

2022年9月4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



国内重回稳增长重心，海外紧缩交易抬头

内容提要

8月资产表现：8月海外衰退交易阶段性淡化，紧缩忧虑回摆，8月全球权益资产整体表现均弱，美股熊市反弹结束，紧缩压力下仍有走弱压力。紧缩交易抬头下海外债市8月下跌，10Y美债收益率从2.6%反弹至3.2%以上，国内经济弱复苏和货币宽松先行支撑债市震荡偏强。A股主要指数PE均小幅回落，上证风险溢价ERP继续回升，股市性价比债市明显走高。

海外紧缩交易再度抬头：随着金融条件收紧后引发市场衰退担忧，通胀预期高点回落，叠加7月CPI降低初现拐点，市场一度预期美联储降息节奏放缓。但超额储蓄和劳动力市场偏紧支撑美国经济韧性，叠加住房和服务业等通胀粘性较高下控通胀尚未完成，美国衰退交易阶段性淡化，紧缩忧虑回摆。8月全球央行年会鲍威尔“鹰派”讲话后，市场开始重新定价9月加息预期，9月加息75基点的概率再度超过70%。我们认为加息的背后是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性仍然较强，通胀风险未被消除下美联储仍不得不采取积极措施，而对潜在的经济衰退容忍度在上升，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

经济疫后修复动能减弱、国内稳增长压力加大：疫后自发式修复动能减弱下7月经济数据重回下行，尤其国内疫情反弹和地产断贷风波压低经济修复斜率，房地产投资降幅持续扩大。而8月仍持续受到疫情反弹和极端高温天气的扰动，经济边际修复动能仍然偏弱，制造业景气度弱修复，微观主体活力依然不足。在国内地产去杠杆仍是内需下行主线的背景下，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。

政策重心重回稳增长：稳增长稳就业压力触发央行8月超预期降息，并引导LPR利率非对称式调降，助力房地产和中长期信贷需求恢复，房地产政策组合拳“提需求、保交楼、保房企”，但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，房贷利率调降不足以扭转房价的预期，货币先后财政政策仍需加力。824国常会继国务院33项政策之外，再添19项接续政策，包括“0.5万亿专项债+0.3万亿政策性金融工具+0.2万亿政策行专项借款+0.2万亿能源保供特别债”。往后看，短期央行MLF连续调降概率不大，叠加美联储9月加息窗口及国内CPI破3%关口，央行或进入效果观察期；而中期看，利率或仍存在调降压力，LPR报价、尤其是5

请务必仔细阅读正文之后的声明

年期以上 LPR 仍有更大下调空间，这也取决于后续地产端恢复情况。随着内外需下行压力的加大，稳增长政策仍有待进一步加码。

资产价格：当前国内政策重心重回稳增长，货币易松难紧，流动性预期和风险偏好的修复有望支撑股指估值的修复，不过股市前期反弹幅度已经不低，且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。而债市大涨后进入期限利差压缩行情，债市牛平博弈后进入鱼尾行情，利率向下空间不大，但基本面偏弱的现实无法解决，“经济修复放缓+资金宽松+配置需求”的组合下，长端利率低位的时间延长。

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

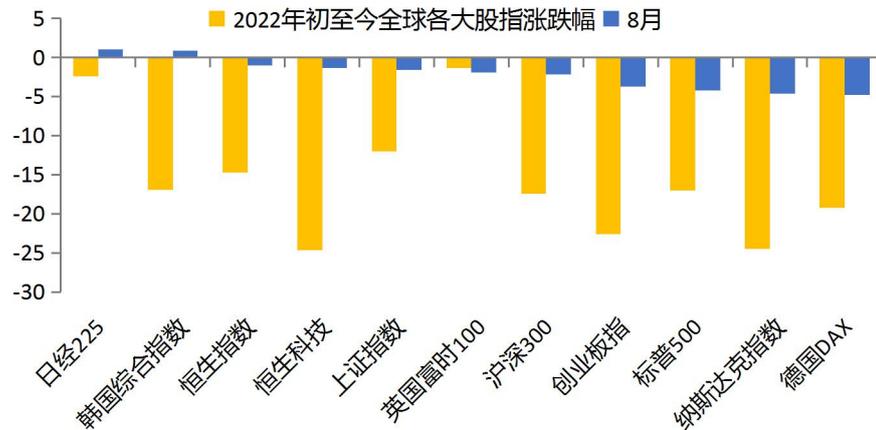
目录

一、	8月资产：海外紧缩忧虑回摆，国内修复阻力加大.....	3
二、	海外紧缩交易再度抬头.....	6
三、	经济疫后修复动能减弱、国内稳增长压力加大.....	12
1.	地产仍是潜在风险，投资底仍未探明.....	15
2.	基建投资仍是扩内需重心，但地产风险下独木难支.....	16
3.	积压需求释放后消费仍显疲弱.....	17
4.	CPI继续向3%渐进，核心通胀低迷印证总需求偏弱.....	18
5.	7月社融信贷降幅超预期，融资总量结构双弱.....	20
四、	政策重心重回稳增长.....	21
1.	稳增长稳就业压力触发央行超预期降息.....	21
2.	LPR非对称下调助力房地产需求恢复.....	22
3.	政策重心重回稳增长，货币先后政策性金融工具协同发力.....	23
五、	风险提示.....	23
	重要声明.....	24

一、8月资产：海外紧缩忧虑回摆，国内修复阻力加大

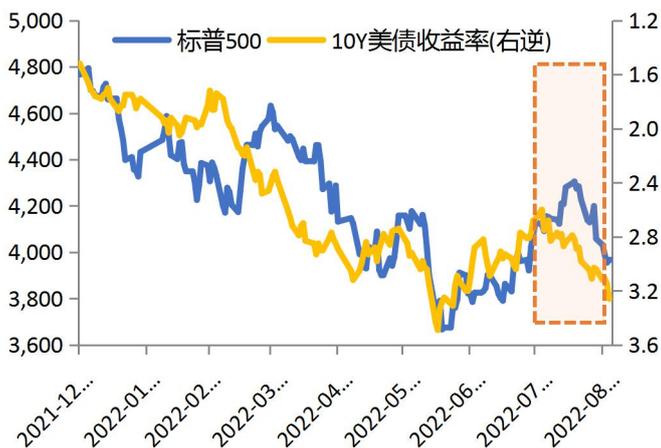
衰退交易阶段性淡化，紧缩忧虑回摆，10Y美债收益率从2.6%反弹至3.2%以上，8月全球权益资产整体表现均弱，美股熊市反弹结束，紧缩压力下仍有走弱压力。8月全球权益市场多数走弱，仅有韩日股指小幅上涨，其余市场均面临下行压力，标普500和纳斯达克指数跌幅居前，纳斯达克、标普500、德国DAX、英国富时100分别下跌4.64%、4.24%、4.81%、1.88%。国内方面，流动性预期和风险偏好的修复有望支撑股指估值的修复，但一方面受到海外拖累，另一方面国内疫情和高温天气等扰动因素下，经济下行压力压制盈利预期，8月整体维持震荡偏弱走势。

图 1：全球各大股指年初至今和 7 月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：8 月美债利率反弹，美股反弹回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

