

2021年8月8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

出口端保持韧性，国内疫情扰动仍需关注

内容提要

本周国内疫情局部扩散仍在继续，市场情绪受到波动，而国内政策严监管仍在继续推进，包括地产在内的各个领域监管政策仍在持续出台。经济基本面方面，极端天气、区域疫情、限产限电等影响下，供给端冲击影响7月制造业动能下行斜率有所加大，经济呈现类滞胀特征。而基数抬升下7月出口仍显韧性，随着下半年基数走高影响，出口同比读数将逐步下行，但全球经济仍处在疫后复苏阶段，欧美PMI继续上行或高位徘徊，欧美疫苗接种率较高的背景下第四波疫情扰动整体可控，外需整体保持稳定，下半年出口仍将维持相对景气状态，四季度或明年年初存在一定下行压力。

跨周期调节框架下，货币政策稳健中性基调下弹性加大，财政节奏加快，“提升政策效能”定调下财政更偏积极，上半年支出进度偏慢下财政有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。近日国家发改委要求地方需在10月底前上报2022年首批专项债项目，以确保这批项目具备尽快开工建设的条件。这一工作较往年提前近两个月，有利于避免因专项债项目绩效管理趋严、合格项目储备不足等导致发行进度偏慢、投资拉动不及时等问题。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经济失速下行压力不大。

在今年严监管的政策主线以及下半年周期性风险压力加大下，货币政策易松难紧，流动性仍有支撑，支出进度偏慢下财政有发力空间，但“今年底明年初”的节奏、以及政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。保持经济运行在合理区间的定位下，下半年和明年经济增速仍应维持在5%以上，经济失速下行压力不大。资产表现来看，债市受到货币宽松和经济动能放缓的提振，严监管环境下的缺资产格局也支撑利率债的配置需求，但仍需警惕利率下行过快带来的止盈压力、以及债市形成的降息预期可能落空的风险；而股市则受到流动性充裕、以及财政更偏积极的支撑，结构性行情延续。

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

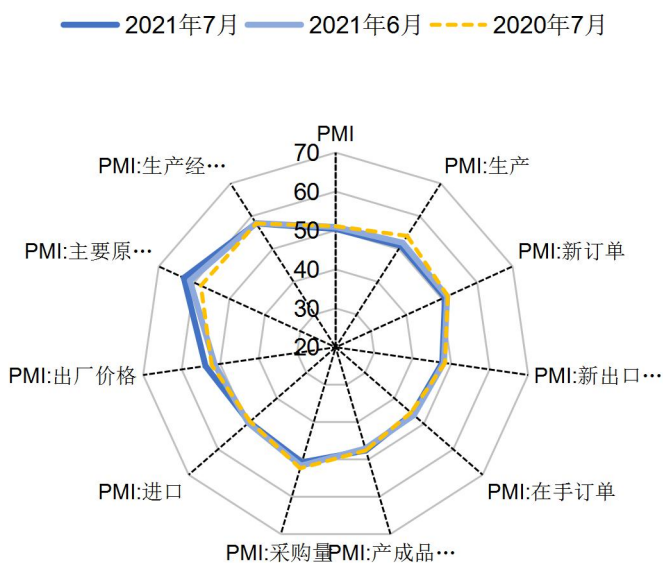


请务必仔细阅读正文之后的声明

一、制造业动能下行，出口端保持韧性

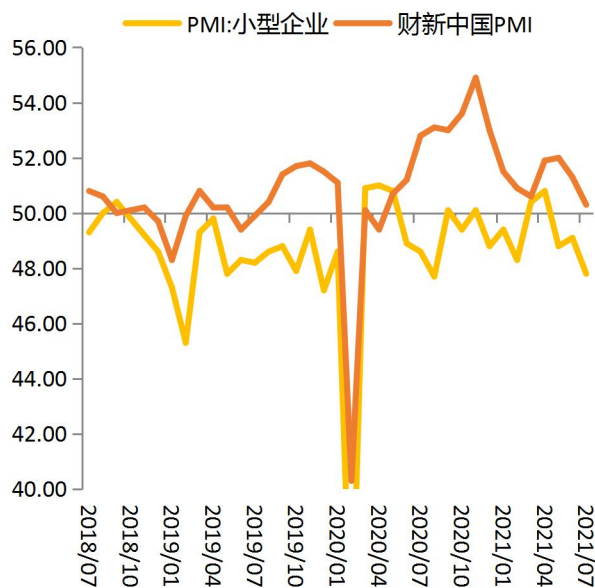
7月制造业动能下行斜率有所加大，经济呈现类滞胀特征。7月制造业PMI数据为50.4，环比下滑0.5个点，回落超出季节性，局部地区暴雨洪涝灾害极端天气、区域疫情、限产限电等影响下，供给端冲击影响制造业景气度回落。部分行业生产受到缺芯片、缺煤限电等供给端约束，尤其沿汽车产业链扩散影响不容忽视。高耗能企业限产减产下石油煤炭、化工、黑色金属等行业生产和订单指数均低于临界点，同时原材料价格高企下中小企业成本端压力较大，也是拖累PMI数据的主要力量。PMI价格指数均进一步走高，显示短期PPI高点形成后仍将维持高位徘徊，经济呈现出类滞胀的环境。

