



宏观及国债8月月报



浙商期货研究中心宏观小组



0571-87215357



浙商期货研究中心



2022年7月31日

目录

CONTENTS

1 海外经济

2 国内宏观

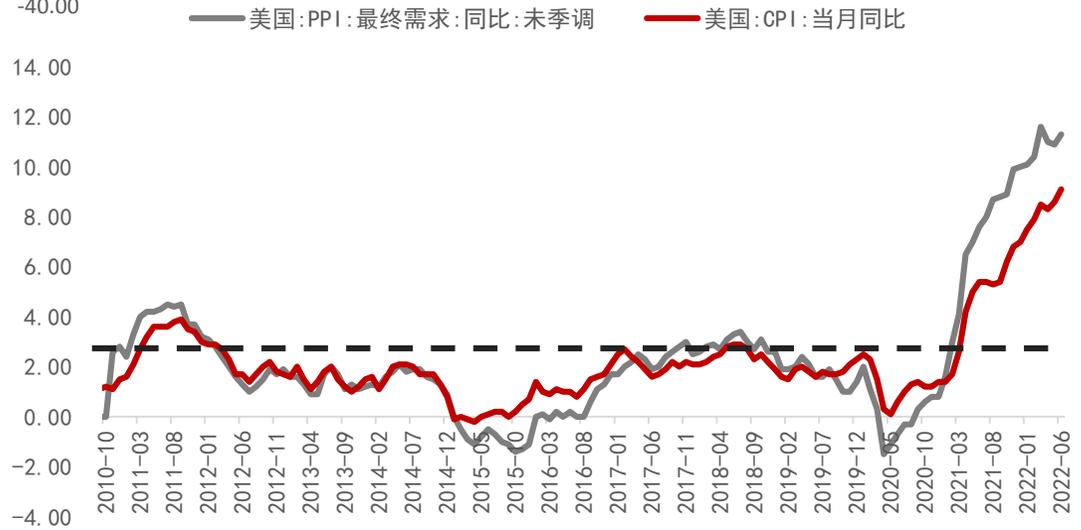
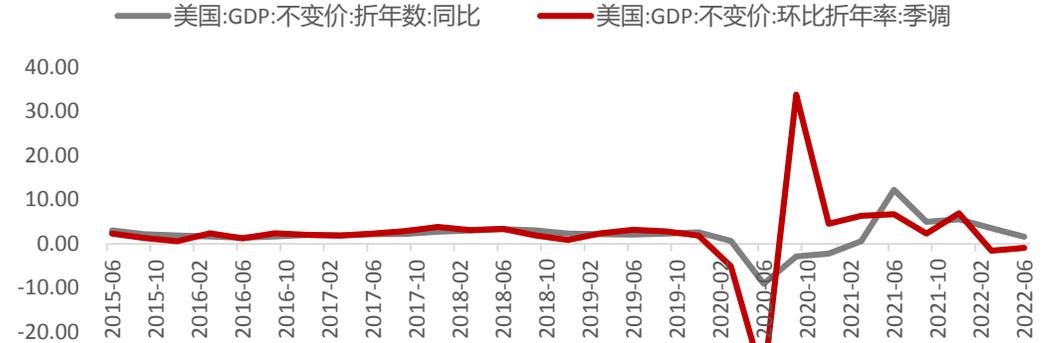
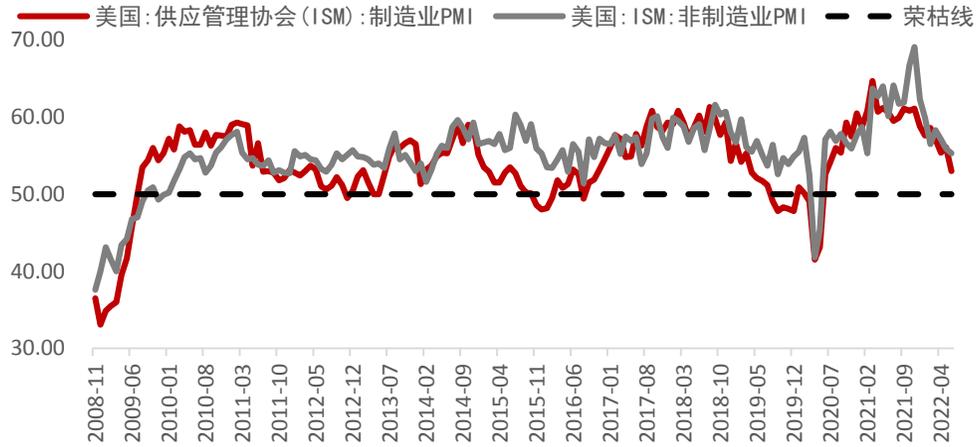
3 国债期货

4 资产配置

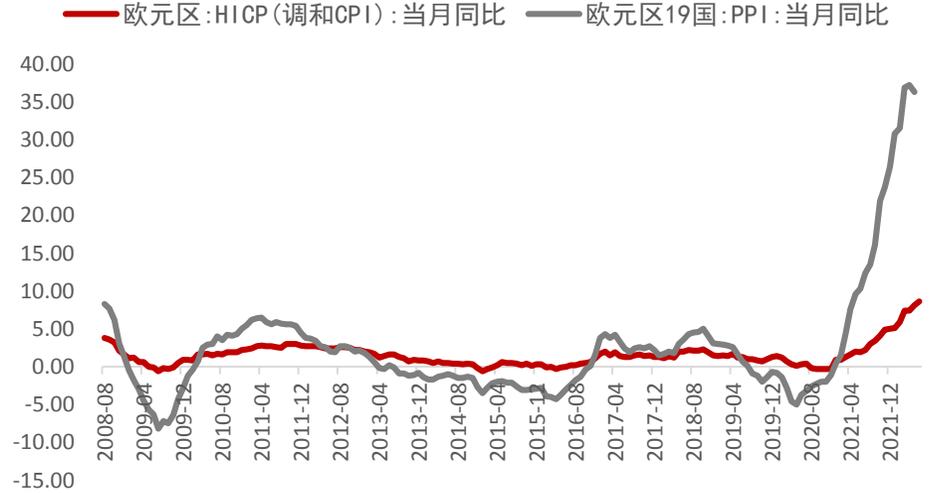
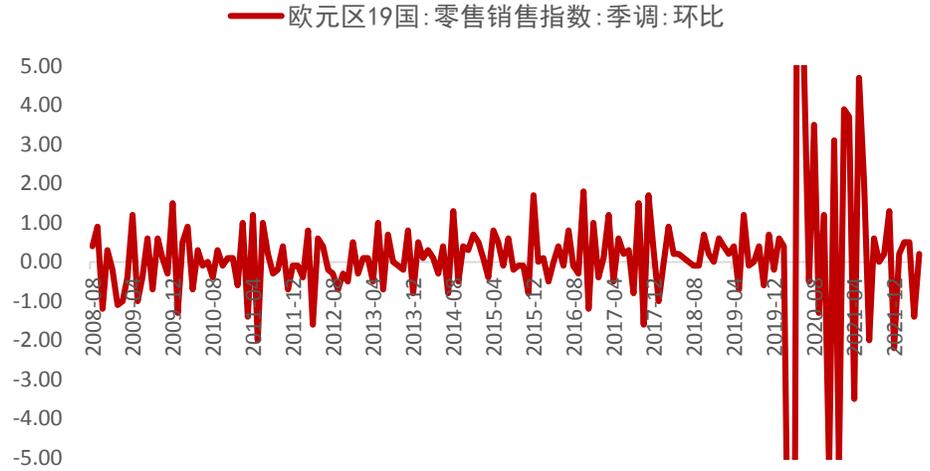
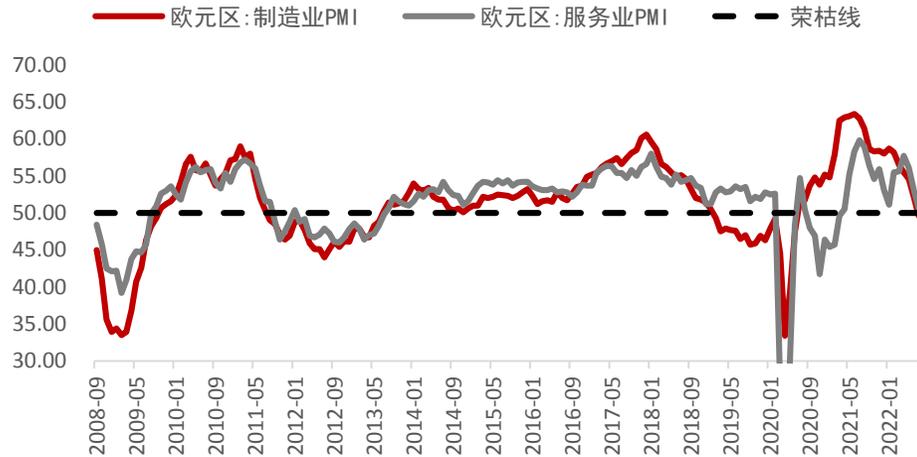
1 海外经济

