



经济复苏放缓 期指下跌期债上涨

【策略观点】

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，各项经济指标将逐渐回升，下半年应好于上半年。7月份进入传统生产淡季，经济景气略有下行，经济修复过程放缓。

7月股指期货回调整理。市场反弹之后，技术上回调整理消化获利抛压。三季度股市或通过指数横盘震荡与板块接力轮动来消化整理上方套牢盘同时等待各种市场预期兑现。年末基本面上行趋势确立后A股大概率重返上行通道。

7月期债大幅上涨，主力合约价格逼近年内高点。期债在价格上有货币总量宽松与经济下行风险仍存的支撑，同时受到宽信用预期偏强、通胀预期等方面的压力。整体判断年内期债偏多震荡为主。

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

【目 录】

一、经济景气略降.....	1
(一)、PMI 回落至收缩区间	1
(二)、工业生产恢复性增长.....	2
(三)、需求端有所恢复.....	3
1、投资增速整体回落.....	3
2、消费有所改善.....	5
3、进出口超预期回升.....	6
(四)、CPI 回升 PPI 回落	7
(五)、宏观经济展望.....	8
二、股指期货回调.....	8
(一)、期指 7 月行情回顾.....	8
(二)、两融余额继续回升.....	10
(三)、标的指数小幅波动.....	10
(四)、基差收敛波动降低.....	11
(五)、期指后市行情研判.....	12
三、国债期货大涨.....	12
(一)、期债 7 月行情回顾.....	12
(二)、现货市场上涨.....	13
(三)、资金面宽松.....	14
(四)、期债后市行情展望.....	15
风险揭示:.....	15

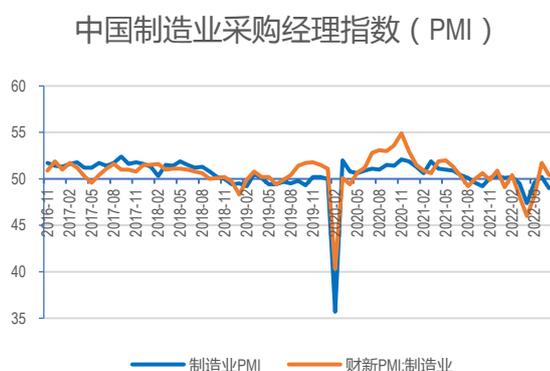
一、经济景气略降

2022年一季我国经济实现平稳增长，但由于4、5月份上海、北京两地突发疫情，对我国二季度经济增长造成负面冲击，尤其对需求端构成较大压力。及至6月京沪疫情收尾，之后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。三季度我国经济恢复，各项指标理应好于二季度，下半年应好于上半年。7月份进入传统生产淡季，经济景气略有下行，经济修复过程放缓。

（一）、PMI 回落至收缩区间

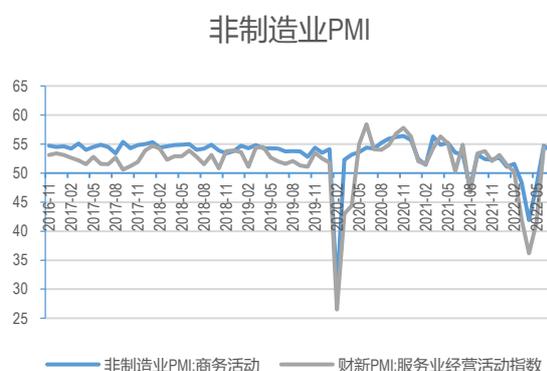
7月份制造业、非制造业 PMI 有所回落，经济景气下降、复苏放缓。上半年京沪疫情对经济的影响较大，疫情收尾之后，经济景气度有所提升、温和恢复，7月份经济恢复有所放缓。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

2022年7月制造业 PMI、服务业 PMI 双双回落，制造业供需两弱，经济景气下滑。7月官方制造业 PMI 为 49%，较 6 月下降 1.2 个百分点，进入收缩区间。财新中国制造业 PMI 录得 50.4，下降 1.3 个百分点，扩张速度放缓。7 月受进入传统生产淡季、疫情小幅反弹等因素影响，制造业修复节奏放缓。经济企稳回升的压力与风险仍存。

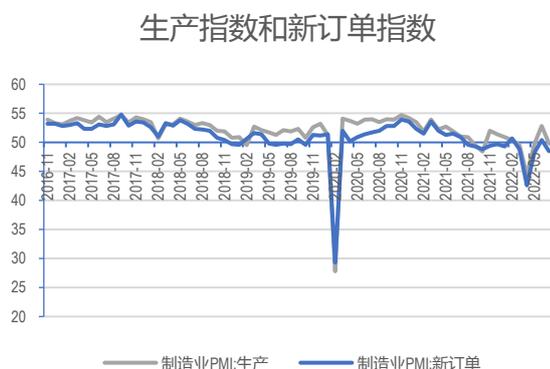
从分类指数来看，制造业 PMI 各分项指标全线回落，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中 4 个处于荣枯线下方。其中生产指数为 49.8%，较 6 月下降 3 个百分点，生产活动放缓；新订单指数为 48.5% 下降 1.9 个百分点，制造业需求收缩；原材料库存指数 47.9% 下降 0.2 个百分点，原材料库存继续下降；从业人员指数为 48.6% 下降 0.1 个百分点，用工方面景气依然较低；供应商配送时间指数 50.1% 下降 1.2 个百分点，原材料供应交货时间加快。分项指数显示出制造业供需两端同步走弱。