图1：官方PMI指数



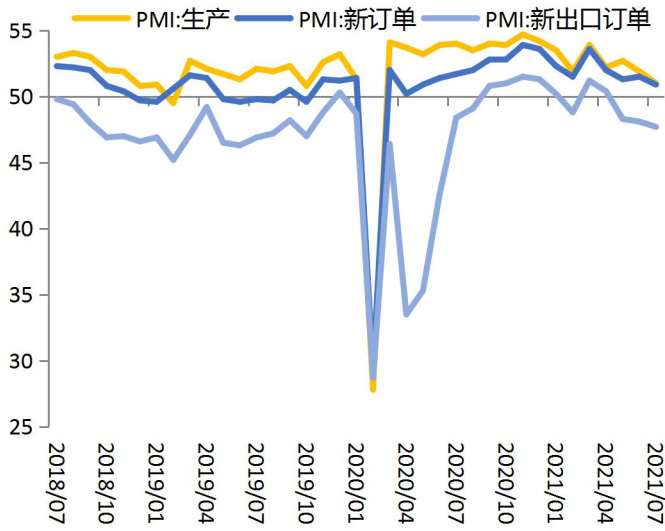
资料来源：Wind，优财研究院

图2：小型企业景气度回落更加显著



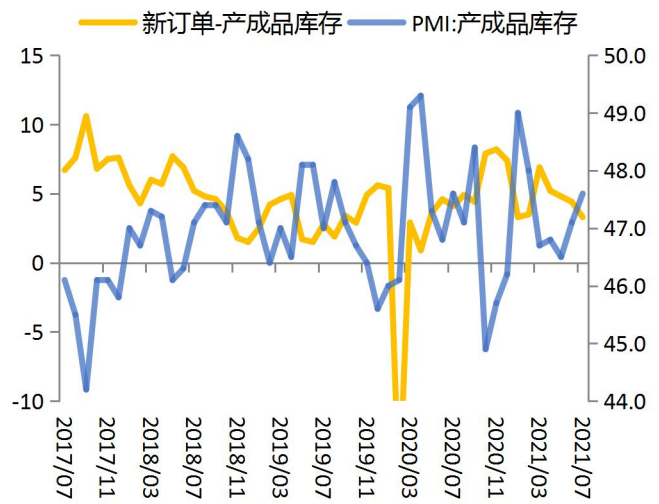
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：供需两端同步走弱



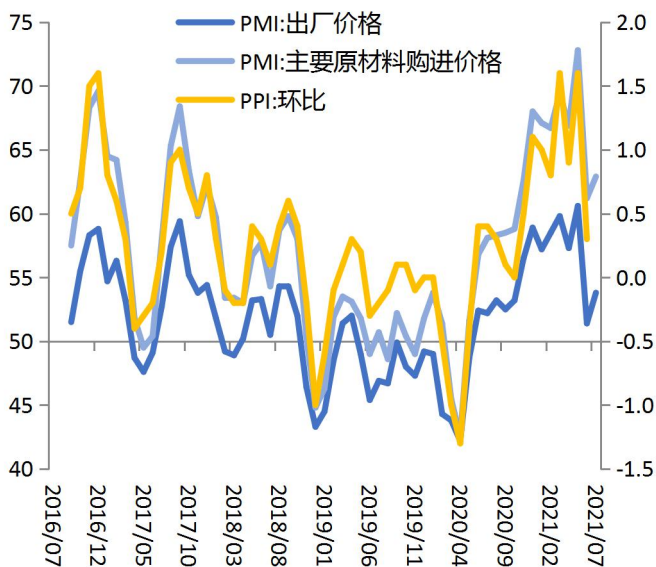
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：经济动能走弱，企业被动去库



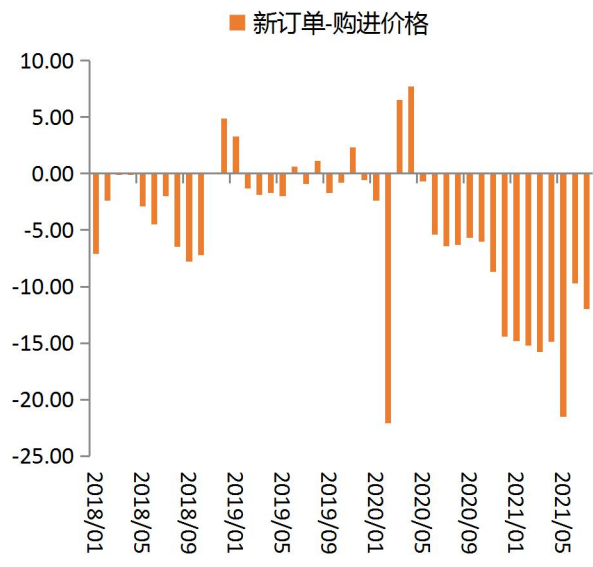
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：原材料购进和出厂价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：原材料价格高企压缩企业利润空间



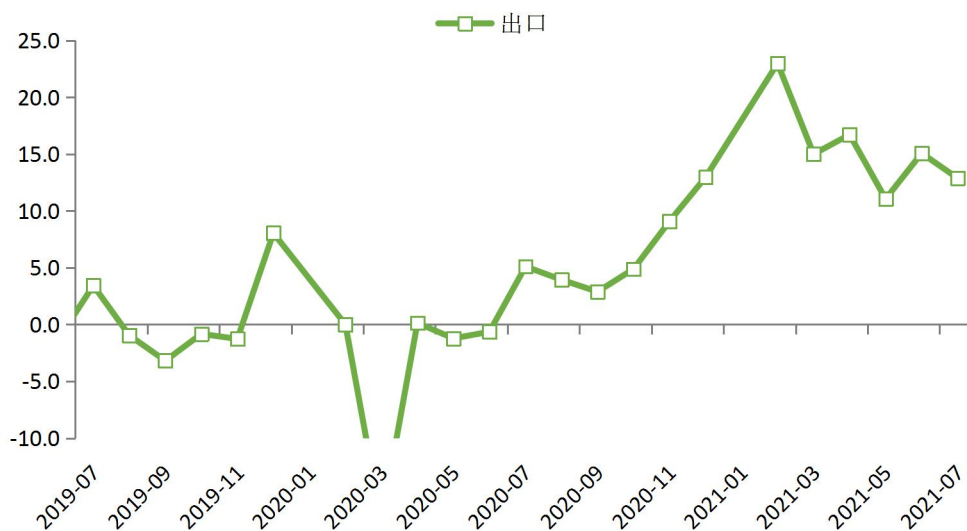
资料来源：Wind，优财研究院

基数抬升下 7 月出口仍显韧性。中国 7 月出口（以美元计）同比增长 19.3%，预期 20.8%，前值 32.2%；进口增 28.1%，预期 31.8%，前值 36.7%；贸易顺差 565.8

