

政策预期发酵 国债期货有望继续上行

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 8月以来全国多地高温蔓延,阻碍了经济修复进程,同时7月经济数据不及预期,MLF价减量缩,超出市场预期,国债期货大幅上行。不过随着LPR落地,前期利好消化,8月下旬以来,利率水平逼近前低,止盈盘开始出现,叠加稳增长政策加码,债市小幅调整。
- ◆ 整体看,8月资金面整体延续平稳宽松,市场利率仍大幅低于政策利率,月中降息后资金利率小幅上行,资金面略有所收敛。一定程度反映央行意图及市场预期。
- ◆ 经济数据低于预期,经济持续复苏的基础仍不牢固。下半年经济向好的趋势不变,但当前预期偏弱的情况尚未扭转,需求收缩与供给冲击问题尚存。
- ◆ 产需双双回落,经济修复偏慢,结合6月信贷冲量的透支、部分地区疫情反复和停贷事件的负面影响,7月社融数据不及预期,总量和结构均明显走弱,实体融资需求仍偏弱。
- ◆ 在海外需求相对旺盛但国内今年受到疫情影响需求增长放缓的背景下,出口增长显著强于进口,呈现出贸易差额同比显著回升。
- ◆ CPI上行幅度弱于预期,而PPI下行速度超出预期。时至当下,金融市场流动性的宽松环境持续时间已超过4个月,在7月不及预期的通胀数据下,短期债券市场对通胀引致流动性收紧的担忧或有阶段性缓和。
- ◆ 目前欧美通胀压力依旧较大,美联储和欧央行9月加息预期持续升温,以及美国经济增速持续放缓、欧洲经济衰退预期升温,对全球风险资产造成持续冲击。
- ◆ 期债市场环境相对温暖,仍存上行空间。还需关注国际地缘政治冲突升级及国内疫情风险抬头阻碍物流运输的影响。

葛妍

国债期货分析师

从业资格证: T339455

投资咨询证: Z0017892

TEL: 0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

8月以来全国多地高温蔓延，阻碍了经济修复进程，同时7月经济数据不及预期，MLF价减量缩，超出市场预期，国债期货大幅上行。不过随着LPR落地，前期利好消化，8月下旬以来，利率水平逼近前低，止盈盘开始出现，叠加稳增长政策加码，债市小幅调整。

图 1. 国债期货重拾强势



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 2. 中债国债到期收益率重心下移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

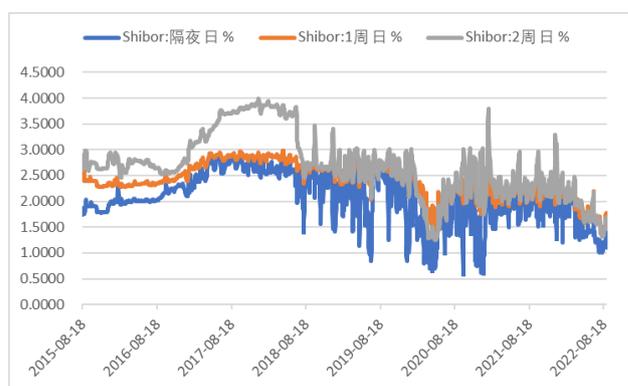
整体看，8月资金面整体延续平稳宽松，市场利率仍大幅低于政策利率，月中降息后资金利率小幅上行，资金面略有所收敛。一定程度反映央行意图及市场预期。

图 3. 持仓量上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 保持平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

(一) 经济弱复苏

7月工业增加值同比增长3.8%，预期增长4.6%，前值增长3.9%；1-7月固定资产投资累计同比增长5.7%，预期增长6.2%，前值增长6.1%；7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，预期增长5.3%，前值增长3.1%。

疫情与高温天气等因素影响工业生产，同时需求并未明显反弹导致供给修复速率趋于放缓。消费端复苏弱于预期，多数商品消费较6月放缓，汽车、金银珠宝、家电类等表现相对较好，餐饮消费持续改善。投资弱于预期，其中基建投资同比续升但三年平均增速小幅放缓；房地产投资增速继续探底，销售再度回落；制造业投资保持平稳但市场信心仍需进一步稳定。

