

2022年10月11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



国内经济延续弱修复，海外博弈通胀与衰退

内容提要

中国抑滞，海外防胀：年初以来宏观环境面临内外政策周期的分化，“海外抗通胀”和“国内稳增长”是两条主线，而“俄乌冲突”、“美联储加息”以及“国内疫情”则成为三大宏观扰动。而三季度宏观主线继续延续“中国抑滞”和“海外防胀”，国内疫情反复+地产风波+高温扰动，经济修复动能偏弱，政策重心仍是稳增长；美国通胀拐点渐进但核心通胀粘性仍强，海外加息进程仍在加快，全球经济衰退风险升温。

经济修复是短期主线，但天花板效应下经济仍低于潜在增速：今年疫情冲击再挖坑，4-5月应是今年经济的最低点。而随着疫情缓解、以及政策的累积效应，经济出谷爬坡，进入低层次修复阶段，疫后修复是经济短期主线。但错失的需求并非都能完全回补，且经济短期修复仍受到本轮疫情的长尾效应、“高频次+低量级”的新常态化防控模式、“地产+出口”两大经济动能回落、居民和企业收入受损预期不稳、以及美联储加息周期约束国内政策空间的影响。本轮疫后经济修复压力大于2020年，微观主体活力不足制约经济修复斜率，经济修复的天花板效应更低，总需求仍难回到趋势水平上。

国内宏观经济仍处弱修复阶段：当前中国经济处在新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济正在慢慢弱化，而以新能源为首的新动能仍未形成足够的对冲力量，经济修复动能整体偏弱。疫情+地产+高温等因素扰动下，三季度经济修复程度偏弱。往后看，疫情和高温天气的短期扰动减弱，但地产仍是中长期主要矛盾，四季度国内宏观主线仍呈现“地产去杠杆是内需下行主线+外需面临弱化压力+防疫仍是重心”的主要结构。稳增长发力效应叠加四季度低基数将继续支撑经济的弱企稳格局，但海外经济衰退渐进对外需的拖累将逐渐显现，微观主体活力不足下经济仍处弱修复阶段，经济增长仍低于潜在增速。

海外依然是通胀与衰退的博弈：海外高通胀压力下美欧货币政策快速收敛，地产端大幅走弱叠加收益率曲线深度倒挂，市场衰退担忧升温。但大量的超额储蓄和偏紧的劳动力市场仍支撑美国基本面韧性，叠加美国住房和服务业通胀粘性

请务必仔细阅读正文之后的声明

仍高下控通胀尚未完成，紧缩忧虑再度回摆，美联储9月加息75个基点后，点阵图仍预示11/12月或分别加息75/50bp。

我们认为加息的背后是通胀，当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，偏紧的劳动力市场强化了工资和通胀的粘性，通胀拐点逐步确认但粘性通胀超预期，核心通胀可能在相当长一段时间内远高于联储目标值。在通胀下行趋势变得更加清晰之前，美联储不太可能放弃其激进的货币紧缩路线，而对潜在的经济衰退容忍度在上升。后续加息节奏的放缓仍需要经济进一步走弱、劳动力市场降温、通胀拐点确认等多方面数据共同配合，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。欧洲通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，全球比差逻辑下年内美元仍有支撑，美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。

政策重回稳增长：稳增长压力触发超预期降息，引导5年期LPR利率调降加快，“准财政”也协同发力。往后看，降息周期是否结束取决于私人部门融资增速能否出现连续2~3个月的回升，而当前实体融资需求仍处走弱阶段，货币政策宽松周期延续，“核心CPI低位+PPI回落”结构下通胀并非主要矛盾。而在货币和汇率的内外平衡方面，我们认为当前人民币汇率更多是强美元之下的一种“被动贬值”，对一篮子货币依然维持平稳。8月央行超预期降息确认货币政策“以内为主”基调，同时外汇宏观审慎工具的使用意在兼顾外部平衡，短期对于降息等价格型工具使用更偏谨慎，但5年期LPR仍有调降空间。

宏观主线决定资产定价：经济弱复苏叠加流动性宽松阶段，债券没有大的风险，货币能否进一步宽松以及利率是否还有下行空间，则取决于房地产销售和出口的变化，房地产销售是否有改观、或者欧美经济是否出现深度衰退是关键。长端利率2.6%仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近2.8%水平仍有配置和交易价值。股票整体偏中性，估值和情绪指标已处于底部区域，宏观流动性充裕也形成底部支撑，但经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，短期缺乏主线下指数没有大的上涨和下跌空间，仍待流动性改善叠加盈利预期转向的合力支撑，而个股板块仍呈结构性机会。全球总需求下行+供给端矛盾缓解+全球流动性退潮，商品进入下跌周期，商品价格驱动从供给端收缩向需求走弱转换，国内稳增长+海外衰退渐进，商品结构或表现为内需定价的黑色系商品相对好于外需定价的商品。

风险提示

疫情超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

目录

一、	宏观主线和扰动	4
1.	中国抑滞，海外防胀	4
2.	经济修复是短期主线	5
3.	疫情+地产+高温等因素扰动下，三季度经济修复程度偏弱	7
二、	国内宏观经济弱修复	9
1.	地产去杠杆是内需下行的主线	9
2.	出口“减速+韧性”是关键词，重点关注海外需求放缓斜率	13
3.	基建仍是稳增长的重要抓手	15
三、	海外仍是通胀与衰退的博弈	16
1.	通胀高企加剧紧缩压力，海外经济衰退渐进	16
2.	超额储蓄支撑美国基本面韧性和就业强劲，紧缩交易回摆	18
3.	加息的背后是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易	19
4.	衰退担忧暂难逼退紧缩步伐，全球比差模式下强美元拐点未现	22
四、	政策重回稳增长	23
1.	稳增长压力触发超预期降息，“准财政”协同发力	23
2.	实体融资需求走弱阶段，货币政策宽松周期延续	24
3.	货币和汇率的内外平衡	25
五、	资产定价	27
1.	经济主线和扰动主导资产价格	27
2.	货币宽松下债券没有大的风险	28
3.	股票整体偏中性，结构性机会为主	29
4.	全球总需求下行阶段商品进入下跌周期	31
	重要声明	32

一、宏观主线和扰动

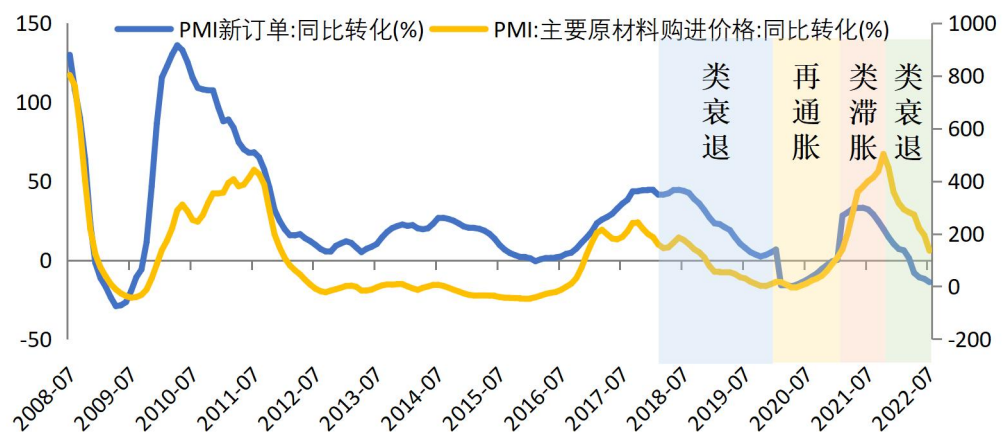
1. 中国抑滞，海外防胀

年初以来宏观环境面临内外政策周期的分化，“海外抗通胀”和“国内稳增长”是两条主线，而“俄乌冲突”、“美联储加息”以及“国内疫情”则成为三大宏观扰动。而三季度宏观主线继续延续“中国抑滞”和“海外防胀”，国内疫情反复+地产风波+高温扰动，经济修复动能偏弱，政策重心仍是稳增长；美国通胀拐点渐进但核心通胀粘性仍强，海外加息进程仍在加快，全球经济衰退风险升温。

① **海外防胀**，疫后宽松政策支撑需求上行斜率明显偏高，叠加疫情影响全球供应链受阻下供给修复速度慢于需求，供应缺口推升海外通胀超预期上行。而俄乌冲突又加剧了供应链问题，进一步推升全球通胀上行压力，海外加息进程加快下全球经济衰退风险升温。

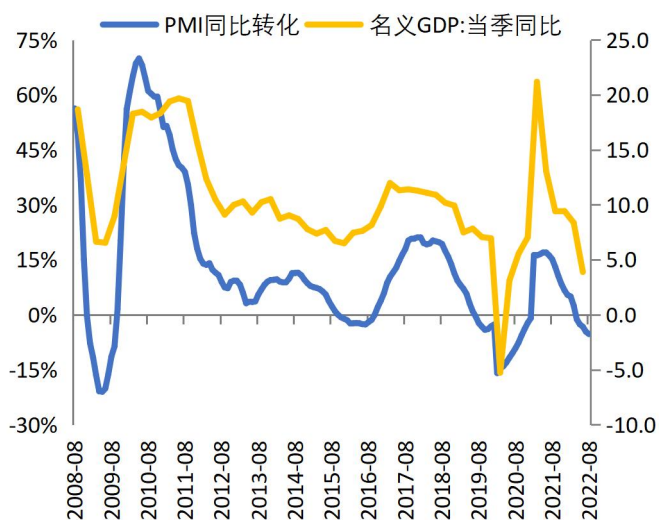
② **中国抑滞**，2021年金融政策收紧+地方隐性债务监管趋严+地产调控升温、叠加疫情常态化防控下消费修复的天花板效应，经济内生动能走弱，四季度经济从“类滞胀”向“类衰退”切换，稳增长压力加大。而今年“稳增长”主线遇上“疫情反弹+地产周期性下行风险+海外紧缩+地缘政治风险”多重扰动，宏观经济“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力加大。

图 1：经济从“类滞胀”到“类衰退”（%）



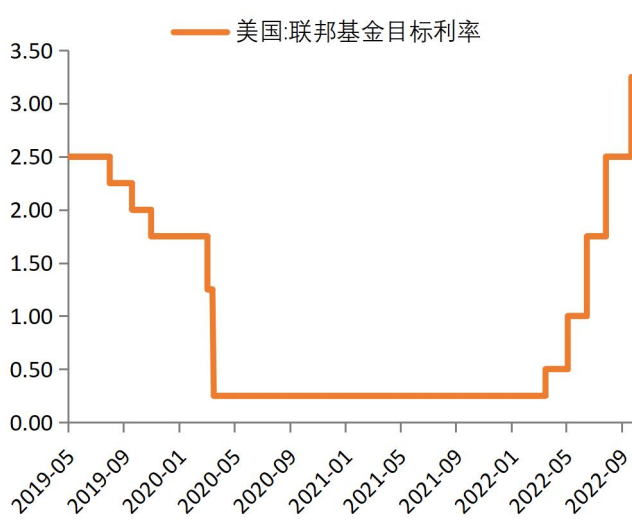
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：宏观主线叠加扰动下经济下行压力加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：海外紧缩防胀是主线（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 经济修复是短期主线

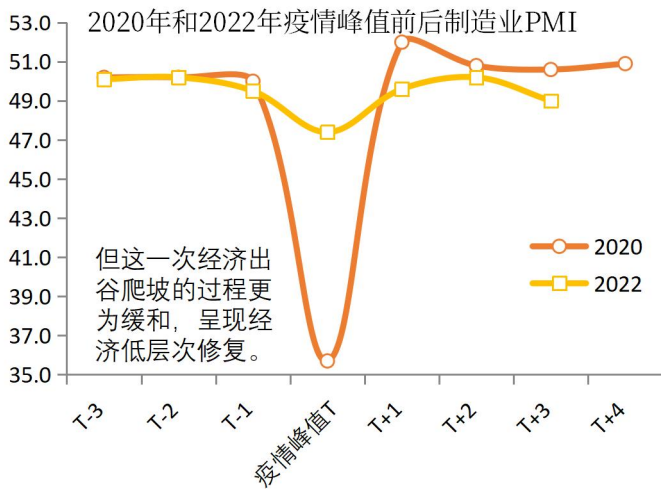
今年疫情冲击再挖坑，4-5月应是今年经济的最低点。而随着疫情缓解、以及政策的累积效应，经济出谷爬坡，进入低层次修复阶段，疫后修复是经济短期主线。但错失的需求并非都能完全回补，且经济短期修复仍受到本轮疫情的长尾效应、“高频次+低量级”的新常态化防控模式、“地产+出口”两大经济动能回落、居民和企业收入受损预期不稳、以及美联储加息周期约束国内政策空间的影响。本轮疫后经济修复压力大于2020年，微观主体活力不足制约经济修复斜率，经济修复的天花板效应更低，总需求仍难回到趋势水平上。

全国在本轮疫情后进入到一轮常态化核酸的新疫情防控模式，通过“15分钟核酸圈”+“48小时-7天的核酸检测频次”等制度的设计，以实现防疫和经济的兼容，“高频次”+“低量级”成为区域疫情的新常态。随着5.25稳经济大盘会议、以及6.1上海推动全面复工，疫后修复成为经济短期主线，4-5月大概率是今年经济的最低点。

