金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观·周度报告

2022 年 8 月 21 日

Experts of financial derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

经济稳增长压力严峻，政策仍需协同发力

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1）宏观经济稳增长压力严峻，经济疫后自发式修复动能减弱，7 月经济主要受到“区域疫情反弹+地产风险加大+专项债额度发行完毕后增量财政工具不足+极端高温天气+大宗商品价格回落引发上游企业主动去库”多重因素的影响和扰动。同时居民和企业降杠杆下信贷总量和结构塌方，青年结构性失业压力较大，微观主体活力不足是主因。总的来说，国内地产去杠杆是内需下行的主线，而 7 月数据也反映出基建对冲的力量的减弱，叠加海外经济衰退预期下外需边际动能放缓仍是担忧风险，内外需走弱下稳增长压力持续加大。**2）稳增长稳就业压力触发央行超预期降息，美联储加息节奏放缓形成国内政策窗口期。**此次政策利率的调降超出市场预期，经济稳增长压力是触发剂，7 月数据显示融资和增长环境转弱，需求端政策加码必要性增强，且调整 MLF 利率对引导 LPR 下降更直接，打开房贷利率下降空间，提振房地产销售，并通过实体融资需求的改善来缓解银行间流动性淤积的问题。而中美货币政策周期背离此前是约束国内货币宽松的一大制约，但一方面当前的中美基准利率倒挂并未引起显著资本外流和汇率贬值压力，另一方面海外较早出现衰退预期下未来联储加息节奏或将放缓，美债收益率 6 月下旬后趋于下行，对国内政策空间形成一定喘息期。**3）政策端仍需协同发力，稳增长政策或有望进入新一轮的升温。**此前市场对货币政策空间的预期偏向谨慎，而此次 OMO 和 MLF 利率的下调凸显政策稳增长、保就业决心，无疑是对此前谨慎预期的修正。后续稳增长政策或有望进入新一轮的升温，但市场预期预计仍难完全扭转，货币宽松仍需其他政策配合发力，财政政策和房地产政策仍存在边际空间。

高频数据显示：1）7 月美国通胀数据低于市场预期，市场加息预期一度降温，但联储官员鹰派表态引导市场预期重修正。通胀预期下降下美联储加息节奏或迎来快转缓的转折点，但通胀粘性仍然较高，预计三季度美国通胀或仍持续磨顶，货币政策紧缩窗口持续；2）三亚疫情仍然严峻，疫情动态仍扰动经济修复斜率；3）商品房销售延续弱势，居民信心修复仍难扭转；4）需求回落叠加上游企业主动去库，生产端整体仍然偏弱；5）经济稳增长压力加大，宏观需求偏弱情绪主导工业品价格走势；6）农产品价格指数小幅反弹，猪肉价格小幅回调。

此前在美联储加息窗口、以及央行二季度执行报告强调结构性通胀和外部平衡下，市场对于货币政策空间整体偏谨慎，叠加 5-6 月的经济修复趋势被打破下，金融市场预期更趋谨慎。而本次 OMO 和 MLF 利率超预期下调无疑是对这一谨慎预期的修正，传递政策积极稳增长的意愿，流动性预期和风险偏好有望修复，支撑股指估值的修复，不过经济修复趋势偏缓仍拖累盈利增长，股市大概率仍以震荡为主，宏观流动性仍充沛决定市场调整空间有限，股市整体仍以结构性机会为主，中小盘成长风格占优。对于利率来说，由于此前资金利率已与政策利率大幅偏离，因此降息未必能带来资金利率的进一步下行，短端受益程度或不显著，而“经济修复放缓+资金宽松+配置需求”的组合下，长端机会仍在延续，收益率曲线做平阻力最小。

风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 稳增长政策或有望进入新一轮的升温

● 7月数据全面不及预期，经济稳增长压力加大

国家统计局发布7月经济数据：1）中国7月规模以上工业增加值同比增3.8%，市场预期4.6%，前值3.9%；2)中国7月社会消费品零售总额同比增2.7%，市场预期增5.3%，前值增3.1%；3）中国1-7月固定资产投资同比增5.7%，市场预期6.2%，前值6.1%；4）中国1-7月房地产开发投资同比下降6.4%，商品房销售面积下降23.1%，房地产开发企业到位资金下降25.4%；5）中国7月份全国城镇调查失业率为5.4%。

图1：宏观经济热力图

指标	同比	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
工业增加值	当月同比%（2021为两年平均）	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0
固定资产投资		3.8	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7
基建		9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8
房地产		-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0
制造业		7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4
社消零售		2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8
出口金额		18.0	17.9	16.7	3.7	14.5	6.2	24.3	19.4	21.1	18.6	18.3
进口金额		2.3	1.0	4.0	0.0	0.3	11.2	24.6	13.5	17.2	12.2	15.1
CPI	当月同比%	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7
PPI	当月同比%	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7
M1	%	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7
M2	%	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3
社融	存量同比%	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0
失业率	城镇调查	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9

资料来源：Wind，优财研究院

疫后自发式修复动能减弱下7月经济数据重回下行，除出口端韧性和基建投资仍然偏强外，各部门增速均较上月小幅回落并不及市场预期，尤其是房地产投资降幅持续扩大并超出4月疫情影响最大的时候。与此前公布的“制造业PMI重回收缩区间+核心通胀低位回落+居民企业降杠杆下融资总量结构双弱”相印证，均指向总需求偏弱、以及稳增长压力的加大。

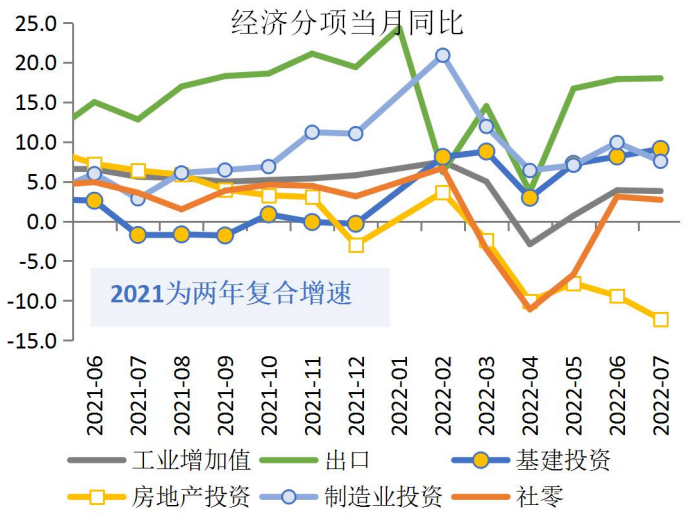
当前宏观经济稳增长压力严峻，经济疫后自发式修复动能减弱，7月经济主要受到

“区域疫情反弹+地产风险加大+专项债额度发行完毕后增量财政工具不足+极端高温天气+大宗商品价格回落引发上游企业主动去库”多重因素的影响和扰动。尤其国内疫情反弹和地产断贷风波压低经济修复斜率，居民和房企预期走弱难以扭转是主要矛盾，房企资金来源和新开工仍维持深度负增长，前瞻指标未有改善下房地产投资底仍未探明。同时居民和企业降杠杆下融资总量结构双双趋弱，青年结构性失业压力较大，微观主体活力不足是主因。

