



宏观及国债9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9月2日

目录

CONTENTS

1 海外经济

2 国内宏观

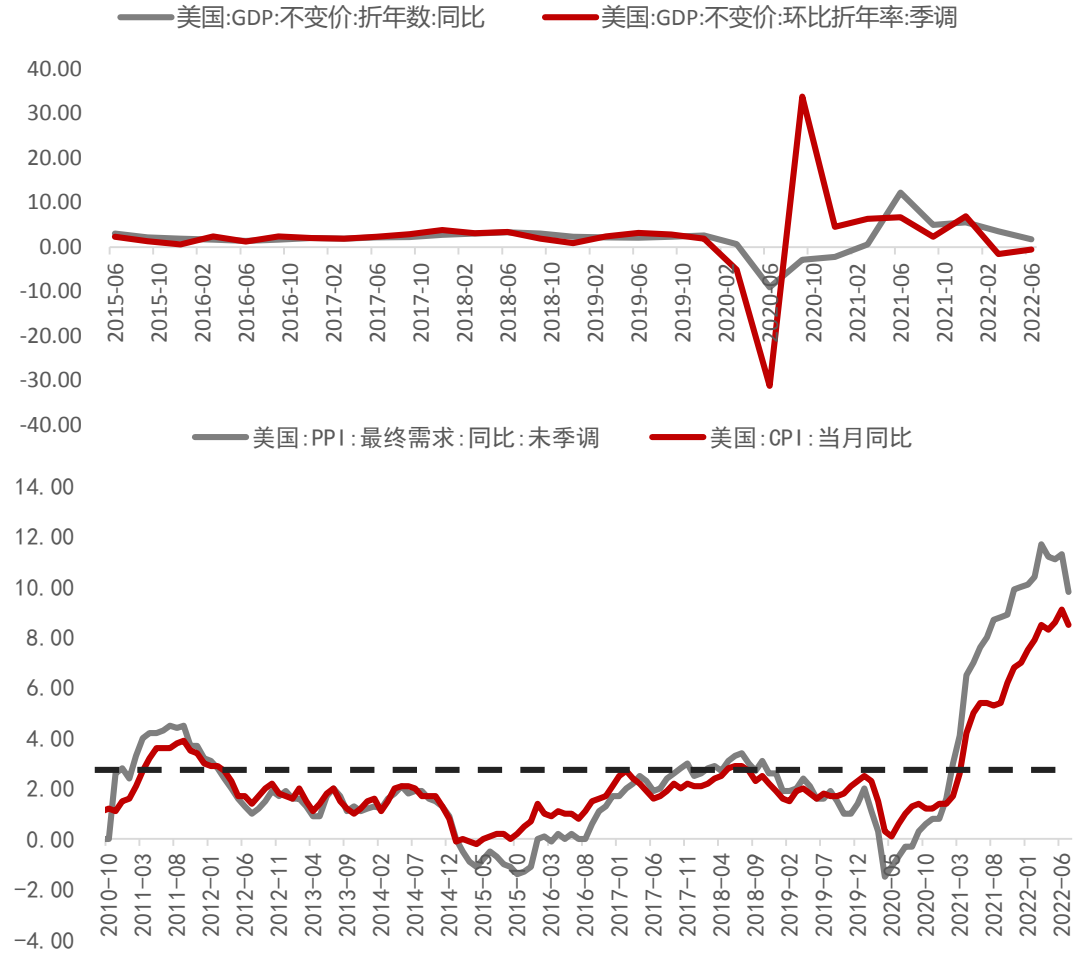
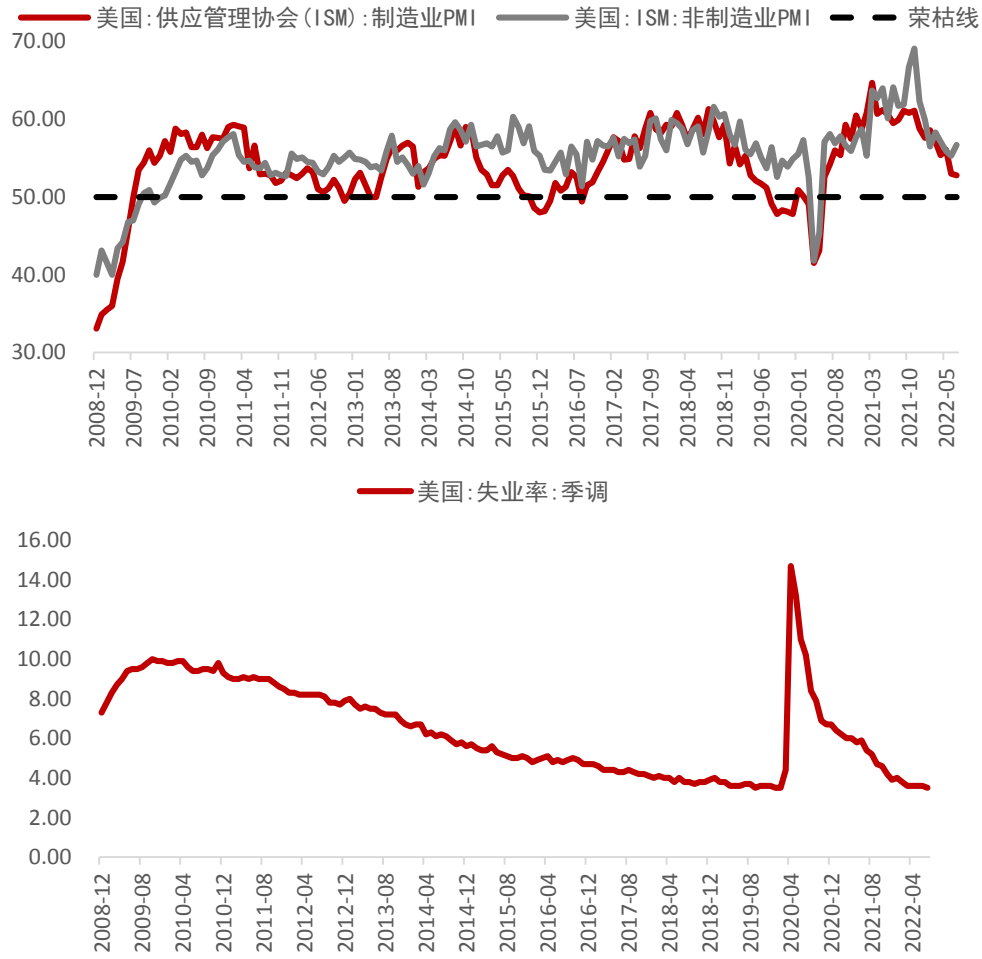
3 国债期货

4 资产配置

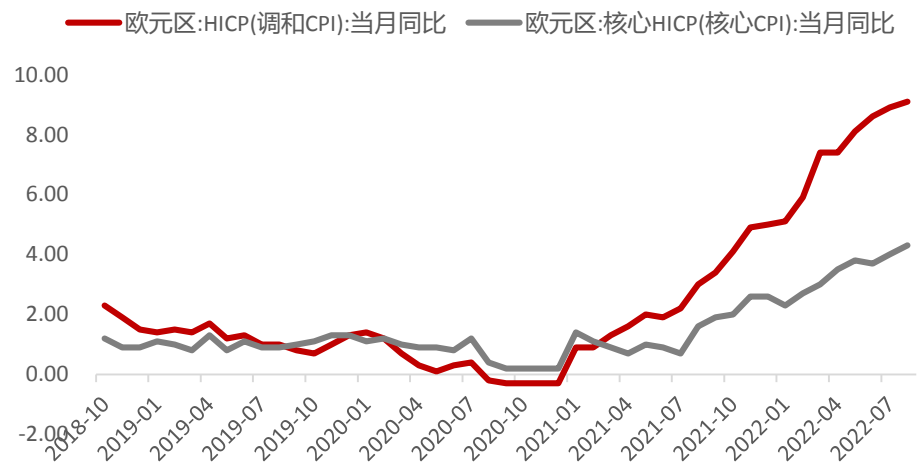
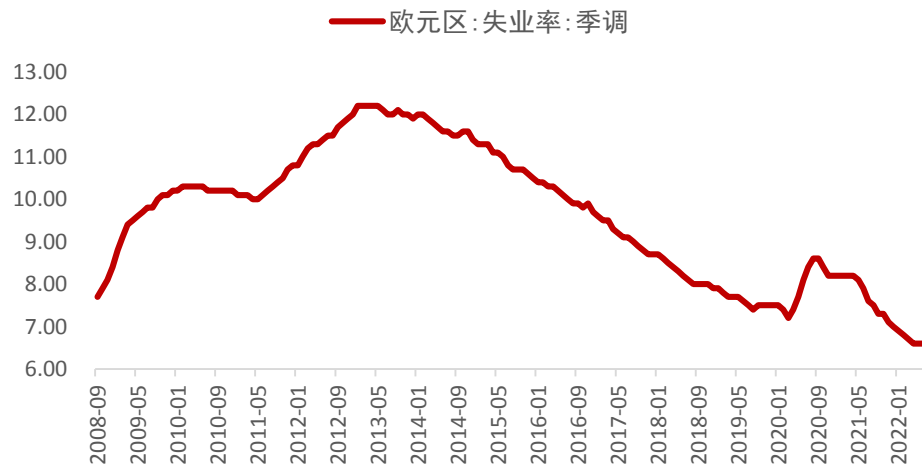
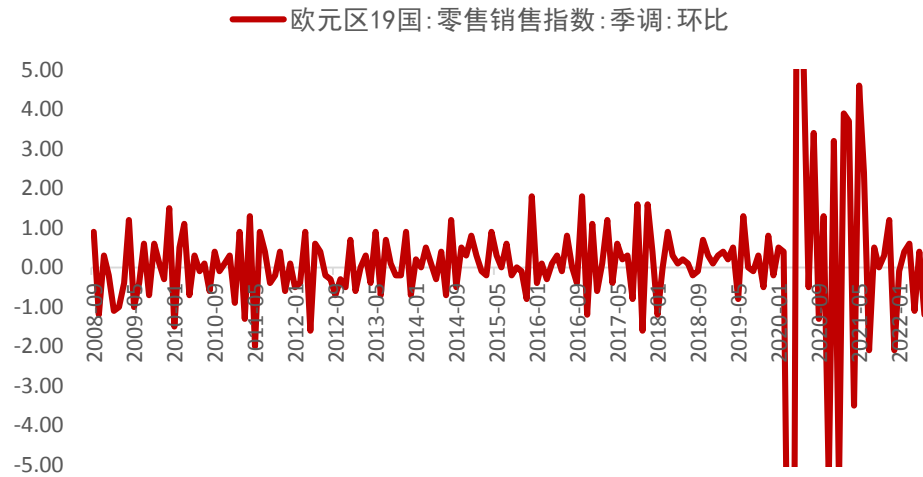
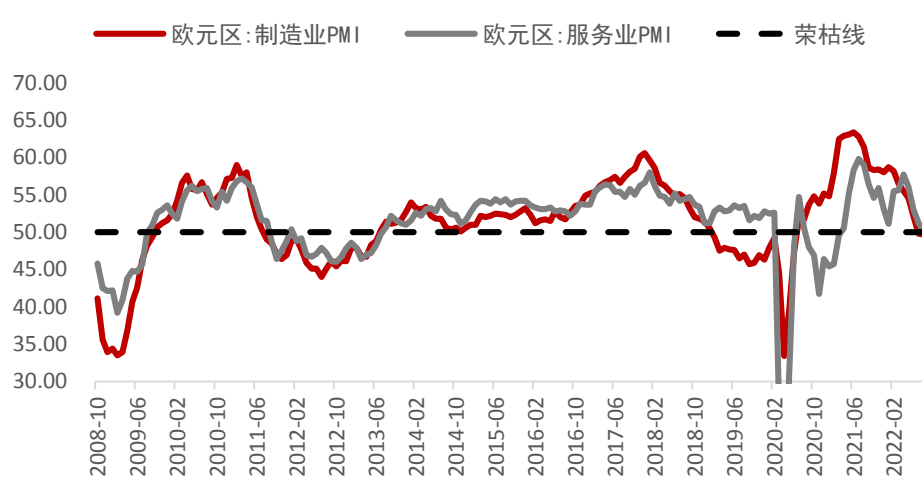
1 海外经济