观察2020年疫后经济的修复过程，在经济活动从0到1的恢复阶段，物理隔离的解

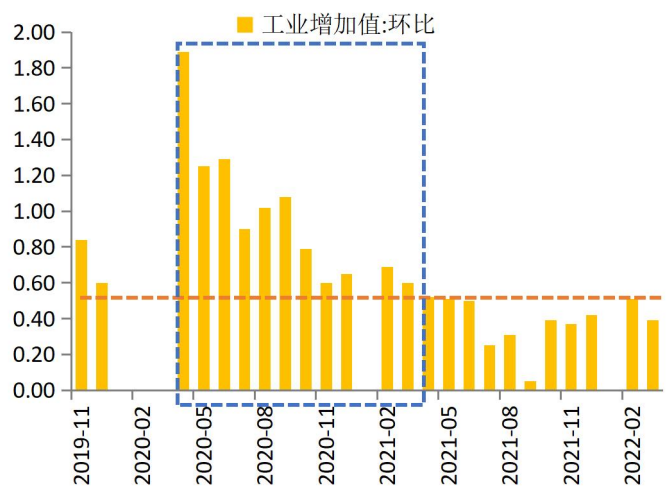
除、以及物流和供应链等循环的恢复支撑经济边际修复动能偏强，生产和消费环比增速均以高于季节性的水平逐级递减。而随着环比脉冲的减退，在第二阶段下经济自发修复的天花板效应也逐渐显现，疫情防控的长期化特征使得环比增速回到低于疫情前的新中枢增长水平，消费和经济同比也存在天花板效应。

图 4：本轮经济出谷爬坡更为缓和（%）



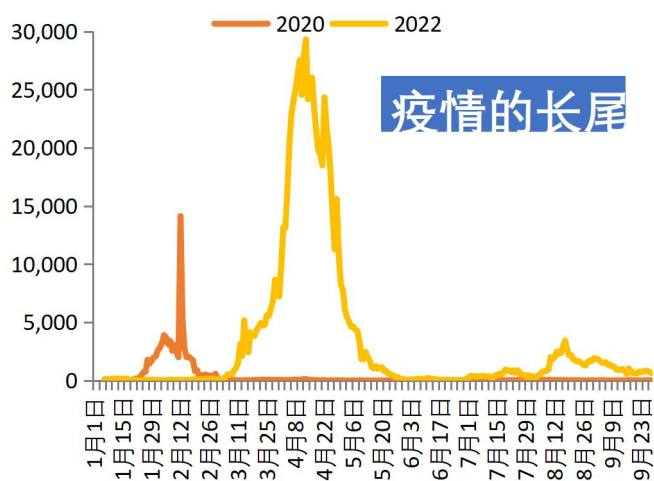
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：环比修复增速高于季节性逐月递减（%）



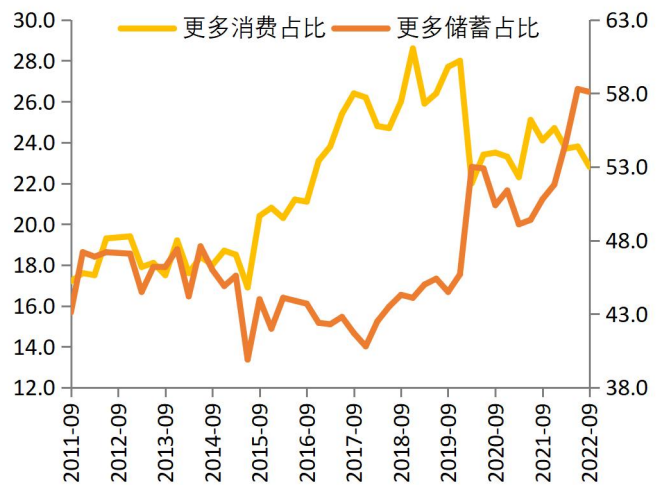
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：本轮疫情长尾效应突出（例）



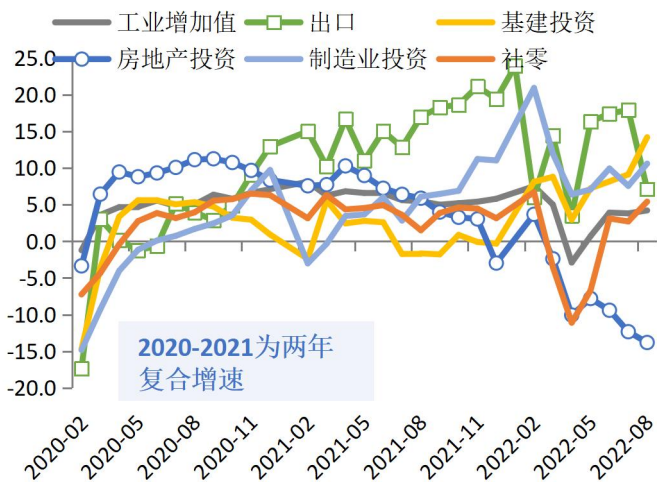
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：居民消费倾向低+预防性储蓄高（万人次）



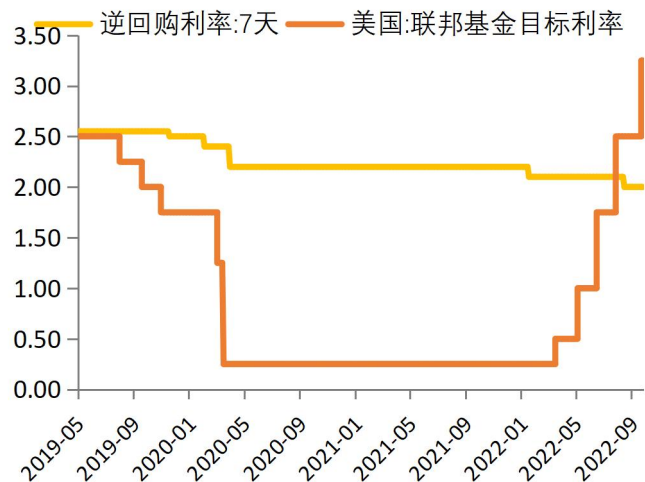
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：出口和地产两大经济引擎动能回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：中美政策利率倒挂（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 疫情+地产+高温等因素扰动下，三季度经济修复程度偏弱

7月以来经济修复面临的扰动加大，打断4月底-6月的经济修复主线，疫情+地产+高温等扰动下经济修复动能减弱，7月经济数据重回下行：1) 奥密克戎 BA.5 毒株加大疫情防控的难度，区域疫情的反弹对消费场景和供应链形成较大影响；2) 地产断贷风波成为破坏修复主线的主要因素，房地产销售再度大幅回落，居民和房企预期走弱难以扭转是主要矛盾；3) 年内专项债额度基本在6月底发行完毕，政府加杠杆边际动能放缓，对融资引导作用也在下降，财政力度退坡下政策性金融是主要增量工具；4) 罕见的极端高温天气也对需求和生产两端形成抑制，并影响居民活动和户外施工，同时局部地区工业限电也影响生产端表现；5) 大宗商品价格的回落引发上游企业主动去库。

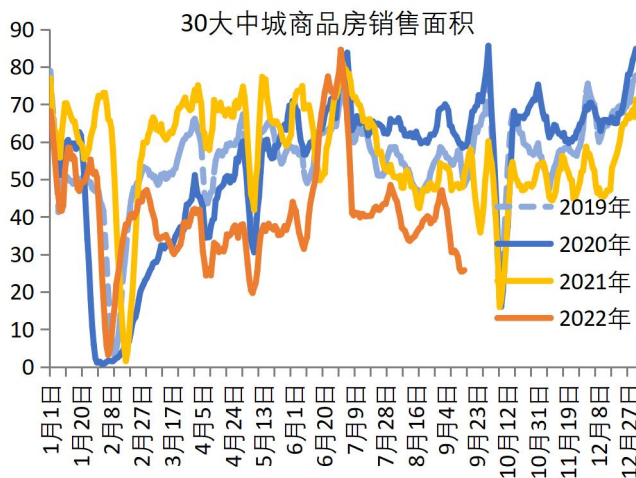
8月政策重心重回稳增长，叠加去年同期低基数效应下，经济数据表现出“低位初步企稳”的迹象。8月中下旬密集出台了包括下调LPR利率、增加基建项目资金、政策性银行借款支持“保交楼”等政策，8月经济数据的低位企稳体现了政策性金融等的发力效果。但经济仍在潜在增速以下，基建和制造业表现偏强，房地产投资仍在探底，消费受低基数贡献大，出口高位回落下外需压力增大。在居民部门持续降杠杆、房地产企稳难度较大、出口韧性面临挑战下，经济仍处于弱修复阶段。

图 10: 国内疫情呈现多点爆发 (%)



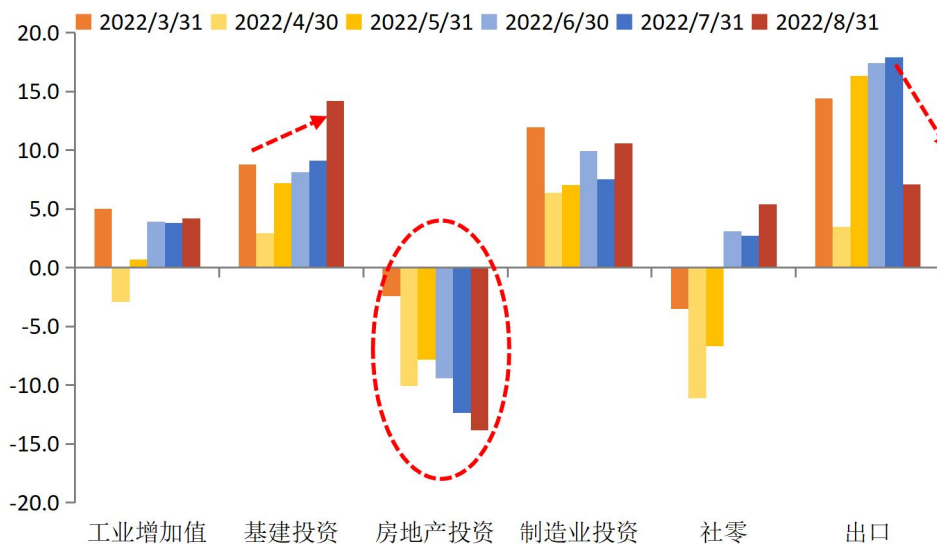
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 地产断贷风波下销售断崖回落 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 8 月经济数据低位初步企稳, 地产探底+出口回落+基建稳增长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、国内宏观经济弱修复

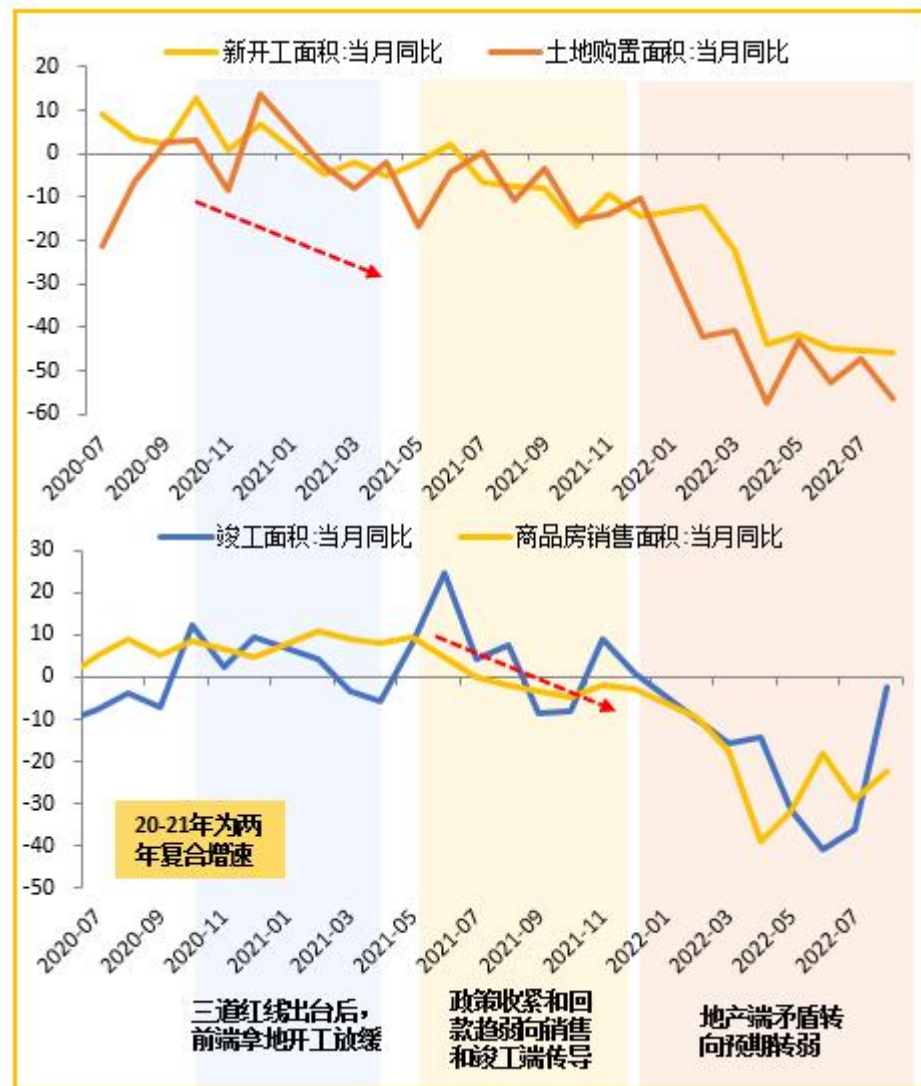
当前中国经济处在新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济正在慢慢弱化，而以新能源为首的新动能仍未形成足够的对冲力量，经济修复动能整体偏弱。往后看，疫情和高温天气的短期扰动减弱，但地产仍是中长期主要矛盾，四季度国内宏观主线仍呈现“地产去杠杆是内需下行主线+外需面临弱化压力+防疫仍是重心”的主要结构。稳增长发力效应叠加四季度低基数将继续支撑经济的弱企稳格局，但海外经济衰退渐进对外需的拖累将逐渐显现，微观主体活力不足下经济仍处弱修复阶段，经济增长仍低于潜在增速。

