经济下行压力加大 国内货币边际转松概率上升

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-23887993
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人：
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607
高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

事件：

8 月 16 日，国家统计局发文称，7 月份，面对外部不确定性加大和国内疫情汛情等多重冲击，但经济增长水平符合预期，就业物价总体平稳，国际收支基本平衡，主要宏观指标处于合理区间，国民经济延续稳定恢复态势。

7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，比 6 月份回落 1.9 个百分点；分三大门类看，采矿业增加值同比增长 0.6%；制造业同比增长 6.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 13.2%。

1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 10.3%，比 1-6 月份回落 2.3 个百分点，两年平均增长 4.3%；7 月份环比增长 0.18%。分领域看，1-7 月份基础设施投资同比增长 4.6%，两年平均增长 0.9%，比 1-6 月份回落 1.5 个百分点；制造业投资同比增长 17.3%，两年平均增长 3.1%，比 1-6 月份加快 1.1 个百分点；房地产开发投资同比增长 12.7%，两年平均增长 8.0%，比 1-6 月份回落 0.2 个百分点。

1-7 月份，社会消费品零售总额同比增长 20.7%，两年平均增长 4.3%。7 月份，按消费类型分，商品零售 31174 亿元，同比增长 7.8%；餐饮收入 3751 亿元，同比增长 14.3%。

点评：

7 月至今新兴市场股指明显承压，美联储 Taper 成为市场焦点。7 月以来美联储 Taper 预期持续上升，并且在 7 月 29 日美联储议息会议上，鲍威尔正式官宣了美联储正在考虑调整购债规模的消息。可以看到在紧缩预期的影响下，新兴市场股指出现明显调整，7 月至今 MSCI 新兴市场、沪深 300 指数分别录得下跌 5.8%、5.1%，而发达市场股指仍偏强，MSCI 美国、欧洲分别录得上涨 3.8%、4.4%。商品快板整体上行，但板块内部也有所分化，7 月至今 Wind 商品指数整体录得上涨，其中油脂油料受极端天气影响领涨整体商品，布油受国内疫情和进出口配额政策影响出现明显调整，有色、化工、煤焦钢矿等板块则录得不同程度上行。

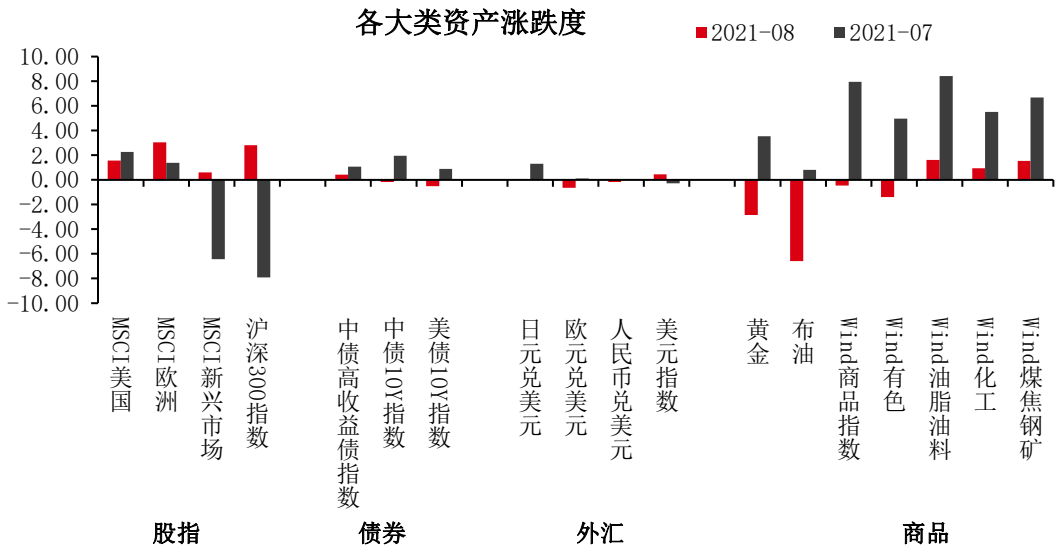
7 月国内经济下行压力进一步加大，内需主导型商品承压。首先从经济数据层面，领先指标社会融资规模存量、金融机构人民币贷款余额 7 月同比分别录得 10.7%、12.3%，延续下行态势，而 7 月制造业 PMI 录得 50.4，也较前值下降 0.5 个百分点。其次，7 月的经济数据整体均出现下行，固定资产投资、社会零售销售以及出口等同比增速均录得下行，仅有固定资产投资中的制造业投资同比增速有所回升，表现亮眼。此外，政府稳增长意愿目前也并未看到回升，一方面是 7 月 26 日政治局会议表示“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形成实物工作量”，释放出积极财政政策至少延后至 4 季度的信号，另一方面，近期政府专项债发行量确实也并未出现放量。最后，住建部和央行表态继续打压地产、国内疫情持续扩散、中美博弈等因素也在影响经济预期和国内终