7月经济数据低于预期，经济持续复苏的基础仍不牢固。下半年经济向好的趋势不变，但当前预期偏弱的情况尚未扭转，需求收缩与供给冲击问题尚存。未来，一方面要加快前期密集出台政策的落地，另一方面若经济复苏持续不及预期，或需要谋划新的增量政策。综合而言，本轮复苏进度或不及前几轮，修复过程中存在反复。

1、生产小幅放缓

7月工业增长微降，工业生产平稳运行。7月6方面33项措施经济稳增长政策措施持续显效，能源保供政策效应释放明显，汽车等重点产业链供应链畅通稳定，7月我国工业增加值同比增长3.8%，相较于6月同比增速微降0.1个百分点，运行相对平稳。分三大门类来看，7月采矿业、制造业工业增加值同比增速分别录得8.1%和2.7%，比上月分别回落0.6和0.7个百分点。持续的高温带动用电需求的增长，7月电力热力燃气及水生产和供应业增加值同比增长9.5%，比上月加快6.2个百分点。分行业来看，7月份41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长。其中，虽原油、天然气等价格环比6月适度回落，但仍保持维持高位，7月石油和天然气开采业的工业增加值同比增加4.5%，较上月扩大0.9个百分点。受益于汽车产业链供应链逐步打通以及行业高景气度，汽车制造业同比增长22.5%，环比6月扩大6.3个百分点，显现行业韧性。

2、消费修复放缓

7月社会消费品零售总额同比增速回落0.4pct至2.7%，不及市场预期，带动1-7月累计同比增速小幅回升0.1pct至3.2%。按消费类型来看，商品消费修复放缓，服务消费仍处于收缩区间，但降幅收窄。7月商品零售同比增速较6月下行0.7pct至3.2%。一是可选消费多数增速放缓，化妆品、服装、通讯器材、汽车消费修复均显著放缓，其中汽车消费同比增速较前值回落4.2pct至9.7%，或与疫后刺激政策退坡有关；二是地产相关消费下滑未见放缓，建材同比-7.8%，连续第4个月负增长，跌幅较前值扩大2.9pct。此外，受油价同比高增影响，石油类消费同比增速14.2%，仍处高位。值得注意的是，7月线上消费同比增速较前值回落1.5pct至2.4%，低于整体消费增速，而餐饮收入同比降幅收窄2.5pct至-1.5%，疫情对线下消费的影响或有所减弱，消费或部分由线上向线下转移。前瞻地看，居民就业和收入前景承压、预防性储蓄上升和线下消费场景持续受压

制，消费复苏动能仍然疲弱。不过，促销费政策持续发力，或对消费形成结构性提振。

2、固定资产投资增速放缓，结构分化

1-7月固定资产投资保持平稳，房地产投资筑底，基建投资继续回升。1-7月份，城镇固定资产投资同比增速为5.7%，投资增速较1-6月回落0.4个百分点。

房地产投资方面，销售再度下行，投资收缩加剧7月商品房销售降幅再度扩大，全国销售面积同比-28.9%，销售金额同比-28.2%，降幅分别较上月扩大10.6pct、7.4pct。销售数据在经历了6月边际改善后7月再度下行，虽然有疫情和季节性因素影响，但仍反映出市场信心低迷、居民购房意愿不足。7月房地产投资单月同比下降10.1%，降幅较6月扩大0.7pct，已连续5个月同比收缩，并拖累1-7月累计同比增速下滑1pct至-6.4%。建安投资和土地购置费或继续下滑。一方面，7月新开工、施工和竣工面积降幅未见明显收窄，建安投资或继续大幅收缩。新开工面积降幅与上月基本持平，但或由于保交楼诉求影响，施工和竣工面积同比降幅边际收窄，三者分别下降45.4%、44.3%和36.0%，仍处于大幅收缩。另一方面，土地购置面积延续大幅收缩，土地成交价款降幅虽有所收窄，但土地购置费或仍大幅下滑。7月土地购置面积环比-25.9%，同比降幅边际收窄5.5pct至-47.3%，土地成交价款同比-33.4%，土地市场尚未明显回暖。前瞻地看，短期内房地产供需两端受高温、疫情等影响，叠加居民部门预期疲弱压制投资和消费，商品房销售或继续收缩。房企信用压力加大，持续影响开工、施工进度，以及拿地意愿，房地产市场悲观预期或难以快速扭转。积极的方面在于，近期地方纾困基金以及保交楼方案快速推进，有望对房企施工竣工形成一定支撑，并对改善市场预期形成积极作用。