亿美元，预期 565.9 亿美元，前值 515.3 亿美元。7 月出口表现仍显韧性，环比 6 月增长 0.44%，同比增速的 19.3% 低于 6 月，但主要因去年三季度基数的大幅抬升，两年同比增速依然维持 12.9% 的高位。

而随着下半年基数走高影响，出口同比读数将逐步下行，但全球经济仍处在疫后复苏阶段，海外制造业生产的韧性仍在，欧美 PMI 继续上行或高位徘徊，欧美疫苗接种率较高的背景下第四波疫情扰动整体可控，外需整体保持稳定，下半年出口仍将维持相对景气状态，四季度或明年年初存在一定下行压力。

图 7：出口两年增速仍然维持高位（%，2020 年起为两年复合增速）



资料来源：Wind，优财研究院

二、跨周期调节框架下货币更有弹性，财政更加积极

政治局会议未提“窗口期”，下半年周期性风险加大。7月政治局会议对经济增长仍然保持肯定态度，维持经济“持续稳定恢复、稳中向好”的措辞，但也同时指出“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，并且更强调外部环境的复杂严峻，未再提“稳增长压力较小窗口期”，反映出对下半年经济看法趋于谨慎。这也符合我们此前认为的在出口和地产两大经济增长因子动能衰减下，叠加中美不确定性加大，下半年周期性风险加大。

政策聚焦跨周期调节，货币政策更有弹性。因此在政策层面也仍将继续保持连续性、稳定性、可持续性，强调“保持宏观政策稳定性，坚持不搞大水漫灌”。货币政策重申“保持流动性合理充裕”，并注重结构性和“增强政策前瞻性”，这也符合此次降准对经济的预调微调，跨周期调节的框架下货币政策将走在风险前方，货币政策更有弹性，在今年严监管的政策主线以及下半年周期性风险压力加大下，货币政策易松难紧，流动性仍有支撑。

财政政策更加积极，但地方隐形债务监管仍严，财政托而不举，明年财政前置概率较大。财政政策表述更加积极，强调“积极的财政政策要提升政策效能，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”，在上半年财政发行进度明显偏慢、以及下半年经济增长动能放缓的背景下，财政仍有发力空间支撑经济增长，预计今年专项债的发行节奏会延续到四季度。不过“今年底明年初”的表述较以往略偏温和，叠加地方隐形债务监管仍严，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。

跨周期调节框架下，货币政策稳健中性基调下弹性加大，财政节奏加快，“提升政策效能”定调下财政更偏积极，上半年支出进度偏慢下财政有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经

济失速下行压力不大。

图 8：7 月政治局会议

2021年7月政治局会议对比		
	2021.7.30	2021.4.30
总体定调	经济持续稳定恢复、稳中向好，科技自立自强积极推进，改革开放力度加大，民生得到有效保障，高质量发展取得新成效，社会大局保持稳定。成功举办庆祝中国共产党成立100周年系列活动，正式宣布全面建成小康社会，踏上向第二个百年奋斗目标进军的新征程。	各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。
形式判断	全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。
总体要求	要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。	要坚持稳中求进工作总基调，准确把握新发展阶段，全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，慎终如始抓好疫情防控。
政策基调	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。	要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。
财政政策	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，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。	积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。
货币政策	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
扩大内需	要挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资。	要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。
产业政策	要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业。	引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。
双碳政策	要统筹推进做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。做好电力迎峰度夏保障工作。	要有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。
防风险	要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要负责人的财政金融风险处置机制，完善企业境外上市监管制度。	要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要负责人的财政金融风险处置机制。
房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
民生	要做好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。	要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业，巩固拓展脱贫攻坚成果，在乡村振兴中持续改善脱贫人口生活，做好重要民生商品保供稳价。
疫情	要毫不松懈做好新冠肺炎疫情防控工作，持续推进疫苗接种工作。	要坚持不懈抓好安全生产。要始终绷紧疫情防控这根弦，坚持外防输入、内防反弹，抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。

资料来源：Wind，优财研究院

三、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，每日新增确诊病例一度接近前期高点，而 7 月初以来，美国确诊病例仍在回升中，近期英国新增再次拐头回落。

从疫苗接种进度来看，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，尤其美国完全接种比例斜率明显放缓，美欧疫苗接种面临一定瓶颈期。

