



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，货币偏松格局难以改变，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

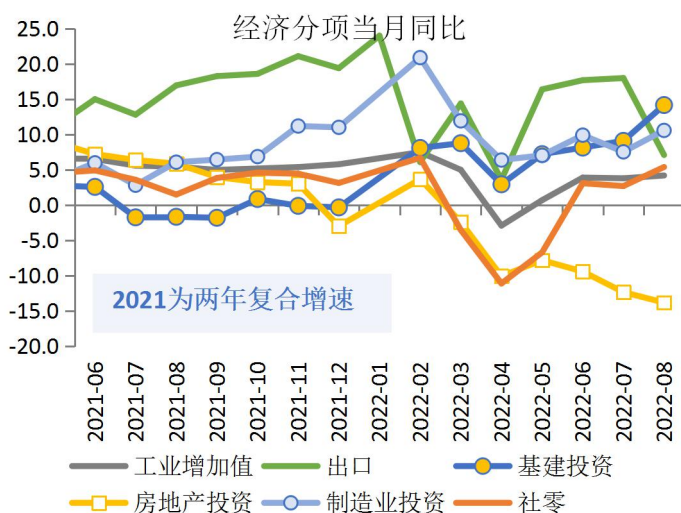
8 月经济数据整体超预期，同比回升主要源于低基数的支撑，去年 8 月洪涝灾害天气+缺芯缺电限产+能耗双控+国内疫情和防控升温多重因素冲击下供需双弱，而从季调后数据来看，生产和消费环比等仍有走弱。从分项来看，基建和制造业表现偏强，政策性金融发力支撑基建投资高位提速，而房地产投资仍在探底，政策保交楼推动竣工回升，但前端拿地开工降幅仍在扩大，消费受低基数贡献大明升实降，出口高位回落下外需压

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。

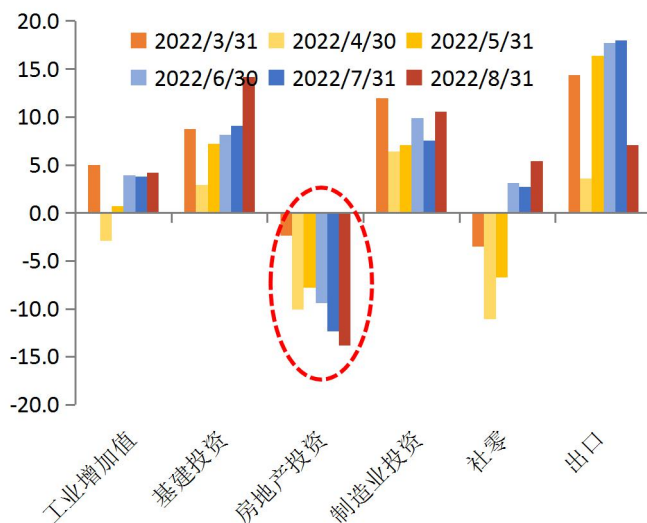
当前宏观经济主线为“地产去杠杆成为内需下行主线+外需面临弱化压力+防疫仍是重心”，微观主体活力仍不足，稳增长压力依然严峻，高温等扰动退却后疫情等冲击仍在，经济仍处在潜在增速之下。我们认为在低基数效应下三季度经济增速仍难达到4%，而四季度内需或受到政策端的支撑，但外需面临弱化压力，经济或仍保持弱修复状态。