7月基建投资增速小幅回落，全口径基建投资同比增长11.5%，增速较上月下降0.5pct；1-7月全口径基建投资累计同比增长9.6%，较1-6月小幅上升0.3pct。从结构上看，三大行业增速有所分化，电热燃水累计同比增速为15.1%，与上半年持平，水环公共业增速则上行1.1pct至11.8%，二者维持较快增长；交运仓邮业增速继续下行，7月累计同比增速下降0.4pct至4.2%。基建投资维持较高增长，主要有四方面原因。一是去年下半年的低基数效应。二是资金充裕，一方面，截至7月末，新增专项债已发行3.47万亿元；另一方面，公共财政投向基建的比例和增速有所上升，支出强度明显提升。三是今年基建投资作为逆周期调节工具的重要性上升。四是各地重大项目储备充足。但值得注意的是，原材料价格居高不下，持续高温以及疫情反复，对建筑施工企业动工进度有所压制，后续仍需持续关注实物工作量的完成情况。前瞻地看，基建投资增速在低基数下有望延续高速增长。三季度基建投资仍有较为充裕的资金支撑，尚未使用的专项债资金将加速拨付投放，1.1万亿“准财政”政策性、开发性金融工具将助力投资发展。此外，在“用足用好专项债务限额”的要求下，下半年有望增量发行专项债，与现有资金形成衔接。但值得注意的是，财政收支压力加剧及专项债项目和资金拨付要求或对基建投资形成一定拖累。

制造业投资增速整体趋缓，但维持较高韧性。7月制造业投资增速回落2.4pct至7.5%，拖动1-7月累计增

速较1-6月下降0.5pct至9.9%。需求不足，预期疲弱是制造业投资增速下滑的主要原因，7月制造业PMI再次跌至收缩区间。分行业来看，高技术行业维持较高增长，累计同比增速为22.9%，较整体增速高出13pct，是制造业投资重要的驱动力。此外，汽车制造业累计同比增速上升1pct至9.9%，食品制造业、专用设备和通用设备制造业累计同比增速有不同程度的回落，但均保持较高增速，增速分别为16.6%，16.3%和17.5%。前瞻地看，制造业投资有望稳健增长，但增速或边际回落。支撑因素主要来自于高技术制造业投资持续发力、企业生产经营活动及预期边际改善、助企纾困的财政政策与“宽信用”货币政策持续配合发力，以及“双碳”政策持续纠偏。

4、出口同比增速超预期反弹

2022年7月份，中国出口金额（美元口径）同比增长18.0%（预期16.2%），6月为17.9%；进口金额（美元口径）增长2.3%（预期4.5%），6月为1.0%；贸易差额为1012.7亿美元。7月出口维持高增长，主要由于海外需求端有韧性以及天气因素好转对港口作业的支撑。但国内需求偏弱导致进口增长明显弱于季节性。

出口维持高景气，贸易差额进一步上升。2022年7月出口增速为18.0%，较上月增加0.1个百分点，出口持续维持高景气。我们在上月点评《6月仍在疫后恢复期，出口延续高反弹》（2022-7-14）中提到，7月出口由于海外需求端有韧性以及天气因素好转对港口作业的支撑，可能还将维持高增长。本月的数据情况也与我们的判断基本一致。根据中国港口协会数据，7月沿海八大集装箱枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比增长14.5%，增速显著高于上月的8.4%。本月集装箱吞吐量的快速上升主要来自下旬的带动。6月下旬，受到恶劣天气的影响，外贸集装箱吞吐量增速下降到4.1%，7月上中旬都在缓慢恢复的过程中，下旬情况显著好转，增速跳升到29.3%。分国别/地区来看，中国对美国、欧盟、日本、东盟的出口增速分别为11%、23.2%、19.0%、33.5%，其中对日本增速回升较多，约为10.8个百分点。从出口行业上来看，本月出口行业中高增长的行业主要还是美国国内消费增长韧性强且库存水平相对较低的汽车、铝材、稀土、粮食、箱包、鞋靴、服装、纺织制品、机电产品等。对比6月份，出口行业中生产资料相关的产品出口相对更为强劲。尽管海外国家制造业PMI已经进入下行趋势，但部分国家仍在50%以上的扩张区间，也可以理解对生产资料相关产品的需求增长仍然较为强劲。

