



2022年7月10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

## 疫情和政策稳增长仍是当下宏观主要逻辑

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 国内疫情近期再度出现回升，上海西安确诊病例奥密克戎 BA5 变异株，城市封控措施有所收紧。当前来看疫情依然是经济修复的边际变量，疫情的反弹仍然对国内经济修复形成不确定性。2) 央行 30 亿 OMO 操作预期引导资金面中性回归。上周央行连续五日进行 30 亿逆回购，累计净回笼 3850 亿元，银行间市场资金面依旧稳中偏宽。我们认为，30 亿回购操作量并不代表货币政策边际转向，经济修复的内生动能不足、微观主体活力不足下，宽信用仍需宽货币保驾护航，货币未到收紧之时。但下半年货币政策需要兼顾更多目标，外部美联储加息+内部 CPI 上行，内外平衡压力加大，货币政策约束加大，央行的操作更多意在避免市场形成持续宽松预期的态度，并在中美基准利率即将面临倒挂下引导资金面的中性回归。3) **CPI 三季度破 3% 概率走高，PPI 持续下行**。6 月 CPI 主要受油价拉动，疫情收敛等拉动，而随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力，经济小修复推升需求端回暖，叠加此前 PPI 高位带来的成本端压力的逐渐传导、以及猪周期开启，CPI 仍处于上行通道，8、9 月或阶段性破 3%。而 PPI 延续下行趋势，随着海外衰退预期升温，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换，下半年同比高基数下 PPI 回落速度加快，四季度或降至 0 附近。

**高频数据显示：**1) 美联储加息节奏加快下美国经济衰退担忧升温，全球避险情绪回升；2) 疫情反弹拖累二三线地产销售，疫情仍是需求端修复的主要变量；3) 开工率表现不一，建筑活动高频指标继续边际改善；4) 海外经济衰退预期升温，宏观需求偏弱情绪主导工业品价格走势；5) 农产品价格指数季节性上涨，猪肉价格回升加快。

我们认为股市下半年宏观环境大概率好于上半年，美联储加息下，外资流出和汇率贬值压力是负面扰动，不过中美经济周期错位下，中国从类衰退转向弱复苏，国内经济复苏方向确定叠加内部流动性充裕，仍支撑 A 股走出相对独立的行情，但经济修复斜率偏弱下制约股市进一步回升空间，且近期反弹力度不低，业绩期来临下短期股市或偏休整。

而债市低波动环境延续下提防三季度逆风，随着三季度内生融资需求有望小幅修复下，债市环境较上半年走弱，宏观经济进入小复苏区间+货币政策内外约束加大+资金面中性收敛+财政存增量空间+中美利差倒挂下，债市逆风下三季度利率面临一定上行风险。不过微观主体活力不足、经济内生动力偏弱仍制约经济修复斜率，叠加资金面整体合理充裕基调不变，仍限制收益率上行空间，四季度债市或重回震荡或小幅下行，预计 10Y 国债收益率维持 2.65-3.0% 震荡区间，三季度提防利率上行压力，利率若调整接近上沿仍是机会，债市整体仍将延续低波动状态。7-8 月资金面中性回归预期下可适度博弈曲线小幅熊平机会。

### 风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

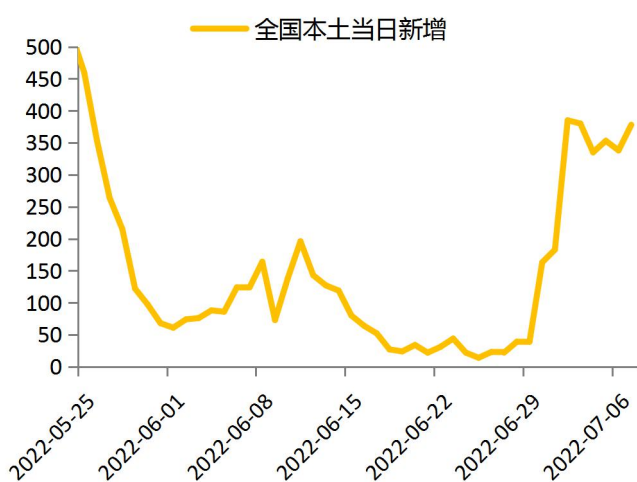


## 一、疫情仍是经济修复的边际变量

### ● 全国多地疫情反弹，疫情依然是经济修复的边际变量

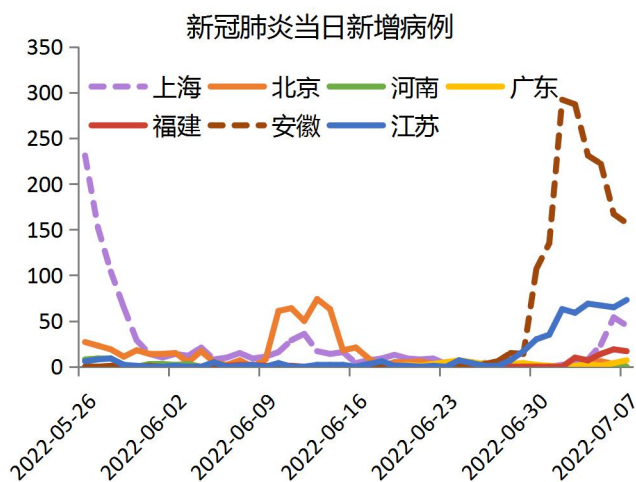
国内疫情近期再度出现回升，上海西安确诊病例奥密克戎 BA5 变异株，城市封控措施有所收紧。主要城市地铁客运量回升斜率有所放缓，仍略低于去年同期水平，而受疫情后非公共交通出行增加的提振，百城拥堵指数维持偏高位置。当前来看疫情依然是经济修复的边际变量，疫情的反弹仍然对国内经济修复形成不确定性。

图 1：全国疫情整体稳定（例）



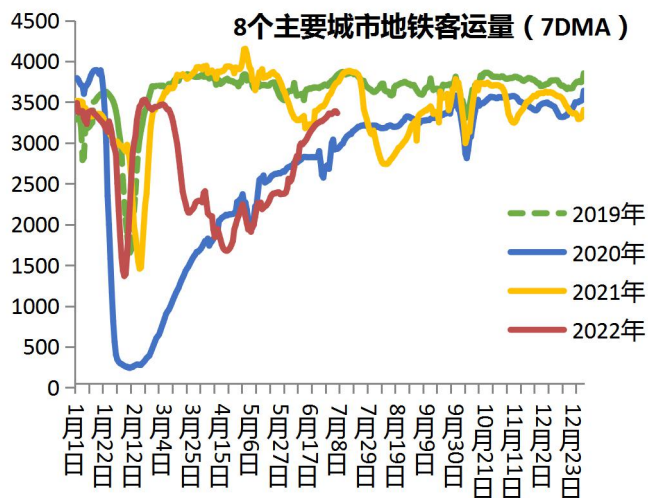
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：疫情再度呈现多点散发（例）



