

2021 年 7 月 24 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

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

全球“第四波”疫情再起，国内严监管延续

内容提要

本周宏观焦点在于海外疫情，全球“第四波”疫情再起，Delta 毒株扩散叠加欧美社交封锁全面解除，疫情担忧再起，美欧经济活动回落。疫情后储蓄效应对美国经济修复的短期支撑强劲，下半年美国商品消费仍将继续向服务消费切换，经济增长动能中期不弱，但长期来看，MMT 实验退出+新引擎缺乏，美国长期经济前景并不强。预计美国全民免疫仍有望在三季度末到四季度达成，届时美联储将发布声明缩减 QE，并在明年初正式启动 QE 退出。

从国内上半年经济表现来看，经济增长大体平稳，内生动力仍处在复苏阶段，消费和制造业投资逐步改善。从二季度经济数据来看，GDP 实际增速也基本接近于潜在产出增速，经济向好修复的趋势整体并未改变。但经济增长不均衡的状况仍然存在，当前生产和工作早已恢复常态后，居民储蓄倾向依然居高不下，上下游行业利润分配不平衡，中下游企业成本压力仍大，并影响就业的稳定性。

随着地产+出口两大增长因子下行压力增加，下半年经济动能逐渐趋缓，而此次降准也正体现了政策的跨周期调控，政策预调微调以应对好可能发生的周期性风险，预防性托底，也一定程度上对基本面下行风险形成了对冲，也减弱了市场对下半年中国经济增长的担忧。预计下半年经济增速仍能维持 5.5% 附近，经济大概率仍将运行在潜在增速水平附近，货币政策稳健取向难以轻易改变，“稳增长压力较小窗口期”或仍延续。

从高频数据来看，受洪涝灾害影响，食品通胀高频涨幅走扩，但猪肉价格跌幅继续扩大，部分工业品价格在供给因素的扰动下呈现小幅反弹，下游补库行为也有支撑作用。近期 30 大中城市商品房销售面积季节性回落，地产政策持续趋严，上海楼市调控再度升级。

风险提示

美联储 QE 退出进度超预期，地方债供给节奏超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

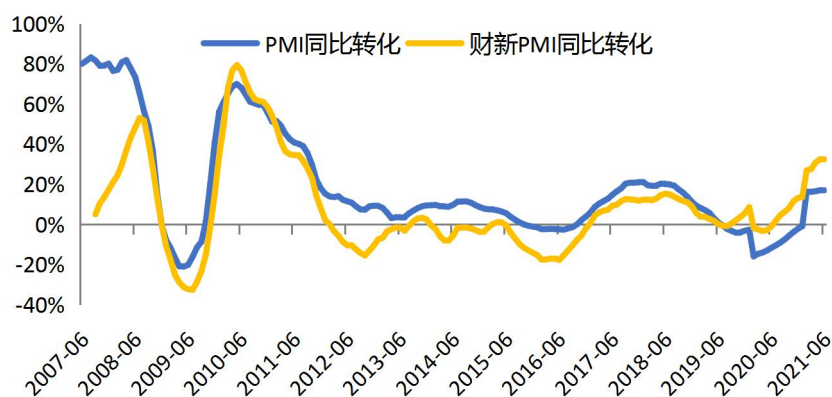
一、上半年经济表现平稳，政策不急转弯

从上半年经济表现来看，经济增长大体平稳，内生动力仍处在复苏阶段，消费和制造业投资逐步改善。从二季度经济数据来看，GDP 实际增速也基本接近于潜在产出增速，经济向好修复的趋势整体并未改变。一方面，二季度 GDP 环比增长 1.3%，高于 Q1 的 0.4%，且接近 2019 年的 1.4% 的年均环比增速。此外，从两年平均同比来看，2 季度增速 5.5%，而此前央行工作论文中指出，2021-2025 年潜在产出增速将保持在 5.7%-5.1% 之间，其中 2021 年为 5.7%，当前 5.5% 的两年平均增速基本回到潜在增速附近。

但经济增长不均衡的状况仍然存在。下半年经济的上行动力主要消费和制造业投资，但在当前生产和工作早已恢复常态后，居民储蓄倾向依然居高不下，支出意愿的回落制约内生动力复苏节奏和高度。而大宗商品涨价下，上下游行业利润分配不平衡，中下游企业成本压力仍大，下游制造业仍受到冲击，并影响就业的稳定性。