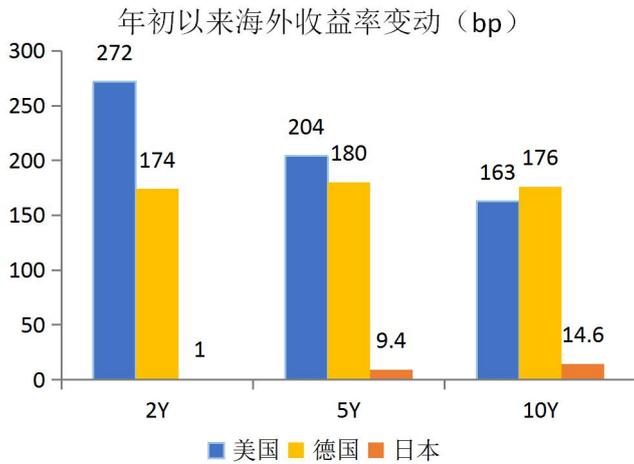
图 3：8 月 A 股仍偏震荡（%）



资料来源：Wind，优财研究院

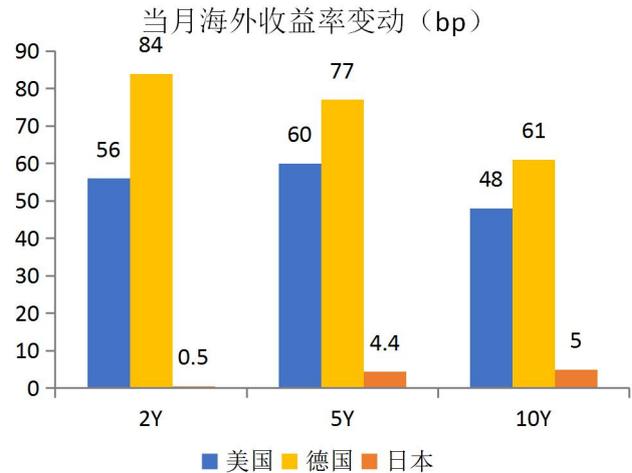
紧缩交易抬头下海外债市 8 月下跌，国内经济弱复苏和货币宽松先行支撑债市震荡偏强。基本面韧性、叠加粘性通胀超预期，美联储年内加息不止，货币紧缩预期下美债收益率 8 月快速反弹。而国债债市则受到“经济修复放缓+资金宽松+配置需求”多因素的支撑，债市继续震荡走强，10Y 国债收益率下行接近 2.6% 关口。债市大涨后进入期限利差压缩行情，债市牛平博弈后进入鱼尾行情，利率向下空间不大，但基本面偏弱的现实无法解决，长端利率低位的时间延长。

图 4: 年初以来海外收益率变动 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 8月海外收益率变动 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 美债收益率反弹 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 国内收益率震荡区间小幅下行 (% , bp)

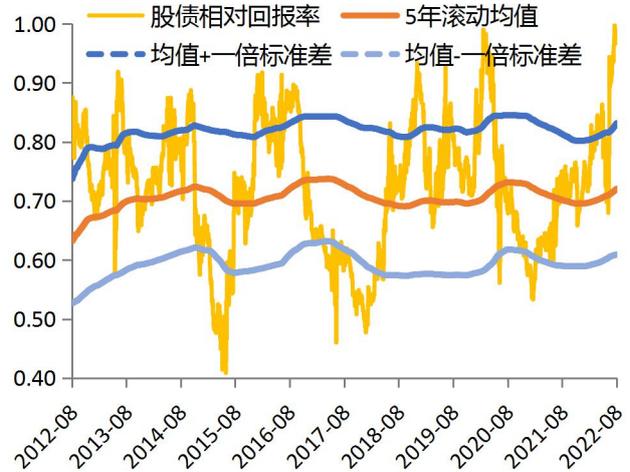


资料来源: Wind, 优财研究院

8月A股主要指数PE均小幅回落,上证风险溢价ERP继续回升,8月底上证综指PE和ERP分别为12.42和5.43(上月底12.65,5.05%),同时7月股市性价比较债市明显走高。

图 8：8 月上证风险溢价 ERP 继续回升 (%)

图 9：股票相对性价比比较债市走高



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

二、海外紧缩交易再度抬头

随着金融条件收紧后引发市场衰退担忧，通胀预期高点回落，叠加 7 月 CPI 降低初现拐点，市场期待美联储降息节奏放缓。全球经济衰退担忧和美联储紧缩预期的阶段性缓和，成为此前两个月美元走弱、美债美股双双走强的核心逻辑，美国二季度 GDP 环比负增长进入技术性衰退一度强化了这一逻辑。

图 10：美联储通过实际利率的抬升压低通胀 (%)

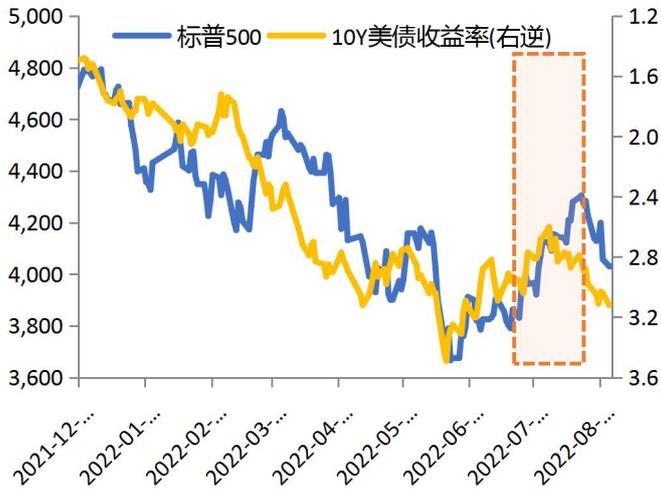
图 11：美国房屋销售回落制约通胀预期 (万套, %)



资料来源：Wind，优财研究院

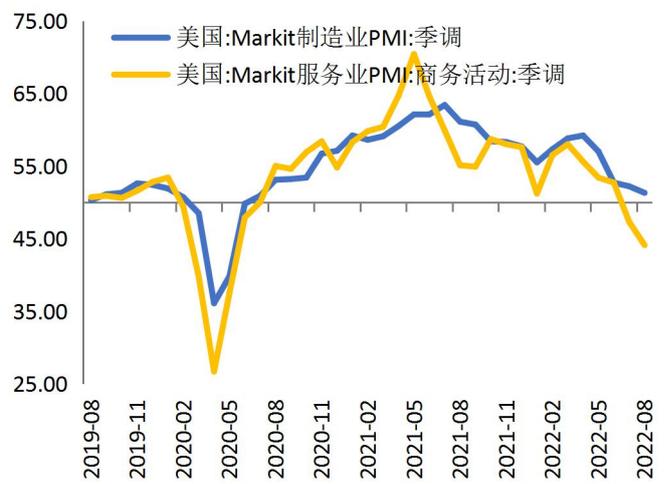
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 7-8 月中美债美股双双走强 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

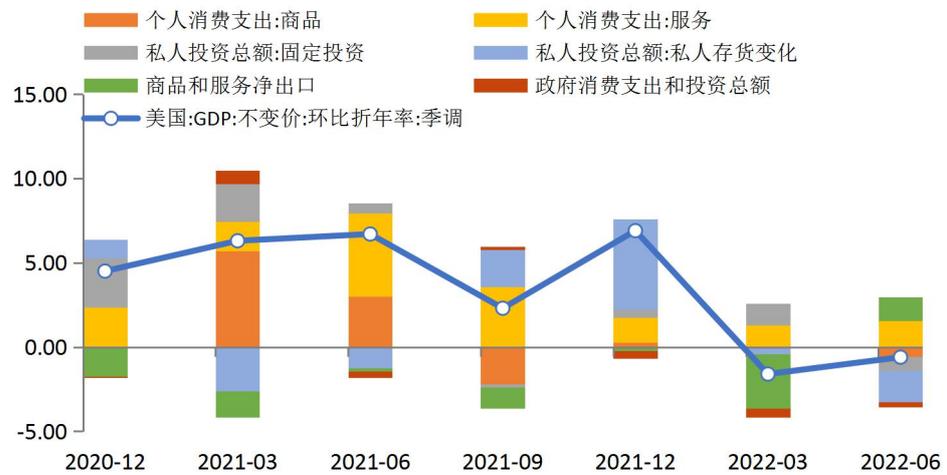
图 13: 经济先行指标减速较快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

