

2021年8月15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

专项债发行加快，跨周期调节仍是政策重心

内容提要

隐性债务新规、地产严监管下信用被动收缩，冲击信贷需求和社融，7月严监管和弱需求并存。社融增速延续回落但未出现系统性收缩，经济动能放缓但仍处在修复进程，严监管叠加高基数，三季度社融增速下行或仍持续，四季度低基数及财政后倾支撑下社融企稳反弹概率较大。

高频跟踪：①全球疫情不确定性仍强，英国新增病例回落趋势遇阻，美欧主要国家疫苗完全接种人数占比已超出50%，英国完全接种比例接近60%。②国内需求端，30城销售延续偏弱，地产政策持续趋严，8月30城销售面积同比降幅超20%；③生产端，高炉开工率和产能利用率整体保持稳定，水泥价格拐点确认或显示建筑旺季的逐步到来；④价格端，食品价格指数持稳，季节性涨价因素下蛋类蔬菜类环比涨幅加快；⑤资金面边际收敛，本月缴税截止日为下周一，叠加MLF到期量仍然较大，地方债在年内全部发行完毕的新闻也加剧了市场对地方债供给的担忧，资金面波动或将放大。

从当前政策组合来看，货币政策稳健中性基调不改，跨周期调节框架下弹性加大、预留空间，四季度降准补充流动性或再现，但降息难有期待；财政政策更加积极，上半年支出进度偏慢下有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经济失速下行压力不大。

从资产表现来看，债市受到流动性充裕和经济动能放缓的提振，严监管环境下的缺资产格局也支撑利率债的配置需求，但前期利率下行过快下市场已经走在政策前面，债市形成了较强的降息预期，1年期存单利率已低于同期MLF政策利率30bp，止盈压力和降息预期可能落空的风险下债市短期扰动增加，叠加8-9月地方债发行小高峰、美联储政策取向扰动，利率短期存在上行调整压力。股市方面，不同于2018年全面信用收缩下带来的股市重挫压力，本轮信用收缩仍偏局部，城投和地产是信用收缩主要部门，债市缺资产环境下推动无风险利率下行，股市流动性和估值仍受到一定支撑，结构性行情延续。

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、严监管与弱需求并存，7月社融不及预期

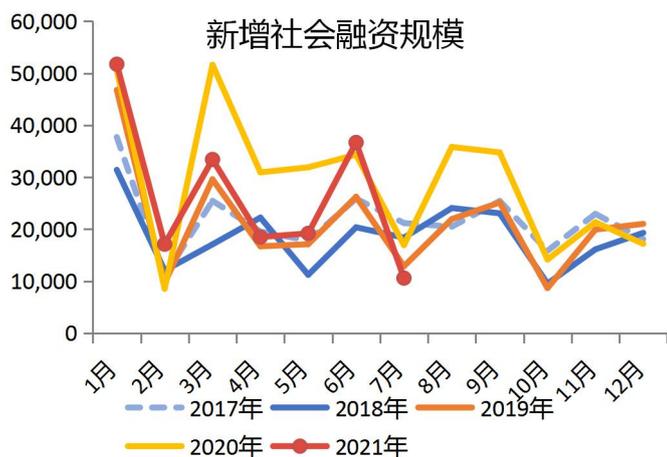
央行公布 2021 年 7 月金融数据：(1)新增人民币贷款 10800 亿元，市场预期 10920 亿元，前值 21200 亿元。(2) 社会融资规模 10600 亿元，市场预期 15200 亿元，前值 36689 亿元。(3) M2 同比 8.3%，市场预期 8.7%，前值 8.6%；M1 同比 4.9%，前值 5.5%。

隐性债务新规、地产严监管下信用被动收缩，冲击信贷需求和社融，7月严监管和弱需求并存。一方面，受城投及地产严监管政策影响，企业与居民中长期贷款均有所下滑并低于去年同期水平。另一方面实体融资需求也有所走弱，表内外票据明显分化。

政府债券融资的大幅下行和表内贷款回落是本月金融数据不及预期的主要拖累，下半年政府债发行压力较大，财政发债后倾下四季度社融有所支撑。下半年财政更加积极，但“做好两年政策衔接、今年底明年初形成实物工作量”的要求下不宜高估财政发力及基建上行力度，财政真正发力在明年上半年。

社融增速延续回落但未出现系统性收缩，经济动能放缓但仍处在修复进程，严监管叠加高基数，三季度社融增速下行或仍持续，四季度低基数及财政后倾支撑下社融企稳反弹概率较大。