- **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：**全球央行年会后市场加息预期加强，鲍威尔表示为了对抗通胀或许会允许经济出现衰退。当前加息预期较7月会议时已再度上行50个基点，带动美债美元走高。
- **欧元区：**制造业PMI持续走低，但通胀指标持续走高，预期欧央行将持续加息，目前已脱离负利率环境，未来还有更高加息预期，经济或逐步走弱。
- **新冠疫情：**本轮疫情有所缓和，新增确诊人数连续四周下降。

- 7月通胀小幅回落，但市场预期美国通胀要回到长期目标仍比较难。失业率仍然维持低位，PMI持续下滑，GDP增速维持低位，美国经济预期下行。



- 欧元区同样高通胀+低增速+低失业，制造业PMI已经跌下荣枯线，同时通胀进一步走高，8月已突破到9.1%，经济相比美国更弱。





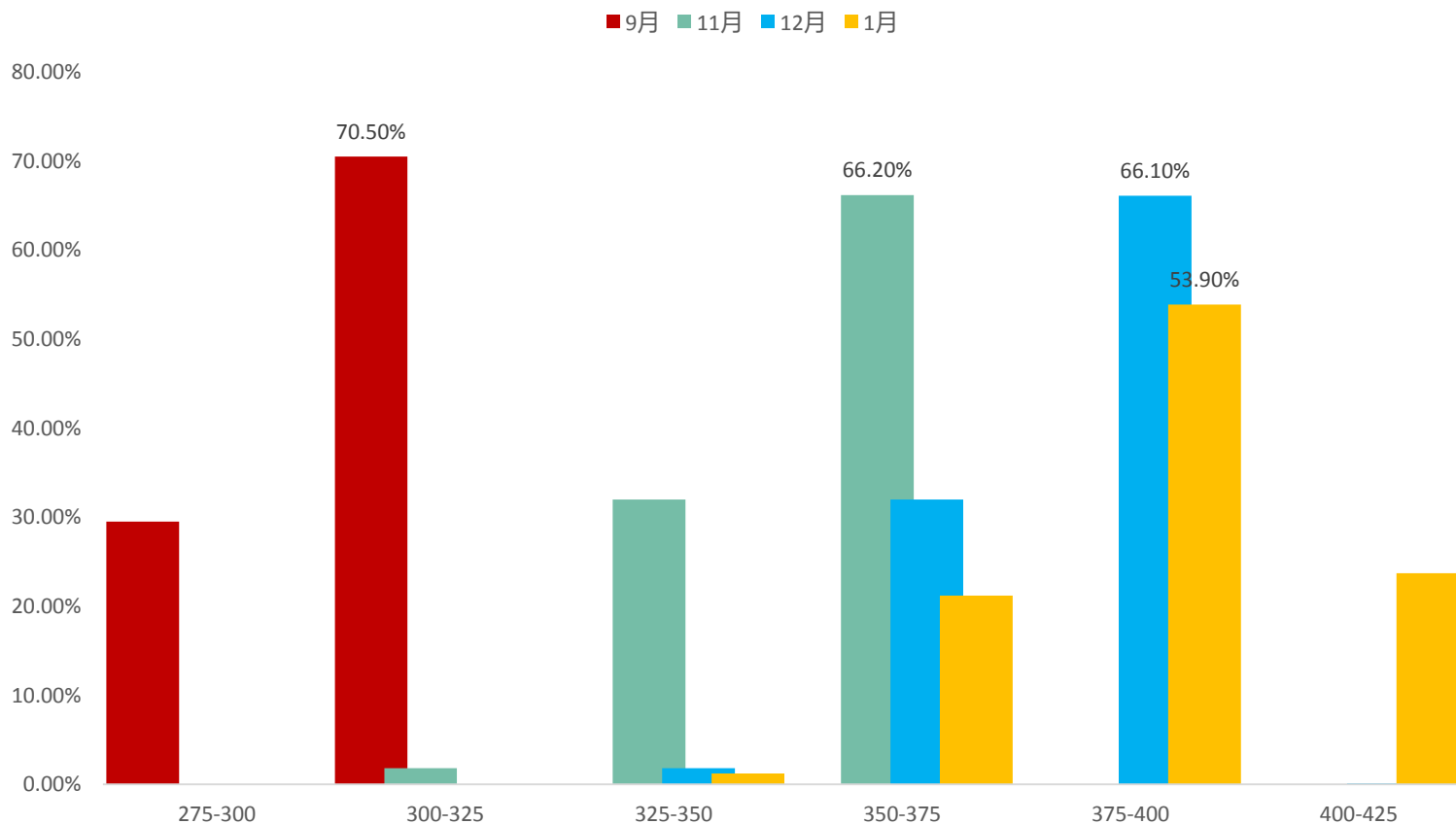
8月全球央行年会重现鹰派

- 与7月会议中释放的放缓信号“某个时间点放慢加息节奏可能是适宜的”不同，近期包括全球央行年会在内，多次联储官员公开讲话态度均偏向鹰派。
- 市场此前预期美国经济下滑甚至衰退会使得美联储放缓紧缩步伐，但目前这个预期已经转变成即使付出经济衰退的成本也要不计代价控制美国通胀。所以整个预期明显更加偏鹰，市场价格已经有所反映。



加息预期明显上升

- 联储观察工具显示加息概率明显上升。当前9月加75bp概率为70.5%，11月再加50bp概率为66.2%目标下限全年加至375-400bp的概率超六成，这一预期较7月会议后再度上升50个基点，但明年1月仍然大概率不加息。



