

2021年7月18日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

二季度经济表现平稳，MLF 降息预期落空

内容提要

经济表现平稳，结构趋于平衡：6月经济数据好于预期，上半年经济表现整体平稳，二季度GDP符合增长较一季度小幅加快，出口和地产韧性仍强，内需的消费和制造业也在渐进修复中，经济结构趋于平衡，但不均衡状况仍存。下半年地产+出口两大增长因子下行压力增加，经济动能减弱，结构继续向均衡修复，而此次降准也正体现了政策在经济动能放缓的背景下的预调微调，符合“做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”的政策定调，政策的提前应对也一定程度上对基本面下行风险形成了对冲。下半年宏观调控政策边际放松，财政后置发力，广义流动性有望好转，年内经济实质下行压力不大，经济动能仍在从逆周期和外需向内需顺周期过渡，经济结构更加均衡。

MLF 降息预期落空，市场博弈焦点转向 LPR：本周降准正式落地，央行少量等价续作 MLF，打破市场 MLF 调降预期，整体看政策基调依然偏中性，也符合我们此前的判断。央行一再强调货币政策的关键在于价而不是量，降准并非全面宽松的信号，是我国货币政策回归常态后的常态化操作，“稳健货币政策取向没有改变”的表态下当前并看不到 OMO、MLF 调降的可能。未来市场博弈焦点转向 20 日 LPR 利率是否调降，由于 5 年期 LPR 和房地产贷款利率挂钩，因此大概率保持不变，而对于 1 年期 LPR，由于降准和存款加点改革对降低银行负债成本有所助力，因此存在一定调降可能，但降成本力度较小，在银行存贷款息差空间不大、尤其是在 MLF 利率未调整的背景下，LPR 点差压缩难度仍然较大。

近期政策加快落地，宏观政策保持连续性稳定性，货币政策取向没有发生改变，抓住宝贵的改革窗口期。对于资产价格来说，此次降准落地打开长端利率下行空间，但政策利率仍是底部约束，降准对长端利率的指示关键在于降准对央行资产负债表的影响。中长期来看，类滞胀中的通胀压力、美联储可能的 QE 退出、以及“跨周期调节”和保持宏观杠杆率基本稳定”的政策目标都限制了货币政策宽松的空间，“稳健货币政策取向没有改变”的表态下并未看到降息的可能，不宜过度追涨，仍需保持一分谨慎，下半年广义流动性逐步好转对股市仍有一定支撑作用。

风险提示

美联储 QE 退出进度超预期，地方债供给节奏超预期



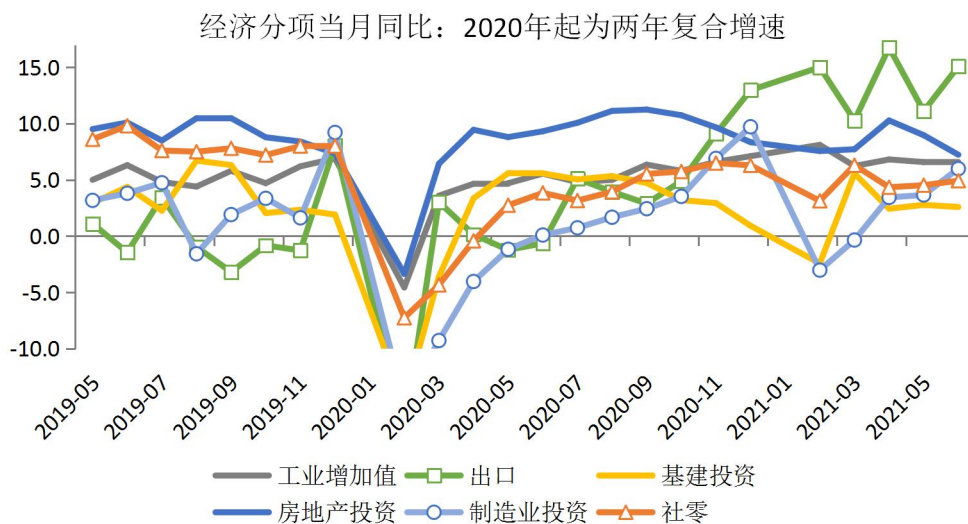
请务必仔细阅读正文之后的声明

一、经济表现平稳，结构趋于平衡

6月经济数据好于预期，上半年经济表现整体平稳，二季度GDP符合增长较一季度小幅加快，出口和地产韧性仍强，内需的消费和制造业也在渐进修复中，经济结构趋于平衡，但不均衡状况仍存。