进出口前瞻指标显示，制造业新出口订单指数 47.4% 下降 2.1 个百分点，进口指数为 46.9% 下降 2.3 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，今后外贸面临的不确定因素增加。

两个重要价格指标显示工业品上游价格继续上涨但涨势放缓，下游价格走弱。原材料方面主要原材料购进价格指数为 40.4%，较 6 月大幅下降 11.6 个百分点，上游原材料价格 7 月大幅下跌。产成品方面，出厂价格指数为 40.1%，下降 6.2 个百分点，下游产品价格继续走低。由于终端需求不足，不支持上游价格

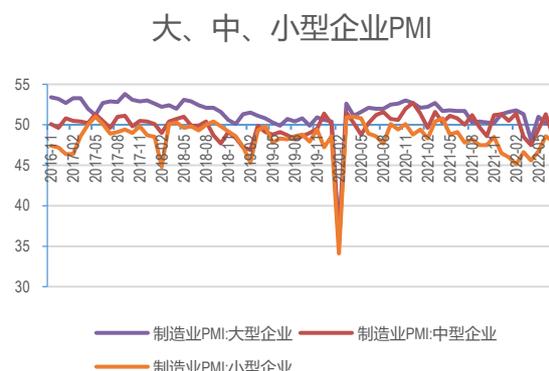
处于高位，7月工业品价格全线走低。

图 3：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

7月大型企业PMI为49.8%比上月回落0.4个百分点；中型企业PMI为48.5%比上月下降2.8个百分点；小型企业PMI为47.9%下降0.7个百分点；均在临界点以下。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，在经济下行过程中小企业受到的负面影响最大，而且长期没有显著改善。

7月官方非制造业PMI为53.8%，较6月下降0.9个百分点，非制造业处于扩张区间。非制造分类指数中，仅业务活动预期指数59.1%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。服务业指数52.8%，较上月下降1.5个百分点，服务业继续回暖，出行、餐饮、零售等行业景气继续改善。建筑业指数59.2%，上升2.6个百分点，建筑业景气维持高位。

（二）、工业生产恢复性增长

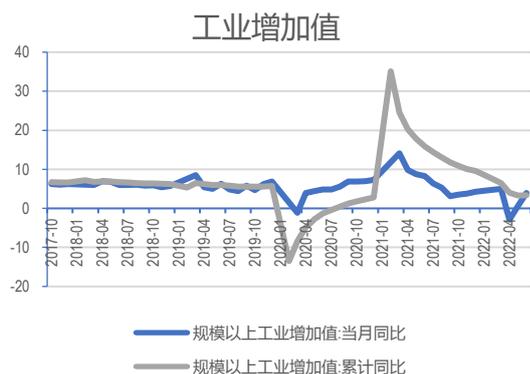
生产方面，上工业增加值增速继续回升，工业生产稳步增长。1-6月中国规模以上工业增加值同比增长3.4%，较1-5月增速回升0.1个百分点。6月份单月规模以上工业增加值同比增长3.9%，较5月份回升3.2个百分点。今年开年工业生产延续了回升态势，但3、4月份受疫情影响有所下滑。整体来看生产端表现仍有较强韧性，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看6月份采矿业增加值同比增长8.7%较5月上升1.7个百分点，制造业增长3.4%上升3.3个百分点，电热燃气水增长3.3%上升3.1个百分点。上游生产保持强势、增速趋缓，制造业恢复增长。41个行业大类中有31个行业增加值保持同比增长，较5月增加6个；617种产品中有294种产品同比增长，较上月增加38个。汽车、发电机组、原煤、硫酸等产品产量增速较高，水泥、手机、集成电路等产品产量增速为负。

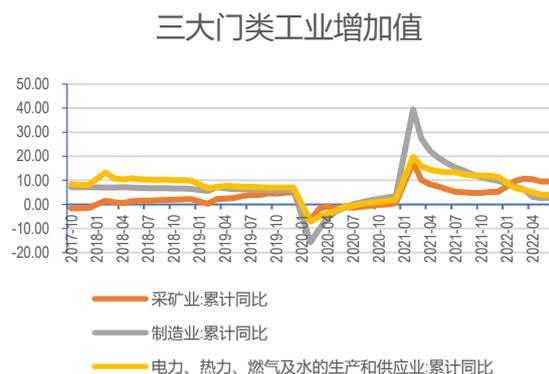
二季度疫情对生产端的压力较为明显，疫情好转之后，三季度生产端景气度有望继续上升，但增速再提高的空间也不大，受到中国经济的潜在增速约束。地产链改善不明显、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

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)、需求端有所恢复

1、投资增速整体回落

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。

1-6 月中国固定资产投资 27.1 万亿元，同比增长 6.1%，增速较 1-5 月下降 0.1 个百分点。按投资主体看民间投资 15.3 万亿元，同比增长 3.5%，下降 0.6 个百分点。分产业看，第一产业投资 6827 亿，同比增长 4%；第二产业投资 8.5 万亿，同比增长 10.9%；第三产业投资 18.0 万亿元，同比增长 4%。增速分别较 1-5 月下降 1.8、0.1、0.1 个百分点。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，疫情好转后投资增速企稳的概率大。

