

相关报告

《宏观专题：内外冲击下的有序复苏》

2022-06-27

《宏观专题：流动性影响有限，宽信用力度或增强》 2022-03-11

《宏观专题：稳中求进，稳定宏观经济大盘》

2022-03-06

联系人：马崴琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 基本面复苏前景：企稳势头待确认

整体上二季度经济下滑比较明显，根据GDP现价增速估计，在全年5%左右实际增速（8%名义增速-3%左右平减指数）下，估计三季度需要近7%的GDP实际增速，在没有进一步增量政策的情况下实现难度偏高。

生产端值得关注的是工业增加值由负转正，服务业PMI恢复势头较强，需求端而言，投资内部结构分化较为明显，制造业动能小幅回落，地产投资受损较为显著，基建投资逆势上扬，展现出自主投资需求偏弱，逆周期投资力度加大的显著特征。复苏前景来看，三季度稳增长压力增大。制造业中上游开工受损，地产供给约束显著且需求受疫情等因素扰动，基建投资三季度或集中增长但增量拉动有限。信贷上，政府债净融资额度基本用尽，居民中长贷受地产约束，社融可持续性仍有待观察。

● 财政增量有限，八月资金或延续宽松

政策层面，逆周期调节持续落地，但增量政策较为有限。财政端主要任务集中于既有财政资金的效力落地，货币端，进入7月资金面持续保持宽松，未来预计货币层面的宽松在8月有望持续，核心支撑或包括三个层面：（1）前期充裕的流动性投放导致长期流动性富余（2）三季度初期财政或超季节性投放抹平税期影响（3）基本面复苏不及预期导致货币政策的宽松延续。

货币政策通常在微观结构与宏观背景合适的节点前瞻性退出，当前债市的微观结构与2020年5月同期较为相似，但宏观背景上与2020年5月不同，在增量财政有限的情况下，基本面的企稳势头不强，因此货币政策在8月料将继续保持宽松的节奏。后续货币政策的调整需要核心关注基本面的修复状况，在节点上三季度末与四季度均有MLF集中到期，届时若基本面出现企稳信号，货币政策或许会进行一定调整。

● 债市策略：资金与基本面双逻辑

市场在资金持续宽松的背景下经历一轮牛陡行情，长端走势逐渐纠结，核心交易逻辑开始在“预期转弱”与“实质转弱”之间博弈切换。根据目前二季度复苏情况与7月的复苏弹性来看，在增量政策有限的情况下，基本面的修复仍未明朗，稳增长压力依然较大。我们对三季度整体保持震荡判断，节奏上预估市场在8月份会依然保持震荡偏多的节奏，后续重点关注PMI、社融、地产的修复状况，若低于预期，则可能继续向下突破。三季度是基建集中发力的节点，若基建投资拉动效应较强，三季度末或出现货币的前瞻性调整，继而带动资金利率上扬，届时定价中枢或有调整。

风险提示：疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期

内容目录

1. 基本面复苏前景：企稳势头待确认	4
2. 财政增量有限，八月资金或延续宽松	6
3. 债市策略：资金与基本面双逻辑	7
4. 高频经济数据追踪	8
5. 经济数据追踪	9
5.1. 工业生产	9
5.2. 消费、投资、净出口	10
5.2.1. 消费端表现	10
5.2.2. 投资端表现	10
5.2.3. 外贸端表现	11
5.3. 通货膨胀	12
5.3.1. 居民消费品价格指数（CPI）	12
5.3.2. 工业生产者价格指数（PPI）	12
5.4. 货币信贷	13
6. 流动性跟踪与债市回顾	14
6.1. 公开市场操作	14
6.2. 财政投放与政府债发行	14
6.1. 资金与现券追踪	15
7. 风险提示	16