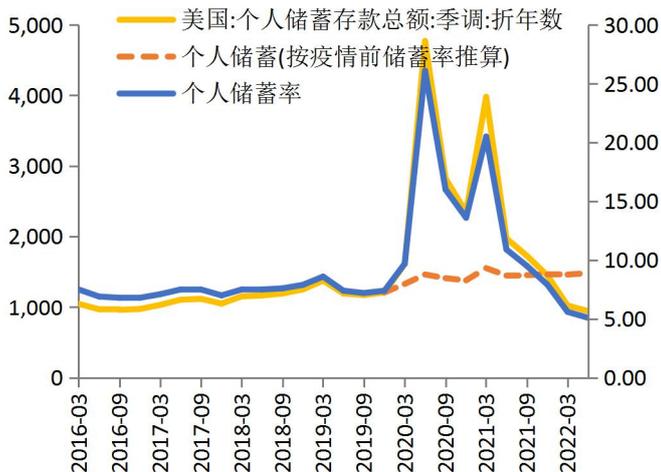
超额储蓄和劳动力市场偏紧支撑经济韧性，叠加住房和服务业等通胀粘性较高下控通胀尚未完成，美国衰退交易阶段性淡化，紧缩忧虑回摆。不过二季度 GDP 环比负增长主要受到存货下降的拖累，服务消费表现仍然较好，难以认定衰退的事实。而从近期经济数据来看，一方面，2020 年美国疫情应对下的超预期财政刺激推升美国居民部门的储蓄率，形成了大量的超额储蓄，美国居民 2020-2021 年超额储蓄或接近 2.5 万亿美元。大量的超额储蓄对美国消费形成支撑，美国经济仍有一定韧性。同时也使得一部分人退出了劳动力市场，劳动力市场偏紧的状况也支撑居民部门对收入的乐观预期，美国的衰退交易阶段性淡化。另一方面，美国住房和服务业等通胀粘性仍然较高，控通胀尚未完成，美国紧缩忧虑回摆，此前市场基于衰退担忧而逆转加息预期的博弈或被证伪。

图 14：二季度 GDP 环比负增长主要受到存货下降的拖累 (%)



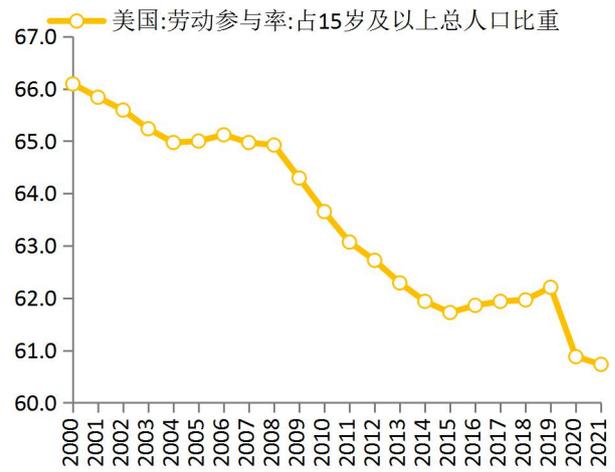
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：大量的超额储蓄对美国消费形成支撑 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

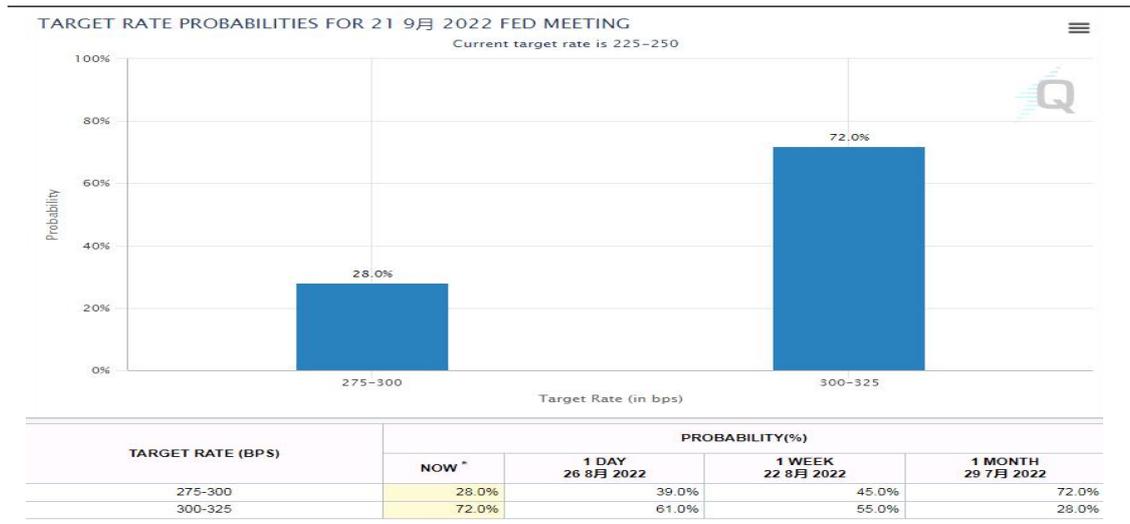
图 16：劳动参与率回落下劳动力市场偏紧 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

8 月全球央行年会鲍威尔“鹰派”讲话后，市场开始重新定价 9 月加息预期。据 FedWatch Tool 显示，美联储 9 月加息 75 基点的概率已经超过 70%，较一个月前大幅攀升。鲍威尔发言坚定了美联储的控通胀决心，美联储维持高利率的时间或长于市场预期。市场意识到美联储不惜牺牲经济增长也要控制通胀的决心，美联储只有在达到其控制通胀的目的后，才可能调整当前的鹰派立场，而且高利率可能会维持相当长的一段时间，而非市场此前猜测的明年年中就可能开始降息。

图 17：市场重新定价 9 月加息预期，75 基点的概率已经超过 70%（%）



资料来源：Wind，优财研究院

加息的背后是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，通胀仍在磨顶过程，年底、明年年中可能都难以降至美联储合意区间。一方面本轮通胀的光谱较广，通胀压力上行是全方位的，而不仅仅是食品和能源上涨所带来的压力；另一方面，当前通胀粘性仍然较高，尤其是住房、劳工价格的高粘性，职位空缺率高企下工资上涨趋势难以放缓，而薪资增长强化了通胀的粘性，工资一通胀螺旋风险仍大。美国通胀拐点可期但回落不易，预计 7 月降温后 8-9 月仍有反复，三季度通胀或仍处于磨顶阶段，今年年底、甚至明年年中通胀可能都难以降至美联储的合意区间。今年年底前仍可能在 7% 以上的高位，核心 CPI 的粘性显著更强，2023 年 CPI 回落速度有望加快。

