金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观·周度报告

2022 年 8 月 14 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：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

经济复苏斜率趋弱，三重平衡下货币空间不大

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1）CPI 继续向 3%渐进，核心通胀低迷印证总需求偏弱。7 月食品价格推升 CPI 上涨至 2.7%，但总需求不足下核心通胀仍然低迷，下半年猪周期扰动叠加内需弱修复，CPI 9 月破 3%预期升温，不过疫情反复和地产风波压低经济修复斜率，就业仍然偏弱，核心通胀压力不大。PPI 仍在回落通道，下半年同比高基数下 PPI 回落速度加快，海外经济衰退风险加大叠加国内经济弱复苏，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换，宏观需求走弱主导价格走势，四季度或降至 0 附近。**2）7 月社融信贷降幅超预期，经济复苏斜率趋弱。**6 月短期积压需求释放后，7 月社融信贷大幅下滑并明显不及预期，融资总量结构双弱，居民和企业部门降杠杆，购房意愿低迷下居民加杠杆意愿偏弱仍难扭转。当前国内经济弱复苏区间不变，微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾，而地产风险和疫情反弹也压低经济修复的斜率。**3）货币政策兼顾三重平衡，资金面收敛而不收紧。**我们认为，当前经济修复尚不稳固，制造业 PMI 再度跌入收缩区间、核心通胀低位回落、以及社融信贷降幅超预期，均指向总需求的偏弱格局，经济修复尚需巩固下货币并不具备收紧的基础。但二季度货币政策执行报告对通胀和外部平衡的关注度也在抬升，央行多目标平衡压力在加大。货币政策兼顾三重平衡下期待空间减弱，结构性政策仍是主角，侧重加大对实体的信贷支持，资金总量充裕下本月 MLF 续作可能缩量，但对当前极度充裕的流动性影响可能有限，预计后续资金面收敛而不收紧，5 年期 LPR 仍有调降的必要性和空间。

高频数据显示：1）7 月美国通胀数据低于市场预期，市场预期美联储加息步伐放缓，短期市场情绪有所回暖，但核心 CPI 粘性仍强，三季度美国通胀或仍处于磨顶过程；2）三亚疫情仍在上升期，疫情动态仍扰动经济修复斜率；3）8 月商品房销售再度回落，居民信心修复仍难；4）上游开工率小幅回升，基建产业链偏强；5）美国 7 月 CPI 低于预期下美联储加息步伐有望放缓，市场情绪改善下大宗商品低位略有反弹；6）通胀方面，农产品价格指数延续回落，猪肉价格近期承压。

7 月美国通胀数据低于市场预期，市场预期美联储加息步伐放缓，短期权益市场情绪有所回暖，不过经济复苏偏弱下股市仍处于休整期，宏观流动性仍充沛决定市场调整空间有限，中小盘成长风格占优。而“经济预期下修+资金宽松+配置需求”支撑债市近期上涨行情，但债市正在接近顶部区域，2.65-2.7%是十年国债强阻力区域，后续可能仍偏震荡。关注 7 月经济数据和月中 MLF 续作。

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

一、 微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾

● CPI 继续向 3%渐进，核心通胀低迷印证总需求偏弱

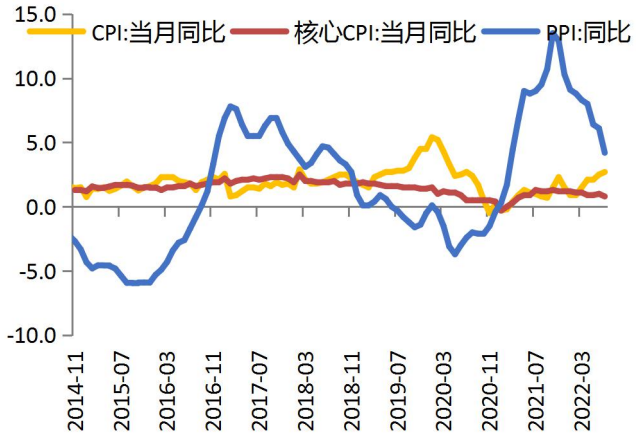
食品价格推升 CPI，核心通胀仍然低迷。中国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期 2.9%，前值 2.5%，CPI 由上月持平转为上涨 0.5%。食品价格同比增速升至 6.3%，环比上涨 3%，明显超出季节性表现，主要受到猪肉、鲜菜等食品价格上涨的影响。一方面，受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，猪肉价格上涨较快，7 月环比上涨 25.6%，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点；另一方面，鲜菜价格也大幅走升，7 月环比上涨 10.3%，主要受到多地持续高温天气的影响，蔬菜生长缓慢、上市量减少，涨幅高于季节性。

