



2022年7月15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



经济探底回升的动能和隐忧

内容提要

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。

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

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

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%；其中制造业投资累计同比 10.4%（5 月为 10.6%），基建(含电力)投资累计同比 9.3%（5 月为 8.2%），房地产投资累计同比-5.4%（5 月-4.0%）；
- 5) 中国 6 月全国城镇调查失业率 5.5%（5 月为 5.9%），其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 19.3%、4.5%（5 月分别为 18.4%、5.1%）。

二、二季度经济探底，地产仍是风险

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

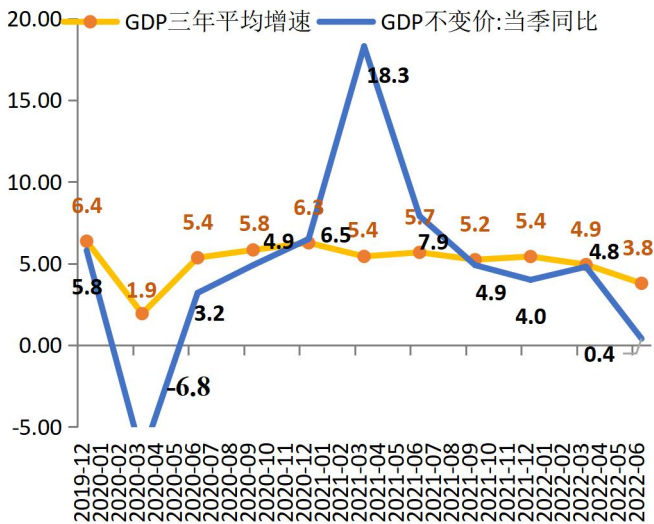
CPI 上行，内外平衡压力加大下结构性政策或是重心，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息概率较低，但房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

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		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	当月同比% (2021为 两年平均)	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		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	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		

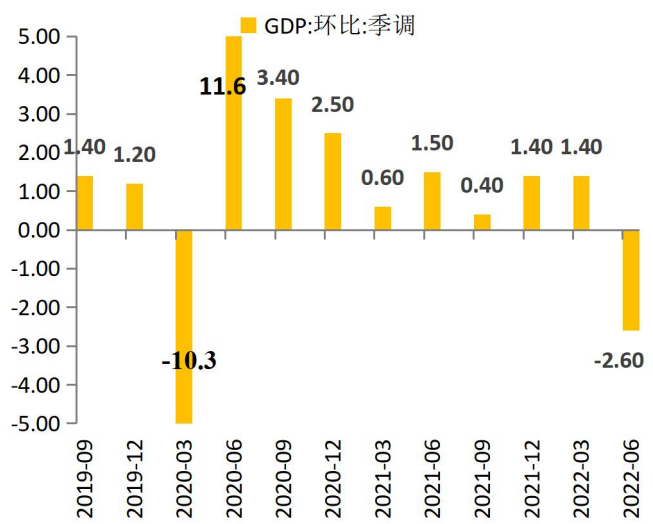
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：二季度 GDP 探底 (%)



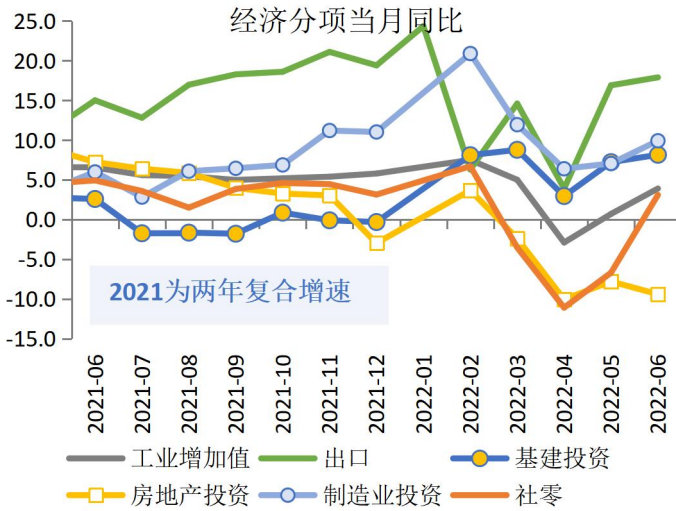
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：经济环比快速回落 (%)