国内地产去杠杆是内需下行的主线，无论是居民还是企业均处于降杠杆过程，同时7月数据也反映出基建对冲的力量的减弱，叠加海外经济衰退预期下外需边际动能放缓仍是担忧风险，内外需走弱下稳增长压力持续加大。目前8月高频经济仍未看到明显改善迹象，部分地区高温限电影响工业生产，市场预期仍然偏弱。

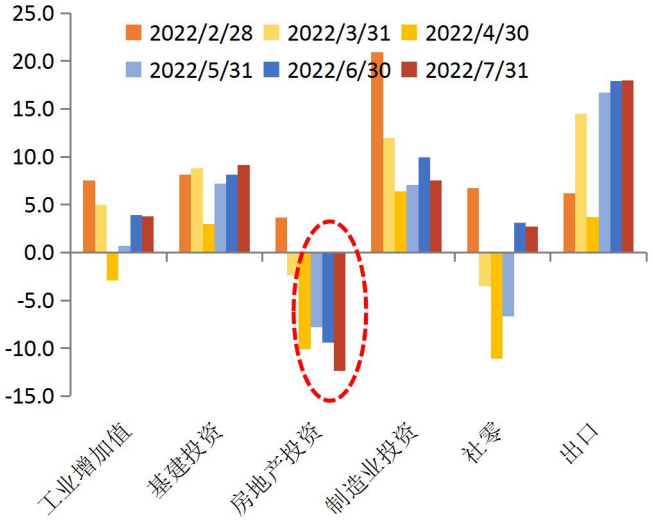
因此，要稳住经济增长，政策端仍需要积极发力，央行此次降息是积极的信号，在货币兼顾三重平衡压力下凸显政策稳增长、保就业决心，但预期修复仍需要其他政策配合发力。近期政策端发声增多，**关注稳增长政策是否进入新一轮升温，财政政策和房地产政策仍存在边际空间。**

图2：除出口基建外各经济分项均小幅回落（%）



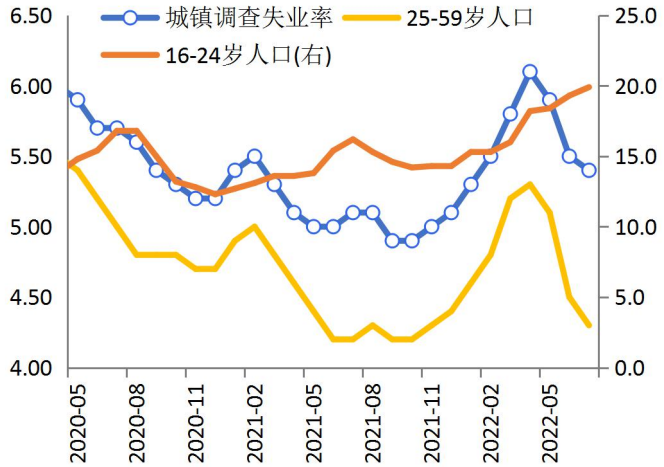
资料来源：Wind，优财研究院

图3：地产投资降幅进一步扩大（%）



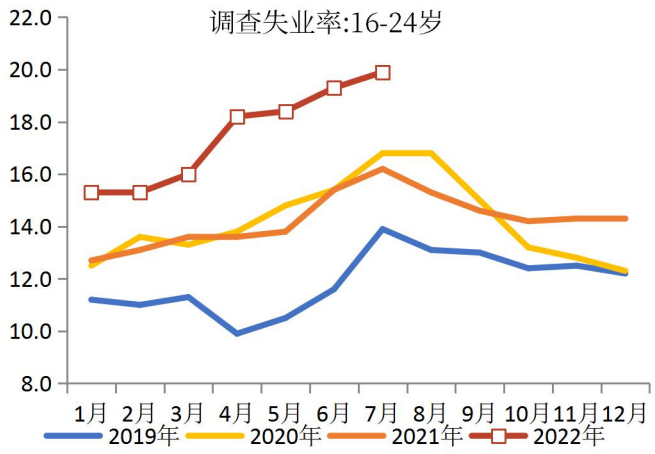
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：结构性失业压力较大（%）



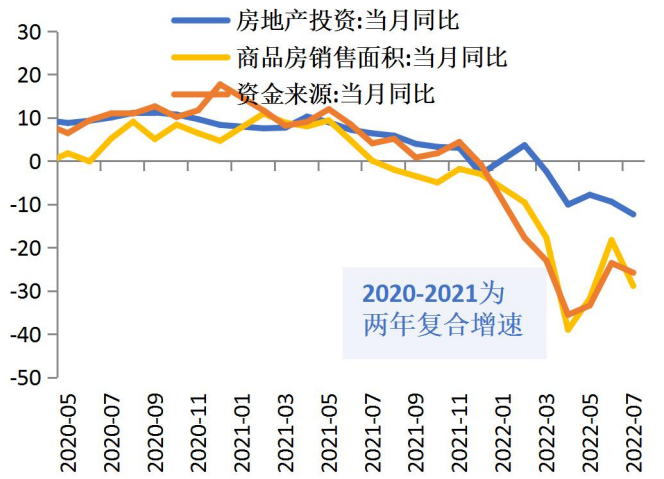
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率继续走高（%）



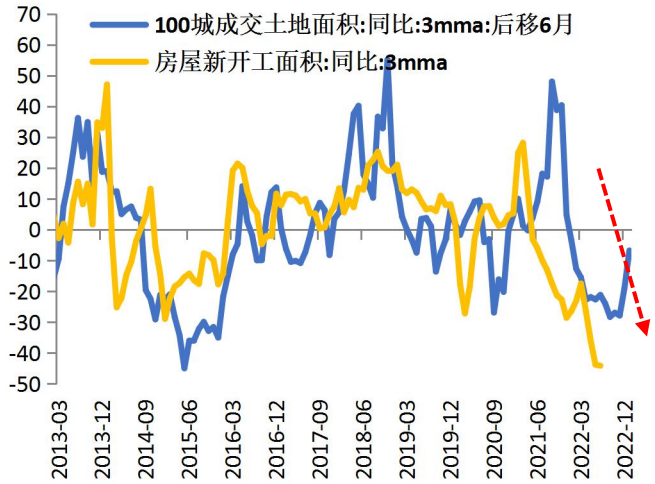
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：房地产投资底仍未探明（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：新开工仍然深度负增长（%）

