

研报精选

2022年8月29日 第86期

宏观专栏

低利率还能持续多久？

报告认为，从经济周期、金融周期、外部约束三个维度，及经济景气度、通胀、房地产景气度、信用利差、美债利率五个因素来看，短期里利率或维持偏低态势。中期来看，财政政策正发力，供需缺口收窄甚至转正支撑利率进一步上行。长期来看，财政投放基础货币提速亦将支撑利率。

通胀很顽固，美联储很“鹰”

报告认为，企业生产效率下降、单位劳动力成本上升是当前美国通胀顽固的重要原因之一。从鲍威尔近期讲话来看，美联储对货币政策紧缩仍持较强硬态度。报告预计美联储将继续加息至2023年。

专题聚焦

农产品：不利天气，余波尚存

报告认为，今年夏季的不利天气对农业生产造成负面影响，欧洲、美国、中国均受波及，但各品种受影响程度不同。向前看，极端天气已有所缓和，对价格的支撑有所弱化，但供应风险犹存，农产品价格仍有变数。

新时代银行理财的十大发展特征

基于对银行理财的多维度拆解，报告认为，银行理财规模变动具有明显的季节性特征，10月将是重要的增量资金观测时点。未来银行理财或将从“渠道为王”变为“产品为王”，理财机构需把握能力建设的黄金窗口期。

宏观专栏

低利率还能持续多久？

从央行双支柱框架（货币政策+审慎监管）和四大目标（稳定物价、充分就业、促进经济增长、平衡国际收支）来看，利率或受三维度（经济周期、金融周期、外部约束）和五因素（经济景气度、通胀、房地产景气度、信用利差、美债利率）的影响。

金融危机使人们深刻意识到现有货币政策框架存在缺陷，尽管货币政策在平抑经济周期波动方面起到较好作用（稳定增长和通胀），并带来了大缓和时代，但金融资产泡沫的催生和破灭会对实体经济造成巨大损害，因此宏观审慎和金融监管逐渐成为央行考虑的重要目标。伯南克在《金融的本质》中提出，央行除了有经济稳定职能（工具：货币政策；目标：追求经济增长，维持稳定通胀），还需要有金融稳定职能（工具：流动性供给；目标：尽可能防止金融恐慌和金融危机）和金融监管职能（工具：宏观审慎；目标：金融市场健康运行）。2017年，我国央行在货币政策执行报告中也提到“金融周期”，并明确了央行货币政策和金融监管的双支柱框架，前者应对经济周期，后者应对金融周期。过去十多年，中国经历了第一个自己的金融周期，其上升和下降亦对货币政策产生影响。

同时，央行货币政策的四大目标是稳定物价、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。其中前三个目标针对内部经济，旨在使经济运行在潜在产出附近。而平衡国际收支针对的是外部约束，尤其需要关注的是美元作为国际货币，美联储货币政策对全球的外溢影响。

► 打开利率的“黑匣子”

针对这三个维度，我们挑选了五个因素。经济周期的两个因素包括经济景气度和通胀，金融周期的两个因素为房地产景气度和信用风险，以及外部约束的一个因素为10年美债收益率，各分项在调整领先期后与短端利率（3个月Shibor）和长端利率（10年期国债利率）走势较为一致。

1) 经济周期的两个因素

经济周期的两大指标——经济增长和通胀——是最基本的目标。传统的利率决定模型——泰勒规则强调了产出缺口和通胀预期的影响。我们选择PMI动能指标（新订单-库存，新订单高、库存低表示经济景气度高）和GDP产出缺口作为经济景气度的衡量，并进行两变量PCA以提取共性信息。PMI动能指标是经济的领先指标，GDP的产出缺口是传统泰勒规则变量，与利率走势较为一致。通胀方面，我们选择服务CPI与PPI作为衡量指标，并进行两变量PCA以提取共性信息。PPI能反映成本和输入性通胀压力，且PPI向非食品消费品CPI的传导一直存在。而服务CPI更多反映内需情况，能更好地反映通胀状况。而食品价格受供给影响大、波动性大，对利率的影响并不显著，暂不予以考虑。