图 1：7 月社融不及预期（亿元）



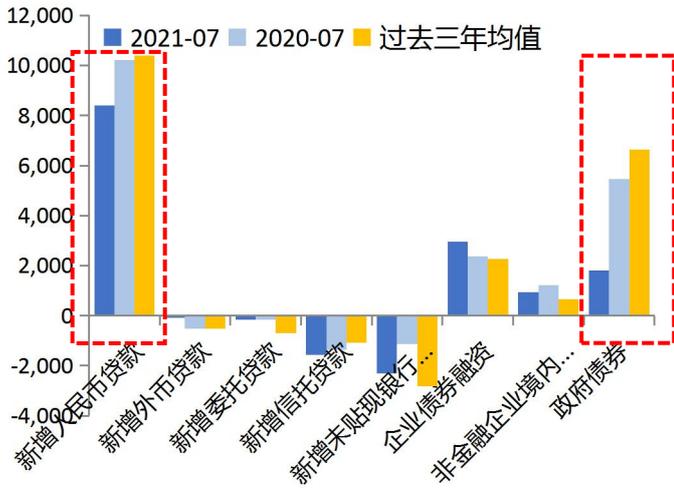
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速重回下行（%）



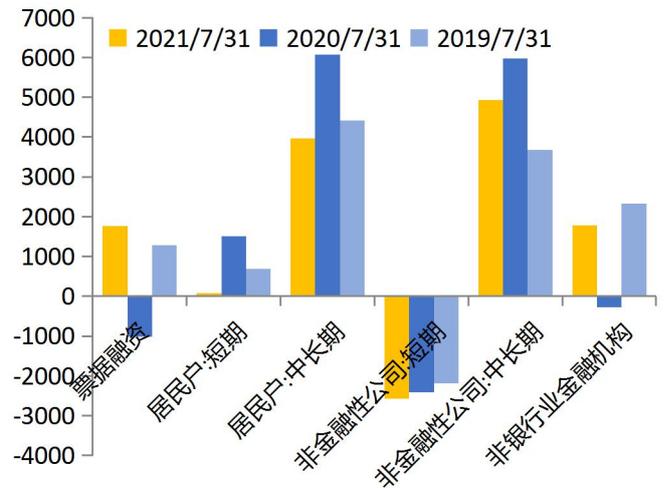
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：政府债券和表内贷款是主要拖累（亿元）



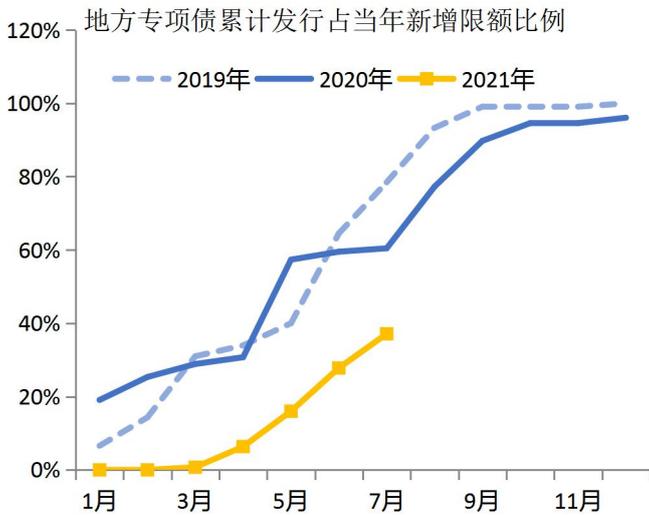
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：企业贷款延续短贷低、票据融资高（亿元）



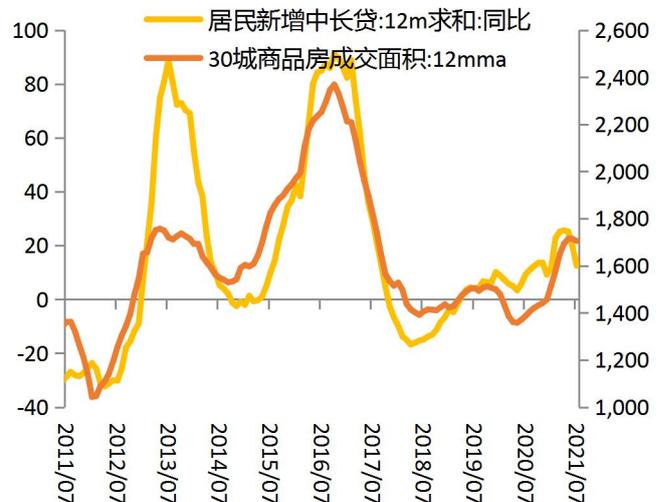
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：专项债发行进度明显偏慢（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：房贷拐点初现（%，万平方米）

