



2021年8月29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

liuwenbo@jinxinqh.com



## 央行加量逆回购呵护流动性，理财净值化改造冲击显著

### 内容提要

本周宏观方面主要事件有：1) 媒体报道国有大行银行理财业务受到指导，已适用成本法估值的理财产品存量资产，净值化改造应于今年10月底前完成整改。今年是资管和理财新规过渡期的最后一年，其中净值化改造是其中的重要一环，这其中的赎回风险事关金融稳定，对于当前通过摊余成本法估值的产品，一旦赎回压力形成净值下跌-赎回压力-被动抛售-净值下跌-继续赎回的负反馈效应，对金融体系流动性和稳定都将是一大考验，对利率也形成向上的触发剂。2) 央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，研究当前货币信贷形势，部署下一步货币信贷工作。当前货币政策基调稳字当头取向不变，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，但当前经济和潜在增速基本匹配下降息仍缺乏触发剂。3) 7月财政仍未发力，1-7月公共财政赤字进度仍仅为0.4%，广义财政支出增速低位再下探，土地出让金收入下行拖累政府性基金收入，今年以来财政支出持续向民生领域倾斜，预算内资金对基建支撑较弱。

从经济高频来看，1) 英美新增确诊病例仍在回升，但考虑打破当前欧美疫苗完全接种比例已超50%，预计本轮疫情反弹对市场风险情绪影响不大，市场关注聚焦美联储缩表进程。2) 国内需求端，地产政策持续趋严，30城销售本周小幅回升但弱势未改，8月同比降幅-25%；3) 生产端，高炉开工率小幅波动，近期煤价和水泥价格快速上涨；4) 价格端，食品价格指数小幅回落，猪价续创年内新低；5) 跨月时点央行加量投放呵护流动性，加码时点和量均较上月回升，资金面边际收紧。

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，货币政策并未转向。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。短期债市扰动增加，过多计入货币政策乐观预期、地方债发行放量、以及净值化改造可能形成的债券赎回与净值下跌的负反馈，均或形成利率形成向上的触发剂。不过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，调整后做多意愿仍较强。而股市方面，以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，权益市场三季度仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主，四季度剩余流动性回暖下指数压力有望逐步缓解。

### 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

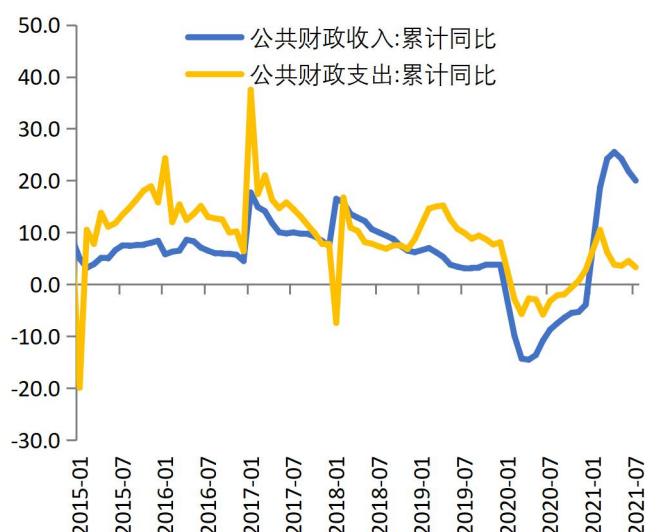
## 一、7月财政仍未发力

1-7月财政收入同比20%，比2019年同期增长9.6%；1-7月财政支出同比3.3%，和2019年同期持平；1-7月政府性基金收入同比19.9%，比2019年同期增长21.4%；1-7月政府性基金支出同比-6.8%，比2019年同期增长11.1%。

广义和狭义财政支出均未发力，土地出让金收入下行拖累政府性基金收入。7月税收收入保持较高增速支撑财政收入端，企业所得税、增值税仍是主要拉动，收入端后续仍将受到基数抬高、PPI回落和经济动能回落的压力；而支出端仍未发力，1-7月一般公共预算支出增速远不及收入增速，公共财政赤字进度仍仅为0.4%，明显慢于往年。广义财政同样佛系，1-7月广义财政支出增速低位再下探，仅为零值附近，土地出让金收入回落下政府性基金收入增速也继续下行。1-7月地方专项债累计发行1.35万亿，仅占当年新增限额的37.1%，显著低于去年同期的60.4%和前年同期的78.4%。

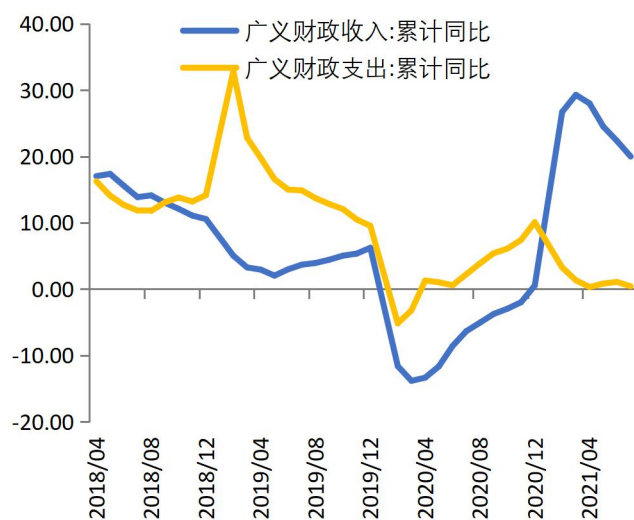
财政支出向民生领域倾斜，预算内资金对基建支撑较弱。从今年的财政支出结构来看，财政支出持续向民生领域倾斜，社保就业、教育、卫生健康增速居前，而相反的是，基建相关财政支出持续负增长，尤其是交通运输以及城乡社区事务年内复合降幅超10%，今年以来财政预算内资金对基建支撑较弱。

