

国内的宽与国外的紧

核心观点:

7月的经济数据让决策层和市场都发现经济的底子弱于预期，因而有了市场的偏弱运行和政策端的增量政策。进入8月后，我们从高频数据看到经济疲弱的底子依然没有改变，因此不能对8月的经济数据给予过高期待。但是伴随着高温天气的过去，以及政策执行端有效落实，我们预计9月经济将有一定程度的改善。但近期疫情再次扩散，加之大会即将召开，防疫措施更加严格，恐令复苏斜率有待商榷。

2、国外，杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔鹰派讲话令市场对货币政策的紧缩预期持续升温，市场开始更多地对9月加息75BP进行定价。但从降息条件以及将保持限制性措施多久的问题上，我们认为当前市场对于美联储鹰派的决心依然有所低估。能源危机发酵叠加高温侵袭，促使欧洲经济更快向衰退迈进，市场多数预期欧元区将在今年四季度或者明年一季度正式进入衰退。

风险提示：疫情不确定性 海外通胀演变

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

一、 国内的宽与国外的紧	3
1. 国内：预期转弱，政策发力	3
2. 国外：鹰派再次占据上风	11
免责声明	15

一、国内的宽与国外的紧

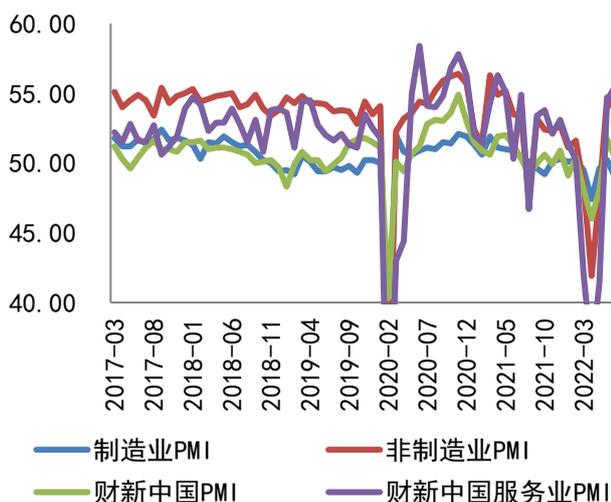
1. 国内：预期转弱，政策发力

经济数据全线转弱

7月经济数据全线转弱，市场预期复苏斜率进一步降低。

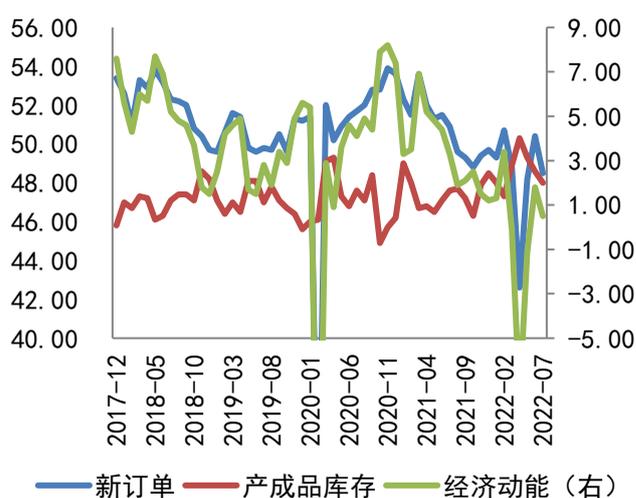
先是制造业 PMI 再次掉落至 50 以下，仅录得 49，环比走低 1.2 个百分点。新订单和产出指数均回落至荣枯线以下，分别下降 1.9 和 3 个百分点。新订单-库存指数再次拐头向下，预示经济动能弱化。高温限制施工、疫情再度散点爆发以及停贷风波对地产行业的影响均令 7 月经济蒙上阴影。

图 1.1：PMI 重回跌势（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2：经济动能转弱（%）



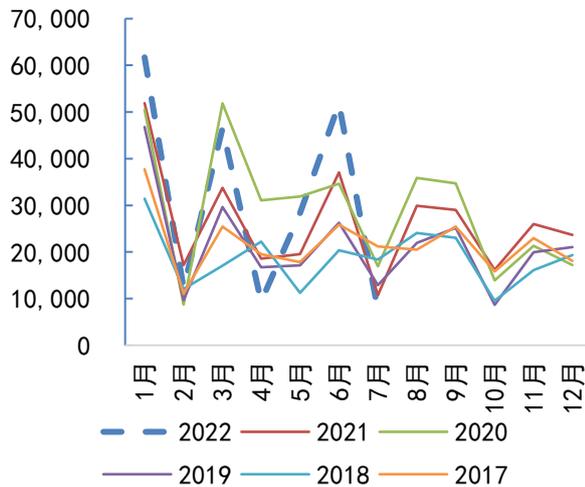
数据来源：Wind 南华研究

PMI 打了头阵后，社融数据的出台则让整体悲观氛围更加浓重。7 月，新增社融 7561 亿，远低于上月，也明显不及预期的 13500 亿，季节性上看也是过去 5 年最低值。结构上看，政府债券撑起半边天，尽管专项债已在 6 月发行完毕，但在国债支撑下，在其他项表现较差的情况下，政府债券占比还是远高于以往。未贴现银行承兑汇票和外币贷款成为主要的拖累项，企业债券发行规模也较以往大幅减少。

人民币贷款跟社融表现类似，不及预期的 11250 亿，远低于上月，季节性上看也是过去 5 年最低值。中长期贷款占比还成，但绝对值低。短期贷款大量归还。票据融资再次大幅上升，凸显实体融资需求不足。

