



2022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

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

经济数据全面不及预期，稳增长压力触发央行超预期降息

内容提要

疫后自发式修复动能减弱下7月经济数据重回下行，除出口端韧性和基建投资仍然偏强外，各部门增速均较上月小幅回落并不及市场预期，尤其是房地产投资降幅持续扩大并超出4月疫情影响最大的时候，国内疫情反弹和地产风波压低经济修复斜率。而这也与此前公布的“制造业PMI重回收缩区间+核心通胀低位回落+居民企业降杠杆下融资总量结构双弱”相印证，均指向总需求偏弱、以及稳增长压力的加大。

在此背景下，央行今日在缩量续作MLF的前提下超预期下调政策利率10个bp，我们认为，疫后经济修复斜率偏弱、地产风险加大、7月经济数据重回下行或是此次央行超预期降息的触发剂。而此前我们预期政策组合大概率是“5年期LPR单边下调+政策利率维持不变”，这是基于美联储加息窗口、以及央行二季度执行报告强调结构性通胀和外部平衡的判断，央行此次降息超出市场预期。

另一方面，就业的压力也触发需求端政策发力的窗口，7月底政治局会议淡化经济目标，强调就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵，但当前稳增长压力已在向就业端传导，失业率整体维持稳定下结构性失业压力较大，16-24岁人口失业率仍在走高，经济修复受阻下需求端政策仍需加大力度，货币政策仍需保持偏松环境的支撑。预计MLF降息下将带动本月5年期LPR利率下调，有助于稳定房地产市场需求。

风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期



一、事件

国家统计局发布7月经济数据：1) 中国7月规模以上工业增加值同比增3.8%，市场预期4.6%，前值3.9%；2) 中国7月社会消费品零售总额同比增2.7%，市场预期增5.3%，前值增3.1%；3) 中国1-7月固定资产投资同比增5.7%，市场预期6.2%，前值6.1%；4) 中国1-7月房地产开发投资同比下降6.4%，商品房销售面积下降23.1%，房地产开发企业到位资金下降25.4%；5) 中国7月份全国城镇调查失业率为5.4%。

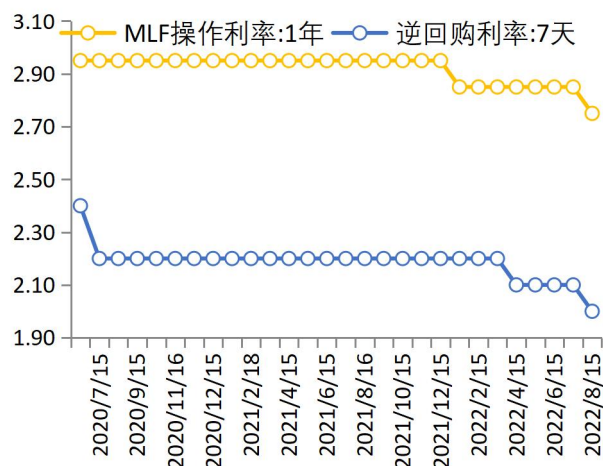
中国央行：为维护银行体系流动性合理充裕，2022年8月15日人民银行开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作(含对8月16日MLF到期的续做)和20亿元公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中期借贷便利(MLF)操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。

图1：宏观经济热力图

指标	同比	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
工业增加值		3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0
固定资产投资		3.8	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7
基建	当月同比% (2021为 两年平均)	9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8
房地产		-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0
制造业		7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4
社消零售		2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8
出口金额		18.0	17.9	16.7	3.7	14.5	6.2	24.3	19.4	21.1	18.6	18.3
进口金额		2.3	1.0	4.0	0.0	0.3	11.2	24.6	13.5	17.2	12.2	15.1
CPI		2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7
PPI	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	
M1	%	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7
M2	%	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3
社融	存量同比%	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0
失业率	城镇调查	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9

