

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

2022.9.5-9.11

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

一、【宏观】风险因素有所强化，商品承压运行

观点：中长期的风险因素在短期得到强化，市场风险偏好回落，股市和商品均承压运行

逻辑：本周商品指数持续回落，经济下行、通胀高企、大幅加息预期等打击市场风险偏好。往后看，市场面临的风险因素有所强化，短期或仍有调整的压力，首先，能源紧缺背景下，欧美面临的通胀高压有增无减，将迫使央行们在9月采取大幅加息的措施；其次，8月PMI数据显示，全球经济下行的压力继续加大，这加剧了未来经济陷入衰退的担忧；最后，中国面临疫情反复和地产下行的压力，经济复苏强度不够。不过，我们也要强调，地缘政治局势持续紧张，能源危机尚未解除，在产业链中下游普遍陷入亏损的情况下，能源价格不跌，其他商品的跌幅或也有限。

二、【股指】经济增长承压，股指难有作为

观点：国内经济仍面临多重压力，股指难有作为，或延续震荡运行。

逻辑：当前国内经济复苏面临多重压力，包括地产下行压力、疫情扰动、全球经济衰退压力等，国内经济内生动能的修复仍需要时间，因此企业盈利增长仍然承压。海外方面，美联储流动性收紧压力仍在，美元指数表现强势，美元兑人民币汇率连续走贬，外资面临流出风险。股指的支撑因素在于政策托底和流动性较为宽松。多空交织下，股指或延续偏弱震荡运行。策略上，当前市场风格较不明确，多IC空IM策略可适当止盈。

三、【国债】国内疫情反复叠加流动性充裕，债期表现可期

观点：债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

逻辑：国债期货表现依旧可期，一方面是宽松的流动性环境有望保持，市场对持续性的担忧引发的调整反而是加仓的机会，另一方面是国内疫情再度反弹，深圳、成都等地陆续开始采取居家、管控等措施，防控措施导致的各种不确定性将阻碍社会经济活动的恢复，经济难免承压。此外，观察到十年期债期当季和次季合约价差拉大至6毛，为历史上的绝对高值水平，期货也较现券活跃券深度贴水，这或隐含了对于资金价格的乐观预期，做多国债期货不如持有现券（损失carry），与市场情绪相左。因此，在没有数据验证或增量政策的有力拉动下，“宽货币+紧信用+弱经济”的格局不变，债牛的确性较高，做多仍是主方向。

风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

目录

【宏观】	风险因素有所强化，商品承压运行-----	4
【股指】	经济增长承压，股指难有作为-----	16
【国债】	国内疫情反复叠加流动性充裕，债期表现可期-----	24

风险因素有所强化，商品承压运行

观点

1、本周商品指数持续回落，经济下行、通胀高企、大幅加息预期等打击市场风险偏好。往后看，市场面临的风险因素有所强化，短期或仍有调整的压力，首先，能源紧缺背景下，欧美面临的通胀高压有增无减，将迫使央行们在9月采取大幅加息的措施；其次，8月PMI数据显示，全球经济下行的压力继续加大，这加剧了未来经济陷入衰退的担忧；最后，中国面临疫情反复和地产下行的压力，经济复苏强度不够。不过，我们也要强调，地缘政治局势持续紧张，能源危机尚未解除，在产业链中下游普遍陷入亏损的情况下，能源价格不跌，其他商品的跌幅或也有限。

核心逻辑

1) 本周商品指数持续回落，经济下行、通胀高企、大幅加息预期等打击市场风险偏好，一方面，8月已公布的经济数据显示欧美PMI继续下滑，欧洲通胀再创新高；另一方面，欧美央行在杰克逊霍尔会议上发表了为对抗通胀而不惜代价的言论，加剧了全球经济衰退的担忧。

2) 美国非农略超预期，欧洲CPI再创新高。①美国8月新增非农就业数据略超市场预期，但大幅低于前值并创下年内新低，失业率7个月以来首次上升，但劳动参与率创疫情以来新高。美联储主席在杰克逊霍尔会议上的表态明确了美联储为对抗通胀而不惜代价的努力，同时美联储已对经济和就业放缓做好了充分准备，在没有看到通胀显著回落之前，美联储政策转向尚需等待。若8月通胀依旧保持高位，那美联储9月加息75BP的概率依旧较大。②能源价格居高不下是欧元区CPI再创新高的主要原因，欧洲地区地缘政治局势持续紧张，能源紧缺问题短期暂难缓解，预计通胀将在较长时间内保持高位。继续攀升的8月CPI数据或将进一步增大9月大幅加息的概率。

3) PMI小幅回暖，政策组合拳加速落地。8月PMI有所修复，但速度仍然偏慢。展望未来，经济有望延续复苏的趋势，但过程中仍将面临波折。本周国常会继续部署措施扩大有效需求，进一步拓宽政策性开发性金融工具的支持领域，民间投资也再次得到强调，预计三四季度基建投资有望提速。另外，8月制造业PMI为49.4%，仍在荣枯线下方，后续或有相关新增政策出台呵护制造业企业。

宏观·周度报告

2022年9月4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

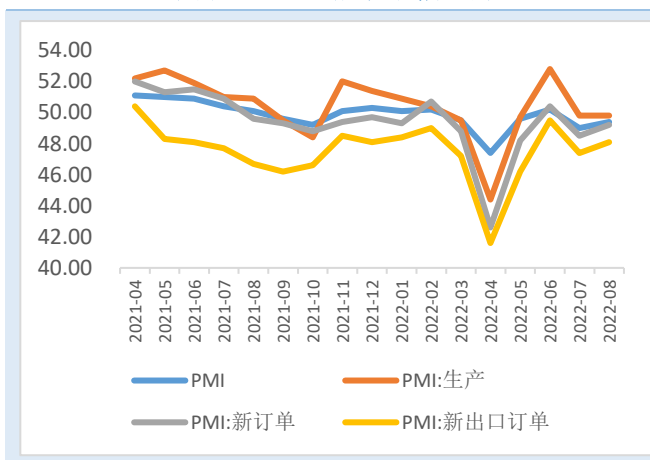
1.1 PMI 小幅回暖，经济波动中修复

中国 8 月官方制造业 PMI 为 49.4，预期 49.2，前值 49；非制造业 PMI 为 52.6，预期 52.3，前值 53.8。综合 PMI 为 51.7，前值为 52.5。除了原材料库存指标回落外，其他分项指标均不同程度扩大，体现为内外需较前期有所改善，生产保持平稳。

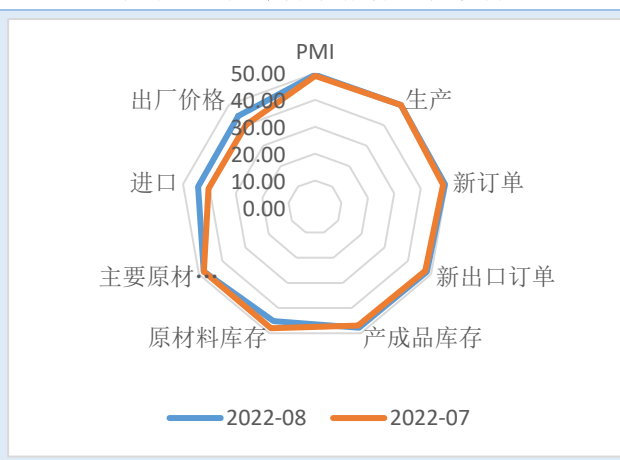
总体上来看，8 月 PMI 有所修复，但速度仍然偏慢，其中，限电限产和疫情对生产存在一定的扰动，但影响低于前期；制造业生产指数保持平稳；需求有所修复，但疫情对服务业的抑制依旧存在，极端天气短期则对基建开工带来压制；企业保持主动去库的状态，价格指数则出现超跌反弹。

展望未来，经济有望延续复苏的趋势，但过程中仍将面临波折。随着极端天气的退去，工业生产有望逐步恢复，需求不足仍是当前经济运行面临的重大问题。8 月 24 日国常会部署 19 项稳增长的接续政策，重点放在加大投资力度上，一方面，通过增加 3000 亿元以上政策性开发金融工具额度和用好 5000 多亿专项债结存限额，进一步加大对基础设施建设的资金支持；另一方面，允许地方一城一策支持房地产的刚需和改善性需求，进一步明确了中央支持房地产市场稳定发展的信号。同时，国务院即时派出稳经济大盘督导和服务工作组，加快已出台政策的落实，预计随着各项政策的落地，国内经济基本面将逐步得到改善。