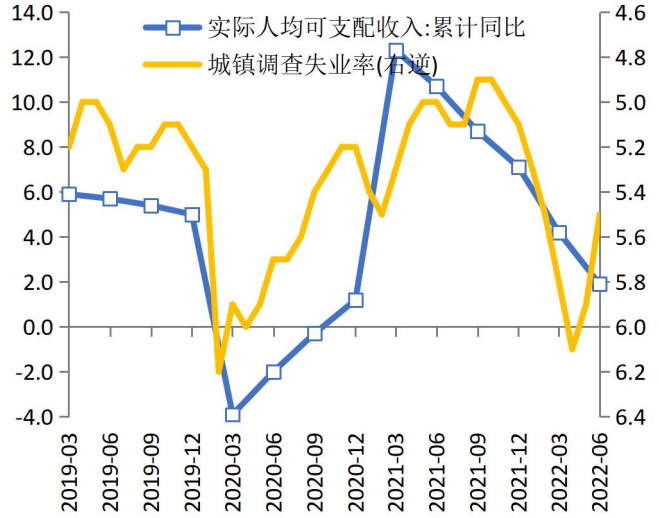
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：除地产外 6 月经济数据边际继续改善（%）



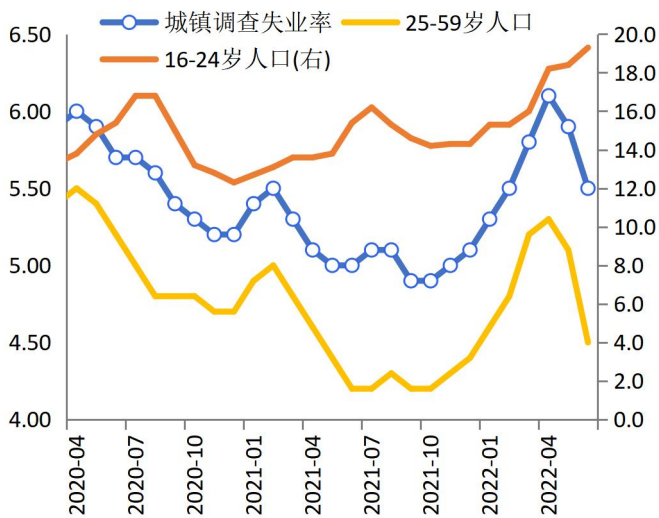
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民可支配收入压力持续加大（%）



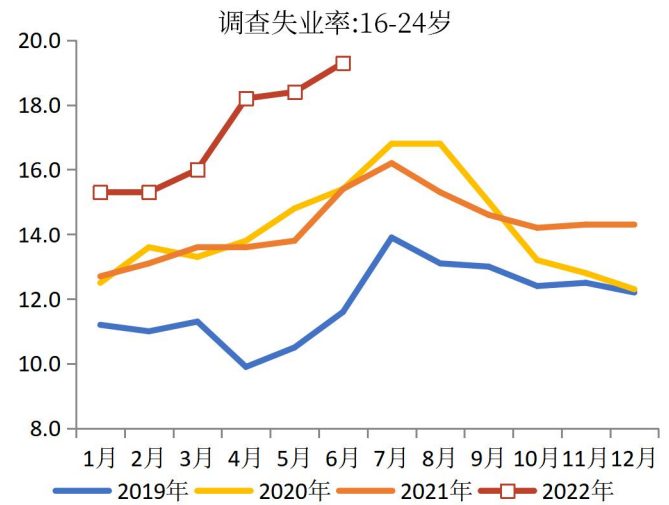
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：就业压力边际缓解（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率继续走高（%）