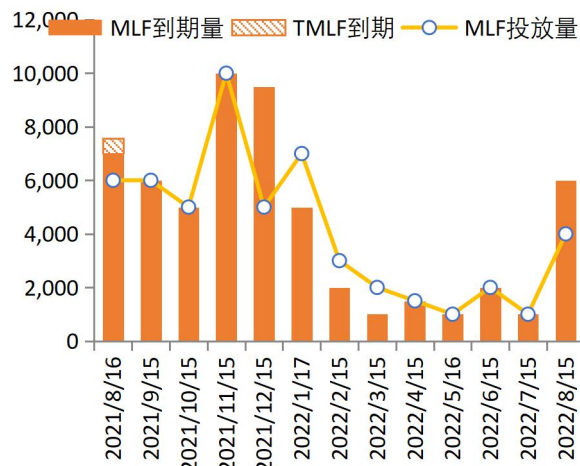
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：央行调降 MLF 和 OMO 利率 10bp (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：央行月中缩量续作 MLF (%)



资料来源：Wind，优财研究院

二、经济数据全面不及预期，稳增长压力触发央行超预期降息

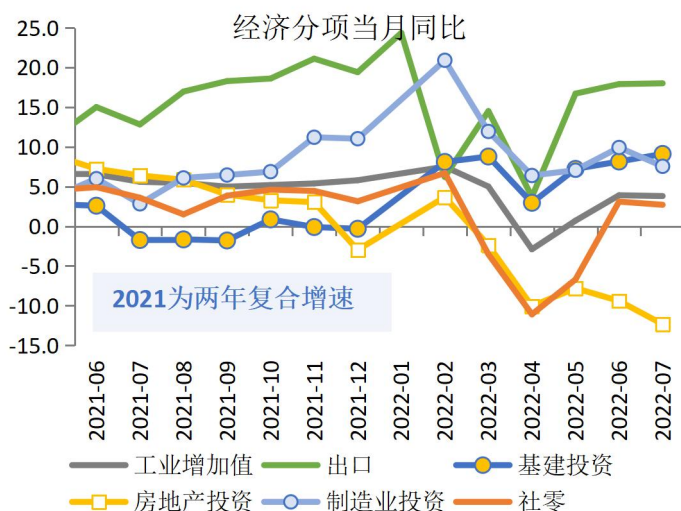
疫后自发式修复动能减弱下 7 月经济数据重回下行，除出口端韧性和基建投资仍然偏强外，各部门增速均较上月小幅回落并不及市场预期，尤其是房地产投资降幅持续扩大并超出 4 月疫情影响最大的时候，国内疫情反弹和地产风波压低经济修复斜率。而这也与此前公布的“制造业 PMI 重回收缩区间+核心通胀低位回落+居民企业降杠杆下融资总量结构双弱”相印证，均指向总需求偏弱、以及稳增长压力的加大。

在此背景下，央行今日在缩量续作 MLF 的前提下超预期下调政策利率 10 个 bp，我们认为，疫后经济修复斜率偏弱、地产风险加大、7 月经济数据重回下行或是此次央行超预期降息的触发剂。而此前我们预期政策组合大概率是“5 年期 LPR 单边下调+政策利率维持不变”，这是基于美联储加息窗口、以及央行二季度执行报告强调结构性通胀和外部平衡的判断，央行此次降息超出市场预期。

另一方面，就业的压力也触发需求端政策发力的窗口，7 月底政治局会议淡化经济目标，强调就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵，但当前稳增长压力已在向就业

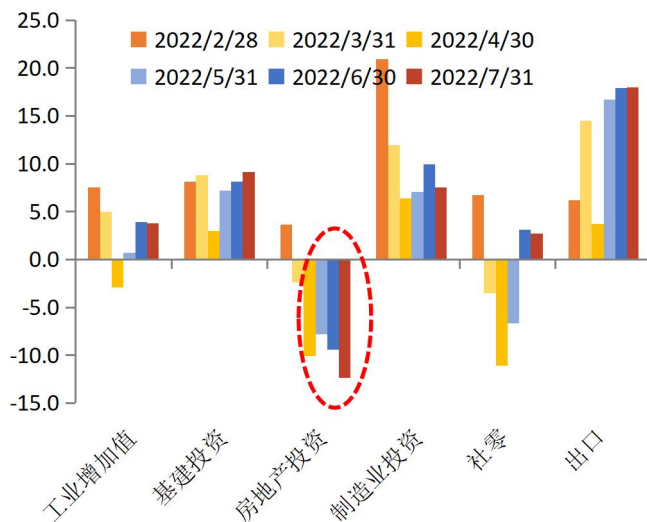
端传导，失业率整体维持稳定下结构性失业压力较大，16-24岁人口失业率仍在走高，经济修复受阻下需求端政策仍需加大力度，货币政策仍需保持偏松环境的支撑。预计MLF降息下将带动本月5年期LPR利率下调，有助于稳定房地产市场需求。