图 18：本轮通胀的光谱较广（%）

当月同比（%）	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21
美国CPI	8.50	9.00	8.50	8.20	8.60	7.90	7.50	7.10	6.80	6.20
核心CPI	5.90	5.90	6.00	6.10	6.40	6.40	6.00	5.50	5.00	4.60
能源	32.90	41.50	34.40	30.20	32.20	25.70	27.00	29.40	33.10	29.80
食品	10.90	10.40	10.10	9.40	8.80	7.90	7.00	6.30	6.10	5.30
食品与饮料	10.50	10.00	9.70	9.00	8.50	7.60	6.70	6.00	5.80	5.10
住宅	7.40	7.30	6.90	6.50	6.40	5.90	5.70	5.10	4.80	4.50
服装	5.10	5.20	5.00	5.40	6.80	6.60	5.30	5.70	5.00	4.50
交通运输	16.40	19.60	19.30	19.80	22.50	21.10	20.90	21.30	21.10	18.70
医疗保健	4.80	4.50	3.70	3.20	2.90	2.40	2.50	2.20	1.70	1.30
娱乐	4.40	4.60	4.50	4.30	4.80	4.90	4.80	3.30	3.20	3.80
教育与通信	0.50	0.80	0.80	1.00	1.60	1.60	1.70	1.60	1.70	1.80
其他商品与服务	6.30	6.70	6.30	5.70	5.50	5.60	4.90	4.50	4.40	4.20
信息技术、硬件和服务	-2.30	-1.10	-1.50	-0.90	1.90	2.00	2.10	1.90	1.90	2.70
个人计算机及其周边设备	-3.50	-0.60	-1.80	0.20	7.60	4.60	3.50	2.80	4.80	8.40

资料来源：Wind，优财研究院

从通胀结构拆分来看，通胀风险也仍未被消除：1) 非粘性的食品和能源价格在俄乌冲突后中枢抬升；2) 疫情反复加大全球供应链扰动，制造业耐用品等半粘性通胀下行的时点或被推后；3) 以劳工和房价为基石的服务业通胀的粘性或超市场预期。

尤其是以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性较强：

① 房租价格具有很强的顺周期性和滞后性，房价同比涨幅仍在高位，滞后房价 14 个月左右的租金通胀同比可能到 2023 年中前维持较高水平。

② 劳工价格粘性目前来看是最强的，强劲的劳动力市场与较高的职位空缺意味着短期失业率不会快速反转。当前职位空缺与失业人数的比值仍在 1.8 的高位，而疫情前正常水平在 1.1-1.2 左右，推升工资增速升至 5% 以上，职位空缺率高企下工资上涨趋势难以放缓，而薪资增长又进一步强化了通胀的粘性，工资 通胀的螺旋风险仍大。

图 19：住房租金通胀仍然较高（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：职位空缺率高企下工资上涨难以放缓（%）



资料来源：Wind，优财研究院

因此，尽管通胀拐点逐步得到确认下，年内美联储加息速度可能由快放缓，但租金和劳工价格粘性超预期下，年内通胀水平仍然不低，核心通胀可能在相当长一段时间内远高于联储目标值，美联储仍不得不采取积极措施，在通胀下行趋势变得更加清晰之前，美联储不太可能放弃其激进的货币紧缩路线，对潜在的经济衰退容忍度在上升。

当前美国就业强劲、基本面韧性，经济更可能最先走向滞胀而非简单的衰退。年

内加息不止，基本面仍会继续走弱，市场此前提前抢跑博弈通胀拐点和加息放缓，后续加息节奏的放缓仍需要经济进一步走弱、劳动力市场降温、通胀拐点确认等多方面数据共同配合，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

而欧洲的情况更为严峻，通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济增长压力增加，欧央行仍面临滞后于美联储紧缩周期的风险，欧元下行压力仍大。对于欧洲来说面临的是40年未遇的通胀、叠加衰退预期和南欧债务威胁，欧央行货币政策不确定性上升，市场风险溢价高企，欧元兑美元可能短期仍将继续波动承压。欧洲能源危机升级加大全球宏观的不确定性，短期来看业可能压低欧洲资产的相对吸引力。

欧洲滞胀+美国紧缩的逻辑下，全球资产重回“紧缩交易”，美股熊市反弹收尾，美债收益率预计以高位震荡为主，全球比差逻辑下欧元仍然持续承压，为美元指数的强势提供支撑，人民币汇率短期在美元升值过程中承压但风险可控，而中长期仍维持温和升值的观点不变

图 21：美债实际收益率 VS 黄金（%，美元/盎司）



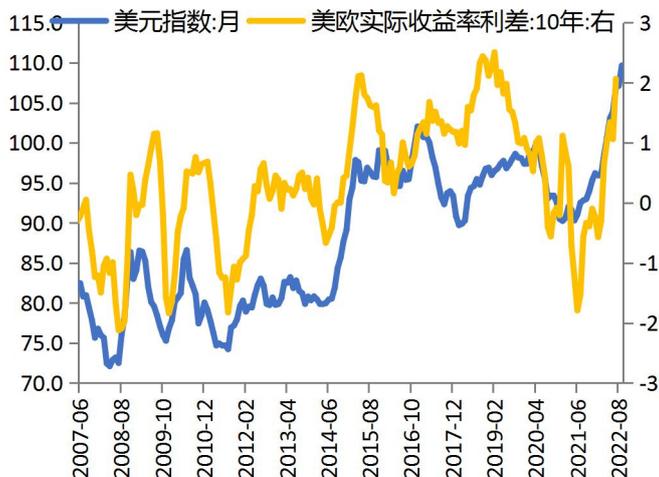
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：美欧实际收益率利差仍在走扩（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：美欧差值 VS 美元指数



资料来源：Wind，优财研究院

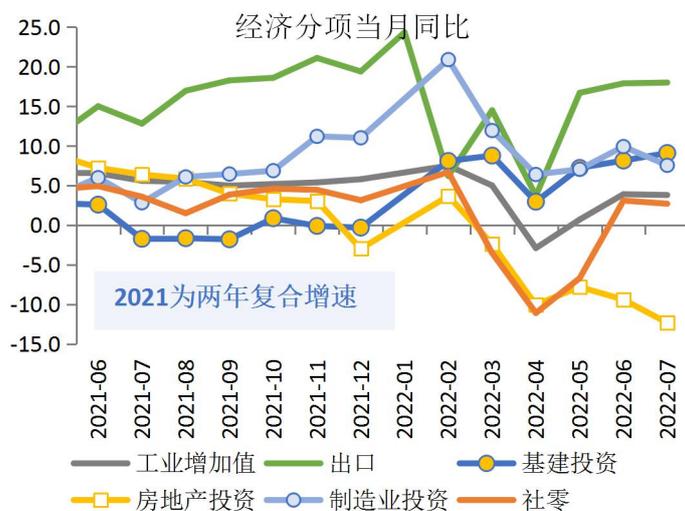
三、经济疫后修复动能减弱、国内稳增长压力加大

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。与此同时，制造业 PMI 重回收缩区间、核心通胀低位回落、以及居民企业降杠杆、融资总量结构双弱也印证总需求偏弱，国内经济稳增长压力加大。

7-8 月经济扰动加大，7 月主要受到“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”多因素的影响，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。