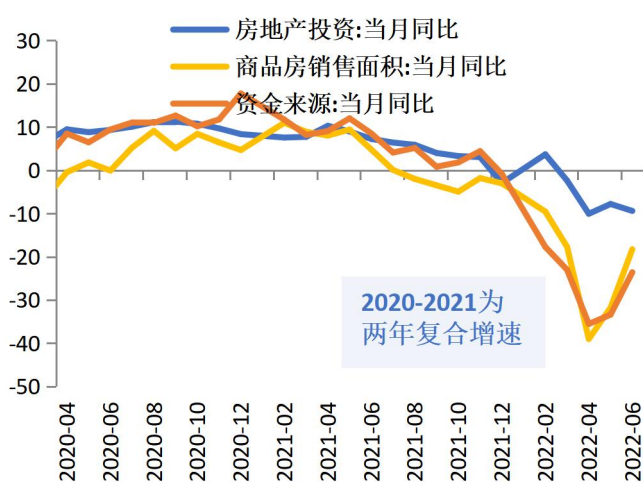
资料来源：Wind，优财研究院

1. 房地产投资底仍难探明

房地产投资仍在探底，6月降幅再度扩大，与经济短期小复苏下其他分项继续边际改善形成背离。房贷利率下调以及疫情收敛下积压购房需求短期回补、叠加个别城市安置房集中网签，6月商品房销售降幅有明显收窄，支撑资金来源降幅也同步减小。但一方面，自筹资金降幅继续扩大显示房企预期偏弱下或意在主动收缩资产负债表，6月新开工、施工、竣工降幅均持续扩大，房企建筑活动仍在放缓；另一方面，7月房地产高频销售快速回落，显示居民加杠杆意愿仍然偏弱。

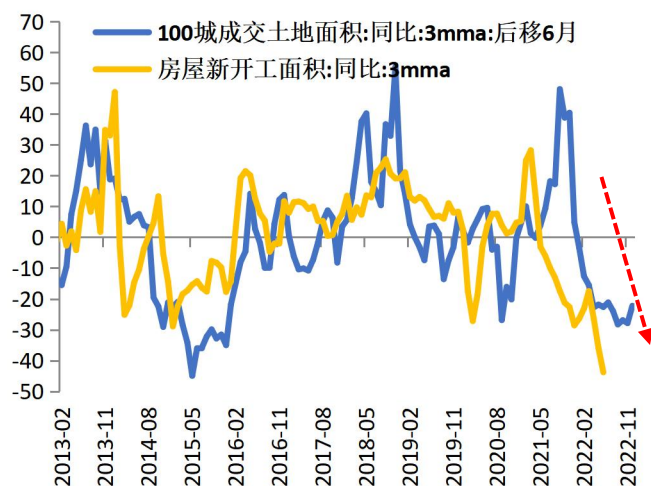
房地产当前的主要矛盾仍是在“房住不炒”和“三道红线”的房地产政策大框架下，居民和房企预期偏弱的格局难以打破，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力。近期地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产销售再度面临下行压力，房地产投资底仍难探明。下半年地产政策仍需加力，除如调降5年期LPR利率等需求侧政策放松外，房企融资环境的改善、以及政府协力政策保交房稳定市场信心，也或是重要方向。

图 6：地产投资链条底部小幅回升（%）



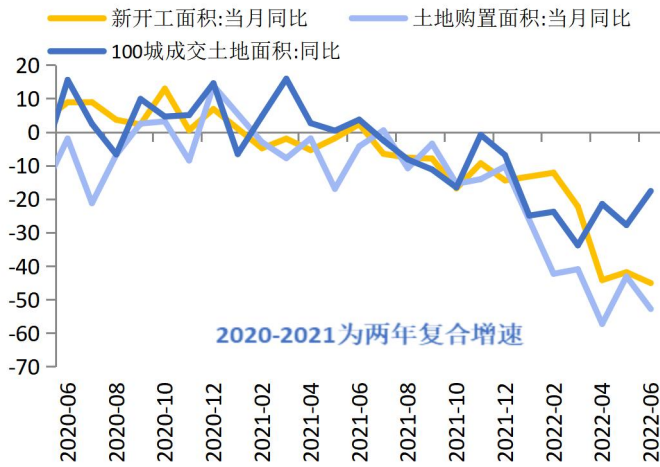
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：土地成交仍在走弱（%）



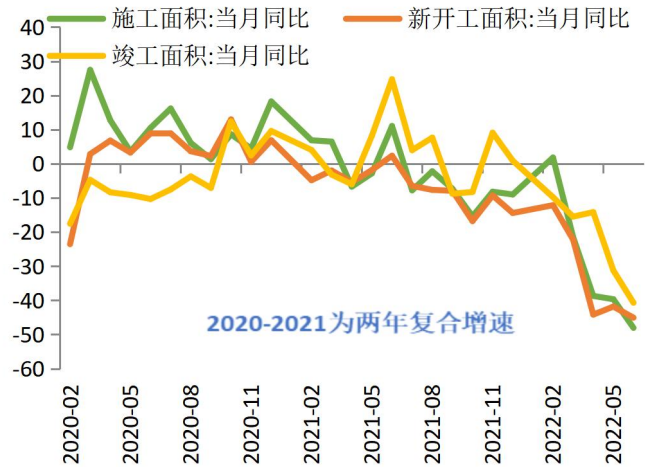
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：前瞻指标仍未见明显改善（%）