2) 金融周期的两个因素

我们选择土地成交价款（2021年前）和商品房销售额（2021年后）作为地产景气度指标¹。2020年房地产直接创造的经济价值占到全国GDP的10%以上，考虑上游产业链，可能占到24%，如果再考虑互补行业的影响，房地产对中国经济的重要性更高。根据全国就业分行业数据估算的、与地产关联度较高的从业人员超过4800万人。2021年全国土地出让收入与政府性基金收入之比高达88%，房地产贷款占各项贷款余额的比重在2016年后维持在25%-30%。历史上楼市热度大增后，货币政策往往会收紧以应对，而楼市遇冷，货币政策则保持宽松以对冲地产拖累。比如2020年，疫情期间货币宽松、信贷扩张带动楼市率先反弹而后过热，导致2021年初货币收紧并一度产生钱荒，尽管制造业受大宗涨价、运价高企、汇率升值三重压力影响，但楼市过热制约了货币空间，直到2021年7月央行才采取了偏中性的降准措施。

信用风险上升影响金融稳定，货币政策往往维持宽松以呵护市场情绪。我们选择AA级产业债信用利差和中国CDS的变动来衡量信用风险²，信用风险升

¹ 土地成交价款同比作为地产景气度指标是利率较好的领先指标，但2021年2月“两集中”政策后，土地成交价款不再有代表性，而商品房销售额同比与利率变动较为一直，作为土地价款的替代指标。

² 由于信用利差在2015年后公布，因此以2015年作为基期100对两变量进行共同标准化；2015年前采CDs价格变动，2015年后取两变量均值作为衡量指标。

温时，风险偏好下降、流动性紧张，货币往往宽松以呵护市场。2014年12月中登回购新规、2019年5月包商被接管和2020年11月永煤违约事件后，信用利差持续走高，事件当月均出现了央行超季节性净投放。永煤事件爆发的一周内，央行月内两次超量续作MLF以缓和流动性压力。信用风险事件初期带来的流动性压力或使利率短期内快速上行，但后续货币宽松促使利率下行。永煤事件爆发后，3个月Shibor和10年期国债利率一度上行14bp和8bp，3个月月在宽松政策下分别下行32bp和6bp。

3) 外部约束

美联储货币政策对我国利率存在溢出效应。全球大宗价格联动性较高，通胀联动已在通胀维度指标中体现，因此我们选择10年期实际美债收益率作为外部约束的衡量指标，其对中国货币政策的影响渠道可能有：**1) 资金流动渠道**，美债利率上行时，中美利差收窄带动我国资金流出压力加大，减少国内债市资金供给，北向资金流动和EPFR债市流动资金与中美利差正相关；**2) 政策制约渠道**，美债利率上行，中美利差收窄甚至转负或引发资本市场波动和人民币汇率贬值压力，制约国内货币政策的灵活性；**3) 避险情绪渠道**，若全球流动性收紧，VIX体现的避险情绪抬升，我国国债和美债均作为避险资产，收益率呈现一致下行。研究也发现，中美货币市场短期预期的时变相关性较高³，且美国货币市场居于主导地位，说明美国货币政策取向对中国货币政策具有溢出效应。

央行往往在多个影响因素中相机抉择，政策和利率呈现“以我为主，兼顾内外平衡”的特点。2018年，受贸易摩擦、金融严监管和经济下行压力加大影响，以及美国处于货币紧缩周期，联储加息缩表，中美利差大幅缩窄，人民币汇率贬值，货币政策面临内外矛盾。为了应对金融严监管引起的市场流动性短缺，2018年上半年，央行采取了一系列宽松政策，4月25日央行定向降准，6月1日央行宣布适当扩大中期借贷便利担保品范围，6月底央行例会中流动性的措

³ 方先明, 裴平, & 蒋彧. (2014). 中美货币市场预期具有协动性吗?——基于利率互换合约价格的检验. 金融研究(7), 439-457. 文章以利率互换合约的价格衡量货币市场预期, 通过时变正态Copula函数和OLS对中美利率互换合约价格扰动的相关性及周期转换特征的分析, 来判断中美货币市场预期的协动性。

辞从“合理稳定”调整为“合理充裕”。2018年下半年，贸易摩擦加剧和前期严监管下导致经济基本面走弱，中美利差一度缩窄至24bp，人民币汇率也从年初的6.43大幅贬值至6.94，从2018年7月到2019年3月，央行连续4度降准，但此间并无一次降息，表明外部制约对货币政策工具选择有一定影响，但宽松幅度仍“以我为主”。直到2019年7月后联邦基金利率开始下行，国内才开启了LPR改革，并于2019年8月、9月LPR连降两次共11bp以并轨MLF利率。而本轮亦是，美国处于加息缩表的紧缩周期，而中国在疫情反复、地产调整之下需货币宽松，但2022年3月联储开启紧缩周期后，我国的资金市场基准利率（Repo和MLF利率）再未下调，4月降准亦是史上最小步长25bp，更多采用存款利率改革、结构性压缩5年LPR与MLF息差、公开市场操作等方式来保持货币宽松。