进口受到内需偏弱的影响明显弱于季节性。进口方面，7月进口增速为2.3%，较上月回升1.3个百分点，环比为-0.7%，低于历史环比均值3.2个百分点。进口明显弱于季节性主要可能是国内需求偏弱。从进口商品来看，金额增速排序靠前的主要是原材料和能源相关的产品，如肥料、原油、煤、天然气、大豆，结合进口数量来看，以上商品进口价升量跌，金额增速较好的主要贡献是价格因素。此外，铁矿砂进口增速持续较大跌幅，7月19日中国矿产资源集团成立，旨在增强我国重要矿产资源供应保障能力，推进绿色低碳转型并加大国内铁矿开发。从进口国别/地区来看，中国对美国地区近期并未显著领先于非美地区进口，可能和中美在外交上的诸多博弈有一定的关系。

预计三季末开始，进出口增速边际放缓，但贸易顺差全年还将处于高位。7月份贸易顺差为1012.7亿美元，同比增速为81.5%，今年1-7月累计增速为61.6%。在海外需求相对旺盛但国内今年受到疫情影响需求增长放缓的背景下，出口增长显著强于进口，因此呈现出贸易差额同比显著回升。参考海外国内生产景气和部分公司出口订单的反馈，我们认为出口可能从三季度末开始呈现边际放缓的情况，尽管预计国内需求下半年将明显好转，但出口下降也会导致部分原材料和半成品的进口需求下降，综合来看，预计下半年贸易差额将边际收窄，但全年来看仍有望实现较高增速水平，预计将较2021年29%的增速水平进一步抬升，对经济增长形成正贡献。

（二）社融总量结构均偏弱

7月金融数据，社融存量增速自10.8%回落至10.7%，新增社融7561亿，同比少增3191亿；新增信贷6790亿，同比少增4010亿。7月M2同比自11.4%进一步上行至12.0%，M1同比上行至6.7%。

7月新增社融总量不及预期，主要受到了企业债融资缩量 and 新增信贷大幅回落的拖累。7月社融存量增速较上月下行0.1个百分点至10.7%，当月新增7561亿元，不及市场预期，同比少增3191亿。其中，新增政府债约为4000亿，虽较前值1.62万亿大幅回落，但同比仍增加2178亿；表外三项合计减少3053亿，但在去年同期压降规模较高下，同比少减385亿，其中信托贷款减少398亿元，同比少减1083亿元，和政府债共同构成了7月新增社融的主要支持项。信贷的大幅回落是7月社融数据不及预期的主要原因，同时企业债券融资偏弱也造成了一定拖累。具体来看，7月人民币贷款增量为4088亿元，远不及预期，同比少增4303亿元，信贷的大幅缩量部分是由于6月信贷超季节冲高后的合理回落，但更多反映了当前实体融资需求仍不足；7月企业债净融资规模仅为734亿元，同比少增2357亿元，也对社融总量造成了一定拖累。

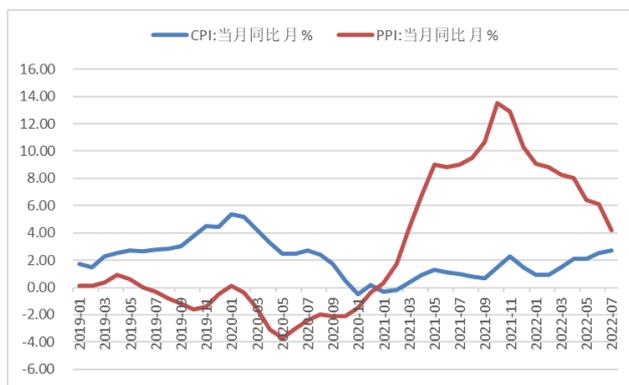
信贷结构方面，中长贷仍为主要拖累项，票据冲量现象再现。从信贷分项来看，居民贷款继续弱于去年同期，中长贷仍是主要拖累。7月居民贷款新增1217亿元，同比少增2842亿元。其中，居民短贷减少269亿，环比回落约4500亿，同比多减354亿元，或源于7月以来部分地区疫情反复对消费、出行造成了一定负面影响；居民中长贷新增1486亿，环比少增约2500亿，同比少增约2700亿，6月份地产销售数据明显回暖，但更多的是前期疫情压制下需求的集中释放和半年业绩冲刺，7月以来地产销售再度回落，居民中长贷也大幅缩量。企业贷款同比少增，中长贷同比大幅回落，票据冲量行为再现。7月企业贷款新增2877亿，同比少增1457亿，其中，票据融资新增3136亿，环比多增2340亿，同比多增约1370亿，票据冲量现象再现，短期贷款减少3546亿元，同比多减969亿，合计来看，票据及企业短贷减少410亿，同比少减了约400亿。企业中长贷新增3459亿，同比少增约1500亿，除了受6月贷款冲量的透支以外，从PMI数据也可以看出，7月制造业产需双双回落，服务业修复节奏放缓，生产经营活动预期指数也较上月下降3.2个百分点至52%，创下今年以来最低水平，企业生产投资的意愿有所回落。且我们发现居民中长贷的复苏拐点通常领先于企业中长贷，二者难以持续

