



2021年5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

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



疫情冲击仍在发酵，政治局会议进一步夯实政策底

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 4月疫情冲击持续发酵，制造业景气度收缩区间继续下滑，各分项均明显回落，仅有产成品库存回升，显示在供需两端同步大幅下滑、以及经济动能明显回落的背景下，企业呈现被动补库存的结构，价格端小幅回落但仍处于高位，原材料价格高位运行下制造业成本端压力仍在加大。同时受疫情冲击，出口新订单也明显下滑，尽管外需仍强于内需，但疫情发展和保供稳链政策仍是后期出口端的重要观测因素。

2) 政治局会议进一步夯实政策底。4月制造业企业受疫情影响加大，各地防控措施趋严影响供应链和物流，二季度经济继续下行压力加大，而随着4月下旬以来疫情的逐步收敛、和政策的进一步发力，预计4月PMI或已现低点。4月政治局会议要求疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，加快落实已经确定的政策、并抓紧谋划增量政策工具，强调“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。我们认为，在合理充裕的货币环境呵护下未来结构性工具将是重心，财政扩容概率较高，发行特别国债或存在可能，房地产政策继续松动，因城施策放松限购大概率扩围提速，进一步夯实政策底。

高频数据显示：1) 国内疫情逐渐收敛，疫情的边际收敛和企业复工复产进度将是未来经济修复的重点关注点；2) 需求端，楼市假期表现不佳，疫情持续冲击地产供需两端；3) 生产端，假期因素影响货运物流恢复节奏，开工率仍然持续分化，工业品价格环比小幅回升，原油价格再度攀升；4) 通胀端，农产品价格指数继续季节性回落，而受收储工作开展、去产能加速及疫情扩散下运输受阻等多个因素的提振，猪价低位反弹。

国内疫情扰动叠加海外加息及地缘冲突加剧经济下行压力，股市情绪持续偏弱，此次政治局会议强调加大宏观政策调节力度，再次夯实政策底，但汇率贬值和外资流出担忧下，市场仍处在寻底过程，市场底仍待宏观逻辑的逆转，政策进一步实质性动向仍是关注重点。而对于债市来说，5-7月美联储持续快速加息背景下，货币政策想象空间不足，降息窗口基本关闭，叠加中美利差倒挂下，利率下行空间受到制约，加大宏观政策调节力度下债市中期走势仍偏不利。不过当前基本面对债市仍然有利，疫情冲击消费和供应链，经济基本面压力仍未逆转，宏观环境尚处经济复苏之前、实体融资需求偏弱、叠加短期资金面维持宽松仍对债市形成支撑。

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



一、 疫情冲击持续发酵，制造业景气度收缩区间继续下滑

4月官方制造业 PMI 47.4%，继3月跌至荣枯线以下后继续回落2.1个百分点，且低于市场预期的48%；非制造业 PMI 也回落6.5个百分点至41.9%。

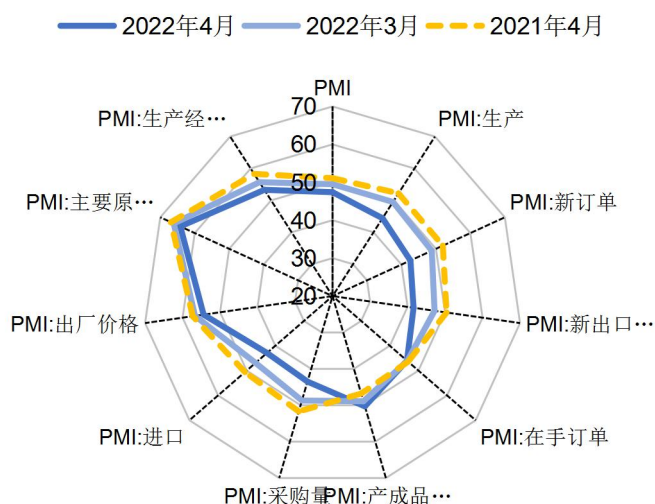
4月疫情冲击持续发酵，制造业景气度收缩区间继续下滑，各分项均明显回落，仅有产成品库存回升，显示在供需两端同步大幅下滑、以及经济动能明显回落的背景下，企业呈现被动补库存的结构，价格端小幅回落但仍处于高位，原材料价格高位运行下制造业成本端压力仍在加大。同时受疫情冲击，出口新订单也明显下滑，尽管外需仍强于内需，但疫情发展和保供稳链政策仍是后期出口端的重要观测因素。

4月制造业企业受疫情影响加大，各地防控措施趋严影响供应链和物流，供应商配送时间较上月下滑9.3个百分点，二季度经济继续下行压力加大。而随着4月下旬以来疫情的逐步收敛、和政策的进一步发力，预计4月 PMI 或已现低点，基建投资相关的土木建筑业 PMI 仍处在扩张区间。4月政治局会议要求疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，加快落实已经确定的政策、并抓紧谋划增量政策工具，房地产政策继续松动，因城施策放松限购大概率扩围提速，进一步夯实政策底。

3月以来，经济遭遇疫情和俄乌冲突两大新挑战，二季度 GDP 仍存在放缓压力，在经济增长目标达成难度加大下，政治局会议强调“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”，在经济挑战下，对目标不放弃但也不强化。因此政策端仍需加大宏观政策调节力度，一方面加快落实已经确定的政策、用好各类货币政策工具，另一方面要抓紧谋划增量政策工具、加大相机调控力度。我们认为，未来货币政策仍需主动应对，在合理充裕的货币环境呵护下，结构性工具预计将是重心，财政扩容概率较高，发行特别国债或存在可能。地产政策方面，会议支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。预计房地产政策将继续松动，因城施策放松限购将扩围提速，同时强调促进平台经济健康发展，地产投融资监管松绑等或是主要方向。

