



2022年8月14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

经济复苏斜率趋弱，三重平衡下货币空间不大

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 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%，但总需求不足下核心通胀仍然低迷，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。2) 7 月社融信贷降幅超预期，经济复苏斜率趋弱。6 月短期积压需求释放后，7 月社融信贷大幅下滑并明显不及预期，融资总量结构双弱，居民和企业部门降杠杆，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，微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾，而地产风险和疫情反弹也压低经济修复的斜率。3) 货币政策兼顾三重平衡，资金面收敛而不收紧。我们认为，当前经济修复尚不稳固，制造业 PMI 再度跌入收缩区间、核心通胀低位回落、以及社融信贷降幅超预期，均指向总需求的偏弱格局，经济修复尚需巩固下货币并不具备收紧的基础。但二季度货币政策执行报告对通胀和外部平衡的关注度也在抬升，央行多目标平衡压力在加大。货币政策兼顾三重平衡下期待空间减弱，结构性政策仍是主角，侧重加大对实体的信贷支持，资金总量充裕下本月 MLF 续作可能缩量，但对当前极度充裕的流动性影响可能有限，预计后续资金面收敛而不收紧，5 年期 LPR 仍有调降的必要性和空间。

高频数据显示：1) 7 月美国通胀数据低于市场预期，市场预期美联储加息步伐放缓，短期市场情绪有所回暖，但核心 CPI 粘性仍强，三季度美国通胀或仍处于磨顶过程；2) 三亚疫情仍在上升期，疫情动态仍扰动经济修复斜率；3) 8 月商品房销售再度回落，居民信心修复仍难；4) 上游开工率小幅回升，基建产业链偏强；5) 美国 7 月 CPI 低于预期下美联储加息步伐有望放缓，市场情绪改善下大宗商品低位略有反弹；6) 通胀方面，农产品价格指数延续回落，猪肉价格近期承压。

7 月美国通胀数据低于市场预期，市场预期美联储加息步伐放缓，短期权益市场情绪有所回暖，不过经济复苏偏弱下股市仍处于休整期，宏观流动性仍充沛决定市场调整空间有限，中小盘成长风格占优。而“经济预期下修+资金宽松+配置需求”支撑债市近期上涨行情，但债市正在接近顶部区域，2.65-2.7% 是十年国债强阻力区域，后续可能仍偏震荡。关注 7 月经济数据和月中 MLF 续作。

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、微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾

● CPI 继续向 3% 渐进，核心通胀低迷印证总需求偏弱

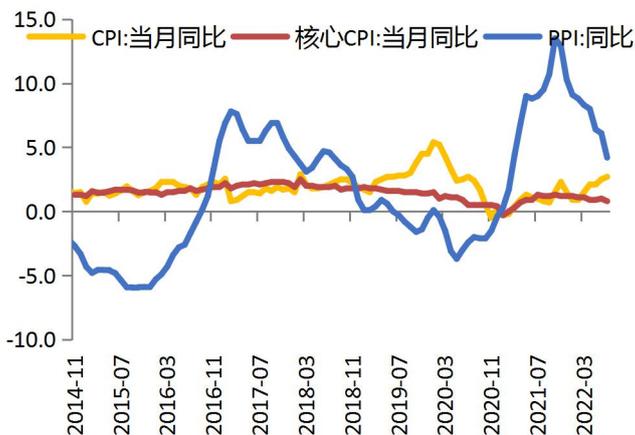
食品价格推升 CPI，核心通胀仍然低迷。中国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期 2.9%，前值 2.5%，CPI 由上月持平转为上涨 0.5%。食品价格同比增速升至 6.3%，环比上涨 3%，明显超出季节性表现，主要受到猪肉、鲜菜等食品价格上涨的影响。一方面，受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，猪肉价格上涨较快，7 月环比上涨 25.6%，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点；另一方面，鲜菜价格也大幅走升，7 月环比上涨 10.3%，主要受到多地持续高温天气的影响，蔬菜生长缓慢、上市量减少，涨幅高于季节性。

但 7 月非食品增速回落，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，7 月核心 CPI 较上月回落 0.2 个百分点至 0.8%。

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。7 月 PPI 下行斜率有所加快，同比 4.2%，市场预期 4.7%，前值 6.1%，环比-1.3%。7 月大宗商品价格跌幅较大，海外衰退预期升温叠加国内地产投资走弱，宏观需求偏弱情绪主导工业品价格下跌。不过 7 月下旬以来多数商品有所反弹，内需定价商品 7 月下旬受到国内稳地产、保交楼、以及加快基建项目进度要求等政策支持小幅反弹。外需定价商品受到能源供给担忧再起、以及美联储鹰派态度弱化的支撑。

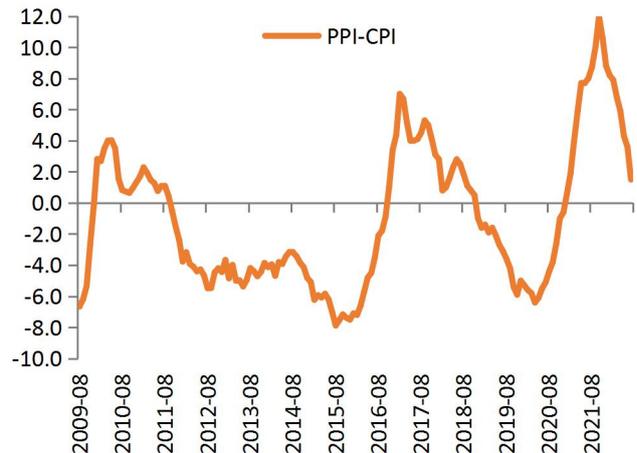
下半年猪周期扰动叠加内需弱修复，CPI 9 月破 3% 预期升温，不过疫情反复和地产风波压低经济修复斜率，就业仍然偏弱，核心通胀压力不大。PPI 仍处于回落通道，下半年同比高基数下 PPI 回落速度加快，四季度或降至 0 附近。海外经济衰退风险加大叠加国内经济弱复苏，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换，宏观需求走弱主导价格走势，而内需定价的黑色系商品或相对好于外需定价的原油和有色商品。

图 1: CPI VS PPI (%)