1. 地产去杠杆是内需下行的主线

疫情冲击叠加周期性下行力量，地产投资仍在探底。一方面，自2020年下半年以来的“三道红线”和“房贷集中度管理”政策分别从房企和金融机构角度出发全面收紧房企融资和内源性销售回款，约束了地产商的投资意愿和能力，叠加预售资金监管的收紧，打破了房企过去的高周转策略。而资金来源恶化对整个房地产链条形成冲击，房地产投资的下行也从“前端拿地开工放缓”向“销售和竣工端回落”传导。

另一方面，今年年初以来地产风险进一步发酵，销售走弱驱动从“供给端房贷额度的不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，预期转弱成为地产端主要矛盾。“收入长期受损+房价预期转弱”下居民部门去杠杆拖累商品房销售，同时施压房企补库，叠加3月以来国内疫情反弹约束销售场景和施工条件，供需两端冲击下房地产投资跌入深度负增长。7月断贷风波也正是这些矛盾的集中暴露和体现，并进一步加剧居民和房企预期的走弱压力，形成了房地产产业链的负反馈和负循环，房地产投资同比降幅达到两位数、拿地开工接近腰斩。

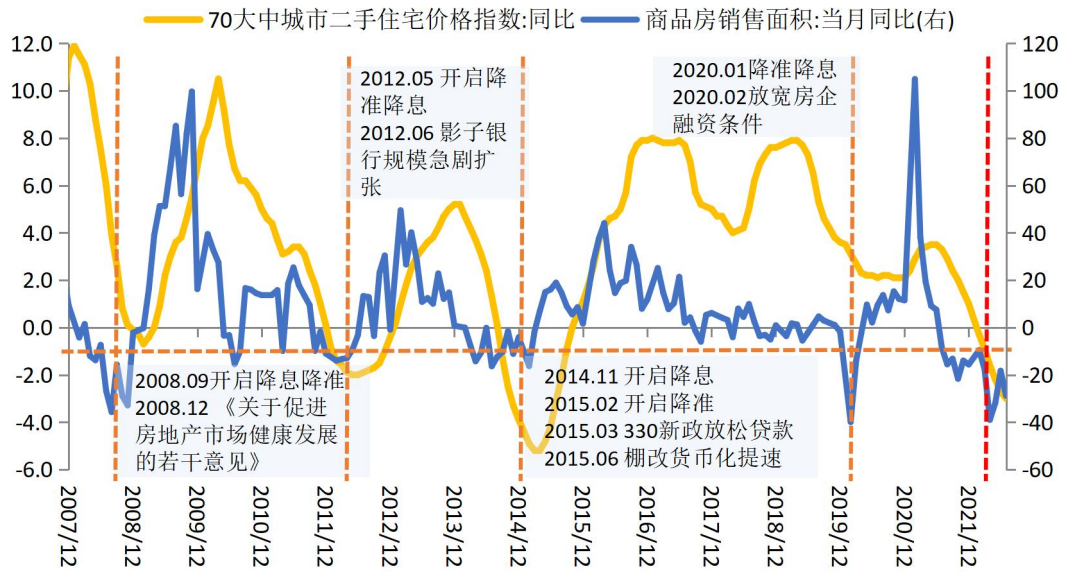
图 13：地产下行面临几个阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

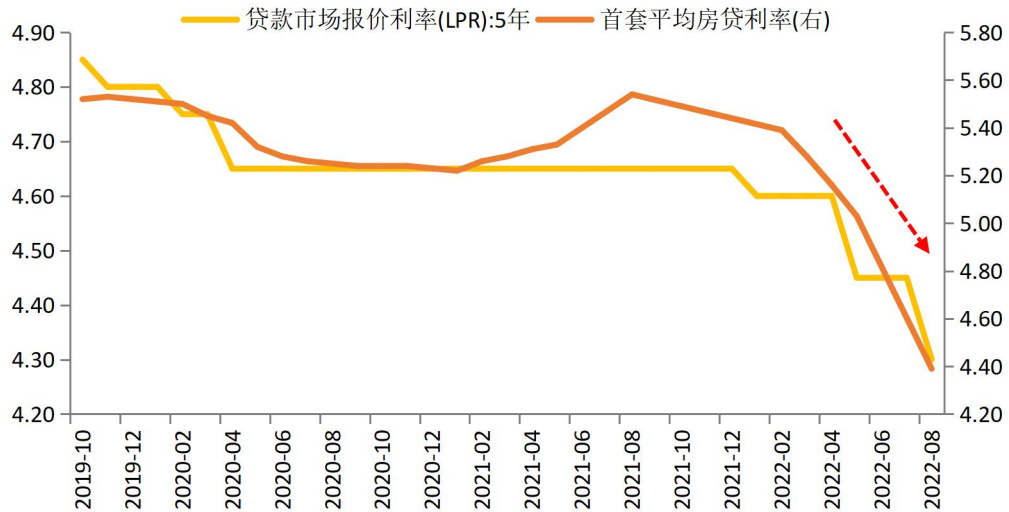
地产政策边际调整加快，从“因城施策”转向全国层面房贷利率下调。金融风险触发地产政策边际调整，稳增长仍需稳地产，以史为鉴，2007年以来，每当房价增速回落至0%附近、商品房销售增速降至-10%附近时，通常都会伴随房地产政策不同程度的松动。年初以来“一城一策”下多地采取自主下调首套房利率、降首付比例、降税费、放松限购限贷等一系列调控政策。而5月起政策放松转向全国层面的房贷利率调降，5.15日央行和银保监会对首套房贷款利率下限放宽至LPR-20bp，5月和8月分别下调5年期LPR利率15个基点，引导房贷利率下行，有助于推动地产需求端的稳定。

图 14: 金融风险触发地产政策边际调整 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 房贷利率下降已超半年 (%)



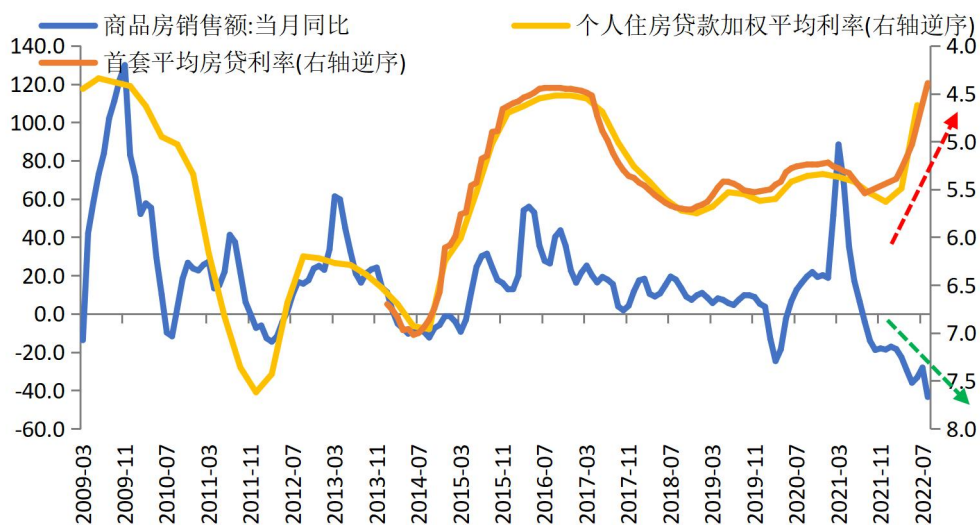
资料来源: Wind, 优财研究院

但房地产销售改善与房贷利率下调之间的时滞被拉长，主因居民和房企预期偏弱的格局难以打破，“政策底”向“投资底”传导仍然偏慢。从历史复盘来看，通常房地产销售回升滞后于房贷利率下降约 3-6 个月，金融条件放松有助于刺激起地产需求，但本

轮政策边际放松已超半年，首套房平均房贷利率自去年年底回落，但需求却仍迟迟未有好转。一方面从政策层面看，政策有为但仍显克制，“房住不炒”及“三道红线”的地产金融政策大框架不变，近期高能级城市进一步放松限购限贷下预计市场预期略有修复，但苏州、青岛房地产放松政策有所反复，也意味着放松的力度仍有节制，政策性银行专项借款支持保交楼，但政策重心仍是保交楼而非保企业。另一方面从居民和房企的主体行为来看，地产断贷风波下预期偏弱格局仍难扭转，①居民端加杠杆空间受制于就业和收入的长期受损，叠加房贷利率调降不足以扭转房价的预期，二三线城市二手房住宅价格环比仍持续负增长，本轮地产销售修复弹性或弱于以往；②房企端补库动力仍受到资金链条走弱压力的拖累，前端拿地和新开工同比降幅仍超 40%，地产主动投资仍然低迷，房企信心重塑和资产负债表修复仍需要时间，投资修复斜率预计低于销售。

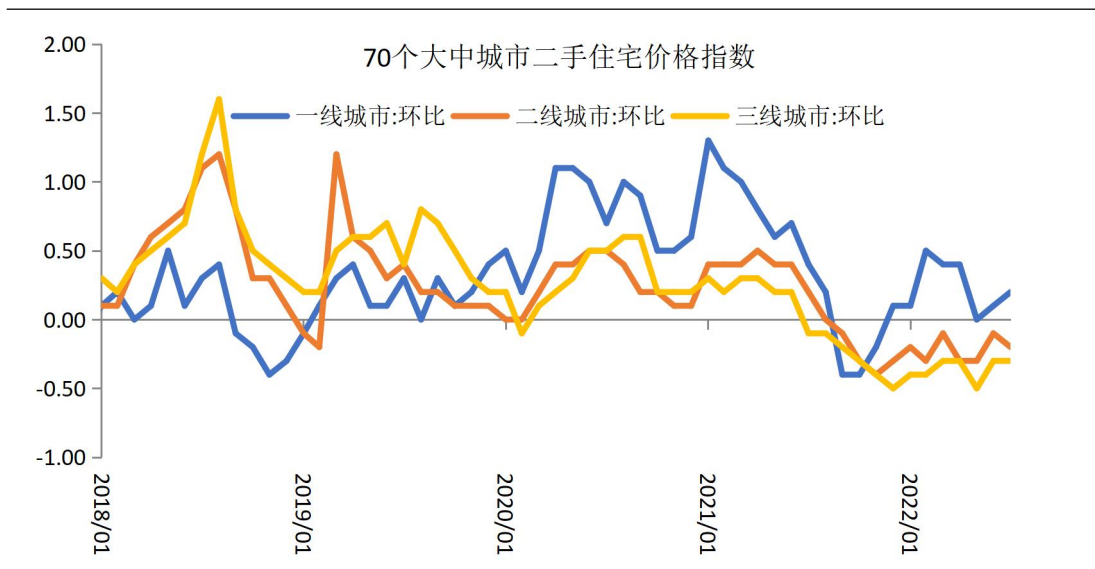
整体来看，预计低基数效应下年底销售或弱企稳，但地产投资短期仍难走出底部，地产去杠杆是内需下行的主线。地产投资或呈现前后端分化格局，房企补库动力不足下前端拿地开工预计仍维持大幅负增长，而在“保交楼”政策定调以及政策性银行专项借款的资金支持下，后端竣工投资存在修复空间，关注竣工链条行业景气度底部回升。稳增长仍需稳地产，后续 5 年期 LPR 仍有调降必要性，因城施策等放松政策仍需加力。

图 16: 房地产销售改善与房贷利率下调之间的时滞被拉长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17：二三线城市二手房住宅价格环比持续负增长（%）



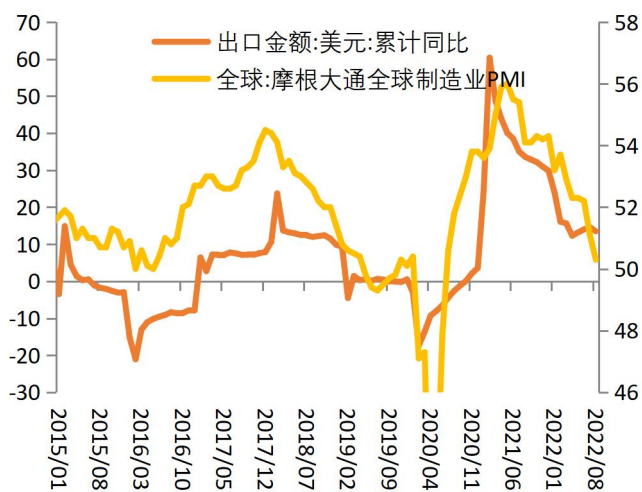
资料来源：Wind，优财研究院

2. 出口“减速+韧性”是关键词，重点关注海外需求放缓斜率

全球经济放缓下外需回落+美国去库周期+价格贡献减弱，出口下行仍是未来一年无法回避的挑战。今年出口也是需求端的支撑因素之一，但目前看欧洲已深陷能源危机，PMI 已连续两月进入收缩区间，美国经济仍有一定韧性，不过美联储抗通胀态度坚决下需求放缓仍是通胀回落的必要条件，海外衰退预期下外需面临弱化压力，摩根大通全球 PMI7-8 月回落明显，8 月出口同比已有显著回落迹象。叠加美国库存回落周期以及基数抬高下出口价格贡献的逐渐减弱，出口下行仍是未来一年无法回避的挑战。从前瞻指标来看，韩国出口、运价、集装箱吞吐量等已开始回落。