图表 1: PMI 指数小幅回升



图表 2: 多个分项指标出现改善



数据来源: Wind

1.2 国内政策聚焦：政策组合拳加速落地

1、国常会继续部署措施扩大有效需求

8 月 31 日，李克强主持召开国务院常务会议，一方面听取稳住经济大盘督导和服务工作汇报，部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求，另一方面确定进一步优化营商环境、降低制度性交易成本的措施，持续为市场主体减负激活力。会议指出，要用“放管服”改革办法再推进稳经济一揽子政策发挥效能，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。一是在用好新增 3000 亿元以上

政策性开发性金融工具基础上，对符合条件项目满足资金需求，避免出现项目等资金；将上半年开工项目新增纳入支持，以在三季度形成更多实物工作量。二是扩大政策性开发性金融工具支持领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，尽可能吸引民间投资。三是，出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。四是引导商业银行为重点项目建设、设备更新改造配足中长期贷款。五是对重点项目继续采取集中办公等方式，提高审批效率。六是支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。促进汽车等大宗消费。七是国务院再派一批督导和服务工作组，赴若干省份推动政策落实。八是各地也要建立督导和服务工作机制。

本次国常会进一步拓宽政策性开发性金融工具的支持领域，民间投资也再次得到强调，预计三四季度基建投资有望提速。另外，8月制造业PMI为49.4%，仍在荣枯线下方，后续或有相关新增政策出台呵护制造业企业。

2、财政部发布《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》

8月30日，财政部发布《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》，总结上半年工作情况，一是加大减负纾困力度，增强市场主体活力。减税退税缓税并举，预计全年退税减税约2.64万亿，其中留抵退税约1.64万亿。二是保持适当支出强度，优化财政支出结构。适当下调赤字率至2.8%左右，但通过特定国有金融机构和专营机构依法上缴今年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，安排全国一般公共预算支出26.71万亿元、比上年扩大2万亿元以上，可用财力明显增加。三是合理安排地方政府专项债券，保障重点项目建设。保持政府总体杠杆率基本稳定，安排新增地方政府专项债券额度3.65万亿元，与上年持平。经报全国人大常委会备案，于2021年12月提前下达1.46万亿元专项债券额度，并于3月底前将用于项目建设的专项债券资金全部下达地方。1-6月，各地累计发行新增专项债券3.41万亿元，基本完成发行任务。四是推动财力下沉，支持基层做好“三保”工作。中央一般公共预算对地方转移支付安排近9.8万亿元、增加约1.5万亿元，增长18%、增幅比往年大幅提高。五是坚持党政机关过紧日子，推动建设节约型机关。六是严肃财经纪律，整顿财经秩序。

下一步，财政部门将坚持稳中求进工作总基调，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，高效统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，落实落细扎实稳住经济一揽子政策措施，继续做好“六稳”、“六保”工作，在扩大需求上积极作为，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。具体来看

1) 落实落细积极的财政政策。继续实施好各项组合式税费支持政策，持续释放政策红利。**用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。加强财政与货币政策联动，支持政策性开发性金融工具落地，实现扩大有效投资、带动就业、促进消费的综合效应。**

2) 加强重大战略任务财力保障。支持企业加强技术研发攻关；支持统筹推进乡村发展、乡村建设、乡村治理重点任务；促进区域协调发展；支持大力发展可再生能源，支持做好能源保供稳价工作。

3) 切实保障和改善民生。4) 加强财政收支管理。5) 强化财政可持续性。进一步深化财税体制改革，加快建立现代财政制度。6) 进一步严肃财经纪律。

8月24日，国常会部署19项接续政策，其中包括在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目基础上，再增加3000亿元以上额度；依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕等，宏观政策继续支持扩大有效投资。若后续稳增长压力进一步加大，不排除继续出台增量政策，推动经济企稳向好、保持运行在合理区间。

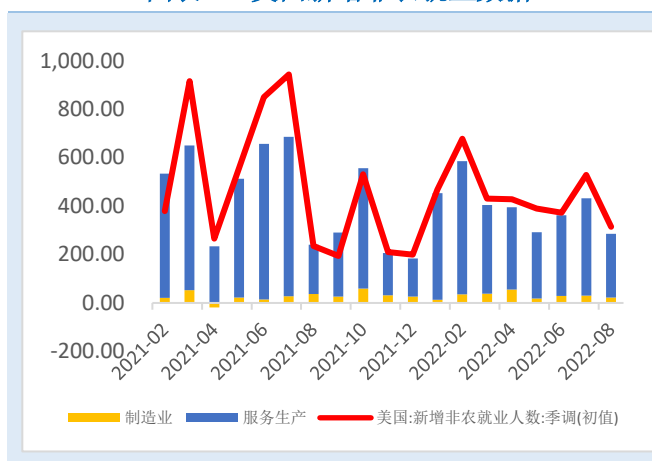
1.3 美国非农略超预期，欧洲CPI再创新高

1) 美国新增非农略超市场预期

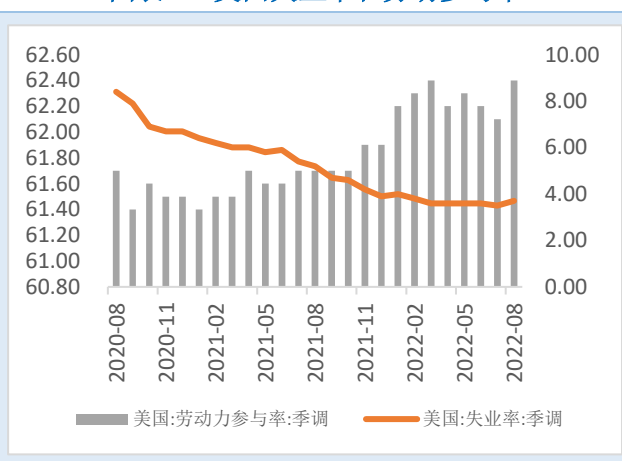
美国8月新增非农就业31.5万人，高于预期值30万人，但大幅低于前值52.8万人和去年同期值51.7万人，且为今年以来最低；失业率3.7%，高于前值和预期值3.5%，为7个月以来首次上升；劳动参与率62.4%，高于前值62.1%和预期值62.2%，为疫情以来最高。平均时薪方面，同比5.2%，与前值持平，略低于预期5.3%；环比0.3%，低于前值0.5%和预期0.4%，但略高于疫情前均值0.2%。

美国8月新增非农就业数据略超市场预期，但大幅低于前值并创下年内新低，失业率7个月以来首次上升，但劳动参与率创疫情以来新高。数据公布后，美联储9月加息75bp预期有所降温。不过，我们认为美联储主席在杰克逊霍尔会议上的表态明确了美联储为对抗通胀而不惜代价的努力，同时美联储已对经济和就业放缓做好了充分准备，在没有看到通胀显著回落之前，美联储政策转向尚需等待。后续需重点关注将在9月13日公布的美国8月CPI数据，若通胀依旧保持高位（随着能源价格反弹，CPI有可能小幅回升），那么美联储9月加息75BP的概率依旧较大。

图表3：美国新增非农就业数据



图表4：美国失业率和劳动参与率



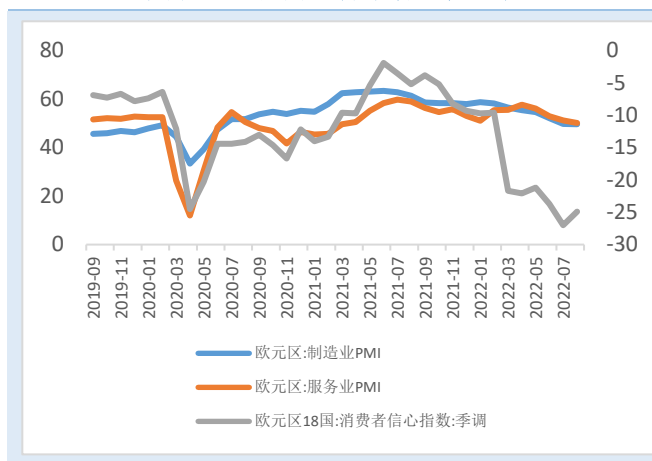
数据来源：Wind

2) 欧元区通胀再创新高

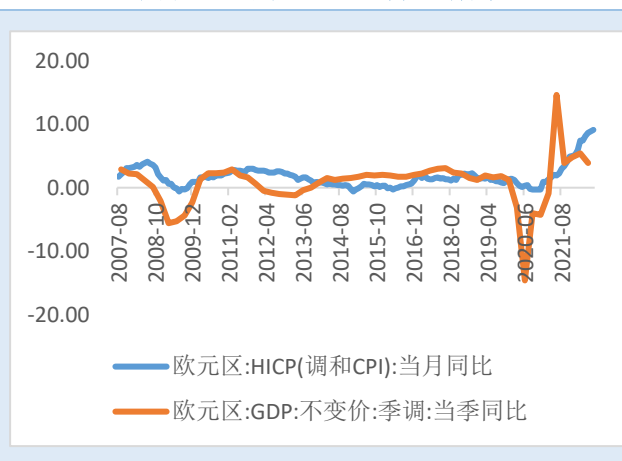
当地时间8月31日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区8月调和CPI同比上升9.1%，高于预期9.0%，较前值上涨0.2个百分点，续创历史新高，环比上升0.5%，较前值升高0.4个百分点；8月核心调和CPI同比上升4.3%，较前值上涨0.3个百分点，价格压力变得更加广泛。分项来看，能源增长最为迅猛，8月能源价格同比上涨38.3%，前值为39.6%，食品、酒精和烟草同比上涨10.6%，前值为9.8%，非能源工业产品和服务价格分别同比上涨5%和3.8%。