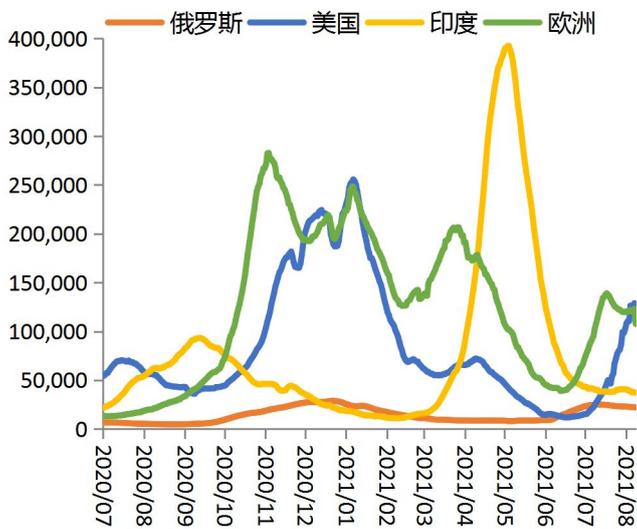


资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

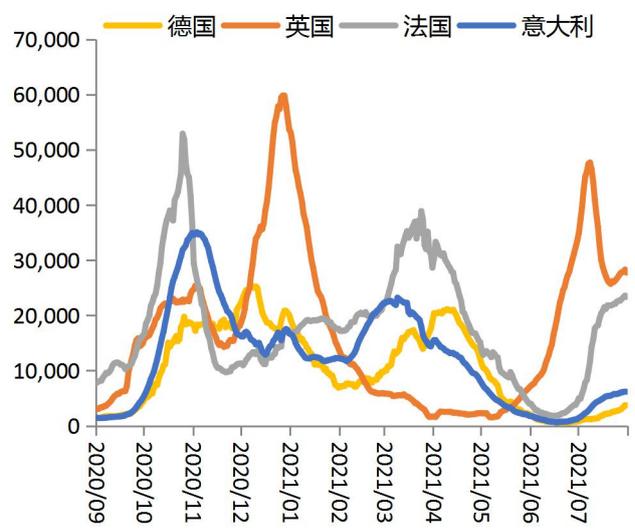
全球疫情不确定性仍强，英国新增病例回落趋势受阻。受 Delta 变种病毒影响，全球疫情当前不确定性仍强，英国新增病例回落趋势受阻，美国确诊病例也仍在回升。而从疫苗接种进度来看，美欧主要国家疫苗完全接种人数占比已超出 50%，英国完全接种比例接近 60%，欧洲各国疫苗接种速度仍在放缓，美国近期接种有小幅回升。

图 7：新冠疫情当日新增确诊病例



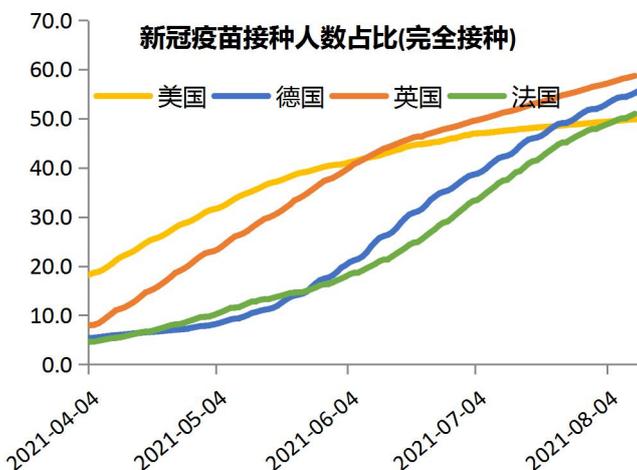
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：新冠疫情当日新增确诊病例