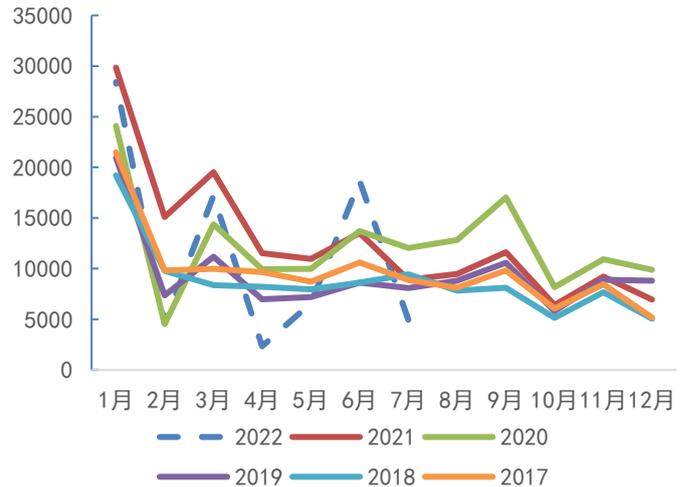
M0 同比继续上升，预防性需求上升，持币需求依然强烈，整体仍处于有钱也不敢花的状态。M2 同比为 12%，较 6 月上升 0.6 个百分点，但社融存量同比增速下降 0.1 个百分点至 10.7%，表明市场上的资金充裕，但多停留在金融体系，实体需求偏弱。

图 1.3: 新增社融季节性 (亿元)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.4: 新增中长期人民币贷款季节性 (亿元)

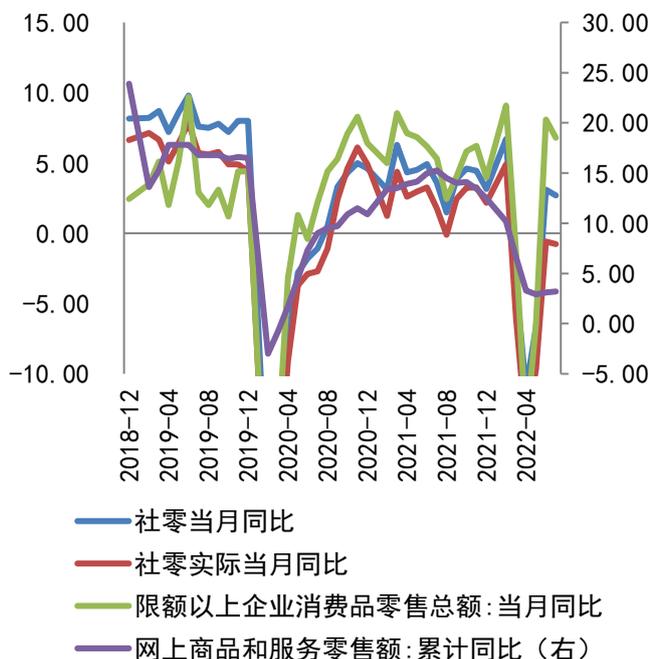


数据来源: Wind 南华研究

8月15日,7月经济数据公布,除调查失业率略低于预期外,消费、投资、工业增加值等数据均大幅低于预期。经历过四五月的疫情封锁后,消费虽然有所恢复,但可以看到消费下台阶现象较为明显。疫情前,国内社零同比增速约在8.5%附近,2021年复合增速约在4%附近,而如今,疫情过后的6月和7月,社零同比仅为3%左右,一定程度上表明消费增速再下台阶。假如我们观察社零实际增速,会发现这种下台阶的现象更加明显,2018-2019年,实际社零增速约为6.3%,2021年两年复合增速为2.5%,6、7月则仍为负增长。在疫情影响下,线下消费场景受限,但我们可以观察到,即使6、7月份疫情相对好转,网上商品和服务零售额累计同比也没有明显的改善痕迹,表明这种消费的下台阶很可能是内因导致,譬如收入增速下降,失业率较高,边际消费倾向向下移等等,而不是疫情等外因导致。

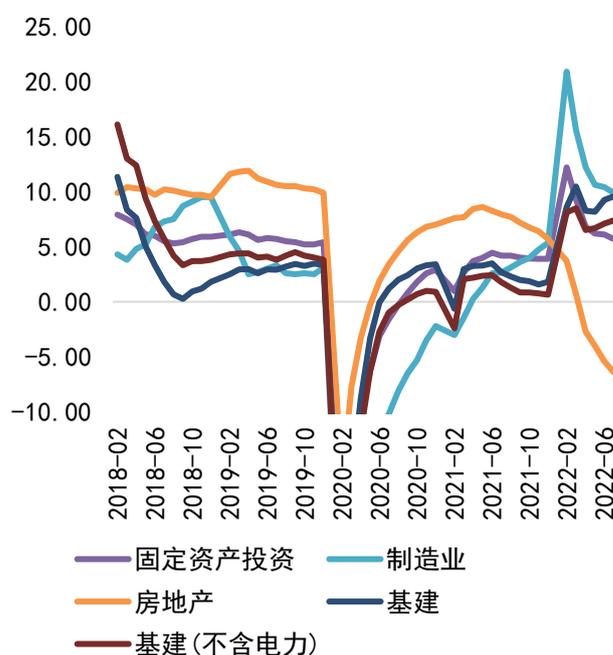
投资端,基建仍在不断发力,但力量太弱,不足以支撑起整个投资项。整体投资在地产以及制造业的拖累下,持续下行。其实每一轮经济的下限基本由消费决定,但每一轮经济的高点则通常由房地产带动。7月的数据说明目前消费可能往下又迈了一小步,而房地产则直接拉跨,相当于地基塌了点,但上方仍然没有人来拉。目前市场对于经济的复苏斜率期待再一次降低。