图1：公共财政支出增速远低于收入增速（%）



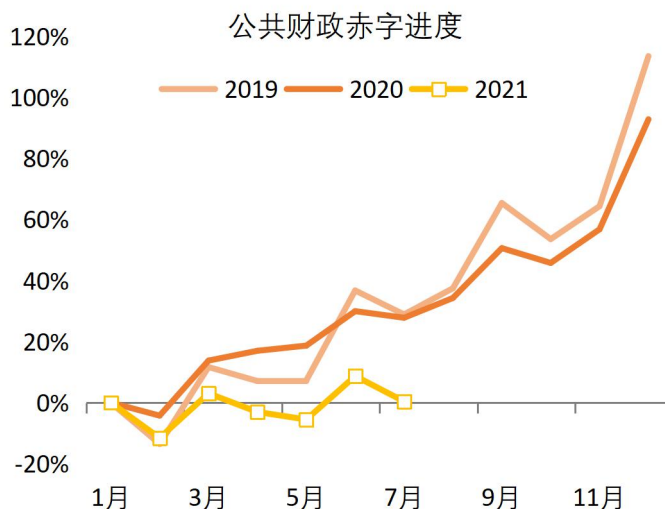
资料来源：Wind，优财研究院

图2：广义财政支出增速接近零值（%）



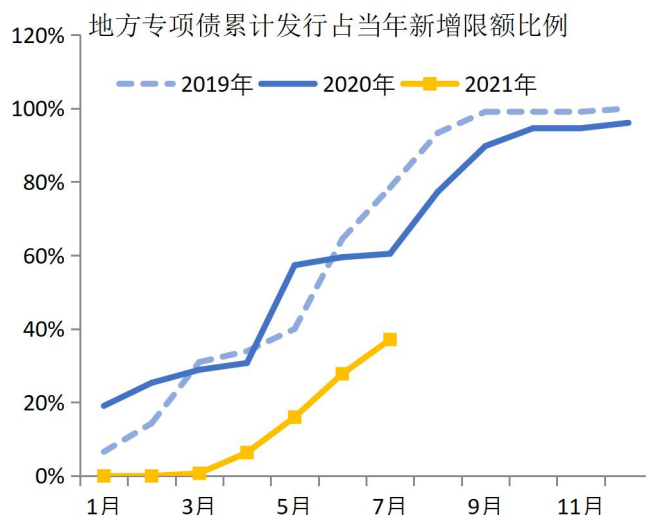
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 财政赤字进度明显慢于前两年 (%)



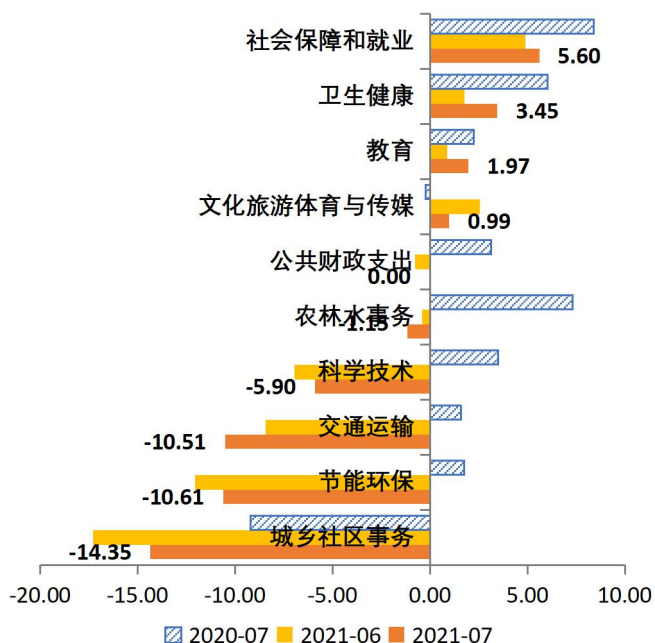
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 专项债发行进度偏慢 (%)



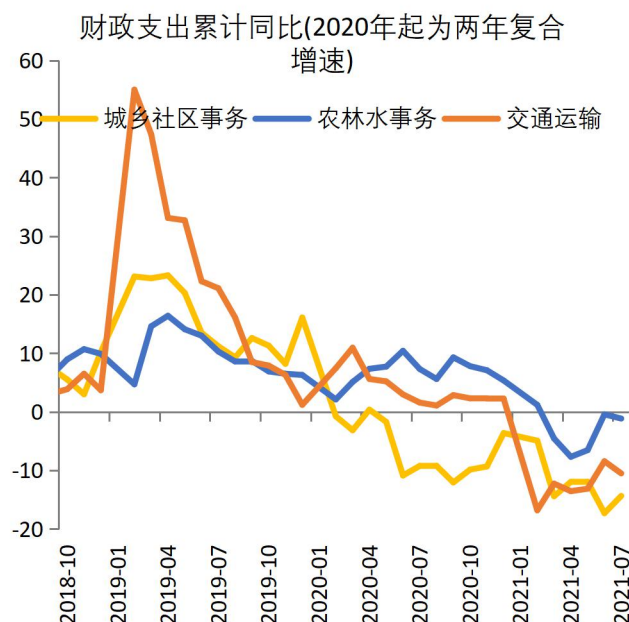
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 财政支出: 累计同比(两年复合增速%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 基建领域支出偏弱(2020年起为复合增速%)



