2022 年 7 月 17 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

二季度经济探底，经济小复苏区间仍存隐忧

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1）6 月信贷社融超预期，政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献：7 月地产高频销售快速回落显示当前房地产市场景气度仍未恢复，居民加杠杆意愿偏弱问题仍未解决。随着 7 月开始进入地方债空档期，上半年以来政府加杠杆对社融的贡献将明显减弱，微观主体活力的恢复仍待观察。下半年随着经济低位改善，实体融资需求有望小幅修复，社融总量和结构都存在修复空间，但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，微观主体活力不足下社融回升空间依然有限，而财政的增量工具将明显影响下半年社融增速。**2）二季度经济探底，经济进入小复苏区间，但地产仍是风险：**随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6 月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。但房地产投资降幅再度扩大，其主要矛盾在于房地产金融严监管政策大框架下，居民和房企预期仍然偏弱，而 7 月地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产投资底仍难探明，7 月国内疫情局部反复也加大经济修复的不确定性。**3）政策仍处博弈期，保市场主体政策目标决定下半年财政更需担力：**下半年财政扩容预期升温，提高赤字率、提前发行下一年度专项债、加大政策行信贷额度、发行特别国债或是可能路径，7 月下旬政治局会议仍是市场关注重点。而货币政策方面，经济内生动能仍然偏弱，叠加地产风波，货币不具备收紧条件，不过外部美联储加息+内部 CPI 上行，内外平衡压力加大下结构性政策或是重心，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息概率较低，但房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

高频数据显示：1）美国 CPI 创 40 年来新高推升美联储 7 月激进加息预期，而高通胀侵蚀居民实际收入、消费者信心受挫，美国经济的硬着陆风险在加大，市场的衰退担忧和交易也可能演绎地更加猛烈；2）全国多地疫情反弹拖累城市活动，疫情依然是经济修复的边际变量；3）二三线地产销售仍弱，地产风波和疫情扰动下，居民预期走弱是主要矛盾；4）开工率表现不一，建筑活动高频指标继续边际改善；5）海外经济衰退预期升温，宏观需求偏弱情绪下工业品价格走势持续偏弱；6）农产品价格指数季节性上涨，猪肉价格回升加快。

近期疫情局部反复叠加房市风险提升市场避险情绪，金融数据超预期呈现利空出尽走势，债市调整后有所回暖，股市进入休整期。但中期看，基本面小复苏+货币政策内外约束+资金面中性收敛+中美利差倒挂，债市中期仍面临一定逆风。不过微观主体活力不足、经济内生动力偏弱仍制约经济修复弹斜率，叠加资金面整体合理充裕基调不变，债市上下空间仍难打开。当前七月仍是政策博弈期，财政发力是重心，7 月下旬政治局会议仍是市场关注重点。

风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 经济小复苏区间仍存隐忧

● 二季度经济探底，地产仍是风险

国家统计局发布 6 月经济数据：1）中国二季度 GDP 同比增长 0.4%，预期增 1.1%，一季度增速 4.8%;2)中国 6 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%,预期 4.5%,前值 0.7%;3）中国 6 月社会消费品零售总额同比增 3.1%，预期降 0.5%，前值降 6.7%；4）中国 6 月固定资产投资累计同比 6.1%，预期增 5.9%，前值增 6.2%；5）中国 6 月全国城镇调查失业率 5.5%（5 月为 5.9%）。

上半年经济内外扰动下三重压力加大，微观主体活力不足，叠加疫情冲击物流、产业链等循环，二季度 GDP 增速探底，环比下跌 2.6%，同比较一季度回落 4.4 个百分点值 0.4%，二季度房地产和消费降幅较大。**而随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6 月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。**6 月消费当月同比增速回到正增长区间，汽车消费是结构亮点，基建投资作为稳增长的重要抓手继续发力，制造业依然保持韧性，出口景气度短期仍维持高位。

但 6 月房地产投资降幅再度扩大,其主要矛盾在于房地产金融严监管政策大框架下，居民和房企预期仍然偏弱，而 7 月地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产投资底仍难探明。6 月就业压力边际缓解，但 16-24 岁失业率继续走高下结构仍有隐忧，显示经济复苏动力不强，同时 7 月国内疫情局部反复也加大经济修复的不确定性。

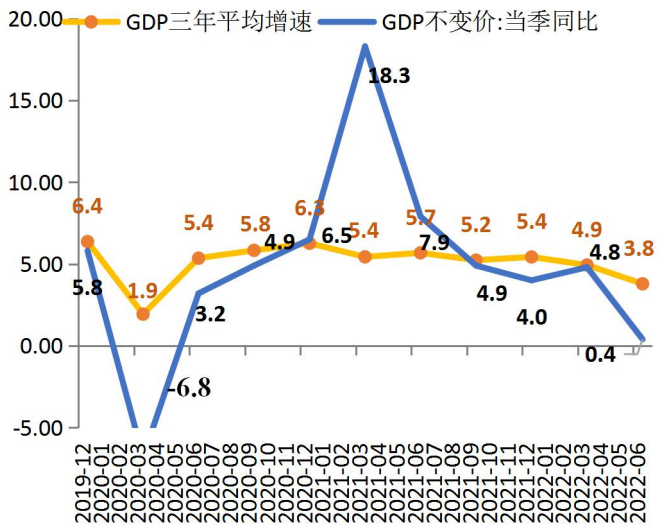
当前仍是政策博弈和发力期，保市场主体政策目标决定下半年财政更需担力，财政扩容预期升温，提高赤字率、提前发行下一年度专项债、加大政策行信贷额度、发行特别国债或是可能路径，7 月下旬政治局会议仍是市场关注重点。而货币政策方面，经济内生动能仍然偏弱，叠加地产风波，货币不具备收紧条件，不过外部美联储加息+内部 CPI 上行，内外平衡压力加大下结构性政策或是重心，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息概率较低，但房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07
工业增加值	当月同比%（2021为两年平均）	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6
固定资产投资		5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.7
基建		8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7
房地产		-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4
制造业		9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8
社消零售		3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6
出口金额		17.9	16.9	3.9	14.6	6.3	24.3	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.8
进口金额		1.0	4.1	-0.1	0.1	10.9	20.4	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.9
CPI	当月同比%	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0
PPI	当月同比%	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0
M1	%	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9
M2	%	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3
社融	存量同比%	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70
失业率	城镇调查	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1
GDP	当季同比%	0.4			4.8			4.0			4.9		

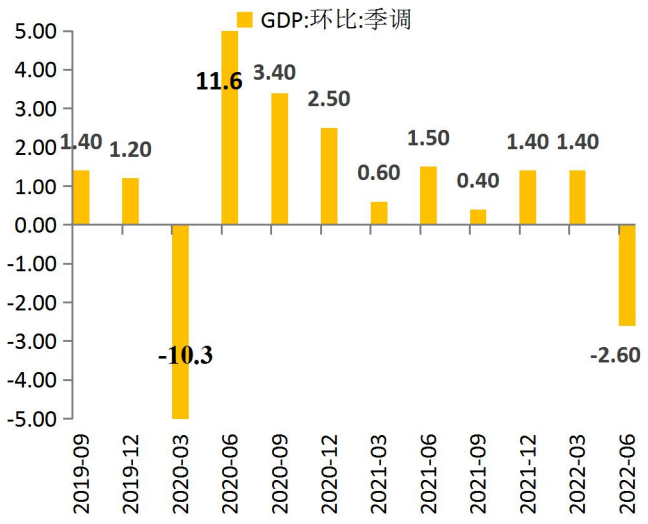
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：二季度 GDP 探底（%）