图 9：新冠疫情当日新增确诊病例

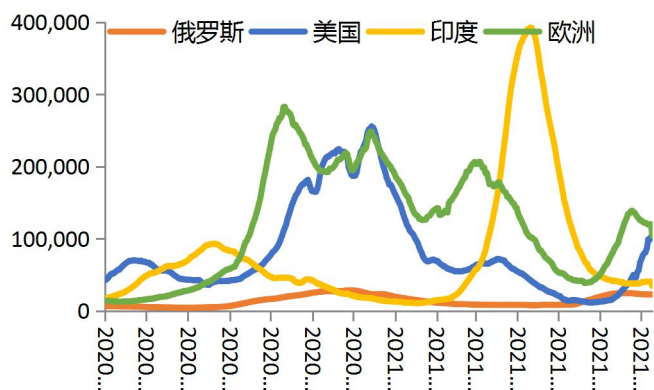
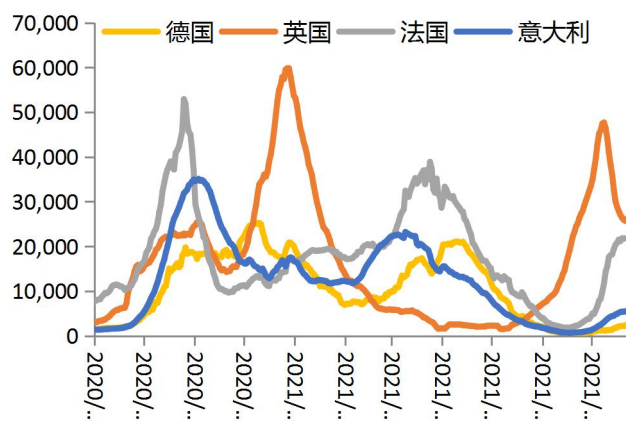


图 10：新冠疫情当日新增确诊病例



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 11：新冠疫苗完全接种人数占比 (%)

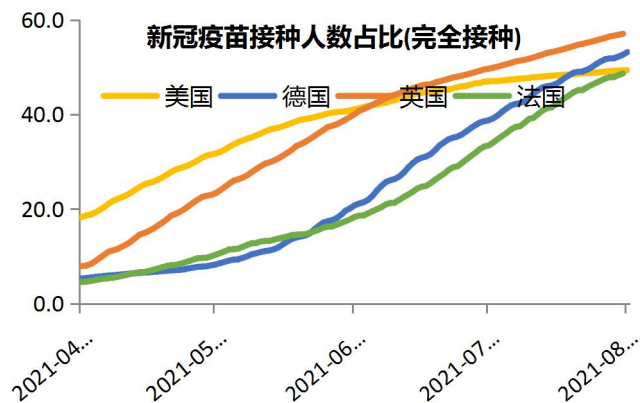
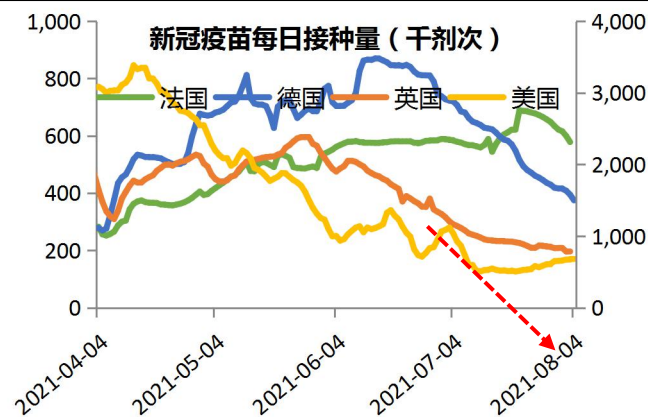


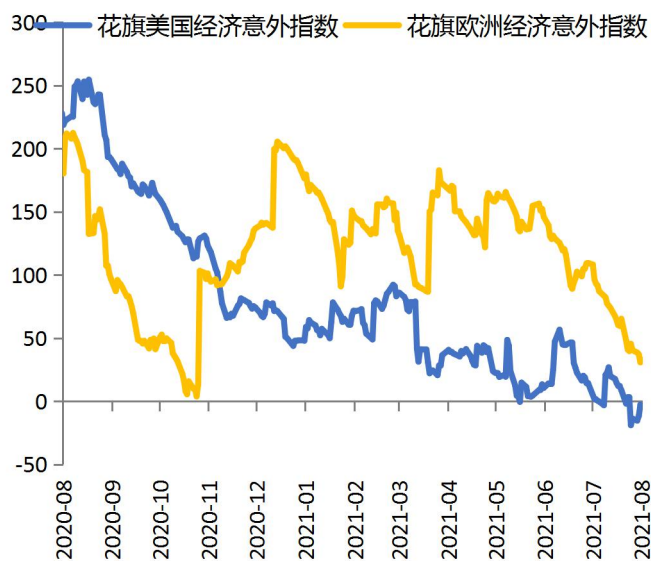
图 12：新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



资料来源：Wind，优财研究院

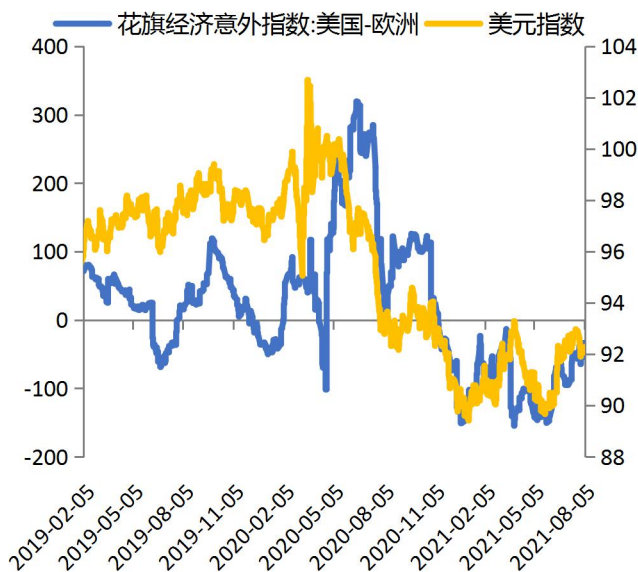
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：4 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 14：美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源：Wind，优财研究院

