

2021年9月5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

经济动能逐渐趋缓，周期性风险累积

内容提要

经济数据全面不及预期，短期扰动和中期隐忧交错，生产和消费冲击明显，工业和服务业生产双双走弱。内外动能仍然分化，出口边际弱化但仍保持较强韧性，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，房地产监管持续趋严下地产开发投资进一步降温。需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”明显，PPI 仍然高企，PPI-CPI 剪刀差又创新高，制造业成本端压力较大。随着洪涝雨季、疫情收敛、限电限产等短期扰动消退，经济环比存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，但周期性风险仍在累积，稳增长必要性抬升，经济下行压力决定跨周期调节力度。

降准落地后资金面平衡宽松，地方债发行加快和缴税缴准下资金需求增加，超储水位回落下资金面波动加剧，但央行呵护资金面态度明确。8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，稳健中性基调不变，跨周期调节框架下存在预调微调空间，保持流动性合理充裕、结构性政策是重点，四季度政府债发行放量叠加MLF大量到期下再次降准可期，但经济增速维持潜在增速附近下降息缺乏触发剂。

8月国债净融资明显加快，但地方专项债发行进度仍然偏慢，财政进度亟待加快，年内专项债发行仍需提速，为四季度和明年初实际投资蓄力。同时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，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。

风险提示

经济下行压力超预期，新增地方债发行节奏超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

一、经济动能逐渐趋缓，周期性风险累积.....	3
1. 短扰远忧冲击7月经济表现.....	3
2. 工业和服务业生产双双走弱.....	5
3. 房地产投资延续下行.....	7
4. 基建仍然偏弱，财政发力下基建投资改善但不高估.....	8
5. 中期周期性风险压力加大，稳增长必要性增强.....	10
二、资金面平衡宽松，波动加剧.....	10
三、财政进度亟待加快，专项债发行仍需提速.....	14
四、海外疫情和经济活动跟踪.....	16
五、实体高频观察.....	18
1. 需求：8月30城销售降幅显著，地产政策持续趋严.....	18
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.....	19
3. 通胀：食品价格指数小幅波动，猪价续创年内新低.....	21
重要声明.....	23

一、经济动能逐渐趋缓，周期性风险累积

1. 短扰远忧冲击 7 月经济表现

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，生产和消费冲击明显。当前内外动能仍然分化，出口边际弱化但仍保持较强韧性，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，房地产监管持续趋严下地产开发投资进一步降温。

需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”明显，PPI 仍然高企，PPI-CPI 剪刀差又创新高，制造业成本端压力较大。疫情冲击后，经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀”，8 月大宗商品价格高位震荡，油价回落、黑色偏弱、煤炭偏强，价格指数回落，但绝对值仍高，需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”仍明显，PPI-CPI 剪刀差收敛较慢下制造业成本端压力较大，预计三季度 PPI 同比仍将高位徘徊，四季度下行加快。

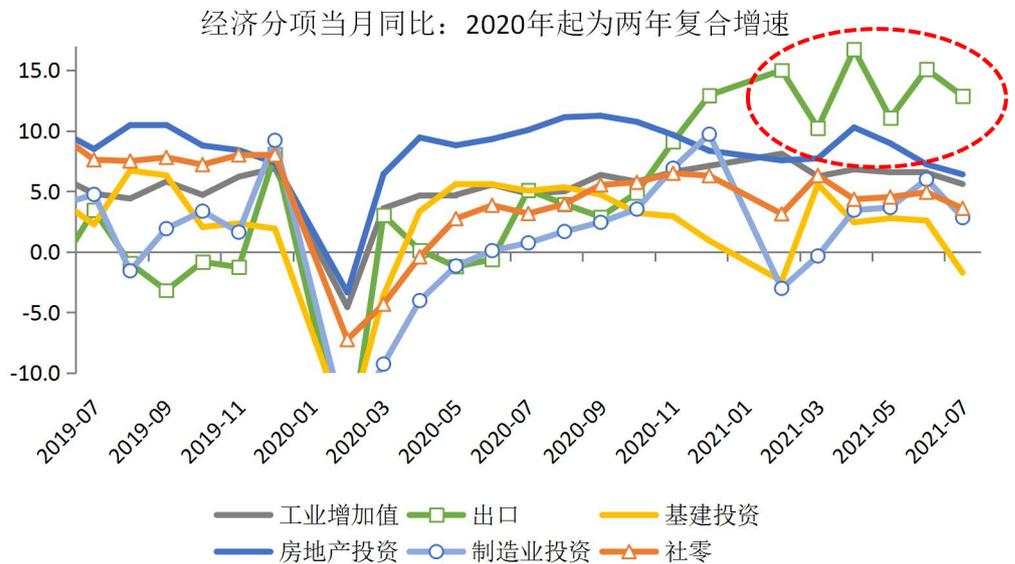
短期扰动消退下，经济环比存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，但周期性风险仍在累积，经济下行压力决定跨周期调节力度。洪涝雨季消退、建筑业旺季逐渐来临，水泥沥青等需求有回暖迹象，近期水泥价格见底后持续回升，8 月建筑业 PMI 环比回升，尤其是土木建筑业表现较好，8 月中下旬地方债发行加速下基建边际发力。同时疫情也在 8 月中旬收敛，对经济影响逐渐淡化。不过周期性风险仍在累积，稳增长必要性抬升下财政逐季发力，年内经济增速诉求不高下基建大概率托而不举，明年财政前置特征明显。货币政策稳健中性基调不变，保持流动性合理充裕，结构性政策是重点，四季度政府债发行放量叠加 MLF 大量到期下再次降准可期，但经济增速维持潜在增速附近下降息缺乏触发剂。

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	当月同比% (两年平均)	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		6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3	9.7	10.7	11.2	
制造业		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	

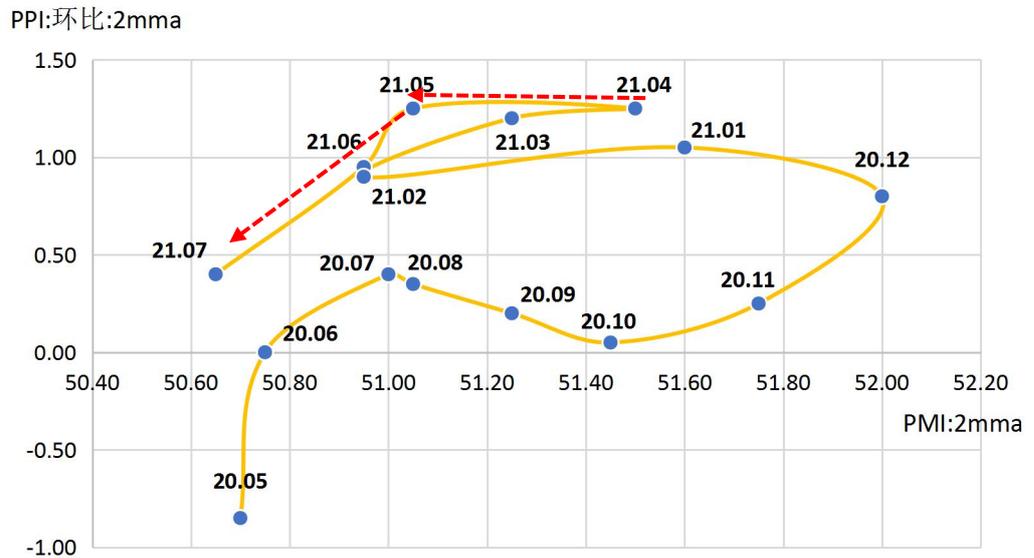
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：内外动能仍然分化 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀” (%)



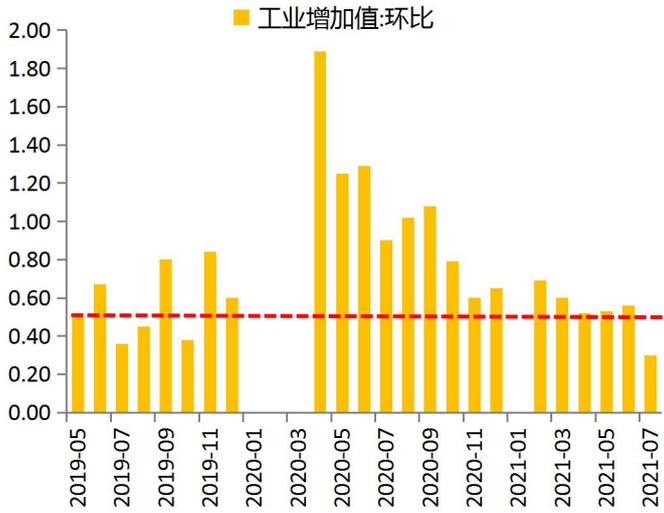
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 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。

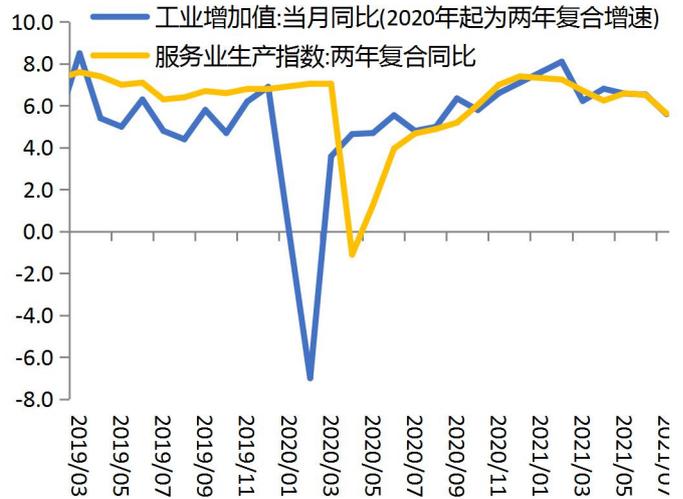
分行业来看,除汽车和电气机械行业外,重点行业增加值均较上月走弱,上游行业仍受到限产政策的影响,出口链条仍维持相对韧性,医药制造业依然维持较高增速,地产链条以及必选消费链条景气度偏弱,中游设备类整体景气度相对较好,受益于海外产能修复以及国内资本开支的支撑。

图 4：工业增加值环比低于 19 年均值水平（%元）



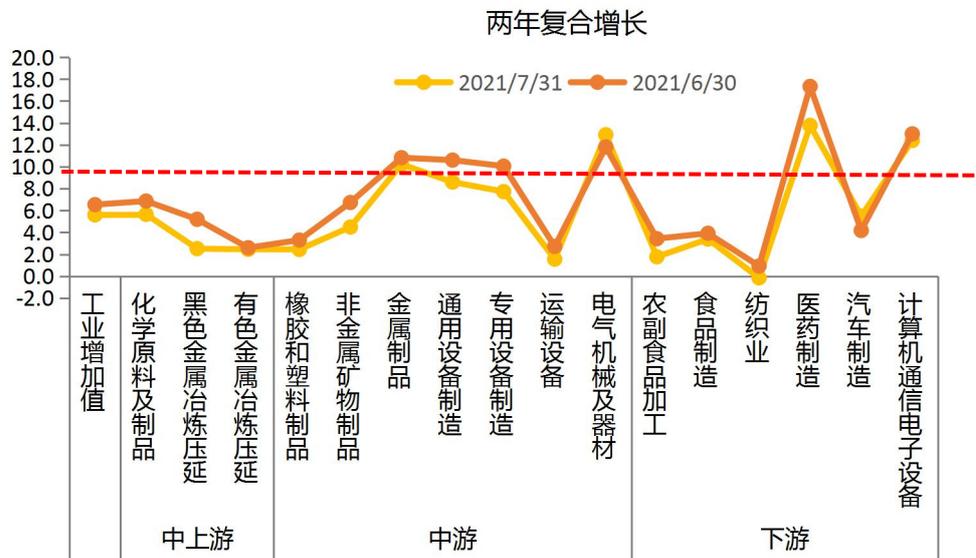
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：工业和服务业双双走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：各行业几乎全线走弱，出口链条维持相对韧性（%）



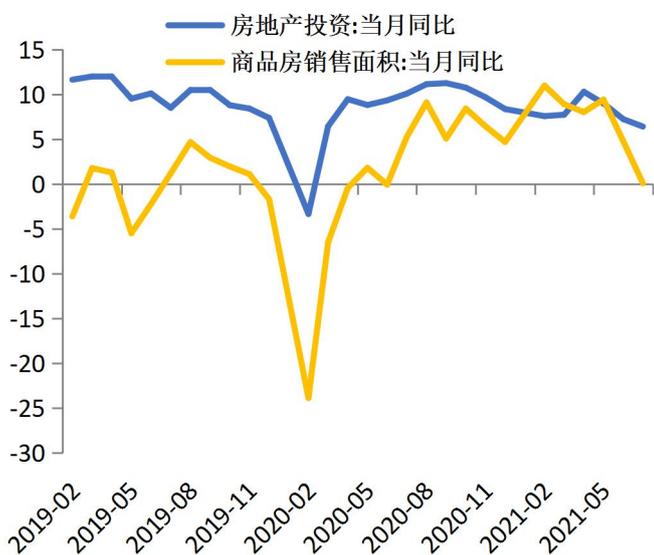
资料来源：Wind，优财研究院

3. 房地产投资延续下行

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。

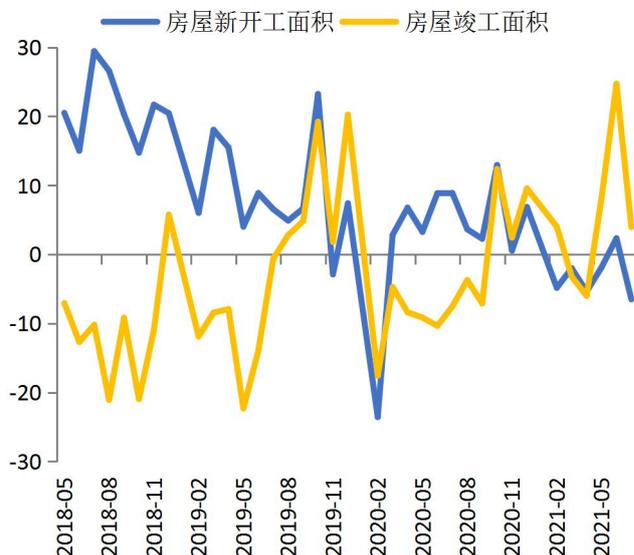
前端开工大幅回落，竣工保有韧性。新开工面积增速大幅下滑，受上半年拿地不足、销售回款弱化以及地产政策趋严的影响，7月竣工回落但仍维持韧性，随着拿地和开工的回落，未来施工面积也将开始下行，前端弱、后端韧性的结构下，带来的是房地产投资长期趋势的回落。

图 7：地产投资和销售同步下行（两年复合增速%）



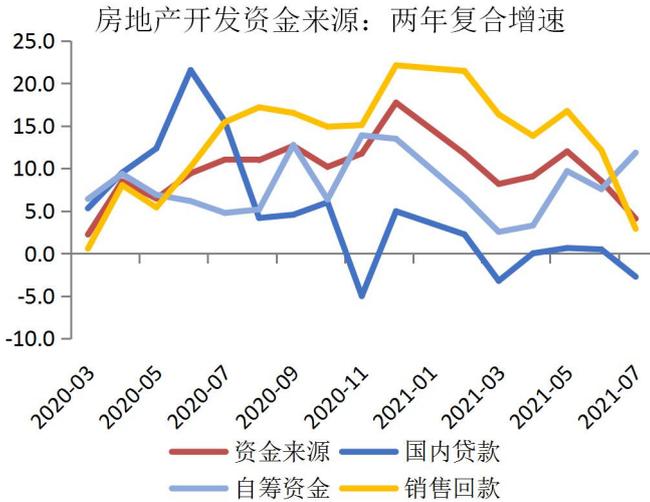
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：前端开工增速快速回落（两年复合增速%）



