

大宗商品 研究报告

国贸期货研究院出品

宏观金融  研究中心

2022. 8. 8-8. 14

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

一、【宏观】中国出口好于预期，美国非农数据强劲

观点：美国经济强现实弱预期，国内经济波动中复苏，商品回归基本面交易，品种间延续分化走势。

逻辑：本周处于宏观数据发布的空窗期，台海局势左右了国内资本市场的走势，对市场的影响更多体现在短期的避险情绪，后续随着局势的缓和，资本市场将回归基本面定价。海外方面，我们此前提出，市场交易将回到美国通胀回落、经济走弱、加息放缓的逻辑上来，但7月的非农数据或打破这一逻辑，“工资-通胀”螺旋式上升的担忧或使得美国通胀难以快速下行，而强劲的就就业数据又使得美国经济不会很快衰退，若后续通胀和零售偏强，市场或将重回“紧缩交易”主线。国内方面，经济复苏的趋势没有变，但疫情的反复将干扰经济复苏的节奏，削弱经济复苏的动能，资产的波动也将加大。

二、【股指】地缘政治冲击落地，股指交易逻辑回归国内

观点：股指短期的驱动力有限，更多地是维持震荡或震荡上行的走势。策略上，仍以择机布局中长线多单为主。套利策略上，周五IM2208年化贴水率大幅缩减至3.7%，可考虑介入IM2208期现正套；中证1000与中证500价差达820点，创阶段性新高。可考虑介入多IC空IM策略。

逻辑：地缘政治风险带来的恐慌下挫已告一段落，不过，当前国内宽信用效果不佳、疫情边际扰动，经济修复速度较慢，且货币政策进一步宽松的概率较低，股指短期的驱动力有限。

三、【国债】债期做多思路不变

观点：债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

逻辑：1. 阶段性判断：债期表现强势，在一个月连续上涨后，再度位于关键点位。下周迎来数据验证窗口，重点关注金融数据，调整就是进场的时机。政治局会议的定调对于债券市场确定利好，也打消了市场的担忧以及恐高情绪，债期或是下半年确定性最高的安全资产。一方面是经济基本面修复放缓，疫情的客观制约和底线思维防风险下，求稳需求先于发展。二是流动性保持合理充裕，尽管不追求强刺激，货币政策可能总量发力有限，但以今年的资金市场来看，财政对于流动性的补充不可忽视，低的资金价格就是“宽松政策”最好的体现。债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

2. 中长期观点：看好债期。一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

3. 风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

主要关注点：国内疫情发展、金融数据、政策力度。

目录

【宏观】 中国出口好于预期，美国非农数据强劲-----	4
【股指】 地缘政治冲击落地，股指交易逻辑回归国内-----	16
【国债】 债期做多思路不变-----=-----	24

中国出口好于预期，美国非农数据强劲

观点

1、本周处于宏观数据发布的空窗期，台海局势左右了国内资本市场的走势，对市场的影响更多体现在短期的避险情绪，后续随着局势的缓和，资本市场将回归基本面定价。海外方面，我们此前提出，市场交易将回到美国通胀回落、经济走弱、加息放缓的逻辑上来，但7月的非农数据或打破这一逻辑，“工资-通胀”螺旋式上升的担忧或使得美国通胀难以快速下行，而强劲的就就业数据又使得美国经济不会很快衰退，若后续通胀和零售偏强，市场或将重回“紧缩交易”主线。国内方面，经济复苏的趋势没有变，但疫情的反复将干扰经济复苏的节奏，削弱经济复苏的动能，资产的波动也将加大。

核心逻辑

1) 本周前半周台海局势紧张，市场避险情绪升温，股市、商品走弱，债市回暖；下半周随着局势降温，风险偏好回暖，股市、商品反弹、债市走弱。大宗商品市场回归基本面交易，品种间走势有所分化。

2) 非农数据超预期。美国7月季调后非农就业人口增52.8万人，创2月以来最大增幅，3.5%的失业率已经回落至疫情前的最低水平，与此同时，美国时薪环比连续3个月向上，“工资-通胀”螺旋式上升的担忧加剧。目前，美国经济仍处于强现实和弱预期状态，未来重点关注7月CPI数据和零售数据。若两个数据继续偏强，美联储在8月JacksonHole会议将保持鹰派的基调，届时市场或将重回“紧缩交易”主线。

3) 中国出口保持高增长。7月出口保持高增长与去年同期基数较低、外需保持韧性、人民币贬值等因素有关。往后看，欧美保持高强度的加息节奏，经济陷入衰退的风险持续升温，尤其是近几个月欧美PMI持续下滑，表明外需存在走弱的风险，下半年出口仍有较大的压力。7月进口较前值有所回升，但仍低于预期，主因是国内疫情反复，内需修复缓慢，同时，大宗商品价格走弱也带来新的拖累，往后看，国内经济复苏温和复苏的趋势没变，同时，价格走弱也是拖累，预期进口增速将保持低位波动。同时，我们看到7月顺差进一步扩大，表明净出口对国内经济的支撑依旧较强。

宏观·周度报告

2022年8月7日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

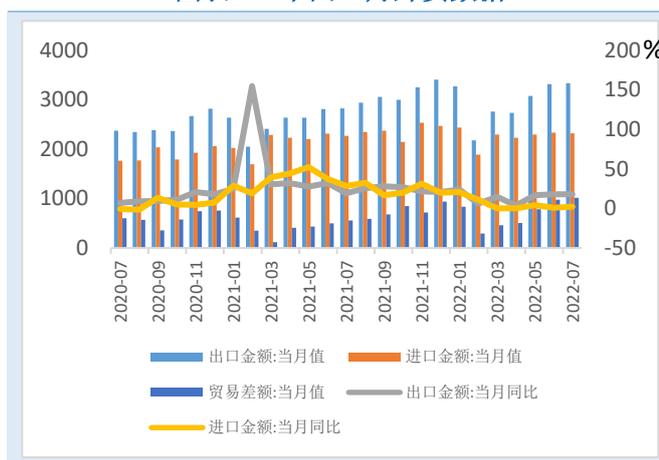
一、宏观和政策跟踪

1.1 出口保持高增长

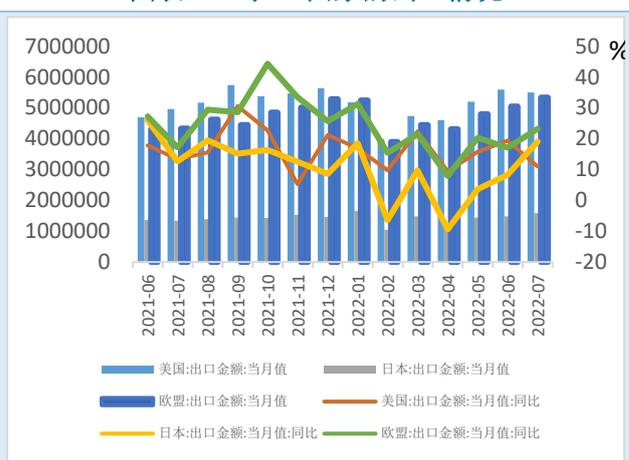
据海关总署公布的数据显示，以美元计，7月中国出口同比增长18%，预期增长14.1%，前值为增长17.9%；进口同比增长2.3%，预期增长4.0%，前值为增长1.0%。7月贸易顺差1012.6亿美元，预期为890.4亿美元，前值为979.4亿美元。

总体上来看，7月出口保持高增长与去年同期基数较低、外需保持韧性、人民币贬值等因素有关。往后看，欧美保持高强度的加息节奏，经济陷入衰退的风险持续升温，尤其是近几个月欧美PMI持续下滑，表明外需存在走弱的风险，下半年出口仍有较大的压力。7月进口较前值有所回升，但仍低于预期，主因是国内疫情反复，内需修复缓慢，同时，大宗商品价格走弱也带来新的拖累，往后看，国内经济复苏温和复苏的趋势没变，同时，价格走弱也是拖累，预期进口增速将保持低位波动。同时，我们看到7月顺差进一步扩大，表明净出口对国内经济的支撑依旧较强。

