



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

全球衰退预期加剧 国内需求略显疲软

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



摘要

通胀飙升引发连锁反应，全球经济滞涨风险加剧。欧美各国在 8 月份继续受到能源及食品价格所带来通胀压力，与此同时欧洲央行及美联储皆大力加息收紧货币政策来抑制通胀水平，这也进一步使得欧美国家经济承压。欧美的制造及服务业 PMI 数据外加消费者信心指数均有所滑落，体现了商业活跃度正在下降，同时加息政策也逐渐削弱了企业及消费者的需求水平。然而整体劳动力市场仍有一定韧性且供需不平衡的问题依然存在，不断上涨的工资或将持续抬高通胀端的压力。近期市场对欧美各国 9 月大幅加息的预期不断提高，资产市场受估值下调的影响或先受到一定冲击。

疫情再度反复，内需有待提升。8 月份，我国多地疫情再度反复，对居民经济产生负面影响。社消增速放缓、居民可支配收入增速下滑导致消费需求依旧低迷。固定投资整体有所下滑，基建投资维持高增长，起到支撑作用，房地产进一步的降幅扩大与制造业增速有所下滑是投资增速回落的主要拖累项。在消费和投资需求不足的影响下，工业生产增速水平小幅回落。企业生产库存积压问题仍较严重叠加市场需求恢复偏弱，尤其是地产投资方面的深度调整，可能导致生产增速的持续下滑。展望未来，稳增长的政策基调不变，经济增速目标弱化和增量政策力度有限的背景下，预计后续经济将延续偏弱的修复态势，消费需求逐渐回暖，基建投资有望维持高位，制造业投资维持一定韧性，房地产投资小幅上行。短期内，经济回升趋缓，同时央行降息以降低融资成本，资金环境延续宽松，支撑债市的偏强表现，债市整体形势偏多，后续持续关注宽信用推进程度。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：通胀或有所缓解，但劳动力市场依然火热	4
(二) 英国：经济萎缩，通胀失控	6
(三) 欧元区：能源价格导致通胀飙升，欧洲央行鹰派决心坚定	7
(四) 日本：经济增速小幅回落，货币宽松政策不变	8
二、国内宏观经济回顾展望	11
(一) 季节性因素减弱，景气度水平小幅回升	11
(二) 基建支撑整体固投，高新技术制造业依旧亮眼	12
1. 基建是今年经济增长的重要动力源	13
2. 疫情形势好转下，制造业投资边际改善	15
3. 房屋销售承压，因城施策大概率维持	16
(三) 疫情难以快速缓解，消费恢复较为缓慢	18
(四) 出口超预期多增，内需仍显不足	21
1. 出口维持高增速，供给优势凸显	21
2. 内需修复进程缓慢，进口延续价涨量跌	24
(五) 猪价菜价促使通胀升温，地产疲软影响原材料价格	25
1. 食品项显著上涨，带动 CPI 向 3%警戒线靠近	25
2. 全球经济放缓促使原材料价格下行，PPI 涨幅持续回落	28
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	33
(一) 财政政策：稳就业为主要目标	33
(二) 货币政策：仍将维持宽信用、宽货币	34
免责声明	39

研究报告全部内容不代表瑞达期货

图表目录

图 1 能源价格下调，美国 7 月 CPI 回落.....	4
图 2 劳动力市场恢复状况相对稳定.....	4
图 3 失业率及首次失业金申请均有下滑.....	4
图 4 薪资增速仍存在一定韧性	4
图 5 美国制造/服务业 PMI 表现	5
图 6 消费者信心指数回落	5
图 7 两年/十年期国债收益率倒挂进一步扩大.....	5
图 8 英国通胀水平持续上升	6
图 9 欧元区 PMI 持续下降	7
图 10 消费者信心指数创近期新低	7
图 11 消费者信心指数持续下探	7
图 12 欧元区 PMI 持续下降	8
图 13 消费者信心指数创近期新低	8
图 14 日本 Markit 制造业、服务业 PMI.....	9
图 15 日本进出口同比增速下滑	9
图 16 日本家庭支出同比增速	9
图 17 日本零售销售增速	9
图 18 日本失业率	10
图 19 日本通胀持续上涨	10
图 20 制造业 PMI.....	12
图 21 服务业扩张幅度小幅收窄	12
图 22 制造业 PMI 细分项对比	12
图 23 基建投资细分项	14
图 24 财政收支同比增速及财政赤字.....	14
图 25 制造业投资细分项	15
图 26 新增企业中长期贷款	16
图 27 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）.....	16
图 28 成交土地溢价率：当周值	17
图 29 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）.....	17
图 30 新增居民中长期贷款	18
图 31 社会消费品零售总额增速	19
图 32 批发零售与餐饮业社零总额：当月同比.....	20
图 33 社零总额分项：当月同比	20
图 34 社会消费品零售总额以及居民可支配收入累计同比.....	21
图 35 我国出口同比增速（%）	22
图 36 我国制造业新出口订单指数	22
图 37 我国对主要经济体出口增速（%）	23
图 38 我国进口同比增速（%）	24
图 39 主要进口品金额当月同比增速（%）	25
图 40 核心物价依旧平稳	26

图 41 猪肉、菜价显著上涨带动总体食品价格走高.....	26
图 42 蔬菜价格已从低点回升	27
图 43 原油价格震荡下行	28
图 44 PPI 涨幅持续回落.....	29
图 45 各类生活资料同比涨幅 (%)	29
图 46 生产、生活资料剪刀差持续缩减.....	30
图 47 石油相关行业价格同比涨幅 (%)	30
图 48 房地产市场持续疲软	31
图 49 黑色金属行业价格同比涨幅	31
图 50 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄	32
图 51 公共财政收入同比增速 (%)	34
图 52 地方财政收入同比增速 (%)	34
图 53 社会融资规模存量增速	35
图 54 金融机构各项贷款余额同比增速.....	36
图 55 M1、M2 均有所回升.....	37
图 56 M2-M1 剪刀差缩窄.....	37
图 57 市场利率多次低于政策利率 (%)	38
图 58 存款准备金率 (%)	38

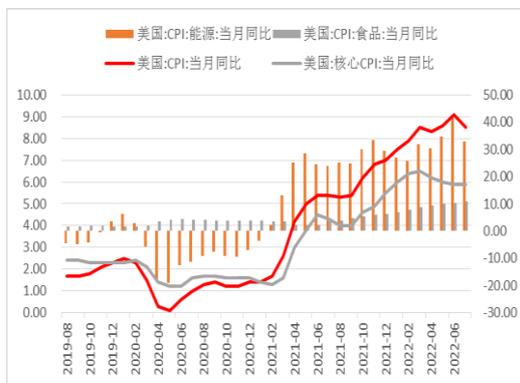
研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

一、国外宏观经济回顾展望

(一) 美国：通胀或有所缓解，但劳动力市场依然火热

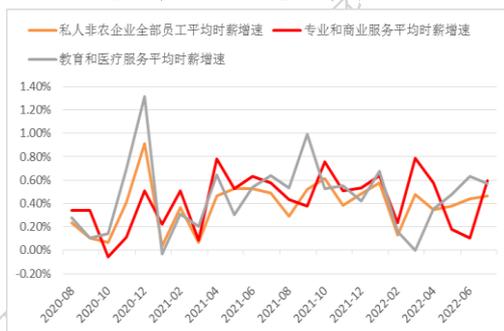
美国 7 月 CPI 数据在原油及大宗商品价格下降的助力下有所回落，7 月 CPI 同比上涨 8.5%，低于市场预期的 8.7%，较前值的 9.1% 大幅回落。而核心 CPI 同比增长 5.9%，低于市场预期的 6.1%，与上个月的数据持平。在 7 月 CPI 数据中能源价格在需求缓解的影响下明显回落，而受高利率的影响，总体房市衰退也使住房价格有所下降。

图 1 能源价格下调，美国 7 月 CPI 回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 失业率及首次失业金申请均有下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 劳动力市场恢复状况相对稳定



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 4 薪资增速仍存在一定韧性

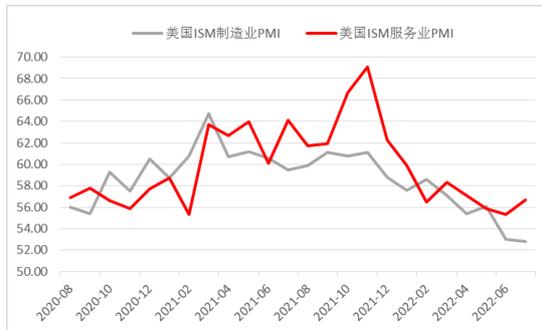


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

美国 ISM 公布的 7 月制造业 PMI 为 52.8，较前值 53.0 有所回落，同时新订单指数下滑至 48.0。而服务业 PMI 则为 56.7，较前值 55.3 有所上涨。7 月零售销售环比增长 0%，低于市场预期的 0.1%，但扣除汽车及汽油的外的零售销售环比上涨 0.7%。而 8 月消费者信心指数则为 55.1，远超预期的 52.5 且为近 3 个月新高，同时 8 月消费者通胀预期为 4.8%，

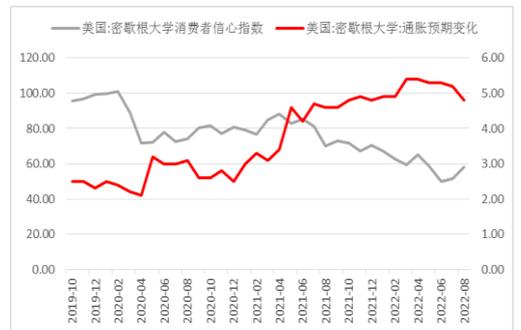
较前值 5.2%有所回落。这些数据虽然侧面反映了美联储货币政策的缩紧正逐渐影响美国经济，但薪资水平的上涨或给予消费水平或将保持一定韧性。

图 5 美国制造/服务业 PMI 表现



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

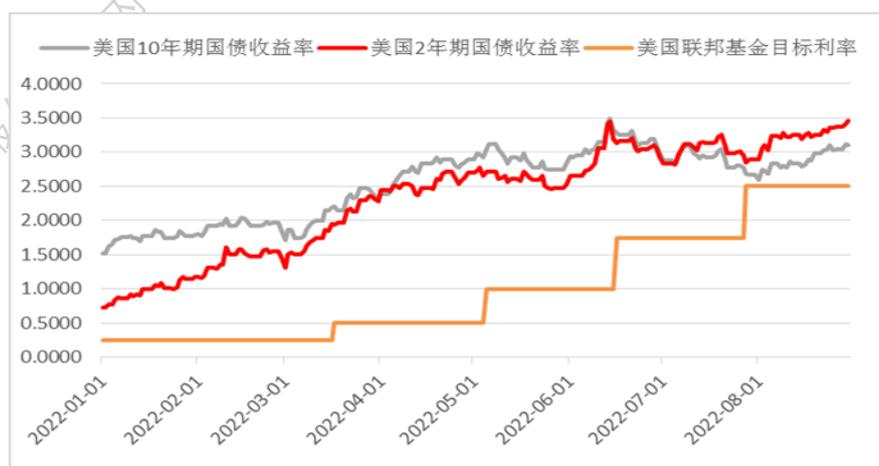
图 6 消费者信心指数回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

7 月 CPI 数据的回落及其他经济指标皆暗示着美国经济正在逐步衰退，然而美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议释放鹰派信号表示通胀水平仍处于高位而美联储将承担稳定价格的责任。他同时提到尽管过度加息会对经济造成伤害但美联储仍将坚定执行货币政策紧缩的计划来抑制通胀。而在鲍威尔的演讲过后，CME FedWatch 上市场对美联储 9 月加息 75 个基点的预期也上升至了 70%，两年/十年期美债倒挂曲线的进一步扩大也体现了投资者对经济衰退的担忧正在加深。在高利率及低增长的宏观环境下，美国公司盈利能力将大打折扣，同时投资者对资产的估值也将有所下调，美国股市或将承压下行，而美元则将受惠于美联储货币政策的紧缩获得上行支撑。

图 7 两年/十年期国债收益率倒挂进一步扩大

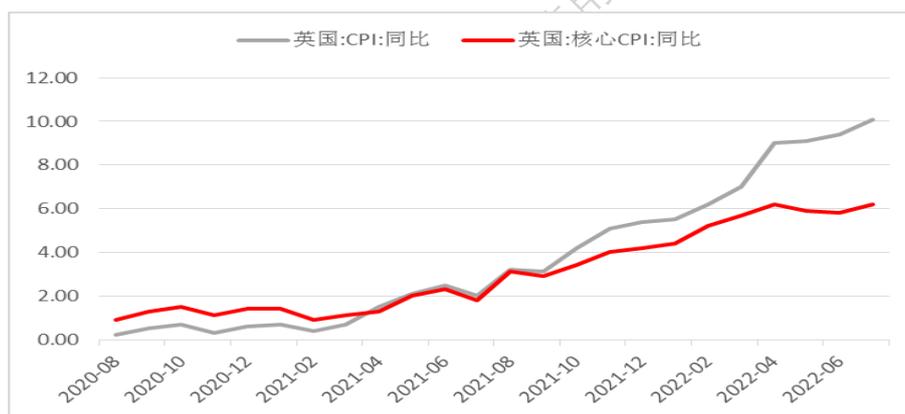


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

（二）英国：经济萎缩，通胀失控

本月公布的英国二季度 GDP 同比增长仅为 2.9%，较前值 8.74% 有大幅回落。更为糟糕的是英国 7 月 CPI 同比增长 10.1%，前值 9.4%，核心 CPI 同比增长 6.2%，前值 5.8%，CPI 增幅达到双位数的同时也创下了 1982 年 2 月以来的新高。在俄乌地缘冲突尚未平息的影响下，食品及能源价格给英国普通民众的日常生活带来了庞大的压力。为了抑制通胀水平，英国央行也在本月初如市场预期大幅加息 50 基点，将政策利率由 1.25% 提高至 1.75%，本次的加息力度也创下了英国 1985 年后的最大记录，而市场预期英国央行将在 9 月份继续加息 50 基点。然而本次的激进加息却不一定能在短期内抑制高涨的通胀继续上升，同时英国央行预计通胀率在年底将超过 13%，而经济衰退也将从第四季度开始持续至 2024 年年初。

图 8 英国通胀水平持续上升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

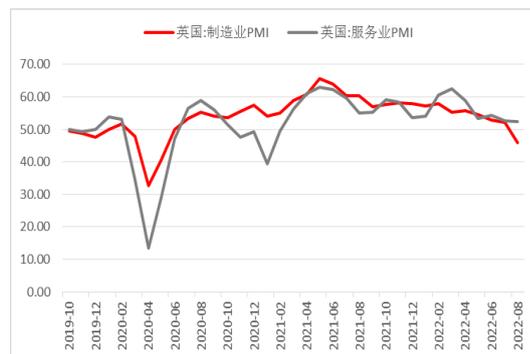
在先行指标方面，英国 8 月制造业 PMI 指数为 46.0，较前值 52.1 大幅下降，服务业 PMI 指数为 52.5，与前值 52.6 接近。而在就业及薪资方面，在截至 7 月的三个月里，英国空缺职位数量减少了 1.98 万，至 127 万，但除去奖金和通胀调整后的实际工资在二季度下降了 3%，为 2001 年后的最大降幅。在能源价格上涨的高通胀环境下，英国 8 月消费信心指数下降至 -44，前值 -41，创下了 1974 年以来的最低水平。制造业指数的明显下滑或暗示经济活跃度已开始有所下降，而消费者信心指数则充分体现了通胀价格给英国民众的日常生活所带来的压力。同时能源的消耗在即将到来的冬天或持续增长，外加俄乌地缘冲突的影响，英国民众或将在下半年继续饱受高通胀所带来的折磨。

图 9 欧元区 PMI 持续下降



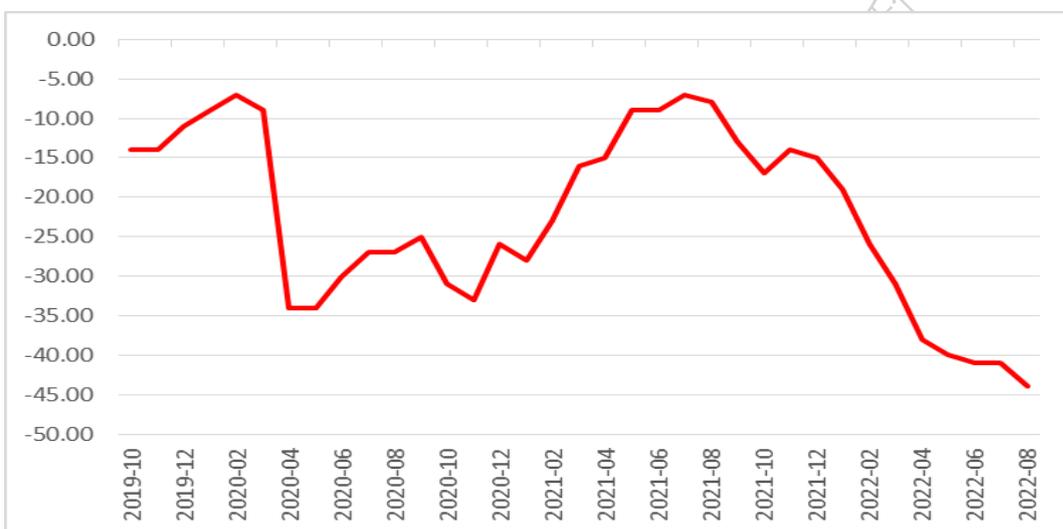
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 10 消费者信心指数创近期新低



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 11 消费者信心指数持续下探

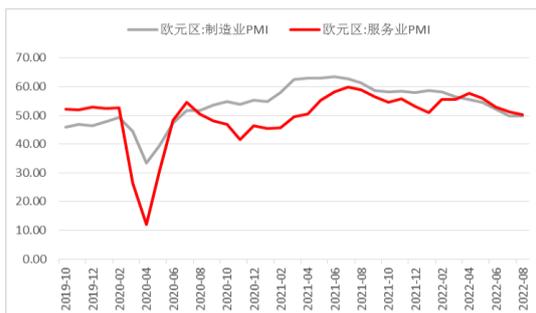


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

（三）欧元区：能源价格导致通胀飙升，欧洲央行鹰派决心坚定

欧元区7月调和CPI同比增长8.9%，继续创造历史新高，高于预期的8.7%以及前值的8.6%，而核心调和CPI同比上升4.0%，稍高于预期的3.9%以及前值的3.7%。本次欧元区通胀水平的上升同样离不开能源价格的影响，7月欧元区能源价格同比上涨了39.7%，但增速略低于6月的水平。细分国家来看，西班牙物价同比上涨10.8%，德国物价同比上涨8.5%，意大利物价同比上涨8.4%，法国物价同比上涨6.8%。尚未缓解的俄乌冲突持续抬高欧洲的能源及食品价格，而除了通胀所带来的压力外，欧洲经济也正在进一步衰退。

图 12 欧元区 PMI 持续下降



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 13 消费者信心指数创近期新低



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

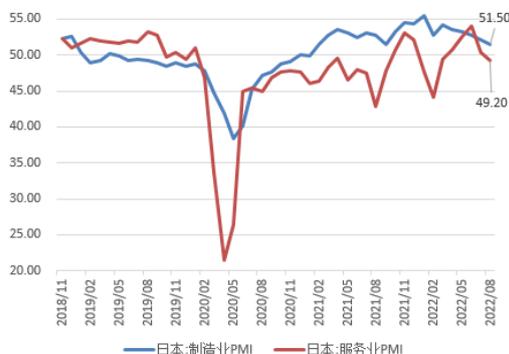
为应对即将到来的冬天，欧盟已开始采取囤气计划来防止电价持续飙升。除此之外，欧洲央行在近期也不断对外释放鹰派言论，在上月超预期加息 50 基点后，欧洲央行决策者或视情况在 9 月大幅加息 75 基点，而彼时欧洲央行基准利率则会上升至 0.75%，达到 2011 年 11 月以来的最高水平。但倘若欧洲央行持续大幅加息，欧洲多国经济将在本就不景气的情况下承担额外的负担。近期衡量欧洲风险的关键指标——德国和意大利的 10 年期国债收益率相差值已接近 230 个基点，直逼 2011 年 7 月主权债被下调评级时的水平，这也反映了欧元区部分国家目前的经济基础薄弱，欧洲央行进一步的升息或引发出乎意料的负面反应。

(四) 日本：经济增速小幅回落，货币宽松政策不变

日本经济增速降温，贸易逆差进一步加剧。日本 8 月制造业 PMI 初值由上月的 52.1 继续下降至 51.5，是去年 9 月以来最慢的增长速度。由于大宗商品价格飙升和供应中断带来的压力导致产出及新订单收缩，制造业生产水平再次收缩，日本在疫情后离稳健的经济复苏仍有一段距离。8 月服务业 PMI 初值降至 49.2，跌破 50 荣枯线，为 2 月份以来最低水平。日本经济仍在努力获得动力，特别是在本月每天的新冠肺炎感染病例飙升至新纪录的情况下，这加剧了人们对消费支出及其对服务业影响的担忧。进出口方面，得益于钢铁和矿物燃料的强劲需求，日本 7 月出口额同比增长 19.0%，连续 17 个月实现增长，较 6 月份小幅回落 0.2 个百分点。而在原油价格因素的影响下，日本 7 月进口额同比增长 47.2%，较 6 月份上升 1.1 个百分点，整体仍保持在相对高位。贸易逆差录得 1 万 4368 亿元，赤字金额创下自 1979 年以来的历年同期最高值。整体来看，由于高通胀正在抑制海外需求的增长，日本未来几月的出口增速仍将面临下行压力。需要注意的是，日元的持续贬值在一定

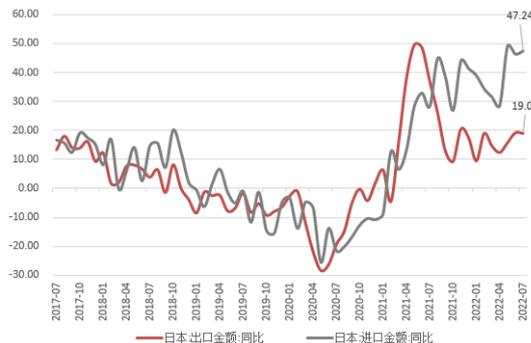
程度上利好出口，但也可能同时加剧日本能源价格上涨，导致未来几月的贸易逆差加剧。

图 14 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 日本进出口同比增速下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

日本内需动能依然疲弱，能源进口通胀上涨。7 月零售销售同比增长 2.4%，前值 1.5%，消费支出总体较为疲软。日元贬值给较为依赖进口的日本物价带来上行压力，日本 7 月 CPI 同比增长 2.4%，连续 11 个月同比上升，能源价格高位运行仍是推升 7 月物价的主要因素。

日本央行维持现行宽松政策，日元延续走弱趋势。8 月 31 日，日本央行政策委员会成员 Junko Nakagawa 表示，该行将继续实施货币宽松政策，直到实现可持续的薪资增长和物价上涨。尽管近几个月消费者通胀率超过了日本央行 2% 的目标，但 Nakagawa 说，这还不足以实现央行的目标。她在一次演讲中表示：“我们的目标是通过放宽货币条件来促进企业利润的增长和劳动力供求的改善，并创造一个工资和物价以可持续方式增长的良好经济循环。”

图 16 日本家庭支出同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 日本零售销售增速



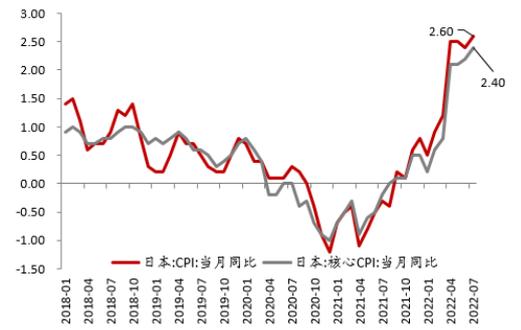
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 日本失业率



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 19 日本通胀持续上涨



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流使用, 不构成任何投资建议

二、国内宏观经济回顾展望

（一）季节性因素减弱，景气度水平小幅回升

7月份由于传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素影响，我国官方制造业 PMI 表现较弱，随着季节因素减弱，8月份 PMI 小幅回升，录得 49.4，比上月上涨 0.4 个百分点，但仍位于临界点以下，恢复基础尚需稳固。需求总体较弱仍是关键问题。新订单指数较上月上升 0.7 个百分点，生产指数与上月持平录得 49.8，供需两端指数仍位于收缩区间，复苏进度较为缓慢。持续的高温叠加疫情形势在 8 月份有所严峻，是制造业生产收缩的关键因素，四川等地限电也带来了一定影响；而新一轮的稳经济政策驱动，生产端小幅好转，但仍低于荣枯线，内需不足的问题仍待解决；新出口订单已连续十六个月处于收缩区间，外需压力较大；在能源供给冲击、高通胀、货币政策加速收紧等多重因素的冲击下，全球经济衰退预期不断抬升，价格指数低位回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别较上月上升 3.9 和 4.4 个百分点。除此之外，大、中型企业 PMI 有所回升，而小型企业生产经营压力依旧大。并且，制造业及非制造业从业人员指数依旧处于收缩区间，“稳就业”压力较大，仍是接下来政策的关键目标。

8 月份全国疫情新增数量有所增加，对服务行业产生影响，景气度小幅回落至 51.9，较上月下滑 0.9 个百分点。而建筑业受高温影响，较上月回落 2.7 个百分点至 56.5，符合季节规律。建筑业 PMI 持续处于很高景气水平，表明当前基建投资稳增长力度较大，有效对冲了房地产投资下滑带来的影响。

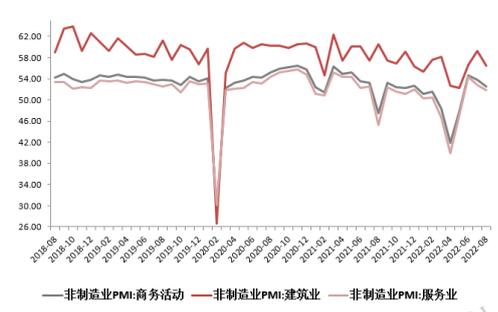
总的来看，目前我国经济下行压力依旧比较明显，内需疲软是关键。后续随着高效疫情防控政策的落实以及复工复产的推进，叠加一揽子稳增长政策逐步显效，我国经济料企稳回升。并且从价格指数上看，通胀压力总体依旧可控，但需要注意的是，就业压力增大，后续政策目标仍要以稳就业为主。随着气候转暖，建筑业施工进度或将继续加快，在基础设施建设持续推进的背景下，为稳增长提供有力支撑。

图 20 制造业 PMI



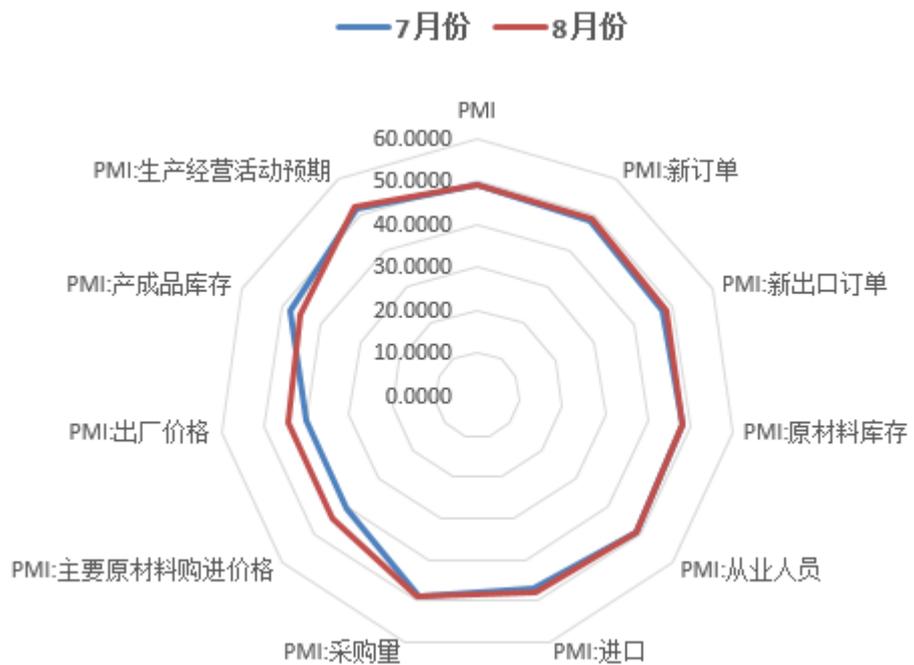
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 21 服务业扩张幅度小幅收窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 制造业 PMI 细分项对比

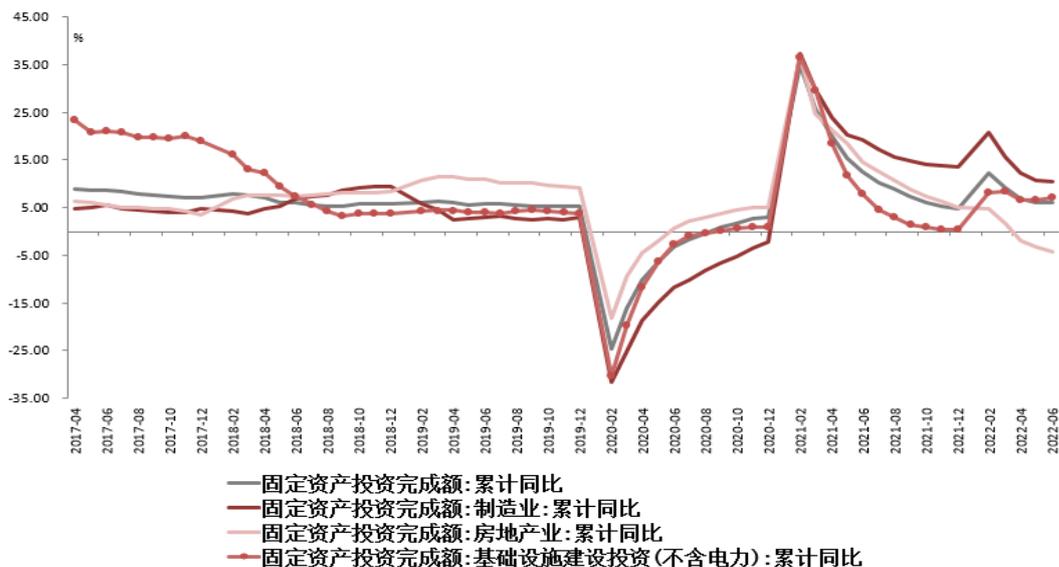


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(二) 基建支撑整体固投，高新技术制造业依旧亮眼

今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。直至七月，固定资产投资同比增长 5.7%，涨幅小幅放缓。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅延续扩大趋势。在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

图 37 固投累计同比增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

1. 基建是今年经济增长的重要动力源

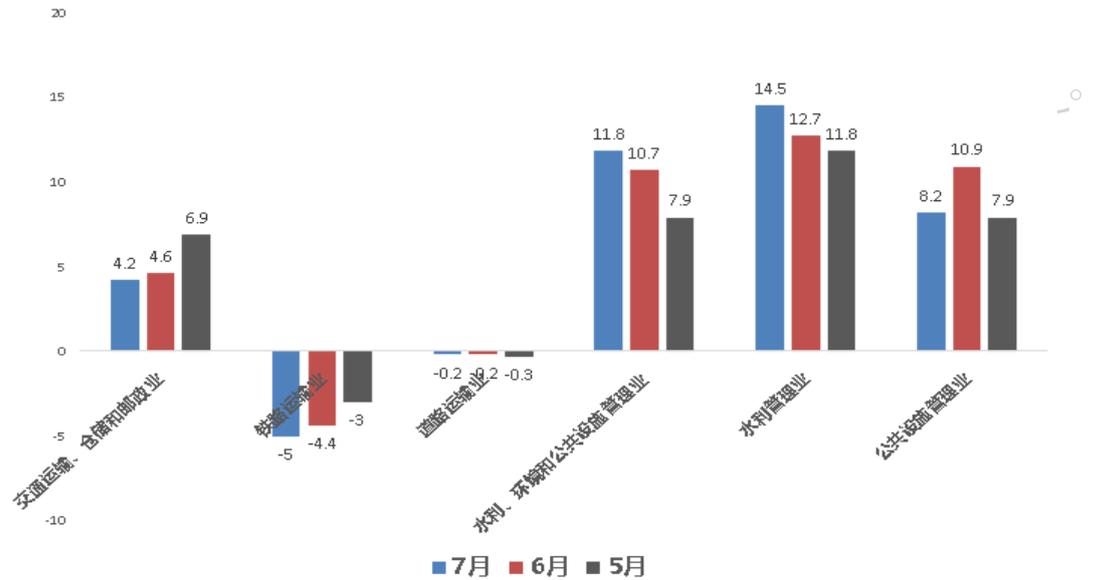
七月基建投资增长 7.4%，高于六月的 7.1%，延续上涨态势，政策因素带动较为明显。水利和公共设施管理业延续六月份较快增长的态势，稳中向好，是基建增长的核心力量。但需要注意的是，新一轮疫情反复和极端高温天气将对基建施工进度产生拖累。

基于今年财政政策前置这一背景，2022 年新增地方专项债已发行基本结束，后续由于缺乏了大规模政策性资金流入，基建投资增速或有所回落。就目前数据看来，完成全年 5.5% 的经济增长仍有些许差距，因而作为传统重要抓手的基建，接下来政府仍有提前下达明年新增专项债额度的可能，从而达成稳经济这一目标。

8 月 24 日，国常会部署了稳经济一揽子政策的接续政策措施，再次明确了基建的重要地位。会议增加了 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度；依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，对用好专项债务限额做出了明确回应，下半年仍会有新增专项债发行。结合政治局会议提出的 8000 亿元的新增基建信贷额度和 3000 亿元金融工具，下半年基建增速超预期的可能性较大。考虑到专项债发行到资金使用一般不超过六个月，三季度基建产业链对经济的支撑有望见效。预计全年基建增速将表现较好，若之后提前下达明年新增专项债额度，那么基建增速将进一步走高，或达两位数涨幅。需要注意的是，此轮基建投资显著上涨有别于 2009 年四万亿投资，新基建对于工业品价格的支撑或有所弱化。并且下半年

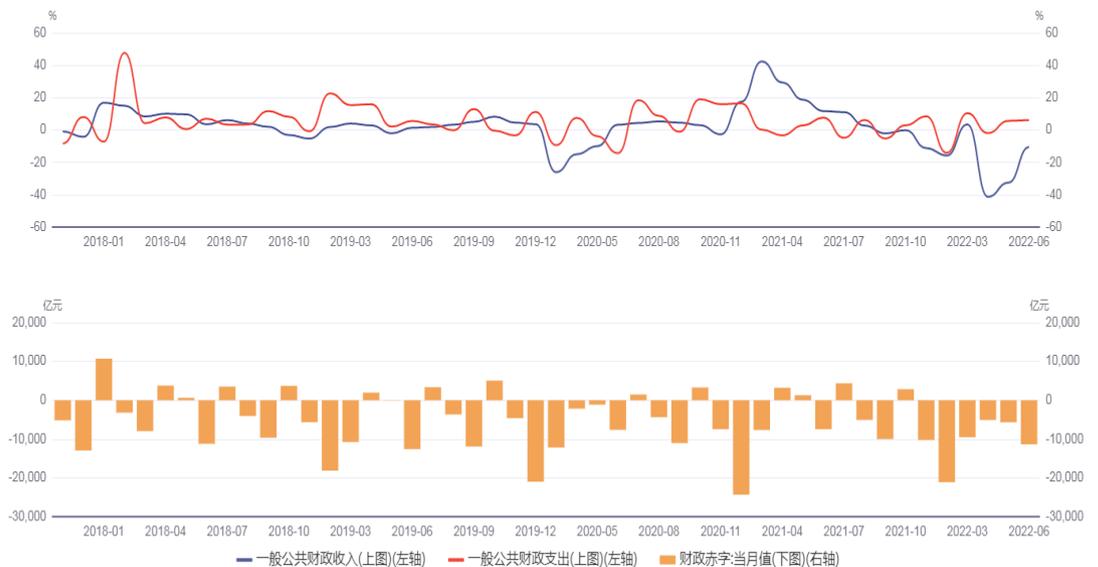
财政收入受留抵退税影响总体表现较为疲软，财政赤字空间有限，下半年财政端或面临较大压力。

图 23 基建投资细分项



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 24 财政收支同比增速及财政赤字

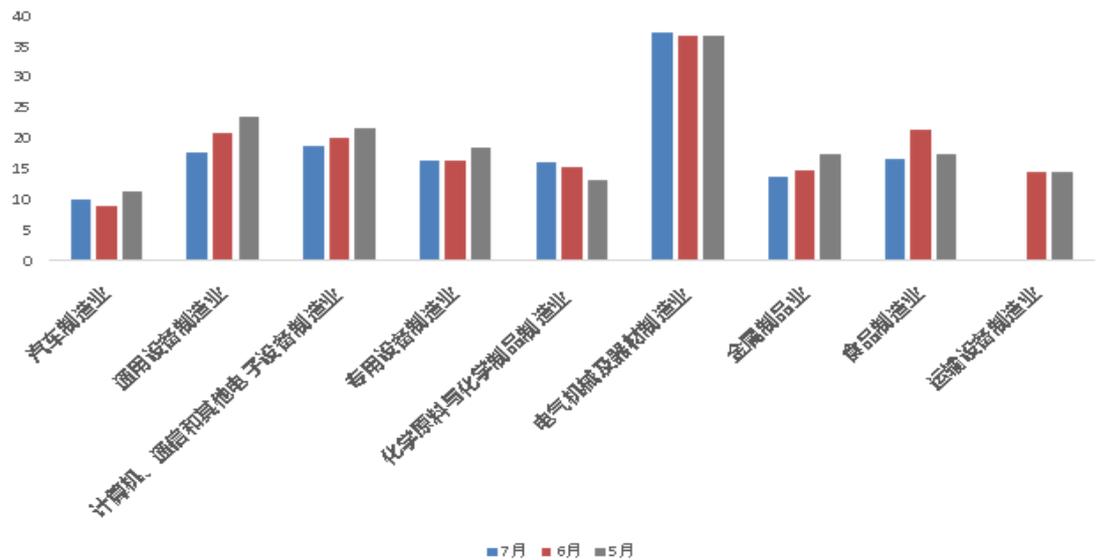


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

2. 疫情形势好转下，制造业投资边际改善

基数效应减弱使得制造业投资有所下行。七月制造业投资增长 9.6%，较上月小幅下降 0.8%，随着库存周期进入主动去库存阶段，叠加去年同期基数上行，制造业投资增速自高位回落。高技术产业投资依旧亮眼，同比增长 20.2%，高于固投资增速 14.5 个百分点，是推动经济结构转型升级的重要驱动力。

图 25 制造业投资细分项

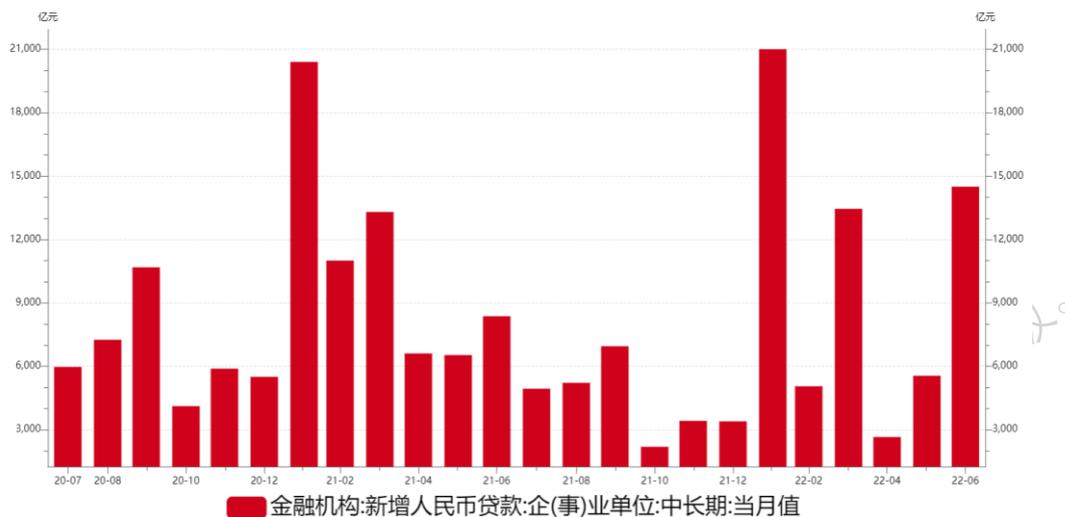


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

企业经营信心减弱，投资意愿不强，这在本月企业中长期贷款数据中也有所体现。随着疫情反复，尸体经济需求不振，七月短期和中长期贷款双双回落，说明实体企业当前企业投资意愿低迷，经济修复基础尚不稳固。但总体来说，制造业投资数据仍处于高景气区间，主要因为三点：一是出口维持高景气。我国替代效应持续作用仍支撑着我国外贸；二是高新技术行业队整体制造业的支撑。三是稳增长相关政策抬逐步落实。如国务院 523 会议推出了 6 方面 33 项稳经济措施，抬升企业生产信心。

在经济复苏基础尚不牢固的背景下，接下来制造业投资仍是固投主要动力，高新技术行业是重心。年初制造业增速大幅上行，有包括去年同期基数较低的原因。随基数效应消退，外加新一波疫情多点多地反复或对局部地区造成负面影响，整体制造业投资上行空间或受到制约。

图 26 新增企业中长期贷款

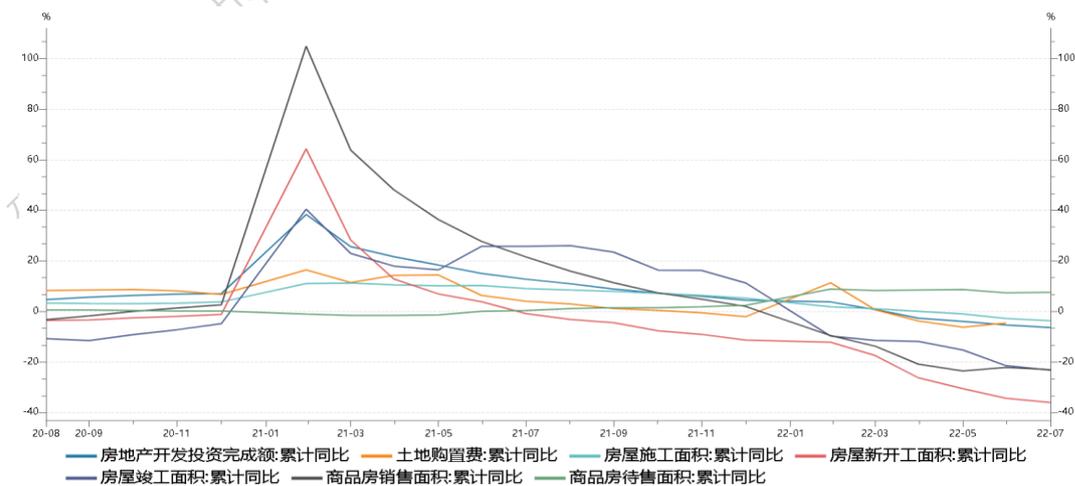


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

3. 房屋销售承压，因城施策大概率维持

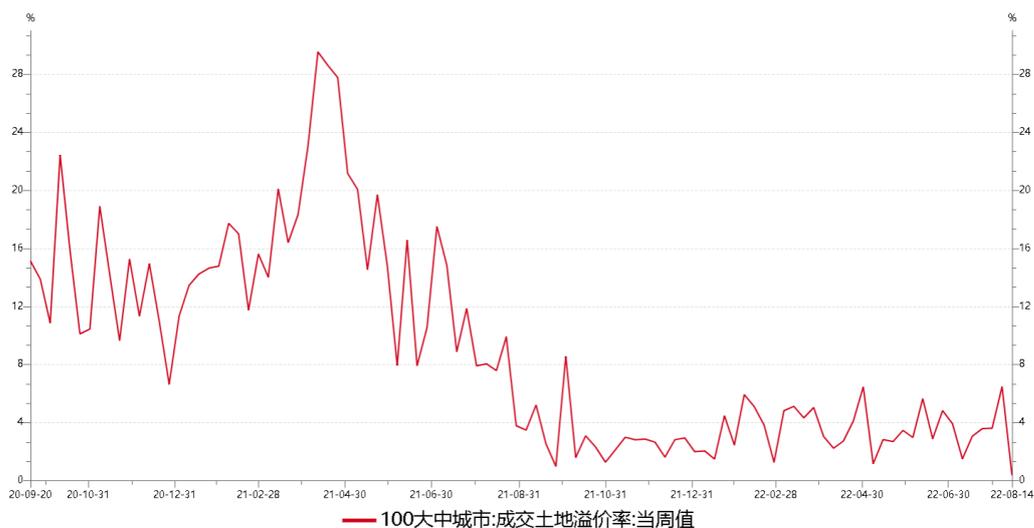
七月我国房地产开发投资下降 6.4%，连续四个月负增长且降幅持续扩大。商品房销售面积、购置土地面积、施工面积、竣工面积、新开工面积等指标累计同比降幅均有所扩大，可能与七月中旬的断贷事件有关。截至 8 月 14 日，土地成交溢价率均值也回落至 2.87%，此前五六月份均值分别为 3.3%、4.35%，溢价率均值的回落反映出房企拍地需求减弱，地产市场降温。

图 27 房地产投资下行压力仍大 (分项累计同比)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

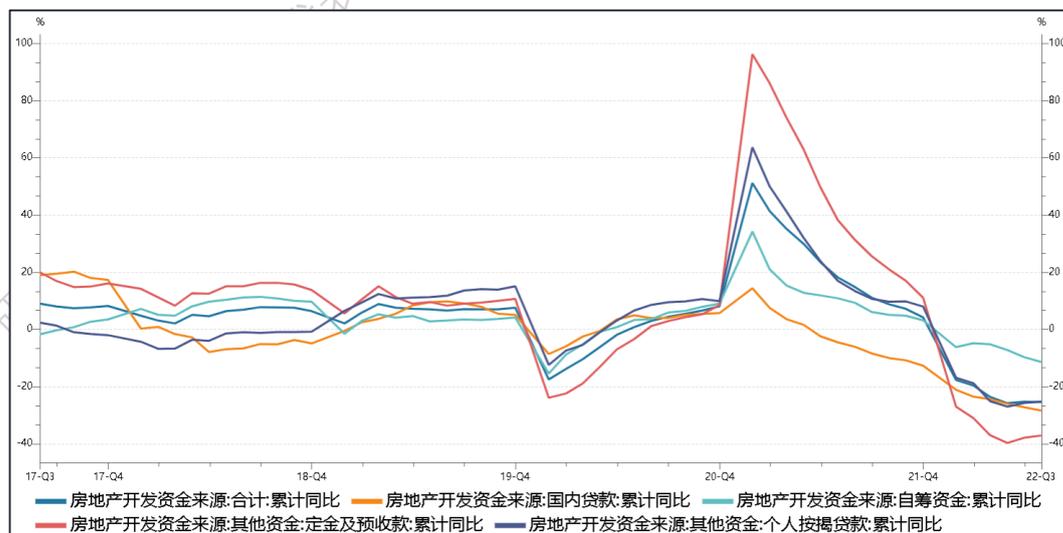
图 28 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

七月我国房地产开发资金同比下降 25.4%，连续四个月到达 20 个点以上的降幅，房地产市场较为冷清。从具体分项中可以看到，来自个人贷款以及银行贷款的同比降幅分别为 25.2%、28.4%，房企面临的资金压力依然不小，侧面反映出居民购房的意愿不强，居民更愿意将资金放在储蓄上，这一点也可以从本月的新增居民中长期贷款数额得到印证。

图 29 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）

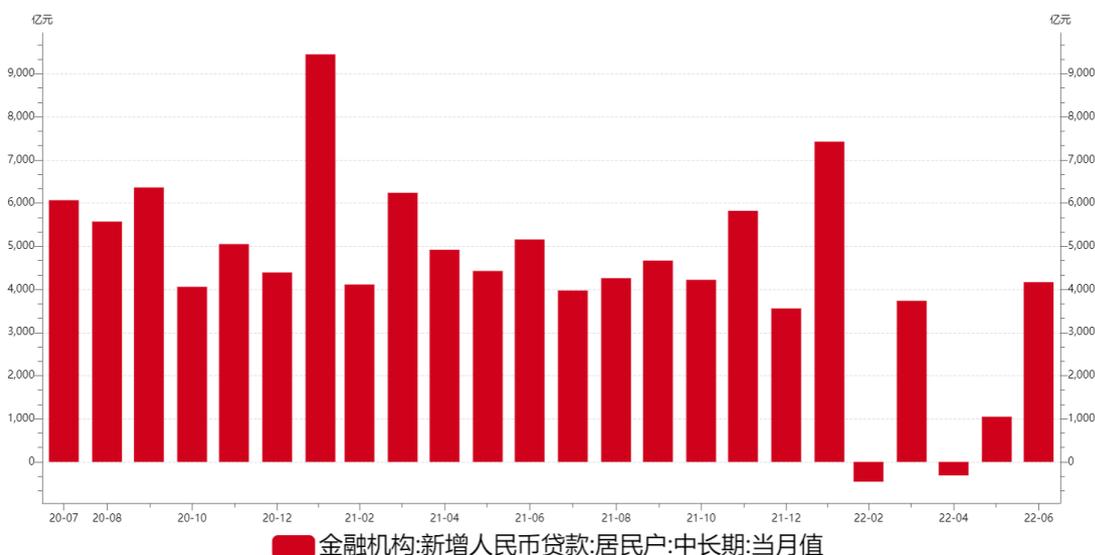


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

政策端需进一步发力，因城施策持续实施。此前，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”原则，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定个人住房贷款利率加点下限。这一政策的逐步见效，将为房地产市场保驾护航。

总体来看，七月份房地产投资表现延续弱趋势，多指标均下行，使得房地产市场持续承压。8月15日MLF利率已下调10bp，5年期LPR也超预期下调15bp，叠加各地因城施策优化楼市调控的节奏逐渐加快，地产行业有望企稳。但从金融数据来看，居民购房意愿依旧较弱，预计下半年地产投资增速将继续低位运行，但大幅度回升的可能性不大。

图 30 新增居民中长期贷款

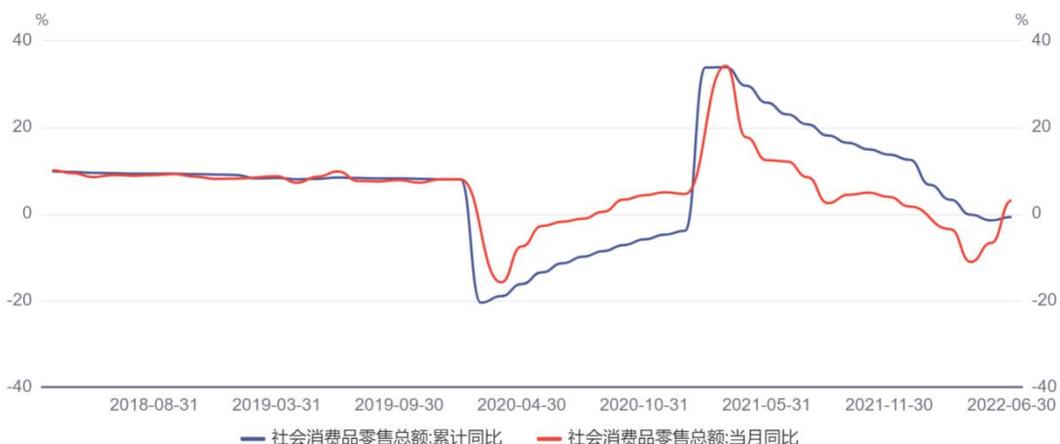


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）疫情难以快速缓解，消费恢复较为缓慢

自2020年疫情爆发以来，我国推出了许多促消费政策，其中在商品端主要聚焦于汽车和家电两类商品。工具方面包括消费券、购买补贴，减税等。此外还有众多促进餐饮消费的举措。从数据来看，7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，较6月增速回落0.4个百分点，显著低于市场预期5.3%，消费复苏态势有所减弱。总体来说，我国消费依旧较弱，距疫前仍有一定距离。

图 31 社会消费品零售总额增速



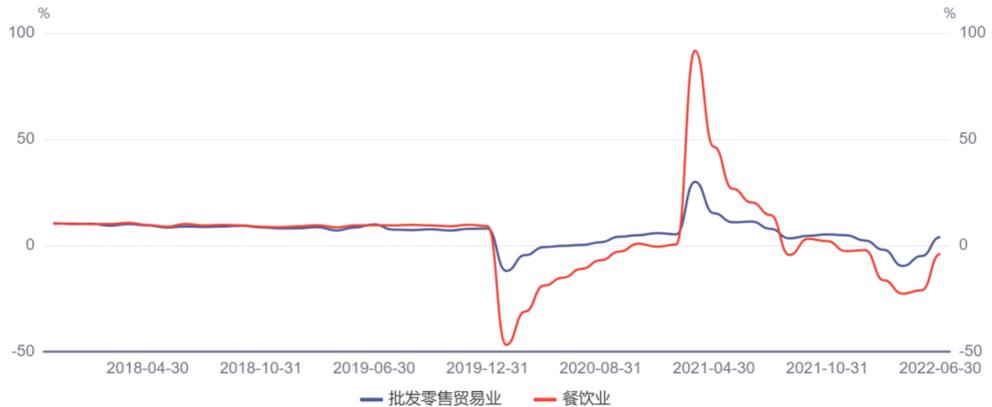
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

具体来看, 7月商品零售同比增长3.2%, 增速回落0.7个百分点。进入夏季以来, 疫情持续影响了居民的消费信心, 7月商品零售同比增速略有回落。餐饮收入同比下降1.5%, 降幅收窄2.5个百分点。二季度以来, 疫情反复再度对消费形成限制, 其中对餐饮收入的抑制有所减弱, 但仍较为显著。在精准疫情防控政策实施背景下, 居民暑期外出旅行和就餐等活动增多, 居民餐饮消费需求持续恢复, 餐饮收入同比降幅继续收窄。

从限额以上企业商品零售分类数据来看, 鼓励汽车消费政策的实施使得汽车零售额维持较快增长, 同比增长9.7%; 而由于房地产偏弱, 相关行业表现较差, 家具和装修材料零售额分别同比下降6.3%、7.8%, 表现仍然较差。其他商品中, 消费升级类商品增势较好。金银珠宝类商品消费同比上涨较为显著, 表明居民消费或有一定避险情绪。

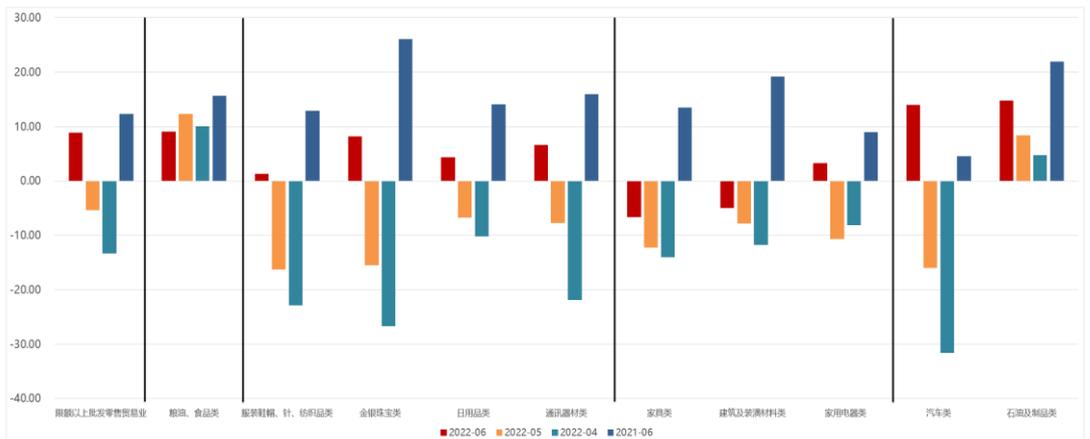
接下来, 国内疫情局势预计较难快速解决, 预计8月消费修复步伐仍将进一步放缓。而在疫情形势有所反复, 叠加国内内需修复缓慢, 居民可支配收入增速亦进一步放缓, 消费恢复进度或较慢。

图 32 批发零售与餐饮业社零总额：当月同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 33 社零总额分项：当月同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

收入支出角度来看，上半年，全国居民人均可支配收入 18463 元，同比增长 4.7%，扣除价格因素实际同比增长 3.0%，上半年实际同比增长较一季度增速下降 2.1%；同时全国居民人均消费支出 11756 元，扣除价格因素实际仅增长 0.8%，上半年居民消费增速较一季度大幅下降 4.9 个百分点，其中，城镇居民人均消费支出甚至下降了 0.9%。此外，二季度央行储户问卷调查中的“更多储蓄占比”持续上升至 58.6%，创下近年来新高。受到疫情较大冲击居民消费意愿受损明显，家庭消费更为谨慎。当前居民消费信心、消费意愿、消费能力、收入预期等方面受疫情冲击短暂下降，对消费增速短时间内快速修复带来较大负面影响。

图 34 社会消费品零售总额以及居民可支配收入累计同比



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(四) 出口超预期多增，内需仍显不足

1. 出口维持高增速，供给优势凸显

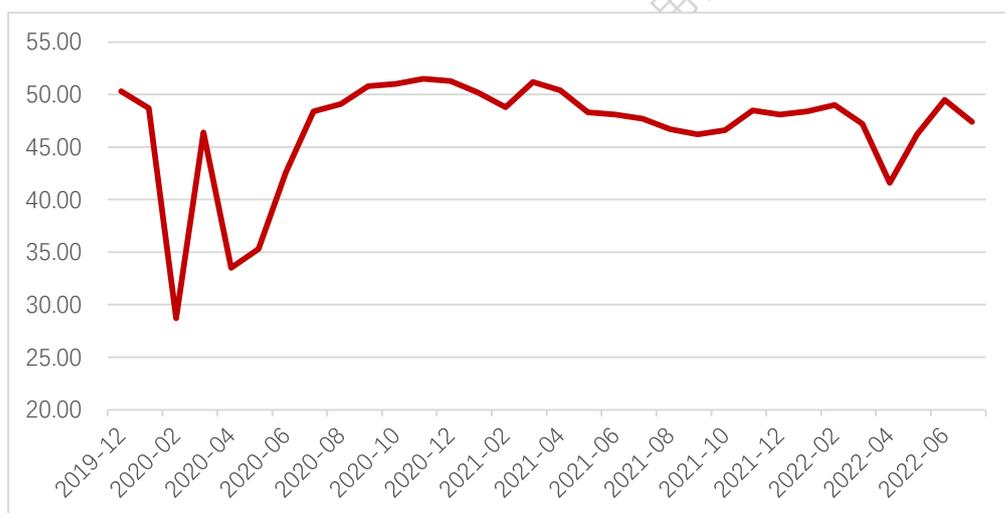
我国 7 月出口金额为 3329.6 亿美元，前值 3312.64 亿美元，同比增长 18%，增速再度高于市场预期，较 6 月同比增速继续小幅上升。增速再次超预期，在我们看来有两点原因：一是新兴经济体的需求持续大幅改善对我国出口份额形成一定替代效应，但同时也拉动了这部分经济体对我国的外需，对冲我国对欧美国家出口需求的回落。二是从 7 月的主要出口产品量价拆分来看，出口价格对 7 月出口增速支撑明显，一定程度上也印证了 7 月出口增速与 7 月 PMI 新出口订单指数出现背离。

图 35 我国出口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

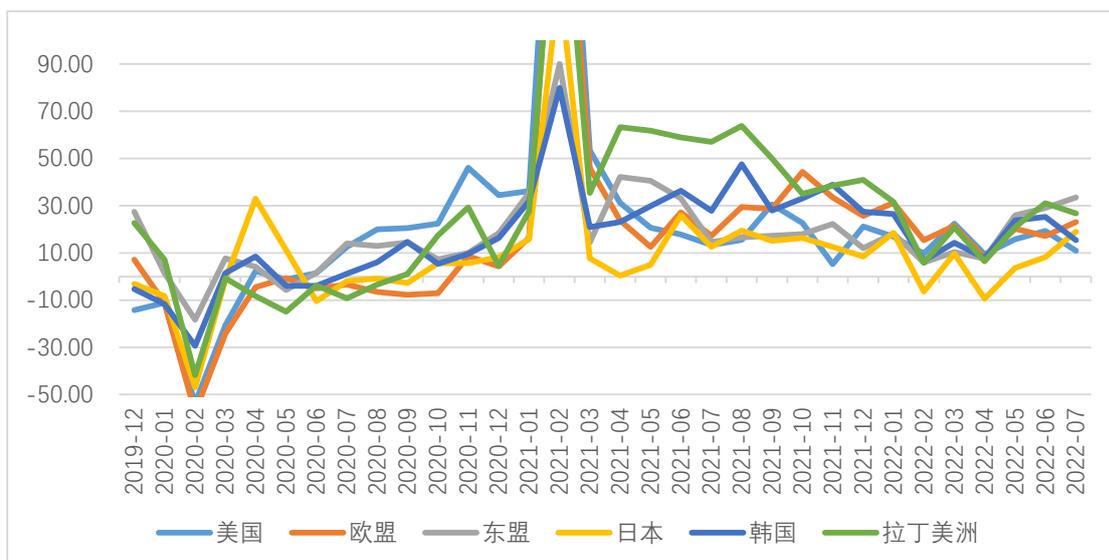
图 36 我国制造业新出口订单指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，中国对欧盟、日本出口增速有所上升，对美国出口明显回落，同时，对新兴经济体出口延续偏强。7月我国对美国出口增速回落 8.35 个百分点至 10.97%；对东盟出口增速回升 4.45 个百分点至 33.49%；对日本出口增速回升 10.77 个百分点至 19.02%；对欧盟出口增速回升 6.05 个百分点至 23.17%。东盟依然是我国出口保持强劲的重要支撑，对印度和巴西的出口增速回升显著，主要是由于新兴经济体的工业生产快速修复带动需求走强；发达国家中，对日本出口增速上升幅度较大，而对美国出口增长放缓，一定程度上受到美国制造业需求逐渐走弱的影响。

图 37 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看，7月机电产品仍是我国出口整体增速的主要贡献项，但手机、电脑等电子设备出口增速较6月有所回落。7月铝材和钢材出口增速受海外生产下行影响较6月有所下滑，但仍维持高位。除此之外，出口表现较好的主要是鞋靴箱包等传统消费品，劳动密集型产品仍表现较好。值得注意的是，从量价拆分角度来看，7月制造业PMI新订单指数回落至荣枯线以下，而出口商品价格指数持续攀升，我们认为价格因素仍然是支撑出口增速保持高位的重要因素。

总的来看，随着疫情扰动弱化、复工复产持续推进以及稳外贸政策的不断落实，我国7月出口增速再度超预期走高，新兴经济体接力欧美国国家支撑我国出口保持韧性。展望未来，供给优势支撑着中国出口竞争力，替代效应持续作用将使我国出口保持强劲。但值得注意的是，海外通胀高企和货币政策收紧的背景下，全球经济体需求或显示下行趋势，将对我国出口增速形成一定压力。同时，大宗商品等原材料价格普遍回落或将导致我国大宗商品出口增速也有所回落。综上，下半年出口增速或呈现下行趋势，但中国在全球出口份额仍将维持一定韧性。

2. 内需修复进程缓慢，进口延续价涨量跌

7 月份，我国进口（以美元计）单月同比增长 2.3%，预期增长 4.5%，前值增长 1.0%。结构上看，汽车、机电以及高新技术产品种类同比降幅有所收敛，铁矿砂、原油以及成品油同比延续下行。分产品来看，由于当前大宗商品价格短期反弹，主要进口产品价格上涨，数量回落的情况尚未得到改善，价格仍然是进口整体金额增长的主要来源。数量方面，7 月原油、煤、天然气、塑料等主要进口大宗产品数量同比仍处在负区间，分别为-9%、-22.1%以及-7%。主要进口农产品大豆进口数量亦小幅回落。铁矿砂同比小幅增长。价格方面，7 月天然气、动力煤等主要进口大宗产品价格涨幅环比回落，分别为 36%以及 65%，总体仍处高位，油价同比上涨 53%，环比亦呈现下行。铁矿砂价格同比有所下降，同比跌幅 37.57%。6 月进口价格指数上涨 14.3%，数量下跌-8.3%，价格是进口增速的主要来源，而 7 月进口数据仍在延续 6 月的量价特征，价格仍是进口增速的主要来源，进口数量增速疲软反映的当前内需总体仍然不足。

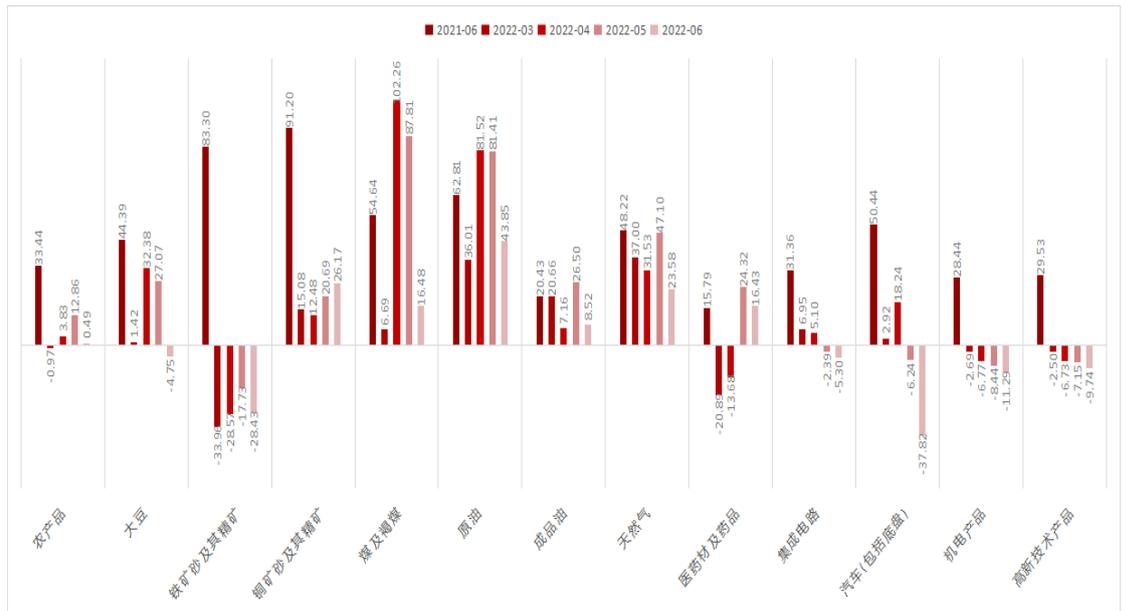
在全球加息的背景下，能源、原材料等大宗价格中长期趋势上或将逐渐回落，这将有助于国内 PPI 价格指数进一步下调，缓解生活资料价格抬升对通胀的影响，对于进口金额增速难免形成拖累。

图 38 我国进口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 39 主要进口品金额当月同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

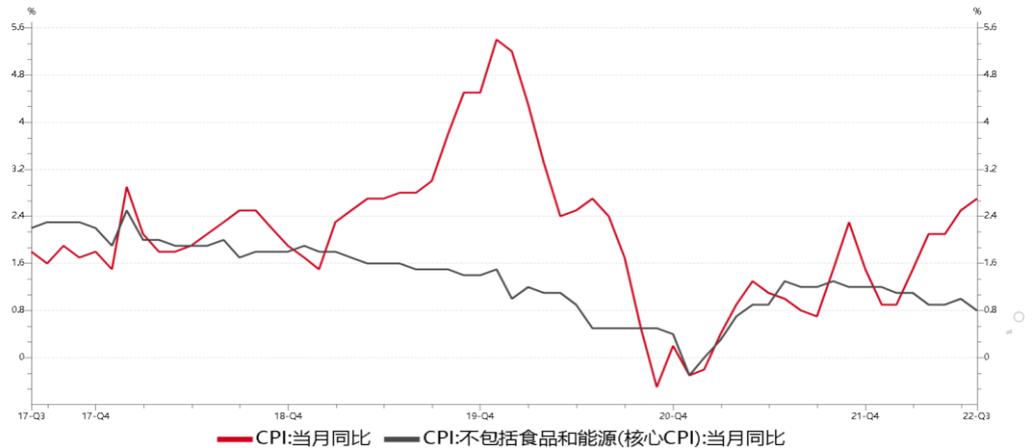
从去年同期来看，进口数据基数偏低，而在低基数效应下，进口同比增长仍然延续回落趋势或进一步表明当前我国经济内生需求较为疲软，进口需求走弱，而随着稳增长、稳就业，促销费等政策效果显现，国内需求有望渐趋回暖。而在全球加息的背景下，能源、原材料等大宗价格逐渐回落，将有助于国内 PPI 价格指数进一步回落，缓解生活资料价格抬升对通胀的影响，对于进口增速难免形成拖累。

（五）猪价菜价促使通胀升温，地产疲软影响原材料价格

1. 食品项显著上涨，带动 CPI 向 3%警戒线靠近

7 月 CPI 环比上涨 0.5%，同比上涨 2.7%，均较上月进一步加速，主要是受整体食品项价格上涨而推动。其中，猪价、菜价涨幅最为明显，带动 CPI 向此前《政府工作报告》中所预期的 3%临界线靠近。但从剔除食品和能源后的核心 CPI 来看，同比增速较上月有所降温，说明终端消费端通胀压力依旧处于可控区间。

图 40 核心物价依旧平稳

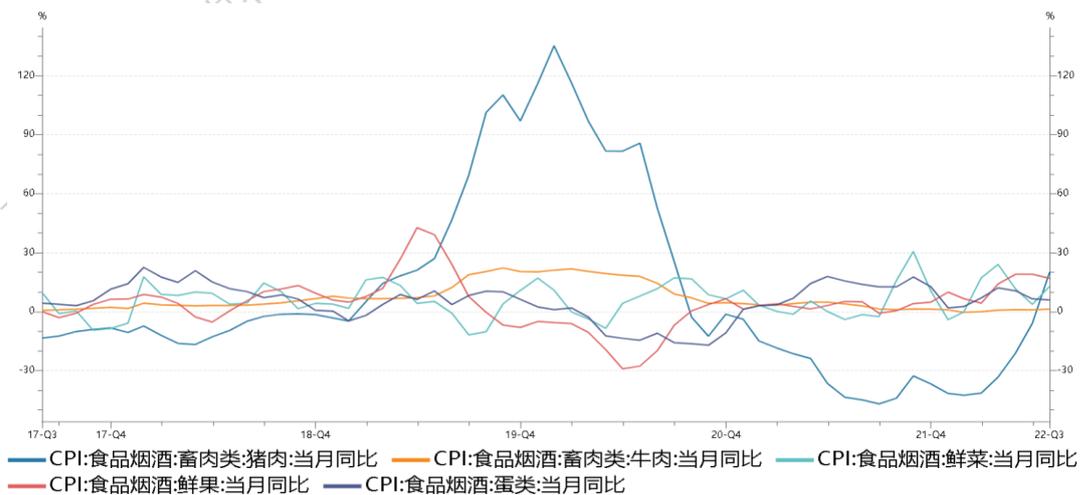


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

具体来看, 7月食品价格同比上涨2.7, 涨幅比上月扩大3.4个百分点, 影响CPI上涨约1.12个百分点; 环比由上月下降1.6%转为上涨3.0%, 影响CPI上涨约0.53个百分点。

收储政策频频落地, 猪价带动食品价上行。7月份猪肉价格由上月下降6.0%转为上涨20.2%; 环比价格大幅上涨25.6%。由于生猪产能逐步调整, 国内养殖场生猪出栏量降低, 出栏情绪减弱, 部分养殖户压栏惜售, 生猪供销总体偏弱, 供应减少导致猪价持续抬升。7月农业农村部口径全国猪肉平均价33.52元/公斤, 环比涨幅超过20%, 拉动CPI上涨0.32个百分点。为应对猪价上涨, 发改委连续召开会议部署保供稳价工作, 7月下旬开始猪价涨势降温。本轮周期生猪产能去化相对温和, 预计下半年猪价整体保持平稳上行趋势。

图 41 猪肉、菜价显著上涨带动总体食品价格走高



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

食品中除猪肉外，菜价涨幅最为突出。此前两个月全国多地出现连续多日的强降雨和高温天气，导致部分蔬菜倒茬、产量大幅下降，且局部地区物流交通受阻，总体供应快速回落，需求与供应不匹配，导致鲜菜价格显著反弹，农业农村部口径7月28种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨超过10%，而从寿光蔬菜价格指数也可看到，蔬菜价格已从5月底点回升。接下来，随着季节性因素减弱、物流改善和囤货需求减少，鲜菜价格显著上涨的趋势料将终止。根据农业部数据，截止到8月9日，28种重点监测蔬菜、7种重点监测水果环比下降0.7%、2.0%，蔬菜价格环比小幅下跌，水果降幅基本持平，预计8月份食品项价格环比大概率转为小幅负增长。

图 42 蔬菜价格已从低点回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，7月非食品价格环比上涨0.1%，由升转降。其中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降3.4%和3.6%。而与油价表现不同，旅游相关行业有所好转。7月虽然全国疫情多点散发，但常态化检测护航下，人员流动保持修复态势，叠加暑期出行增多共同影响，促使旅游相关行业价格回暖，飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨6.1%、5.0%、3.5%。但由于去年同期基数偏高，服务消费对非食品的拉动作用有所减弱，因此总体非食品项价格有所下行。

图 43 原油价格震荡下行



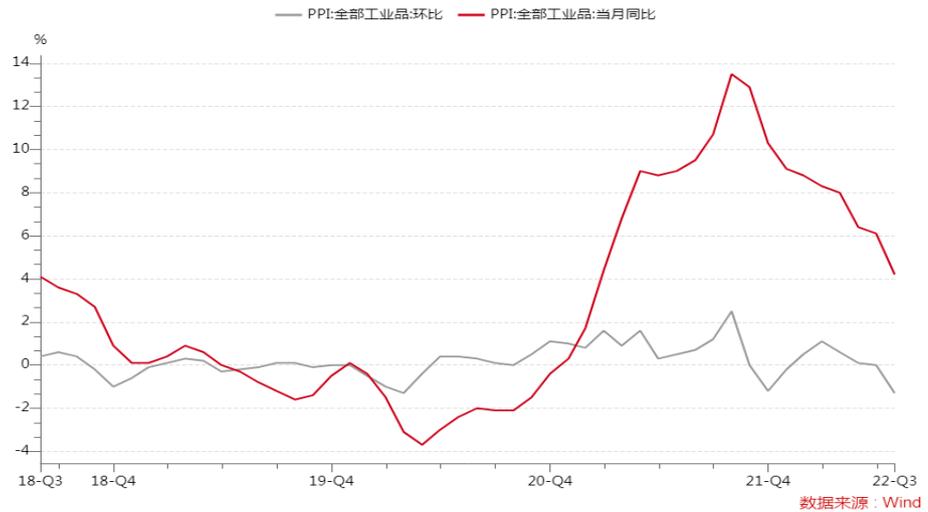
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，在猪肉价格的持续抬升下，我国通胀水平有所升温，已逐步接近 3% 的政策目标线。但从核心 CPI 可以看出，食品项高涨是此轮 CPI 快速上行的主要因素，总体消费恢复进度仍较为缓慢，通胀压力还未完全显现。后续随着消费端持续改善，叠加猪周期的共同作用下，CPI 料将维持上升趋势。但随着临近 3% 的政策预警线，我国或将采取一些“稳价”政策，从而使得通胀水平处于一个合理区间。

2. 全球经济放缓促使原材料价格下行，PPI 涨幅持续回落

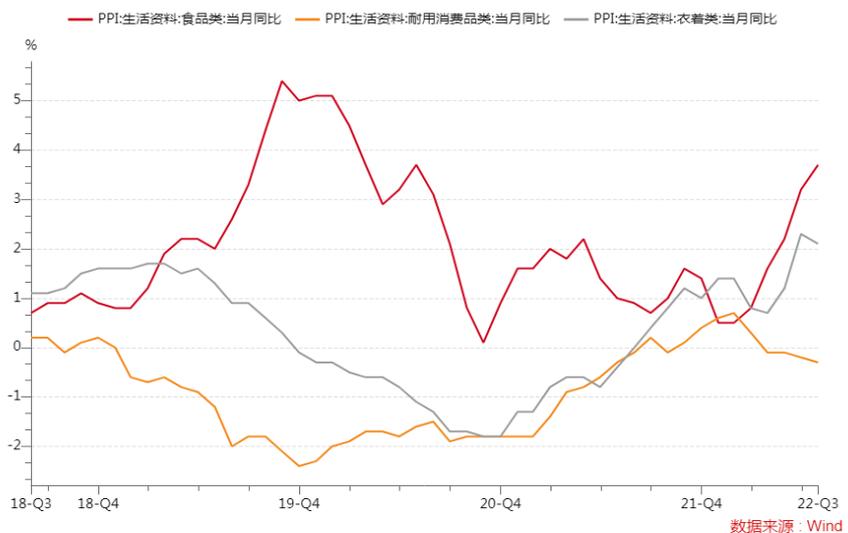
中国 7 月 PPI 同比上涨 4.2%，相较 6 月 6.1% 的涨幅有所回落。其中生活资料价格同比上涨 1.7%，与上个月持平，而生产资料价格同比上升 5.0%，有明显回落趋势。其中在生活资料中食品的工业生产者价格或受农产品价格上涨的影响，同比增长来到 3.7%，而衣着和日用品或因疫情高峰后的回场消费及夏季旅游高峰等影响，同比分别上涨了 2.1% 及 1.5%。而原油、有色金属等大宗商品价格的回落也使得国内众多相关行业受到影响，石油和天然气开采业价格环比下降 1.3%，有色金属矿采业价格环比下降 2.6%，有色金属冶炼加工业价格环比下降 6.0%，化学原料和制品制造业价格环比下降 2.1%。

图 44 PPI 涨幅持续回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 45 各类生活资料同比涨幅 (%)

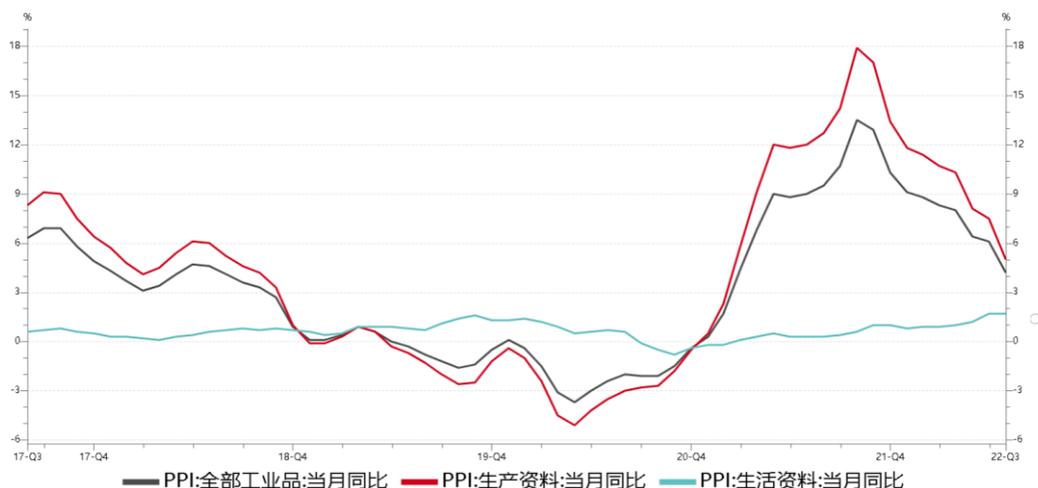


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

此前上游的成本压力，在经历大约半年的传导下，已逐步转嫁至终端消费者，居民生活成本提高，通胀预期或继续升温，进一步影响消费复苏。7 月份生活资料价格环比仍延续正增趋势长，而生产资料价格环比降幅进一步扩大；从同比增速剪刀差来看，生产资料与生活资料价格剪刀差进一步缩窄 2.5 个百分点至 3.3%，已连续 10 个月维持缩窄。后续在“促消费”的目标下，需求料将逐步回升。



图 46 生产、生活资料剪刀差持续缩减



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

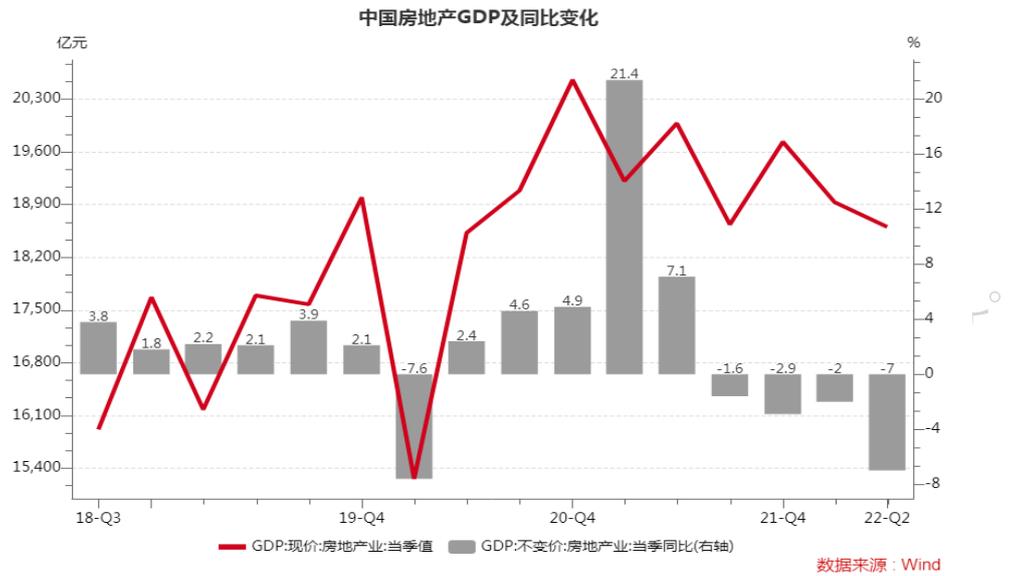
在全球经济放缓的情况下，国际及国内的大宗商品价格皆承压下行。在 OPEC 原油增产未达预期的背景下，7 月布轮油价格一路受挫下行，同时先前煤炭需求增加的趋势放缓，与能源相关的燃料、动力类购进价格环比下跌 0.2% 呈放缓趋势，同时煤炭及石油开采业出厂价格增速也均有下降。而在“断供”事件后，国内对房地产行业的政策重心从稳增长转至“保交楼”。在市场情绪萎靡且消费者对房地产行业信心下降的情况下，地产投资势头进一步减弱，从而也影响了工业品材料的需求。黑色金属材料的购进价格同比下降 7.8%，且黑色金属矿采选业，冶炼和压延加工业出厂价格均受到负面影响。

图 47 石油相关行业价格同比涨幅 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 48 房地产市场持续疲软



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

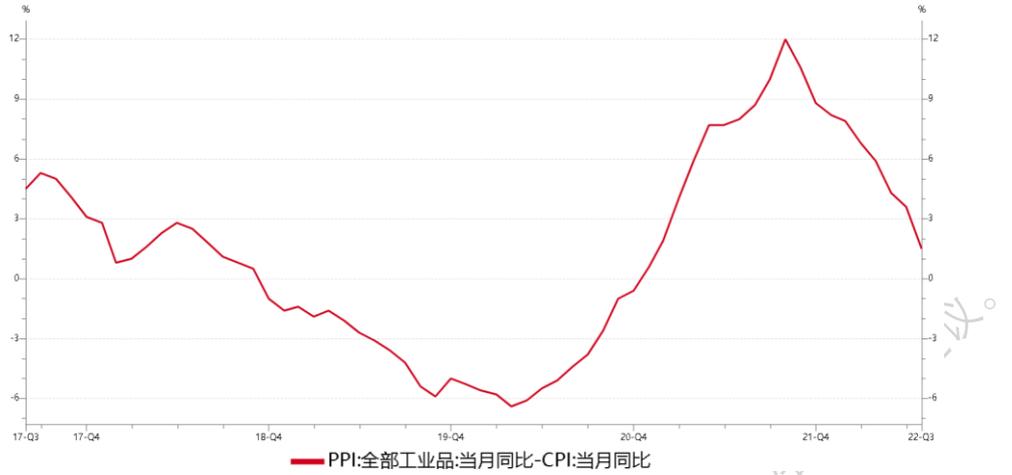
图 49 黑色金属行业价格同比涨幅



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

在未来全球各大经济或将逐步下行甚至进入衰退，且各国央行纷纷收紧货币政策的情况下，国际大宗商品价格在需求承压的影响下或将继续下行，与能源燃料开采的相关价格也将继续受到影响。而国内疫情高峰后的消费回补也难以持续，同时市场上的供需不平衡难以在短时间内改变难度较大，生活资料中的衣着、一般日用品、及耐用消费品价格或将慢慢回落，而总体 PPI 数据或将继续放缓增速且进一步缩短与 CPI 数据的剪刀差。

图 50 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流使用, 不构成任何

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

（一）财政政策：稳就业为主要目标

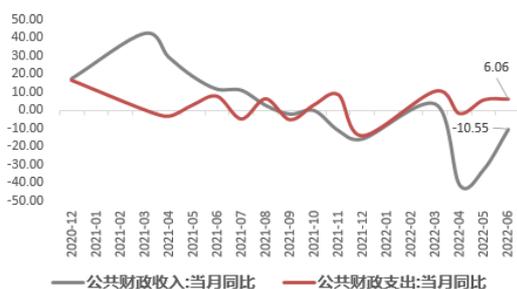
七月全国一般公共预算收入 124981 万亿元，同比下降 9.2%，降幅较上月收窄，扣除留抵退税因素后增长 3.2%，总体趋势与金融数据相一致。其中，税收收入 102667 亿元，扣除留抵退税因素后增长 0.7%；非税收入 22314 亿元，比上年同期增长 19.9%，较上月回升 1.9 个百分点，非税收入占比 17.85%，为历史较高水平。此前疫情及大规模集中减退税影响财政收入。随着疫情逐渐有所好转、下达专项债逐步落实到项目中，留抵退税影响将逐步减弱，财政收入可能会渐渐恢复。

财政支出继续发力，但幅度有限。至七月份，公共财政支出 146751 亿元，比上年同期增长 6.4%，增速进一步回升。从支出进度来看，教育、社会保障和就业仍为支出重点，支出规模均超 4000 亿元；交通运输、疫情防控常态化下卫生健康、社会保障和就业支出同比分别增长 13.1%、8.6%、5.5%。对应的是保障常态化核酸检测等疫情防控的财力支出，稳就业，保增长这三大政策目标，符合稳住经济的要求。后续财政支出持续发力、继续适度超前开展基建，从而为推进我国经济复苏。

相比于去年，偏慢的财政节奏在今年得到纠正。最为典型的表现体现在专项债券的发行上。去年上半年地方政府新增专项债发行进度只有不到 30%，远低于往年同期 60%以上的水平，而今年至七月地方政府新增专项债已发行完毕。财政的果断发力虽然支撑了如基建投资等的高速增长，但也带来了空间透支的问题，接下来财政支出强度或难以维持，则经济恢复的持续性很可能大打折扣。

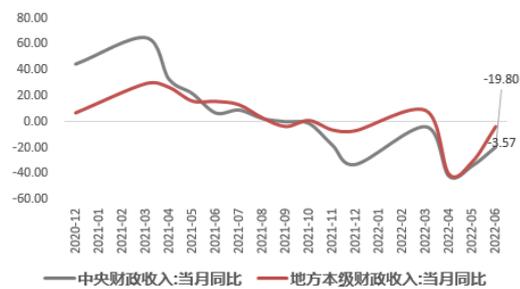
货币宽松之后，重要的是接下来政策力度是否能继续维持。接下来，我国对全年经济增长增速要求态度较此前有所弱化，财政政策的主要目标已由保增长逐步转变为保底线、保民生、保就业。而地产去杠杆、金融防风险等长期政策将继续推进，仍然是主导增长的关键因素。短期内以执行现有政策为主。

图 51 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 52 地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 仍将维持宽信用、宽货币

新增社融弱于预期, 政府债支撑减弱。7 月社融同比大幅少增, 新增社融 7561 亿元, 大幅低于预期 1.39 万亿元, 新增社融同比少增 3191 亿元。社融存量增速为 10.7%, 较上月回落 0.1 个百分点。7 月新增人民币贷款 4088 亿元, 同比少增 4303 亿元; 企业债券净融资 734 亿元, 同比少增 2357 亿元, 居民以及企业贷款同比显著回落或是新增社融低于预期的主要原因。结构上, 新增政府债仍是当前社融主要支撑项。新增社融大幅走低主要与 7 月份居民贷款以及企业贷款量能双双回落相关。分项来看, 直接融资同比少增 1858 亿元, 其中企业债券净融资 734 亿元, 同比少增 1858 亿元; 股票融资 1437 亿元, 同比多增 499 亿元; 而政府债券净融资 3988 亿元, 同比多增 2178 亿元, 支撑力度较上月大幅减弱。由于新增专项发行进度接近尾声, 因此预计国债将成为 8 月政府债券融资主要来源。数据上看, 7 月国债净融资规模 3940 亿元, 而地方政府专项债净融资规模-752 亿元。

结合央行二季度货币政策执行报告的观点, 目前国内疫情仍有反复, 短期国内经济仍会受到疫情抑制。回顾 5-6 月份, 我国新增社融与信贷实现较快增长, 这对于经济增速存在拉动效应, 而数据改善时点或有所滞后。目前随着房地产投资增速下行趋势尚未企稳, 随着楼市政策的放松以及稳增长政策落地见效, 居民端贷款或有所回暖, 新增社融数据亦有机会进一步修复。

图 53 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

结构上，票据融资冲量现象明显，表明实体融资需求持续性偏弱，经济内生动能不足。下阶段在稳增长的基调下有待更多政策落地执行，有效改善实体预期和提振融资需求。

具体来看，7月份人民币贷款环比少增21310亿元，同比少增4042亿元。企业贷款同比少增1457亿元，其中，短期贷款减少3546亿元，中长期贷款增加3459亿元。企业短期和中长期贷款双双回落，票据融资冲量再现，反映了当前企业投资意愿低迷，实体经济需求不振，经济修复基础尚不稳固。居民贷款方面，7月份同比少增2842亿元。其中短贷同比多减354亿元，主要受疫情扰动和就业压力较大影响，居民消费需求不振；中长期贷款同比少增2488亿元，消费者预期收入下降和储蓄意愿的增强导致居民需求疲弱，同时地产风险事件导致居民对购房积极性受到扰动，从而导致居民中长期贷款下降。下半年，政策将持续发力稳定房地产市场，改善居民购房需求。

8月15日公布的MLF利率和逆回购利率均超预期下调10个基点，分别降至2.75%和2.0%，主要原因是近期经济修复偏弱和宽信用行程推进缓慢，同时表明了稳增长仍是我国货币政策的主要方向，短期内市场流动性将延续充裕，利好实体经济和支柱性产业，信贷增长也值得期待。同时，MLF缩量续作也进一步释放了未来资金利率将逐步向政策利率收敛的信号，目前资金面宽松状态较充分且逆回购到期量较少，央行通过缩量MLF操作或表明了加大回笼资金的意图。8月22日，央行公布最新LPR报价非对称下调：1年期LPR由3.70%下调为3.65%；5年期以上品种由4.45%下调为4.30%，下调15个基点。通过此次非对称下调LPR利率，进一步降低实体经济融资成本，实现信贷刺激，助力经济修复。

图 54 金融机构各项贷款余额同比增速



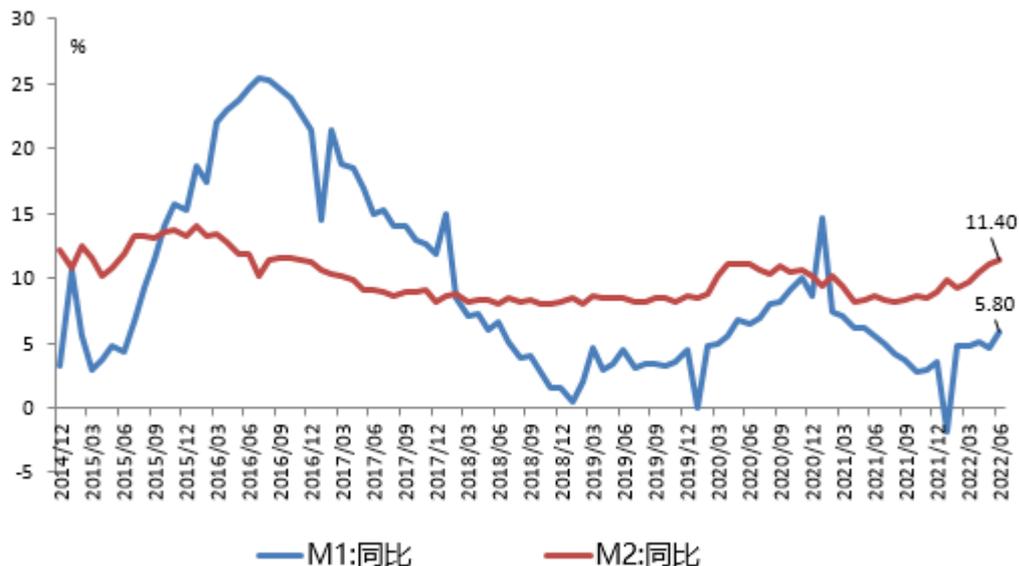
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M2 增速维持高位，M1 小幅上涨，M2-M1 剪刀差收窄。7 月 M2 同比增长 12.0%，增速较上月末提高 0.6 个百分点，续创 6 年以来新高。财政支出力度持续加大，阶段性提升银行体系存款，提振 M2 上行。此外，疫情反复打击居民消费，叠加增收就业压力较大，总体居民消费支出减少、储蓄意愿增加，也支撑着 M2 增速提高。但需要注意的是，M2 社融与的缺口在 7 月已经达到 1.3 个百分点，处于历史高位，反映融资需求与货币供应之间已有一定差距，居民与企业更愿意持有货币而不进行投资和支出，不利于流动性循环，也不利于整体经济复苏，需求不足的问题较为严峻。

7 月末 M1 同比增长 6.7%，增速较上月大幅提高 0.9 个百分点，主要是活期存款提振。国家加快增值税留抵退税进度和企业减少资本开支，一定程度上也有利于短期改善企业现金流。本月 M2-M1 剪刀差较 6 月剪刀差收窄 0.3 个百分点至 5.3%，仍然在较高水平，反映出了在留抵退税、宽货币等政策的支持下，实体经济活力现金流总体改善、经济仍在持续修复。

目前来看，我国经济基本面没有显著变化。在疫情多地多地反复叠加房地产开发商的信用风险影响下，整体社会风险偏好与支出意愿较低。在此背景下，预计货币政策仍将维持宽信用、宽货币，M2、M1 有望继续收缩。

图 55 M1、M2 均有所回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 56 M2-M1 剪刀差缩窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，7月金融数据不及市场预期，信贷结构有所转弱，社融M2缺口进一步扩大，内需不足的情况较为严峻。接下来需要注意几点：1) 房地产整体依旧疲弱，后续政策面端或将继续发力；2) 疫情因素仍是影响我国经济复苏的关键因素，多点多地反复将大幅影响居民消费，并且对企业经营信心造成影响；3) 近期通胀水平受猪价高涨影响有所上升，若

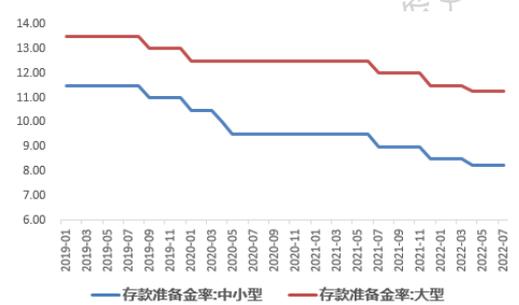
这一趋势延续下去，或对货币政策方向进行一定影响。4) 海外货币政策加速收缩，美元升值带来的人民币贬值压力依然不减。“汇率”和“物价”是当前影响货币政策的两个重要因素，央行多次降息，进一步释放货币政策由宽货币向宽信用倾斜的态度。宽信用环境下总量维持稳定，改善信贷结构，实现稳增长、稳信用的目标，剔除政府专项债发行完毕的影响，社融或有继续回升基础。

图 57 市场利率多次低于政策利率 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 58 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不作为投资建议。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。