图 4：除出口基建外各经济分项均小幅回落（%）



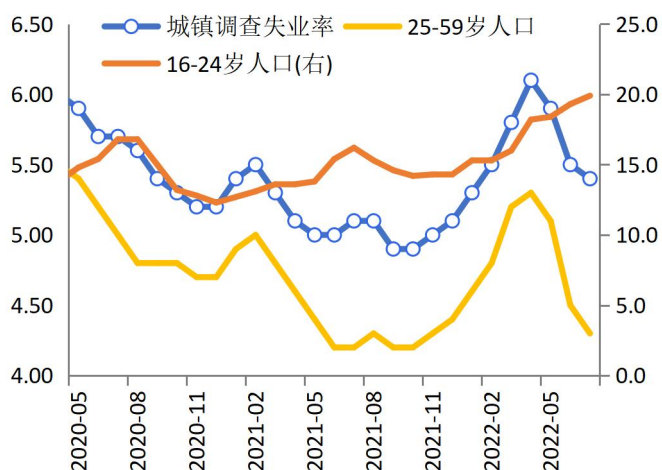
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：地产投资降幅进一步扩大（%）



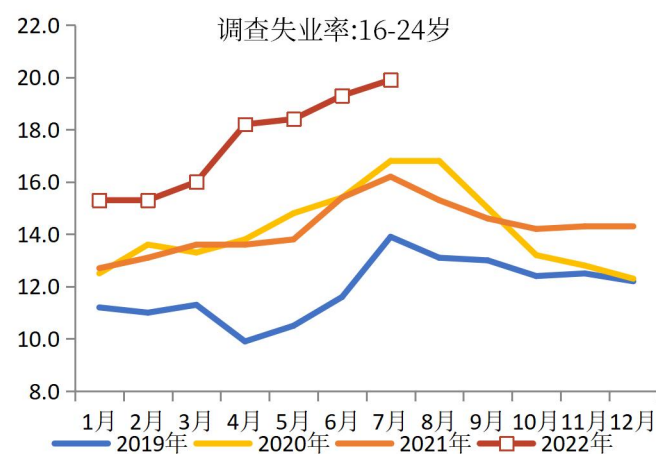
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：结构性失业压力较大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：16-24 岁失业率继续走高（%）



资料来源：Wind，优财研究院

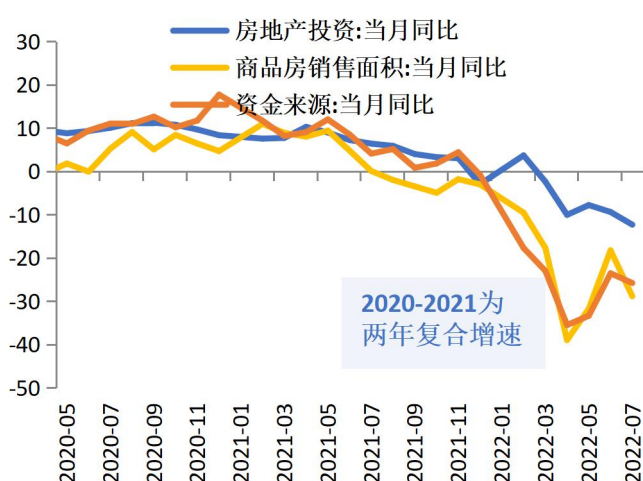
1. 地产仍是潜在风险，投资底仍未探明

房地产投资7月当月同比增速进一步回落至-12.3%，降幅较上月进一步扩大并超出4月疫情影响最大的时候，7月房地产断贷风波影响下商品房销售再度回落，居民和房企预期走弱难以扭转是主要矛盾，新开工面积仍然维持深度负增长，资金来源降幅也小幅走扩，其中下滑较快的是自筹资金和国内贷款分项，分别代表房企预期走弱下主动降杠杆以及银行对地产部门借贷的谨慎态度。

