

需求端持续低迷 人民币贬值

■ 观点逻辑

全球流动性收缩超预期，美国实际利率及美元指数有望继续走强。叠加内需修复不及预期，人民币与 A 股下跌压力加大。预计政策边际宽松可以减缓下跌节奏，但难以扭转当前趋势。宏观对股市驱动向下，对国债驱动向上，但亦受到外部流动性收缩约束。

■ 主要关注点

美国实际利率、国内政策力度、房地产风险、猪价、地缘政治风险等

■ 操作建议

股指空单持有

■ 风险提示

上行风险：美联储政策转向；国内政策力度大超预期，地产、消费修复超预期

投资咨询业务资格
证监许可[2011年]1444号

宏观国债月报

2022年9月5日

李东凯 (F3002777, Z0012332)

ldk@zcfutures.com

上海市浦东新区陆家嘴环路
958号23楼 (200120)



一、大类资产回顾

国债收益率：8月全球国债收益率普遍上行，我国国债走出独立行情。截止9月2日，10年期国债收益率降至2.61%，美国10年期国债收益率3.20%。

全球股指：主要股指下跌为主。

大宗商品：8月大宗商品震荡偏弱。

美元指数：8月延续升势，创新高。

图 1：国债收益率走势

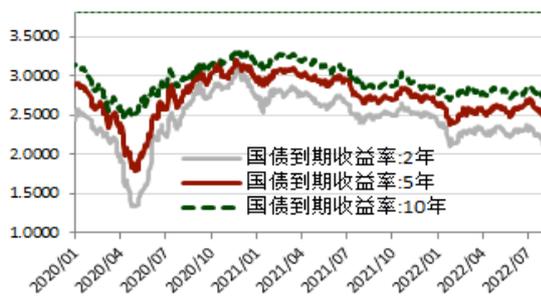


图 2：国债收益率曲线变化

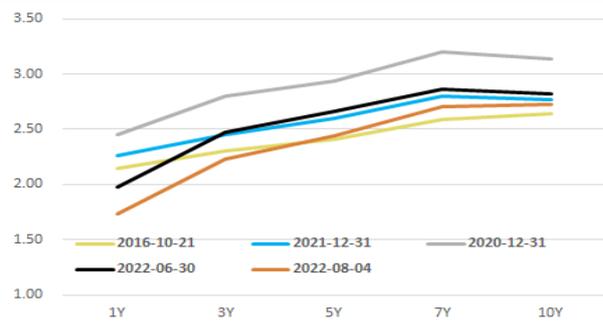


图 3：文华指数涨跌幅 (%)

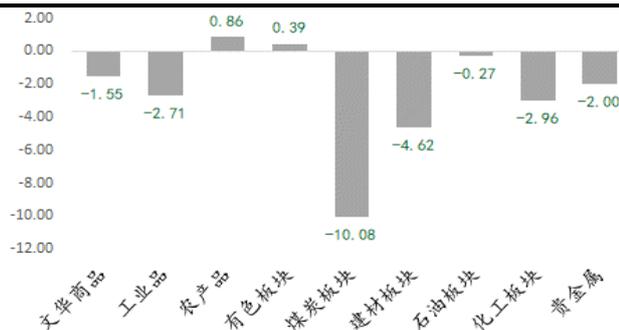


图 4：全球主要货币兑美元 (%)

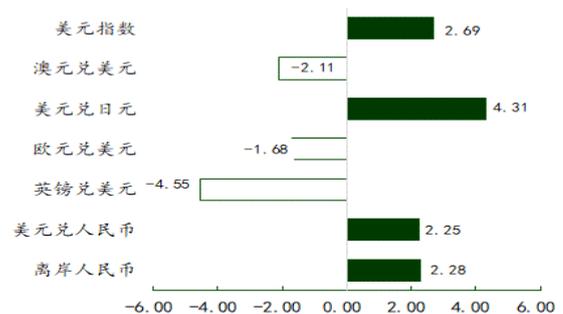


图 5：全球股指涨跌幅 (%)