但 7 月非食品增速回落，交通工具燃料、旅游和其他用品服务价格环比显著弱于季节性，反映国际油价回落、以及国内疫情反复和高温天气拖累暑期旅游消费的影响，房租价格仍然偏弱，总需求不足下核心 CPI 低位震荡，7 月核心 CPI 较上月回落 0.2 个百分点至 0.8%。

PPI 仍在回落通道，宏观需求偏弱主导下 7 月大宗商品价格跌幅较大。7 月 PPI 下行斜率有所加快，同比 4.2%，市场预期 4.7%，前值 6.1%，环比-1.3%。7 月大宗商品价格跌幅较大，海外衰退预期升温叠加国内地产投资走弱，宏观需求偏弱情绪主导工业品价格下跌。不过 7 月下旬以来多数商品有所反弹，内需定价商品 7 月下旬受到国内稳地产、保交楼、以及加快基建项目进度要求等政策支撑小幅反弹。外需定价商品受到能源供给担忧再起、以及美联储鹰派态度弱化的支撑。

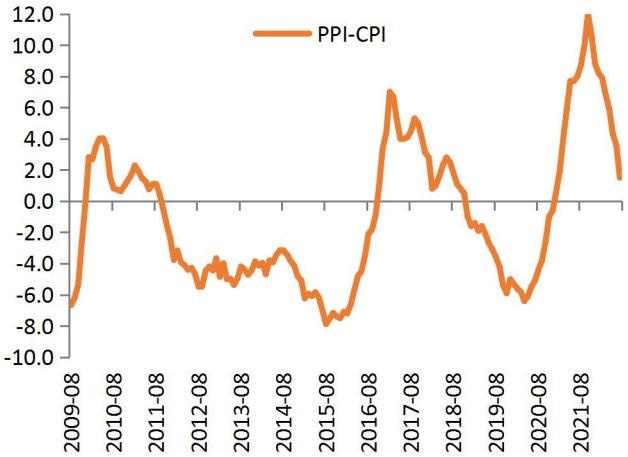
下半年猪周期扰动叠加内需弱修复，CPI 9 月破 3%预期升温，不过疫情反复和地产风波压低经济修复斜率，就业仍然偏弱，核心通胀压力不大。PPI 仍处于回落通道，下半年同比高基数下 PPI 回落速度加快，四季度或降至 0 附近。海外经济衰退风险加大叠加国内经济弱复苏，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换，宏观需求走弱主导价格走势，而内需定价的黑色系商品或相对好于外需定价的原油和有色商品。

图 1：CPI VS PPI（%）



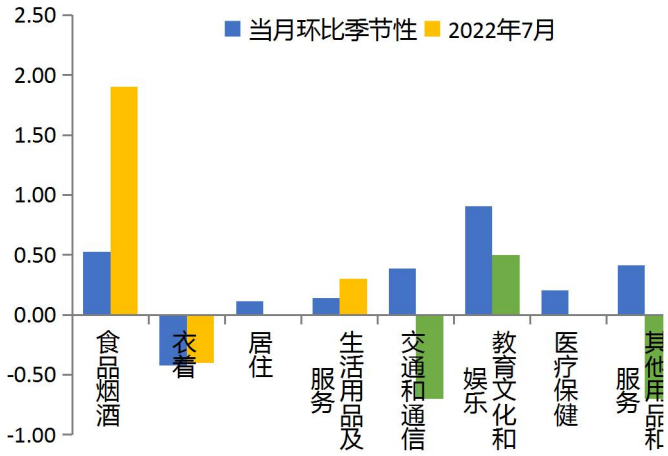
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PPI-CPI 剪刀差继续收敛（%）