制造业投资方面，1-6 月制造业投资同比增长 10.4%，较 1-5 月下降 0.2 个百分点。单月增速高于 5 月份。受疫情影响制造业投资增长有所下滑。今年制造业企业利润增速下滑，或对制造业投资继续保持高速增长构成压力，但由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率由高位平稳回落。

基础设施投资方面，增速小幅提高，保持平稳增长。1-6 月基础设施投资同比增长 7.1%，较 1-4 月上升 0.4 个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度增强，基建也是重要发力点。财政投放明显前置，基建起到托底经济、对冲下行压力的作用。但由于财政前置，下半年的政策余量相对较低。

二季度经济下行压力增加，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。尤其是地产开发投资下滑，地方卖地收入下降，可能会对地方财政带来压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过以电力、铁路、公路为代表的传统基建领域。

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

从财政收支来看，财政政策扩张力度加大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-6月全国一般公共预算收入10.5万亿元，同比下降10.2%，较1-5月降幅扩大0.1个百分点，主要是留抵退税因素造成，扣除后同比增长3.3%，较1-5月上升0.4个百分点，预算收入下降幅度较大。其中中央收入4.77万亿，同比下降12.7%，地方收入5.76万亿，同比下降7.9%，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出12.9万亿元，同比增长5.9%，较1-5月持平，今年财政扩张力度较大、发力也靠前。其中中央一般公共预算本级支出1.56万亿元，同比增长5.8%；地方一般公共预算支出11.3万亿元，同比增长5.9%。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



数据来源: Wind, 国元期货

图10: 财政支出



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、地产销售降温，土地市场需求下降。

2022年1-6月中国房地产开发投资6.8万亿，同比下降5.4%，较1-5月降幅扩大1.4个百分点。地产投资增速持续下降，开发商经营预期偏悲观扩大投资的意愿较低。

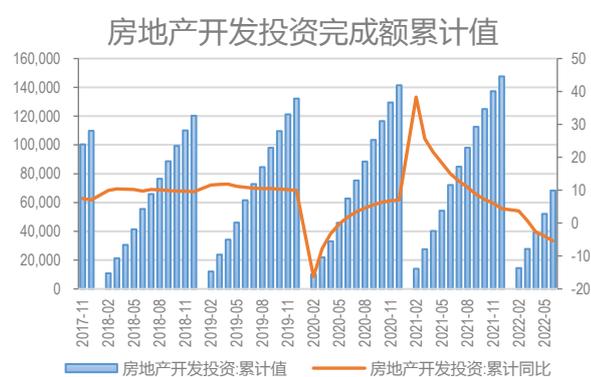
施工方面，1-6月房屋施工面积84.9亿平方米，同比下降2.8%，降幅较1-5月扩大1.8个百分点；

新开工面积 6.64 亿平方米，同比下降 34.4%，降幅扩大 3.8 个百分点；竣工面积 2.86 亿平方米，同比下降 21.5%，降幅扩大 6.2 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使得开发商保竣工的能力下降。

销售方面，1-5 月商品房销售面积 6.89 亿平方米，同比下降 22.2%，较 1-5 月降幅收窄 1.4 个百分点。销售 6.6 万亿元，同比下降 28.9%，降幅收窄 2.6 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。

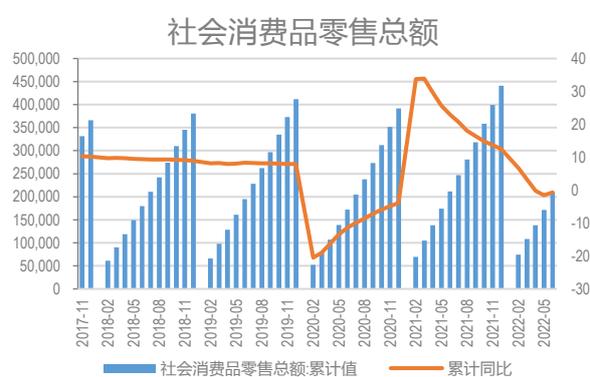
市场主流观点认为 2022 年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。年内房地产投资增速大概率处于低位，下半年地产投资大概率仍为拖累。

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。年内房地产投资增速难以提升，不排除全年投资增速负增长的可能性。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。政策支持、扶持领域的主动性投资需求将保持强劲，下半年仍需扩张性的财政政策起到托底、稳增长的作用。

2、消费有所改善

消费方面，社会消费品零售总额增速降幅收窄。今年年初消费数据较去年年末走强，消费领域表现好于市场预期。基数与价格因素也有正面贡献。3、4 月份深圳、上海、吉林等多地出现疫情，对消费领域的打击比较大，社零增速大幅下滑。5 月份市场有所恢复，消费较 4 月恢复性改善。6 月份消费继续回暖。

2022 年 1-6 月社会消费品零售总额 21 万亿，同比下降 0.7%，降幅较 1-5 月收窄 0.8 个百分点。6 月单月社销总额 3.87 万亿，同比增长 3.1%，较 5 月下降 6.7% 增速转正。疫情好转，消费持续回暖。1-6 月网上商品和服务零售额 6.3 万亿，同比增长 3.1%，较 1-5 月回升 0.2 个百分点，疫情使居民消费行为发生了结构性地改变，线上消费景气好于线下。