图表目录

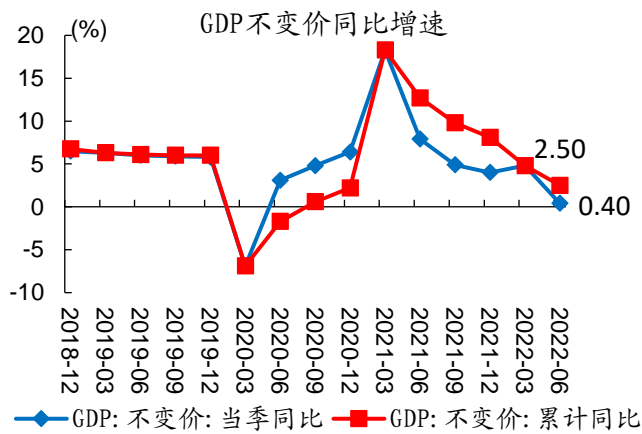
图 1: GDP 不变同比增速	4
图 2: 2022 年一二季度细分行业对 GDP 拉动	4
图 3: 投资消费出口三项合计对 GDP 当季增速拟合	4
图 4: 5%实际目标要求下 GDP 当季增速预测	4
图 5: 高频细分项目的环比赋权变动	5
图 6: 房地产投资资金来源分项同比增速	5
图 7: 70 大中城市商品住宅价格指数同比增速	5
图 8: 基建 PPP 项目累计入库数据与同比增速	6
图 9: 财政相关基建支出与基建投资的关系	6
图 10: 2016 年以来银行间存量杠杆增速与资金利率水平	7
图 11: 2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动	8
图 12: 2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值	8
图 13: 近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	8
图 14: 近期宏观景气指数累计值与周内环比变动	8
图 15: 制造业采购经理人指数走势	9
图 16: 制造业 PMI 需求分项指数	9
图 17: 制造业 PMI 生产指数与库存周期	9
图 18: 制造业 PMI 价格分项指数	9
图 19: 规模以上工业增加值增速	9
图 20: 工业增加值细分项目增速	9
图 21: 社会零售品消费总额当月同比增速	10
图 22: 社零商品与餐饮分项当月同比增速	10
图 23: 固定资产投资累计同比与环比增速	10

图 24: 三大固定资产投资分项累计同比增速.....	10
图 25: 三大基建投资分项累计同比增速.....	10
图 26: 基建项目入库数同比增速.....	10
图 27: 70 个大中城市商品住宅价格增速.....	11
图 28: 30 大中城市商品房成交面积增速.....	11
图 29: 进出口金额当月同比增速.....	11
图 30: PMI 新出口订单与出口金额增速.....	11
图 31: 出口同比增长细分项目贡献率.....	11
图 32: 居民消费者价格指数同环比增速.....	12
图 33: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素.....	12
图 34: CPI 分项对当月同比增速的拉动.....	12
图 35: CPI 各分项成分占比逐月测算.....	12
图 36: 工业生产者出厂价格指数同比增速.....	12
图 37: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素.....	12
图 38: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势.....	13
图 39: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数.....	13
图 40: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差.....	13
图 41: 社融分项对当月同比增速贡献率变化.....	13
图 42: 1 年期国股银票转贴现利率.....	13
图 43: 票据融资占新增人民币贷款比重.....	13
图 44: 近 1 个月央行公开市场日度操作.....	14
图 45: 近期 MLF 月度操作.....	14
图 46: 粗估财政存款增加与减少 (公共财政+政府基金).....	14
图 47: 近六年财政存款月度变动规律.....	14
图 48: 国债月度发行、到期与净融资额度.....	14
图 49: 地方债月度发行、到期与净融资额度.....	14
图 50: 银行间质押式隔夜回购利率.....	15
图 51: 银行间质押式 7 日回购利率.....	15
图 52: 银行间市场资金期限利差.....	15
图 53: 银行间市场流动性分层跟踪.....	15
图 54: 1 年期国债与同业存单收益率.....	15
图 55: 上周中债估值 10Y 国债收益率曲线变动.....	15
图 56: 中美 10 年期国债收益率与利差变化.....	16
图 57: 10Y 国开债-国债隐含税率.....	16
图 58: 中长期纯债基金久期.....	16

