



2022年9月18日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



8 月经济数据低位企稳，宏观经济仍处弱修复

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 政策发力和低基数效应是 8 月经济修复特征：8 月经济数据整体超预期，同比回升主要源于低基数的支撑，基建和制造业表现偏强，政策性金融发力支撑基建投资高位提速，但房地产投资仍在探底，政策保交楼推动竣工回升，但前端拿地开工降幅仍在扩大，消费受低基数贡献大明升实降，出口高位回落外需压力增大。整体来看，8 月经济数据映射了“高温限电+疫情反弹+政策重心重回稳增长”的影响，政策发力驱动迹象明显，8 月中下旬密集出台了包括下调 LPR 利率、增加基建项目资金、政策性银行借款支持“保交楼”等政策，但经济仍然呈现弱修复结构特征。2) 央行 MLF 平价续作并小幅缩量：央行开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率持平上月 2.75%，小幅缩量符合市场预期，主因当前流动性充裕下银行对 MLF 资金需求较低。而政策利率方面，美联储 9 月加息 75bp 窗口+国内 CPI 破 3% 渐进，内外平衡压力仍大，且上月降息后仍处货币政策效果观察期，央行 MLF 连续调降概率不大。中期看，经济当前仍处在弱修复阶段，政策驱动融资需求弱复苏但内生动力不足，货币政策仍然易松难紧，LPR 报价、尤其是 5 年期以上 LPR 仍有下调空间。

高频数据显示：1) 美国 8 月 CPI 超预期，美联储 9 月加息 75 个基点预期强化，服务业通胀粘性较强下美国通胀拐点可期但回落不易，终点利率高+持续时间长的预期得到强化；2) 国内疫情整体收敛但各地零星病例仍多，居民活动恢复仍有阻碍；3) 9 月商品房销售再度回落，居民信心修复仍难扭转；4) 高温限电缓解支撑开工率多数回升；5) 政策重心重回稳增长下工业品价格整体持稳，水泥价格旺季不旺；6) 农产品价格指数转为回落，蔬菜猪肉价格涨幅放缓。

整体来看，当前宏观经济主线为“地产去杠杆成为内需下行主线+外需面临弱化压力+防疫仍是重心”，微观主体活力仍不足，稳增长压力依然严峻，高温等扰动退却后疫情等冲击仍在，经济仍处在潜在增速之下。我们认为在低基数效应下三季度经济增速仍难达到 4%，而四季度内需或受到政策端的支撑，但外需面临弱化压力，经济或仍保持弱修复状态。政策仍需积极加力，货币政策依然易松难紧。

往后看，流动性预期和风险偏好的修复有望支撑股指估值的修复，但经济修复程度弱仍拖累盈利增长，而 8 月经济数据显示出的“低位初步企稳”迹象也或使得市场对政策稳增长动力预期有所弱化，对权益市场带来一定的负面影响。不过中长期看股市难有大涨大跌行情，缺乏主线下整体仍以震荡为主。而对于债市来说，“低位初步企稳”的预期也对长端利率带来一定扰动，叠加“美联储加息+CPI 破 3% 压力+利率债供给+资金利率向政策利率缓步回归”下，9-10 月扰动加大，但经济仍在潜在增速之下，货币宽松格局难以改变，长端利率低位的时间或将延长。

风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、宏观经济仍在弱修复

● 政策发力和低基数效应是 8 月经济修复特征

国家统计局发布 8 月经济数据：1) 中国 8 月规模以上工业增加值同比 4.2%，前值 3.8%。2) 中国 8 月社会消费品零售总额同比 5.4%，前值 2.7%。3) 中国 1-8 月固定资产投资同比 5.8%，前值 5.7%。其中房地产开发投资累计同比-7.4%，前值-6.4%；基建(含电力)投资累计同比 10.4%，前值 9.6%；制造业投资累计同比 10.0%，前值 9.9%。4) 8 月全国城镇调查失业率 5.3%（前值 5.4%），其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 18.7%、4.3%（7 月分别为 19.9%、4.3%）。

图 1：宏观经济热力图

| 指标 | 同比 | 22-08 | 22-07 | 22-06 | 22-05 | 22-04 | 22-03 | 22-02 | 22-01 | 21-12 | 21-11 | 21-10 |
|--------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工业增加值 | | 4.2 | 3.8 | 3.9 | 0.7 | -2.9 | 5.0 | 7.5 | #N/A | 5.8 | 5.4 | 5.2 |
| 固定资产投资 | | 6.5 | 3.5 | 5.8 | 4.5 | 1.8 | 6.7 | 12.2 | #N/A | 3.9 | 3.6 | 3.3 |
| 基建 | 当月同比% (2021为 两年平均) | 14.2 | 9.1 | 8.2 | 7.2 | 3.0 | 8.8 | 8.1 | #N/A | -0.3 | -0.1 | 0.9 |
| 房地产 | | -13.8 | -12.3 | -9.4 | -7.8 | -10.1 | -2.4 | 3.7 | #N/A | -3.0 | 3.0 | 3.3 |
| 制造业 | | 10.6 | 7.5 | 9.9 | 7.1 | 6.4 | 11.9 | 20.9 | #N/A | 11.0 | 11.2 | 6.9 |
| 社消零售 | | 5.4 | 2.7 | 3.1 | -6.7 | -11.1 | -3.5 | 6.7 | #N/A | 3.1 | 4.4 | 4.6 |
| 出口金额 | | 7.1 | 18.0 | 17.7 | 16.4 | 3.6 | 14.4 | 6.1 | 24.0 | 19.4 | 21.1 | 18.6 |
| 进口金额 | | 0.3 | 2.3 | 1.0 | 4.0 | 0.1 | 0.5 | 15.2 | 24.7 | 13.5 | 17.2 | 12.2 |
| CPI | 当月同比% | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 1.5 | 0.9 | 0.9 | 1.5 | 2.3 | 1.5 |
| PPI | 当月同比% | 2.3 | 4.2 | 6.1 | 6.4 | 8.0 | 8.3 | 8.8 | 9.1 | 10.3 | 12.9 | 13.5 |
| M1 | % | 6.1 | 6.7 | 5.8 | 4.6 | 5.1 | 4.7 | 4.7 | -1.9 | 3.5 | 3.0 | 2.8 |
| M2 | % | 12.2 | 12.0 | 11.4 | 11.1 | 10.5 | 9.7 | 9.2 | 9.8 | 9.0 | 8.5 | 8.7 |
| 社融 | 存量同比% | 10.5 | 10.7 | 10.8 | 10.5 | 10.2 | 10.5 | 10.2 | 10.5 | 10.3 | 10.1 | 10.0 |
| 失业率 | 城镇调查 | 5.3 | 5.4 | 5.5 | 5.9 | 6.1 | 5.8 | 5.5 | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 4.9 |