居民收入对消费有比较大的影响，上半年全国居民人均可支配收入 18463 元，同比名义增长 4.7%，实际增长 3.0%，分别较一季度下降 1.6、2.1 个百分点。全国居民人均消费支出 11756 元，同比名义增长 2.5%，实际增长 0.8%，分别较一季度下降 4.4、4.9 个百分点。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。6月份全国城镇调查失业率5.5%，较5月下降0.4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、进出口超预期回升

2022年开年进出口维持了高景气，3、4月份由于内外各方面因素综合作用进出口增速高位回落，5月份快速推进复产复工后出口超预期反弹。欧美等国多数放松了防疫措施，海外生产、生活恢复加快，外部需求总体维持强劲。但各国已经开始着手疏通供应链不畅的问题，本国产能逐渐释放部分缓解当地供应约束，也有部分产业链向越南等东南亚国家转移。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。

2022年6月进出口增速较上月回升，其中出口继续反弹好于预期。2022年1-6月中国进出口总值19.8万亿，同比增长9.4%；出口11.1万亿，同比增长13.2%；进口8.7万亿，同比增长4.8%。增速较上月分别上升1.1、上升1.8、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，此外价格因素对于增长外贸的贡献也较高。值得注意的进口一直偏弱，反映内需压力依然较大。

出口方面，各个大类出口增速均继续好转，其中机电产品、防疫用品对出口增长的贡献下降，品类上汽车、船舶、纺织品、塑料制品、农产品等品类增速较高，家电、手机、集成电路、家具等增速较低。6月对美、欧盟、日、东盟出口同比增速分别为19.32%、17.12%、8.25%、29.04%，分别较5月上升3.58、下降3.15、上升4.58、上升3.13个百分点，对主要贸易伙伴的出口增速全面提升，复产复工对出口促进明显。

进口方面，今年前6个月份我国进口主要商品多数量减价增，国内大宗商品进口价格普遍高于往年。原油、煤炭、天然气、塑料、钢材、铁矿等进口量下降。国际能源价格高位回落，5、6月内需有所改善。

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年全球经济增速放缓，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

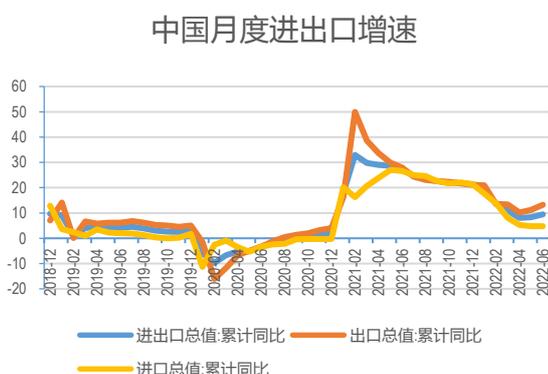
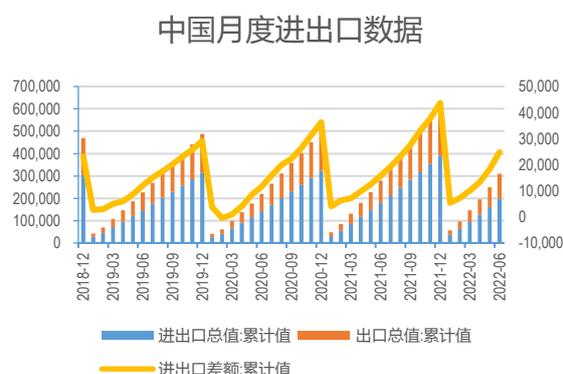


图 14：月度进出口数据



数据来源: Wind, 国元期货

数据来源: Wind、国元期货

(四)、CPI 回升 PPI 回落

2022年6月价格指标同比走势分化,CPI继续上升PPI延续回落。6月CPI同比增长2.5%,环比持平;PPI同比增长6.1%,环比持平,CPI-PPI剪刀差继续收窄。

CPI方面,6月消费品价格温和上涨,核心CPI增速平稳,能源与食品价格上涨,服务与可选消费表现较弱。2022年6月CPI同比增长2.5%,较上月上升0.4个百分点,环比持平,较上月回升0.2个百分点。6月核心CPI同比上涨1.0%,较上月回升0.1个百分点。其中,食品价格上涨2.9%,较上月提升0.6个百分点;非食品价格上涨2.5%,较上月提高0.4个百分点。食品中,6月份猪肉价格同比下降6%,降幅较上月收窄15.1个百分点,猪价对CPI的影响逐渐降低;其他品类如鲜菜、蛋、鲜果、水产、粮食均为同比上涨。非食品中,交通工具用燃料同比涨幅分别为32.8%,仍处于较高位置,原油、天然气等能源价格上涨对CPI有一定的影响。