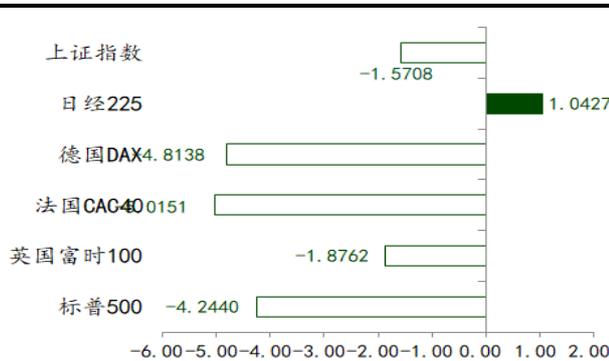
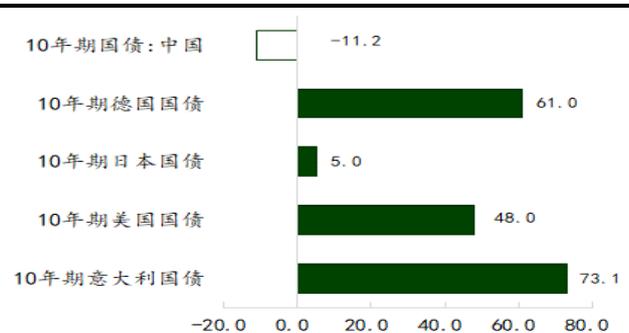


图 6：全球债市涨跌点数 (bp)



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

二、经济、通胀与政策

8月我国官方制造业 PMI 49.4%，财新制造业 PMI 49.5%，均处于收缩区；8月服务业 PMI 报 52.6%，回落 1.2 个百分点。数据反映出经济下行压力仍在加大，再考虑到本轮疫情持续反复且管控放松较慢，以及消费、地产等内生动能修复偏弱，预计经济基本面短期或将继续承压。经济基本面修复不及预期，利空股市，利多国债。

表 1. 上月经济数据回顾

指标名称	频率	现值	前值	变化方向
贸易差额:当月值	月	1013	974	上升
外汇储备	月	31041	30713	上升
M1:同比	月	6.7	5.8	上升
M2:同比	月	12	11.4	上升
社会融资规模:当月值	月	7561	51797	下降
新增人民币贷款:当月值	月	6790	28100	下降
CPI:当月同比	月	2.7	2.5	上升
PPI:全部工业品:当月同比	月	4.2	6.1	下降
工业增加值:当月同比	月	3.8	3.9	下降
固定资产投资完成额:累计同比	月	5.7	6.1	下降
社会消费品零售总额:当月同比	月	2.7	3.1	下降
工业企业利润:累计同比	月	-1.1	1	下降
制造业 PMI	月	49.4	49	上升
GDP 不变价:当季同比	季	0.4	4.8	下降
经常账户:差额:当季值	季		889	

资料来源: Wind、中财期货投资咨询总部

8月15日，央行缩量续作 MLF，且 1 年期 MLF 与 7 天期 OMO 中标利率分别为 2.75%、2.0%，均下降 10 个基点。虽然央行在此节点降息 10bp 超出市场预期，但未能提振基本面预期，降息后人民币出现一定程度的贬值，表明市场对房地产为主的经济基本面预期仍然欠佳。

8月31日，国务院常务会议部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求，会议指出稳经济接续政策细则 9 月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础，侧面反映经济压力，政策细则及效果仍待评估。然人民币继续贬值，反映地产不振+海外流动性收缩背景之下，市场对此仍不乐观。

通胀方面，猪价同比涨幅略有扩大，但受核心通胀率下降及 4 季度翘尾因素减弱的影响，预计总体上 CPI 上升压力不大。猪价是主要观察变量。需求低迷情况下，预计 PPI 同比压力进一步减弱。