1. 基本面复苏前景：企稳势头待确认

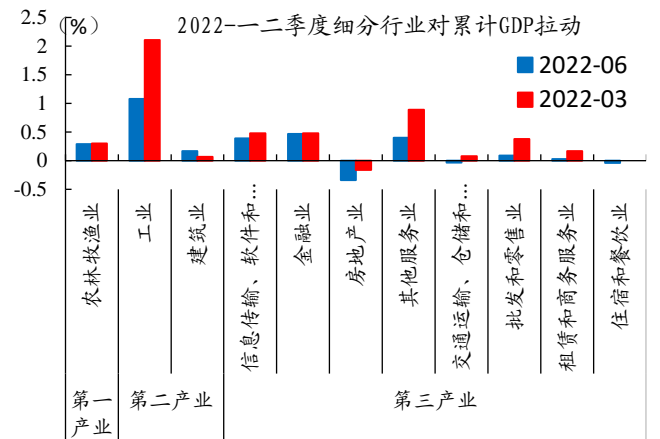
上半年，我国 GDP 为 562642 亿元，按不变价格计算，同比增长 2.5%；二季度，我国 GDP 为 292464 亿元，按不变价格计算，同比增长 0.4%，较一季度同比增速显著下滑 4.4%。细分项目上，工业二季度累计拉动 GDP 1.08%，依然为主要 GDP 拉动项目，但拉动率较一季度显著下降；房地产业二季度累计负向拉动 GDP 0.34%，为经济复苏主要拖累项；交运物流业累计负向拉动，反应供应链受损明显。

图 1：GDP 不变同比增速



资料来源：Wind，中原证券

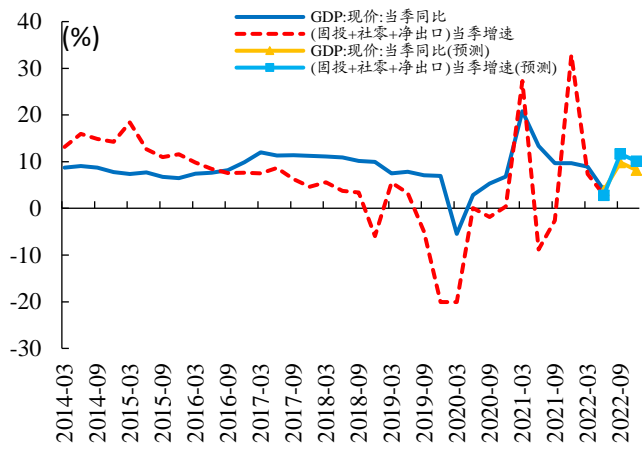
图 2：2022 年一二季度细分行业对 GDP 拉动



资料来源：Wind，中原证券

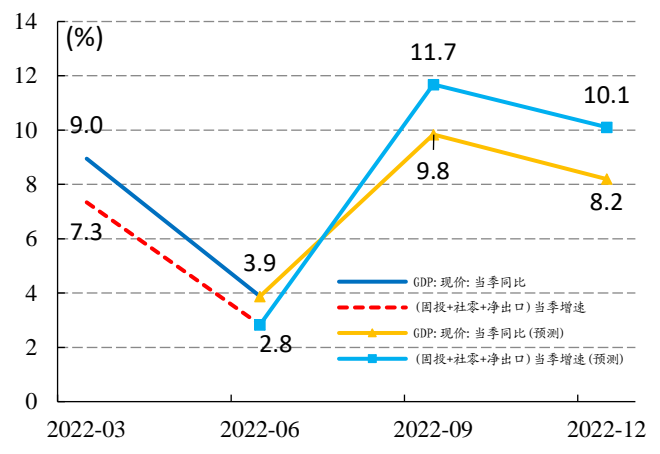
整体上二季度经济下滑比较明显，根据 GDP 现价增速估计，在全年 5% 左右实际增速（8% 名义增速 -3% 左右平减指数）下，估计三季度需要近 7% 的 GDP 实际增速，在没有进一步增量政策的情况下实现难度偏高。