端需求。整体而言，国内经济下行压力进一步加大不利于内需主导型商品。

国内货币边际转松概率在上升，国内期债、股指有所受益。8 月 16 日，央行开展 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，8 月到期的 7000 亿元 MLF 绝大部分得到续做，尽管并未出现超量续作或下调 MLF 利率，但我们判断国内货币边际转松的概率正在上升。一方是后续市场面临一定资金回笼压力：年内市场将有 3.75 万亿 MLF 资金到期，还将有 4.3 万亿元政府债券净融资；另一方面是经济下行压力持续加大，并且在此前政治局会议上不再提及“利用好稳增长压力较小的窗口期”，后续随着经济下行压力加大，国内货币边际转松的概率正在上升，国内期债、股指有所受益。下半年国内利率料在低位徘徊，下半年 A 股风格料重新转为成长，国内利率的下行对于科技板块、创业板指数以及成长风格股票具有较强支撑。

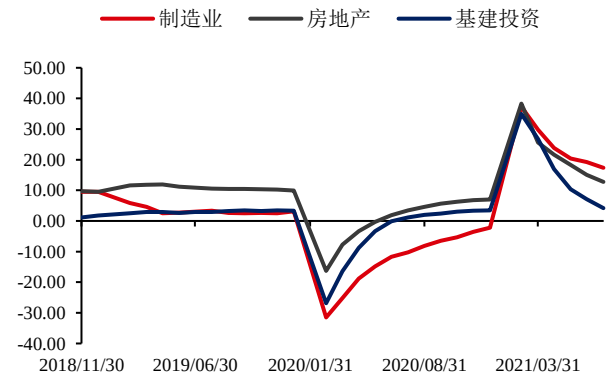
海外市场主要关注美债利率变化。近期美国 7 月份非农就业人数增加 94.3 万人，远超市场预期，对比 2013 年的上轮 Taper 来看，2013 年 5 月 22 日伯南克官宣讨论 Taper 节点下非农就业修复了危机以来 73.5%的缺口，而目前非农已经修复了疫情以来缺口的 74.5%，可以说美国已经基本达成了 Taper 的条件。展望后期，美联储官宣讨论缩债到正式提出时间表的阶段是紧缩预期上升较快的阶段，根据我们对历史的回溯，该阶段是风险资产调整最快的阶段，美元指数反弹将带动资金回流美国，进而冲击新兴市场股指。外需主导型商品目前利好仍延续。随着全球航运运力紧绷，波罗的海干散货指数涨至 2010 年中以来高点，中国、东南亚至北美东海岸等地海运价格持续攀升。并且目前欧美的 Delta 疫情新增有见顶回落的迹象，截止 8 月 13 日美国、法国、德国的每百人疫苗接种剂量分别高达 106.3%、118.17%、116%，疫苗的普及也有利于推动境外经济持续复苏。

图 1：　全球大类资产涨跌幅一览　单位：%



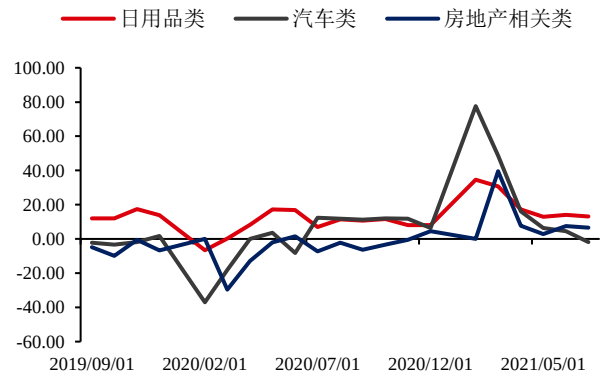
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：　固定资产投资分项累计同比　单位:%