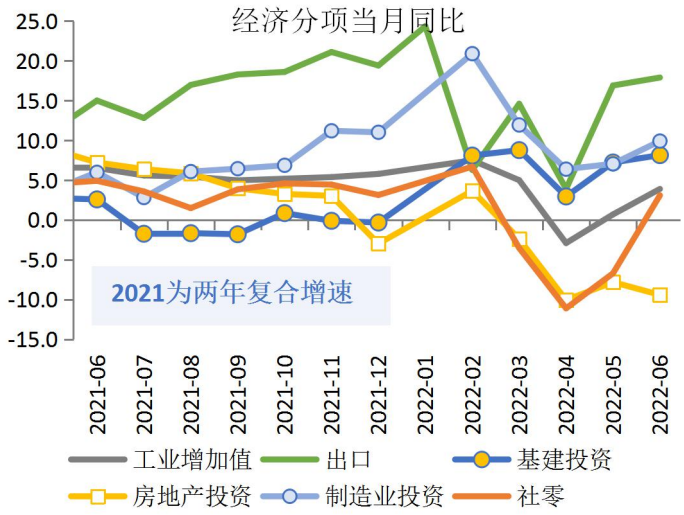
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：经济环比快速回落（%）



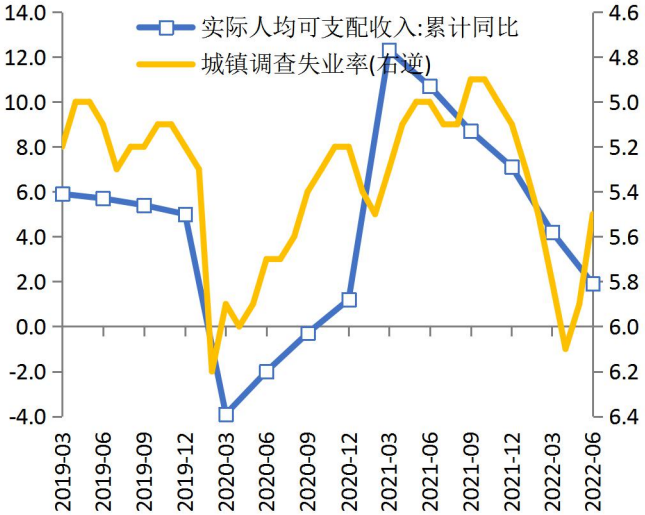
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：除地产外 6 月经济数据边际继续改善（%）



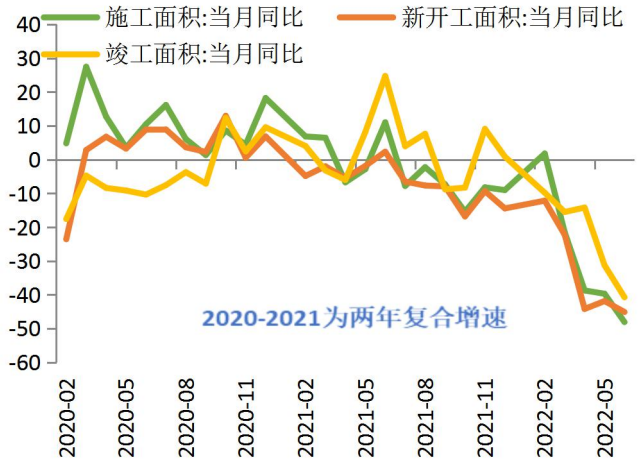
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：居民可支配收入压力持续加大（%）



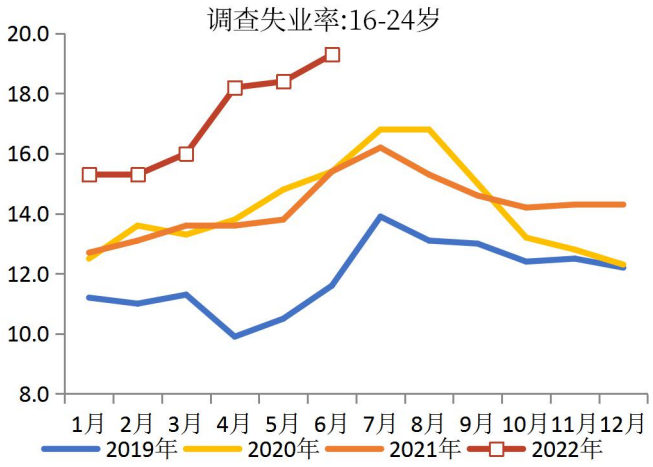
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：地产开工施工仍在下滑（%）



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

● 信贷社融超预期，政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献

央行公布 2022 年 6 月金融数据：

（1）新增人民币贷款 28100 亿元，市场预期 24400 亿元，前值 18900 亿元。

（2）社会融资规模 51700 亿元，市场预期 46500 亿元，前值 27921 亿元。

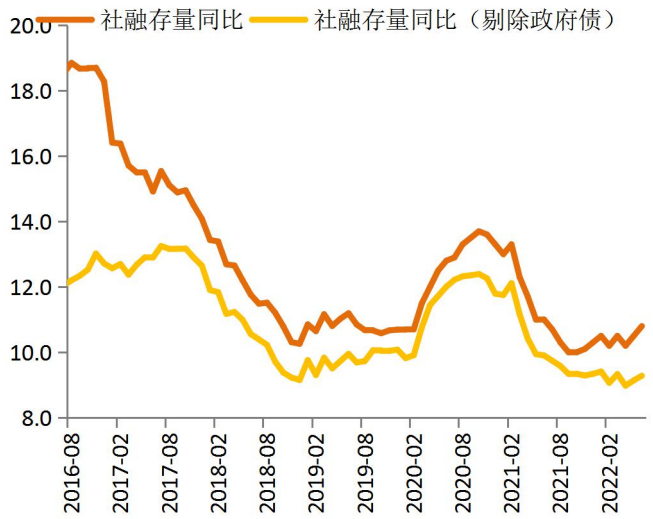
（3）M2 同比 11.4%，市场预期 10.8%，前值 11.1%；M1 同比 5.8%，前值 4.6%。

6 月信贷社融超预期，当月新增社融超 5 万亿，存量同比较上月上升 0.3 个百分点至 10.8%，其中 6 月政府债超 1.5 万亿大额发行是主要贡献，并撬动基建配套贷款，企业中长贷同比增量是信贷多增的主要来源，601 国常会调增 8000 亿元政策性贷款额度。同时疫情收敛也支撑短期积压的融资需求释放，企业恢复生产经营下融资需求回升，商品房销售回暖也支撑居民中长贷同比跌幅明显收窄。

我们认为政府债融资和短期积压需求释放是支撑 6 月社融大增的主因，微观主体活力的恢复仍待观察，7 月地产高频销售快速回落，尤其是二三线城市表现偏弱，显示当前房地产市场景气度仍未恢复，居民加杠杆意愿偏弱问题仍未解决。当前地方专项债发行进度已超 90%，随着 7 月开始进入地方债空档期，上半年以来政府加杠杆对社融的贡献将明显减弱，提升赤字率、提前发行明年专项债或发行特别国债是短期政策端博弈。