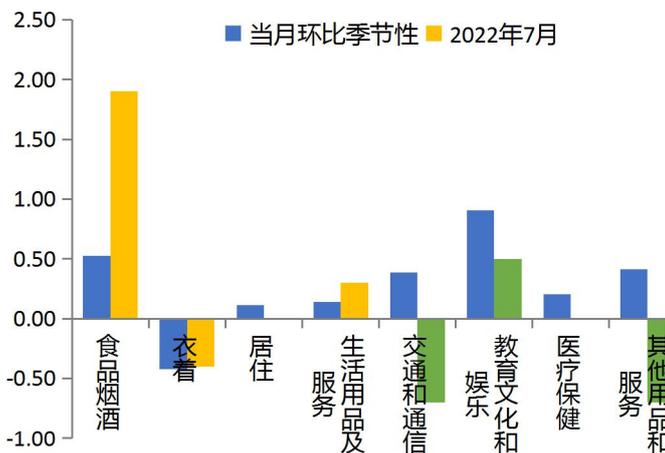
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: PPI-CPI 剪刀差继续收敛 (%)



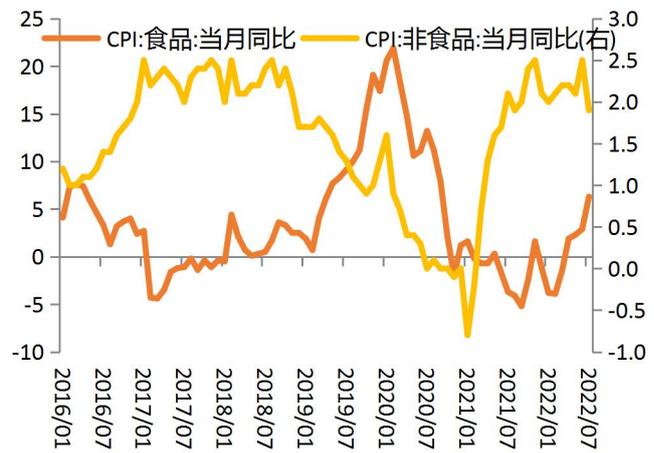
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 食品价格环比涨幅超季节性 (%)



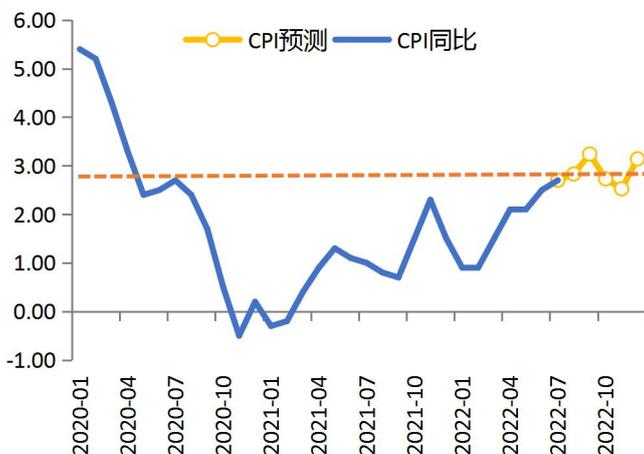
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 非食品增速回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: CPI 9 月破 3% 预期升温 (%)



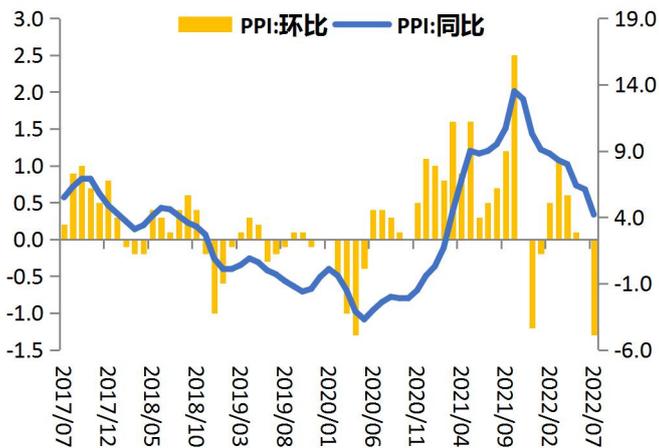
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 猪周期扰动推升食品价格 (%)



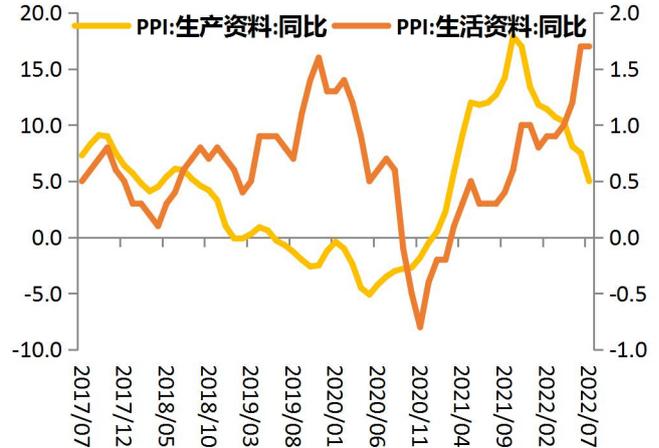
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: PPI 仍在回落通道 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: PPI 生产资料&生活资料 (%)



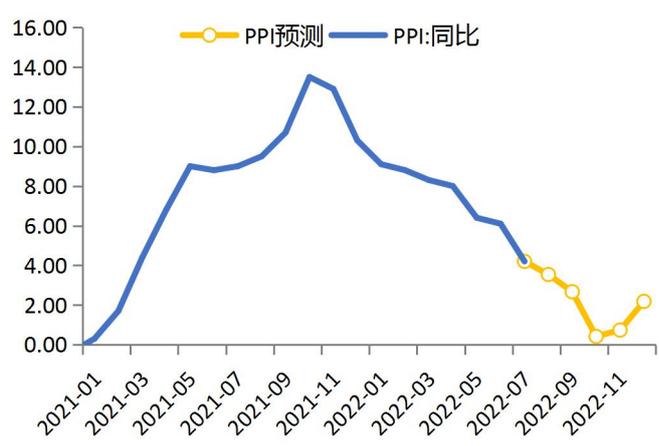
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 宏观需求走弱主导工业品价格走势 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 下半年 PPI 回落速度加快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