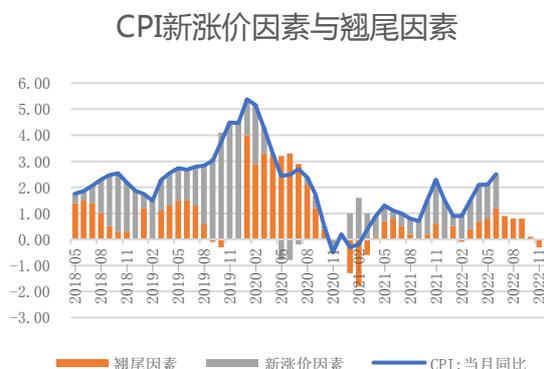
去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点,较5月增加0.4个百分点;新涨价影响约为1.3个百分点,较上月持平;新涨价动能不强,基数影响较大。新涨价动能中能源价格拉动贡献较大,猪肉价格的拖累逐渐淡化。CPI回升到2-3%的温和增长区间,后期保持温和回升的概率较大。

图 15: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

PPI 方面,PPI 延续高位回落趋势。6月PPI同比上涨6.1%,较5月回落0.3个百分点,为连续第8个月回落,回落速度趋缓。PPI中生产资料价格上涨7.5%回落0.6个百分点,生活资料价格上涨1.7%回升0.5个百分点,生产、生活资料价格走势分化。7月份以来大宗商品价格见顶回落,三季度叠加翘尾因素的快速下降,PPI大概率是继续延续回落走势。复工复产之后,工业品价格的主要矛盾转向需求端,当前下游需求整体来看仍然偏弱,上游价格持续处于高位的基础并不稳固。因此依据当前供需形势工业品价格延续走弱是大概率趋势。

去年价格变动的翘尾影响约为3.8个百分点,较上月下降0.3个百分点;新涨价影响约为2.3个百分点,较上月持平。翘尾因素快速下降对PPI同比回落贡献较大;新涨价因素有所回落。在政策层面继续推动保供稳价的阶段,新涨价动能的影响会弱于翘尾因素,因此我们判断PPI将延续回落趋势。年内PPI同比增速大概率是下行走势,上半年PPI整体水平仍偏高,下半年如果需求持续偏弱则PPI大概率进一步走弱。

图 17: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

CPI 处于温和区间，下半年温和上升概率较大，有上破 3% 的概率；PPI 高位回落，若需求持续偏弱，则下半年以继续回落为主，年底存在转负的可能性。

（五）、宏观经济展望

2022 年一季度我国经济企稳回升实现平稳增长，但二季度中，4、5 月份京沪等特大城市出现疫情，对经济造成较大的负面影响。6 月份京沪疫情收尾，三季度的状况会明显恢复，经济数据好于二季度是大概率。下半年应好于上半年。7 月份进入传统生产淡季，经济景气略有下行，经济修复过程放缓，但市场目前对“金九银十”的预期尚不悲观，且经济修复过程中经历波折亦属常态。

下半年生产端将快速恢复并实现平稳增多，但需求端不确定因素较多。受到收入、就业等方面的因素影响，消费方面的压力较大。房地产销售未见好转，地产链收缩可能会对供需两端带来额外的压力与风险。欧美等主要经济体快速复苏的阶段已经过去，而其通胀数据处于历史高位，市场担忧美联储超量加息将欧美经济推入衰退，从而导致外需回落。

上半年价格指标走势分化，CPI 低位回升 PPI 高位回落，CPI 与 PPI 剪刀差收敛。下半年大概率继续延续分化的趋势，CPI 继续温和上升，PPI 延续回落，CPI 与 PPI 剪刀差继续收敛。

宏观政策方面将延续稳增长的方向不变，年内财政、货币政策均保持积极扩张。货币政策基调持稳偏宽松，总量上保持流动性充裕。财政政策今年虽发力靠前，下半年仍有想象空间，预算支出增加、加力提效，在结构上更加优化。

二、股指期货回调

（一）、期指 7 月行情回顾

7 月股指期货回调整理为主。在市场经过 5、6 月份的持续反弹行情之后，7 月份市场回调整理来修正反弹过程中的市场预期。宏观层面来看，经济增长尚有隐忧，7 月份部分房企商品房交付问题、部分地区储户存款问题都引发了市场的广泛关注。加上 7 月份进入传统生产淡季，市场对国内经济修复程度的预期有小幅的下修。

7 月份美联储加息的阴影依然压制国际资本市场的表现，全球主要权益市场与大宗商品市场调整为主，

国内的权益市场情绪也受到影响，转向谨慎。

7月份股市未能延续反弹，上证、深成、创业板指数分别下跌4.28%、4.88%、4.99%。股指标的指数表现分化，市场风格有利于小盘指数，沪深300、上证50、中证500指数分别下跌7.02%、8.70%、2.48%，中证1000指数上涨1.74%。上证50表现最弱，在经济下行压力增大时，投资者更偏爱受经济影响相对较小的中小盘股票。行业表现也较为分化，高景气行业受到市场青睐，环保、机械设备、汽车、公用事业、农林牧渔行业表现坚挺，建材、食品饮料、银行、社服、非银、煤炭等行业调整幅度较大。