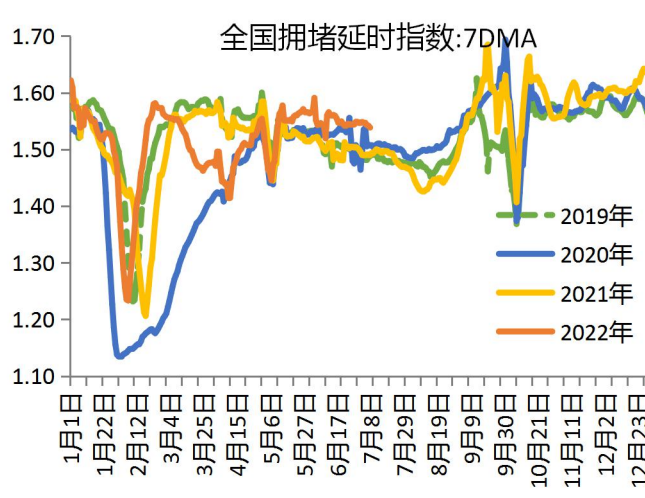
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地铁客运量回升斜率略有放缓（万人次）



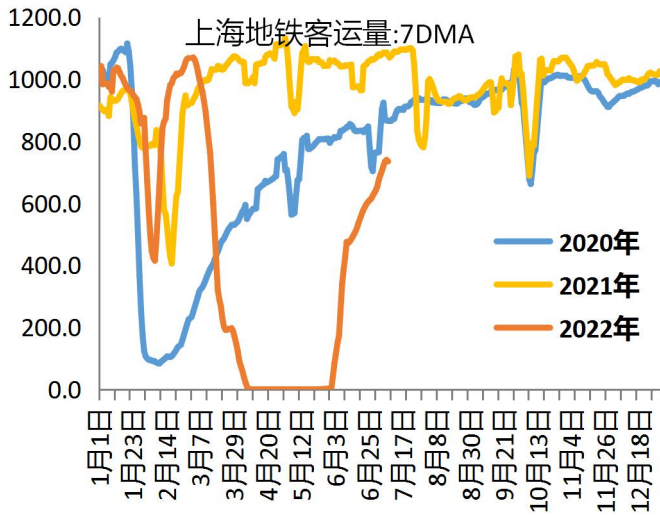
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：全国拥堵指数维持稳定



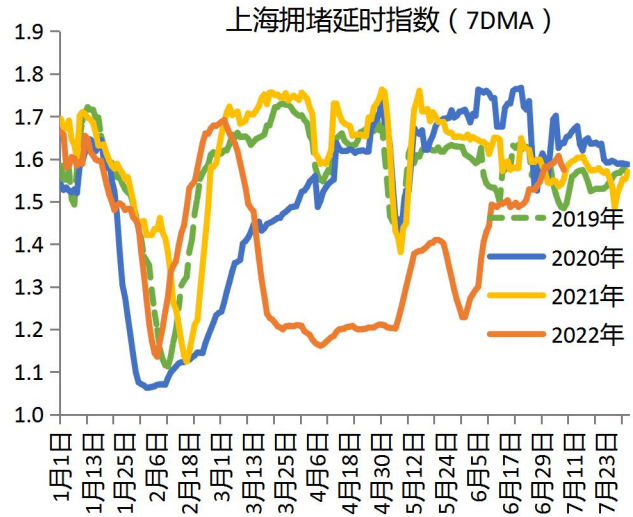
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：上海复工复产仍在加快（万人次）



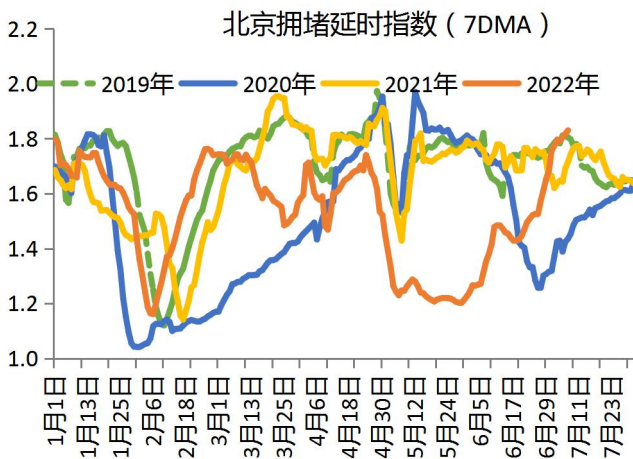
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：上海拥堵指数接近往年水平



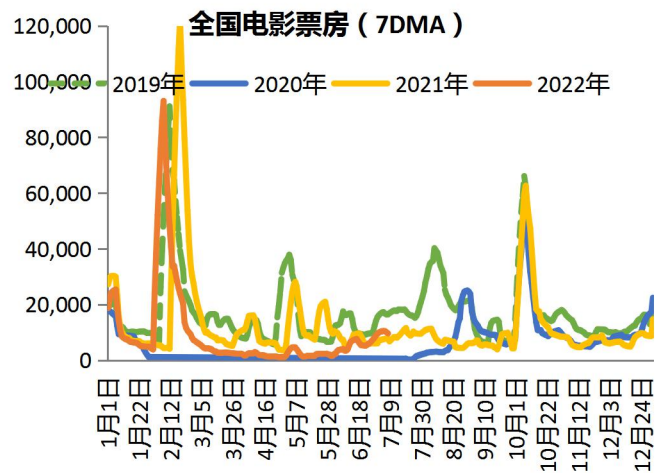
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：北京城市活动明显回升