图 2：政策支撑下基建和制造业表现偏强（%）



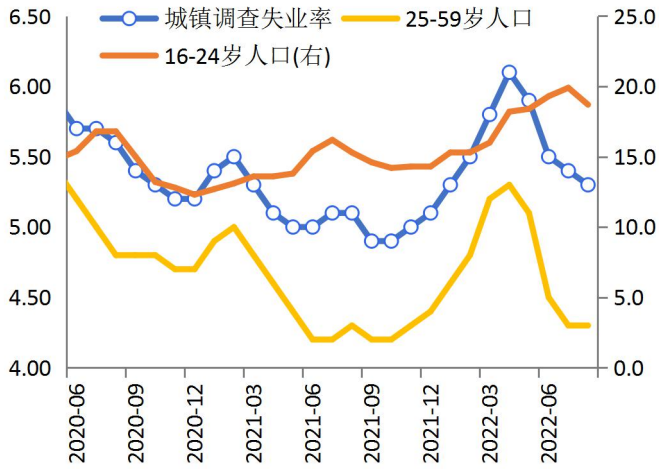
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资仍在探底（%）



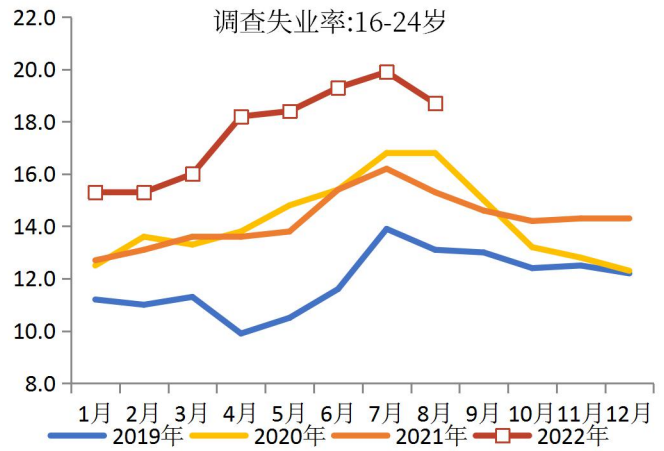
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：结构性失业压力仍然较大（%）



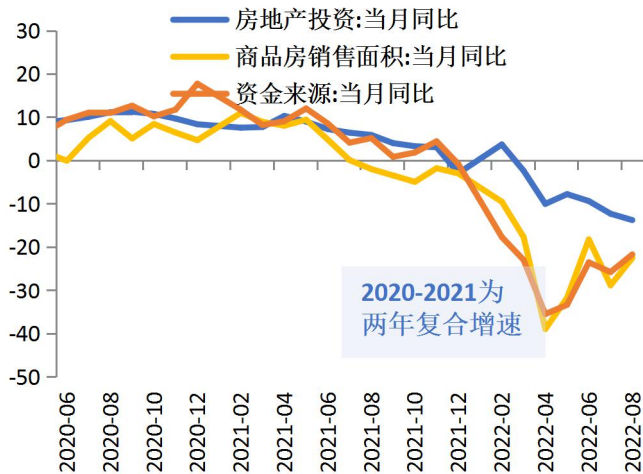
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率回落但仍较高（%）