值得注意的是，7月竣工和施工增速底部小幅回升，或主要受到政策“保交房”的支撑，而7月土地成交同比增速快速回升并实现年内首次转正，但主要仍是供地节奏的影响，今年7月开启集中土拍的城市相对去年同期较多。

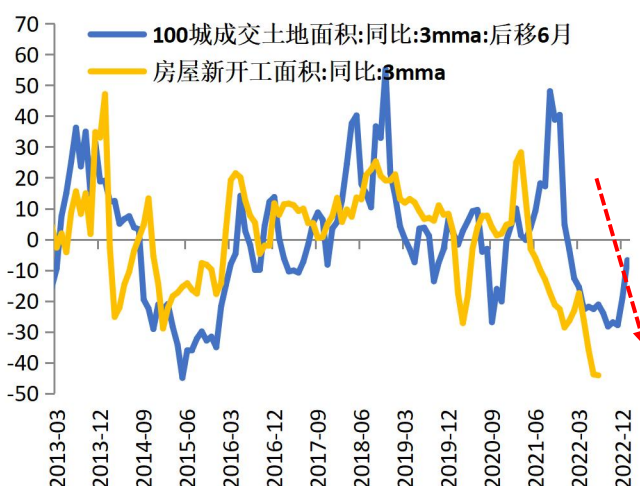
房地产当前的主要矛盾仍是在“房住不炒”和“三道红线”的房地产政策大框架下，居民和房企预期偏弱的格局难以打破，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力。地产断贷风波下居民预期仍在走弱，房企资金链条压力进一步加大，房地产投资底仍未探明，地产政策仍需加力，5年期LPR调降具有必要性和紧迫性。

图8：房地产投资底仍未探明（%）



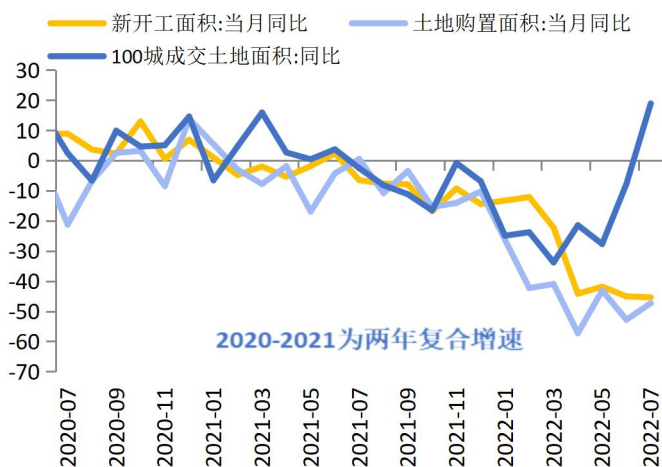
资料来源：Wind，优财研究院

图9：土地成交底部似有修复（%）



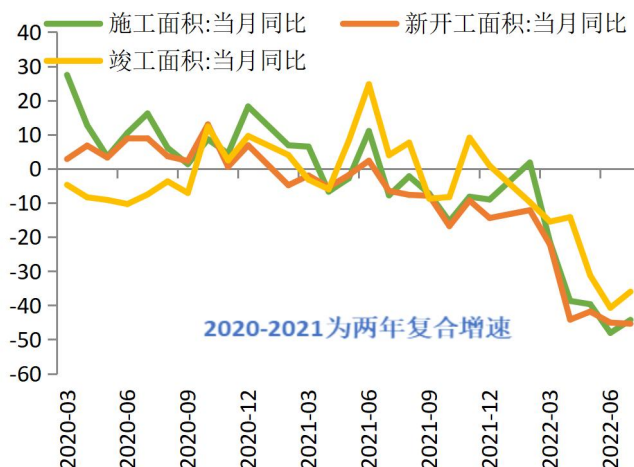
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 土地成交增速受工地节奏影响 (%)