能源价格居高不下是欧元区CPI再创新高的主要原因，当前欧洲仍面临俄罗斯北溪一号断气的影响，欧洲地区地缘政治局势持续紧张，能源紧缺问题短期暂难缓解，预计通胀将在较长时间内保持高位。此前欧央行7月货币政策会议纪要也显示，即使发生经济衰退，中期通胀也可能继续上行，短期内可能采取更为激进的加息节奏。欧央行管委会委员霍尔茨曼在杰克逊霍尔会议上表示，欧洲央行9月加息50BP是基本要求，加息75BP应成为9月份会议“辩论的一部分”。继续攀升的8月CPI数据或将进一步增大9月大幅加息的概率。

图表5：欧洲经济下行压力加大



图表6：欧元区CPI再创新高



数据来源：Wind

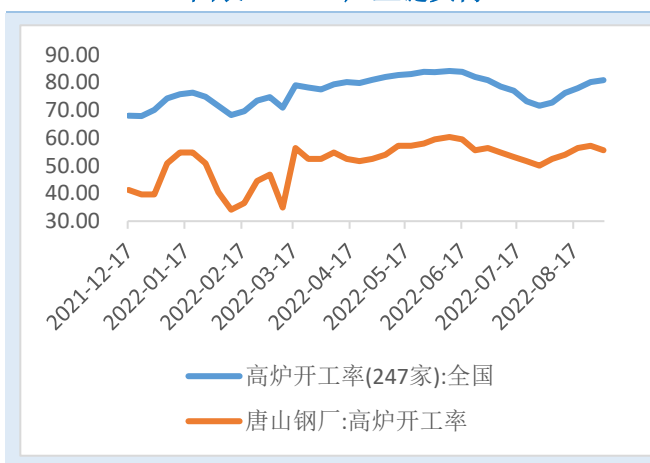
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

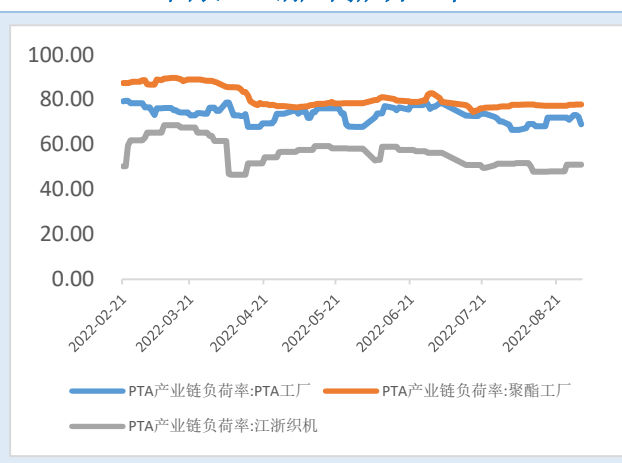
化工：需求小幅回升，开工基本平稳。需求方面，聚酯产业链多数产品价格涨跌互现，涤纶 POY 小幅下跌、PTA 小幅上涨、聚酯切片价格不变。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率持稳于 72%，聚酯工厂负荷率持稳于 77.85%，江浙织机负荷率持稳于 51.07%。

钢铁：生产继续回升，需求略有改善。利润触底改善，复产动机较强，全国高炉开工率本周继续回升 0.71 个百分点至 80.85%。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，钢厂钢材产量继续回升，厂库小幅累积、社库延续去化，表需略有改善，高温天气下实际需求依旧偏弱。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

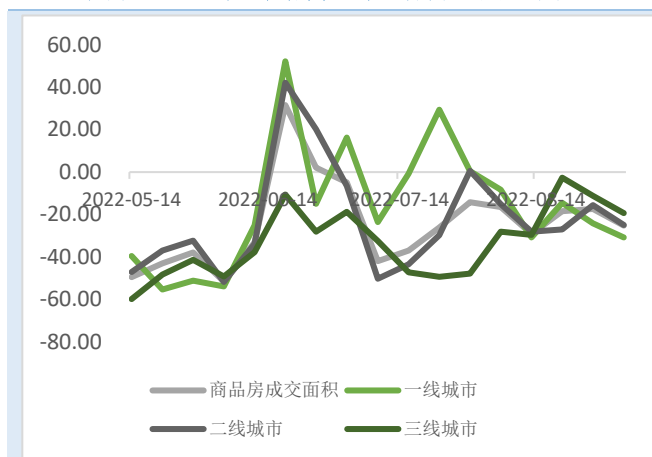
2.2 地产销售月环比下降，汽车销售同比保持高位

房地产销售月环比下降。截至 8 月 31 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 30.44%，按均值计，8 月环比下降 6.54%，同比下降 19.10%，一、二、三线城市 8 月同比增幅分别为-19.25%、-17.93%和-21.70%；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-24.18%，一、二、三线城市环比增速分别为-64.01%、24.92%和-39.18%。其中，三线城市土地溢价率最高，为 1.52%，其次为二线城市，溢价率为 0.95%，一线城市最低为 0%。

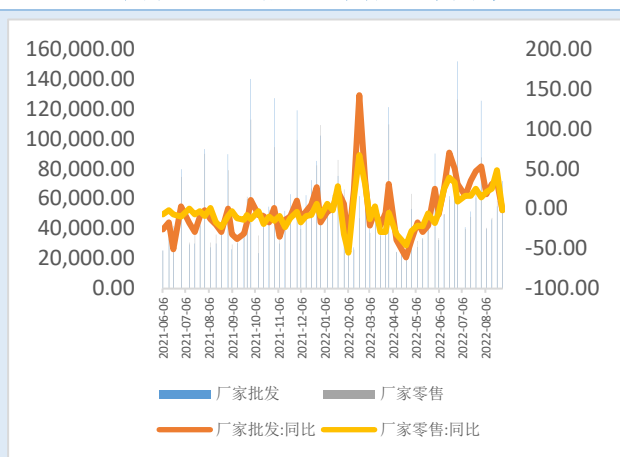
乘用车销售同比增速保持高位。乘联会数据显示，今年 8 月第四周总体狭义乘用车市场零售达到日均 6.5 万辆，同比 2021 年 8 月第四周下降 2%，相对今年 7 月第四周均值降 19%。8 月 1-28 日全国乘用车市场零售 148.0 万辆，同比去年增长 19%，较上月同期下降 4%。2022 年 8 月中国汽车经销商库存预警指数为 54.7%，同比上升 3.0 个百分点，环比上升 0.3 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。

生产端来看,随着高温天气的缓解,汽车生产有所恢复,9月1日当周半钢胎开工率小幅回升至 62.41%。

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

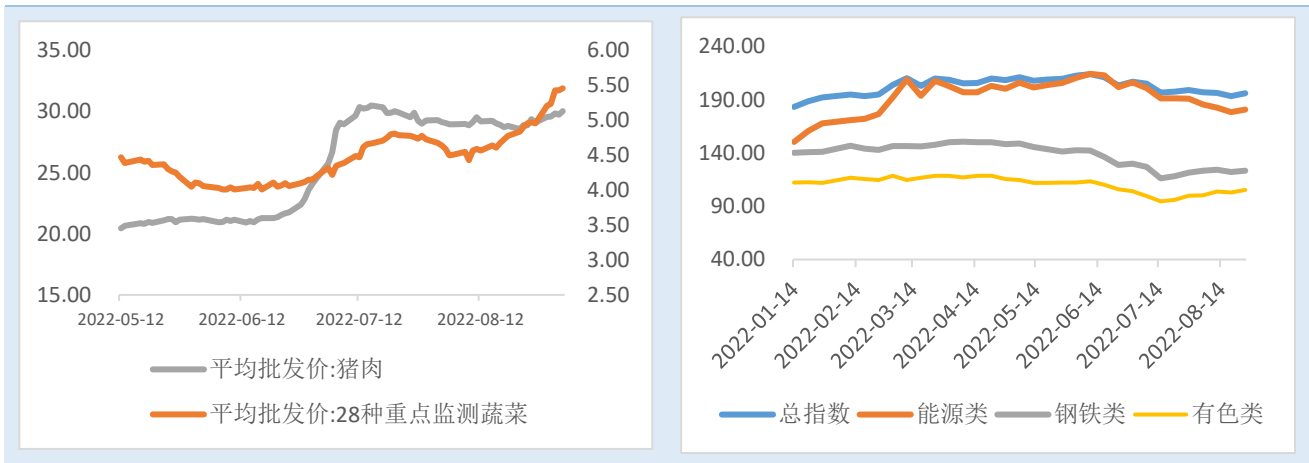
(1) 本周食品价格多数上涨。高温天气下,蔬菜供给下滑,本周蔬菜均价环比继续上涨 8.64%,猪肉价格再度回升,本周猪肉均价环比上涨 2.71%。