图表 1：中国 7 月外贸数据



图表 2：对 G3 国家的出口情况



数据来源：Wind

1.2 台海局势紧张引发避险情绪

美国参议院议长佩罗西窜访中国台湾地区引发地区局势紧张，市场避险情绪升温，国内股市、商品走低，国债价格走高。

我们认为台海局势是中美长期大国博弈视角下的一个部分，未来仍有阶段性紧张的可能。就目前的形势来看，相关方都比较克制，预计不会演变成军事冲突。对市场的影响更多体现在短期的避险情绪，后续随着局势的缓和，资本市场将回归基本面定价。

1.3 国内政策聚焦

1、央行召开 2022 年下半年工作会议，强调要保持货币信贷平稳适度增长，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长；引导实际

贷款利率稳中有降。稳妥化解重点领域风险，因城施策实施好差别化住房信贷政策；保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。开展宏观审慎压力测试，出台系统重要性保险公司评估办法，对金融控股公司开展全方位监管。加快推动柜台债券市场发展，统一银行间和交易所债券市场对外开放资金管理政策。稳步提升人民币国际化水平，夯实贸易投资人民币结算的市场基础；支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。

央行营业管理部召开下半年工作会议，要求继续引导金融机构增加对实体经济贷款投放，保持贷款持续平稳增长；落实好稳定宏观经济大盘工作方案和各项机制安排，保持首都经济运行在合理区间。加强北京市金融监管协调机制建设，继续推动重点领域风险处置。健全金融风险防范化解长效机制，用好金融稳定会商协调机制，稳步推进金融稳定现场评估，加强大型企业信用风险监测。稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场平稳健康发展和良性循环。

2、国家发改委等三部门印发《工业领域碳达峰实施方案》，目标是到2025年，规模以上工业单位增加值能耗较2020年下降13.5%。方案提出，重点控制化石能源消费，有序推进钢铁、建材、石化化工、有色金属等行业煤炭减量替代；推进氢能制储运输销用全链条发展；推动新能源汽车动力电池回收利用体系建设。实施低碳零碳工业流程再造工程，研究实施氢冶金行动计划。

3、国家发改委召开上半年发展改革形势通报会强调，要推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，加快政策性开发性金融工具资金投放并尽快形成实物工作量。促进重点领域消费加快恢复，大力提升能源供应保障能力，保持产业链供应链安全稳定，稳步推动经济社会发展全面绿色转型，做好重要民生商品保供稳价，保持经济社会大局稳定，保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平。

1.4 美国非农数据大超预期

美国7月季调后非农就业人口增52.8万人，创2月以来最大增幅，预期增25万人，前值自增37.2万人修正至增39.8万人；失业率为3.5%，创2020年2月以来新低，预期3.6%，前值3.6%；平均每小时工资同比升5.2%，预期升4.9%，前值升5.1%；环比升0.5%，预期升0.3%，前值自升0.3%修正至升0.4%；非农就业总人数和失业率均回到疫情前水平。

总体上来看，美国国内当前呈现出充分就业的状态，3.5%的失业率已经回落至疫情前的最低水平。从结构上来看，服务业新增非农远超商品生产部门，其中，休闲和酒店业、专业和商业服务、健康护理业为主要贡献项。往后看，我们认为新冠疫情对出行、娱乐以及恢复办公的阻碍已经消散，支撑服务性行业就业缺口加速弥合。

与此同时，美国时薪环比连续3个月向上，“工资-通胀”螺旋担忧加剧。7月美国非农时薪环比录得0.47%，连续3个月上涨。同时，美联储关注的工资指标ECI同比在2季度继续大幅提高。这意味着，“工资-通胀”螺旋现象进一步凸显。非农数据公布后，市场上调了美联储的加息预期。联邦基金期货数据显示，

非农数据公布后，市场认为9月会议上美联储加息75BP的概率上升至68%。由于鹰派预期再起，8月5日10年期美债利率上行约16BP，美元指数收涨0.78%。

我们之前的分析认为，当前市场交易的重点主要有两个，一是美国通胀或已见顶，美联储加息幅度将放缓；二是，美国经济衰退的风险升温，美联储最快有望在明年一季度开始降息保增长。7月的非农数据或打破这一逻辑，“工资-通胀”的螺旋式上升的担忧或使得美国通胀难以快速下行，而强劲的就就业数据又使得美国经济不会很快衰退。目前，美国经济仍处于强现实和弱预期状态，未来重点关注7月CPI数据和零售数据。若两个数据继续偏强，美联储在8月JacksonHole会议将保持鹰派的基调，届时市场或将重回“紧缩交易”主线。

图表 3：美国非农就业数据大超预期



图表 4：美国失业率回落至疫情前水平



数据来源：Wind

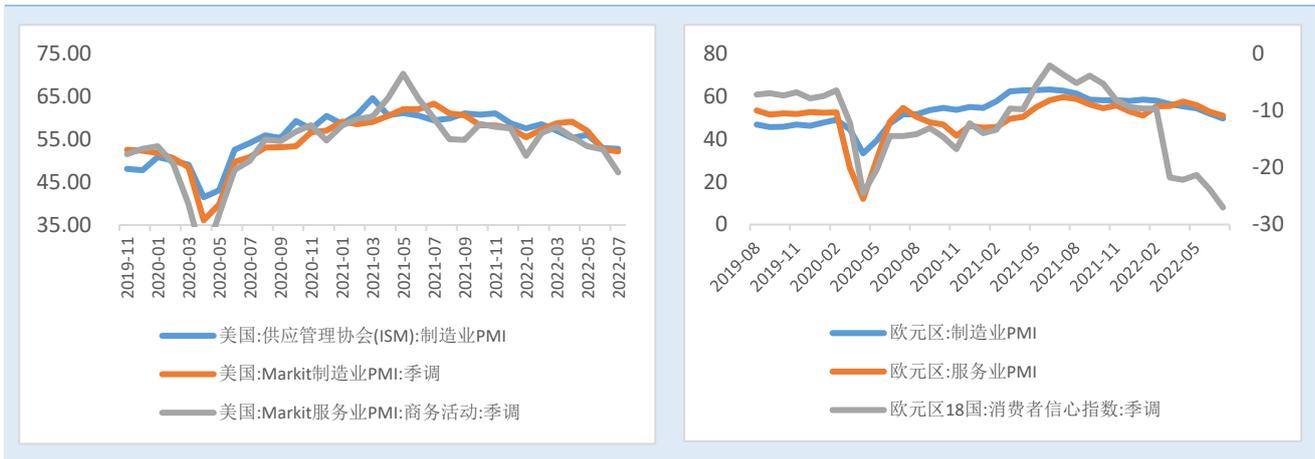
1.5 欧美 PMI 双双下滑

美国：7月制造业PMI再创新低，高通胀下消费需求持续疲软。当地时间8月1日，ISM公布最新数据显示，美国7月份ISM制造业PMI指数录得52.8%，虽高于预期的52.0%，但仍低于上月的53.0%，创下2020年6月份以来新低。其中，新订单指数录得48.0%，低于预期的49%和前值49.2%，同时生产指数也从6月的54.9%下降至53.5%，两个指数均为2020年5月份后的新低，反映出高通胀下美国商品需求处于疲软。

欧洲：PMI跌至荣枯线以下，欧元区供应链问题愈发严峻。8月1日，HIS Markit公布7月欧元区制造业PMI终值为49.8%，较6月下滑2.3个百分点，较初值上调0.2但仍位于荣枯线以下，创2020年6月以来新低，欧元区制造业出现萎缩迹象。其中，产出指数较6月的49.3%跌到46.3%，为近两年多的低点新订单指数也由6月的45.2%降至42.6%，为2020年5月新冠疫情以来最低水平。

图表 5：美国 PMI 继续下滑

图表 6：欧洲 PMI 持续下滑



数据来源: Wind

二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有升

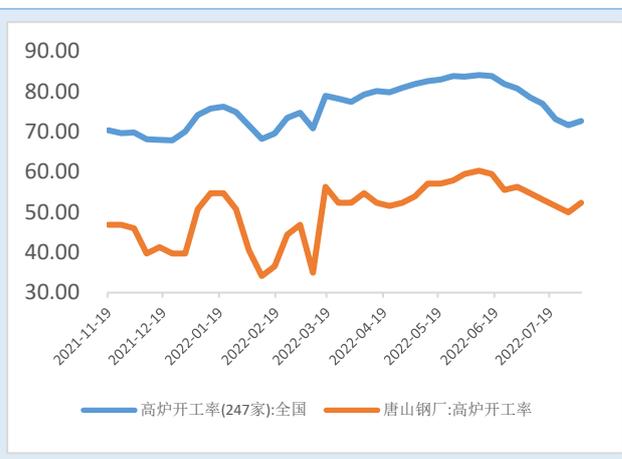
化工：需求回暖，开工基本平稳。需求方面，下游补库有所改善，聚酯产业链多数产品价格有所回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有落，其中，PTA 开工率回落至 66.49%，聚酯工厂负荷率小幅回升至 77.60%，江浙织机负荷率小幅回升至 51.45%。