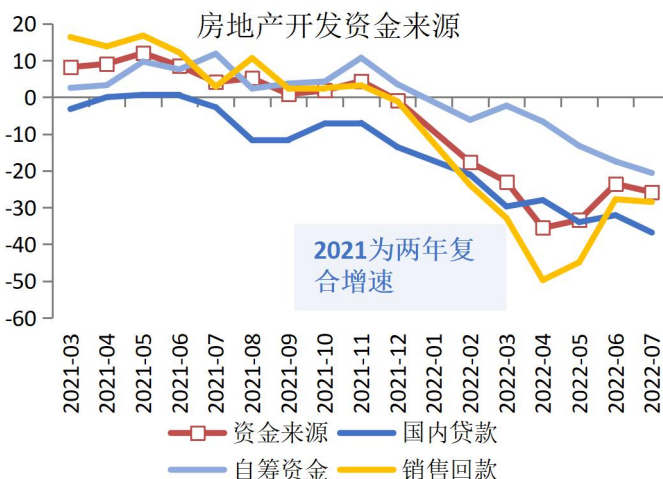
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 政策“保交房”支撑竣工增速底部回升 (%)



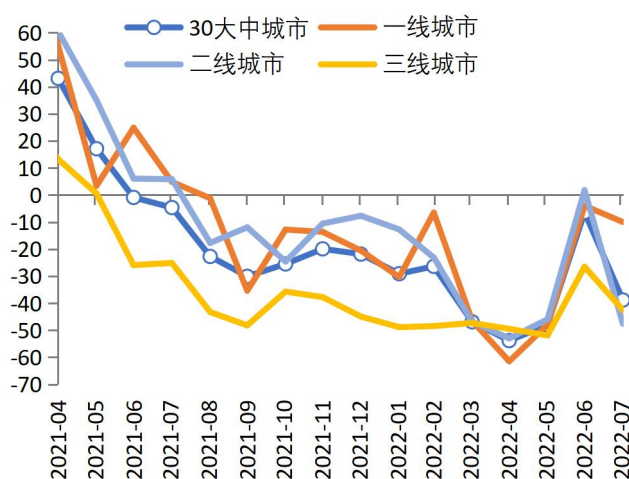
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 房企融资环境依然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 7月二三线城市商品房销售降幅扩大 (%)



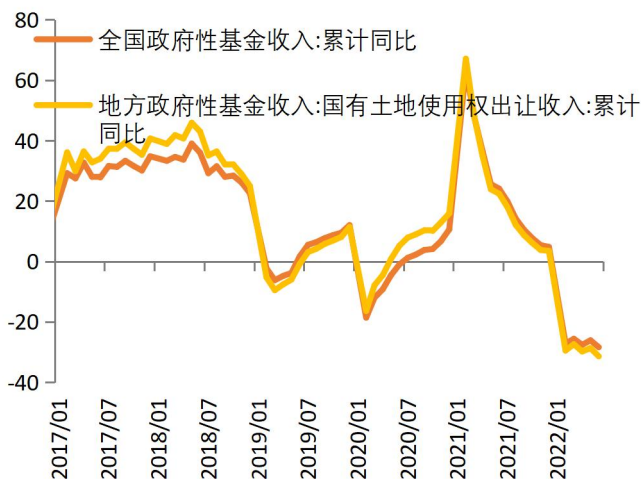
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 基建投资仍是扩内需重心，但地产风险下独木难支

7月基建投资整体仍然偏强，但主要受到去年低基数效应的支撑，而专项债发行放缓、政策性金融尚待发力、叠加极端高温天气影响施工进度，当月基建投资实质有所放慢。尽管高频数据显示基建相关领域生产相对偏强，水泥发运率持续回升但仍低于往年同期，石油沥青装置开工率也处于低位修复状态。