(2) 下半年 CPI 将继续温和抬升。7 月 CPI 同比继续回升至 2.7%,主要是受猪周期重启、蔬菜季节性上涨等因素的推动,不过,扣除食品和能源价格核心 CPI 同比则由 1.0%回落至 0.8%,表明当前内需依然疲软。往后看,新一轮猪周期重启,猪价在供需基本面驱动下仍将温和上升,同时,考虑到去年基数较低,预计三季度国内 CPI 仍有破 3%的可能。不过,需要强调的是在内需疲软、外需走弱的大背景下,猪价上涨的单一因素不足以推动通胀持续走高。四季度则需关注国际能源价格和农产品价格表现,考虑到我国原油和食用油都较依赖国际贸易,如果“猪”“油”再度共振上涨,不排除国内通胀有进一步走高的可能。

(3) PPI 同比增速将继续回落。7 月 PPI 同比增速加速回落至 4.2%,下行幅度超过市场预期,主要原因是受到生产资料价格环比大幅回落的影响,一方面,国际大宗商品价格持续下跌传导至下游,另一方面,国内工业生产存在走弱的迹象,企业主动去库。往后看,欧美加快加息的步伐,全球经济下行的压力持续加大,大宗商品价格拐点已现,叠加疫情反复扰动下,国内需求回升速度偏慢,企业生产积极性不高,维持主动去库的节奏,预计 PPI 同比增速将继续回落。

图表 11: 食品价格涨跌互现

图表 12: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

经济增长承压，股指难有作为

观点

当前国内经济复苏面临多重压力，包括地产下行压力、疫情扰动、全球经济衰退压力等，国内经济内生动能的修复仍需要时间，因此企业盈利增长仍然承压。海外方面，美联储流动性收紧压力仍在，美元指数表现强势，美元兑人民币汇率连续走贬，外资面临流出风险。股指的支撑因素在于政策托底和流动性较为宽松。多空交织下，股指或延续偏弱震荡运行。策略上，当前市场风格较不明确，多 IC 空 IM 策略可适当止盈。

核心逻辑

1、疫情局部反弹，对经济带来持续影响。近期全国新增感染者人数出现显著反弹，其中深圳、成都、大连等大中城市感染人数上升，并纷纷开启严格的防控措施，除此以外，辽宁省沈阳市全域、辽宁省大连市（部分地区），广东省广州市（海珠区）等地已开启用局部或全市静态管理。7月以来本轮区域疫情的再度反弹，导致本轮消费和服务业复苏再次受到负面影响。当前新冠病毒传播路径隐匿，防控难度越来越高，全国鲜有持续零新增的省份，疫情管控对于经济的影响仍然非常大。从前瞻数据来看，国内经济仍疲弱运行，8月PMI49.4%，维持在荣枯线下。

2、极端天气影响下，8月工业增加值或受拖累。高温干旱天气影响下，8月以来多地发布限电通知，此次限电节电区域主要是水电大省和长江中下游受高温天气影响的几个省份。极端的高温干旱天气一方面直接冲击农业生产和室外露天施工，另一方面加剧电力供需缺口，部分地区被迫拉闸限电，影响经济正常运行。预计8月工业增加值同比将受到一定拖累。不过，与去年“能耗双控”背景下不同，预计本次限电对经济增长扰动较小。

3、房地产销售情况不佳，对经济拖累仍大。1-7月地产投资下滑至-6.4%，8月30城房地产销售面积同比下跌21%，8月百城土地成交面积同比下降1.5%，成交总价同比下降22%，土地溢价率平均在3%左右。房地产数据尚无改善迹象，对经济的拖累仍然较大。不过近期监管层已经在出台支持房企融资和针对在建住宅项目的政策，同时随着各地陆续出台保交楼政策，地产风险有望在年内实现实质改善。此外，央行调降15bp5年期及以上LPR后，后续有望继续下调以提振地产刚需。政策托底下，房地产下行斜率有望得到改善，但不改中长期趋势。

2022年9月4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



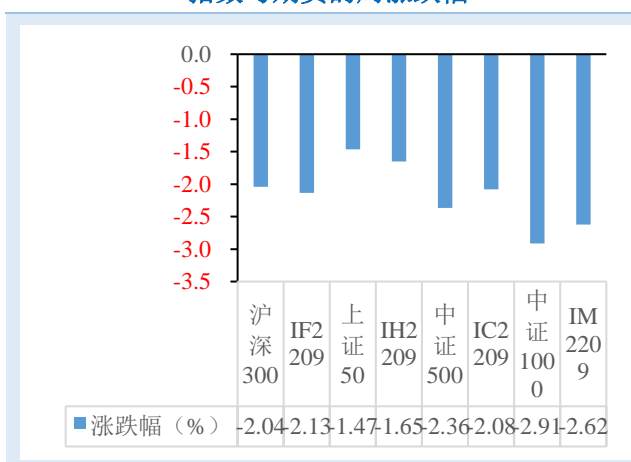
期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

1.1 行情回顾

本周股指震荡下行。赛道板块集体高位回调，大盘蓝筹指数相对抗跌，沪深300下跌2.04至4023.6、上证50下跌1.47%至2711、中证500下跌2.36%至6149，中证1000下跌2.9%至6777。离岸美元兑人民币继续走贬，本周继续调贬486bp至6.9176；中美利差倒挂幅度走扩至58bp。行业上，本周家用电器(2.3%)、房地产(1.9%)、轻工制造(1.6%)、传媒(1.1%)、通信(0.9%)领涨，而电力设备(-7%)、有色金属(-6.5%)、汽车(-5.2%)、基础化工(-3.9%)、公用事业(-3.7%)领跌。

指数与期货的周涨跌幅

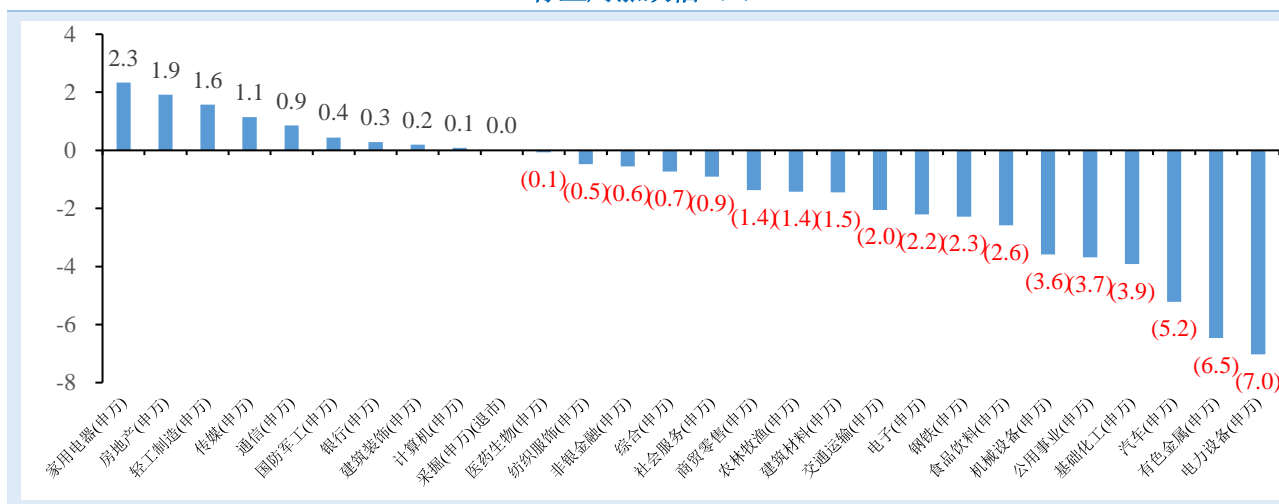


股指期货量能变动

	IF 合约	IH 合约	IC 合约	IM 合约
成交 (手)	388394	240036	442089	234871
变动 (%)	3.59	5.01	6.53	12.37
持仓 (手)	180675	120225	318433	80514
变动 (%)	4.82	13.06	2.34	3.92

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，主力合约的贴水幅度为：IM2209 贴水 46.6 点（年化 17.9%），IC2209 贴水 19.2 点（年化 8.2%）。IF2209 贴水 3.4 点（年化 2.2%）；IH2209 升水 1.1 点（年化 1.1%）。