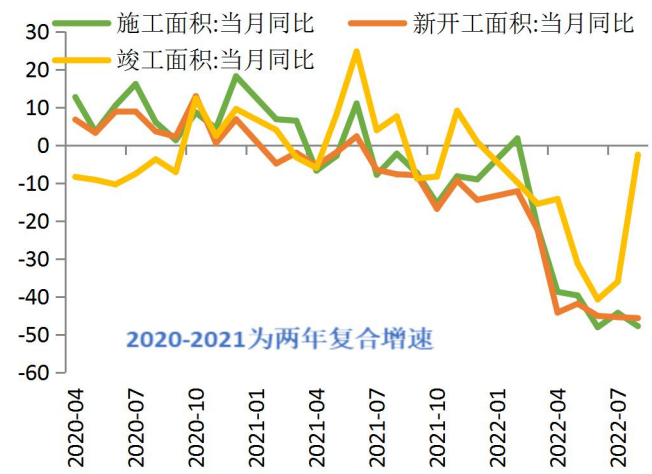
资料来源：Wind，优财研究院

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

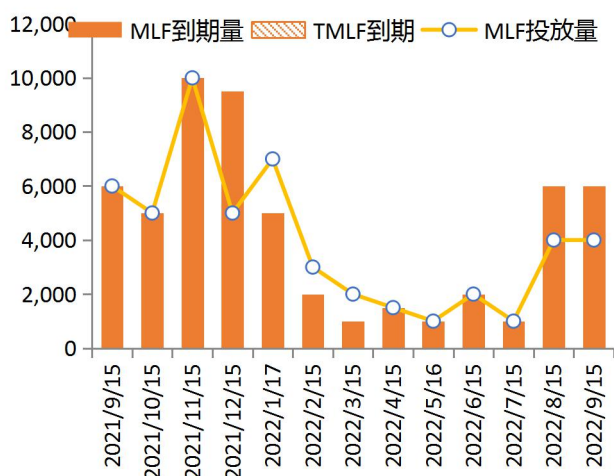
● 央行 MLF 小幅缩量平价操作

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

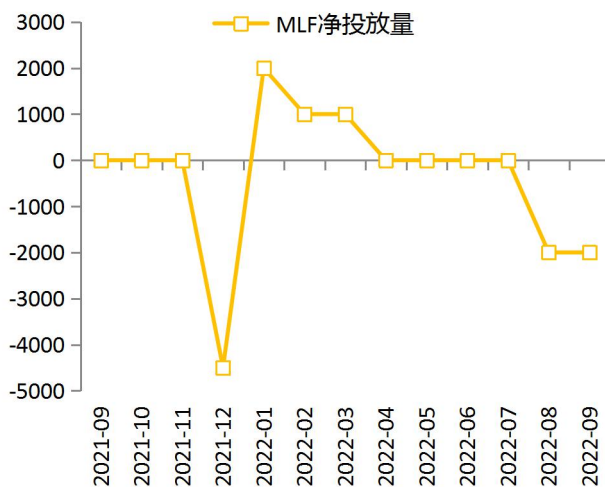
对 MLF 资金需求较低。而政策利率方面，8 月降息后人民币贬值压力加大，且美联储 9 月加息 75bp 窗口在即，外部平衡仍面临压力。而国内 CPI 破 3% 渐进，且 8 月 MLF 降息 10BP 引导 5 年期 LPR 下调 15BP 后，地产放松政策仍在逐步加码，地产销售存在小幅边际改善，货币政策短期仍是稳地产效果观察期，央行 MLF 连续调降概率不大。中期看，经济当前仍处在弱修复阶段，政策驱动融资需求弱复苏但内生动力不足，货币政策仍然易松难紧，LPR 报价、尤其是 5 年期以上 LPR 仍有下调空间。

图 8：央行 MLF 续作小幅缩量（亿元）



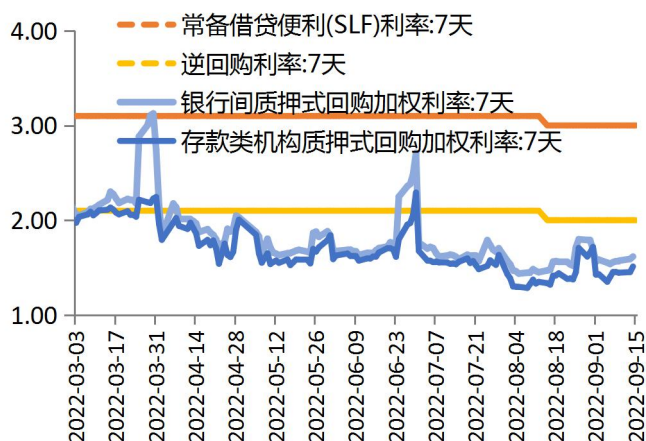
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：央行连续两月小幅缩量续作 MLF（亿元）