● 7 月社融信贷降幅超预期，经济复苏斜率趋弱

央行公布 2022 年 7 月金融数据：（1）新增人民币贷款 6790 亿元，市场预期 11500 亿元，前值 28100 亿元。（2）社会融资规模 7561 亿元，市场预期 13880 亿元，前值 51733 亿元。（3）M2 同比 12.0%，市场预期 11.6%，前值 11.4%；M1 同比 6.7%，前值 5.8%。

7 月社融信贷降幅超预期，融资总量结构双弱。7 月社融信贷较上月大幅下滑并明

显不及预期，继6月短期积压需求释放后，7月融资需求仍在回落，尽管此前票据利率低位下已存在融资需求疲弱预期，但7月降幅仍超市场预期，居民中长贷、企业中长期贷款和企业债券融资拖累社融，票据冲量与中长期贷款疲软显示融资结构也不佳。

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。当前地产端核心矛盾仍是居民和房企预期走弱，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力。

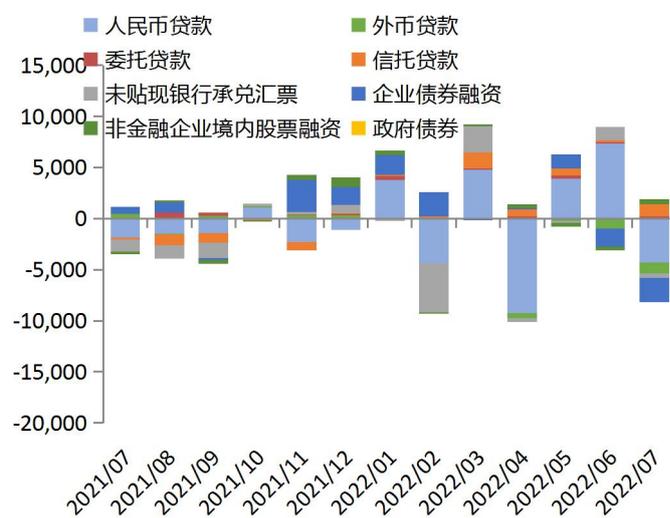
当前国内经济弱复苏区间不变，微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾，而地产风险和疫情反弹也压低经济修复的斜率。制造业PMI再度跌入收缩区间、核心通胀低位回落、以及社融信贷降幅超预期，均指向总需求的偏弱格局，经济修复尚需巩固下货币并不具备收紧的基础，兼顾三重平衡下结构性政策仍是主角，预计后续资金面收敛而不收紧，5年期LPR仍有调降的必要性和空间。

图 11：社融增速小幅回落（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：社融分项当月同比增量（亿）



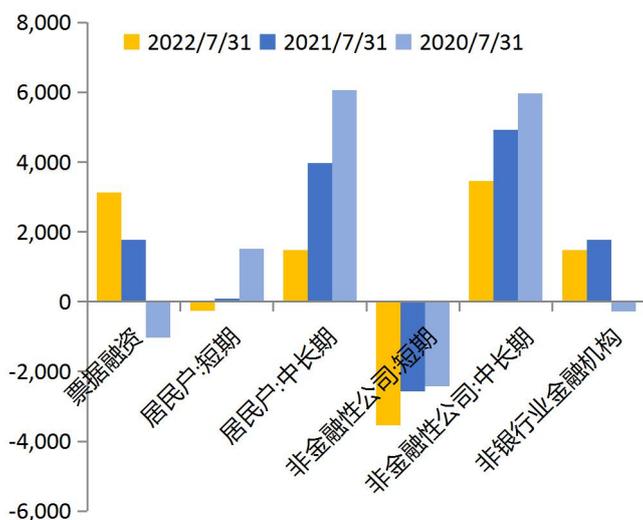
资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 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 |

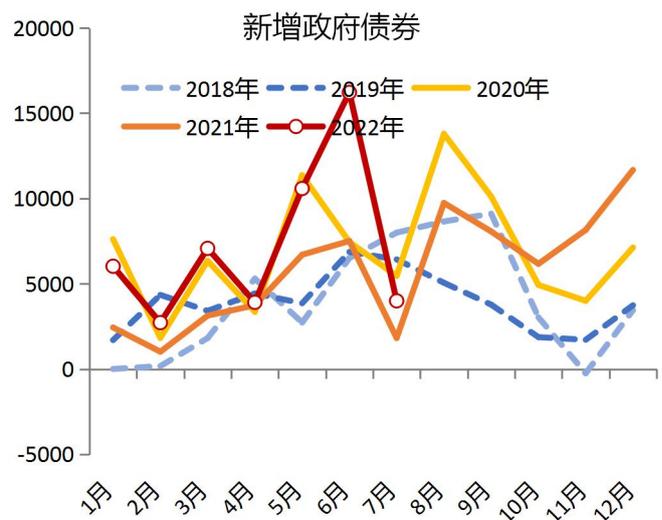
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 居民和企业部门降杠杆 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 政府债融资回落 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

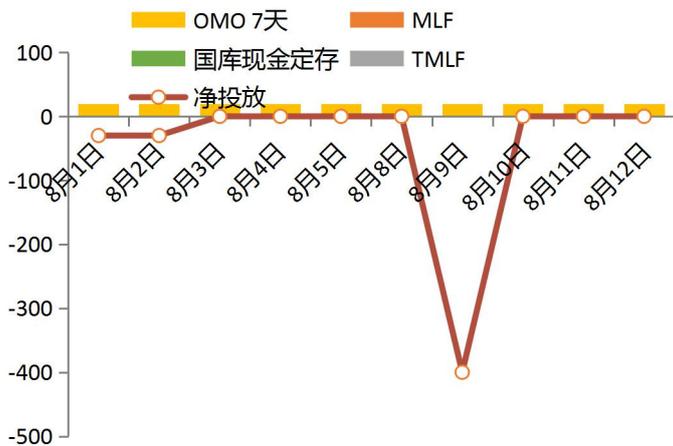
- **货币政策兼顾三重平衡，资金面收敛而不收紧**

8月10日，央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》，报告基本延续7月国常会和政治局会议的政策定调，明确国内经济趋势向好但基础尚需稳固，稳增长目标弱化，而对通胀和外部平衡关注度明显抬升。下一阶段将加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有利、更高质量的支持。

