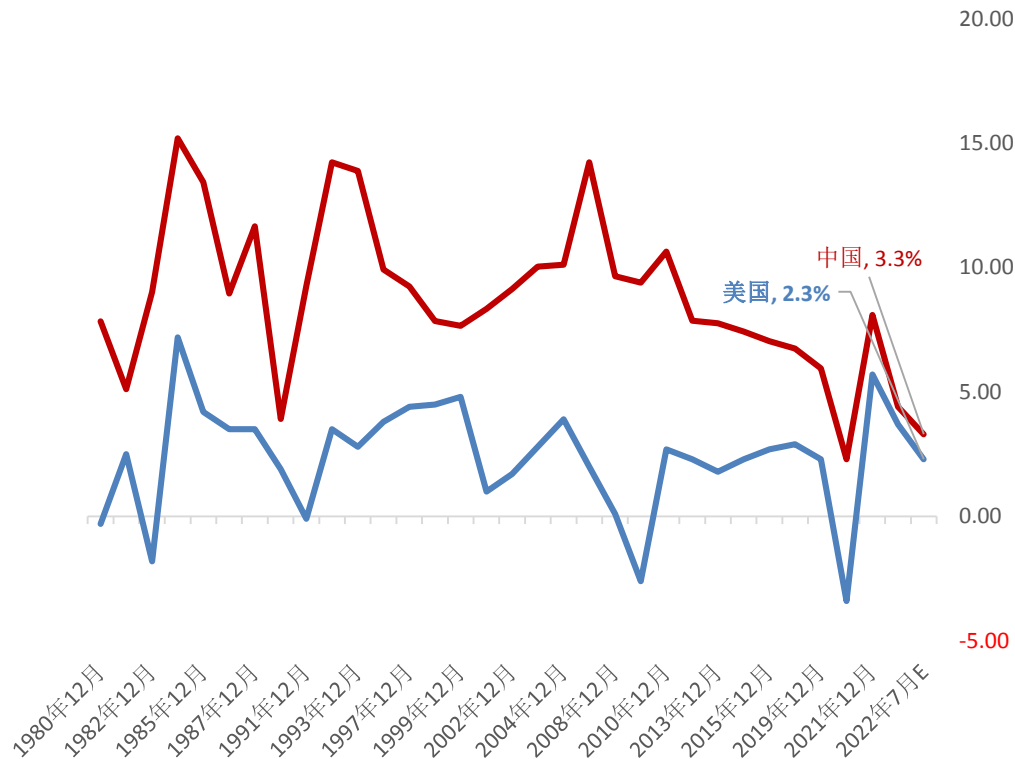


中美竞速—中美经济增速差创历史新低，国内稳增长的外部压力始终存在

GDP:不变价:环比折年率:季调 (剔除2020年前三季度)