资料来源: Wind, 优财研究院

随着下半年中期周期性风险压力加大,稳增长必要性抬升,政治局会议“合理

把握进度及推动形成实物工作量”表述对应下半年财政进度和专项债发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，央行当前也将财政节奏作为下半年的关注重点。预计在前期较严的项目审核和匹配制度下，资金使用效率也将相应抬升，“财政发力→实物工作量”的传导时滞有望缩短，伴随专项债发行加快以及四季度同比增量的放大，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。不过年内经济增速诉求不高，政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显。而地方隐性债务监管的强度也将影响投资的斜率。

## 二、海外疫情和经济活动跟踪

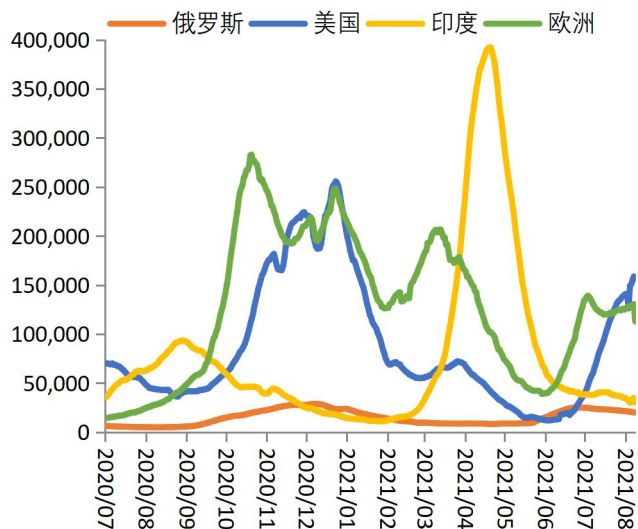
英美新增确诊病例仍在回升，市场关注聚焦美联储缩表进程。受 Delta 变种病毒影响，全球疫情当前不确定性仍强，英美新增确诊病例仍在回升，不过当前欧美疫苗完全接种比例已超 50%，对病毒的进一步传播存在较好的阻断效应，预计本轮疫情反弹对市场风险情绪影响不大。

美联储主席鲍威尔周五在全球央行年会上表示，与 7 月 FOMC 的大多数与会委员一致，如果经济持续复苏，可能在年内启动缩减购债计划是合适的。但鲍威尔随后也强调，随着德尔塔变异毒株持续传播，我们将持续关注后续的数据和风险演变情况。缩减资产购买的时机和速度，不会对加息时机发出直接信号，尽管通胀稳定在美联储 2% 的目标利率附近，我们仍有很多地方需要覆盖，以实现最大就业。

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，美欧差值收窄叠加美联储 taper 预期，美元指数本周继续升值。

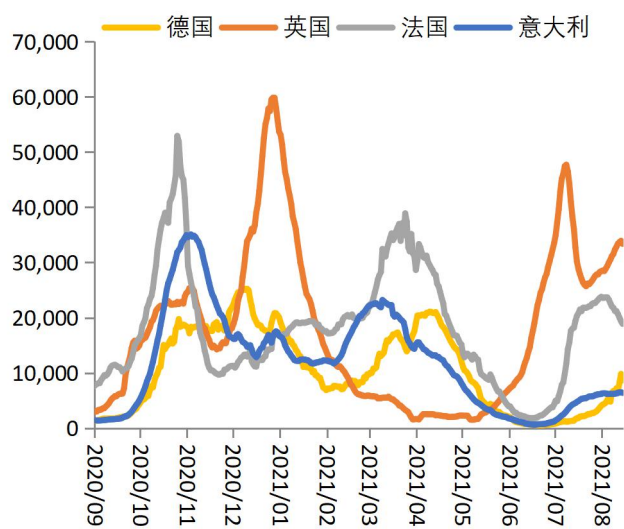


图 7：新冠疫情当日新增确诊病例



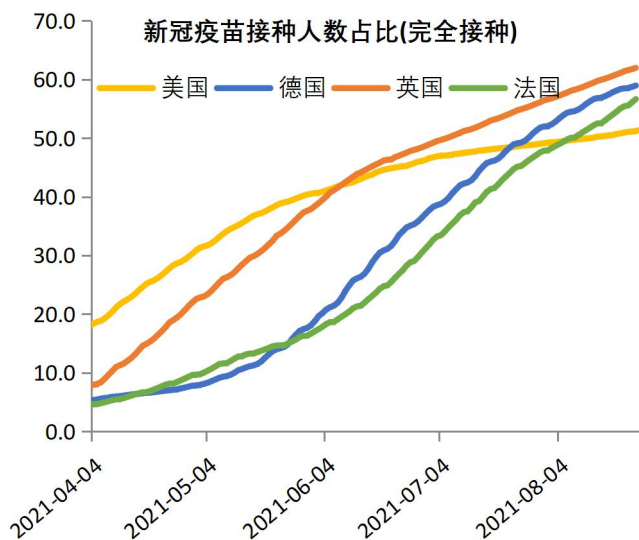
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：新冠疫情当日新增确诊病例