资料来源：Wind，优财研究院

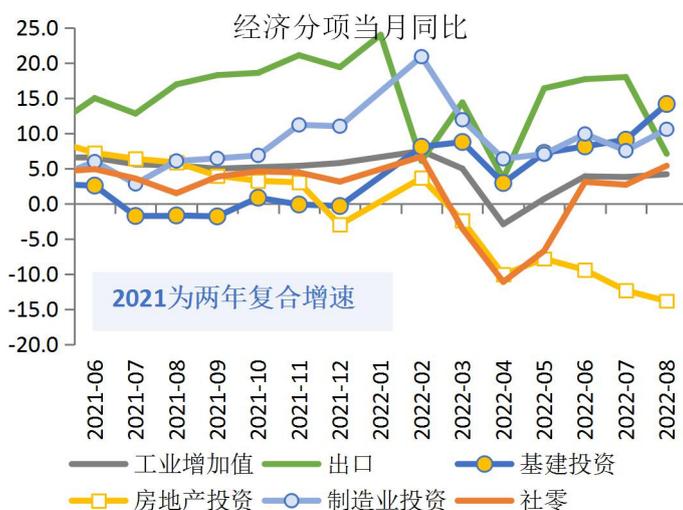
8 月经济数据整体超预期，同比回升主要源于低基数的支撑，去年 8 月洪涝灾害天气+缺芯缺电限产+能耗双控+国内疫情和防控升温多重因素冲击下供需双弱，而从季调后数据来看，生产和消费环比等仍有走弱。从分项来看，基建和制造业表现偏强，政策性金融发力支撑基建投资高位提速，而房地产投资仍在探底，政策保交楼推动竣工回升，但前端拿地开工降幅仍在扩大，消费受低基数贡献大明升实降，出口高位回落下外需压

力增大。

整体来看，8月经济数据映射了“高温限电+疫情反弹+政策重心重回稳增长”的影响，政策发力驱动迹象明显，8月中下旬密集出台了包括下调LPR利率、增加基建项目资金、政策性银行借款支持“保交楼”等政策，但经济仍然呈现弱修复结构特征，与当月融资需求的弱改善保持一致。

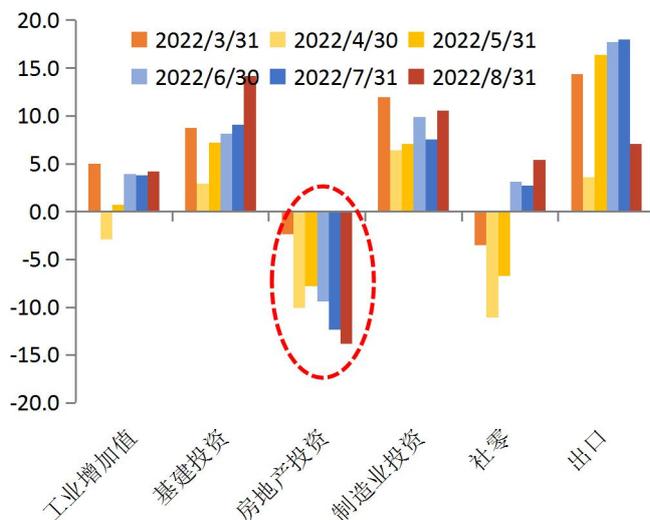
当前宏观经济主线为“地产去杠杆成为内需下行主线+外需面临弱化压力+防疫仍是重心”，微观主体活力仍不足，稳增长压力依然严峻，高温等扰动退却后疫情等冲击仍在，经济仍处在潜在增速之下。我们认为在低基数效应下三季度经济增速仍难达到4%，而四季度内需或受到政策端的支撑，但外需面临弱化压力，经济或仍保持弱修复状态。

图 2：政策支撑下基建和制造业表现偏强（%）



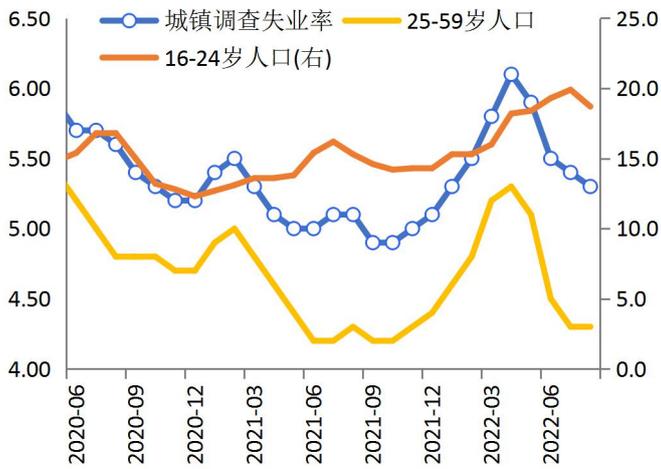
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资仍在探底（%）



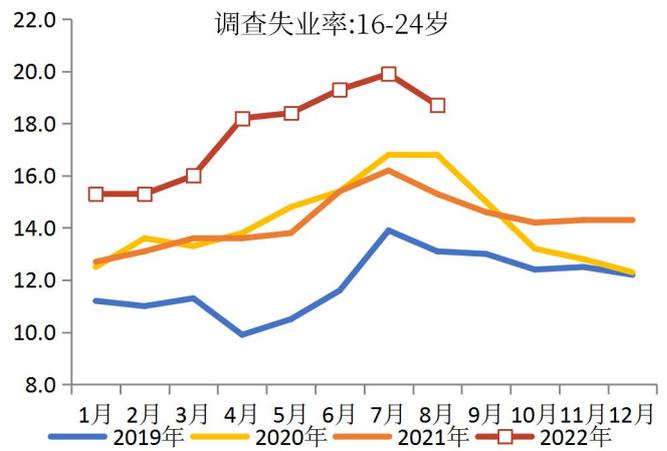
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：结构性失业压力仍然较大（%）