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：电影票房底部小幅回暖（万元）



资料来源：Wind，优财研究院

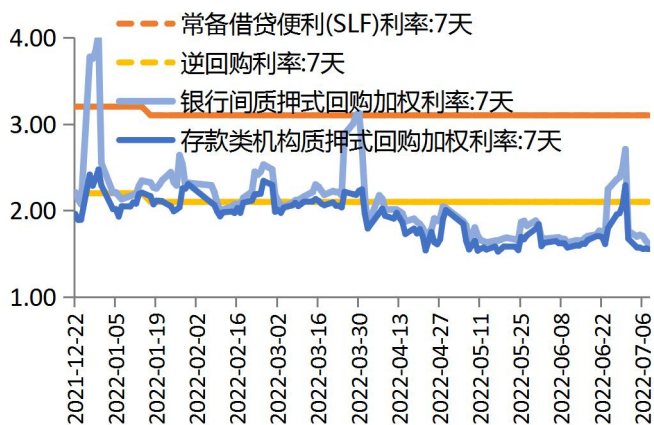


● 央行 30 亿 OMO 操作预期引导资金面中性回归

央行公开市场操作规模缩量至 30 亿元，资金面持续稳中偏宽。上周央行连续五日进行 30 亿逆回购，周内共有 4000 亿元逆回购到期，因此累计净回笼 3850 亿元，这是自 100 亿常态化 OMO 操作后，央行时隔一年多再次出现低于 100 亿元的操作规模。而尽管周内大幅净回笼，银行间市场资金面依旧稳中偏宽，隔夜回购加权利率在 1.2% 低位附近徘徊。月中 MLF 到期规模不大下，央行或继续等量续作，资金面压力有限。

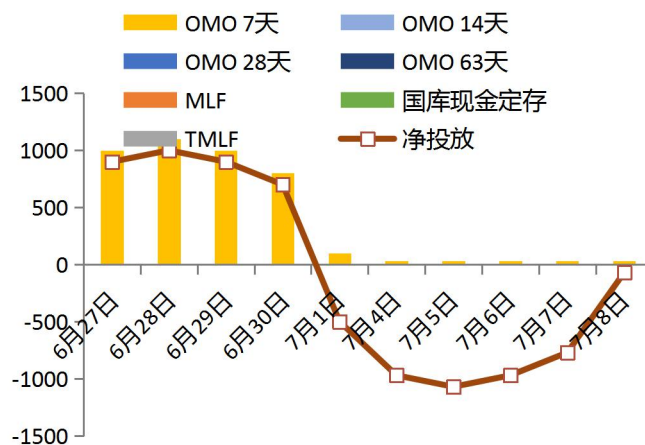
我们认为，央行的操作意在引导资金面的中性回归，避免市场形成持续宽松预期的态度，不过 30 亿回购操作量并不能理解为货币政策边际转向的信号，当前并未出现机构的过度加杠杆行为，同时经济的修复斜率或也偏弱，内生动能不足、微观主体活力不足是主要矛盾，实体融资需求偏弱阶段，宽信用仍需宽货币保驾护航，货币未到收紧之时，央行货币政策工具更加侧重价格而非数量。但下半年货币政策需要兼顾更多目标，外部美联储加息+内部 CPI 上行，内外平衡压力加大，货币政策约束加大。7 月美联储加息窗口在即下，中美基准利率面临倒挂，短端利率需要从当前低于政策利率约 40bp 的偏离状态回归。央行的操作更多地体现了避免市场形成持续宽松预期的态度，资金面预计也将从宽松向中性逐渐收敛。

图 9：DR007 持续低于利率走廊下限 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：央行连续五日进行 30 亿逆回购 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

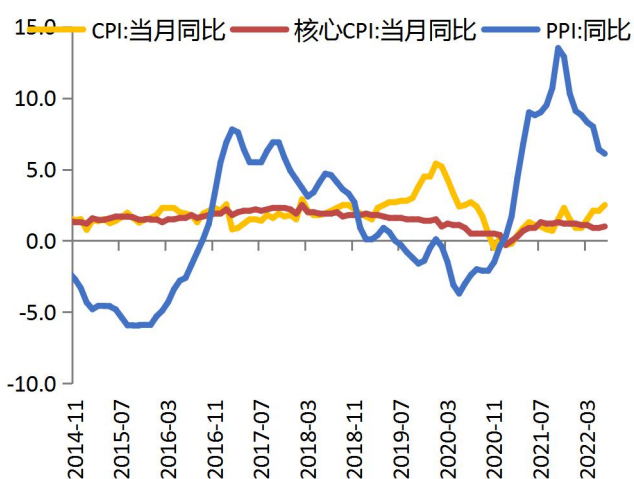
● CPI 三季度破 3% 概率走高，PPI 持续下行

6 月 CPI 同比 2.5%，市场预期 2.4%，前值 2.1%；环比持平；6 月 PPI 同比 6.1%，市场预期 6.0%，前值 6.4%；环比持平。

6 月 CPI 同比较 5 月走高 0.4 个百分点，主要受油价拉动，疫情收敛、社交经济消费类价格也存在恢复性上涨。但核心 CPI 较上月仅回升 0.1 个百分点，耐用消费品价格下跌下可选消费仍然疲弱，核心通胀依然偏弱。6 月 PPI 同比 6.1%，下降 0.3 个百分点，近期海外衰退担忧升温下大宗商品全线下跌，铜油比创 2015 年以来新低。

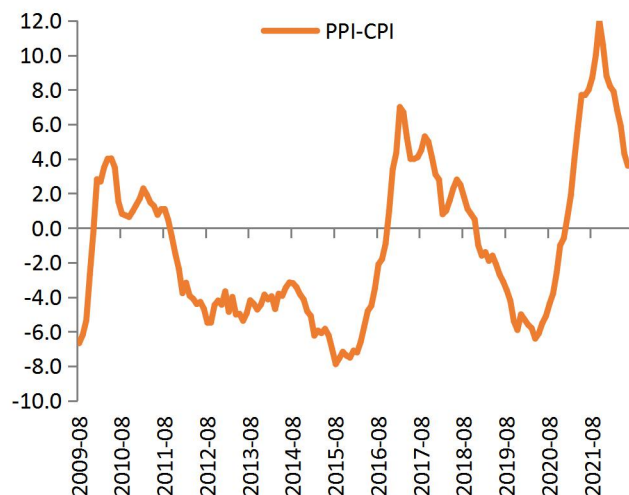
近期系养殖户对下半年猪价看涨预期强烈，压栏育肥等造成短期供给缩量，猪价快速上涨。往后看，随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力，经济小修复推升需求端回暖，叠加此前 PPI 高位带来的成本端压力的逐渐传导、以及猪周期开启，CPI 仍处于上行通道，8、9 月或阶段性破 3%。而 PPI 同比继续延续回落趋势，四季度或降至 0 附近，随着海外衰退预期升温，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换。而国内经济疫后小复苏下，国内定价的黑色系商品表现或好于海外定价的原油和有色，下半年同比高基数下 PPI 回落速度加快。

