

大宗商品 研究报告

国贸期货研究院出品

宏观金融 **研究中心**

2022. 8. 8-8. 14

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

一、【宏观】中国出口好于预期，美国非农数据强劲

观点：美国经济强现实弱预期，国内经济波动中复苏，商品回归基本面交易，品种间延续分化走势。

逻辑：本周处于宏观数据发布的空窗期，台海局势左右了国内资本市场的走势，对市场的影响更多体现在短期的避险情绪，后续随着局势的缓和，资本市场将回归基本面定价。海外方面，我们此前提出，市场交易将回到美国通胀回落、经济走弱、加息放缓的逻辑上来，但7月的非农数据或打破这一逻辑，“工资-通胀”螺旋式上升的担忧或使得美国通胀难以快速下行，而强劲的就就业数据又使得美国经济不会很快衰退，若后续通胀和零售偏强，市场或将重回“紧缩交易”主线。国内方面，经济复苏的趋势没有变，但疫情的反复将干扰经济复苏的节奏，削弱经济复苏的动能，资产的波动也将加大。

二、【股指】地缘政治冲击落地，股指交易逻辑回归国内

观点：股指短期的驱动力有限，更多地是维持震荡或震荡上行的走势。策略上，仍以择机布局中长线多单为主。套利策略上，周五IM2208年化贴水率大幅缩减至3.7%，可考虑介入IM2208期现正套；中证1000与中证500价差达820点，创阶段性新高。可考虑介入多IC空IM策略。

逻辑：地缘政治风险带来的恐慌下挫已告一段落，不过，当前国内宽信用效果不佳、疫情边际扰动，经济修复速度较慢，且货币政策进一步宽松的概率较低，股指短期的驱动力有限。

三、【国债】债期做多思路不变

观点：债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

逻辑：1. 阶段性判断：债期表现强势，在一个月的连续上涨后，再度位于关键点位。下周迎来数据验证窗口，重点关注金融数据，调整就是进场的时机。政治局会议的定调对于债券市场确定利好，也打消了市场的担忧以及恐高情绪，债期或是下半年确定性最高的安全资产。一方面是经济基本面修复放缓，疫情的客观制约和底线思维防风险下，求稳需求先于发展。二是流动性保持合理充裕，尽管不追求强刺激，货币政策可能总量发力有限，但以今年的资金市场来看，财政对于流动性的补充不可忽视，低的资金价格就是“宽松政策”最好的体现。债期方向仍以做多为主，注意入场点位。

2. 中长期观点：看好债期。一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。

3. 风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

主要关注点：国内疫情发展、金融数据、政策力度。

目录

【宏观】 中国出口好于预期，美国非农数据强劲-----	4
【股指】 地缘政治冲击落地，股指交易逻辑回归国内-----	16
【国债】 债期做多思路不变-----=-----	24

中国出口好于预期，美国非农数据强劲

观点

1、本周处于宏观数据发布的空窗期，台海局势左右了国内资本市场的走势，对市场的影响更多体现在短期的避险情绪，后续随着局势的缓和，资本市场将回归基本面定价。海外方面，我们此前提出，市场交易将回到美国通胀回落、经济走弱、加息放缓的逻辑上来，但7月的非农数据或打破这一逻辑，“工资-通胀”螺旋式上升的担忧或使得美国通胀难以快速下行，而强劲的就业数据又使得美国经济不会很快衰退，若后续通胀和零售偏强，市场或将重回“紧缩交易”主线。国内方面，经济复苏的趋势没有变，但疫情的反复将干扰经济复苏的节奏，削弱经济复苏的动能，资产的波动也将加大。

核心逻辑

1) 本周前半周台海局势紧张，市场避险情绪升温，股市、商品走弱，债市回暖；下半周随着局势降温，风险偏好回暖，股市、商品反弹、债市走弱。大宗商品市场回归基本面交易，品种间走势有所分化。

2) 非农数据超预期。美国7月季调后非农就业人口增52.8万人，创2月以来最大增幅，3.5%的失业率已经回落至疫情前的最低水平，与此同时，美国时薪环比连续3个月向上，“工资-通胀”螺旋式上升的担忧加剧。目前，美国经济仍处于强现实和弱预期状态，未来重点关注7月CPI数据和零售数据。若两个数据继续偏强，美联储在8月Jackson Hole会议将保持鹰派的基调，届时市场或将重回“紧缩交易”主线。