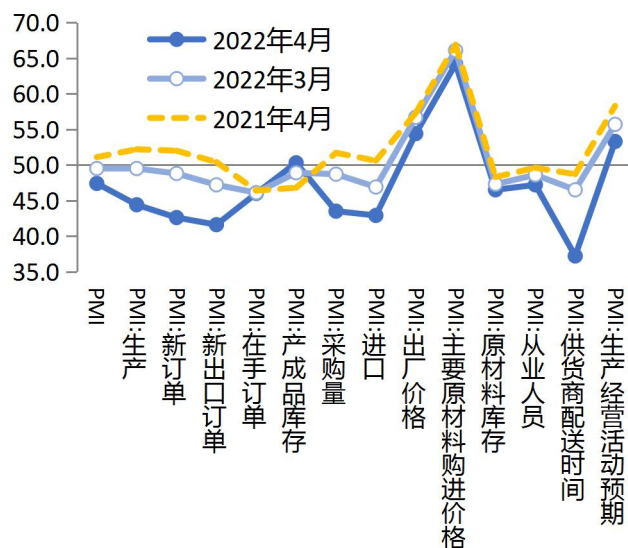


图 1：官方 PMI 指数



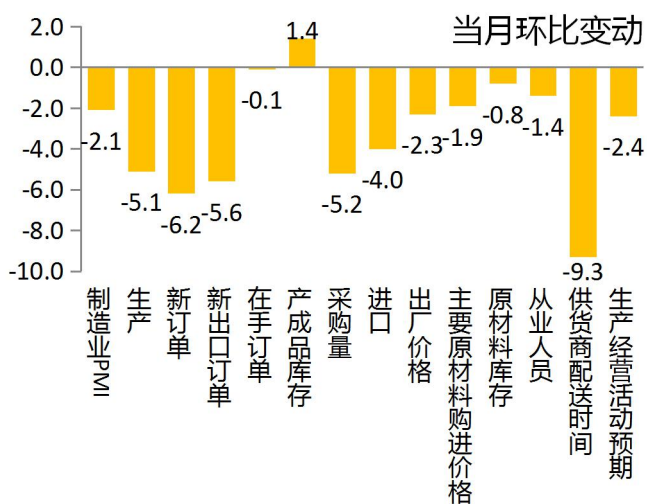
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PMI 分项



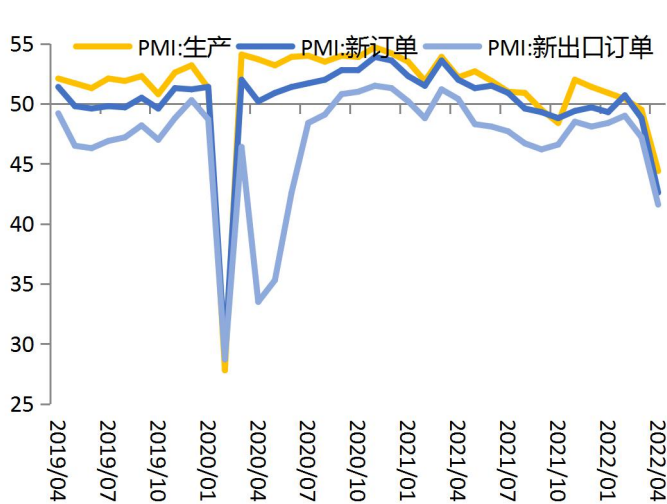
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：PMI 分项