钢铁：生产有所回升，需求略有改善。利润触底改善，全国高炉开工率本周继续回升 1.1 个百分点至 72.7%。由于目前钢厂盈利出现改善，叠加旺季补库预期，钢材产量低位回升。本周钢联数据显示，钢厂钢材产量有所回升，厂库、社库继续去化，表需小幅回升，但下游实际需求依旧偏弱。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



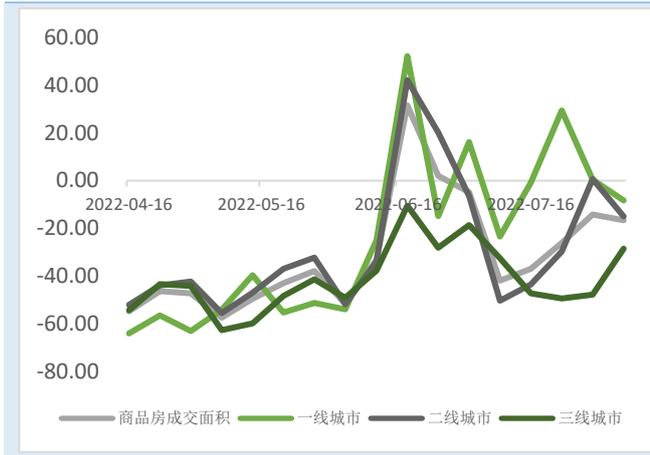
数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车销售持续走强

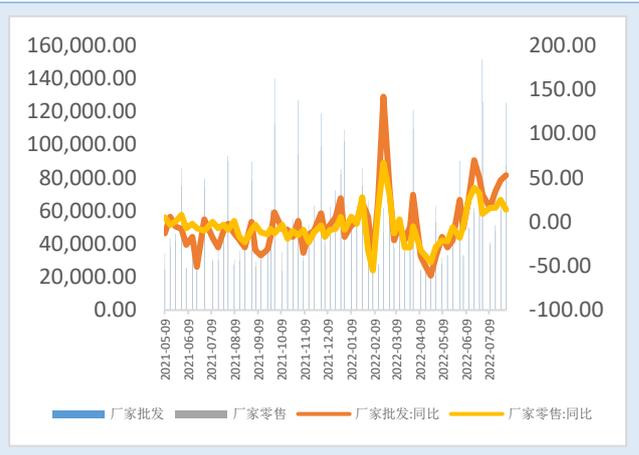
房地产销售周环比下降。截至 8 月 3 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 16.60%，按均值计，8 月环比上涨 0.08%，同比下降 13.38%，一、二、三线城市 8 月同比增幅分别为-13.97%、-4.79%和-33.34%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-17.40%，一、二、三线城市环比增速分别为 108.78%、-1.85%和-27.17%。其中，一线城市土地溢价率最高，为 4.43%，其次为二线城市，溢价率为 3.62%，三线城市最低为 1.82%。

乘用车零售、批发持续改善。乘联会数据显示，7 月 25-31 日，乘用车市场零售 61.3 万辆，同比增长 14%，环比上周增长 44%，较上月同期下降 21%；乘用车批发 87.8 万辆，同比增长 53%，环比上周增长 85%，较上月同期下降 11%。初步统计，7 月乘用车市场零售 176.8 万辆，同比去年增长 17%，环比上月下降 9%；全国乘用车厂商批发 211.9 万辆，同比去年增长 40%，环比上月下降 3%。生产端来看，随着各地复工复产的持续推进，原料供应逐步恢复，汽车生产基本平稳，8 月 4 日当周半钢胎开工率小幅持稳于 64%。

图表 9：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 10：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

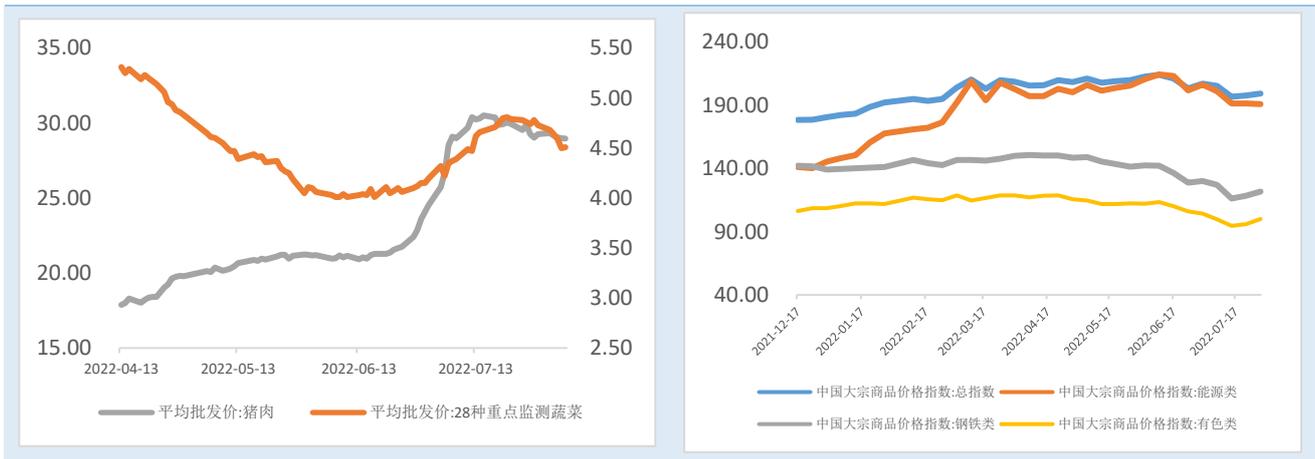
(1) **本周食品价格多数下跌。**蔬菜供应有所恢复，加上需求有所下滑，本周蔬菜均价环比下跌 3.66%，猪肉消费需求走弱，本周猪肉均价环比下跌 1.05%。

(2) **CPI 中枢或继续抬升。**短期来看，新一轮猪周期开启，部分地区蔬菜供应或进入淡季，再加上疫后消费需求恢复，但夏季水果大量上市或对冲部分上涨效应，食品价格或整体维持上行态势，疫情形势好转，以及暑期出行需求带动下，非食品价格或继续回暖，预计 7 月 CPI 继续温和上行，但散点疫情仍给需求端带来一定不确定性。中长期来看，若猪肉价格持续上涨，则三四季度 CPI 中枢将明显抬升；但若猪肉价格出现反复，则未来猪价对 CPI 影响较为可控。我们倾向于认为 CPI 通胀或保持温和，主因是当前猪肉供应并未显著减少，猪价走势仍有反复。

(3) **PPI 同比增速将继续回落。**6 月以来，受海外经济衰退预期的冲击，国际大宗商品价格持续大幅下跌，带动 6 月 PPI 环比、同比增速双双回落。往后看，下半年随着美联储加快收紧货币政策，欧央行开启加息进程，全球经济增速放缓，总需求降温，国际大宗商品价格持续上行动力有限，但鉴于产业链、供应链的限制，其绝对价格或将仍保持在相对偏高位置。在高基数下半年、特别是四季度有望持续较快下行。我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 11：食品价格多数下跌

图表 12：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

地缘政治冲击落地，股指交易逻辑回归国内

观点

地缘政治风险带来的恐慌下挫已告一段落，不过，当前国内宽信用效果不佳、疫情边际扰动，经济修复速度较慢，且货币政策进一步宽松的概率较低，股指短期的驱动力有限，更多地是维持震荡或震荡上行的走势。策略上，仍以择机布局中长线多单为主。套利策略上，周五 IM2208 年化贴水率大幅缩减至 3.7%，可考虑介入 IM2208 期现正套；中证 1000 与中证 500 价差达 820 点，创阶段性新高。可考虑介入多 IC 空 IM 策略。