图 1.5: 消费走弱 (2021 年为两年复合增速, %)



数据来源: Wind 南华研究

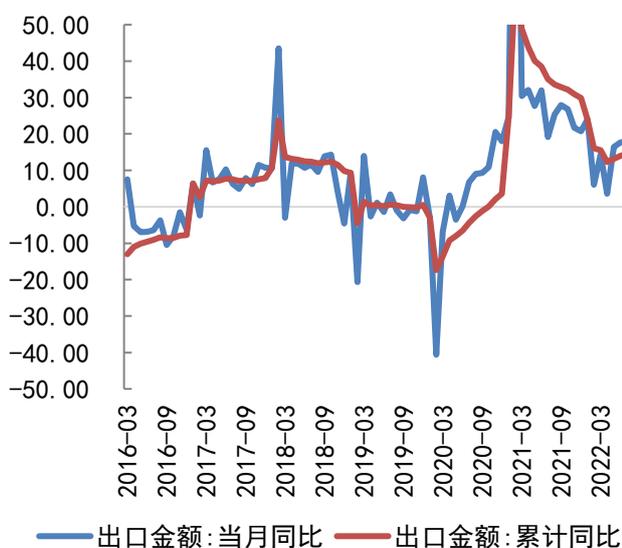
图 1.6: 投资分化 (2021 年为两年复合增速, %)



数据来源: Wind 南华研究

出口是唯一的亮点。7 月我国出口同比上升 18%，较 6 月再次上升 0.3 个百分点。欧洲能源危机下，电力成本陡然上升，生产成本猛增，必将削弱出口国的产品竞争力，与此同时也会对我们的能源类产品需求上升，有利于我国出口在全球需求放缓的大背景下相对保持韧性。

图 1.7: 出口超预期 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.8: 欧洲天然气价格大幅上涨 (EUR/MWh)

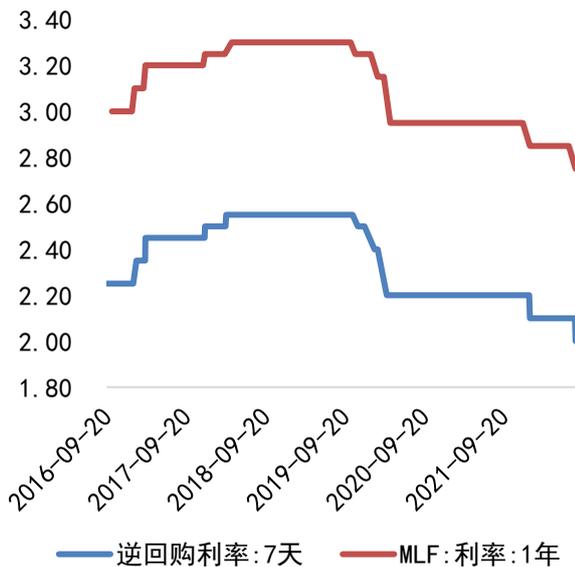


数据来源: Bloomberg 南华研究

政策再次发力

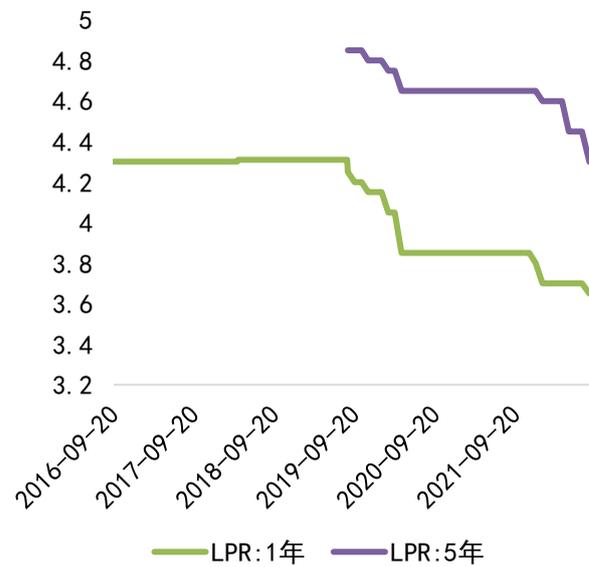
在金融和经济数据冲击下，经济内生虚弱体质表露无疑。8月15日，预期之外，情理之中，央行再次下调OMO和MLF利率各10BP，时隔7个月再次下调政策利率。20日，作为降息链的最后一环，LPR端落地，其中5年期降15bp，1年期降5bp。央行最终采取非对称性降息主要还是想要在需求端提振房地产。同时也表明目前通胀和外围风险不是央行重点考虑因素，稳增长才是主要诉求。

图 1.9: OMO 和 MLF 意外降息 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.10: LPR (5 年) 降幅更大 (%)



数据来源: Wind 南华研究

继6月留底退税大部分完成，专项债基本发行完毕后，一定程度上看，财政端属于政策空窗期。8月24日国常会再推出19项接续政策，明确后续地方可依法使用5000多亿元专项债结存限额，并于10月底发行完毕。此外，会议还提出在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，再核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。

之前预计专项债留存限额空间大约为1.5万亿，6月国常会提到后，市场一直在等待这部分资金落地，如今算是一部分落地，总额是及不及预期的。但3000亿政策性开发性金融工具明确指向基建，对交通、能源、水利等基础设施行业形成利好。

此外，会议明确国务院即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组，将地方稳经济工作纳入督查和服务范围，推动政策落实。目前，基建端大量资金投放，但实物工作量不及预期，一定程度上与具体落实时的程序审批流程过长、缺乏项目本金以及城投公司没法发力有关。政策性金融债可充当项目资金本，大督查组可监督落实情况，预期将改善前期实物工作量不足问题，助力稳经济大任。