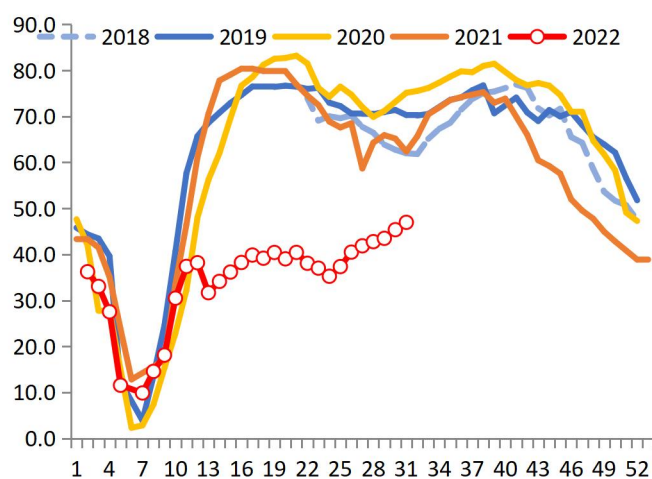
往后看，作为当前稳增长重要抓手，基建投资仍是政策重心，7.28政治局会议再次明确下半年政策重心将由保市场主体转向扩大内需、基建是重点。同时随着9月施工旺季的临近，基建产业链景气度有望加快修复。而资金端，此前大量发行的专项债仍处于使用高峰期，政策性信贷发力接力以及3000亿元资本金也可形成一定支撑。但专项债基本发行完毕和土地出让收入偏弱格局下，广义和狭义财政压力加大，下半年基建投资托底经济，但独木难支。

图 14: 土地财政压力仍然显著 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 积压需求释放后消费仍显疲弱

7月社会消费品零售增速较上月回落0.4个百分点至2.7%、大幅低于市场预期的5.3%，在去年低基数效应下继续放缓，积压需求释放后消费仍显疲弱。汽车消费边际放缓但仍保持高速增长，金价回落下刺激金银珠宝消费快速走高，而地产后周期消费仍然低迷。

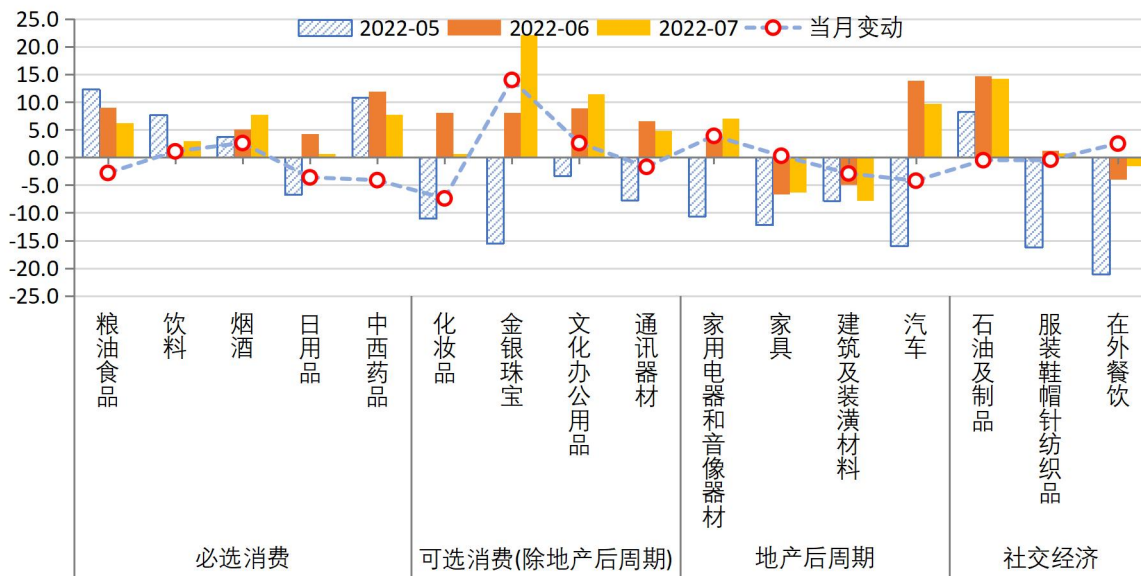
往后看，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，长尾效应下消费场景约束和居民半径影响更大，消费修复的天花板效应或低于20年。同时疫情高发的不确定性下居民就业与收入预期不稳，预防性储蓄攀升，同时人均可支配收入的下降以及收入分配结构的变化压低社会消费倾向，消费支出的意愿和能力也受到长期压制。