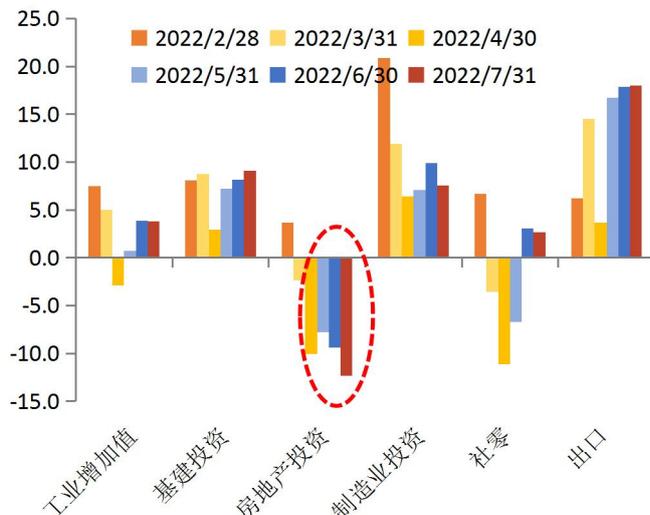
8 月仍然持续受到疫情反弹和极端高温天气的扰动，部分地区高温限电影响工业生产，经济边际修复动能仍然偏弱，制造业景气度小幅回升但仍收缩，呈现弱修复结构特征，疫情和经济修复的不确定性下微观主体活力仍然不足。在国内地产去杠杆仍是内需下行主线的背景下，海外经济衰退预期下外需边际动能放缓仍是担忧风险，内外需走弱下稳增长压力持续加大。

图 25: 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 26: 地产投资降幅进一步扩大 (%)



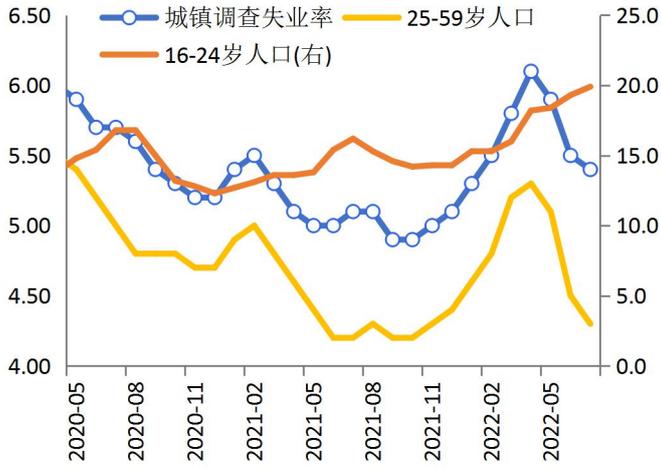
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 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		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	当月同比% (2021为 两年平均)	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
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

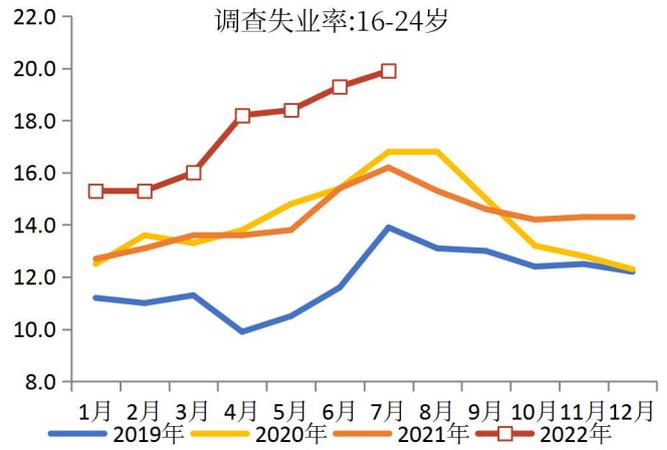
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 结构性失业压力较大 (%)



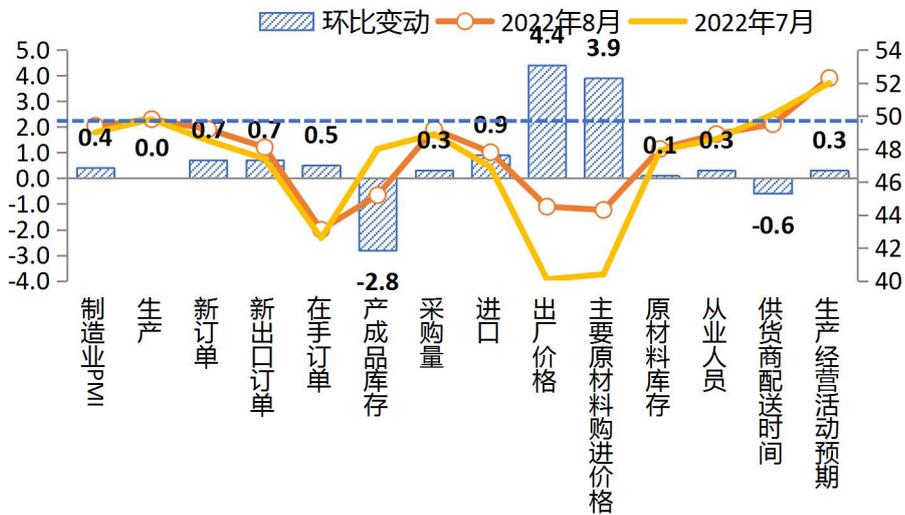
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 16-24 岁失业率继续走高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 官方制造业 PMI 分项 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

1. 地产仍是潜在风险，投资底仍未探明

房地产投资7月当月同比增速进一步回落至-12.3%，降幅较上月进一步扩大并超出4月疫情影响最大的时候，7月房地产断贷风波影响下商品房销售再度回落，居民和房企预期走弱难以扭转是主要矛盾，新开工面积仍然维持深度负增长，资金来源降幅也小幅走扩，其中下滑较快的是自筹资金和国内贷款分项，分别代表房企预期走弱下主动降杠杆以及银行对地产部门借贷的谨慎态度。

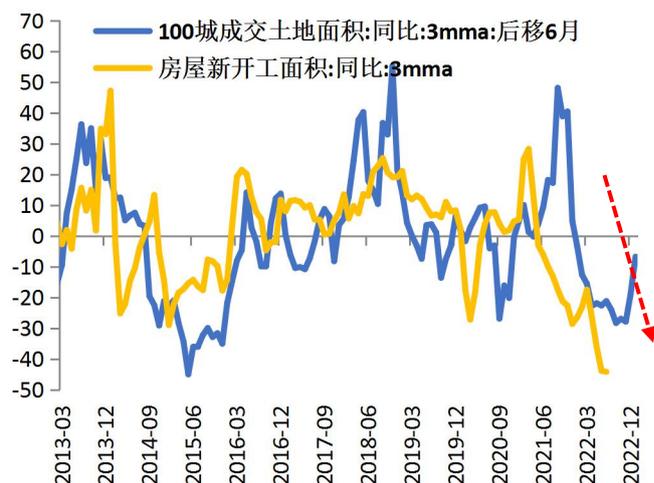
本月5年期LPR利率调降引导房贷利率下降并打开下行空间，缓解房贷实际有效利率的上行，在政策“提需求、保交楼、保房企”组合拳下，有助于推动地产需求端的稳定，保地产意味着经济尾部风险降低，宽信用预期可能小幅改善。但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，融资能力弱化制约其补库存意愿和能力，而房贷利率调降也不足以扭转房价的预期，居民收入长期受损约束加杠杆空间。中期看，利率或仍存在调降压力，LPR报价、尤其是5年期以上LPR仍有更大下调空间，这也取决于地产端恢复情况。

