

海外压通胀，国内经济修复有望提速

核心观点：

1、关于美联储9月采取100BP的加息幅度预期属于市场反映过度，75BP更可能是美联储的选择。一方面，8月数据无论怎么超预期，但仍然是第二个月回落，也就是说整体CPI同比回落的态势不变。在这种趋势下，如果进一步提高加息幅度，如由75BP提高至100BP，其实必要性并没有那么强。另一方面，近期多项通胀预期指标确实出现了较为明显的回落。在通胀预期有较为明显下行的状态下，再次加大单次加息力度似乎概率也不是太高。

2、存款端利率再次下降，意味着20日LPR的下降概率明显上升。此外，8月MLF到期6000亿，央行续作4000亿，9月同样如此，尽管连续两个月缩量续作，不排除央行会有进一步的降准操作，以释放更多的便宜资金入市。

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

第 1 章 海外压通胀，国内经济修复提速.....	3
1.1. 海外：美联储 9 月加息 75BP 的概率较大	3
1.2. 国内：经济修复有望提速，货币政策将继续发力.....	5
1.2.1. 国内经济修复有望提速.....	5
1.2.2. 降准降息依然可期	7
免责声明.....	8

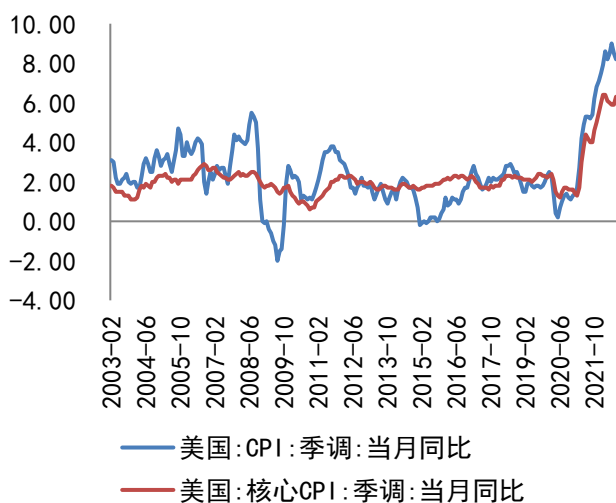
第 1 章 海外压通胀，国内经济修复提速

1.1. 海外：美联储 9 月加息 75BP 的概率较大

8 月美国通胀继续回落，录得 8.3%，高于预期的 8.1%，而核心通胀则录得 6.3%，高于预期的 6.1%，CPI 以及核心 CPI 双双超预期引爆市场，美指大幅拉升，再次回到 110 关口附近，10 年期美债收益率已经逼近前期接近 3.5% 的高点，2 年期美债收益率则早已突破前期新高，目前已高达 3.78%，10Y-2Y 期限利差倒挂程度再次加深。

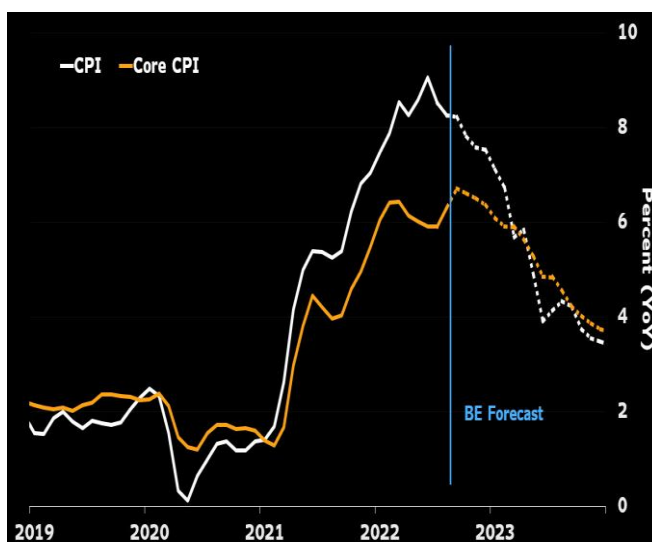
8 月尽管 CPI 同比超预期，但结合前几个月走势来看，8 月 CPI 同比已是连续第二个月回落，再次证实 6 月的 9.1% 是高峰，其实是朝着有利的方向在演变的。问题在于核心 CPI 比预想的顽固。在 8 月之前，尽管 CPI 同比在走高，但核心 CPI 已连续 5 个月回落，如今这一局面被打破，甚至有部分分析认为 2 月和 3 月创下的核心 CPI 同比 6.4% 不是顶，未来几个月将突破这一高点。