高频数据看经济趋势变化

从高频数据上来看，8月经济整体改善幅度不能期待太高。

尽管日均耗煤量走高，但这很可能与今年超常规的高温天气，以及四川、重庆地区降雨量减少导致水电不足有关，7月城乡居民生活用电量当月同比26.95%，较6月提高了9.07个百分点，8月预期仍将保持高位增长，因此日均耗煤量走高并不指向工业生产用电量走高。

8月高炉开工率上升1.79个百分点至54.96%，焦化企业开工率中，中高产能（介于100万和200万之间，大于200万）略有走高，但低产能企业则明显走低。江浙织机PTA产业链负荷率降低2.07个百分点至49.79%。山东地炼（常减压装置）开工率环比大幅回落¹，较7月下降近5个百分点至63.73%。石油沥青装置开工率则上升2个百分点至37%。半钢胎开工率较7月总体下滑较为明显，但全钢胎则基本持平。总体指向经济依然低迷，但基建表现将提升。

地产端并没有明显起色。30大中城市日均成交面积不及7月水平，依然低位运行。一、二、三线城市均较7月有所回落。100大中城市成交土地规划建筑面积也在走低。汽车行业整体景气度较高，但是回落趋势较为明显。

伴随着国务院督查组进驻地方，8月底票据利率低位回升，预示信贷需求略有改善。

图 1.11：六大港口日均耗煤量季节性（7天移动平均）



数据来源：iFind 南华研究

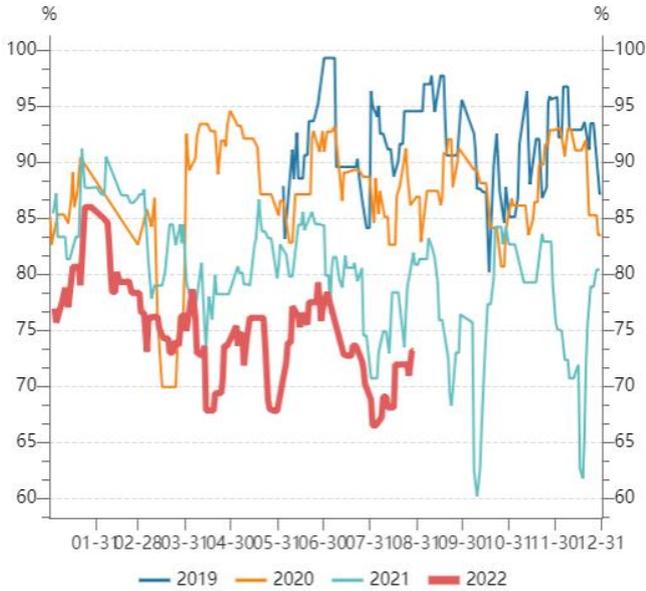
图 1.12：高炉开工率季节性



数据来源：iFind 南华研究

¹ 与行业监管查税有关

图 1.13: PTA 负荷率



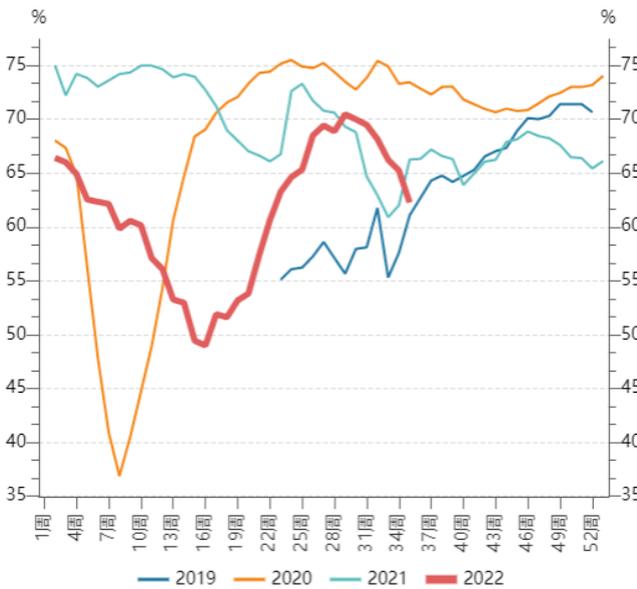
数据来源: Wind 南华研究

图 1.14: 中高产能焦化企业开工率微走高 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.15: 山东地炼开工率环比下滑明显