- **经济指标：**美国GDP环比连续两季度为负，已经陷入技术性衰退。在高通胀+紧缩货币政策下，美国经济走向衰退的判断得到进一步印证。
- **美联储：**7月联储议息会议尘埃落定，如期加息75bp，符合市场预期。而且会后鲍威尔出现偏鸽派表态，或暗示未来加息节奏将有所放缓。
- **欧元区：**制造业PMI首次跌下荣枯线，欧洲经济相对更弱，欧央行超预期加息，目前已脱离负利率环境，未来还有更高加息预期。
- **新冠疫情：**新一轮疫情正在全球爆发，欧美新增确诊人数处在高位，西太平洋成为新的爆发点。市场对此反应较为平淡。

- 高通胀+低增速+低失业，二季度GDP环比继续为负，以及PMI稳步下行，判断美国经济或已进入滞涨-衰退阶段。



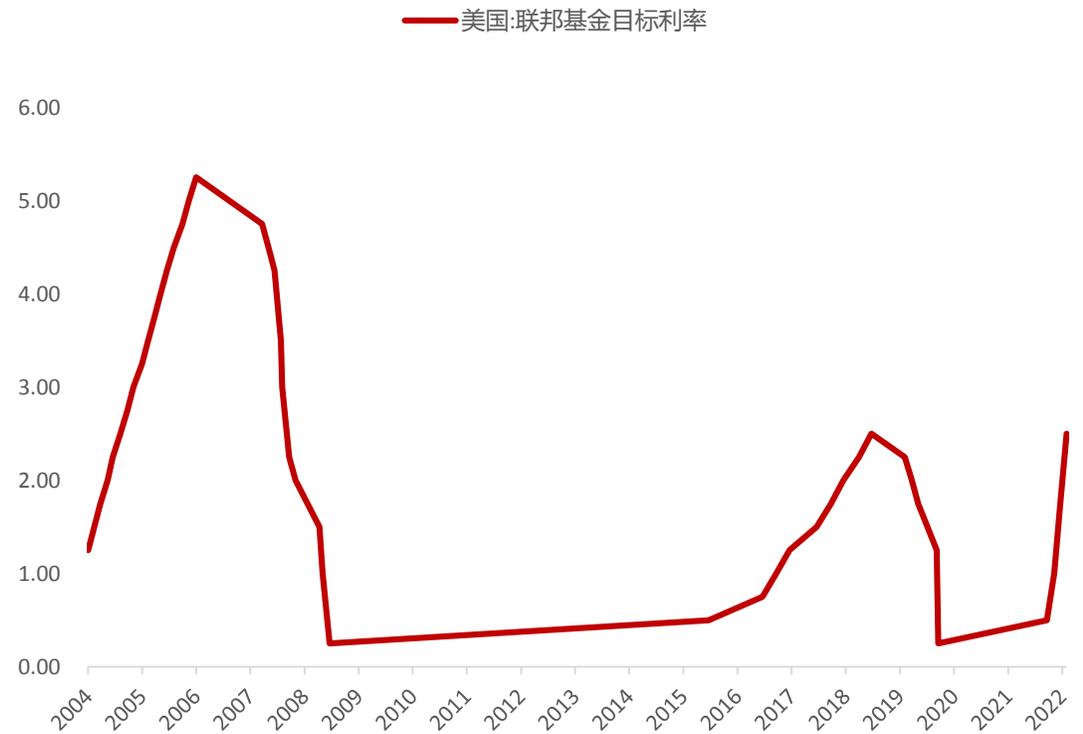
- 欧元区高通胀+低增速+低失业，制造业PMI已经跌下荣枯线，同时通胀还在走高，欧洲经济已陷入滞涨，且相比美国更为严峻。





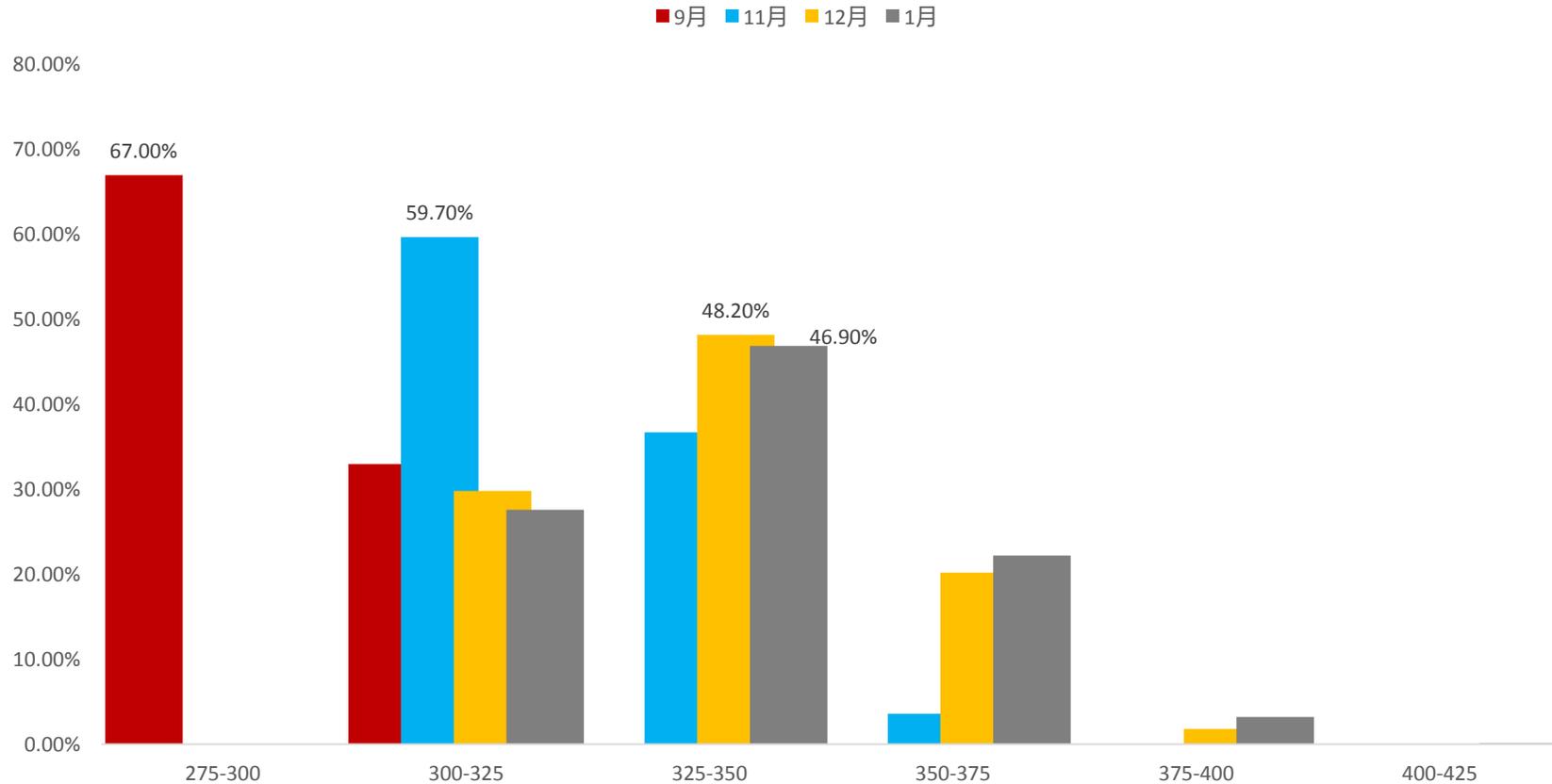
7月会议如期加息

- 7月FOMC会议宣布加息75bp，符合此前市场预期。
- 由于利空已被提前消化，会后美股上涨，美债利率下跌，美元小幅回落。
- 鲍威尔释放缓和信号“某个时间点放慢加息节奏可能是适宜的”，9月加息幅度或放缓。



加息预期有所缓和

- 联储观察工具显示加息概率有所缓和。9月加50bp概率为67%，11月再加25bp概率为59.7%，目标下限全年加至325-350bp的概率近半。且明年1月大概率不加息。