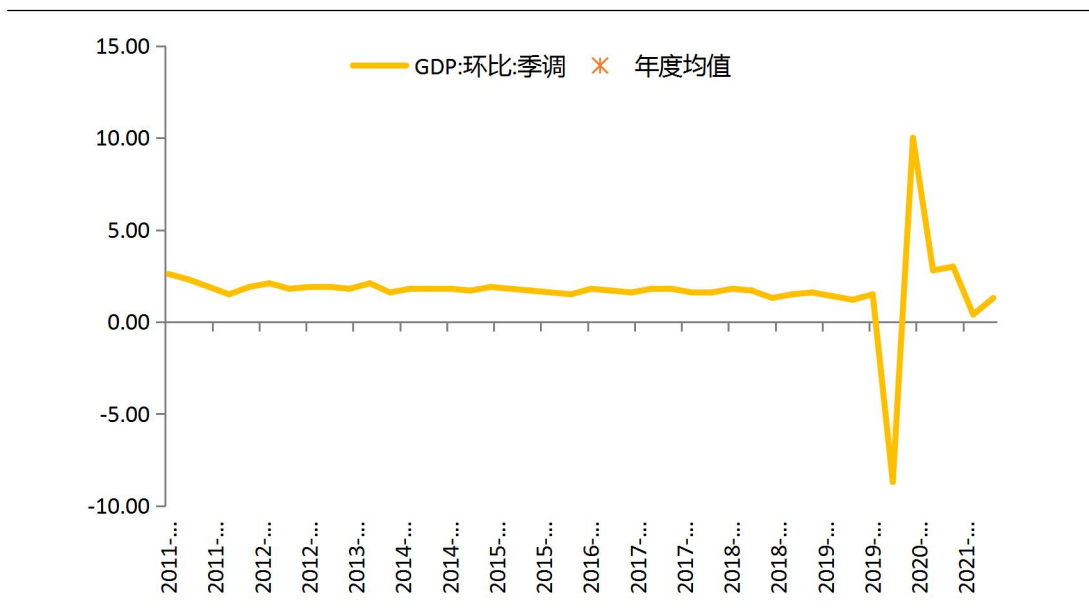
随着地产+出口两大增长因子下行压力增加，下半年经济动能逐渐趋缓，而此次降准也正体现了政策的跨周期调控，政策预调微调以应对好可能发生的周期性风险，预防性托底，也一定程度上对基本面下行风险形成了对冲，也减弱了市场对下半年中国经济增长的担忧。预计下半年经济增速仍能维持 5.5% 附近，经济大概率仍将运行在潜在增速水平附近，货币政策稳健取向难以轻易改变，“稳增长压力较小窗口期”或仍延续。

图 1：PMI 同比转化延续上升趋势（%）



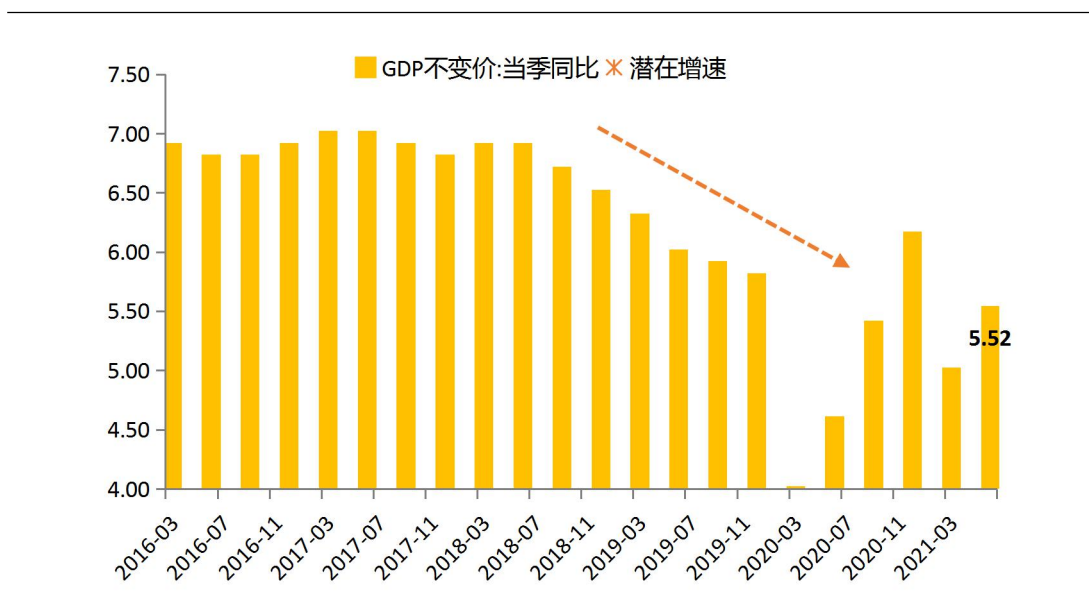
资料来源：Wind，优财研究院

图 2: GDP 环比增速大致持平 19 年水平 (%)