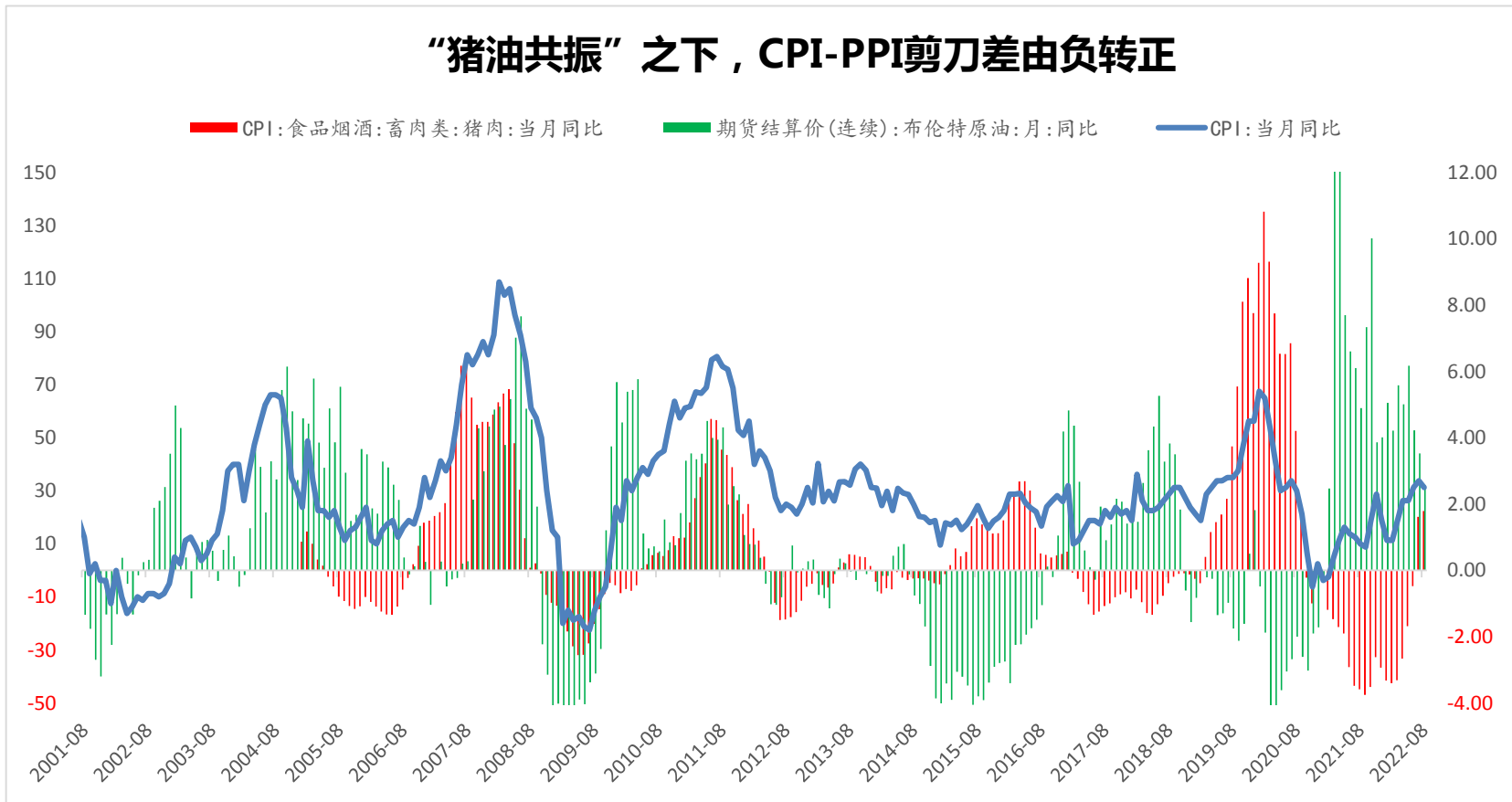


中美经济增速对比 (IMF预估)



“猪油共振”之下，CPI-PPI剪刀差由负转正，四季度有望持续走阔

“猪油共振”之下，CPI-PPI剪刀差由负转正



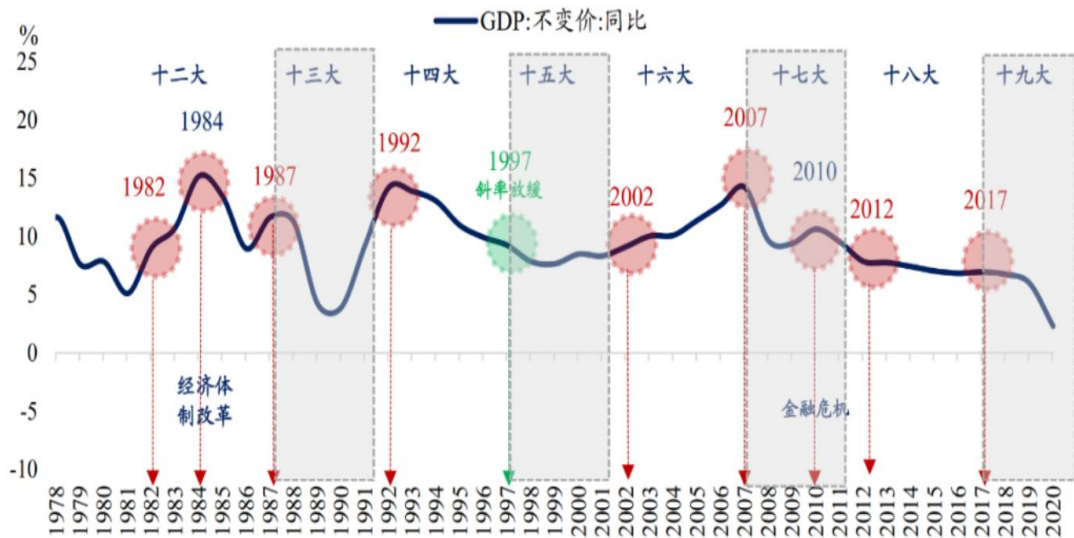
从CPI历史走势来看，往往是出现“猪油共振”——猪肉价格与原油价格同时上行或下行
的时候，CPI才会出现较大幅度的上涨或下
跌，诸如2007年下半年的上涨与2018年下半年的快速下跌。此外，相对于原油价格，猪肉价
格波动对CPI影响更大，即CPI更多的跟随猪肉
价格的涨跌。