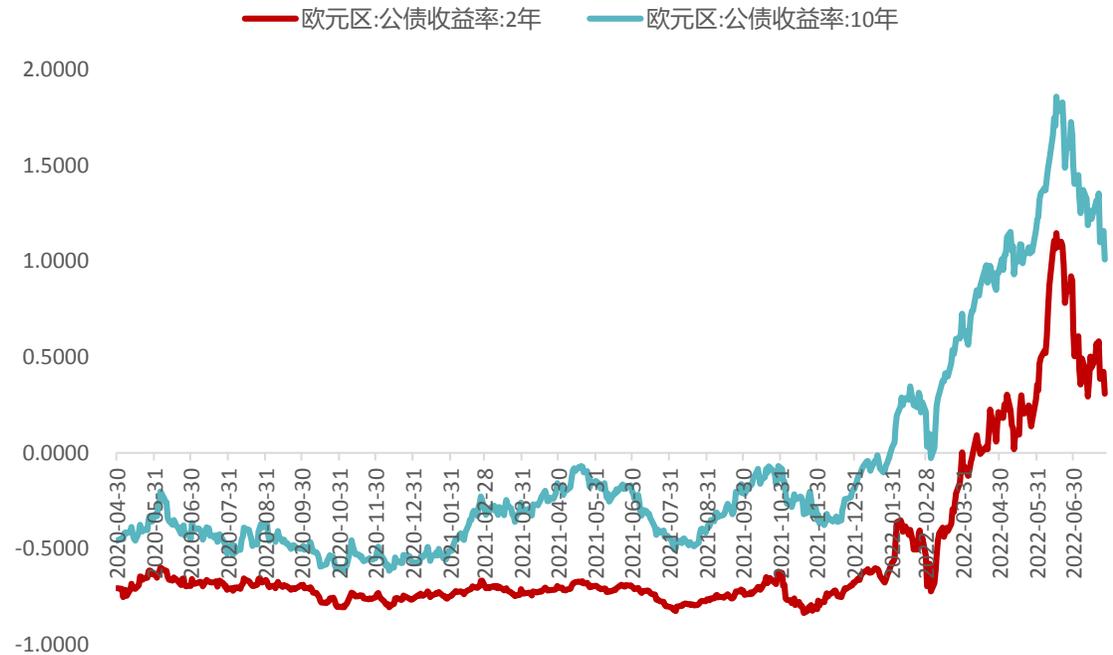
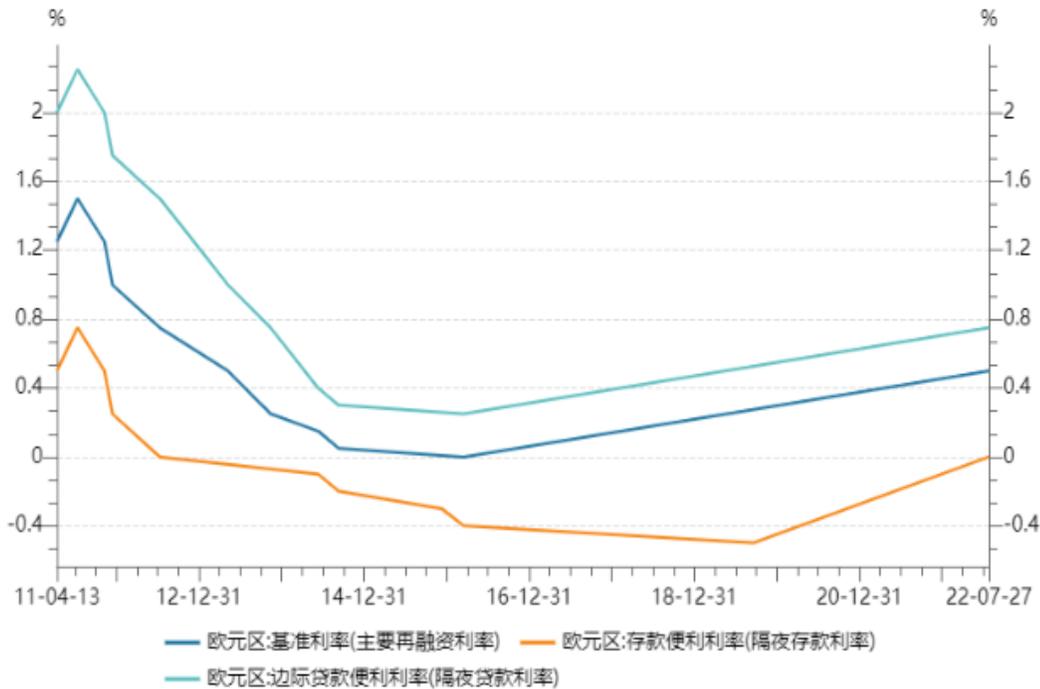
加息落地美元或见顶

- 美元已达近年来高位，一方面美国经济逐步走弱，而美联储加息步伐或放缓使得美元支撑减弱；另一方面，欧元区超预期加息，脱离负利率，支撑欧元回升。美元指数或逐步出现见顶信号。



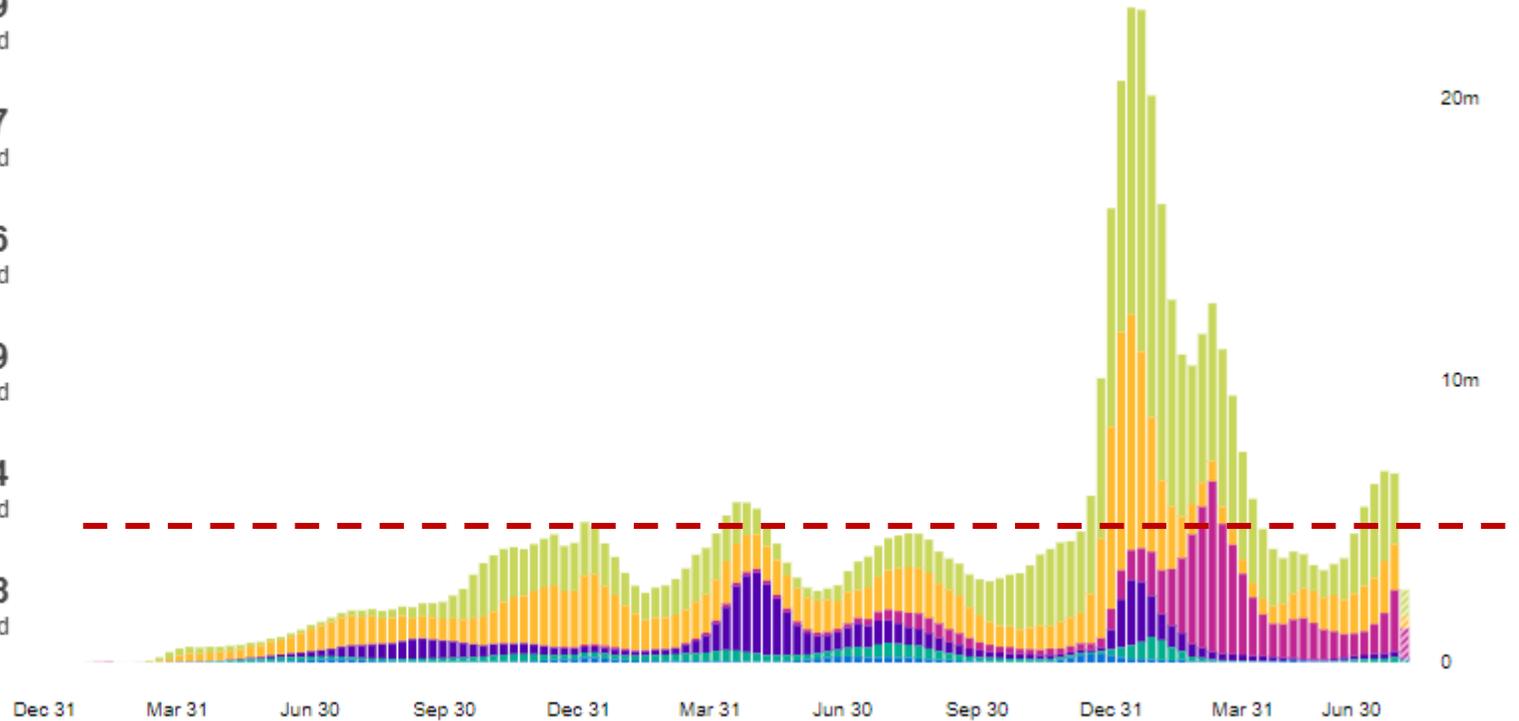
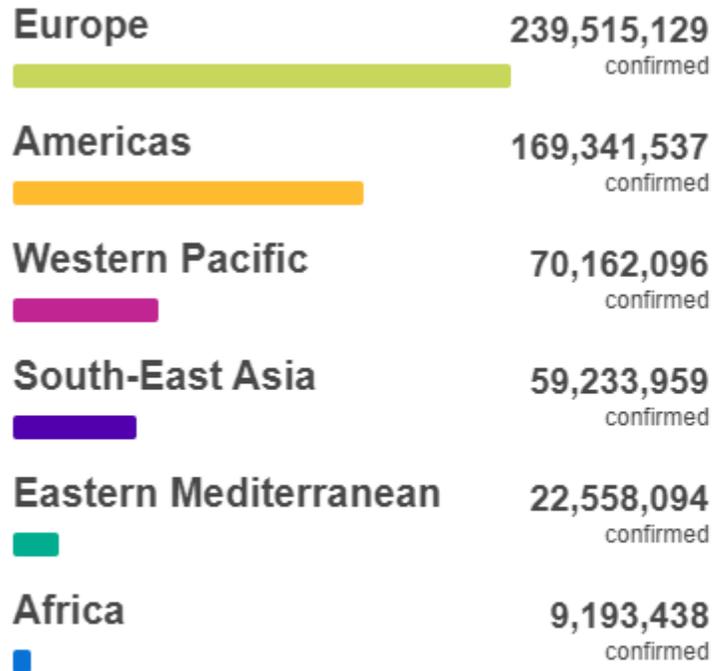
欧央行7月超预期加息

- 欧央行7月会议如期加息，不过加息幅度略超此前指引的25bp，而是直接加了50bp，从而直接将存款利率升至0%，脱离负利率。
- 此举主要是为了对抗国际能源价格上行，欧洲各国通胀率持续走高，预期未来将持续加息。



外部影响：新一轮疫情正值高峰

- WHO数据显示当前新增确诊人数再度上升，受到BA4, 5毒株肆虐影响欧洲、美洲以及西太平洋地区出现近期新高。



Source: World Health Organization

▨ Data may be incomplete for the current day or week.