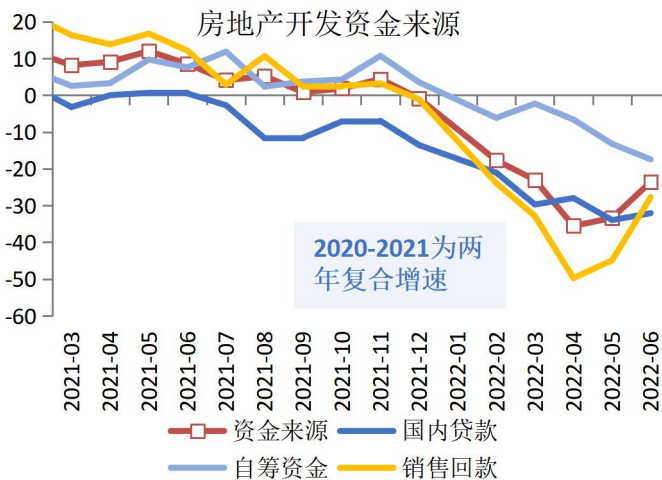
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：存量施工仍在回落（%）



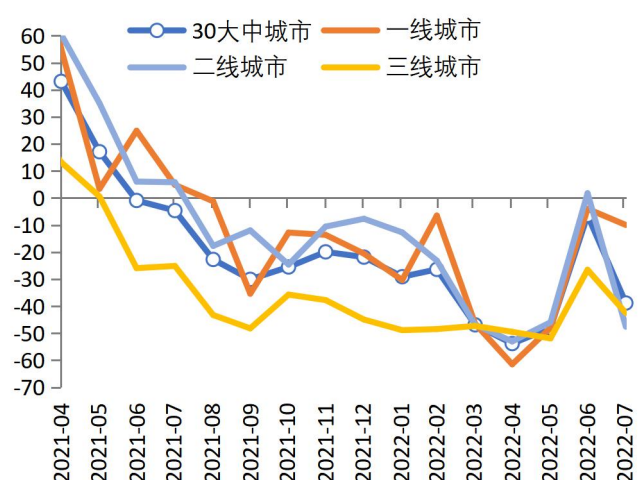
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：房企融资环境依然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：受疫情影响略小的三线城市降幅扩大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

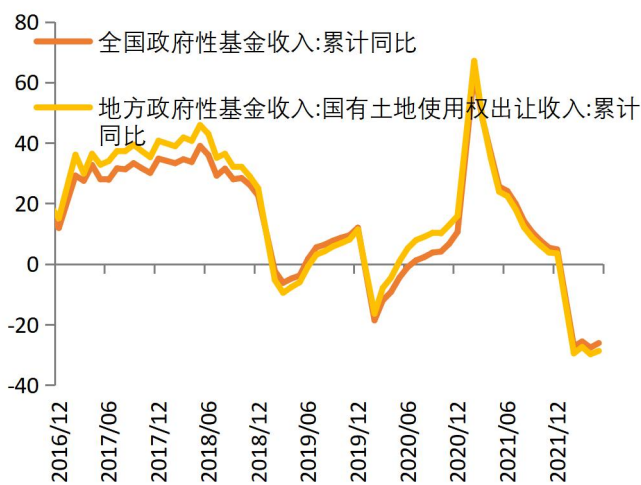
2. 基建投资仍在提速，后续财政增量是关键

6月基建投资增速继续加快，同时受到政策“全面加强基础设施建设”、专项债发行加快、以及政策行信贷加力的支撑，在6月底基本发行完毕的要求下当月地方专项债发行近1.4万亿，同比多增约1万亿，创历史新高。其次，疫情收敛下实物工作量赶工，