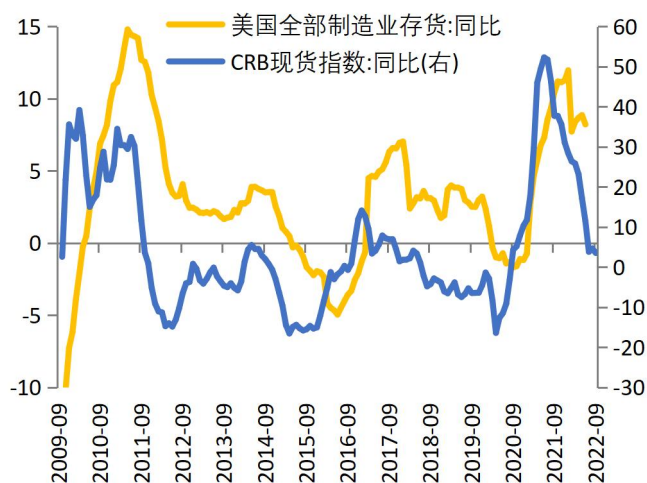
不过结构性亮点对出口存在托底效应，分别受到生产成本优势（高耗能产品）、海外碳中和（光伏、新能源产业链）、欧洲能源危机导致生产停滞（电子、机械、化工、医药等）、海外社交经济修复（箱包服饰）的支撑。但结构性亮点更多地只是影响斜率而非趋势，出口“减速”和“韧性”共存。

图 18: 全球 PMI 下行带动外需回落 (%)



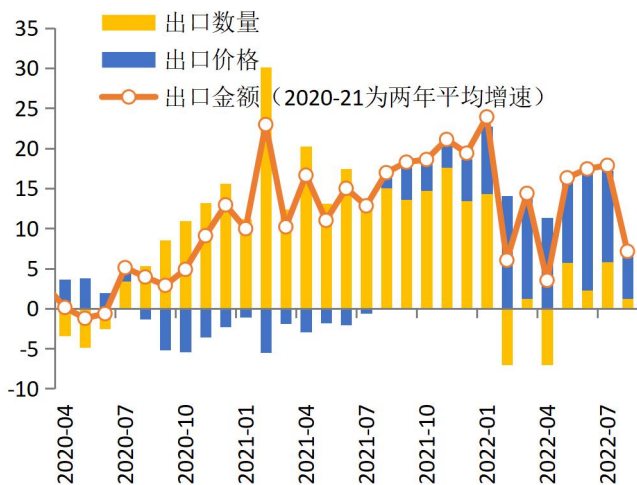
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美国库存周期高位回落 (%)



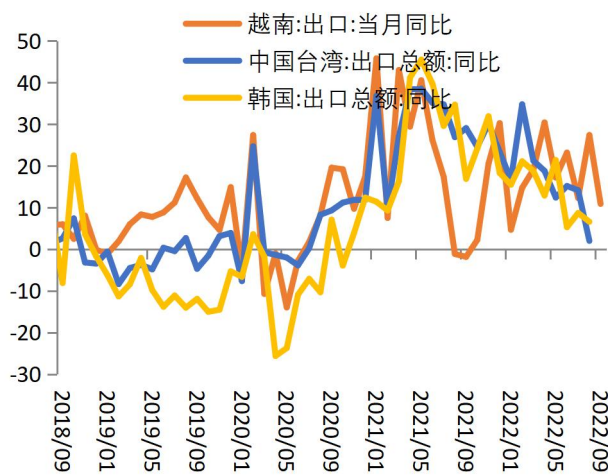
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 出口价格贡献的逐渐减弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 韩国台湾等主要出口国增速均以放缓 (%)



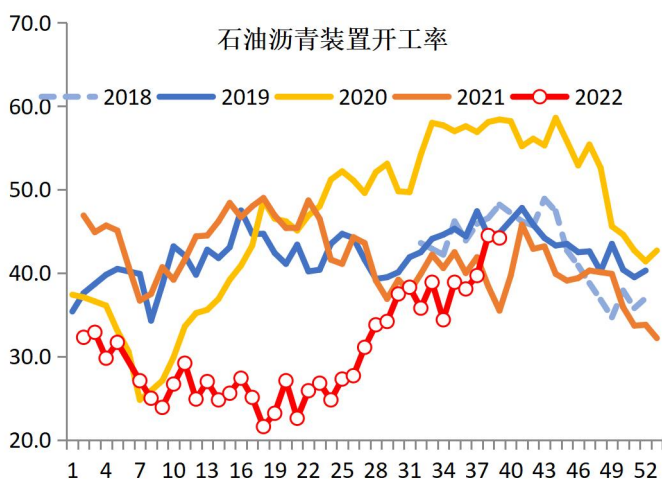
资料来源: Wind, 优财研究院

3. 基建仍是稳增长的重要抓手

在地产是内需下行的主线+外需高位回落压力下，基建仍是稳增长的方向，而政策性金融依然是本轮基建投资的主要抓手。随着 7.28 政治局会议再次明确下半年政策重心将由保市场主体转向扩大内需、基建是重点，政策性金融工具加码叠加前期发行的专项债资金运用，7-8 月基建投资高位提速。往后看，824 国常会继续部署增量资金，再增加 3000 亿元以上政策性金融工具+依法用好 5000 亿元专项债地方结存限额，同时 831 国常会强调“根据实际需要扩大规模”、912 国务院专题会“根据地方需求增加额度”，预计 6000 亿政策性金融工具并非终点，今年下半年到明年仍有发力空间。预计至年底基建投资仍可保持两位数增速。同时随着天气改善叠加施工旺季的临近，基建产业链景气度有望加快修复。

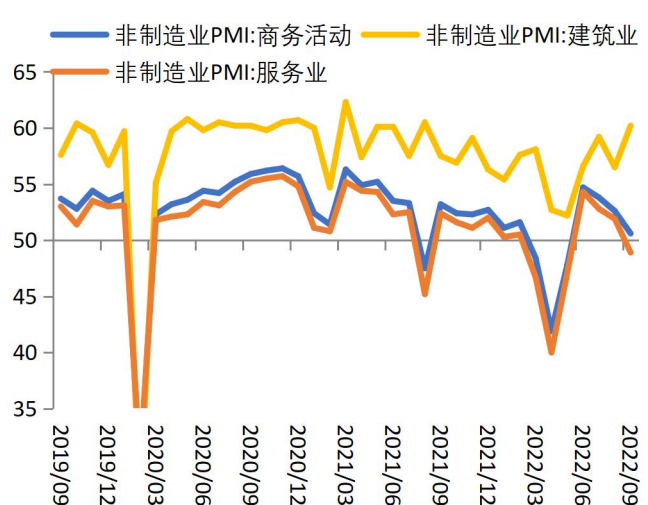
不过地产仍然是当下经济的观测重点，房地产尾部风险也会削弱稳增长政策的效果。在房地产长产业链条属性下，地产不仅影响固定资产投资和 GDP 增速，也影响服务业、工业生产、以及消费端的表现，并牵动金融条件和信用表现。年初以来地方政府土地出让收入大幅下滑，预计今年政府性基金或较年初预算歉收 2 万亿，广义财政压力约束基建投资弹性。

图 22：实物工作量有望加快形成（%）



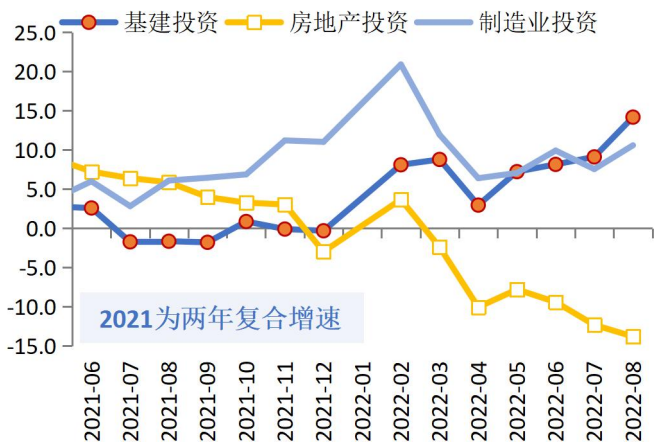
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：施工旺季建筑业 PMI 一枝独秀（%）



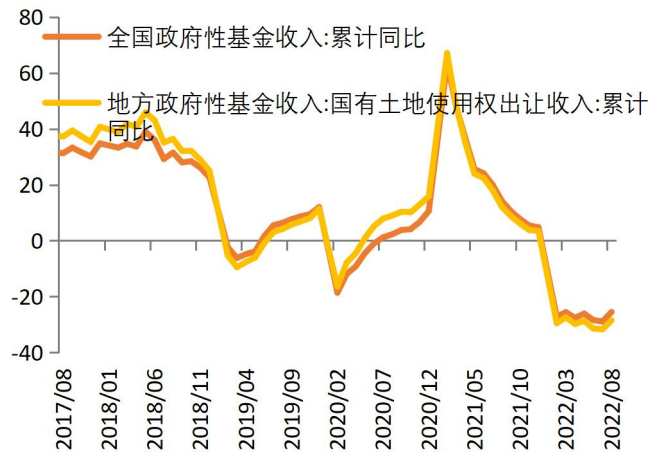
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：基建是稳投资的主要抓手（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：地产尾部风险削弱稳增长政策效果（%）



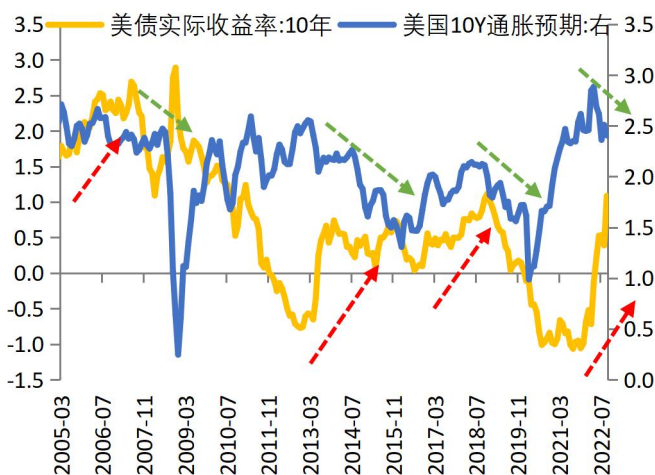
资料来源：Wind，优财研究院

三、海外仍是通胀与衰退的博弈

1. 通胀高企加剧紧缩压力，海外经济衰退渐进

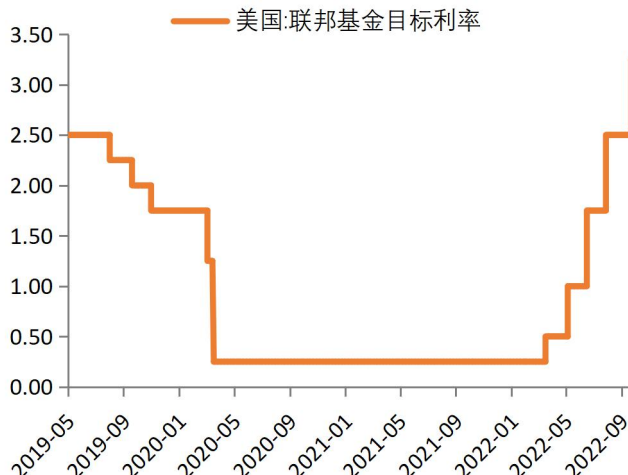
海外高通胀压力下货币政策收敛，美欧进入快速加息周期。其中美联储自 3 月以来步入快速加息窗口，年内已完成第 5 次加息，单次加息幅度从 25→50→75bp，累计加息达到 300 个基点，基准利率上调至 3.00%-3.25%区间。欧洲央行也在 7 月议息会议上开启 11 年来首次加息，7 月和 9 月分别超预期加息 50 和 75bp。

图 26：实际利率抬升下通胀预期逐渐回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

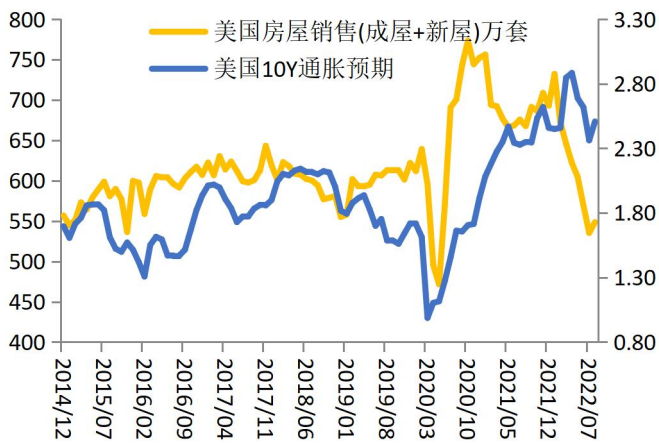
图 27：美联储 3 月以来快速加息（%）



资料来源：Wind，优财研究院

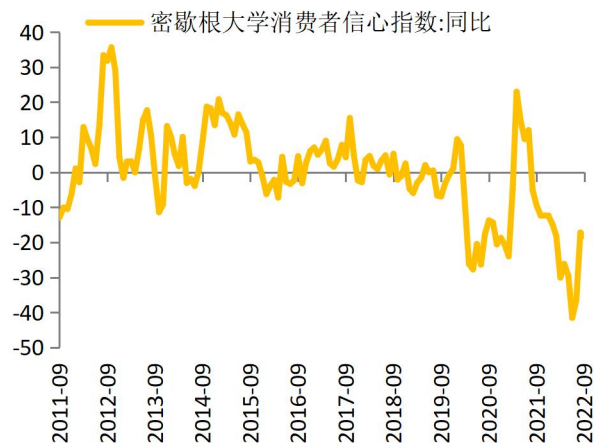
地产端大幅走弱叠加收益率曲线深度倒挂，美国经济衰退渐进。随着金融条件的快速收紧，美国地产部门率先降温，房屋销售年初即进入回落通道，带动长期通胀预期筑顶回落，且高通胀侵蚀居民实际收入下消费者信心大幅受挫，市场对美国经济逐渐进入衰退担忧升温。同时，美债收益率曲线长短端深度倒挂下经济衰退再次预警，当前美债10-2Y利差倒挂幅度创2000年以来之最，折射出市场极高的衰退预期。6月议息会议后至8月初大类资产已经历了一波短暂的“衰退交易”的前置演绎。