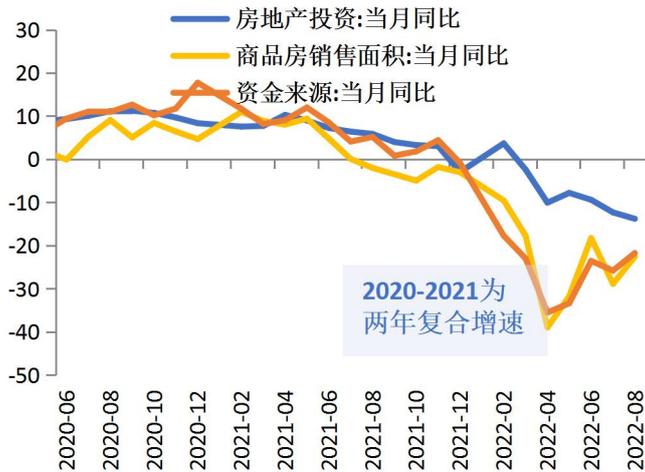
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率回落但仍较高（%）



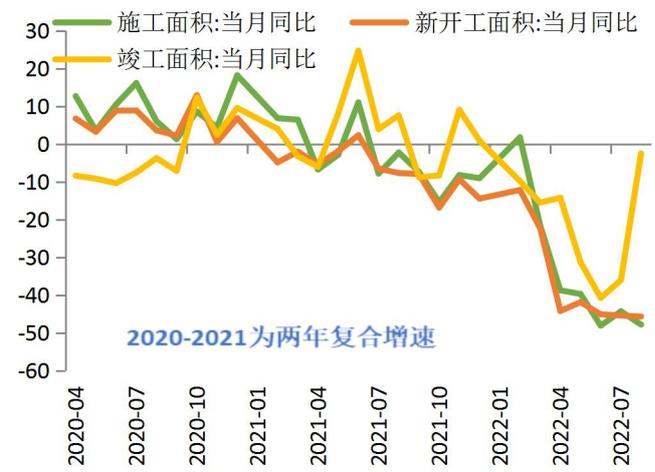
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：房地产投资底仍未探明（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：政策“保交房”支撑竣工增速底部回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

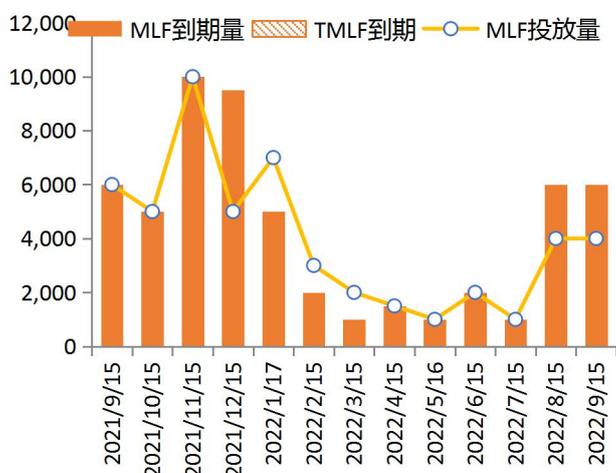
● 央行 MLF 小幅缩量平价操作

央行 9 月 15 日开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率持平上月（2.75%），当日日有 6000 亿元 MLF 到期。

央行等价小幅缩量续作，符合市场预期，当前资金利率仍明显偏离政策利率，银行

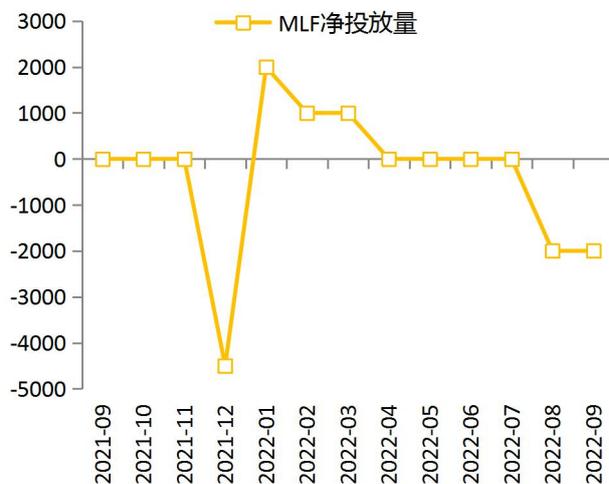
对 MLF 资金需求较低。而政策利率方面，8 月降息后人民币贬值压力加大，且美联储 9 月加息 75bp 窗口在即，外部平衡仍面临压力。而国内 CPI 破 3% 渐进，且 8 月 MLF 降息 10BP 引导 5 年期 LPR 下调 15BP 后，地产放松政策仍在逐步加码，地产销售存在小幅边际改善，货币政策短期仍是稳地产效果观察期，央行 MLF 连续调降概率不大。中期看，经济当前仍处在弱修复阶段，政策驱动融资需求弱复苏但内生动力不足，货币政策仍然易松难紧，LPR 报价、尤其是 5 年期以上 LPR 仍有下调空间。

图 8：央行 MLF 续作小幅缩量（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：央行连续两月小幅缩量续作 MLF（亿元）



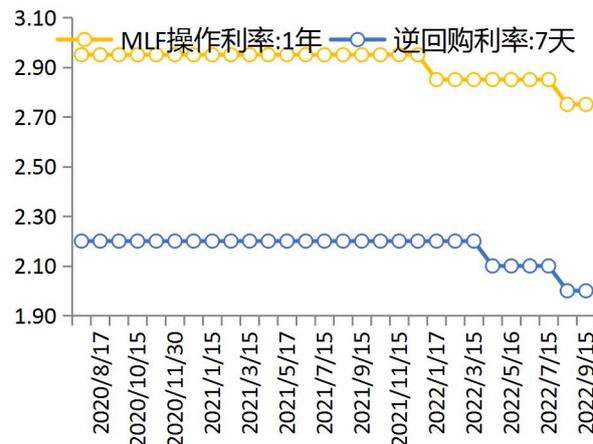
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：市场利率仍明显偏离政策利率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：操作利率持平上月（%）