资料来源：Wind，优财研究院

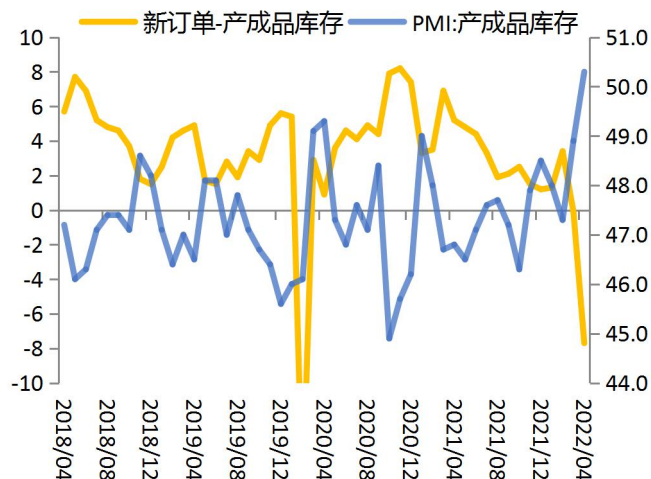
图 4：供需两端同步走弱



资料来源：Wind，优财研究院

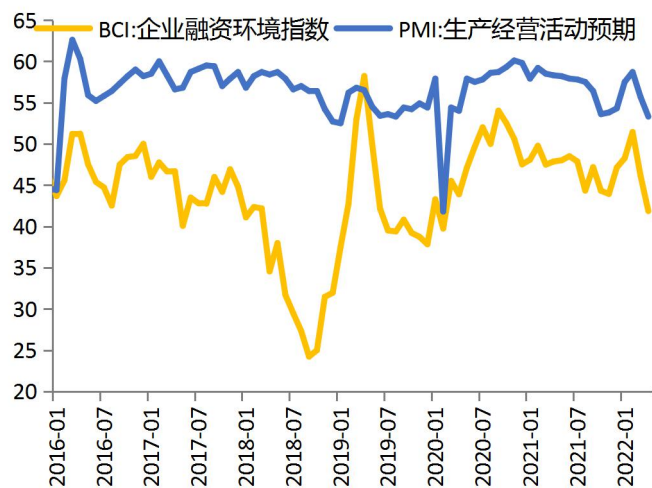


图 5：经济动能走弱，企业被动补库



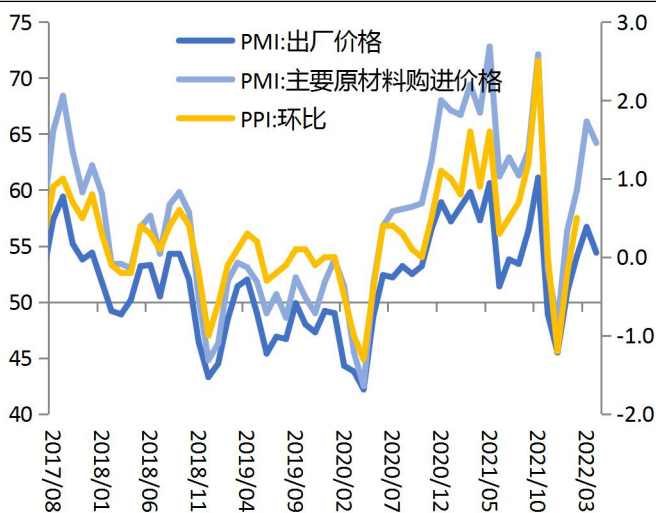
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：融资环境指数回落下企业预期走弱



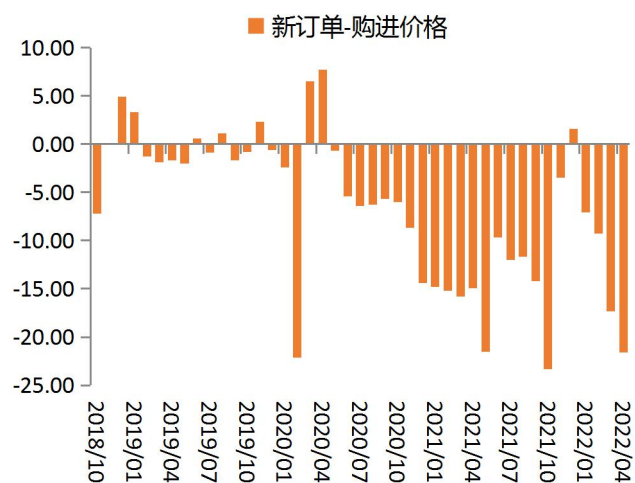
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：价格端高位小幅回落



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：制造业成本端压力不减反增



资料来源：Wind，优财研究院



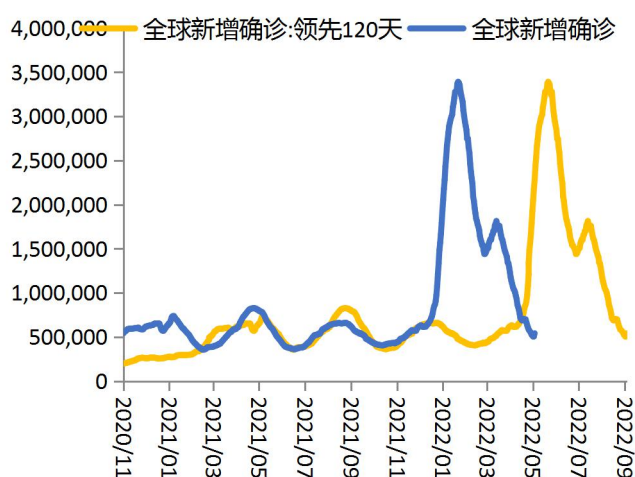
二、海外疫情和经济活动跟踪

海外疫情继续向下收敛，疫情冲击减弱下海外向正常化回归。但海外主要扰动仍在于俄乌冲突、以及海外抗通胀和美联储加息，俄乌冲突的不确定性加剧海外通胀压力，全球收紧货币应对通胀持续上行，美联储当前仍处于快速持续加息的时间窗口，但偏后周期的加息周期下经济走弱压力也在酝酿，供给端矛盾难以缓解下全球经济面临滞胀风险。

上周美联储议息会议确认加息 50bp，同时宣布 6 月 1 日开始启动缩表，基本符合市场预期，本次会议重点在于对后续加息预期的表态上，鲍威尔称会继续考虑在后续几次会议上维持单次加息 50bp 的选项，市场对于单次加息 75bp 的担忧有所弱化，会议后美股上涨，美债收益率下行，美元走低。

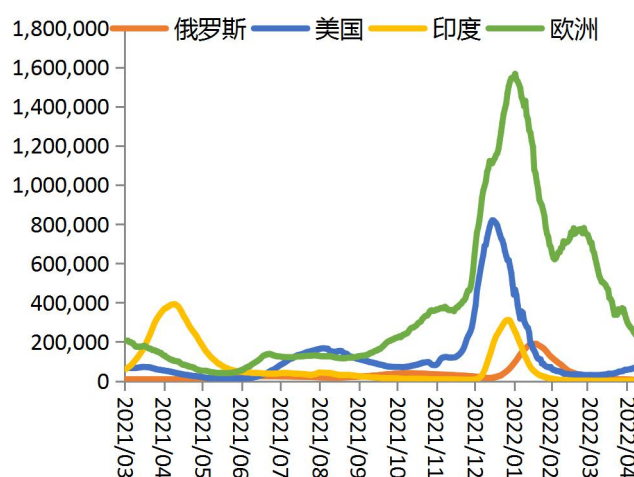
往后看，市场关注重心在于政策节奏及其影响，随着加息预期的走高，3-5 月美国股债双熊，而短期内加息预期或仍高位震荡，加息预期的逆转仍需要等待通胀、核心通胀和工资的拐点。预计美债收益率或维持高位，但进一步走升空间有限，无风险利率走高仍制约美股表现，但进一步前置化加息预期走弱下股市波动或将减弱。