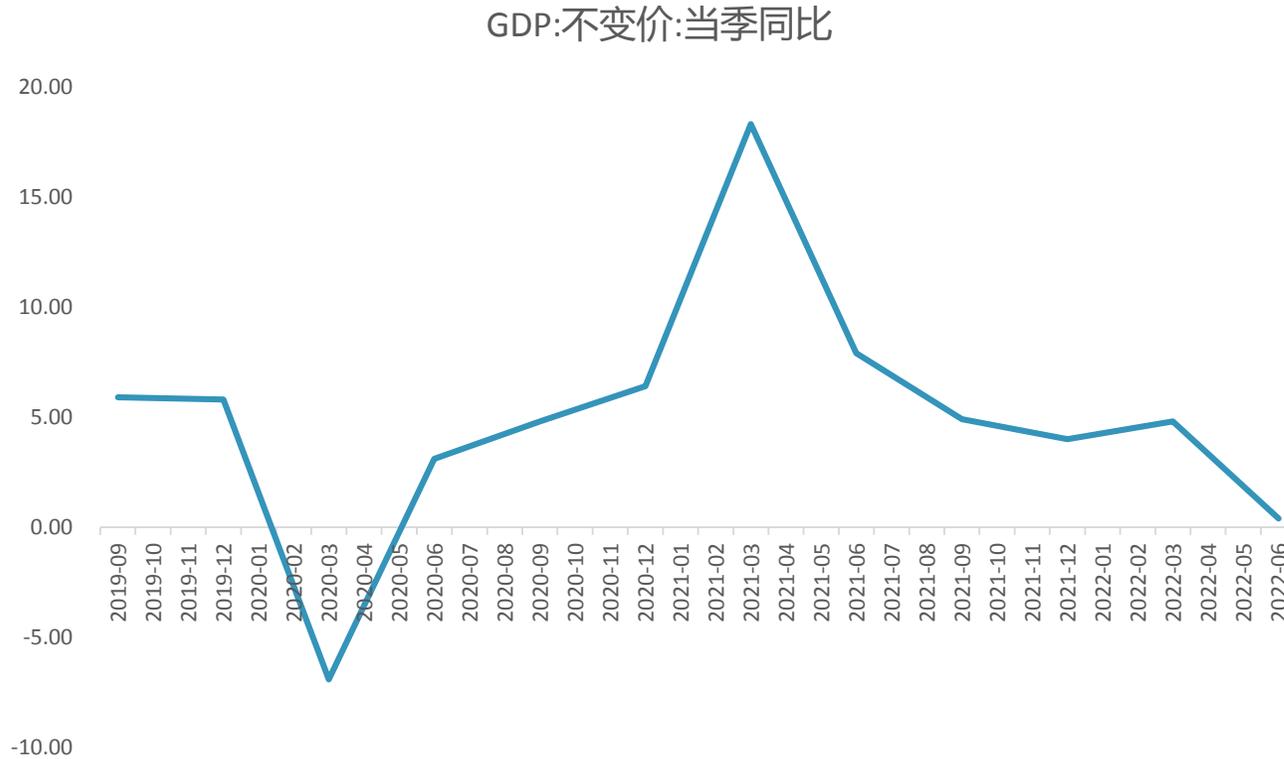
2 国内宏观

- 7月政治局会议认为当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，仍坚持稳中求进工作总基调，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求。财政货币政策持续发力，疫情政策坚持外防输入、内防反弹，地产政策减持房主不炒。
- **地产**：房地产成交端有所改善，销售-开工-投资的改善链条已现曙光，但近期的断贷风波带来明显不良影响，使得市场信心收到打击，拖累地产修复过程。
- **基建**：地方债发行速度明显加快，6月发行规模创出天量，但基建增速提升较慢，专项债到基建投资的传导可能存在不畅的问题。不过未来还有政策金融债支持，下半年仍然看好基建。
- **消费**：疫情后消费出现明显改善，6月数据除必需品的食品项外均出现大幅回升。但未来持续回升情况还需继续观察。

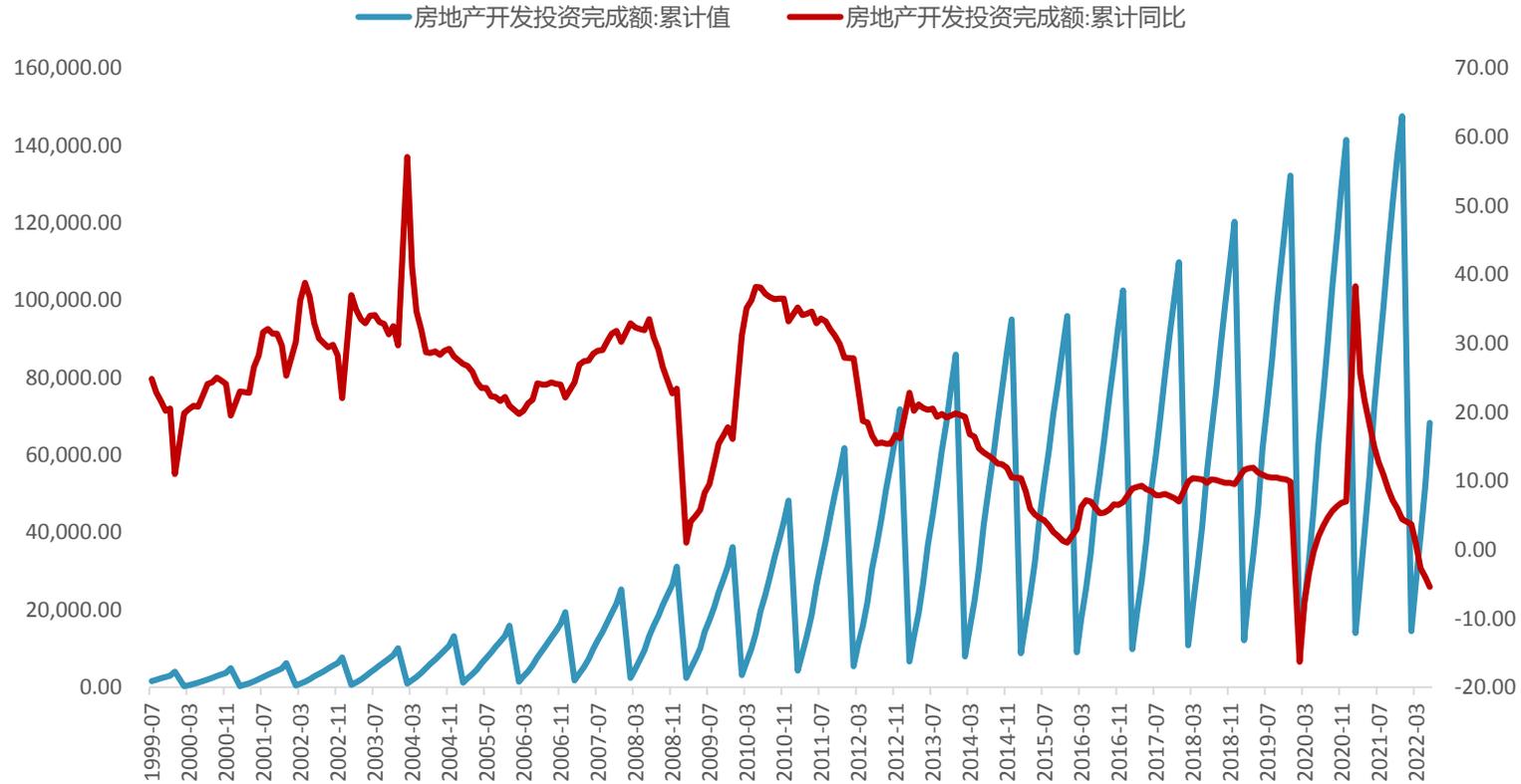
	2022年7月政治局会议	2022年4月政治局会议
形势判断	今年以来，面对 复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务 ，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩。同时， 当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力 ，坚定做好自己的事。	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多， 我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战 。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。
政策基调	做好下半年经济工作，要 坚持稳中求进工作总基调 ，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展， 全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求 ，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价， 保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果 。	要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。疫情要防住、经济要稳住、发展要安全这是党中央的明确要求。要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济， 努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间 。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
财政政策	财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。	实施好退税减税降费等政策
货币政策	货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持， 用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金 。	用好各类货币政策工具
疫情防控	要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。对疫情防控和经济社会发展的关系， 要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账 。要坚持人民至上、生命至上， 坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零 ，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。要坚决认真贯彻党中央确定的新冠肺炎防控政策举措，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。	要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展， 坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零 ，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。
扩大内需	宏观政策要在扩大需求上积极作为	要全力扩大国内需求 ，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。
房地产	要稳定房地产市场， 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生 。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
社会民生	要扎实做好民生保障工作。 要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作 。	要稳住市场主体， 对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策 。
资本市场	要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管， 集中推出一批“绿灯”投资案例 。	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。 要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管 ，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
供给保障	要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力 ，加大力度规划建设新能源供给消纳体系。	要做好 能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作 。要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转， 稳控安全生产形势，维护社会大局稳定 。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、 抗疫保供企业、关键基础设施正常运转 。
防风险	要保持金融市场总体稳定， 妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪 。	要有效管控重点风险， 守住不发生系统性风险底线

