

全球货币紧缩引发经济衰退担忧，静待风险出清

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 全球经济增速下行，通胀压力居高不下，各国央行正在加快收紧货币政策对抗通胀，美联储激进加息引发市场对经济陷入衰退的担忧。展望下半年，随着美联储加息和缩表的节奏加快，离岸美元信用收缩，高债务国家将面临去杠杆压力，可能引发资本外流、货币贬值、股市下跌等风险，金融市场动荡或难以避免，需做好风险应对。
- ◆ 国内方面，随着复工复产、复商复市有序推进，下半年经济将进入爬坡过坎阶段，但预计反弹力度不及 2020 年，实现全年预期发展目标需要付出更多努力。
- ◆ 2022 年全球央行进入加息周期，经济增速处于下行周期，外需增长放缓，出口面临下行压力，稳增长主要依靠投资和消费拉动。国务院出台稳经济一揽子政策，从财政、金融、投资、消费等六个方面，推出 33 项重要举措。
- ◆ 受原材料价格上涨和需求放缓的因素影响，下游制造业利润增速下降，进入主动去库存阶段，根据库存周期持续的时间推断，去库存将延续到年底，四季度有望迎来企业盈利增速的拐点。
- ◆ 受美联储激进加息的影响，中美国债利差倒挂，资本外流和本币贬值的压力仍在，将在一定程度上制约降息或降准的空间。展望下半年，国债期货存在边际走弱的可能，国债收益率重心有望小幅上移。
- ◆ 全球量化紧缩步伐加快，市场提前交易经济衰退的预期，名义利率和通胀预期有望同步下降，但实际利率的走向取决于哪个下降更快，黄金下半年或面临方向性选择。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

外围市场波动加剧，谨慎看待

股指反弹 20220617

政策面利好反复消化，警惕短

线回调风险 20220610

稳经济政策密集出台，股指或

进入震荡磨底阶段 20220601

受央行“降息”利好刺激，股

指有望延续反弹 20220520

第一部分 国际篇

2022 年已经过半，新冠疫情、俄乌冲突、美联储加息是主导市场波动的关键因素。随着欧美等发达国家财政刺激政策的退出，全球经济自去年三季度开始放缓，摩根大通全球制造业 PMI 在 2021 年 5 月达到 56 的峰值后开始回落，2022 年 5 月份降至 52.3（前值 52.2），为 2020 年 8 月以来次低水平。与此同时，受俄乌冲突的影响，原油、天然气、粮食等基础原材料价格上涨，新冠疫情下供应链紊乱的局面仍未得到缓解，全球通胀压力居高不下。美国 5 月 CPI 同比上涨 8.6%，创逾 40 年新高，欧元区 5 月 CPI 同比上涨 8.1%，创历史新高。在此背景下，各国央行不得不加快收紧货币政策，对抗日益严峻的通胀形势。美联储 6 月会议宣布加息 75 个基点，联邦基金利率上调至 1.5%-1.75%，利率点阵图显示，2022 年底联邦基金利率预期中值为 3.4%，高于中性利率 1 个百分点，意味着年底前还将加息 150 个基点左右。缩表方面，6-8 月每月缩减 475 亿美元，9 月开始每月缩减 950 美元，年内将缩表超过 5000 亿美元。展望今年下半年，随着美联储持续加息和缩表，流动性将进一步收紧，全球经济下行的压力或将加大。我们认为，尽管市场已经提前消化了美联储年内加息的预期，但经济受到的实际冲击尚未显现，需要对此做好准备和风险应对。

一、美国 CPI 创 40 年来新高，美联储激进加息引发经济硬着陆风险

去年美联储始终坚持“通胀是暂时性的”这一错误观点，由于对通胀形势的误判，导致今年不得不仓促加息和缩表。距离美国 11 月中期选举越来越近，民主党在应对通胀方面的表现是其能否赢得两院多数席位的关键因素之一，因此控制通胀成为美联储当前最为紧急的任务。美联储在半年度货币政策报告中表示，恢复物价稳定的承诺是“无条件”的，暗示为实现这一目标，不惜容忍经济增速下滑和失业率上升。当前俄乌冲突仍在持续，地缘局势紧张引发避险需求，资金回流美国，在一定程度上缓冲了对美国金融市场的压力，为美联储加快量化紧缩提供了有利条件。

从先行指标来看，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 降至 52.4（前值 57.5），创 2020 年 8 月以来新低，服务业 PMI 降至 51.6（前值 53.5），为 2020 年 8 月以来次低水平。美国 6 月密歇根大学消费者信心指数降至 50.2（前值 58.4），创历史新低。同步指标显示，美国 4 月耐用品订单环比增长 0.8%，为去年 10 月以来次低水平，4 月工业产出（制造业）同比增长 6%，增速自去年 4 月高位 23% 大幅下滑。美国 4 月进口同比增长 24.6%（前值 27.7%），出口同比增长 2.17%（前值 17.7%），进出口增速自历史高位显著回落，表明需求增长明显放缓。