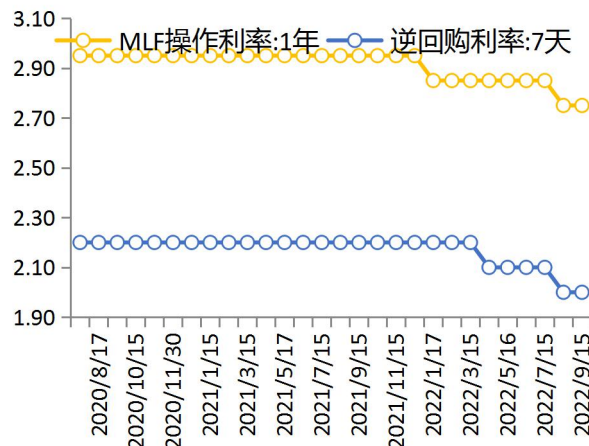
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



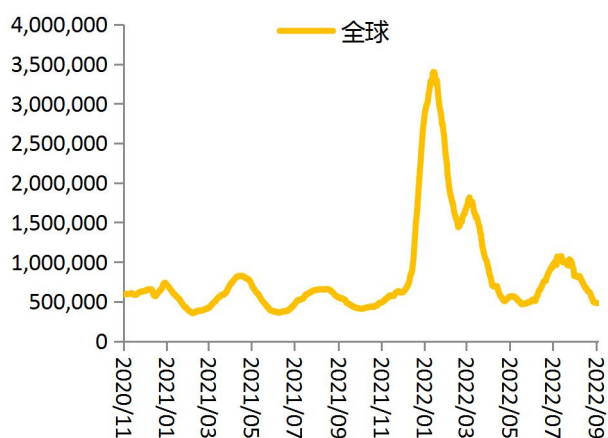
资料来源：Wind，优财研究院

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。

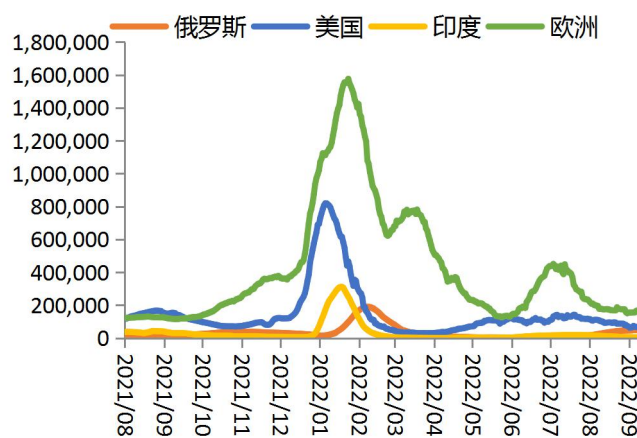
我们认为当前美联储加息的背后仍是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性仍然较强，通胀风险未被消除下美联储仍不得不采取积极措施，而对潜在的经济衰退容忍度在上升，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