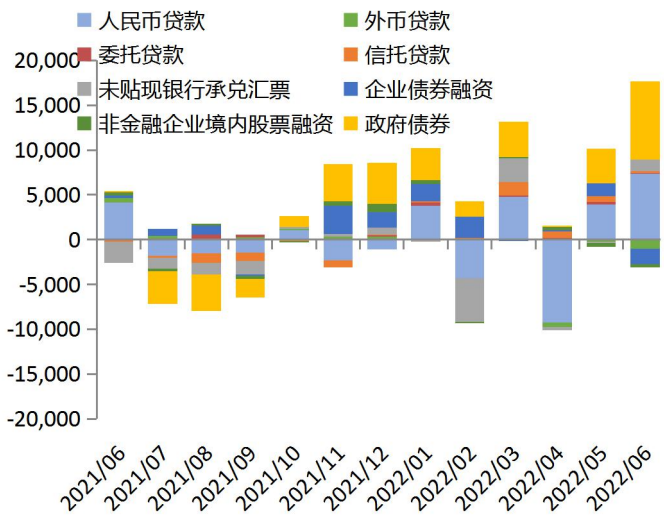
下半年，随着经济低位改善，实体融资需求有望小幅修复，房地产底部修复叠加政策性金融发力，社融总量和结构都存在修复空间。但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率，微观主体活力不足下社融回升空间依然有限，财政的增量工具将明显影响下半年社融增速。

图 8：社融增速回升（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：政府债融资和积压需求释放是主要贡献（亿）



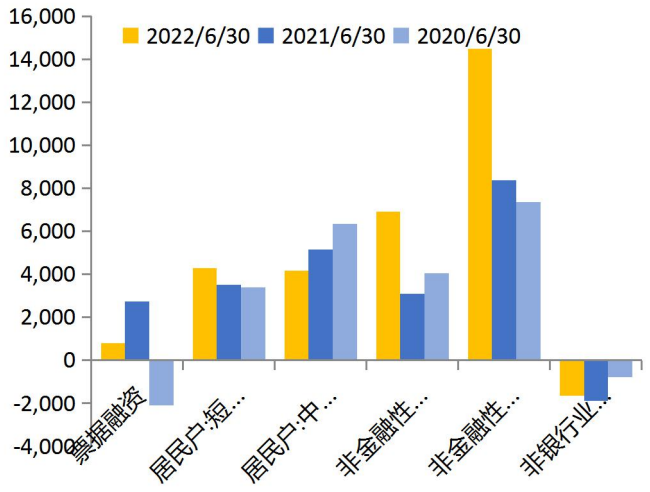
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献（亿元，%）

	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
当月新增社融	51700	27921	9455	46566	12289	61750	23682	25983	16176	29026
新增人民币贷款	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600
社融存量同比（%）	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0
（当月同比变化）										
社会融资规模	14683	8399	-9115	12804	-4954	9866	6490	4628	2247	-5667
新增人民币贷款	7409	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416
居民贷款	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316	-1721
居民短贷	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175
居民中长贷	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695
企业短贷	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549	552
企业中长贷	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732
票据融资	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284	3985
委托贷款	93	276	211	149	26	337	143	66	1	295
信托贷款	218	676	713	1532	185	162	67	-803	-186	-939
未贴现票据	1286	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203	-1489
企业债券融资	-1432	969	156	-55	2373	1912	1731	3166	-2	-179
政府债券	8676	3881	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236	-2050

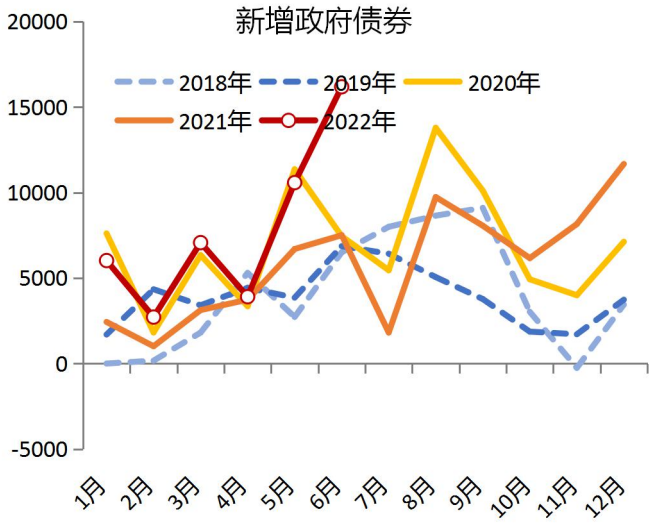
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：居民稳杠杆，企业加杠杆（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：政府债融资是主要贡献（亿元）

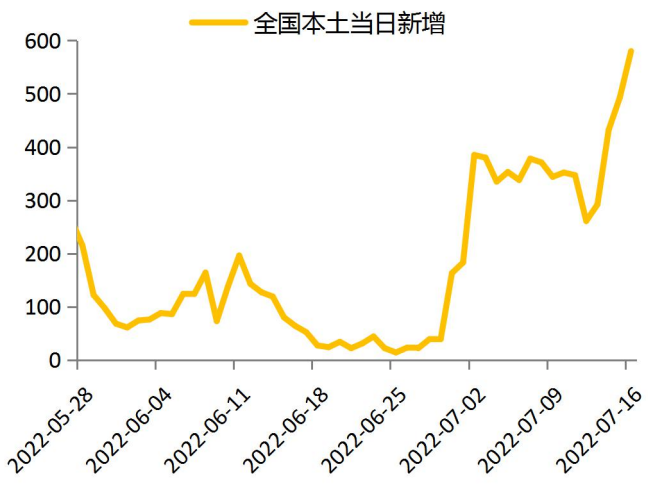


资料来源：Wind，优财研究院

- 全国多地疫情反弹拖累城市活动，疫情依然是经济修复的边际变量

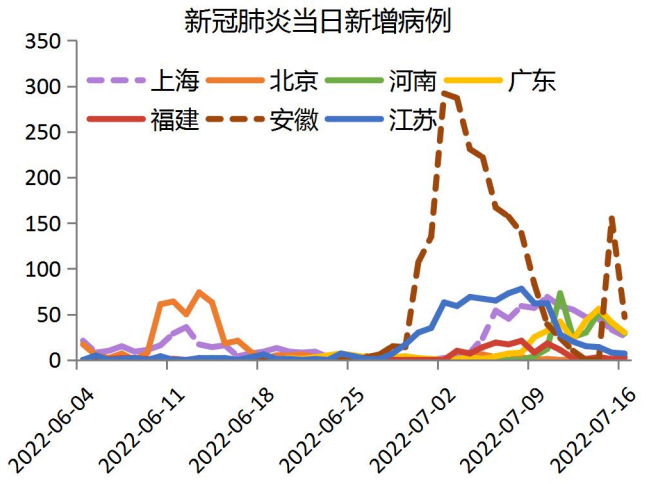
国内疫情近期再度出现回升，上海西安确诊病例奥密克戎 BA5 变异株，城市封控措施有所收紧。城市活动有所放缓，主要城市地铁客运量和百城拥堵指数均有明显下滑。当前来看疫情依然是经济修复的边际变量，疫情的反弹仍然对国内经济修复形成不确定性。

