



2022年8月7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



疫后经济自发式修复动能减弱

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 疫后经济自发式修复动能减弱，7月制造业PMI再次跌入收缩区间，总需求不足仍是主要矛盾，制造业主动去库下供需双弱，海外衰退预期下大宗商品价格回落，原材料价格降幅较大。当前经济仍处在缓慢复苏区间，地产风险压低经济修复斜率，叠加近日三亚疫情升温，经济小复苏挑战加大。2) 银行间资金面持续宽松，机构加杠杆情绪升温，DR007继续下行，与政策利率偏离程度继续加大。我们认为，在经济小复苏斜率仍然偏弱、叠加房地产风波和局部疫情反弹扰动的当下，货币政策仍需保持偏宽环境，保持流动性合理充裕定调不变，以支撑经济继续向潜在增速修复。但宽货币无法解决主体活力不足的核心矛盾，叠加下半年货币政策多目标平衡压力加大，结构性政策仍是支撑实体融资需求恢复的核心，引导金融机构增加对实体经济的贷款投放。

高频数据显示：1) 海外通胀高企下货币政策仍处于收紧窗口，全球衰退担忧仍在升温，经济先行指标减速较快下硬着陆风险加大，美国加息节奏或将有所放缓，美债收益率见顶回落，美元指数回落压力加大；2) “保交楼”政策支撑居民信心修复，地产销售企稳回升，但仍需关注其持续性；3) 上游开工率低位小幅回升，基建产业链偏强；4) 美联储鸽派指引下市场衰退预期有所缓和，工业品价格略有修复；5) 通胀方面，农产品价格指数小幅回落，猪肉价格近期承压。

当前海外仍需重点关注经济衰退风险，经济先行指标减速较快下硬着陆风险加大，美国加息节奏或将有所放缓，美债收益率见顶回落。而国内经济弱复苏区间不变，但地产风险压低经济修复斜率，居民和房企预期走弱仍是核心矛盾，叠加国内疫情反弹，经济小复苏挑战加大。728政治局会议强调经济保“底线”，就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵，房地产“保交楼”，短期内可能不会加大刺激力度以及出台新的刺激性政策，政策重心是稳内需，专项债+政策性金融发力加码基建投资。股市仍处于休整期，但相对性价比占优，地缘政治不确定性下股市先定价负面影响，但大概率是一次性冲击；债市定价经济目标淡化，仍可把握小机会，不过2.65-2.7%是十年国债强阻力区域，后续可能仍偏震荡。

风险提示

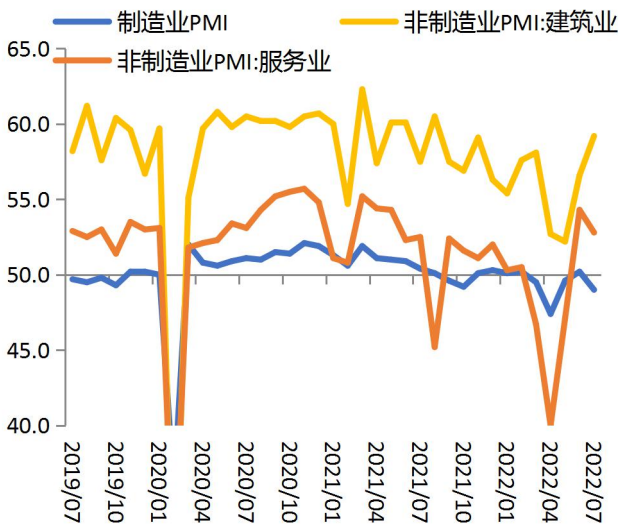
政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

一、经济复苏斜率趋缓

● 疫后经济自发式修复动能减弱

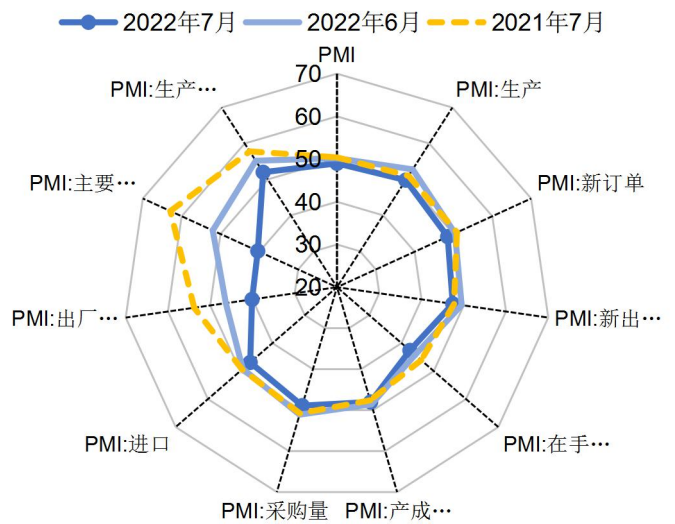
疫后经济自发式修复动能减弱，7月制造业 PMI 再次跌入收缩区间，较上月回落 1.2 个百分点至 49%，显著低于市场预期。总需求不足仍是主要矛盾，制造业主动去库下供需双弱，生产和新订单均回落至 50 以下，海外衰退预期下大宗商品价格回落，原材料价格降幅较大。而“保交楼”支撑地产复工，建筑业继续扩张、叠加服务业延续恢复修复下，非制造业 PMI 回落但保持一定韧性。