背离，考虑到当前房地产的不确定性仍较大，后续企业中长贷能否持续改善仍有待观察。

M2-M1 剪刀差继续收窄，但 M2-社融增速剪刀差明显扩大。7 月房地产销售虽明显回落，但在去年同期低基数的影响下，M1 同比仍自 5.8% 回升至 6.7%；M2 增速则从前值 11.8% 进一步上行至 12.0%，创下 2017 年以来新高，M2 同比的增速回升一方面是由于 7 月仍有部分留抵退税落地且财政投放继续发力，财政存款继续向企业居民存款转化，另一方面，疫情影响下居民消费意愿不足，储蓄意愿加强，7 月居民存款同比大幅增加了近 1 万亿。总的来看，7 月 M2-M1 增速剪刀差收窄至 5.3 个百分点，但 M2-社融增速剪刀差自前值 0.6% 进一步扩大至 1.3%。

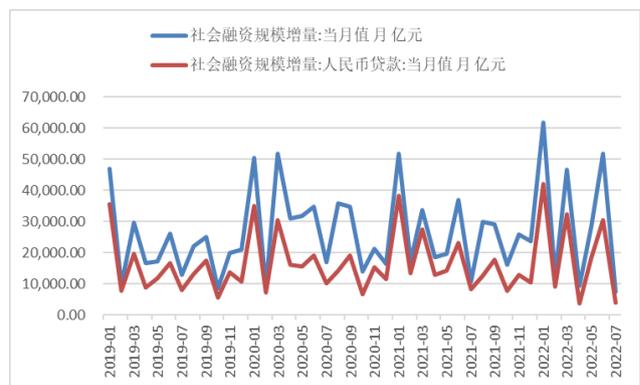
综合来看，7 月产需双双回落，经济修复偏慢，结合 6 月信贷冲量的透支、部分地区疫情反复和停贷事件的负面影响，7 月社融数据不及预期，总量和结构均明显走弱，实体融资需求仍偏弱。往后来看，专项债已于 6 月底基本完成发行，政府债对社融的支撑力度明显减弱，但 7 月政治局会议提到“用足用好专项债务限额”，剩余的 1.5 万亿专项债务额度能否使用、如何使用的问题值得关注，与此同时结合二季度货币政策执行报告指出：“随着城镇化进程边际趋缓和房地产长周期趋势演变，过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱，而普惠小微、高技术制造业等贷款体量仍相对较小，加上直接融资呈上升趋势，信贷增速在新旧动能换挡和融资结构调整过程中可能会有所回落，但这是适配经济进入新常态的反映”，央行坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，更多关注信贷的总量稳、结构优，通过结构性货币政策工具来积极做“加法”，下半年社融增速高点可能正在临近。

图 5. CPI、PPI 剪刀差收窄



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 社融不及预期



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

(三) PPI-CPI 通胀剪刀差加速收敛

7 月 CPI 环比上涨 0.5%（前值持平）。同比上涨 2.7%（前值 2.5%），其中翘尾影响约为 0.9 个百分点，新涨价影响约为 1.8 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%（前值 1%）。PPI 环比下跌 1.3%（前值持平）。同比上涨 4.2%（前值 6.1%），其中翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 1 个百分点。