图 31：房地产投资底仍未探明（%）



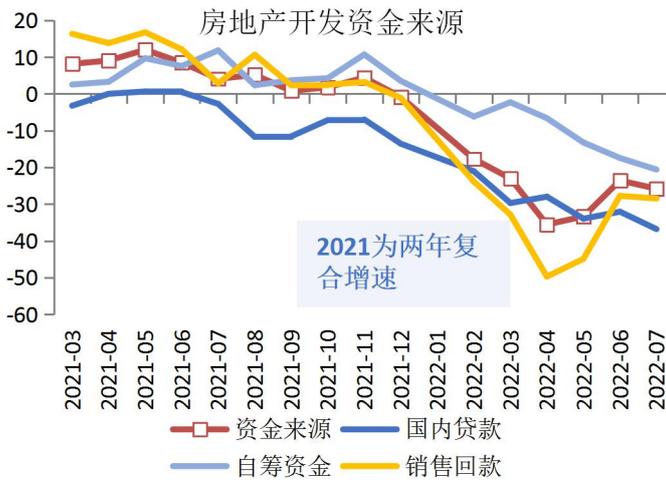
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：供地节奏支撑土地成交回暖（%）



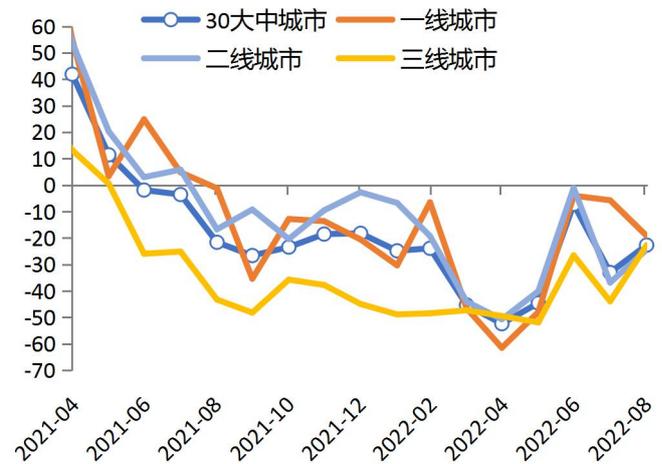
资料来源：Wind，优财研究院

图 33: 房企融资环境依然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 商品房销售降幅仍然较大 (%)



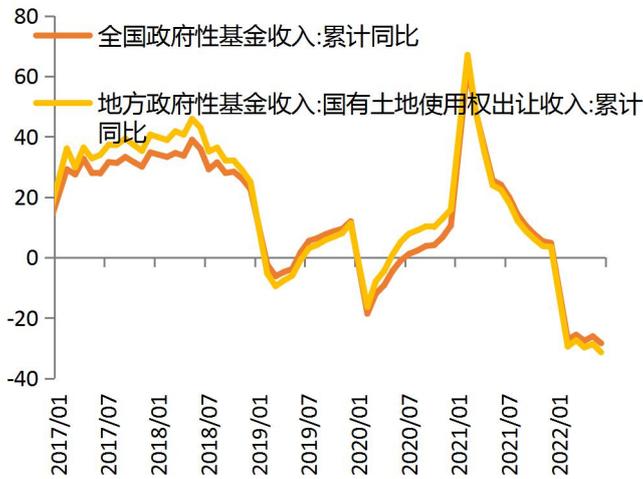
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 基建投资仍是扩内需重心，但地产风险下独木难支

7月基建投资整体仍然偏强，但主要受到去年低基数效应的支撑，而专项债发行放缓、政策性金融尚待发力、叠加极端高温天气影响施工进度，当月基建投资实质有所放慢。尽管高频数据显示基建相关领域生产相对偏强，水泥发运率持续回升但仍低于往年同期，石油沥青装置开工率也处于低位修复状态。

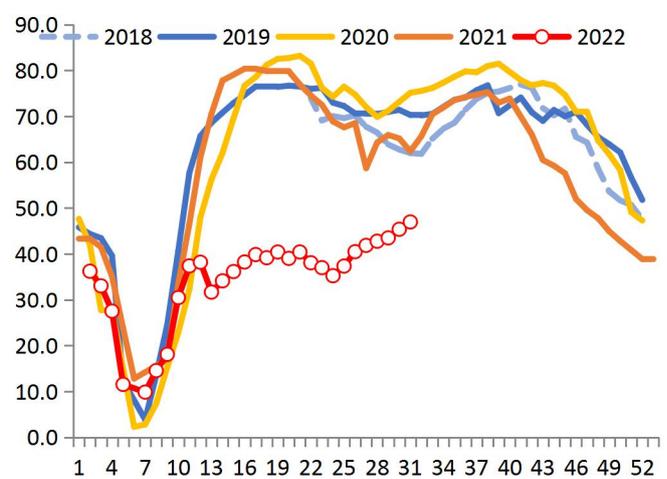
往后看，作为当前稳增长重要抓手，基建投资仍是政策重心，7.28政治局会议再次明确下半年政策重心将由保市场主体转向扩大内需、基建是重点。同时随着9月施工旺季的临近，基建产业链景气度有望加快修复。而资金端也存在一定支撑，除了此前大量发行的专项债仍处于使用高峰期，政策性信贷准财政也在接力，近期国常会又推出1.2万亿增量广义财政工具，重点增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，并依法用好5000多亿元专项债结存限额。但专项债基本发行完毕和土地出让收入偏弱格局下，广义和狭义财政压力加大，下半年基建投资托底经济，但独木难支。

图 35: 土地财政压力仍然显著 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 全国水泥发运率 (%)



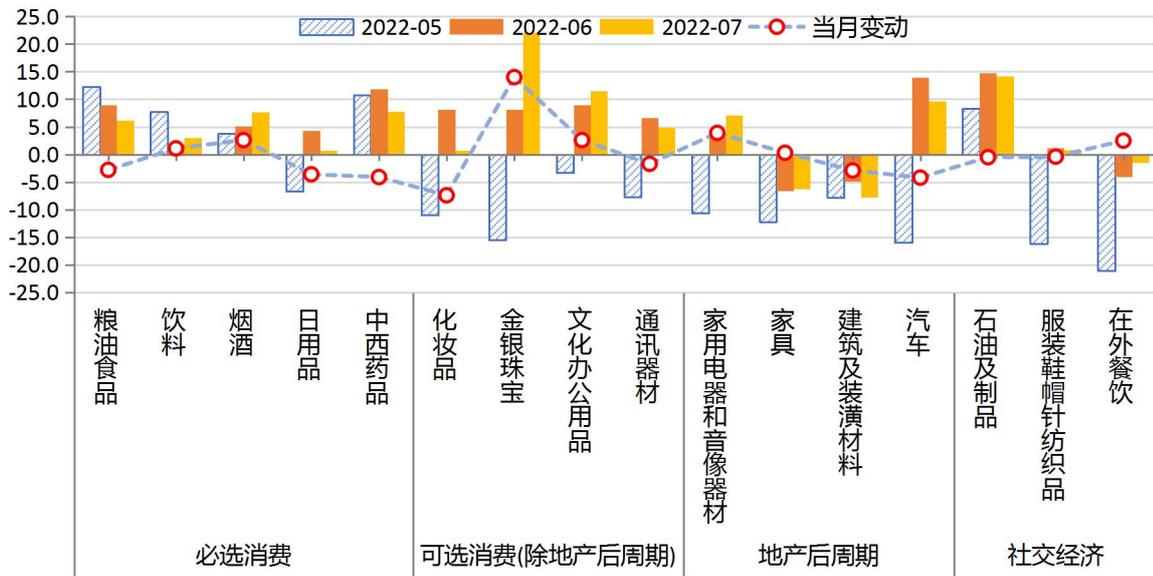
资料来源: Wind, 优财研究院

3. 积压需求释放后消费仍显疲弱

7月社会消费品零售增速较上月回落0.4个百分点至2.7%、大幅低于市场预期的5.3%，在去年低基数效应下继续放缓，积压需求释放后消费仍显疲弱。汽车消费边际放缓但仍保持高速增长，金价回落下刺激金银珠宝消费快速走高，而地产后周期消费仍然低迷。