图 1：7 月制造业 PMI 再次跌入收缩区间 (%)



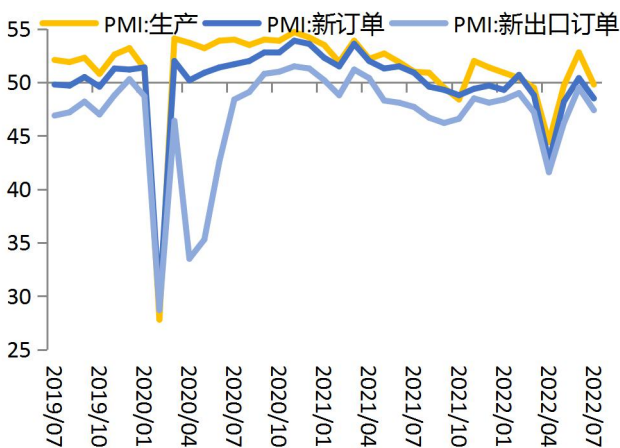
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：官方制造业 PMI 分项 (%)



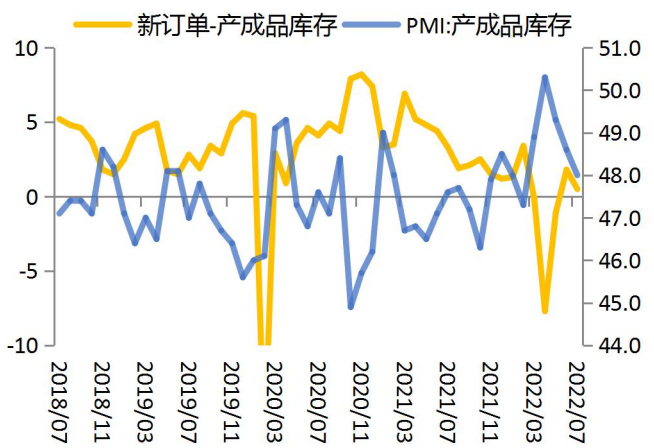
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：7 月供需双弱 (%)



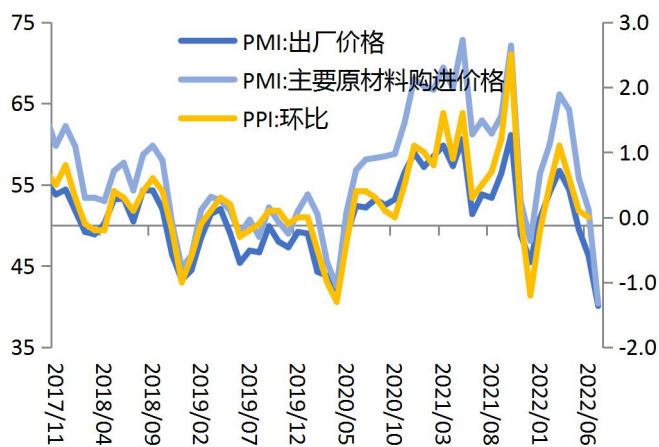
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：经济动能向下，制造业主动去库存 (%)



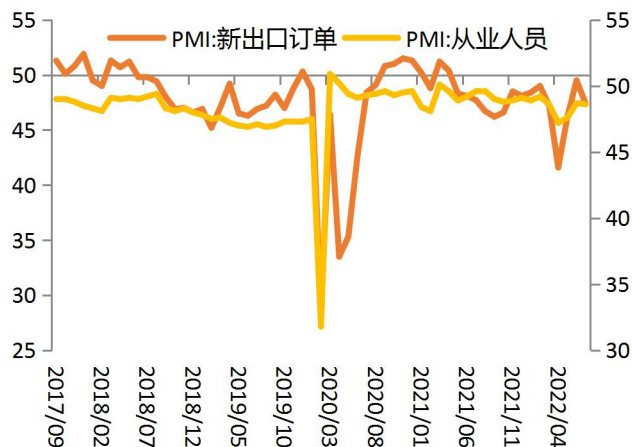
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：原材料价格降幅较大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：就业压力仍大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

