



2022年9月12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



## 国内稳增长，美联储控通胀

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) CPI 破 3% 风险未解除、PPI 仍处于回落通道。8 月 CPI 小幅回落不及预期，主要受到猪肉菜价等涨幅低于季节性、以及油价下跌的拖累，而疫情和高温扰动下服务价格弱于往年同期，核心 CPI 仍维持低位显示总需求仍然乏力；PPI 同比延续快速下行的斜率，PPI 与 CPI 剪刀差本月已反转。往后看，食品价格上涨拉动叠加低基数效应下，CPI 同比 9 月仍有破 3% 风险，不过疫情反复和地产压力仍在压低经济修复斜率，就业仍然偏弱，内需乏力下核心通胀压力不大，9 月冲高后 10-11 月 CPI 或小幅回落。而外需回落叠加强美元双重压力，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。2) 8 月社融回升超预期，实体融资需求弱修复。8 月社融规模走高并好于预期，呈现出“企业加杠杆、政府和居民降杠杆”的结构，今年政府债券发行节奏和去年错位拖累当月社融同比少增，剔除政府债的社融存量增速持平于上月，而居民中长贷同比降幅有所收窄但仍偏弱，企业中长贷受专项债以及政策性金融工具支撑下同比转增。总的来看，实体融资需求有所改善，但更多地是政策发力的驱动支撑，M2-社融增速差继续走扩反映实体流动性延续衰退式宽松，经济仍处在弱修复阶段，融资需求改善持续性有待观察，政策仍需协同发力，LPR 利率仍有调降压力。

**高频数据显示：**1) 海外仍在抗通胀，美联储认为需要现在就采取行动以避免通胀的社会成本，而欧央行上周将三大关键利率上调 75 个基点，通胀上行压力下加息节奏加快，衰退担忧仍难逼退紧缩路径；2) 国内疫情仍呈散点爆发态势，居民活动恢复仍有阻碍；3) 月初商品房销售再度回落，居民信心修复仍难扭转；4) 高炉开工率窄幅波动，高温限电缓解支撑生产回升；5) 政策重心重回稳增长，工业品价格环比持稳；6) 通胀：中秋备货叠加此前持续高温天气，农产品价格指数超季节性上涨。

从国内股债表现来看，货币政策仍然易松难紧，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，地产警报尚未解除，微观主体活力不足，股市大概率仍以震荡为主，股市整体仍以结构性机会为主，中小盘成长风格占优。而债市牛平博弈后进入鱼尾行情，利率向下空间不大，但基本面偏弱的现实无法解决，“经济修复放缓+资金宽松+配置需求”的组合下，长端利率低位的时间延长。

### 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

### ● CPI 破 3% 风险未解除、PPI 仍处于回落通道

中国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%，预期 2.8%，前值 2.7%；环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上涨 0.8%，持平上月。8 月 PPI 同比 2.3%，市场预期 3%，前值 4.2%；环比-1.2%。

8 月 CPI 小幅回落不及预期，食品和非食品价格同步回落，主要受到猪肉菜价等涨幅低于季节性、以及油价下跌的拖累，而疫情和高温扰动下服务价格弱于往年同期，核心 CPI 仍维持低位显示总需求仍然乏力。8 月受高温压制猪肉消费、以及发改委引导规模猪场出栏影响，猪肉价格涨幅明显放缓。非食品价格中，除了受到国际油价回落的拖累，8 月除教育文娱分项外环比均弱于季节性表现，疫情和高温扰动下，今年 7-8 月教育旅游等服务价格总体弱于往年同期，房地产市场和劳动力市场压力下房租继续弱于季节性，需求端不足下核心通胀持续偏弱。