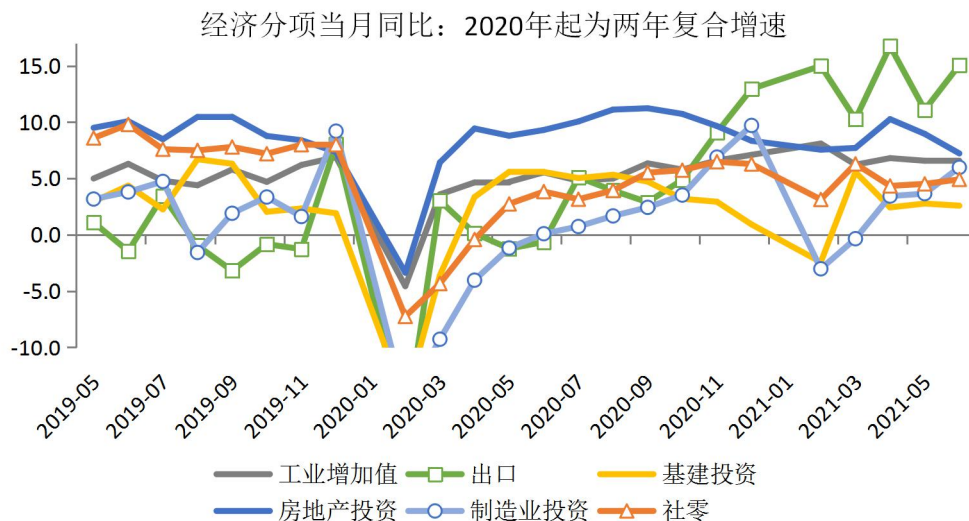
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: GDP 同比增速处在潜在增速水平附近 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4：经济结构不均衡仍然存在（%）



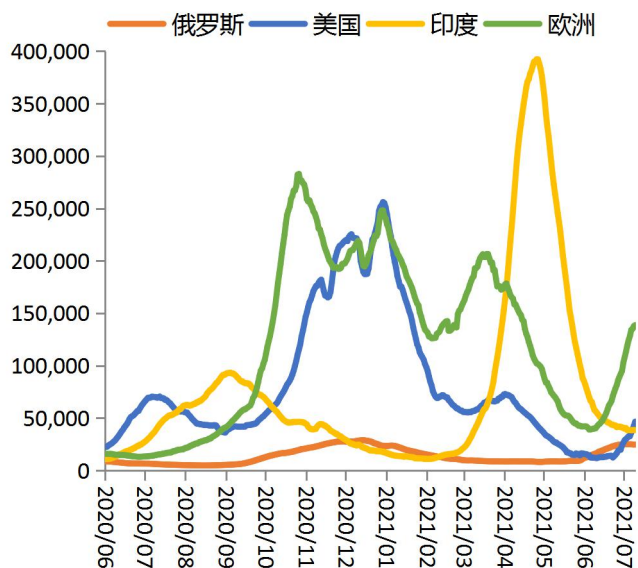
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

变种病毒影响下全球疫情再度反弹，美欧经济活动回落。受 Delta 变种病毒影响，全球疫情 6 月底以来再次反弹，5 月中下旬英国疫情最先反弹，目前每日新增确诊病例已接近前期高点，而 7 月初以来，德法以及美国确诊病例也出现加速回升迹象。当前英国感染的新冠变种病例中，Delta 占比已近 100%，美国也已超过 80%。同时，随着美欧主要国家疫苗完全接种人数占比达到 50% 左右后，疫苗接种速度开始回落，美欧疫苗接种正逐渐进入瓶颈期。

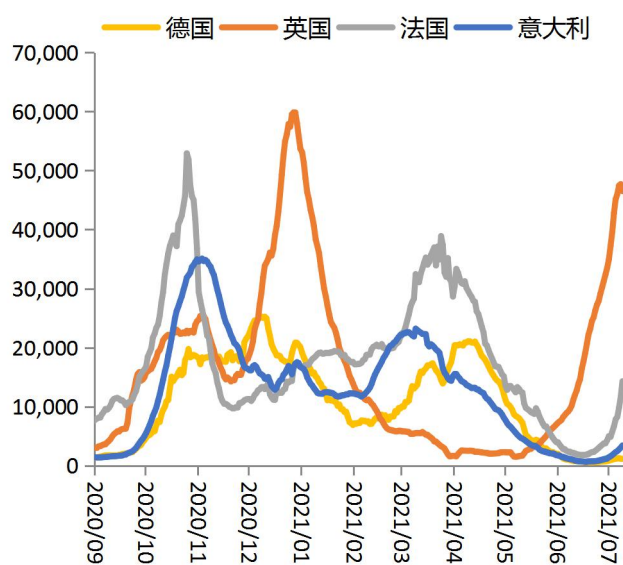
受疫情反弹的影响，德国、法国的经济活动强度已快速下滑，美国也已出现回落迹象。美国上周初请失业金人数意外上升至 41.9 万人，比前一周增加 5.1 万人，预期 35 万，创 3 月下旬以来最大增幅。本周欧洲央行 7 月决议如期维稳，维持三大关键利率不变，调整了利率前瞻性指引，旨在强调其将致力于维持宽松的货币政策立场以实现其通胀目标，欧洲央行行长拉加德预计，未来几个月通胀将进一步上升，预计通货膨胀率明年将下降。