2022年三季度，伴随着猪价与油价的同步
上涨，“猪油对冲”转向“猪油共振”，CPI
明显上行。PPI受翘尾效应影响呈现出逐月走
低的态势，CPI-PPI的剪刀差逐月收窄，从8月
份开始由负转正，四季度有望持续走阔。

重大宏观事件——二十大召开前后，国内维稳诉求之下，各项政策料将保持稳健；明年经济增速在“换届周期”下值得期待。

中共中央政治局8月30日召开会议，研究中国共产党第十九届中央委员会第七次全体会议和中国共产党第二十次全国代表大会筹备工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，中国共产党第十九届中央委员会第七次全体会议于2022年10月9日在北京召开。中共中央政治局将向党的十九届七中全会建议，**中国共产党第二十次全国代表大会于2022年10月16日在北京召开。**

图3: GDP增速“逢2逢7”出现高点



图片来源: 国泰君安证券研报《“换届周期”如何影响经济和政策?》

换届周期之所以存在,是因为党代会“逢2逢7”召开,召开前后是各级政府领导密集更替的时期,政府换届带来的人事变动和政策的不确定性,导致经济高点大多也是“逢2逢7”出现。

换届周期对经济和政策的影响主要通过两个链条传导:

- ①政府换届后,新领导班子出于尽快开展工作和提高政绩的驱动,会迅速在投资领域有所作为,受政策影响最大、也最容易见效的就是基建和房地产投资,因此党代会后,投资增速基本会在新领导班子上任1~2年内见到成效;
- ②由于市场经济有自发性,新的政策需要在“先严厉-再松绑-再严厉”的往复循环中找到平衡,因此经济也呈现“活-乱-治”的周而复始,相应政策也与换届周期产生密切关联。

换届周期带来经济的“U”型和投资的“倒V”型。我们以换届之年为T年,后续4年依次类推,发现GDP增速在换届之年(T)向上波动幅度最大,换届次年(T+1)趋于收敛,但绝对增速仍然不低,在换届第3、4年(T+2、T+3)开始磨底,第5年(T+4)边际回升;固定资产投资增速呈现“倒V”型,投资发力的年份主要集中在换届之年(T)和换届次年(T+1),峰值普遍出现在换届次年(T+1),波谷出现在换届后期,等到新一轮换届周期到来前(T+4),投资增速会再次回升。