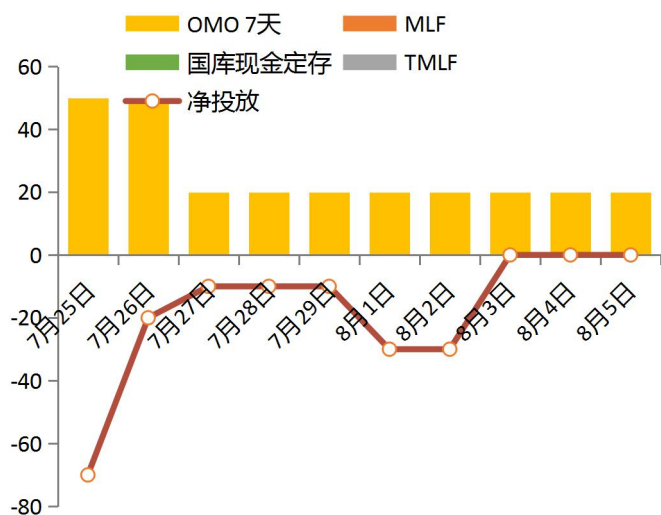
● 银行间资金面持续宽松，机构加杠杆情绪升温

银行间资金面上周延续宽松格局，DR007 继续下行，与政策利率偏离程度继续加大，隔夜质押式回购加权利率回落至 1.01%附近，市场对隔夜跌破 1%是否会引发监管关注仍存担忧，供求双方多维持在 1%上方谨慎交投。周四银行间质押式回购总成交额首破 7 万亿元，达到 70472.1 亿元，创下新高，其中隔夜成交占比超 90%，仍需重点关注机构加杠杆情况是否会引发央行主动收紧资金面。

央行上周召开 2022 年下半年工作会议，要求坚持稳中求进工作总基调，保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，保持金融市场总体稳定，巩固经济回升向好趋势，抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间。保持货币信贷平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长。引导实际贷款利率稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。稳妥化解重点领域风险。防范化解中小银行风险。因城施策实施好差别化住房信贷政策。保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。

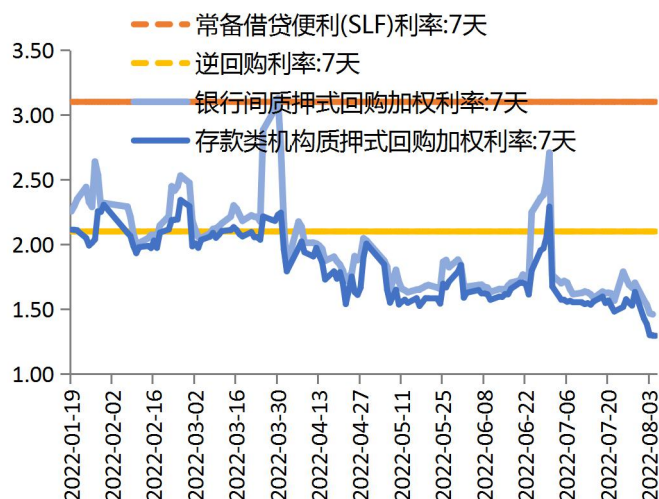
我们认为，在经济小复苏斜率仍然偏弱、叠加房地产风波和局部疫情反弹扰动的当下，货币政策仍需保持偏宽环境，保持流动性合理充裕定调不变，以支撑经济继续向潜在增速修复。但宽货币无法解决主体活力不足的核心矛盾，结构性政策仍是支撑实体融资需求恢复的核心，引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，叠加外部美联储加息+内部CPI上行，货币政策多目标平衡压力加大，下半年政策利率调降的概率较低。实体降成本仍然是下半年货币政策主要目标，预计央行将通过“降存款利率-降LPR-降实际贷款利率”路径来实现，房地产需求侧政策放松下5年期LPR单边调降仍有必要性。

图 7：央行公开市场操作新常态（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：DR007 偏离程度加大，资金极度宽松（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 7月底国内疫情逐渐收敛，关注近日三亚疫情防控形势

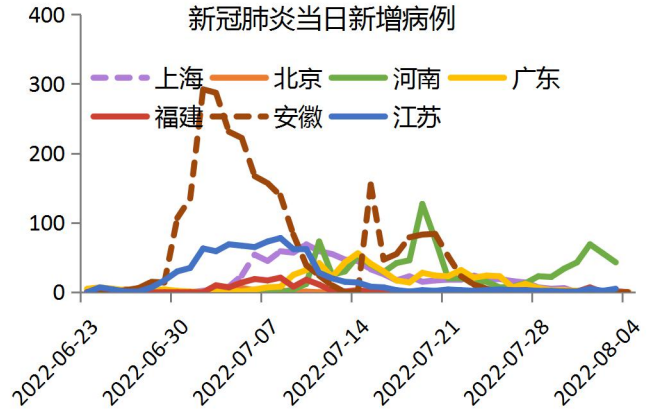
7月底以来国内疫情再度收敛，各地疫情防控均取得一定成效，经济活动有所恢复，上海地铁客运量和拥堵延时指数均缓步回升，全国电影票房同比回升显著。不过近日三亚疫情有所升温，累计确诊超800例，约8万游客滞留，疫情仍是扰动经济修复的主要变量。