基建产业链需求边际好转，水泥发运率和沥青开工率降幅均有明显收窄。

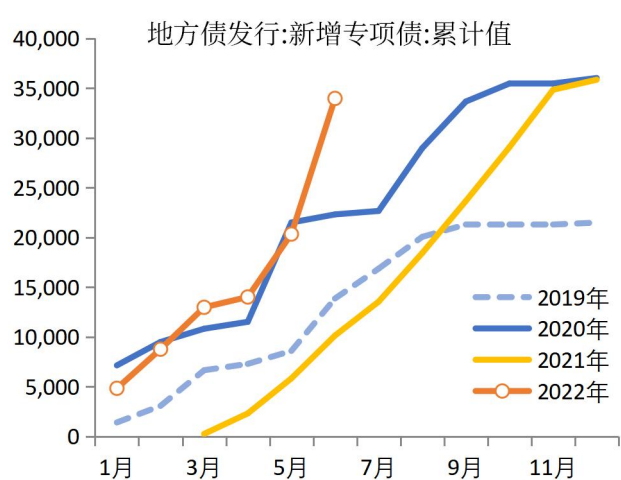
往后看，基建投资三季度仍有望保持较高增速，短期已发行专项债仍处于使用高峰期，同时政策性信贷发力接力以及 3000 亿元资本金也对资金端形成支撑。但财政缺口和地方债发行断档或是下半年基建投资回升的拖累，广义和狭义财政压力加大下，基建投资大概率前高后低，未来财政增量是关键，提高赤字率、提前发行下一年度专项债、加大政策行信贷额度、发行特别国债或是可能路径。

图 12：土地财政压力仍然显著（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：年内专项债基本发行完毕（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 消费边际改善但后续仍有约束

6 月消费改善好于预期，疫情收敛支撑消费底部回升，汽车消费回升较快是亮点，当月同比增速由负转正，受到政策刺激和积压需求释放的提振。同时，在疫情收敛效应下，化妆品、金银珠宝等可选消费、以及服装及在外餐饮为代表的社交经济，均有明显提速，场景约束的解除是主因，但地产后周期消费仍在持续下滑。

但往后看，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，消费修复的天花板效应或低于 20 年。居民部门收入预期走弱、预防性储蓄攀升仍约束消费端的修复斜率。后续消费回升的幅度仍取决于稳增长的力度，短期消费刺激政策或有望出台，必选消费或仍优于可选消费。一方面，本轮疫情的防控难度和防疫程度高于 2020 年，长尾效应下

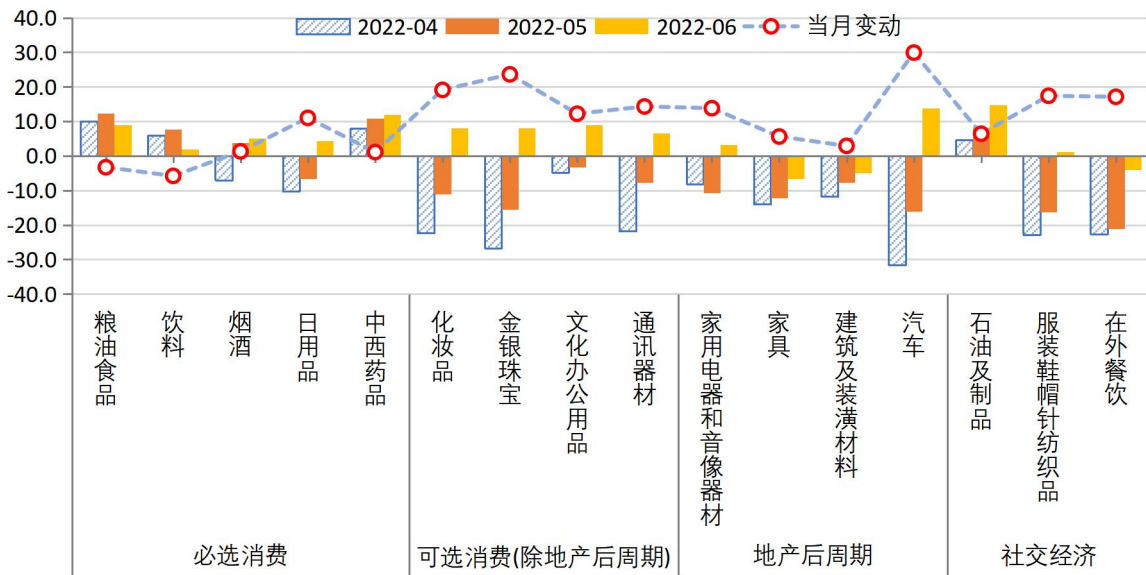
消费场景约束和居民半径影响更大，因此消费修复的天花板效应更低。另一方面，疫情高发的不确定性下居民就业与收入预期不稳，预防性储蓄攀升，同时人均可支配收入的下降以及收入分配结构的变化压低社会消费倾向，消费支出的意愿和能力也受到压制。

