



宏观金融月报

国元期货研究咨询部

2022年9月30日

经济企稳回升 期指期债下跌

【策略观点】

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76号

许雯

电话：010-84555101

邮箱

xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3023704

投资咨询资格号

Z0012103

三季度疫情对国内经济的影响逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。8、9月份我国经济逐渐恢复，各项经济指标小幅改善。由于内外部一些因素造成三季度的恢复过程偏缓慢，但恢复的势头稳健，四季度延续回升态势的概率较高。

9月股指期货下跌。虽然当前的市场情绪偏悲观，但我们判断后市继续调整空间有限，主要是因为在政策层面的利好支持下，股市出现系统性风险的概率极低，技术上前期低点支撑较强。同时年内经济将大概率继续恢复增长，8、9月份的经济数据持续小幅改善，经济增长逐步转强的可能性较高。

9月期债震荡下跌。8、9月份各项经济指标逐步回升，年内货币政策大方向无疑延续偏宽松。资金面边际收紧、权益市场波动、美联储加息等因素会对期债价格会有阶段性影响。多空驱动因素不明朗，区间震荡概率较高。

【目 录】

一、经济景气下降.....	1
(一)、PMI 回升至扩张区间	1
(二)、工业生产小幅增长.....	2
(三)、需求端继续恢复.....	3
1、投资增速小幅上升.....	3
2、消费小幅回升.....	5
3、进出口增速回落.....	6
(四)、价格指标回落.....	6
(五)、宏观经济展望.....	8
二、股指期货下跌.....	8
(一)、期指 9 月行情回顾.....	8
(二)、两融余额下降.....	10
(三)、标的指数估值下行.....	10
(四)、企业盈利承压.....	11
(五)、基差收敛.....	12
(六)、期指后市行情研判.....	12
三、国债期货下跌.....	13
(一)、期债 9 月行情回顾.....	13
(二)、现货市场调整.....	14
(三)、资金面边际收紧.....	15
(四)、期债后市行情展望.....	15
风险揭示:.....	16

一、经济景气回升

2022年一季度我国经济实现平稳增长，受疫情影响二季度经济增速回落，三季度疫情对国内经济的影响逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。8、9月份我国经济逐渐恢复，各项经济指标小幅改善。由于内外部一些因素造成三季度的恢复过程偏缓慢，但恢复的势头稳健，四季度延续回升态势的概率较高。

(一) PMI 回升至扩张区间

领先指标来看，9月份制造业有所回升、非制造业PMI继续回落，经济景气小幅改善、恢复过程较缓慢。9月官方制造业PMI为50.1%，较8月回升0.7个百分点，由收缩区间进入扩张区间。9月财新中国制造业PMI为48.1%，较8月下降1.4个百分点，为五个月以来最低。官方与财新PMI走势背离可能与外需回落有关。9月经济较上月好转，符合旺季预期，但受疫情、缺电等因素影响制造业修复进程偏缓慢。经济增长恢复进程中压力与风险仍存。

图 1：制造业 PMI

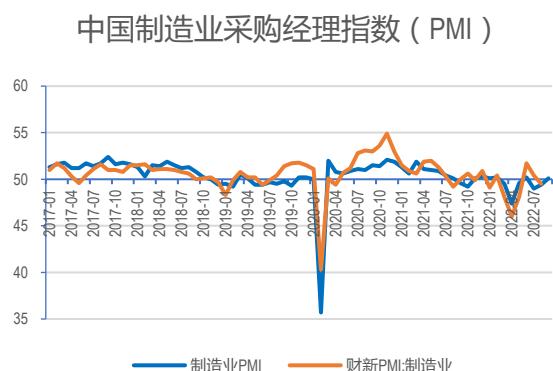
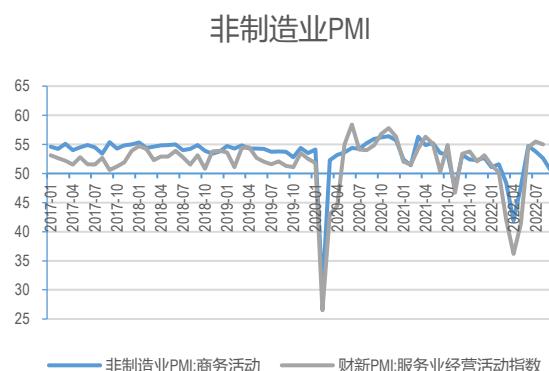