图 13：全国疫情反弹（例）



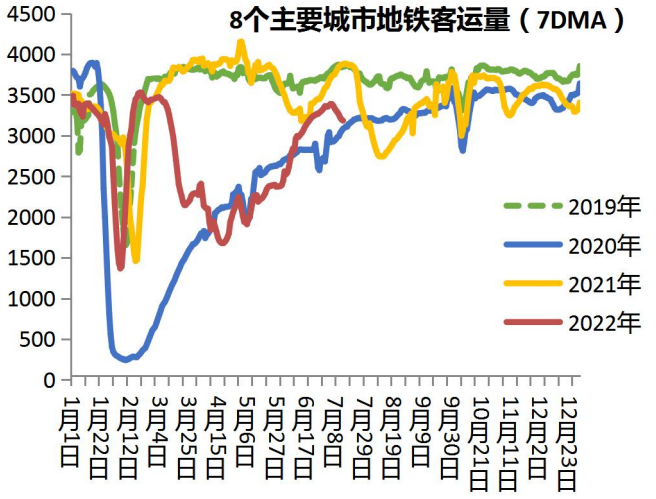
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：疫情再度呈现多点散发（例）



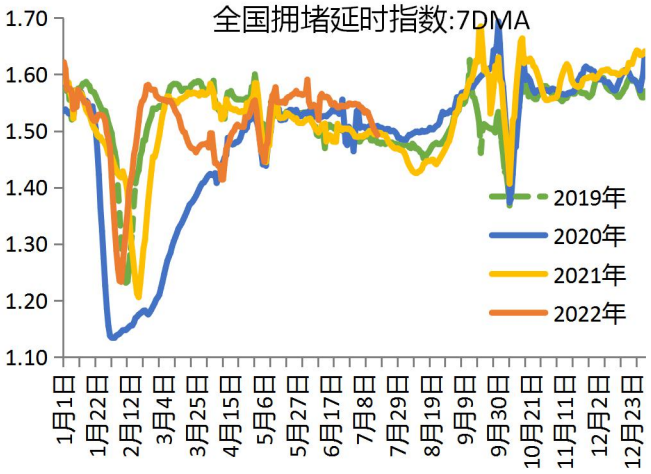
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：地铁客运量有所回落（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

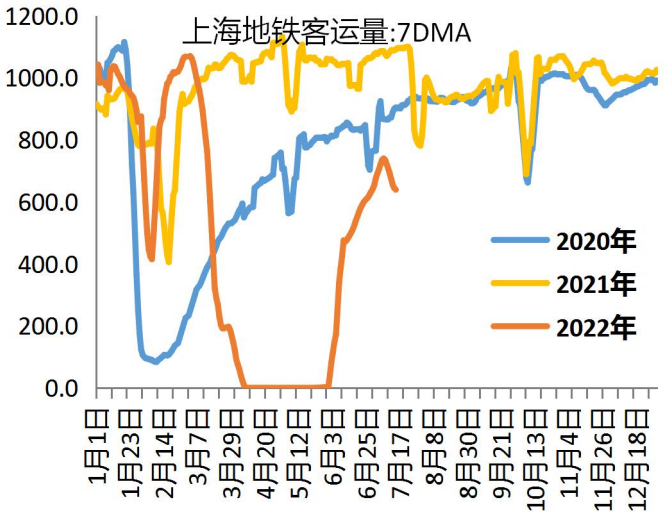
图 16：全国拥堵指数高位回落



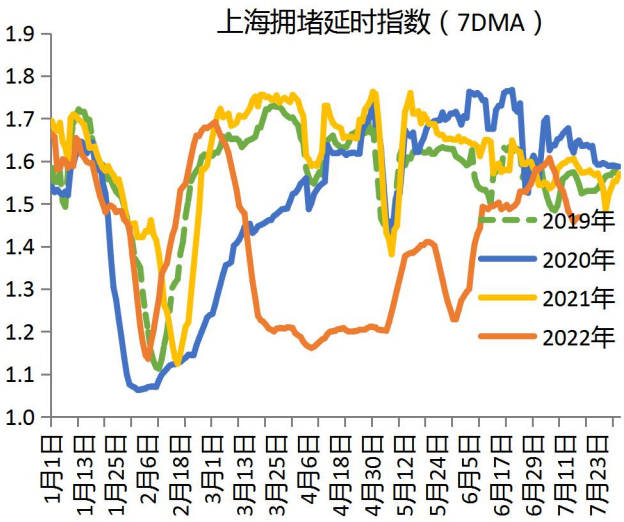
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：上海疫情反弹拖累地铁客运量（万人次）

图 18：上海拥堵指数明显下滑

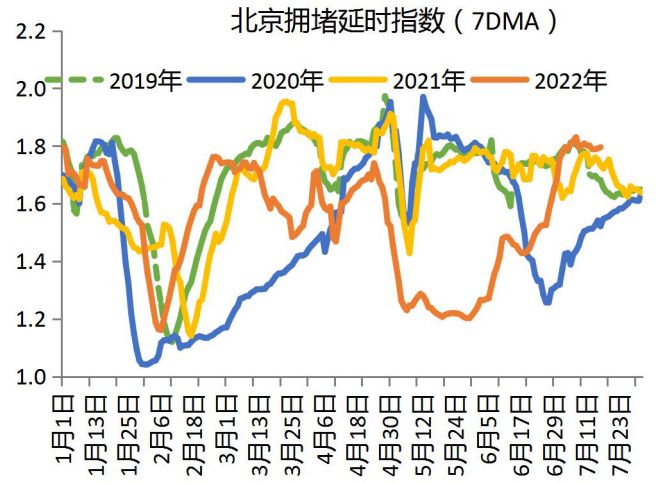


资料来源：Wind，优财研究院



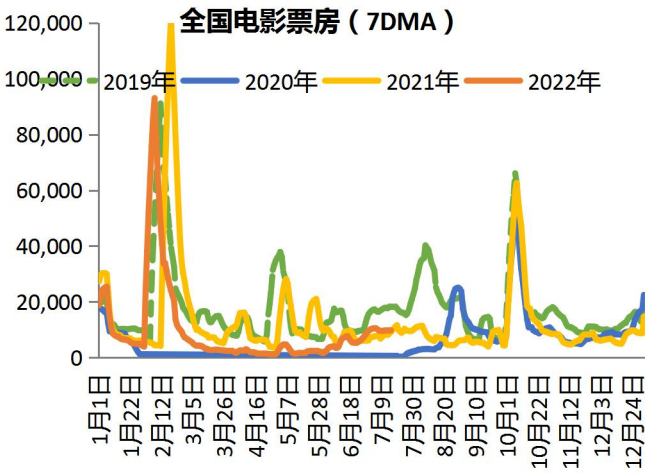
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：北京城市活动整体稳定