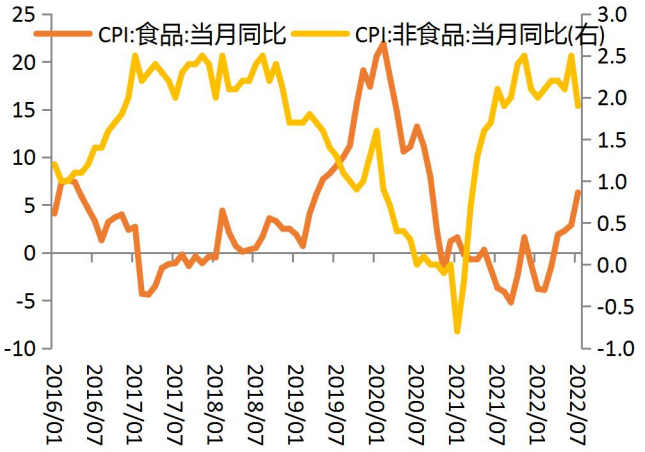
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：食品价格环比涨幅超季节性（%）



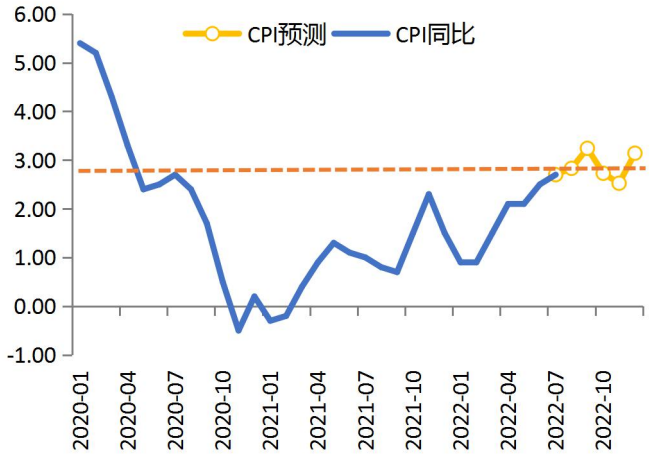
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：非食品增速回落（%）



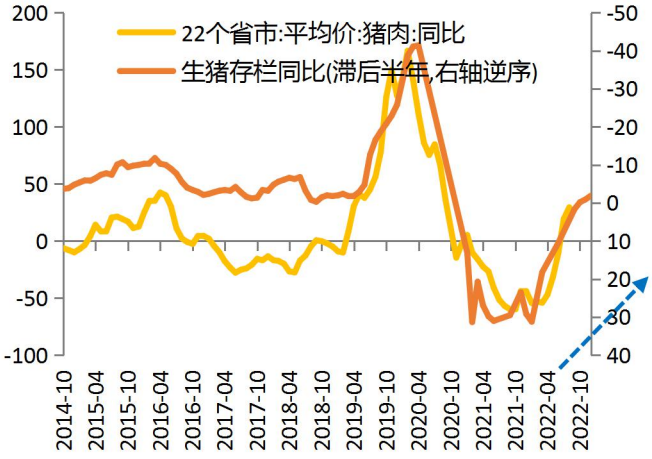
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：CPI 9 月破 3%预期升温（%）