7月各合约行情汇总：

合约	收盘价	月涨跌幅 (%)	持仓量	月增仓	标的指数	标的月涨跌 (%)	基差
IF2208	4152.4	-6.89%	75556	70525	4170.10	-7.02%	17.7
IF2209	4142.6	-6.85%	83318	-417	4170.10	-7.02%	27.5
IF2212	4115.6	-7.18%	35519	8485	4170.10	-7.02%	54.5
IF2303	4100.6	-2.48%	3617	0	4170.10	-7.02%	69.5
IH2208	2784.8	-8.49%	40745	37821	2792.33	-8.70%	7.5
IH2209	2783.6	-8.43%	40080	1217	2792.33	-8.70%	8.7
IH2212	2785.6	-8.16%	17436	6563	2792.33	-8.70%	6.7
IH2303	2789.8	-1.90%	1926	0	2792.33	-8.70%	2.5
IC2208	6255.2	-2.20%	86312	76618	6294.11	-2.48%	38.9
IC2209	6223.0	-2.22%	130862	-700	6294.11	-2.48%	71.1
IC2212	6127.8	-2.11%	93212	11968	6294.11	-2.48%	166.3
IC2303	6036.8	-0.38%	14528	0	6294.11	-2.48%	257.3
IM2208	7087.0	0.97%	25557	0	7117.43	1.74%	30.4
IM2209	7044.8	0.80%	11829	0	7117.43	1.74%	72.6
IM2212	6891.8	-0.10%	5281	0	7117.43	1.74%	225.6
IM2303	6749.0	-0.73%	4053	0	7117.43	1.74%	368.4

数据来源：Wind、国元期货

7月份A股IPO共发行34家，首发合计募资385.56亿，增发31家合计募资1006.52亿元。IPO募资金额较上月上升。

7月22日，中证1000股指期货、股指期权正式挂牌上市，是金融期货发展的重要历史进程，权益类衍生品体系更加完善。

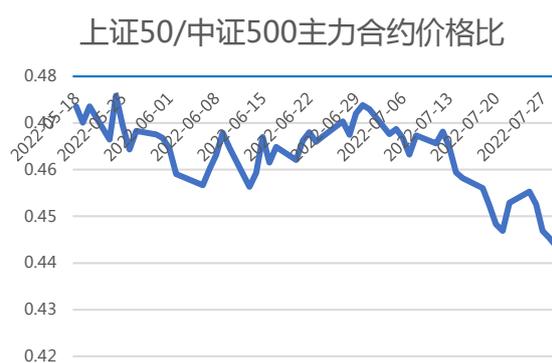
市场反弹之后，技术上回调整理消化获利抛压。基本上投资者对于下半年经济企稳回升的幅度，企业盈利好转的程度等方面尚有较多分歧。三季度市场或震荡整理等待各种预期兑现，及至年末经济企稳回升趋势确立，指数有望跟随基本面重返上行通道。

图 19：沪深 300 行情回顾

图 20：市场风格



数据来源: Wind, 国元期货



数据来源: Wind, 国元期货

(二)、两融余额继续回升

2022年7月融资余额继续小幅上升，期末融资余额15277亿较6月末小幅回升179.6亿，市场情绪平稳，融资余额继续小额回升。融券余额997亿较6月末回升61.8亿，部分股票反弹幅度较大，吸引融券者入场。市场开启反弹后，两融余额止跌回升、趋于平稳。

图 21: 融资余额



数据来源: Wind, 国元期货

图 22: 融券余额



数据来源: Wind, 国元期货

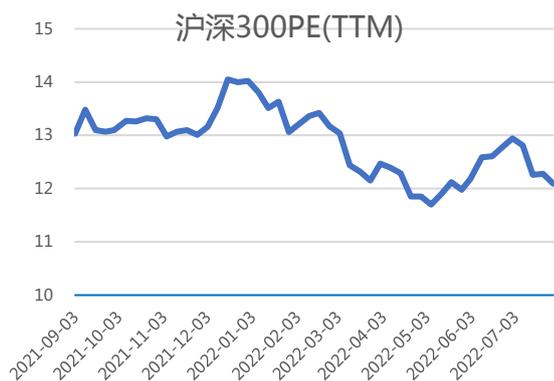
(三)、标的指数估值小幅波动

7月份股指期货4个标的指数的估值小幅波动，其中上证50、沪深300的PE较上月末下降，中证500指数PE较上月末略有下行、基本持平，中证1000指数PE小幅上升。主要是由于指数涨跌变化所致。二季度的疫情严重，企业盈利呈压，PE所代表的估值相对滞后于市场预期。