图 9：全国当日新增确诊（例）



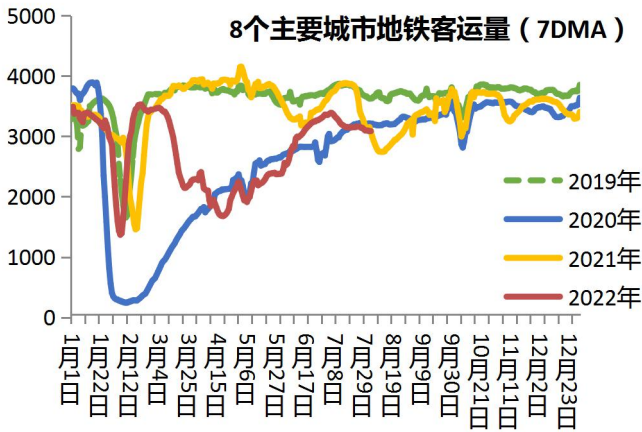
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：主要城市当日新增确诊（例）



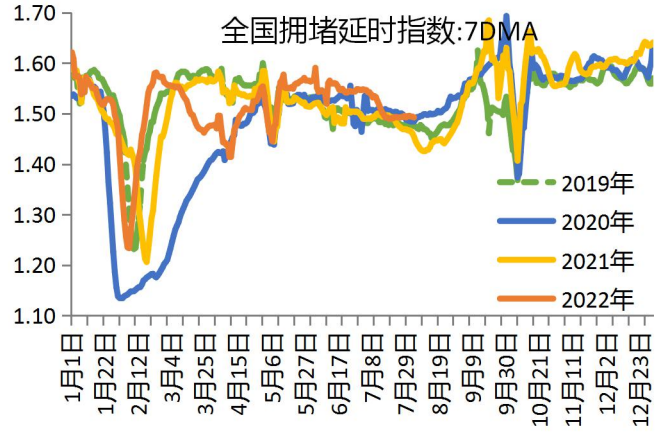
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



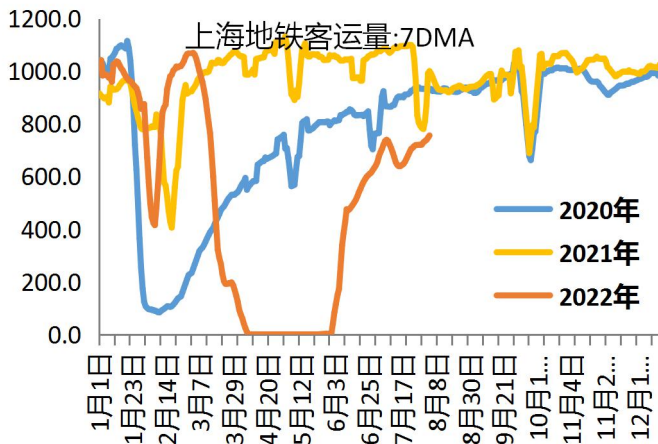
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：全国拥堵延时指数



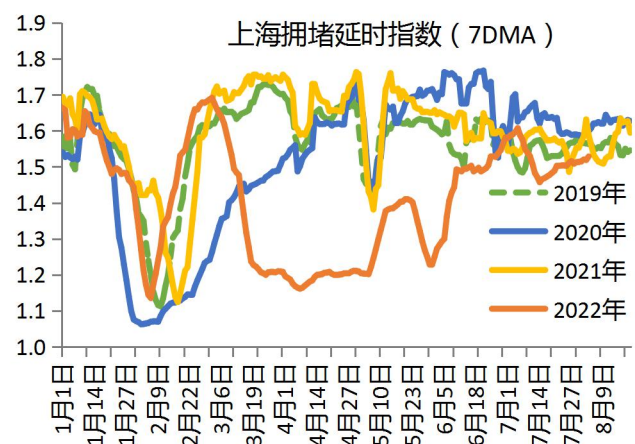
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：上海地铁客运量（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