图 11: CPI VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

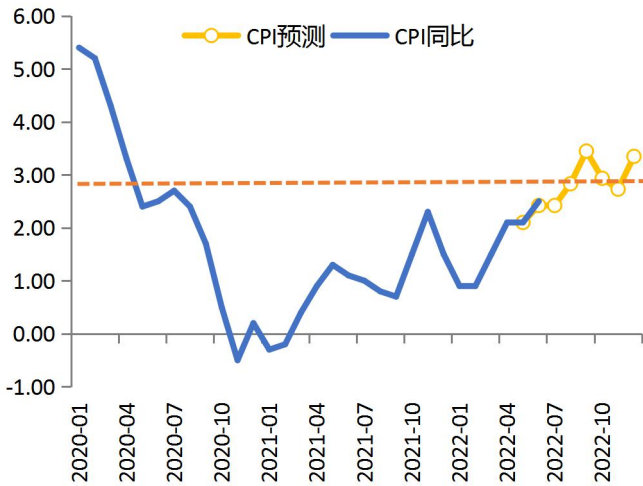
图 12: PPI-CPI 剪刀差继续收敛 (%)



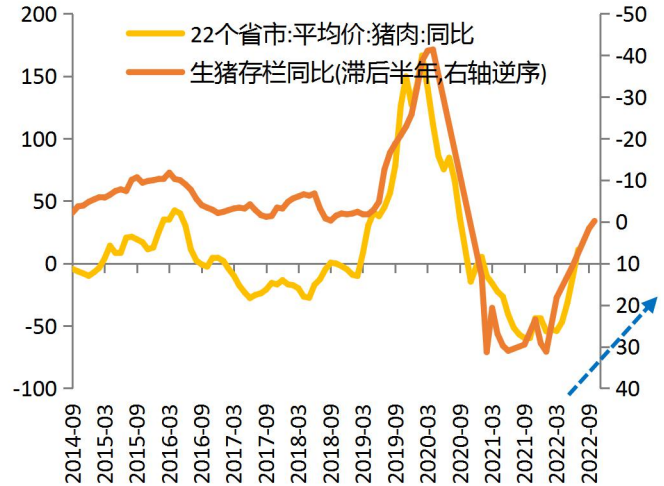
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 下半年 CPI 或阶段性破 3% (%)

图 14: 猪价有望逐渐迎来上行周期 (%)

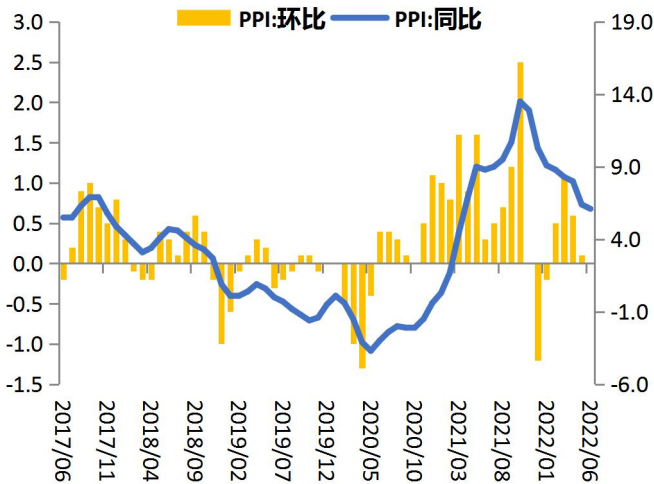


资料来源: Wind, 优财研究院



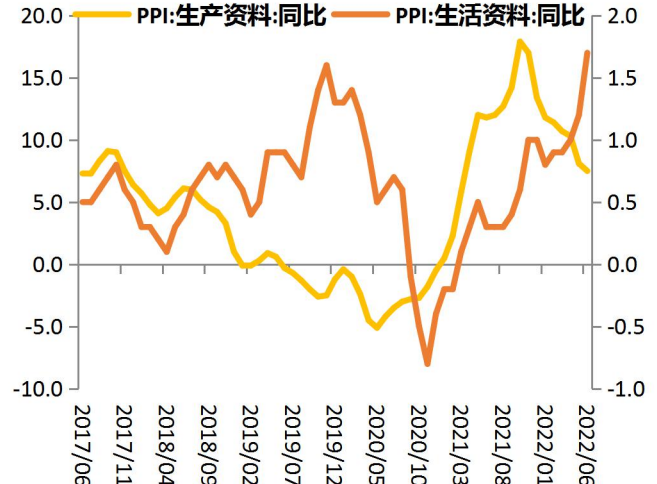
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: PPI 延续同比回落趋势 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: PPI 生产资料&生活资料 (%)