►利率五因素影响的演变

金融周期对利率的影响加大。2017年7月全国金融工作会议开启了金融周期下半场的调整，金融周期对货币政策的影响强化，利率定价也呈现一定转换。单变量回归结果⁴显示：1）经济周期的力量一直在，但相对而言，对增长的关注相对上升，对通胀关注相对下降。2）金融周期的重要性上升，央行更加关注金融稳定。3）外部约束的力量一直在，但外部目标服从内部目标。此外，多元回归的结果显示，经济周期（经济景气度和通胀）和房地产景气度对长短端利率均有显著影响；但信用风险和美债利率仅对短端利率有显著影响。

疫后货币政策和利率反应加快。除了传统的回归外，我们也采用更技术性方式地来选择最优的预测窗口和最新的传导阶数⁵，并对下期利率进行预测。结果显示，2020年以来，各因素对利率的影响的传导速度有所加快，大部分变量的最优领先阶数随时间都呈现下降趋势，当前经济景气度、通胀和地产景气度的传导在长短端利率中均较快。

►利率展望：近期维持低位，关注政策的滞后影响

⁴ 对所有变量做了去均值和标准差的标准化，系数可比。

⁵ 我们使用滚动窗口来对下期进行预测，并根据预测方向的准确度选择最佳窗口，在每个窗口期内根据变量的最大相关系数决定领先期。计算在各个滚动阶段下的最优领先期的预测准确度为该窗口长度下的模型准确度，并选择最大准确度对应的窗口长度为最佳窗口，滚动进行预测。

1) 短期：三季度宽松维系，四季度利率或渐升

目前经济复苏不稳固，房地产风险仍在释放，信贷数据显示需求仍较乏力、居民依然谨慎，海外经济下行亦对国内经济与市场增添不确定性。具体来看：首先，疫情仍反复、信用风险待释放、经济修复不稳固，短期内仍需流动性维系宽松，但未来基本面改善将给利率带来上行空间。其次，通胀有上行空间，对利率有抬震作用。再次，停贷风波带来的楼市景气度下行是当前利率的重要压制因素，如果四季度房地产景气度好转，可能带动利率小幅上行。最后，衰退预期下，实际美债利率或以波动为主，外部约束虽有但难成主因。

2) 中长期：政策加力，供求缺口弥合，利率或将抬升

向前看，疫情管控更为科学精准，财政思维正从平衡财政转向功能财政，供求缺口或于明年弥合甚至转正，预计明年利率小幅上行。我们在宏观经济专题报告——《我们亦将告别低通胀》⁶中建立了通胀预测框架，其中短期价格（3-6个月）由分项成本决定，中期（6-12个月）由供需缺口主导，长期（12-24个月）由政策主导。我们基于同样的框架对远期利率走势做预判。供需缺口领先长短端利率约2个季度，而代表政策的信贷脉冲领先长短端利率约6个季度。供需缺口收窄甚至转正支撑利率小幅上行，2023年中3个月Shibor和10年期国债利率或达2.2%和3.0%。今年广义财政收支差额对GDP之比堪比2020，上半年财政前置发力，财政扩张带动超额M2上升；下半年准财政发力（8000亿元政策性银行贷款、3000亿元政策性银行可做资本金的软贷款）、专项债余额限额差（1.3万亿元）用好用足，增量财政力度亦在加码，财政思维转变，功能财政在短期稳增长、中期促转型方面或均将发力，带动超额M2或在高位，或将带动明后年利率中枢抬升。

以上观点来自：2022年8月29日中金公司研究部已发布的《低利率还能持续多久？》

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁶ 中金研究部，《我们亦将告别低通胀》，2022年7月。

宏观专栏

通胀很顽固，美联储很“鹰”

在美国经济下行、全球通胀高企的大背景下，美国堪萨斯联储于8月26日举办Jackson Hole经济政策论坛⁷。本次论坛的主题是“重新评估经济和政策的制约因素”，美联储主席鲍威尔做主旨发言⁸。市场对鲍威尔的言论高度关注，投资者希望从中获取关于加息路径的更多线索。