图 1. 美国密歇根大学消费者信心指数

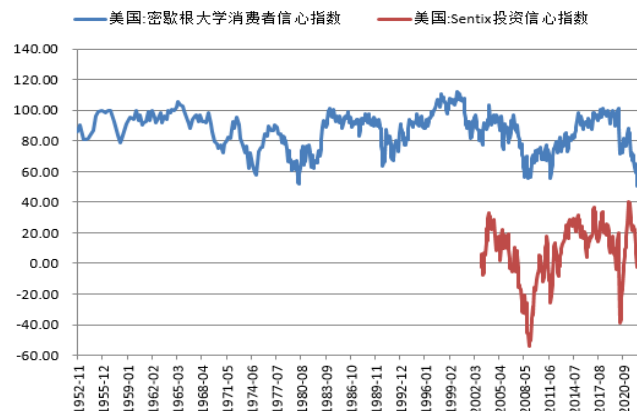
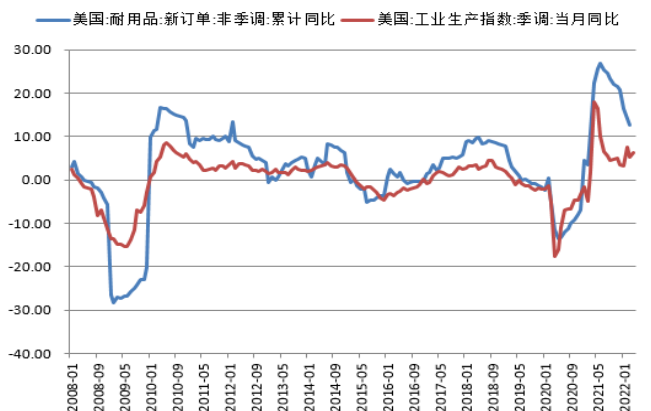


图 2. 美国耐用品订单和工业产出同比

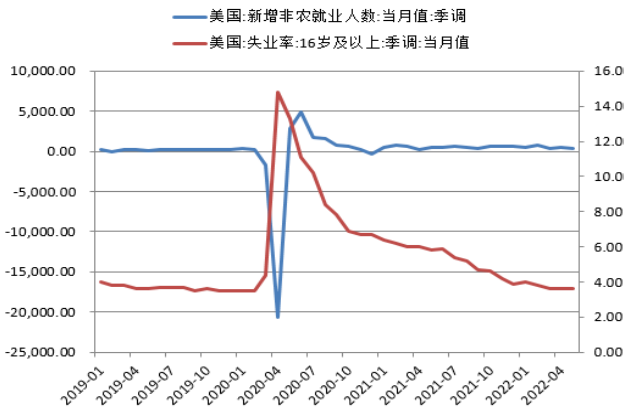


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

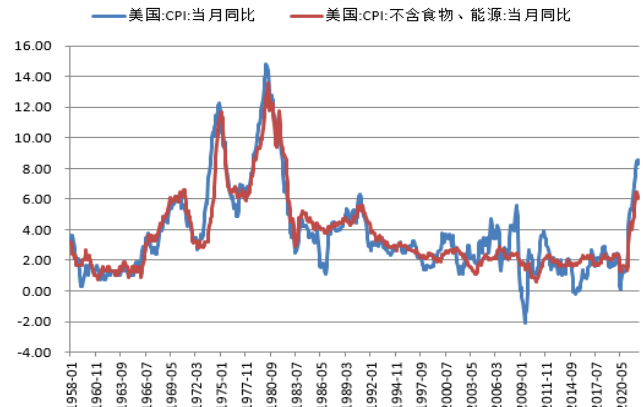
尽管美国经济增速放缓，但劳动力市场依然强劲，已实现充分就业的目标，通胀创逾40年新高。美国5月新增非农就业39万（前值43.6），失业率持平于3.6%，为2020年4月以来最低，已降至疫情前水平。美国6月2日当周初请失业金人数降至20万，连续34周达到充分就业要求的低于30万这一标准。美国5月CPI同比上涨8.6%（前值8.3%），创1981年12月以来新高，核心CPI同比上涨6%（前值6.2%），连续两个月回落。食品价格环比上涨1.2%，同比上涨10.1%，同比涨幅自1981年3月以来首次超过10%。美国4月核心PCE物价指数同比上涨4.9%，尽管较上月有所回落，但仍维持在近30年高位。

图3. 美国非农就业和失业率



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 美国CPI和核心CPI同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