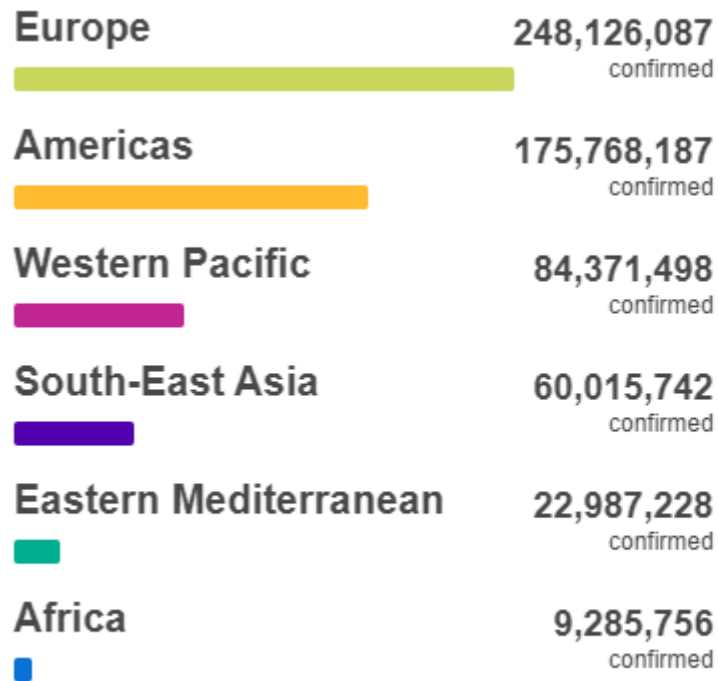


加息预期增强美元

- 加息预期再度走强下支撑美元突破前高，直逼110点位。短期内加息预期仍有支撑，此外非美货币走弱也会形成支撑。预期美元在真正回落之前还有进一步冲高的可能。

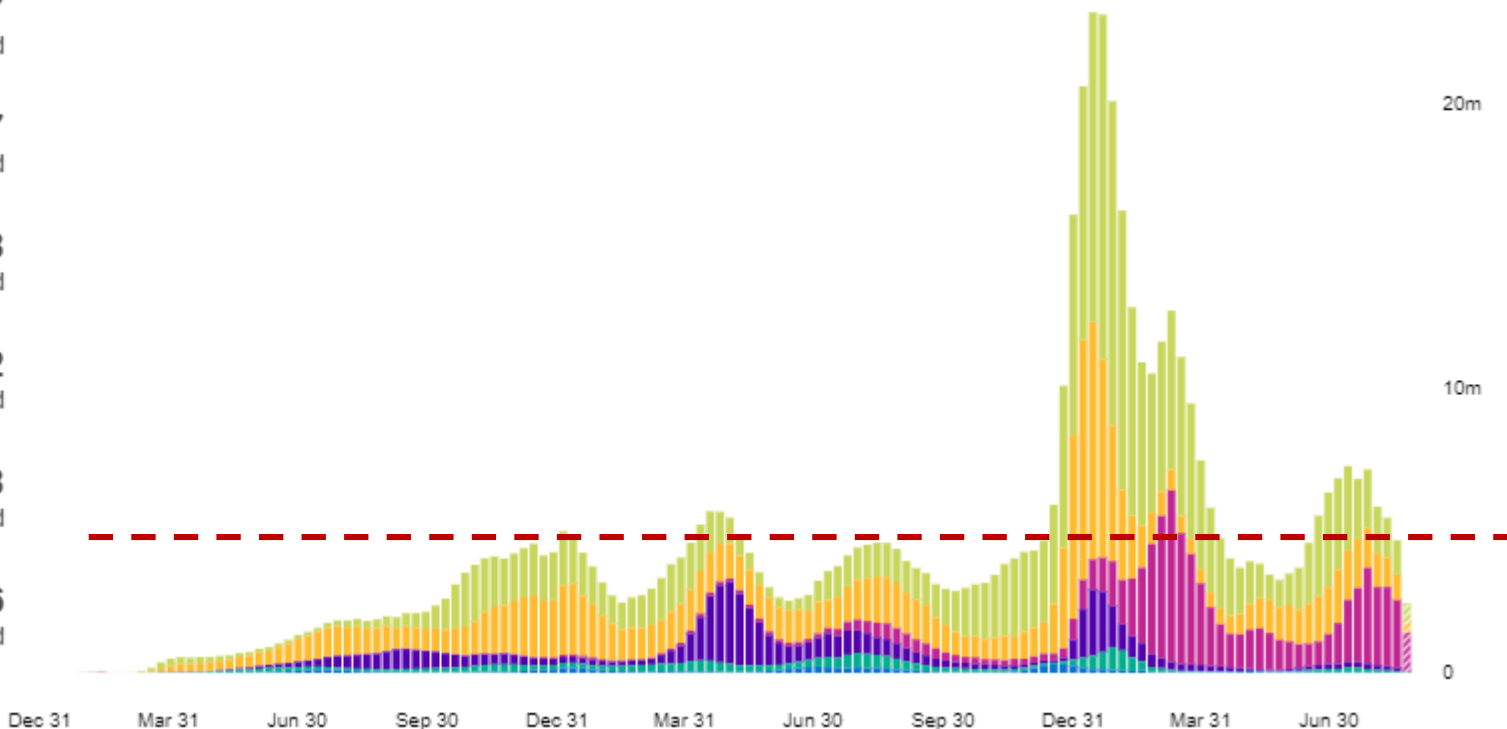


- WHO数据显示8月以来新增确诊人数出现回落，至今已经连续第四周出现下滑。本轮较为严重的日本、韩国、土耳其以及欧洲部分国家疫情新增人数均出现明显下滑。



Source: World Health Organization

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



2 国内宏观

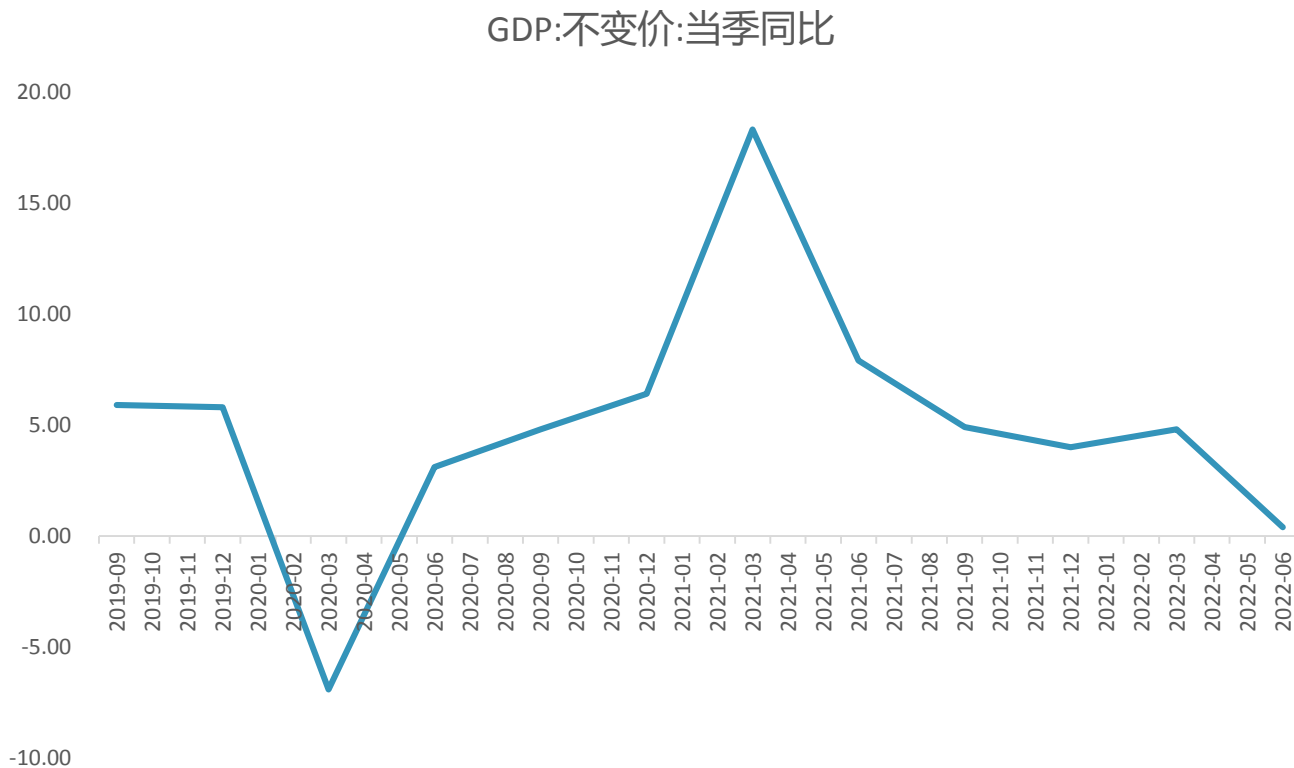


观点：修复缓慢，需求不足

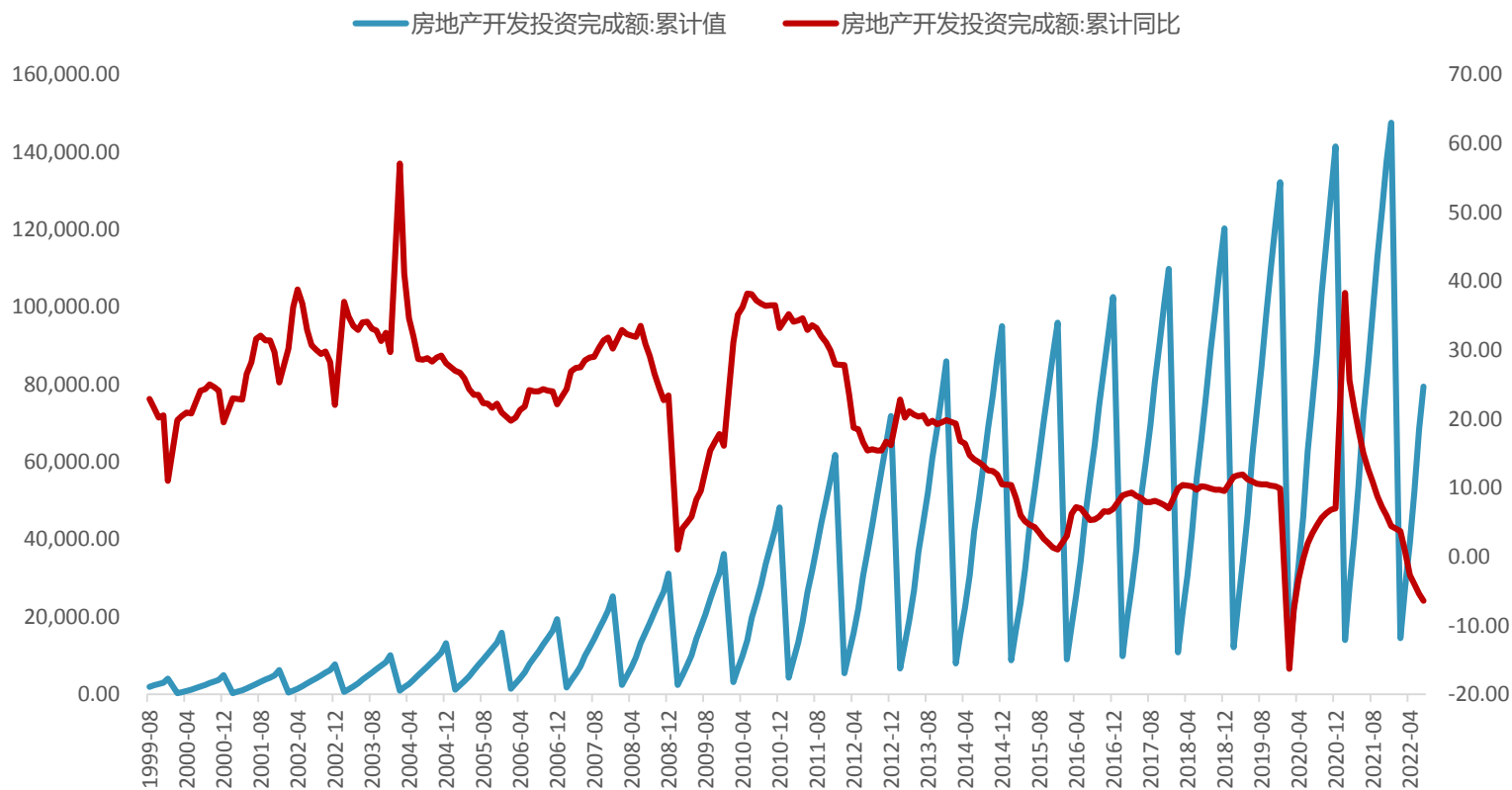
- 8月央行再度降息，以及下调LPR，降低贷款成本刺激市场。当前经济处于强政策，弱现实阶段。一方面疫情再度出现反复，一方面高温天气影响较大，使得经济恢复低于预期。
- **地产：**房地产成交端再度转弱，销售-开工-投资的改善链条仍需观察。政策方面一边有保交楼支持，一边央行下调五年期LPR利率，但成效目前还比较小。
- **基建：**6月发行规模创出天量后，基建增速提升仍然较慢，专项债到基建投资的传导可能存在不畅的问题。考虑到未来还有政策金融债支持，下半年仍然看好基建，但幅度或许不大。
- **消费：**7月消费改善持续性不足，包括必需商品和汽车在内的大多数限额以上消费均出现回落。

三季度GDP回升或低于预期

- 国内二季度GDP增速0.4%，受疫情影响数据明显低于预期。之前预期下半年经济相比上半年会有明显回升。但目前来看由于7-8月份受到疫情反复、高温天气以及本身需求不佳的影响，刺激政策作用有限，三季度GDP回升幅度可能低于预期。



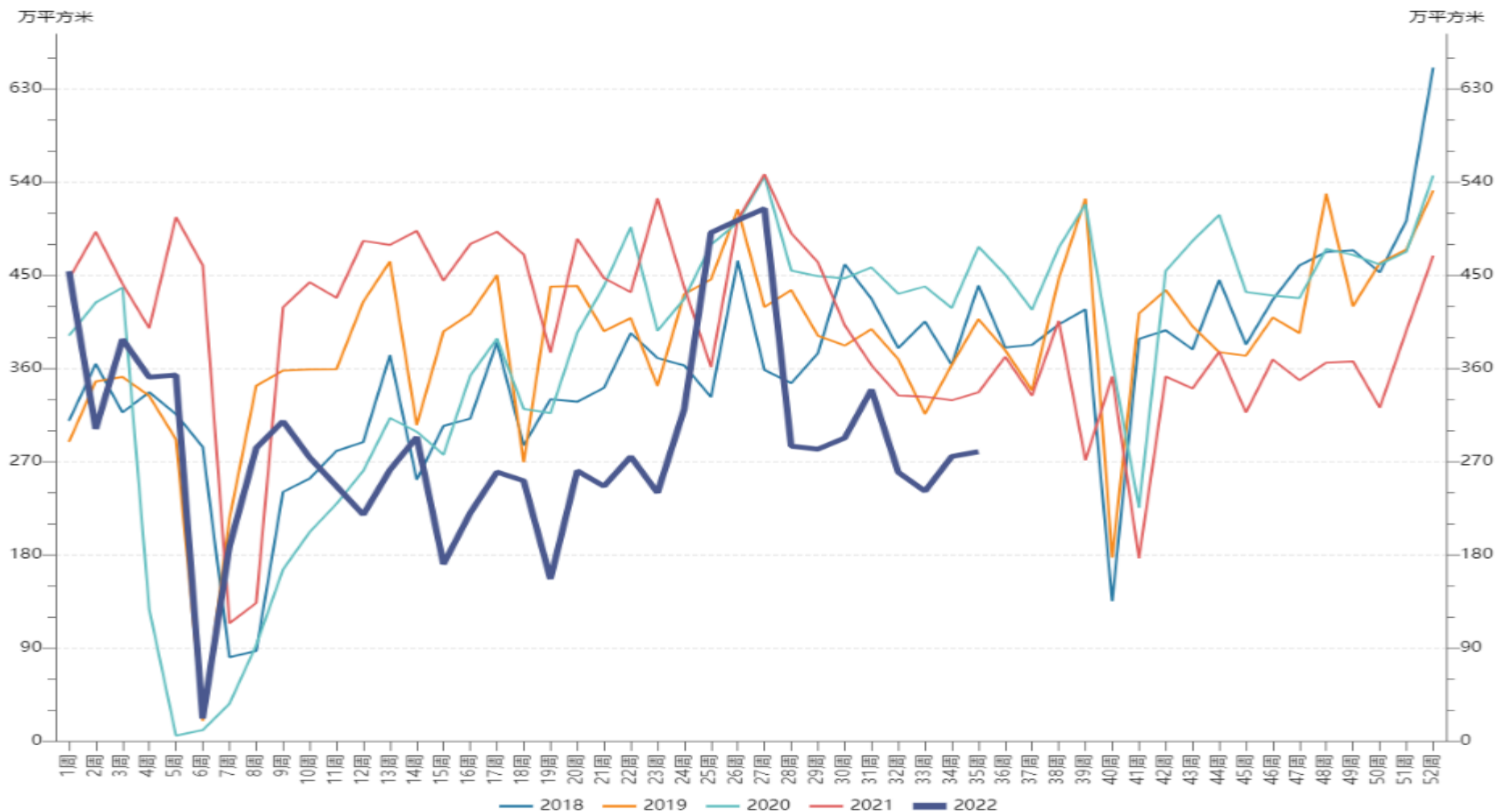
- 房地产投资数据进一步走弱，7月同比仅为-6.4%。7月份以来地产成交数据再度转弱，使得地产销售，以及房企资金来源均边际均走弱。