资金面持续宽松下央行维持低量操作，加杠杆热情仍在高位，市场情绪有所波动。央行周内维持每日20亿元逆回购操作，累计进行100亿元逆回购操作，周内共有100亿元逆回购和400亿元国库现金定存到期，因此实现全口径净回笼400亿元。资金面持续宽松下机构加杠杆情绪升温，市场担忧监管或对杠杆交易有所加码，资金情绪谨慎，资金面小幅收敛，隔夜利率接近1%后再难下破。而随着二季度货币政策执行报告未提金融杠杆风险，市场对于杠杆交易监管加码的忧虑有所减弱，市场情绪趋稳，银行间市场周四资金面止住小幅收敛势头，隔夜和七天回购利率双双回落。

经济修复尚不稳固下货币不具备大幅收紧基础，但央行对通胀和外部平衡关注度抬升，多目标平衡压力下货币政策期待空间减弱。我们认为，当前核心通胀低迷意味需求端仍然偏弱，就业压力仍大，房地产风波和疫情反弹压低经济修复斜率，稳经济仍需要加大政策配合，货币政策仍不具备大幅收紧的基础。但二季度货币政策执行报告对通胀和外部平衡的关注度也在抬升，央行多目标平衡压力在加大，在延续3月以来一贯的“加大稳健货币政策实施力度”总基调外，此次报告新增“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”三大平衡。内外约束下货币政策期待空间减弱，降准降息概率不高，预计结构性政策仍是主角，政策更侧重加大对实体的信贷支持，房地产需求侧政策放松下5年期LPR单边调降具有一定紧迫和必要性。资金总量充裕下周MLF续作可能缩量，但对当前极度充裕的流动性影响可能有限，后续资金面收敛而不收紧。

图 16: 央行公开市场操作新常态 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: DR007 偏离程度加大, 资金极度宽松 (%)



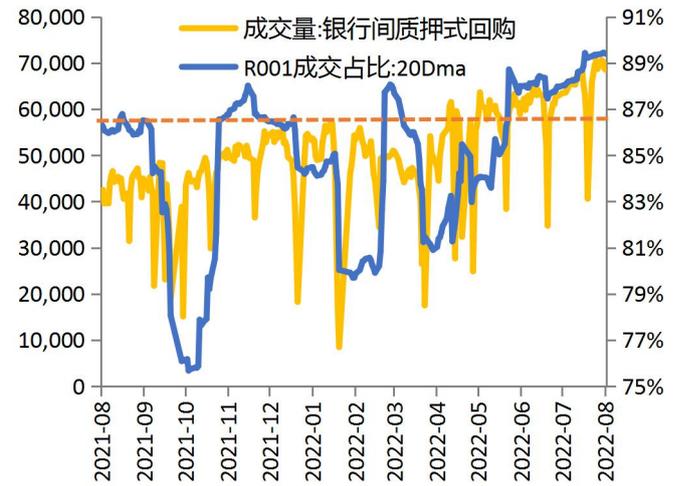
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 监管担忧下资金面预期有所谨慎 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 市场加杠杆热情高涨 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

● 三亚疫情仍在上升期, 疫情动态仍扰动经济修复斜率

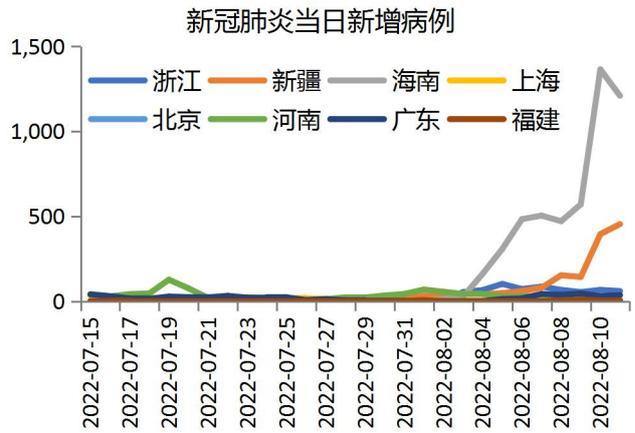
在国内当前常态化核酸的新疫情防控模式下, 奥米克戎变异毒株的高隐匿性和传播性的特点仍加大疫情防控难度, 较高的局部封控频次仍对消费场景和供应链形成较大影响。8月以来国内疫情再度呈现回升态势, 日度新增确诊回升至2000例左右, 主因三亚疫情的爆发, 当前海南新增确诊仍在上升期, 而义乌也于8月11日凌晨12点起宣布正式封城, 疫情动态仍扰动经济修复斜率。

图 20: 全国当日新增确诊 (例)



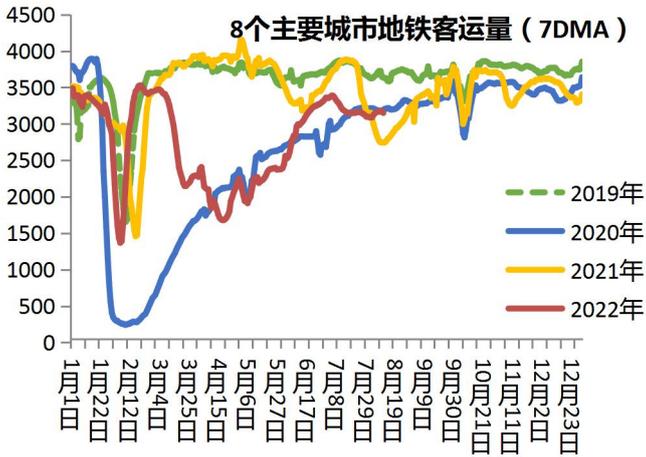
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 主要城市当日新增确诊 (例)



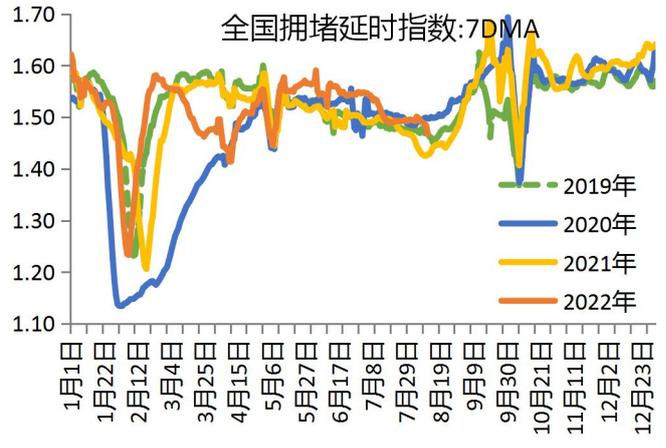
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 8 个主要城市地铁客运量 (万人次)