二季度GDP见底

- 国内二季度GDP增速0.4%，受疫情影响数据明显低于预期。但随着当前货币财政政策大力支持下，各项经济数据出现明显修复。预期下半年经济增速将明显回升。

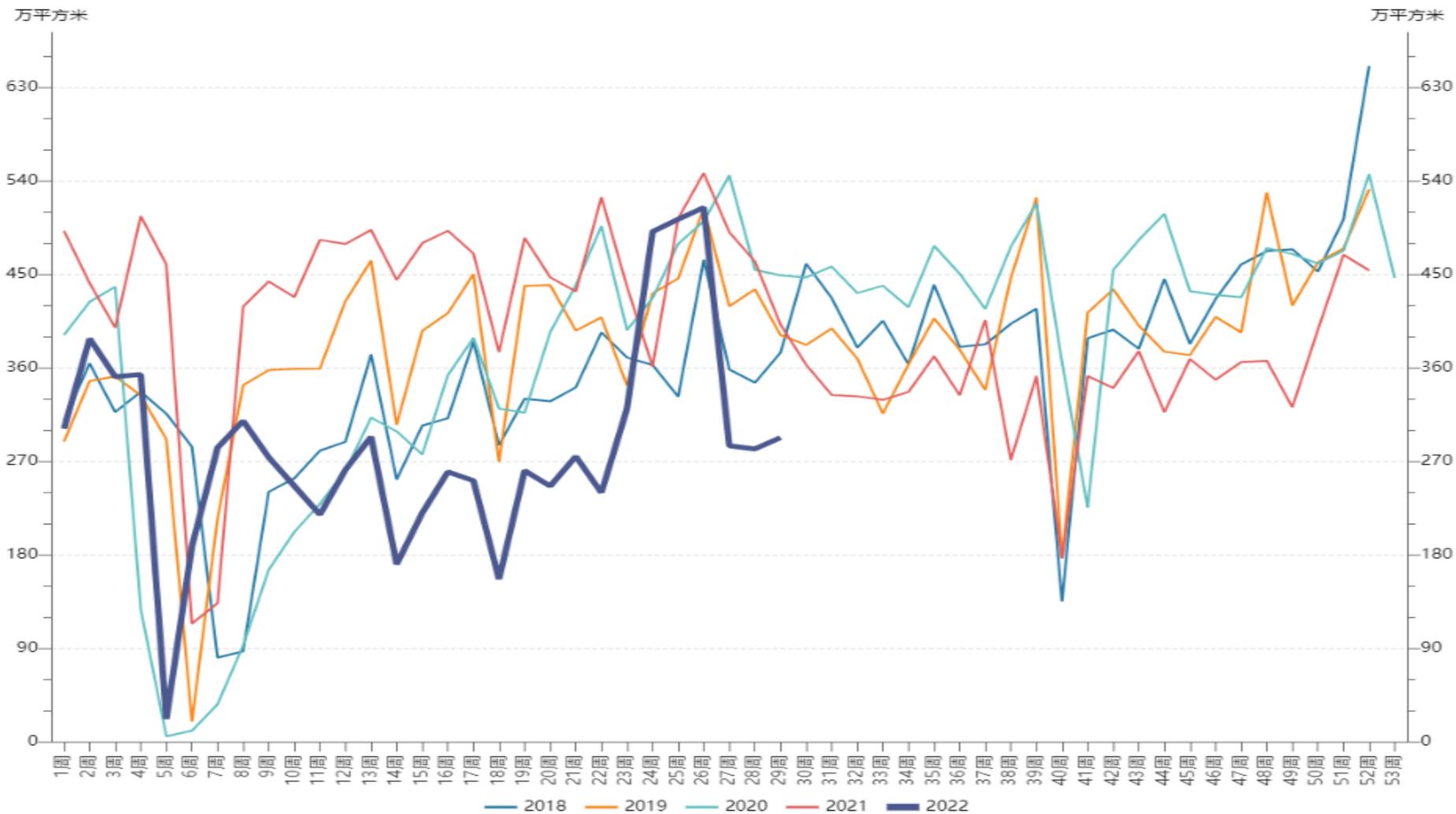


- 房地产投资数据进一步走弱，6月同比仅为-5.4%。一方面6月份以来地产成交数据有所改善，使得地产销售，以及房企资金来源均边际有所好转；另一方面近期地产爆发断贷风波，市场信心有所下滑。



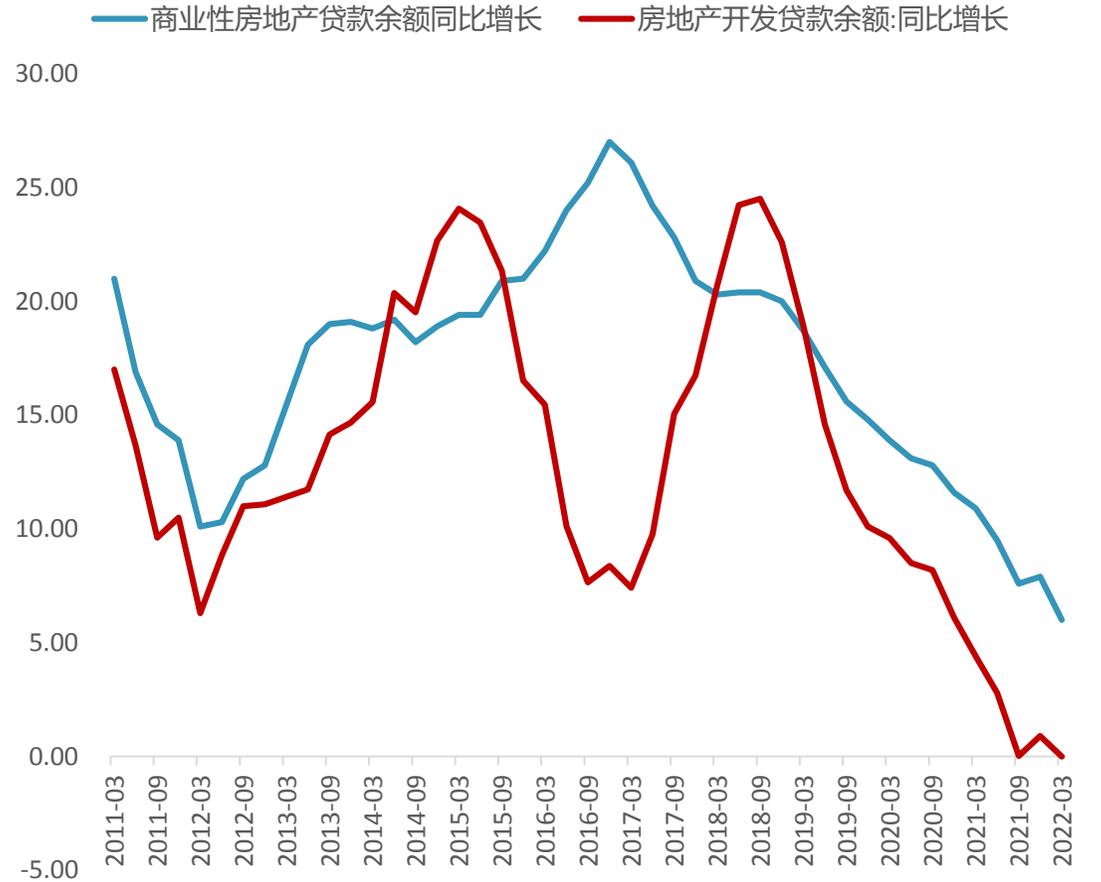
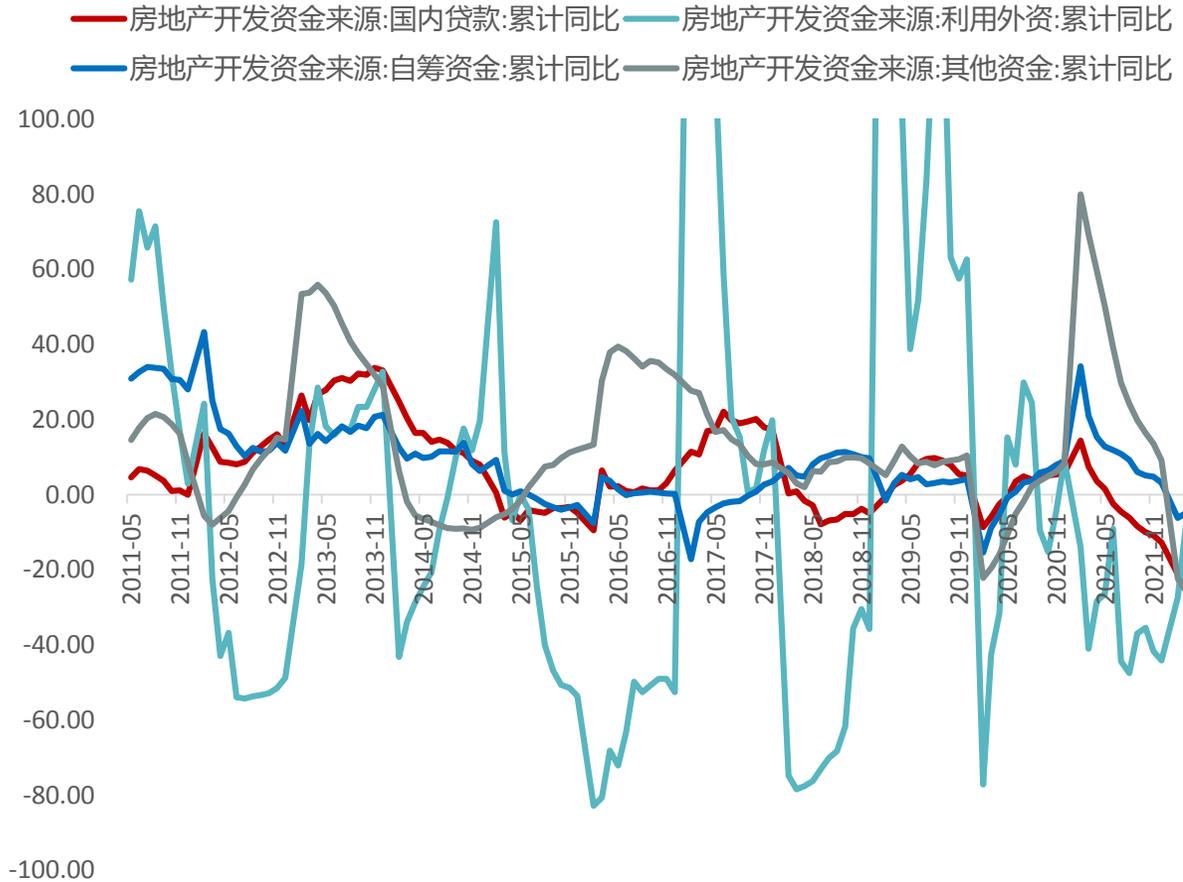
地产成交情况反复