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：电影票房底部小幅回暖（万元）



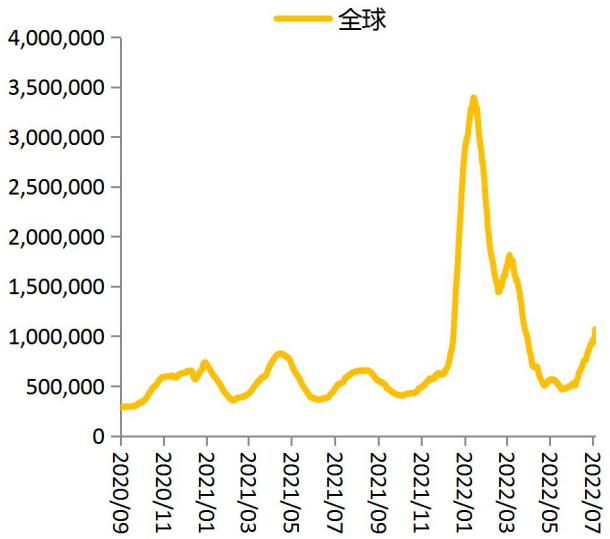
资料来源：Wind，优财研究院

二、 海外疫情和经济活动跟踪

美国 CPI 创 40 年来新高推升美联储 7 月激进加息预期，除去 7 月份加息 75 个 bp 概率抬升外，市场也开始交易 7 月加息 100bp 的预期，美债收益率快速上行并且倒挂加剧，美股下跌。往前看，美国通胀仍有冲高风险，租金和服务业工资都有粘性，而供需缺口和低库存环境下油价仍是最大的不确定性。

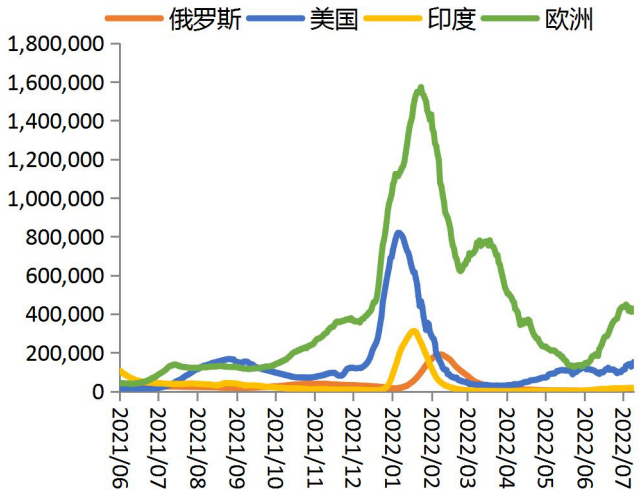
今年海外抗通胀和美联储加息是海外宏观的主线，在供给端矛盾难以解决下，美联储需要通过更激进的加息以抑制需求来实现抗通胀目标。越高的通胀水平推升越快的加息节奏，叠加高通胀侵蚀居民实际收入、以及消费者信心受挫，美国经济的硬着陆风险在加大，市场的衰退担忧和交易也可能演绎地更加猛烈，6 月中以来大宗商品价格就出现了明显的下跌，未来市场波动或仍加大。对于国内来说，下半年海外经济衰退依然是国内宏观的潜在风险。

图 21：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

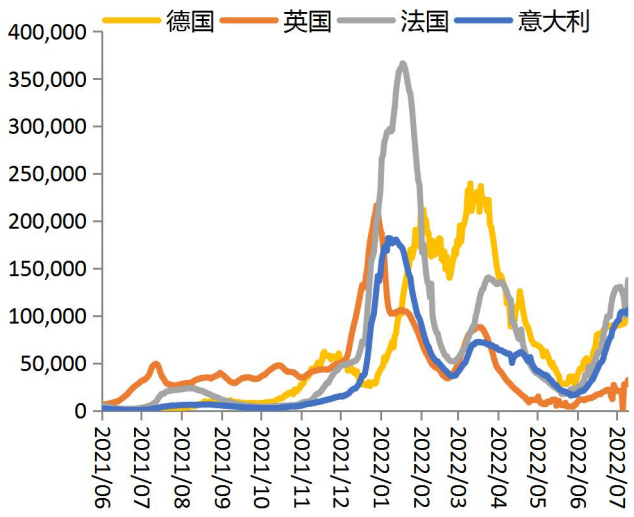
图 22：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

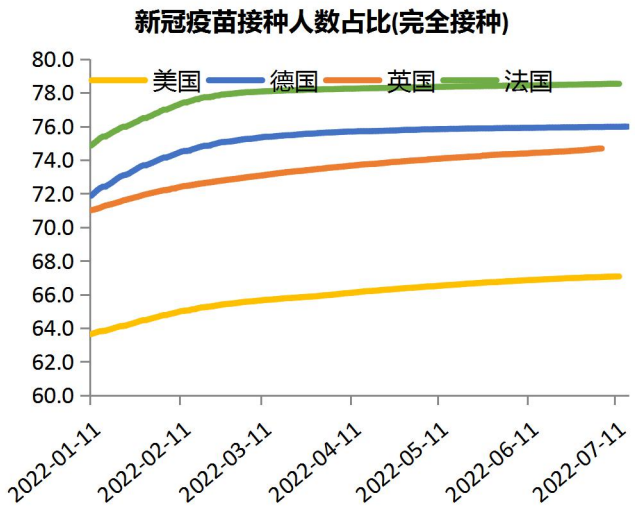
图 23：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

图 24：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：美欧差值 VS 美元指数

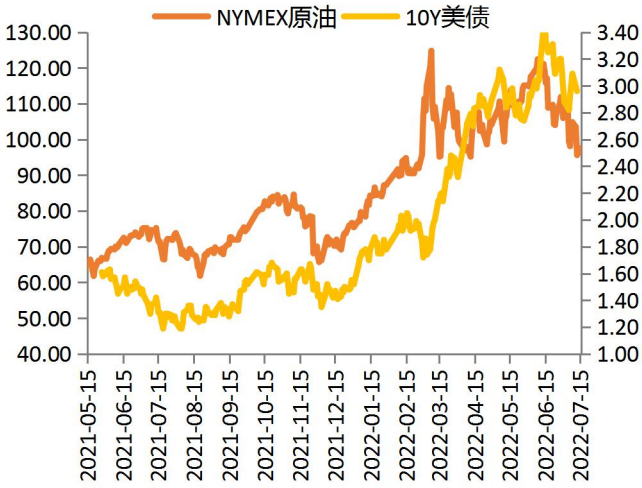


资料来源：Wind，优财研究院

图 26：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）

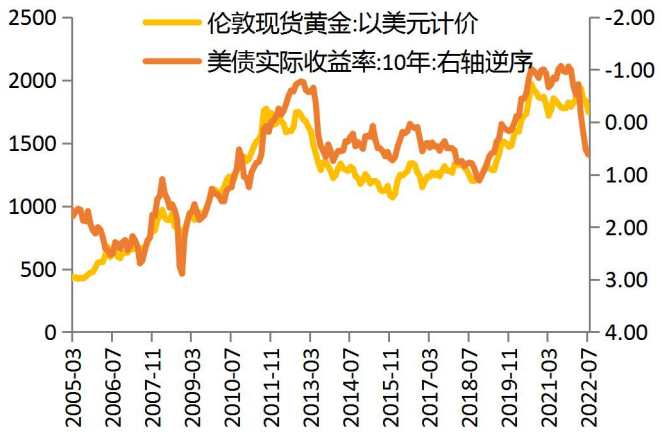
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：美债实际收益率 VS 黄金