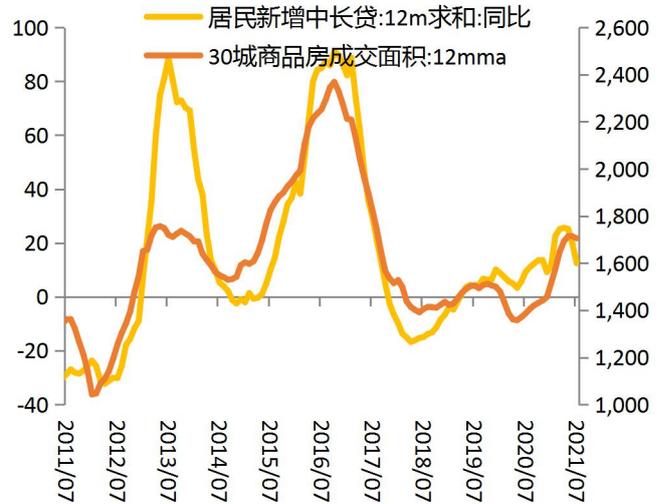
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：销售回款支撑走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：房贷拐点初现（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

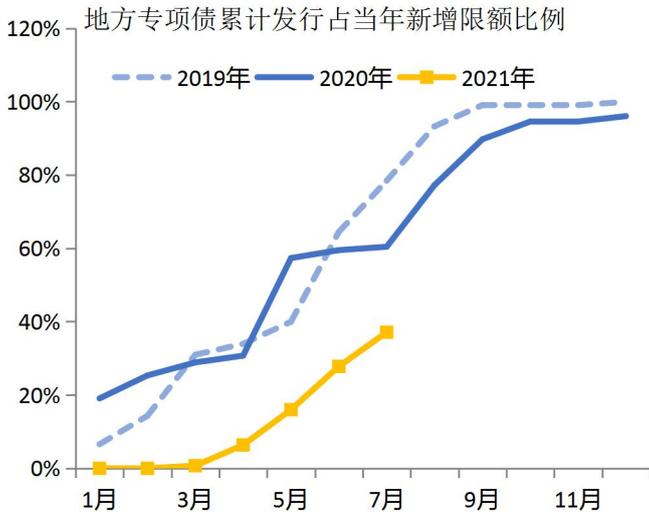
4. 基建仍然偏弱，财政发力下基建投资改善但不高估

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。

随着出口+地产两大部门动能衰减，中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升，7月政治局会议指出“积极的财政政策要提升政策效能，推动今年底明年初形成实物工作量”，财政政策需要更有作为。

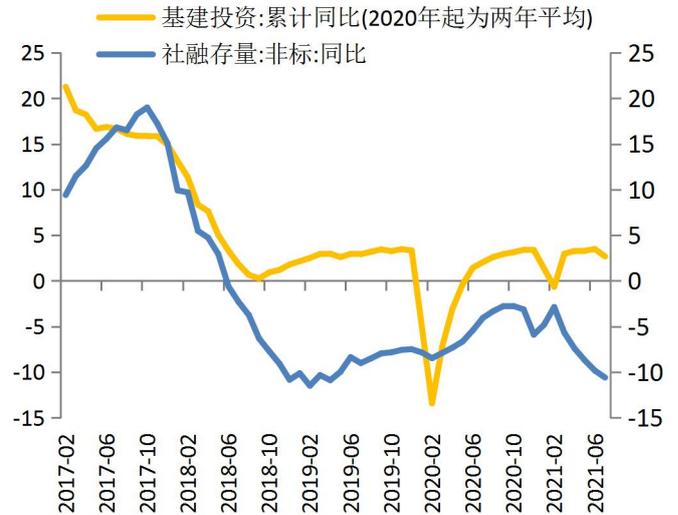
下半年财政进度和专项债发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，同时预计在前期较严的项目审核和匹配制度下，资金使用效率也将相应抬升，“财政发力→实物工作量”的传导时滞有望缩短，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。不过年内经济增速诉求不高，政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显。而地方隐性债务监管的强度也将影响投资的斜率。

图 11: 今年专项债发行进度明显偏慢 (%)



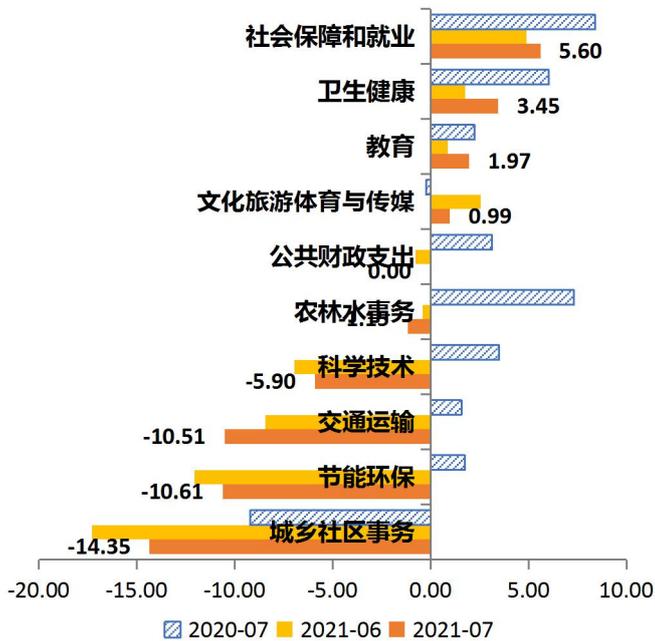
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 局部信用收缩下基建投资偏弱 (%)



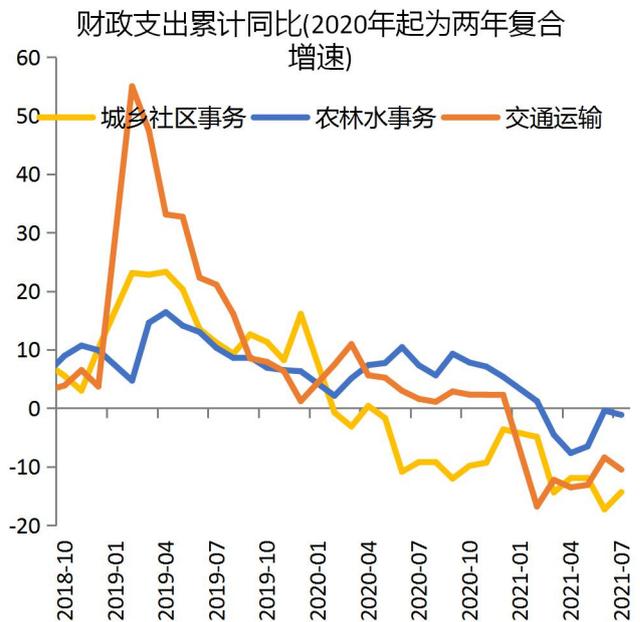
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 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 14: 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

5. 中期周期性风险压力加大，稳增长必要性增强

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。

二、资金面平衡宽松，波动加剧

央行 8 月月内仍延续日均 100 亿的公开市场操作规模，月末为对冲跨月资金需求，最后 5 个交易日央行加码投放 500 亿逆回购，加码时点和量均较上月回升，体现央行对银行间流动性的呵护之意。月内央行逆回购操作共净投放 1600 亿，并回笼 1000 亿元 MLF 和投放 700 亿国库现金定存，全口径下共净投放 1300 亿元资金。

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。

降准落地后资金面平衡宽松，地方债发行加快和缴税缴准下资金需求增加，超储水位回落下资金面波动加剧，但央行呵护资金面态度明确。7 月降准落地后资金面整体保持平稳，7 月和 8 月 DR007 月度均值均在 2.15% 左右，8 月前半月资金面略偏紧，地方债发行加快和缴税缴准下资金需求增加，但央行呵护资金面的态度也非常明确，无论是月中 MLF 仅小幅缩量续作超市场预期，还是月末加码公开市场逆回购投放，都体现资金面合理充裕的政策目标