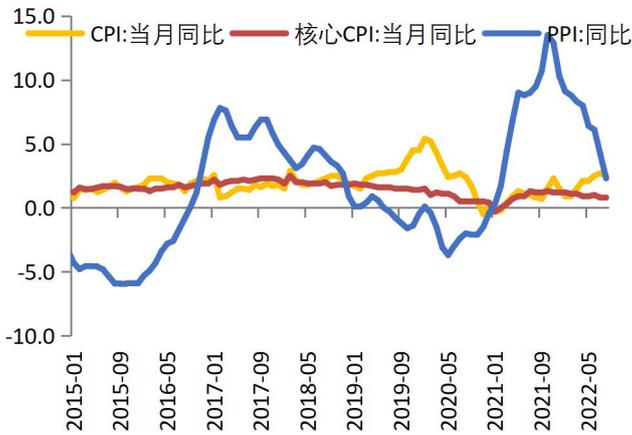
PPI 仍在回落通道，同比延续快速下行的斜率，环比跌幅较上月小幅收窄，PPI 与 CPI 剪刀差本月已反转。其中，生产资料同比下行趋势仍快，从行业分类来看，能源、黑色、化工环比跌幅居前，不过黑色环比跌幅小幅收窄，能源价格环比跌幅继续扩大，两者呈现出内需弱企稳和外需放缓的分化特征，而有色金属价格则受国内外缺电下供给扰动带来的生产成本提升影响，8 月环比跌幅收窄较快。

CPI 破 3% 风险未解除，但内需乏力下核心通胀压力不大。往后看，食品价格仍有支撑，随着开学季和中秋国庆双节的临近，需求端支撑下猪肉价格近期受到提振，蔬菜价格 8 月下旬以来也受局部疫情加重以及高温干旱天气影响而快速走高。通胀低于预期暂时弱化市场对于流动性收紧的担忧情绪，但食品价格拉动叠加低基数效应下，CPI 同比 9 月仍有破 3% 风险，不过疫情反复和地产压力仍在压低经济修复斜率，就业仍然偏弱，内需乏力下核心通胀压力不大，9 月冲高后 10-11 月 CPI 或小幅回落。

外需回落叠加强美元双重压力，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。当前大宗商品面临外需走弱和强美元的双重压力，同时去年四季度国内缺煤限电导致工业品价格飙升，高基数效应下 PPI 回落速度加快。

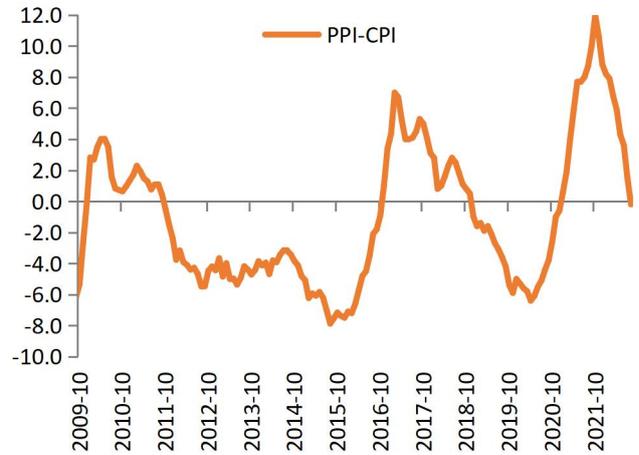
而受国内弱修复的支撑，内需定价的黑色系商品或相对好于外需定价的原油。

图 1: CPI VS PPI (%)



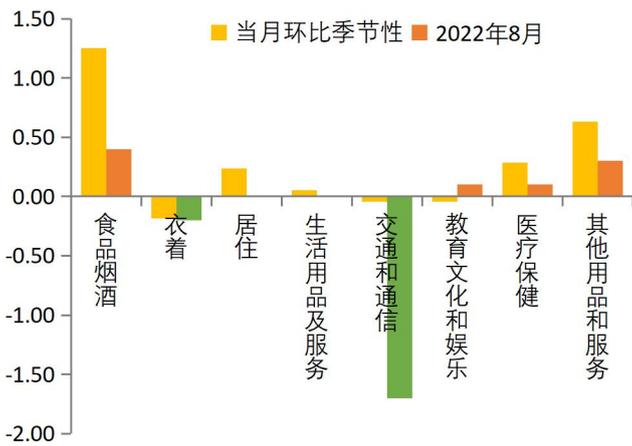
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: PPI-CPI 剪刀差反转 (%)