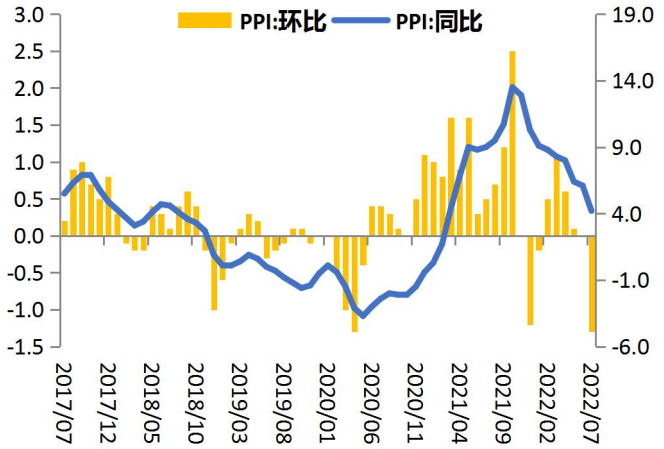
资料来源：Wind，优财研究院

图 6： 猪周期扰动推升食品价格（%）



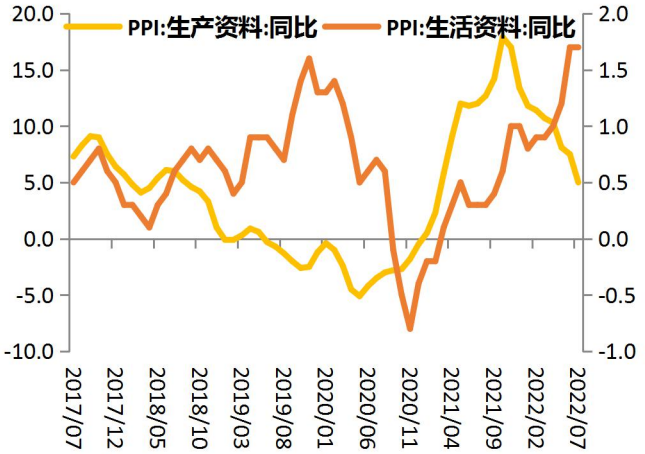
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：PPI 仍在回落通道（%）



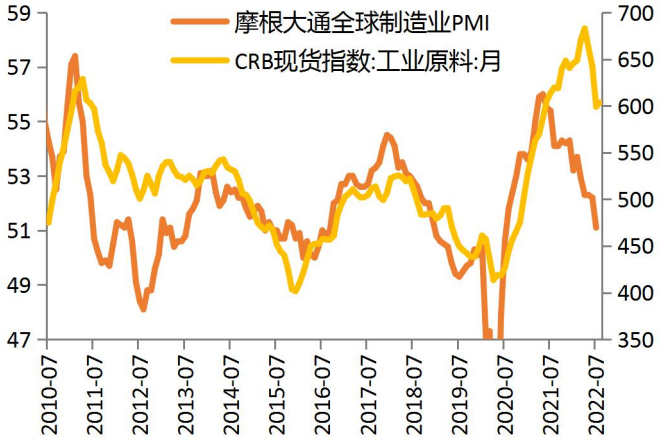
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：PPI 生产资料&生活资料（%）



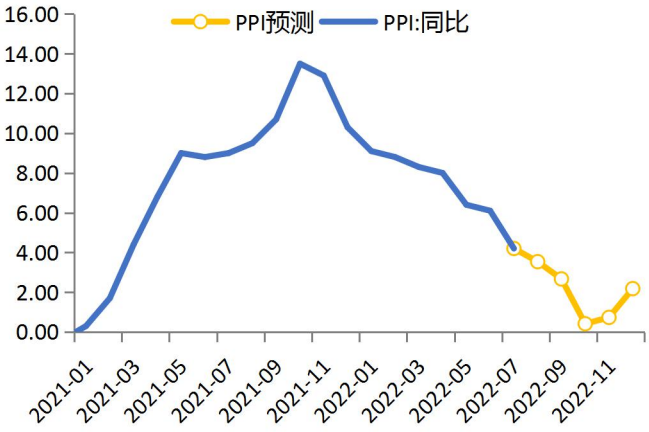
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：宏观需求走弱主导工业品价格走势（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：下半年 PPI 回落速度加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 7 月社融信贷降幅超预期，经济复苏斜率趋弱

央行公布 2022 年 7 月金融数据：（1）新增人民币贷款 6790 亿元，市场预期 11500 亿元，前值 28100 亿元。（2）社会融资规模 7561 亿元，市场预期 13880 亿元，前值 51733 亿元。（3）M2 同比 12.0%，市场预期 11.6%，前值 11.4%；M1 同比 6.7%，前值 5.8%。