7月“猪通胀”带动CPI同比增速上行。一方面，CPI食品分项表现偏强，猪肉价格较快上涨的同时，鲜菜、食用油等商品环比涨幅也超季节性。另一方面，非食品分项对CPI增速构成拖累，原油价格调整带动能源相关价格下行，而核心CPI受制于需求恢复缓慢和较高基数，表现同样偏弱。不过，7月CPI同比读数低于市场预期，一个重要原因是，猪肉价格对CPI的实际带动低于预期：一方面，CPI中猪肉分项包含了肉制品及冷藏肉，平滑了鲜猪肉价格的上行幅度。历史数据中，CPI猪肉价格波动往往只是22省市猪肉价格、农业部猪肉平均批发价波动的80%左右。另一方面，猪肉占CPI同比增速的权重可能被市场高估。根据统计局公告推算，猪肉价格在CPI同比中的权重约为1.33%，低于2021年基期轮换时的2.31%。

7月PPI同比增速较快回落，环比大幅转负。分行业看，内需定价的黑色商品、石化产业链和有色金属价格全线下跌。内需定价黑色商品：7月房地产交付风险凸显，市场对于黑色系商品需求的预期走弱，引发螺纹钢、铁矿石、焦煤等商品价格剧烈调整，黑色金属冶炼及压延加工、黑色矿采选、煤炭开采和洗选三个行业PPI大幅下行。石化产业链方面，6月中旬以来，海外原油价格自高位回落，直接带动石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工价格下行；而以原油为主要原料的化学原料及化学制品制造、化学纤维制造因成本显著降低，价格随之回落。有色金属方面，全球制造业景气度下滑，海外衰退预期影响下，7月上半月国际定价的有色金属价格进一步下行，我国有色矿采选、有色冶延加工、金属制品等行业PPI环比均有下跌。

7月CPI上行幅度弱于预期，而PPI下行速度超出预期。时至当下，金融市场流动性的宽松环境持续时间已超过4个月，在7月不及预期的通胀数据下，短期债券市场对通胀引致流动性收紧的担忧或有阶段性缓和。然而，7月中下旬以来部分大宗商品价格已有反弹，猪肉价格在供需缺口的支撑下暂不具备较快回落的基础，下半年CPI破“3”风险并未解除，国内通胀形势仍然是货币政策进一步放松的顾虑之一。也就是说，短端资金利率进一步走低的可能性不大，维持现状已是对市场最有利的状态。因此，债券市场的主要关注点或仍聚焦于经济基本面，利率向下突破需观察“保交付”措施出台后房地产部门对经济的拖累会否进一步加剧，而如果实体经济的融资需求逐步恢复，利率自低位上行的风险较大。

图7：逆回购投放平稳

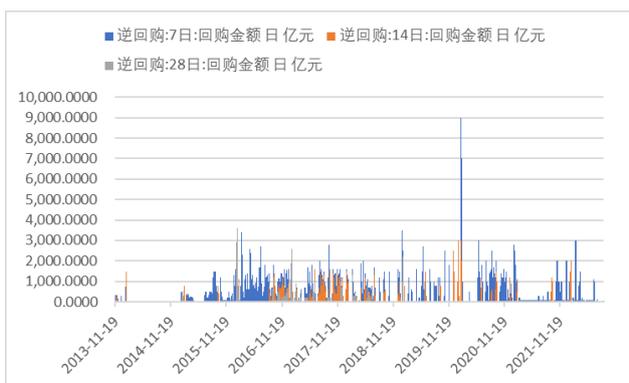
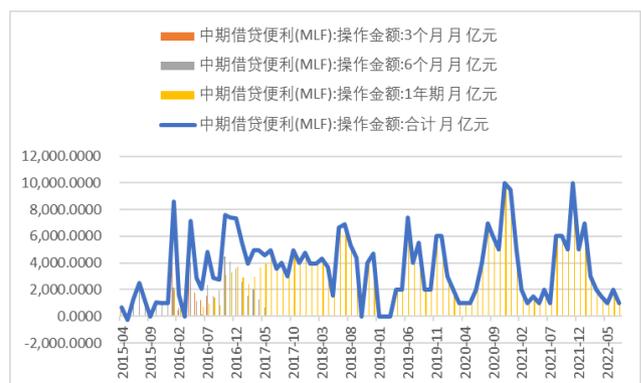