图 5：新冠疫情当日新增确诊病例



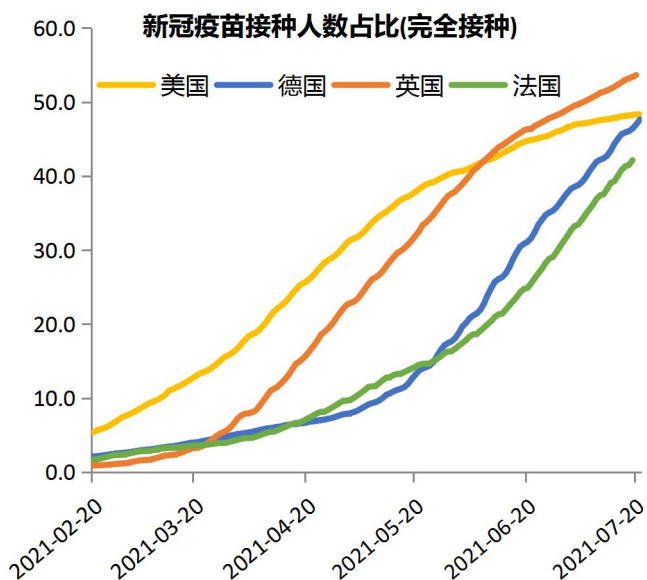
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：新冠疫情当日新增确诊病例



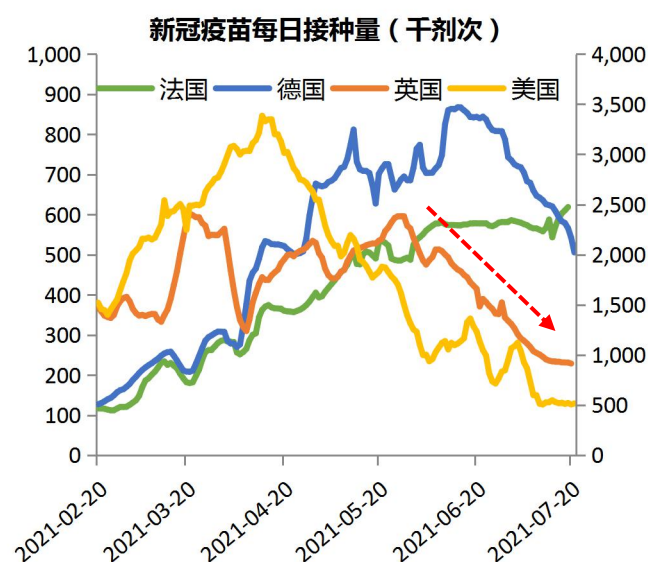
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



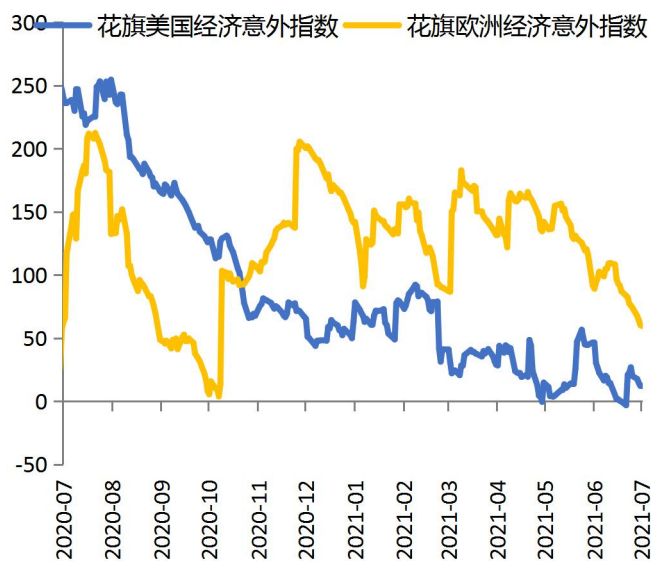
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



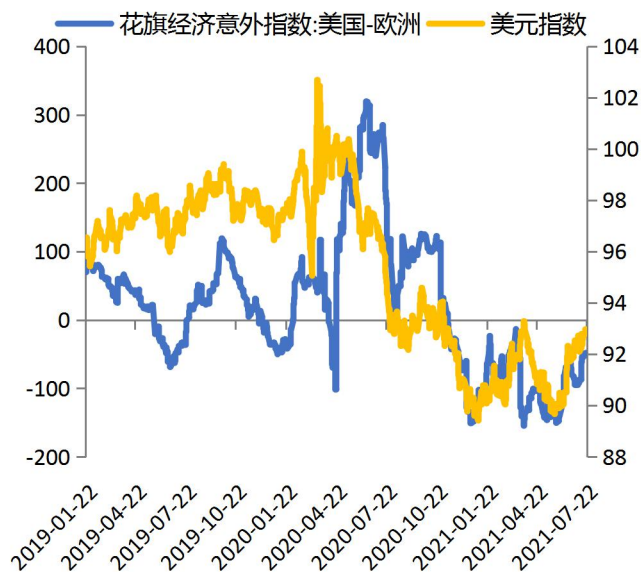
资料来源：Wind，优财研究院

9: 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 10: 美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