美联储6月FOMC会议决定加息75个基点，联邦基金利率由0.75%-1%上调至1.5%-1.75%，货币政策声明上调今年通胀预期，并下调今后三年经济增速预期，利率点阵图显示，2022、2023和2024年底联邦基金利率预期中值分别为3.4%、3.8%和3.4%。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，在第一季度小幅下滑后，整体经济活动似乎有所回升，经济中的需求面依然很热，就业增长强劲。自5月会议以来，通胀意外上升，作为回应，美联储决定大幅提高利率，坚定地致力于让通胀回落。我们正在大幅缩减资产负债表，紧缩的金融条件应缓和需求，希望在年底前将利率维持在3%-3.5%的紧缩性水平，下次会议可能加息50个或75个基点。美联储主席就半年度货币政策报告作证词表示，最终缩表规模将达到2.5-3万亿美元，意味着缩表将持续至2024年。我们认为，美联储当前最为紧急的任务是控制通胀，6月会议进一步彰显了对降低通胀的决心，暗示在看到通胀回落的有力证据之前将持续加息和缩表。从利率点阵图来看，2022年累计加息将超过300个基点，下半年至少还有150个基点的加息，如果6月份的通胀继续上升，则7月再次加息75个基点是大概率事件。

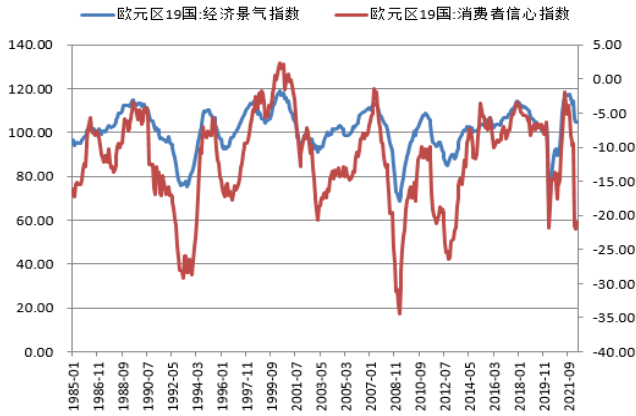
二、欧元区通胀创历史记录，欧洲央行开启加息周期

俄乌冲突爆发以来，欧美等国家反复升级对俄罗斯的制裁，导致能源和粮食价格快速上涨，欧洲能源短缺进一步加剧，通胀形势持续恶化，拖累欧元区经济持续走弱。今年5月份以来，欧洲央行行长拉加德等多位官员讲话，表达了对通胀上升的担忧，暗示将在三季度初结束净购债并开始加息，三季度末结束负利率。

从领先指标来看，欧元区6月制造业PMI降至52（前值54.6），连续5个月下滑，为2020年9月以来新低。服务业PMI降至52.8（前值56.1），综合PMI录得51.9（前值54.9），为去年3月以来新低。欧元区5月经济景气指数录得105，为去年4月以来次低水平，消费者信心指数降至-21.1，维持在2020年4月低位。同步指标显

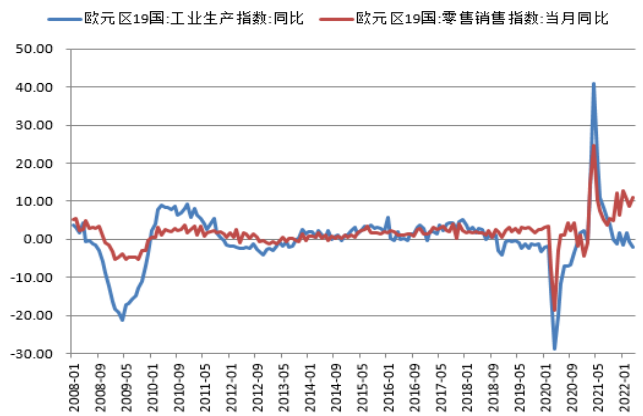
示，欧元区4月工业产出同比下降2%（前值-0.5%），为2020年11月以来新低。4月零售销售同比增长11.1%（前值8.6%），自2021年4月高位显著回落。欧元区4月进口同比增长21.3%（前值21.9%），出口同比增长20.8%（前值22.3%），连续4个月下滑，分别创去年11月以来新低。