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）



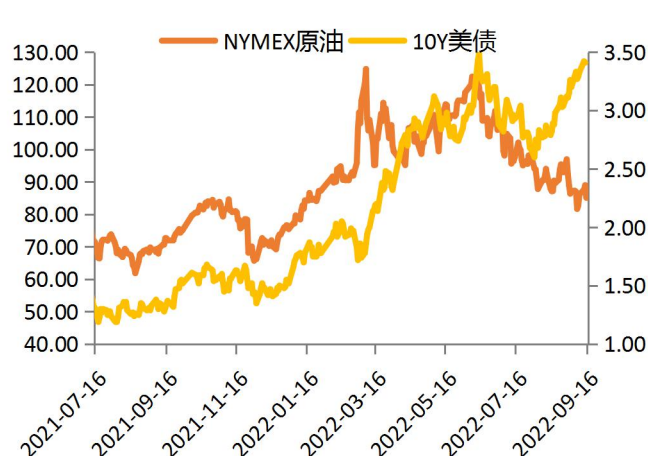
资料来源：Wind，优财研究院

图 14: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源：Wind，优财研究院

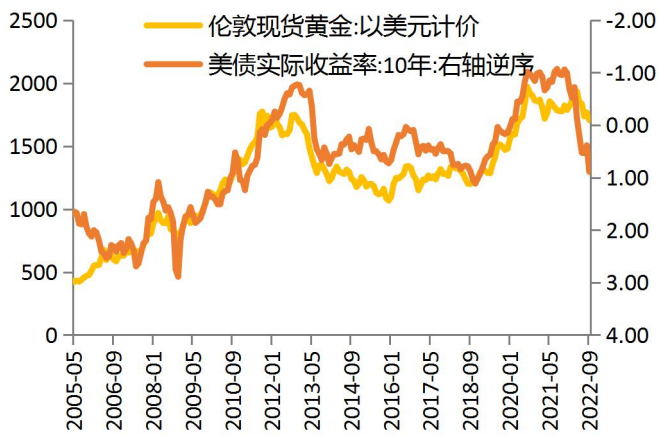
图 15: 原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源：Wind，优财研究院