► 鲍威尔说了什么？有哪些超预期？

鲍威尔强调抗通胀的决心，暗示通胀失控风险之下，“长痛不如短痛”。鲍威尔在会上表示，降低通货膨胀可能需要经历一段时间经济持续低于趋势增长的“阵痛期”，美联储货币紧缩将打压需求、减缓企业投资与招聘的速度，在降低通胀的同时，也会给家庭和企业带来一些痛苦。这些是降低通胀需要付出的成本，但如果不能恢复价格稳定，将意味着更大的代价。鲍威尔的发言或意味着美联储已经预料到了未来增长放缓与失业率上升的可能前景，但愿意付出此等代价来换取通胀重回稳定。

以史为鉴，过早“放松警惕”或带来更严重的后果。鲍威尔称，上世纪70年代的经验证明，阻止高通胀需要在一段漫长的时期采取限制性极强的货币政策，应警惕过早放松。针对7月CPI通胀回落，鲍威尔称单月的改善还远远不够，我们认为这是在对市场过早庆祝通胀见顶与政策转“鸽”的预期进行纠偏。对于未来的加息路径，鲍威尔称美联储会坚定地加息直至达到限制性足够的政策区间，以确保通胀能回落至2%。在打压需求方面，鲍威尔将其描述为坚定有力且迅速的行动，这或意味着加息仍将“马不停蹄”，未来一段时间内美国货币政策将保持从紧态势。

总体上，鲍威尔的讲话比较强硬，这与近期其他联储官员的“鹰派”表态如出一辙。2022年票委、圣路易斯联储主席布拉德称支持美联储在9月继续加息75bp，且称他不愿轻言通胀已经见顶，美联储应在年底前将目标利率提高到

⁷ <https://www.kansascityfed.org/research/jackson-hole-economic-symposium/>

⁸ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

3.75%至4%左右，然后再考虑明年怎么做⁹。旧金山联储主席戴利也支持9月加息50或75bp，称美联储不会很快停止加息步伐，紧缩至少会持续至2023年¹⁰。2023年票委、明尼苏达州联储主席卡什卡利曾是最鸽派的联储官员之一，如今也“调头转鹰”，称当前8~9%的通胀率可能引发通胀预期失控，一旦预期失控，就必须采取非常激进、沃尔克式的行动才能重新锚定通胀预期¹¹。

► 美联储的“鹰”源于通胀顽固

鲍威尔表示，恢复价格稳定需要在一段时间内保持限制性的货币政策，这相当于承认通胀顽固，以及“扑灭”通胀需要更多时间。是什么在支撑通胀？我们认为除了疫情带来的供给冲击、前期政策刺激“用力过猛”外，**企业生产效率下降、单位劳动力成本上升也是重要原因**。以今年二季度为例，美国新增非农就业总人数高达115万人，而GDP却下降了0.6%，这意味着更多的劳动力创造了更少的产出，劳动生产率在下降。根据美国劳动统计局的数据，今年上半年非农企业劳动生产率下降了6%，为1947年以来最大的连续两个季度的降幅¹²。而在整个疫情期间，生产率的增速也比疫情前要慢。自2019年四季度以来，生产率以每年0.6%的速度增长，低于2007-19年1.3%的年化增速，更不及2017-19年的1.7%。

生产效率为何下降？一个解释是疫情导致资源再配置，同时加大摩擦，降低效率。我们发现，疫情后住宿餐饮、娱乐休闲服务业的从业人数较疫情前显著下降，而专业商业、运输仓储、信息服务业的从业人数大幅增加，这反映经济活动从线下转向线上。然而，部分从业人数增加的行业，其劳动生产率也在下降，比如运输仓储业；从业人数下降的行业，其劳动生产率也并未上升，比如住宿餐饮和娱乐休闲业。为什么会这样呢？一个解释是在疫情环境下，企业

⁹ <https://www.wsj.com/articles/feds-bullard-leans-toward-favoring-0-75-percentage-point-september-rate-rise-11660842768?mod=djemCentralBanksPro&tpl=cb>

¹⁰ <https://www.cnn.com/2022/08/18/economy/mary-daly-fed/index.html>

¹¹ <https://www.minneapolisfed.org/speeches/2022/neel-kashkari-qa-at-wharton-club-of-minnesota-alumni-event-in-minneapolis>和<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-23/kashkari-says-very-clear-fed-needs-to-tighten-monetary-policy>

¹² 参考<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/record-us-productivity-slump-first-half-2022-risks-higher>