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



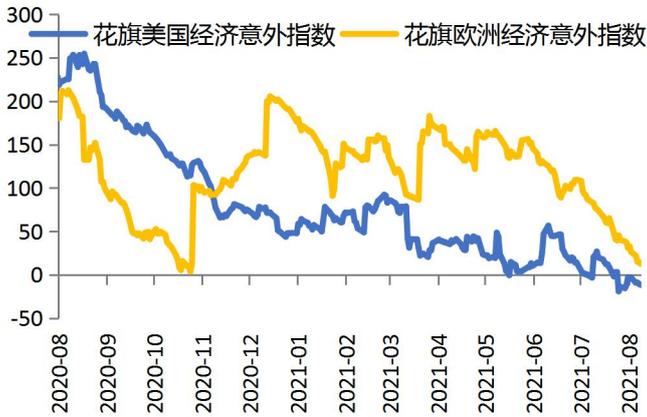
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：美欧差值收窄对应美元指数回升



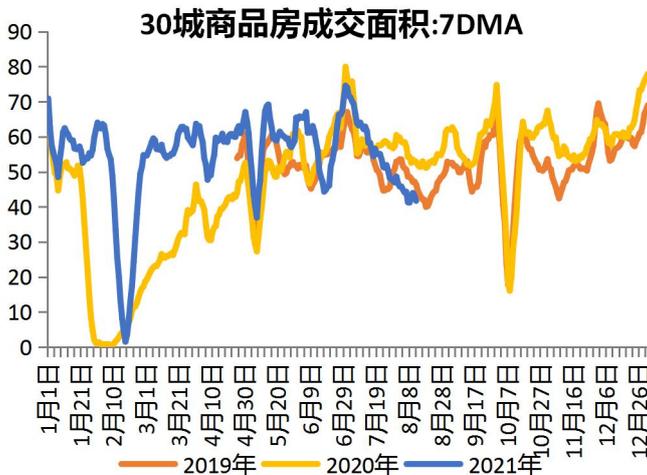
资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求：30 城销售延续偏弱，地产政策持续趋严

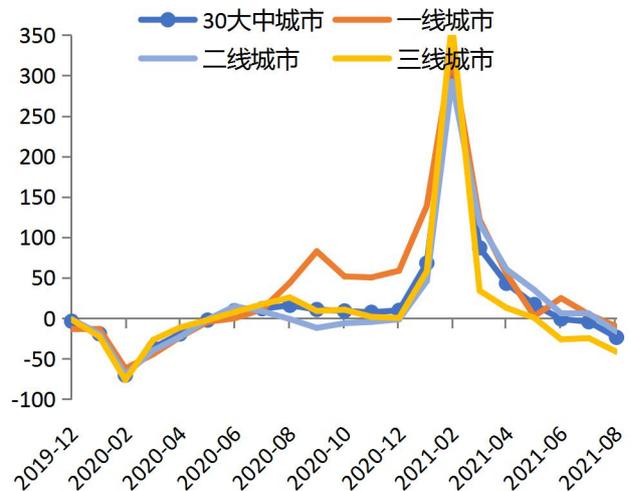
7 月以来楼市销售延续回落，8 月持续偏弱并低于前两年同期水平，30 大中城市商品房销售面积同比增速继年初的高增速回落后，8 月初进入明显负增长，截止至 8 月 12 日，销售面积同比降幅超 20%，中央政治局会议再提“房住不炒”，近期全国各地陆续加大了房地产调控政策力度，房地产政策持续趋严，地产销售持续走弱。

图 13：30 城商品房成交面积（万平方米）



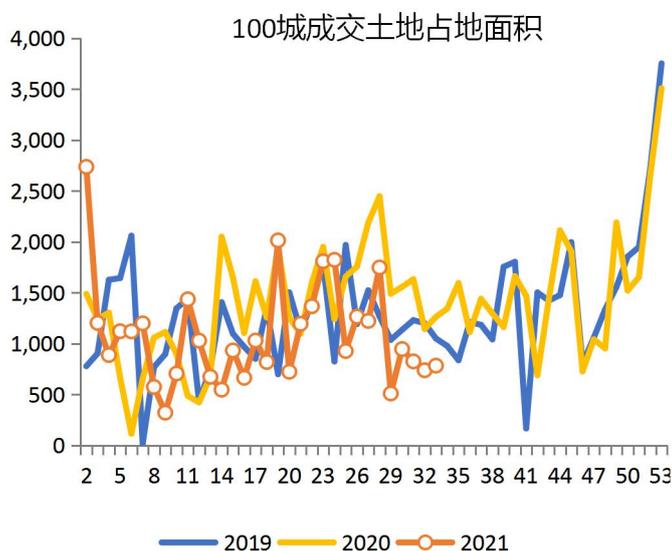
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：30 城商品房成交面积同比（%）