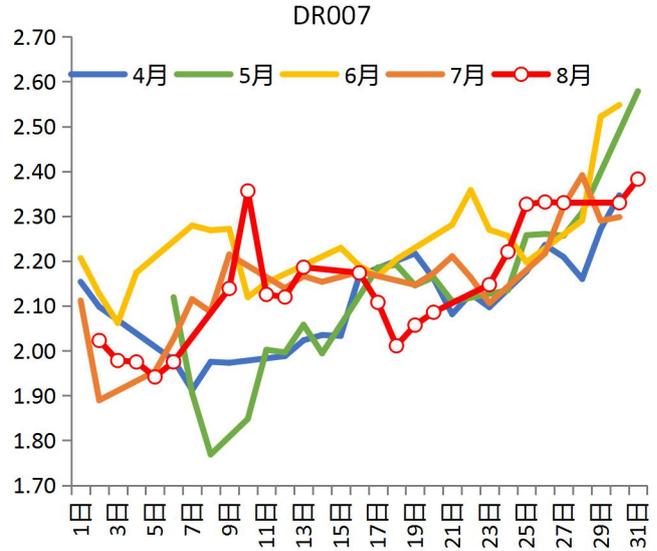
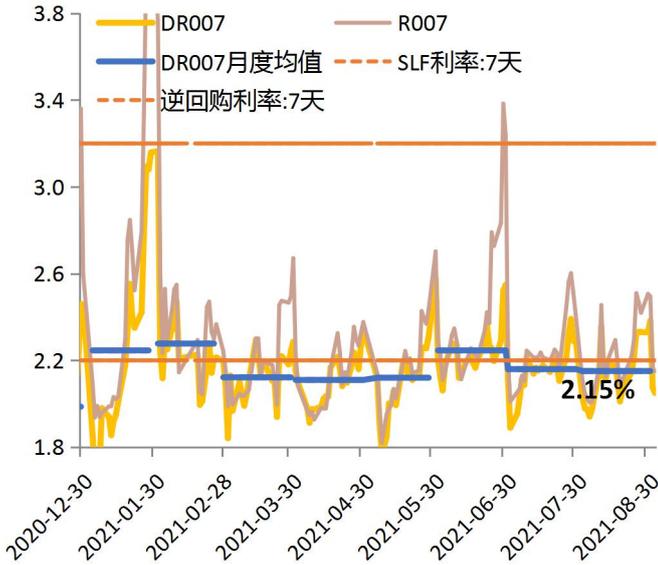
收益率曲线平坦化。从 8 月资金面跨月情况来看，资金面情绪指数整体位于年内偏高水平，资金面情绪指数 20 日移动均值也自 5 月中以来持续处于上行趋势，资金面整体呈现的是平衡宽松、合理充裕的状态。资金面情绪指数与十年期国债期货价格走势也发生背离，长端收益率的持续下行更多地受到经济动能走弱的提振，而资金面收敛下短端收益率调整上行，收益率曲线平坦化。

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。

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 15: 利率走廊 (%)

图 16: 月内资金面波动加剧 (%)

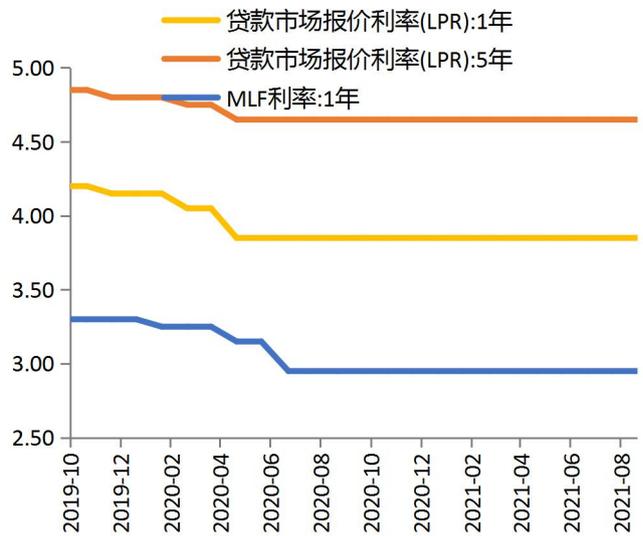
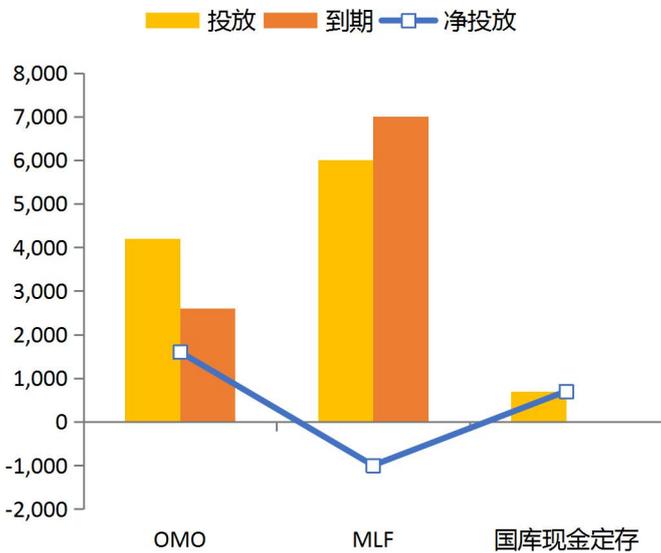


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 央行操作 (亿元)

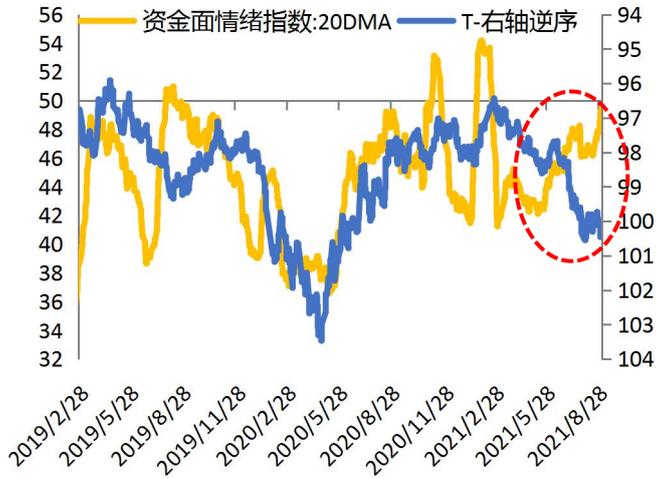
图 18: LPR 报价利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

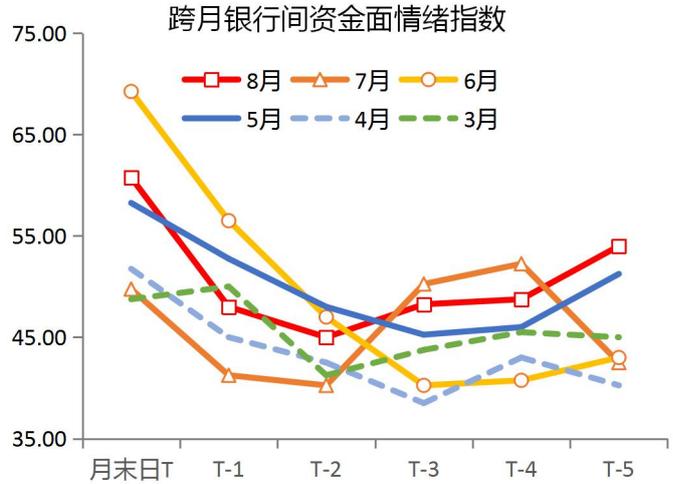
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 资金面情绪和国债价格背离



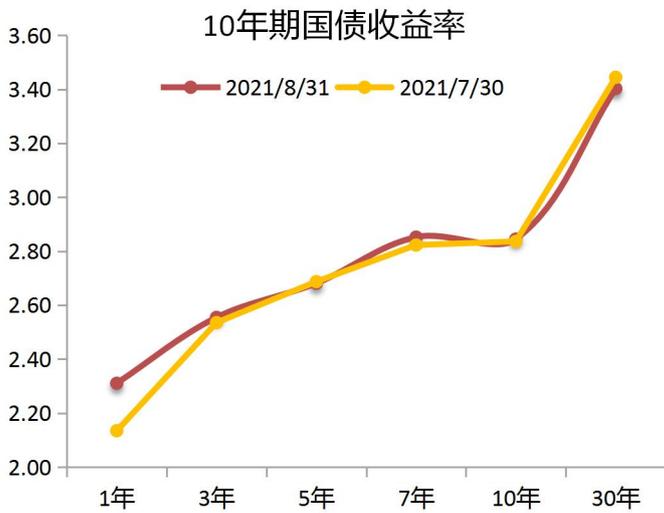
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 跨月资金面情绪位于年内偏高水平