- 三十大中城市商品房成交面积显示，6月地产成交冲高后有所回落，或有季节性因素，也有此前断贷风波造成的影响。



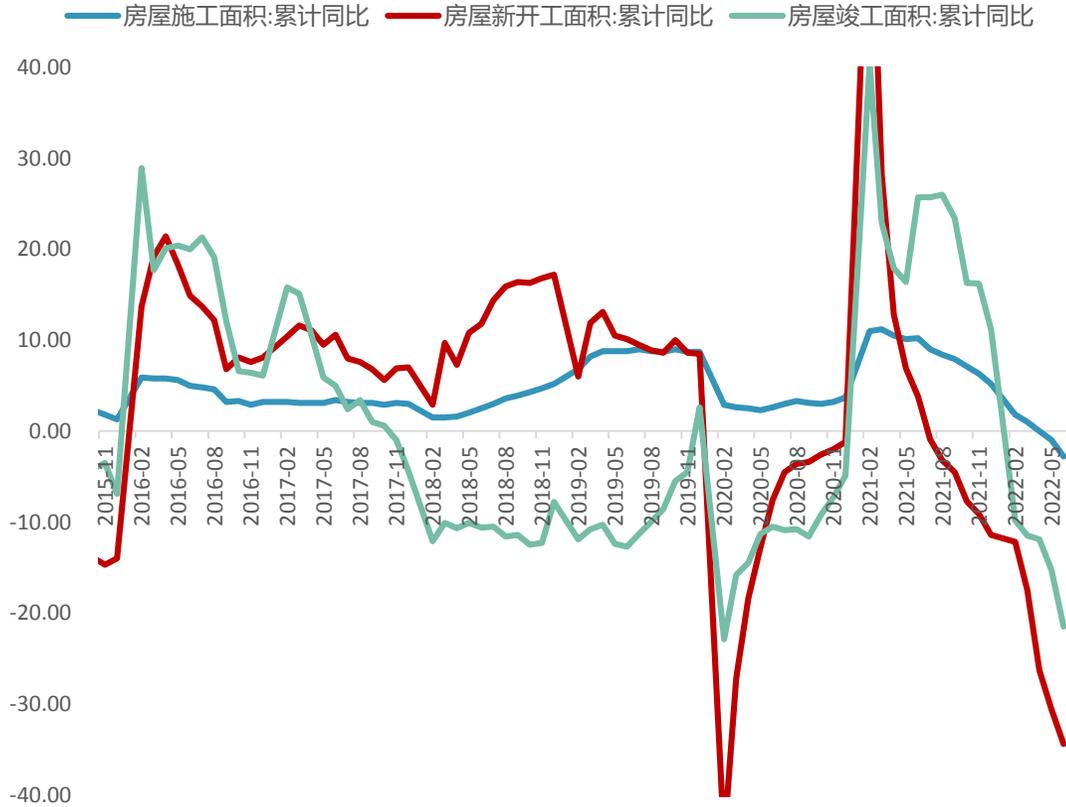
资金来源边际有所好转

- 所有资金来源方面，其它资金来源边际有所好转，主要来自于此前地产成交销售有所回暖。但国内贷款，自筹和外资同比仍然偏弱。整体上地产资金来源仍然不强。



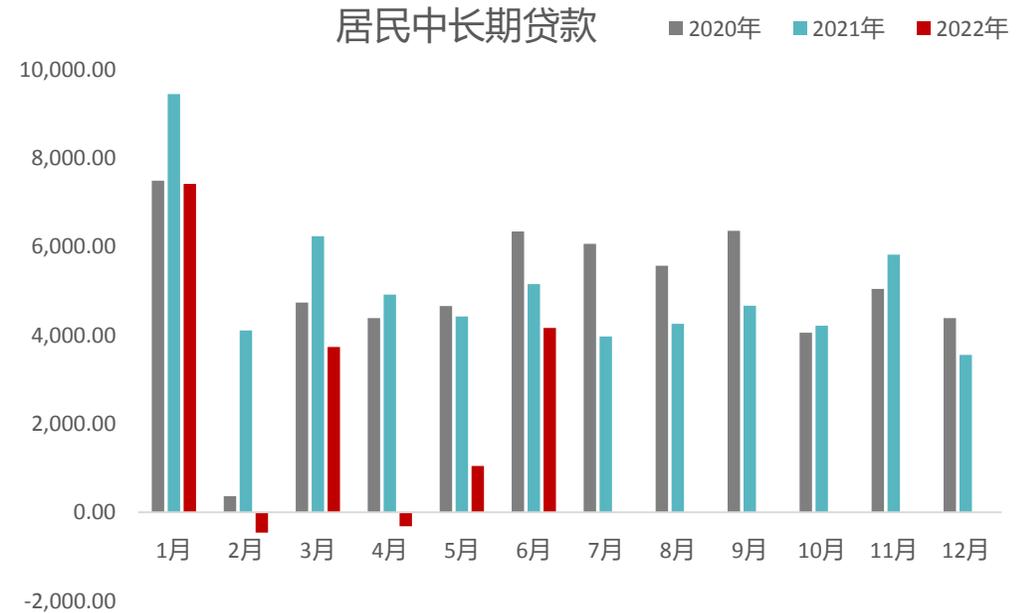
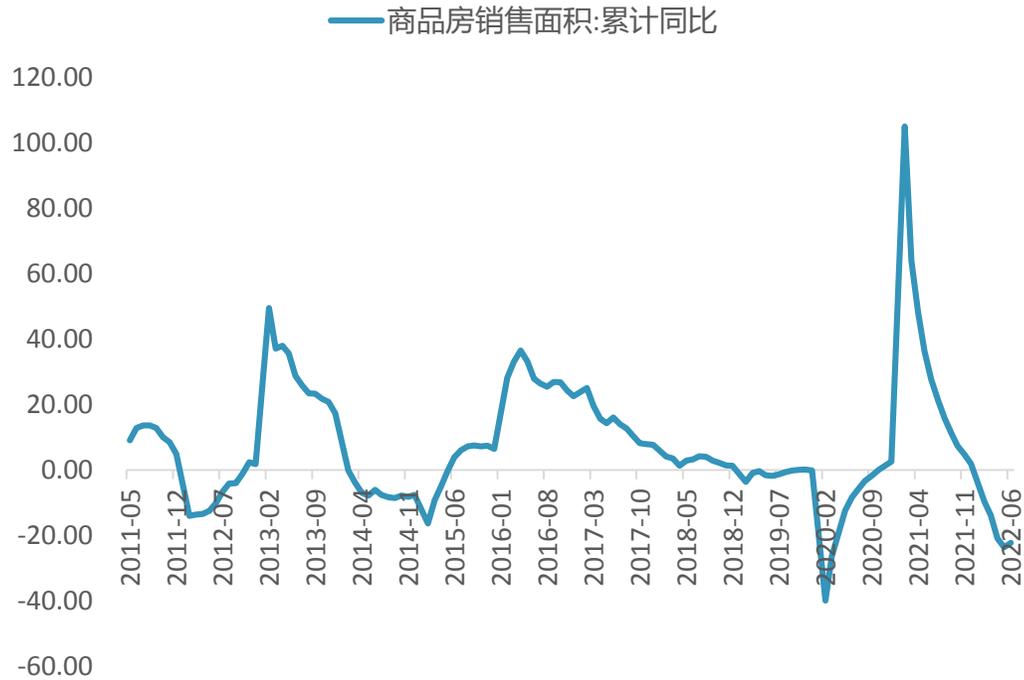
地产开工施工增速大幅下滑

- 6月地产新开工-34.4%，施工面积增速-2.8%，竣工面积增速-21.5%，不仅较上个月继续回落，也是2020年以来的新低水平。今年以来成交土地溢价率持续维持低位，景气程度偏低。



地产销售边际略有改善

- 商品房销售面积同比虽然仍为负值，但降幅略有收窄。6月信贷数据中居民中长期贷款同比新增仍低于去年和前年同期，但相较4月和5月已经出现明显改善，是今年1月以来的最高水平。