2) 跨品种价差方面。本周大盘蓝筹指数相对抗跌，股指的表现从优到差分别为 IH>>IF>IC>IM。IM/IC 比值较小幅下跌 0.42%，中证 1000 与中证 500 价差为 627 点，本周多 IC 空 IM 策略继续收益 57 点，可部分止盈。

股指期货升贴水情况（截至 2022 年 9 月 2 日）

中证 1000 期货合约				
合约名称	IM2209	IM2210	IM2212	IM2303
合约升贴水	46.6	100.6	210.8	363.0
年化升贴水率	17.9%	11.1%	10.8%	10.0%
中证 500 期货合约				
合约名称	IC2209	IC2210	IC2212	IC2303
合约升贴水	19.2	49.4	115.4	213.0
年化升贴水率	8.2%	6.0%	6.5%	6.5%
沪深 300 期货合约				
合约名称	IF2209	IF2210	IF2212	IF2303
合约升贴水	3.4	5.4	13.6	29.0
年化升贴水率	2.2%	1.0%	1.2%	1.4%
上证 50 期货合约				
合约名称	IH2209	IH2210	IH2212	IH2303
合约升贴水	-1.1	-3.5	-9.9	-8.7
年化升贴水率	-1.1%	-1.0%	-1.3%	-0.6%

数据来源：国贸期货研究院&Wind

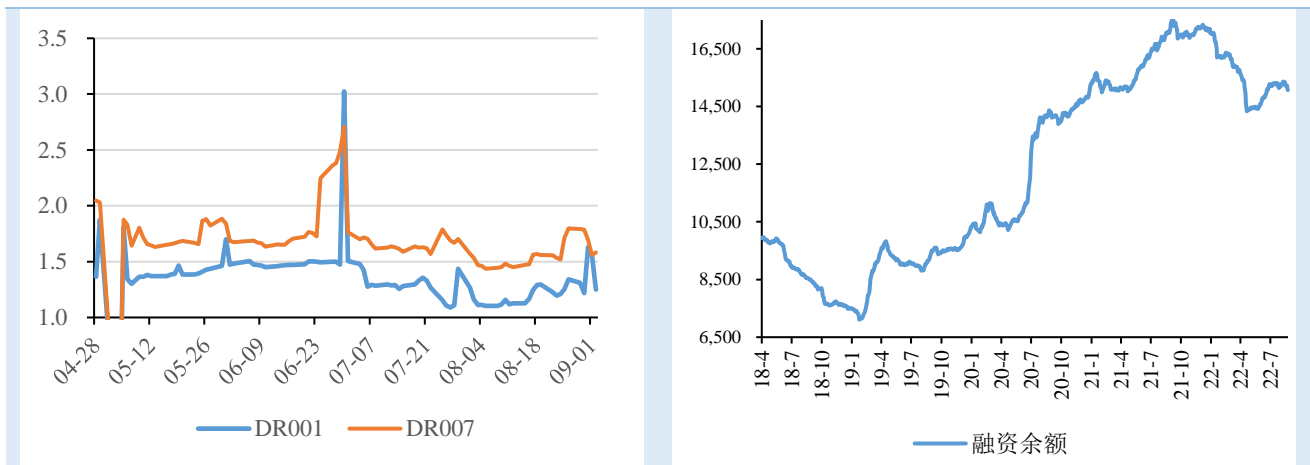
二、资金面与流动性

本周央行公开市场实现零净投放，其中，7 天期逆回购投放规模为 100 亿元，到期规模 100 亿元。资金面方面，跨季因素消除，资金利率下行至较低区间，本周（8 月 29 日至 9 月 2 日）DR001 利率下行 9.4bp 至 1.2%，DR007 下行 27.5bp 至 1.4%，R001 下行 9.4bp 至 1.2%，R007 下行 21.5bp 至 1.6%。

先前央行同步下调 MLF、LPR，显示央行保持货币政策边际宽松以助力经济复苏。其中 5 年期 LPR 大幅下调 15BP，显示稳地产、宽信用的紧迫性，未来若地产行业销售仍弱、宽信用效果继续表现不佳，不排除政策端将进一步调降 5 年期 LPR。同时，央行在月中通过降准置换 MLF 到期量，使得净流动性保持充裕。不过，随着前期非央行的支撑因素的继续消退，9 月资金面的主导权或回归央行主导，市场利率或向政策利率边际靠拢。

银行间短端利率回归低位

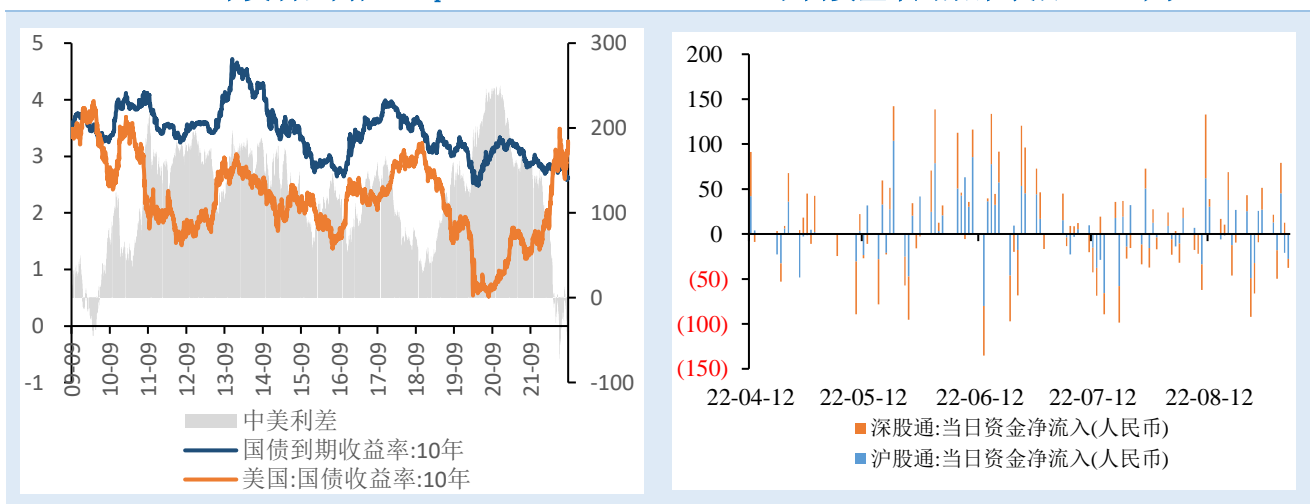
两融余额减少 142 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

中美利差倒挂 59bp

北向资金本周累计净流入 4.4 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、 基本面分析

3.1 疫情局部反弹，对经济带来持续影响

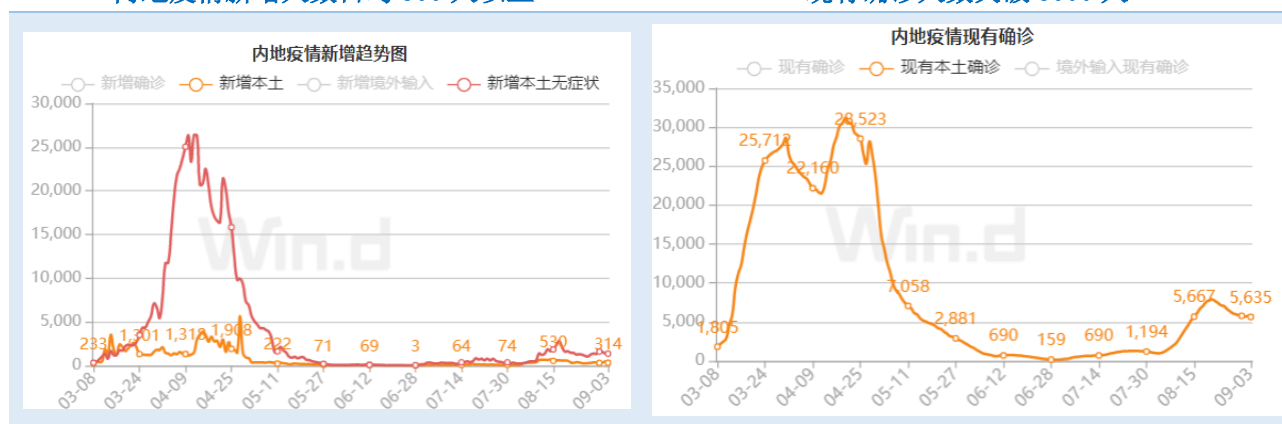
近期全国新增感染者人数出现显著反弹，其中深圳、成都、大连等大中城市感染人数上升，并纷纷开启严格的防控措施，成都：自9月1日18时起，全体居民原则居家，公共场合查验24小时核酸。要求非必要不离蓉，的确需要的需凭24小时核酸阴性证明。此外，特殊上岗、公共交通等均需出具24小时核酸阴性证明。成都7月3日当日新增确诊76人，累计确诊3112人。深圳：继罗湖区、福田区之后，南山区实行管控措施。居民凭24小时核酸阴性证明进出小区。大连：严控主城区人员流动，中山区居民不出小区，公共场合查验48小时核酸。