3) 中国出口保持高增长。7月出口保持高增长与去年同期基数较低、外需保持韧性、人民币贬值等因素有关。往后看，欧美保持高强度的加息节奏，经济陷入衰退的风险持续升温，尤其是近几个月欧美PMI持续下滑，表明外需存在走弱的风险，下半年出口仍有较大的压力。7月进口较前值有所回升，但仍低于预期，主因是国内疫情反复，内需修复缓慢，同时，大宗商品价格走弱也带来新的拖累，往后看，国内经济复苏温和复苏的趋势没变，同时，价格走弱也是拖累，预期进口增速将保持低位波动。同时，我们看到7月顺差进一步扩大，表明净出口对国内经济的支撑依旧较强。

宏观·周度报告

2022年8月7日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

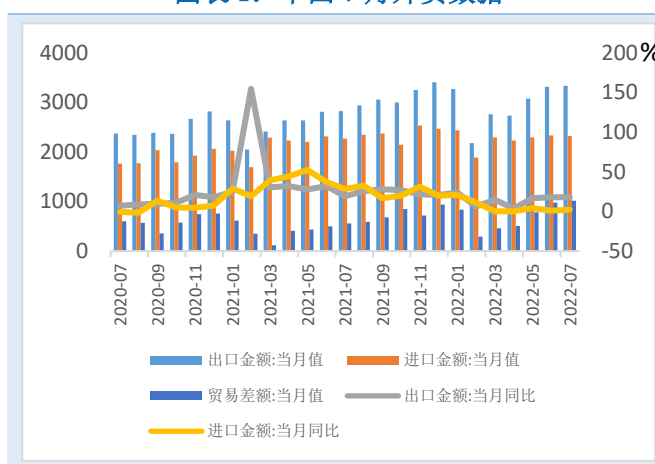
一、宏观和政策跟踪

1.1 出口保持高增长

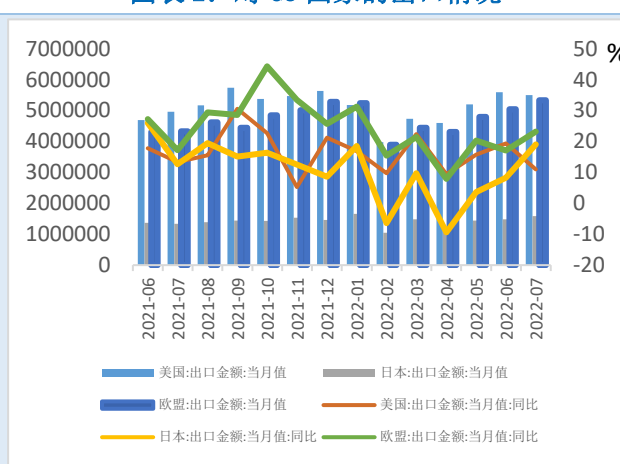
据海关总署公布的数据显示，以美元计，7 月中国出口同比增长 18%，预期增长 14.1%，前值为增长 17.9%；进口同比增长 2.3%，预期增长 4.0%，前值为增长 1.0%。7 月贸易顺差 1012.6 亿美元，预期为 890.4 亿美元，前值为 979.4 亿美元。

总体上来看，7 月出口保持高增长与去年同期基数较低、外需保持韧性、人民币贬值等因素有关。往后看，欧美保持高强度的加息节奏，经济陷入衰退的风险持续升温，尤其是近几个月欧美 PMI 持续下滑，表明外需存在走弱的风险，下半年出口仍有较大的压力。7 月进口较前值有所回升，但仍低于预期，主因是国内疫情反复，内需修复缓慢，同时，大宗商品价格走弱也带来新的拖累，往后看，国内经济复苏温和复苏的趋势没变，同时，价格走弱也是拖累，预期进口增速将保持低位波动。同时，我们看到 7 月顺差进一步扩大，表明净出口对国内经济的支撑依旧较强。

图表 1：中国 7 月外贸数据



图表 2：对 G3 国家的出口情况



数据来源：Wind

1.2 台海局势紧张引发避险情绪

美国参议院议长佩罗西窜访中国台湾地区引发地区局势紧张，市场避险情绪升温，国内股市、商品走低，国债价格走高。

我们认为台海局势是中美长期大国博弈视角下的一个部分，未来仍有阶段性紧张的可能。就目前的形势来看，相关方都比较克制，预计不会演变成军事冲突。对市场的影响更多体现在短期的避险情绪，后续随着局势的缓和，资本市场将回归基本面定价。

1.3 国内政策聚焦

1、央行召开 2022 年下半年工作会议，强调要保持货币信贷平稳适度增长，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长；引导实际