核心逻辑

央行召开下半年工作会议，突出三大工作要点。央行下半年工作会议突出了三大要点，一是再次强调“保持流动性合理充裕”，货币政策保持边际宽松的基调不变；二是保持贷款持续平稳增长，引导实际贷款利率稳中有降。三是完善宏观审慎管理体系，稳妥化解重点领域风险，维护房地产市场平稳发展。综合来看，在国内经济增长承压、信用扩张效果不佳的背景下，未来货币政策将继续保持边际宽松的态势，尚不存在收缩的前提。不过，考虑到 8 月政府债券预计供给压力较小，且当前资金淤积现象明显，银行间利率水平处于低位，尚不存在流动性缺口，因此央行总量层面进一步宽松的概率较低，短端政策利率难现进一步下调。

国内疫情局部反复，“精准防控”降低对经济的冲击。8 月以来全国新增感染人数有所抬头，局部地区疫情反弹。当日新增本土确诊人数从 7 月的 100 人左右水平，上升到 8 月 5 日的 310 人，其中，海南三亚、浙江义乌感染者人数领增。综合来看，本轮疫情仍在发展阶段，对国内经济复苏的节奏带来冲击。不过，预计本轮疫情对经济的冲击预计较为可控。一方面，疫苗接种率正逐步提升，尤其当前全国加强免疫接种率为 71.7%，为疫情防控的优化获取更大的空间。另一方面，国内防疫政策正逐步优化，通过大部分城市采取常态化核酸、少部分城市采用静态管理的管控方式，极大地降低了对经济活动的影响。此外，物流、航班、旅游等高频数据亦显示，近期国内经济活动仍趋于活跃。

美国 7 月非农就业数据超预期增长，美联储加息担忧加大。7 月美国新增非农就业大幅新增 52.8 万人，预期增加 25 万人。其中，教育保健服务、休闲酒店业和专业商业服务业持续高增，指向美国服务业修复明显。在物价和就业的双螺旋上升下，美国通胀压力犹存，数据公布后，资本市场交易加息幅度加大的预期。

不过，结合美国第二季度的经济数据来看，虽然消费、服务端对经济的拉动力较强，但美国经济整体增长处于放缓趋势，通胀高企+就业强势+经济下行的“困境”仍在，美联储的加息路径更可能是将进一步加息，但加息幅度或逐步放缓。

2022 年 8 月 7 日 星期日

宏观金融研究中心
宏观金融·周度报告

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



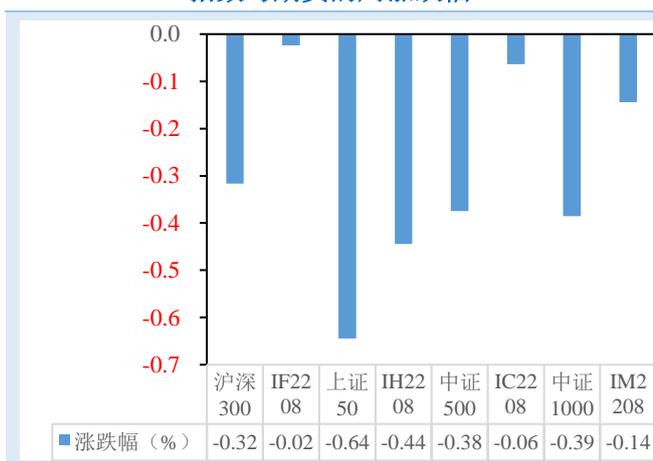
期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

1.1 行情回顾

本周地缘政治风险冲击下，本周股指集体下行。沪深 300 下跌 0.32%至 4157、上证 50 下跌 0.64%至 2774、中证 500 下跌 0.38%至 6271，中证 1000 下跌 0.39%至 7090。行业上，本周电子（6.4%）、计算机（2.5%）、国防军工（1.7%）、通信（1.7%）、食品饮料（1.4%）领涨，而家用电器（-5.1%）、房地产（-4.5%）、汽车（-4.4%）、建筑装饰（-4.3%）、钢铁（-3.9%）领跌。

指数与期货的周涨跌幅

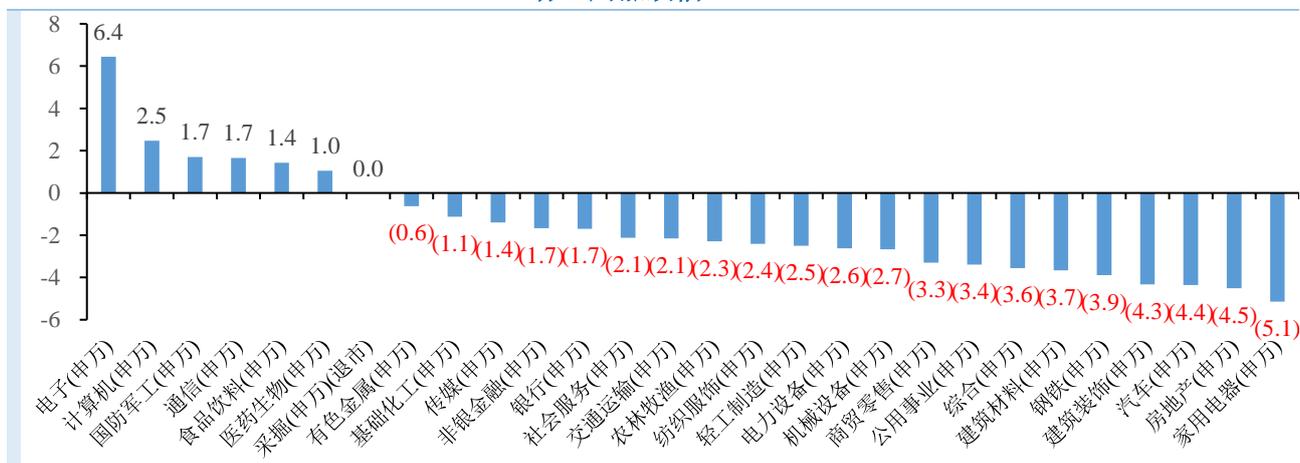


股指期货量能变动

	IF 合约	IH 合约	IC 合约	IM 合约
成交 (手)	500365	266160	582776	232372
变动 (%)	3.88	7.17	27.80	43.87
持仓 (手)	194348	96618	327955	59997
变动 (%)	-1.85	-3.56	0.94	28.42

数据来源：国贸期货研究院&Wind

行业周涨跌幅 (%)



数据来源：国贸期货研究院&Wind

1.2 价差走势

1) 基差方面，截至周五收盘，近月合约的贴水幅度为：IM2208 贴水 10 点（年化 3.7%），IC2208 贴水 12.5 点（年化 5.2%）。IF2208 贴水 0.1 点（年化 0.1%）；IH2209 升水 2.7 点（年化 2.5%）。本周股指贴水大幅缩减，其中 IM2208 年化贴水率大幅缩减至 3.7%，可考虑介入期现反套。

2) 跨品种价差方面。本周股指的表现为 IF>IC>IM>IH，大小风格相对不明显，IM/IC 比值较上周下跌 0.14%，IM2008 与 IC2008 价差为 822 点，创阶段性新高，可考虑介入多 IC 空 IM 策略。

股指期货升贴水情况（截至 2022 年 8 月 5 日）

中证 1000 期货合约				
合约名称	IM2208	IM2209	IM2212	IM2303
合约升贴水	10.0	63.4	217.2	359.2
年化升贴水率	3.7%	7.8%	8.4%	8.3%
中证 500 期货合约				
合约名称	IC2208	IC2209	IC2212	IC2303
合约升贴水	12.5	50.5	145.1	234.3
年化升贴水率	5.2%	7.0%	6.4%	6.1%
沪深 300 期货合约				
合约名称	IF2208	IF2209	IF2212	IF2303
合约升贴水	0.1	6.9	32.7	47.5
年化升贴水率	0.1%	1.5%	2.2%	1.9%
上证 50 期货合约				
合约名称	IH2208	IH2209	IH2212	IH2303
合约升贴水	-2.7	-3.1	-5.7	-5.9
年化升贴水率	-2.5%	-1.0%	-0.6%	-0.3%