需要花费更多资源用于确保员工健康、工作场所清洁、供应链稳定等，如果没有疫情，这些资源本可以用于创造更多价值的生产活动，从而带来更高的生产效率。

生产率下降意味着企业难以消化劳动力成本压力，当企业将成本转嫁给消费者时，就会推高通胀。举一个例子，假设劳动者每小时工资增长5%，每小时产出增长3%，那么单位劳动力成本增速就是2%，企业只要让价格增长2%就可以保持利润不变。但如果每小时产出增长降至0%，企业维持2%的价格增长就会亏损，此时企业将不得不提高价格，比如将价格增长提高至5%，以此维持利润。由此可得到两个推论，1) 当价格增长与工资增速差距缩小时，往往表明劳动生产率增长在放缓甚至停滞。 2) 通胀更多取决于单位劳动力成本的增速，而不只是工资本身。最新数据显示，美国核心CPI通胀与工资增速水平已几乎相等，单位劳动力成本增速也在过去两年迅速攀升，对通胀造成上行压力。

总之，美联储对抗通胀还有很长的路，我们建议投资者勿对美国货币重回宽松过度期待。近期市场存在一种观点，认为随着美国经济下行压力增加，美联储将放缓加息，并在明年某个时候开始降息。我们认为这种想法或是不成熟的，站在当下，不应对降息有过多奢望。在7月FOMC会议后，鲍威尔就曾明确表示不会因为某个季度GDP负增长就放弃货币紧缩；在今天的讲话中，他再次暗示在通胀没有明显回落之前，美联储不会轻易松手。此外，鲍威尔还提到6月点阵图预计至2023年底联邦基金利率都将在略低于4%的水平。鉴于此，我们预计美联储将继续加息至2023年，如果8月非农就业和CPI数据表现良好，不排除在9月22日的议息会议上再次加息75bp。

以上观点来自：2022年8月27日中金公司研究部已发布的《通胀很顽固，美联储很“鹰”》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

专题聚焦

农产品：不利天气，余波尚存

在5月22日发布的《印度热浪或加剧全球农产品供给担忧》¹³报告中，我们分析了印度3、4月出现异常高温的原因及其影响，目前来看，印度的极端天气只是今夏异常气候的开始。今年北半球夏季期间，我们观测到全球多地出现热浪、干旱等极端气象灾害，对人类生产生活造成挑战。具体来看，2022年6-7月，全球平均气温为近143年来同期第6高，美国大部及南美洲中北部最高气温超过40℃；欧洲多国因持续高温少雨天气而遭遇极端干旱危机并引发山林大火；我国东北部发生暴雨洪涝，而长江流域则遭遇高温干旱天气。当前，在夏季接近尾声之际，我们对今夏全球异常气候的表现及成因进行回顾，重点分析不利天气对于全球重要农产品供给带来的扰动，并对后市相关品种行情进行研判。

► 副热带高压变化和西风带波动是造成夏季高温的直接原因，同时拉尼娜气候及汤加火山爆发的持续影响为极端天气带来“加成”效应

副高异常强势，叠加西风带波动，北半球“集体”高温。今夏副热带高压持续强盛，伊朗高压与北非高压联合，持续向东延伸，和西太平洋副高克服了青藏高原的阻挡相连通，同时太平洋副高和大西洋副高也克服了北美落基山脉的阻挡相连通，在欧洲副热带高压与大陆高压同位相叠加，这就形成了大范围的整体环球暖高压带；同时，西风带所产生的巨大的低压槽和高压脊也为相关地区带来更加极端的天气¹⁴。

汤加火山爆发造成持续影响，为今年异常高温提供了一种解释。汤加火山爆发向地球平流层释放了大约146万亿克的水蒸气，相当于这一大气层中已存水蒸气的10%¹⁵。因此，与以往火山喷发不同，此次或导致地球表面暂时变暖。

拉尼娜连续第三个夏季出现，其对于区域性气候的影响不容小觑。拉尼娜

¹³ 中金公司研究部，《印度热浪或加剧全球农产品供给担忧》，2022年5月22日。

¹⁴ <http://www.nmc.cn/publish/tianqiyubao/quanqiuzaihaixingtianqijianceyuebao/index.html>

¹⁵ L.Millan, M.L.Santee, et al. (2022). The Hunga Tonga-Hunga Ha'apai Hydration of the Stratosphere, *Geophysical Research Letters*,49,e2022GL099381.