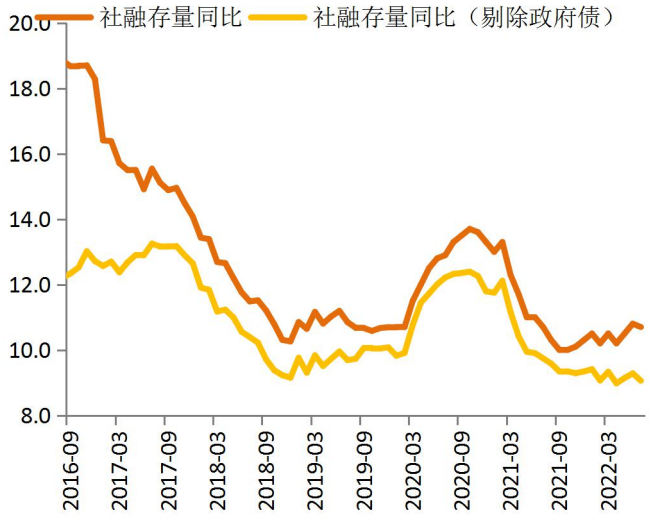
7 月社融信贷降幅超预期，融资总量结构双弱。7 月社融信贷较上月大幅下滑并明

显不及预期，继 6 月短期积压需求释放后，7 月融资需求仍在回落，尽管此前票据利率低位下已存在融资需求疲弱预期，但 7 月降幅仍超市场预期，居民中长贷、企业中长期贷款和企业债券融资拖累社融，票据冲量与中长期贷款疲软显示融资结构也不佳。

居民和企业部门降杠杆，7 月地产断贷风波下，居民预期仍在走弱，购房意愿低迷下居民加杠杆意愿偏弱仍难扭转。当前地产端核心矛盾仍是居民和房企预期走弱，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力。

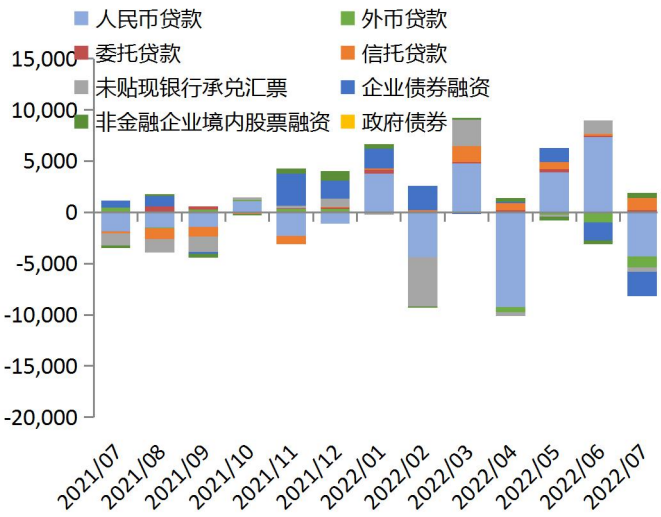
当前国内经济弱复苏区间不变，微观主体活力和信心不足仍是主要矛盾，而地产风险和疫情反弹也压低经济修复的斜率。制造业 PMI 再度跌入收缩区间、核心通胀低位回落、以及社融信贷降幅超预期，均指向总需求的偏弱格局，经济修复尚需巩固下货币并不具备收紧的基础，兼顾三重平衡下结构性政策仍是主角，预计后续资金面收敛而不收紧，5 年期 LPR 仍有调降的必要性和空间。

图 11：社融增速小幅回落（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：社融分项当月同比增量（亿）



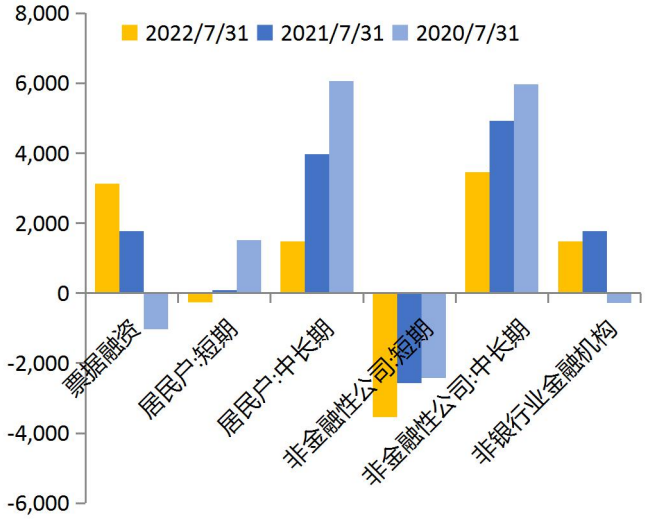
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献（亿元，%）