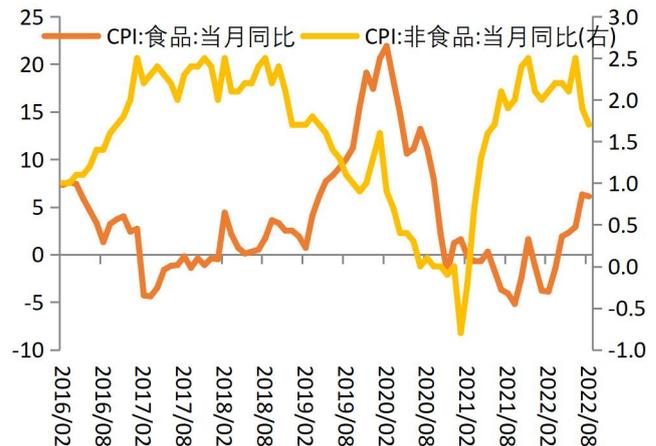
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 多数分项环比涨幅弱于季节性 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 食品和非食品增速双双回落 (%)



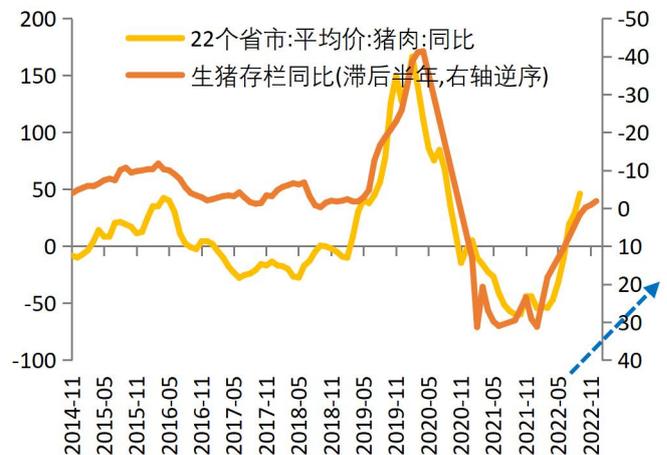
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: CPI 9月破 3% 风险仍未解除 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

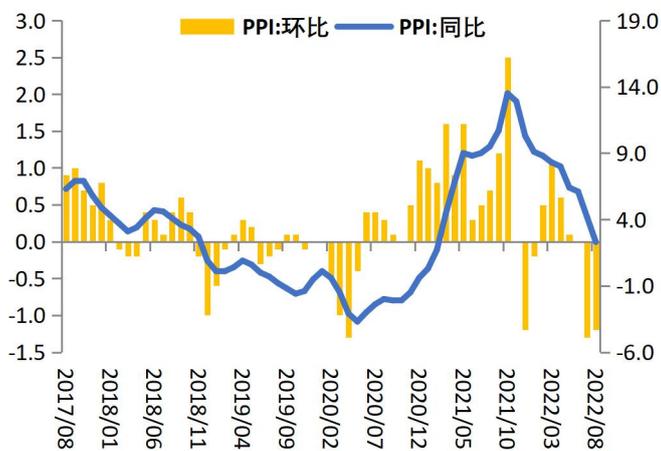
图 6: 猪周期处于上行周期 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

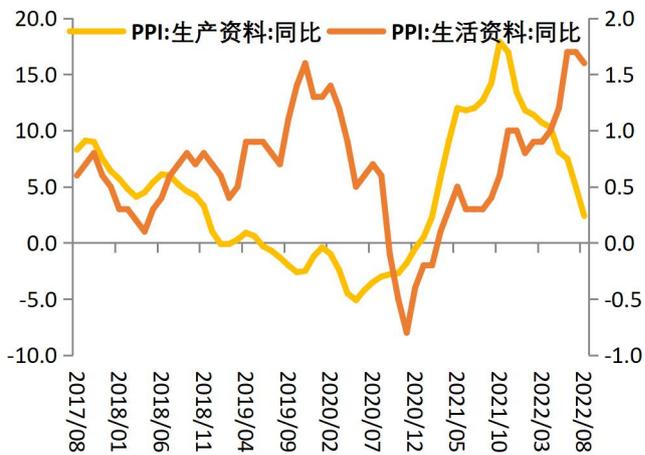
图 7：PPI 仍在回落通道（%）



资料来源：Wind，优财研究院

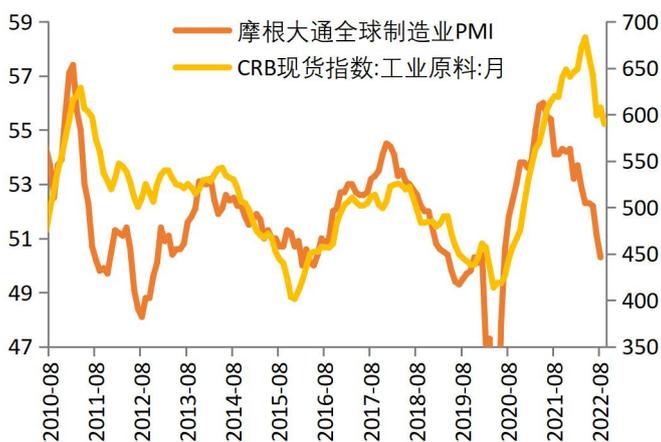
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：PPI 生产资料&生活资料（%）