数据来源：国贸期货研究院&Wind

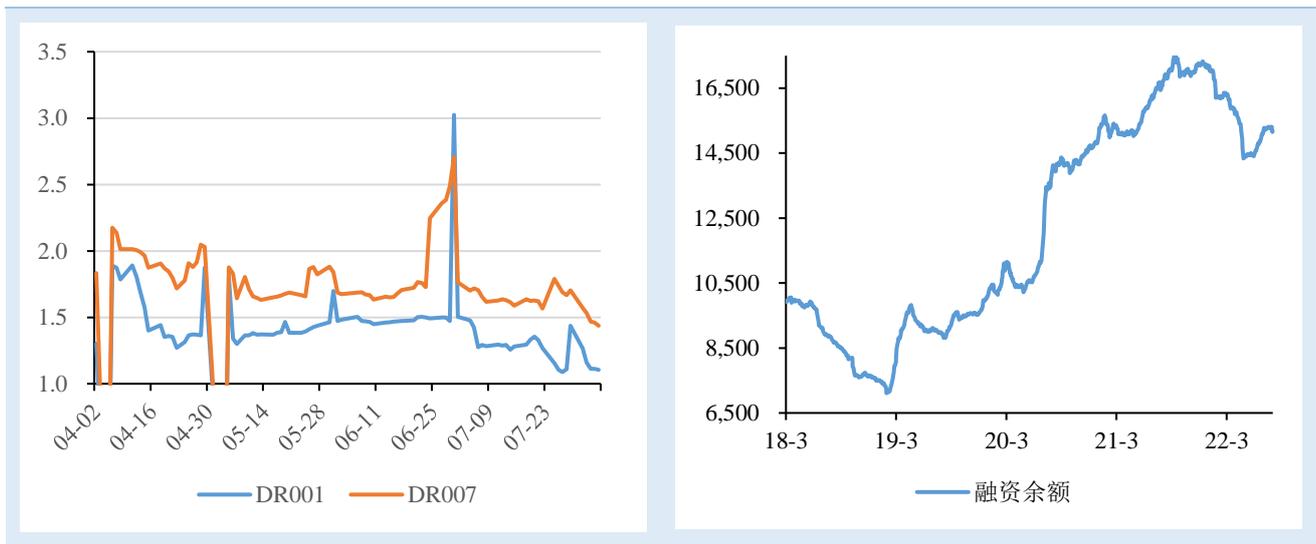
二、资金面与流动性

本周央行公开市场共有 160 亿元逆回购到期，央行公开市场累计进行了 100 亿元逆回购操作，因此本周净回笼 60 亿元。银行间流动性保持超充裕状态，资金价格维持在低位，隔夜利率、银行间 7 天期利率分别在 1%、1.5% 左右波动。流动性仍处于超宽松的状态，6 月财政大幅支出与内需不足形成资金淤积，是 7 月以来市场流动性保持宽松状态的主要原因。

8 月 1 日，中央人民银行召开的 2022 年下半年工作会议，总结上半年各项工作，对下半年重点工作作出部署。央行下半年工作会议突出了三大要点，一是再次强调“保持流动性合理充裕”，货币政策保持边际宽松的基调不变；二是保持贷款持续平稳增长，引导实际贷款利率稳中有降。因此当地产需求端表现不佳时，不排除政策上进一步下调 LPR 的可能性。三是完善宏观审慎管理体系，稳妥化解重点领域风险，维护房地产市场平稳发展，因此防范化解中小银行、地产风险也是央行下半年将着力进行的工作内容。综合来看，在国内经济增长承压、信用扩张效果不佳的背景下，未来货币政策将继续保持边际宽松的态势，不存在收缩的前提。不过，考虑到 8 月政府债券预计供给压力较小，且当前资金淤积现象明显，银行间利率水平处于低位，尚不存在流动性缺口，因此央行总量层面进一步宽松的概率较低，短端政策利率难现进一步下调。

银行间短端利率处于低点

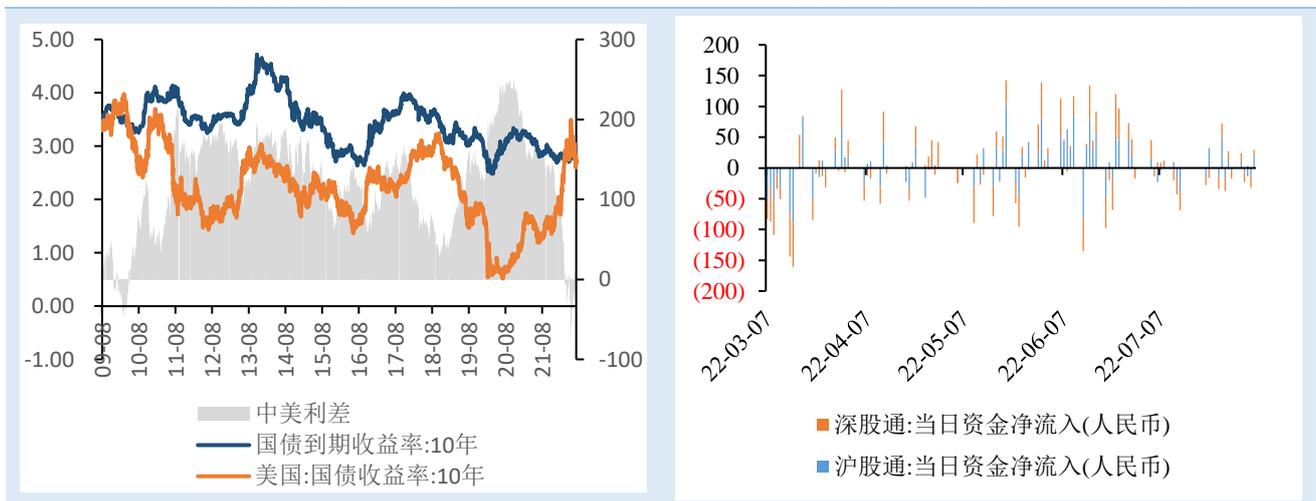
两融余额减小 127.76 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

中美利差倒挂 9.4bp

北向资金本周累计净流出 12.33 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、 基本面分析

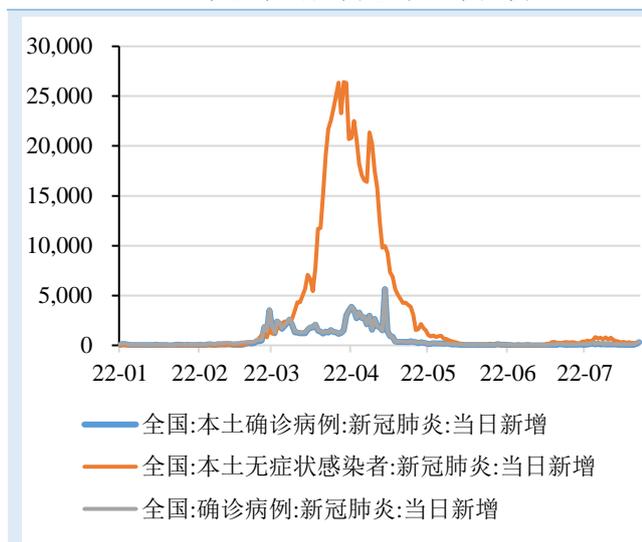
3.1 国内疫情局部反复，“精准防控”降低对经济的冲击

8月以来全国新增感染人数有所抬头，局部地区疫情反弹。当日新增本土确诊人数从7月的100人左右水平，小幅上升到8月5日的310人，不过本土无症状感染人数已从高位回落并保持平稳。其中，海南三亚、浙江义乌感染者人数领增，广西、甘肃本轮疫情基本得到控制。

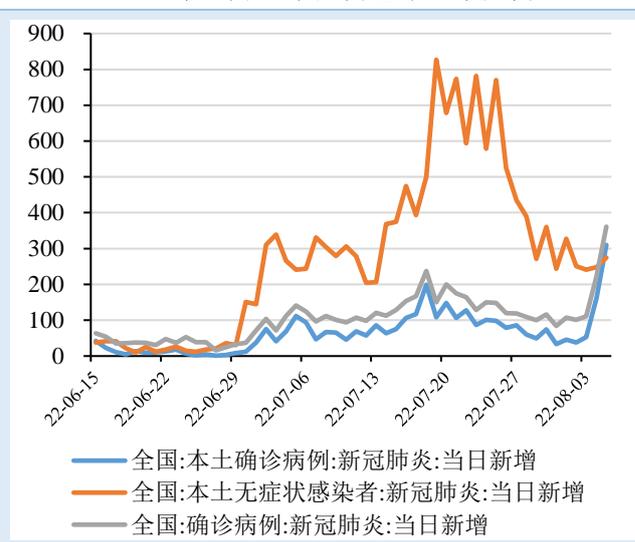
短期来看，本轮疫情仍在发展阶段，对经济活动将带来一定的冲击，进而影响国内经济复苏的节奏。不过，预计本轮疫情对经济的冲击预计较为有限，尤其相比4月疫情的影响较小。其一，4月疫情主要围绕以北京、上海为中心的京津冀、长三角地区爆发，且彼时当日新增本土确诊病例维持在千人以上，而7月以来的本轮疫情主要围绕国内一些二三线或三线以下的城市展开，对经济的冲击力度相对较小。其二，疫苗接种正逐步普及，截至7月23日，全国累计报告新冠疫苗第一剂次接种覆盖率为92.1%，全程接种率