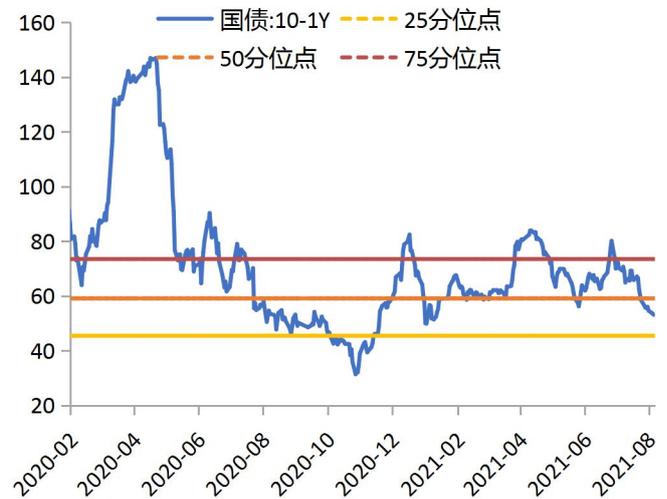
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 收益率曲线趋于平坦 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 10-1Y 期限利差回落至年内低位 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、财政进度亟待加快，专项债发行仍需提速

国债净融资明显加快，但地方专项债发行进度仍然偏慢，年内剩余发行额度较快，未来几月存在加快发行必要。8月国债和地方债净融资分别为4681和4834亿元，国债净融资较上月显著增加，政府债融资进度加快。但专项债发行进度仍然偏慢，8月地方专项债新增4229亿，较上月小幅回升，不及去年同期水平，1-8月专项债累计发行进度仅有39.4%，发行进度斜率较上月放缓，年内专项债剩余发行额度仍然较高。

从财政预算的纪律性上来说，年内3.65万亿的专项债额度仍将基本发行完毕，中央和地方政府用足专项债限额的意愿较强，因此年内剩余月份专项债发行压力较大，尤其四季度将形成明显新增量。

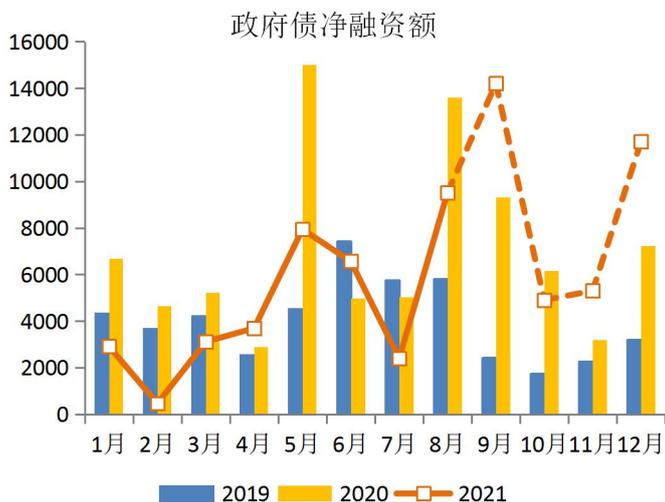
我们认为，“合理把握进度及推动形成实物工作量”表述对应下半年财政进度或将加快，专项债发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，央行二季度货币政策执行报告也指出将财政节奏作为下半年的关注重点。预计在前期较严的项目审核和匹配制度下，资金使用效率也将相应抬升，“财政发力→实物工作量”的传导时滞也有望缩短，伴随专项债发行加快以及四季度同比增量的放大，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。

不过，当前内生需求短期仍有韧性，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，基建有望改善但不高估，基建扩张主要在于两年衔接时点，为明年平稳开局蓄力，明年财政发力前倾特征更明显。

同时，地方隐性债务监管的强度也将持续影响投资的斜率，今年后疫情时代财政纪律重塑，债务防风险重要性抬升，财政为防风险留余力，将对稳增长发力空间构成掣肘。7月30日财长刘昆出席财政支持全面建成小康社会新闻发布会时提及“确保不发生区域性、系统性的风险”，8月18日财政部副部长许宏才作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时也强调：“抓实隐性债务风险化解工作，指导地方统

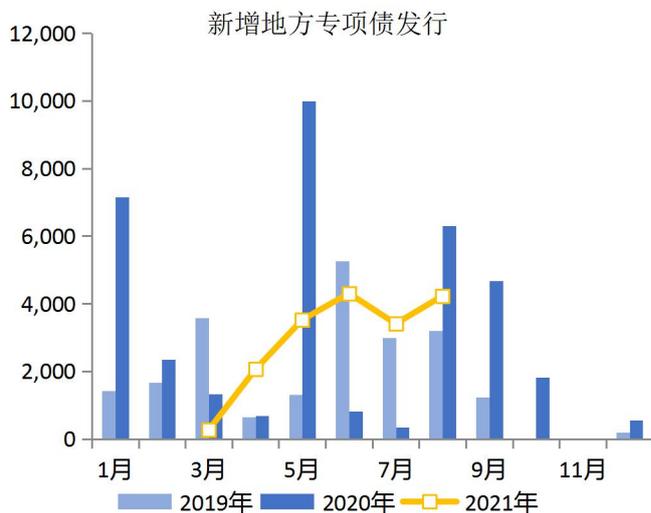
筹各类资金资源，稳妥化解隐性债务存量。”

图 23：政府债净融资（亿元）



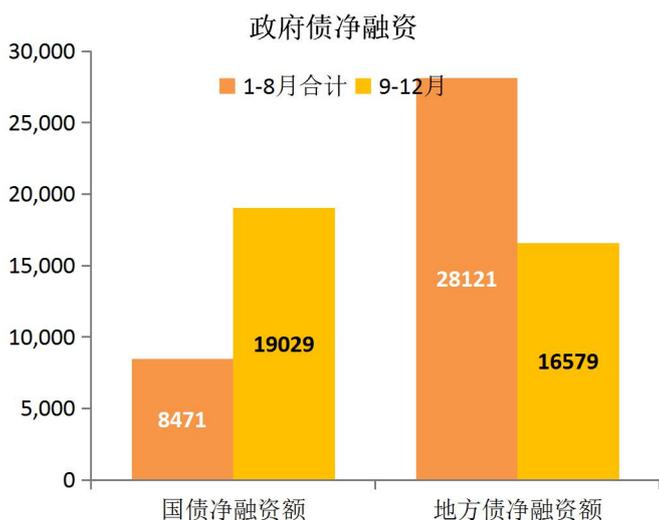
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：专项债发行进度偏慢（%）



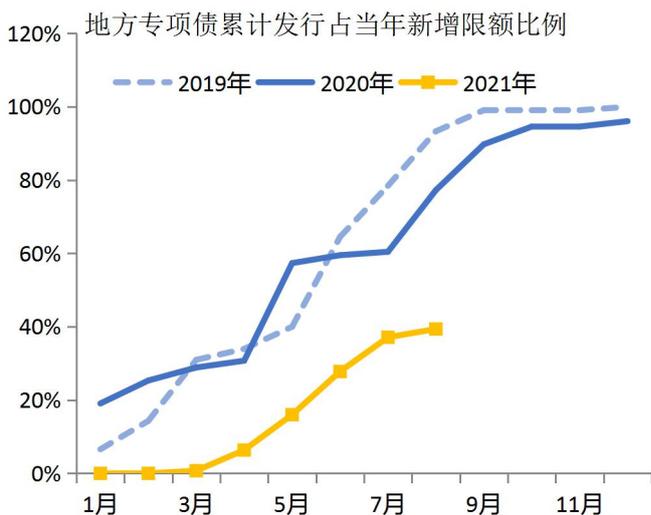
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：政府债净融资（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：专项债发行进度仍然偏慢（%）