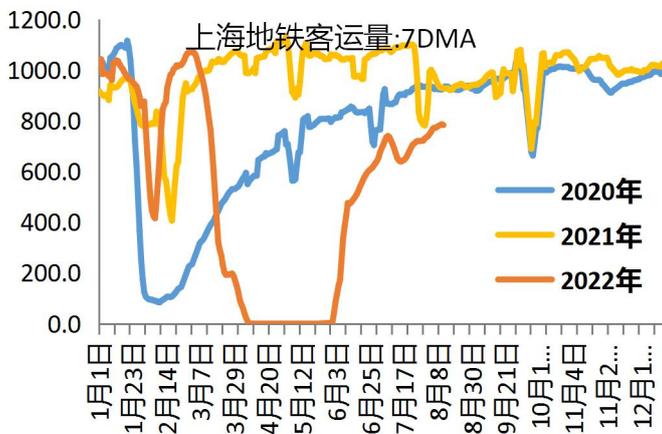
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 全国拥堵延时指数



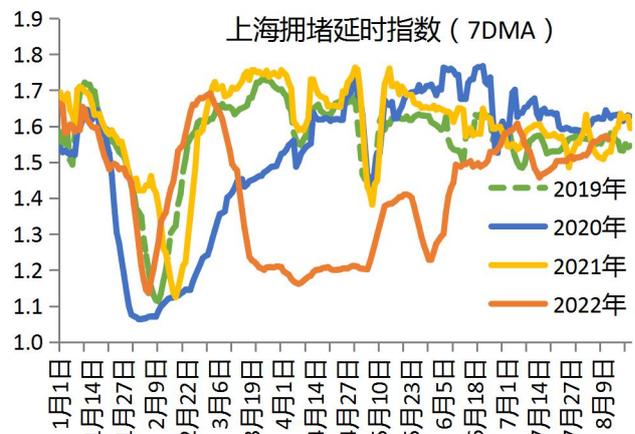
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 上海地铁客运量 (万人次)



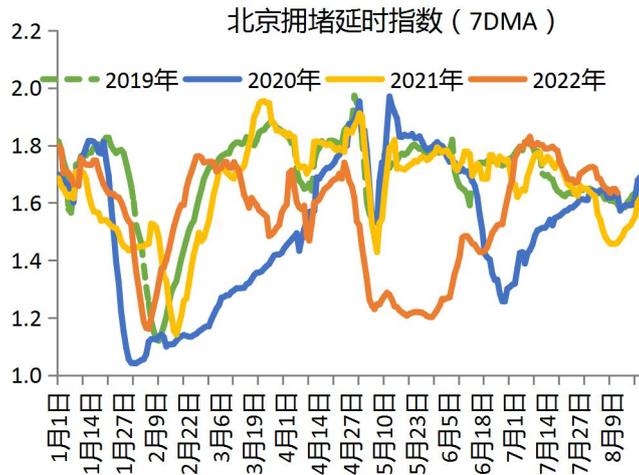
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 上海拥堵延时指数



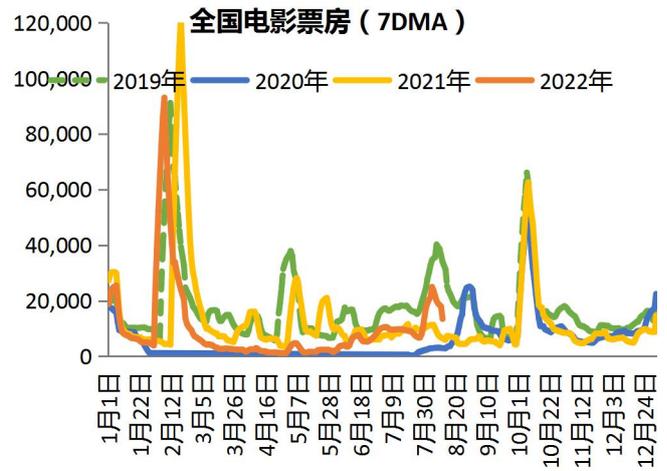
资料来源: Wind, 优财研究院

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)



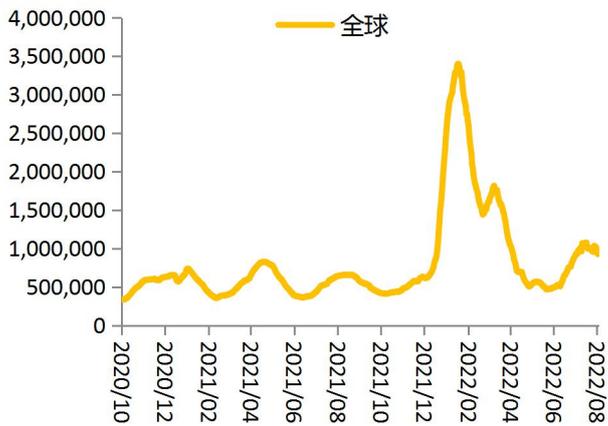
资料来源: Wind, 优财研究院

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，市场预期美联储加息步伐放缓，但核心CPI粘性仍强，货币政策紧缩窗口持续。美国7月CPI放缓至8.5%，能源项的负增长抵消了食品项和住宅项的增长，低于市场预期，但美国核心CPI粘性仍强，预计三季度美国通胀或仍处于磨顶过程。

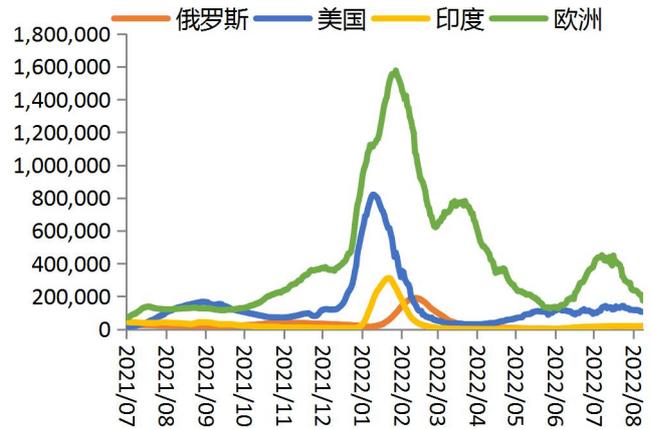
7月低于市场预期的通胀数据有望使得美联储加息步伐放缓，市场预期9月加息幅度从75bp降至50bp，但9月加息幅度仍取决于更多数据，短期市场情绪有所回暖后，美股在8月CPI数据公布前或维持震荡反弹，但后续仍取决于美联储货币政策何时转向。