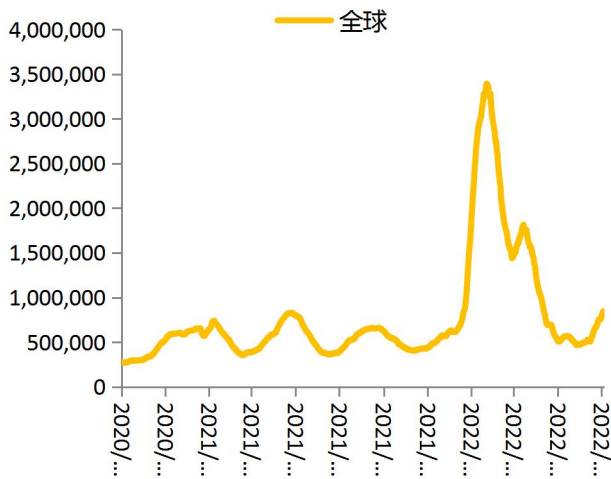


资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、海外疫情和经济活动跟踪

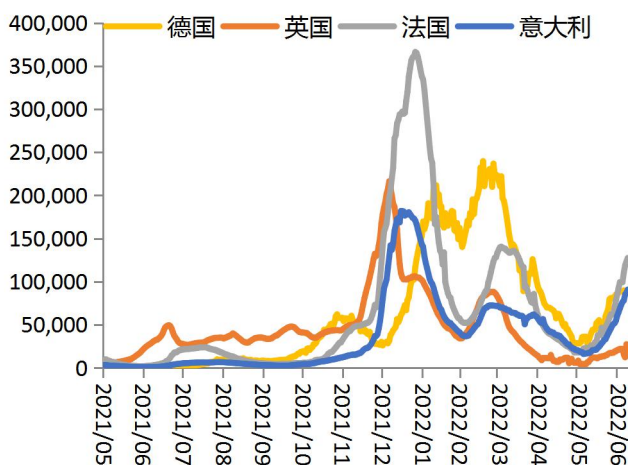
美国通胀仍在筑顶阶段，加息预期持续高位，美国经济衰退担忧升温，全球避险情绪回升。美国通胀持续高企下美联储加息节奏进一步加快，美联储快速紧缩下通胀和增长的下行方向基本确定，关键在于两者的回落速度。但一方面，美联储需要通过更激进的加息以抑制需求，来实现抗通胀目标，美国经济硬着陆风险加大；另一方面，高通胀侵蚀居民实际收入，通胀飙升下消费者信心受挫；叠加美债收益率曲线长短端接近倒挂，均预示美国年底衰退压力加大。经济大概率呈现滞涨或衰退的特征，美股压力仍然较大，美债收益率和美元则短期维持高位，中期衰退概率加大下美债收益率上行空间逐渐受限。

图 17: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



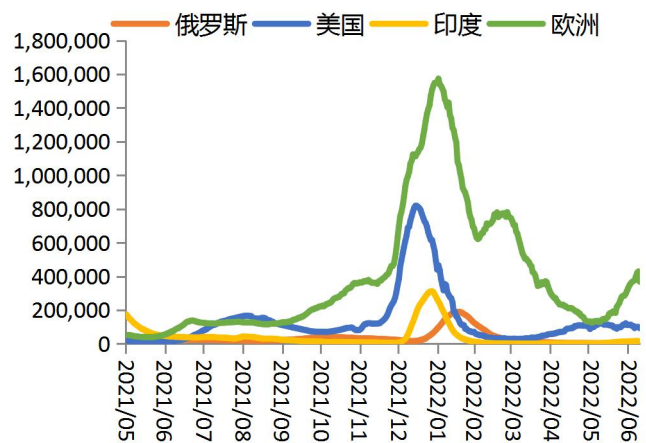
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



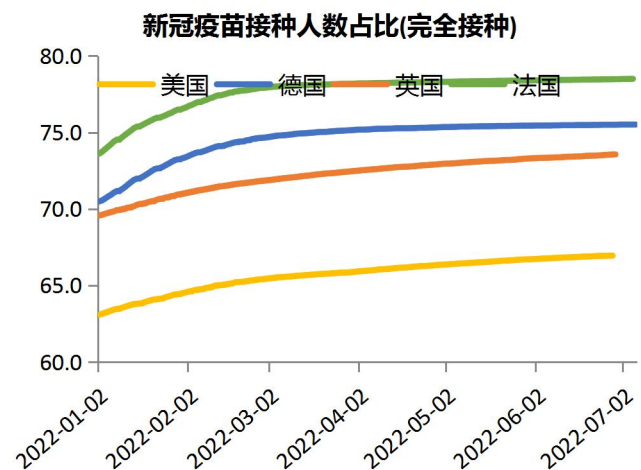
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

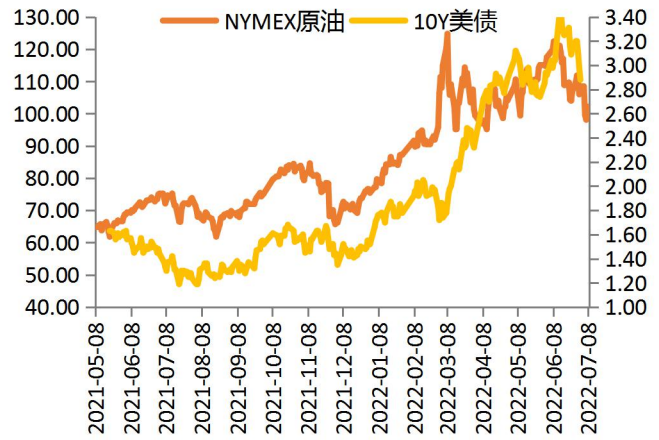


图 21: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



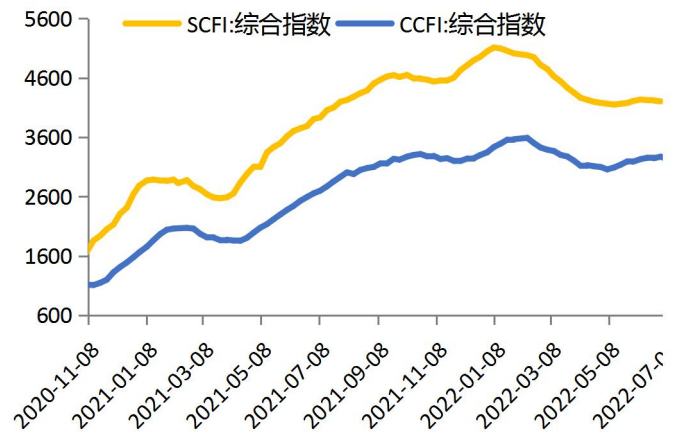
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