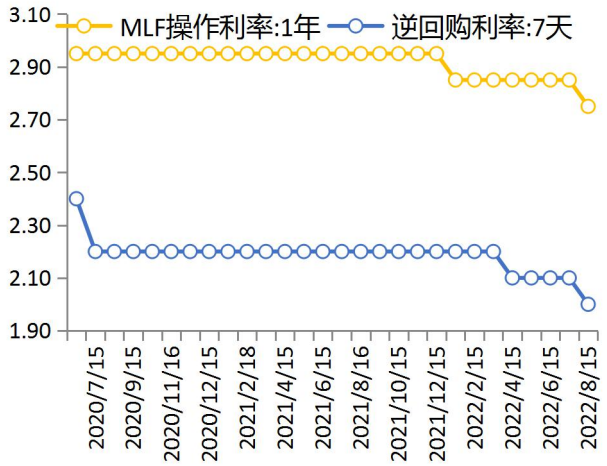


资料来源：Wind，优财研究院

● 稳增长压力触发央行超预期降息

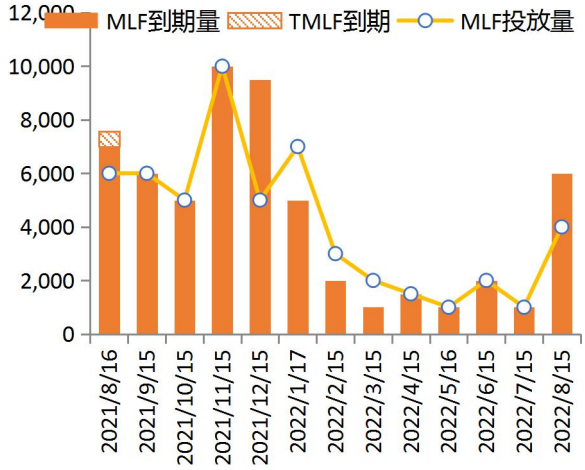
中国央行：为维护银行体系流动性合理充裕，2022 年 8 月 15 日人民银行开展 4000 亿元中期借贷便利（MLF）操作(含对 8 月 16 日 MLF 到期的续做)和 20 亿元公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。

图 8：央行调降 MLF 和 OMO 利率 10bp（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：央行月中缩量续作 MLF（%）



资料来源：Wind，优财研究院

一方面，央行缩量续作 MLF，符合市场预期，主因银行间流动性充足叠加市场利率大幅低于政策利率下，银行对 MLF 资金需求较低。这在二季度货币政策执行报告中也已有表示，公开市场操作缩量主要是因为“一级交易商的投标量继续减少”，“操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象”。

另一方面，政策利率的调降超出市场预期，经济稳增长压力是触发剂，7 月数据显示融资和增长环境转弱，信贷滑坡，需求端政策加码必要性增强，且调整 MLF 利率对引导 LPR 下降更直接，打开房贷利率下降空间（5 年 LPR-20bp），提振房地产销售。并通过实体融资需求的改善来缓解银行间流动性淤积的问题。

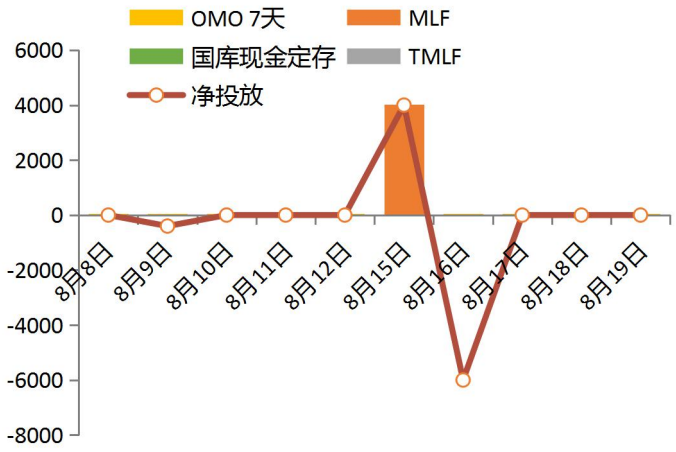
此前在美联储加息窗口、以及央行二季度执行报告强调结构性通胀和外部平衡下，市场对于货币政策空间整体偏谨慎，叠加 5-6 月的经济修复框架被打破下，金融市场预期更趋谨慎。但在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵下，稳增长、稳就业成为主要矛盾触发需求端政策发力的窗口，OMO 和 MLF 利率的下调无疑是对这一谨慎预期的修正。

中美货币政策周期继续背离，美联储加息节奏放缓下国内政策存在喘息期。中美货币政策周期背离此前是约束国内货币宽松的一大制约，但一方面当前的中美基准利率倒挂并未引起显著资本外流和汇率贬值压力，另一方面海外较早出现衰退预期下未来联储

加息节奏或将放缓，美债收益率 6 月下旬后趋于下行，对国内政策空间形成一定喘息期。

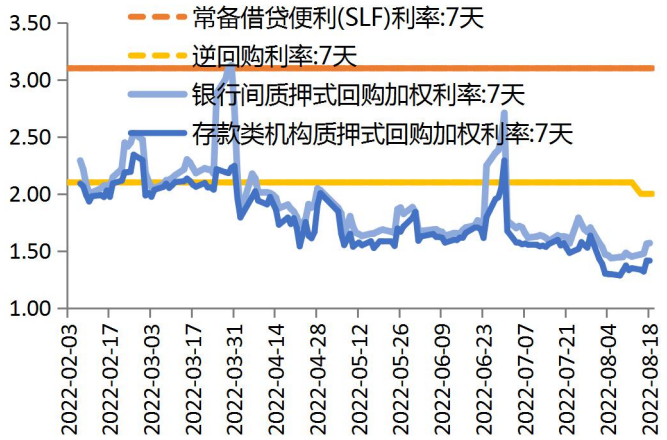
总的来说，此前市场对货币政策空间的预期偏向谨慎，而此次 OMO 和 MLF 利率的下调凸显政策稳增长、保就业决心，谨慎预期有望修复，后续稳增长政策或有望进入新一轮的升温，但市场预期预计仍难完全扭转，货币宽松仍需其他政策配合发力，财政政策和房地产政策仍存在边际空间。

图 10：央行公开市场操作新常态（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：资金面持续宽松（%）



资料来源：Wind，优财研究院

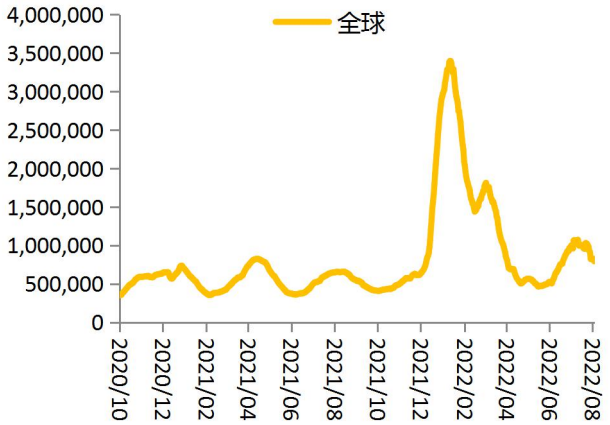
二、 海外疫情和经济活动跟踪

7 月美国通胀数据低于市场预期，市场加息预期一度降温，但联储官员鹰派表态引导市场预期修正。美国 7 月通胀数据略有改善，CPI 和核心 CPI 低于市场预期，受到能源价格下跌和交通运输需求回落的影响，市场加息预期降温，预期 9 月大概率加息 50bp。不过随后多位美联储官员发表鹰派发言，市场交易宽松预期逐步回调，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示“美联储在通胀问题上离宣布胜利还很远，在确信通胀率在向好的方向发展之前，不太可能降息。”里士满联储主席巴尔金也发言强调将通胀率降至 2%的目标。