贷款利率稳中有降。稳妥化解重点领域风险，因城施策实施好差别化住房信贷政策；保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。开展宏观审慎压力测试，出台系统重要性保险公司评估办法，对金融控股公司开展全方位监管。加快推动柜台债券市场发展，统一银行间和交易所债券市场对外开放资金管理政策。稳步提升人民币国际化水平，夯实贸易投资人民币结算的市场基础；支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。

央行营业管理部召开下半年工作会议，要求继续引导金融机构增加对实体经济贷款投放，保持贷款持续平稳增长；落实好稳定宏观经济大盘工作方案和各项机制安排，保持首都经济运行在合理区间。加强北京市金融监管协调机制建设，继续推动重点领域风险处置。健全金融风险防范化解长效机制，用好金融稳定会商协调机制，稳步推进金融稳定现场评估，加强大型企业信用风险监测。稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场平稳健康发展和良性循环。

2、国家发改委等三部门印发《工业领域碳达峰实施方案》，目标是到2025年，规模以上工业单位增加值能耗较2020年下降13.5%。方案提出，重点控制化石能源消费，有序推进钢铁、建材、石化化工、有色金属等行业煤炭减量替代；推进氢能制储运输销用全链条发展；推动新能源汽车动力电池回收利用体系建设。实施低碳零碳工业流程再造工程，研究实施氢冶金行动计划。

3、国家发改委召开上半年发展改革形势通报会强调，要推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，加快政策性开发性金融工具资金投放并尽快形成实物工作量。促进重点领域消费加快恢复，大力提升能源供应保障能力，保持产业链供应链安全稳定，稳步推动经济社会发展全面绿色转型，做好重要民生商品保供稳价，保持经济社会大局稳定，保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平。

1.4 美国非农数据大超预期

美国7月季调后非农就业人口增52.8万人，创2月以来最大增幅，预期增25万人，前值自增37.2万人修正至增39.8万人；失业率为3.5%，创2020年2月以来新低，预期3.6%，前值3.6%；平均每小时工资同比升5.2%，预期升4.9%，前值升5.1%；环比升0.5%，预期升0.3%，前值自升0.3%修正至升0.4%；非农就业总人数和失业率均回到疫情前水平。

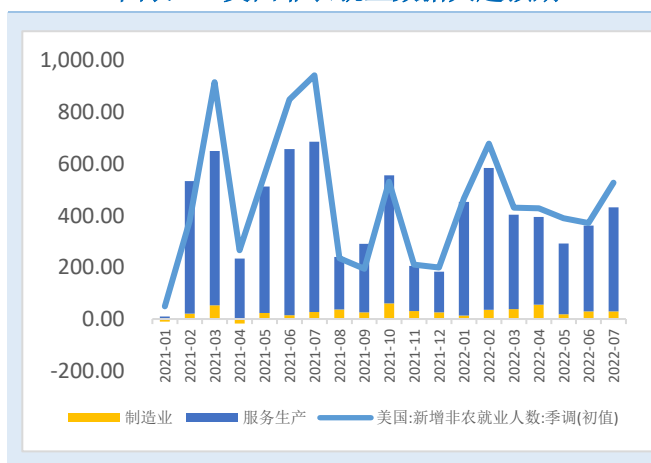
总体上来看，美国国内当前呈现出充分就业的状态，3.5%的失业率已经回落至疫情前的最低水平。从结构上来看，服务业新增非农远超商品生产部门，其中，休闲和酒店业、专业和商业服务、健康护理业为主要贡献项。往后看，我们认为新冠疫情对出行、娱乐以及恢复办公的阻碍已经消散，支撑服务性行业就业缺口加速弥合。

与此同时，美国时薪环比连续3个月向上，“工资-通胀”螺旋担忧加剧。7月美国非农时薪环比录得0.47%，连续3个月上涨。同时，美联储关注的工资指标ECI同比在2季度继续大幅提高。这意味着，“工资-通胀”螺旋现象进一步凸显。非农数据公布后，市场上调了美联储的加息预期。联邦基金期货数据显示，

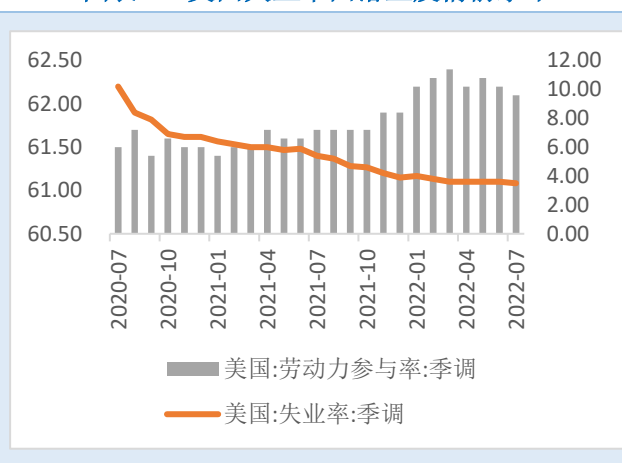
非农数据公布后，市场认为 9 月会议上美联储加息 75BP 的概率上升至 68%。由于鹰派预期再起，8 月 5 日 10 年期美债利率上行约 16BP，美元指数收涨 0.78%。