图 5. 欧元区经济景气指数和消费者信心指数



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

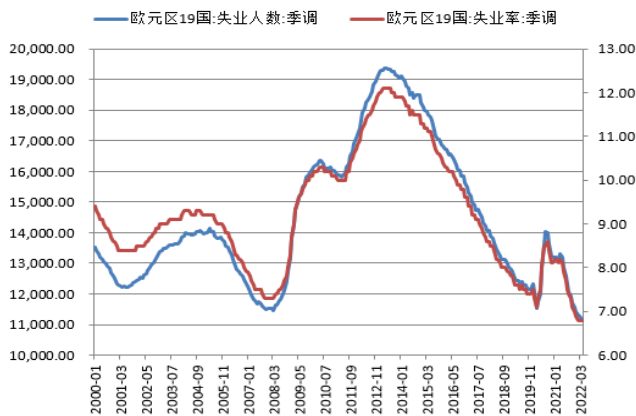
图 6. 欧元区工业产出和零售销售



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

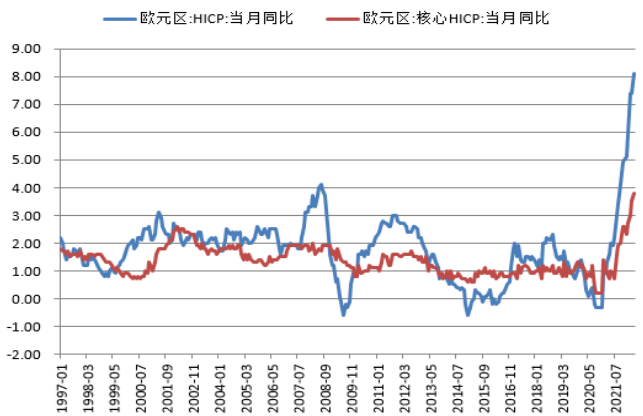
欧元区5月失业人数降至1118.1万（前值1127.7），失业率持平于6.8%，连续3个月维持在历史低位。欧元区5月CPI同比上涨8.1%（前值7.4%），连续刷新历史记录。核心CPI同比上涨3.8%（前值3.5%），涨幅连续4个月扩大，再创历史新高。数据表明，受能源和粮食价格上涨的影响，欧元区通胀快速上升，迫使欧洲央行不得不加快收紧货币政策。

图 7. 欧元区失业人数和失业率



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 欧元区 CPI 同比



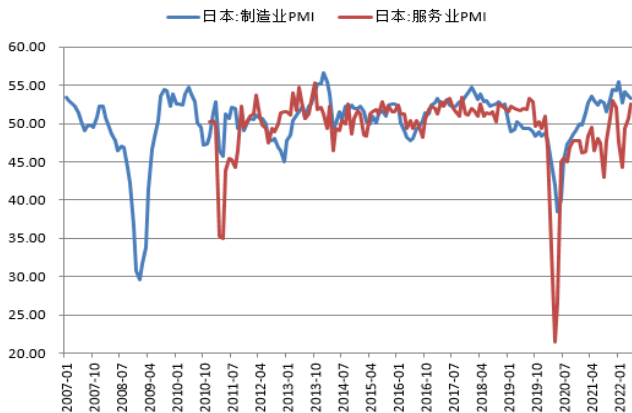
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

欧洲央行6月会议维持关键利率不变，决定自2022年7月1日起终止净资产购买，计划在7月加息25个基点，9月加息规模将取决于通胀前景。经济预测方面，欧洲央行上调未来3年通胀预期，同时下调明年两年经济增速预期。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上称，如果9月份的预测将2024年的通货膨胀率定为2.1%或更高，那么加息幅度将超过25个基点。我们认为，俄乌冲突引发欧元区通胀预期恶化，进而削弱消费者信心和经济增长的前景，欧洲央行不得不改变鸽派立场，决定于7月结束购债并开始加息，货币市场预计下半年将累计加息100个基点，意味着2014年以来的负利率即将结束。

三、日本央行维持超宽松，日元汇率创20年来新低

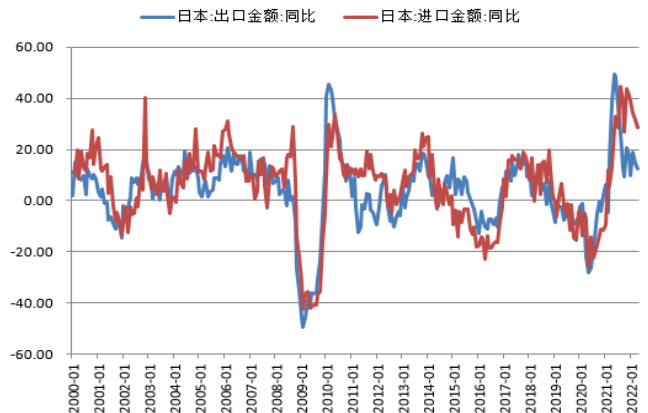
受疫情、能源价格上涨等因素影响，今年以来，日本经济复苏持续放缓。从领先指标来看，日本 5 月制造业 PMI 降至 53.3（前值 53.5），连续两个月回落，但仍位于扩张区间，服务业 PMI 录得 52.6（前值 50.7）。日本 5 月消费者信心指数自去年 11 月见顶回落，截至 2022 年 5 月降至 33.1（前值 32），远低于疫情前水平。同步指标显示，日本 3 月工业生产（采矿业和制造业）同比下降 1.7%，为去年 10 月以来最大降幅。4 月商业销售额同比增长 5.6%，自去年 5 月高位下滑 8.9 个百分点。日本 4 月出口同比增长 12.5%（前值 14.7%），连续两个月回落，进口同比增长 28.3%（前值 31.4%），连续 5 个月下降，创去年 10 月以来新低。