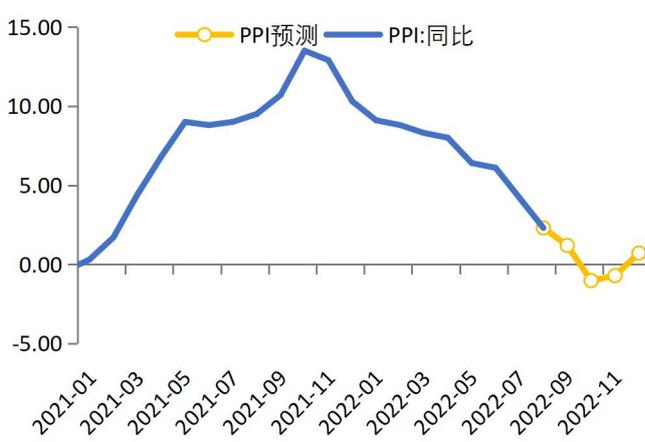
资料来源：Wind，优财研究院

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

● 8 月社融回升超预期，实体融资需求弱修复

央行公布 2022 年 8 月金融数据：(1) 中国 8 月社会融资规模 24300 亿元，预期 20750 亿元，前值 7561 亿元。(2) 中国 8 月新增人民币贷款 12500 亿元，预期 14800 亿元，前值 6790 亿元。(3) 中国 8 月 M2 同比 12.2%，预期 12.1%，前值 12.00%；M1 同比 6.1%，

前值 6.7%。

8月社融规模走高并好于预期，但同比仍少增 5593 亿元，主要受到今年政府债券发行节奏和去年错位的拖累，8月政府债融资同比大幅少增 6693 亿元，剔除政府债的社融存量增速持平于上月。而8月实体融资需求呈现弱修复结构，居民中长贷仍维持同比少增的结构，但同比降幅有所收窄，同比少增 1601 亿元（上月少增-2488 亿）；企业贷款同比转增，企业中长贷同比多增 2138 亿元，显示在专项债以及政策性金融工具“准财政”的支撑下，基建配套融资逐步改善支撑实物工作量形成。

总的来看，8月社融呈现出“企业加杠杆、政府和居民降杠杆”的结构，实体融资需求有所改善，但更多地是政策发力的驱动支撑，M2-社融增速差继续走扩反映实体流动性延续衰退式宽松，经济仍处在弱修复阶段，融资需求改善持续性有待观察，政策仍需协同发力，LPR 利率仍有调降压力。

图 11：8 月社融企业加杠杆、政府和居民降杠杆（亿元，%）

	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11
当月新增社融	24300	7561	51797	28358	9420	46525	12279	61750	23682	25983
新增人民币贷款	12500	6790	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700
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
(当月同比变化)										
社会融资规模	-5593	-3191	14780	8836	-9150	12763	-4964	9866	6490	4628
新增人民币贷款	587	-4303	7358	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288
居民贷款	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197
居民短贷	426	-354	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969
居民中长贷	-1601	-2488	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772
企业短贷	1028	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324
企业中长贷	2138	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470
票据融资	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746	801
委托贷款	1578	240	94	276	211	149	26	337	143	66
信托贷款	890	1173	218	676	713	1532	185	162	67	-803
未贴现票据	3358	-428	1287	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242
企业债券融资	-3501	-2357	-1710	1385	121	-96	2363	1912	1731	3166
政府债券	-6693	2178	8708	3881	173	3943	1705	3589	4548	4158