地产成交情况反复

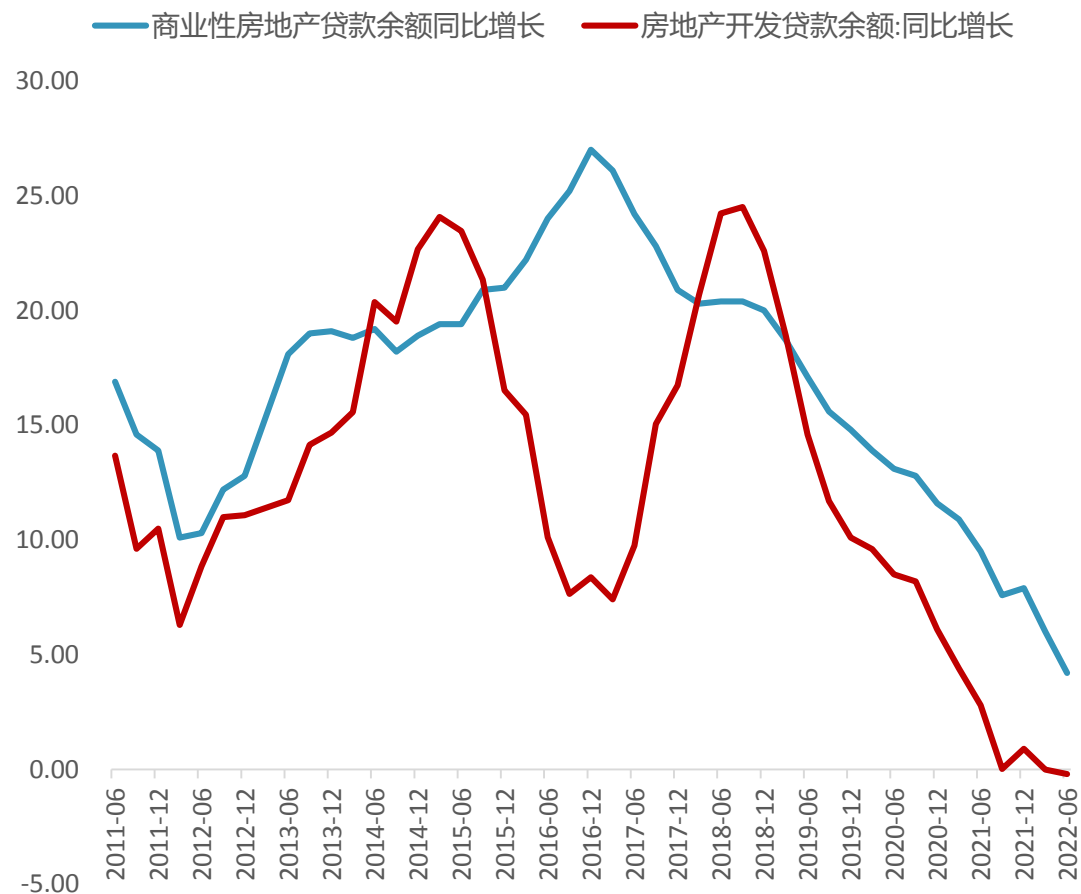
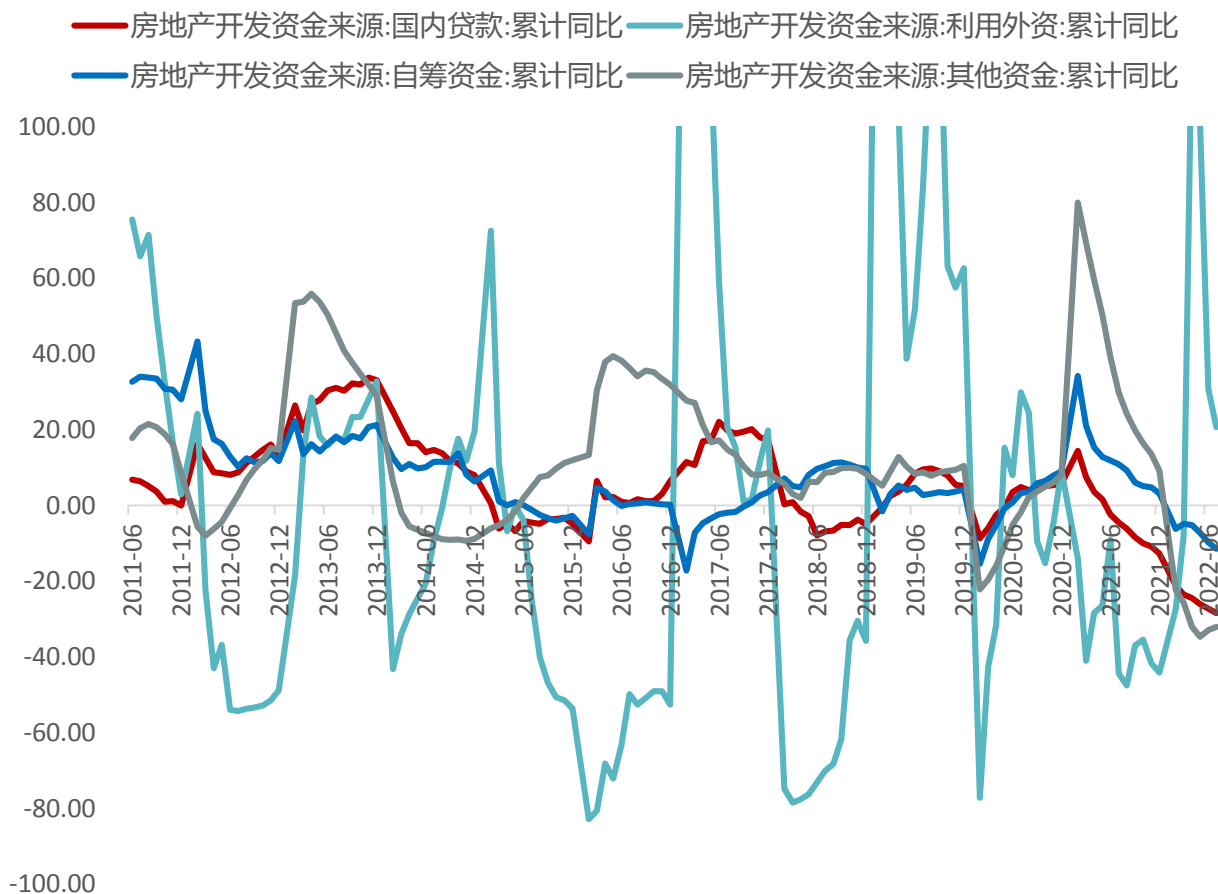
- 三十大中城市商品房成交面积显示，8月地产成交维持在历史低位水平，明显低于往年，地产整体需求偏弱。





资金来源再度转弱

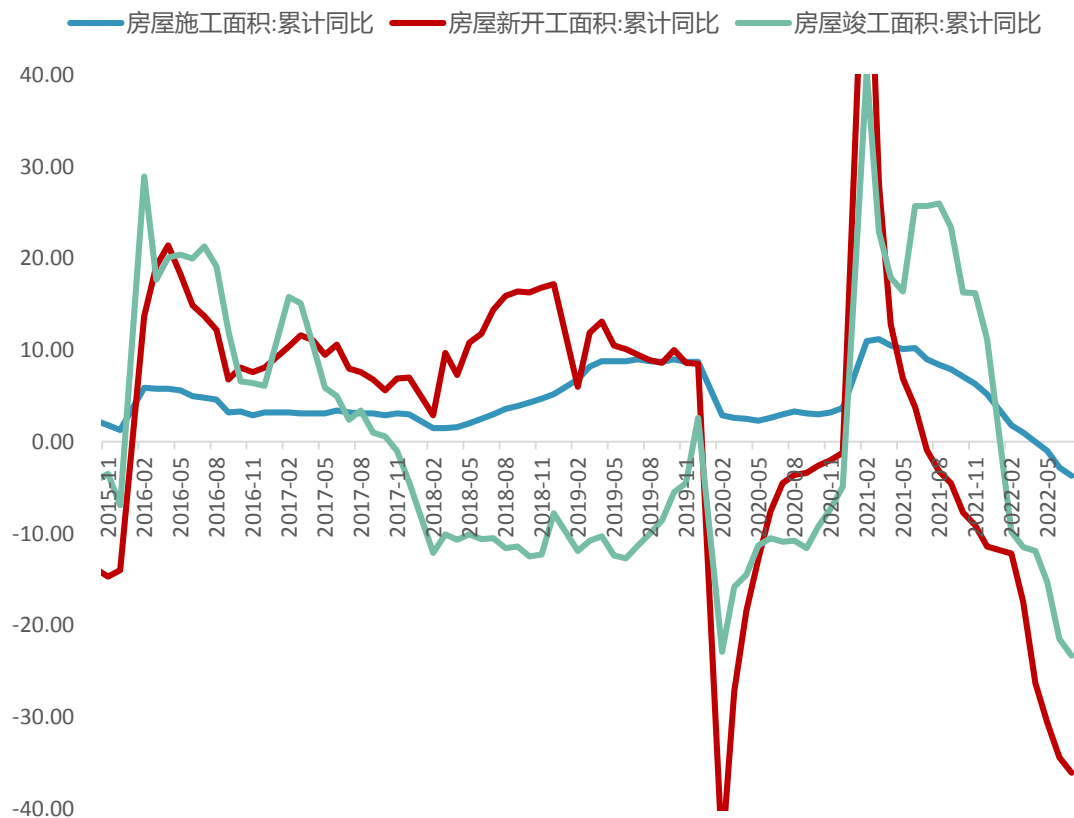
- 所有资金来源方面，其它资金来源边际小幅好转，主要来自于此前地产成交销售有所回暖，但好转幅度不大。国内贷款，自筹和外资同比仍然偏弱。整体上地产资金来源仍然不强。