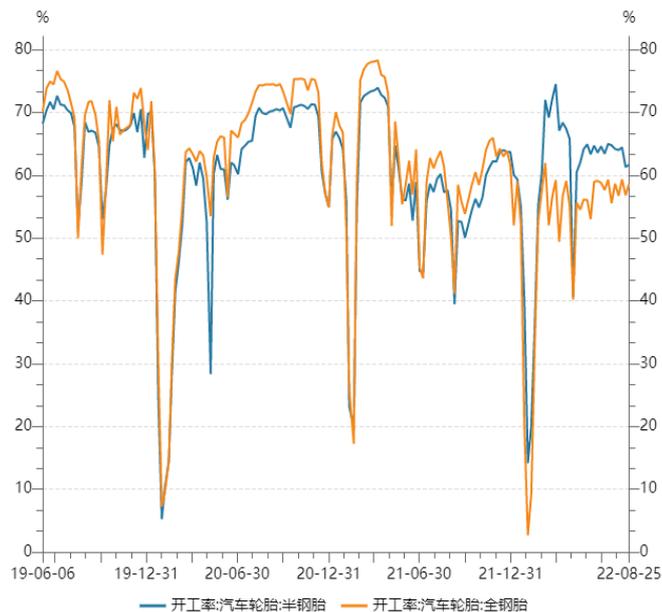
数据来源: Wind 南华研究

图 1.16: 石油沥青装置开工率上升



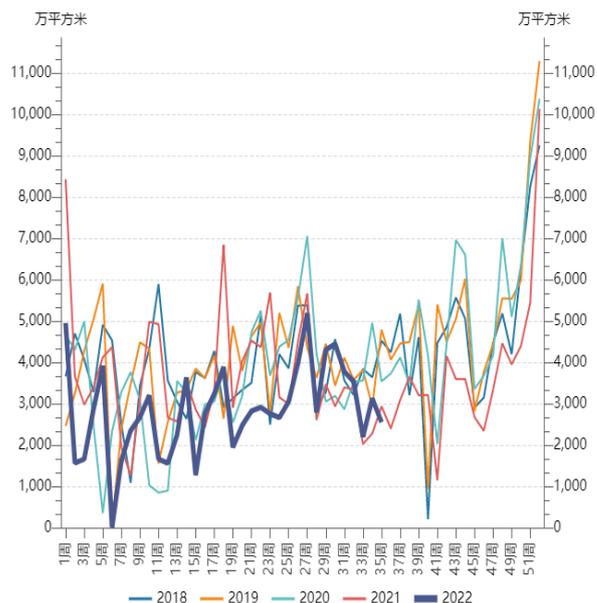
数据来源: Wind 南华研究

图 1.17: 半钢胎开工率下滑, 全钢胎持平



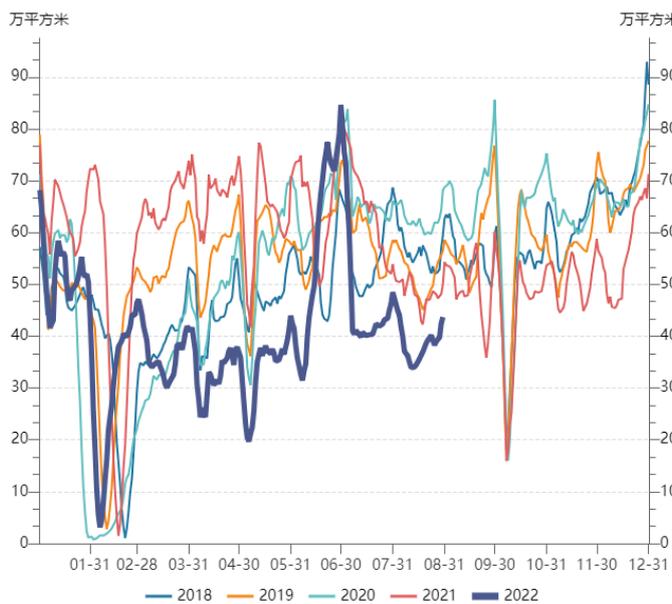
数据来源: Wind 南华研究

图 1.18: 100 大中城市成交土地规划建筑面积



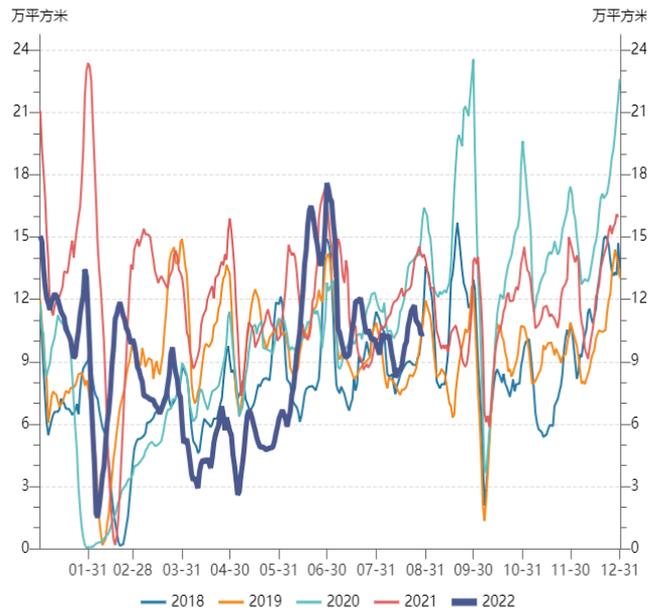
数据来源: Wind 南华研究

图 1.19: 30 大中城市商品房成交面积季节性 (7DMA)



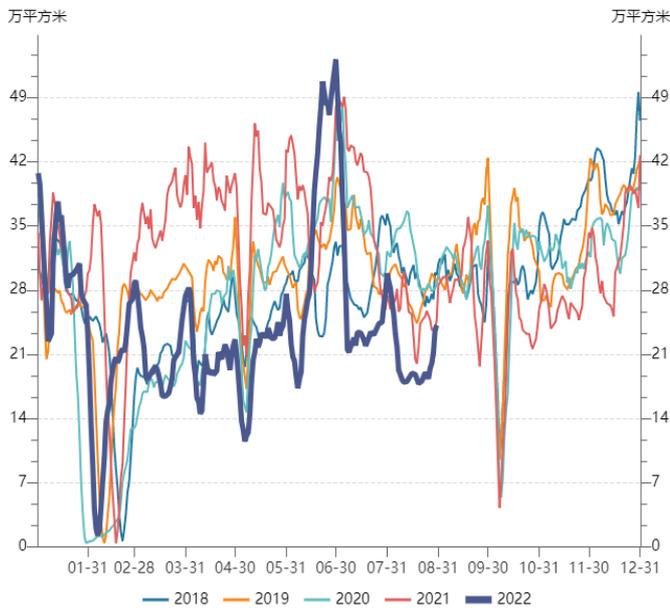
数据来源: Wind 南华研究

图 1.20: 一线城市商品房成交面积季节性 (7DMA)