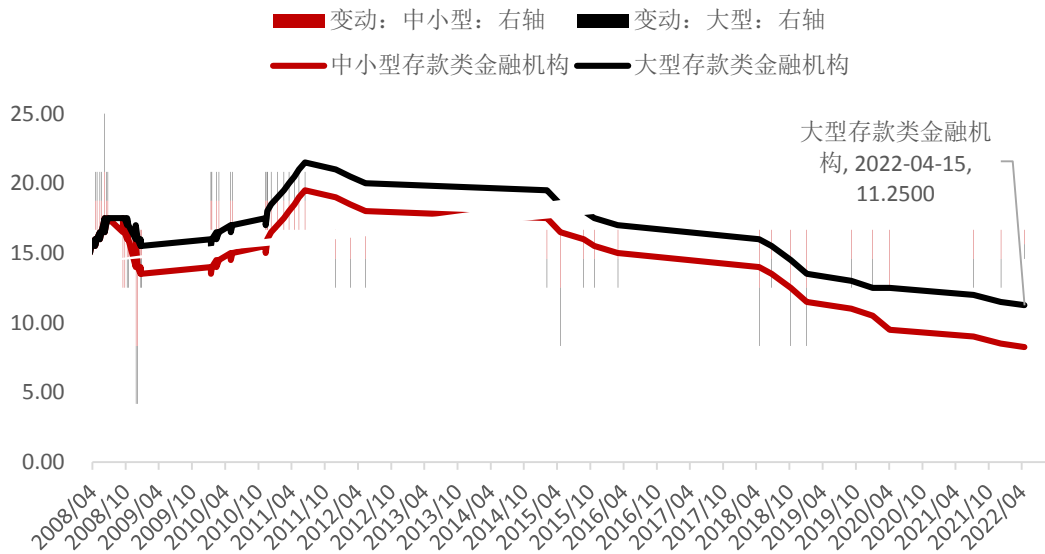
--国泰君安证券研报《“换届周期”如何影响经济和政策?》

货币政策：四季度持续宽松以稳经济，再次降准或降息操作可期

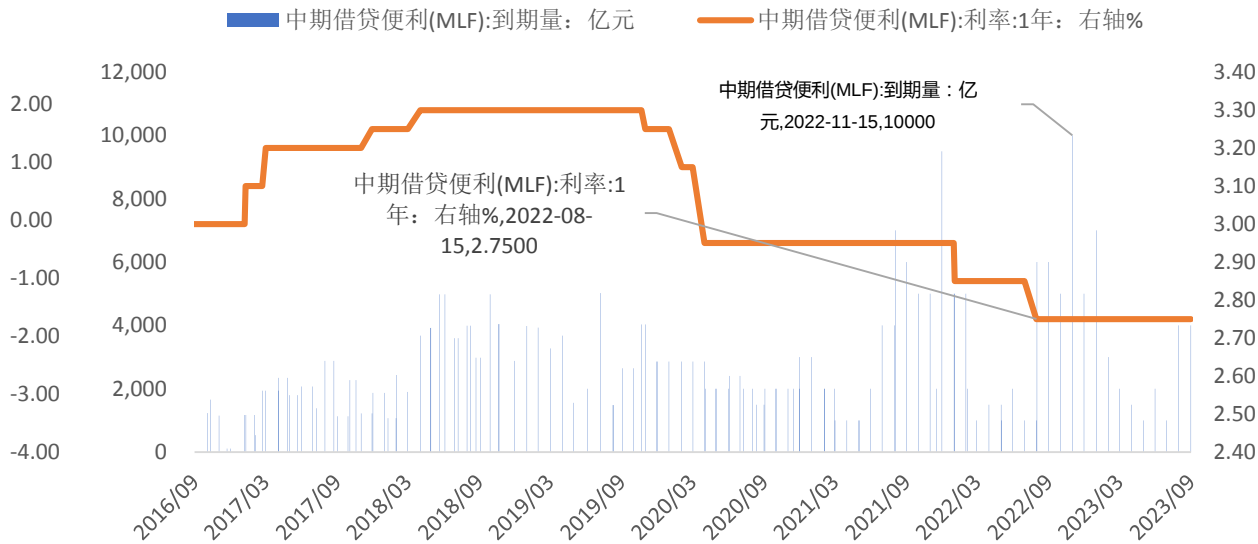
在国内经济遭受上海疫情冲击最强烈的时候，央行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。此次降准共计释放长期资金约5300亿元，下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

四季度货币政策将会持续宽松以稳经济，再次降准或降息操作值得期待，时点上看，伴随着MLF在11月15日有10000亿元到期，为了对冲流动性，央行很有可能会在该时点前后选择降准。当然，重点还要看9月份的经济数据成色如何。

人民币存款准备金率（%）



MLF11月份迎来到期高峰，央行有降准对冲流动性的必要性



本轮大宗商品行情复盘

— CRB商品指数 — CRB综合现货 — 南华商品指数



本轮商品行情特征

- 行情波动幅度大
- 价格绝对位置高
- 持续时间超预期
- 形成原因很复杂
- 造成影响范围广
- 衍生危机灾害多
- 期货波动要更高
- 国内相对波动小

本轮大宗商品的主要成因-疫情、金融条件、能源、战争

供给冲击

- 新冠疫情
一防疫、出行、就业、财政等；
- 能源革命；
- 极端天气带来的阶段性供需矛盾
--高温干旱影响水电核电的供给；
- 俄乌战争等地缘政治。

需求的相对刚性

- 各国宽松的货币和财政政策；
- 商品消费的“偏好”（与服务相比）；
- 极端天气带来的阶段性供需矛盾
--高温增加民用电力需求激增；
--极寒天气增加欧洲天然气的需求等
- 粮食、化肥等的刚需
--农时不等人。