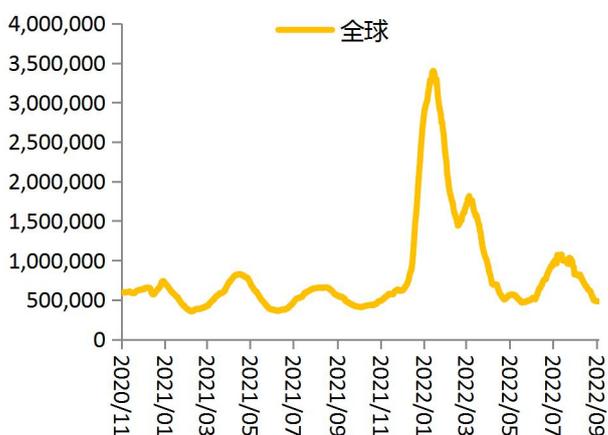
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

美国 8 月 CPI 超预期，美联储 9 月加息 75 个基点预期强化。美国劳工部数显示，美国 8 月 CPI 同比上升 8.3%，高于市场预期的 8.1%；环比则上升 0.1%，市场预期会下降 0.1%。剔除食品和能源的核心 CPI 同比上升 6.3%，环比上升 0.6%，也均高于市场预期。

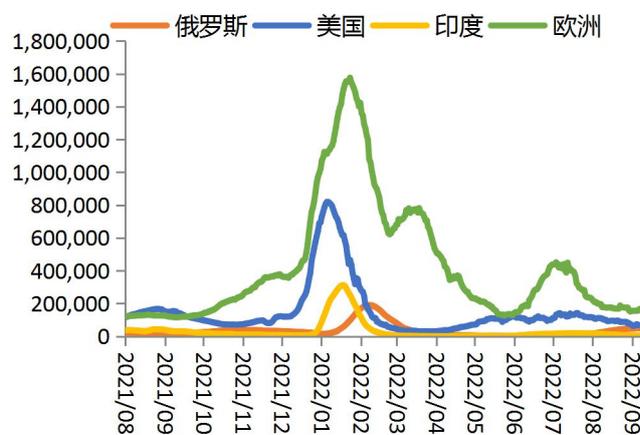
我们认为当前美联储加息的背后仍是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性仍然较强，通胀风险未被消除下美联储仍不得不采取积极措施，而对潜在的经济衰退容忍度在上升，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

图 12: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源: Wind, 优财研究院

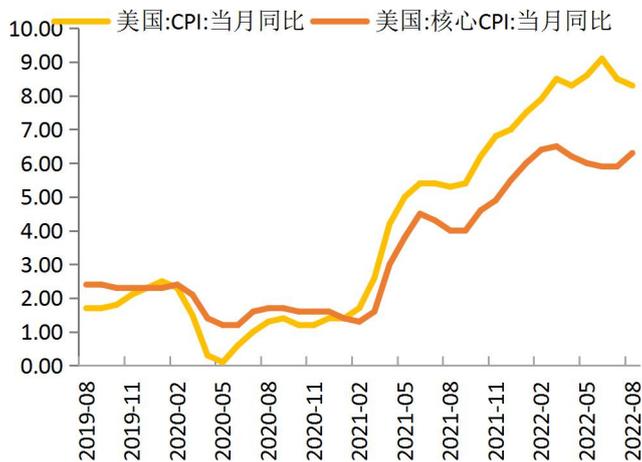
图 16: 美债实际收益率 VS 黄金

图 17: 运价指数

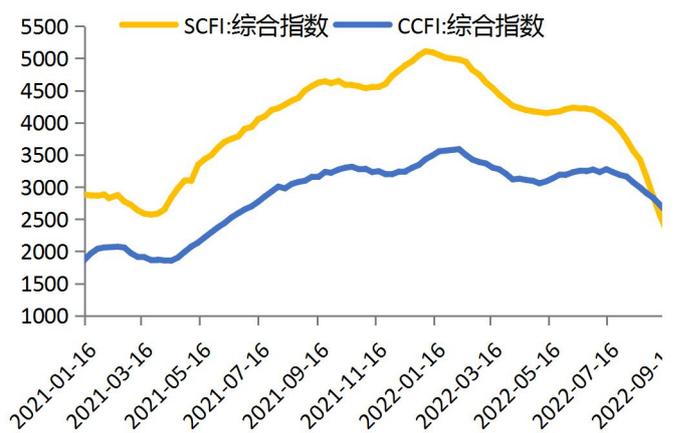


资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美国通胀高位回落，但核心通胀回升 (%)

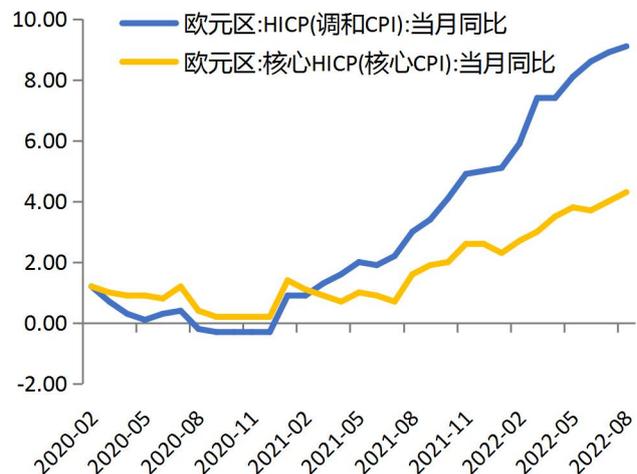


资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：欧元区通胀仍在上行 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 疫情：国内疫情整体收敛但各地零星病例仍多，居民活动恢复仍有阻碍

