

海外鹰气更甚，国内修复承压

核心观点：

1、海外近期鹰气更甚，欧央行如期加息 75bp，美联储 9 月加息 75bp 的概率也有明显提升，关键看本周 13 号美国 CPI 表现，如果核心通胀超预期，将明显抬升美联储 9 月加息 75bp 的概率，基本一锤定音。美元指数近日跌离 110 的近 20 年高位，但多受外围市场影响，日央行口头干预日元贬值，欧央行加息等，除此之外俄乌再成热点对市场风险偏好有扰动，需持续关注事态发展。

2、国内层面出口正式确认外需承压，使得国内经济修复预期走弱，通胀超预期回落也印证了当前国内经济面临内忧外患。8 月社融数据确认社融弱反弹，但总体而言，当前经济修复仍缓慢，在大会召开之前，疫情防控或限制增多，消费复苏难以出现根本改善，地产修复仍待纾困政策进一步加码，否则宽信用难以打通，结合通胀表现来看，尽管通胀在 9 月或有小幅上行压力，但社融弱反弹，经济修复关键症结未见明显改善之前货币政策仍未到收紧的时候。

风险提示：疫情不确定性 美国通胀超预期 美国经济超预期

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

第 1 章	海外鹰气不减，国内修复承压.....	3
1.1.	海外鹰气不减，关注美国 8 月 CPI 指引	3
1.2.	国内弱复苏依旧，关注月中经济数据.....	4
	免责声明.....	8

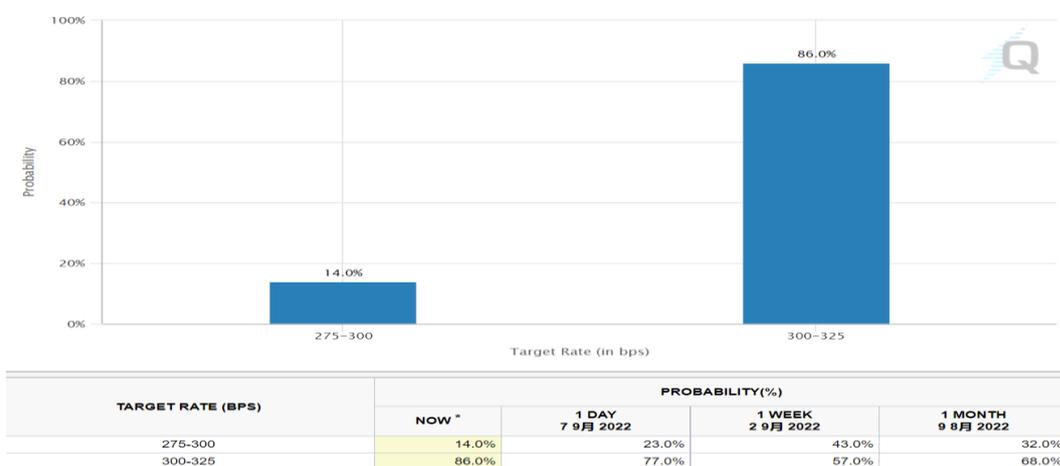
第1章 海外鹰气不减，国内修复承压

1.1. 海外鹰气不减，关注美国 8 月 CPI 指引

上周海外值得关注的主要有鲍威尔在 9 月 FOMC 会议之前的最后一次发言以及欧央行预期，总体而言海外近期鹰派不减。

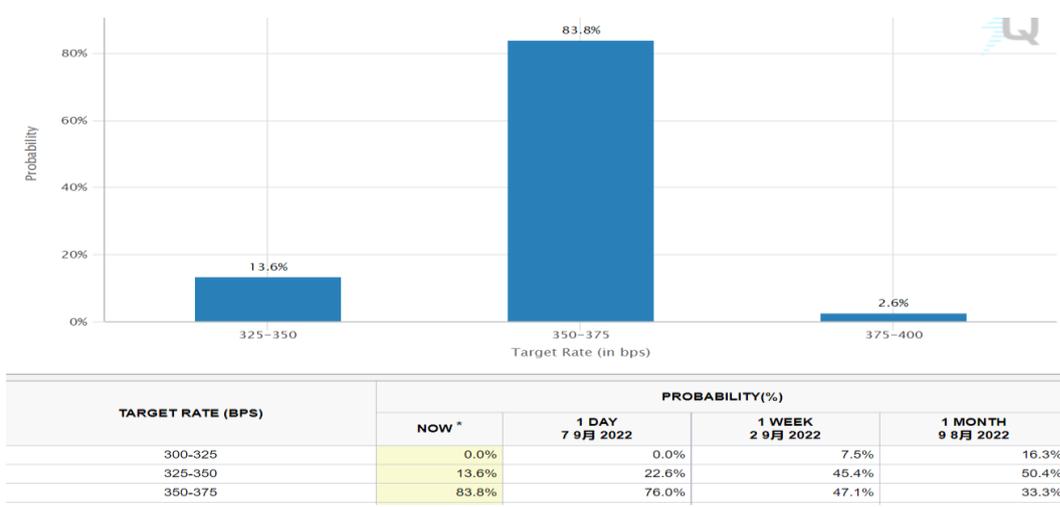
首先，美国方面本周鲍威尔在周四发表讲话，其发言基本与全球央行年会论调保持一致，从近期美联储官员讲话来看整体仍是延续偏鹰派引导，尽管节后 9 月 13 日公布 CPI 数据仍是 9 月 FOMC 会议货币政策走向的关键，但从市场预期来看，相较于之前，市场对于 9 月加息 75bp 的预期大幅攀升至 86%，对于 11 月加息 50bp 的概率同样大幅攀升至 83.8%。