图 1.1.1：CPI 和核心 CPI 双双超预期（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：彭博预测未来通胀演变



数据来源：Bloomberg 南华研究

由于核心 CPI 相对 CPI 更加顽固，因此，在美国通胀数据出来后，9 月加息幅度预期值再次提高。在之后的情绪发酵过程中，9 月加息 100BP 的预期一度高达 40%，这几天又有回落。

图 1.1.3: 9 月美联储议息会议加息预期



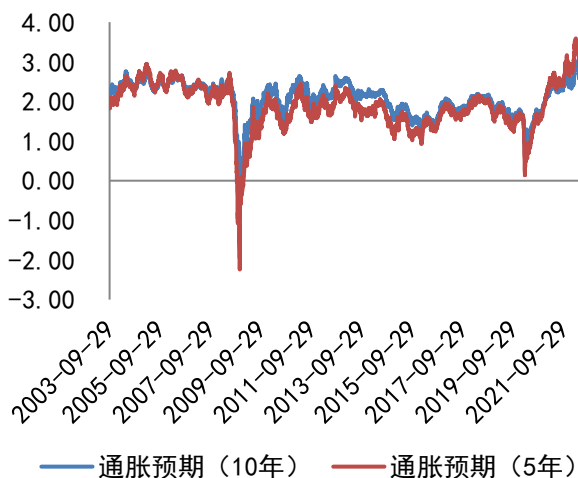
资料来源: Bloomberg 南华研究

尽管核心 CPI 让市场见识了通胀的顽固性，但我们还是认为关于美联储 9 月采取 100BP 的加息幅度预期属于市场反映过度，75BP 更可能是美联储的选择。

一方面，如我们之前所表述的一样，8 月数据无论怎么超预期，但仍然是第二个月回落，也就是说整体 CPI 同比回落的态势不变。鲍威尔在杰克逊霍尔会议上曾说虽然 7 月通胀较 6 月回落，但单月数据不足以令人信服。如今 2 个月的数据虽然仍然不够充分，但无疑可信度提高了。在这种趋势下，如果进一步提高加息幅度，如由 75BP 提高至 100BP，其实必要性并没有那么强。

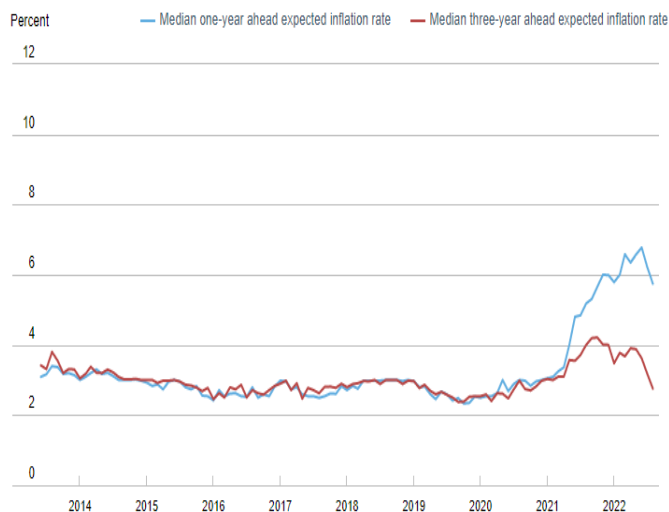
另一方面，鲍威尔反复强调要避免重蹈沃尔克的覆辙。沃尔克抗通胀那么艰难的原因在于一开始通胀未能及时下去，时间拖得越长导致企业部门和家庭部门的长期通胀预期上升，当各方在做决策时将通胀因素考虑在内，通胀将更加长期化。当前鲍威尔越鹰派，表现出来的抗通胀决心越大，市场对于未来通胀的预期也就越弱。目前来看，鲍威尔的做法是有效果的，体现在近期多项通胀预期指标确实出现了较为明显的回落。例如 5 年期通胀保值债券和 10 年期通胀保值债券暗示的通胀预期确实有下滑，而纽约联储的消费者调查通胀预期也已经连续 2 个月回落。在通胀预期有较为明显下行的状态下，再次加大单次加息力度似乎概率也不是太高。

图 1.1.4: CPI 和核心 CPI 双双超预期 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: 彭博预测未来通胀演变