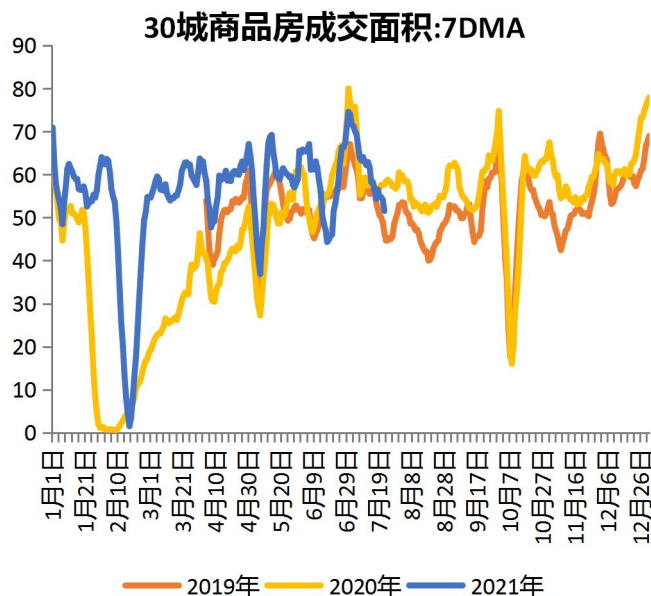
三、经济高频观察

1. 需求: 30 城销售回落, 地产政策持续趋严

地产销售有所回落, 30 大中城市商品房销售面积季节性回落, 略低于去年同期水平, 同比增速-0.12%, 尤其是一线城市销售面积增速有所回落, 近两周土地成交面积和溢价率均回落至低位。

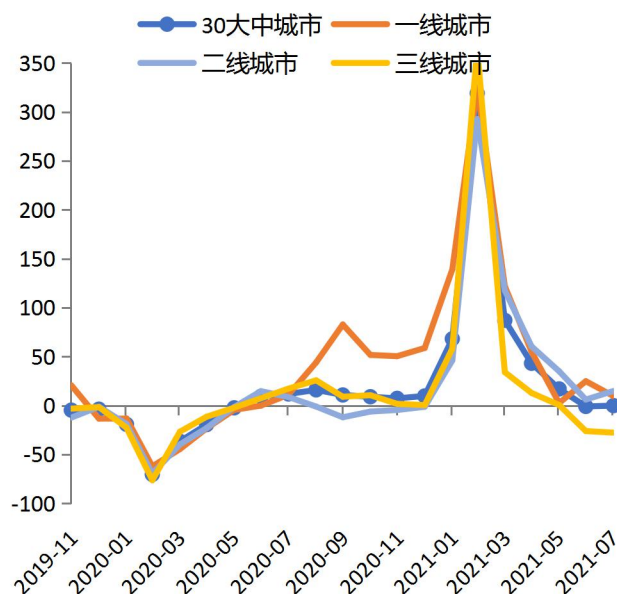
近期地产政策频出, 7 月 22 日, 住建部称将对调控工作不力、房价上涨过快城市坚决予以问责, 国务院副总理韩正指出, 解决好大城市住房突出问题, 严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理。7 月 23 日, 继二手房价格核验政策刚刚落地后, 上海楼市调控再度升级, 上调房贷利率, 首套房利率调至 5%, 二套房利率调至 5.7%, 同时将赠与住房纳入限购政策, 5 年内仍记入赠与入拥有住房套数, 受赠人应符合国家和上海住房限购政策。

图 11: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



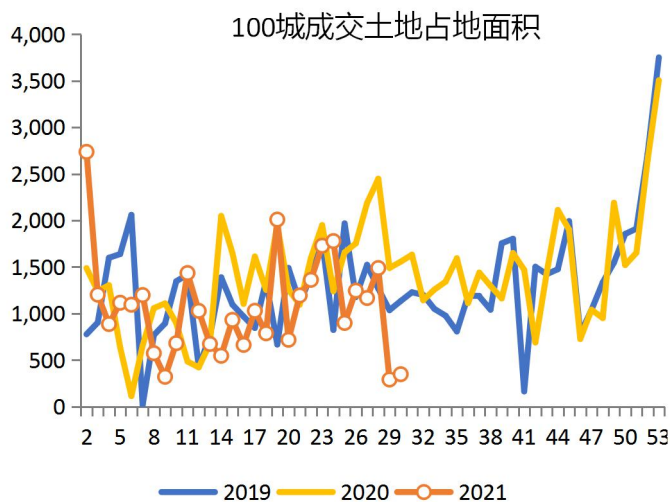
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 30 城商品房成交面积同比 (%)



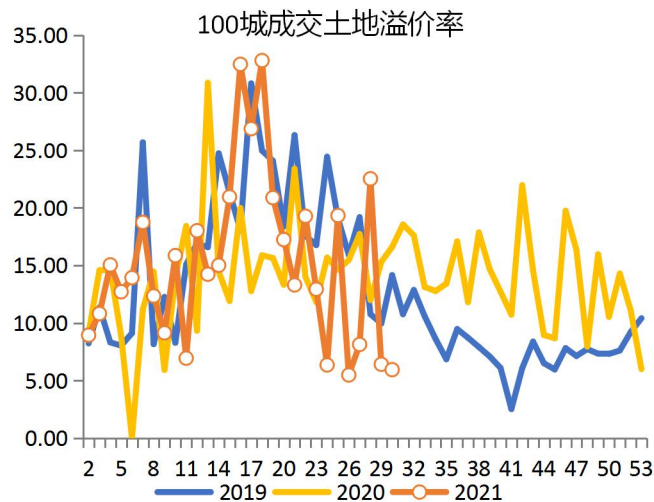
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