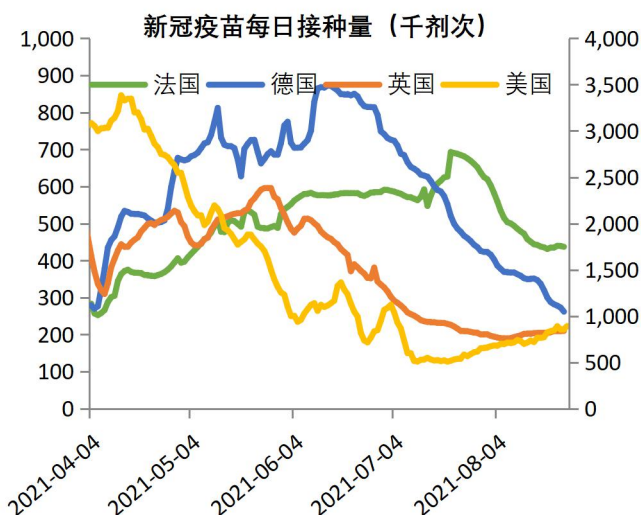
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



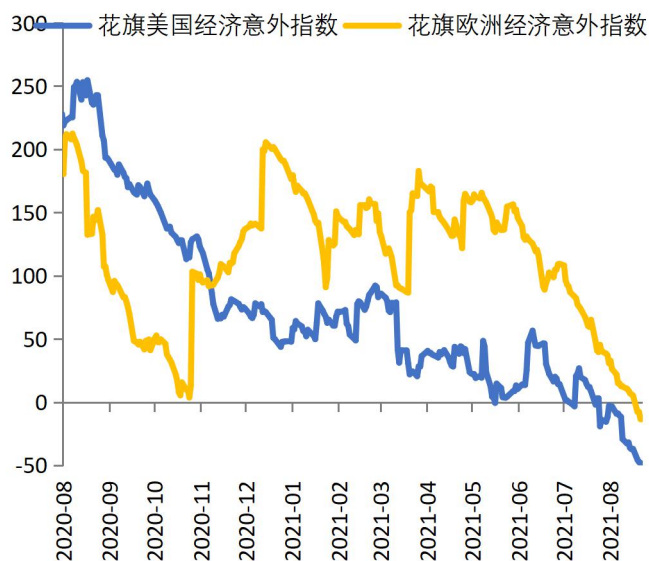
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