除此以外，辽宁省沈阳市全域、辽宁省大连市（部分地区），广东省广州市（海珠区）、重庆市（合川区）、黑龙江省哈尔滨市（香坊区）、河北省石家庄新乐市、河南省安阳市（滑县）已开启局部或全市静态管理，其余的全国绝大部分城市均以常态化核酸为主要防控措施。

7月以来区域疫情的再度反弹，导致本轮消费和服务业复苏的逻辑遭到破坏。当前新冠病毒传播路径隐匿，防控难度越来越高，全国鲜有持续零新增的省份，疫情管控对于经济的影响仍然非常大。从前瞻数据来看，国内经济仍疲弱运行，8月PMI49.4%，维持在荣枯线下。

内地疫情新增人数日均 300 人以上

现有确诊人数突破 5000 人



据来源：国贸期货研究院&Wind

3.2 极端天气影响下，8月工业增加值或受拖累

从今年6月13日开始至8月15日的区域性高温事件综合强度已达到1961年有完整气象观测记录以来最强。全国平均高温日数与部分城市气温显著高于均值，且伴随着高温同时出现了夏季降雨较少的现象。8月以来多地发布限电通知，此次限电节电区域主要是水电大省和长江中下游受高温天气影响的几个省份。

川渝地区相继出台限电政策，要求工业企业停产，让电于民。四川省19个市8月15日起实施停产，后延长至8月25日结束；重庆市要求电力用户8月17日至24日参与执行让电于民，湖北、安徽、浙江、江苏等地也发布了限电通知。

极端的高温干旱天气一方面直接冲击农业生产和室外露天施工，另一方面加剧电力供需缺口，部分地区被迫拉闸限电，影响经济正常运行。预计8月工业增加值同比将受到一定拖累。不过，与去年“能耗双控”背景下不同，预计本次限电对经济增长扰动较小。

3.3 房地产销售情况不佳，对经济拖累仍大

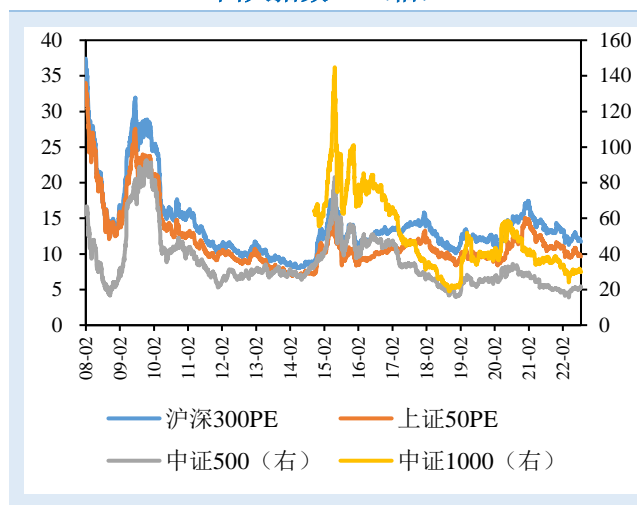
1-7月地产投资下滑至-6.4%，8月30城房地产销售面积同比下跌21%，8月百城土地成交面积同比下降1.5%，成交总价同比下降22%，土地溢价率平均在3%左右。

监管层释放支持房企融资信号，房地产下行斜率有望得到改善，但不改中长期趋势。7月房地产开发资金来源同比下降25.8%，8月房企境内信用债当周净融资额持续为负，房企现金流压力仍大。不过监管层已经在出台支持房企融资和针对在建住宅项目的政策，同时随着各地陆续出台保交楼政策，地产风险有望在年内实现实质改善。此外，央行调降15bp5年期及以上LPR后，后续有望继续下调以提振地产刚需，政策托底有望促成地产在中期维度中实现弱反弹。

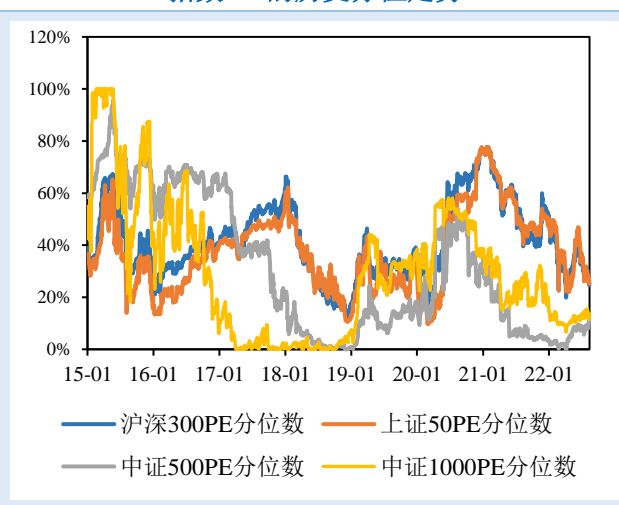
3.4 估值分析

截至 9 月 2 日，沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 的滚动市盈率分别为 11.7 倍、9.7 倍、21.7、29.8 倍，处于上市以来的 24.5%（05 年 4 月至今）、25.2%（04 年 1 月至今）、11.7%（07 年 1 月至今）、11.5%（14 年 10 月至今）的分位水平。

四大指数 PE（倍）



指数 PE 的历史分位走势



据来源：国贸期货研究院&Wind

四、经济增长承压，股指难有作为

本周股指震荡下行。赛道板块集体高位回调，大盘蓝筹指数相对抗跌，沪深 300 下跌 2.04 至 4023.6、上证 50 下跌 1.47% 至 2711、中证 500 下跌 2.36% 至 6149，中证 1000 下跌 2.9% 至 6777。离岸美元兑人民币继续走贬，本周继续调贬 486bp 至 6.9176；中美利差倒挂幅度走扩至 58bp。

1、疫情局部反弹，对经济带来持续影响。近期全国新增感染者人数出现显著反弹，其中深圳、成都、大连等大中城市感染人数上升，并纷纷开启严格的防控措施，除此以外，辽宁省沈阳市全域、辽宁省大连市（部分地区），广东省广州市（海珠区）等地已开启局部或全市静态管理。7 月以来本轮区域疫情的再度反弹，导致本轮消费和服务业复苏再次受到负面影响。当前新冠病毒传播路径隐匿，防控难度越来越高，全国鲜有持续零新增的省份，疫情管控对于经济的影响仍然非常大。从前瞻数据来看，国内经济仍疲弱运行，8 月 PMI49.4%，维持在荣枯线下。

2、极端天气影响下，8 月工业增加值或受拖累。高温干旱天气影响下，8 月以来多地发布限电通知，此次限电节电区域主要是水电大省和长江中下游受高温天气影响的几个省份。极端的高温干旱天气一方面直接冲击农业生产和室外露天施工，另一方面加剧电力供需缺口，部分地区被迫拉闸限电，影响经济正常运行。预计 8 月工业增加值同比将受到一定拖累。不过，与去年“能耗双控”背景下不同，预计本次限电对经济增长扰动较小。

3、房地产销售情况不佳，对经济拖累仍大。1-7 月地产投资下滑至-6.4%，8 月 30 城房地产销售面积同比下跌 21%，8 月百城土地成交面积同比下降 1.5%，成交总价同比下降 22%，土地溢价率平均在 3% 左右。房地产数据尚无改善迹象，对经济的拖累仍然较大。不过近期监管层已经在出台支持房企融资和针对在建住宅项目的政策，同时随着各地陆续出台保交楼政策，地产风险有望在年内实现实质改善。此外，央行调

降 15bp5 年期及以上 LPR 后，后续有望继续下调以提振地产刚需。政策托底下，房地产下行斜率有望得到改善，但不改中长期趋势。

股指观点：当前国内经济复苏面临多重压力，包括地产下行压力、疫情扰动、全球经济衰退压力等，国内经济内生动能的修复仍需要时间，因此企业盈利增长仍然承压。海外方面，美联储流动性收紧压力仍在，美元指数表现强势，美元兑人民币汇率连续走贬，外资面临流出风险。股指的支撑因素在于政策托底和流动性较为宽松。多空交织下，股指或延续偏弱震荡运行。策略上，当前市场风格较不明确，多 IC 空 IM 策略可适当止盈。