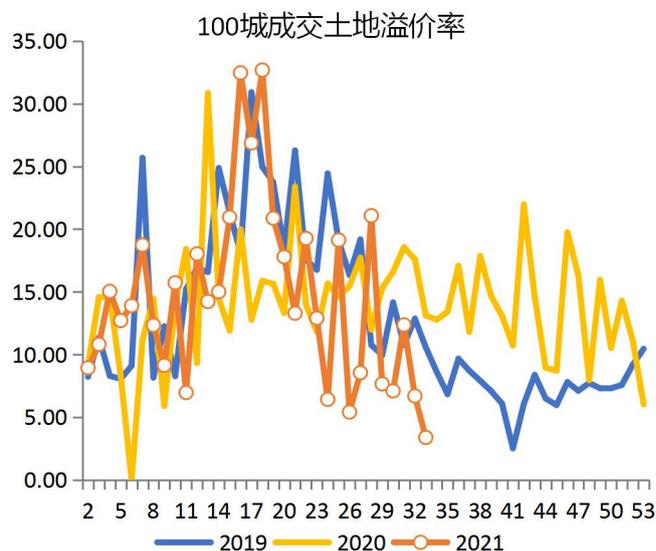
资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 百城土地成交溢价率 (%)



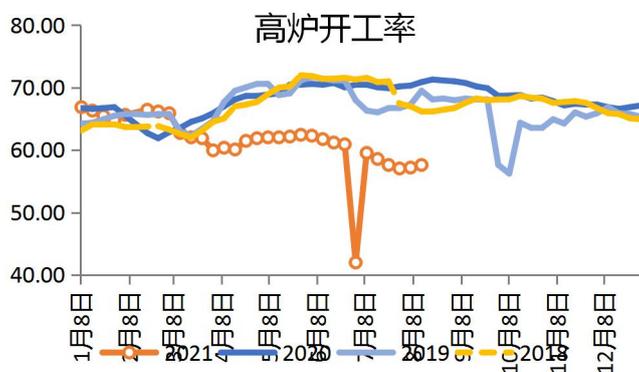
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产: 高炉开工率和产能利用率保持稳定, 水泥价格拐点确认

8月高温下仍处于居民用电旺季, 南方八省电厂日耗继续上升并创年内新高, 高炉开工率和产能利用率则保持整体稳定, 5月底以来织机开工率趋势回落, 或对生产情况有一定参考意义。

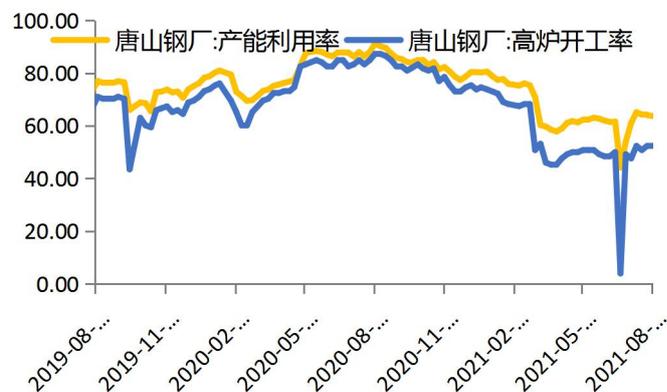
政策面消息的扰动消退后, 煤炭、钢铁、玻璃、钢材等价格均出现小幅反弹, 同时在东南地区带动下水泥价格拐点确认, 价格结束下行态势, 建筑旺季逐步到来。

图 17: 高炉开工率 (%)



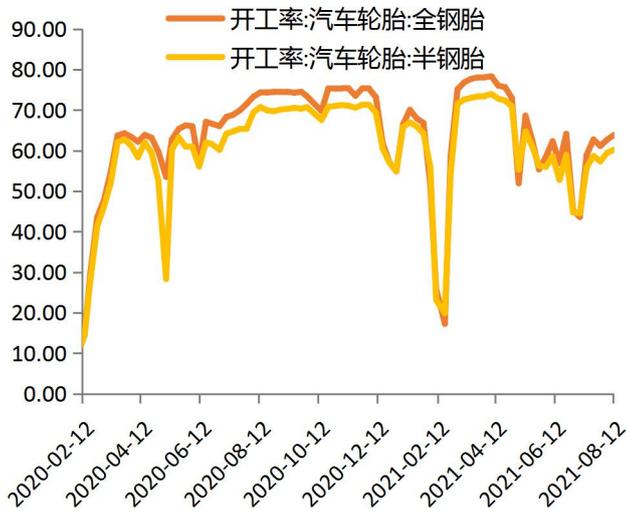
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