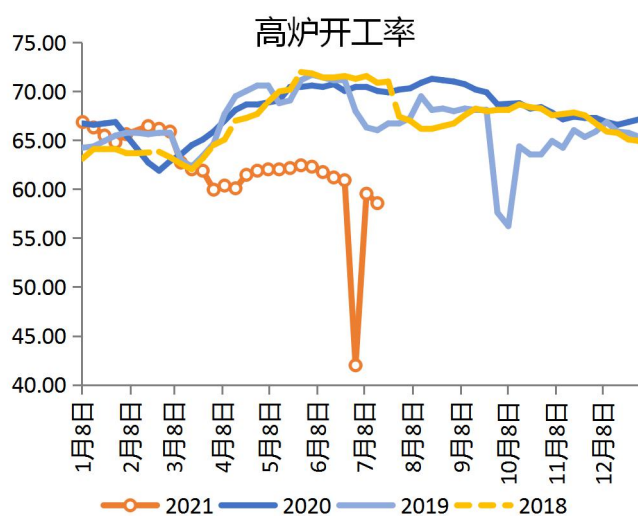
2. 生产: 电厂日耗持续攀升, 钢铁限产持续

电厂日耗持续攀升并创新高, 动力煤期货价继续冲高, 全国高炉开工率较前一

周小幅下降，在经历临时限产政策影响后，高炉开工率基本恢复至6月底水平，但近日唐山市印发《7月份空气质量攻坚方案》的通知，要求钢铁行业执行总量减排30%措施。轮胎开工率大幅回升，或受芯片供给改善的提振，但当前轮胎开工率仍低于往年同期，考虑到汽车产销偏弱以及原料价格高位，预计开工提升仍将较为谨慎。

工业品价格整体变动不大，稍有分化，钢材价格持续回暖，终端需求淡季下钢材累库持续，水泥价格则继续季节性走弱，玻璃价格创新高。

图 15: 高炉开工率 (%)



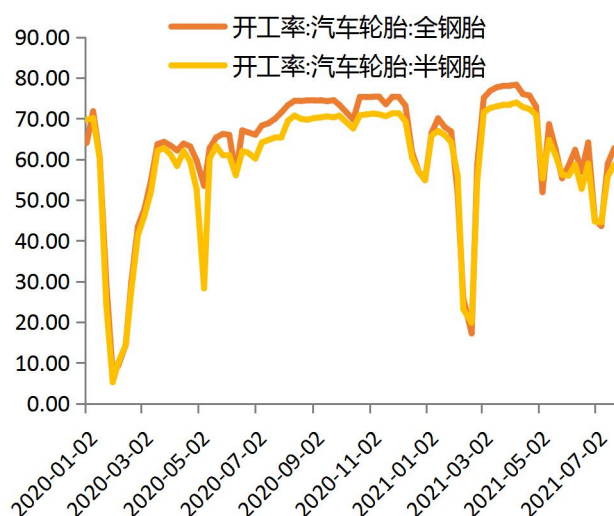
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



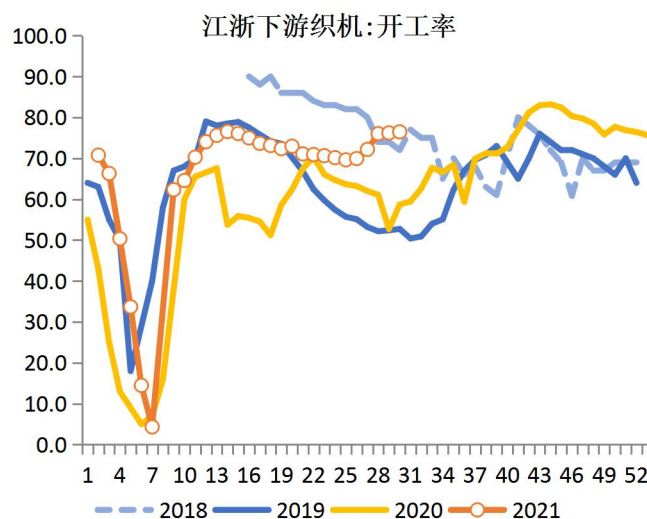
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



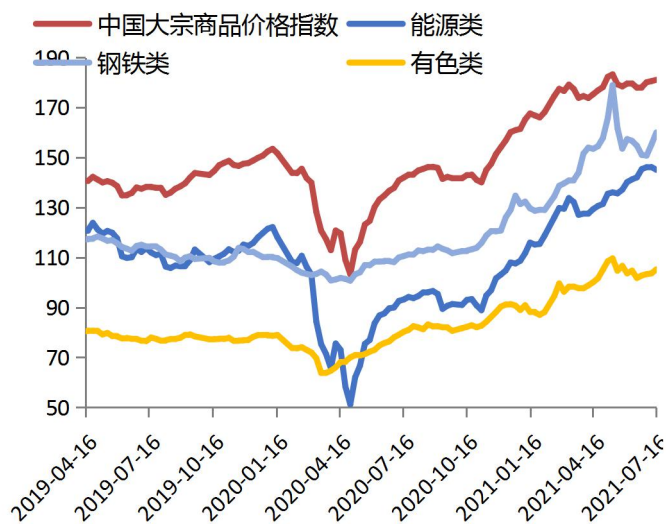
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 江浙下游织机:开工率 (%)