国内疫情反复叠加流动性充裕，债期表现可期

观点

债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

核心逻辑

国债期货本周单边上行，周内行情略有反复，涨幅集中在后半周。贯穿全周的焦点是资金价格，前半周受跨月因素扰动，资金价格小幅抬升，隔夜下限由 1% 下方上行至 1.4%，7 天连续 3 日稳定在 1.6%~1.7%。后半周资金价格再度回落，隔夜再度走低至 1%，7 天中枢略有下行。尽管市场多次担忧低的资金价格不可持续，但偏宽松的水平还是债期表现较强的关键支撑。

展望未来，国债期货表现依旧可期，一方面是宽松的流动性环境有望保持，市场对持续性的担忧引发的调整反而是加仓的机会，另一方面是国内疫情再度反弹，深圳、成都等地陆续开始采取居家、管控等措施，防控措施导致的各种不确定性将阻碍社会经济活动的恢复，经济难免承压。此外，观察到十年期债期当季和次季合约价差拉大至 6 毛，为历史上的绝对高值水平，期货也较现券活跃券深度贴水，这或隐含了对于资金价格的乐观预期，做多国债期货不如持有现券（损失 carry），与市场情绪相左。因此，在没有数据验证或增量政策的有力拉动下，“宽货币+紧信用+弱经济”的格局不变，债牛的确性较高，做多仍是主方向。

风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

2022 年 9 月 4 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

国债期货本周单边上行，周内行情略有反复，涨幅集中在后半周。贯穿全周的焦点是资金价格，前半周受跨月因素扰动，资金价格小幅抬升，隔夜下限由 1% 下方上行至 1.4%，7 天连续 3 日稳定在 1.6%~1.7%。后半周资金价格再度回落，隔夜再度走低至 1%，7 天中枢略有下行。尽管市场多次担忧低的资金价格不可持续，但偏宽松的水平还是债期表现较强的关键支撑。

8 月 30 日，财政部发布《2022 年上半年中国财政政策执行情况报告》，从财政收支、债务安排、监管纪律等 10 个方面进行详细阐述，并对下半年财政政策进行展望。报告中提及“积极推出有利于经济稳定的政策，谋划增量工具”的表述，市场对于财政增量策略有期待，引发债期盘中调整。具体的一方面，财政政策执行报告延续了政治局会议和国常会对于“支持地方政府用足用好专项债务限额”的表述，另一方面强调“加强财政与货币政策联动，支持政策性开发性金融工具落地”，因此下半年基建有望保持稳健。

8 月制造业 PMI 指数录得 49.4%（前值 49%），非制造业商务活动指数 52.6%（前值 53.8%），综合 PMI 产出指数录得 51.7%（前值 52.5%），8 月制造业 PMI 较前值小幅回升，但依然在枯荣线以下，疫情影响下服务业恢复有所放缓。整体来看，产需偏弱的情况下，即使中下游行业成本压力有所好转，企业补库依然较为谨慎，疫情对经济恢复构成压制，中小企业依旧面临较大经营压力。后续关注政策落地的效果拉动。

五、下周展望

展望未来，国债期货表现依旧可期，一方面是宽松的流动性环境有望保持，市场对持续性的担忧引发的调整反而是加仓的机会，另一方面是国内疫情再度反弹，深圳、成都等地陆续开始采取居家、管控等措施，防控措施导致的各种不确定性将阻碍社会经济活动的恢复，经济难免承压。此外，观察到十年期债期当季和次季合约价差拉大至 6 毛，为历史上的绝对高值水平，期货也较现券活跃券深度贴水，这或隐含了对于资金价格的乐观预期，做多国债期货不如持有现券（损失 carry），与市场情绪相左。因此，在没有数据验证或增量政策的有力拉动下，“宽货币+紧信用+弱经济”的格局不变，债牛的确性较高，做多仍是主方向。