为 89.7%，加强免疫接种率为 71.7%。我国 60 岁以上至少 1 剂次疫苗接种率为 89.6%，全程接种率为 84.7%，加强免疫接种率为 67.3%。疫苗的普及为疫情防控的优化获取更大的空间，也有利于减少对经济活动的冲击。其三，国内防疫政策正逐步优化，坚决克服防控松懈和“层层加码”两种倾向，疫情防控或向“稳增长”方向倾斜。并通过大部分城市采取常态化核酸、少部分城市采用静态管理的管控方式，极大地降低了对经济活动的影响。此外，物流、航班、旅游等高频数据亦显示，近期国内经济活动仍趋于活跃。

2022 年以来的国内感染人数走势



2022 年 6 月以来国内感染人数走势



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3.2 美国 7 月非农就业数据超预期增长，美联储加息担忧加大

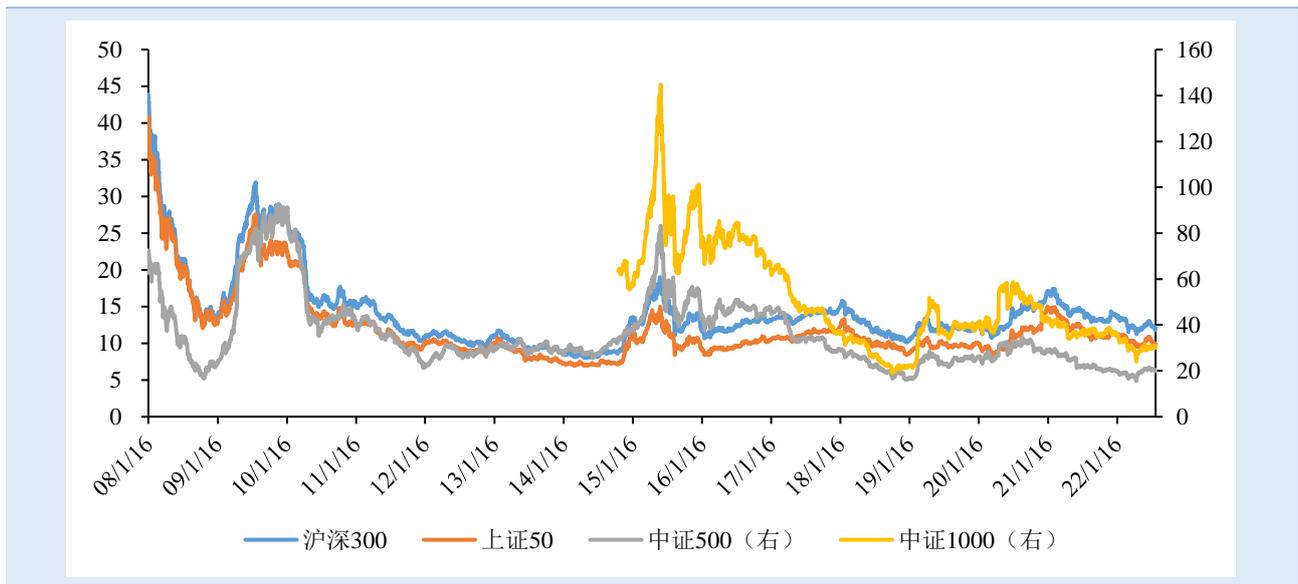
2022 年 8 月 5 日，美国劳工统计局公布了 7 月份的非农就业数据：7 月美国新增非农就业 52.8 万人，预期增加 25 万人。其中，教育保健服务、休闲酒店业和专业商业服务业持续高增，分别新增 12.2 万、9.6 万和 8.9 万人，指向美国服务业修复明显。不过，结合二季度美国的 GDP 来看，二季度个人消费支出、固定投资、非住宅投资以及私人库存对经济的环比拉动率分别为 0.70%、-0.72%、-0.01%、-2.01%，因此虽然消费、服务端对经济的拉动力较强，但美国经济整体增长处于放缓趋势，二季度 GDP 环比折年率为-0.9%。

在物价和就业的双螺旋上升下，美国通胀压力犹存，美联储加息的担忧增加，数据公布后，资本市场交易加息幅度加大的预期。美国当前处于通胀高企+就业强势+经济下行的“困局”中，美联储的加息路径更可能是将进一步加息，但加息幅度或逐步放缓。

3.3 估值分析

截至 8 月 5 日，沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 的滚动市盈率分别为 12.1 倍、9.9 倍、20.3、30.6 倍，处于上市以来的 29.9%（05 年 4 月至今）、27.2%（04 年 1 月至今）、7.2%（07 年 1 月至今）、13.3%（14 年 10 月至今）的分位水平。

四大指数 PE（倍）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

四、 地缘政治冲击落地，股指交易逻辑回归国内

央行召开下半年工作会议，突出三大工作要点。央行下半年工作会议突出了三大要点，一是再次强调“保持流动性合理充裕”，货币政策保持边际宽松的基调不变；二是保持贷款持续平稳增长，引导实际贷款利率稳中有降。三是完善宏观审慎管理体系，稳妥化解重点领域风险，维护房地产市场平稳发展。综合来看，在国内经济增长承压、信用扩张效果不佳的背景下，未来货币政策将继续保持边际宽松的态势，尚不存在收缩的前提。不过，考虑到8月政府债券预计供给压力较小，且当前资金淤积现象明显，银行间利率水平处于低位，尚不存在流动性缺口，因此央行总量层面进一步宽松的概率较低，短端政策利率难现进一步下调。

国内疫情局部反复，“精准防控”降低对经济的冲击。8月以来全国新增感染人数有所抬头，局部地区疫情反弹。当日新增本土确诊人数从7月的100人左右水平，上升到8月5日的310人，其中，海南三亚、浙江义乌感染者人数领增。综合来看，本轮疫情仍在发展阶段，对国内经济复苏的节奏带来冲击。不过，预计本轮疫情对经济的冲击预计较为可控。一方面，疫苗接种率正逐步提升，尤其当前全国加强免疫接种率为71.7%，为疫情防控的优化获取更大的空间。另一方面，国内防疫政策正逐步优化，通过大部分城市采取常态化核酸、少部分城市采用静态管理的管控方式，极大地降低了对经济活动的影响。此外，物流、航班、旅游等高频数据亦显示，近期国内经济活动仍趋于活跃。

美国7月非农就业数据超预期增长，美联储加息担忧加大。7月美国新增非农就业大幅新增52.8万人，预期增加25万人。其中，教育保健服务、休闲酒店业和专业商业服务业持续高增，指向美国服务业修复明显。在物价和就业的双螺旋上升下，美国通胀压力犹存，数据公布后，资本市场交易加息幅度加大的预期。不过，结合美国第二季度的经济数据来看，虽然消费、服务端对经济的拉动力较强，但美国经济整体增长处于放缓趋势，通胀高企+就业强势+经济下行的“困境”仍在，美联储的加息路径更可能是将进一步加息，但加息幅度或逐步放缓。

股指观点：地缘政治风险带来的恐慌下挫已告一段落，不过，当前国内宽信用效果不佳、疫情边际扰动，经济修复速度较慢，且货币政策进一步宽松的概率较低，股指短期的驱动力有限，更多地是维持震荡或震荡上行的走势。策略上，仍以择机布局中长线多单为主。套利策略上，周五 IM2208 年化贴水率大幅缩减至 3.7%，可考虑介入 IM2208 期现正套；中证 1000 与中证 500 价差达 820 点，创阶段性新高。可考虑介入多 IC 空 IM 策略。