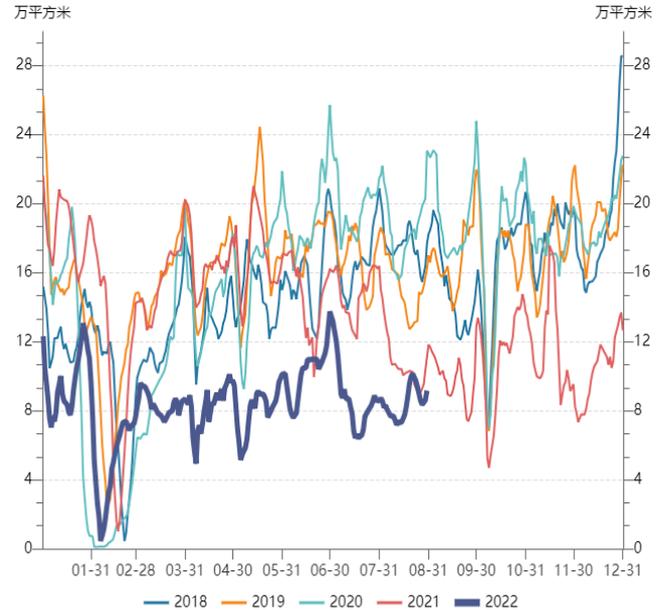
数据来源: Wind 南华研究

图 1.21：二线城市商品房成交面积季节性（7DMA）



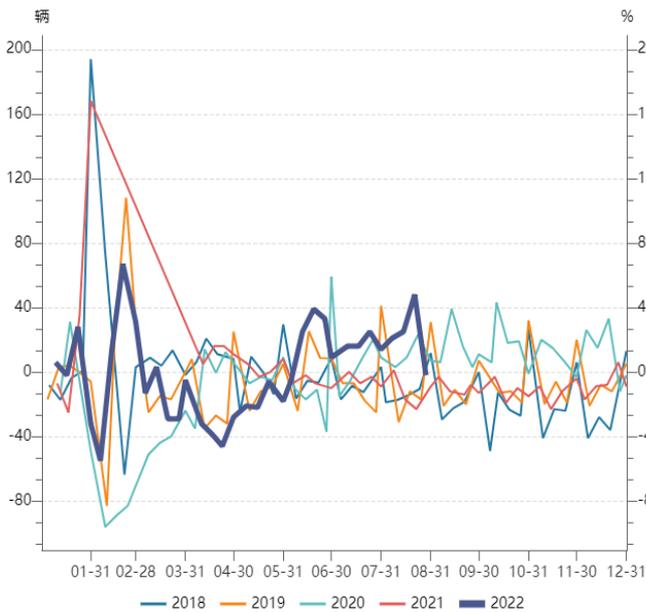
数据来源：Wind 南华研究

图 1.22：三线城市商品房成交面积季节性（7DMA）



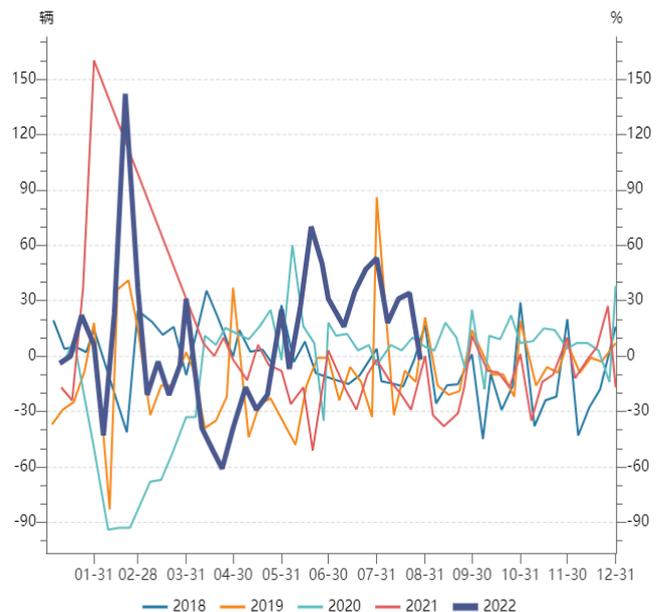
数据来源：Wind 南华研究

图 1.23：零售乘用车日均销量同比走低但绝对值仍高



数据来源：Wind 南华研究

图 1.24：批发乘用车日均销量同比走低但绝对值仍高



数据来源：Wind 南华研究

总体来看，7月的经济数据让决策层和市场都发现经济的底子弱于预期，因而有了市场的偏弱运行和政策端的增量政策。进入8月后，我们从高频数据看到经济疲弱的底子依然没有改变，因此不能对8月的经济数据给予过高期待。但是伴随着高温天气的过去，以及政策执行端有效落实，我们预计9月经济将有一定程度的改善。

当前，无论是市场还是整体经济体的核心矛盾依然聚焦在地产端。虽然8月保交楼政策又有新举措，但从高频数据来看，问题依然没有改善，最重要的内源性融资——销售端依然表现不佳。8月民企债券融资仅32亿元，为2019年2月以来最低水平，表明从资金链条看，内源性融资与外源性融资均表现不佳，本轮地产特有的核心问题依然没有改善。