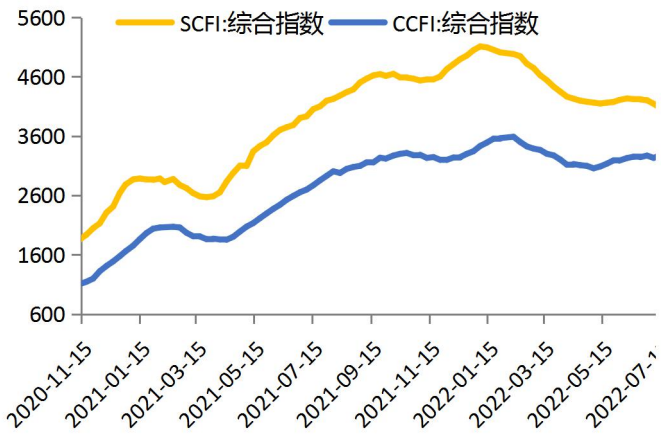


资料来源：Wind，优财研究院

图 28：运价指数



资料来源：Wind，优财研究院

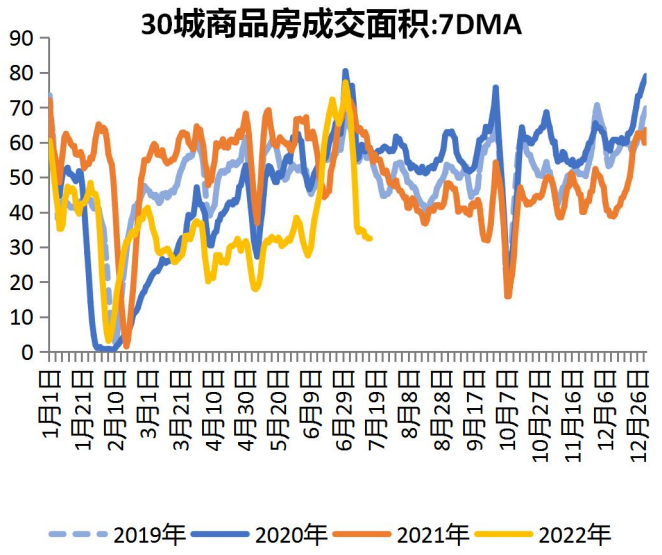


资料来源：Wind，优财研究院

三、 经济高频观察

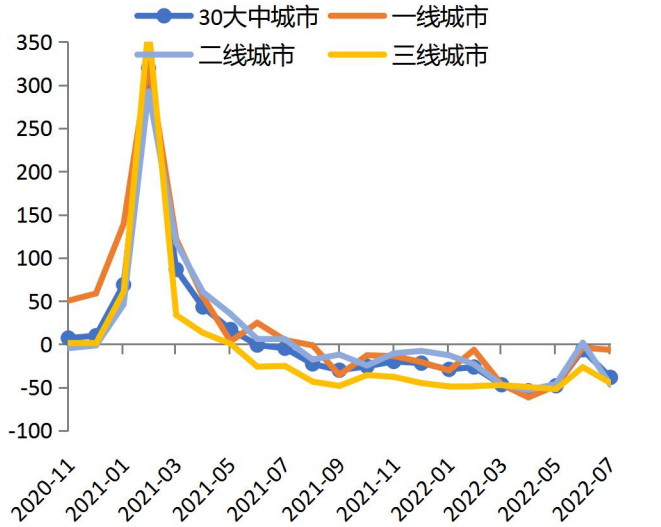
1. 需求：二三线地产销售仍弱，地产风波和疫情扰动下，居民预期走弱是主要矛盾

图 29：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

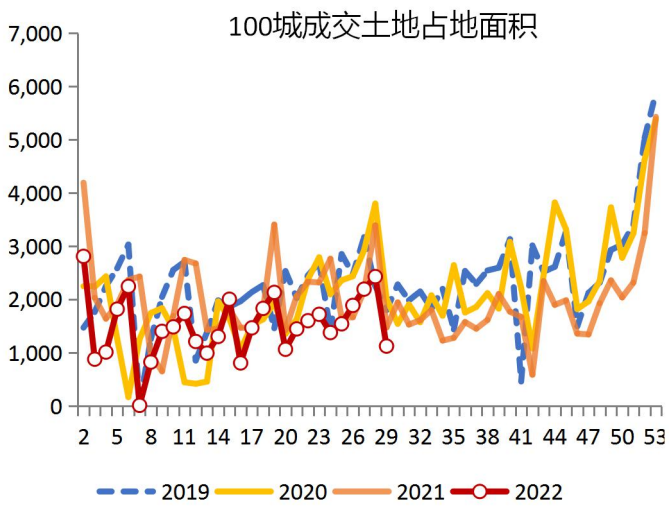
图 30：30 城商品房成交面积同比（%）



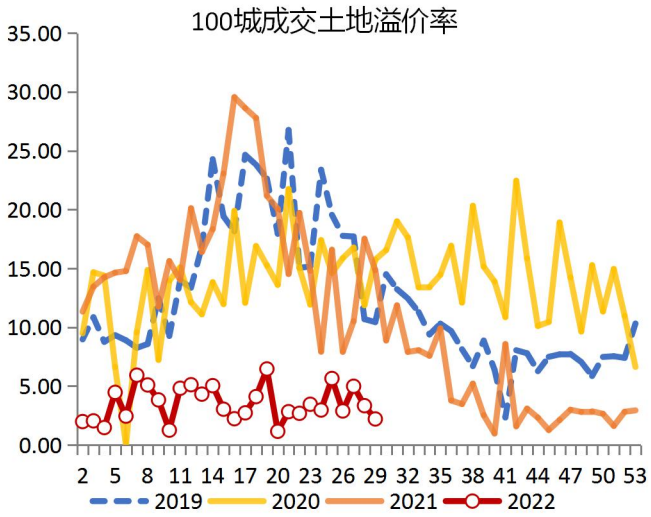
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：百城土地成交面积（万平方米）

图 32：百城土地成交溢价率（%）



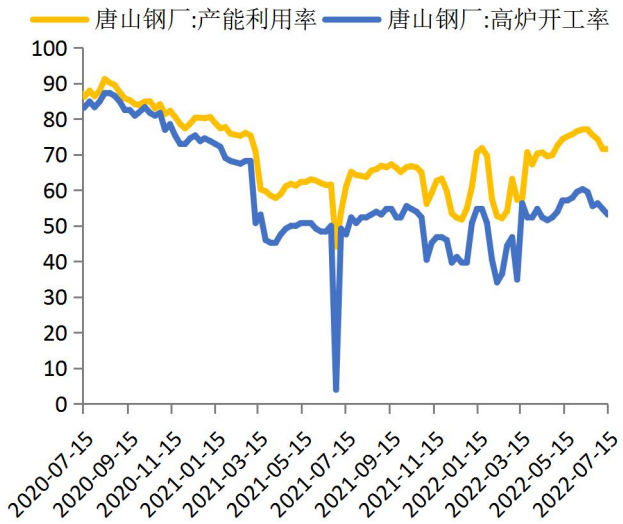
资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