图 28: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



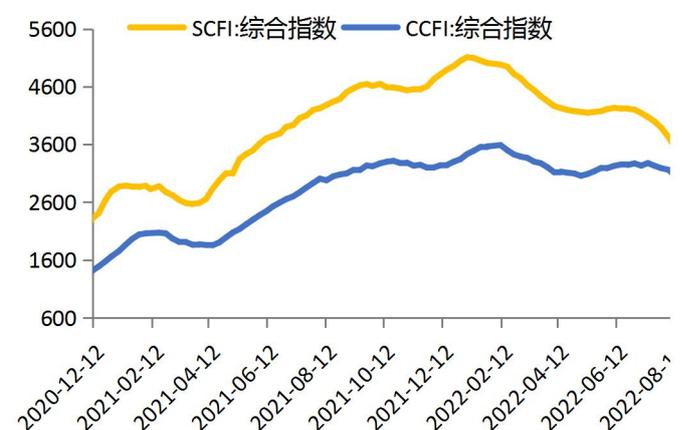
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 美债实际收益率 VS 黄金



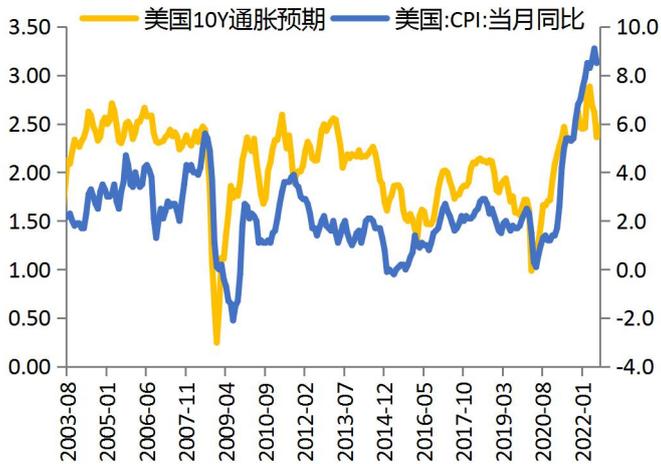
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 通胀预期 VS CPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 美债收益率 (%)

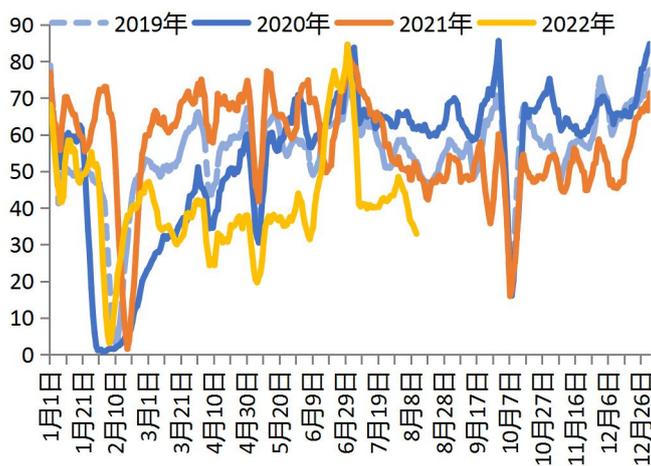


资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

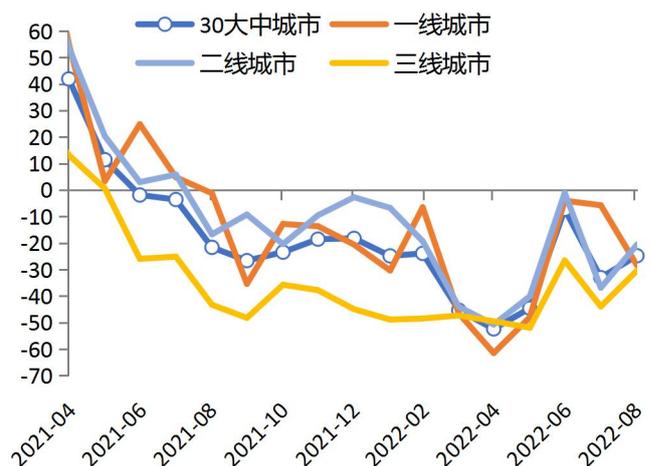
1. 需求: 商品房销售再度回落, 居民信心修复仍难

图 36: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



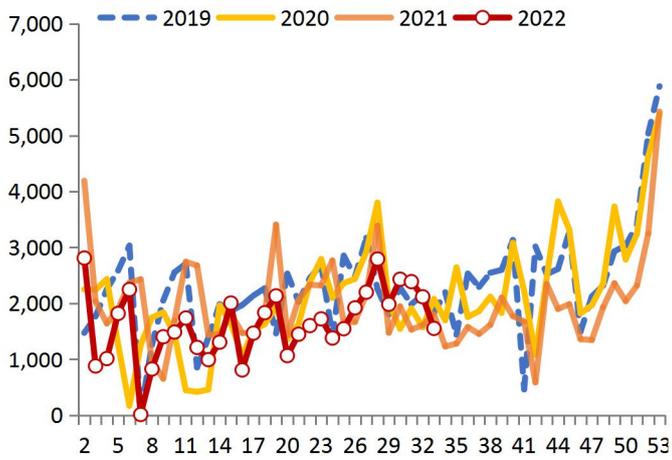
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 30 城商品房成交面积同比 (%)



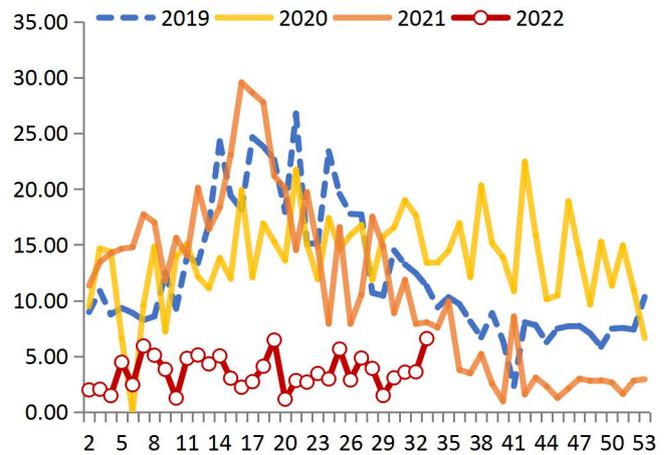
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