图 7：制造业与服务业 PMI

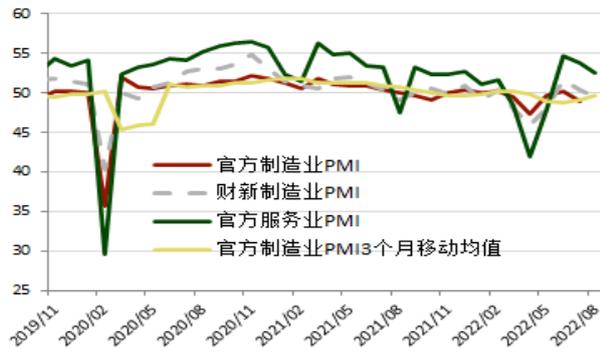


图 8：M1-M2 剪刀差

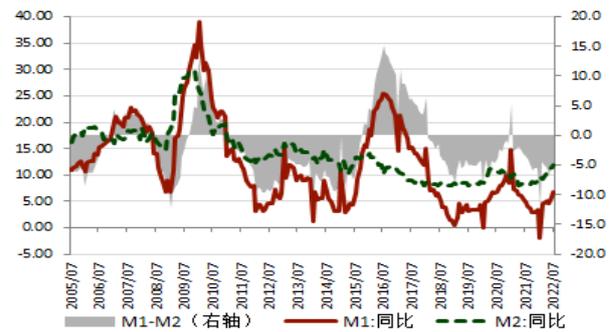


图 9：社融存量同比及 M2 同比

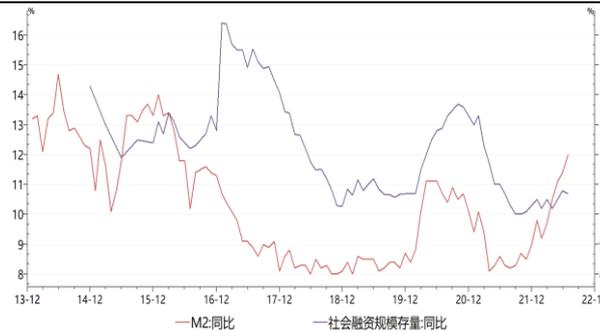


图 10：进出口同比及贸易顺差



图 11：房地产销售、投资与资金来源累计同比(5月) 图 12：30 大中城市商品房成交面积(万平方米)

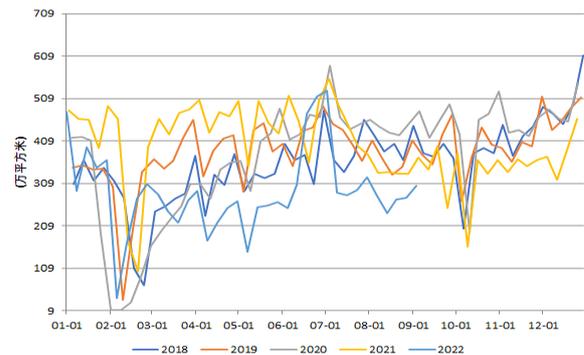
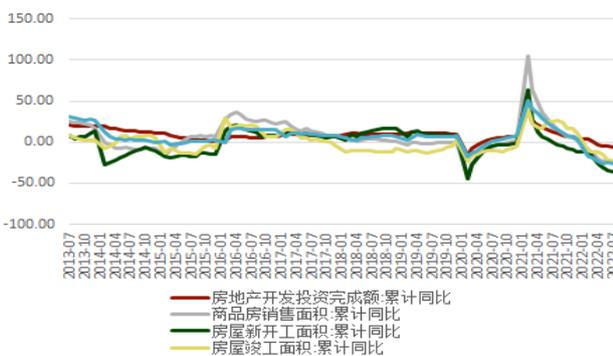
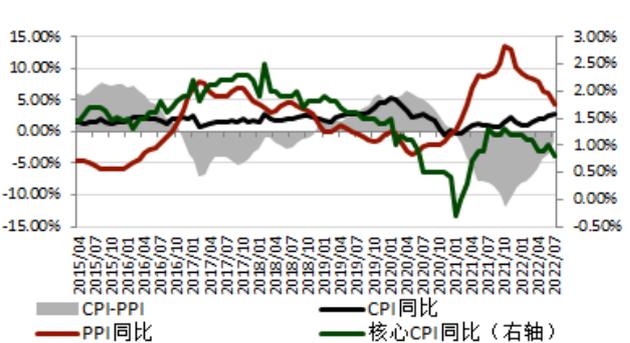