图 3：投资消费出口三项合计对 GDP 当季增速拟合



资料来源：Wind，中原证券

图 4：5% 实际目标要求下 GDP 当季增速预测



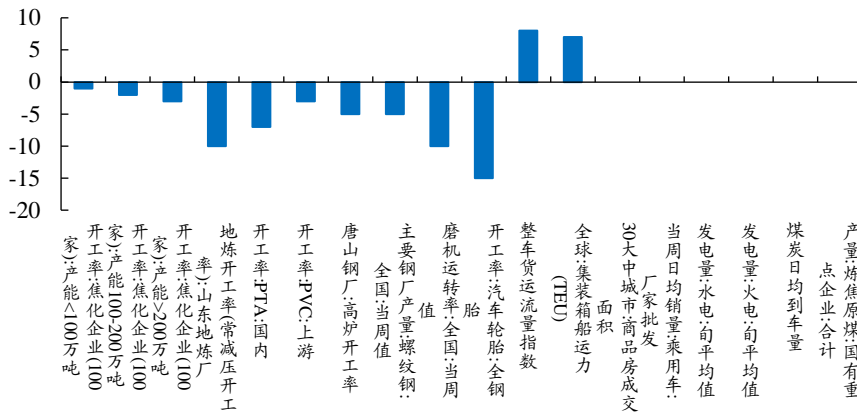
资料来源：Wind，中原证券

生产端值得关注的是工业增加值由负转正，6 月同比增长 3.9%，制造业 PMI 重回临界点以上，6 月录得 50.2%，较前值显著增长 0.6%。但整体上，或由于 6 月疫情波动尚未完全平复，产业链供应链堵点尚未完全打通，生产修复略低于市场预期。服务业 PMI 恢复势头较强，6 月录得 54.7%，较前值大幅上升 6.9%，表明服务业需求释放明显，企业恢复信心较强。

需求端而言，6月固定资产投资数据同比增长6.1%，较前值小幅下滑0.1%。投资内部结构分化较为明显，制造业动能小幅回落，地产投资受损较为显著，基建投资逆势上扬，展现出自主投资需求偏弱，逆周期投资力度加大的显著特征。

制造业投资方面，6月制造业同比增长10.4%，较前值下滑0.2%，复苏动能小幅下降。从高频数据来看7月份以来，制造业供应链小幅修复表现为全球集装箱运力与国内整车货运流量上升较为明显，但生产约束显著增加，焦化、钢铁、汽车等中上游产业链开工率环比下行。

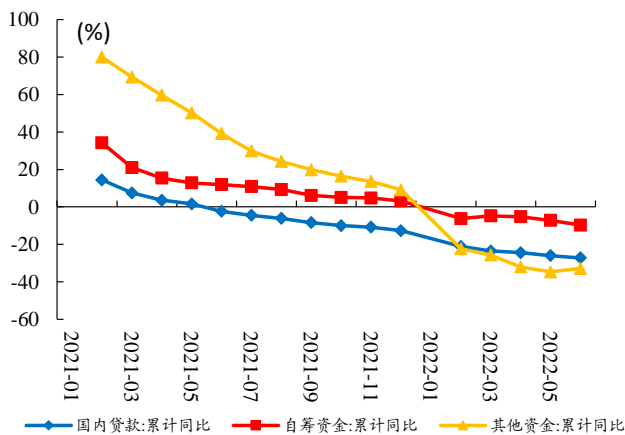
图5：高频细分项目的环比赋权变动



资料来源：Wind，中原证券

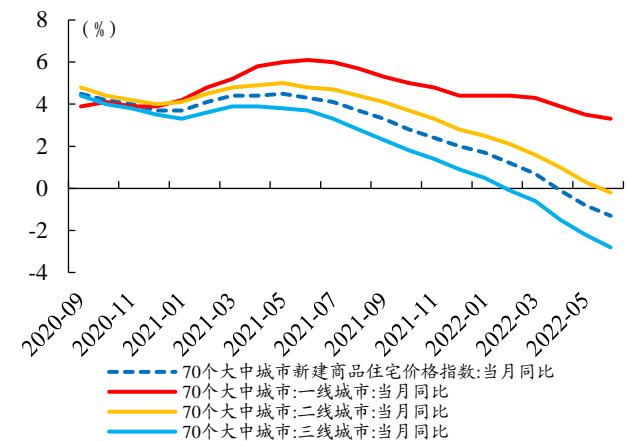
地产投资同比增长-5.4%，负增幅度较前值进一步加大1.4%，“三道红线”政策出台以来，地产供给端企业融资能力受到显著约束，表现为地产资金来源中的“其他资金”（主要以预售回款为主）增速显著下滑，加之疫情因素对于地产需求的扰动，地产恢复弹性明显下滑