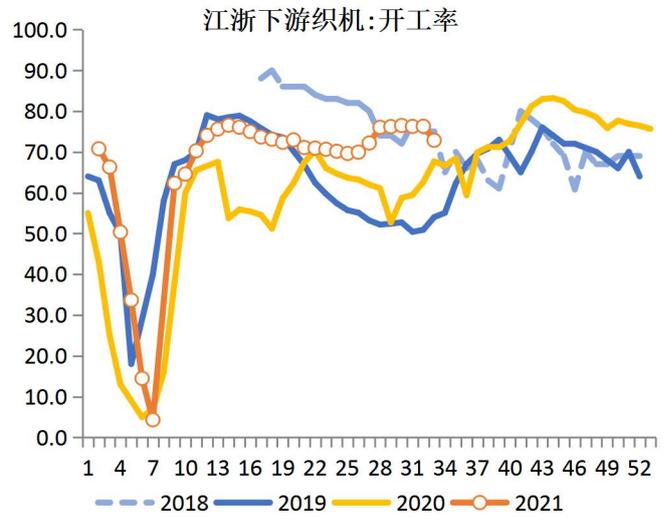
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 江浙下游织机: 开工率 (%)



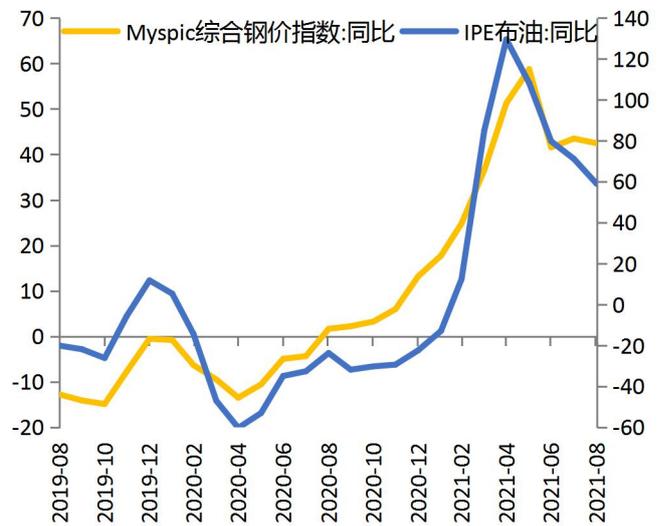
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 大宗商品价格指数



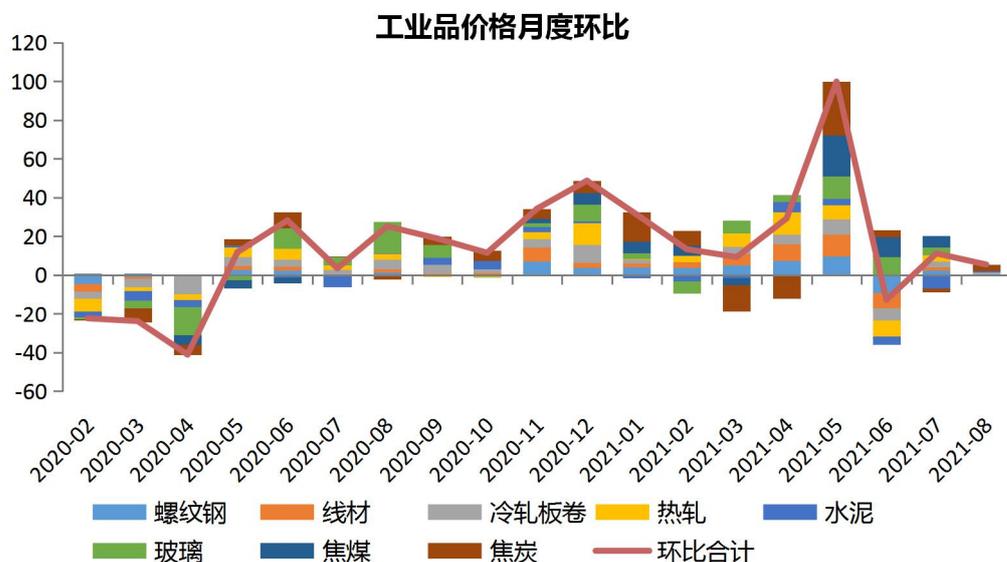
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23：工业品价格月度环比