图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，构成制造业PMI的5个分类指数中生产指数回升至荣枯线上方，其他4个指数仍处于荣枯线下方。其中生产指数为51.5%，较8月上升1.7个百分点，生产扩张；新订单指数为49.8%上升0.6个百分点，制造业需求收缩；原材料库存指数47.6%下降0.4个百分点，原材料库存下降；从业人员指数为49%上升0.1个百分点，用工方面景气持续低迷；供应商配送时间指数48.7%下降0.8个百分点，原材料供应交货时间放慢。分项指数显示出制造业生产尚可、需求端偏弱。

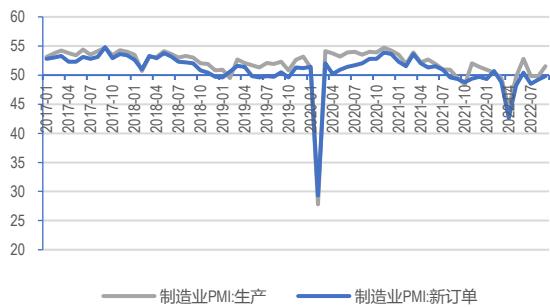
进出口前瞻指标显示，制造业新出口订单指数47%下降1.1个百分点，进口指数为48.1%上升0.3个百分点，进出口指数均处于收缩区间。外贸高位回落的风险逐渐积累。

两个重要价格指标显示工业品价格回升。主要原材料购进价格指数为51.3%，较8月上升7个百分点，上游原材料价格上涨。出厂价格指数为47.1%，上升2.6个百分点，下游产品价格下跌放缓。上游原材料受供给因素支撑，由于终端需求不足，下游工业品价格走低。

图 3：PMI 生产和新订单指数

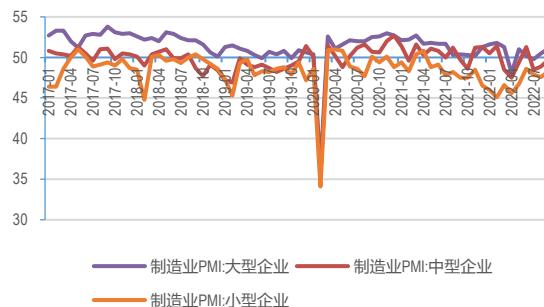
图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

大、中、小型企业PMI



数据来源：Wind、国元期货

9月大型企业PMI为51.1%，比上月上升0.6个百分点；中型企业PMI为49.7%，比上月回升0.8个百分点，仍处于收缩区间；小型企业PMI为48.3%，上升0.7个百分点，在临界点以下。当前各类企业受到的压力都比较大。小企业较长时间处于收缩区间，在经济下行过程中中小企业受到的负面影响最大，而且长期没有显著改善。

9月官方非制造业PMI为50.6%，较8月下降2个百分点，非制造业处于扩张区间。其中建筑业指数为60.2%，较上月上升3.7个百分点；服务业指数48.9%，下降3个百分点，服务业面临收缩压力。非制造分类指数中，仅业务活动预期指数57.1%处于扩张区间，其他主要分类指数均处于收缩区间，可见非制造业的扩张趋势也并不稳固。

(二) 工业生产小幅增长

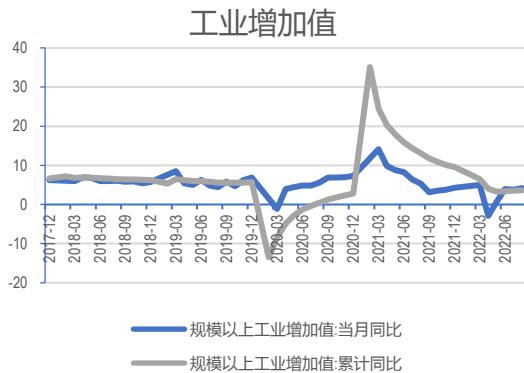
生产方面，工业增加值增速小幅回升。1-8月中国规模以上工业增加值同比增长3.6%，较1-7月回升0.1个百分点。8月份单月规模以上工业增加值同比增长4.2%，较7月份回升0.4个百分点。今年年初工业生产延续了回升态势，但二季度受疫情影响有所下滑，三季度开始恢复性增长。整体来看生产端表现仍有较强韧性，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看8月份采矿业增加值同比增长5.3%，较7月下降2.8个百分点，制造业增长3.1%回升0.4个百分点，电热燃气水增长13.6%上升4.1个百分点。上游生产增速下降，制造业增速回升。41个行业大类中有24个行业增加值保持同比增长，较7月减少1个；617种产品中有250种产品同比增长，较上月减少10个。汽车、原煤、天然气、发电量等产品产量增速较高，水泥、手机、集成电路、布等产品产量增速为负。