数据来源: 纽约联储 南华研究

1.2. 国内：经济修复有望提速，货币政策将继续发力

1.2.1. 国内经济修复有望提速

周五公布了8月经济数据，经济数据表现有所改善，消费、投资以及生产均有所改善。

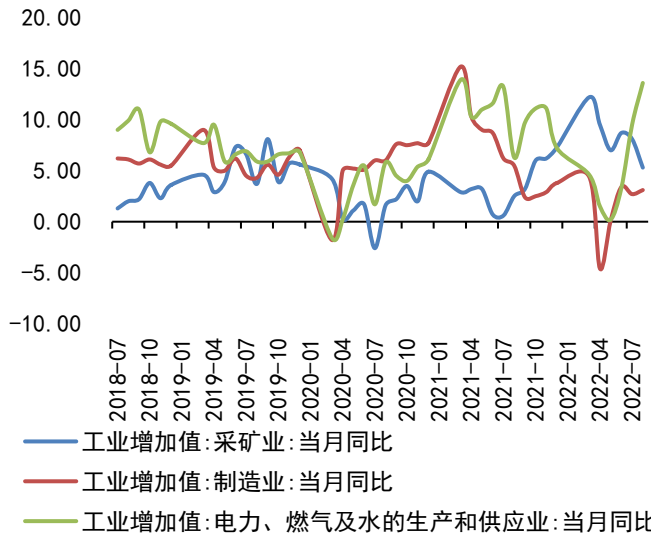
首先，就工业生产而言，8月工业增加值当月同比小幅回升，累计同比持平。分门类看，上游采矿业延续下行趋势，中游制造业持稳，电力等公用事业则明显攀升，与8月四川高温限电下电力需求走高有关。分行业来看，受疫情影响，航空等运输设备工增下降，除此之外，纺织业排行靠后，对应可选消费复苏寡淡，地产相关链条受地产继续探底的影响整体表现靠后。

其次，就消费而言，社零超预期，但背后推手除了汽车等促销政策的助力之外，比较明显的改善在于餐饮收入，这与疫情防控政策不断优化之后对于接触性消费的限制逐渐减轻，但还是老问题，可选复苏缓慢，地产相关链条持续形成拖累。总体来看，社零超预期的背后主要源于服务消费的好转，尽管疫情反复，但疫情防控政策有所优化，对餐饮收入等接触性消费的冲击略有钝化，但在大会之前预计服务消费进一步复苏的力度也相对有限，而地产相关消费仍是社零的主要拖累，持续关注地产纾困政策效果，总体而言，消费复苏趋势持续，但复苏斜率预计先急后缓，在疫情和地产这两大制约下，总体复苏程度不宜高估。

最后对于投资，还是房地产投资继续下探，基建以及制造业向上抬升的格局。首先基建投资增速在本月进一步抬升，与社融数据反馈的信息一致，系在专项债8月底前使用完毕、开发性政策性金融工具相继落地的背景下导致基建形成实务工作量加速所致。制造业投资尽管当月增速抬升，但是在制造业三因素当中，仅利润修复是正向，内外需中内需缓慢，外需向下的大背景下，需求对制造业投资的支撑相对有限，制造业投资后续回升趋势能否持续值得考究。对于房地产，当月投资及累计增速均进一步下探，地产

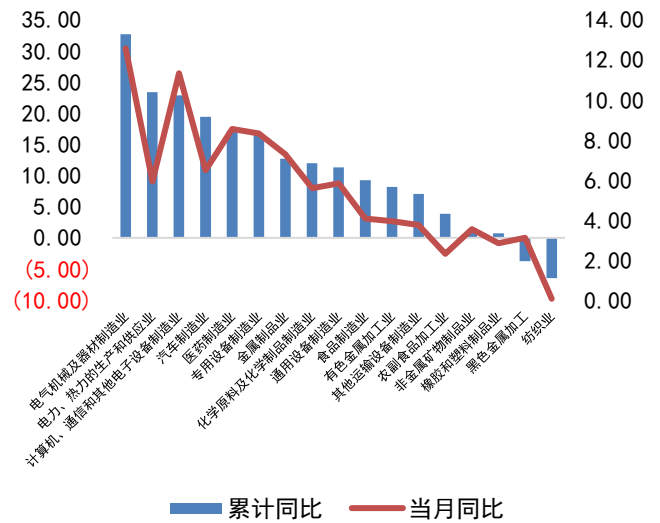
还是最头疼的。从面积端来看，累计同比口径下销售及竣工面积增速跌幅略有收窄，新开工及施工继续下探，当月同比口径下变化一直，但竣工面积当月同比跌幅大幅收窄，与7月以来保竣工不断推进落实有关。从资金端来看，累计同比口径下自筹资金跌幅加深，其余口径改善，当月同比口径下所有口径跌幅均有所收窄，房企资金端出现环比改善的迹象，内外源融资均是如此，政策调整效果逐渐显现，随着资金端以及销售逐渐探底，房地产投资的底部逐渐靠近。