图6：房地产投资资金来源分项同比增速



资料来源：Wind，中原证券

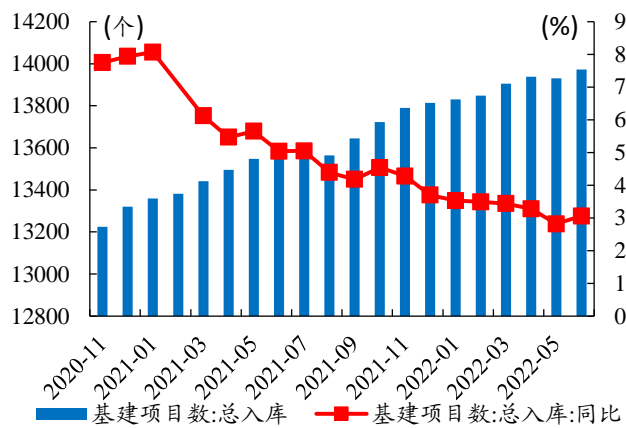
图7：70大中城市商品住宅价格指数同比增速



资料来源：Wind，中原证券

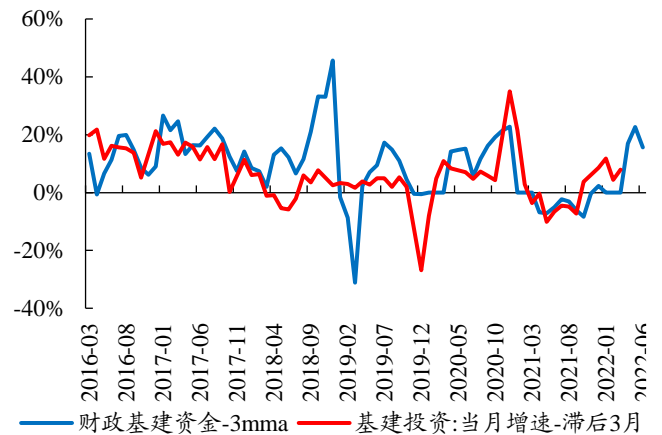
基建投资则展现出较强的政策调节力度，统计数据显示，6月基建PPP项目的入库数与落地率均有增长，同时二季度地方政府债融资大幅增长，根据财政支出节奏估算，基建资金形成投资需三个月左右时滞，因此三季度或许是基建的集中增长期。

图 8：基建 PPP 项目累计入库数据与同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 9：财政相关基建支出与基建投资的关系



资料来源：Wind，中原证券

金融数据上，6 月社融总量同比增长 10.8%，较前值上升 0.3%，主要由人民币贷款与政府债融资的显著增长拉动。贷款结构上企业中长贷修复较好，或展现出制造业领域较好的复苏动能，但居民中长贷依然同比负增，与当前地产表现一致，票据融资占比显著减少，银行以票冲贷行为下降，或与央行 MPA 要求有关。整体上，社融总量与结构双修复，但可持续性明显存疑，一方面政府债净融资额度几近完成，后续财政增量政策仍需关注，另一方面地产修复状况明显不及预期，当下地产供给政策或仍不足量，地产端后续的修复弹性仍需关注。

整体上，二季度复苏状况不及预期且展现出的复苏弹性有限，复苏前景来看，三季度稳增长压力增大。制造业中上游开工受损，地产供给约束显著且需求受疫情等因素扰动，基建投资三季度或集中增长但增量拉动有限。信贷上，政府债净融资额度基本用尽，居民中长贷受地产约束，社融可持续性仍有待观察。政策层面，财政政策增量有限，货币政策短期或保持宽松。

2. 财政增量有限，八月资金或延续宽松

政策层面，逆周期调节持续落地，但增量政策较为有限。李克强在世界经济论坛上表示“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。稳增长一揽子政策措施还有相当大发挥效能的空间”。

财政端主要任务集中于既有财政资金的效力落地，增量政策或有限。王一鸣在财富管理论坛上释放了一定信号“宏观政策既要有力有效，也不能透支未来，加重后期的债务负担，更不能回归债务驱动的传统增长模式”。