	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10
当月新增社融	7561	51733	28358	9420	46525	12279	61750	23682	25983	16176
新增人民币贷款	6790	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262
社融存量同比（%）	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0
（当月同比变化）										
社会融资规模	-3191	14716	8836	-9150	12763	-4964	9866	6490	4628	2247
新增人民币贷款	-4303	7358	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089
居民贷款	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316
居民短贷	-354	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154
居民中长贷	-2488	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162
企业短贷	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549
企业中长贷	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923
票据融资	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284
委托贷款	240	94	276	211	149	26	337	143	66	1
信托贷款	1173	218	676	713	1532	185	162	67	-803	-186
未贴现票据	-428	1287	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203
企业债券融资	-2357	-1744	1385	121	-96	2363	1912	1731	3166	-2
政府债券	2178	8708	3881	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236

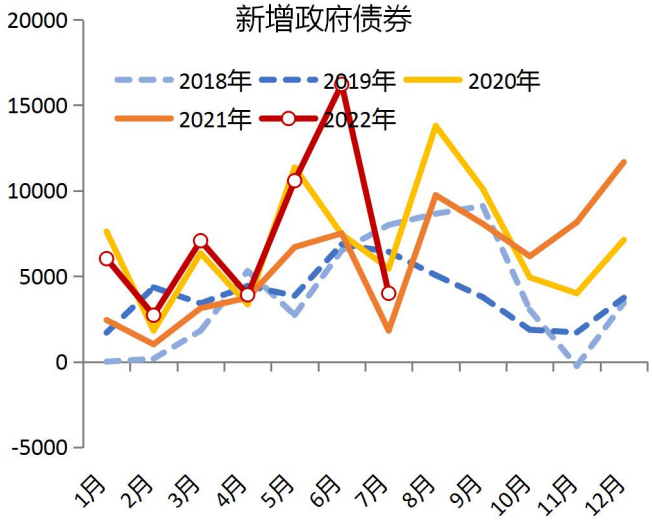
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：居民和企业部门降杠杆（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：政府债融资回落（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

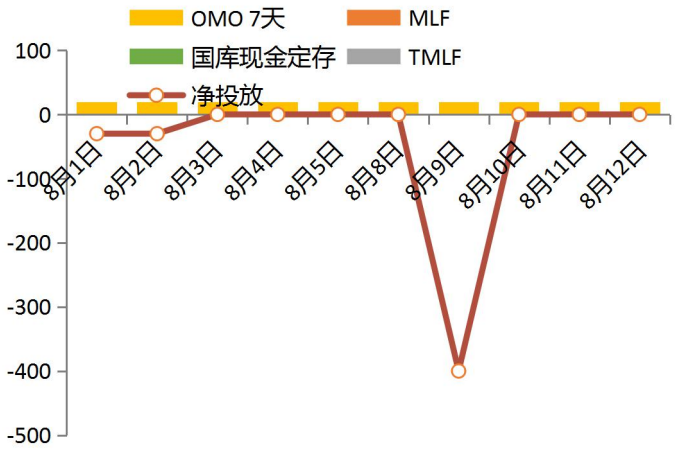
● 货币政策兼顾三重平衡，资金面收敛而不收紧

8月10日，央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》，报告基本延续7月国常会和政治局会议的政策定调，明确国内经济趋势向好但基础尚需稳固，稳增长目标弱化，而对通胀和外部平衡关注度明显抬升。下一阶段将加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持。

资金面持续宽松下央行维持低量操作，加杠杆热情仍在高位，市场情绪有所波动。央行周内维持每日20亿元逆回购操作，累计进行100亿元逆回购操作，周内共有100亿元逆回购和400亿元国库现金定存到期，因此实现全口径净回笼400亿元。资金面持续宽松下机构加杠杆情绪升温，市场担忧监管或对杠杆交易有所加码，资金情绪谨慎，资金面小幅收敛，隔夜利率接近1%后再难下破。而随着二季度货币政策执行报告未提金融杠杆风险，市场对于杠杆交易监管加码的忧虑有所减弱，市场情绪趋稳，银行间市场周四资金面止住小幅收敛势头，隔夜和七天回购利率双双回落。