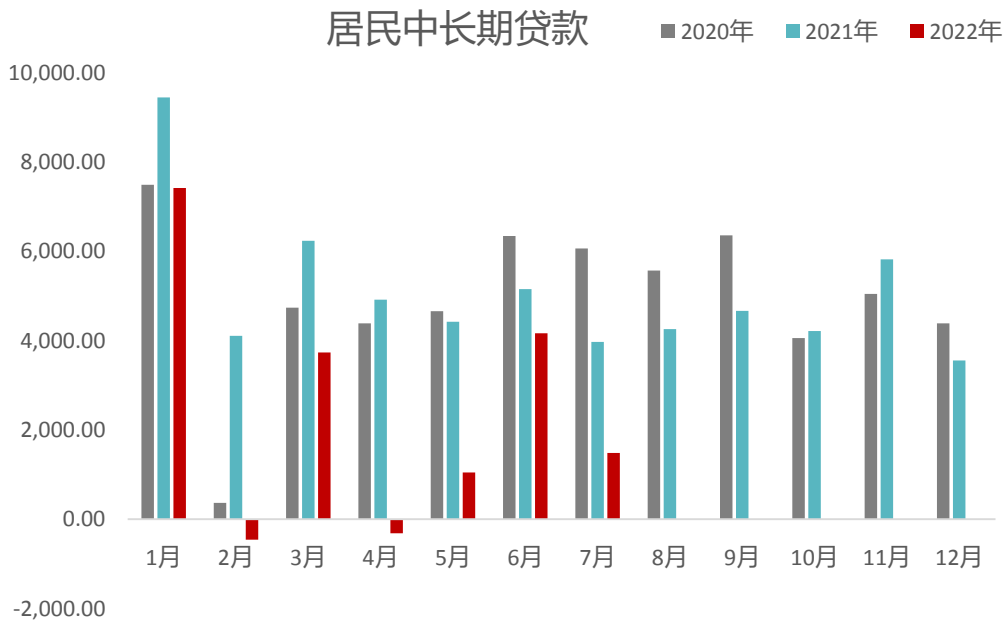
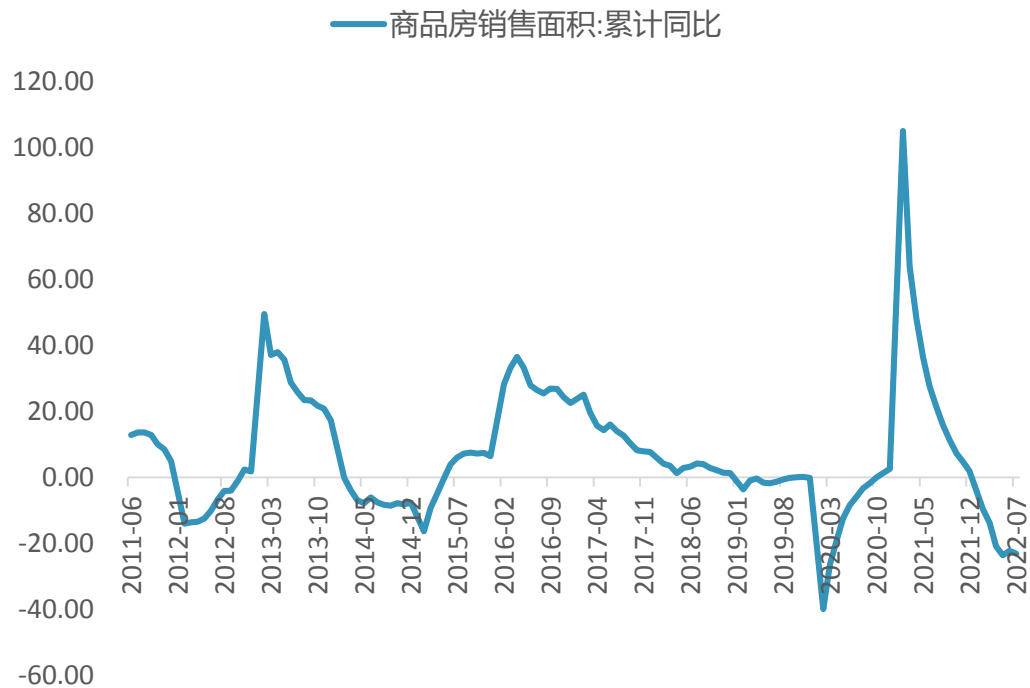


地产开工施工增速大幅下滑

- 7月地产新开工-36.1%，施工面积增速-3.7%，竣工面积增速-23.3%，不仅较上个月继续回落，也是续创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。

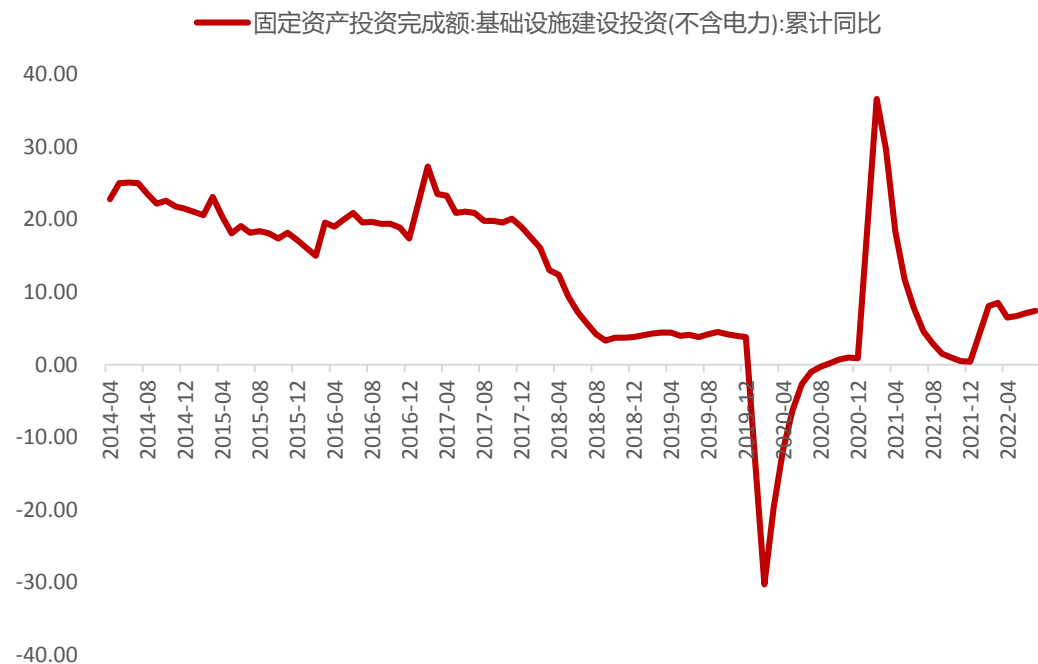
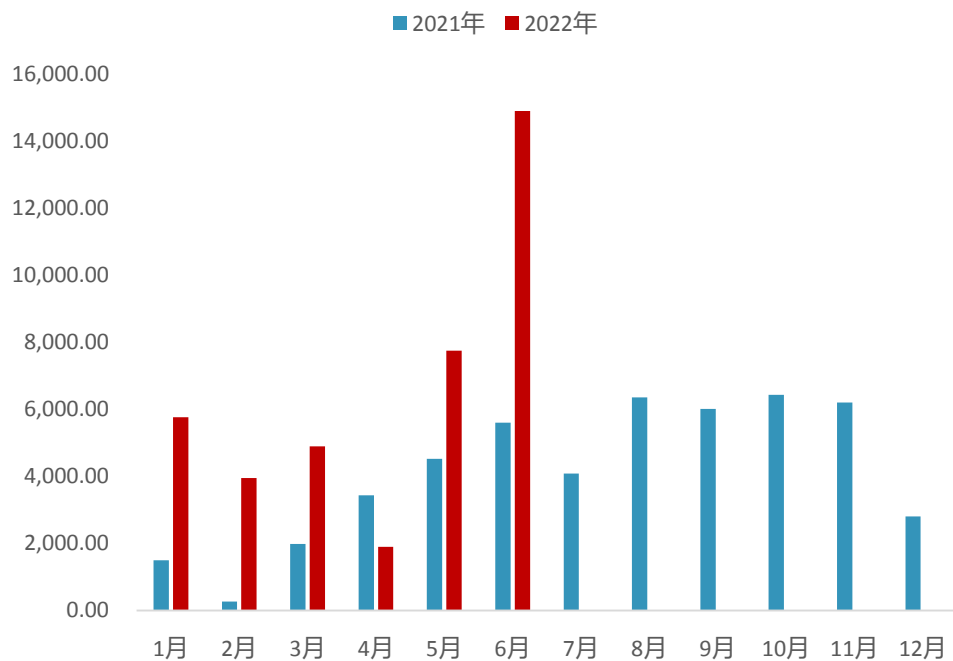


- 商品房销售面积同比较6月降幅再度扩大，表明地产需求回升仍偏慢。7月信贷数据中居民中长期贷款再度明显下滑，低于去年和前年同期。

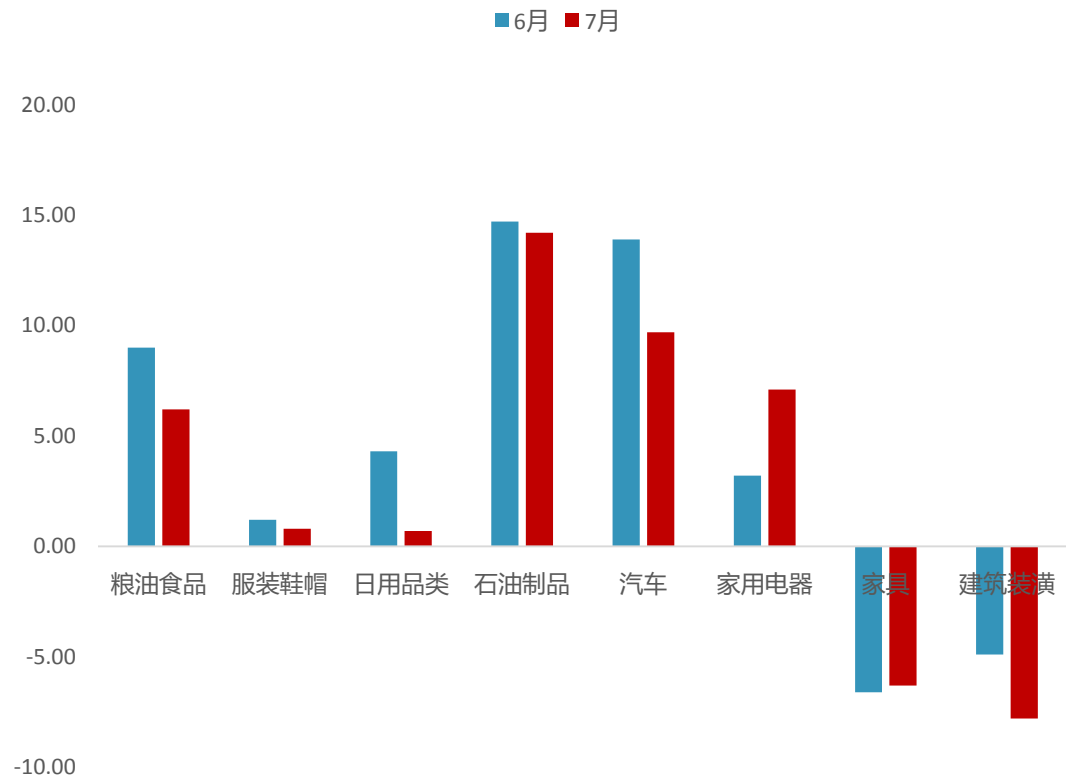
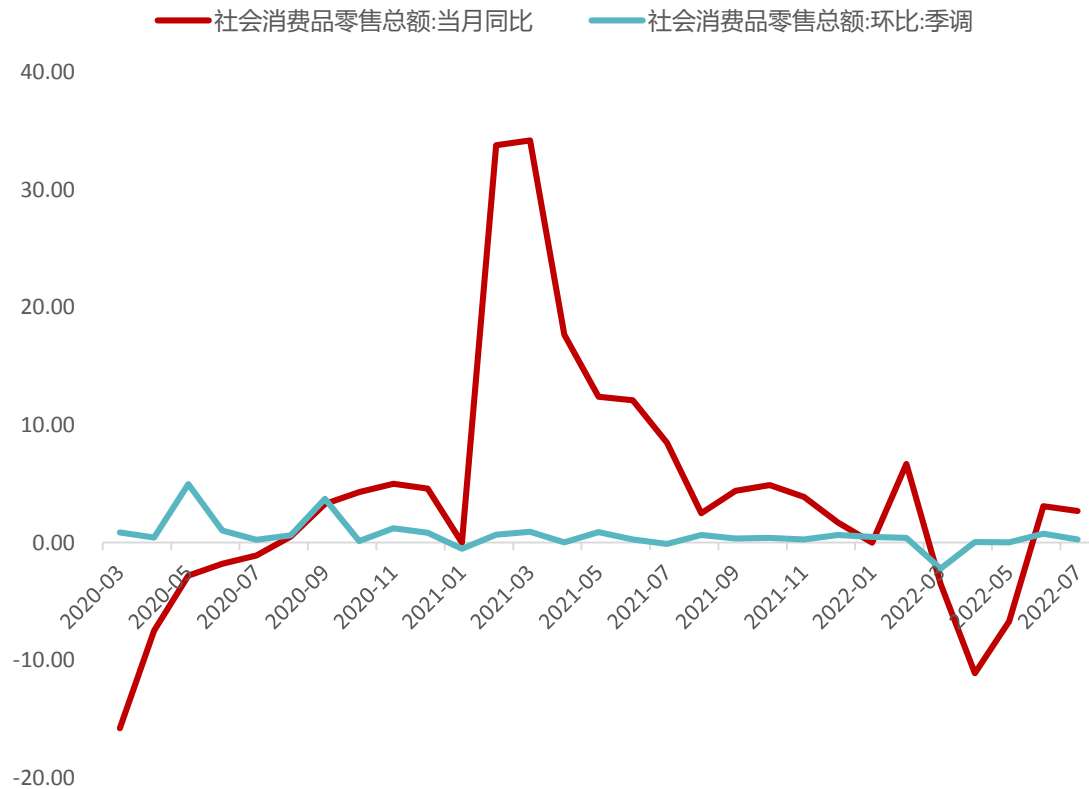