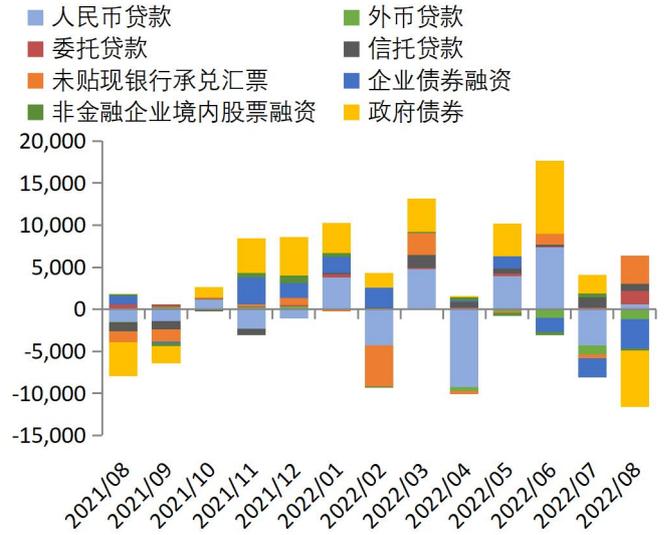
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 剔除政府债的社融存量增速持平于上月 (%)



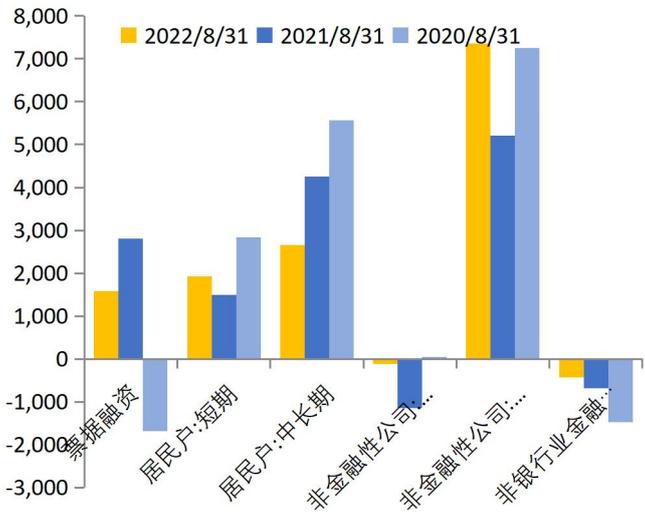
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 社融分项当月同比增量 (亿)



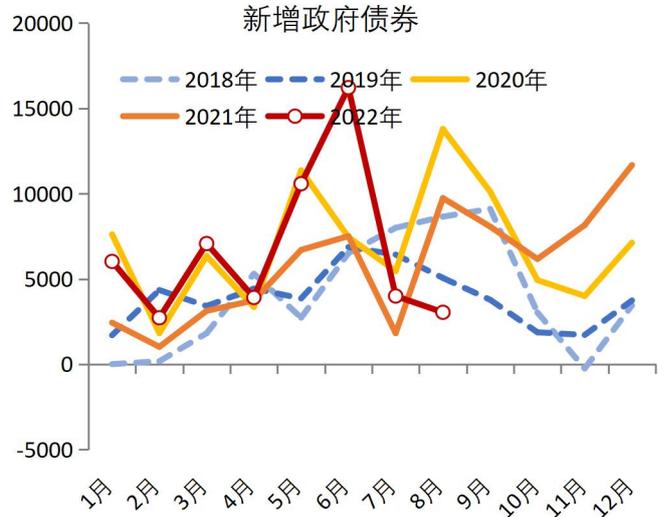
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 居民部门仍在降杠杆 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 政府债融资回落 (亿元)



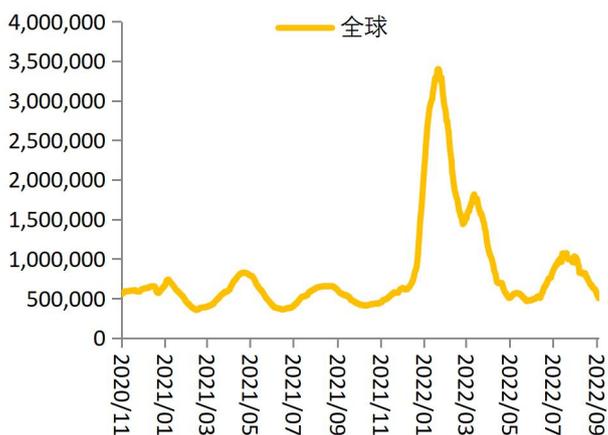
资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、海外疫情和经济活动跟踪