中国二季度GDP同比增7.9%，略低于预期，两年平均增长5.5%，较一季度进一步加快0.5个百分点。从结构上看，尽管受到广深局部疫情的影响，6月外需表现仍然十分亮眼，社零、制造业也继续修复，尤其是制造业投资明显向好，经济内生动能仍然向好，地产投资继续小幅回落，但整体依然保持一定韧性。

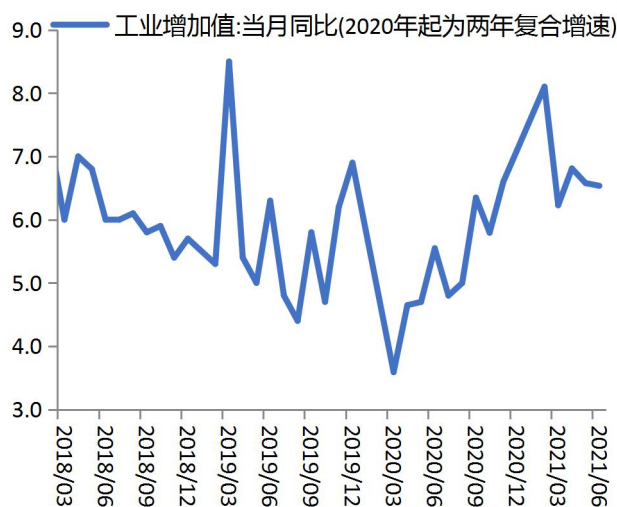
图1：经济各分项表现（%）



资料来源：Wind，优财研究院

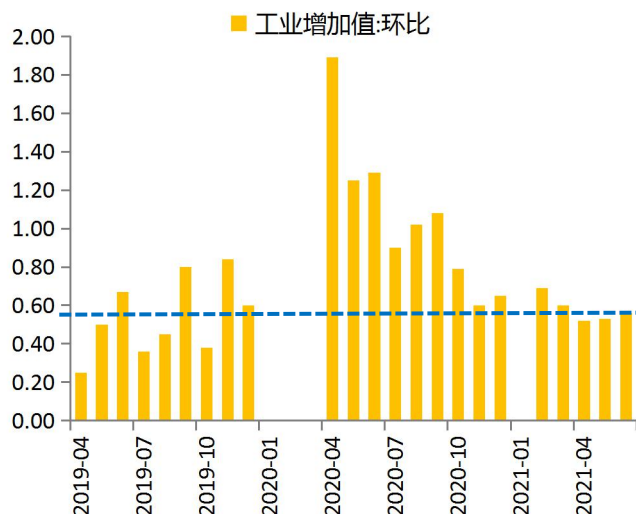
出口端强劲继续支撑工业生产，6月延续生产高景气。当前工业增加值环比增速基本处于疫情前均值水平（0.56%），也意味着经济大致回归至正常化水平，回归至潜在增长率对应水平。从同比来看，6月工业增加值两年平均增长6.5%，连续4个月保持在6.5%左右的区间范围，反映出工业生产仍然在较高景气区间延续平稳增长。

图 2：工业增加值两年复合增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

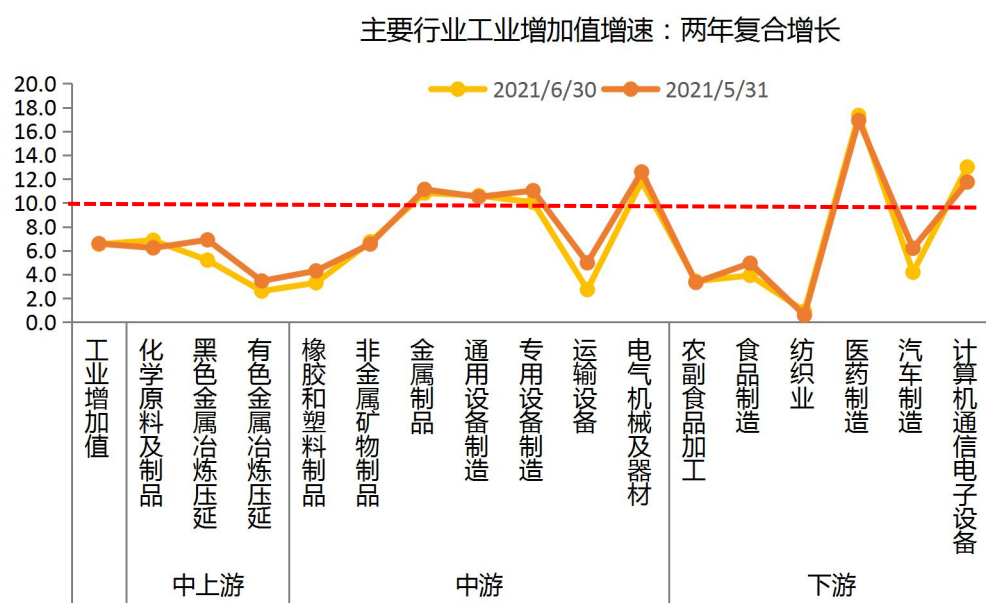
图 3：工业部门回归潜在增长（%）



资料来源：Wind，优财研究院

从分项驱动来看，出口链条依然强劲，计算机通信电子和医药制造业增速维持高位，中游设备类行业的通用、专用设备和电气机械行业生产维持高位，反映国内外制造业投资加快的共同推动，而地产链条和必选消费类生产均表现偏弱。