图 1.2.2.1：三大门类中采矿业走低，电力明显走高（%）



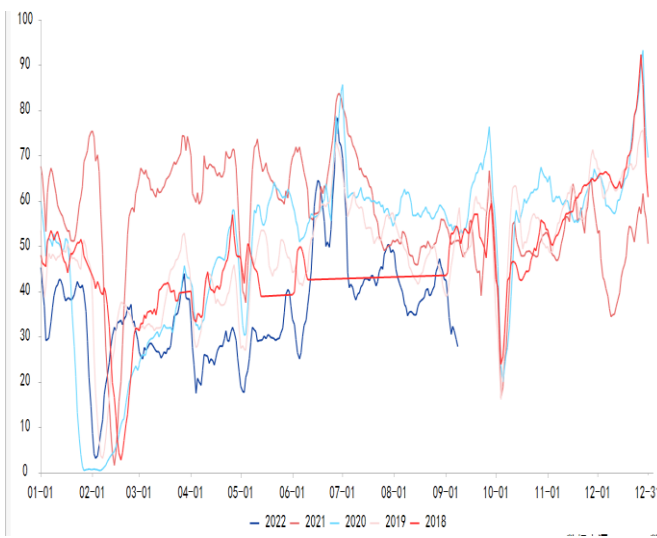
数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2.2：分行业工增表现



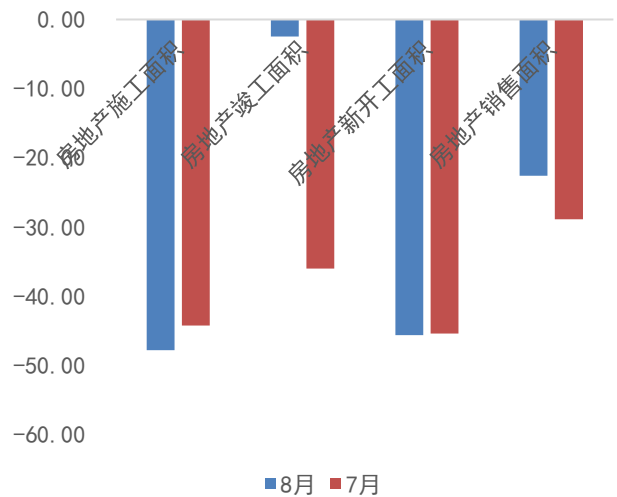
数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2.3：30 大中城市房地产销售（万平方米）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2.4：销售、竣工好转，但新开工以及施工恶化



数据来源：Wind 南华研究

总体而言，8 月经济数据有所改善，疫情对消费的制约有望钝化，但地产的好转还未畅通，一方面销售和竣工好转的幅度有限，这与保交楼政策和调降 LPR 有关，但是销售好转何时传导至拿地上，房地产投资才有望见底回升，这意味着地产纾困政策还需要持续发力，扭转居民预期和企业信心还需时日，但 8 月经济数据的改善有助于改善当前国内经济弱修复的预期。

1.2.2. 降准降息依然可期

周三，不少媒体报道，多家国有大行自 9 月 15 日起再度调整个人存款利率，包括活期存款和定期存款在内的多个品种利率有不同幅度的微调。其中，三年期定期存款和大额存单利率下调 15 个基点。

我们知道央行降低 LPR 主要有两种方式，一种是通过降息链条实现，即如 8 月操作所示，先降息 OMO 和 MLF 利率，然后再传导至 LPR，降准也可以为 LPR 的下降提供空间。另一种则是如 5 月操作所示，即使 OMO 和 MLF 未动，但通过存款端利率改革，降低银行负债端成本，也可以为资产端 LPR 的下降腾挪空间。

9 月 15 日，OMO 和 MLF 利率未动，但我们看到存款端利率再次下降，也就意味着 20 日 LPR 的下降概率明显上升。

此外，8 月 MLF 到期 6000 亿，央行续作 4000 亿，9 月同样如此，尽管连续两个月缩量续作，不排除央行会有进一步的降准操作，以释放更多的便宜资金入市。

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