基建：政策持续加码，增速略低预期

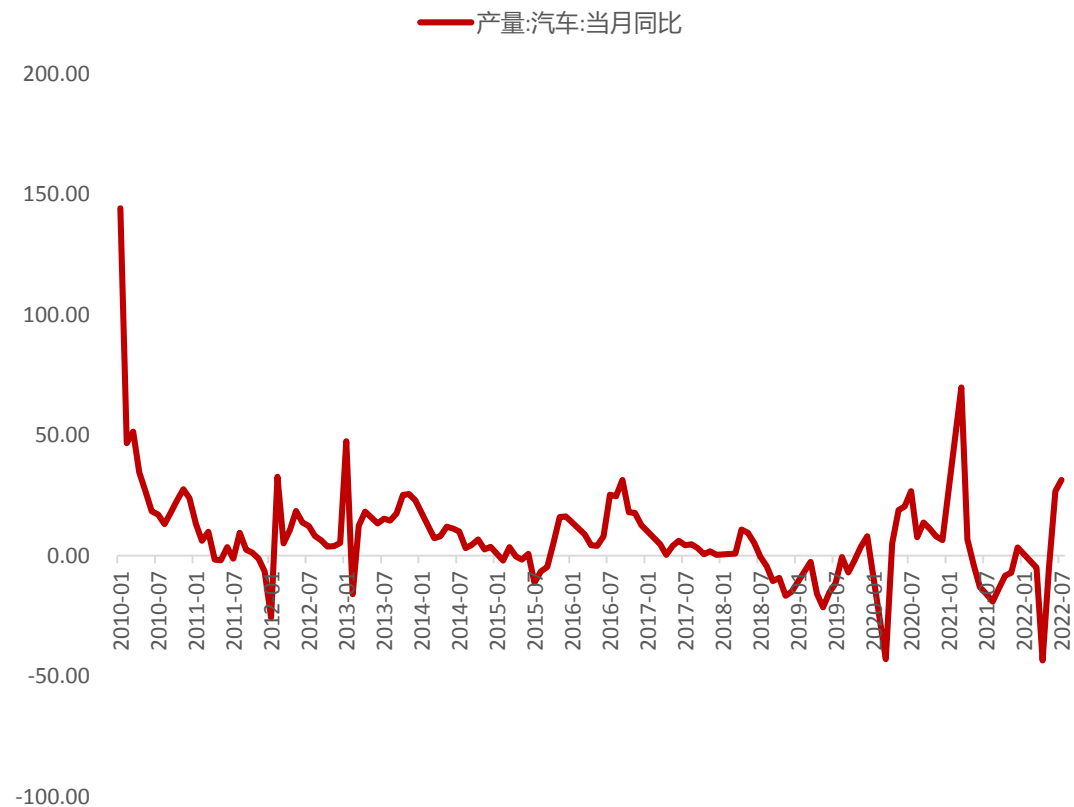
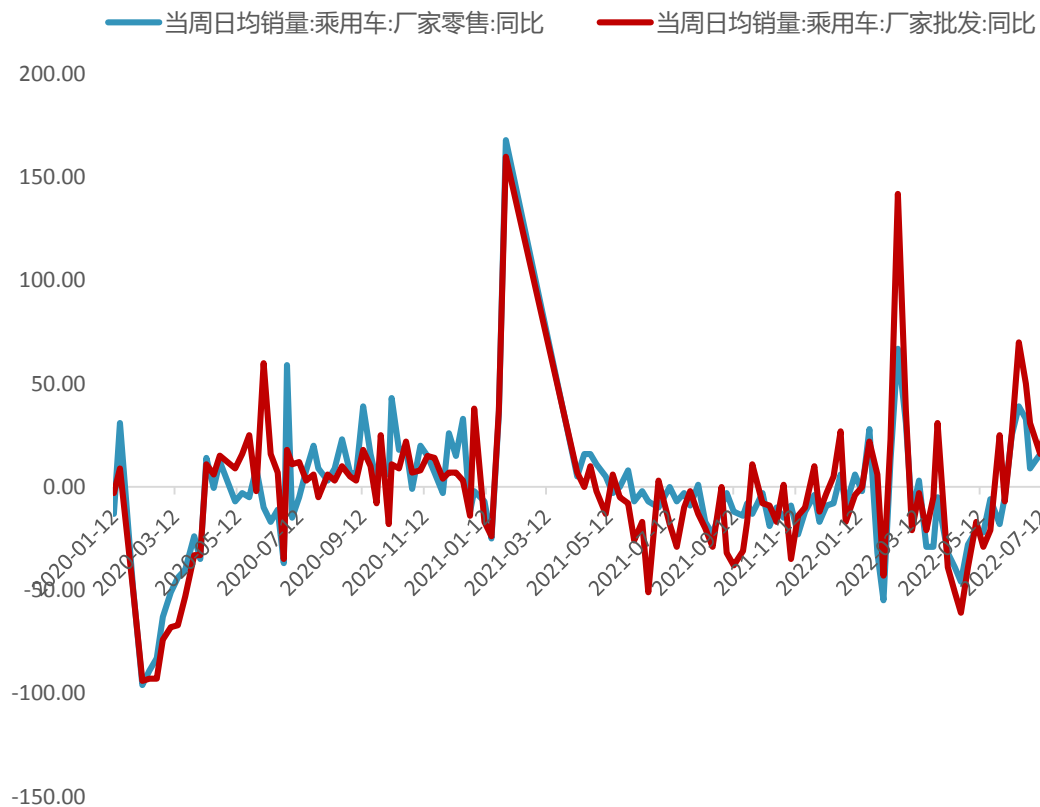
- 7月不含电力的基建投资增速为7.4%，较6月上行了0.3个百分点。
- 6月专项债发债规模出现了天量超1.4万亿，大幅超过去年同期以及今年上半年，代表当前财政政策力度应该较大，但传导到基建投资相对不畅。



- 7月社会消费增速同比2.7%，环比0.27%，均较上月出现小幅回落，显示出6月大幅回升主要来自于疫情后的反弹，回升持续性不强。
- 限额以上消费分项中，必需消费的食品服装和日用品均明显下滑，此外汽车消费也有明显下滑，只有家电和家具分项较6月表现更好，或跟保竣工政策有关。

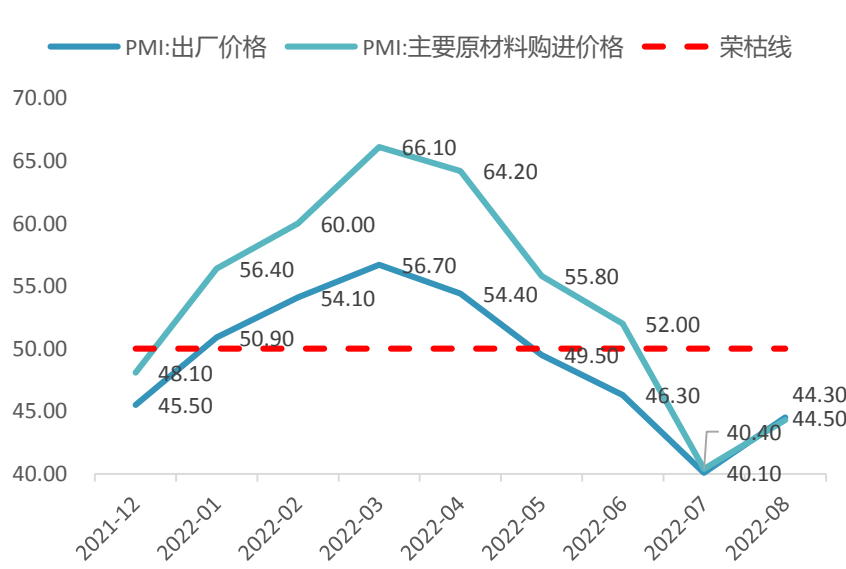
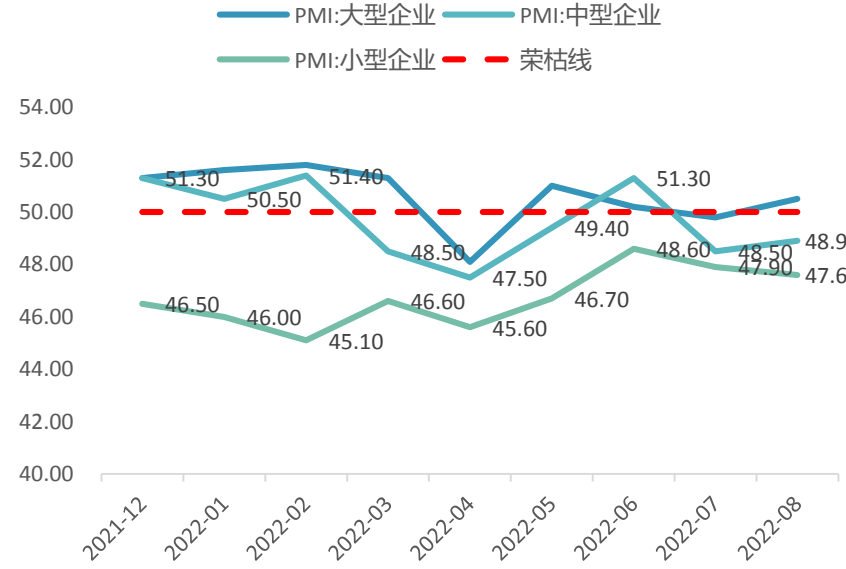
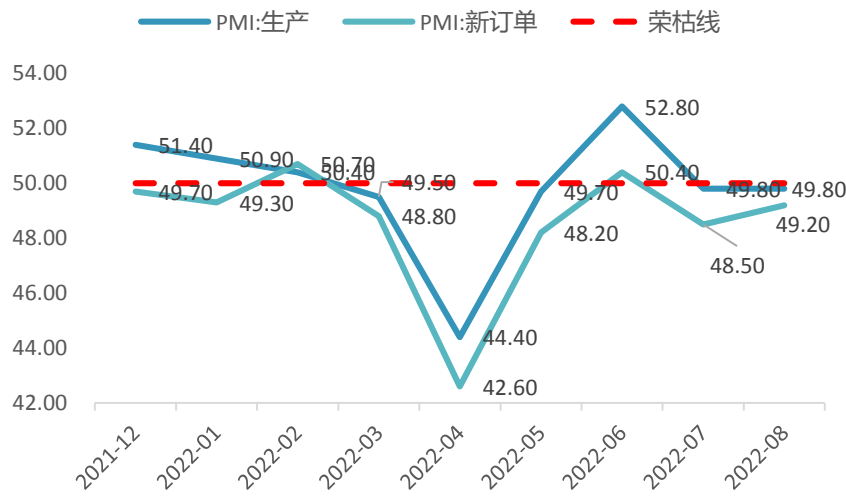
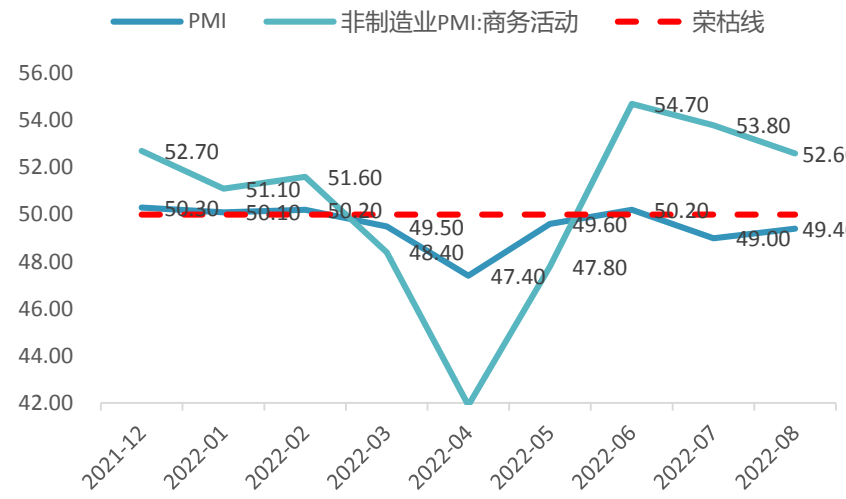