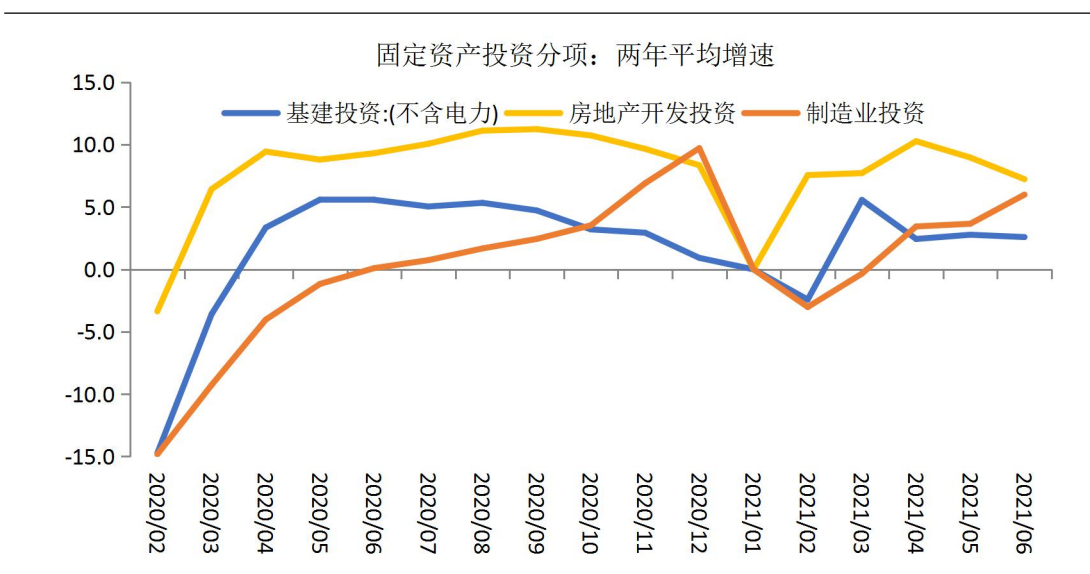
图 4：工业增加值行业增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

下半年地产+出口两大增长因子下行压力增加，经济动能减弱，结构继续向均衡修复，而此次降准也正体现了政策在经济动能放缓的背景下的预调微调，符合“做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”的政策定调，政策的提前应对也一定程度上对基本面下行风险形成了对冲。下半年宏观调控政策边际放松，财政后置发力，广义流动性有望好转，年内经济实质下行压力不大，经济动能仍在从逆周期和外需向内需顺周期过渡，经济结构更加均衡。

图 5：制造业投资继续加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、MLF 降息预期落空，市场博弈焦点转向 LPR