图 16：消费分项热力图

	必选消费					可选消费(除地产后周期)				地产后周期				社交经济		
	粮油食品	饮料	烟酒	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	文化办公用品	通讯器材	家用电器和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽针纺织品	在外餐饮
2022-07	6.2	3.0	7.7	0.7	7.8	0.7	22.1	11.5	4.9	7.1	-6.3	-7.8	9.7	14.2	0.8	-1.5
2022-06	9.0	1.9	5.1	4.3	11.9	8.1	8.1	8.9	6.6	3.2	-6.6	-4.9	13.9	14.7	1.2	-4.0
2022-05	12.3	7.7	3.8	-6.7	10.8	-11.0	-15.5	-3.3	-7.7	-10.6	-12.2	-7.8	-16.0	8.3	-16.2	-21.1
2022-04	10.0	6.0	-7.0	-10.2	7.9	-22.3	-26.7	-4.8	-21.8	-8.1	-14.0	-11.7	-31.6	4.7	-22.8	-22.7
2022-03	12.5	12.6	7.2	-0.8	11.9	-6.3	-17.9	9.8	3.1	-4.3	-8.8	0.4	-7.5	10.5	-12.7	-16.4
2022-02	7.9	11.4	13.6	10.7	7.5	7.0	19.5	11.1	4.8	12.7	-6.0	6.2	3.9	25.6	4.8	8.9
2021-12	9.7	14.8	13.7	13.3	10.7	5.7	5.5	8.5	10.2	2.2	-1.4	10.2	-0.7	5.9	0.7	-0.9
2021-11	11.2	18.5	12.3	8.3	11.0	19.6	14.9	14.6	20.0	5.8	1.9	10.5	0.9	5.9	2.0	-1.7
2021-10	9.3	12.8	14.7	7.5	8.2	12.6	14.6	11.6	20.7	6.0	1.8	8.0	-0.4	7.3	4.2	1.4
2021-09	8.5	15.9	16.8	5.5	9.1	8.7	16.5	17.3	8.2	3.0	1.4	6.7	-1.0	1.7	1.5	0.1
2021-08	6.8	12.3	8.6	5.4	8.2	9.1	11.3	14.8	3.2	-0.5	1.1	5.0	1.7	-1.7	-1.0	-5.8
2021-07	9.1	15.6	9.9	10.0	6.9	6.0	10.8	7.4	5.6	2.9	3.3	4.3	5.0	2.8	2.4	0.9
2021-06	13.0	24.1	15.7	15.4	9.1	16.9	8.4	16.7	17.3	9.3	5.7	10.3	-2.1	3.0	6.2	1.0
2021-05	11.0	17.8	13.0	15.1	7.3	13.7	12.4	7.4	10.1	3.7	7.7	10.7	4.9	1.7	5.7	1.3
2021-04	12.2	17.5	16.3	12.7	8.3	10.4	14.2	6.6	13.2	-1.5	7.3	11.0	7.7	0.8	3.4	0.4
2021-03	13.6	19.0	15.6	14.5	9.7	12.2	13.2	13.9	14.7	-1.2	5.1	11.3	10.4	1.3	5.0	1.0
2021-02	10.3	18.8	10.1	12.1	8.2	9.9	8.2	12.2	18.2	0.1	2.7	3.1	5.8	-5.2	1.0	-2.0
2020-12	8.9	15.5	16.6	10.9	10.1	10.4	7.6	-1.5	14.7	6.9	1.1	6.6	4.1	0.0	2.8	4.7