图 28：美国房屋销售下行带动通胀预期回落（%）



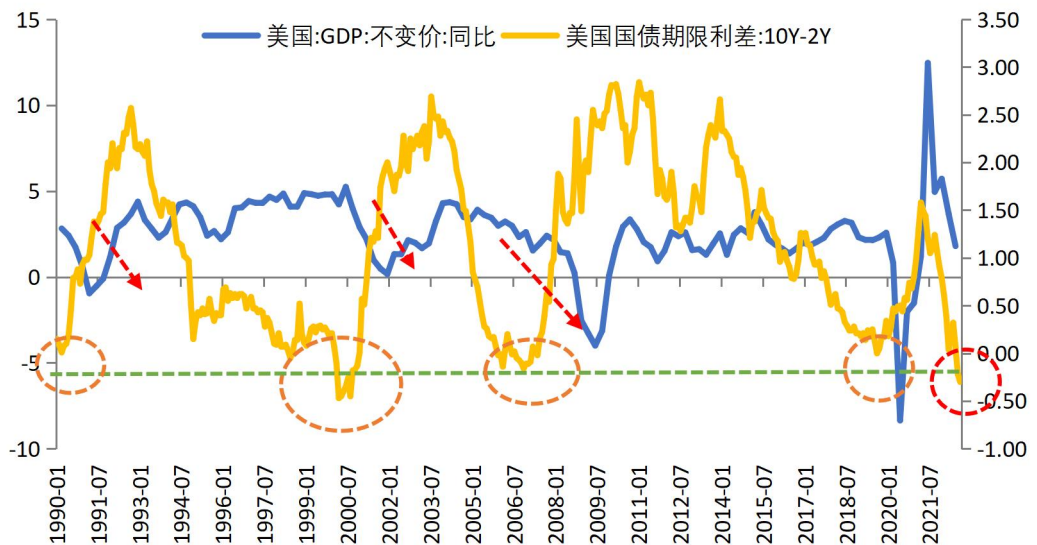
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：通胀飙升下消费者信心受挫（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：美债收益率曲线长短端深度倒挂预警经济衰退渐进（%）



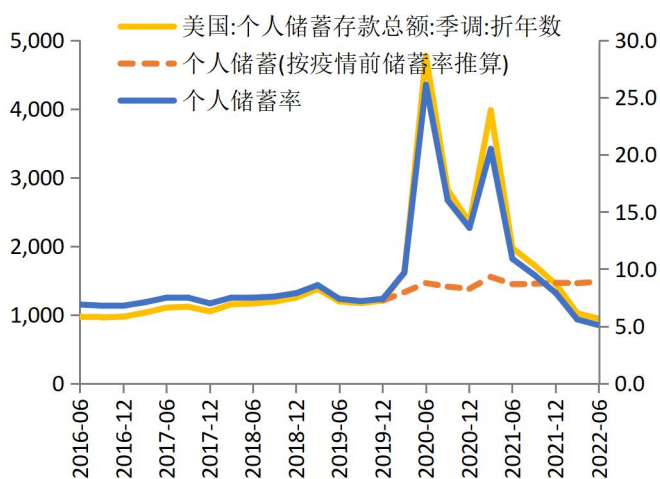
资料来源：Wind，优财研究院

2. 超额储蓄支撑美国基本面韧性和就业强劲，紧缩交易回摆

但大量的超额储蓄和偏紧的劳动力市场仍支撑美国基本面韧性。2020年美国疫情应对下的超预期财政刺激推升美国居民部门的储蓄率，形成了大量的超额储蓄，美国居民2020-2021年超额储蓄或接近2.5万亿美元。大量的超额储蓄一方面对美国消费形成支撑，美国经济仍有一定韧性，另一方面也使得一部分人退出了劳动力市场，劳动力市场偏紧的状况也支撑居民部门对收入的乐观预期，美国短期衰退交易阶段性淡化。

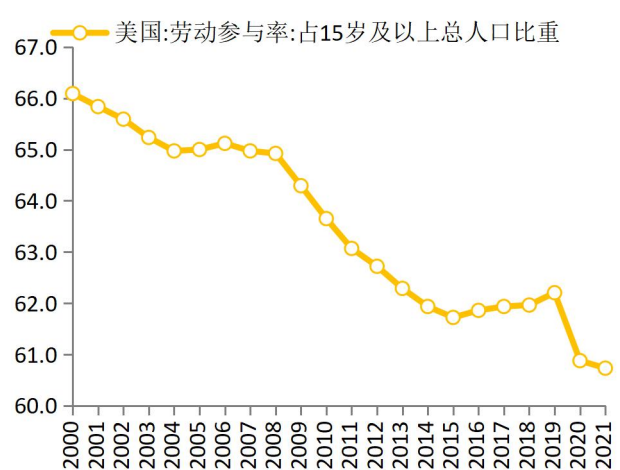
同时美国住房和服务业等通胀粘性仍高下控通胀尚未完成，紧缩忧虑回摆，政策终点利率高+持续时间长继续强化。美联储9月如期加息75个基点至3.00-3.25%，经济预期显示未来或进一步加速升息步伐，联邦基金目标利率将在2022/2023年底分别达到4.25~4.50%/4.50~4.75%，这意味着美联储在11/12月或将分别加息75/50bp，且2023年很大概率不降息，政策终点利率高+持续时间长继续强化，当前市场预期美联储11月加息75bp的概率高达70%以上。

图 31：大量的超额储蓄对美国消费形成支撑（%）



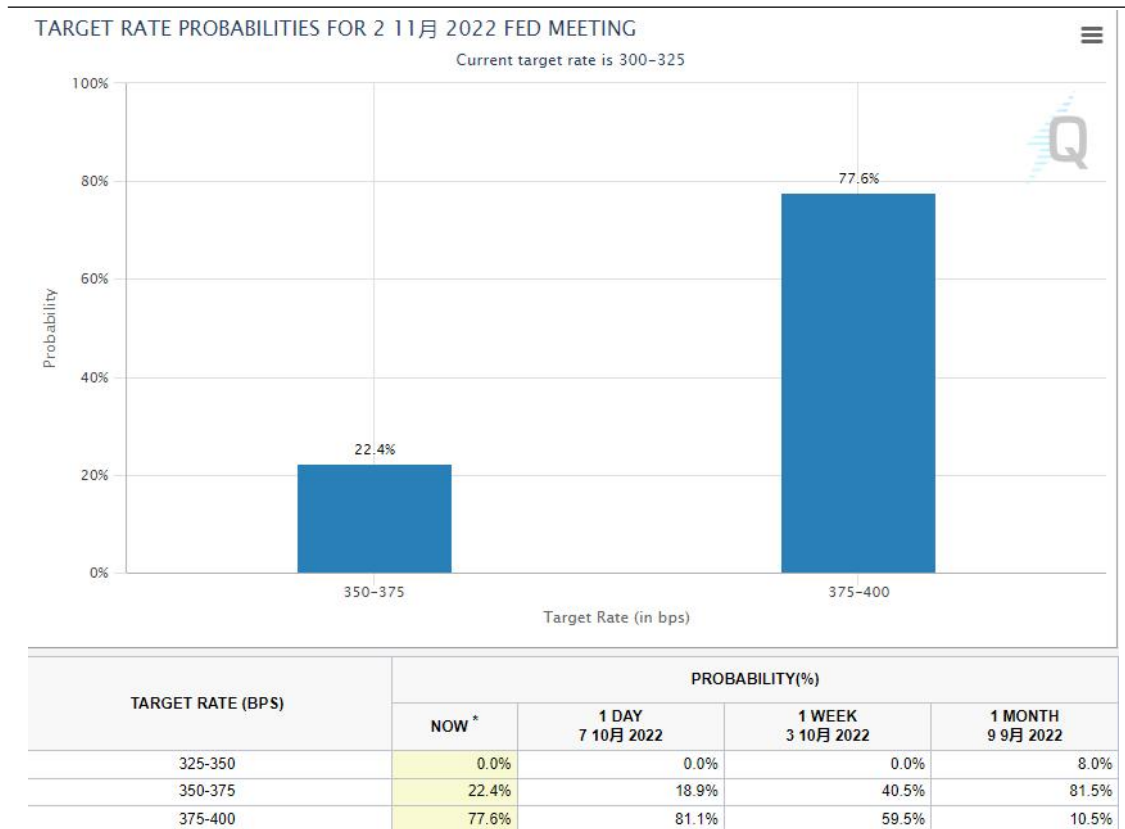
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：劳动参与率回落下劳动力市场偏紧（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：市场定价 11 月加息 75 基点的概率超过 70% (%)



资料来源：Wind，优财研究院

3. 加息的背后是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易

加息的背后是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，通胀仍在磨顶过程，年底、明年年中可能都难以降至美联储合意区间。一方面本轮通胀的光谱较广，通胀压力上行是全方位的，而不仅仅是食品和能源上涨所带来的压力；另一方面，当前通胀粘性仍然较高，尤其是住房、劳工价格的高粘性，职位空缺率高企下工资上涨趋势难以放缓，而薪资增长强化了通胀的粘性，工资—通胀螺旋风险仍大。美国通胀拐点可期但回落不易，预计三季度通胀或仍处于磨顶阶段，今年年底、甚至明年年中通胀可能都难以降至美联储的合意区间。今年年底前仍可能在 7% 以上的高位，核心 CPI 的粘性显著更强，2023 年 CPI 回落速度有望加快。

从通胀结构拆分来看，通胀风险也仍未被消除：1) 非粘性的食品和能源价格在俄乌冲突后中枢抬升；2) 疫情反复加大全球供应链扰动，制造业耐用品等半粘性通胀下

行的时点或被推后；3) 以劳工和房价为基石的服务业通胀的粘性或超市场预期。

1) 非核心 CPI 方面，尽管农产品大宗价格有所下跌，但考虑加工、运输和零售成本后，短期食品通胀仍然会处于高位，餐饮服务价格更有韧性。根据美国农业部对食品 CPI 的最新测算结果，预计 2022 年底，CPI 居家食品和餐饮服务同比仍将维持高位，而至 2023 年底，居家食品和餐饮服务 CPI 同比可能分别回落至 2.5%、3.5% 的水平。能源商品主要受到原油价格变动影响，尽管当前受到衰退担忧的拖累，但低供给+低库存的状态下，需求和供给方面的不确定性仍加剧油价的波动性，而欧洲能源危机风险也未解除，天然气价格仍存在风险。

2) 核心商品方面，需求向下+供给向上，核心商品价格大概率趋于回落，但回落幅度和节奏仍受到供应链恢复情况扰动。一方面，缺芯显著改善、叠加库存筑底回升，机动车价格有望逐渐开始回落；另一方面，航运物流瓶颈缓解、大宗商品价格回落、叠加强美元效应，剔除机动车的核心商品趋于回落，但欧洲能源危机等仍是风险。

图 34：本轮通胀的光谱较广（%）

当月同比（%）	Aug-22	Jul-22	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21
美国CPI	8.20	8.50	9.00	8.50	8.20	8.60	7.90	7.50	7.10	6.80
核心CPI	6.30	5.90	5.90	6.00	6.10	6.40	6.40	6.00	5.50	5.00
能源	23.90	32.90	41.50	34.40	30.20	32.20	25.70	27.00	29.40	33.10
食品	11.40	10.90	10.40	10.10	9.40	8.80	7.90	7.00	6.30	6.10
食品与饮料	10.90	10.50	10.00	9.70	9.00	8.50	7.60	6.70	6.00	5.80
住宅	7.80	7.40	7.30	6.90	6.50	6.40	5.90	5.70	5.10	4.80
服装	5.00	5.10	5.20	5.00	5.40	6.80	6.60	5.30	5.70	5.00
交通运输	13.40	16.40	19.60	19.30	19.80	22.50	21.10	20.90	21.30	21.10
医疗保健	5.40	4.80	4.50	3.70	3.20	2.90	2.40	2.50	2.20	1.70
娱乐	4.10	4.40	4.60	4.50	4.30	4.80	4.90	4.80	3.30	3.20
教育与通信	0.40	0.50	0.80	0.80	1.00	1.60	1.60	1.70	1.60	1.70
其他商品与服务	6.60	6.30	6.70	6.30	5.70	5.50	5.60	4.90	4.50	4.40
信息技术、硬件和服务	-3.40	-2.30	-1.10	-1.50	-0.90	1.90	2.00	2.10	1.90	1.90
个人计算机及其周边设备	-4.30	-3.50	-0.60	-1.80	0.20	7.60	4.60	3.50	2.80	4.80

资料来源：Wind，优财研究院

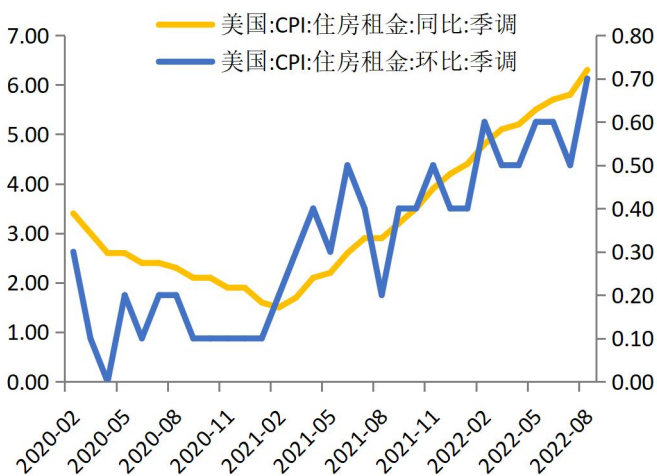
图 35：美国农业部预测年底食品 CPI 仍高 (%)