图 9. 日本制造业和服务业 PMI



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

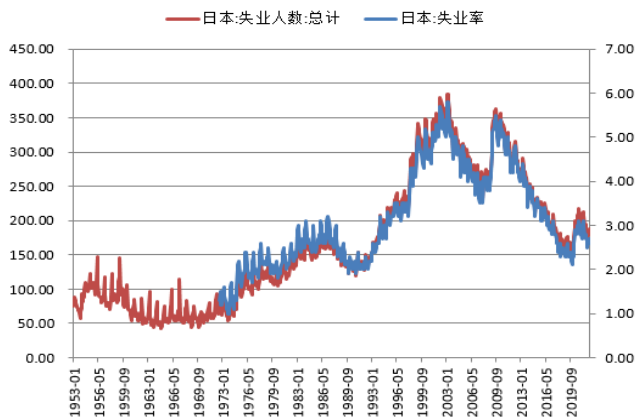
图 10. 日本进出口同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

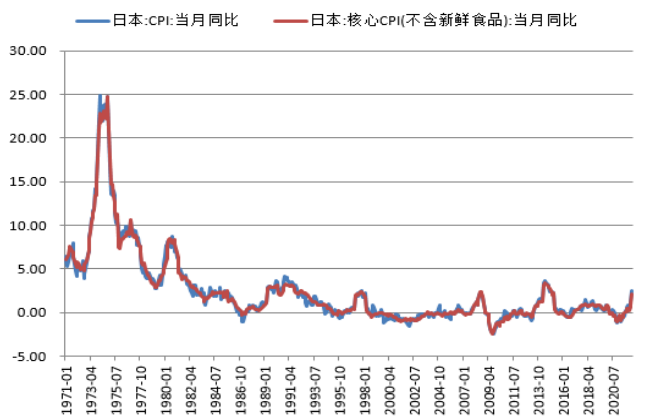
从就业来看，日本劳动力市场整体保持稳定，受疫情的影响小于欧美国家。日本 5 月失业人数总计 188 万，失业率为 2.7%，略高于疫情前水平。日本 4 月 CPI 同比上涨 2.5%，创 2014 年 11 月以来新高，核心 CPI 同比上涨 2.1%，为 2015 年 4 月以来新高。数据表明，受粮食、能源价格上涨的影响，日本通胀快速回升，已达到 2% 的长期目标，此外日元大幅贬值，接近 20 年低位，也在一定程度上推高了通胀。

图 11. 日本失业人数和失业率



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 日本 CPI 同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

日本央行 6 月会议维持基准利率在 -0.1% 不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0 附近，符合市场预期。货币政策声明称，预计短期和长期政策利率将保持在“当前或更低”的水平，将在每个工作日在 0.25% 收益率水平购买 10 年期日本国债，保持利率远期指导不变，誓将宽松进行到底。日本央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示，放松疫情管制已经产生影响，日本经济正在复苏，CPI 目前可能维持在 2% 左右，之后可能会放缓。美国和欧洲长期国债收益率的迅速上升对日本国债收益率产生了重大影响，使得收益率曲线控制（YCC）成为必要。日本

经济的不确定性很高，需要关注汇率对经济、价格的影响，如果有必要，会毫不犹豫地加码宽松政策。我们认为，在欧美等主要发达国家央行量化紧缩加快的背景下，日本央行依旧维持超级宽松政策，使得日元汇率急剧贬值，创 20 年来新低，进一步加剧国内通胀压力，从而倒逼日本央行退出宽松政策。

第二部分 国内篇

受国内疫情多点散发、俄乌局势以及海外量化紧缩等多重因素的影响，今年上半年我国经济下行压力加大，第一季度 GDP 同比增长 4.8%，预计二季度 GDP 增速将进一步走低，三四季度逐步回升，全年实现 5.5% 的预期目标需要付出更多努力。为推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间，国务院常务会议部署稳经济一揽子措施，从财政、金融、消费投资等六个方面，提出 33 项措施。我们认为，在疫情得到控制后，随着稳增长政策的加快落实，下半年经济将全面恢复，但考虑到海外量化紧缩，国外需求增长放缓，经济反弹的力度可能不及 2020 年。

一、宏观政策稳增长力度加码，下半年经济爬坡过坎

随着国内疫情逐步得到控制，企业复工复产、复商复市有序推进，生产和生活秩序逐渐回归正常轨道，经济在 5-6 月份“填坑”，下半年将进入“爬坡过坎”阶段。考虑到 2022 年和 2020 年疫情后经济复苏所面临的环境不同，一是 2020 年全球量化宽松，国内外需求同步复苏，而 2022 年则是海外量化紧缩，外需增长放缓；二是 2020 年我国开启新一轮库存周期，进入被动去库存阶段，经济内在驱动向上，而 2022 年则处于主动去库存阶段，经济内在驱动向下。所以，我们判断下半年经济反弹的力度可能不及 2020 年，外部环境发生有利的变化可能要等到年底，也是国内新一轮库存周期开启的时间窗口。