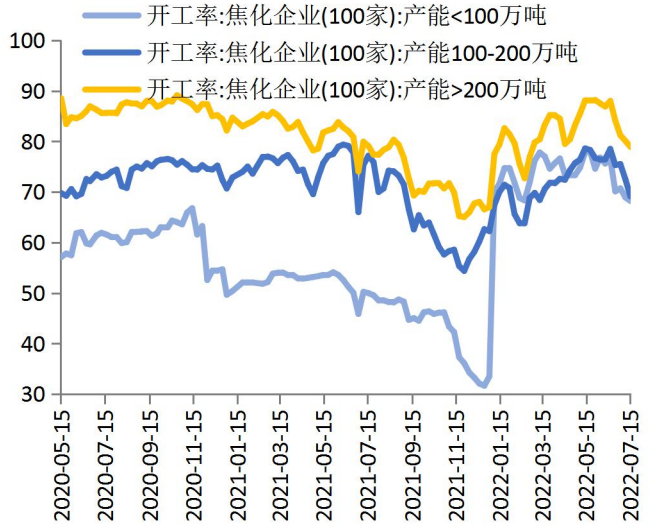
2. 生产：开工率表现不一，建筑活动高频指标继续边际改善

图 33：唐山钢厂高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

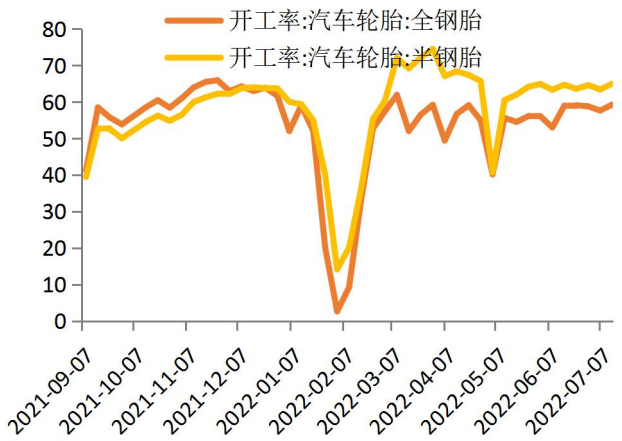
图 34：焦化企业开工率（%）



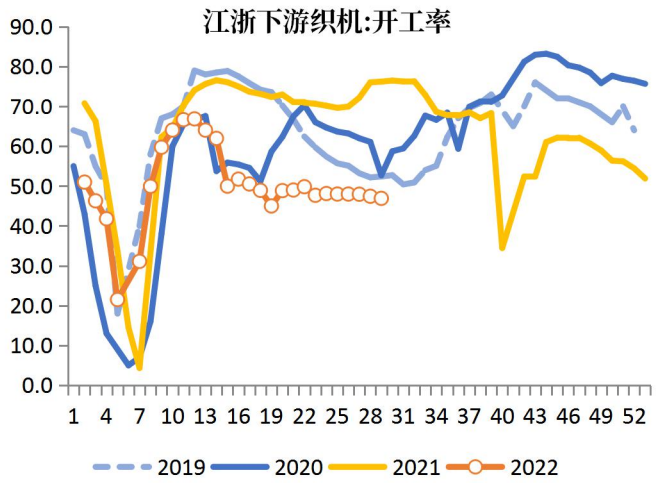
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）

图 36：江浙下游织机开工率（%）

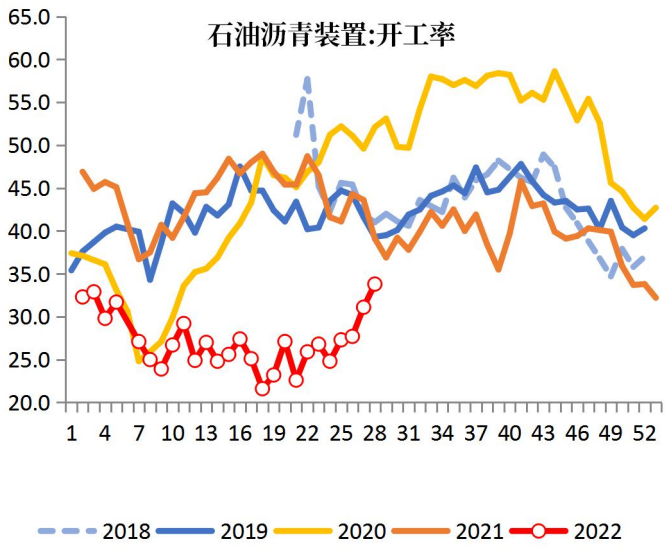


资料来源：Wind，优财研究院



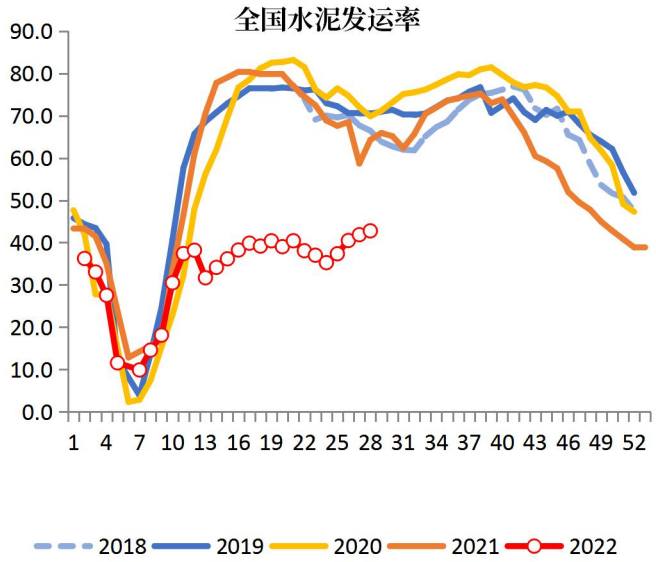
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：石油沥青装置开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：全国水泥发运率（%）