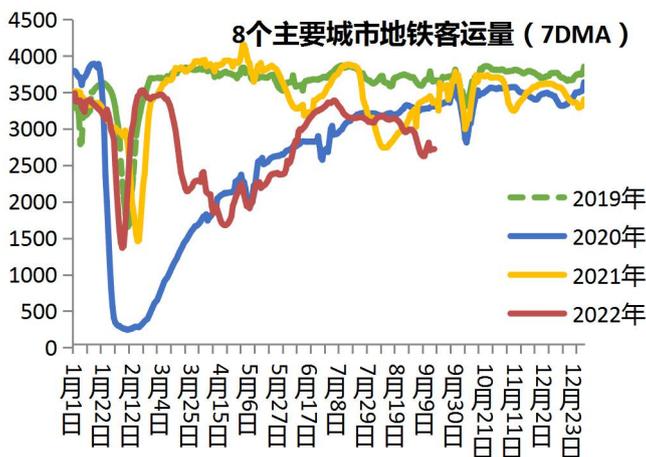
图 20：全国当日新增确诊（例）

图 21：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



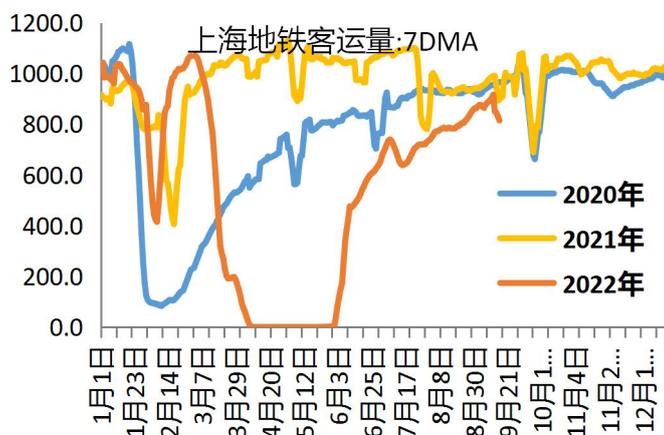
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 8 个主要城市地铁客运量 (万人次)



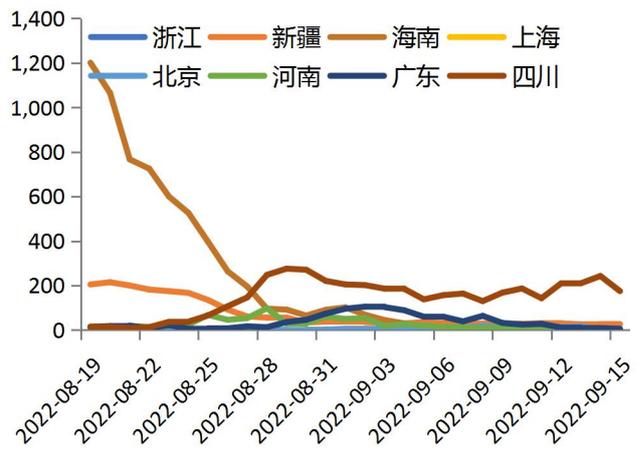
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 上海地铁客运量 (万人次)



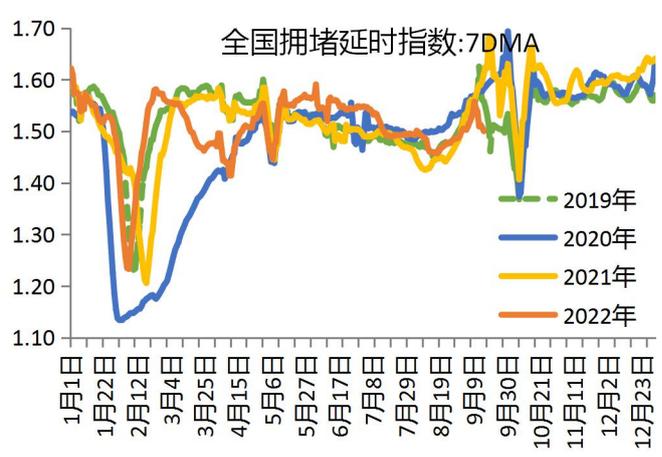
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 北京拥堵延时指数



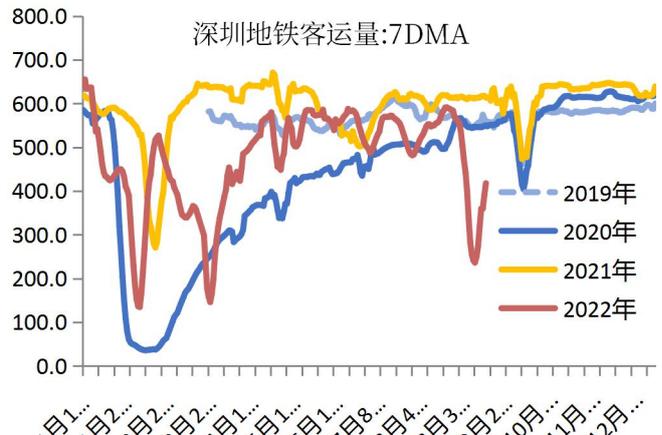
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 全国拥堵延时指数



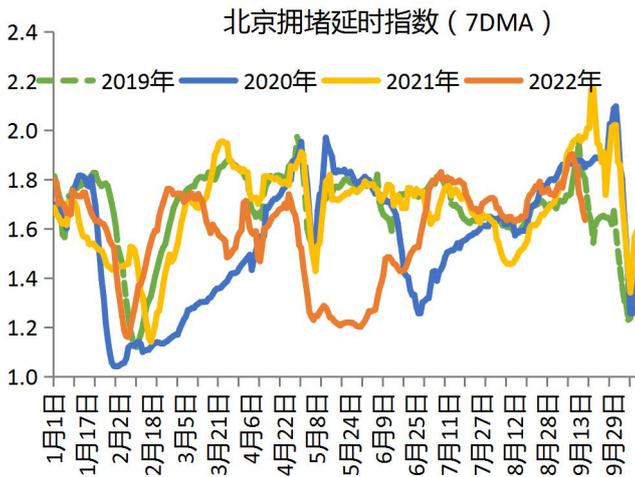
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 深圳地铁客运量 (万人次)

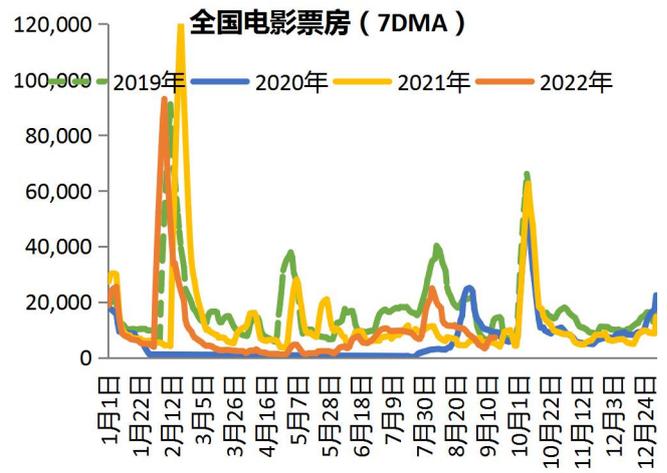


资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 全国电影票房 (万元)