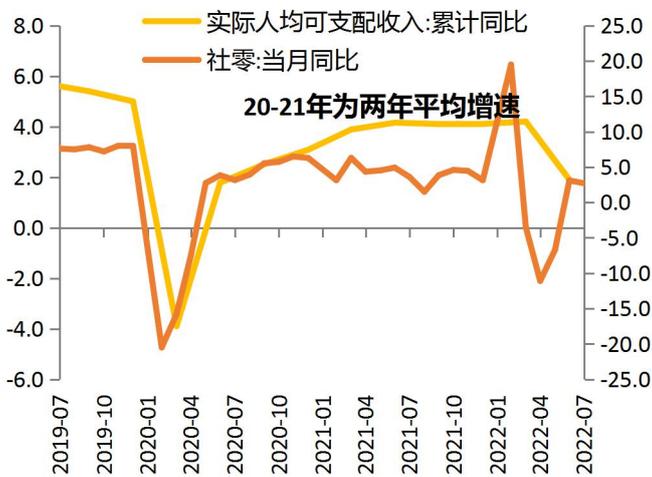
往后看，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，长尾效应下消费场景约束和居民半径影响更大，消费修复的天花板效应或低于20年。同时疫情高发的不确定性下居民就业与收入预期不稳，预防性储蓄攀升，同时人均可支配收入的下降以及收入分配结构的变化压低社会消费倾向，消费支出的意愿和能力也受到长期压制。

图 37：消费分项当月同比 (%)



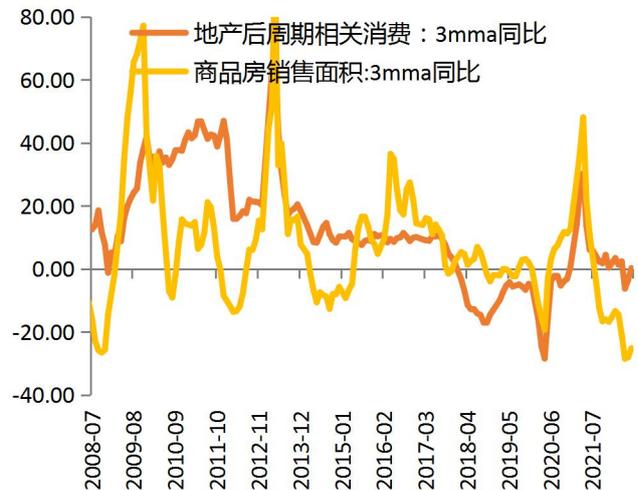
资料来源：Wind，优财研究院

图 38：消费增速修复放缓 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 39：地产后周期消费仍然偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

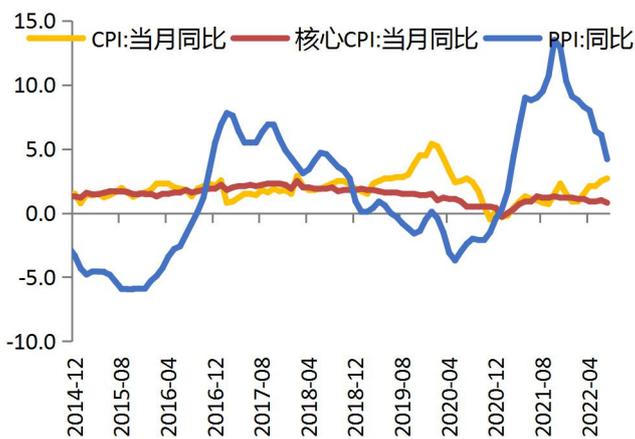
4. CPI 继续向 3% 渐进，核心通胀低迷印证总需求偏弱

7 月食品价格推升 CPI 上涨至 2.7%，但非食品中交通工具燃料、旅游和其他用品服务价格环比显著弱于季节性，反映国际油价回落、以及国内疫情反复和高温天气拖累暑期旅游消费的影响，房租价格仍然偏弱，总需求不足下核心 CPI 低位震荡。PPI 仍在回

落通道，宏观需求偏弱主导下7月大宗商品价格跌幅较大，8月价格分化明显，“外需放缓+内需弱企稳+限电冲击以及欧洲能源危机”下8月原油价格下跌、黑色系相对平稳、有色价格上涨。

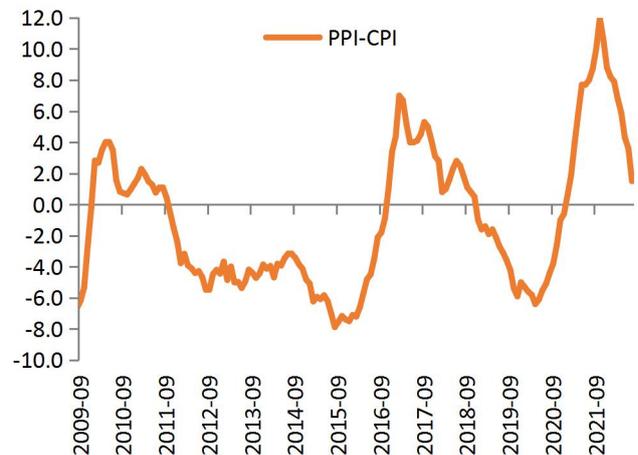
下半年猪周期扰动叠加内需弱修复，CPI 9月破3%预期升温，不过疫情反复和地产风波压低经济修复斜率，就业仍然偏弱，核心通胀压力不大。PPI 仍在回落通道，下半年同比高基数下PPI 回落速度加快，海外经济衰退风险加大叠加国内经济弱复苏，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换，宏观需求走弱主导价格走势，四季度或降至0附近，内需定价的黑色系商品或相对好于外需定价的原油和有色商品。

图 40: CPI VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: PPI-CPI 剪刀差继续收敛 (%)



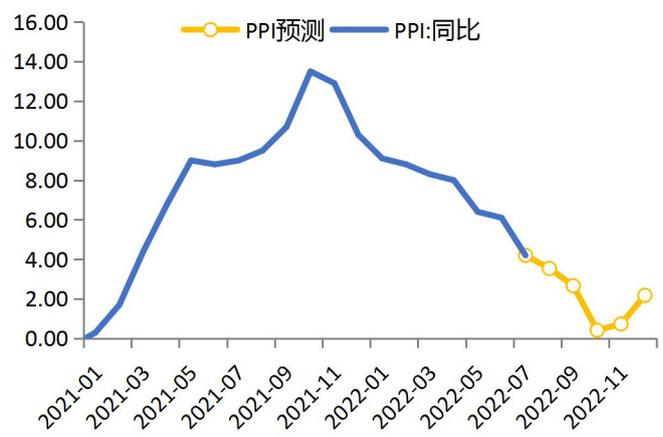
资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: CPI 9月破3%预期升温 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 下半年 PPI 回落速度加快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