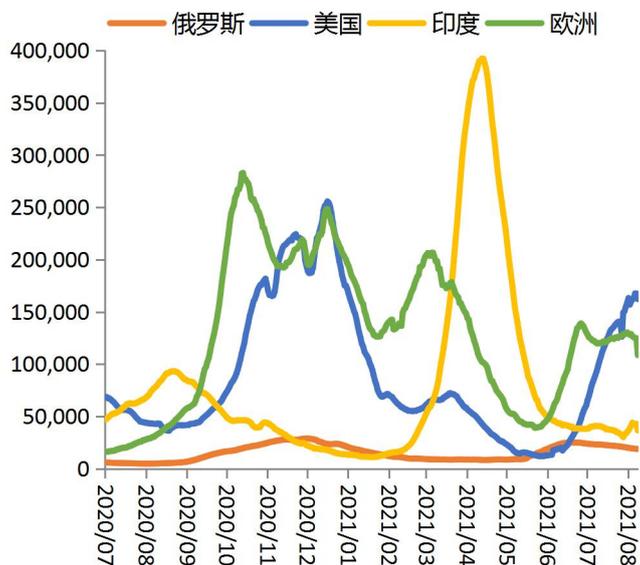
资料来源：Wind，优财研究院

四、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，8 月英美新增确诊病例仍在回升，全球经济复苏步伐一定放缓迹象，美欧经济意外指数双双下行。不过考虑到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。

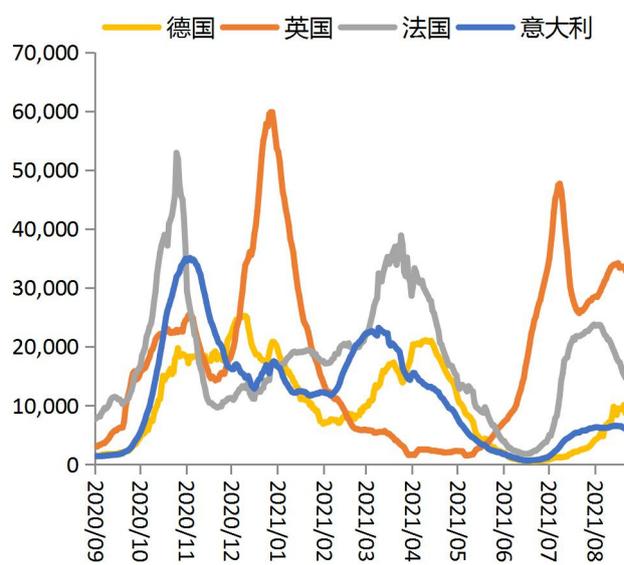
美联储主席鲍威尔 8 月全球央行年会上明确缩减购债计划，但言辞略显鸽派：与 7 月 FOMC 的大多数与会委员一致，如果经济持续复苏，可能在年内启动缩减购债计划是合适的。但鲍威尔随后也强调，随着德尔塔变异毒株持续传播，我们将持续关注后续的数据和风险演变情况。缩减资产购买的时机和速度，不会对加息时机发出直接信号，尽管通胀稳定在美联储 2% 的目标利率附近，我们仍有很多地方需要覆盖，以实现最大就业。

图 27：新冠疫情当日新增确诊病例



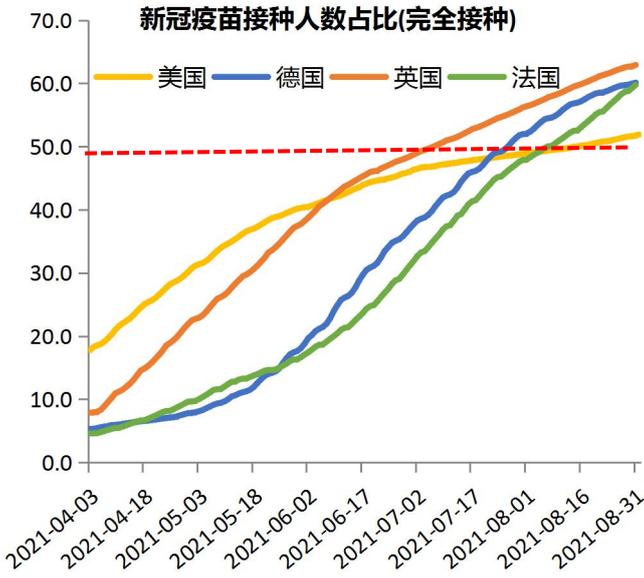
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：新冠疫情当日新增确诊病例



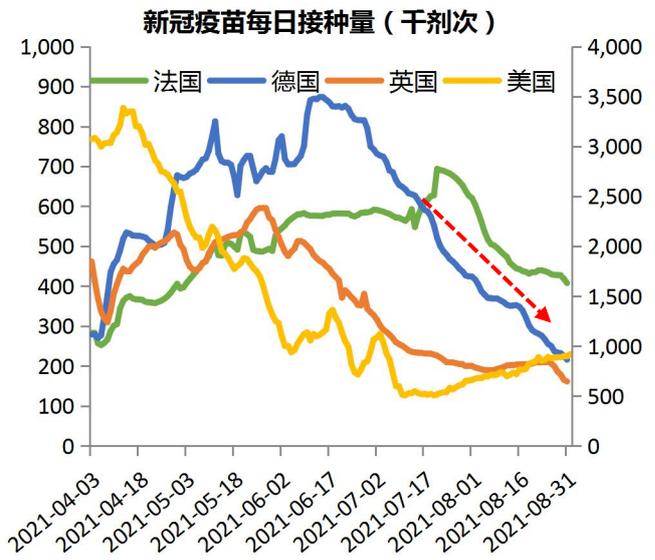
资料来源：Wind，优财研究院

图 29: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



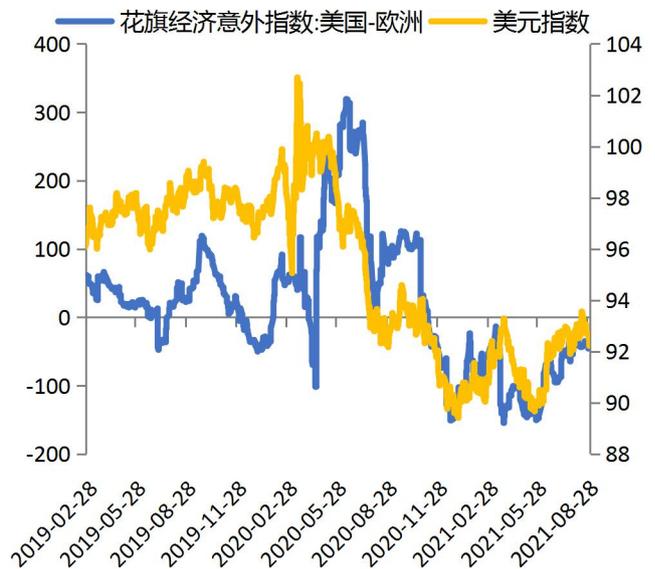
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 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 32: 美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

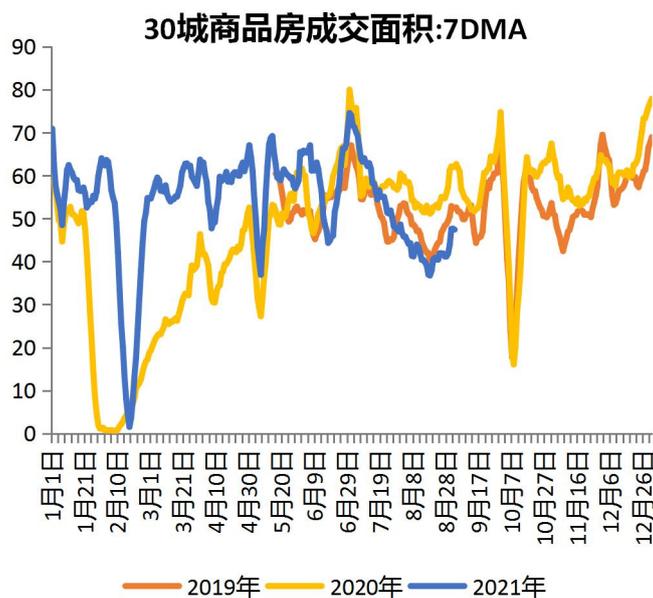
五、实体高频观察

1. 需求：8月30城销售降幅显著，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7月初以来持续下行，尽管8月底有所回升，但仍低于前两年同期水平，8月同比-22%，同比降幅显著，二三线城市降幅较大，尤其三线城市-同比录得43%。