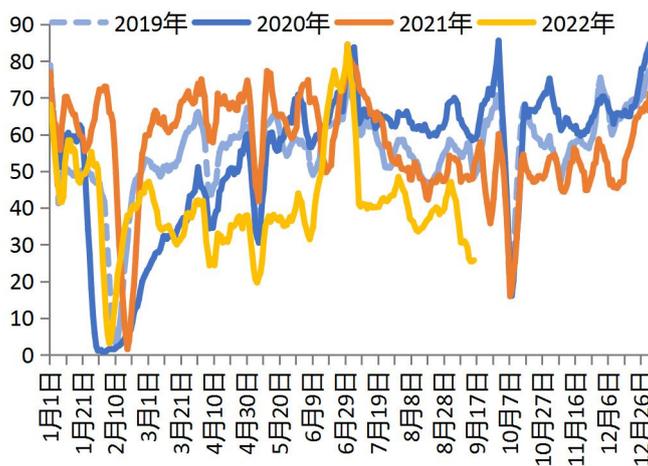
资料来源: Wind, 优财研究院



资料来源: Wind, 优财研究院

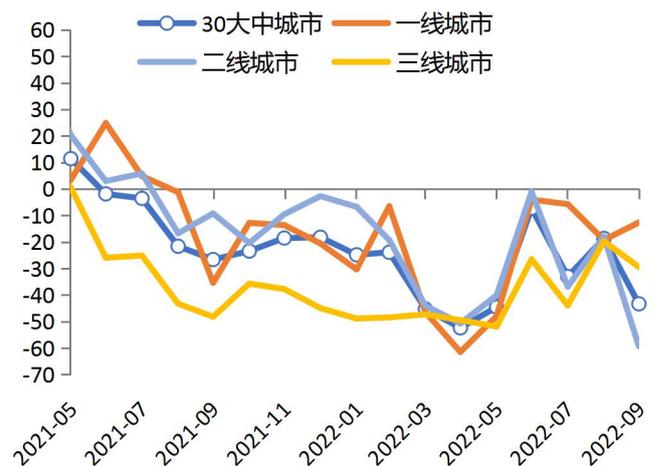
2. 需求: 9月商品房销售再度回落, 居民信心修复仍难扭转

图 28: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

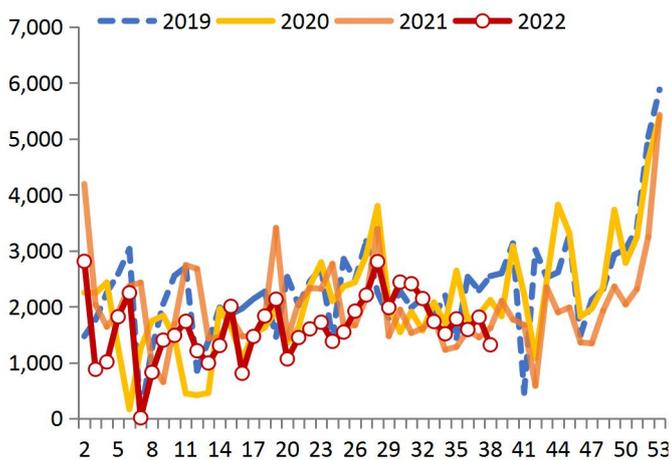
图 29: 30 城商品房成交面积同比 (%)



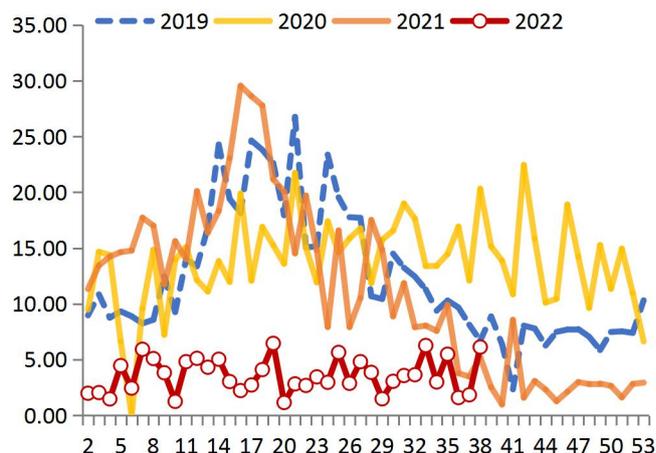
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 百城土地成交面积 (万平方米)

图 31: 百城土地成交溢价率 (%)