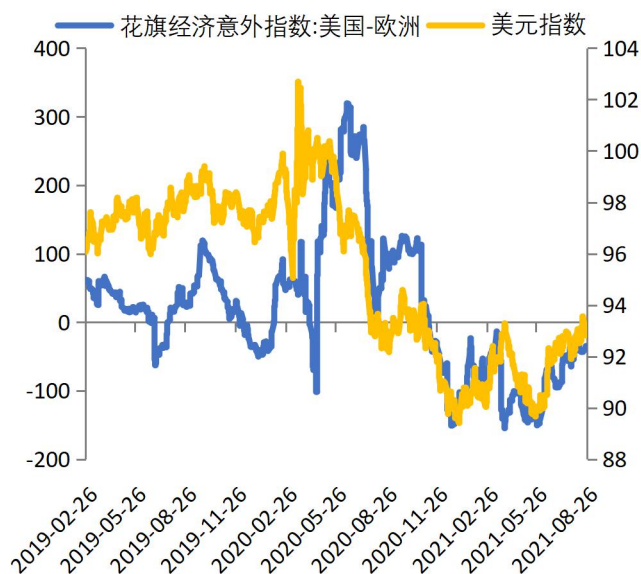
资料来源：Wind，优财研究院

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

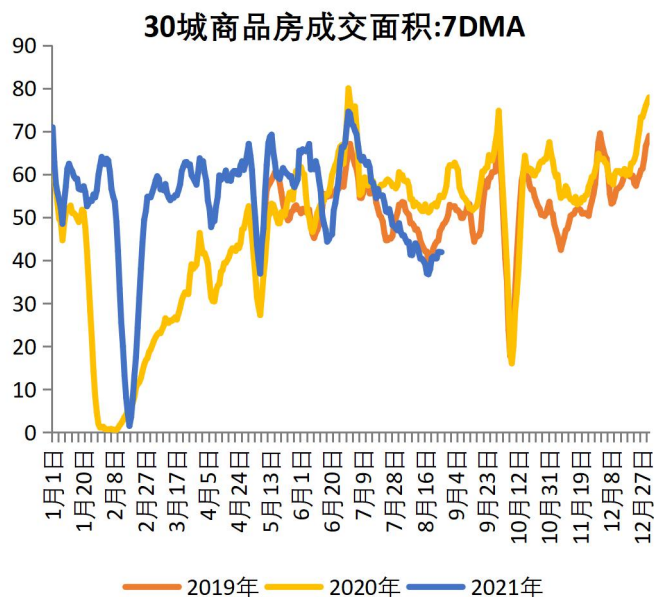
### 三、经济高频观察

#### 1. 需求：30 城销售本周小幅回升但弱势未改，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 26 日，销售面积同比增速-25%，二三线城市降幅较大。

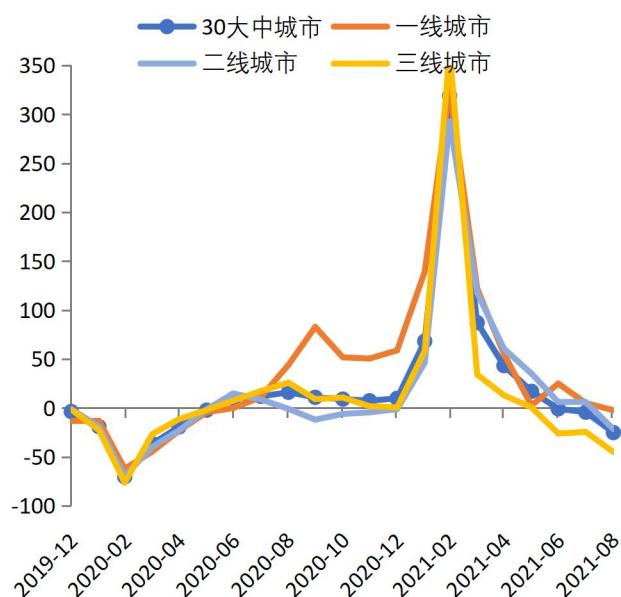
中央政治局会议再提“房住不炒”，近期全国各地陆续加大了房地产调控政策力度，房地产政策持续趋严。

图 13: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



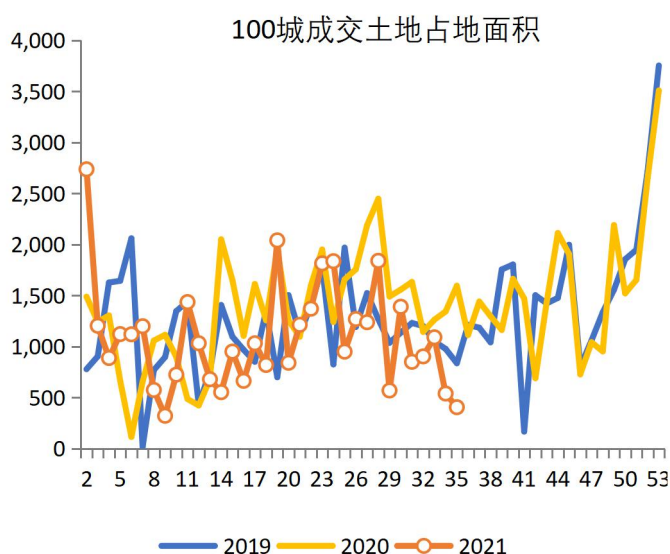
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 30 城商品房成交面积同比 (%)



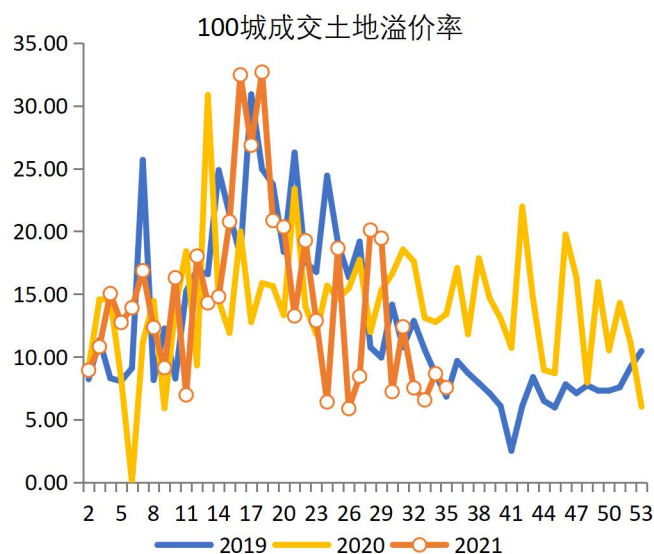
资料来源: Wind, 优财研究院

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 (%)

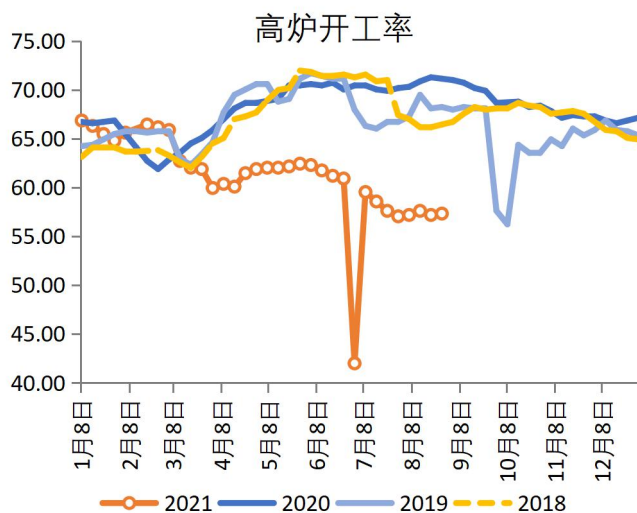


资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 生产：高炉开工率小幅波动，近期煤价和水泥价格快速上涨

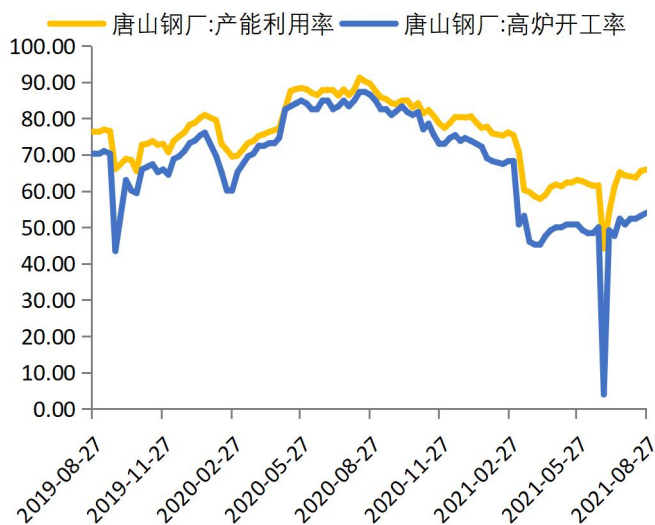
生产端总体平稳，夏季用电高峰接近尾声，日耗出现下滑，高炉开工率小幅回升，产能利用率也小幅走高，5月底以来织机开工率延续趋势回落。本周钢价维持震荡，而近期煤价出现大涨，同时传统旺季到来下水泥价格持续走高，其余工业品价格变动不大。