图 1.1.1: 美联储 9 月加息 75BP 的概率大幅攀升至 86%



资料来源: FED WATCH 南华研究

图 1.1.2: 11 月加息 50bp 的概率增加至 83.8%



资料来源: FED WATCH 南华研究

从美元指数表现来看，近一周美元指数似乎有所回落，但美指回落背后并非市场对美联储紧缩预期降温所致，美元指数的回落更多是受到外围市场的影响，美指本周从被动升值切换为被动贬值背后的原因主要有以下三点：

1) 日央行口头干预下日元快速贬值压力得到短暂缓解

在上周三，美元兑日元快速攀升至 145 附近，日元大幅贬值迎来官方密集口头干预，本周三，日本内阁官房长官松野博一表示，对近期日元汇率快速、单边的下跌走势感到担忧。若日元近期走势持续，将采取必要措施；本周四，日本发出最强烈口头干预信息。日本财政部、日本央行、金融厅于当地时间 16:45（北京时间 15:45）举行了三方会议，为 6 月以来首次。尽管口头干预，但是日元升值幅度相对比较有限，仍然在 140 以上运行。对于日元走向，短期的口头干预可能会降低日元贬值的速率，但日元最终的趋势还是取决于日央行的政策操作，如果是保债弃汇，那么日元的贬值趋势在美债利率见顶之前难以结束；但如果弃债保汇，则将导致巨大的债务风险和贸易逆差的加深，进而出现出口以及制造业危机的发生，也达不到最终的保汇目的。所以往后看，尽管日央行进行口头干预，但四季度预计日元仍难以逆转贬值的趋势，关注日本央行可能采取的干预措施，其中是否调整 YCC 控制将成为关注重点。

2) 欧央行如期加息 75bp，10 月欧央行仍可能加息 50bp 或 75bp

9 月 14 日欧央行 9 月议息会议历史性加息 75bps，政策利率摆脱负利率，并且上调了通胀预测、下调了经济增长预测，整体基调较为鹰派。欧央行的鹰派表态短暂拉涨了欧元，也是上周四欧元上涨的原因之一。周日德国央行行长称德国支持欧洲进一步加息，并认为通胀形势在 2023 年中期才有所缓解，这也但是，欧央行不同于美国，欧央行对激进加息的承受力要差于美国，从欧美经济基本面来看，欧洲经济最快可能在四季度就陷入到衰退当中，欧央行鹰派表态对欧元的支撑力度相对有限。

3) 俄乌再成热点，风险资产狂欢，美指回落至 108

俄乌冲突再填新变局，近期乌克兰反击势头较猛，乌克兰武装部队总司令称自 9 月以来，乌克兰已重新控制了 3000 余平方公里的土地，在哈尔科夫方向，乌克兰武装部队正在向南、东、北三方推进。俄罗斯交易所在 12 日采取延长交易时长的措施来恢复金融秩序。从市场反应来看，美股反弹，美指回落，风险资产狂欢。尽管俄乌再成热点，战争何时结束对能源危机、高通胀、欧美加息这些核心问题都将产生重大影响，这也是风险资产狂欢的原因所在，但是后期战争局势走向何方不确定性仍然很高，后期走向仍需持续关注。

1.2. 国内弱复苏依旧，关注月中经济数据

上周及中秋节假日期间国内市场值得关注的事件或数据主要有四川泸定地震、国内通胀、出口数据以及社融数据，从经济表现及预期来看，四川泸定地震、国内出口数据的出炉其实在一定程度上使得当前国内经济修复预期承压，国内通胀端 CPI 以及 PPI 同比均出现超预期下滑，这背后同样反映了内需疲弱以及外需承压的双重事实，周五社融数据的公布虽然数据显示结构及总量均有所改善，与 8 月官方 PMI 显示经济弱企稳一脉相承，总体来看，地产仍疲弱，基建形成实物工作量加速，经济整体仍处于弱复苏状态。