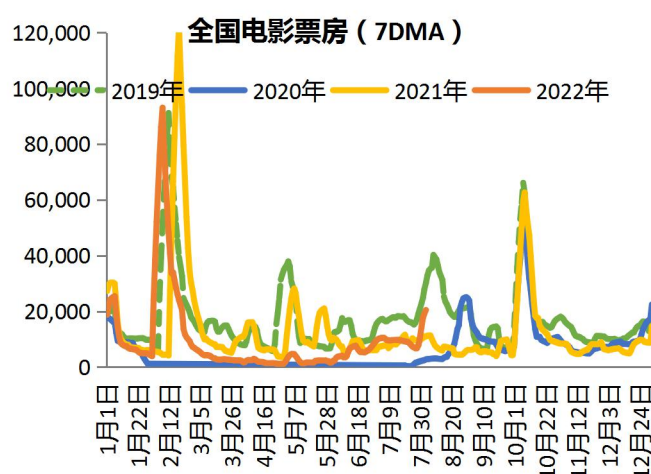
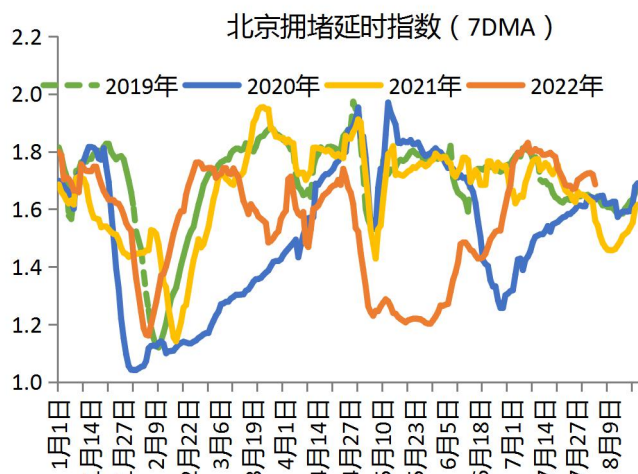
图 14：上海拥堵延时指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 北京拥堵延时指数

图 16: 全国电影票房 (万元)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

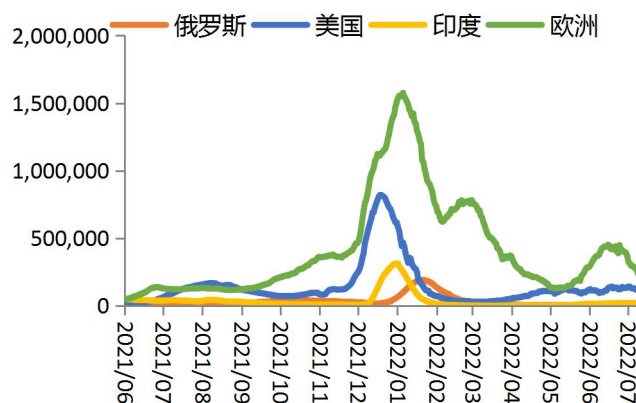
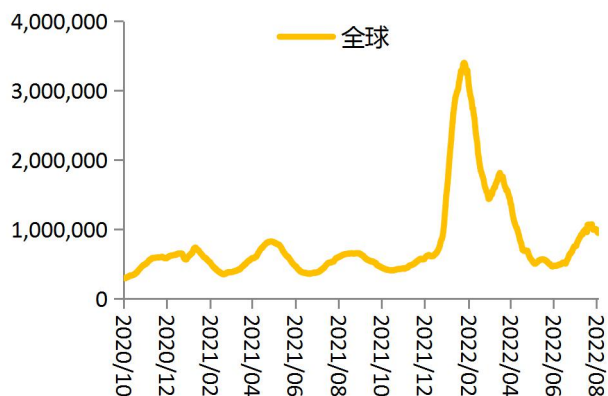
海外通胀高企下货币政策仍处于收紧窗口，全球衰退担忧仍在升温。英国央行将关键利率上调 50 个基点至 1.75%，符合市场预期。英国央行表示，预计英国在今年第四季度进入衰退，衰退持续五个季度；预计 2022 年 GDP 增长 3.5%（5 月时预测为 3.75%）、2023 年为 1.5%（5 月时预计为 -0.25%）、2024 年为 -0.25%（5 月时预计为 0.25%）；通胀将在今年 10 月达到 13.3% 峰值，6 月时预测在 10 月达到“略高于 11%”。

当前海外仍需重点关注经济衰退风险，经济先行指标减速较快下硬着陆风险加大，

美国加息节奏或将有所放缓，美债收益率见顶回落，美元指数回落压力加大。

图 17: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)