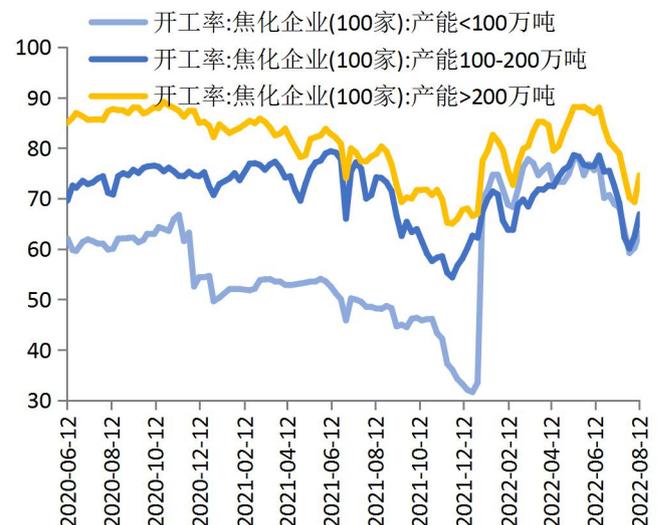
2. 生产: 上游开工率小幅回升, 基建产业链偏强

图 40: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 焦化企业开工率 (%)



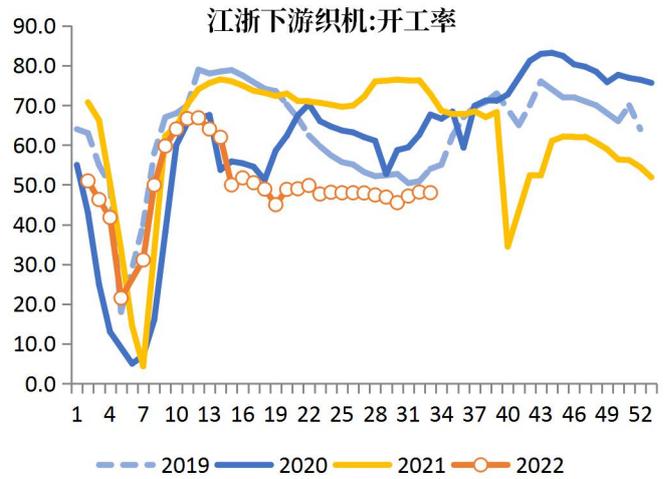
资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



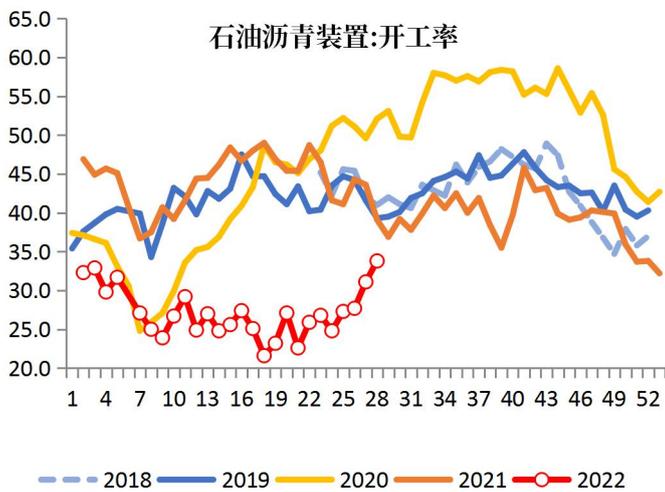
资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 江浙下游织机开工率 (%)



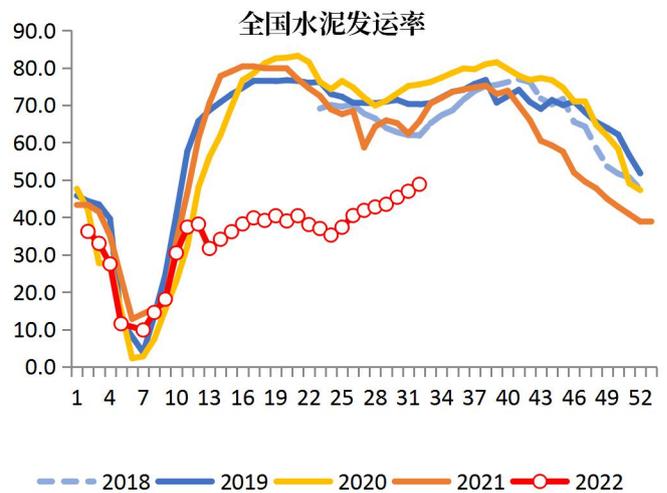
资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

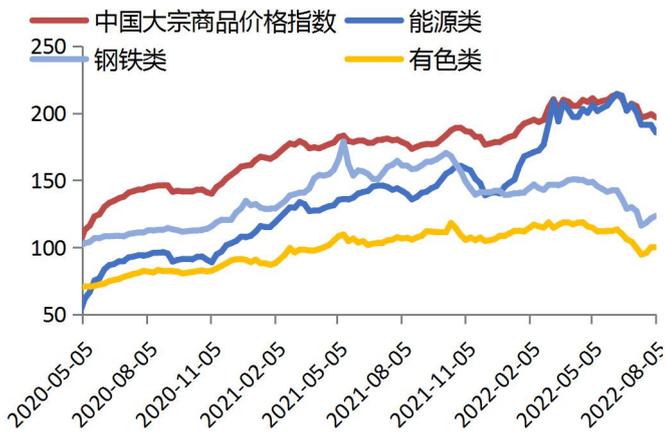
图 45: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