天气并不是导致近期全球高温的直接原因，但是其确实会增强西太平洋海平面的温度，从而带动相关水汽循环增强，改变区域性气候。今年我国江南区和长江中下游区入梅时间分别较常年偏早11天和16天。提前出梅后副热带高压持续控制梅雨区，在一定程度上为我国夏季大范围高温天气提供条件。

►不利天气对北半球农业生产活动造成负面影响，欧洲、美国、中国均受到波及，但各品种影响程度略有差异

1) 玉米：欧洲减产预期较强，美国产量略有下降，中国局部地区或有损失，乌克兰出口前景向好，全球基本面维持紧平衡。欧盟玉米减产预期成为市场关注焦点，受干旱影响，新作玉米产量或减少10-15%。美国新季玉米单产或不及预期，播种面积同比有所下滑，库存消费比维持低位，供需紧平衡。我国新季玉米种植面积有所下调，主产区吉林、辽宁地区存一定减产预期。总体来看，各省区新作玉米长势不一，黑龙江和内蒙古市场新作丰产预期强，辽宁和吉林地区存在一定减产预期。此外，尽管俄乌冲突导致乌克兰新作减产，但旧作挤压严重，未来出口前景预期乐观，或成为平衡欧盟玉米供给的亮点。

2) 大豆：美豆产量或“有惊无险”，南美增产预期较强，全球基本面向好恢复。全球大豆库存消费比向好修复，供给紧张局面或得到有效缓解，但需注意南美播种季天气对产量的潜在风险。当前库存消费比大幅改善是建立在南美丰产预期之上，但播种生长季的天气情况难以把握，产量不确定性较大。

3) 棉花：主产国减产拖累全球库存恢复，内外基本面有所分化。美国中西部棉花带干旱影响明显，美棉产量连续下调。印度极端天气影响趋弱，但新作棉花大概率减产。我国内陆地区棉花生长状况较好，新棉预计迎来丰产。美棉不断下修产量预期导致全球棉花库存预计继续去化。在出口贸易限制政策之下，中国棉花的丰产未必能对全球供给形成补充，内外基本面有所分化。

►向前看，我们认为短期不利天气略有缓解，对价格的支撑有所弱化，但农产品供应风险犹存，再均衡之路尚需时日

8月中旬以来，根据全球气象监测，欧洲部分地区迎来降雨，莱茵河水位

已较前期有所恢复，美国主产区的干旱面积缩小，干旱等级逐渐下滑，而我国自8月24日起南方高温有所缓和，整体来看全球范围内极端天气的影响已有所减弱。但需要注意的是，短期内我国及北美地区将迎来季风天气(台风季)¹⁶，或对农作物生长形成一定威胁。此外，由于太平洋海水温度异常，当前NOAA已将今冬拉尼娜发生概率显著上调，冬季气候风险仍存。

玉米：新季紧平衡态势维持，全球出现结构性失衡的概率较小，价格或呈现近强远弱走势。短期来看，市场关注的焦点主要在于欧洲、美国和中国干旱对玉米产量的冲击，因此我们认为，新季玉米定产前，国际玉米价格利多支撑较强。中长期来看，伴随黑海粮食外运逐步恢复，乌克兰玉米出口增量或成为供给端的亮点，高价或得到一定缓解。

大豆：天气市后，美豆价格下行压力较大，南美丰产能否兑现是影响价格走势的关键。短期来看，天气市支撑下，美豆价格或高位波动。中长期来看，在南美增产预期下，全球大豆库存消费比明显修复，但仍需持续关注南美生长季天气情况。

棉花：短期海外棉花价格底部支撑较强，天气扰动可能为价格上涨提供动力。中长期来看，由于美棉产量修复的可能性较小，在消费端情况相对稳定的背景下，2022/23年度全球棉花供需缺口仍然存在。若主产区天气进一步恶化，全球棉花价格重心则有进一步上抬的可能。

国内水稻：总体产量影响较小，但在种植成本上涨背景下，新稻价格或有所上涨。我们认为，进入八月下旬，全国一季稻多处于乳熟及成熟期，虽然旱情的缓解对于一季稻收获有利，但生长期内遭遇的不利天气引发的减产可能难以被弥补。

以上观点来自：2022年8月26日中金公司研究部已发布的《农产品：不利天气，余波尚存》

郭朝辉 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

庞雨辰 SAC 执证编号：S0080122080153

¹⁶ http://www.cma.gov.cn/2011xwzx/2011xqxxw/2011xqxyw/202208/t20220825_5054839.html

专题聚焦

新时代银行理财的十大发展特征

银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场半年报告（2022年上半年）》，我们对银行理财的规模变化、产品布局、资产配置、购债行为、渠道营销与投资者行为等多维度进行了详细拆解。