图8：MLF投放金额缩量



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

资料来源: IFinD 新纪元期货研究

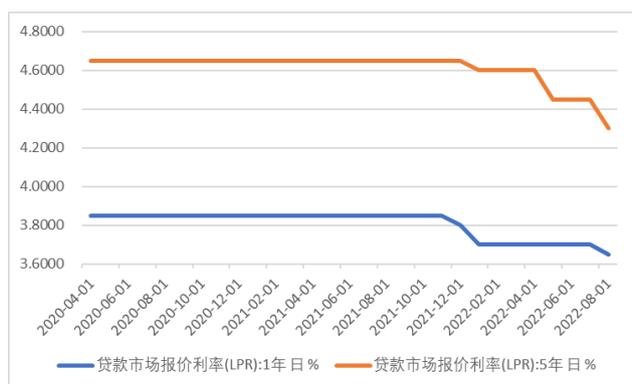
二、货币政策灵活精准

MLF 降息引导 LPR 下调, 开启新一轮宽信用阶段。8月15日, 央行开展4000亿元MLF操作(含对8月16日MLF到期6000亿元的续做)和20亿元公开市场逆回购操作。MLF操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。MLF下降后, 市场对于LPR下降的预期显著升温。随后8月22日1年期LPR报价下降5BP, 5年期LPR报价下降15BP。此次MLF降息是自去年三季度以来的本轮宽松周期的延续, 其重要意义

在于向市场释放当前货币政策宽松基调未改的信号, 打消市场疑虑, 提振信心。而LPR的非对称下降体现出央行宽信用诉求依然浓厚, 但无意大水漫灌。

8月24日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施, 其中提到, 要持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应, 降低融资成本。8月LPR在央行降息和银行负债端降成本的双重驱动下压降。从本次国常会的表述来看, 8月的LPR下调并非本轮刺激的终点。未来LPR还有进一步的压降空间, 但更有可能参考5月, 由银行主动压缩加点, 实现LPR的调降, 而驱动加点压缩的核心则是存款成本下行, 负债端释放空间。对于债市而言, 如果后续LPR下调, 将带来一定利空因素, 四季度需要警惕利率上行风险。

图9: LPR非对称下调



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

图10: MLF利率持平



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

今年前8个月地方债发行规模突破6万亿元, 达到60474亿元, 同比增长24%。其中, 新增地方债发行40210亿元, 同比增长62.4%。今年新增地方债发行规模大增、发行速度加快, 体现出积极财政政策靠前发力, 着力稳定宏观经济大盘。

按用途划分, 地方债分为新增地方债和再融资债券。2022年预算安排新增地方政府债务限额43700亿元。

其中，一般债务限额 7200 亿元，专项债务限额 3.65 万亿元。数据显示，前 8 个月发行的新增地方债中，新增一般债券发行 6909 亿元，新增专项债发行 35191 亿元(其中用于项目建设的新增专项债为 3.45 万亿元，早在上半年已经基本发行完毕。今年新增专项债发行规模超预期，成了稳投资的重要抓手，保障了基建项目融资需求，对经济增长发挥了积极作用。预计今年全年基建投资增速将上扬。

四、外围风险事件频发

1、欧美通胀水平目前均居高难下

海外经济增速进一步放缓。高通胀、货币政策收紧压力叠加极端高温天气的对供应链的冲击，欧洲可能进一步减弱，四季度的衰退风险持续升温。美国社会经济成本持续高位，叠加高物价，美国消费信心持续低位，消费支出放缓，制造业、服务业、房地产市场继续放缓；目前欧美通胀压力依旧较大，美联储和欧央行 9 月加息预期持续升温，以及美国经济增速持续放缓、欧洲经济衰退预期升温，对全球风险资产造成持续冲击。

第三部分国债期货市场展望

总体来看，在8月MLF降息的引导下，LPR实现非对称调降，凸显了中央积极提振宽信用进程和干预宽松过度的资金面环境的政策态度。流动性方面，在现有增量政策安排下，9月流动性还是维持在高于合理充裕水平，但是因为增量财政政策落地，资金利率有所收敛。当前面对疫情、极端气候、房地产下行等多重因素冲击，经济下行压力加大，经济基本面短期利好债市。三四季度可能续发政策性金融工具，促进基建形成更多工作量，来稳定经济和就业。期债市场环境相对温暖，仍存上行空间。还需关注国际地缘政治冲突升级及国内疫情风险抬头阻碍物流运输的影响。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#