我们之前的分析认为，当前市场交易的重点主要有两个，一是美国通胀或已见顶，美联储加息幅度将放缓；二是，美国经济衰退的风险升温，美联储最快有望在明年一季度开始降息保增长。7 月的非农数据或打破这一逻辑，“工资-通胀”的螺旋式上升的担忧或使得美国通胀难以快速下行，而强劲的就就业数据又使得美国经济不会很快衰退。目前，美国经济仍处于强现实和弱预期状态，未来重点关注 7 月 CPI 数据和零售数据。若两个数据继续偏强，美联储在 8 月 JacksonHole 会议将保持鹰派的基调，届时市场或将重回“紧缩交易”主线。

图表 3：美国非农就业数据大超预期



图表 4：美国失业率回落至疫情前水平



数据来源：Wind

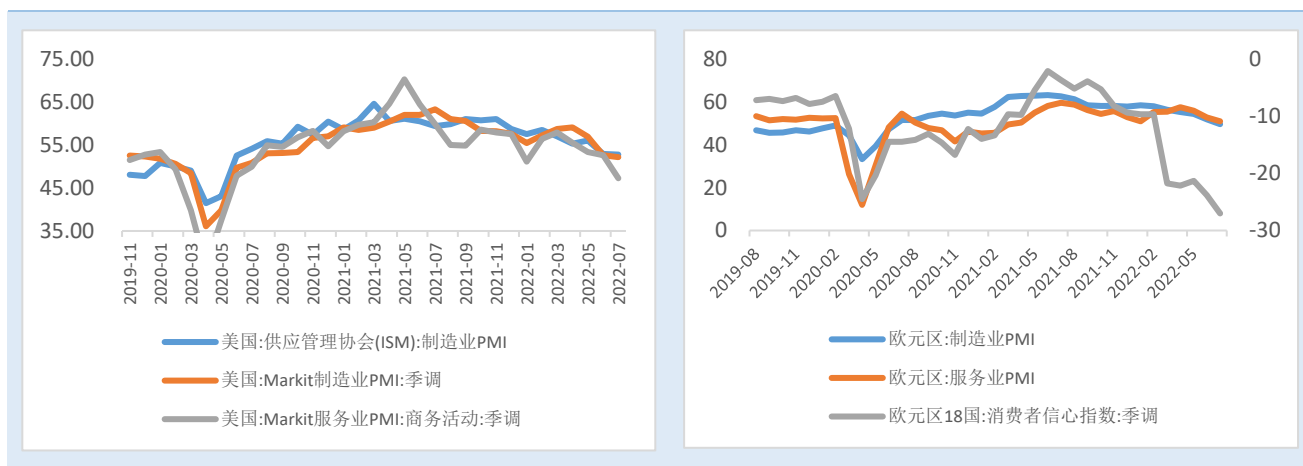
1.5 欧美 PMI 双双下滑

美国：7 月制造业 PMI 再创新低，高通胀下消费需求持续疲软。当地时间 8 月 1 日，ISM 公布最新数据显示，美国 7 月份 ISM 制造业 PMI 指数录得 52.8%，虽高于预期的 52.0%，但仍低于上月的 53.0%，创下 2020 年 6 月份以来新低。其中，新订单指数录得 48.0%，低于预期的 49%和前值 49.2%，同时生产指数也从 6 月的 54.9%下降至 53.5%，两个指数均为 2020 年 5 月份后的新低，反映出高通胀下美国商品需求处于疲软。

欧洲：PMI 跌至荣枯线以下，欧元区供应链问题愈发严峻。8 月 1 日，HIS Markit 公布 7 月欧元区制造业 PMI 终值为 49.8%，较 6 月下滑 2.3 个百分点，较初值上调 0.2 但仍位于荣枯线以下，创 2020 年 6 月以来新低，欧元区制造业出现萎缩迹象。其中，产出指数较 6 月的 49.3%跌到 46.3%，为近两年多的低点新订单指数也由 6 月的 45.2%降至 42.6%，为 2020 年 5 月新冠疫情以来最低水平。

图表 5：美国 PMI 继续下滑

图表 6：欧洲 PMI 持续下滑



数据来源: Wind

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_44965