通胀方面，归根结底 CPI 同比涨幅不及预期且回落的根源在于经济弱修复的底色，剔除高温干旱天气这一短期扰动外，地产和疫情是当前内需修复的两大关键阻碍，在大

会结束之前这两大顽疾预计都难以出现显著改善，经济弱修复预期仍将延续。往后看，尽管通胀在 8 月的高位回落可能只是暂时的，三季度仍有破 3.0% 风险，但经济弱修复的现状不改变，通胀压力对货币政策就不会形成实质性扰动，而且经济疲弱是根本，通胀压力只是经济表现的因，当前稳增长仍是重中之重。从剪刀差来看，PPI 与 CPI 剪刀差已经呈现负值，利好企业利润修复，但工业企业利润的修复根本不能靠通胀压力传导的放缓，内外需修复才是关键，放眼当下，外需在本月正式确认回落，出口放缓已是定局，内需修复的关键同样在地产和疫情，虽然剪刀差由正转负利好消费业，但根本上还是要看国内经济修复的情况。

出口方面，8 月以美元计价的出口金额同比增长仅为 7.1%，较上月下降 10.9 个百分点，远不及彭博预期的 13%，与此同时，进口金额增速为 0.3%，较上月下滑 2 个百分点，也不及彭博预期 1.1%，表明内外部需求都很弱。外部需求集体哑火是出口大幅不及预期的最为重要原因。之前我们强调的外需回落将导致出口增速下滑的判断在 8 月成真。但后市来看，这种下滑速度是否都会如 8 月出口所表现的那样仍有待商榷。当出口黯然失色，市场对国内经济的悲观预期再起，预计政策的友好性将持续体现。

金融方面，在 7 月数据崩塌后，8 月金融数据整体表现有所企稳，但老问题持续，虽然政策发力开始显现，但短期宽信用的关键在于地产，目前经济还是处于弱复苏状态，“宽信用”之路依然崎岖。

从高频数据来看，相较于 7 月，8 月房地产销售总体有所下降，地产纾困政策短期仍未见效，8 月存在高温限电、疫情反复加剧等扰动，预计工业生产以及消费修复或不及预期，总体而言，关注 8 月中旬经济数据公布对经济修复预期的影响。

图 1.2.1：通胀短期回落，内需疲弱是底色

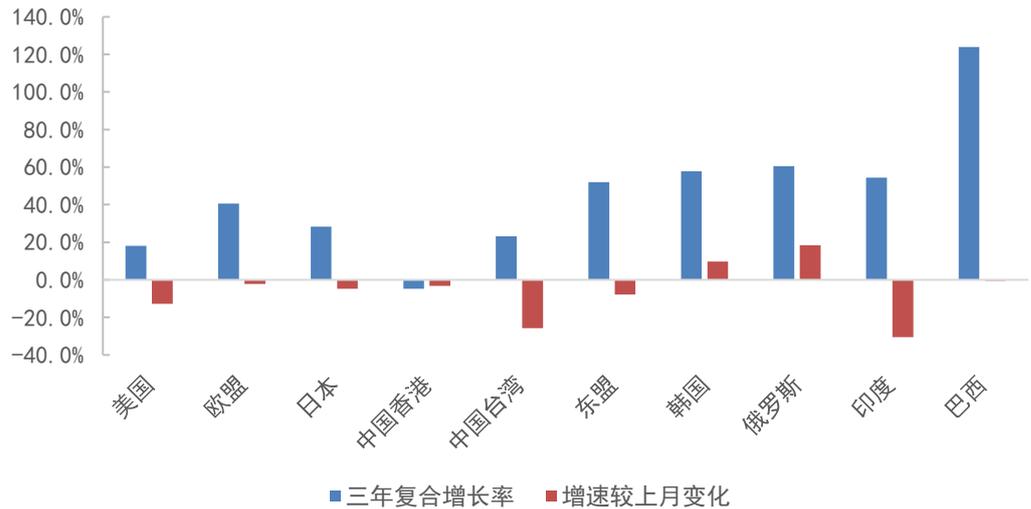


资料来源：Choice 南华研究

政策层面，国内央行在上周一调降外准，主要因人民币汇率贬值速率过快，对人民币汇率进行预期干预，短期来看人民币汇率破 7 概率明显降低。货币政策及财政政策层面，9 月 7 日国务院召开国常会，会议上除了五方面促就业举措，还提出要着力以消费和投资拉需求、促进社会投资、以投资带消费；对部分领域设备更新改造贷款阶段性财