分项	相对权重	2020年同比	2021年同比	近20年均值	2022年底同比预测	2023年同比预测
所有食品	100.0	3.4	3.9	2.4	8.5 to 9.5 (+)	2.5 to 3.5
餐饮服务	38.0	3.4	4.5	2.9	6.5 to 7.5 (+)	3.0 to 4.0
居家食品	62.0	3.5	3.5	2.0	10.0 to 11.0 (+)	2.0 to 3.0
肉类、家禽和鱼类	13.2	6.3	6.8	2.9	9.0 to 10.0 (+)	2.0 to 3.0
蛋类	1.0	4.3	4.5	3.2	19.5 to 20.5	-0.5 to 0.5
乳制品	5.8	4.4	1.4	1.7	12.0 to 13.0 (+)	1.5 to 2.5
油脂	1.8	1.3	4.6	2.3	16.5 to 17.5 (+)	2.0 to 3.0
水果和蔬菜	10.6	1.4	3.3	2.0	6.5 to 7.5	0.0 to 1.0
糖类	2.1	3.3	3.0	2.1	7.5 to 8.5 (+)	2.0 to 3.0
谷物及烘焙制品	7.9	2.2	2.3	2.1	12.0 to 13.0 (+)	5.0 to 6.0
不含酒精的饮料	7.1	3.6	2.8	1.4	7.5 to 8.5 (+)	2.0 to 3.0
其他食物	12.5	3.1	2.2	1.5	12.0 to 13.0 (+)	2.0 to 3.0

资料来源：Wind，优财研究院

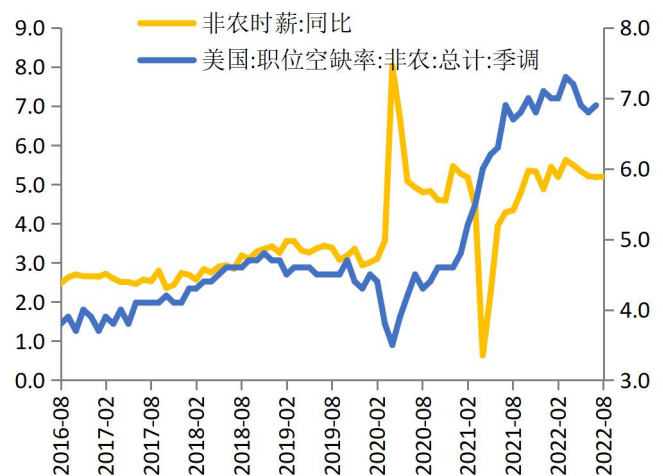
3) 核心服务方面，以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性较强：① 房租价格具有很强的顺周期性和滞后性，房价同比涨幅仍在高位，滞后房价 14 个月左右的租金通胀同比可能到 2023 年中前维持较高水平。② 劳工价格粘性目前来看是最强的，强劲的劳动力市场与较高的职位空缺意味着短期失业率不会快速反转。当前职位空缺与失业人数的比值仍在 1.8 的高位，而疫情前正常水平在 1.1-1.2 左右，推升工资增速升至 5% 以上，职位空缺率高企下工资上涨趋势难以放缓，而薪资增长又进一步强化了通胀的粘性，工资-通胀的螺旋风险仍大。

图 36：住房租金通胀仍然较高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 37：职位空缺率高企下工资上涨难以放缓 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

4. 衰退担忧暂难逼退紧缩步伐，全球“比差模式”下强美元拐点未现

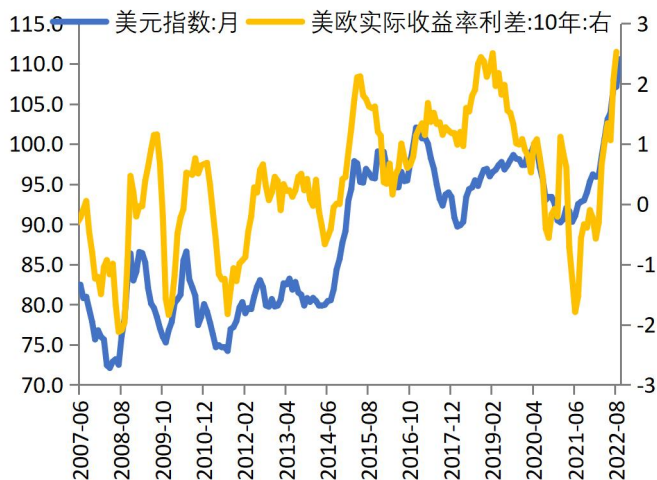
当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，偏紧的劳动力市场强化了工资和通胀的粘性，通胀拐点逐步确认但粘性通胀超预期，年内通胀水平仍然不低，核心通胀可能在相当长一段时间内远高于联储目标值。在通胀下行趋势变得更加清晰之前，美联储不太可能放弃其激进的货币紧缩路线，对潜在的经济衰退容忍度在上升。后续加息节奏的放缓仍需要经济进一步走弱、劳动力市场降温、通胀拐点确认等多方面数据共同配合，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

而欧洲的情况更为严峻，通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济衰退风险加剧，欧央行仍面临滞后于美联储紧缩周期的风险，欧元下行压力仍大。对于欧洲来说，能源危机仍是最大的风险，高温天气叠加地缘冲突下北溪1号供气缩减，天然气和电价则续创历史新高，欧洲通胀压力逐步超过美国。通胀高点未至+经济增长预期回落，滞胀格局延续，而冬季的临近下能源危机或进一步恶化，将对经济造成更大的打击。但作为单一目标制的央行，欧央行不得不加快加息其进程，继7月超预期加息50bp后，9月欧央行再度超预期加息75bp，彰显加息的急迫之意，且加息进程仍将延续。

而滞胀格局下的加息节奏加快也加大了欧洲经济硬着陆的风险，一旦利率抬升，欧债危机以来债务杠杆仍存在爆发风险，欧央行预计经济将在今年晚些时候和2023年第一季度陷入停滞。相比更具韧性的美国经济，欧央行加息或成为不可承受之重，欧洲经济衰退风险加剧，持续加息仍然成疑。

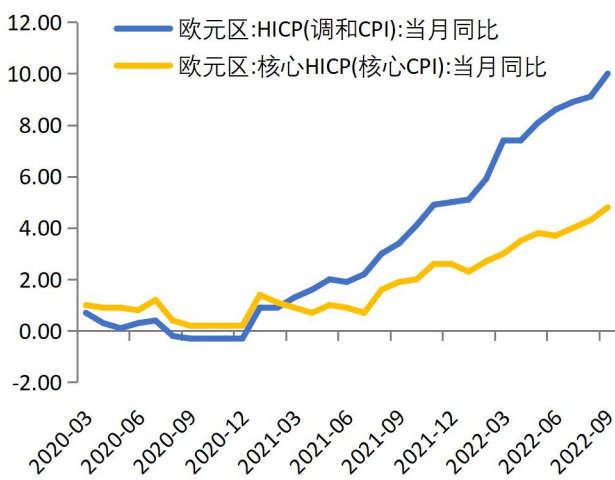
全球比差逻辑下年内美元仍有支撑，而欧央行仍面临滞后于美联储紧缩周期的风险，欧元下行压力仍大，美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破，强美元继续压制商品价格。对于人民币来说，中美经济周期和政策分化下，人民币汇率短期贬值压力上升，但对一篮子货币仍保持中性，中美利差仍约束10年期国债收益率下降空间。

图 38：美欧利差走扩下美元指数持续偏强 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 39：欧元区通胀压力仍在上升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

四、政策重回稳增长

1. 稳增长压力触发超预期降息，“准财政”协同发力

稳增长稳就业压力触发央行超预期降息。8月15日，央行缩量续作当月到期MLF并调降政策利率10个基点，在美联储加息周期持续叠加央行二季度执行报告强调结构性通胀和外部平衡的背景下，央行降息超出市场预期。我们认为经济稳增长压力是触发剂，在融资和增长环境的转弱下，需求端政策加码必要性增强，且调整MLF利率对引导LPR下降更直接，打开房贷利率下降空间，提振房地产销售，并通过实体融资需求的改善来缓解银行间流动性淤积的问题。此前中美货币政策周期背离是约束国内货币宽松的一大制约，而政策利率的超预期下调无疑是对这一谨慎预期的修正，凸显政策稳增长、保就业决心，稳增长政策进入新一轮的升温。

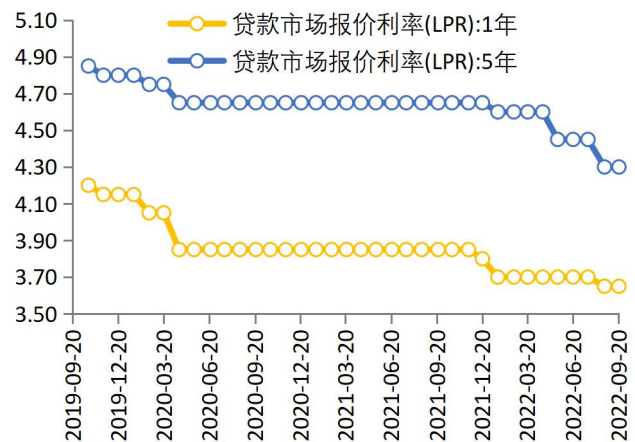
5年期LPR利率单边调降加快，助力稳定地产需求。8月政策利率调降引导1年期和5年期LPR分别下调5bp和15bp，非对称下调显示政策向中长期贷款让利，在居民资产负债表衰退、房地产拖累内需下行的背景下，5年期LPR下调幅度较大引导房贷利率下降、并推动地产端需求恢复。自去年12月以来，1年期和5年期以上LPR报价利率分别累计下调20和35bp。

图 40：5 年期 LPR 报价利率调降较快 (%)

日期	LPR报价和MLF利率调整幅度bp		
	1年期LPR	5年期以上LPR	1年期MLF
2019-09	-5.00	-	-
2019-11	-5.00	-5.00	-5.00
2020-02	-10.00	-5.00	-10.00
2020-04	-20.00	-10.00	-20.00
2021-12	-5.00	-	-
2022-01	-10.00	-5.00	-10.00
2022-05	-	-15.00	-
2022-08	-5.00	-15.00	-10.00

资料来源：Wind，优财研究院

图 41：LPR 报价利率 (%)



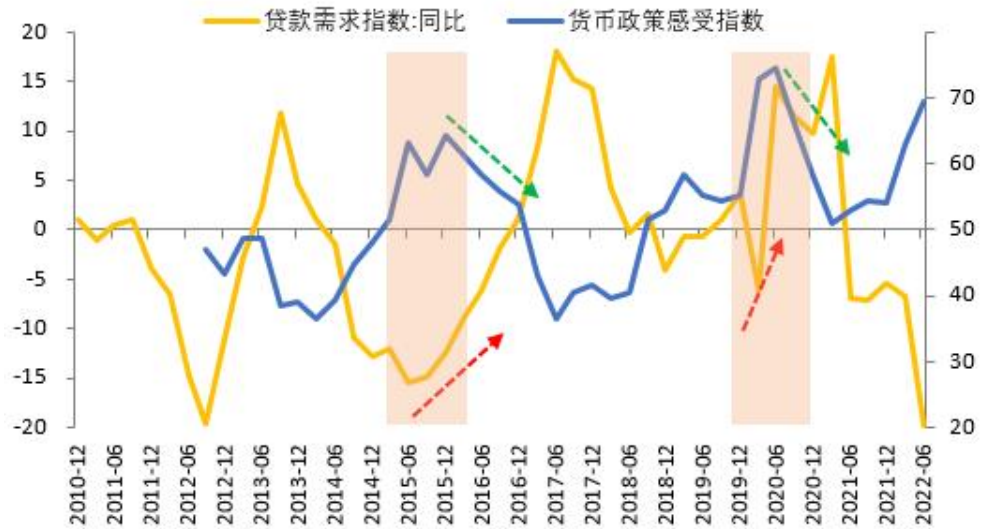
资料来源：Wind，优财研究院

货币先后“准财政”工具协同发力。继国务院 33 项政策之外，824 国常会再添 19 项接续政策，合计 1.2 万亿的政策组合“0.5 万亿专项债+0.3 万亿政策性金融工具+0.2 万亿政策行专项借款+0.2 万亿能源保供特别债”，体现政策底线思维和相机抉择，专项债结存限额叠加政策性金融工具主要用于基建稳内需，政策行专项借款专项用于地产保交楼，能源保供特别债强调能源保稳定。同时 831 国常会强调“根据实际需要扩大规模”、912 国务院专题会“根据地方需求增加额度”，预计 6000 亿政策性金融工具并非终点，四季度到明年仍有发力空间。