7月15日，央行开展1000亿元中期借贷便利（MLF）操作和100亿元逆回购操作，利率均维持不变，当日有4000亿元MLF和100亿元逆回购到期，同时降准落地

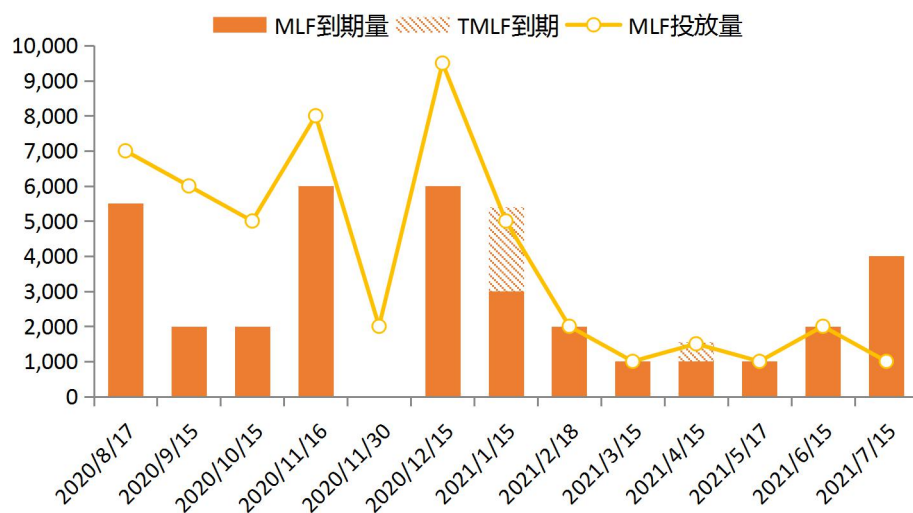
释放资金约 1 万亿元。

从此次降准的目的上来看，除了补充下半年中长期流动性缺口、降低企业融资成本，还对下半年经济动能放缓做了政策的预调微调。总理强调近期实行的降准措施要体现结构性、做好跨周期调节、应对好可能发生的周期性风险，下半年出口+地产双引擎拉动弱化下经济动能边际放缓，政策相应预调微调，政策的提前应对也一定程度上对基本面下行风险形成了对冲。

但央行也一再强调货币政策的关键在于价而不是量，降准并非全面宽松的信号，是我国货币政策回归常态后的常态化操作，“稳健货币政策取向没有改变”的表态下当前并看不到 OMO、MLF 调降的可能。MLF 少量续作并保持操作利率不变，整体看政策基调依然偏中性，也符合我们此前的判断。

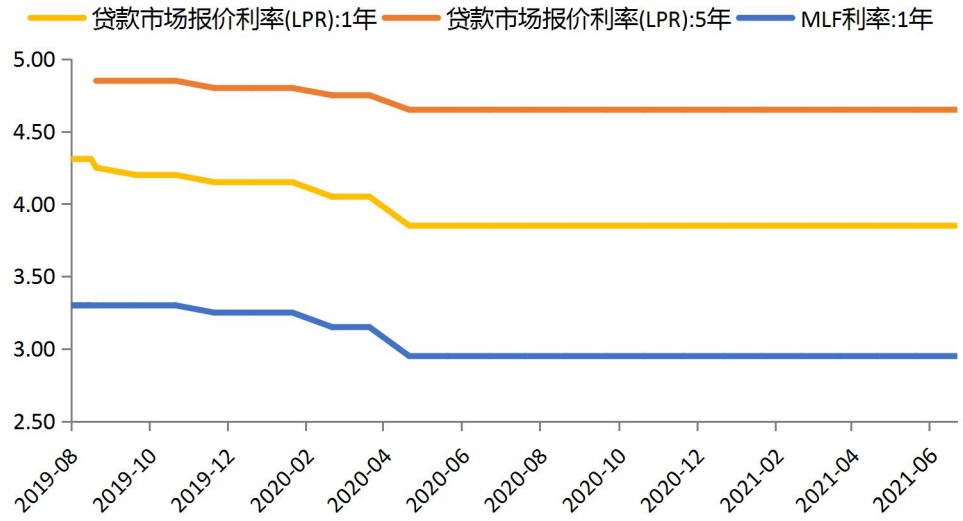
未来市场博弈焦点转向 20 日 LPR 利率是否调降，由于 5 年期 LPR 和房地产贷款利率挂钩，因此大概率保持不变，而对于 1 年期 LPR，由于降准和存款加点改革对降低银行负债成本有所助力，因此存在一定调降可能，但降成本力度较小，在银行存贷款息差空间不大、尤其是在 MLF 未调整的背景下，LPR 点差压缩难度仍然较大。

图 6：7 月 MLF 少量等价续作（亿元）



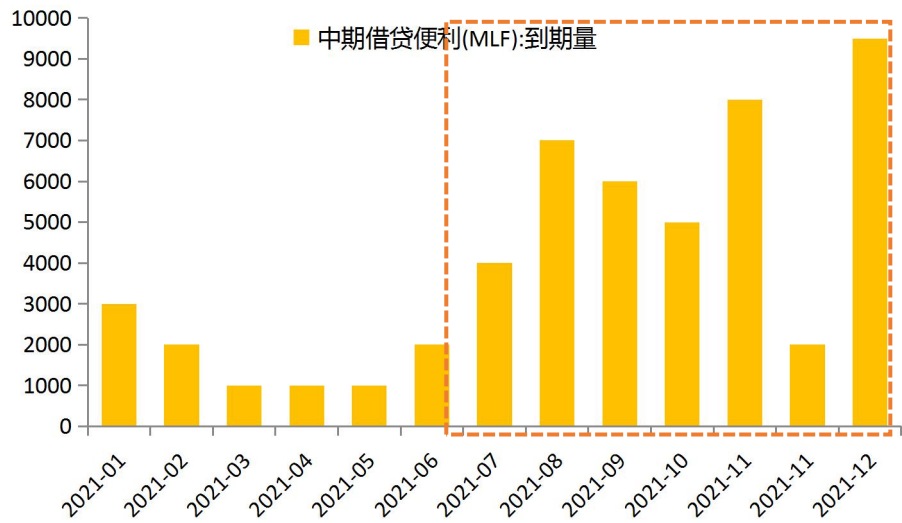
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：MLF 利率未调整下 LPR 点差压缩难度较大 (%)