图 13：猪肉批发均价及同比



图 14：CPI 与 PPI 同比



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

三、流动性与信用

8月银行间流动性宽松。由于央行下调政策利率，表明货币政策边际宽松，市场关于流动性收紧的顾虑一定程度上被消除，因此对于期债构成了强烈的支撑。8月人民币兑美元汇率出现一定程度的贬值，削弱了利率下行对信用扩张的促进效应。国内信用利差则稳中有升。

8月底杰克逊霍尔央行年会上，鲍威尔进一步向社会展示了坚决抗击通胀的决心，表明美联储希望实际利率进一步上升，路径上或通过通胀预期的下降和名义利率的上升。因此预计美元指数将继续走强，流动性对资产价格驱动向下。我国货币政策虽然边际宽松，但可能将以汇率贬值作为代价，对经济刺激效果有限，对资本市场却构成利空作用。

图 15: 银行间货币市场利率

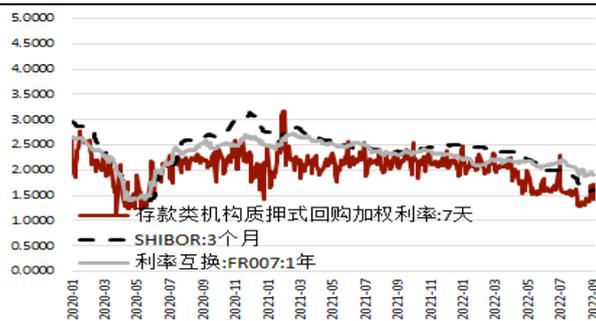


图 16: 人民币兑美元

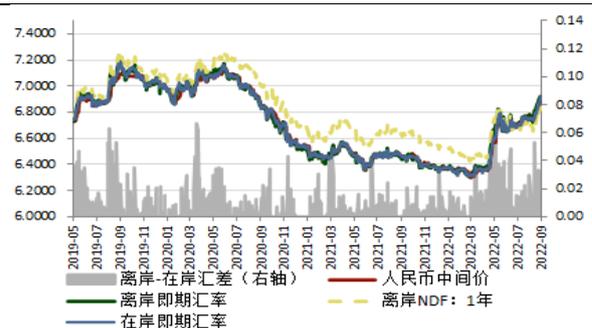


图 17: 央行公开市场资金净投放

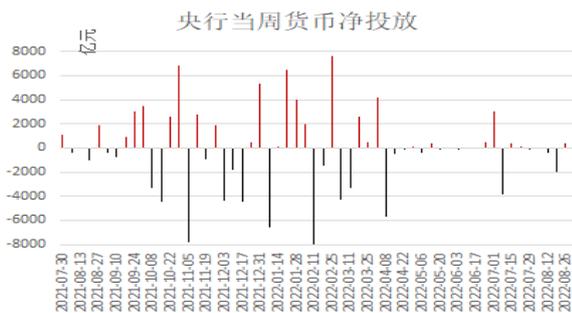


图 18: 国内信用利差

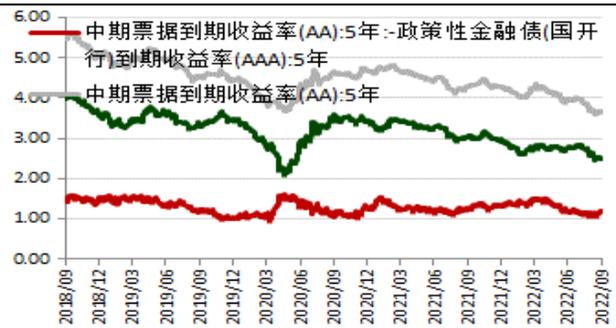


图 19: 中美 2 年期国债利差

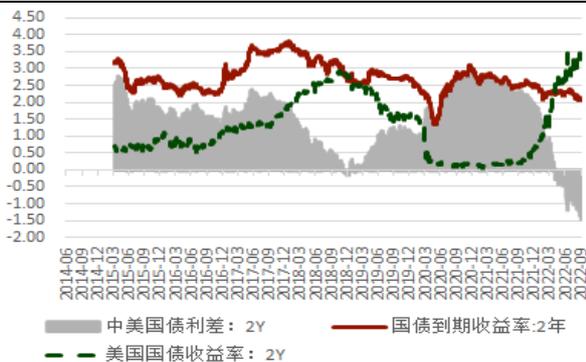
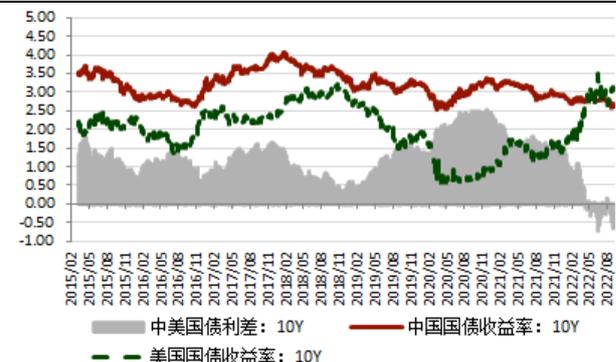


图 20: 中美 10 年期国债利差



数据来源: Wind、中财期货投资咨询总部

四、股市与债市

8 月份 A 股与十债表现仍然呈现跷跷板效应。当前相对估值偏中性。

10 年期国债收益率降至 2.6%-2.7% 区域，无风险利率中枢下行边际上利多股市但影响相对有限。结合基本面和汇率来看，股市大概率仍然处于熊市中继。我们认为，在此位置，股债配置性做多性价比皆低。

图 21：T 与上证 50 走势



图 22：A 股市盈率倒数/10 年期国债收益率



数据来源：Wind、中财期货投资咨询总部

五、行情展望

综上所述，全球流动性收缩超预期，美国实际利率及美元指数有望继续走强。叠加内需修复不及预期，人民币与 A 股下跌压力加大，“金九”可能失色。预计政策边际宽松可以减缓下跌节奏，但难以扭转当前趋势。宏观对股市驱动向下，对国债驱动向上，但亦受到外部流动性收缩约束。

重点关注国内政策力度、美国实际利率、房地产风险、猪价、地缘政治风险等。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼

总机：021-68866666 传真：021-68865555 全国客服：400 888 0958 网站：<http://www.zcqh.com>

浙江分公司

杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司

南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704 室
电话：025-58836800

中原分公司

河南省郑州市郑东新区金水东路 80 号 3 号楼 11 层 1108 室
电话：0371-60979630

成都分公司

成都市高新区天府大道中段 500 号东方希望天祥广场 A 座 2703 室
电话：028-62132736

上海陆家嘴环路营业部

中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室
电话：021-68866819

上海襄阳南路营业部

上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室
电话：021-68866659

北京海淀营业部