2. 国外：鹰派再次占据上风

8月底，在一年一度的杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔就美国通胀形势及货币政策发表讲话。这次，鲍威尔的发言与之前美联储官员的讲话立场一致，即FOMC的重中之重任务是将通胀降低至2%的目标水平，在达成这一目标的过程中，经济增长放缓、就业市场走弱都是可能的，但这些是必须承受的代价。虽然7月通胀较6月回落，但单月数据不足以令人信服。9月会议决定依然取决于经济数据。恢复物价稳定还需要一段时间内将利率保持在限制性水平上，历史的经验是过早放松政策将产生更不利的情形。

可以说自鲍威尔讲话后，货币政策紧缩预期升温，尽管联储官员纷纷表示将根据经济数据和前景来做出决定，但我们看到市场开始更多地对9月加息75BP进行定价。

关于美联储加息，短期内不仅要关注9月加息幅度，中长期还得看加息进程。目前整个加息过程的大致模样其实已经有了描绘，就是先将利率提高至一个限制性水平，然后在该利率水平上保持一段时间，等到达到一定条件后再开始降息。

第一个问题在于这个限制性水平是多少？美联储官员是有分歧的，有的说是略高于3.5%，有的则是3.75%-4%之间，也有的说是略高于4%。目前来看略高于4%是最为鹰派的。当前联邦基金利率期货隐含利率最高已升至接近4%的水平，算是在美联储官员的预期内。

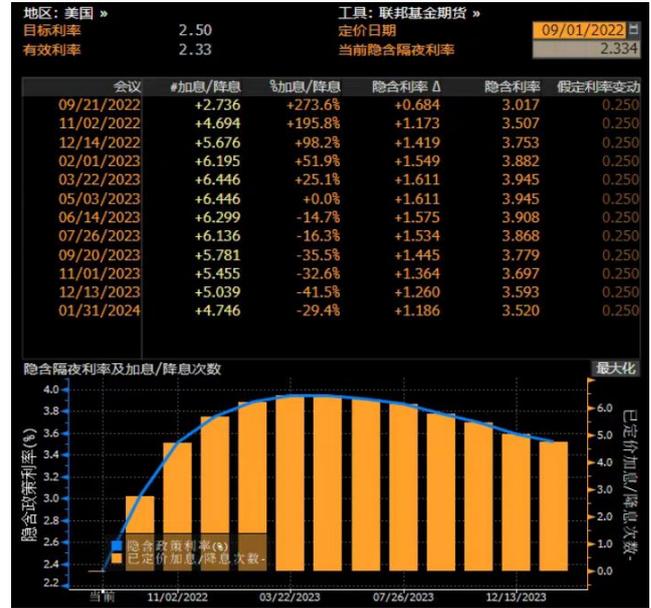
第二个问题在于降息条件，其实跟在限制性利率水平上能保持多久是一个问题，达到降息条件了，自然也就结束最高的那条利率横线了。之前梅斯特有表示利率达到2%左右可以触发降息，如今纽约联储主席威廉姆斯又称通胀仍然过高，需要几年才能恢复到2%的通胀率。如果结合起来看，基本意味着明年美联储将继续维持限制性水平，不太存在降息的可能，因此从这个角度来看，当前市场对于美联储鹰派的决心依然有所低估。

图 2.1：8 月 25 日市场预期 FED 加息路径



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 2.2：9 月 1 日市场预期 FED 加息路径



数据来源：Bloomberg 南华研究

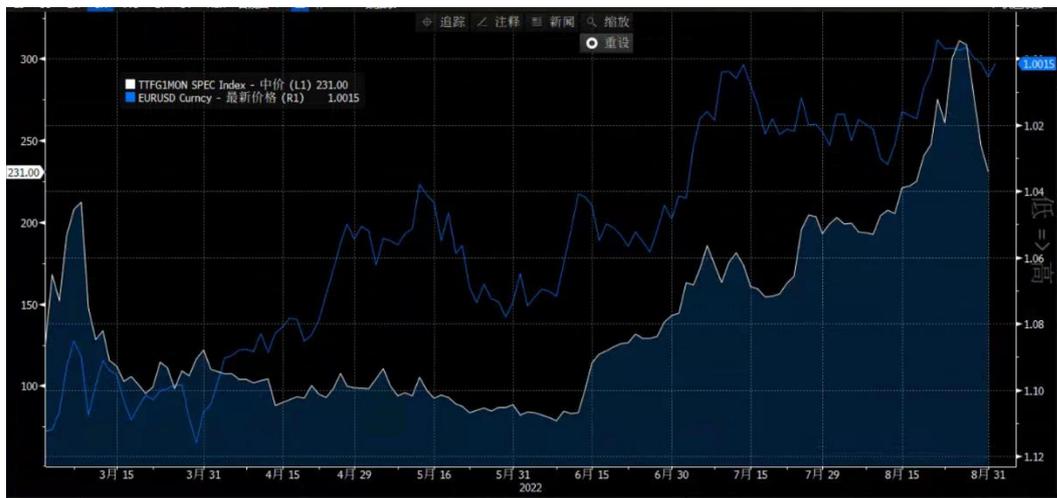
表 2.2.1：近一周内美联储官员讲话

人物	身份	内容
威廉姆斯	纽约联储主席、FOMC 常任票委	美联储需要在一段时间内将利率保持在限制性区域内，可能略高于 3.5%，并且持续到 2023 年。通胀仍然过高，需要几年才能恢复到 2% 的通胀率。
巴尔金	里士满联储主席、2024 年 FOMC 票委	美联储关注的是降低通胀，而不是劳动力市场，重点是把利率控制在限制性范围内，必须使实际利率高于零。
梅斯特	克利夫兰联储主席、2022 年 FOMC 票委	利率要在明年早些时候略高于 4%，并在明年保持该水平直到通胀回到 2%。