通胀预期下降下美联储加息节奏或迎来快转缓的转折点，但通胀粘性仍然较高，预计三季度美国通胀或仍持续磨顶，货币政策紧缩窗口持续。目前来看，近期美国通胀预期有所下降，美国通胀拐点或正在逐步得到确认，但通胀粘性仍然较高，尤其是住房、

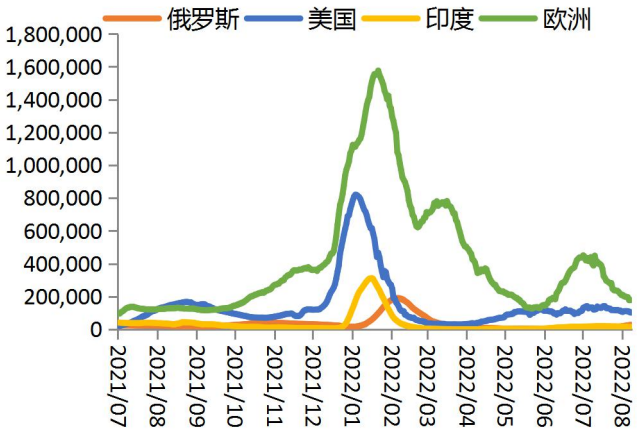
劳工价格等为主的核心通胀粘性较高，预计三季度美国通胀或仍处于磨顶过程，叠加欧洲通胀仍在走高，海外货币政策紧缩窗口持续。

图 12：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

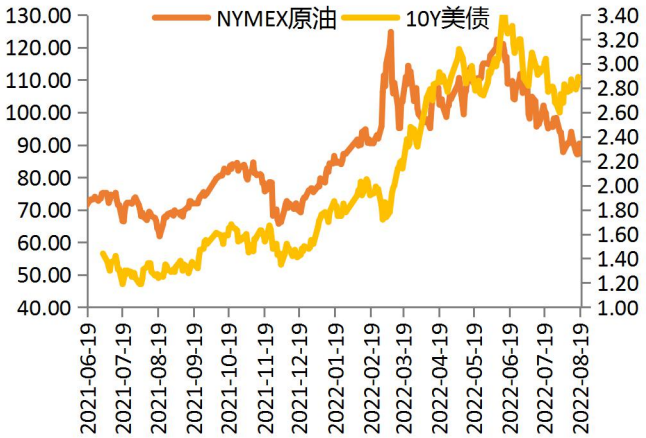


资料来源：Wind，优财研究院

图 14：美欧差值 VS 美元指数

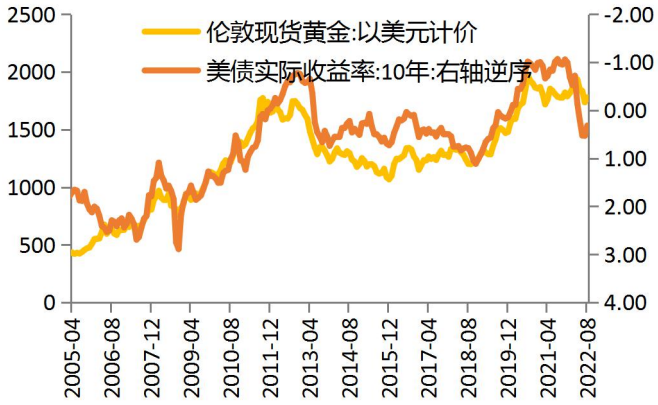
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



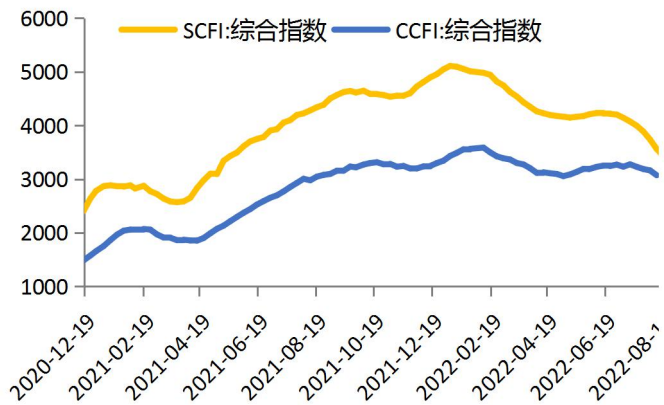
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：美债实际收益率 VS 黄金



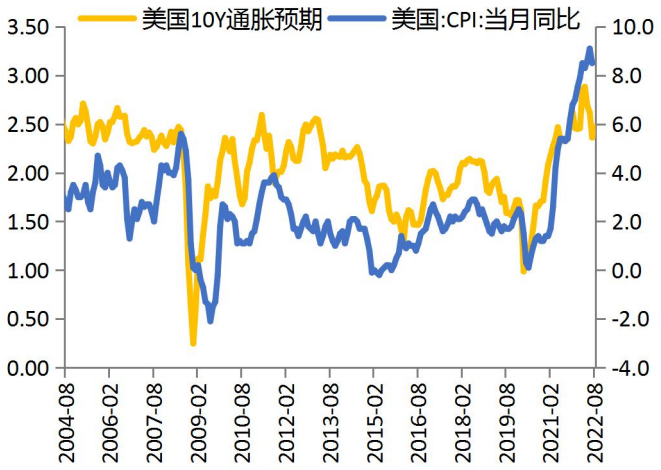
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：运价指数



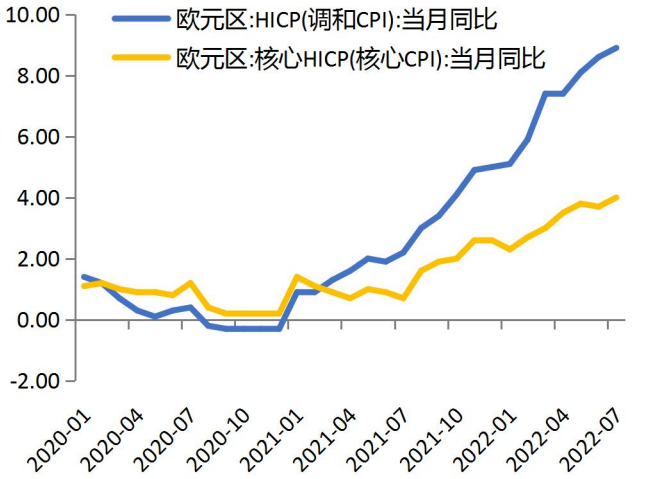
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美通胀预期有所下降，通胀或逐步筑顶（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：欧元区通胀仍在上行（%）



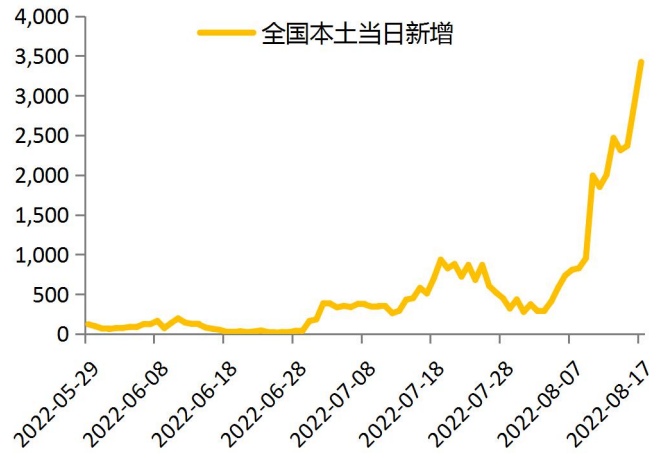
资料来源：Wind，优财研究院

三、 经济高频观察

1. 疫情：三亚疫情仍然严峻，疫情动态仍扰动经济修复斜率

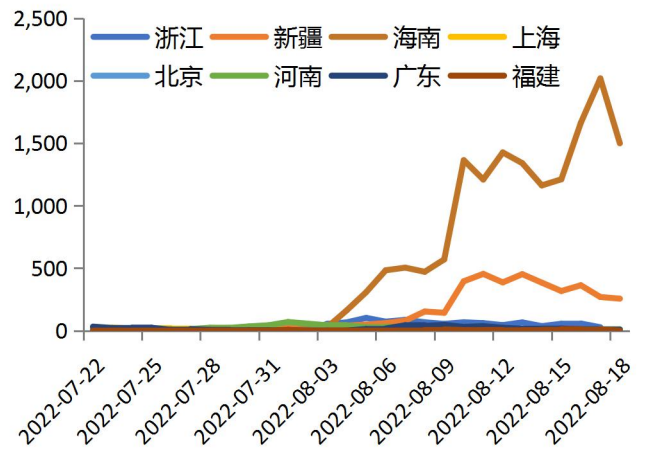
在国内当前常态化核酸的新疫情防控模式下，奥米克戎变异毒株的高隐匿性和传播性的特点仍加大疫情防控难度，较高的局部封控频次仍对消费场景和供应链形成较大影响。

图 20：全国当日新增确诊（例）



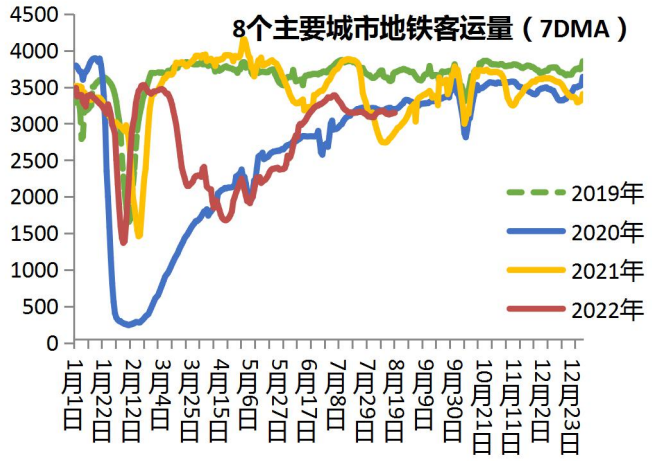
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



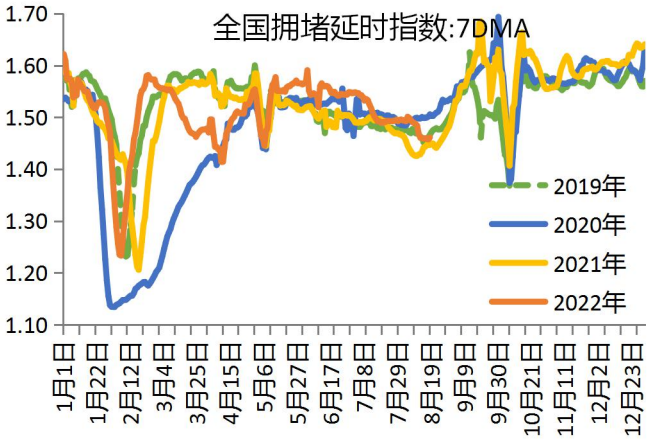
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



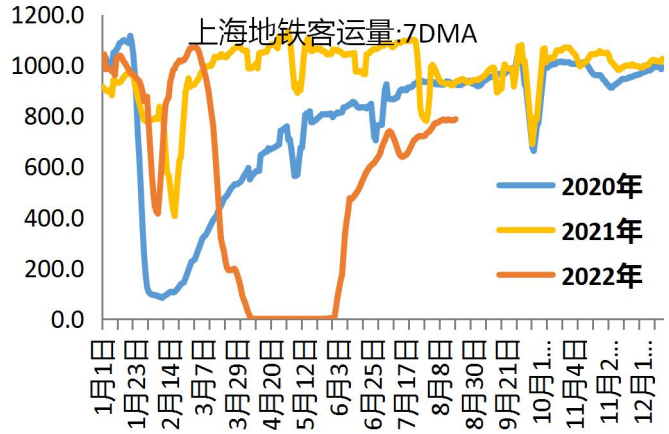
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：全国拥堵延时指数



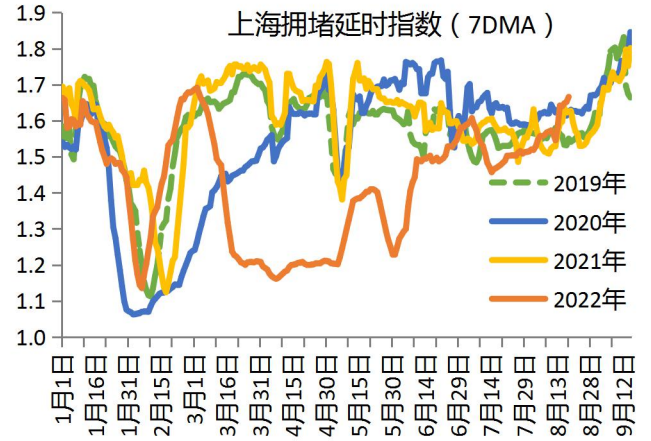
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：上海地铁客运量（万人次）



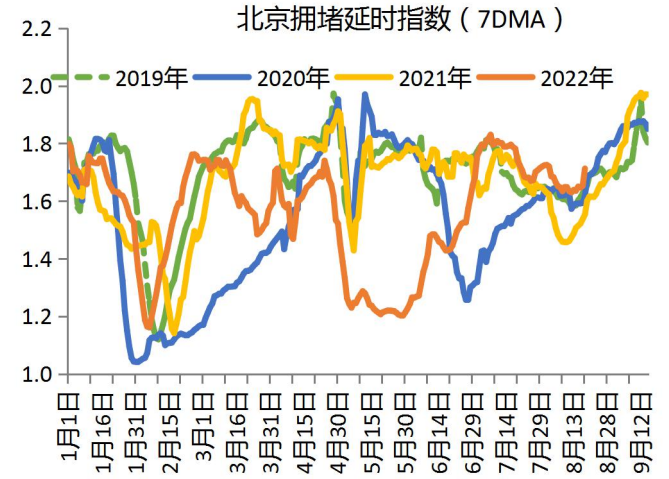
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：上海拥堵延时指数



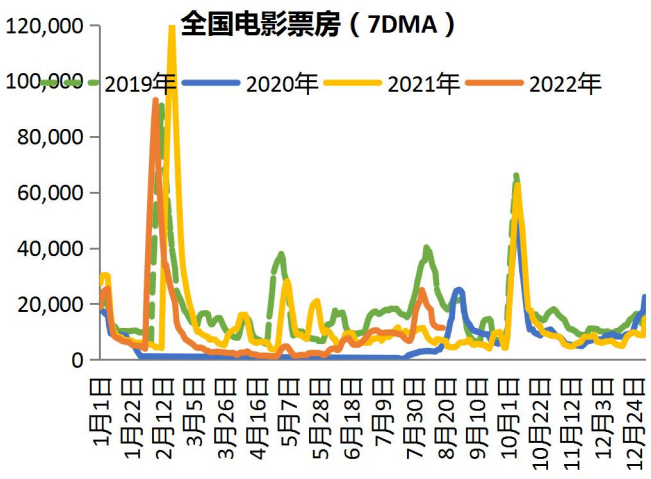
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：北京拥堵延时指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 27：全国电影票房（万元）

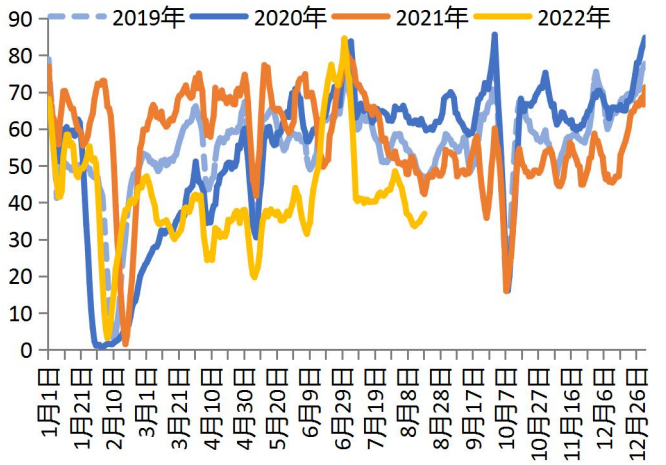


资料来源：Wind，优财研究院

2. 需求：商品房销售延续弱势，居民信心修复仍难扭转

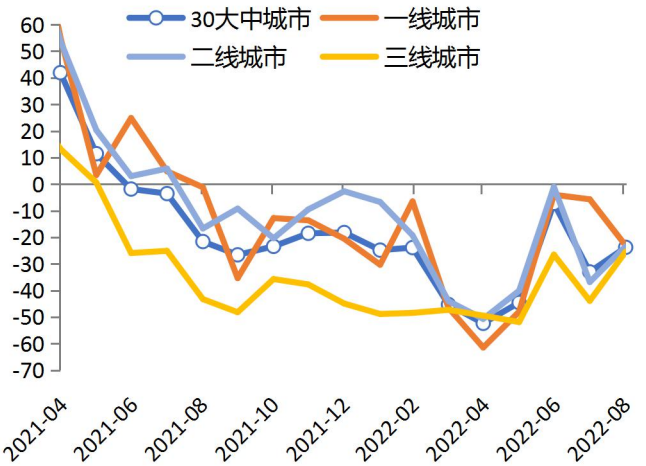
8 月商品房销售维持偏弱态势，8 月截止 18 日，30 城商品房成交面积同比增速为-23.8%（7 月-33%），同比降幅较 7 月小幅收窄，但一线城市降幅反而扩大，居民预期偏弱仍是主要矛盾。

图 28：30 城商品房成交面积（万平方米）



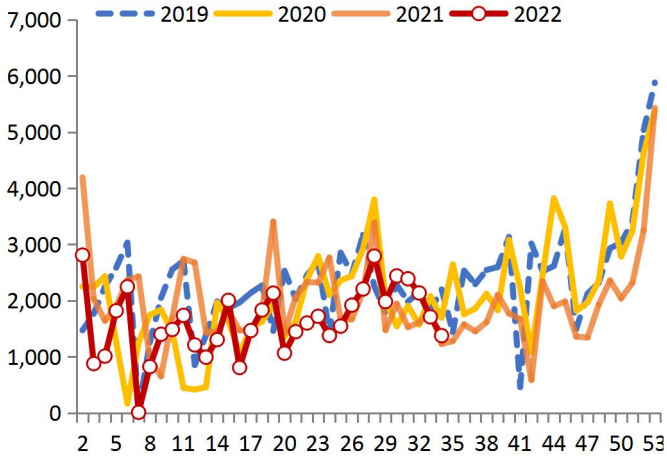
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：30 城商品房成交面积同比（%）



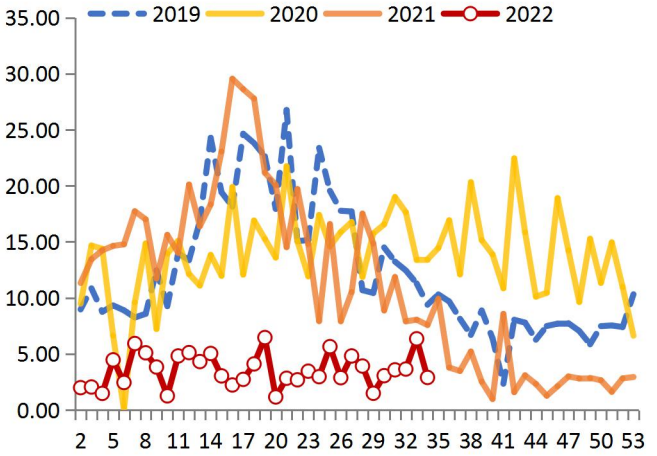
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 31：百城土地成交溢价率（%）