中证500指数PE估值处于历史低位。主要是中证500中的大量周期股处于景气高位，业绩持续性的不确定性较高，市场给与的估值偏低造成的。

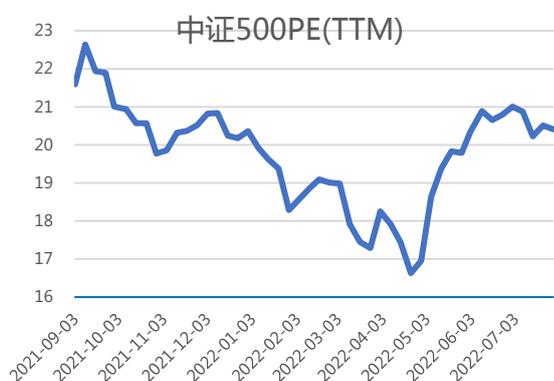
图 23: 沪深300PE

图 24: 上证50PE

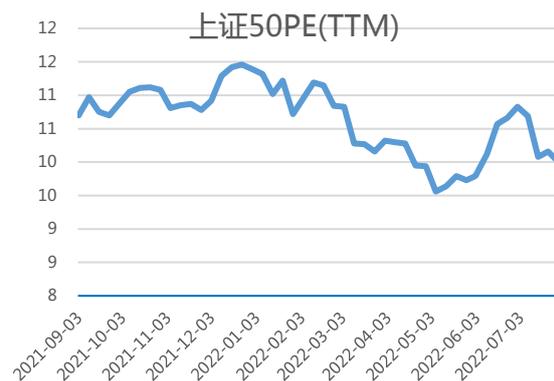


数据来源: Wind、国元期货

图 25: 中证 500PE



数据来源: Wind、国元期货



数据来源: Wind、国元期货

图 26: 中证 1000PE



数据来源: Wind、国元期货

(四)、基差收敛波动降低

上半年由于市场行情较为极端, 期货基差波动较大, 市场情绪变化较快, 也出现了短时期套利机会 7 月份指数波动下降, 基差收敛, 期货市场预期平稳。

图 27: 沪深 300 主力合约现货期货价差



图 28: 上证 50 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

图 29：中证 500 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

（五）、期指后市行情研判

在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，一季度的经济数据实现平稳增长，显示出稳增长措施逐步见到成效。但二季度经济回升的进程受到了疫情的冲击，国内需求端压力增大；出口增长动能有所下降，但依然保持韧性；进口则受到国内疫情的影响同比增速转负。上半年疫情是影响 A 股走势的核心因素。

6 月京沪疫情结束，下半年疫情对国内经济的影响将逐渐淡化，全力进行经济建设，基本面预期将全面好转。外需方面下半年欧美国家面临衰退风险。但国内经济回升仍是行情的主导因素，外需波动只是支线行情。

7 月份经济景气下行、经济恢复过程放缓，市场基本面预期走弱，股指跟随调整。后市市场向下的空间应有限，政治局会议为下半年的经济定调，股市出现系统性风险的概率极低，经济继续恢复增长的概率较大。同时市场投资者的风险偏好有所提升，政策层面上继续稳增长意图也较为清晰。当然也会面临内外部的不确定性。三季度股市或通过指数横盘震荡与板块接力轮动来消化整理上方套牢盘同时等待各种市场预期兑现。年末基本上行趋势确立后 A 股大概率重返上行通道。

三、国债期货大涨

（一）、期债 7 月行情回顾

7 月期债大幅上涨，主力合约价格逼近年内高点。资金面维持宽松，资金利率低于往年同期。7 月份进入传统生产淡季，经济景气度有所下滑。在我国经济回升的过程中仍存在一些风险因素，7 月份部分地产企业商品房交付问题引起市场广泛关注。7 月 28 日中共中央政治局会议后，市场对下半年的经济增长预期转向谨慎乐观。流动性宽松、配置需求旺盛，叠加基本面预期走弱，期债月内大涨。

国债期货 7 月份行情数据如下表：

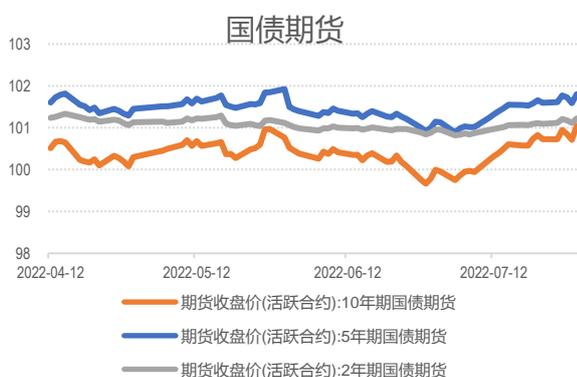
合约	收盘价	月涨跌幅 (%)	持仓量	月增仓	月成交量
----	-----	----------	-----	-----	------

TS2209	101.225	0.27%	53962	8108	509438
TS2212	101.010	0.22%	6081	4855	12614
TS2303	100.825	0.20%	529	164	1466
TF2209	101.800	0.65%	110359	14106	718923
TF2212	101.430	0.63%	15881	10873	37852
TF2303	101.080	0.59%	1055	541	5974
T2209	101.050	1.06%	186633	19637	1346824
T2212	100.525	0.99%	34919	19331	104830
T2303	100.070	0.91%	2177	815	4203

数据来源：Wind、国元期货

7月28日美联储宣布加息75个基点，将联邦基金利率目标区间上调至2.25%至2.50%。这对全球资本市场造成了较大影响。我国货币当局在复杂的国际形势与外部压力下，依然坚持“以我为主”的政策方针。当前由于基本面不强，期债或仍以偏多震荡行情为主，央行货币政策动向或继续充当债市方向性指引。

图 30：期货收盘价



数据来源：Wind、国元期货

图 31：期货 5-10 价差



数据来源：Wind、国元期货

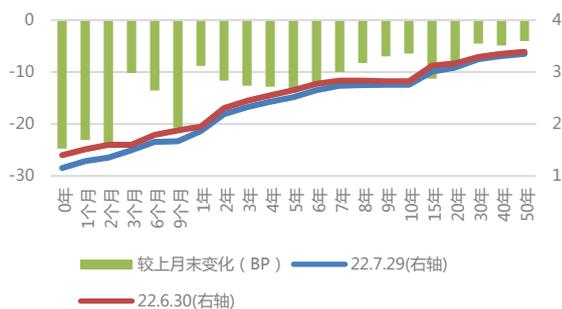
（二）、现货市场上涨

一级市场方面，2022 年 5 月共发行国债 14 只，发行金额 5416.2 亿，较去年 5 月 3766.6 亿上升 1649.6 亿。发行地方债 265 只，发行金额 10628.54 亿，较去年 5 月的 8753.43 亿上升 1875.11 亿。政策性银行债 65 只，发行金额 4071.3 亿，较去年同期的 4155.1 亿下降 83.8 亿。利率债供应水平较去年同期上升，金融体系内资金较为宽松配置需求有支撑。