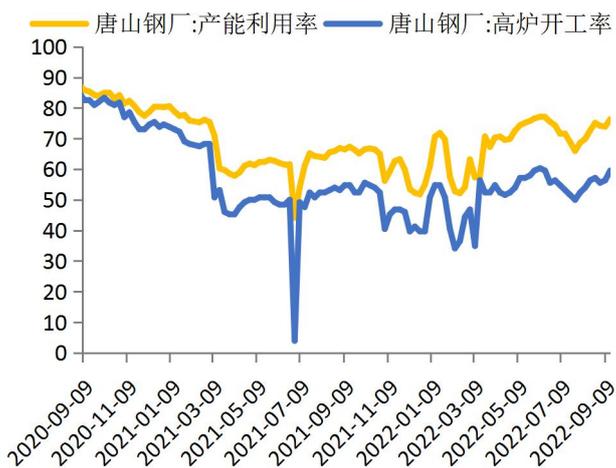
资料来源: Wind, 优财研究院



资料来源: Wind, 优财研究院

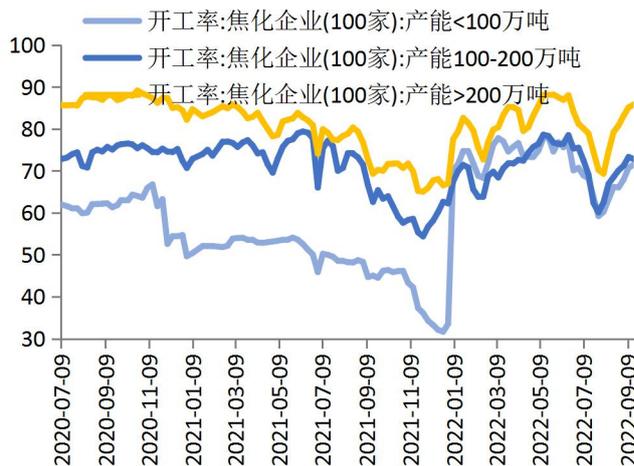
3. 生产：高温限电缓解支撑开工率多数回升

图 32：唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

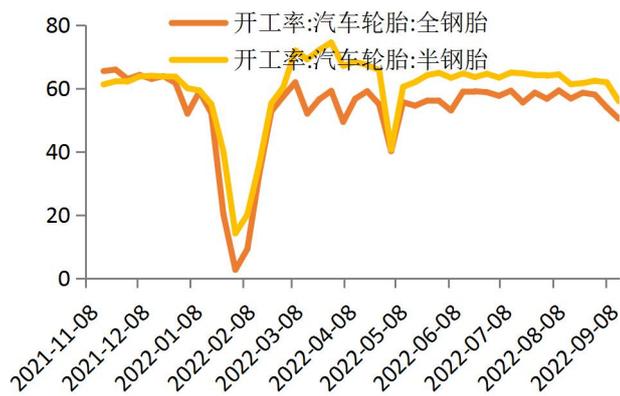
图 33：焦化企业开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

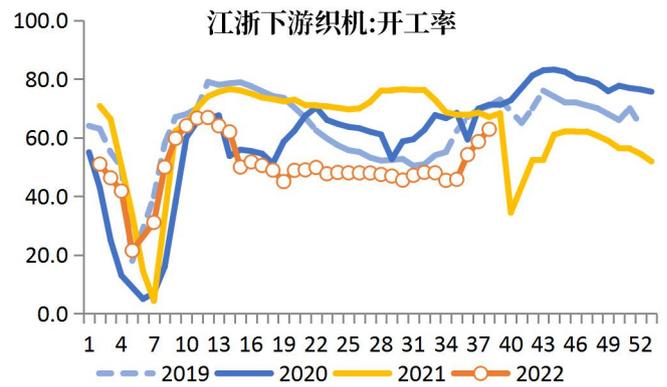
图 34：汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)

图 35：江浙下游织机开工率 (%)



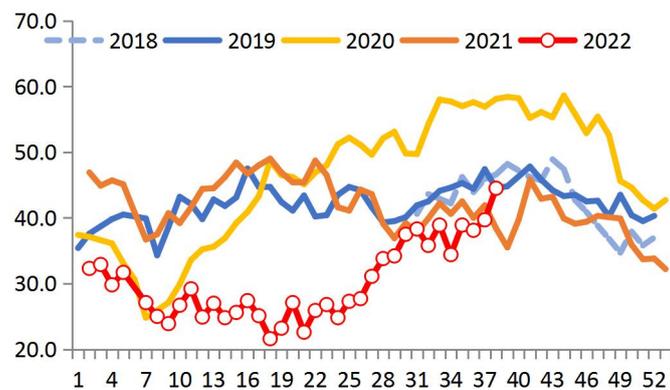
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 石油沥青装置开工率 (%)



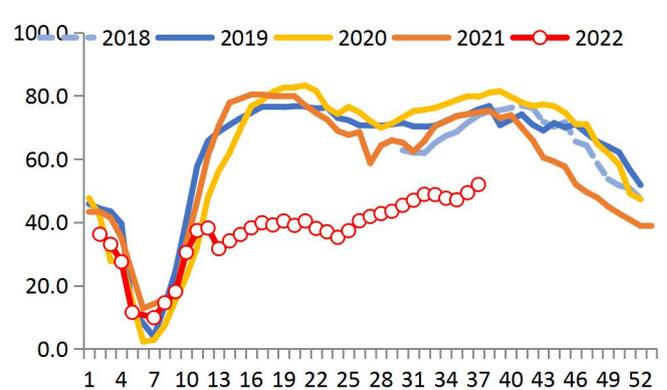
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 石油沥青装置开工率 (%)

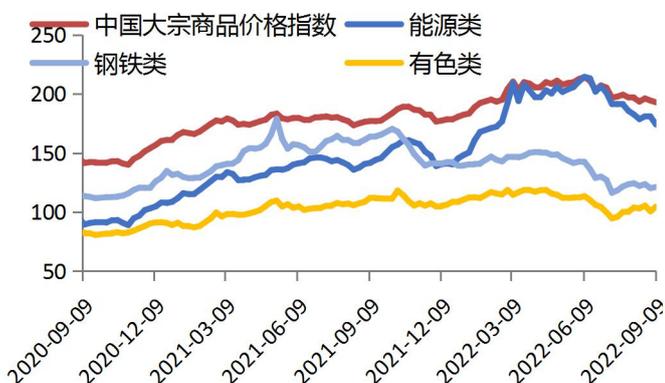


资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 全国水泥发运率 (%)

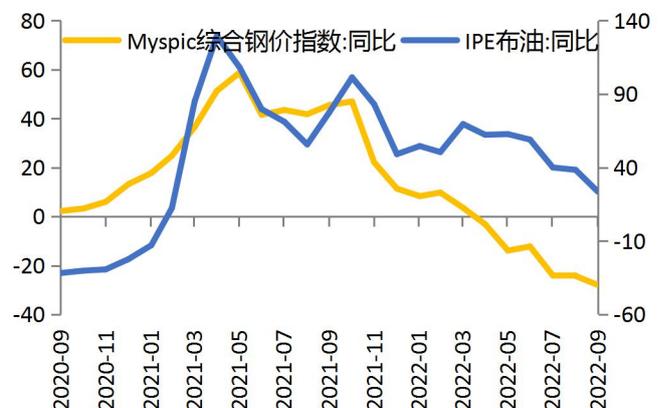
4. 工业品价格: 政策重心重回稳增长下工业品价格整体持稳, 水泥价格旺季不旺

图 38: 大宗商品价格指数



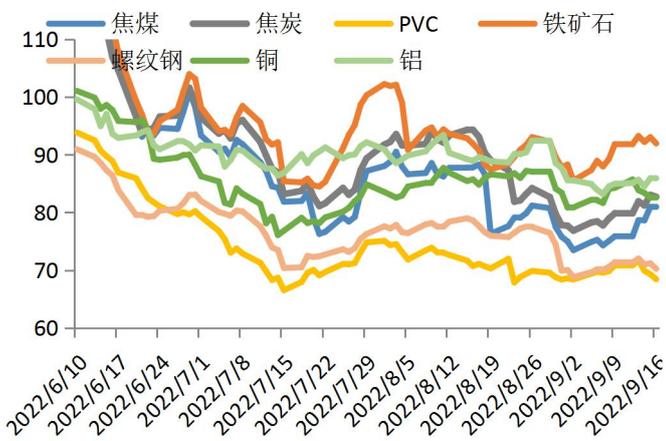
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 钢价指数&布油同比 (%)