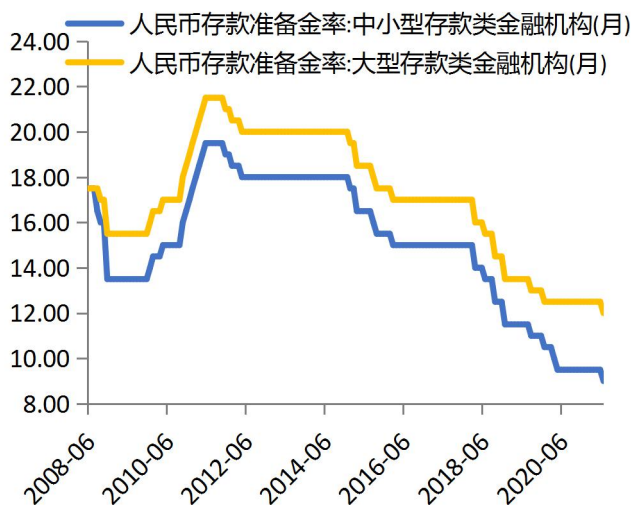
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：下半年是 MLF 到期高峰 (亿元)



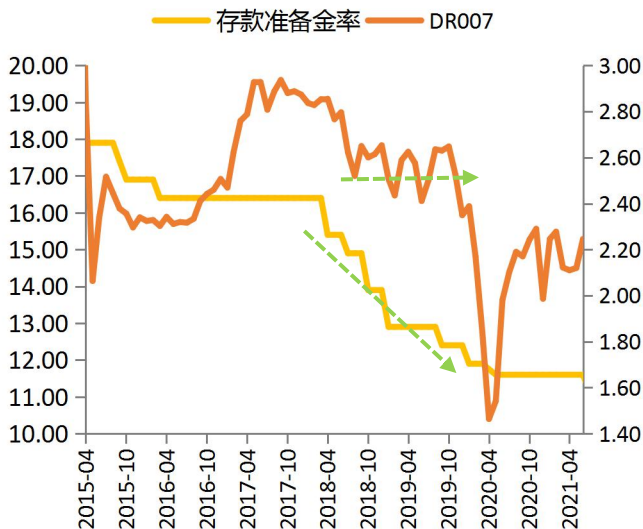
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 9：存款准备金率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：资金面和降准并无绝对关系（%）



资料来源：Wind，优财研究院

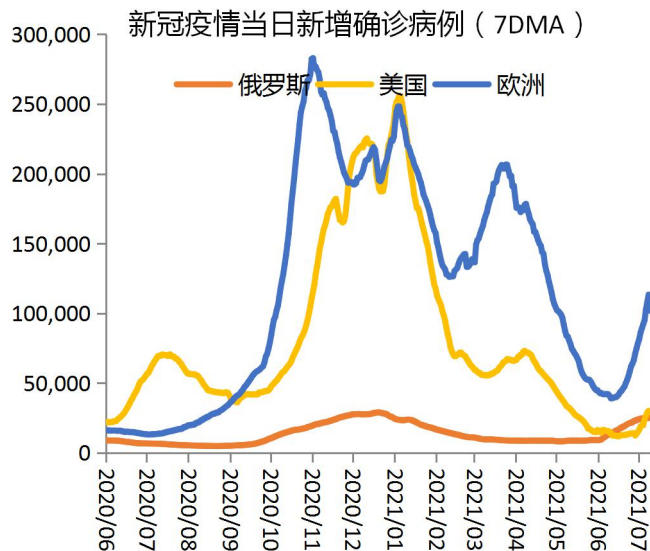
三、经济高频观察

生产端，电厂日耗攀至新高，而在经历临时限产政策影响后，高炉开工率基本恢复至 6 月底水平，但产能利用率恢复程度稍慢。

需求端，地产销售平稳，符合季节性表现，同比小幅增长。而城市分化依然显著，一二线城市地产销售持续走强，三线偏弱。工业品价格整体变动不大，稍有分化，钢材价格持续回暖，终端需求淡季下钢材累库持续，水泥价格则继续季节性走弱，玻璃价格创新高。