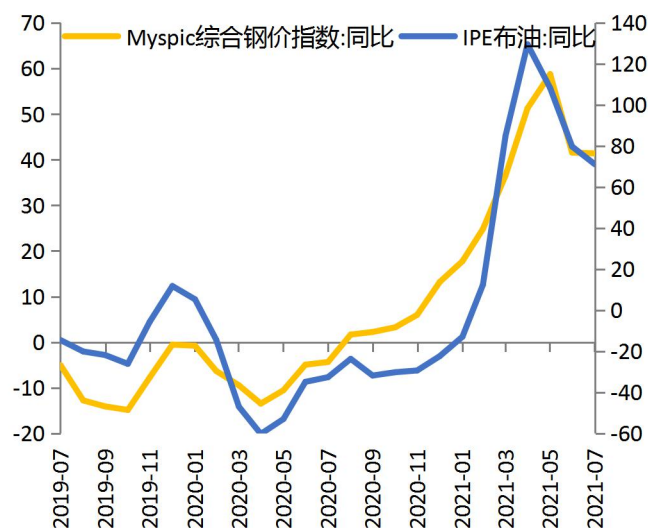
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19：大宗商品价格指数



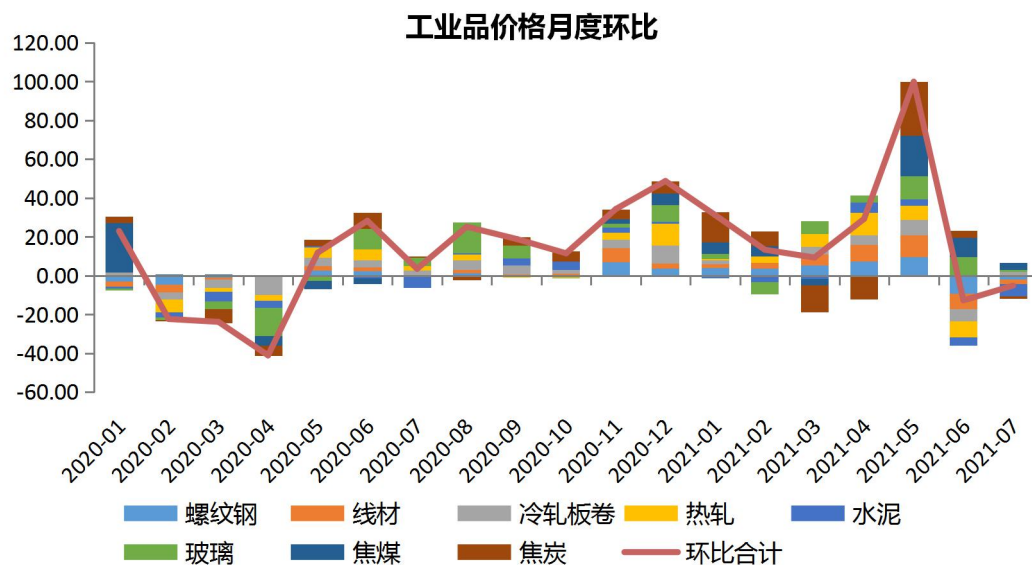
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：钢价指数&布油同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：工业品价格月度环比



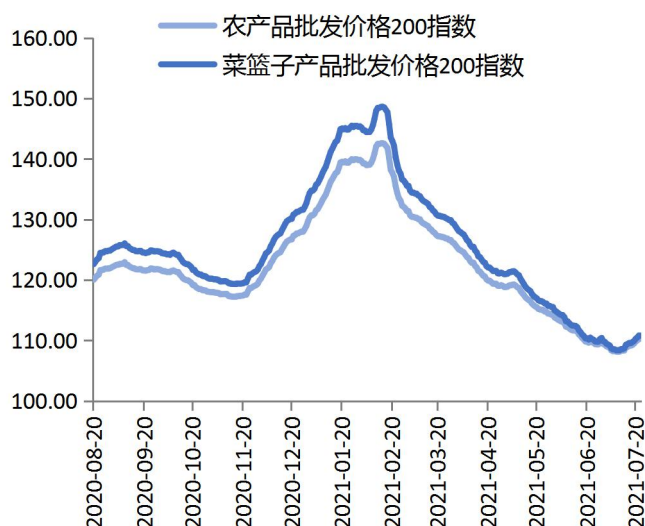
资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：食品价格指数涨幅扩大