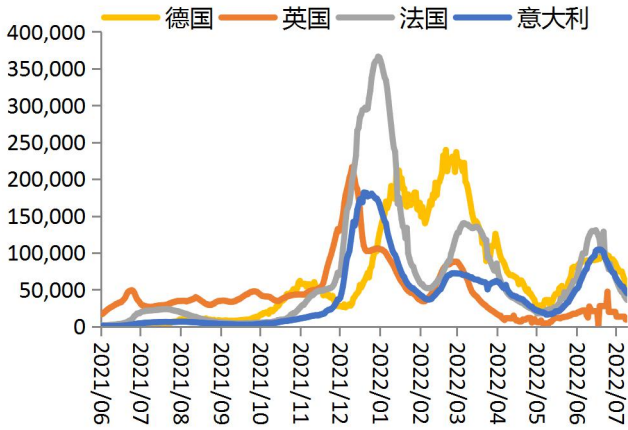
图 18: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

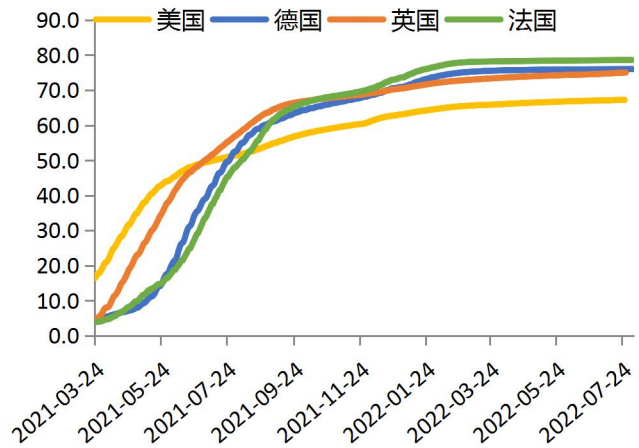
资料来源: Wind, 优财研究院

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 20: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



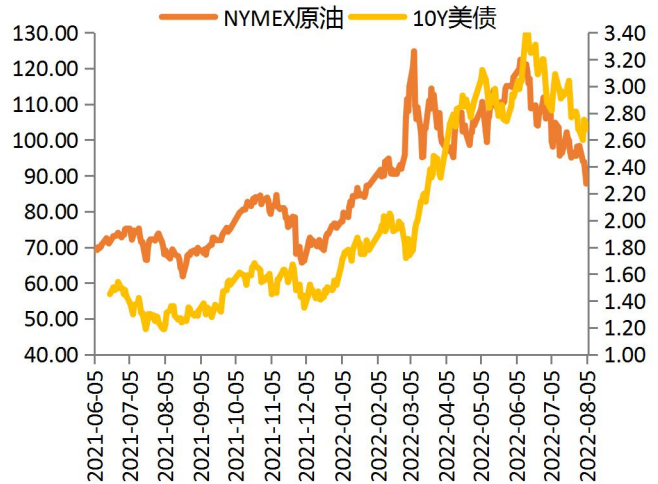
资料来源: Wind, 优财研究院

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, %)