北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室
电话：010-63942832

深圳营业部

深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部

天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼
电话：022-58228153

重庆营业部

重庆市江北区庆云路 6 号(国金中心 T5) 510 单元
电话：023-67634197

沈阳营业部

沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室
电话：024-31872007

武汉营业部

武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85666911

西安营业部

西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307
电话：029-87938499

杭州营业部

杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室
电话：0571-56080563

扬州营业部

地址：扬州市广陵区运河西路 588-119 号壹位商业广场
电话 0514-87866997

济南营业部

山东省济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室

电话：0531-83196200

无锡营业部

江苏省无锡市梁溪区运河东路 555 号时代国际 A 座 1808
电话：0510-81665833

郑州营业部

河南省郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 707、716、816 室

电话：0371-65611075

山西分公司

山西太原市综改示范区太原学府园区晋阳街 159 号 1 幢 10 层 1003 室

电话：0351-7091383

长沙营业部

湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 508-510 室
电话：0731-82787001

南昌营业部

江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部

合肥市庐阳区淮河路 288 号香港广场 1306、1307 室
电话：0551-62651811

唐山营业部

唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804 室
电话：0315-2210860

日照营业部

山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼
电话：0633-2297817

赤峰营业部

内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010
电话：0476-5951109

厦门营业部

福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号(皇达大厦) 7 楼 F 单元

电话：0592-5630235

常州营业部

常州市天宁区竹林西路 19 号天宁时代广场 A 座 1706 室
电话：0519-85515185

南通营业部

江苏南通市崇川区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-81183555

宁波营业部

浙江省宁波市慈溪市新城大道北路 1698 号承兴大厦 7-2-1
电话：0574-63032202

特别声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。