1. 2020 和 2022 年的国内外形势对比

(1) 从外部环境来看，2020 年全球经济增速本处于上升周期，由于新冠疫情突发，经济深 V 探底后继续前行。疫情爆发之前，美联储于 2019 年初结束持续 4 年的加息周期，并于 7 月、9 月和 10 月进行了三次降息，每次 25 个基点，美国联邦基金利率降至 1.5%-1.75%。缩表方面，美联储于 2019 年 9 月停止了缩表并重启购债，截至 2020 年 2 月疫情爆发之前，美联储资产负债表已由 3.8 万亿美元增加至 4.2 万亿美元。除了美联储之外，多数国家都在 2019 年开启了货币宽松，在各国央行的共同努力下，全球经济于 2019 年三季度进入了上升周期。2019 年 7 月摩根大通全球制造业 PMI 触底回升，结束了连续 19 个月的下行周期。

图 13. 美联储开启加息和缩表周期

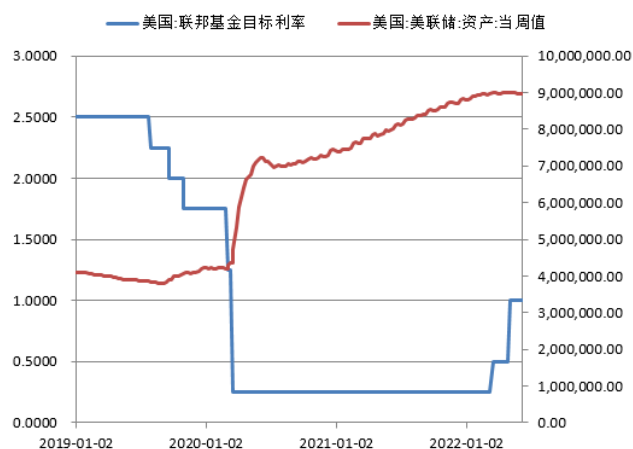
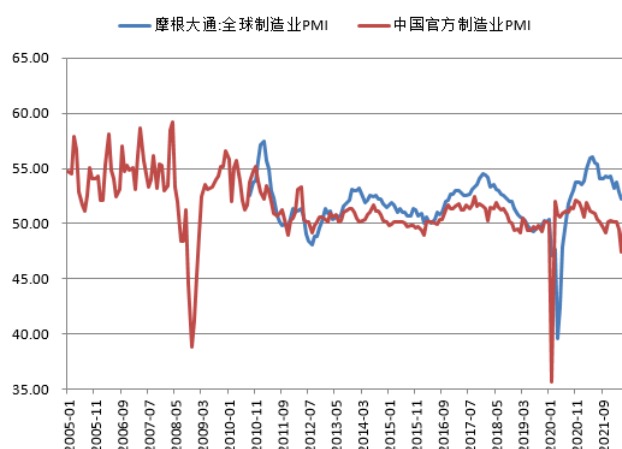


图 14. 全球制造业 PMI 处于下行阶段

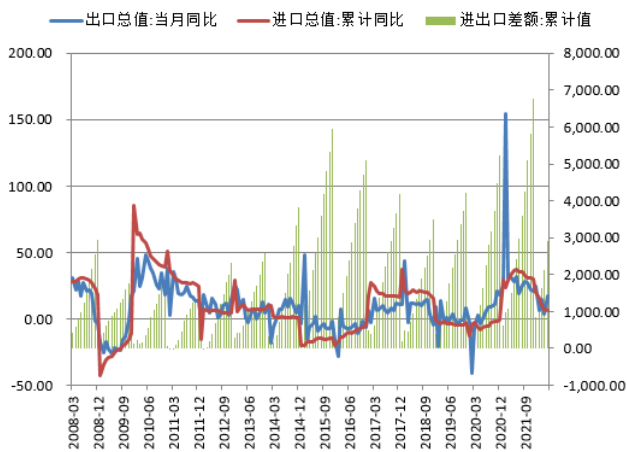


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

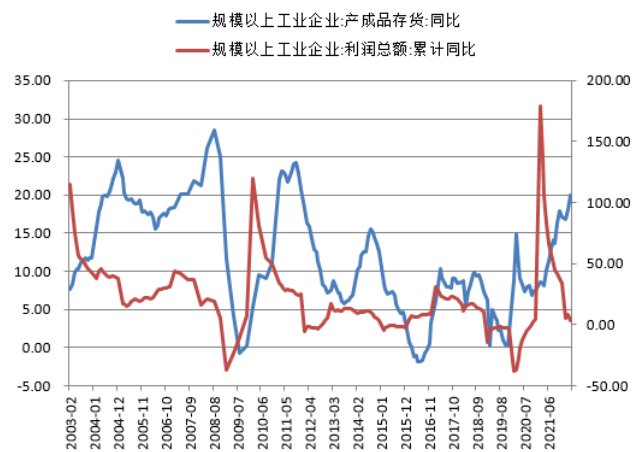
2020年初，由于新冠疫情爆发，全球经济复苏的节奏被迫中断，美联储通过两次非常规降息，将联邦基金利率一降到底，并开启了无限量宽松，欧洲、日本等主要发达国家纷纷跟进。在史无前例的量化宽松政策推动下，全球经济以前所未有的速度扩张，但受疫扰乱了供应链，国外生产不能满足需求，巨量的海外订单转移到国内生产，拉动我国进出口爆发式增长。2020-2021两年时间，我国进口总额从20784.09亿美元增长到26864.43亿美元，出口总额从24994.82亿美元增长到33633.02亿美元，贸易顺差从4210.73亿美元增长到6768.59亿美元。