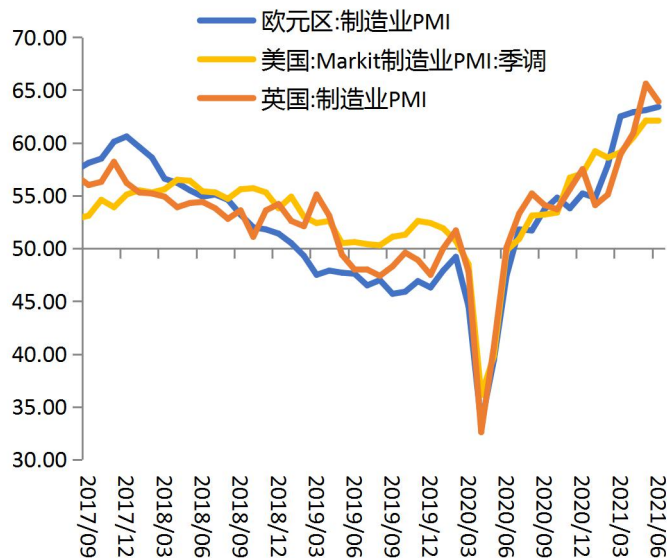
海外方面，欧美 6 月 PMI 整体上仍处于高位，出口运价指数继续创新高，但受 delta 变异毒株影响，全球疫情再度出现不确定性，近期欧洲疫情有所回升，出口运价指数涨幅有所放缓，经济复苏节奏或受扰动。

图 11: 海外新增确诊病例 (例)



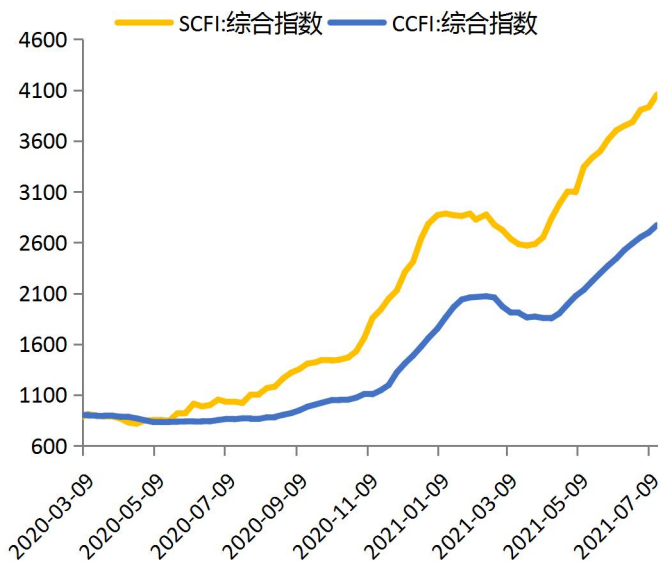
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 欧美 PMI 继续回升



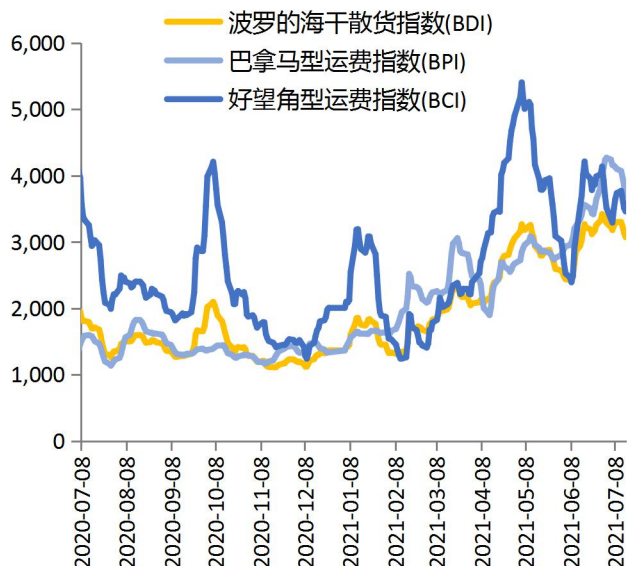
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 出口集装箱运价指数



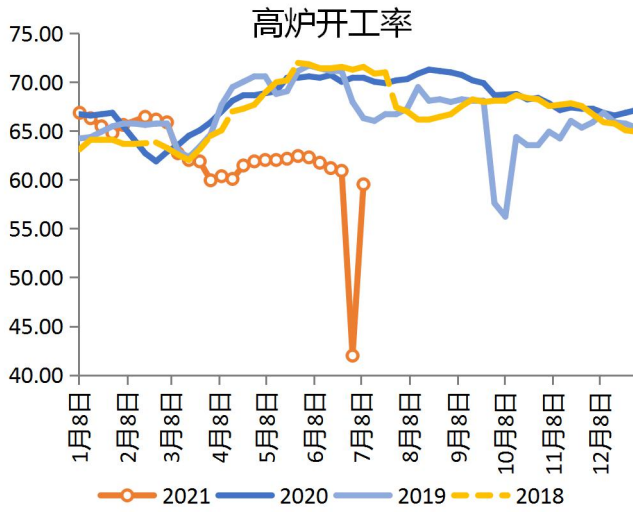
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 航运指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 高炉开工率 (%)