图 17：高炉开工率（%）



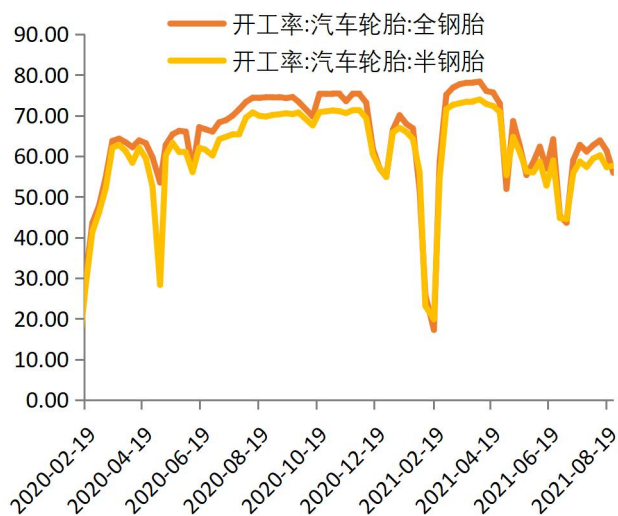
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：唐山钢厂高炉开工率（%）



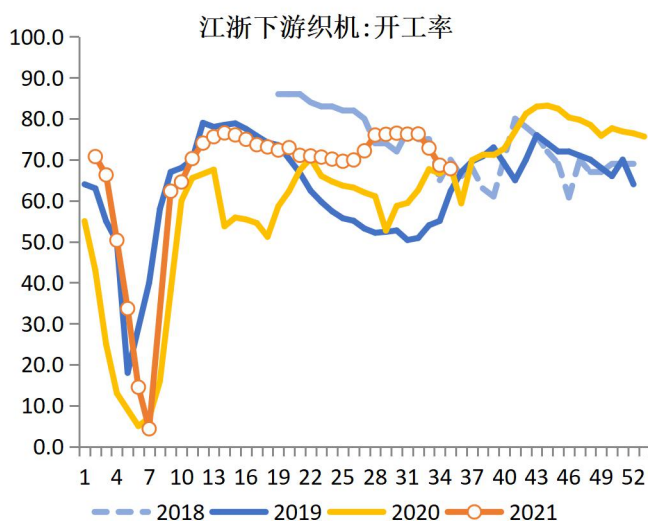
资料来源：Wind，优财研究院

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

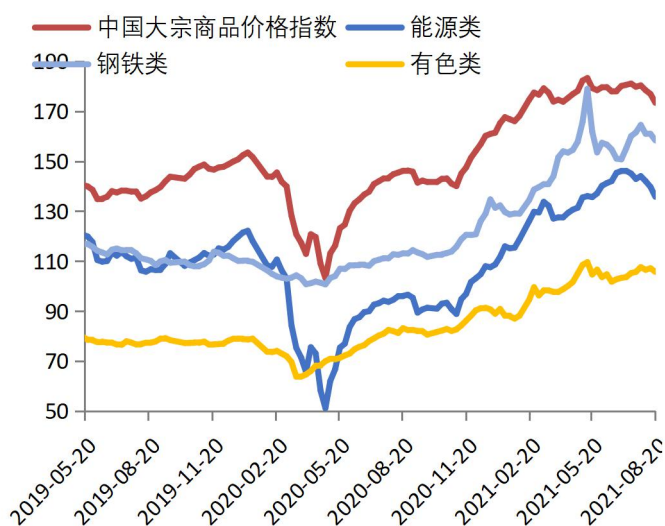
图 20：江浙下游织机：开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