四、经济高频观察

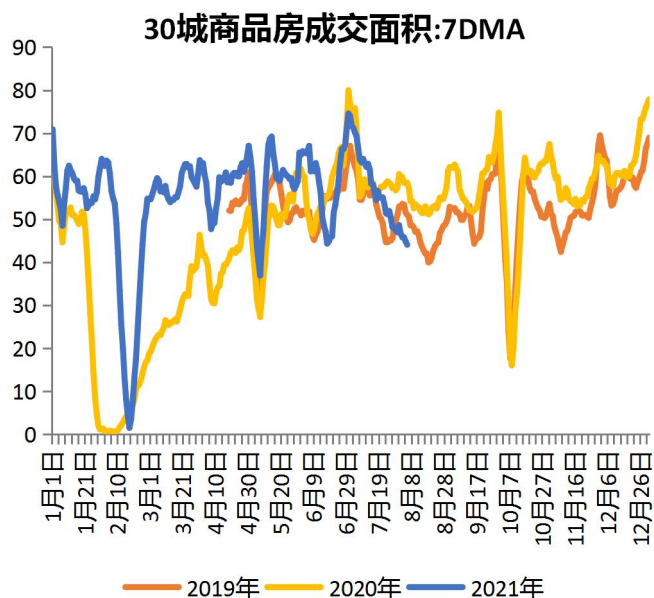
1. 需求：30 城销售回落，地产政策持续趋严

8 月初地产销售继续回落，低于前两年同期水平，30 大中城市商品房销售面积同比增速继年初的高增速回落后，8 月初进入明显负增长，截止至 8 月 5 日，销售面积同比降幅超 20%，尤其是一二线城市增速回落较快，这也符合近期一二线城市房地产政策持续趋严的背景。

本周房地产严监管继续推进，① 北京住房限购政策再度升级，自 8 月 5 日起，夫妻离异的，原家庭在离异前拥有住房套数不符合限购政策规定的，自离异之日起 3 年内，任何一方均不得在本市购买商品住房。② 杭州年内三次收紧购房政策，在限购区内，落户未满 5 年必须连续缴纳 2 年社保才能购房，非户籍必须连续缴纳 4 年社保才能购房；新房摇号登记将设立按社保排序入围触发机制。③ 江苏部分城市出现银行房贷额度收紧的现象，部分银行暂停二手房贷款业务。④ 被住建部约谈后，

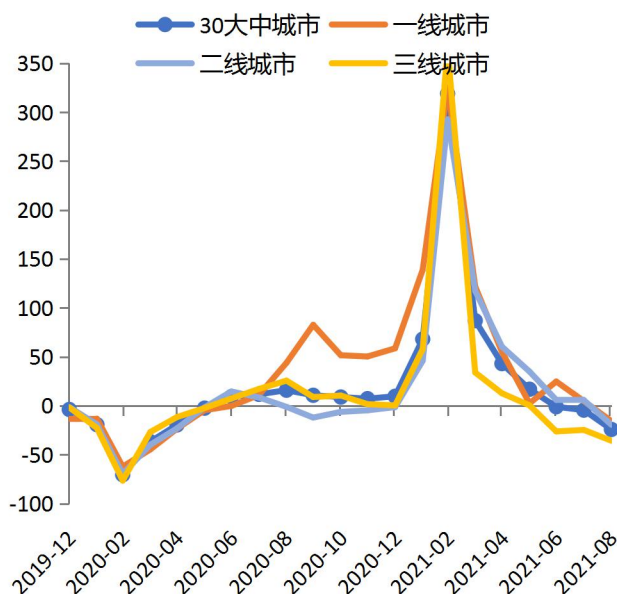
浙江金华发布十条新政调控楼市，包括实行住宅限售、实行公证摇号销售，以及要求加强二手住宅价格监管等。凡在金华市区新购买的新建商品住宅和二手住宅，满3年后方可上市交易。

图 15: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



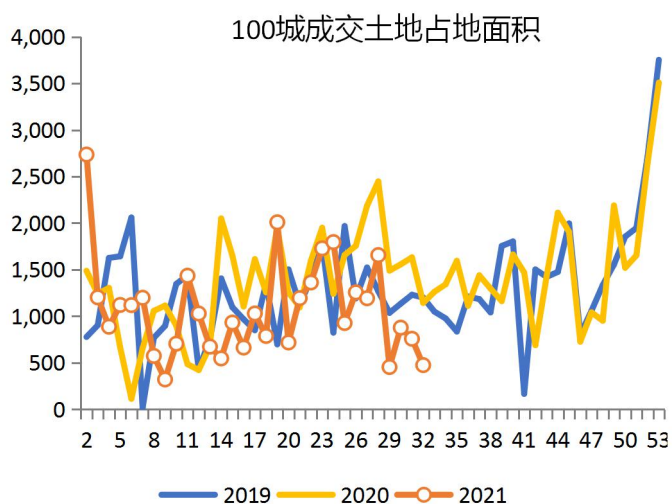
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 30 城商品房成交面积同比 (%)



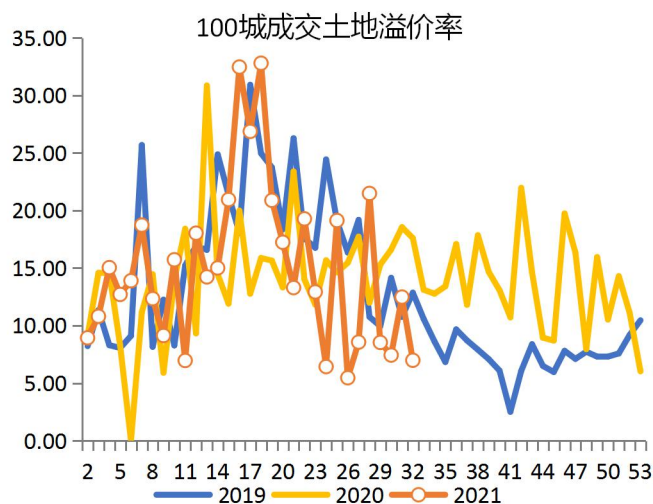
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 百城土地成交溢价率 (%)