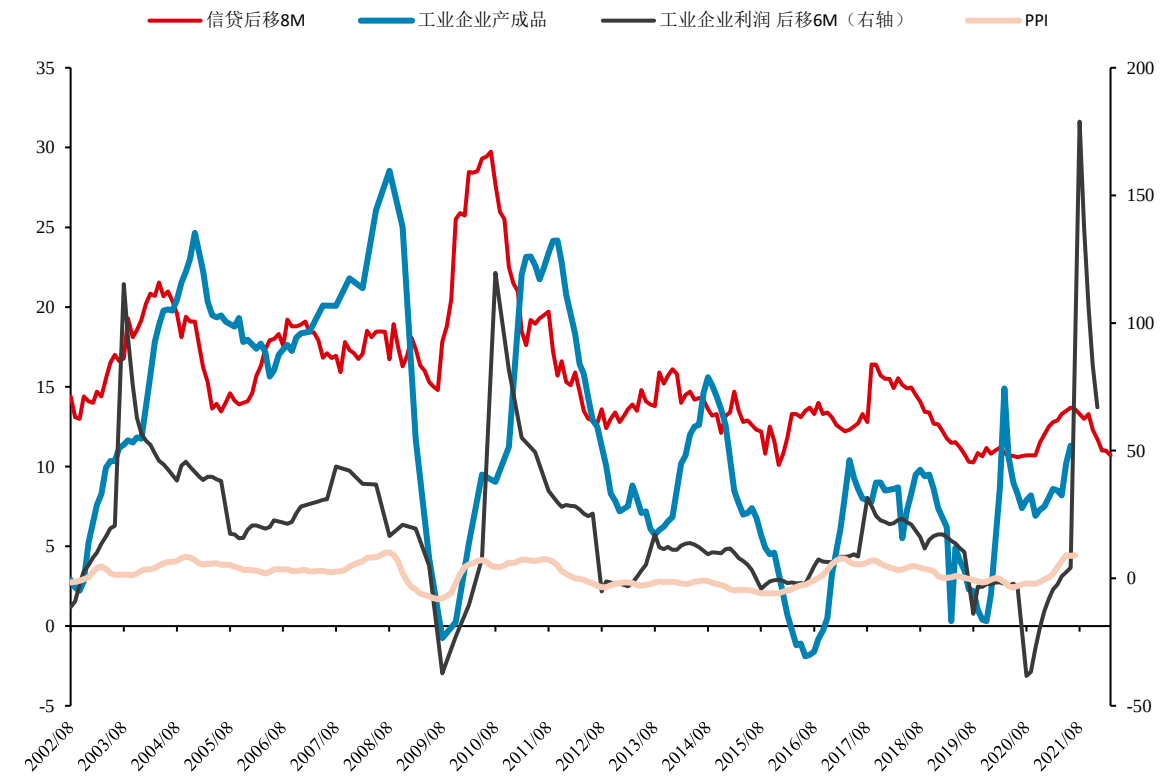
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：　社会零售销售分项累积同比　单位：%