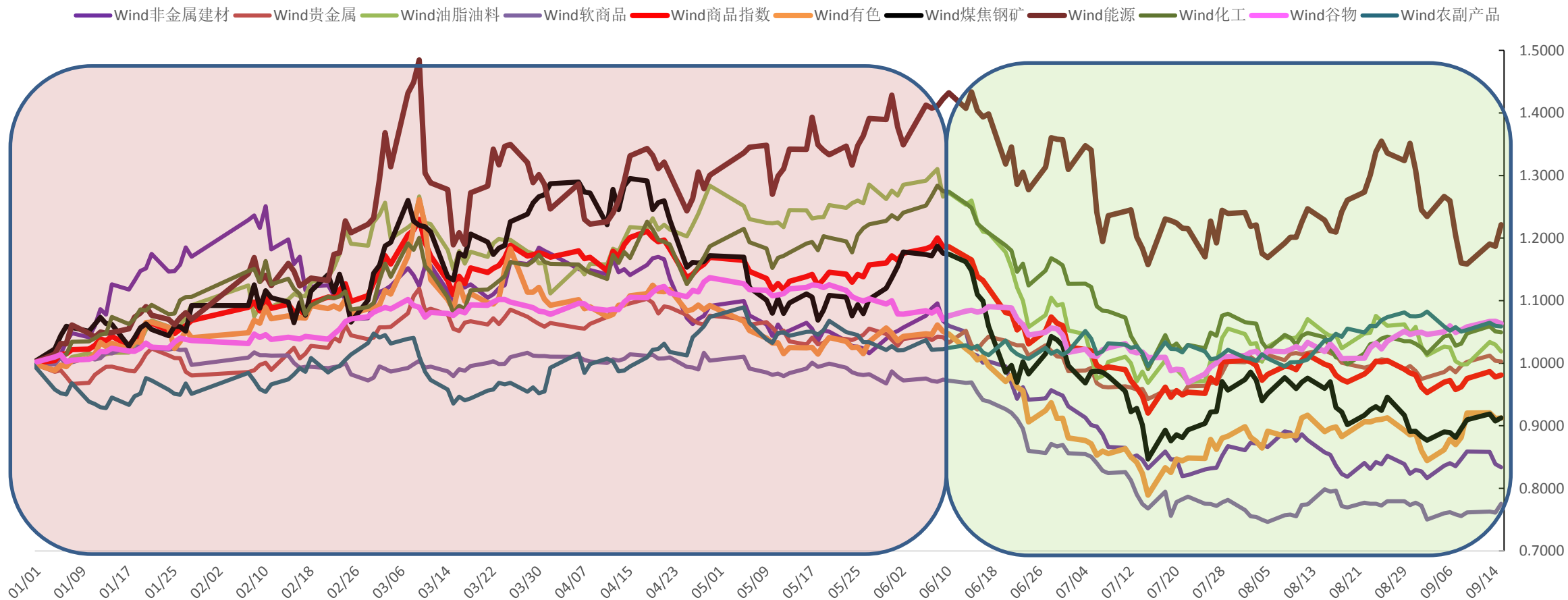
投机需求

- 宽松政策下带来虚拟资产的狂欢；
- 实体经济不佳导致资产荒，金融投资需求的激增；
- 资产配置与避险需求的增加吸引大量资金入市。

时至今日，支撑本轮大宗商品上涨的主要成因，都在日益瓦解。

“板块轮动”——农副产品板块的相对特殊与抗跌。

wind商品大类指数2022年以来走势图



“十一效应”

—国庆假期往往容易形成行情拐点，今年尤为特殊，风险管理特别重要。

时来天地皆同力，
运去英雄不自由。

2007年以来商品指数与持仓量变动

— 收盘价 close — 持仓量：右轴



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

➤ 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。

➤ 欧洲或新兴经济体危机

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。欧洲的能源、经济和金融市场三重危机共振之下蕴藏巨大风险。

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：010-85356618

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