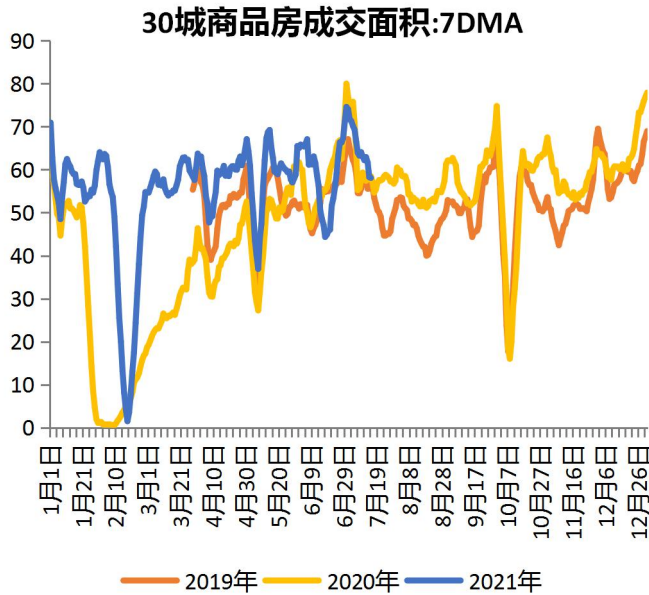
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



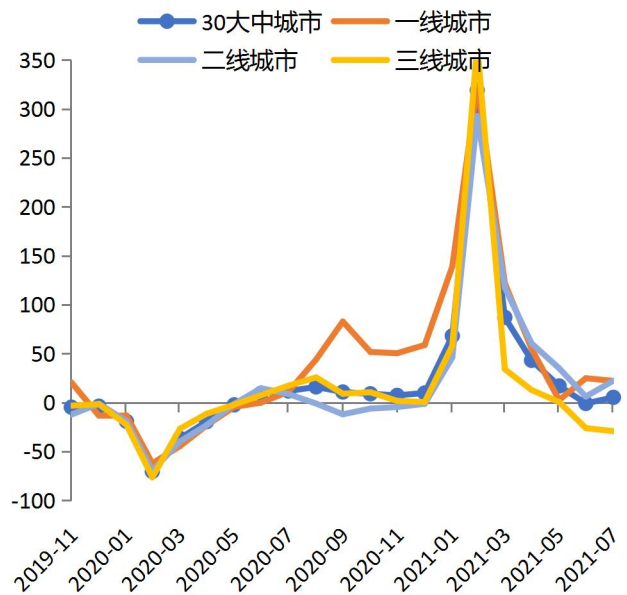
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 30 城商品房成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 百城土地成交面积 (万平方米)

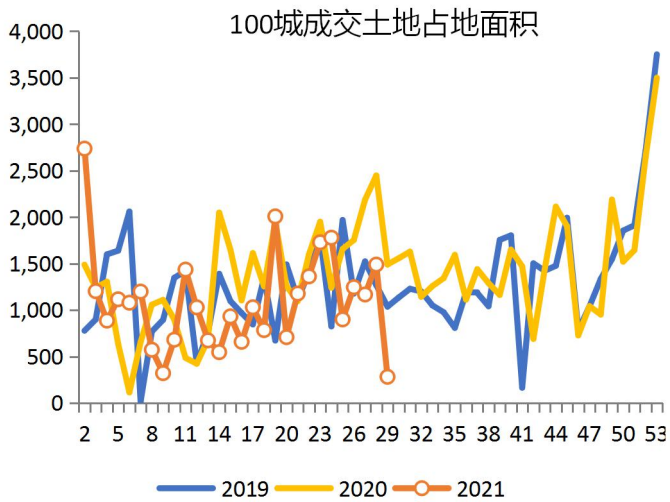
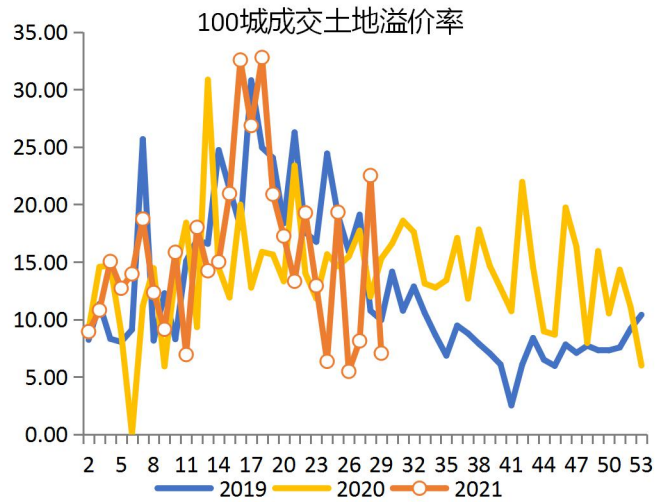