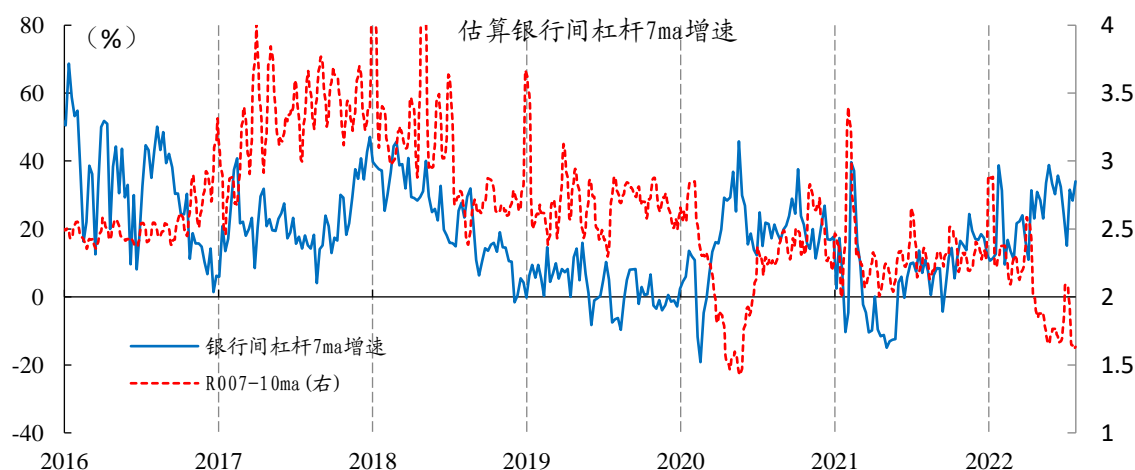
货币端，进入 7 月资金面持续保持宽松，隔夜利率一度突破 1%，在 30 亿公开市场操作后，资金利率出现波动，但市场对货币政策转向的预期随着资金的持续充裕消解。未来预计货币层面的宽松在 8 月有望持续，核心支撑或包括三个层面：（1）前期充裕的流动性投放导致长期流动性富余（2）三季度初期财政或超季节性投放抹平税期影响（3）基本面复苏不及预期导致货币政策的宽松延续。

关于流动性变盘的节点，货币政策通常在微观结构与宏观背景合适的节点前瞻性退出，

2020年5月货币政策在资金利率持续偏离政策利率以及PMI具有企稳势头的背景下前瞻性退出，通过一个月左右时间回笼富余流动性，使得资金利率回归中性。

当前债市的微观结构与2020年5月同期较为相似，均有显著偏离政策利率的价格水平与较高的市场杠杆水平，但宏观背景上与2020年5月不同，在增量财政有限的情况下，基本面的企稳势头不强，因此货币政策在8月料将继续保持宽松的节奏。后续货币政策的调整需要核心关注基本面的修复状况，在节点上三季度末与四季度均有MLF集中到期，届时若基本面出现企稳信号，货币政策或许会进行一定调整。