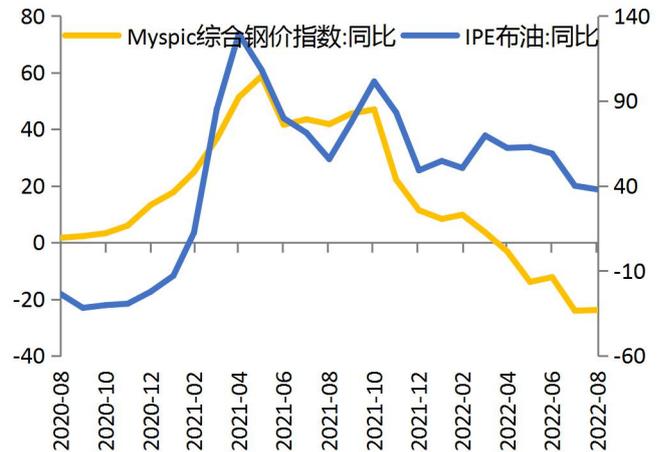
3. 工业品价格：美国 7 月 CPI 低于预期下美联储加息步伐有望放缓，市场情绪改善下大宗商品低位略有反弹

图 46：大宗商品价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 47：钢价指数&布油同比 (%)



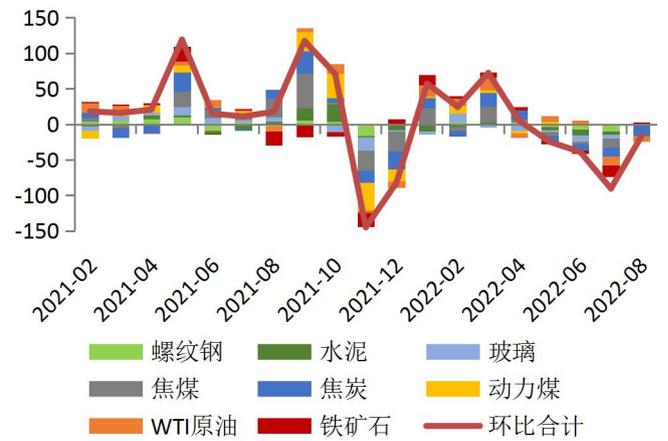
资料来源：Wind，优财研究院

图 48：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

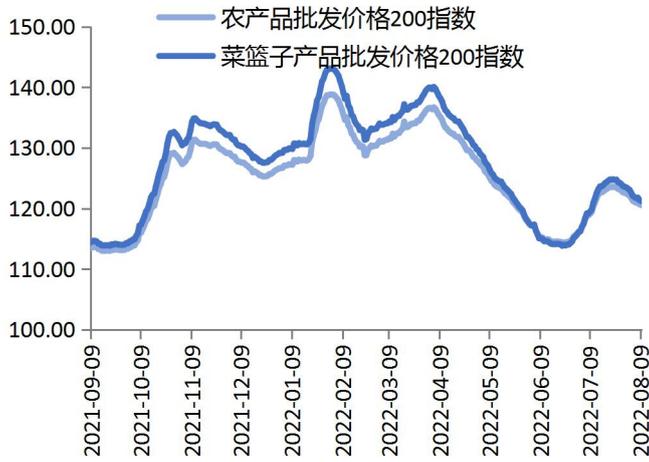
图 49：工业品价格月度环比 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

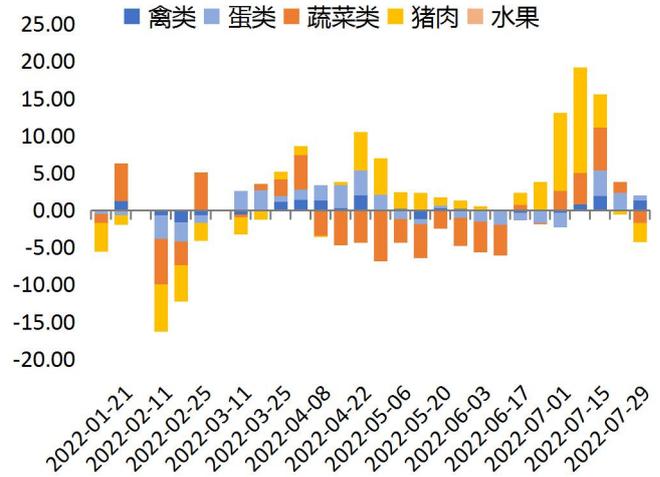
4. 通胀：农产品价格指数延续回落，猪肉价格近期承压

图 50：农产品批发价格 200 指数



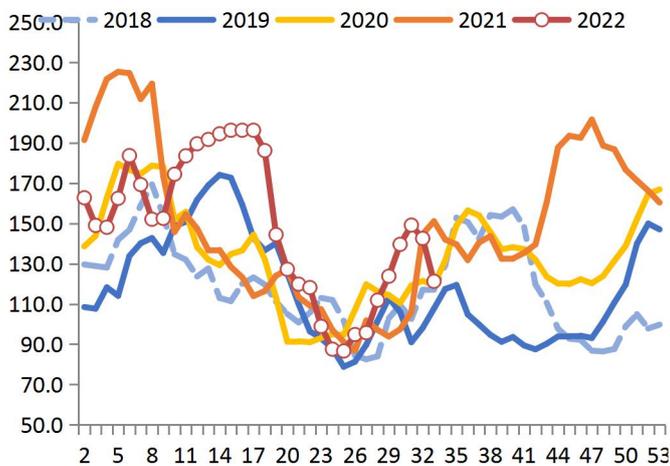
资料来源：Wind，优财研究院

图 51：食用农产品价格指数:周环比 (%)



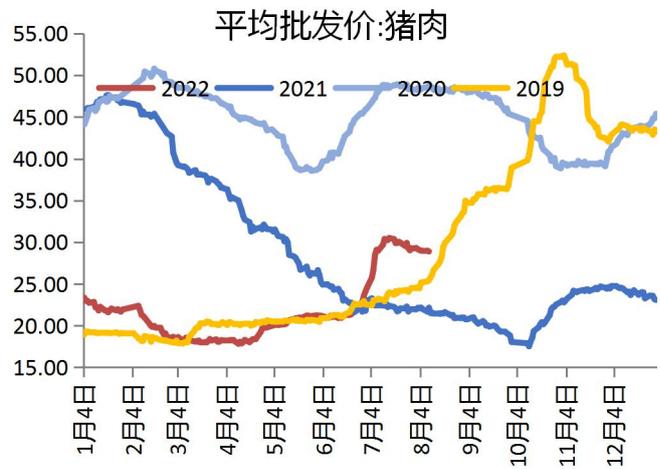
资料来源：Wind，优财研究院

图 52：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 53：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/>