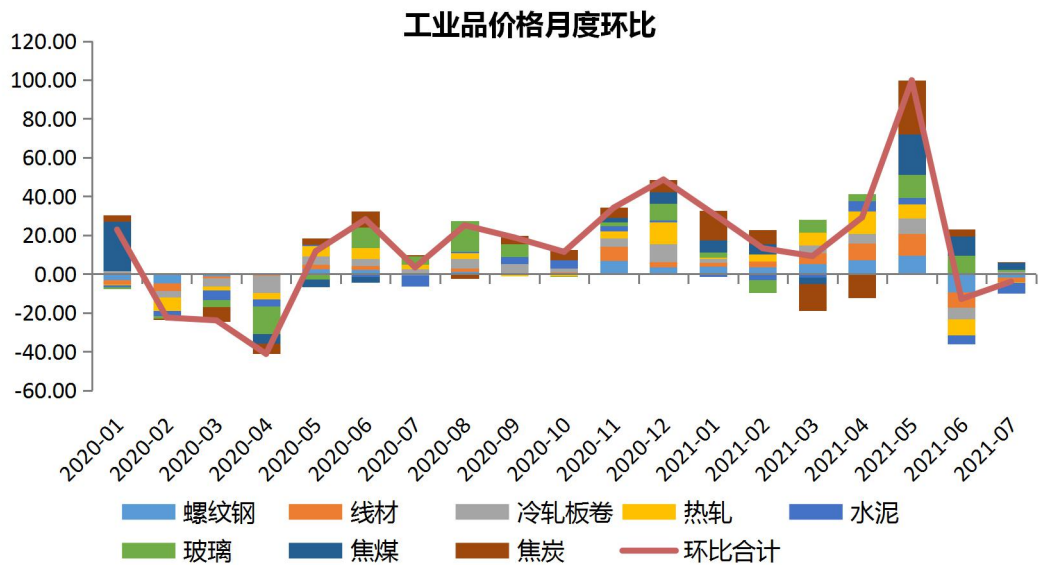
图 20: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 工业品价格月度环比



资料来源: Wind, 优财研究院

四、政策加快落地，宏观政策保持连续性稳定性

近期政策加快落地，宏观政策保持连续性稳定性，货币政策取向没有发生改变，抓住宝贵的改革窗口期。7月13日，总理主持召开经济形势专家和企业座谈会，称近期实行的降准措施要体现结构性，针对国内外环境变化和市场主体的需求，保持宏观政策连续性稳定性，坚持不搞“大水漫灌”，积极的财政政策、稳健的货币政策要继续聚焦支持实体经济和促进就业，更加注重支持中小微企业、劳动密集型行业，帮助缓解融资难题。

同时央行货币政策司司长孙国峰也表示，此次全面降准是我国货币政策回归常态后的常态化操作，货币政策取向没有发生改变。当前，我国经济稳中向好，稳健的货币政策取向没有改变，此次降准主要是为了优化金融机构的资金结构、提升金融服务能力、更好支持实体经济。货币政策将坚持以我为主、稳字当头，坚持正常货币政策，坚持货币政策的自主性。

针对碳减排的结构性政策有望逐渐出台，孙国峰称正有序推进碳减排支持工具设立工作，以精准直达方式支持清洁能源节能环保碳减排技术的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。7月16日，全国碳排放权交易在上海环境能源交易所正式启动，首批参与全国碳排放权交易的发电行业重点排放单位超过2162家，这些企业合计碳排放量超过40亿吨二氧化碳。

改革窗口期促进经济高质量发展。7月15日，《中共中央 国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》(以下简称意见)发布。意见强调，推动浦东高水平改革开放，为更好利用国内国际两个市场两种资源提供重要通道，构建国内大循环的中心节点和国内国际双循环的战略链接，在长三角一体化发展中更好发挥龙头辐射作用，打造全面建设社会主义现代化国家窗口。

对于资产价格来说，此次降准落地打开长端利率下行空间，但政策利率仍是底部约束，降准对长端利率的指示关键在于降准对央行资产负债表的影响。中长期来看，类滞胀中的通胀压力、美联储可能的QE退出、以及“跨周期调节”和保持宏观

“杠杆率基本稳定”的政策目标都限制了货币政策宽松的空间，“稳健货币政策取向没有改变”的表态下并未看到降息的可能，不宜过度追涨，仍需保持一分谨慎，下半年广义流动性逐步好转对股市仍有一定支撑作用。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>