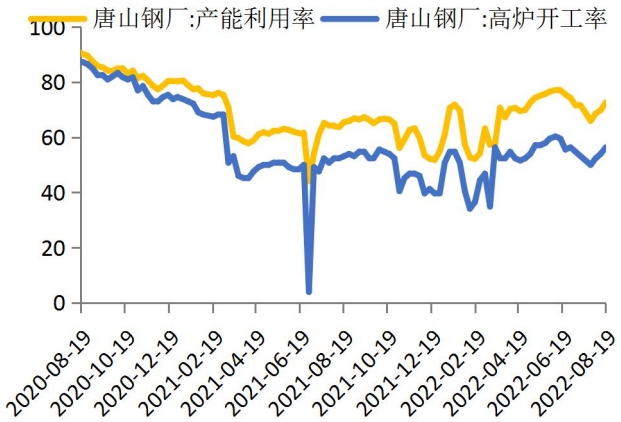


资料来源：Wind，优财研究院

3. 生产：需求回落叠加上游企业主动去库，生产端整体仍然偏弱

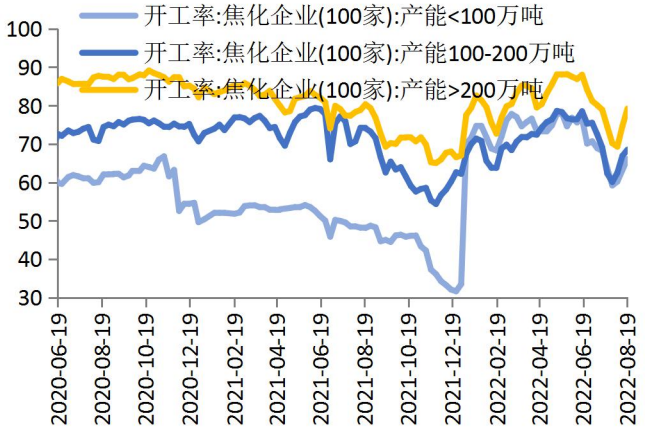
钢厂利润回升叠加自身库存下降，唐山钢厂开工率连续两周回升，而需求端偏弱下江浙地区下游织机开工率小幅回落。持续极端高温天气下，电厂日耗创年内新高，四川周内发布限电通知，让电于民，预计后续生产端将受到一定影响。

图 32：唐山钢厂高炉开工率（%）



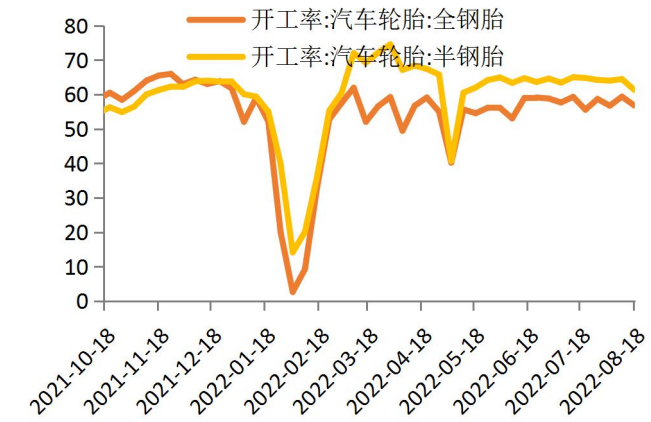
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：焦化企业开工率（%）



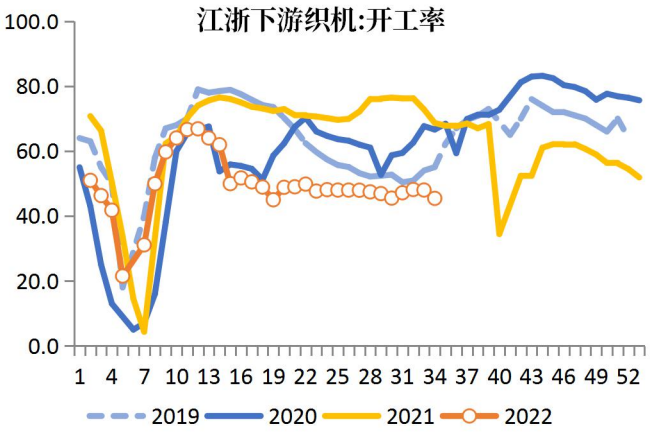
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



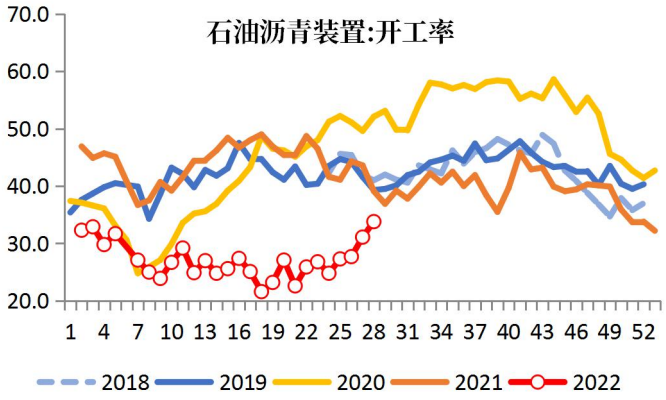
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：江浙下游织机开工率（%）



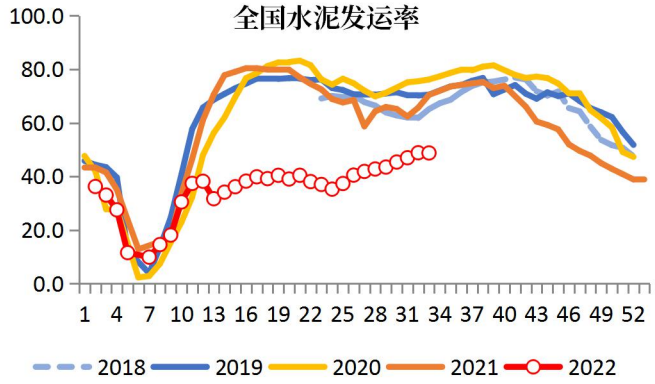
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：石油沥青装置开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

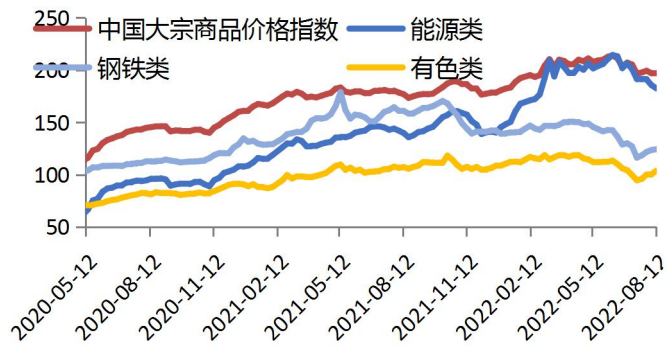
图 37：全国水泥发运率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