图 14：消费分项当月同比 (%)

	必选消费					可选消费(除地产后周期)				地产后周期				社交经济		
	粮油食品	饮料	烟酒	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	文化办公用品	通讯器材	家用电器和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽针纺织品	在外餐饮
2022-06	9.0	1.9	5.1	4.3	11.9	8.1	8.1	8.9	6.6	3.2	-6.6	-4.9	13.9	14.7	1.2	-
2022-05	12.3	7.7	3.8	-6.7	10.8	-11.0	-15.5	-3.3	-7.7	-10.6	-12.2	-7.8	-16.0	8.3	-16.2	-2
2022-04	10.0	6.0	-7.0	-10.2	7.9	-22.3	-26.7	-4.8	-21.8	-8.1	-14.0	-11.7	-31.6	4.7	-22.8	-2
2022-03	12.5	12.6	7.2	-0.8	11.9	-6.3	-17.9	9.8	3.1	-4.3	-8.8	0.4	-7.5	10.5	-12.7	-1
2022-02	7.9	11.4	13.6	10.7	7.5	7.0	19.5	11.1	4.8	12.7	-6.0	6.2	3.9	25.6	4.8	3
2021-12	9.7	14.8	13.7	13.3	10.7	5.7	5.5	8.5	10.2	2.2	-1.4	10.2	-0.7	5.9	0.7	-
2021-11	11.2	18.5	12.3	8.3	11.0	19.6	14.9	14.6	20.0	5.8	1.9	10.5	0.9	5.9	2.0	-
2021-10	9.3	12.8	14.7	7.5	8.2	12.6	14.6	11.6	20.7	6.0	1.8	8.0	-0.4	7.3	4.2	-
2021-09	8.5	15.9	16.8	5.5	9.1	8.7	16.5	17.3	8.2	3.0	1.4	6.7	-1.0	1.7	1.5	-
2021-08	6.8	12.3	8.6	5.4	8.2	9.1	11.3	14.8	3.2	-0.5	1.1	5.0	1.7	-1.7	-1.0	-
2021-07	9.1	15.6	9.9	10.0	6.9	6.0	10.8	7.4	5.6	2.9	3.3	4.3	5.0	2.8	2.4	-
2021-06	13.0	24.1	15.7	15.4	9.1	16.9	8.4	16.7	17.3	9.3	5.7	10.3	-2.1	3.0	6.2	-
2021-05	11.0	17.8	13.0	15.1	7.3	13.7	12.4	7.4	10.1	3.7	7.7	10.7	4.9	1.7	5.7	-
2021-04	12.2	17.5	16.3	12.7	8.3	10.4	14.2	6.6	13.2	-1.5	7.3	11.0	7.7	0.8	3.4	-
2021-03	13.6	19.0	15.6	14.5	9.7	12.2	13.2	13.9	14.7	-1.2	5.1	11.3	10.4	1.3	5.0	-
2021-02	10.3	18.8	10.1	12.1	8.2	9.9	8.2	12.2	18.2	0.1	2.7	3.1	5.8	-5.2	1.0	-
2020-12	8.9	15.5	16.6	10.9	10.1	10.4	7.6	-1.5	14.7	6.9	1.1	6.6	4.1	0.0	2.8	-
2020-11	8.3	17.2	9.8	12.7	8.8	24.3	11.1	7.8	26.9	7.4	2.1	3.3	4.8	-5.4	4.6	-