图 9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

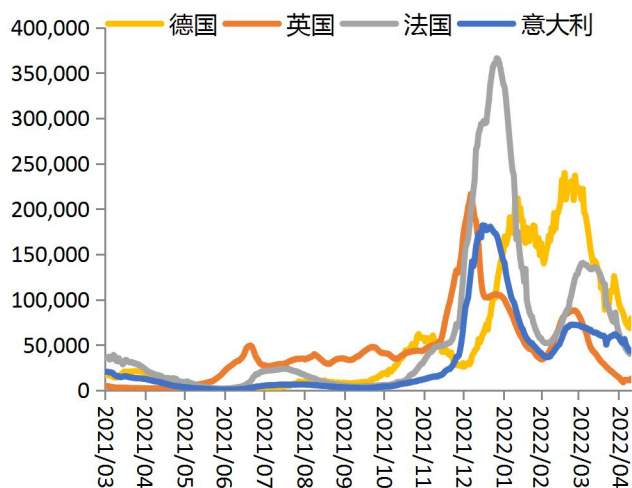
图 10：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

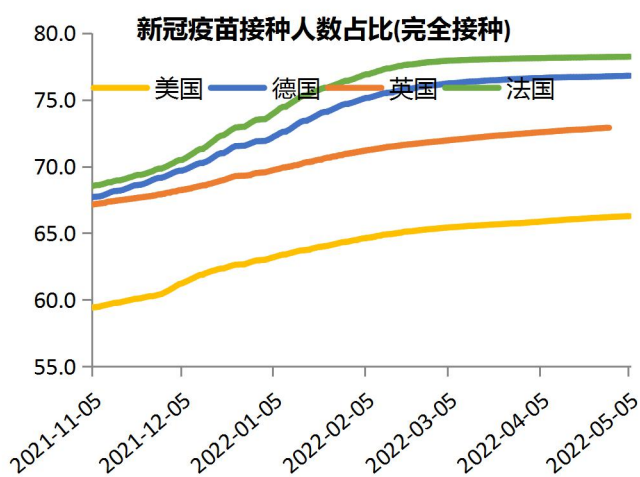


图 11: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 新冠疫苗完全接种人数占比（%）



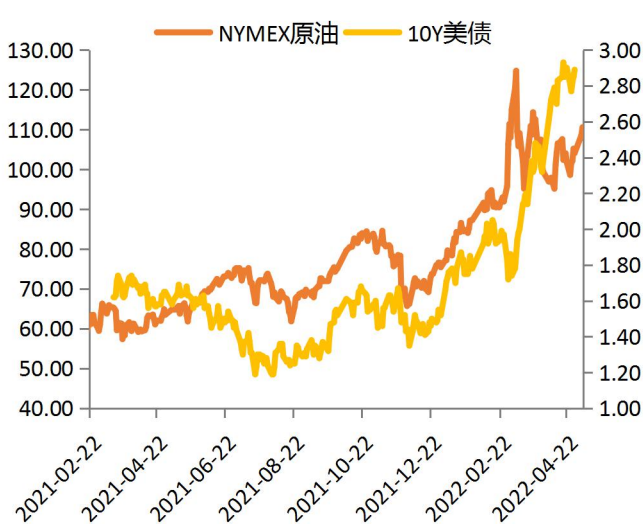
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源: Wind, 优财研究院

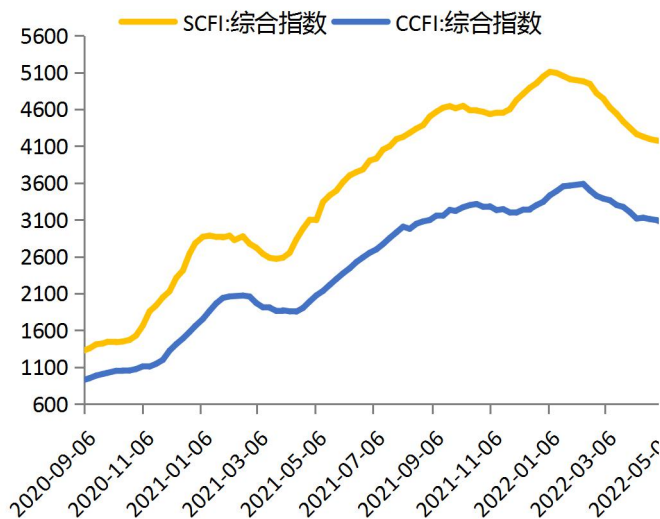


图 15: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

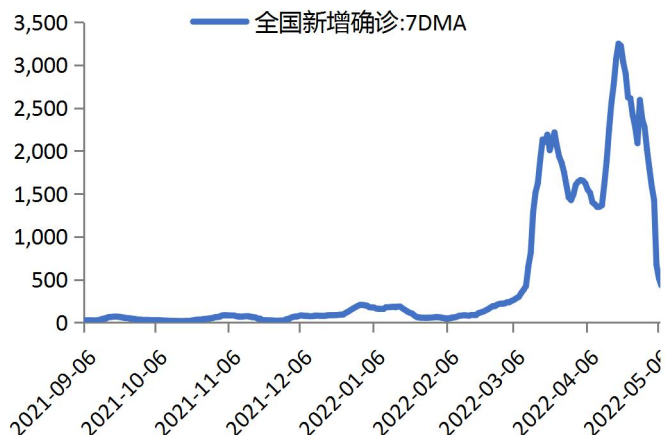
三、经济高频观察

1. 国内疫情逐渐收敛

4月下旬以来上海疫情逐渐呈现收敛状态，上周全国新增确诊继续回落，而封控措施仍处于偏严状态，全国拥堵延时指数和地铁客流量维持较低水平，上海地铁客运量持续为零。疫情防控政策下社交活动中断对消费和服务业活动的冲击仍在持续，生产端和供应链影响仍达，往后看，疫情的边际收敛和企业复工复产进度将是未来经济修复的重点关注点。

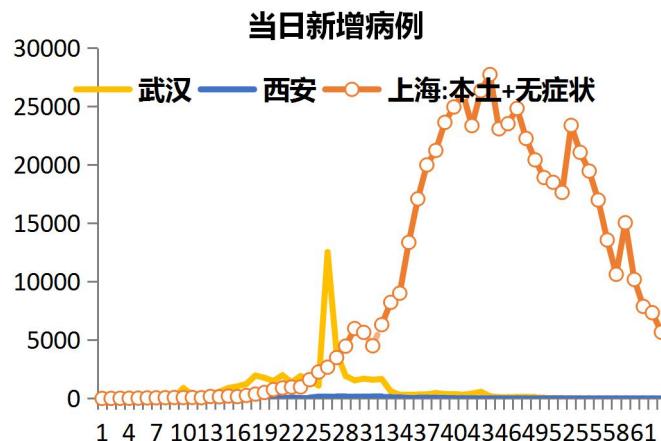


图 17：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）



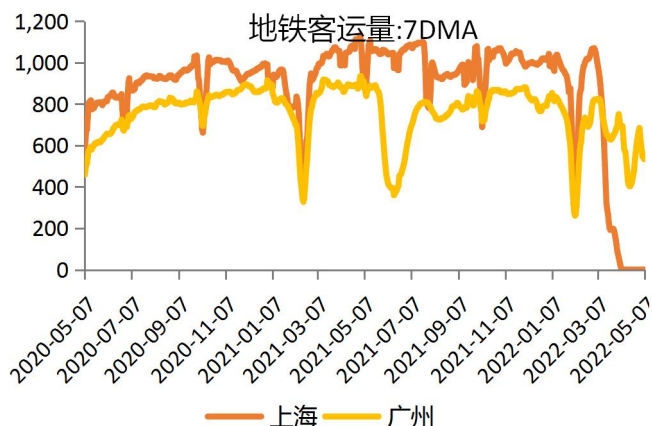
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：上海每日新增确诊仍在高位（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：地铁客运量大幅下降（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：全国拥堵指数回落



资料来源：Wind，优财研究院

2. 需求：楼市假期表现不佳，疫情持续冲击地产供需两端

楼市假期表现不佳，上周商品房销售回落，同比降幅继续扩大，5月截至7日，30城商品房成交面积同比增速-68%（4月为-54%），其中一线、三线城市销售回落幅度已经超过2020年2月疫情爆发后的最低点，疫情防控加码下一线城市降幅显著扩大，土地成交仍在低位，关注土地溢价率短期变化。全国疫情形势严峻下各地防控措施升级影响商品房销售活动，且部分地产项目也受人力短缺和物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资。



图 21: 30 城商品房成交面积 (万平方米)

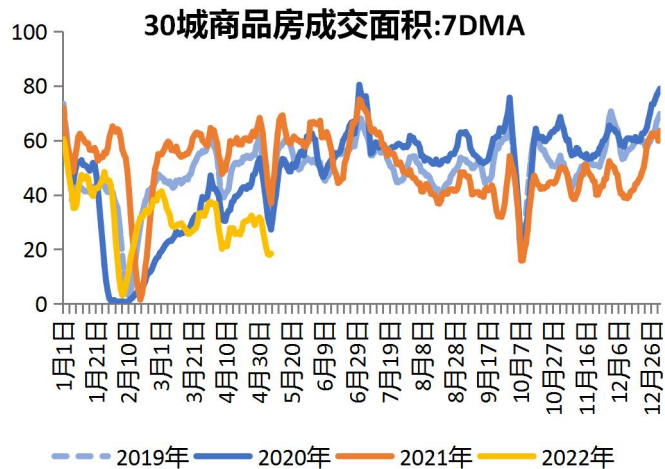


图 22: 30 城商品房成交面积同比 (%)

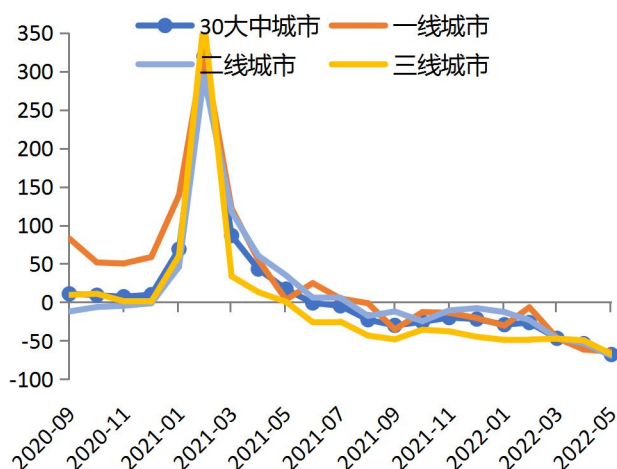


图 23: 百城土地成交面积 (万平方米)