图 10：2016 年以来银行间存量杠杆增速与资金利率水平



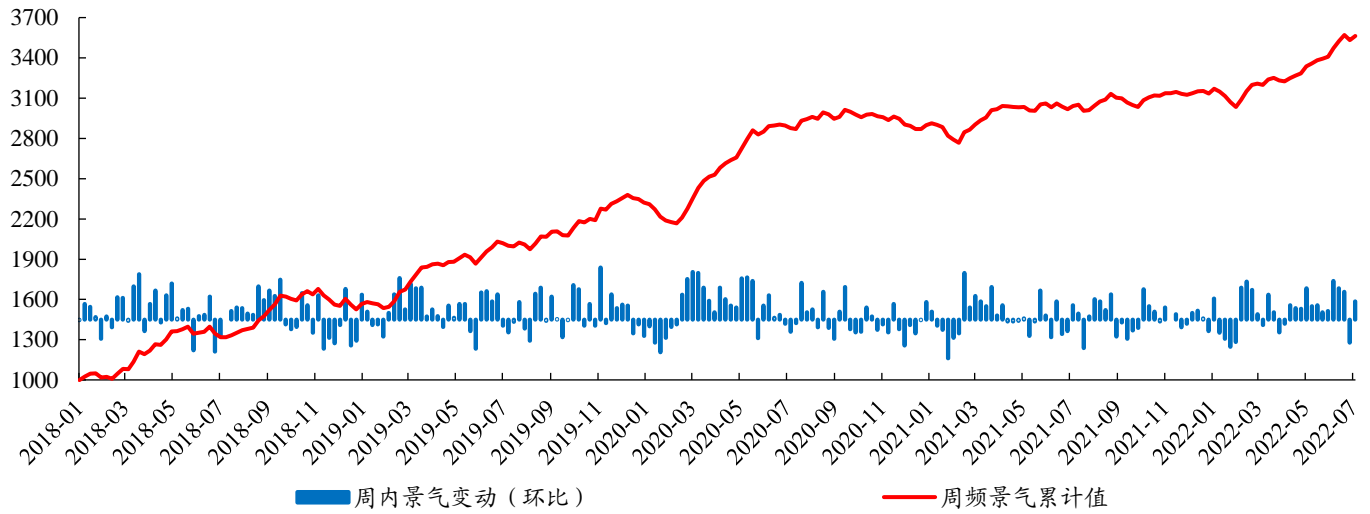
资料来源：Wind，中原证券

3. 债市策略：资金与基本面双逻辑

市场在资金持续宽松的背景下经历一轮牛陡行情，长端走势逐渐纠结，核心交易逻辑开始在“预期转弱”与“实质转弱”之间博弈切换。根据目前二季度复苏情况与7月的复苏弹性来看，在增量政策有限的情况下，基本面的修复仍未明朗，稳增长压力依然较大。我们对三季度整体保持震荡判断，节奏上预估市场在8月份会依然保持震荡偏多的节奏，后续重点关注PMI、社融、地产的修复状况，若低于预期，则可能继续向下突破。三季度是基建集中发力的节点，若基建投资拉动效应较强，三季度末或出现货币的前瞻性调整，继而带动资金利率上扬，届时定价中枢或有调整。

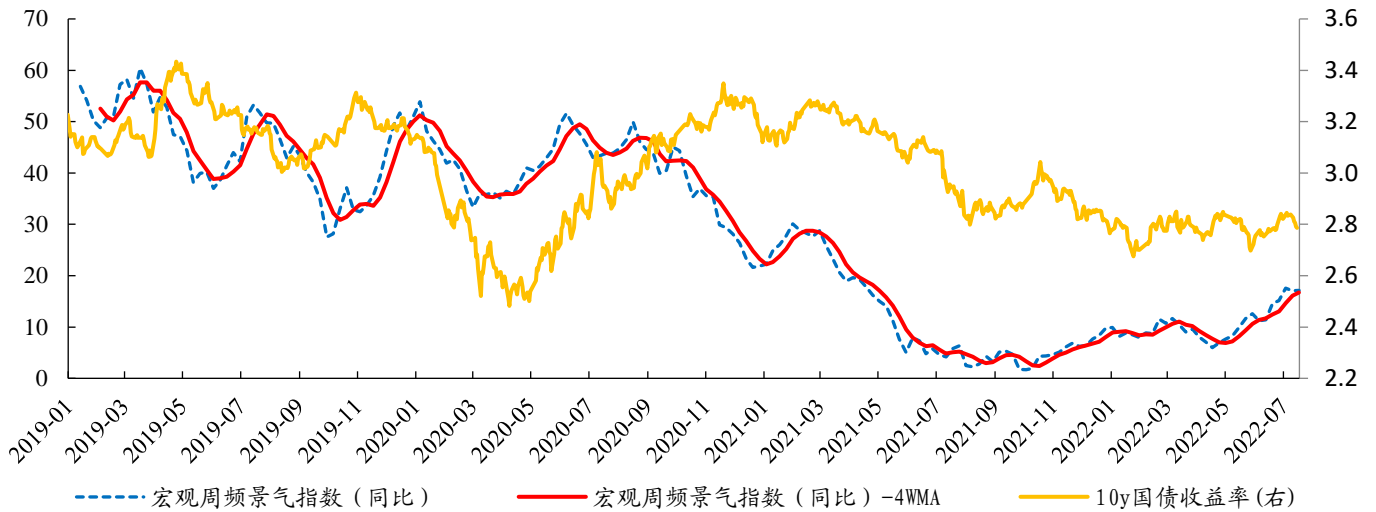
4. 高频经济数据追踪

图 11：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动



资料来源：Wind，中原证券

图 12：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值



资料来源：Wind，中原证券

图 13：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值

图 14：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44410