债期做多思路不变

观点

债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

核心逻辑

1. 阶段性判断：债期表现强势，在一个月的连续上涨后，再度位于关键点位。下周迎来数据验证窗口，重点关注金融数据，调整就是进场的时机。政治局会议的定调对于债券市场确定利好，也打消了市场的担忧以及恐高情绪，债期或是下半年确定性最高的安全资产。一方面是经济基本面修复放缓，疫情的客观制约和底线思维防风险下，求稳需求先于发展。二是流动性保持合理充裕，尽管不追求强刺激，货币政策可能总量发力有限，但以今年的资金市场来看，财政对于流动性的补充不可忽视，低的资金价格就是“宽松政策”最好的体现。债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

2. 中长期观点：看好债期。一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

3. 风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

2022年8月7日 星期日

宏观金融中心
国债·周度报告

樊梦真

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



四、行情解析

期市有风险，入市需谨慎

上周债期高位震荡，前半周强于后半周，短端强于长端，五年期周内突破震荡区间上限，十年期离主连前高仅一步之遥。

前半周市场消息相对平淡，仍沉浸在政治局会议以及 PMI 回落的利好中，向上的惯力较大。由于月初资金面不改宽松，甚至中枢进一步小幅下移，隔夜利率降至 1% 下方，7 天也不断向 1% 靠拢，五年期表现强势，带动十年期利率回落，曲线平坦化。此外，佩洛西窜访台湾引发避险情绪亦支撑债期。

后半周债期小幅回调，多空交织下上涨略有犹豫。增量的利多是国内三亚、新疆和义乌疫情反弹，三亚 8 万旅客滞留，整市进入管控状态。本轮爆发地为旅游和小商品交易的重要地区，对于国内经济影响值得关注。利空因素为房地产保交楼又有推进。以郑州为例，将设立 100 亿纾困专项基金，通过撬动社会资金完成保交楼，全国 AMC 亦开始出手纾困阳光城。

五、下周展望

债期表现强势，在一个月连续上涨后，再度位于关键点位。下周迎来数据验证窗口，重点关注金融数据，调整就是进场的时机。政治局会议的定调对于债券市场确定利好，也打消了市场的担忧以及恐高情绪，债期或是下半年确定性最高的安全资产。一方面是经济基本面修复放缓，疫情的客观制约和底线思维防风险下，求稳需求先于发展。二是流动性保持合理充裕，尽管不追求强刺激，货币政策可能总量发力有限，但以今年的资金市场来看，财政对于流动性的补充不可忽视，低的资金价格就是“宽松政策”最好的体现。债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