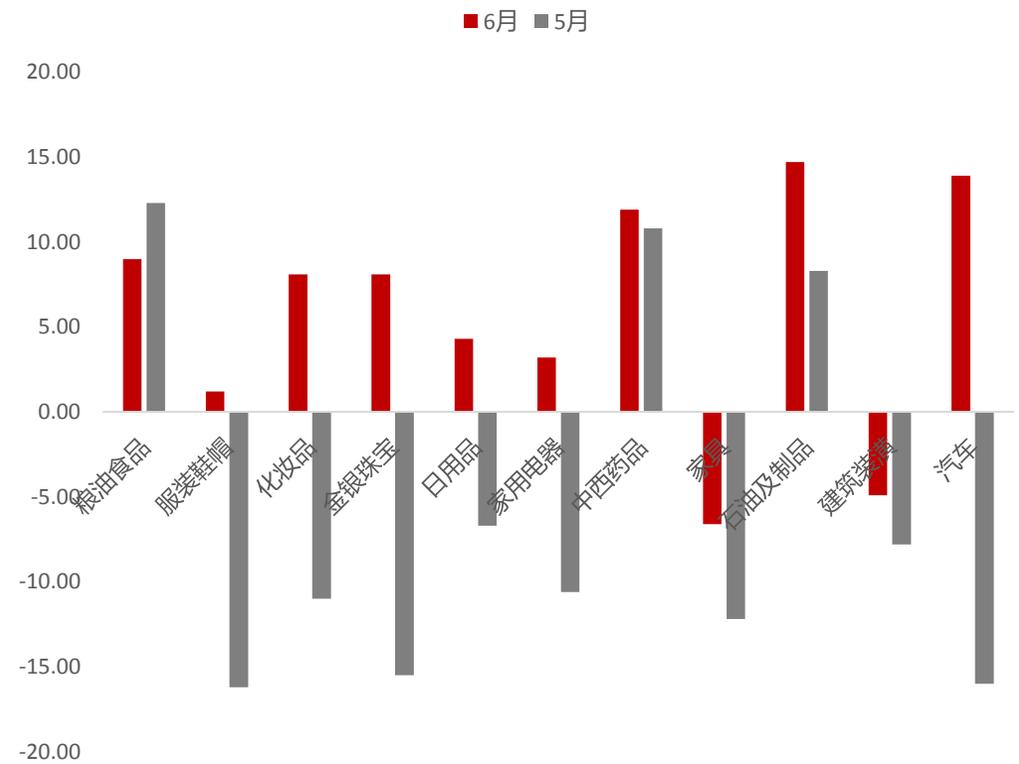
基建：成为经济重要支撑

- 6月不含电力的基建投资增速为7.1%，较5月上行了0.4个百分点。
- 6月专项债发债规模出现了天量超1.4万亿，大幅超过去年同期以及今年上半年，代表当前财政政策力度应该较大，但传导到基建投资相对不畅。

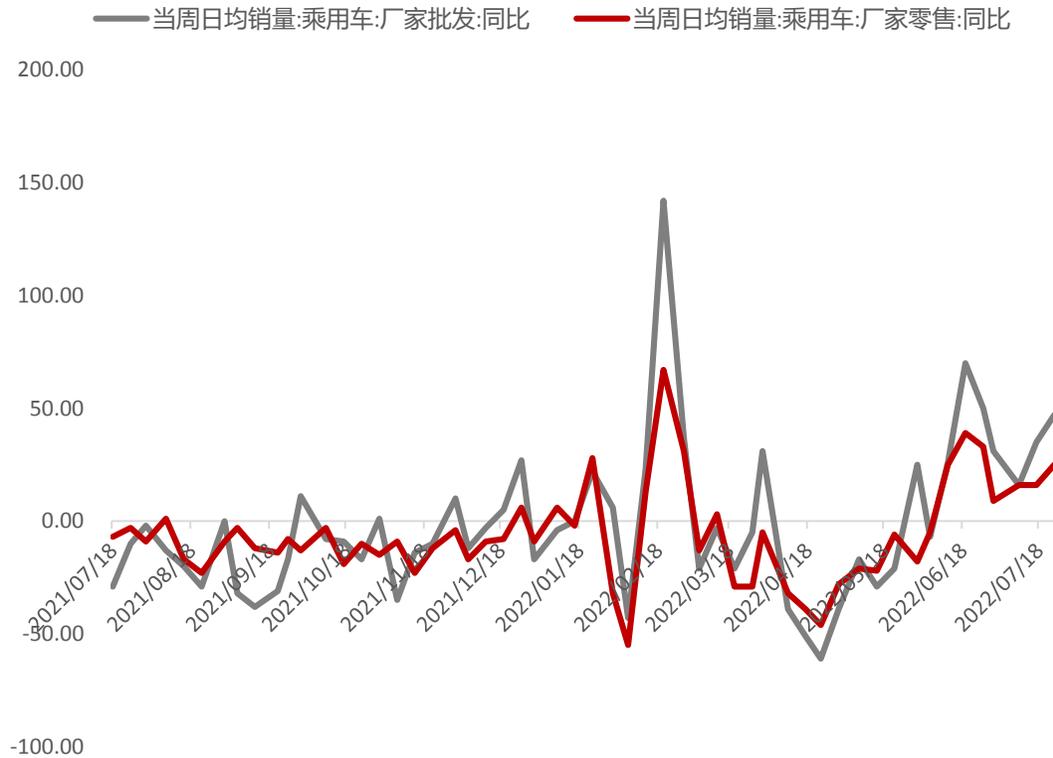


消费：疫情影响大幅下降

- 6月社会消费增速同比3.1%，环比0.53%，均较上月出现较大幅回升。主要是疫情结束后的消费恢复，符合上月的预期。
- 限额以上消费分项中，与疫情时期相反，作为保供物资的粮油和食品略有减少，其它可选消费等分项均大幅回升，符合疫情后居民消费修复的特点。

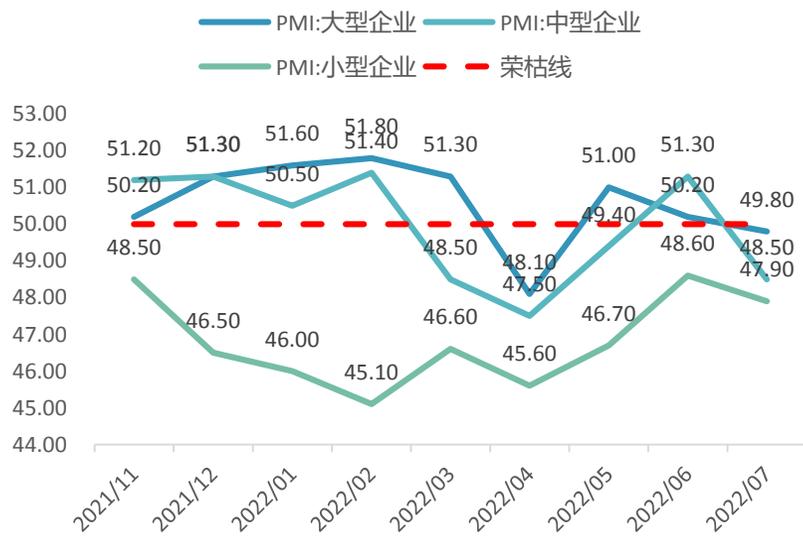
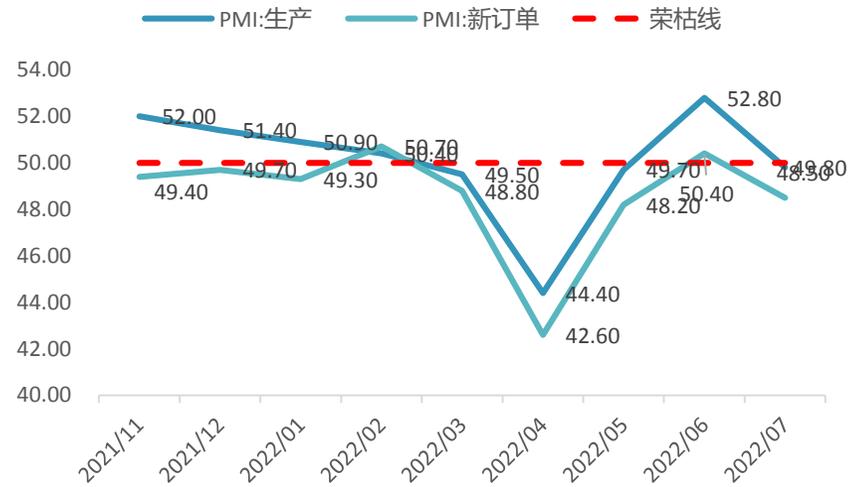
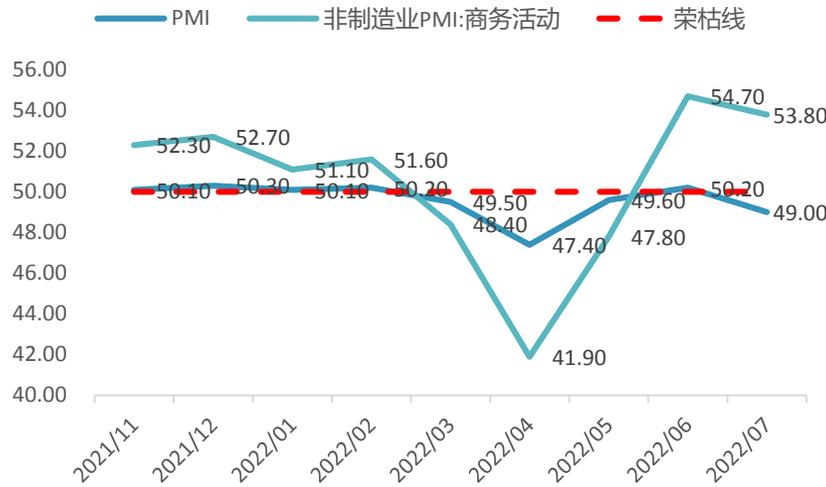