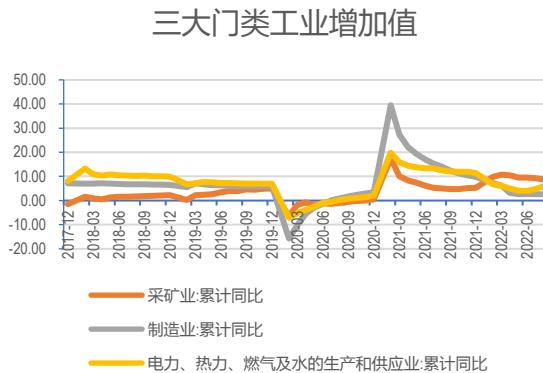
生产端持续恢复，但增速再提高的空间也不大，主要还是需求偏弱、经济增速不高，制约了生产端增长。地产链未现改善、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图 5：工业增加值

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

(三)、需求端继续恢复

1、投资增速小幅上升

投资方面，固定资产投资增速回落。投资主要构成中房地产开发投资处于低位、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提速。

1-8月中国固定资产投资36.7万亿元，同比增长5.8%，增速较1-7月上升0.1个百分点。按投资主体看民间投资20.3万亿元，同比增长2.3%，下降0.4个百分点。分产业看，第一产业投资9254亿，同比增长2.3%；第二产业投资11.6万亿，同比增长10.4%；第三产业投资24.2万亿元，同比增长3.9%。制造业投资增速较高，拉动整体投资增速；地产投资增速仍偏低拖累作用较大；基建投资加速起到托底作用。整体投资增速保持平稳增长。

制造业投资方面，制造业投资增速有所回升。1-8月制造业投资同比增长10%，较1-7月上升0.1个百分点。8月单月增速亦有所回升。年内经济下行压力增加，制造业企业利润增速下滑，或对制造业投资继续保持高增长构成压力，同时由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率平稳回落。

基础设施投资方面，增速小幅提高，保持平稳增长。1-8月基础设施投资同比增长8.3%，较1-7月上升0.9个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长的力度增强，基建也是重要发力点，起到托底经济、对冲下行压力的作用。

图7：固定资产投资

图8：基础设施投资

固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

年内经济下行压力增加，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。

从财政收支来看，财政政策扩张力度较大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-8月全国一般公共预算收入13.8万亿元，同比下降8%，较1-7月降幅收窄1.2个百分点，扣除留抵退税因素后同比增长3.7%，较1-7月上涨0.5个百分点，其中中央收入6.4万亿，同比下降9.7%，地方收入7.4万亿，同比下降6.5%。预算收入增速下降幅度较大，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出16.5万亿元，同比增长6.3%，较1-7月下降0.1个百分点，其中中央一般公共预算本级支，2.1万亿元，同比增长6.7%；地方一般公共预算支出14.4万亿元，同比增长6.3%。今年财政扩张力度较大。由于经济下行压力较大，财政政策稳增长的意图下，减税降费、基建发力的诉求较强，但经济增速下行可能会使得税基收缩，地产链调整也对地方收入构成压力，总体评估财政扩张力度整体上应不低于上年，但在上年基础上加大扩张力度的空间也有限。

图9：财政收入

图10：财政支出

财政收入月度数据



数据来源：Wind、国元期货

财政支出月度数据



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，同比降幅扩大。地产投资收缩状况没有出现明显改善，地产投资增速下降，施工增速下降，地产销售降温，土地市场需求下降。