- 8月最后一周汽车周度厂家零售和批发销量同比均降至-2%的低位，或拖累8月消费数据。



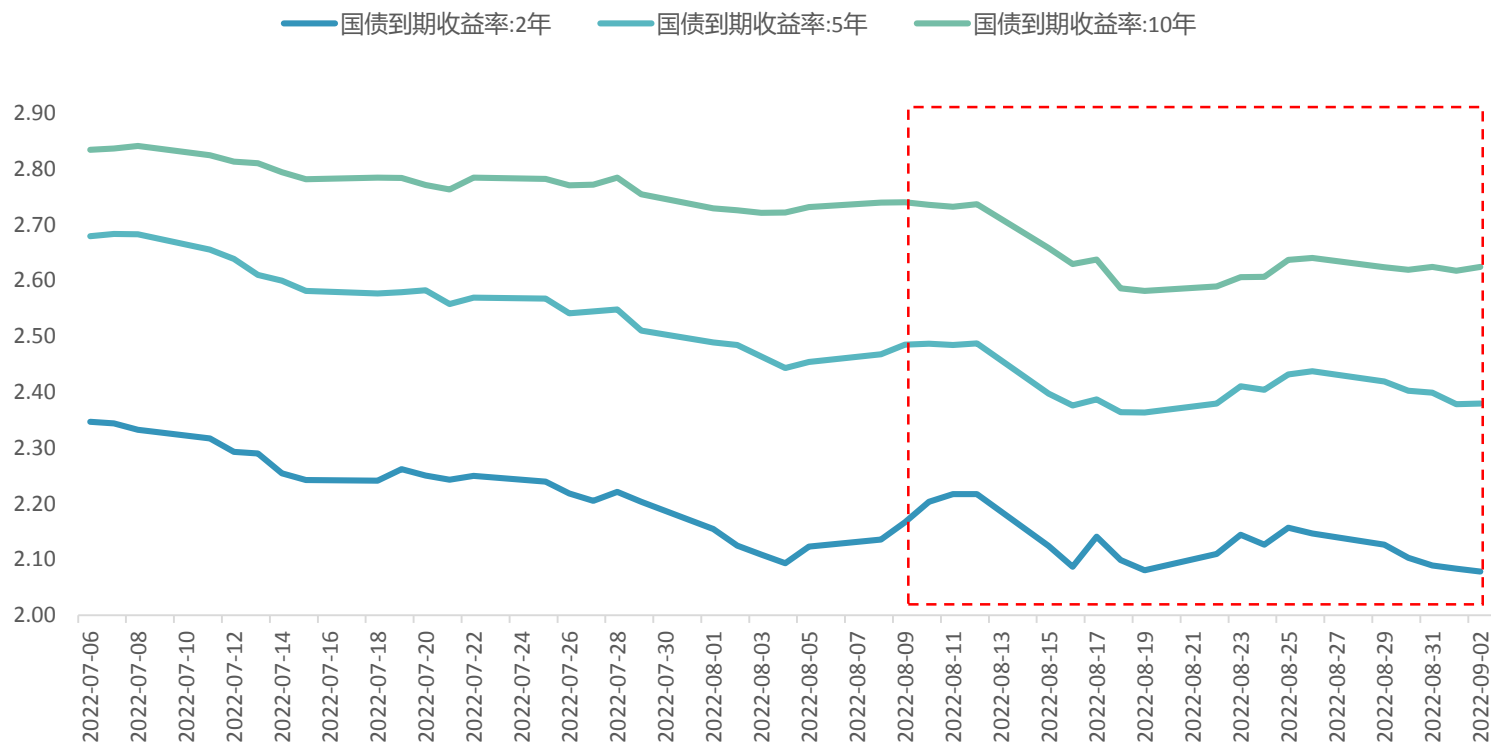
景气指数：恢复速度低于预期

- 8月制造业PMI 49.4，较上月小幅回升，但仍在荣枯线下；非制造业PMI虽然维持在荣枯线上，但已连续2月下滑。其中生产和新订单指标均在荣枯线下，体现出景气度偏弱。



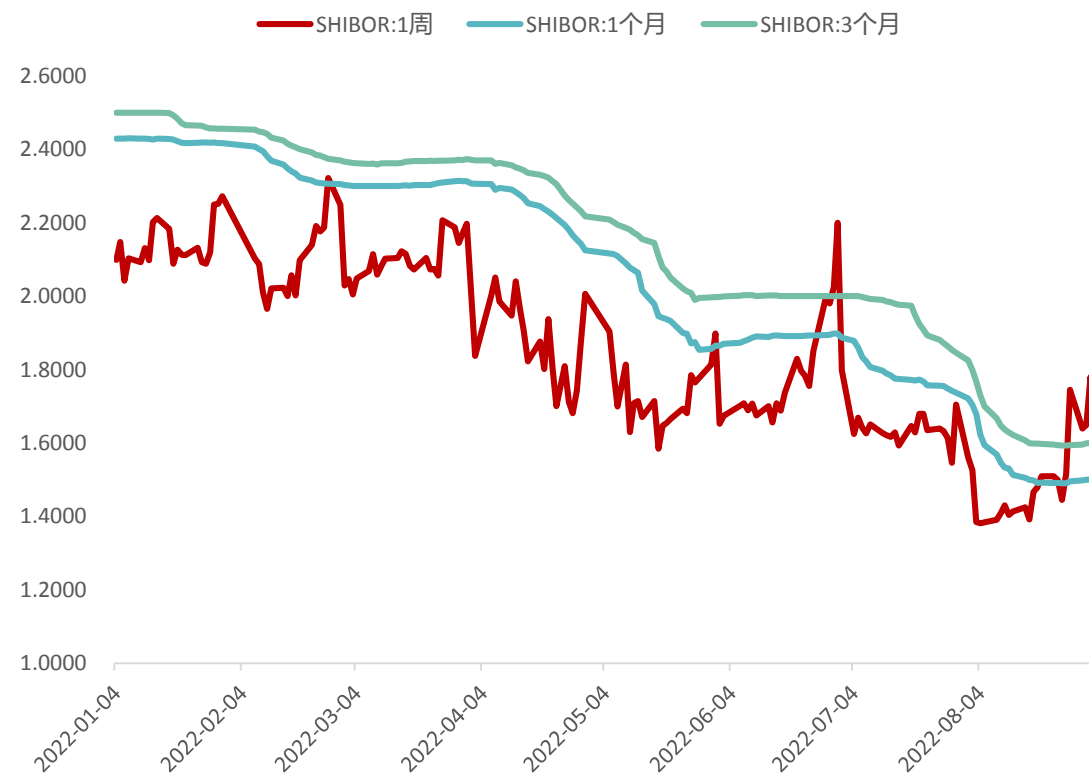
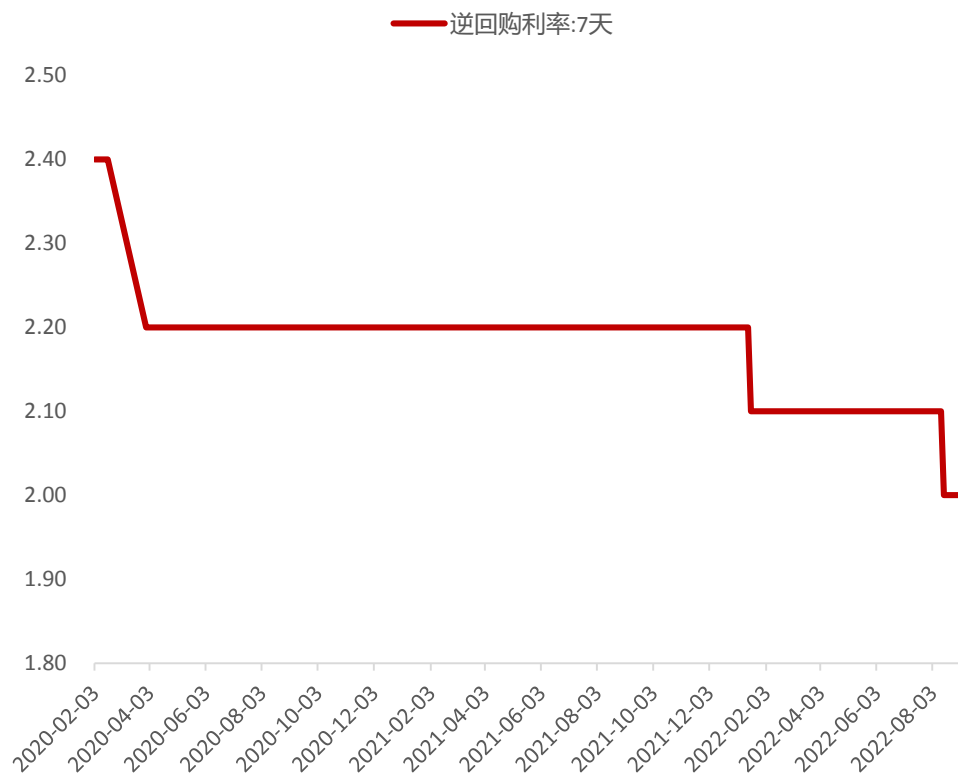
3 国债期货