**海外仍在抗通胀，衰退担忧仍难逼退紧缩。** 上周美联储主席鲍威尔表示，美联储认为需要直截了当地对通胀采取行动，美联储需要现在就采取行动以避免通胀的社会成本。过往经验警告不要过早放松政策。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。

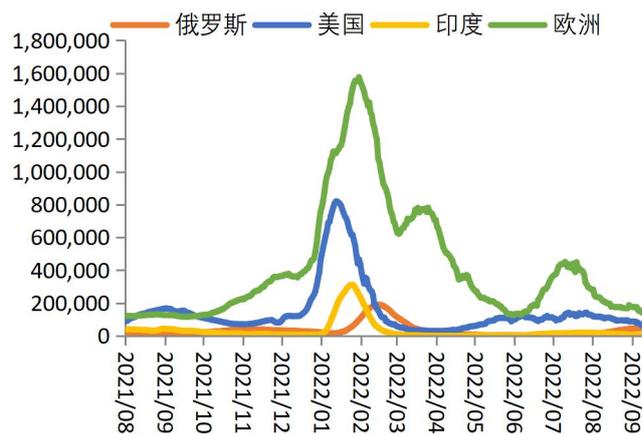
**通胀压力下欧央行加息节奏加快。** 9月8日晚间，欧洲央行将三大关键利率上调75个基点，符合预期。欧洲央行行长拉加德表示，加息75个基点的决定已经被一致同意，管委们对加息幅度有不同的观点，但达成了一致决定；未来政策利率决定取决于数据，将逐次会议做出未来政策利率决定，偏离通胀目标是提前加息的理由。欧洲央行预计，2022年GDP增速为3.1%，2023年为0.9%，2024年为1.9%（6月时预期分别为2.8%、2.1%和2.1%）；预计2022年通胀率为8.1%，2023年为5.5%，2024年为2.3%（6月时预期分别为6.8%、3.5%和2.1%）；预计经济将在今年晚些时候和2023年第一季度陷入停滞。

图 16：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



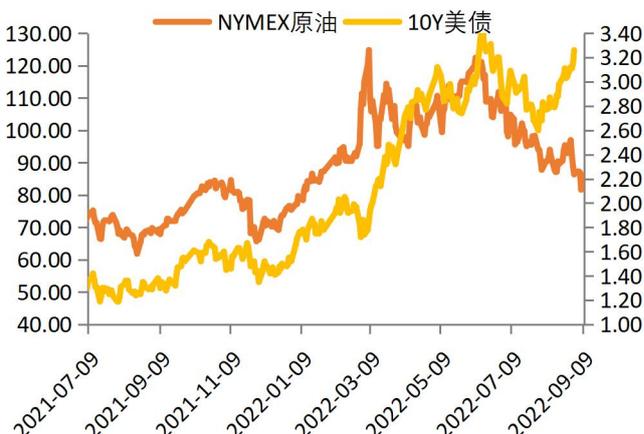
资料来源：Wind，优财研究院

图 18: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



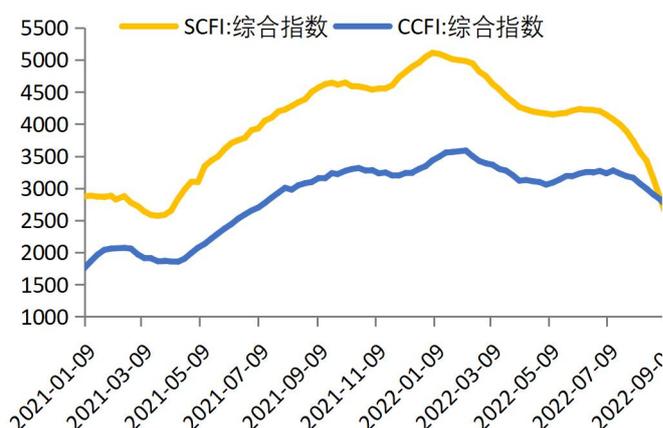
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 美通胀预期有所下降, 通胀或逐步筑顶 (%)



图 23: 欧元区通胀仍在上行 (%)



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\\_46029](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46029)