► 资产配置与产品篇：银行理财购债行为拆解与展望

1) 银行理财规模变动具有明显的季节性特征：商业银行面临着存款、理财规模增长的权衡与博弈。银行依靠负债端资金支撑信贷投放，在信贷投放旺季可能会吸纳部分理财资金转回表内。所以在过去3年内，银行理财呈现“前低后高”的增长趋势，下半年平均贡献了当年约90%的增量。另外，季末是重要的存款冲量时点，而次月则有较丰富的资金回流理财，这也解释了7月银行理财积极购债的核心原因。我们认为，站在目前时点展望下半年，10月或是最重要的理财增量资金观测节点。

2) 大类资产配置：2022年上半年延续了降风险、降非标的发展趋势，现金及银行存款、同业存单实现大幅增配，信用下沉策略进一步收紧，非标资产配置规模创10年新低。

3) 银行理财购债行为拆解：低资质信用债延续减配趋势，AA+评级以下信用债占比降至10.6%。

4) 现金类产品整改对债市资金配置的影响：在现金类产品降久期、提信用的整改趋势之下，2022年上半年二级资本债等长期限债券被赎回，同业存单实现增配。目前现金类相较货币基金仍有收益优势，我们预计下半年整改趋势将得到延续。

5) 预计非标资产配置空间将进一步承压，对银行理财收益带来考验：资管新规后，银行理财非标资产配置空间逐步被压缩。因此，封闭式产品占比将进一步走低或继续压缩配置空间；但1年期以上封闭式产品占比提升，我们预计长久期产品仍能保持较高收益。

► 渠道篇

6) 展望理财产品销售的多元渠道布局空间。渠道方面，三大因素能助力他行代销快速突破：银行理财供给侧改革带来中小银行代销需求；开放财富管理平台为优质理财产品带来业务空间；他行代销是区域行理财子实现异地拓展的有效途径。此外，13家理财机构已初步涉猎直销模式。

► 投资者行为篇：理财客群的行为偏好带来哪些业务机遇？

7) T+0产品仍保持旺盛需求：寻找同类替代产品、合理安排T+1切换节奏、与渠道端配合完善投资者教育是现金类产品整改的关键。

8) 理财客户倾向持有多家理财机构的理财产品。我们认为该变化主要来自以下两大原因，一是多产品配置有利于降低收益波动，二是理财客户资产配置理念逐步提升。我们预计，随着投资者教育的逐步深化，渠道对于理财客群的投资行为的影响将逐步降低。

9) 理财客群投资风格趋于保守稳健。2022年上半年，一级低风险、二级中低风险理财产品实现快速增长。资本市场波动、净值化转型的估值切换是驱动投资者风偏降低的核心原因。此外，资本市场表现不佳亦驱动居民、企业存款高增，或吸纳部分理财产品配置需求。

► 机构篇

10) 从“渠道为王”到“产品为王”，理财机构需把握能力建设的黄金窗口期。当前，头部理财子公司、合资理财公司在投研能力建设、产品布局领域已着手实现突破。我们认为，理财机构需在行业发展的早期充分把握资源投入的黄金窗口期，错失早期资源投入发展机遇可能再无机会弥补。我们预计理财机构将呈现分化，预计头部集中度提升。

以上观点来自：2022年8月24日中金公司研究部已发布的《新时代银行理财的十大发展特征》

王子瑜 SAC 执证编号：S0080522070019

吕松涛 SAC 执证编号：S0080122010077

张帅帅 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.8.22 中国宏观热点速评：再度非对称降息托举楼市——LPR降息点评
- 2022.8.22 中国宏观周报：从保主体到保消费——复工复产跟踪系列（十一）
- 2022.8.22 海外宏观周报：疫情第三年，美国服务复苏几何？
- 2022.8.25 中国宏观热点速评：实物加快，基建乘数效应有望提升
- 2022.8.25 中国宏观热点速评：再谈限电对工业的影响
- 2022.8.27 海外宏观热点速评：通胀很顽固，美联储很“鹰”