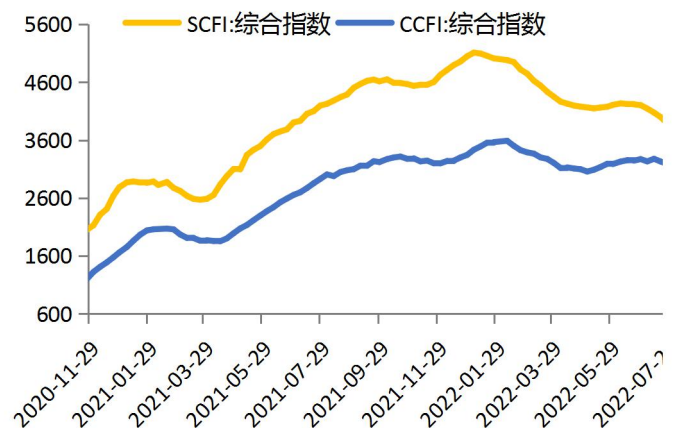
资料来源: Wind, 优财研究院

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

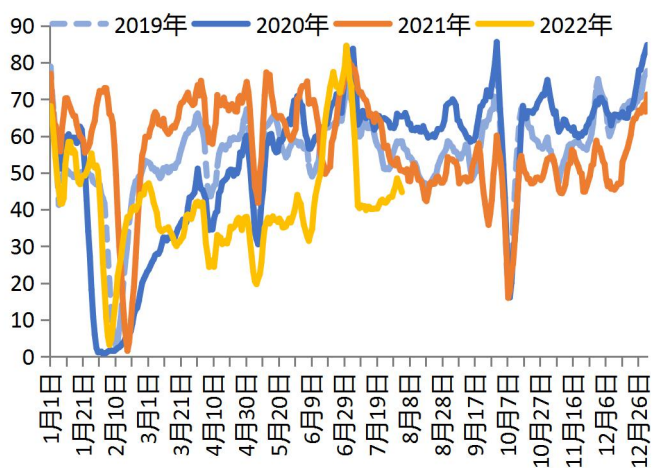


资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

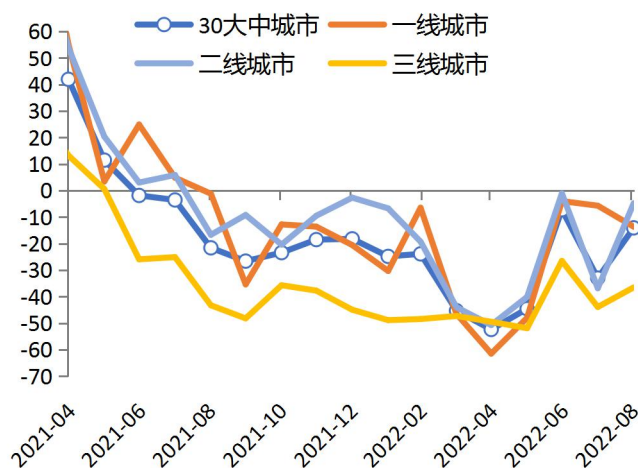
1. 需求：“保交楼”政策支撑居民信心修复，地产销售企稳回升，但仍需关注其持续性

图 25：30 城商品房成交面积（万平方米）



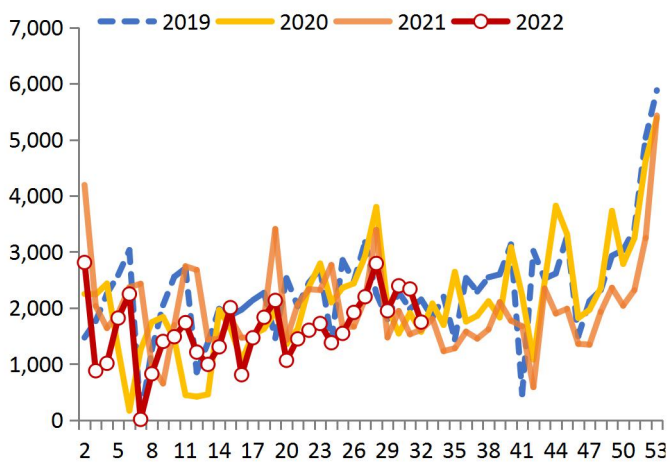
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：30 城商品房成交面积同比（%）



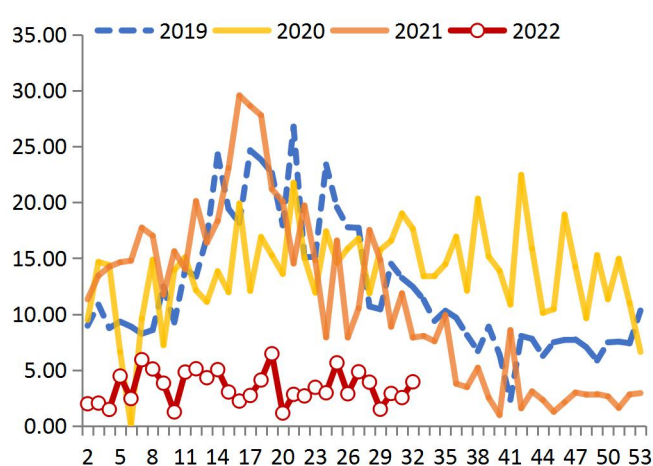
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

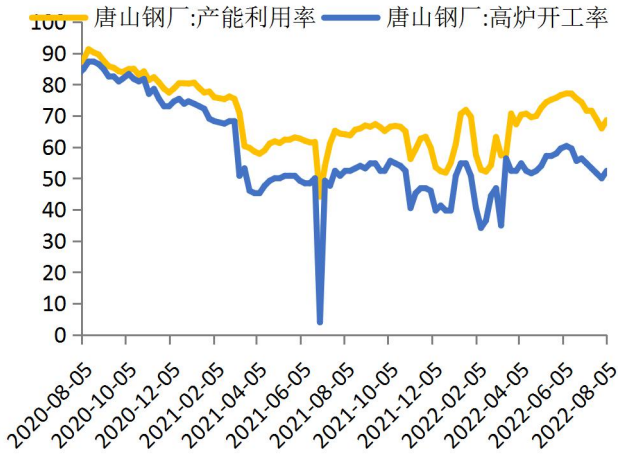
图 28：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