2022年1-8月中国房地产开发投资9.1万亿，同比下降7.4%，较1-7月降幅扩大1个百分点。地产

投资增速持续下降，地产链收缩状况没有改善。

施工方面，1-8月房屋施工面积86.9亿平方米，同比下降4.5%，降幅较1-7月扩大0.8个百分点；新开工面积8.5亿平方米，同比下降37.2%，降幅扩大1.1个百分点；竣工面积3.7亿平方米，同比下降21.1%，降幅收窄2.2个百分点。施工面积下滑，新开工清淡，竣工压力增加，地产行业整体压力较大，终端保交付的压力也较大。

销售方面，1-8月商品房销售面积8.8亿平方米，同比下降23.0%，较1-7月降幅收窄0.1个百分点。销售8.6万亿元，同比下降27.9%，降幅收窄0.9个百分点。销售增速大幅放缓。地产销售放缓趋势或与地产政策导向、房产增值预期、人口结构变化等长期因素有关。

市场主流观点认为2022年房地产投资增速不会太高，负增长的概率较大。年内房地产投资增速处于低位，年内地产投资继续拖累整体投资增速。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind, 国元期货

图 12：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货

整体来看，2022年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高。今年房地产投资增速大概率负增长。下半年基建稳定增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速难以保持高增长或以平稳回落为主。年内政策支持、扶持领域的投资需求将保持强劲。

2、消费小幅回升

消费方面，社零增速较上月下行。二季度疫情对消费领域的打击比较大，社零增速大幅下滑。5月份之后逐步恢复，三季度延续恢复态势，只是受多方因素影响速度一直偏慢。

2022年1-8月社会消费品零售总额28.3万亿，同比增长0.5%，较1-7月提高0.7个百分点。8月单月社销总额3.63万亿，同比增长5.4%，较7月提高2.7个百分点。消费延续恢复态势，但速度不及市场预期，整体表现偏弱。1-8月网上商品和服务零售额8.4万亿，同比增长3.7%，较1-7月上升0.5个百分点，线上消费增长缓慢。居民就业、生活方面的压力普遍增加，对后期的消费支出有一定的抑制作用。8月份全国城镇调查失业率5.3%，较7月下降0.1个百分点，疫情影响下就业压力仍大。因居民就业、收入方面的压力还比较大，消费或继续表现偏弱。

3、进出口增速回落

2022年开年以来，进出口景气一直较高，即使受到疫情影响，我国在全球产业链、供应链中仍具有相对优势，进出口领域韧性较强。8月份进出口增速回落，可能跟欧美国家7、8月份经济走弱有关，外需受到影响。

2022年8月进出口增速较上月下滑。2022年1-8月中国进出口总值27.3万亿，同比增长10.1%；出口15.48万亿，同比增长14.2%；进口11.82万亿，同比增长5.2%，增速较上月分别下降0.3、0.5、0.1个百分点。在内外压力下、在去年非常高的基数之上能够实现较快增长，可见外部需求仍有韧性，外贸景气不弱，此外汇率、价格因素对于外贸增长也有贡献。值得注意的进口相对偏弱，内需压力较大，出口增速回落，外需可能转弱。

出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口均增长。多数品类出口增速较上月略有回落，农产品、服装、手机、汽车等品类出口保持较快增长对出口增速形成支撑。8月对美、欧盟、日、东盟出口同比增速分别为-3.77%、11.09%、7.72%、25.13%，分别较7月下降14.74、12.07、11.3、8.36个百分点，对主要贸易伙伴的出口增速下降。

在3、4月份进出口增速回落之后，5、6月份出口增速超预期回升，显示出我国外贸领域韧性仍存，在疫后快速修复。2022年下半年全球主要经济体增速放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，外需下滑的可能性较高，综合评估今年内、外部经济景气度或低于去年，在内、外需的双重压力下2022年进出口增速应较2021年下降。全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，下半年进出口有望保持中速增长。

图 13：进出口同比

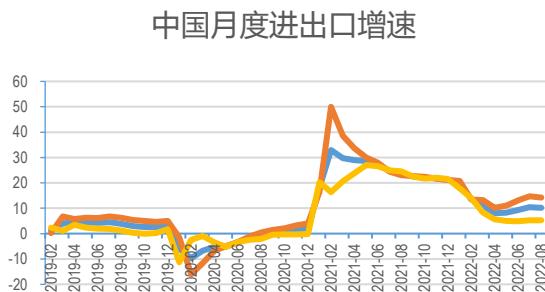


图 14：月度进出口数据



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_47061