策略及大宗商品

- 2022.8.22 主题策略：解析香港加息机制与市场影响
- 2022.8.22 主题策略：如何看待当前的大小盘风格？
- 2022.8.26 主题策略：中概股追踪：未来出路与可能演变
- 2022.8.26 大宗商品：农产品：农产品：不利天气，余波尚存
- 2022.8.27 揭秘股债轮动：风险溢价的择时信号
- 2022.8.27 海外策略：Jackson Hole的信号与美股的大跌
- 2022.8.27 全球资金流向监测：外资与互联互通双向均流出
- 2022.8.27 主题策略：中概股追踪：中美签署审计监管合作协议
- 2022.8.28 海外中资股策略周报：中美审计合作带来积极影响
- 2022.8.28 A股策略周报：看节奏，重结构
- 2022.8.28 大宗商品：图说大宗：不利天气推升供给溢价

固定收益

- 2022.8.22 招投标备忘录：国开债22年第7期新发，22年第4、8、11期增发——利率债招标分析
- 2022.8.22 简评：规模稳定但波动加大，非标占比持续下降——2022年理财半年报点评
- 2022.8.22 简评：境内机构配置行为分化，境外机构减持规模进一步下降——2022年7月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2022.8.22 简评：火星转债上市定价分析
- 2022.8.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.8.23 招投标备忘录：附息国债22年第18期新发、22年第12期续发，农发债22年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2022.8.23 专题研究：保险公司永续债正式落地，投资价值几何

- 2022.8.23 中资美元债周报：投资级涨跌互现，高收益小幅反弹
- 2022.8.23 债市动态跟踪：银行间流动性淤积的成因及对策——机构负债端跟踪2022年8月月报
- 2022.8.24 招投标备忘录：国开债21年第20期，22年第15、17期增发——利率债招标分析
- 2022.8.24 专题研究：认识“债委会”
- 2022.8.24 简评：京源转债上市定价分析
- 2022.8.25 招投标备忘录：贴现国债22年第45、46期新发——利率债招标分析
- 2022.8.25 简评：永22转债上市定价分析
- 2022.8.25 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.8.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.8.27 中国利率策略周报：中美货币政策及利率走势或仍将背离
- 2022.8.27 信用债收益率跟踪周报：收益率低位上行，一级发行量继续回升
- 2022.8.27 深度研究：“资产荒”下的品种溢价挖掘——中金固收宝典系列之金融类信用债分析框架
- 2022.8.27 固收+周报：来自海外“固收+”的启发——资产配置思路与国内组合实践
- 2022.8.28 简评：深科转债上市定价分析

行业

- 2022.8.22 钢铁：旺季将至，看好板块迎超跌反弹
- 2022.8.22 节能环保：统一碳核算体系加快建立，推动碳市场发展
- 2022.8.22 半导体：全球观察-AMAT：供应链紧张致3Q22毛利承压，全球前道设备下游需求开始分化
- 2022.8.22 造纸：造纸：浆价拐点何时到来？
- 2022.8.22 日常消费：周思考：白酒中秋备货平稳推进，大众品关注需求复苏及成本改善标的
- 2022.8.22 汽车及零部件：2Q毛利环比改善；800V高压架构蓄势待发
- 2022.8.22 机械：光伏设备与复合铜箔变革加速，关注制造业复苏
- 2022.8.22 传媒互联网：饿了么联手抖音对外卖竞争格局影响或有限
- 2022.8.22 主题研究：光伏：硅料价格上涨，其余主辅材报价持平
- 2022.8.22 化工：看好新能源材料持续景气——8月化工月度数据跟踪
- 2022.8.22 机械：2022世界机器人大会调研：“机器人+”异彩纷呈，仿生学为讨论热点
- 2022.8.22 轻工日化：海外美妆Q2回顾：分化加剧，中国市场承压

- 2022.8.22 银行：盈利总体稳健，前瞻不良风险——2Q22银行业监管数据点评
- 2022.8.23 不动产与空间服务：周报#306：新房销售同比降幅约三成
- 2022.8.23 银行：LPR非对称下调的逻辑
- 2022.8.24 银行：新时代银行理财的十大发展特征
- 2022.8.24 电力电气设备：海外新兴市场储备增多，国内招投标加速
- 2022.8.25 汽车及零部件：自动驾驶解决方案：第三方公司创造飞轮效应，寻求算法优化与商业化落地路径
- 2022.8.25 金融：市场、客群与产品—中国财富市场跟踪
- 2022.8.26 化工：专精特新|化工：引领新材料产业大发展
- 2022.8.27 半导体：半导体周报（8/26）：关注中报业绩高增和收入结构改善
- 2022.8.28 科技：科技硬件周报（8/26）：关注苹果新机备货及其产业链景气度
- 2022.8.28 金融：周报：关注保险财报积极信号及中概股审计监管进展



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn