

2021年8月22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



短期扰动和中期隐忧交错，7月经济数据全线回落

内容提要

7月经济数据全面回落并不及预期，有短期扰动也有长期隐忧，局部地区疫情和防控升温、洪涝灾害天气、以及钢铁等领域限产和多地限电的影响下，生产和消费均有所走弱，内需放缓较为明显，地方政府隐性债务监管和财政进度偏慢下，基建投资增速仍然偏弱，而近期房地产监管持续趋严下地产开发投资进一步降温。

中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升下财政需要更有作为。往后看，出口脉冲动能或边际减弱，房地产严监管下从前端拿地、开工到中后端销售以及资金链条都出现弱化，地产投资下行的压力仍在加大，出口+地产两大经济增长因子动能衰减下，叠加中美不确定性加大，中期“周期性风险”的担忧在加大。经济下行压力加大下，稳增长必要性抬升，财政需要更有作为，基建温和托底仍有必要，财政政策或是下半年的政策重心。不过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，温和托底概率更高。

从经济高频来看，1) 全球疫情不确定性仍强，英国新增病例出现反弹，美国确诊病例也仍在回升，叠加美联储 taper 预期，海外避险情绪较强。2) 国内需求端，地产政策持续趋严，30城商品房销售延续弱势，8月同比降幅-26.7%；3) 生产端，高炉开工率和产能利用率整体保持稳定，水泥价格快速上涨或反映建筑旺季的逐步到来；4) 价格端，食品价格指数小幅回落，8月以来猪价同比跌幅扩大；5) 税期扰动消退叠加央行稳货币态度，资金面边际转松，本月MLF小幅缩量续作，应对政府债放量发行和缴税带来的流动性缺口，“削峰填谷”下强化货币稳健中性的取向。

货币政策并未转向，跨周期调节框架下存在预调微调空间。货币政策特征并不明朗，央行年中工作会议整体定调依然中性为主，并没有转向明显宽松的信号，保持合理充裕仍然是整体基调。跨周期调节框架下货币政策的前瞻性增强，结构性导向概率更大，四季度降准补充流动性及置换MLF或再现，但降息仍缺乏触发剂。前期利率下行过快后降息预期可能落空的风险、叠加地方债发行加快、美联储政策扰动，利率短期存在一定上行调整压力，但经济动能放缓决定债市调整空间也相对有限，真正看空的不多，调整后做多意愿较强。而股市方面，本轮局部信用收缩的主要部门为城投和地产，不同于以往全面信用收缩下带来的企业信用端对股市的冲击，同时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，结构性行情有望延续。

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、经济数据全面不及预期

经济数据全面不及预期，短期扰动和中期隐忧交错。7月经济数据全面回落并不及预期，有短期扰动也有长期隐忧，局部地区疫情和防控升温、洪涝灾害天气、以及钢铁等领域限产和多地限电的影响下，生产和消费均有所走弱，内需放缓较为明显，地方政府隐性债务监管和财政进度偏慢下，基建投资增速仍然偏弱，而近期房地产监管持续趋严下地产开发投资进一步降温。

中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升下财政需要更有作为。往后看，出口脉冲动能或边际减弱，房地产严监管下从前端拿地、开工到中后端销售以及资金链条都出现弱化，地产投资下行的压力仍在加大，出口+地产两大经济增长因子动能衰减下，叠加中美不确定性加大，中期“周期性风险”的担忧在加大。经济下行压力加大下，稳增长必要性抬升，财政需要更有作为，基建温和托底仍有必要，财政政策或是下半年的政策重心。不过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，温和托底概率更高。

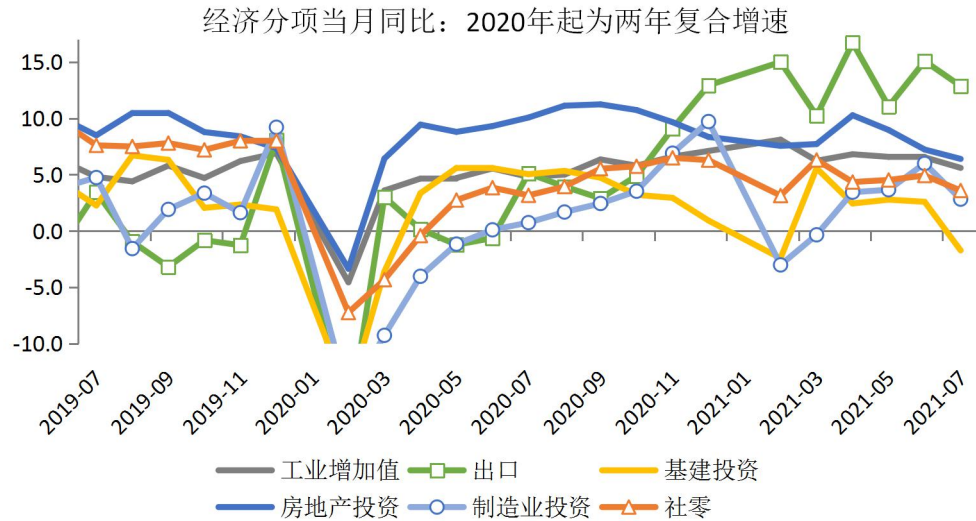
货币政策并未转向，跨周期调节框架下存在预调微调空间。货币政策特征并不明朗，央行年中工作会议整体定调依然中性为主，并没有转向明显宽松的信号，保持合理充裕仍然是整体基调。跨周期调节框架下货币政策的前瞻性增强，结构性导向概率更大，四季度降准补充流动性及置换 MLF 或再现，但降息仍缺乏触发剂。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12	20-11	20-10	20-09
工业增加值		5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1	6.6	5.8	6.3
固定资产投资		1.9	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7	7.4	6.5	6.2
基建		-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9	2.9	3.2	4.7
房地产	当月同比%	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3	9.7	10.7	11.2
制造业	(两年平均)	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7	6.9	3.5	2.4
社消零售		3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3	6.5	5.7	5.5
出口金额		12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0	9.1	4.9	2.9
进口金额		12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0	2.7	-0.8	2.0
CPI	当月同比%	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2	-0.5	0.5	1.7
PPI	当月同比%	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4	-1.5	-2.1	-2.1
M1	%	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6	10.0	9.1	8.1
M2	%	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1	10.7	10.5	10.9
社融	存量同比%	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30	13.60	13.70	13.50
失业率	城镇调查	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.2	5.3	5.4

资料来源：Wind，优财研究院

图 2：经济数据全线回落（%）

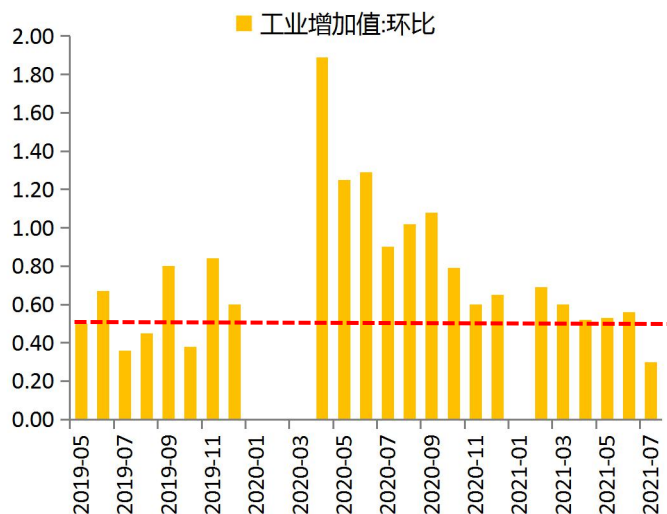


资料来源：Wind，优财研究院

生产：工业和服务业生产双双走弱，

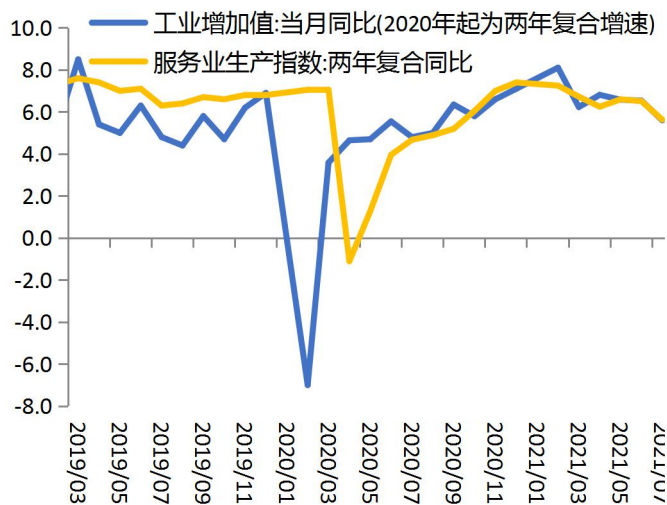
7月工业增加值环比较前两月明显走弱，并低于19年均值水平，除去经济动能的弱化，也有短期供应冲击的扰动，限产、缺电、疫情、洪涝灾害均对7月生产形成显著冲击。分行业来看，除汽车和电气机械行业外，重点行业增加值均较上月走弱，出口链条仍维持相对韧性，医药制造业依然维持较高增速，地产链条以及必选消费链条景气度偏弱，中游设备类整体景气度相对较好。

图 3：工业增加值环比低于 19 年均值水平（%元）



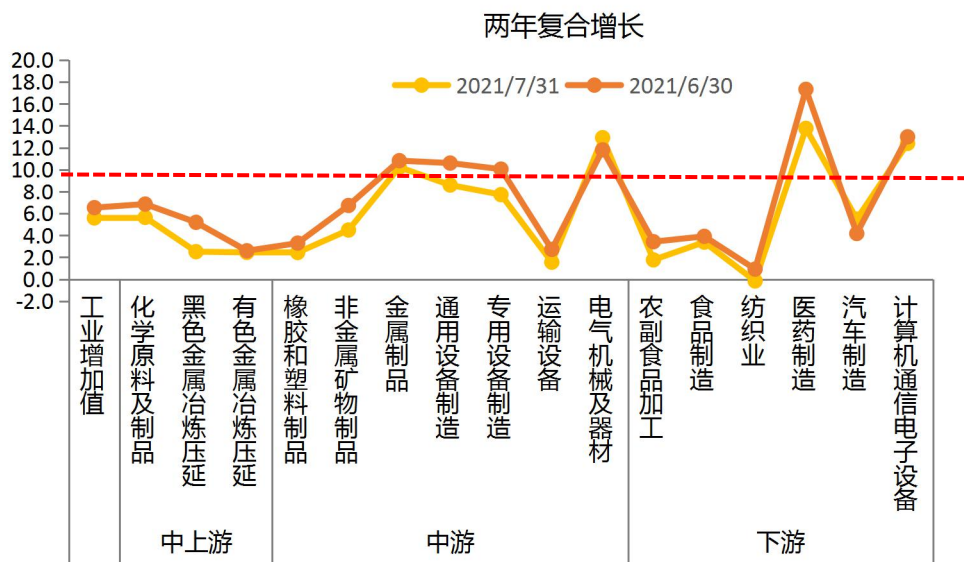
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：工业和服务业双双走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：各行业几乎全线走弱，出口链条维持相对韧性（%）



资料来源：Wind，优财研究院

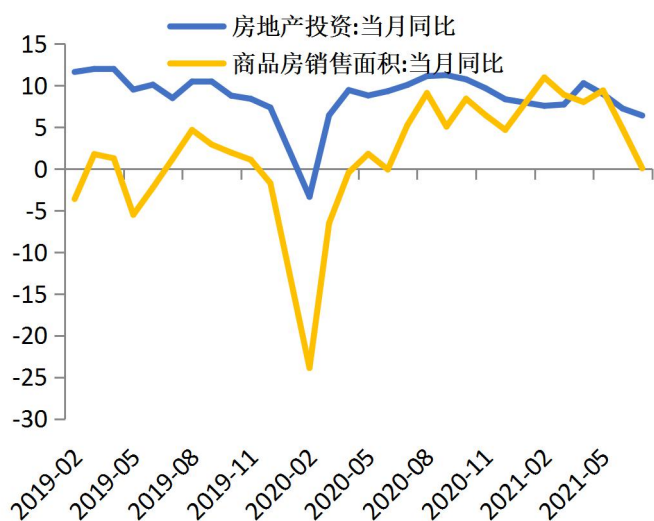
投资：地产延续下行，基建仍然偏弱

房地产销售持续回落，从销售到投资链条逐步弱化。近期地产政策持续趋严，继房企“三道红线”政策出台约束房企外源融资后，房贷集中度管理、房贷利率上行、多地楼市政策收紧等影响下，房地产销售开始走弱，6、7月居民中长期信贷增速快速下滑，销售回款回落下，房地产开发资金来源进一步受限，从销售到投资链条逐步弱化，地产投资下行压力加大。

前端开工大幅回落，竣工保有韧性。新开工面积增速大幅下滑，受上半年拿地不足、销售回款弱化以及地产政策趋严的影响，7月竣工回落但仍维持韧性，随着拿地和开工的回落，未来施工面积也将开始下行，前端弱、后端韧性的结构下，带来的是房地产投资长期趋势的回落。

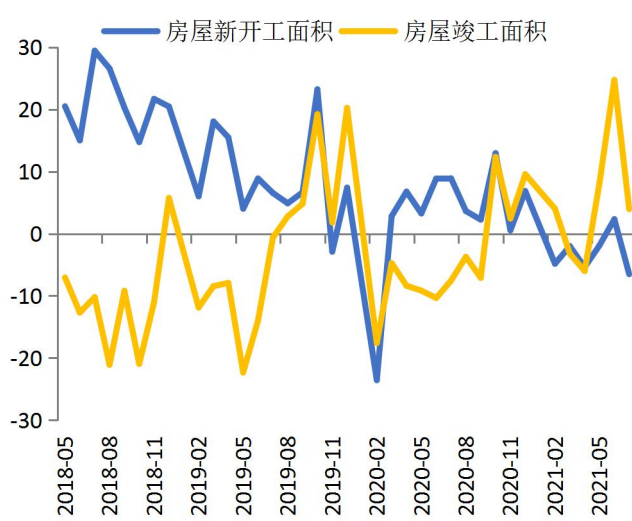
基建短期因素冲击较大，下半年温和托底必要性增强。7月基建投资大幅下滑，单月复合增速录得负增长，今年专项债发行进度偏慢叠加隐性债务监管下基建投资延续偏弱，而本月受到极端天气、以及局部疫情影响冲击，土木工程活动受限较大。下半年基建温和托底必要性增强，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，温和托底概率更高。

图 6：地产投资和销售同步下行（两年复合增速%）



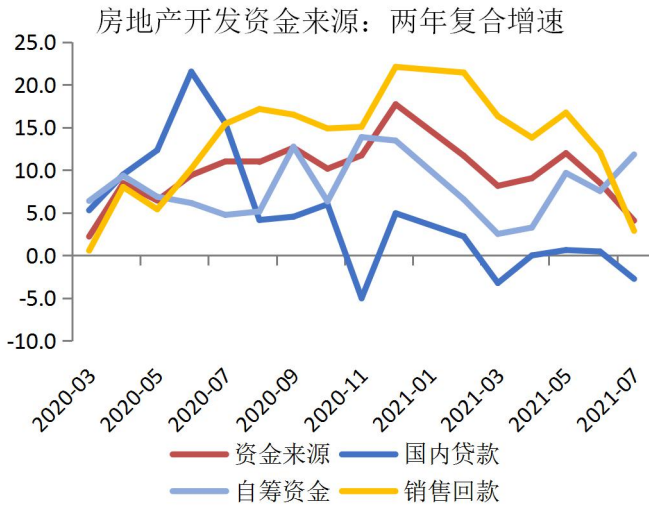
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：前端开工增速快速回落（两年复合增速%）



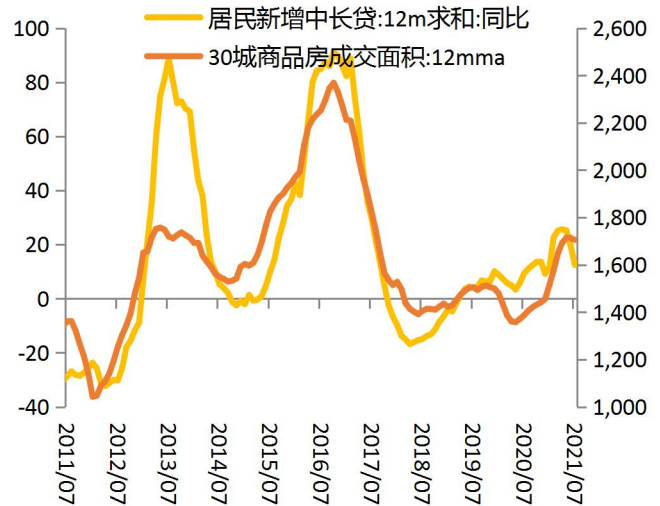
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：销售回款支撑走弱 (%)



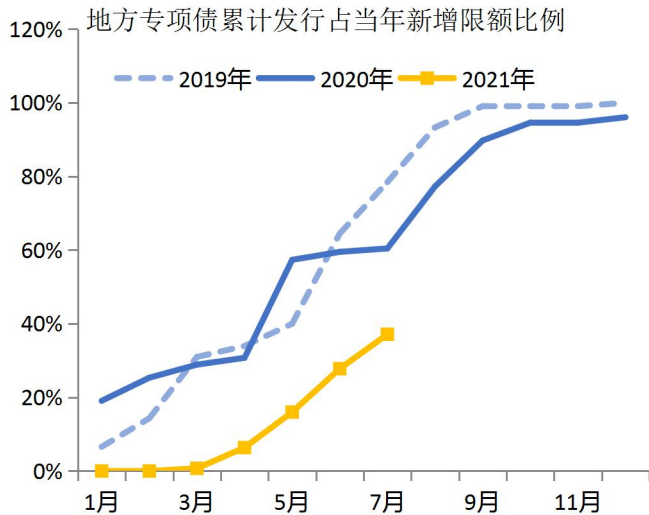
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：房贷拐点初现 (%，万平方米)



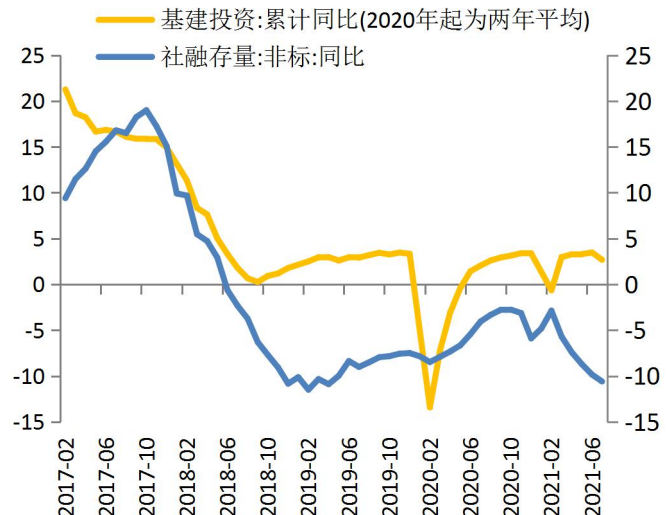
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：今年专项债发行进度明显偏慢 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：局部信用收缩下基建投资偏弱 (%)



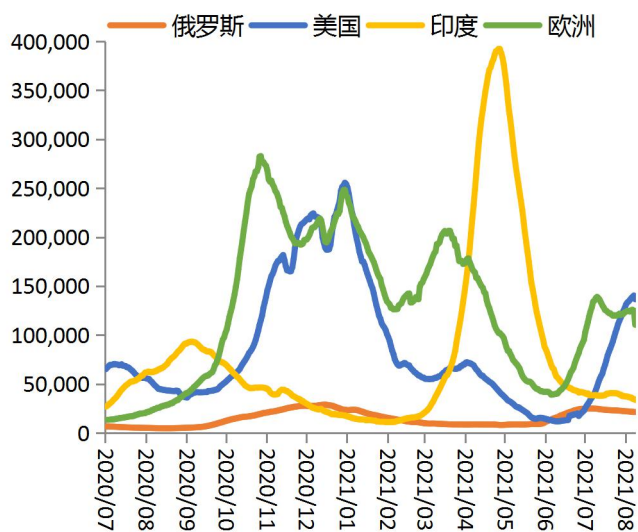
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

Delta 变异毒株下全球疫情不确定性仍强，叠加美联储 taper 预期，海外避险情绪较强。受 Delta 变种病毒影响，全球疫情当前不确定性仍强，英国新增病例出现反弹，美国确诊病例也仍在回升。美欧主要国家疫苗完全接种人数占比已超出 50%，英国完全接种比例约未 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。

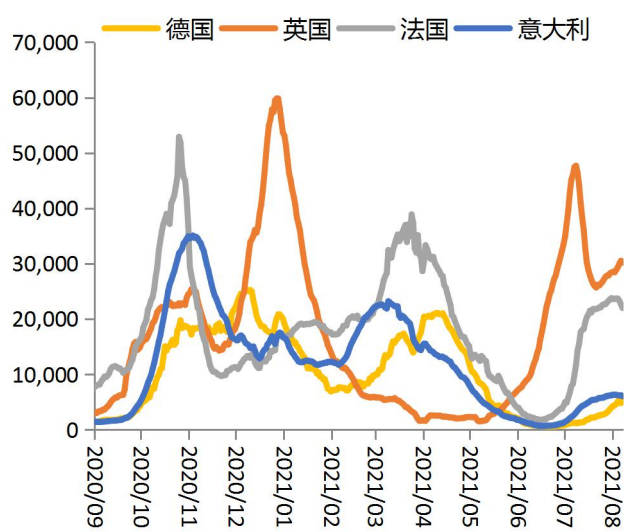
近期全球经济复苏步伐有所放缓，美欧经济意外指数双双下行，叠加美联储 taper 预期，市场风险情绪减弱，避险资产受到一定追捧，美元指数本周升值步伐加快。

图 12：新冠疫情当日新增确诊病例



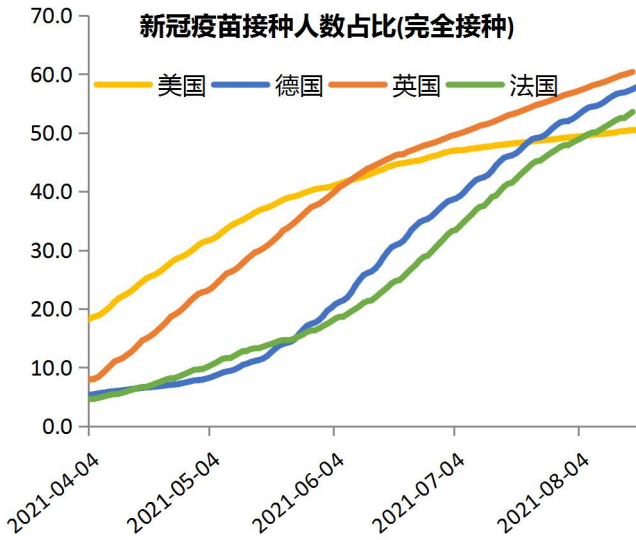
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：新冠疫情当日新增确诊病例



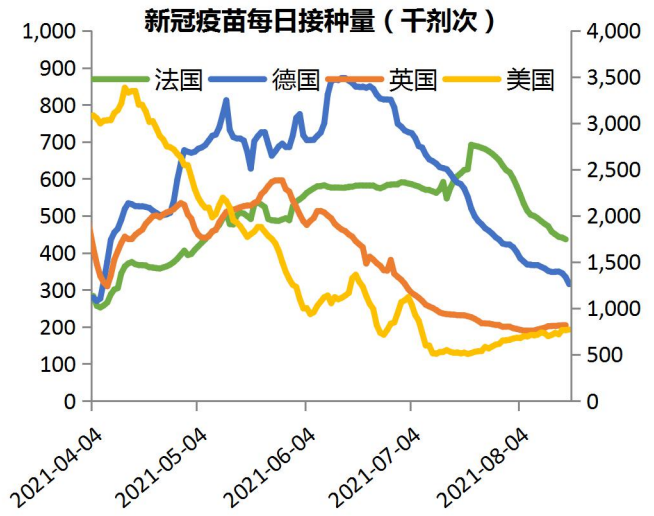
资料来源：Wind，优财研究院

图 14: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



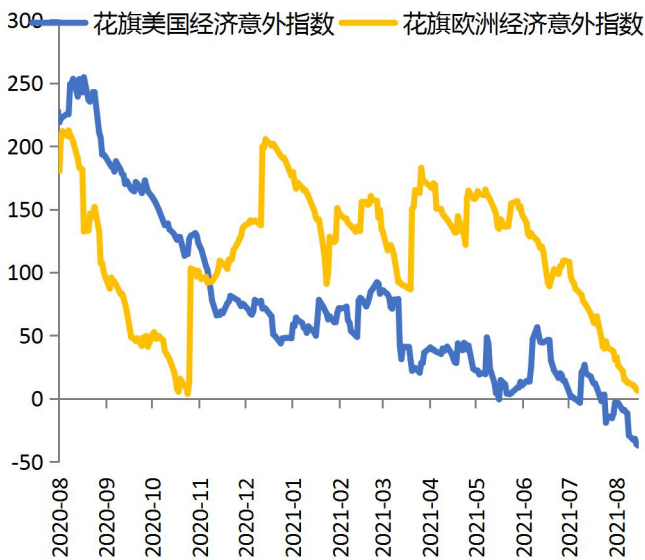
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



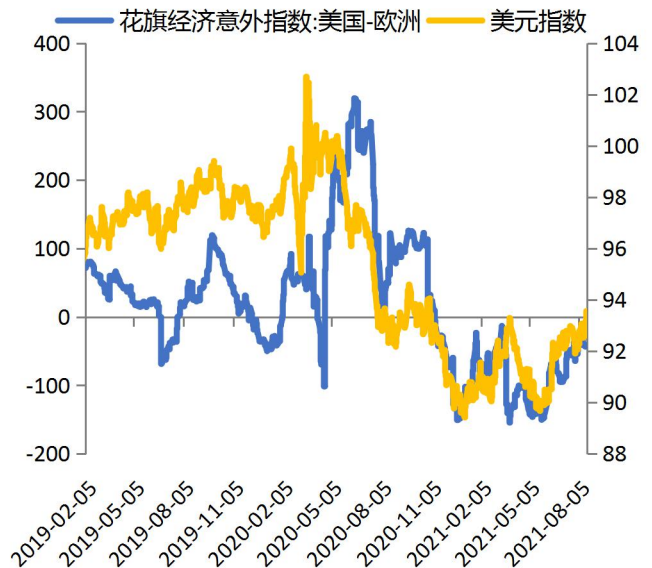
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 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 17: 美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

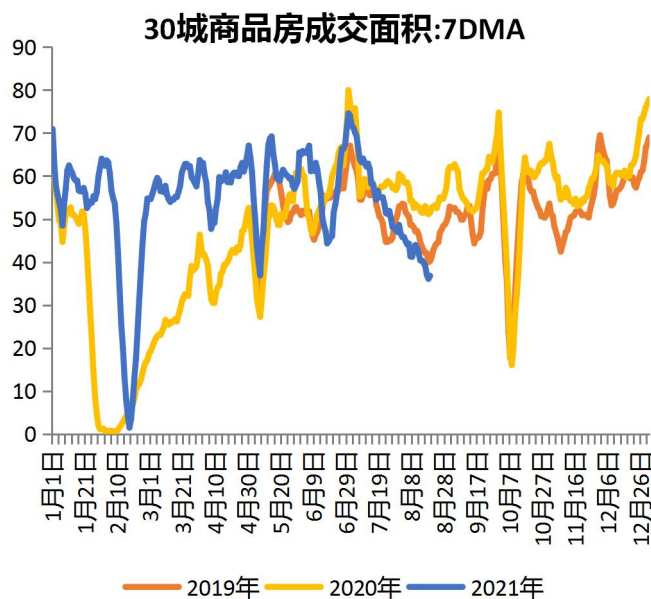
三、经济高频观察

1. 需求：30城销售延续弱势，地产政策持续趋严

8月商品房销售延续弱势，30大中城市商品房销售面积持续下行并低于前两年同期水平，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19日，销售面积同比增速-26.7%，二三线城市降幅较大。

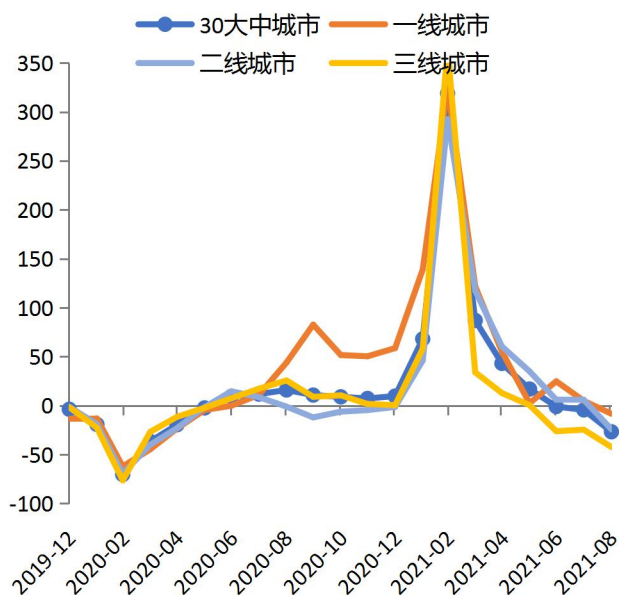
中央政治局会议再提“房住不炒”，近期全国各地陆续加大了房地产调控政策力度，房地产政策持续趋严，北京地区部分银行房贷额度有收紧趋势，多家银行表示已无二手房贷款额度。深圳小产权房、回迁房交易正受到政策更高维监管。

图 18：30 城商品房成交面积（万平方米）



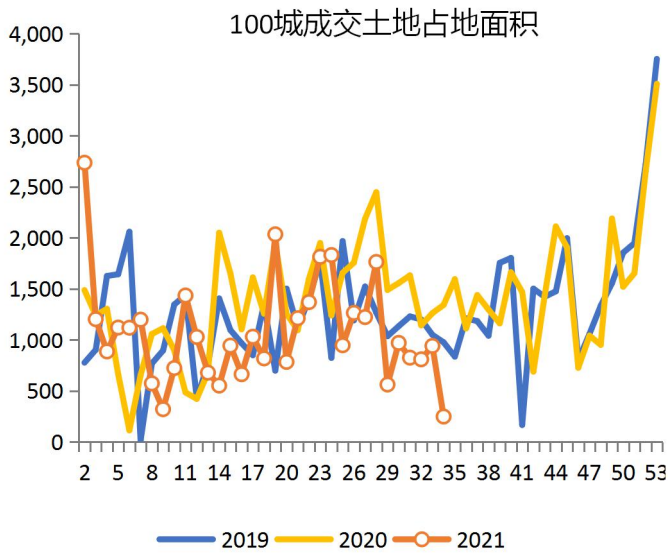
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：30 城商品房成交面积同比（%）



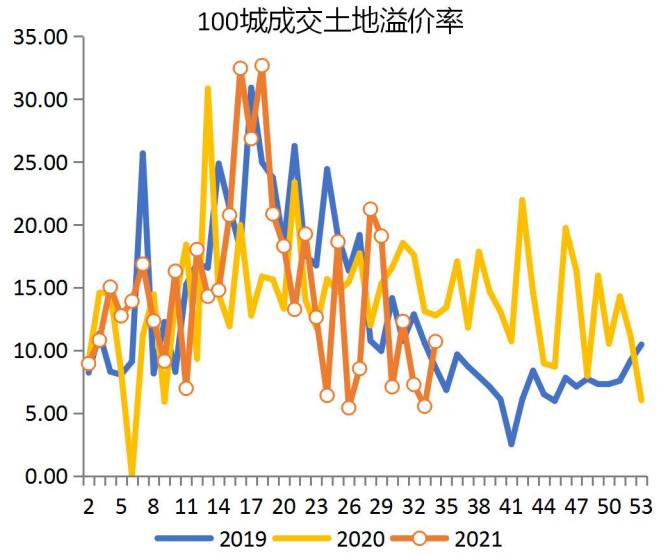
资料来源：Wind，优财研究院

图 20: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 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整体稳定, 水泥价格快速上涨

生产端总体平稳, 沿海八省电厂日耗基本持平, 高炉开工率小幅回落, 产能利用率小幅走高, 5 月底以来织机开工率延续趋势回落。本周钢材价格多数小幅下跌, 水泥价格上涨较快, 主要以华东、西南市场为主, 建筑旺季或逐步到来。

图 22: 高炉开工率 (%)

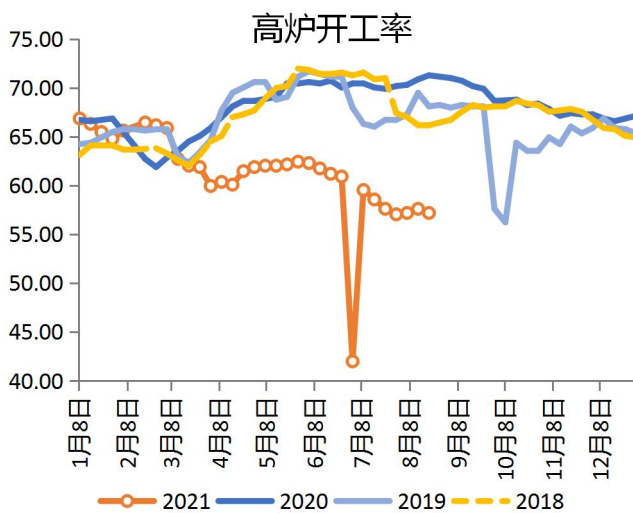
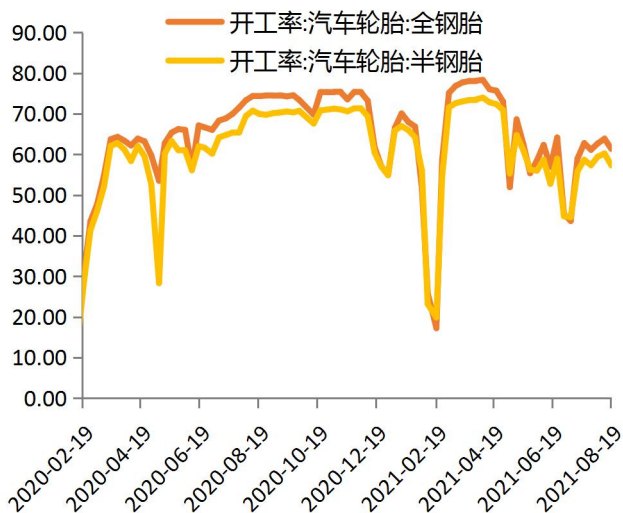


图 23: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

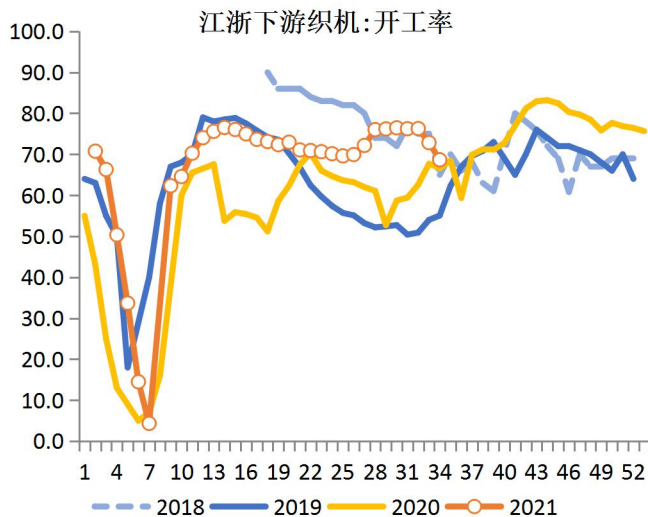
图 24：汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

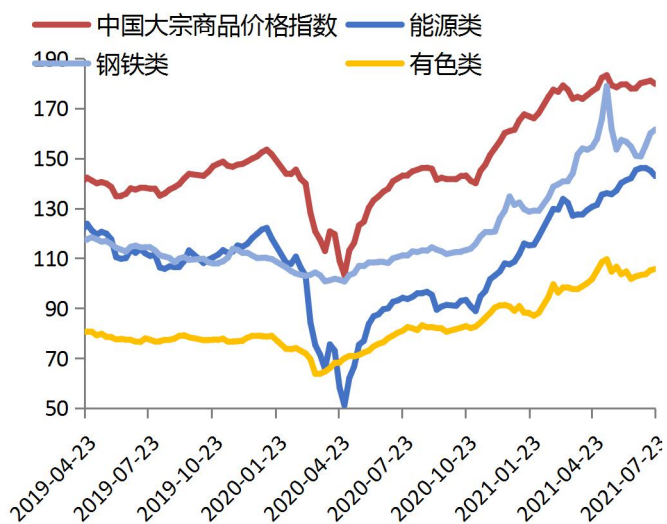
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：江浙下游织机：开工率（%）



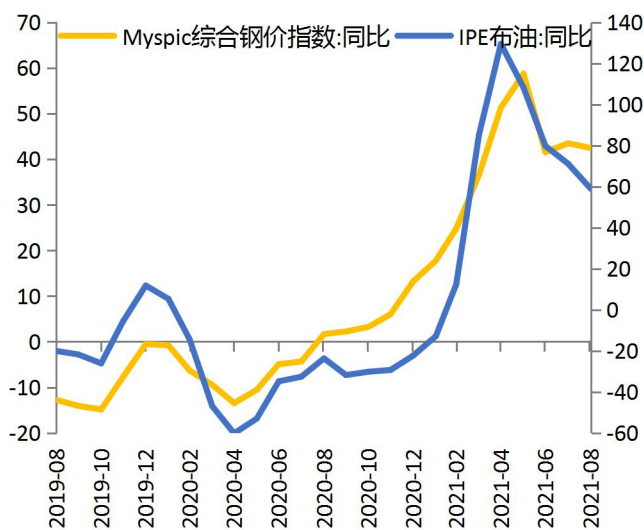
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：大宗商品价格指数



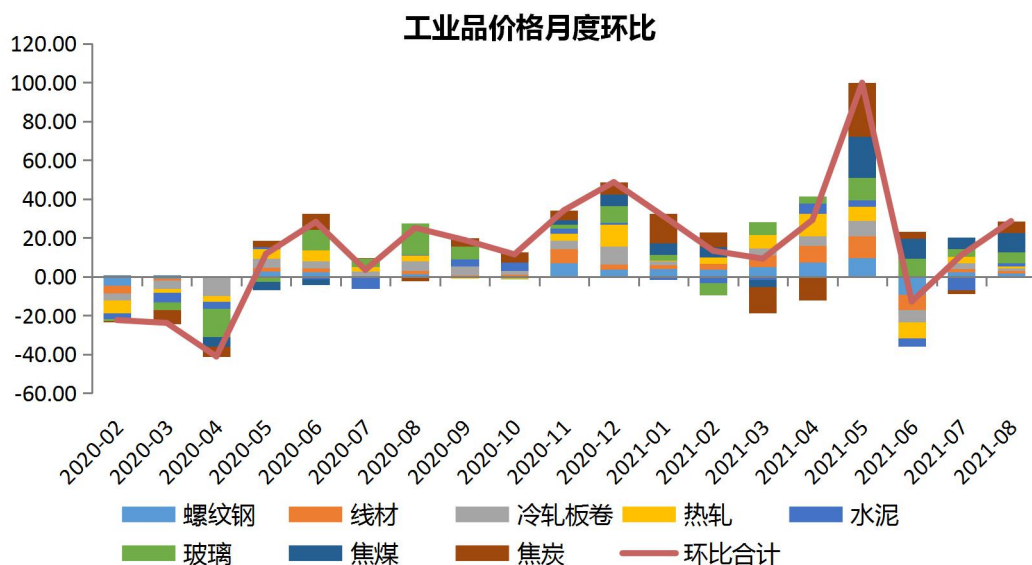
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：钢价指数&布油同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：工业品价格月度环比

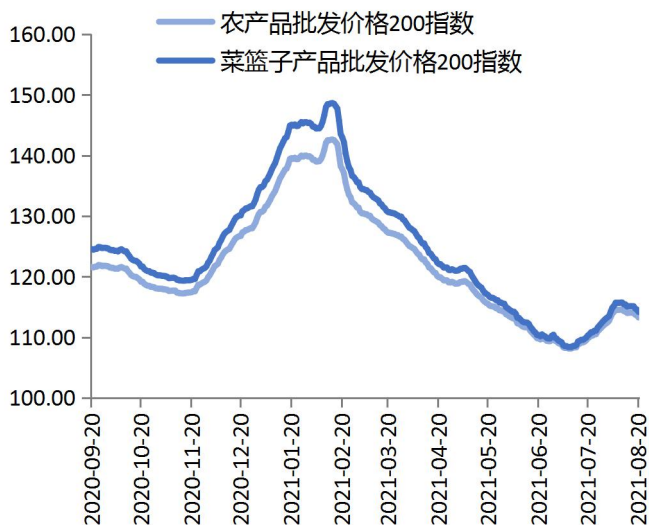


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：食品价格指数小幅回落，8月以来猪价同比跌幅扩大

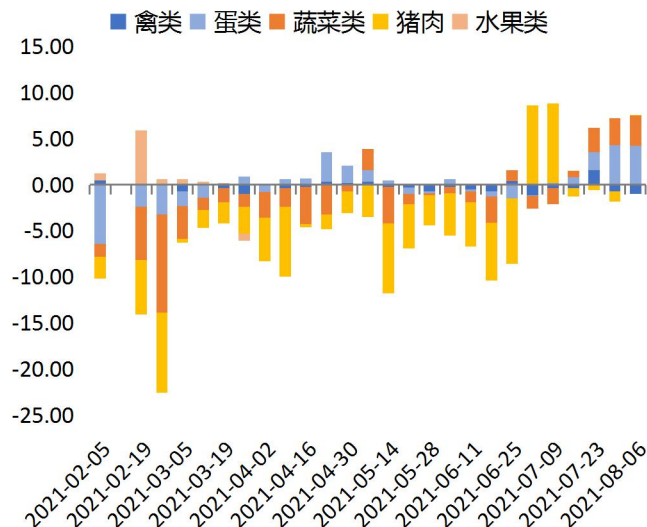
本周农产品价格指数小幅回落，各品种变动不大，猪价小幅波动，蔬菜价格有所回落，8月以来猪价同比跌幅扩大。

图 29：农产品批发价格 200 指数



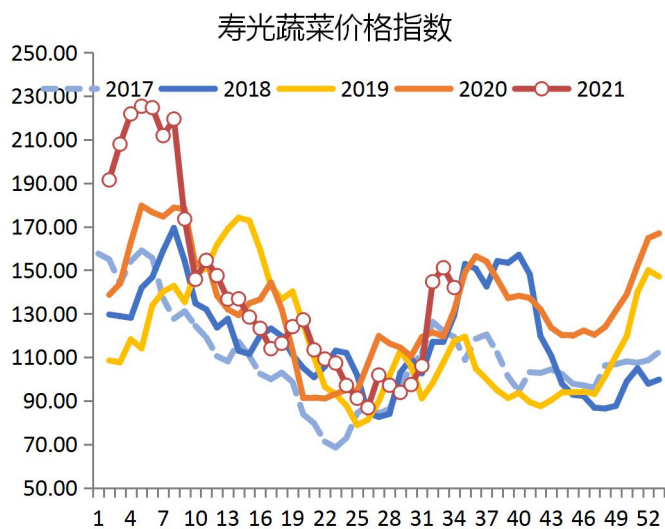
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：食用农产品价格指数:周环比 (%)



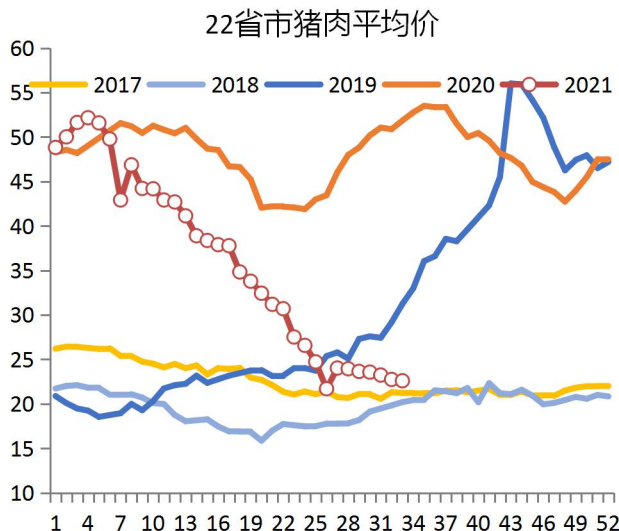
资料来源：Wind，优财研究院

图 31: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



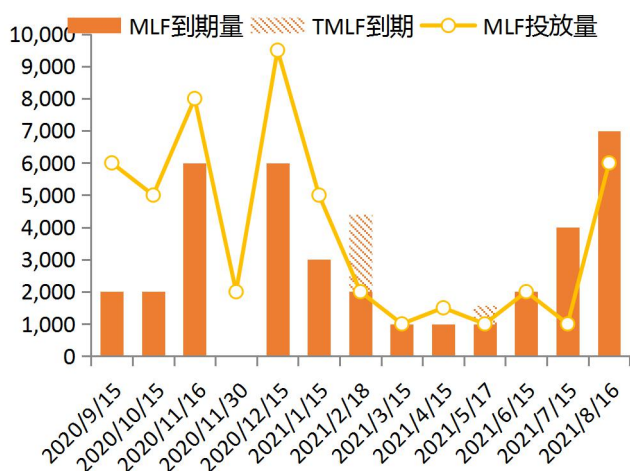
资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面: 央行“削峰填谷”, 资金面整体充裕

MLF 小幅缩量续作, 应对政府债放量发行和缴税带来的流动性缺口, “削峰填谷”下强化货币稳健中性的取向。8 月 16 日, 央行称考虑到金融机构可用 7 月下调存款准备金率释放的部分流动性归还 8 月到期中期借贷便利(MLF)等因素, 开展 6000 亿元 MLF, 当月有 7000 亿元到期, 实现净回笼 MLF1000 亿元, 7 月 8 月降准合计置换 MLF 到期 4000 亿。除此之外, 本周央行公开市场还累计进行了 500 亿元逆回购, 完全对冲当周逆回购到期。

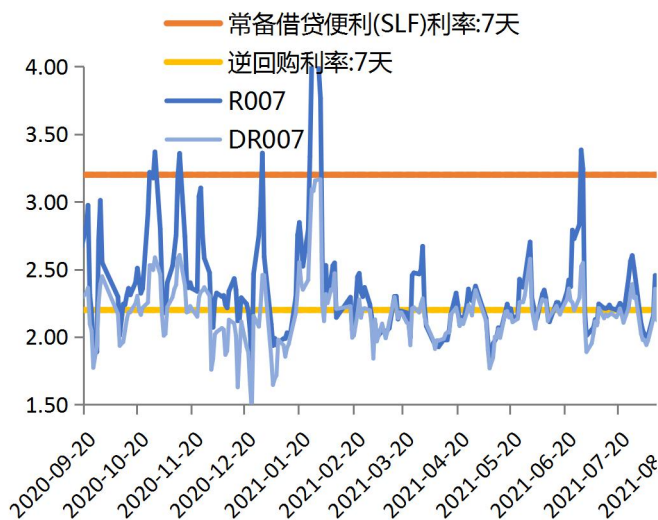
本月 LPR 报价利率维持不变, 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 最新报 3.85%, 上次为 3.85%; 5 年期报 4.65%, 上次为 4.65%。从政治局会议及货币政策执行报告来看, 货币政策基调稳字当头取向不变, 统筹做好今明两年宏观政策衔接, 更强调前瞻性、自主性和结构政策, 降息仍缺乏触发剂。

图 33: MLF 小幅缩量续作 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 资金利率小幅下行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 总结

中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升下财政需要更有作为。往后看，出口脉冲动能或边际减弱，房地产严监管下从前端拿地、开工到中后端销售以及资金链条都出现弱化，地产投资下行的压力仍在加大，出口+地产两大经济增长因子动能衰减下，叠加中美不确定性加大，中期“周期性风险”的担忧在加大。经济下行压力加大下，稳增长必要性抬升，财政需要更有作为，基建温和托底仍有必要，财政政策或是下半年的政策重心。不过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，温和托底概率更高。

货币政策并未转向，跨周期调节框架下存在预调微调空间。货币政策特征并不明朗，央行年中工作会议整体定调依然中性为主，并没有转向明显宽松的信号，保持合理充裕仍然是整体基调。跨周期调节框架下货币政策的前瞻性增强，结构性导

向概率更大，四季度降准补充流动性及置换 MLF 或再现，但降息仍缺乏触发剂。

从资产表现来看，前期利率下行过快，市场走在政策前面并形成较强的降息预期，降息预期可能落空的风险、叠加 8-9 月地方债发行小高峰、美联储政策取向扰动，利率短期存在一定上行调整压力，但经济动能放缓决定债市调整空间也相对有限，真正看空的不多，调整后做多意愿较强。而股市方面，本轮局部信用收缩的主要部门为城投和地产，不同于以往全面信用收缩下带来的企业信用端对股市的冲击，同时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，结构性行情有望延续。

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”。