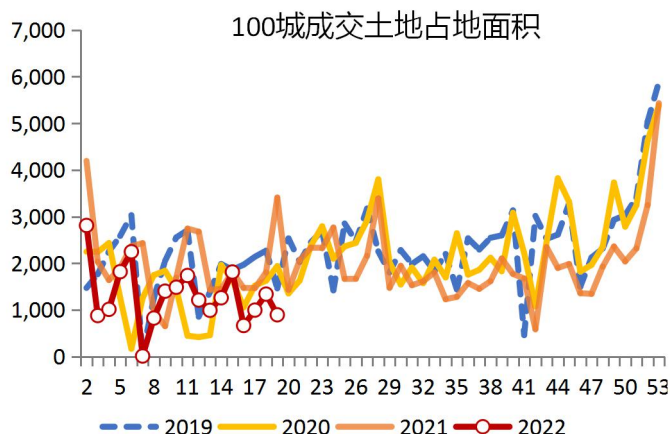
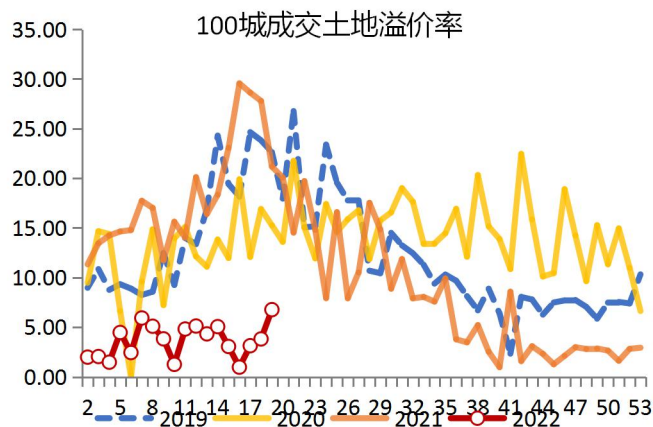


图 24: 百城土地成交溢价率 (%)



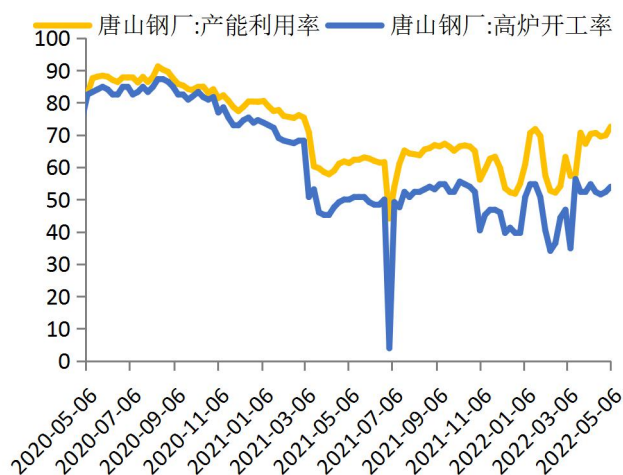
2. 生产：开工率持续分化，原油价格再度攀升

假期因素影响货运物流恢复节奏，开工率仍然持续分化，电厂日耗低位运行，唐山钢厂开工率小幅回升，而轮胎开工率再度明显回落，江浙地区涤纶长丝开工率继续下行，全国水泥发运率基本持稳。



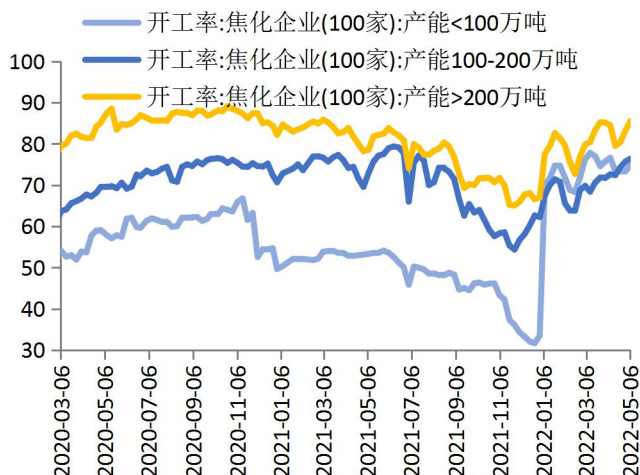
5月工业品价格环比小幅回升，其中钢材季节性去库下钢价震荡偏强，焦煤、焦炭、铁矿石价格高位回落后周内整体持稳，水泥价格继续调整，玻璃价格震荡运行。全球定价商品方面，受美联储加息及疫情仍压制下游需求影响，铜铝价格小幅下跌，而受欧盟对俄罗斯原油制裁影响，原油价格再度攀升。

图 25：唐山钢厂高炉开工率（%）



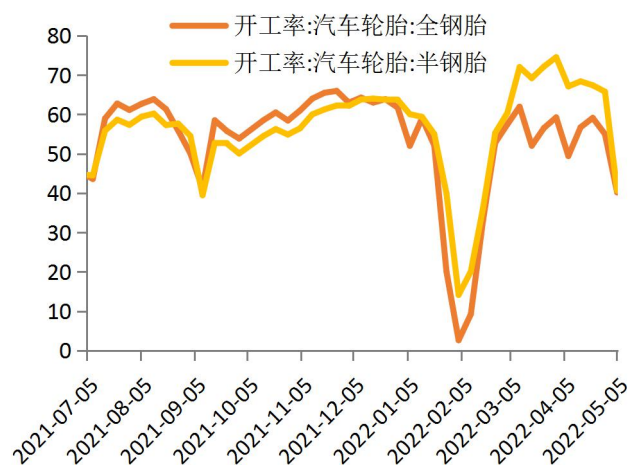
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：焦化企业开工率（%）



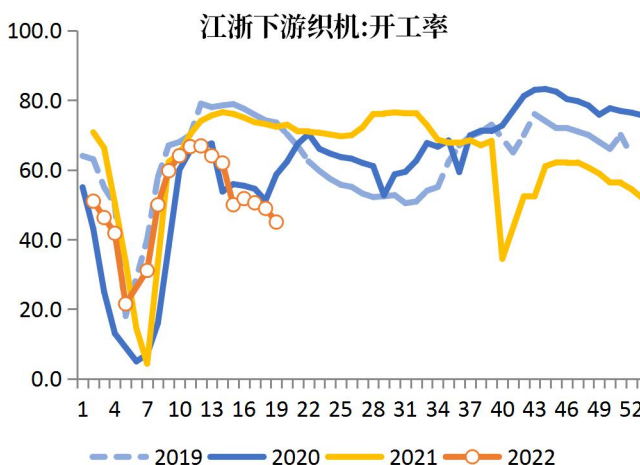
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

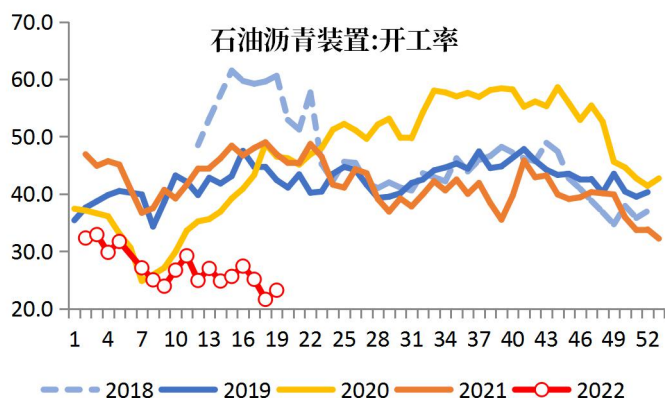
图 28：江浙下游织机开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

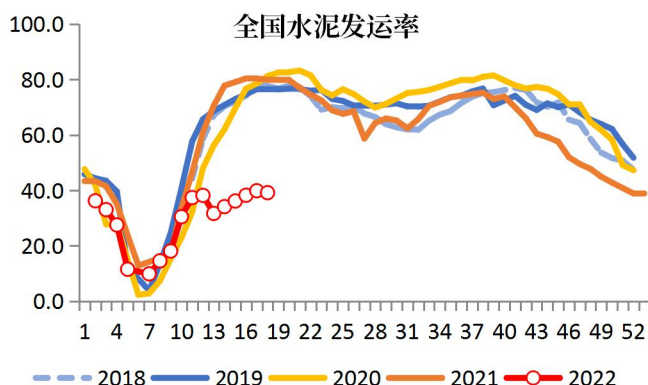


图 29: 石油沥青装置开工率 (%)



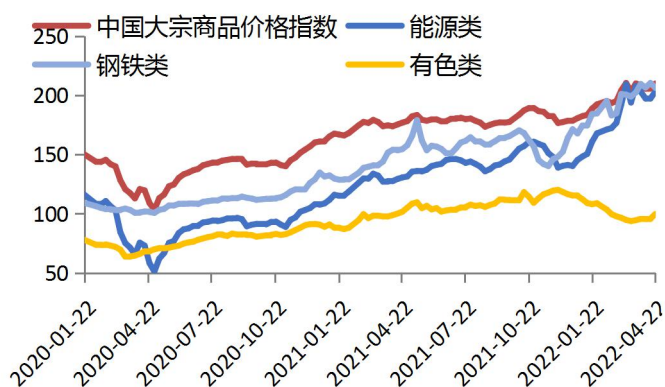
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 全国水泥发运率 (%)



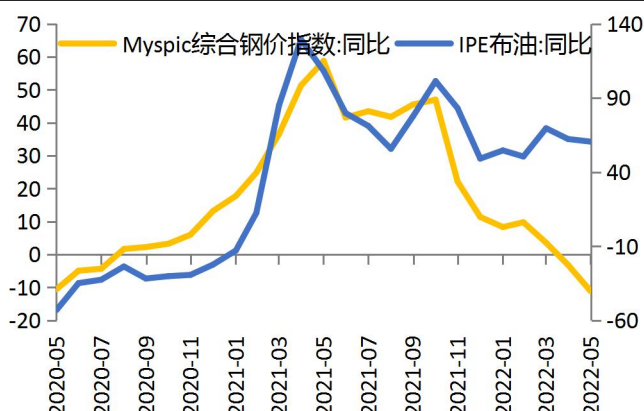
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 大宗商品价格指数



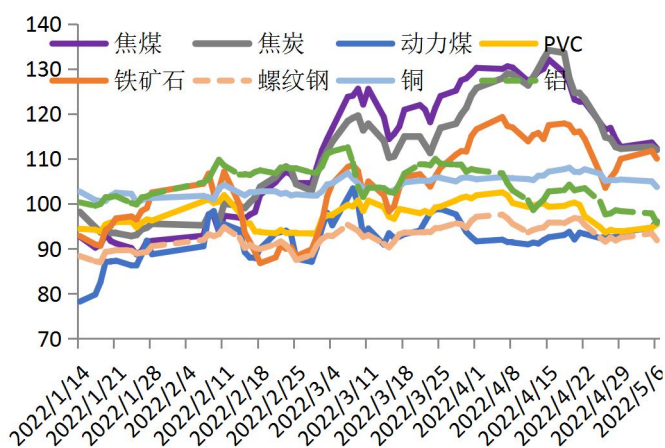
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 钢价指数&布油同比 (%)



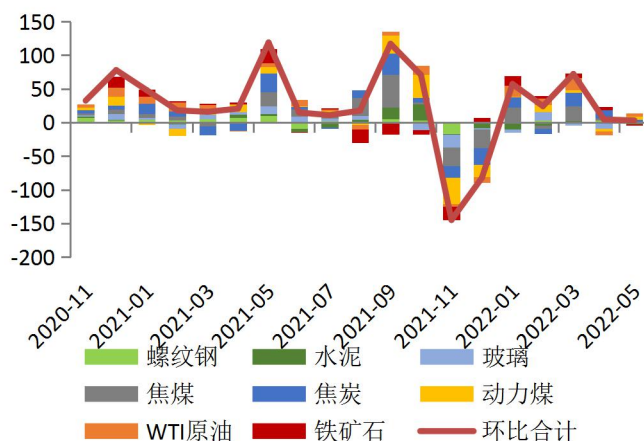
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 工业品价格月度环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



3. 通胀：农产品价格指数继续季节性回落，猪价低位反弹

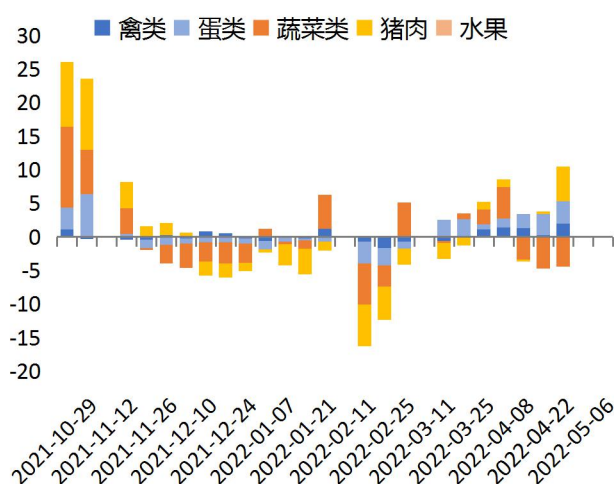
上周农产品价格指数维持季节性回落，全国蔬菜供应偏松下蔬菜价格指数高位显著回落，而猪肉价格低位反弹，受到收储工作开展、去产能加速及疫情扩散下运输受阻等多个因素的提振，全国能繁母猪存栏自去年三季度开始持续去化，生猪出栏量自今年二三季度开始逐步减少，未来生猪供应压力将边际下降。

图 35：农产品批发价格 200 指数



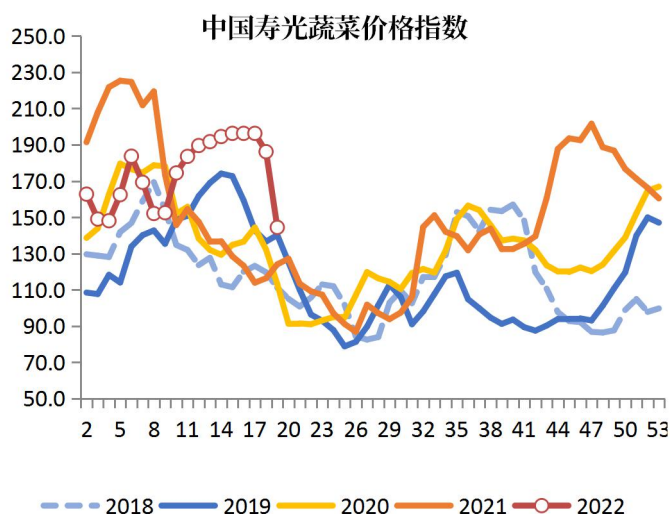
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：食用农产品价格指数:周环比 (%)



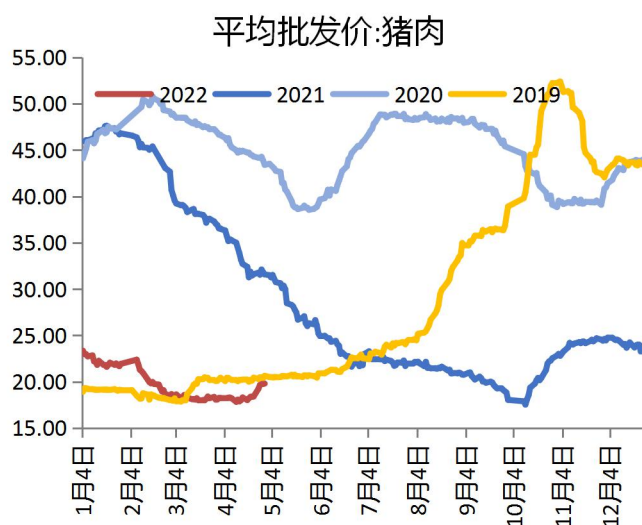
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源：Wind，优财研究院



四、 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/>