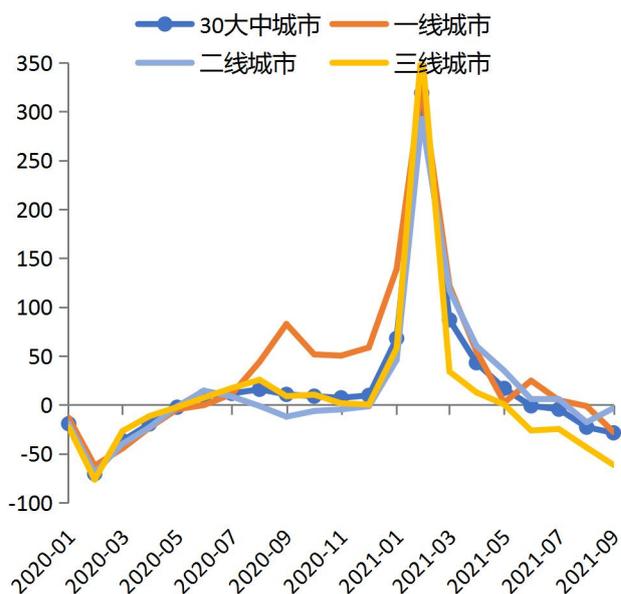
中央政治局会议再提“房住不炒”后，全国各地陆续加大了房地产调控政策力度，从拿地到销售再到房贷利率均明显收紧，房地产政策持续趋严。

图 33：30 城商品房成交面积（万平方米）



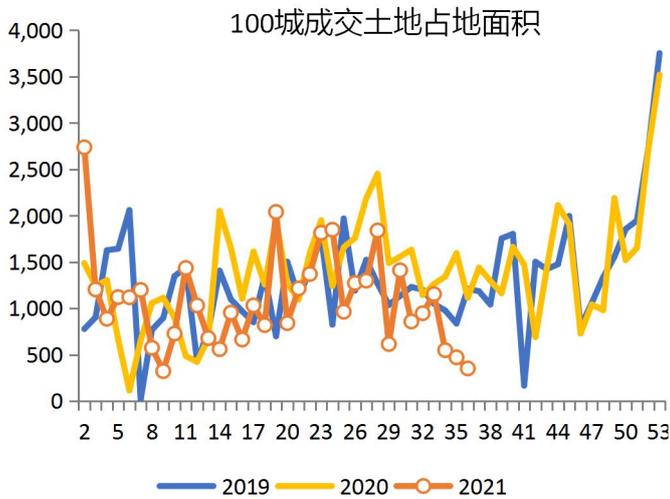
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：30 城商品房成交面积同比（%）



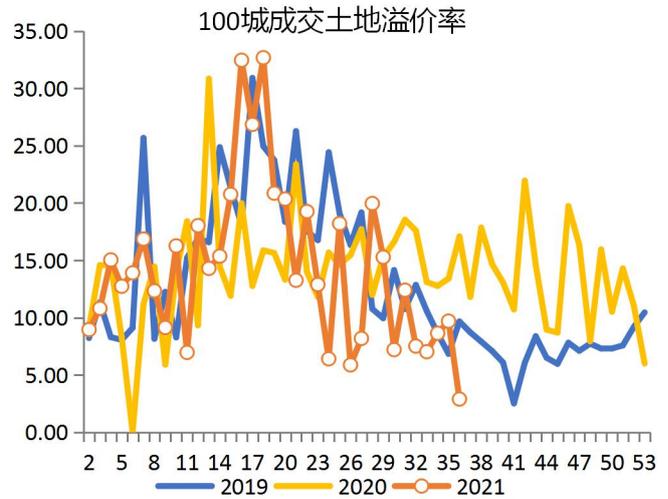
资料来源：Wind，优财研究院

图 35: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 百城土地成交溢价率 (%)

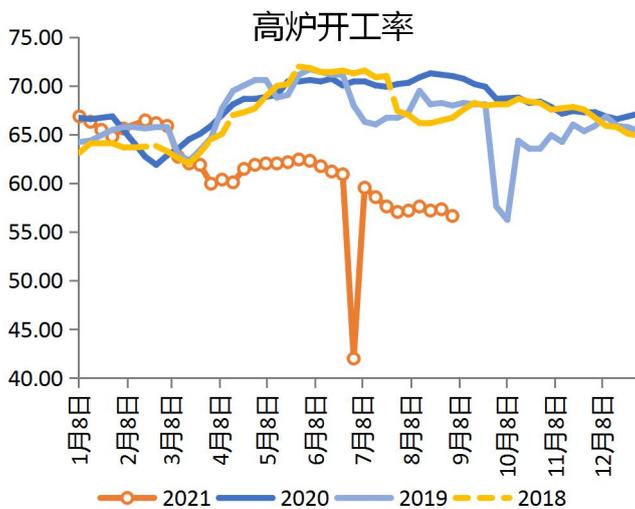


资料来源: Wind, 优财研究院

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, 8月高炉开工率小幅波动, 产能利用率小幅走高, 织机开工率延续趋势回落, 月末汽车开工率明显回落。价格端, 钢材价格月内小幅变动, 焦煤焦炭8月涨幅居前, 环比分别上涨15%和11.9%, 此外, 玻璃价格上涨也较快, 环比涨幅5.7%, 建筑旺季到来下水泥价格见底回升, 环比涨幅2.9%。

图 37: 高炉开工率 (%)



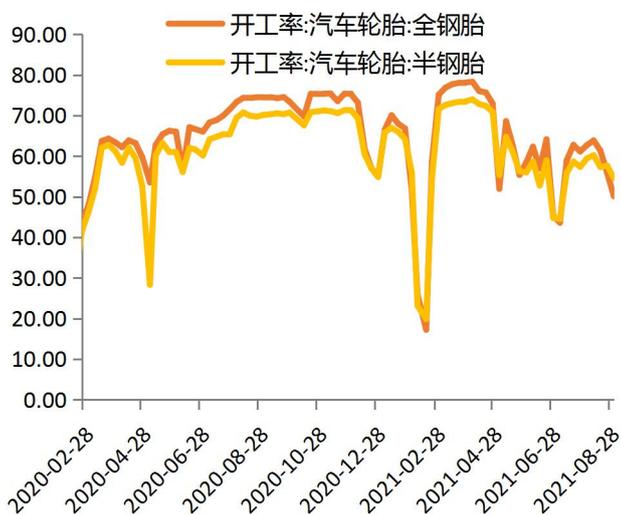
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



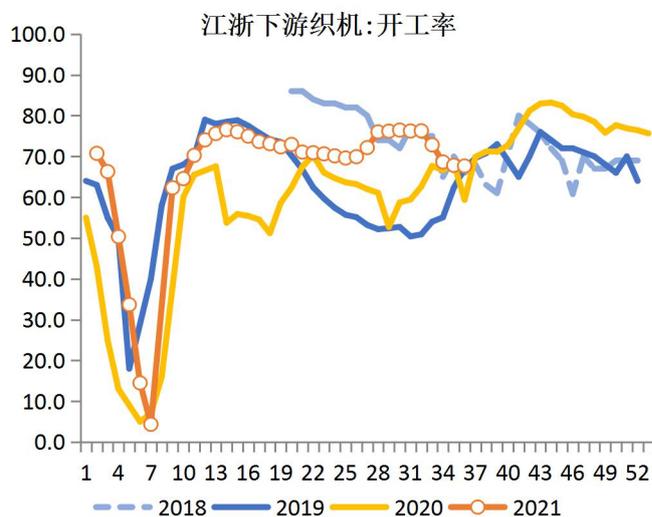
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 江浙下游织机: 开工率 (%)