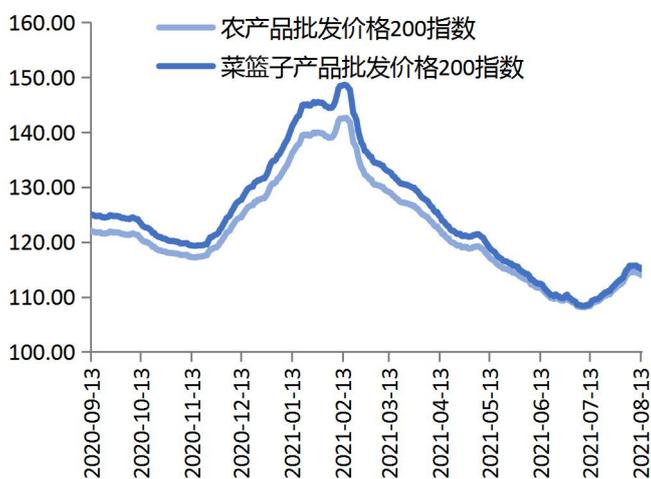


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：食品价格指数持稳，蛋类蔬菜类环比涨幅加快

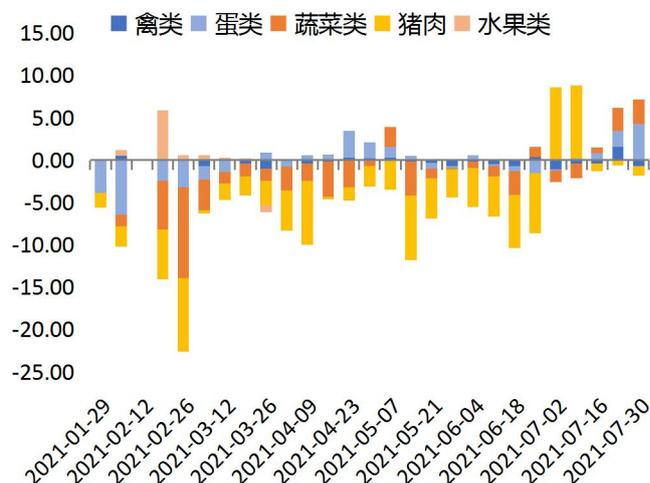
农产品价格指数本周持稳，7月中旬以来触底回升，受洪涝灾害影响，蔬菜的保鲜、储存及运输难度上升，蛋类蔬菜类后环比上涨加快，从季节性表现来看，蔬菜即将进入夏季价格回升时期。而猪肉价格中旬以来持续下跌，据统计局，生猪产能持续释放，存出栏同比大幅增长。

图 24：农产品批发价格 200 指数



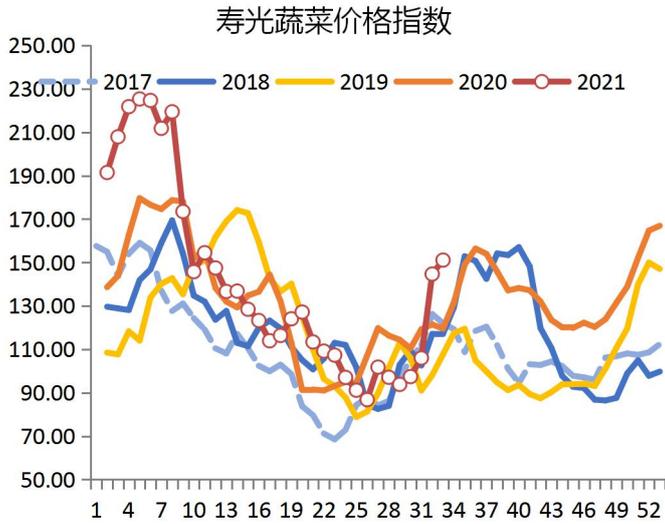
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：食用农产品价格指数:周环比 (%)



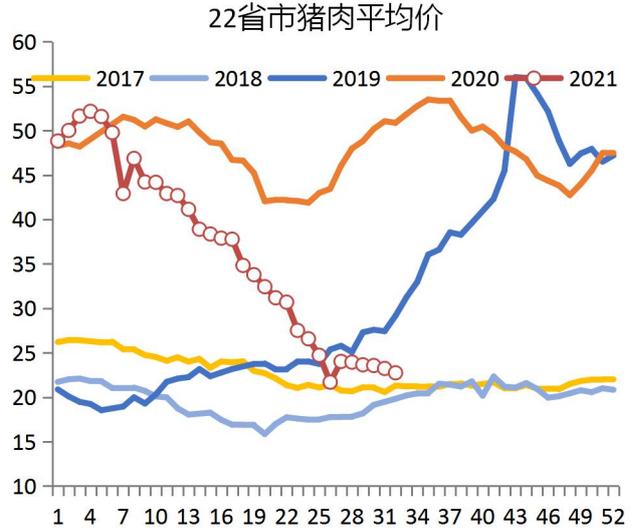
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 22 省市猪肉平均价 (元/千克) (%)