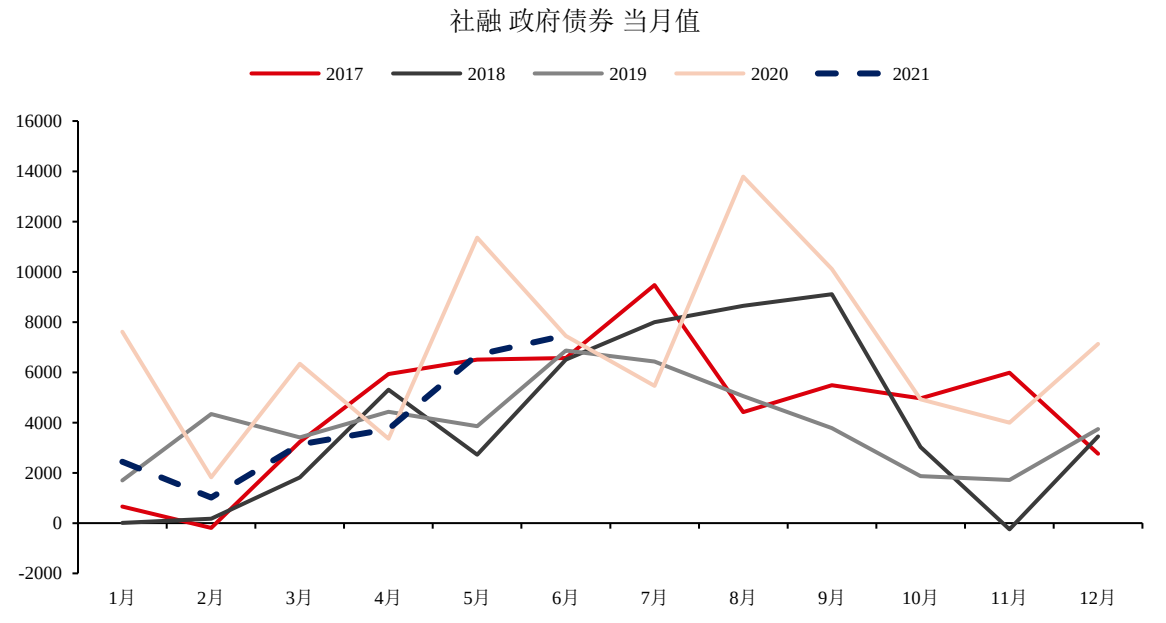
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：　国内库存周期基本见顶　单位：%



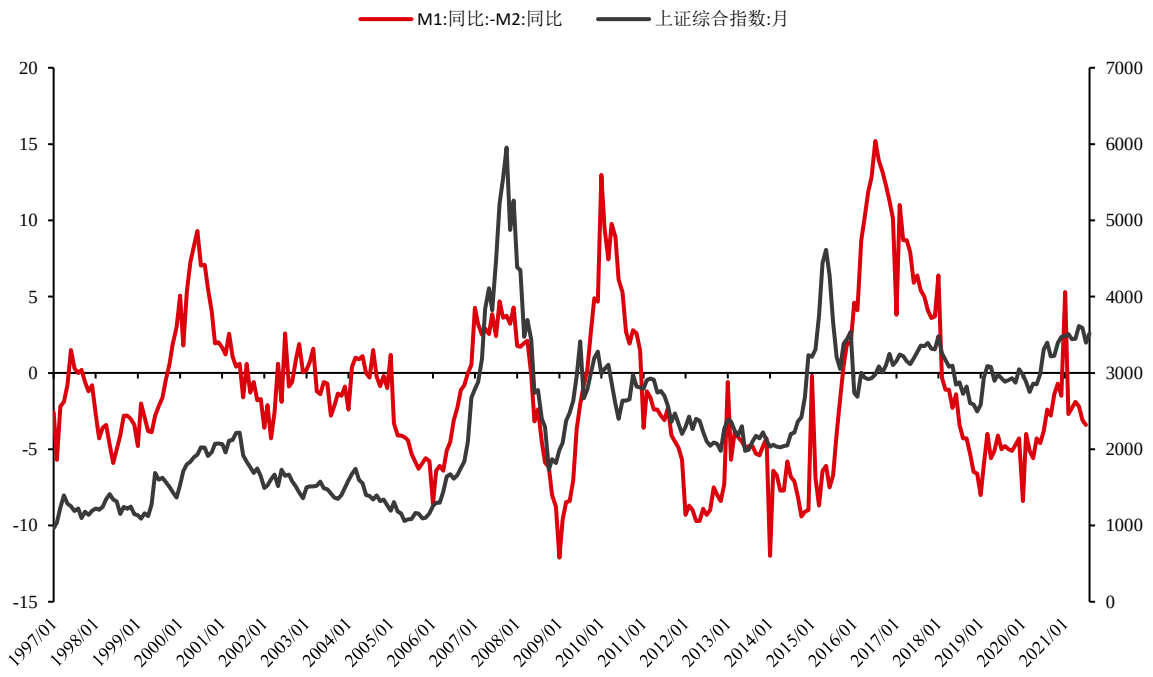
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：　国内专项债发行节奏偏慢　单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：　M1-M2 剪刀差略微领先股指　　单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com