2. 实体融资需求走弱阶段，货币政策宽松周期延续

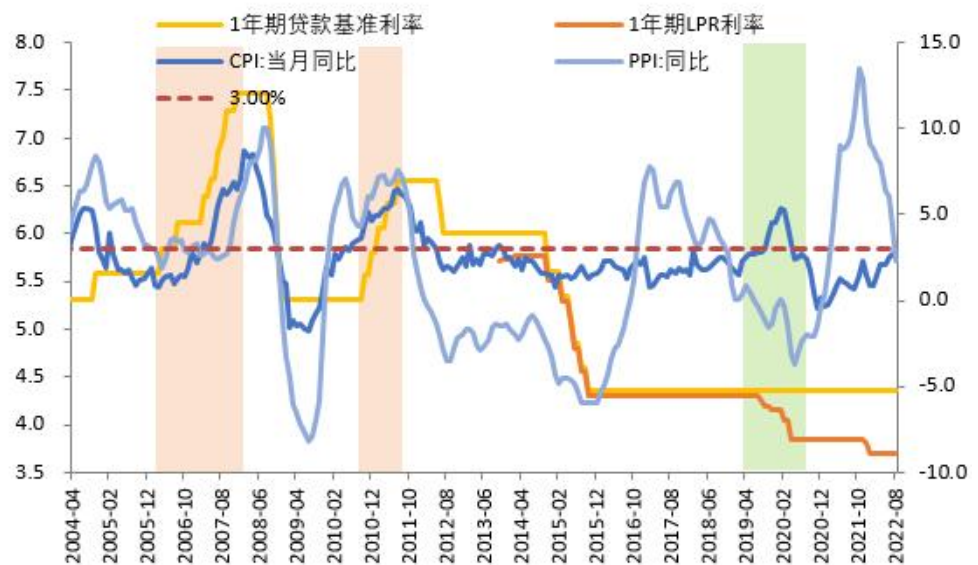
实体融资需求仍然偏弱，宽信用仍需宽货币保驾护航，从历史经验来看，降息周期是否结束取决于私人部门融资增速能否出现连续 2~3 个月的回升，当前贷款需求仍未见底下货币政策宽松周期延续，预计流动性依然维持宽松状态。而通胀并不是主要矛盾，CPI 同比回升主要受到猪价低基数的影响，当前通胀组合呈现“核心 CPI 依然延续低位+PPI 延续回落趋势”的结构，从过去看，在 PPI 同比回落的背景下，央行货币政策不会收紧。

图 42: 货币政策收紧仍需首先看到贷款需求的回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: PPI 同比回落的背景下, 央行货币政策不会收紧 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 货币和汇率的内外平衡

中美经济周期和政策分化下利差持续走扩, 人民币汇率贬值压力上升, 制约国内货币政策“以内为主”的空间。8月央行降息之后中美利差倒挂进一步加深, 叠加美联储9

月鹰派加息后美元持续走强，人民币汇率贬值压力增大，美元兑人民币突破 7.1 关口。

但人民币汇率更多是强美元之下的一种“被动贬值”，对一篮子货币依然维持平稳。从中长期看，人民币的竞争力最终取决于经济竞争力和效率提升的相对走势，当前全球“比差逻辑”下，我国的基本面仍具有一定的相对优势。不过当前在美国加息周期仍未确认尾段、欧洲经济基本面明显弱于美国的背景下，美元指数短期仍有上冲压力，人民币对美元的单边偏弱走势或仍将持续一段时间。

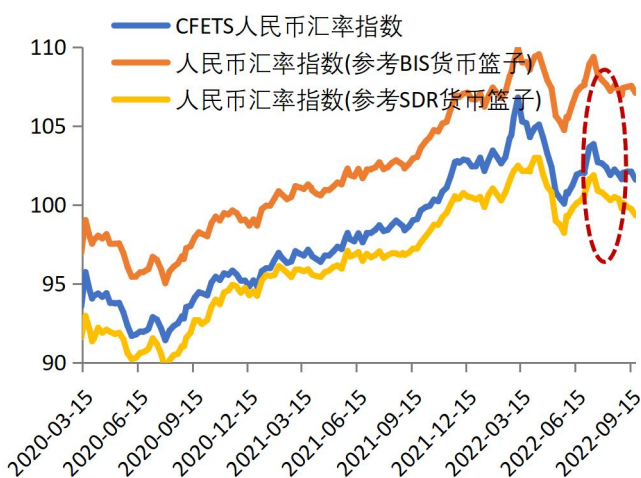
8 月央行超预期降息确认货币政策“以内为主”基调，而外汇宏观审慎工具的使用意在兼顾外部平衡，短期降息等价格型工具使用更偏谨慎，而 5 年期 LPR 仍有调降空间。当前地产风险仍未解除、就业面临压力，仍需要稳中偏松的货币环境支持，因此汇率不会成为货币政策转向的触发剂。而面对外部平衡的压力，近期央行更多的是采取内部宽货币稳增长+外部实施汇率政策稳定汇率和资本流动的政策组合拳，包括“调降 MLF 与 LPR+下调外汇存款准备金率+上调远期售汇业务的外汇风险准备金率”一系列措施。往后看，外汇宏观审慎工具的使用频率可能增加（外汇存款准备金、风险准备金、中间价等），降息等价格型工具的使用会更加慎重，而 LPR 报价、尤其是 5 年期以上 LPR 仍有下调空间。

图 44：短期人民币汇率贬值压力加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 45：人民币汇率对一篮子货币整体平稳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

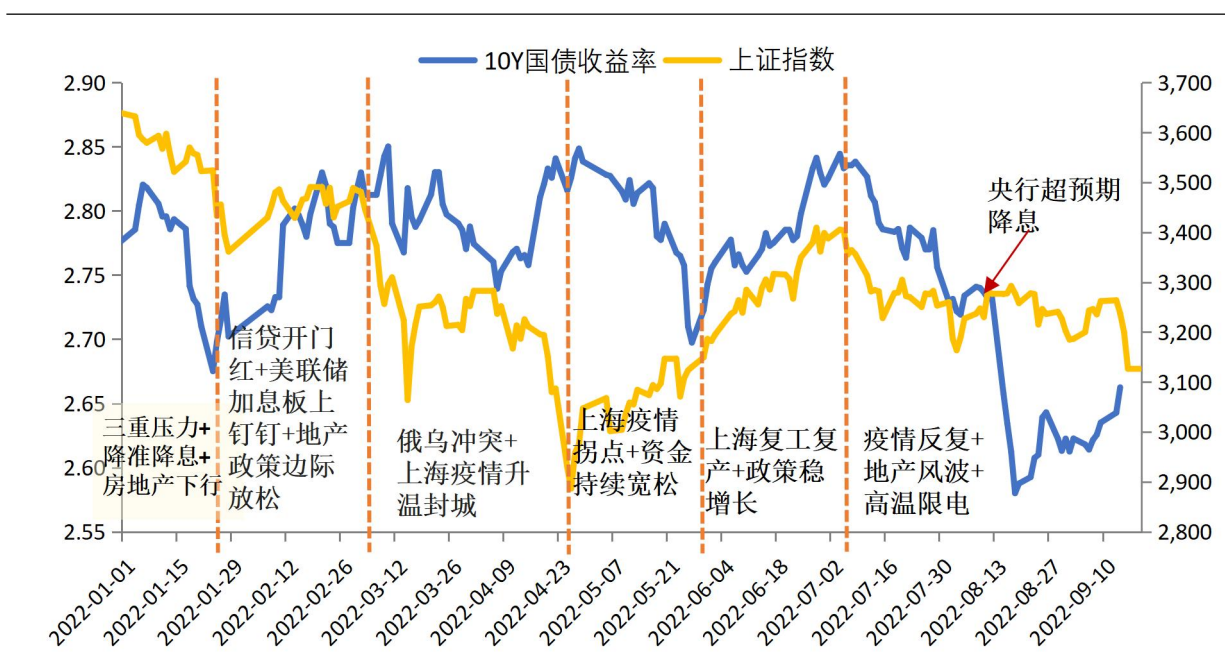
五、资产定价

1. 经济主线和扰动主导资产价格

今年大类资产中中国债券表现最好，收益率较年初小幅回落，主要反映中国经济的主要矛盾是经济下行的压力，而非通胀。微观主体活力不足下实体融资需求偏弱，货币政策持续宽松，叠加企业债和非标融低位引发债市资产荒，机构配置压力较大，债市面临的宏观环境远好于权益资产，融资需求偏弱下利率存在内生下行动力。

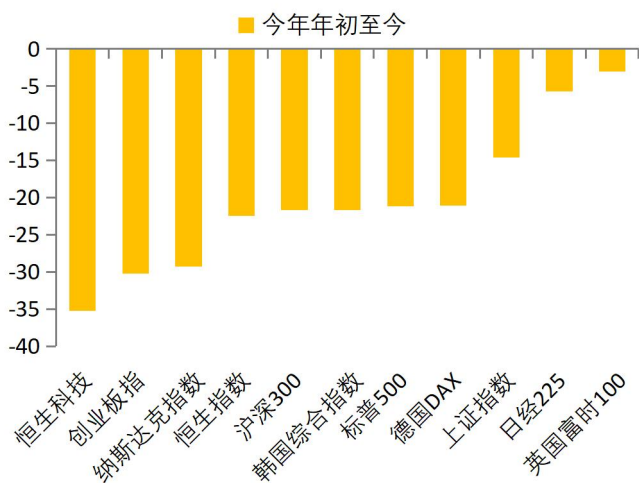
国内股市下跌但好于海外，主因国内稳增长重心下货币宽松，流动性充裕支撑股市较海外更抗跌。而全球无风险利率的上行也贯穿始终，成长类资产跌幅更大。海外则是股债双杀，主要反映的是高通胀压力引发联储货币收紧，美国 10Y 国债收益率从 1.5% 升至接近 4.0%。其中，6 月中-8 月中美债和美股喘息期主要受到全球经济衰退担忧和美联储紧缩预期阶段性缓和的支撑，但随着美联储表明愿意承受衰退风险抗通胀的决心，美股和美债再度双杀。

图 46：年内长端利率震荡小幅下行（%）



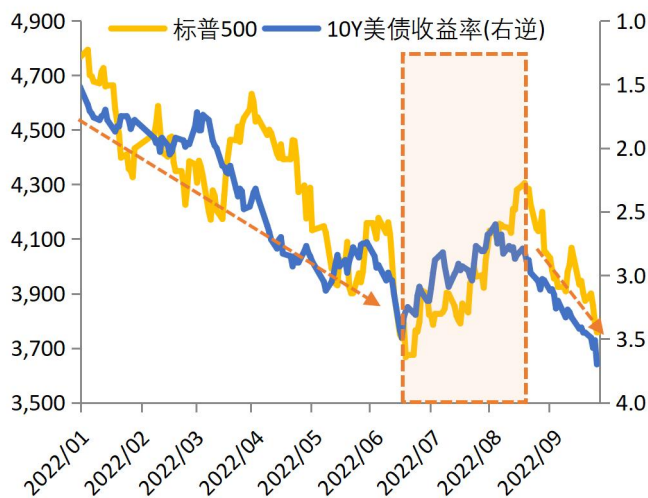
资料来源：Wind，优财研究院

图 47：国内股市下跌但略好于海外（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 48：联储货币快速收紧下美国股债双杀（%）



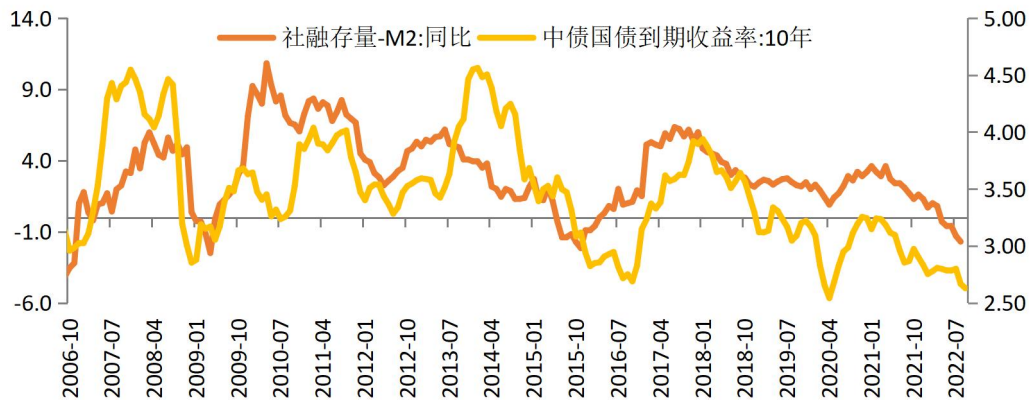
资料来源：Wind，优财研究院

2. 货币宽松下债券没有大的风险

经济弱复苏+流动性宽松，债券没有大的风险，货币能否进一步宽松以及利率是否还有下行空间，则取决于房地产销售和出口的变化，房地产销售是否有改观、或者欧美经济是否出现深度衰退是关键。实体融资需求走弱下长端利率风险不大，社融-M2 增速持续下滑映射流动性衰退式宽松，融资需求持续弱于货币供给，在此阶段，债券仍可受益于银行“资产荒”带来的配置压力。同时，历史上“企业长贷+非标”累计增速落入负值区间时，长端利率表现都不会太差。