➤ 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2.08%-2.22%；5年期国债收益率在2.36%-2.49%；10年期国债收益率在2.58%-2.74%。



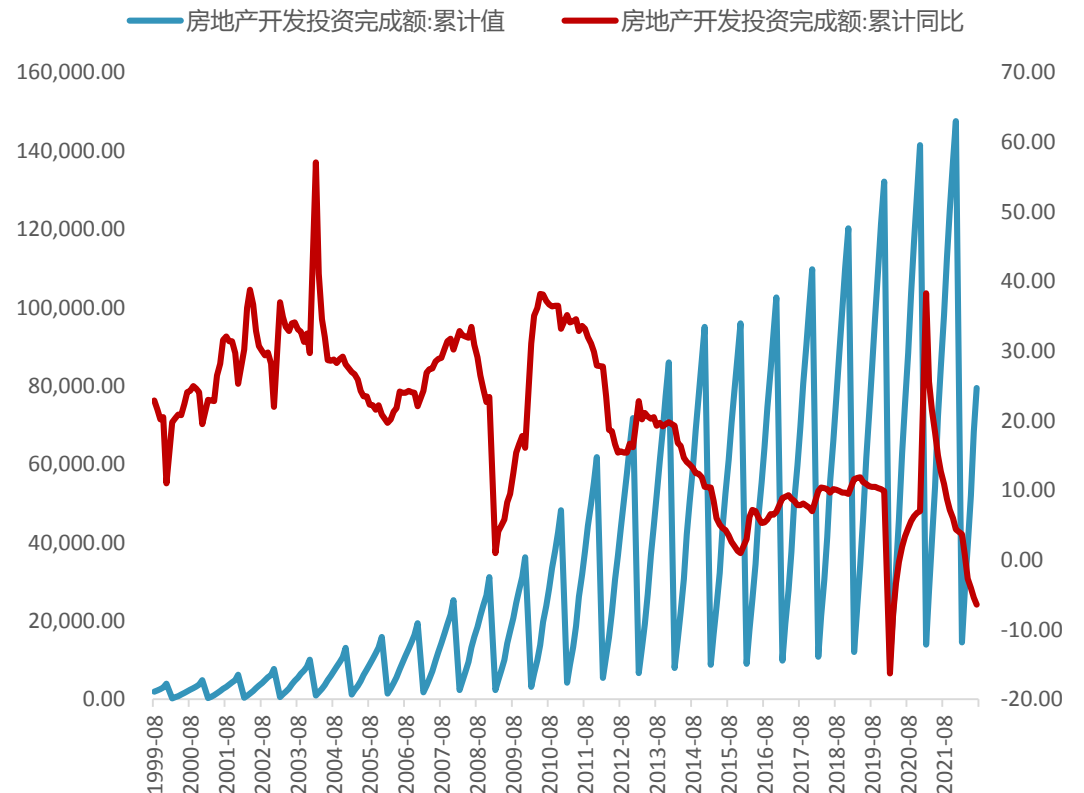
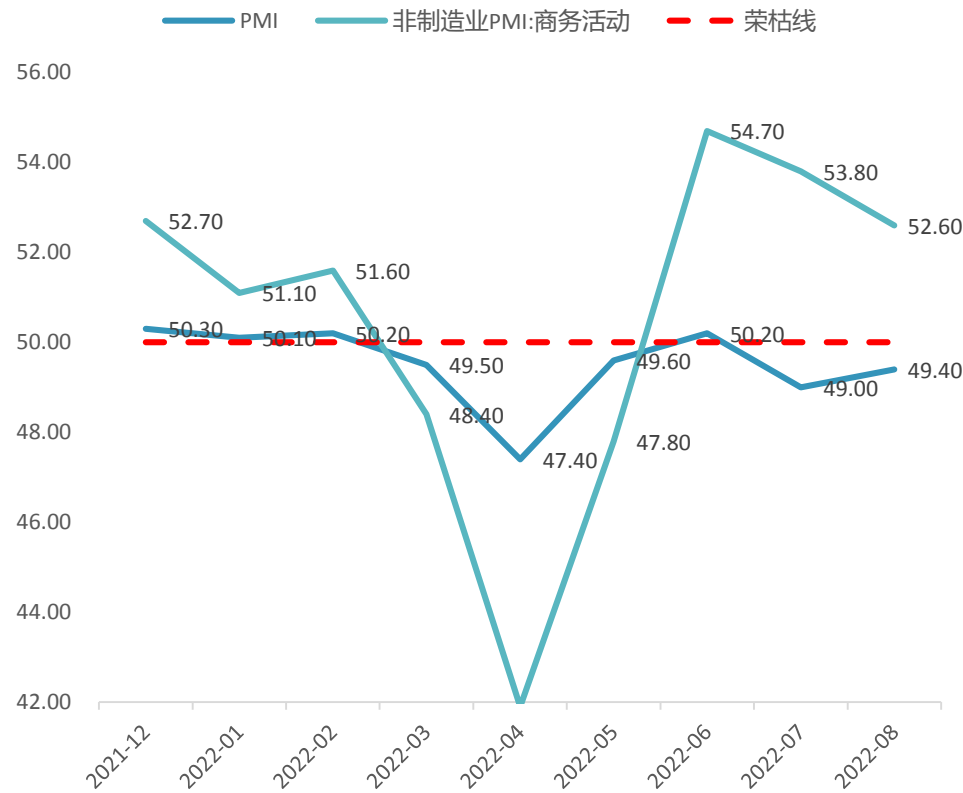
主要影响因素之一：央行再度降息，市场成本下移

- 由于需求偏弱，8月经济低于预期，央行决定再度降息，各期限逆回购利率下调10bp。LPR非对称下调，其中1年期下调5bp，5年期下调15bp。央行降息使得债券利率也出现明显下移。

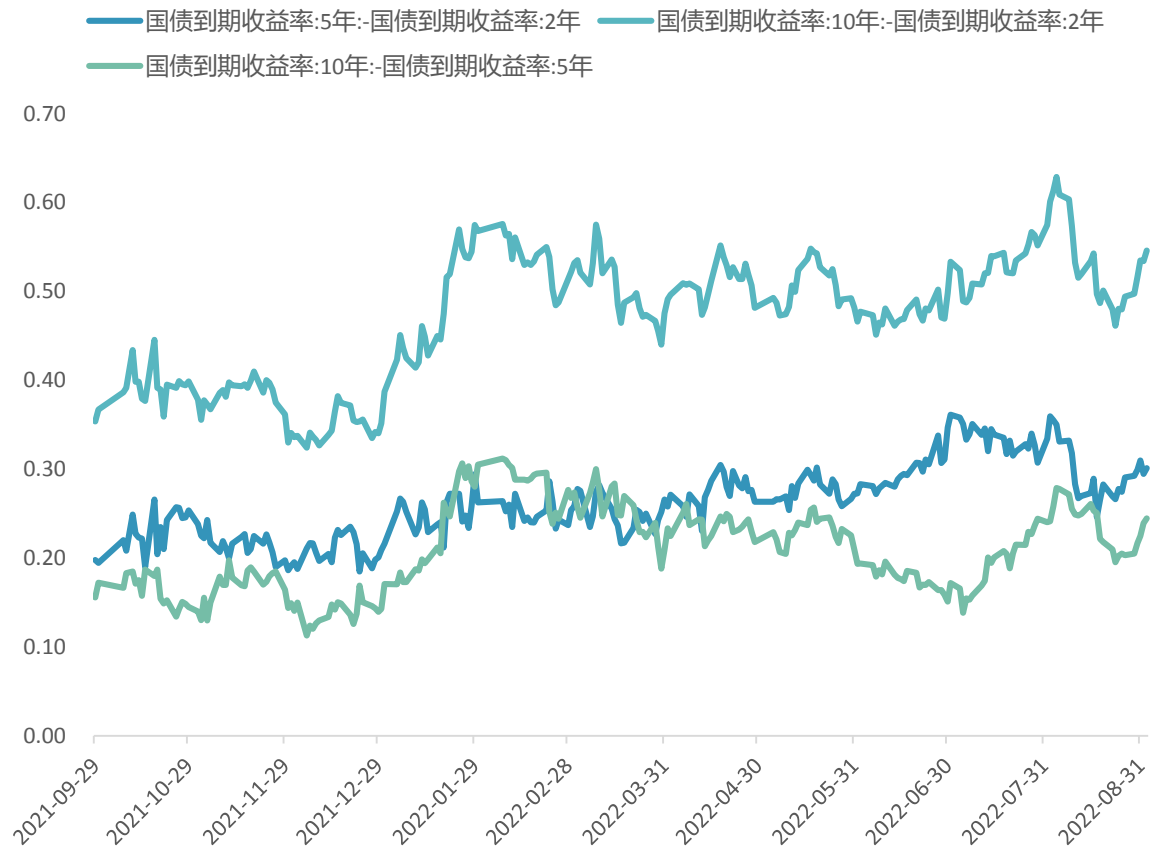


主要影响因素之二：8月经济改善低于预期

- 8月疫情反复以及高温天气影响，整体经济需求偏弱，地产等终端需求均较弱；8月制造业PMI仍在荣枯线下，非制造业PMI连续两月下滑，反映出经济边际改善较为缓慢。



期限利差或转向走平



- 8月国债期限利差先走平后走扩。整体来看符合此前走平预期，其中10-2利差下行4bp，10-5利差下行1bp，5-2利差下行2bp。
- 从统计角度来看，三项利差均在均值上方，且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，未来利差预期仍存在走平的可能。

	5Y-2Y	10Y-2Y	10Y-5Y
当前	30	55	24
中值	25	46	20
均值	27	49	22
分位数	22.0%	34.5%	30.4%



浙商期货
ZHESHANG FUTURES

期债观点

- **国债期货观点：**8月经济恢复低于预期，叠加央行降息政策，使得债券利率明显下滑。各项高频数据来看，经济恢复仍需时间，同时政策预期已经较强，债市或维持强势。整体来看，建议期债多单持有，十年期国债收益率区间（2.6%-2.8%）。

4 资产配置



- **债券观点：**8月经济恢复低于预期，叠加央行降息政策，使得债券利率明显下滑。各项高频数据来看，经济恢复仍需时间，同时政策预期已经较强，债市或维持强势。整体来看，建议期债多单持有，十年期国债收益率区间（2.6%-2.8%）。
- **股指观点：**近期指数出现较大幅度下跌，即使是前期相对坚挺的中证500和中证1000也出现较大幅度的下跌，形态上从横盘震荡转向下跌形态。继7月官方制造业位于荣枯线以下之后，8月该数据再次位于荣枯线以下，市场对企业盈利前景的悲观预期增加压制指数。而中证500和中证1000因为制造业权重较高，加之前期相对强势，因此短期下跌幅度较大。此外，近期市场还面临资金情绪来回反复带来的不确定性冲击。因此，行情演绎上我们认为指数延续调整，波动或将加剧，操作上建议暂观望
- **贵金属观点：**央行年会后联储官员态度明显偏硬，市场加息预期进一步走强。9-12月目前加息预期从100bp上升至150bp，带动美债利率和美元指数上行。贵金属短期或将承压，建议暂时观望为主。COMEX金区间（1700-1800）。



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