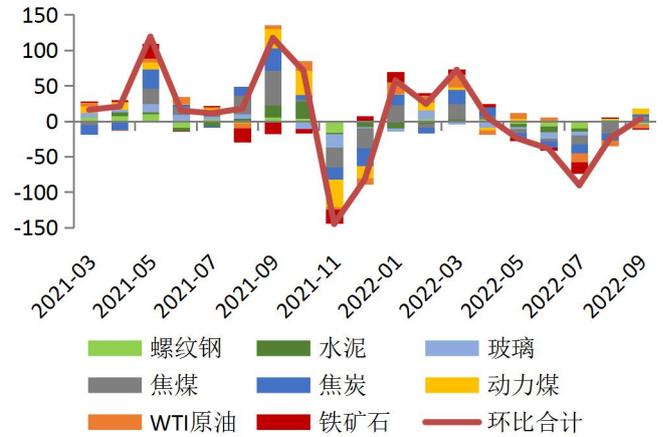
资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

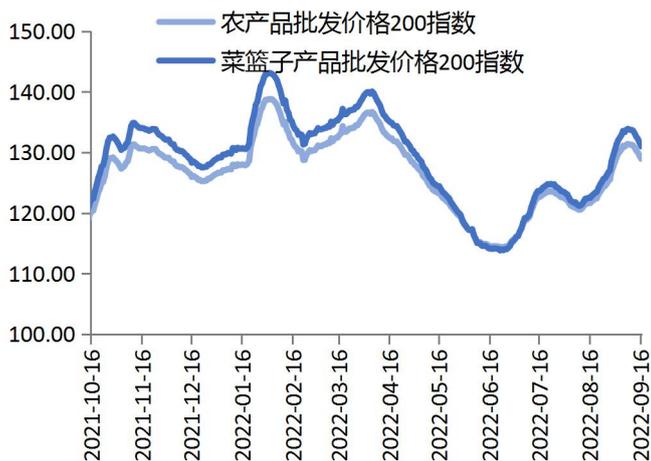
图 41: 工业品价格月度环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

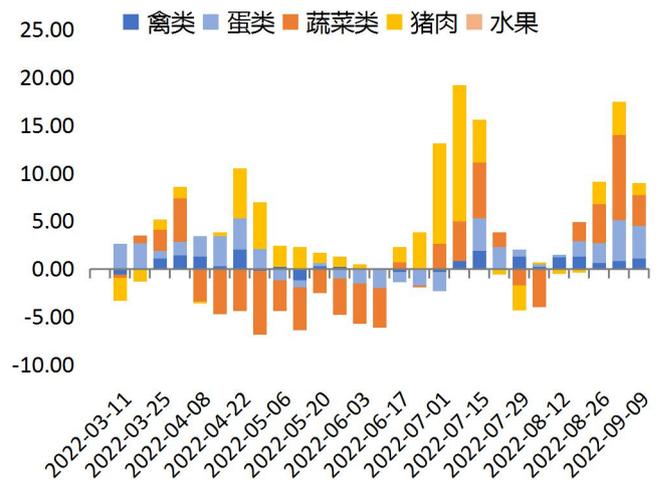
5. 通胀: 农产品价格指数转为回落, 蔬菜猪肉价格涨幅放缓

图 42: 农产品批发价格 200 指数



资料来源: Wind, 优财研究院

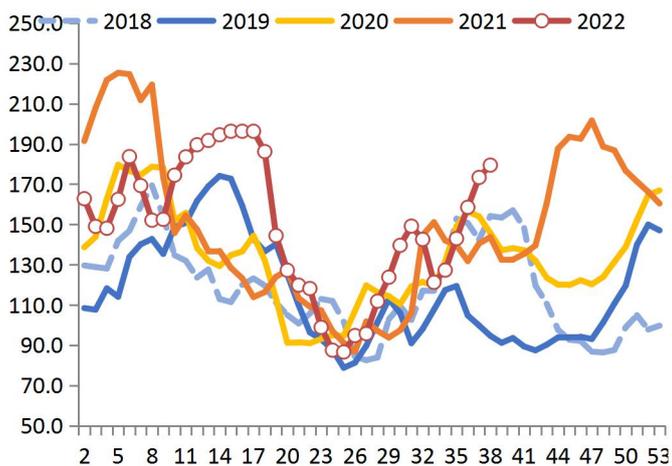
图 43: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



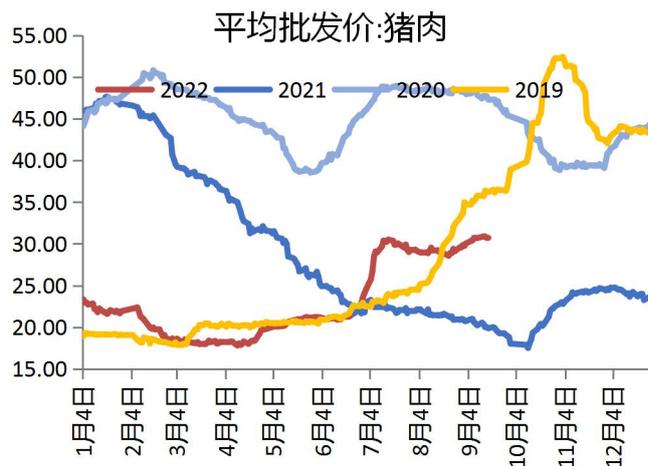
资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 寿光蔬菜价格指数

图 45: 猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源: Wind, 优财研究院



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>