图 32：国债到期收益率月度变化

图 33：国债关键期限收益率

国债到期收益率变化2022-07



数据来源：Wind、国元期货

二级市场方面，7月份国债收益率曲线整体下行，其中短端由于资金面宽松，下行幅度较大，长端受基本面转弱以及短端下行的带动也有所下行，曲线走陡。10年期国债收益率在2.76-2.84%之间运行，对应10债主力合约价格区间99.61-101.11元，月末收益率为2.76%较上月末下行6BP。5年期国债收益率在2.51-2.70%区间运行，对应5债主力合约价格区间100.73-101.815元，月末收益率为2.51%较上月末下行14BP。2年期国债收益率在2.19-2.35%区间波动，对应2债主力合约价格区间100.725-101.235元，月末收益率为2.19%较上月末下行12BP。5-2年利差、10-5年利差分别上行7.5BP、5.2BP。

图 34：国债收益率 5 年-2 年期利差



数据来源：Wind、国元期货

（三）、资金面宽松

7月资金面继续宽松，资金利率处于低位。月内资金利率低于往年同期水平，利率水平整体较6月份小幅下降，隔夜拆借利率R001日均值较上月下降26BP。7月7天Shibor利率在1.57-1.79%之间，R007利率在1.55-1.80%之间，整体宽松，基本符合市场预期。

目前货币政策处于稳健中性，偏宽松阶段，稳增长的政策意图比较清晰。8月份资金面大概率继续保持平稳充裕。

图 36：7 天资金利率

中债国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

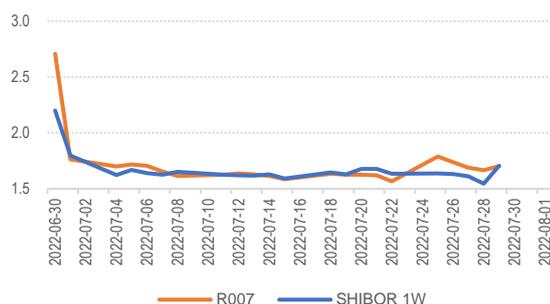
图 35：国债收益 10 年-5 年期利差



数据来源：Wind、国元期货

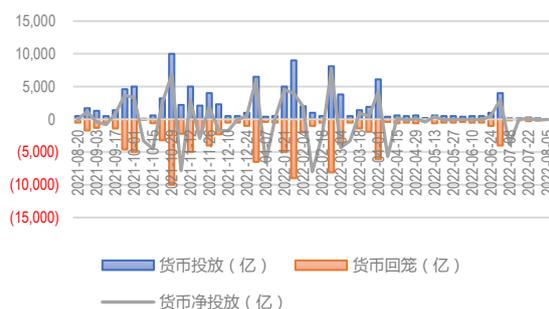
图 37：公开市场操作

7天资金利率走势



数据来源：Wind、国元期货

央行每周公开市场操作



数据来源：Wind、国元期货

(四)、期债后市行情展望

从基本面来看，2022 年全年经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，经济下行压力偏大、工业品价格高位逐渐回落，基本面支撑期债价格处于高位，年内期债价格难以深跌。4、5 月京沪疫情对经济的负面影响较大，基本面预期进一步走弱，为处于今年以来最悲观的阶段。而 6 月份疫情好转之后，稳增长政策延续，市场宽信用预期走强，同时经济回暖后流动性继续宽松的必要性也在下降，压制利率债价格。7 月份经济景气下行、经济恢复过程放缓，市场基本面预期走弱，国债期限皆涨。然整体来看三季度经济疫情大概率较二季度环比好转，继续底部回升的过程。

三季度货币政策大概率保持总量宽松，并采取有效措施引导实体经济融资利率下行。经济数据上来看我国经济已经见底，但下半年的回升过程仍有较多的不确定风险，如地产链收缩、突发疫情、外贸下滑等。期债在价格上有货币总量宽松与经济下行风险仍存的支撑。另一方面市场宽信用预期偏强、经济指标回升、经济回暖后流动性继续宽松的必要性下降，外部主要经济体加息遏制通胀等因素将压制利率债价格。整体判断下半年期债偏多震荡，央行货币政策动向或成为期债方向性指引。

风险提示：

- 1、国内疫情出现反复，防疫政策调整。
- 2、经济增长滑出合理区间，企业盈利大降。
- 3、突发新涨价因素，价格指标大幅走高。
- 4、美联储货币政策变化大超预期。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路1199弄1号楼3层C区
电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路69号未来大厦1410室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区秦岭路15号1103室
电话0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路48号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号网新双城大厦4幢2201-3室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号世基大厦12层
电话：0475-6380818