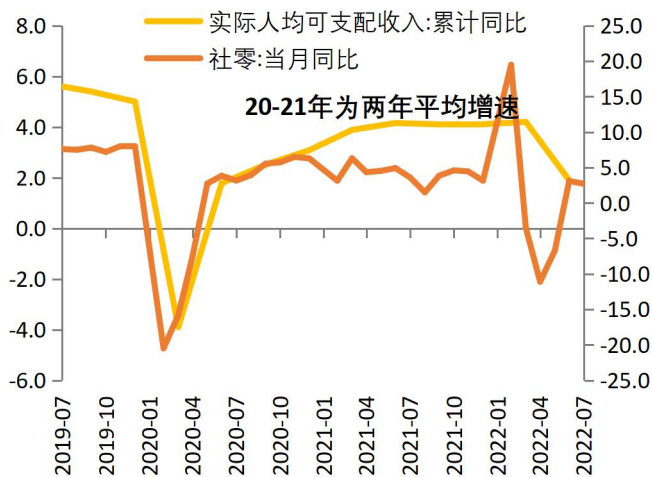
资料来源：Wind，优财研究院

图 17: 消费分项当月同比 (%)



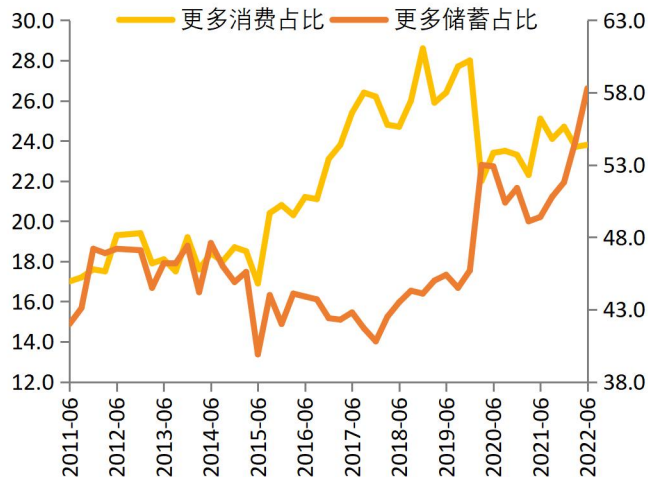
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 消费增速修复放缓 (%)



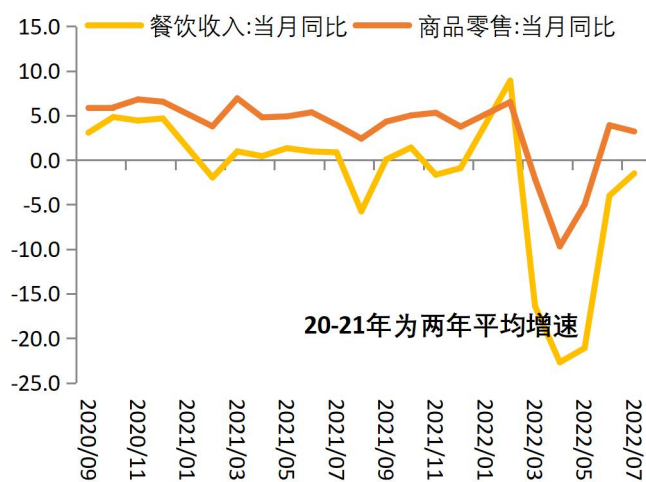
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 居民储蓄意愿继续走高 (%)



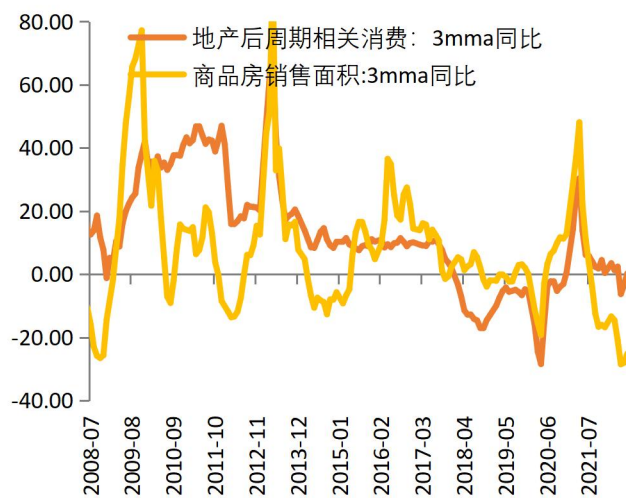
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 餐饮收入降幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 地产后周期消费仍然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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/>