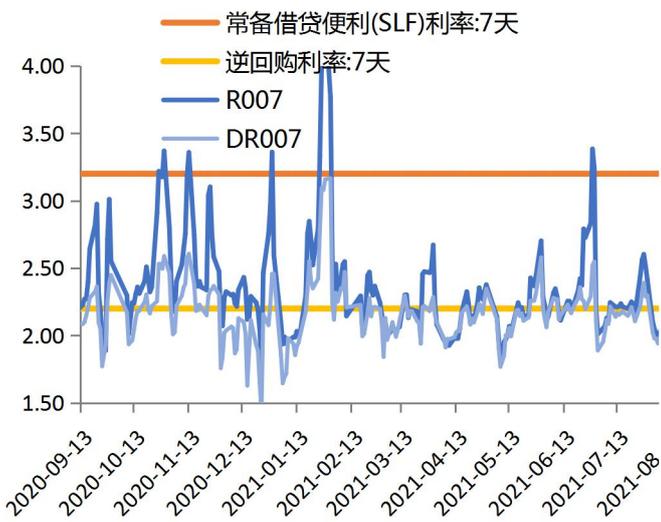


资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面: 资金面边际收敛

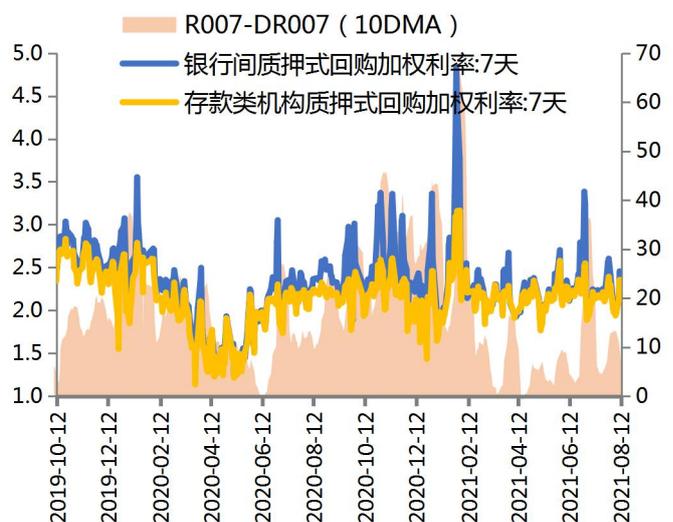
本周央行延续每日 100 亿逆回购操作, 全周有 500 亿逆回购到期, 全周公开市场净投放为零。资金面边际收敛, DR007 运行在 2.12-2.36% 的区间, 资金利率相比上周明显上行, 周一和周二是资金面收敛最为显著的时点。本月缴税截止日为下周一, 叠加 MLF 到期量仍然较大, 地方债在年内全部发行完毕的新闻也加剧了市场对地方债供给的担忧, 资金面波动或将放大。

图 28: 利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: R 与 DR 利差位于低位 (% , bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、总结

从当前政策组合来看，货币政策稳健中性基调不改，跨周期调节框架下弹性加大、预留空间，四季度降准补充流动性或再现，但降息难有期待；财政政策更加积极，上半年支出进度偏慢下有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经济失速下行压力不大。

从资产表现来看，债市受到流动性充裕和经济动能放缓的提振，严监管环境下的缺资产格局也支撑利率债的配置需求，但前期利率下行过快下市场已经走在政策前面，债市形成了较强的降息预期，1年期存单利率已低于同期MLF政策利率30bp，止盈压力和降息预期可能落空的风险下债市短期扰动增加，叠加8-9月地方债发行小高峰、美联储政策取向扰动，利率短期存在上行调整压力。股市方面，不同于2018年全面信用收缩下带来的股市重挫压力，本轮信用收缩仍偏局部，城投和地产是信用收缩主要部门，债市缺资产环境下推动无风险利率下行，股市流动性和估值仍受到一定支撑，结构性行情延续。

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”。

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/>