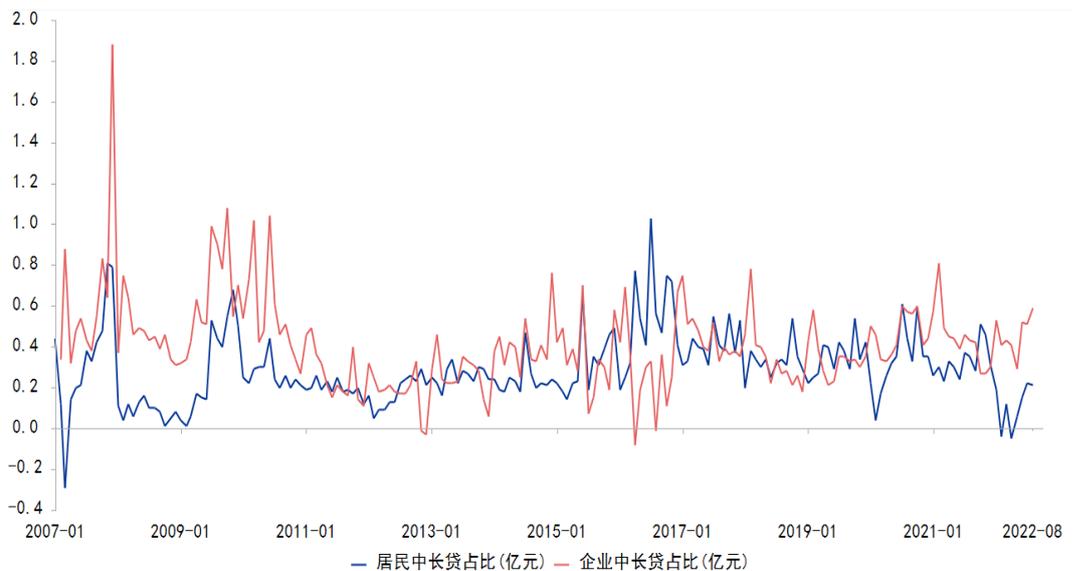
政贴息和加大社会服务业信贷支持，促进消费发挥主拉动作用；确定依法盘活地方专项债结存限额的举措，更好发挥有效投资一举多得作用。总体而言，当前经济修复仍缓慢，在大会召开之前，疫情防控或限制增多，消费复苏难以出现根本改善，地产修复仍待纾困政策进一步加码，否则宽信用难以打通，结合通胀表现来看，尽管通胀在9月或有小幅上行压力，但社融弱反弹，经济修复关键症结未见明显改善之前货币政策仍未到收紧的时候。

图 1.2.2：出口正式回落，后期斜率有待商榷



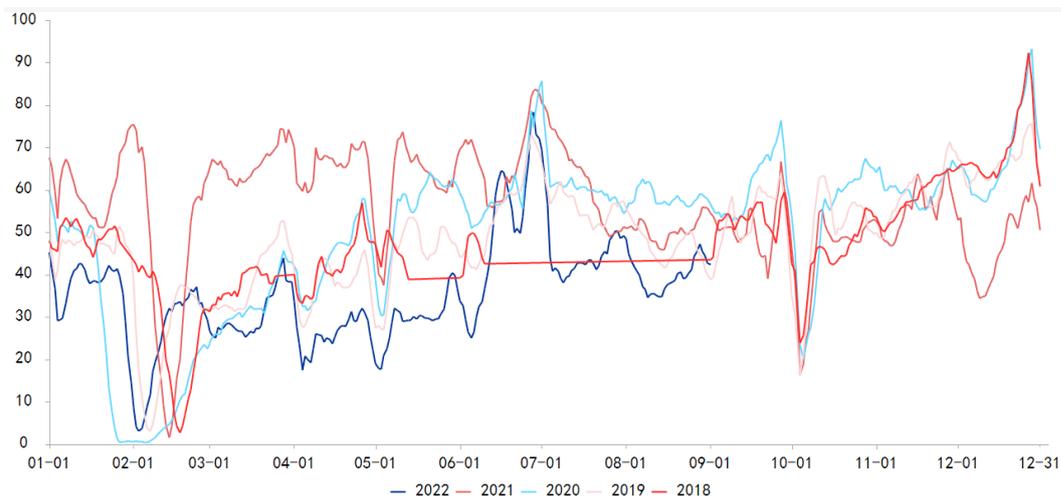
资料来源：Choice 南华研究

图 1.2.3：社融表现弱反弹，信贷结构好转，居民中长贷占比下降



资料来源：Choice 南华研究

图 1.2.4: 30 大中城市商品房销售先降后升，地产仍疲弱，纾困政策未明显见效



资料来源: Choice 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：浙江省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