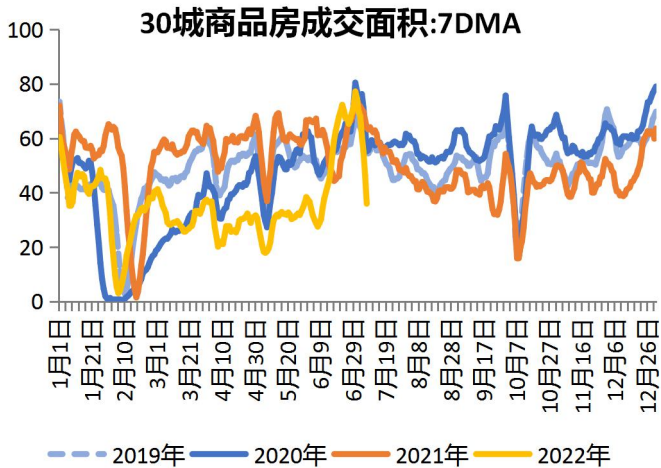
### 三、经济高频观察

1. 需求: 疫情反弹拖累二三线地产销售, 疫情仍是需求端修复的主要变量



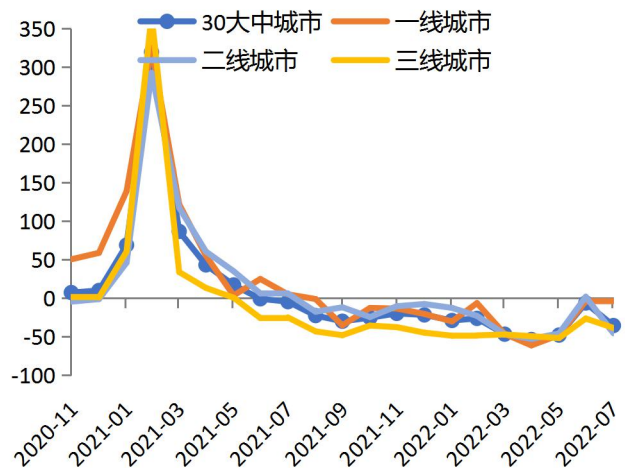
受国内疫情反弹影响，上周商品房销售自疫后高位回落，同比降幅再度扩大，7月截至7日，30城商品房成交面积同比增速为-35.7%（6月为-6.4%）。其中一线城市整体稳定，而受近期疫情反弹集中于二三线城市影响，二三线城市商品房降幅较大，疫情仍是需求端修复的主要变量。

图 25：30 城商品房成交面积（万平方米）



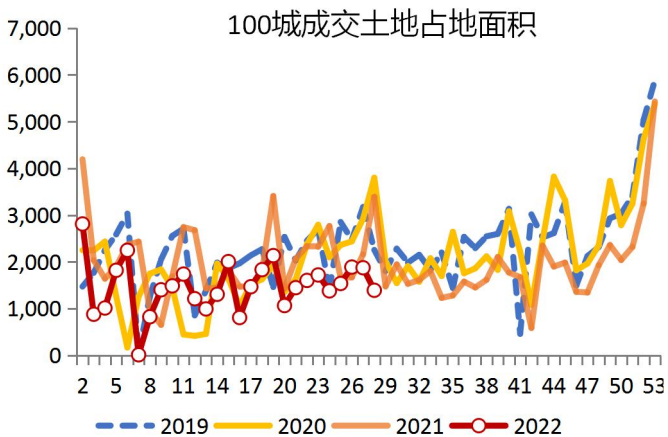
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：30 城商品房成交面积同比（%）



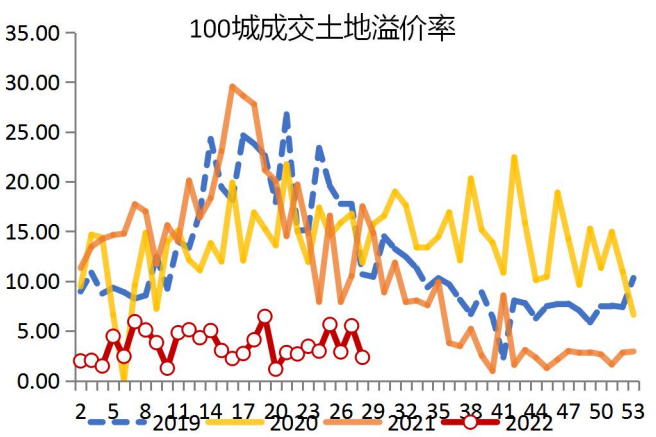
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：百城土地成交溢价率（%）



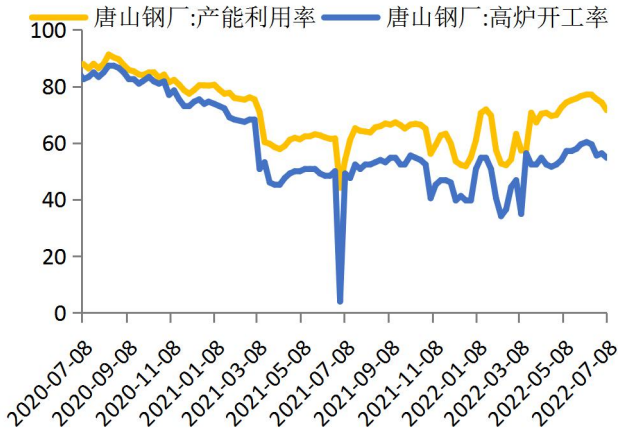
资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 生产：开工率表现不一，建筑活动高频指标继续边际改善

受近期高温天气影响，电厂日耗温和上升；而近期受下游需求不稳定影响，钢厂检修范围扩大，部分钢厂自发性减产，唐山钢厂开工率从高位小幅回落；轮胎开工率持续

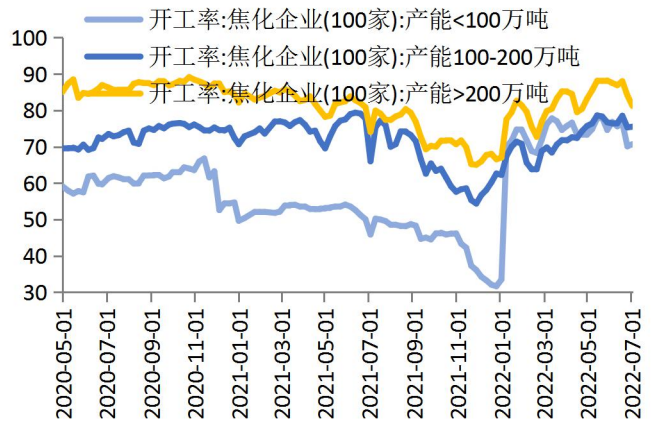
高位运行，近期成品库存高位叠加终端需求恢复缓慢下，开工率提升力度相对有限；江浙地区涤纶长丝开工率延续窄幅波动。建筑活动高频指标继续边际改善，石油沥青装置和水泥企业开工率继续抬升。

图 29：唐山钢厂高炉开工率 (%)



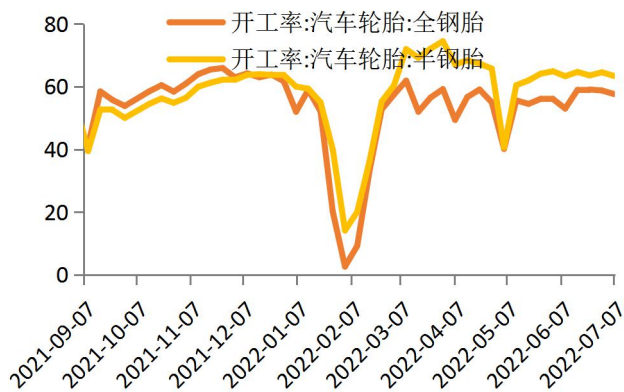
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：焦化企业开工率 (%)



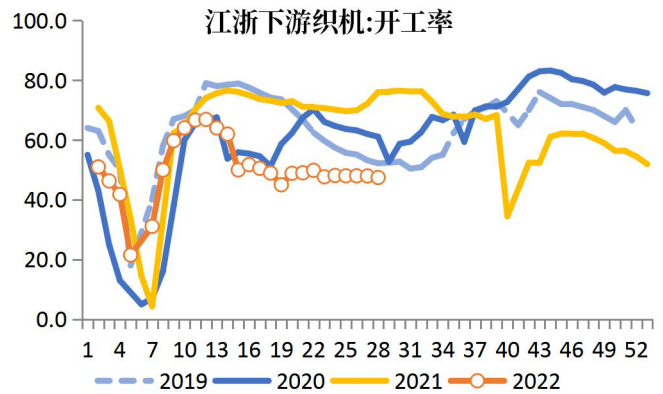
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

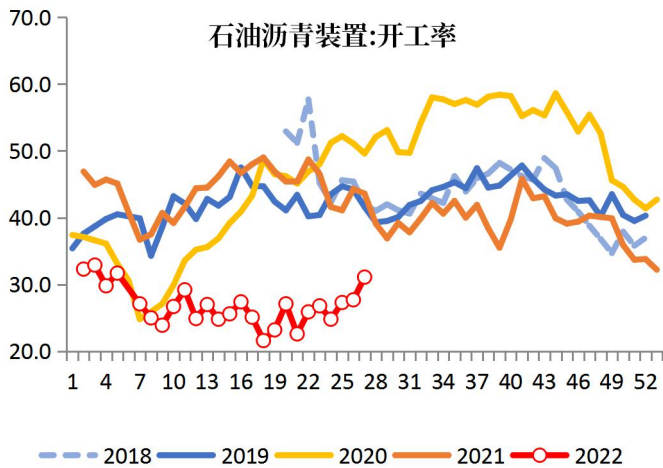
图 32：江浙下游织机开工率 (%)



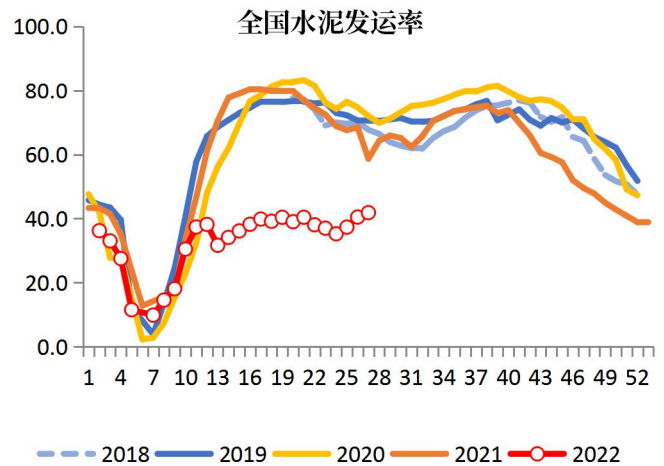
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：石油沥青装置开工率 (%)

图 34：全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

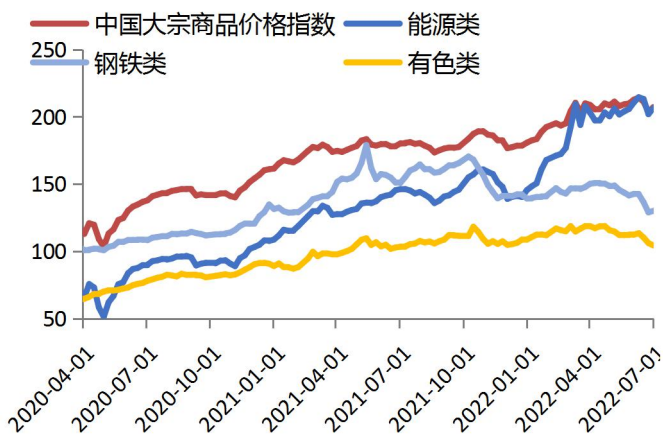


资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 工业品价格：海外经济衰退预期升温，宏观需求偏弱情绪主导工业品价格走势

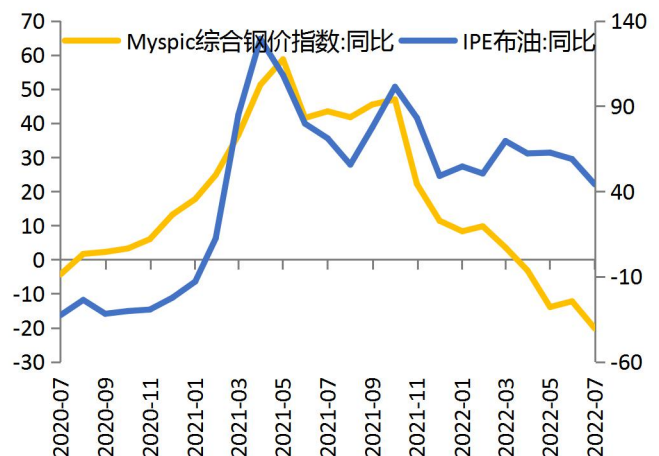
工业品价格持续偏弱，焦煤、焦炭、铁矿震荡偏弱，而PVC延续偏弱走势、持续下行，钢价整体偏震荡，一定程度上受到国内政策发力支撑需求的影响。而海外美联储加息节奏加快下经济衰退预期升温，尽管原油供给端问题仍未改善，但需求走弱叠加避险情绪下，原油价格迎来暴跌行情，而全球宏观情绪偏弱主导下铜铝价格也再度大跌。

图 35: 大宗商品价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 钢价指数&布油同比 (%)

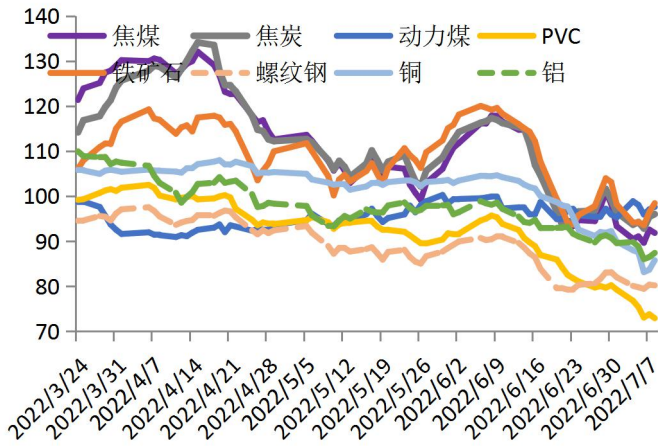


资料来源: Wind, 优财研究院

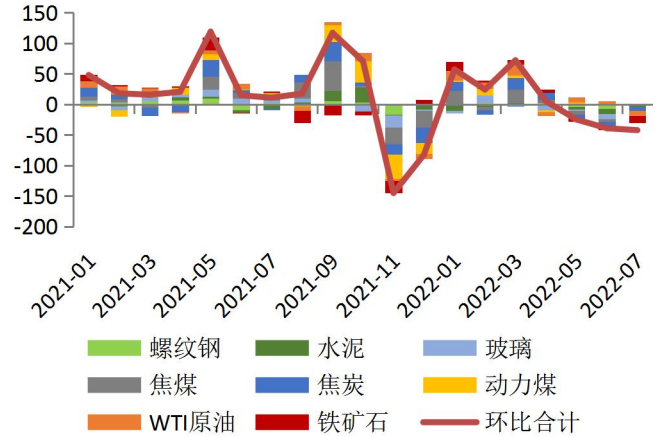
图 37: 上游高耗能产品价格 (指数定基)

图 38: 工业品价格月度环比 (%)





资料来源：Wind，优财研究院

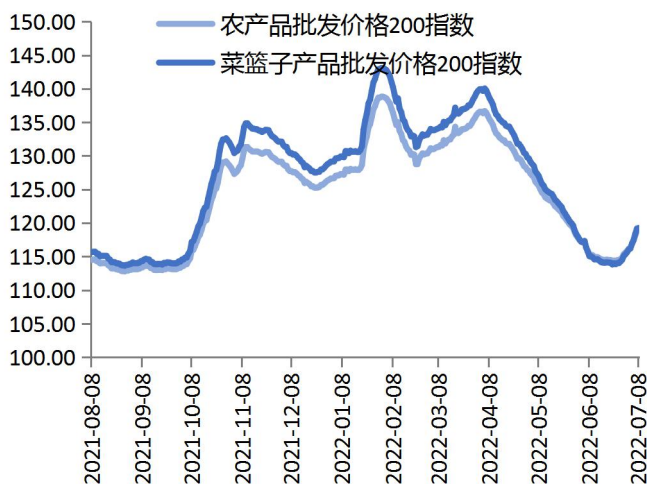


资料来源：Wind，优财研究院

#### 4. 通胀：农产品价格指数季节性上涨，猪肉价格回升加快

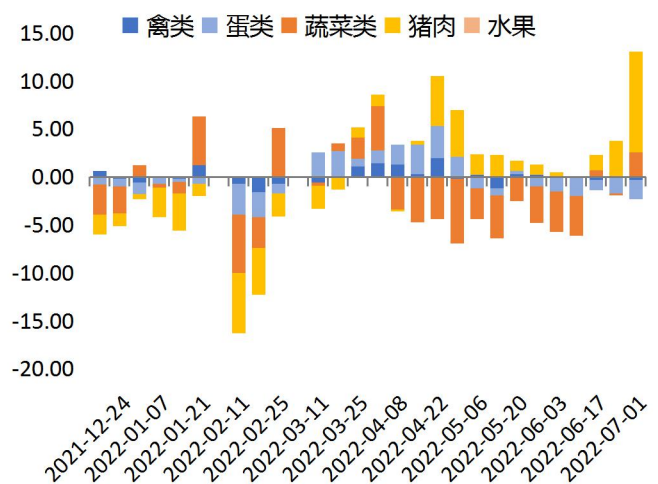
农产品价格指数季节性上涨，蔬菜价格季节性反弹，而近期猪肉价格回升加快，主要受到非理性压栏惜售和二次育肥现象的支撑。近期发改委召开生猪市场保供稳价专题会议，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，并表示将适时启动投放猪肉储备，防范生猪价格过快上涨。往后看，猪肉价格上涨或带动下半年CPI的回升。

图 39：农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 40：食用农产品价格指数:周环比 (%)

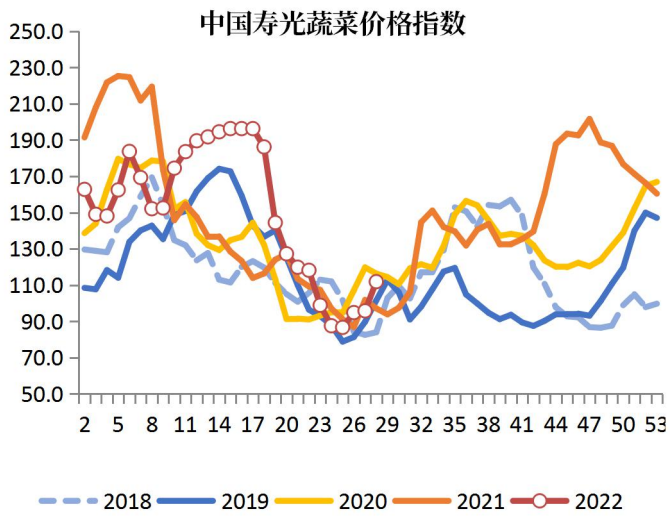


资料来源：Wind，优财研究院

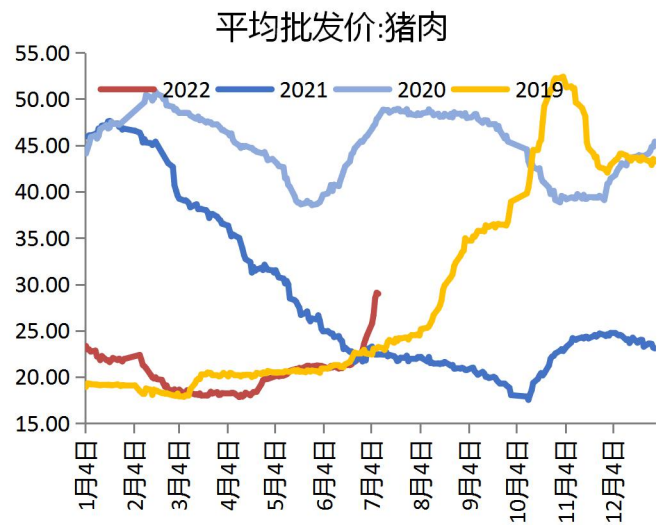
图 41：寿光蔬菜价格指数

图 42：猪肉平均批发价 (元/千克)





资料来源：Wind，优财研究院



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/>