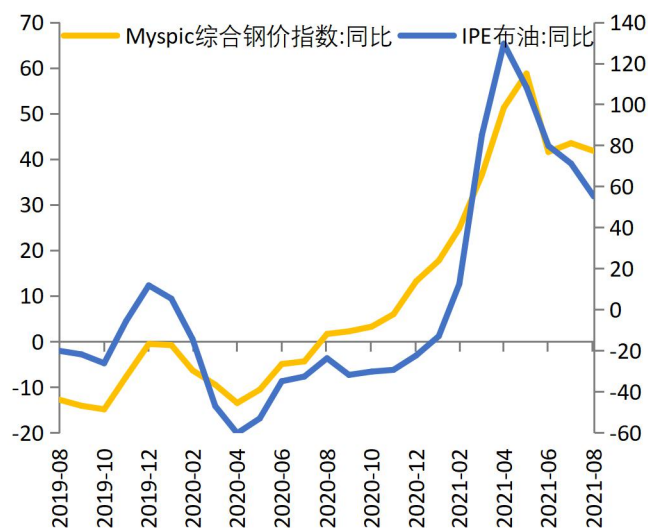


图 21: 大宗商品价格指数



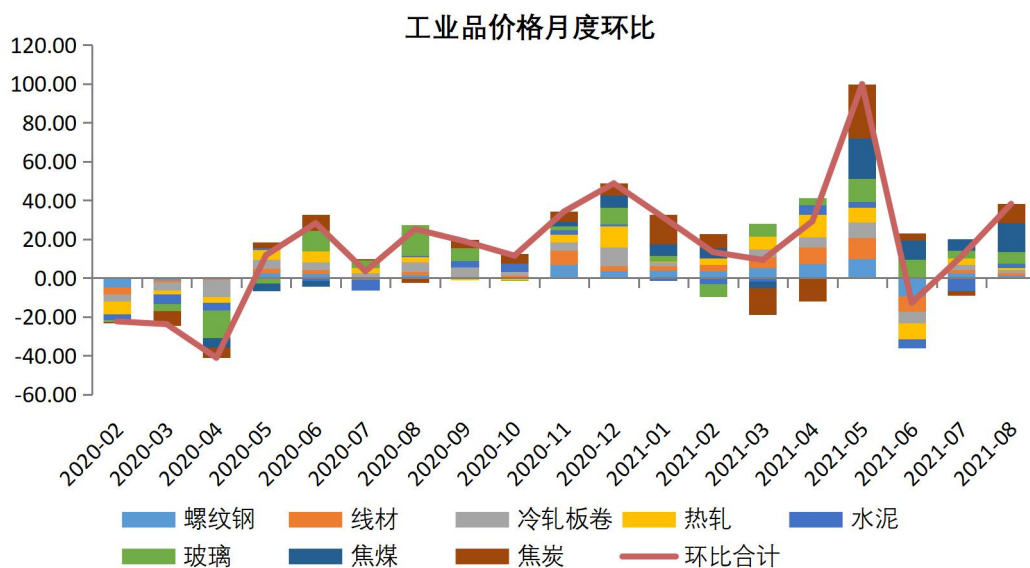
资料来源: Wind, 优财研究院

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



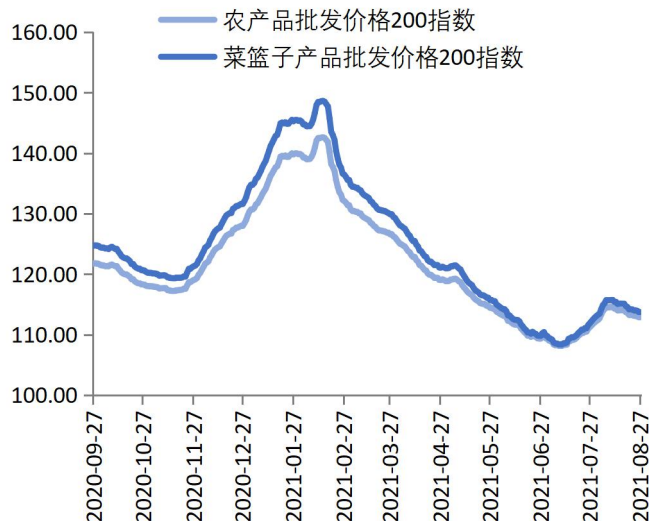
资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 通胀: 食品价格指数小幅回落, 猪价续创年内新低

本周农产品价格指数继续小幅回落, 水果蔬菜价格出现回落, 8月24日, 猪肉

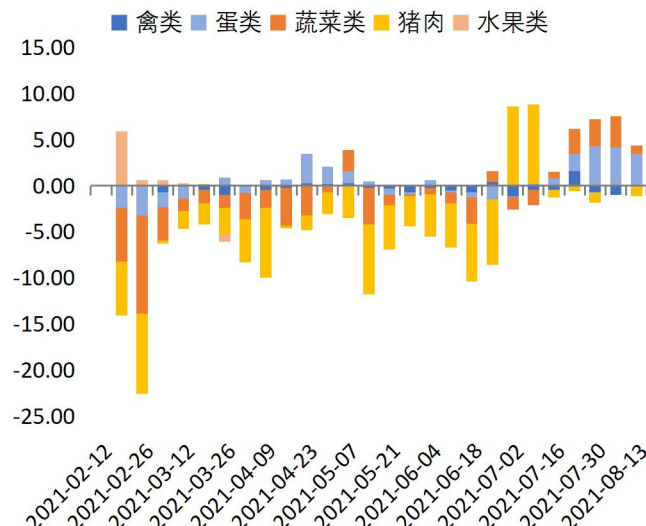
平均批发价为 20.9 元/公斤，较 8 月 17 日下跌 2.5%，续创年内新低。

图 24：农产品批发价格 200 指数



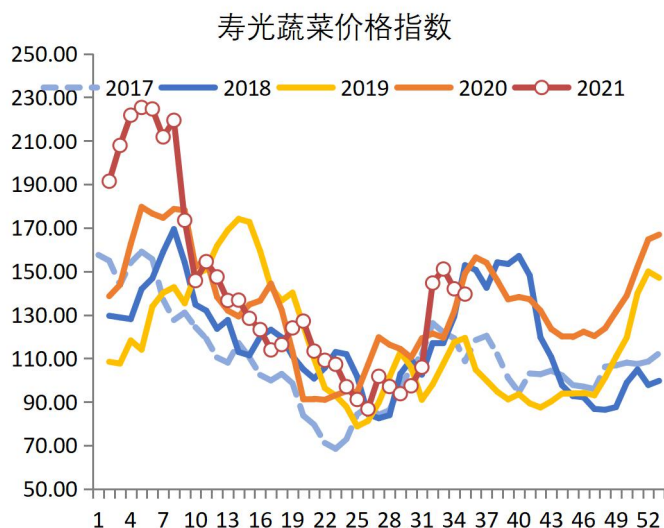
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：食用农产品价格指数:周环比 (%)