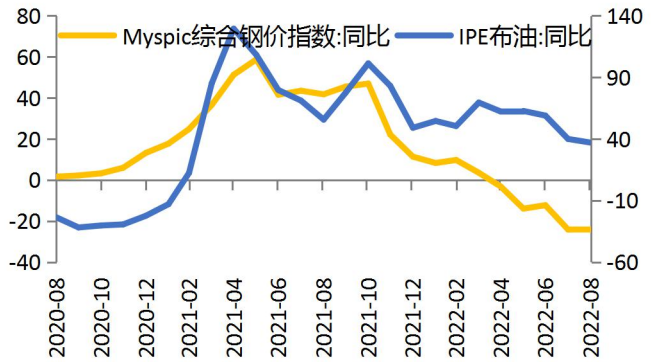
4. 工业品价格：经济稳增长压力加大，宏观需求偏弱情绪主导工业品价格走势

图 38：大宗商品价格指数



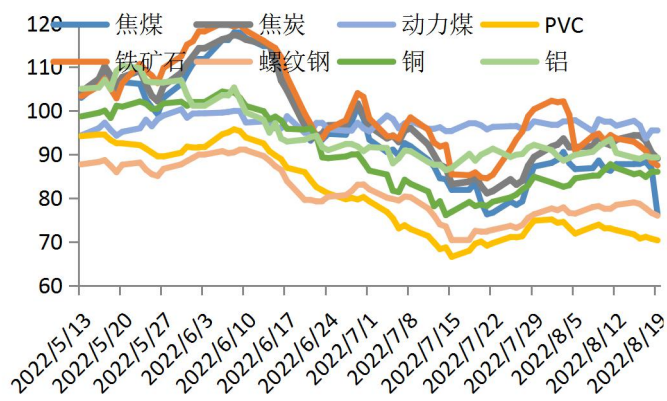
资料来源：Wind，优财研究院

图 39：钢价指数&布油同比（%）



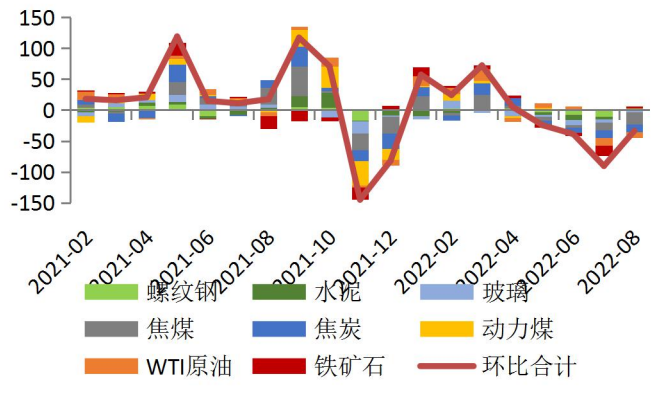
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

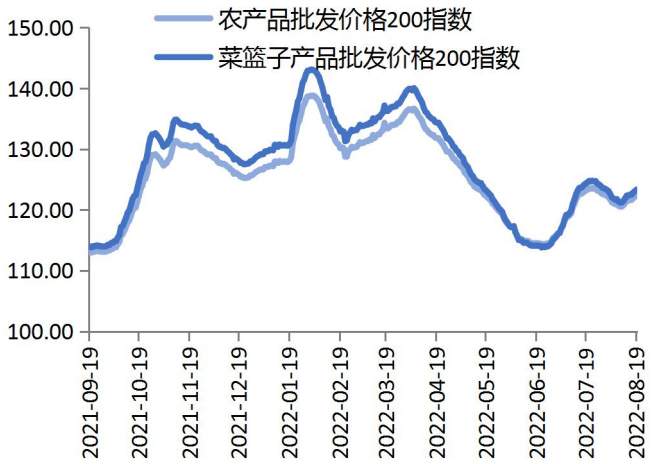
图 41：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

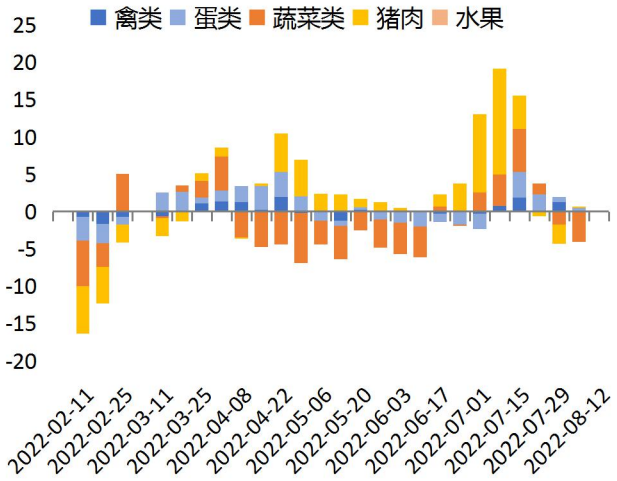
5. 通胀：农产品价格指数小幅反弹，猪肉价格小幅回调

图 42：农产品批发价格 200 指数



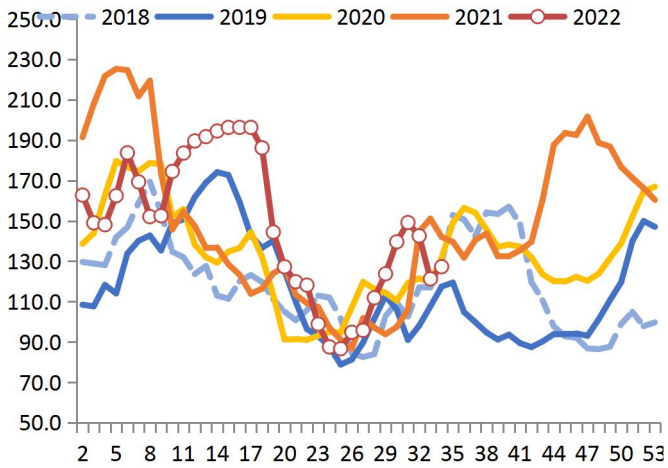
资料来源：Wind，优财研究院

图 43：食用农产品价格指数:周环比（%）



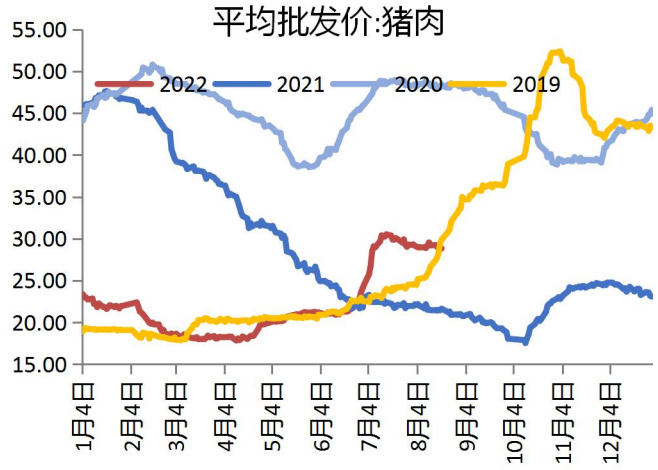
资料来源：Wind，优财研究院

图 44：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 45：猪肉平均批发价（元/千克）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层
电话：400-0988-278
网址：https://www.jinxinqh.com/