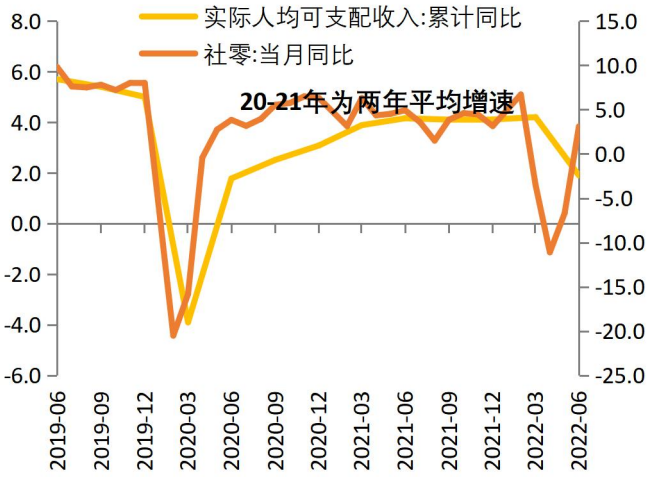
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：消费分项当月同比 (%)



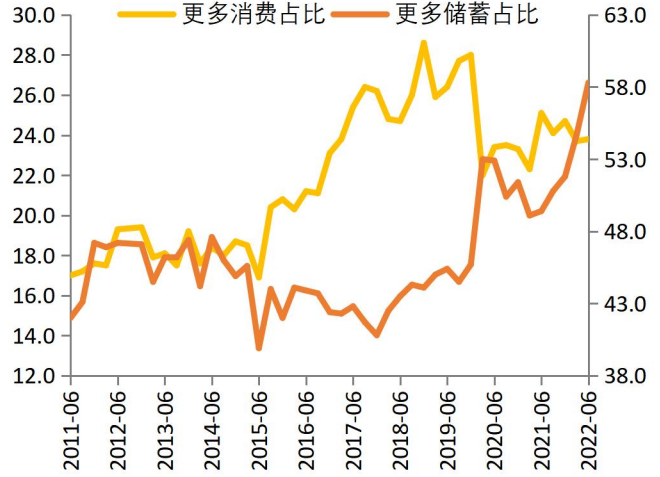
资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 消费增速底部修复 (%)



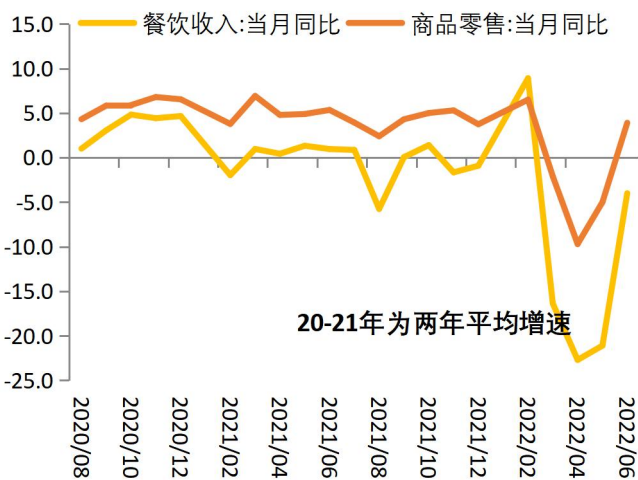
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 居民储蓄意愿继续走高 (%)



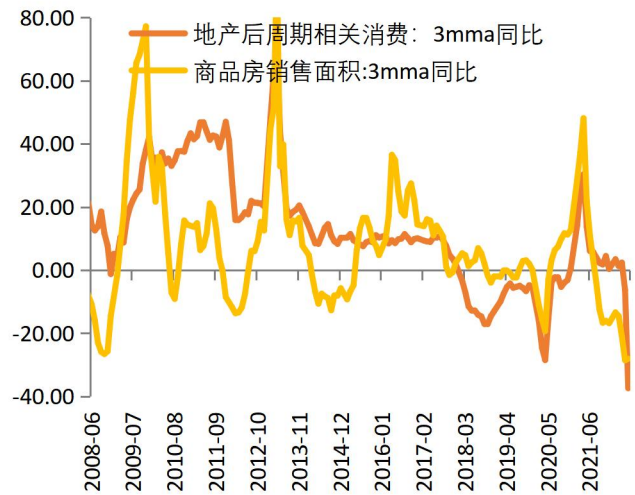
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 餐饮收入降幅明显收窄 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 地产后周期消费持续下滑 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、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接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/>