5. 7月社融信贷降幅超预期，融资总量结构双弱

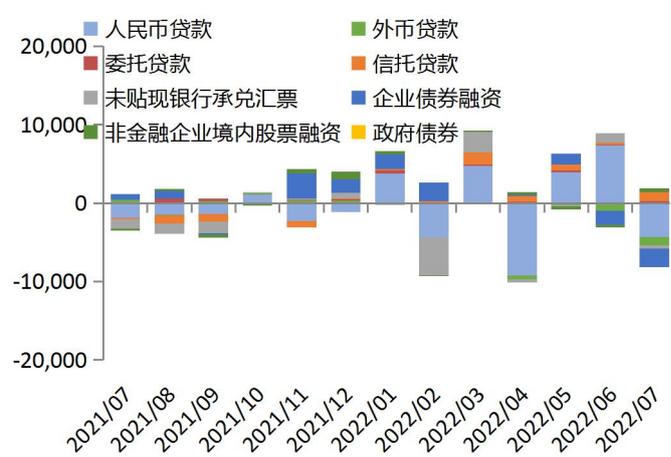
继6月短期积压需求释放后，7月融资需求仍在回落，社融信贷降幅超出市场预期，融资总量结构双弱。居民和企业部门降杠杆，7月地产断贷风波下，居民预期仍在走弱，购房意愿低迷下居民加杠杆意愿偏弱仍难扭转。当前国内经济弱复苏区间不变，而地产风险和疫情反弹也压低经济修复的斜率，微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾。保地产意味着经济尾部风险降低，宽信用预期可能小幅改善，但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，宽信用仍难一蹴而就。

图 44：社融增速小幅回落（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 45：社融分项当月同比增量（亿）



资料来源：Wind，优财研究院

图 46：政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献（亿元，%）

	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10
当月新增社融	7561	51733	28358	9420	46525	12279	61750	23682	25983	16176
新增人民币贷款	6790	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262
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
(当月同比变化)										
社会融资规模	-3191	14716	8836	-9150	12763	-4964	9866	6490	4628	2247
新增人民币贷款	-4303	7358	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089
居民贷款	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316
居民短贷	-354	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154
居民中长贷	-2488	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162
企业短贷	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549
企业中长贷	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923
票据融资	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284
委托贷款	240	94	276	211	149	26	337	143	66	1
信托贷款	1173	218	676	713	1532	185	162	67	-803	-186
未贴现票据	-428	1287	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203
企业债券融资	-2357	-1744	1385	121	-96	2363	1912	1731	3166	-2
政府债券	2178	8708	3881	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236

资料来源：Wind，优财研究院

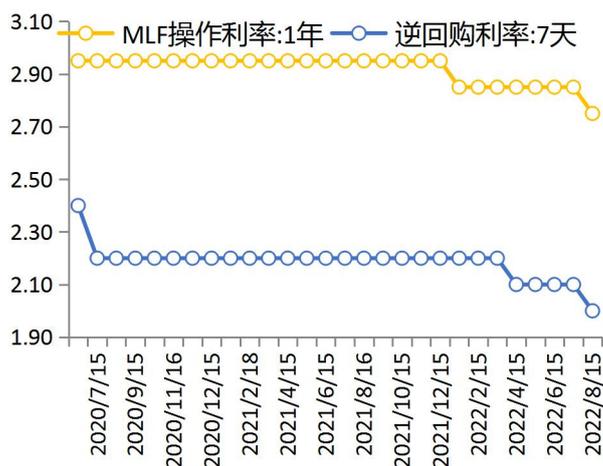
四、政策重心重回稳增长

1. 稳增长稳就业压力触发央行超预期降息

8月15日，央行缩量续作当月到期MLF并调降政策利率10个基点，在美联储加息周期持续叠加央行二季度执行报告强调结构性通胀和外部平衡的背景下，央行降息超出市场预期。我们认为经济稳增长压力是触发剂，在融资和增长环境的转弱下，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。

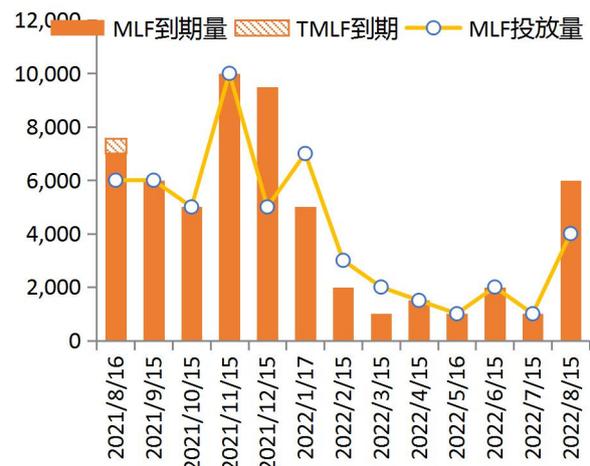
中美货币政策周期背离此前是约束国内货币宽松的一大制约，市场对于货币政策空间整体偏谨慎，叠加5-6月的经济修复框架被打破下，金融市场预期更趋谨慎。但在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵下，稳增长、稳就业成为主要矛盾触发需求端政策发力的窗口，OMO和MLF利率的下调无疑是对这一谨慎预期的修正。凸显政策稳增长、保就业决心，后续稳增长政策或有望进入新一轮的升温。

图 47：央行调降 MLF 和 OMO 利率 10bp（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 48：央行月中缩量续作 MLF（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. LPR 非对称下调助力房地产需求恢复

稳增长稳就业压力触发央行超预期降息后，MLF 利率调降下引导 LPR 利率同步调降，8 月 LPR 调降板上钉钉、符合市场预期。而从幅度上来看，1 年期和 5 年期分别下调 5bp 和 15bp，非对称下调显示政策向中长期贷款让利，在居民资产负债表衰退、房地产拖累内需下行的背景下，5 年期 LPR 下调幅度较大引导房贷利率下降、并推动地产端需求恢复。

总的来说，5 年期 LPR 利率调降 15bp 打开房贷利率下行空间，并有助于地产需求端的稳定，在政策“提需求、保交楼、保房企”组合拳下，地产需求初具企稳条件，但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，房贷利率调降不足以扭转房价的预期，保地产意味着经济尾部风险降低，宽信用预期可能小幅改善。

往后看，短期央行 MLF 连续调降概率不大，叠加美联储 9 月加息窗口及国内 CPI 破 3% 关口，央行或进入效果观察期；而中期看，利率或仍存在调降压力，LPR 报价、尤其是 5 年期以上 LPR 仍有更大下调空间，这也取决于后续地产端恢复情况。随着内外需下行压力的加大，稳增长政策仍有待进一步加码。

图 49：LPR 利率非对称调降（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 政策重心重回稳增长，货币先后政策性金融工具协同发力

政策重心重回稳增长，1.2 万亿政策组合仍体现政策底线思维和相机抉择。8 月 24 日总理主持召开国常会，指出“经济恢复基础不牢固”，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。政策重心重回稳增长，货币先后，财政政策仍需加力，此次国常会继国务院 33 项政策之外，再添 19 项接续政策，从政策部署看仍然体现底线思维和相机抉择，强调“抓住当前紧要关口，及时果断施策”、“用好工具箱中可用工具”、“又不搞大水漫灌、不透支未来”，此前市场期待的特别国债和赤字率提升概率较小。

此次政策组合为“0.5 万亿专项债+0.3 万亿政策性金融工具+0.2 万亿政策行专项借款+0.2 万亿能源保供特别债”，合计 1.2 万亿。其中，1) 作为准财政工具，政策性金融工具仍主要用于基建稳内需，可作为专项债的替代，并且在区域额度分配方面不受当地财政预算的制约，此次国常会“在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度”，而可作资本金使用下对投资端的杠杆撬动作用显著；2) 政策行专项借款专项用于地产保交楼，用于已售、逾期、难交付的住宅项目，解决地方自救资金缺口、保交楼推进效率低等问题，在基建独木难支的背景下，稳地产仍然是稳经济的关键，保交楼有望支撑居民购房信心的恢复；3) 而能源保供特别债则用于能源保稳定。

五、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接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/>