图 13. 进出口累计同比和贸易顺差



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 14. 库存周期和工业企业利润



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

综上所述，2020年处于全球量化宽松和经济加速扩张的时期，而2022年我国所面临的外部形势不容乐观。首先，2022年俄乌冲突爆发，全球通胀压力进一步加大，各国央行不得不加快收紧货币政策，美联储以历史罕见的速度加息和缩表。其次，随着各国财政刺激政策的退出，全球经济增速自2021年三季度开始回落，经济进入下行周期。外需增长放缓，叠加东南亚等国家产能恢复，我国出口将面临下行压力。

(2) 从库存周期的角度来看，2003年以来，我国共经历了六轮库存周期，分别是2003-2006年、2006-2009年、2009-2013年、2013-2016年、2016-2019年、2019-2022年，平均持续时间为40个月左右。最近一轮库存周期始于2019年12月，截至2022年6月，本轮库存周期已持续31个月。2020年多数时间，我国经济处于被动去库存阶段，经济增长的内在驱动向上。所以，2020年疫情得到控制之后，我国经济V型复苏，GDP当季同比分别-6.8%、3.2%、4.8%和6.4%。而2022年，我国由被动补库存进入主动去库存阶段，经济增长的内在驱动向下，所以今年经济可能是弱复苏，实现全年5.5%的增长目标需付出更多努力。

2. 2020 和 2022 年宏观政策对比

2020 武汉疫情和 2022 年上海疫情，都对我国经济造成了明显冲击，产业链和供应链遭受不同程度的干扰，生产和生活秩序受到影响，受疫情影响的行业和市场主体需要政策救助。应对两次疫情政府都出台了规模性的政策举措，2020 年推出 8 个方面 90 项政策措施，2022 年出台稳经济一揽子政策举措，包括 6 个方面 33 项措施。我们从财政、货币、投资、消费等几个主要方面，对 2020 年和 2022 年出台的政策进行了对比。通过对比发现，两次政策的重点都是保就业和保市场主体，减税降费和地方专项债发行的规模大体相当，在扩大消费方面，2022

年出台的政策更多一些，包括阶段性减半征收汽车购置税，货币政策方面，2020 年实施的力度更大一些，包括 3000 亿抗疫专项再贷款和 1.5 万亿再贷款、再贴现额度。2020 年侧重于对短期贷款利率的下调，而 2022 年则偏向对中长期贷款利率的下调，重点在于缓解房地产行业的压力。

2020 和 2022 年稳增长措施对比

	2020	2022
财政政策	财政赤字率按 3.6% 以上安排，财政赤字增加 1 万亿，发行 1 万亿特别国债，上述 2 万亿全部转移给地方，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等。	财政赤字率按 2.8% 左右安排，中央对地方转移支付增加约 1.5 万亿，新增国家融资担保基金再担保合作业务规模 1 万亿元以上。
货币政策	累计降准 1.5 个百分点，1 年期 LPR 累计下调 30 个基点，5 年期 LPR 累计下调 15 个基点。新增 3000 亿专项再贷款额度，1.5 万亿再贷款、再贴现额度。	累计降准 0.25 个百分点，1 年期 LPR 累计下调 10 个基点，5 年期 LPR 累计下调 20 个基点。
减税降费	全年新增减税降费 2.5 万亿。	全年减税退税 2.5 万亿。
稳投资促销费	安排地方专项债 3.75 万亿，中央预算内投资安排 6000 亿元。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。	安排地方专项债 3.65 万亿，中央预算内投资安排 6400 亿元。支持中国国家铁路集团有限公司发行 3000 亿元铁路建设债券。阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。

第三部分 资产配置

2022 年以来，通胀形势持续恶化，各国央行纷纷通过加快收紧货币政策来抑制通胀，同时也给全球经济带来下行压力。世界银行、经合组织等国际权威机构相继下调未来经济增长的预期，警告全球经济面临从“滞胀”到衰退的风险，美国 10 年期和 2 年期国债收益率自 4 月之后再次发生倒挂，被视为经济衰退的前兆。展望 2022 年下半年，随着美国国会中期选举临近，控制通胀成为美联储最为紧急的任务，在通胀预期没有彻底扭转之前，鹰派的货币政策立场难以改变。欧洲央行 6 月会议决定在 7 月结束净资产购买，并加息 25 个基点，预计年内至少加息 100 个基点，2014 年以来的负利率即将结束。全球量化紧缩加快背景下，流动性持续收紧，经济下行压力加大，风险资产价格或面临冲击，投资者需做好风险应对。