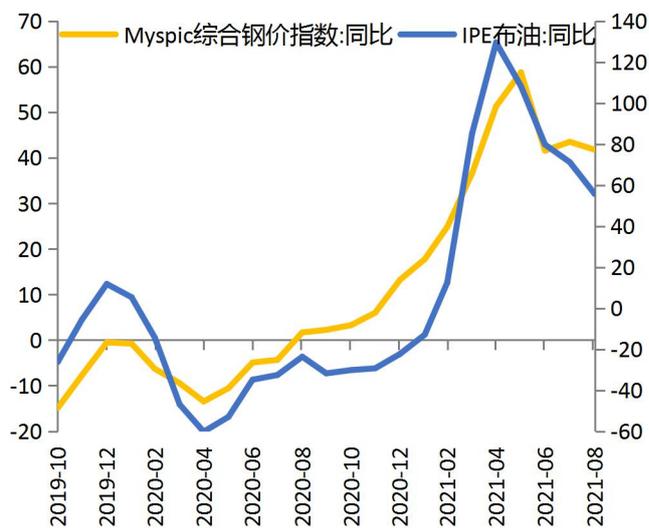
资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 大宗商品价格指数



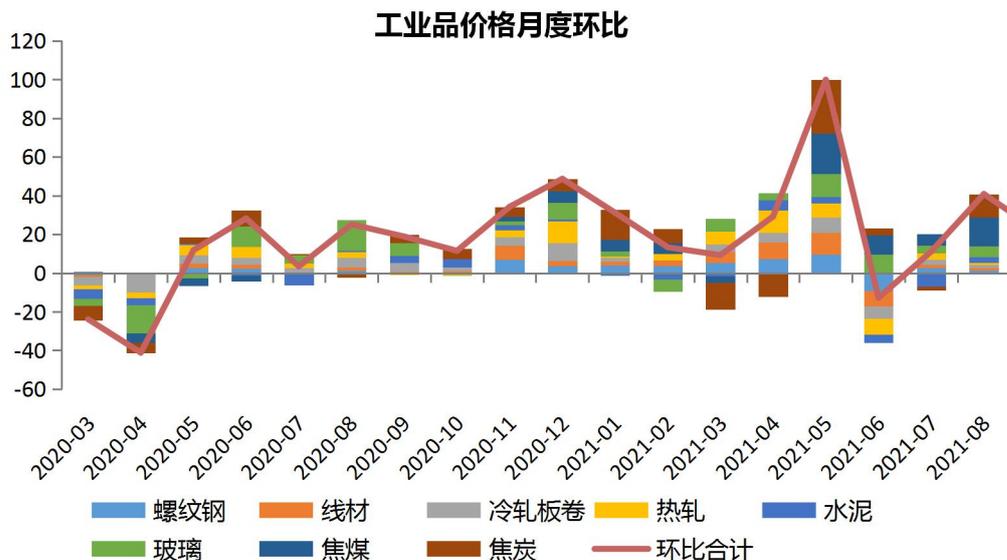
资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43：工业品价格月度环比

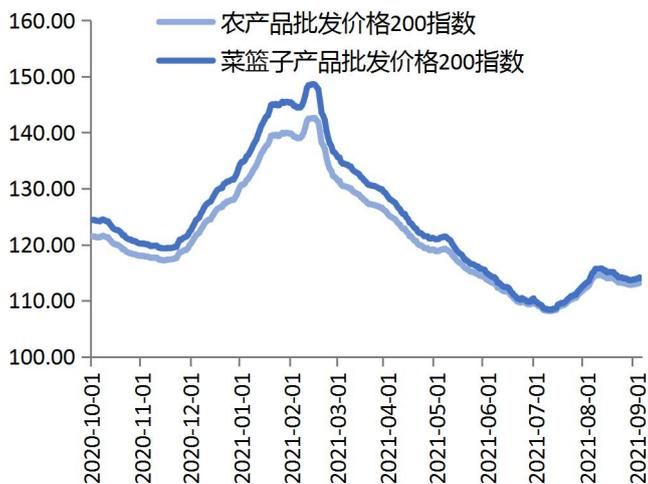


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：食品价格指数小幅波动，猪价续创年内新低

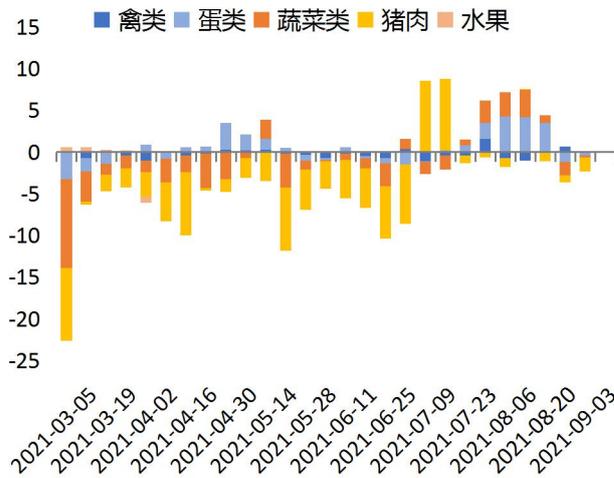
农产品价格指数 8 月小幅波动，同比下跌 5.0%，与上月基本持平，其中蛋类价格同环比增速均较高，蔬菜价格月内先涨后跌，同比降幅较上月收敛，而猪肉价格延续 6 月下旬以来的底部持稳，同比降幅进一步小幅扩大。

图 44：农产品批发价格 200 指数



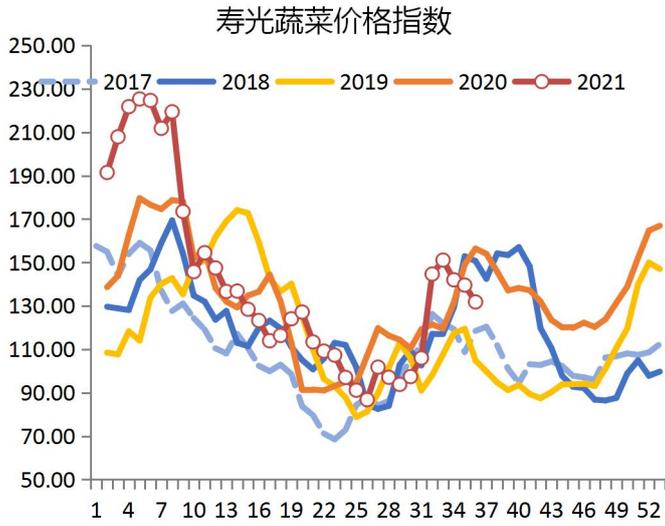
资料来源：Wind，优财研究院

图 45：食用农产品价格指数:周环比 (%)



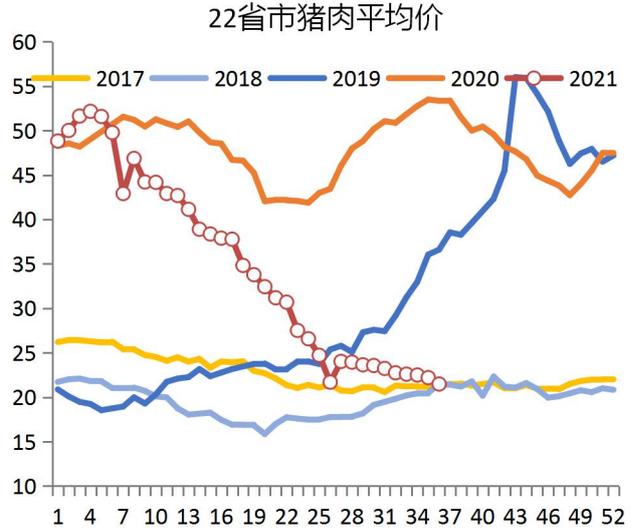
资料来源：Wind，优财研究院

图 46: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 47: 22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



资料来源: Wind, 优财研究院

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”。