

AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

宏观经济周报

乐观？为时尚早

第 012 期

www.agradar.cn



关于我们：

AgRadar Consulting (www.agradar.cn 天津诚瑞有道企业管理咨询咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

核心观点：

- 一、当前市场的高波动性仍然是货币长期宽松的长尾反应。
- 二、风险偏好的转变并不是市场长期向上的支撑，我们认为长期向下趋势不变。
- 三、从博弈角度来看，供给的边际宽松是未来主导市场价格变化的核心变量。

乐观？为时尚早

在近期的宏观观察中，AgRadar 提及的最多的一个词是节奏。如上周我们的周报所言，市场的波动并不是基本面为王，金融市场处在预期和现实的高频切换之中。

我们试图去找到导致市场呈现此特征的底层原因，经过我们的思考，我们仍然认为当前主导市场的仍然是货币。

在上周高盛的报告中，提出了一个看上去论据非常充分的观点，认为供需之间仍然存在赤字，而商品的需求仍然有韧性，继续做空是有价格风险的。

从事实上说，AgRadar 在上周的周报中对于国内市场的展望核心也是如此，而我们的周报在高盛报告发出来之前已经对该风险进行提示。

即便是我们在近期多次提及国内市场不能过度悲观，也一直强调估值修复，但如果在现在让我们对于未来的经济增长持长期乐观，这不符合我们对于当前现实以及未来经济展望的看法。

在此关键节点，我们仍然对于市场未来走势持悲观看法，无论是权益类市场还是商品市场，都只不过迎来的是阶段性的修复性行情。

我们认为当前市场的波动率是过去的货币宽松所带来的长尾效应，也就是说，即便是美联储和其他央行均已经采取了大幅度的紧缩措施，但当前的幅度并不足够，另外货币政策转变传导到企业经营现实则需要时间周期，从量变进入质变，直至确认衰退，亦需要时间周期。

Part 1: CPI 回落导致的市场欢腾

如 AgRadar 上周周报所言，决定市场利率的仍然是 CPI 数据。本周美国好于预期的 CPI 数据，让市场此前对于联储加息 75BP 甚至 100BP 的概率大幅回落。

联储加息预期的降低直接导致了市场风险偏好的切换，大部分的资金转为阶段性看多美股和商品。上周美股和商品均呈现大幅上行，其中，标准普尔 500 指数上涨 139 点，涨幅 3.36%，纳斯达克 100 指数上涨 363.5 点，涨幅 2.75%。

	相对权重 (%)	月环比 (%), 季调			年同比 (%)		
		2022-06	2022-05	2022-06	2022-07	2022-05	2022-06
CPI	100.00	1.0	1.3	0.0	8.6	9.1	8.5
核心CPI	77.43	0.6	0.7	0.3	6.0	5.9	5.9
食品	13.37	1.2	1.0	1.1	10.1	10.4	10.9
能源商品	5.60	4.5	10.4	(7.6)	50.4	60.7	44.8
能源服务	3.60	3.0	3.5	0.1	16.2	19.6	18.9
家庭商品	3.90	0.1	0.5	0.6	9.7	10.2	10.8
衣着	2.42	0.7	0.8	(0.1)	5.0	5.2	5.1
交通商品	8.52	1.4	1.1	0.1	14.1	9.5	8.8
医疗商品	1.47	0.3	0.4	0.6	2.4	3.2	3.7
休闲商品	1.86	0.1	0.4	0.2	3.8	4.4	4.1
教育与通信商品	0.76	(1.7)	0.3	(0.8)	(6.0)	(5.6)	(7.0)
酒与饮料	0.86	0.5	0.4	0.5	4.0	4.0	4.2
其他商品	1.33	0.8	0.5	0.3	6.2	6.6	6.7
房屋租金	32.06	0.6	0.6	0.5	5.4	5.6	5.7
水与垃圾服务	1.07	0.3	0.4	0.4	4.4	4.4	4.4
家庭服务		2.1	0.1				
医疗服务	6.77	0.4	0.7	0.4	4.0	4.8	5.1
交通服务	5.90	1.3	2.1	(0.5)	8.0	9.0	9.2
休闲服务	3.10	0.5	0.3	0.4	4.9	4.7	4.5
教育服务	5.24	0.2	0.2	(0.1)	1.7	1.7	1.5
其他服务	1.34	0.1	0.4	0.4			5.9