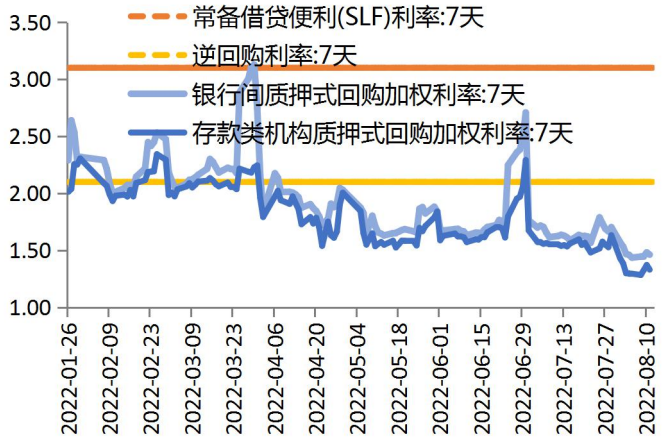
经济修复尚不稳固下货币不具备大幅收紧基础，但央行对通胀和外部平衡关注度抬升，多目标平衡压力下货币政策期待空间减弱。我们认为，当前核心通胀低迷意味需求端仍然偏弱，就业压力仍大，房地产风波和疫情反弹压低经济修复斜率，稳经济仍需要加大政策配合，货币政策仍不具备大幅收紧的基础。但二季度货币政策执行报告对通胀和外部平衡的关注度也在抬升，央行多目标平衡压力在加大，在延续3月以来一贯的“加大稳健货币政策实施力度”总基调外，此次报告新增“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”三大平衡。内外约束下货币政策期待空间减弱，降准降息概率不高，预计结构性政策仍是主角，政策更侧重加大对实体的信贷支持，房地产需求侧政策放松下5年期LPR单边调降具有一定紧迫和必要性。资金总量充裕下下周MLF续作可能缩量，但对当前极度充裕的流动性影响可能有限，后续资金面收敛而不收紧。

图 16：央行公开市场操作新常态（亿元）



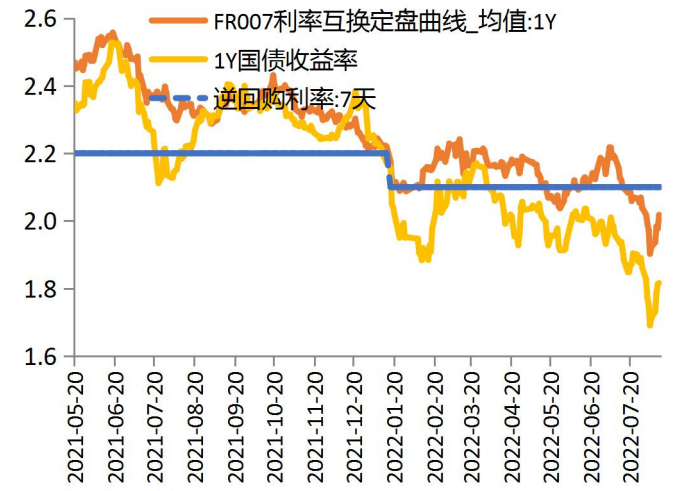
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：DR007 偏离程度加大，资金极度宽松（%）



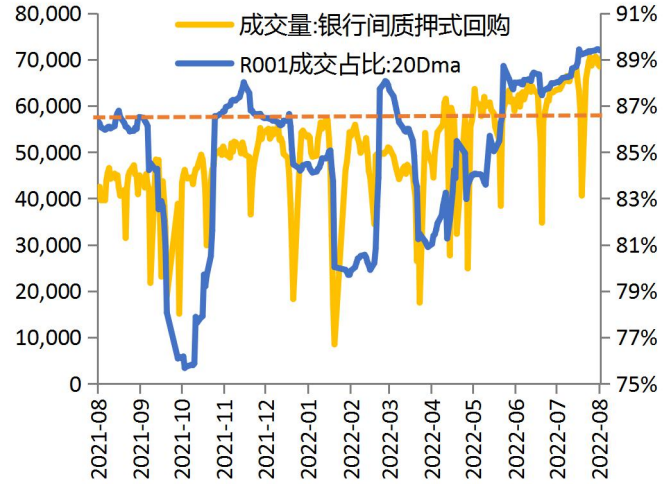
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：监管担忧下资金面预期有所谨慎（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：市场加杠杆热情高涨（%）



资料来源：Wind，优财研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45221