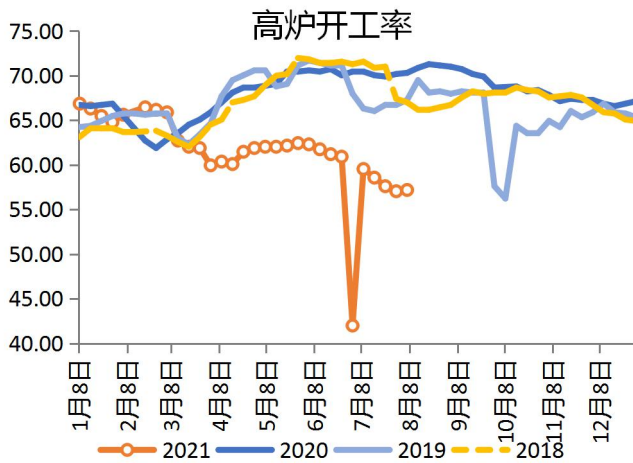
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产：高炉开工率小幅回升

本周全国高炉开工率小幅回升，限产政策下高炉开工率仍然偏低，台风消退下南方八省电厂日耗有所回升。

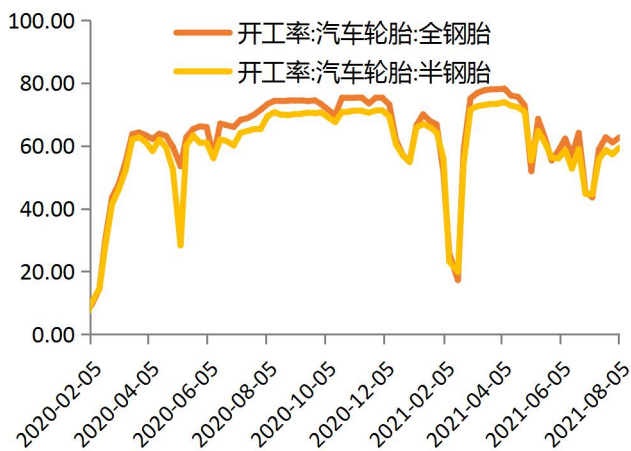
工业品价格整体变动不大，受政府局会议“保供稳价”和“纠正运动式减碳”定调影响，供给增加预期加强，本周煤价高位回调，钢材价格同样下跌，而水泥价格出现拐点，价格有所回升。

图 19：高炉开工率 (%)



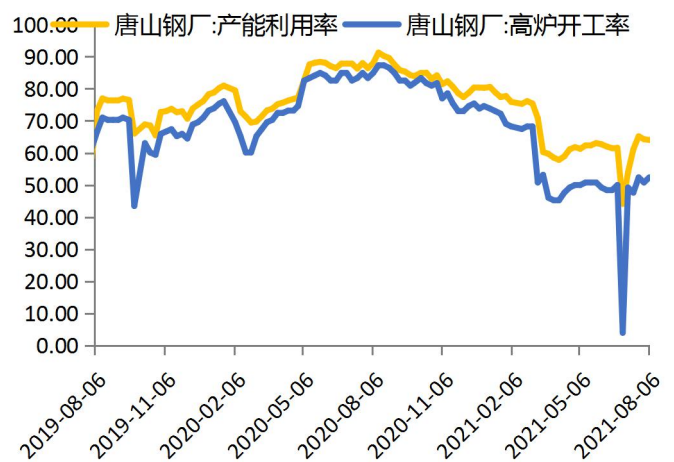
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



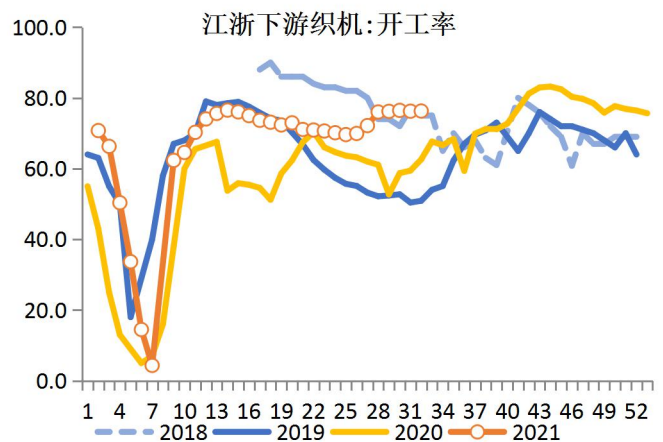
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：唐山钢厂高炉开工率 (%)



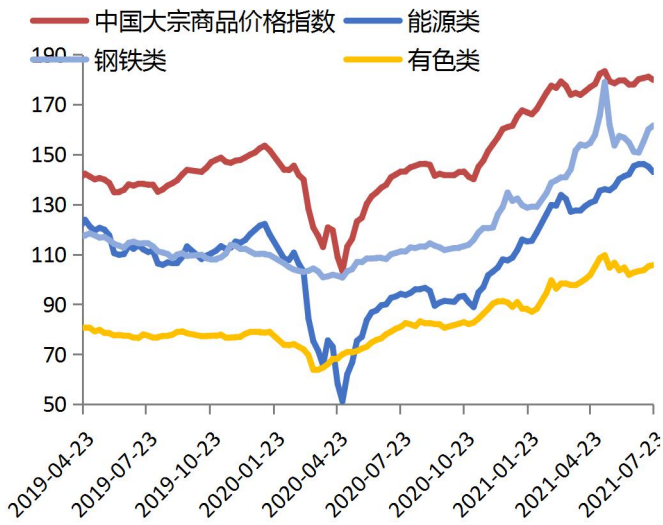
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：江浙下游织机：开工率 (%)