资料来源：新闻网站 南华研究

8 月欧元区的经济形势备受关注。能源危机担忧再次上升，促使欧元跌破平价，后又在欧盟考虑让天然气与电价脱钩、天然气储气量提前一个月达到总容量 80% 的消息中天然气价格大幅回落，助力欧元回升至平价附近。

图 2.3：欧元与天然气价格走势

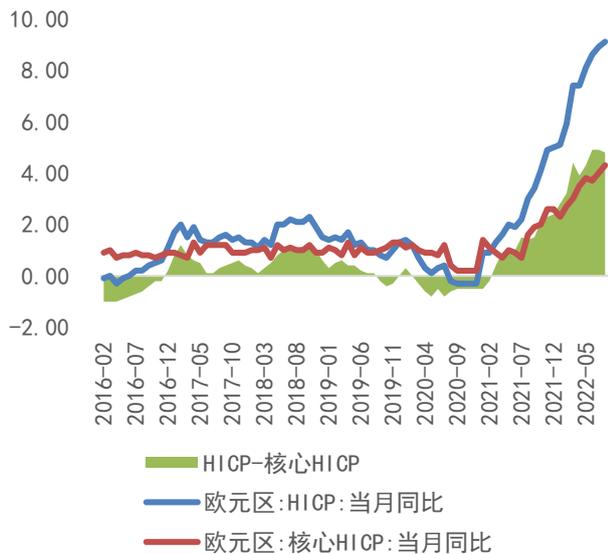


资料来源：Bloomberg 南华研究

欧洲通胀同样引人关注。7月欧元区调和CPI升至9.1%，高于市场预期的9%，再创历史新高。受通胀高企影响，欧央行预计将加快紧缩步伐，不少欧央行官员讲话中都体现了抗通胀的决心，如奥地利央行行长 Robert Holzmann 表示即使衰退风险上升也不应放弃抗通胀。根据隔夜指数掉期期货显示，目前市场正逐步定价9月欧央行加息75BP。

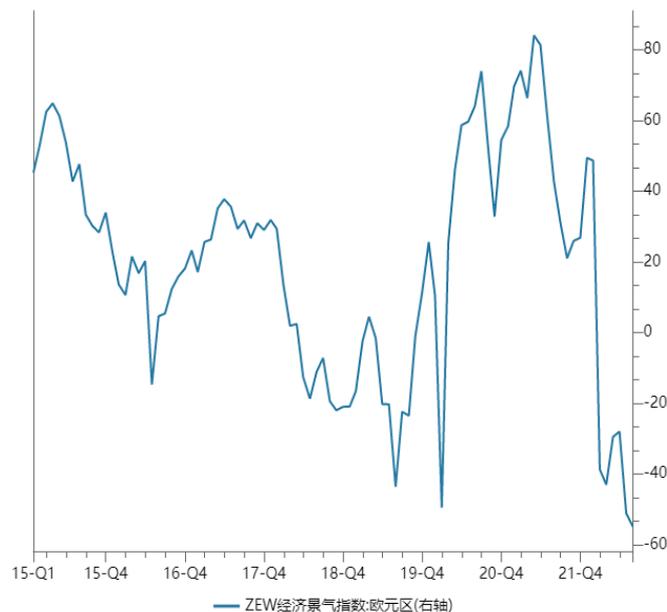
与此同时，能源危机发酵叠加高温侵袭，促使欧洲经济更快向衰退迈进，目前欧元区ZEW景气指数为-54.9%，低于2020年初最低的-49.5%。市场多数预期欧元区将在今年四季度或者明年一季度正式进入衰退。

图 2.4：欧元区通胀再创新高 (%)



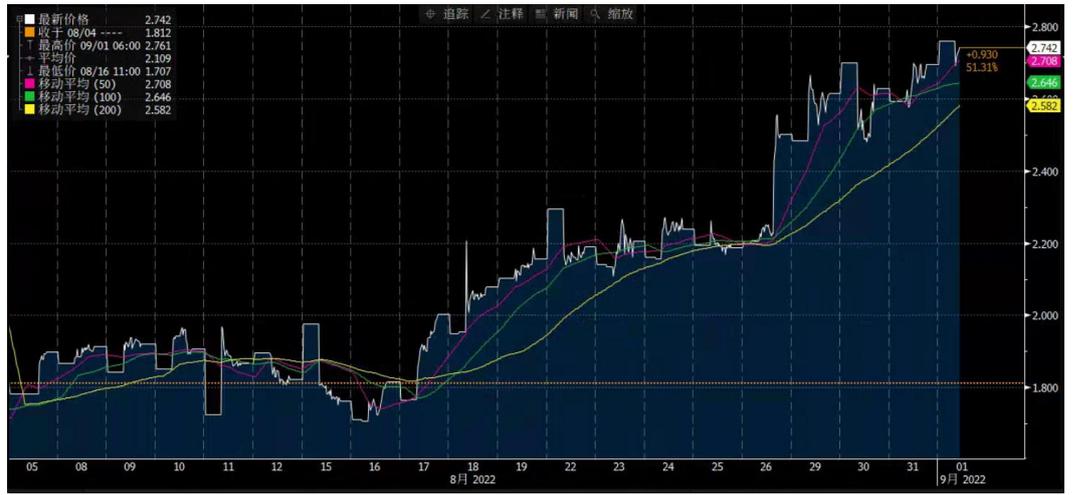
数据来源：Wind 南华研究

图 2.5：欧元区景气指数已低于 2020 年水平



数据来源：Wind 南华研究

图 2.6：欧元与天然气价格走势



资料来源：Bloomberg 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点