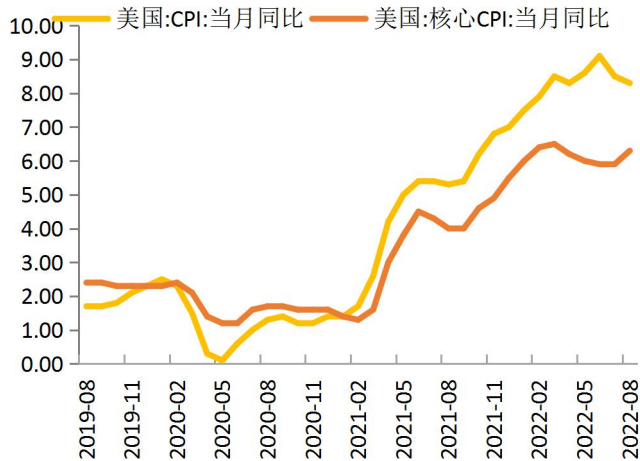
图 16: 美债实际收益率 VS 黄金

图 17: 运价指数

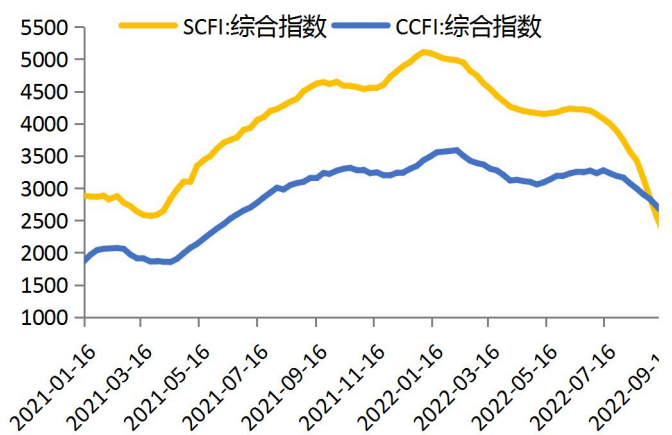


资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美国通胀高位回落，但核心通胀回升（%）

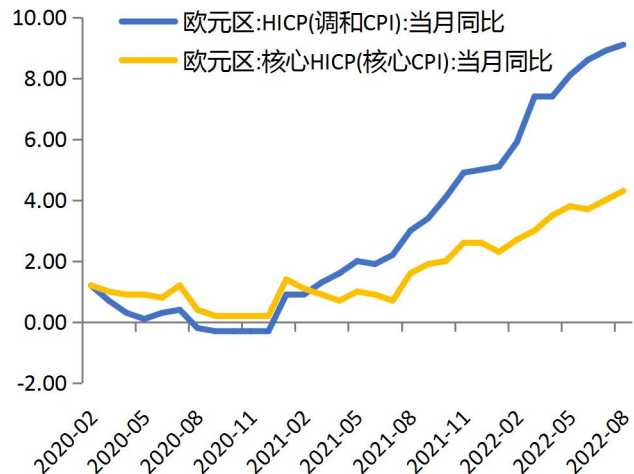


资料来源：Wind，优财研究院



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

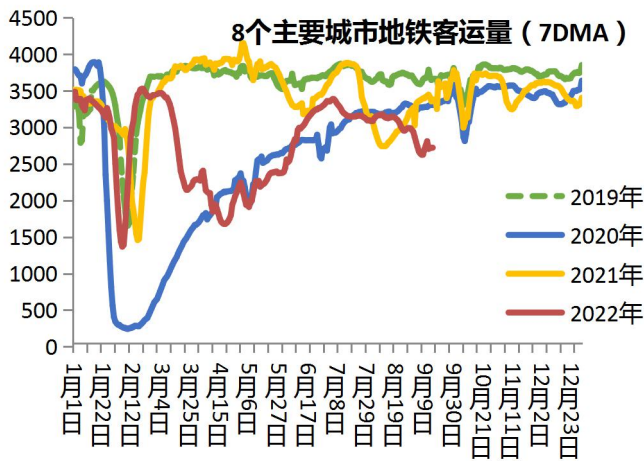
图 20：全国当日新增确诊（例）

图 21：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



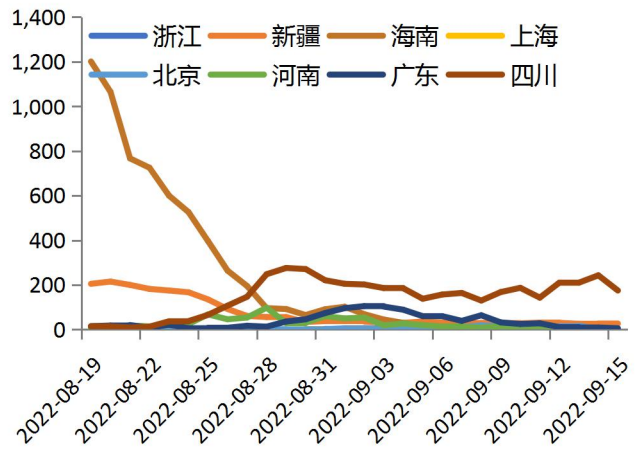
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 8 个主要城市地铁客运量 (万人次)



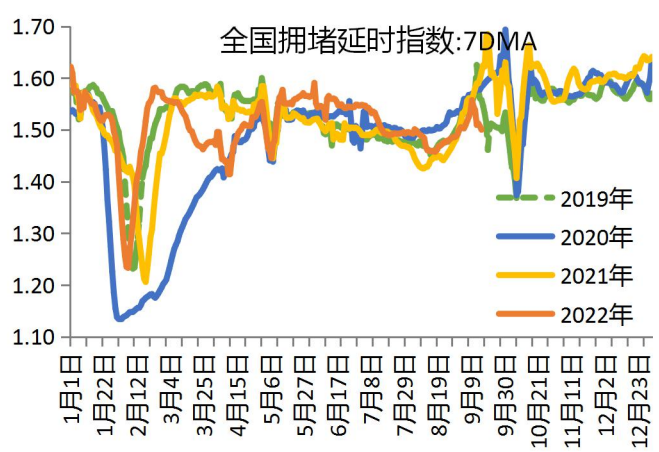
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 上海地铁客运量 (万人次)



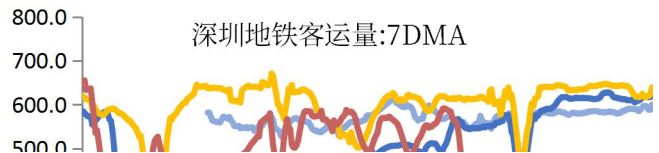
资料来源: Wind, 优财研究院

图 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)



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_46319