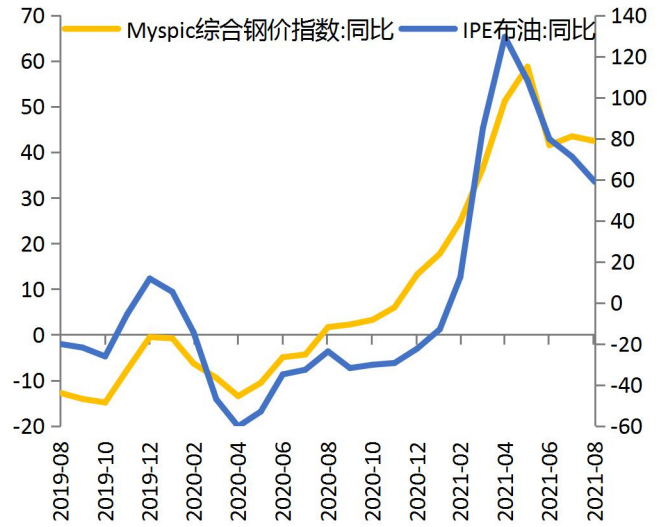
资料来源：Wind，优财研究院

图 23: 大宗商品价格指数



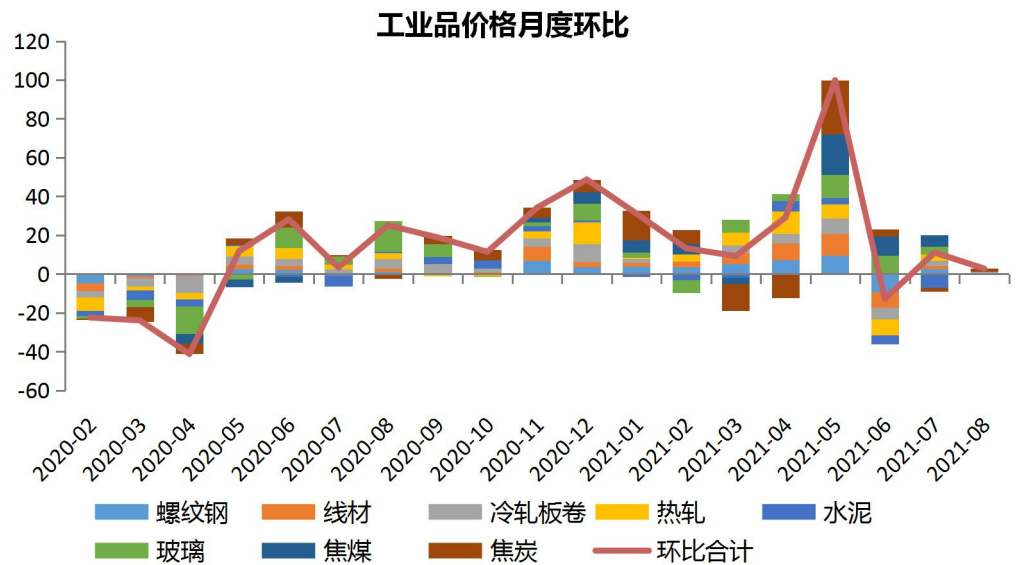
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 工业品价格月度环比



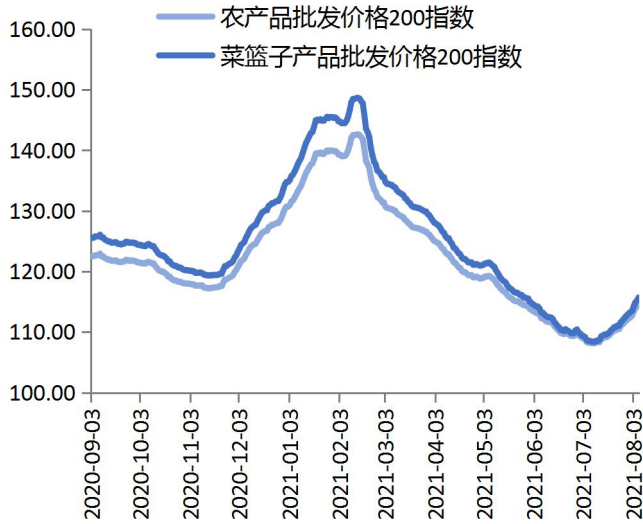
资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀: 食品价格指数涨幅扩大

农产品价格指数 7 月中旬以来触底回升, 受洪涝灾害影响, 蔬菜的保鲜、储存及运输难度上升, 蛋类蔬菜类后环比上涨加快, 从季节性表现来看, 蔬菜即将进入

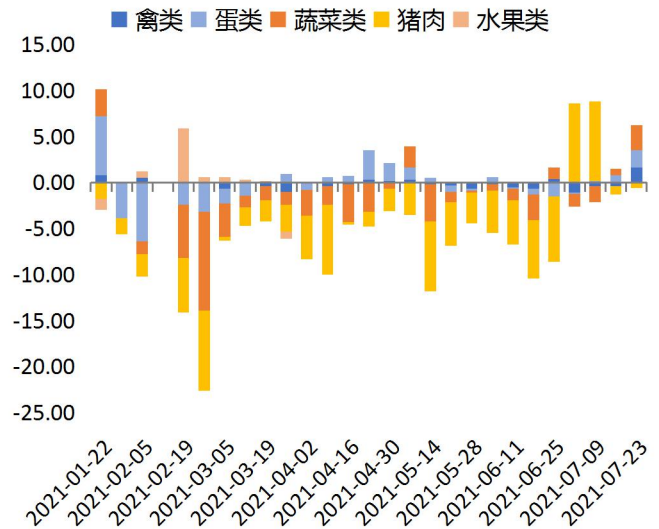
夏季价格回升时期。而猪肉价格中旬以来持续下跌，据统计局，生猪产能持续释放，存出栏同比大幅增长。