- 7月汽车周度厂家零售销量同比升至25%，厂家批发销量同比升至47%。较疫情时期的3、4月份已出现明显回暖，成为消费回升的主要带动。同时汽车产量也出现明显回升。



景气指数：疫情短期干扰加剧

- 7月制造业PMI 49，较上月小幅下滑，再度跌下荣枯线，非制造业PMI也出现小幅下滑。生产和新订单均再度跌下荣枯线，显示出7月景气程度有所下滑。



3 国债期货

➤ 7月各期限收益率呈现区间小幅回落。其中2年期国债收益率波动区间在2.35%-2.20%；5年期国债收益率在2.70%-2.54%；10年期国债收益率在2.85%-2.76%。



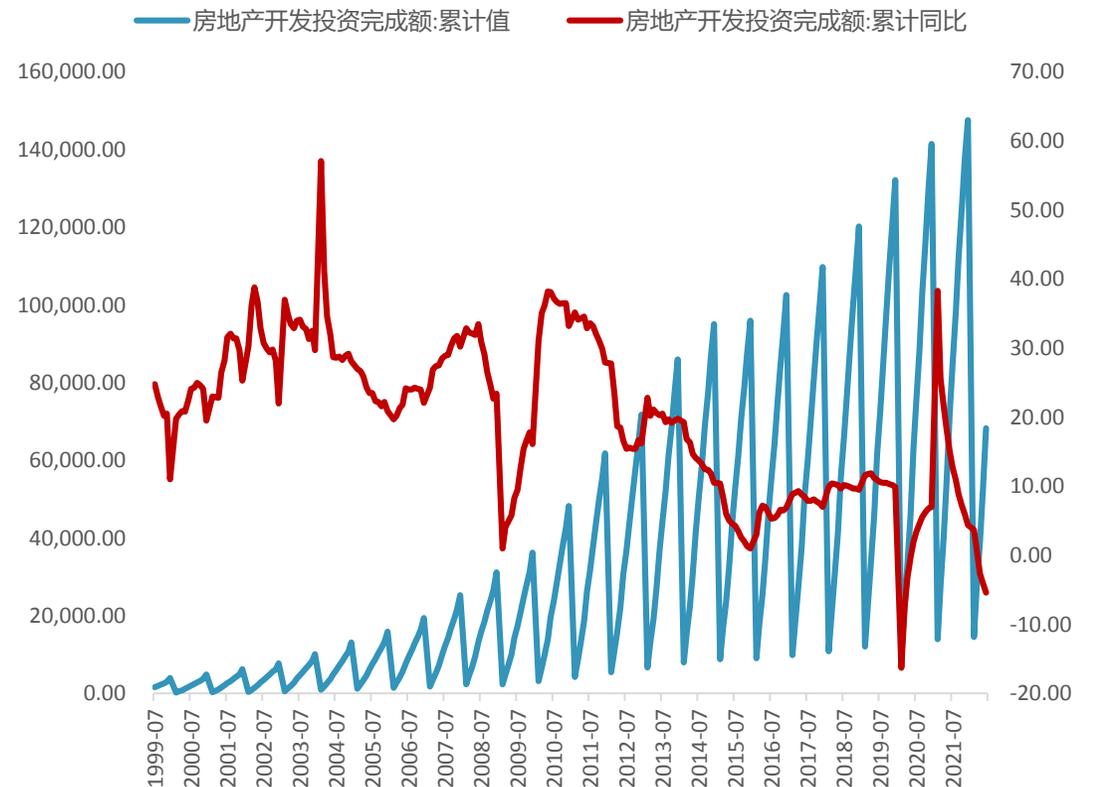
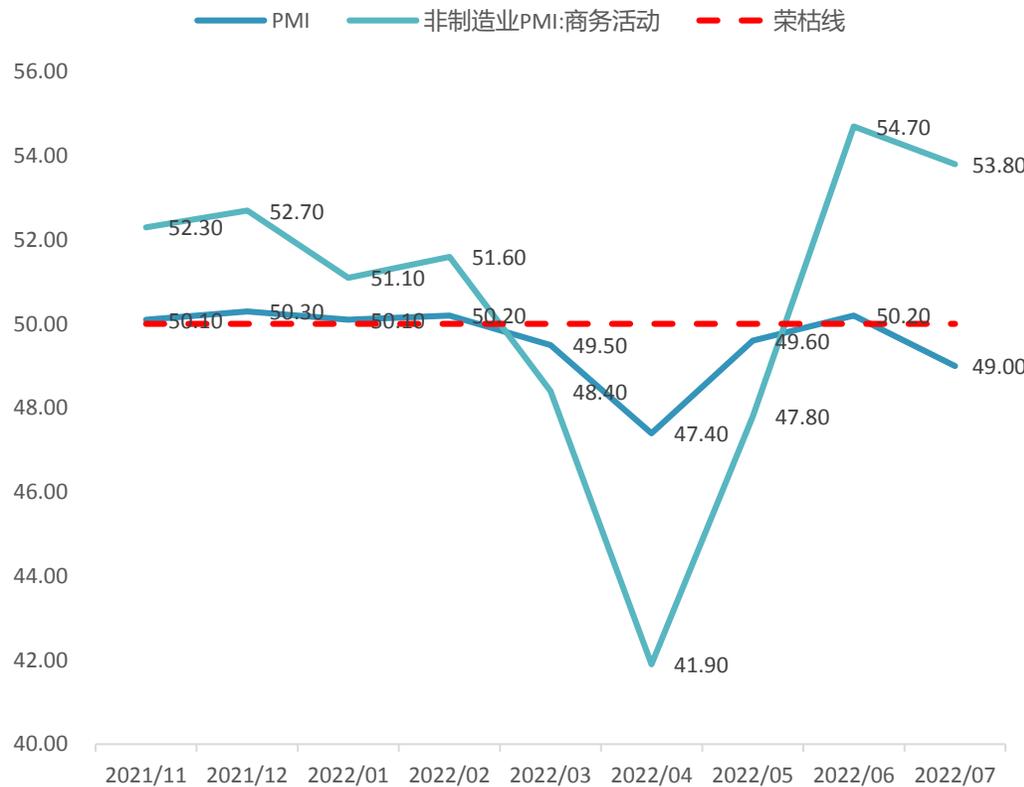
主要影响因素之一：半年时点过去，货币维持宽松

- ▶ 半年时点流动性曾一度回升，但随后再度维持在低位，明显低于公开市场操作利率。政治局会议上对于货币政策的表述为“货币政策要保持流动性合理充裕”，预期稳经济政策下货币将持续宽松。



主要影响因素之二：7月经济改善不及预期

➤ 地产断贷风波发酵使得市场信心受挫，影响未来地产投资修复；7月制造业PMI再度回到荣枯线下反映出生产与新订单景气程度不及预期。



期限利差或转向走平

图表标题



- 7月国债期限利差出现分化，10-5，10-2利差均符合预期出现走扩。具体来看，其中10-2利差上行3bp，10-5利差上行7bp，5-2利差下行5bp。
- 从统计角度来看，三项利差均在均值上方，明显高于中位数水平。
- 从基本面角度来看，短端货币维持宽松预期，长端可能有走低预期，未来利差预期存在走平的可能。

	5Y-2Y	10Y-2Y	10Y-5Y
当前	31	55	24
中值	25	46	20
均值	27	50	23
分位数	22.4%	34.9%	30.4%



浙商期货
ZHESHANG FUTURES

期债观点

- **国债期货观点：** 疫情后各项经济数据出现明显修复回升，但7月地产断贷风波爆发降低市场信心。从政治局会议的角度来看，下半年以稳经济为主，但短期波动仍存。整体来看，建议期债观望，十年期国债收益率区间（2.7%-2.9%）。

4 资产配置



- **债券观点：**疫情后各项经济数据出现明显修复回升，但7月地产断贷风波爆发降低市场信心。从政治局会议的角度来看，下半年以稳经济为主，但短期波动仍存。整体来看，建议期债观望，十年期国债收益率区间（2.7%-2.9%）。
- **股指观点：**期指短期出现了一轮回调，但风格差异较为显著，IC和IM明显强于IF和IH。后续建议IC2212合约多单继续持有，并建议可尝试逢回调配置IM2212合约多单。
- **商品观点：**美国GDP再度走软，美联储7月议息会议后，存在一定加息放缓预期。关注对应的有色和能源化工品种。
- **贵金属观点：**7月美联储如期加息，市场预期9月开始加息放缓，再加上美国经济走弱，利率和美元均有见顶预期。叠加当前贵金属价格维持低位，存在一定上行修复机会。



本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

THANK YOU

www.cnzsqh.com