农产品价格指数连续第二周上涨，农产品和菜篮子批发价格 200 指数升幅进一

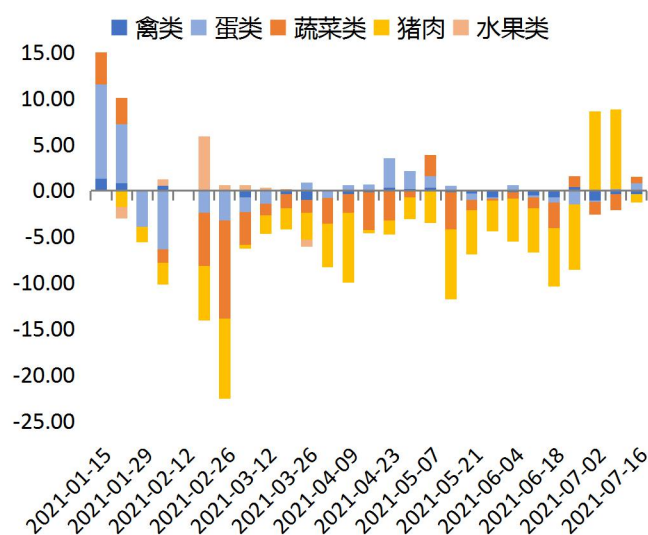
步扩大，蛋类蔬菜类环比上涨加快，从季节性表现来看，蔬菜即将进入夏季价格回升时期。但猪肉价格跌幅扩大，三次收储仍不改猪价跌势，据统计局，生猪产能持续释放，存出栏同比大幅增长。

图 22：农产品批发价格 200 指数



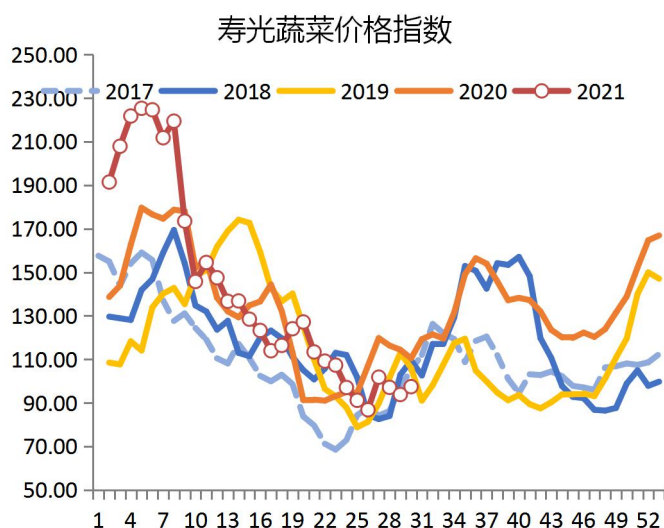
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：食用农产品价格指数:周环比 (%)



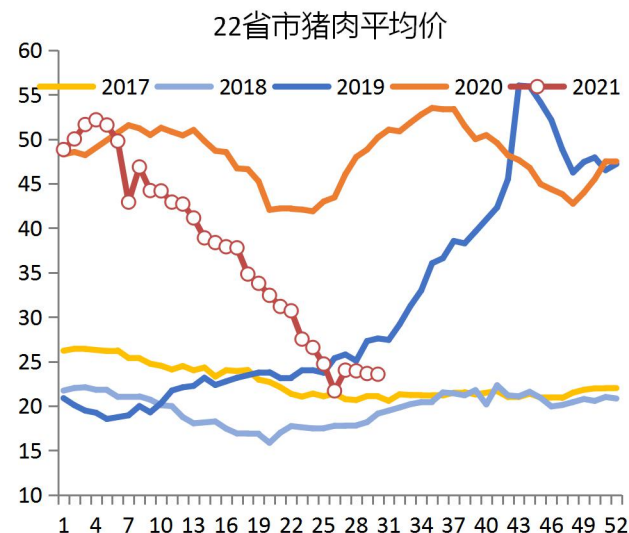
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



资料来源：Wind，优财研究院

四、教育地产政策频出，地产严监管延续

本周宏观政策主线聚焦于教育和地产行业，美股教育中概股暴跌，上海楼市继二手房价格核验政策刚刚落地后调控再度升级。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》：各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构；建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法；严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。

教育部：“双减”工作牵涉面广，十分复杂，为此选取北京、上海等九个地区作为试点；可探索适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务，由教育部门负责组织遴选，供学校选择使用，并建立评估退出机制。

近期地产政策频出，7月22日，住建部称将对调控工作不力、房价上涨过快城市坚决予以问责，国务院副总理韩正指出，解决好大城市住房突出问题，严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理。7月23日，继二手房价格核验政策刚刚落地后，上海楼市调控再度升级，上调房贷利率，首套房利率调至5%，二套房利率调至5.7%，同时将赠与住房纳入限购政策，5年内仍记入赠与人拥有住房套数，受赠人应符合国家和上海住房限购政策。

新一轮支持中部地区高质量发展政策出炉，中央财政继续加大对中部地区转移支付力度，在风险可控前提下适当增加省级政府地方政府债券分配额度，引导各类金融机构加强对中部地区支持，加大对重点领域和薄弱环节信贷支持力度，提升金融服务质效，增强金融普惠性。

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”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

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/>