图 26：农产品批发价格 200 指数



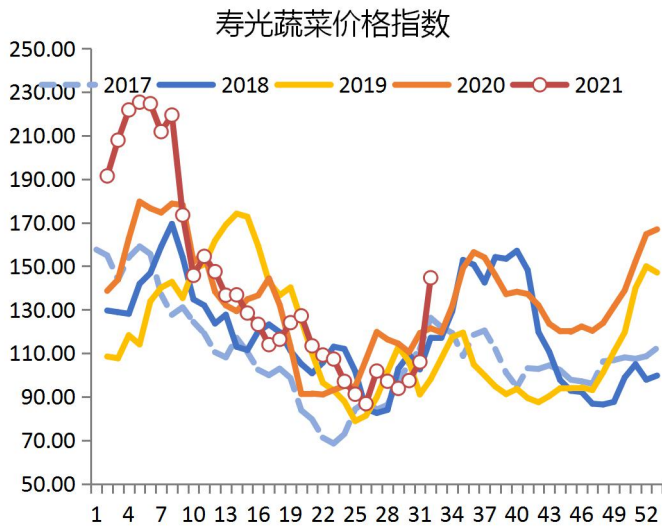
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：食用农产品价格指数:周环比 (%)



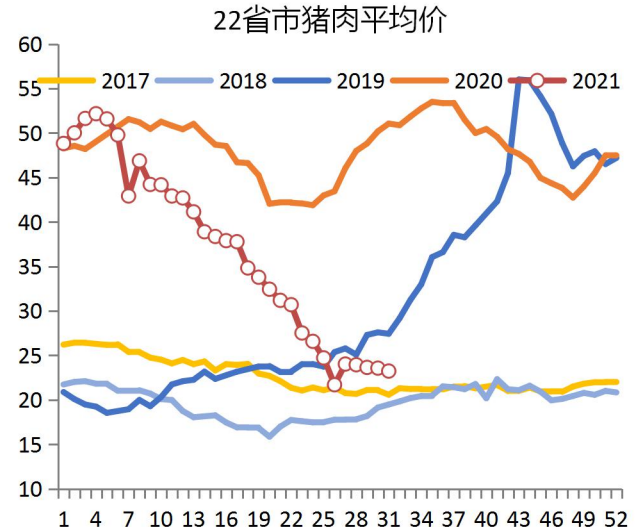
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：22 省市猪肉平均价 (元/千克) (%)



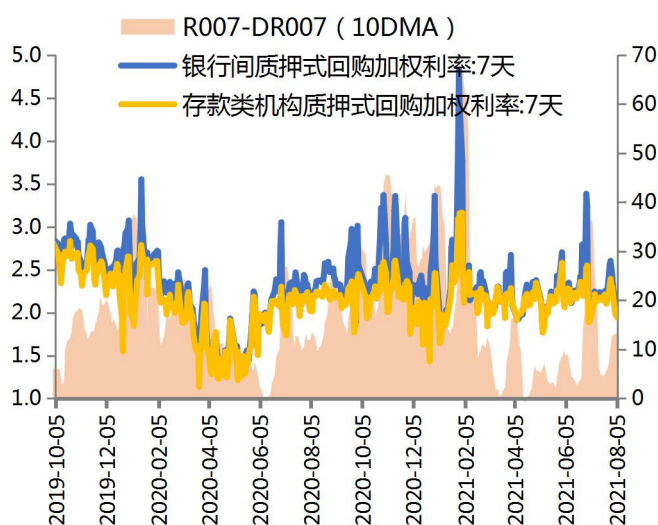
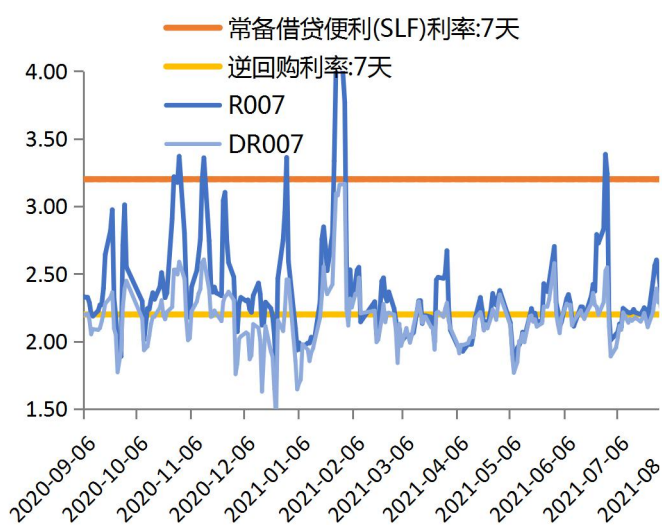
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：月初资金面宽松

央行本周小幅净回笼，月初资金面维持宽松。央行周内共开展 500 亿元逆回购操作，另有 900 亿元逆回购到期，净回笼 400 亿元。跨月后资金面极为宽松，DR001、DR007 分别下行 27bp、32bp 至 1.87%、1.98%。降准落地后资金面整体保持平稳，7 月 DR007 维持在 2.2% 附近波动，月度均值为 2.16%，降准释放资金对冲了月中 MLF 到期放量和缴税大月的流动性波动。

图 30：利率走廊（%）

图 31：R 与 DR 利差位于低位（%，bp）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

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”。

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/>