(1) 股指

受疫情和原材料价格上涨的影响，上下游制造业利润严重分化，可能引发投资内生动力不足等连锁反应。下游企业成本上升，盈利增速持续下降，进入主动去库存阶段。国家统计局数据显示，今年 1-4 月全国规模以上工业企业实现利润总额 26582.6 亿元，同比增长 3.5%，其中 4 月规模以上工业企业利润同比下降 8.5%。在 41 个工业大类行业中，19 个行业利润总额同比增长，20 个行业下降，1 个行业由亏转盈，1 个行业持平。其中石油、煤炭、天然气开采等上游原材料加工业利润继续保持高速增长，汽车、计算机通信、通用设备等中下游制造业利润增速下降。今年 1-4 月产成品存货同比增长 20%，创 2012 年 2 月以来新高，表明受 4 月疫情影响，需求急剧萎缩，企业库存被动上升。从库存周期的角度来看，尽管需求在疫情控制后开始恢复，但并非新一轮需求扩张的开

始，企业仍在主动去库存阶段，盈利增速下滑的趋势不变，预计库存短暂回升后将下降，根据时间推断，将持续至今年年底。

货币政策坚持以我为主，无风险利率上行或下行的空间有限。今年上半年国内疫情多发，经济下行压力加大，货币政策进一步放松。2022年4月15日，央行宣布下调存款准备金率0.25个百分点，净释放长期资金约5300亿，此为2021年7月以来的第三次降准。5月20日，央行下调5年期贷款市场报价利率(LPR)15个基点至4.45%，为年内第二次下调，有助于降低企业融资成本，促进社融和信贷回暖。当前全球通胀持续恶化，各国央行纷纷加快收紧货币政策，受美联储激进加息和缩表的预期推动，美债收益率大幅飙升，中美10年期国债利差收窄并出现倒挂，将在一定程度上增加资本外流和本币贬值的压力。在此背景下，货币政策进一步宽松的空间受限，无风险利率维持区间波动，对股指估值的影响偏中性。

综上所述，受原材料价格上涨以及需求增长放缓的影响，下游制造业盈利增速下降，部分行业陷入亏损，进入主动去库存阶段，根据库存周期推断，将持续至今年年底，企业盈利增速见底可能在四季度。股指在二季度展开超跌反弹，主要受政策面的驱动，即风险偏好的回升和无风险利率下降。展望下半年，随着全球量化紧缩的影响外溢，市场可能在三季度面临阶段性冲击，但进入四季度，美联储加息的节奏将边际放缓，结合库存周期的时间节点，股指可能迎来企业盈利底部拐点。

(2) 债券

受疫情冲击、俄乌冲突、海外货币政策收紧等多重因素影响，上半年我国经济下行压力，央行货币政策进一步放松，国债期货整体维持高位震荡，10年期国债收益率维持在2.7%-3%区间波动。进入下半年，随着国内经济持续恢复，货币政策或进入观察期，受美联储激进加息的影响，中美国债利差倒挂，资本外流和本币贬值的压力仍在，将在一定程度上制约降息或降准的空间。展望下半年，国债期货存在边际走弱的可能，国债收益率重心有望小幅上移。

(3) 黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等G7国家经济和货币政策的影响。2020年新冠疫情爆发以来，在欧美日等主要发达经济体中，美国经济复苏最为强劲，货币宽松退出的时间明显早于其他国家。当前全球通胀压力居高不下，各国央行都在加快收紧货币政策以对抗通胀。美联储6月会议加息75个基点，点阵图显示下半年还将加息150个基点，加息节奏明显快于其他主要发达国家。美强欧弱的经济格局下，受美联储激进加息和缩表的预期推动，美元指数持续走强，逼近20年新高，将对黄金价格形成抑制。

实际利率的走向主要取决于名义利率和通胀预期。今年以来，受美联储激进加息和缩表的预期推动，美国10年期国债收益率从年初的1.63%一路攀升至6月份的3.49%，累计上涨180个基点，创2011年5月以来新高。在此期间，美国10年期国债实际收益率从-0.97%上升至0.89%，创2019年以来新高。根据美联储公布的利率点

阵图，年底前美国联邦基金利率预期中值为 3.4%，当前国债市场已经提前反映了美联储年内加息的预期。进入下半年，如果市场开始反映经济衰退的预期，则名义利率将逐渐下降，通胀预期也会跟随下降，实际利率的走向则取决于名义利率和通胀预期哪个下降更快。参考美联储上一轮加息周期，美国 10 年期国债实际收益率在 2018 年 11 月达到 1.17% 的峰值，时间节点落在加息结束前的一个月。我们认为，当前距离美联储结束加息的时间尚早，市场可能更反映需求下滑引发的通胀下降，因此实际利率上升仍有上升的空间，黄金中期或仍将承压。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#