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。

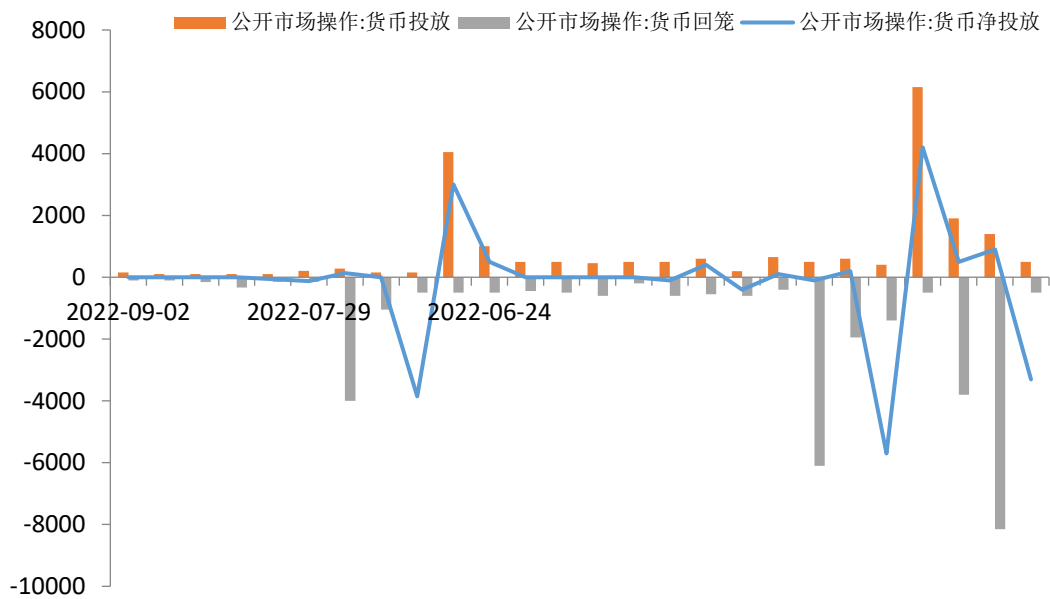
六、重要数据一览

十年期国债期货主力走势



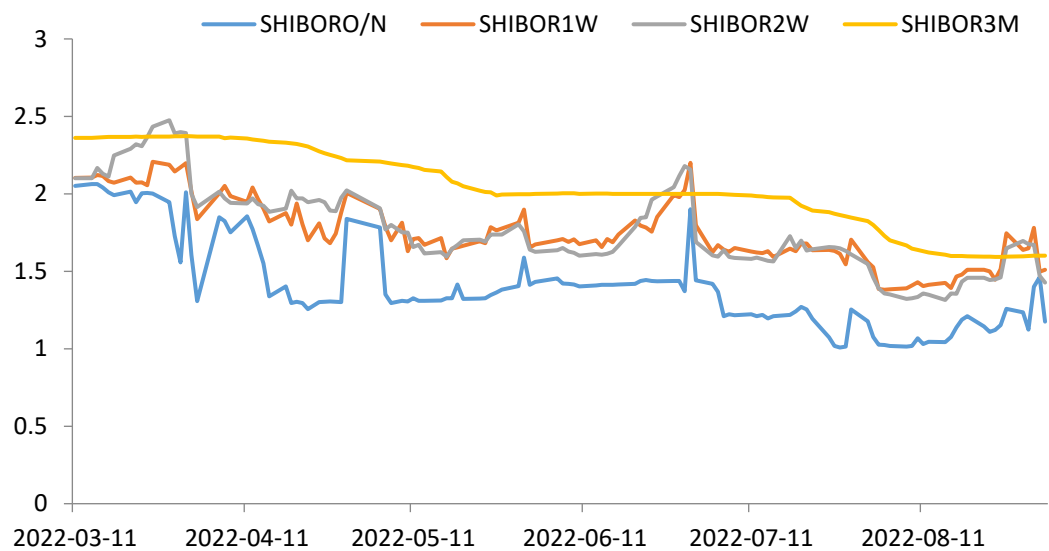
数据来源: wind

公开市场操作



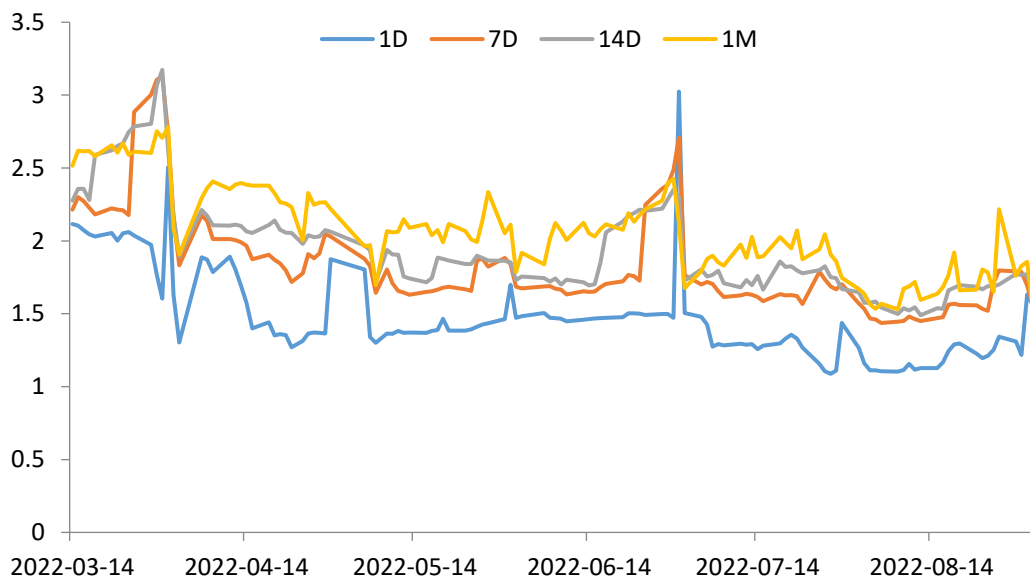
数据来源: wind

SHIBOR 利率



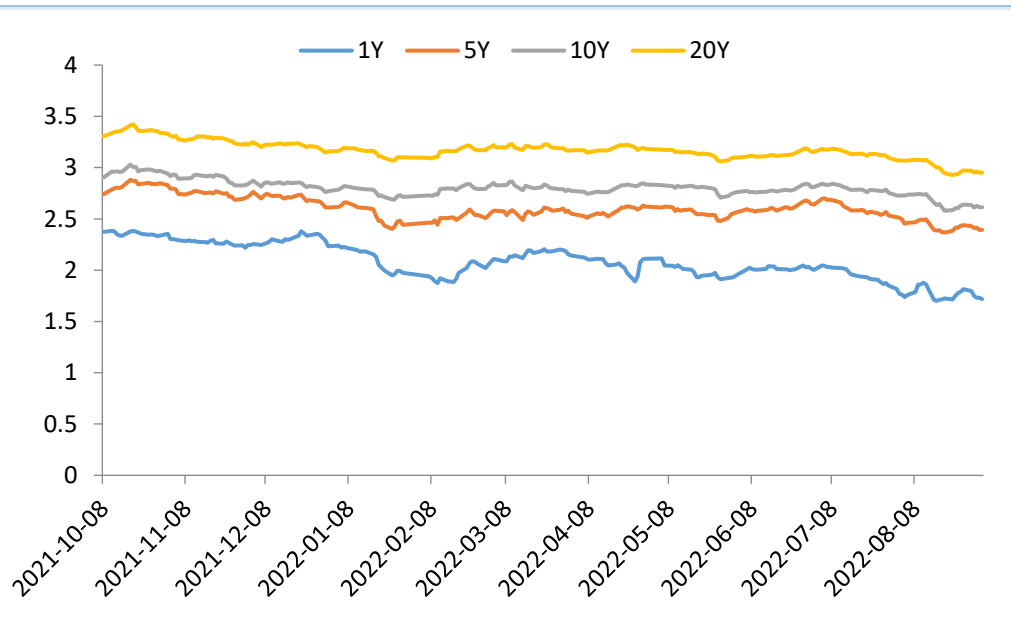
数据来源: wind

银行间质押回购利率



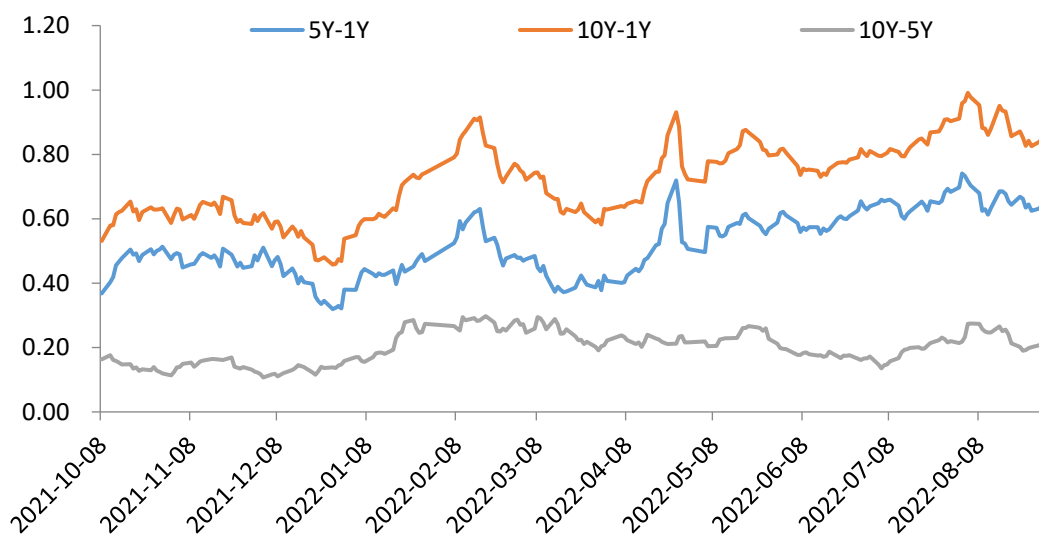
数据来源: wind

现券收益率走势



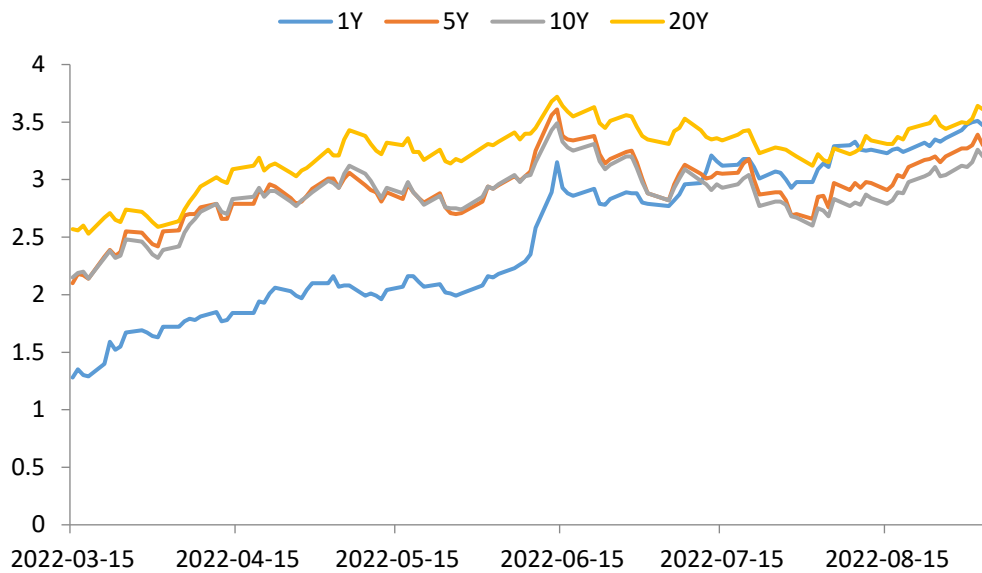
数据来源: wind

国内现券期限利差



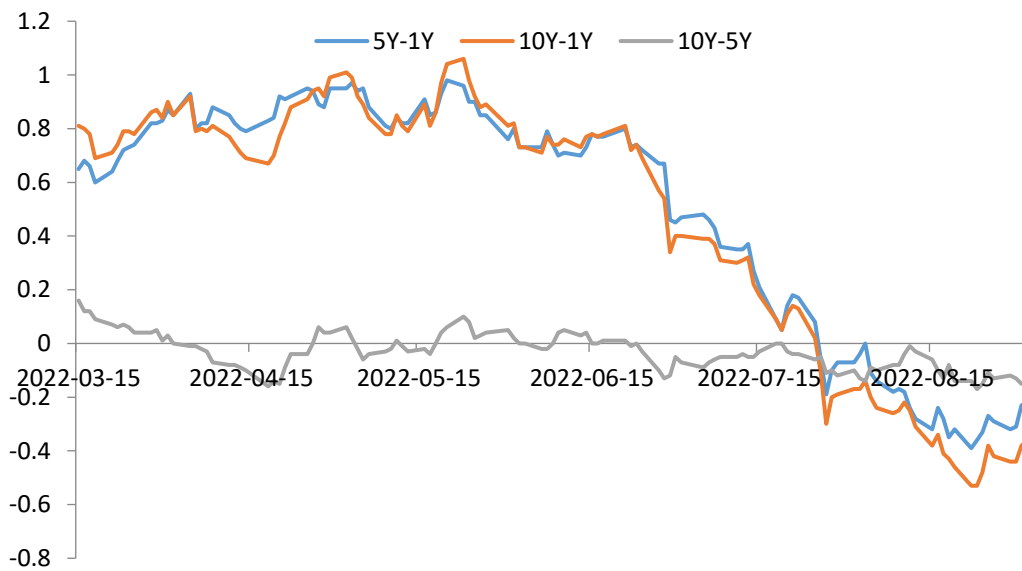
数据来源: wind

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