拉长长时间来看，个人对债期还是乐观的，一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

操作上还是以回调做多为主；风险点在疫情超预期发展以及政策力度。

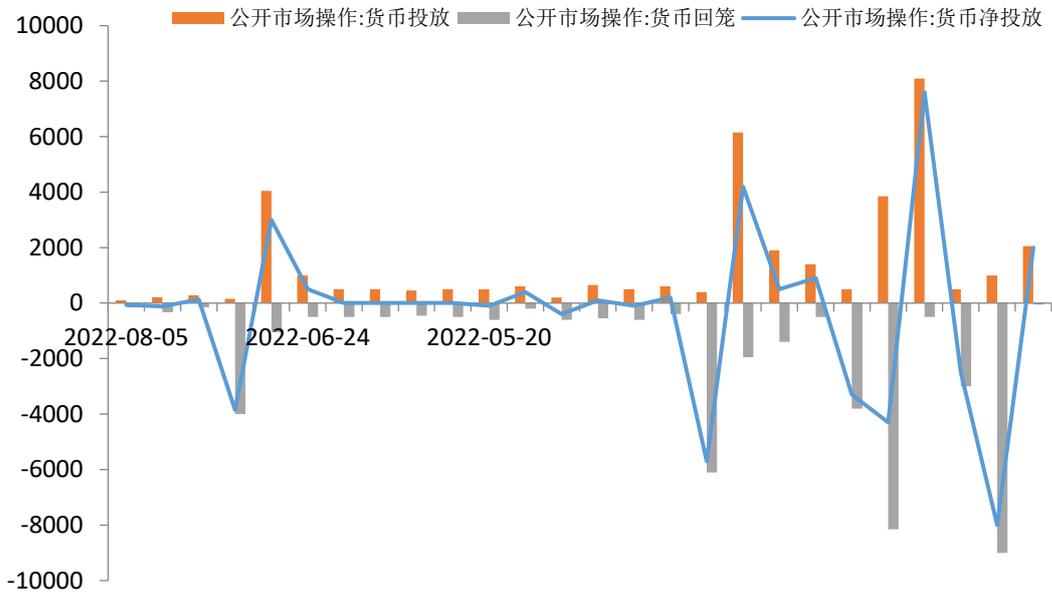
六、重要数据一览

十年期国债期货主力走势



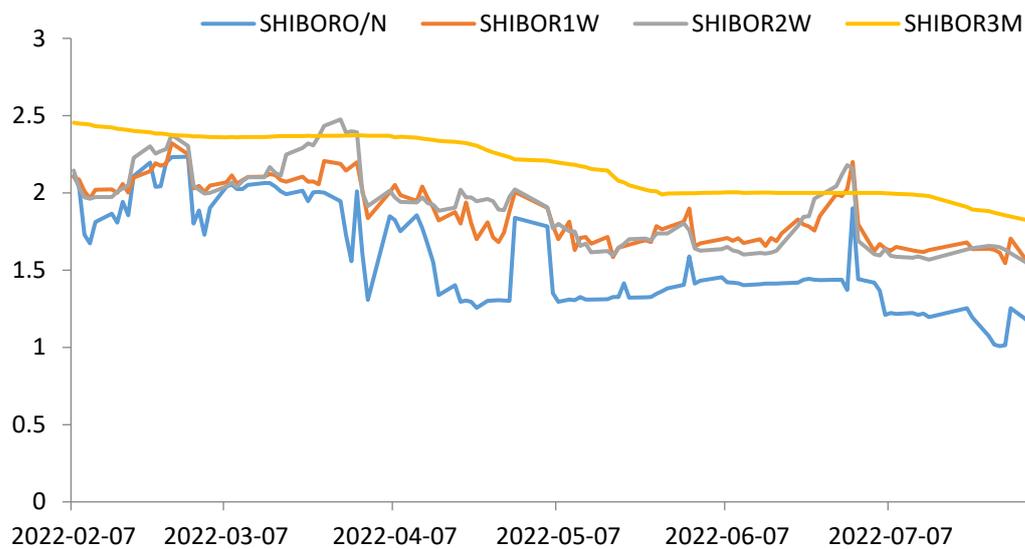
数据来源: wind

公开市场操作



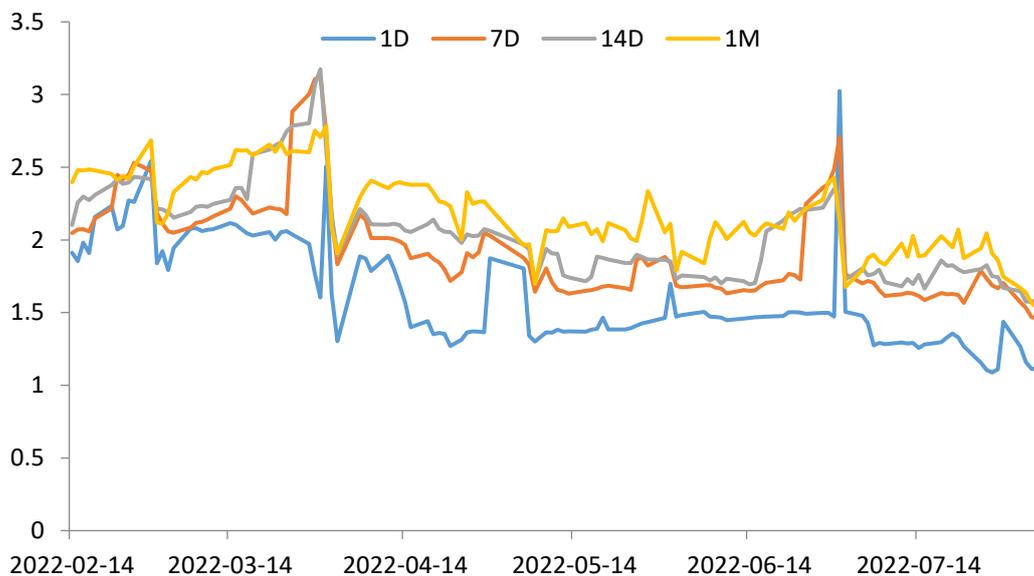
数据来源: wind

SHIBOR 利率



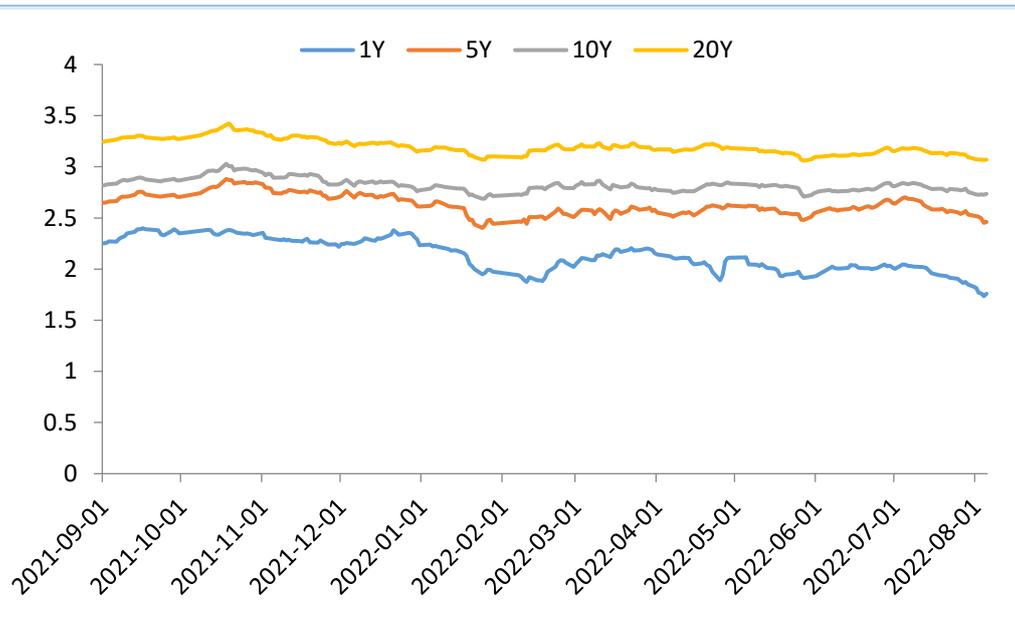
数据来源: wind

银行间质押回购利率



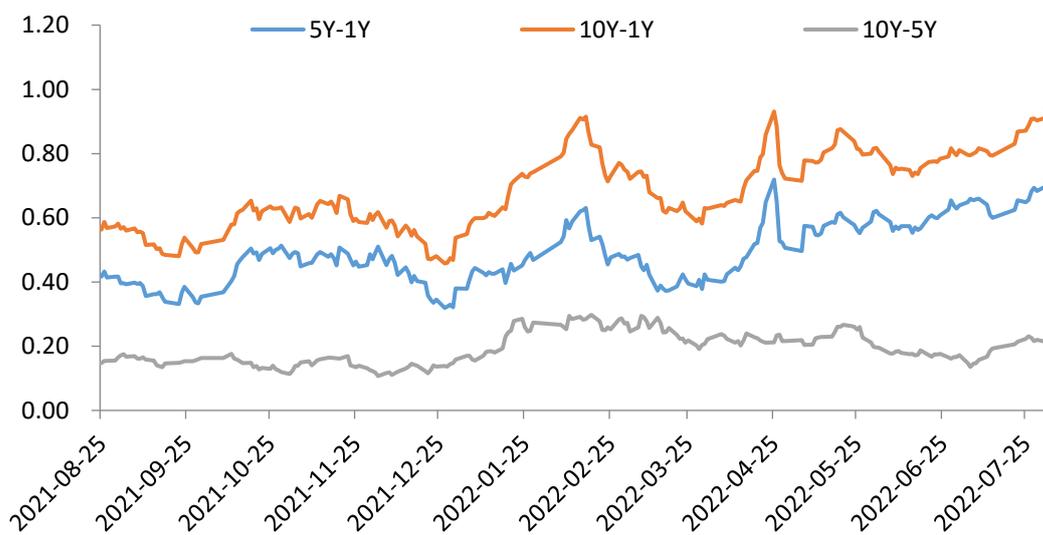
数据来源: wind

现券收益率走势



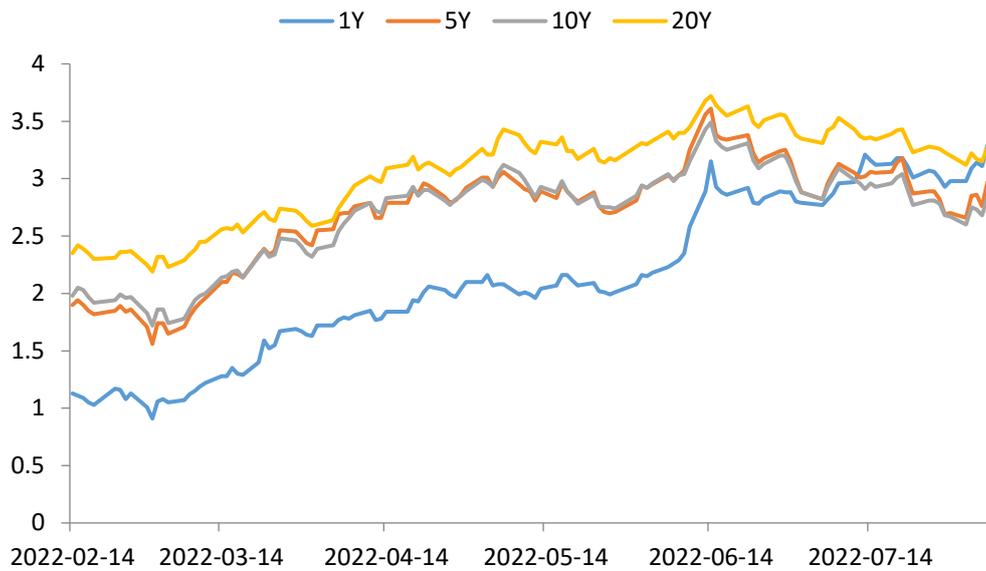
数据来源: wind

国内现券期限利差



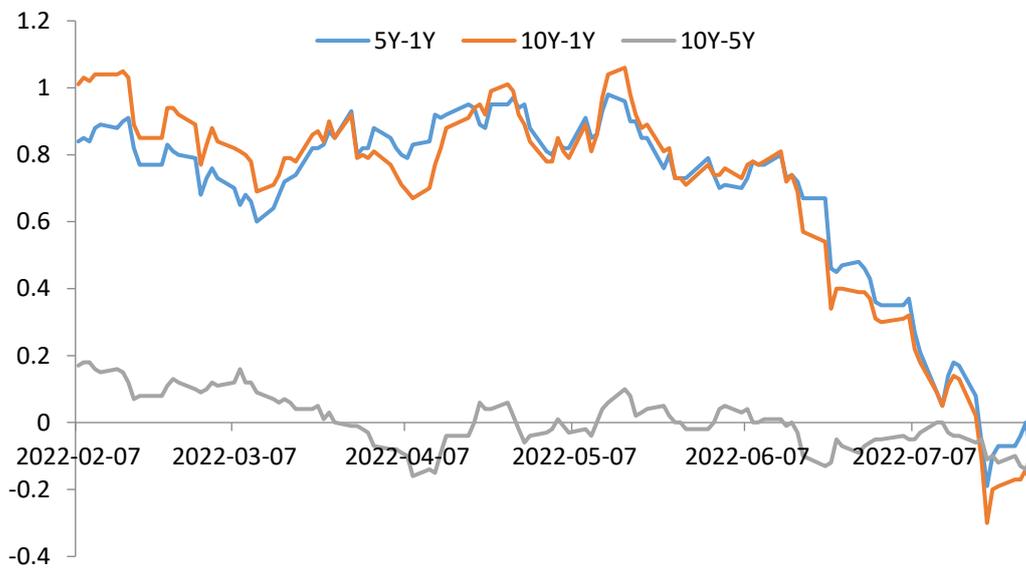
数据来源: wind

美债收益率走势



数据来源: wind

美债期限利差



数据来源: wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