尽管当前市场 CPI 有所回落，但从核心 CPI 来看仍与上周持平，目前尚不能

证实通胀见顶回落，且目前的通胀数据离联储长期通胀目标仍然有漫长的距离。

另外，导致近期 CPI 回落的重要原因是能源价格的下降，而近期能源价格又有抬头向上的可能。

因此，在 AgRadar 看来，联储没有提前结束加息的空间。而货币政策对于实体需求所产生的抑制效果迟早会到来，只不过是时间问题。

除了风险偏好所导致的市场上行之外，AgRadar 判断当前的市场是货币宽松的长尾效应的重要原因在于美国国内实体企业的现金状况。

近期众多科技公司纷纷抛出了借债回购股权的计划，当然，从财务的角度来看，在手持大量现金举债去回购股权，经济性上好像不符合股东权益最大化，但是由于税率的差别，让当前美国公司的举动看上去更合理。大公司充裕的现金和当前看上去并不贵的资金成本，仍然在支撑着美股，但如果我们从长周期判断未来的公司收益情况逊于预期，那么今天所有上市公司回购的动作看上去是一只小蚂蚁妄图抵挡大象前进的道路，一切都只是徒劳而已。

Part 2: 增量需求在哪里的隐忧

如果说船运价格是全球供应链好转的重要指标，那么我们亦可以从船运价格下滑中找到需求萎缩的影子。

欧洲频繁爆发的罢工潮是普通阶层不堪通胀压力的最真实的反应，由于物价上涨，工资的增长幅度不堪应付家庭的开支，为此不得不提出工资上涨的诉求。这是合理的诉求，也是我们对于需求增长产生的隐忧。

工资上涨会提高居民对于通胀的容忍度，会让通胀高居不下，会提高企业的经营成本，降低企业利润。而一旦该需求得不到满足，我们就即将面临社会的不稳定，需求的下滑，经济活力的下行，社会不得不进入衰退。

尽管美国目前还未确认衰退，但我们对于欧洲进入衰退并不存任何疑虑。

从英国发布的最新 GDP 数据来看，第二季度英国 GDP 同比初值增长 2.9%，一季度同比增长 8.7%；环比初值则下降 0.1%，为 2021 年 3 月以来的最大降幅。月度数据显示，6 月份英国 GDP 下降 0.6%，制造业产出下降 1.6%，工业产出下降 0.9%。

尽管从国内海关最新公布的数据来看，前 7 个月进出口同比增长 10.4%，但去年同期欧洲、美国正在遭受疫情的冲击，而今年欧洲已经全面正常化。在 AgRadar 看来，该数据并未表明全球增量需求明显。

Part 3: 国内只有韧性不见增长

在近期的周报中，我们持续提及的词为国内经济的韧性。但是我们更担忧的是增长。

中国人民银行 8 月 12 日发布的 7 月金融数据显示，新增人民币贷款 6790 亿元，同比少增 4042 亿元；社会融资规模增量 7561 亿元，同比少增 3191 亿元；M2 同比增 12%。

信贷数据背后所反应的是生产领域和私人部门对于再杠杆的信心不足。

我们认为对于商品来说，这是一个双刃剑，一方面表明的是产能扩张意愿低，在供应得不到大幅增量扩张的情况下，国内的商品价格会存在较大的支撑，而消费得不到提振的情况下，商品价格亦会难见大的起色。

因此，我们会看到受产能约束，且需求存在刚性的商品市场表现偏强。

对于未来市场的博弈核心我们不认为需求会成为主导市场的核心变量，我们更应该关注产品的供给边际是否有大幅宽松的可能，如果边际宽松证实，则

AgRadar Consulting

诚瑞有道农业咨询

商品价格会存在较大的下行压力。

关于我们：

AgRadar Consulting (www.agradar.cn 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在

北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领

域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

中国粮食进口市场是一个规模庞大、需求稳定的长期繁荣市场，根据海关统计数据，中国年

进口大豆规模超过 9000 万吨、油脂超 1000 万吨、玉米 2000-3000 万吨、小麦、大麦超

2000 万吨。AgRadar 致力于帮助中国粮食上下游产业链掌握全球粮食市场动态、降低采购

成本、对冲市场风险。

AgRadar 利用全球化的产区资源，致力于将具有性价比的全球粮食资源进口至中国，满足

生产商、贸易商的需求。

免责声明：《AgRadar 宏观经济观察》坚持独立、审慎原则，力求报告内容客观、公正，但报告所载的观点、结论和建议仅供参考，使用者不能依靠本报告取代独立判断。对使用者依据本报告所造成的一切后果，《AgRadar 宏观经济观察》不承担任何法律责任。