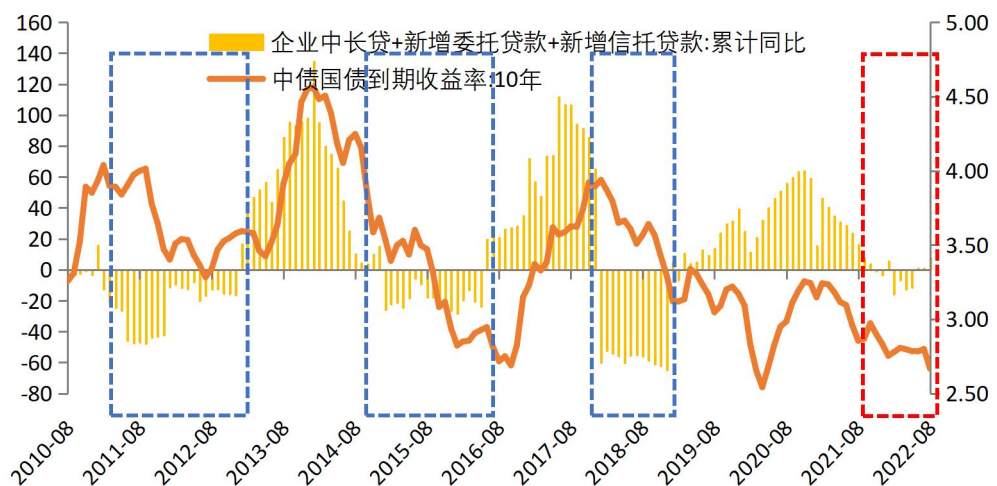
不过短期债市扰动加大，国内稳增长政策升温，地产政策边际放宽持续加力，10月将迎来5000亿专项债结存限额发行，叠加前期第二批政府性金融债投放完毕下预示9月信贷不弱。但经济仍处弱复苏，叠加货币政策仍需保持宽松为宽信用保驾护航，债市调整空间不大，长端利率低位的时间或将延长。预计长端利率2.6%仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近2.8%水平仍有配置和交易价值。

图 49：流动性衰退式宽松下债券仍存配置压力（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 50：“企业长贷+非标”增速落入负值区间时，长端利率表现都不会太差（%）



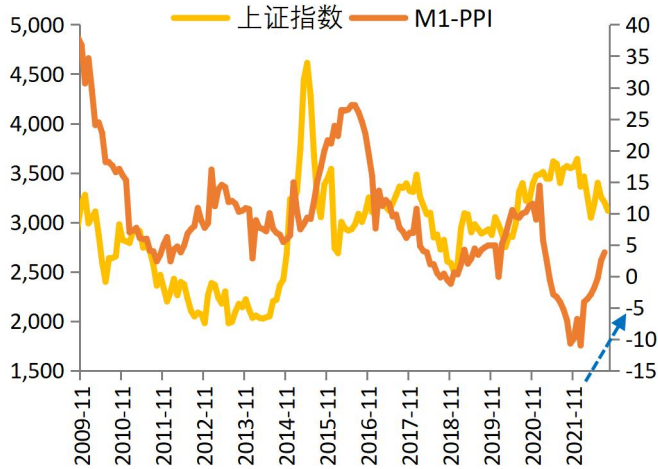
资料来源：Wind，优财研究院

3. 股票整体偏中性，结构性机会为主

股票整体偏中性，个股板块仍呈结构性机会，但指数没有大的上涨和下跌空间。一方面，货币政策整体仍是托底思维，宽松力度有限下股市水牛行情概率不大；另一方面，国内经济弱复苏、海外货币政策收紧窗口+需求向下通道，国内外需求难以形成共振，盈利复苏行情仍难。

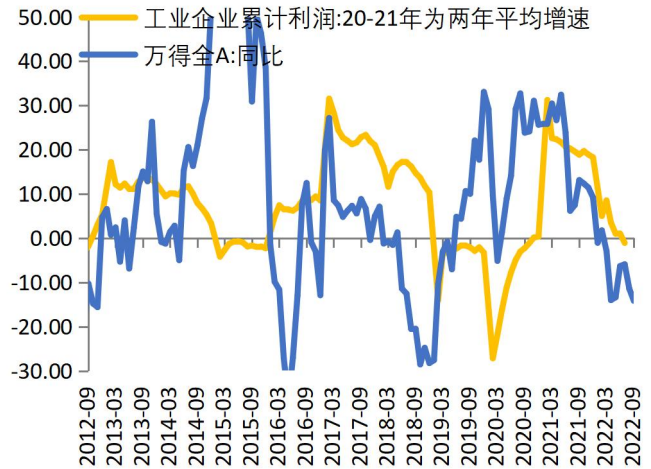
当前股市风险初步释放，估值和情绪指标已处于底部区域，宏观流动性充裕也形成底部支撑，但经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，股市仍待流动性改善叠加盈利预期转向的合力支撑，短期缺乏主线下整体仍以震荡为主。

图 51: 流动性改善有望支撑股指估值的修复 (%)



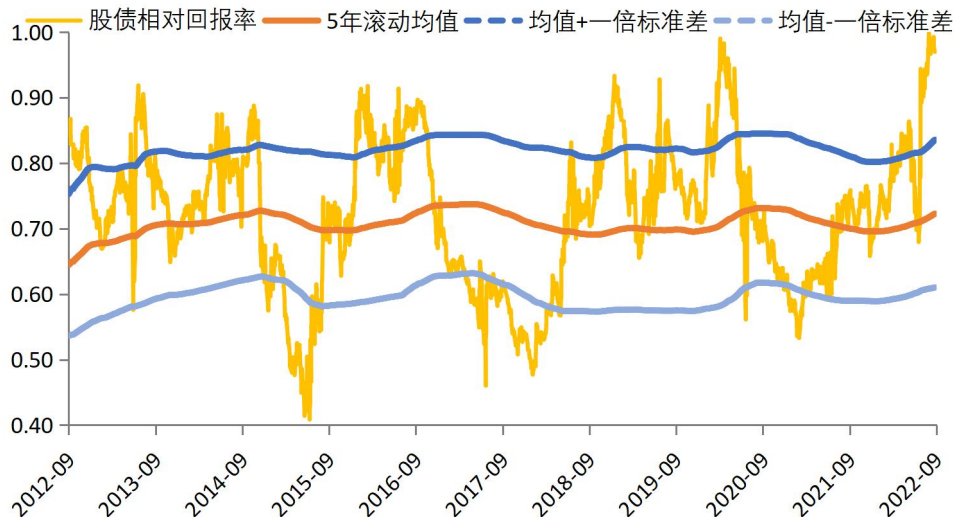
资料来源: Wind, 优财研究院

图 52: 经济修复程度弱仍拖累盈利增长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 53: 股市估值和情绪指标已处于底部区域 (%)

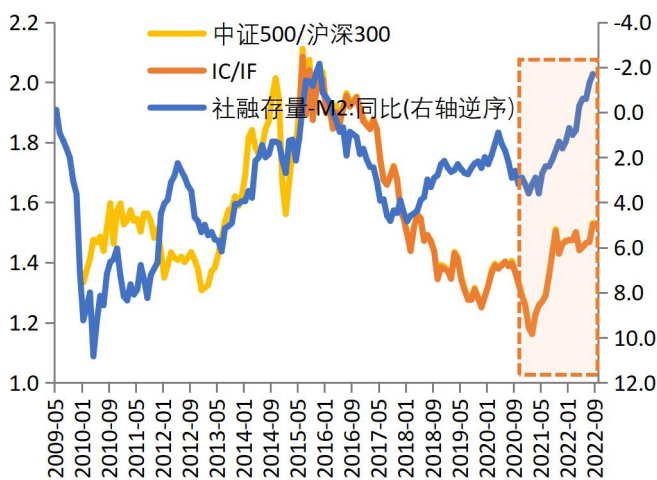


资料来源: Wind, 优财研究院

从结构上看, 今年股市风格表现出小盘跑赢大盘的现象, 与持续走低的“社融-M2 增速”保持一致。一方面经济增长缺乏动力下大盘股面临盈利受损, 另一方面, 流动性充裕的环境引发资金“脱实向虚”, 追逐跟经济相关性弱、更具有想象空间的小盘股。往后看, 在私人部门融资增速仍然低于 M2 增速阶段, 股市小盘股强于大盘股的风格或仍将延续。

而在今年稳增长的权益资产定价主线逻辑外，全球无风险利率的走势是主要扰动因素，其短期斜率的高低决定扰动风险的程度大小，国内成长类资产压力较大。全球无风险利率的抬升冲击全球权益资产估值，也打破国内长久期高估值资产此前的向好走势，成长类资产与美债利率保持明显的负相关性，直到5月初国内疫情拐点后两者背离，股市定价逻辑切换至稳增长和疫后经济修复。但8月初以来美债利率重回上行，对成长类资产再度形成压力。

图 54：今年股市风格小盘跑赢大盘（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 55：无风险利率走高冲击高市盈率板块（%）



资料来源：Wind，优财研究院

4. 全球总需求下行阶段商品进入下跌周期

今年商品市场呈现出很强的分化格局，以分别代表工业金属和能源价格的铜和原油为例，铜价目前自年内高点跌幅已超 30%，而原油价格上半年持续走高，涨幅高达 40-50%。

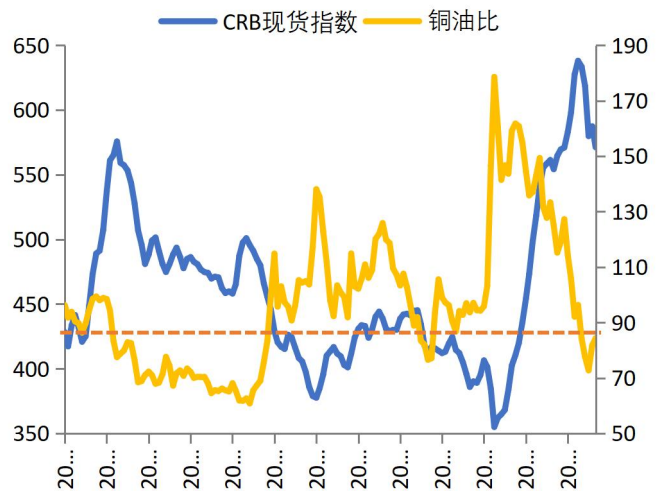
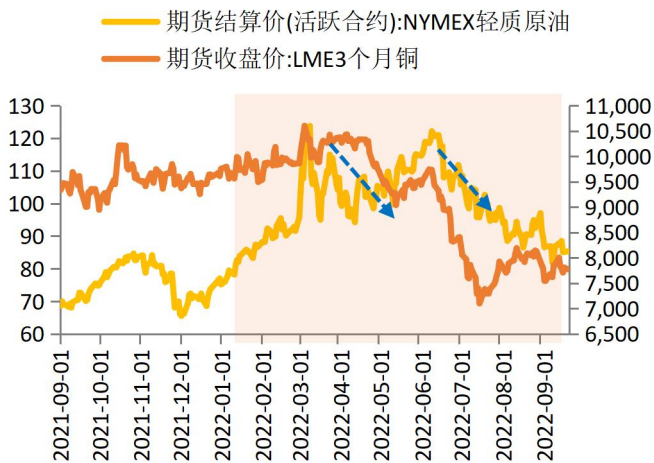
一方面，铜价反映的商品需求与全球经济景气高度拟合，而原油受制于供给端和产业链的影响其价格更有韧性；另一方面，原油更靠近美国居民的必须消费，价格的分化也反映了上半年美国消费需求从可选消费向必需消费的切换。原油的供需弹性较铜更弱下，原油价格通常滞后于工业金属价格拐点，而这通常也是大宗商品牛熊转换的尾声阶段特点。

全球总需求下行+供给端矛盾缓解+全球流动性退潮，商品进入下跌周期。目前铜价已经比较充分地反映了未来经济衰退的预期，而代表刚性需求的油价自 6 月以来也进入

高位回落区间，商品价格驱动从供给端收缩向需求走弱转换，不过供应链瓶颈问题下或导致其下跌过程较以往周期更慢。往后看，国内稳增长+海外衰退渐进，商品结构或表现为内需定价的黑色系商品相对好于外需定价的原油。

图 56: 原油价格滞后于铜价见顶 (%)

图 57: 铜油比跌破 80 后大宗商品大概率回落 (%)

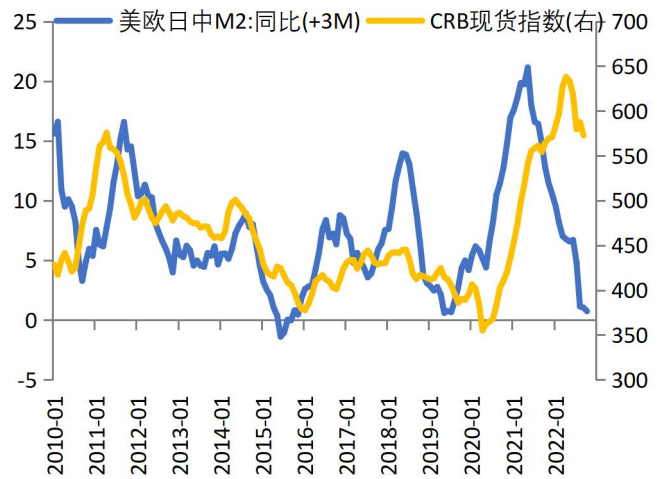
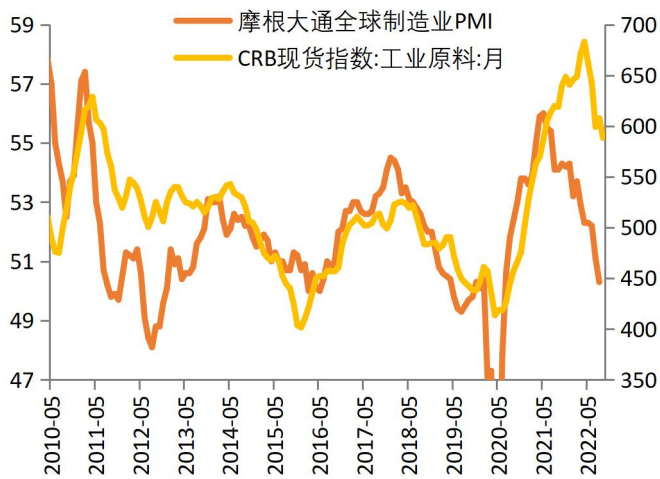


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 58: 全球景气度领先商品价格回落 (%)

图 59: 全球流动性率先回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

六、风险提示

疫情超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，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/>