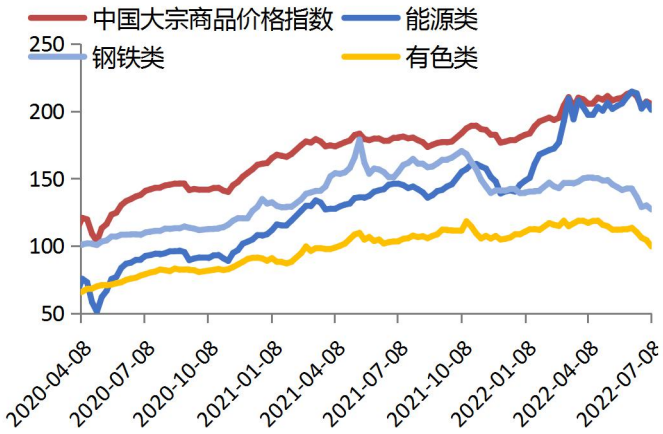


资料来源：Wind，优财研究院

3. 工业品价格：海外经济衰退预期升温，宏观需求偏弱情绪下工业品价格

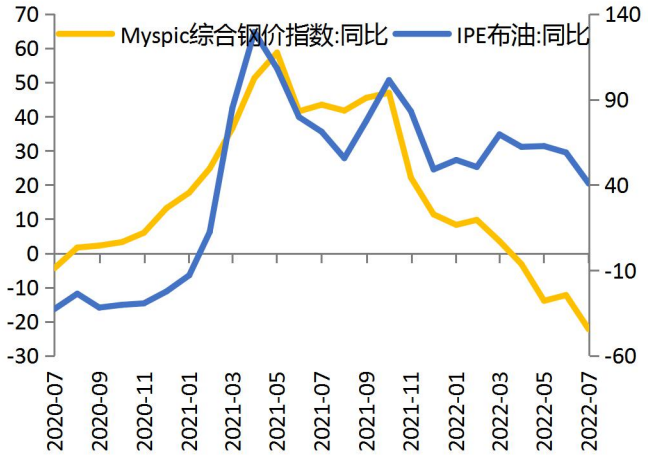
走势持续偏弱

图 39：大宗商品价格指数



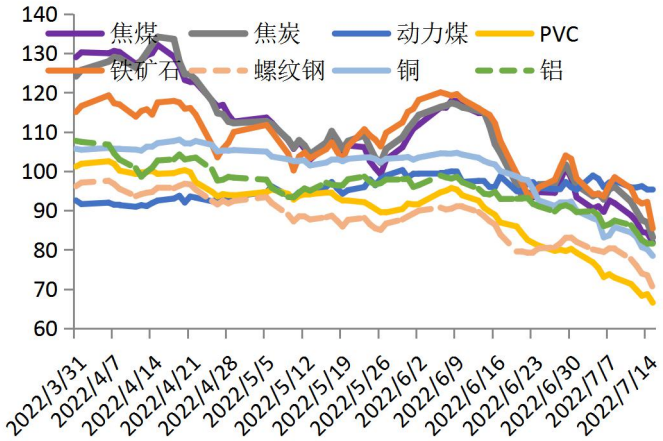
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：钢价指数&布油同比（%）



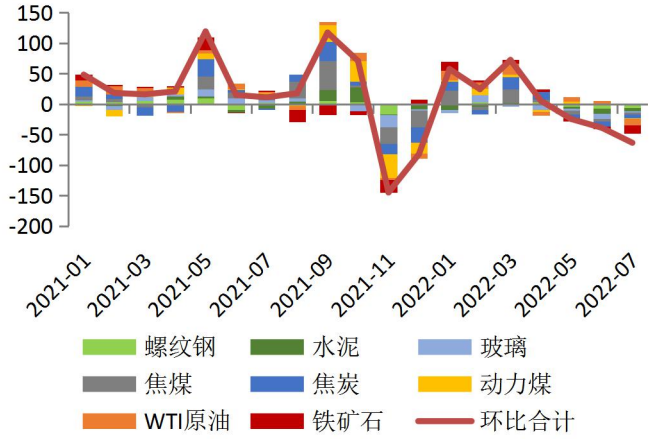
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

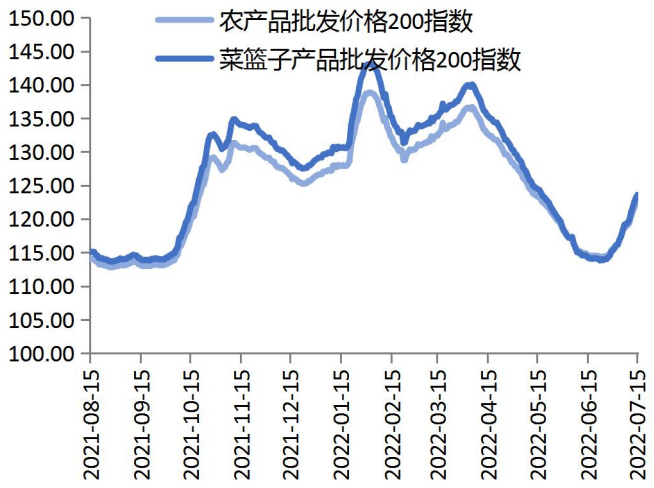
图 42：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

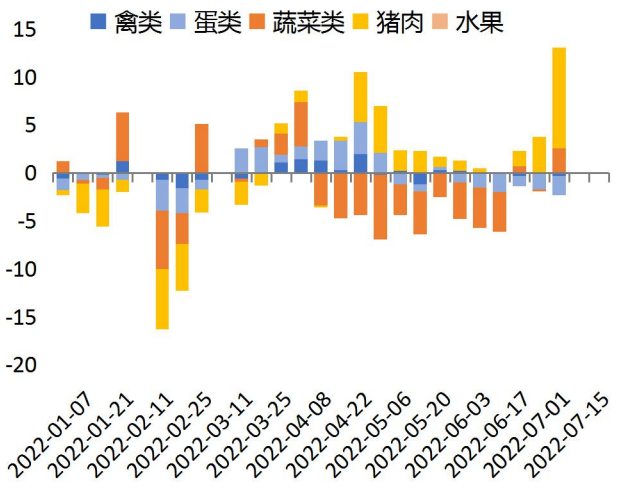
4. 通胀：农产品价格指数季节性上涨，猪肉价格回升加快

图 43：农产品批发价格 200 指数



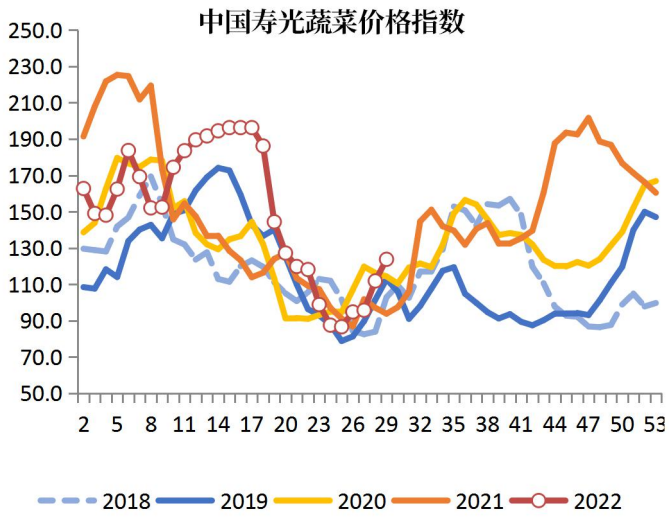
资料来源：Wind，优财研究院

图 44：食用农产品价格指数:周环比（%）



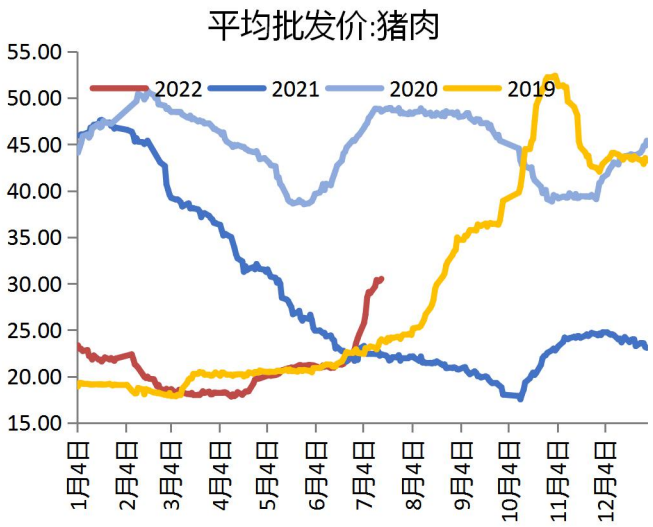
资料来源：Wind，优财研究院

图 45：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 46：猪肉平均批发价（元/千克）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 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、修改或以其他任何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/