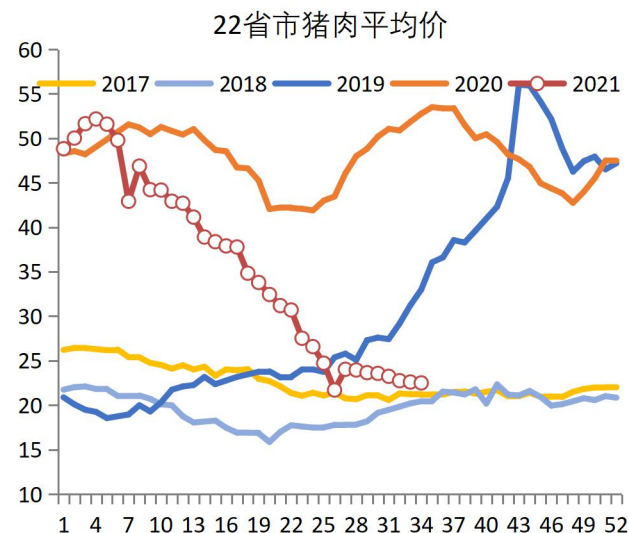
资料来源：Wind，优财研究院

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

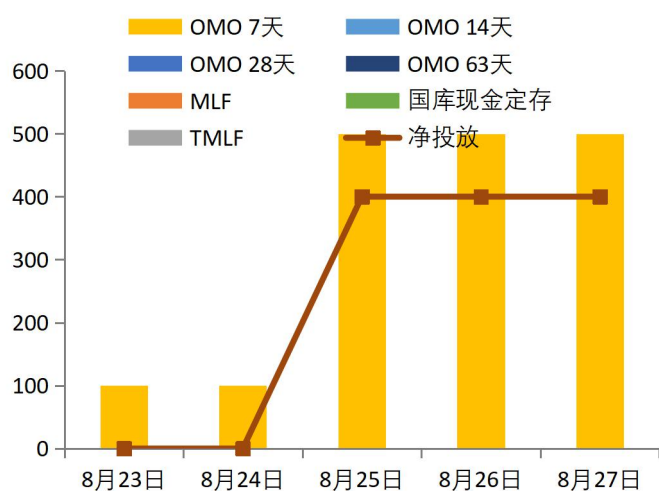
#### 4. 资金面：跨月时点央行加量投放呵护流动性，资金面边际收紧

跨月时点央行加量逆回购投放，加码时点和量均较上月回升，央行仍呵护银行

间流动性。央行周一周二延续 100 亿逆回购操作量，周三开始在 7 天逆回购可以跨月的背景下，央行每日加码投放 500 亿逆回购，全周公开市场累计净投放 1200 亿。

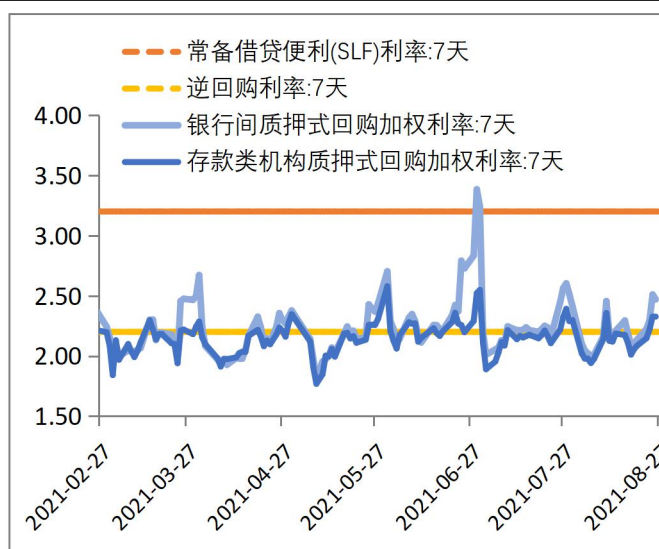
资金面边际收紧，DR007 运行在 2.15-2.33% 的区间，跨月因素影响资金利率相比上周明显抬升。

图 28：央行本周加量投放逆回购（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：本周资金面收敛（%）



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，货币政策并未转向。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，经济与潜在增速匹配下降息缺乏触发剂。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，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，但当前经济和潜在增速基本匹配下降息仍缺乏触发剂。

政府债供给放量叠加基数效应，四季度社融增速有望小幅企稳反弹。随着四季度政府债同比增量逐渐放大，叠加去年同期表外融资的低基数，社融增速有望四季度小幅企稳反弹，预计 2021 年社融新增规模 31 万亿左右，全年同比增速 11%，三季度仍有下行压力，下半年社融与 M2 同比剪刀差或也将触底回升。

资产表现来看，当前债市已走在政策前面，形成了较强的降息预期，并基本 price in 经济下行压力，而下半年财政节奏加快或超预期，8-9 月或现地方债发行小高峰，叠加降息预期的落空、以及美联储政策取向扰动，短期仍需警惕长端利率调整的风险。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，调整后做多意愿仍较强，但需警惕净值化改造下可能形成的债券赎回与净值下跌的负反馈，或对利率形成向上的触发剂。

而股市方面，以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，权益市场三季度仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主，四季度剩余流动性回暖下指数压力有望逐步缓解。



## 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”。