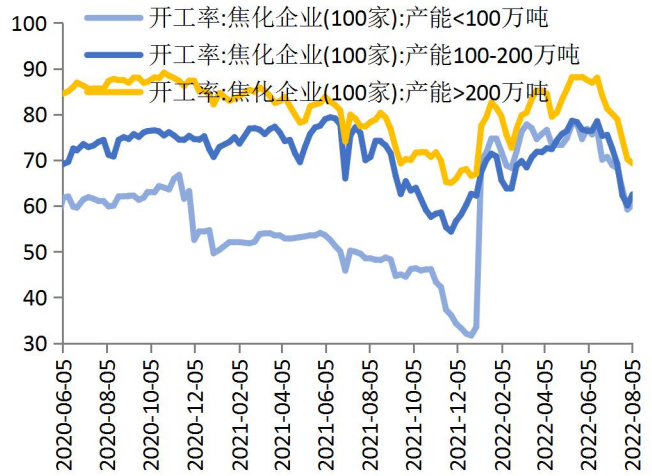
2. 生产：上游开工率低位小幅回升，基建产业链偏强

图 29: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



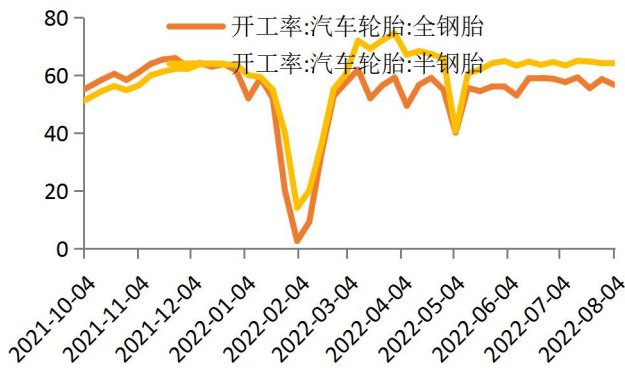
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 焦化企业开工率 (%)



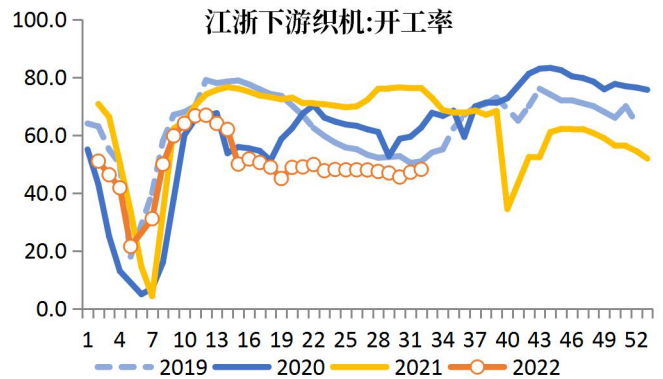
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



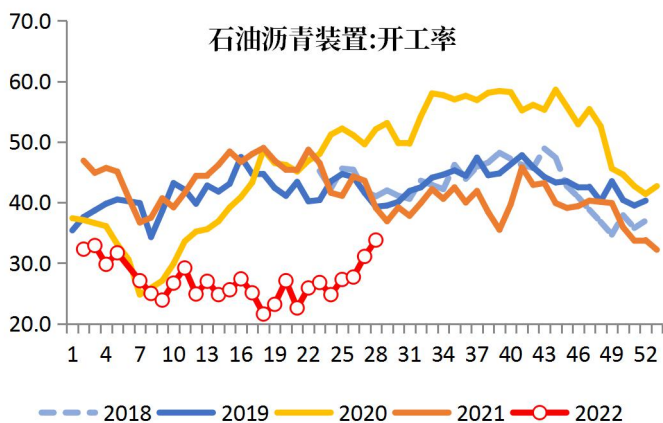
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 江浙下游织机开工率 (%)



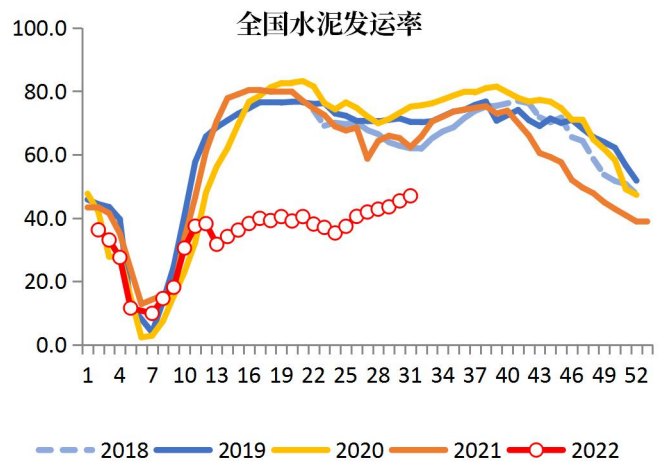
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

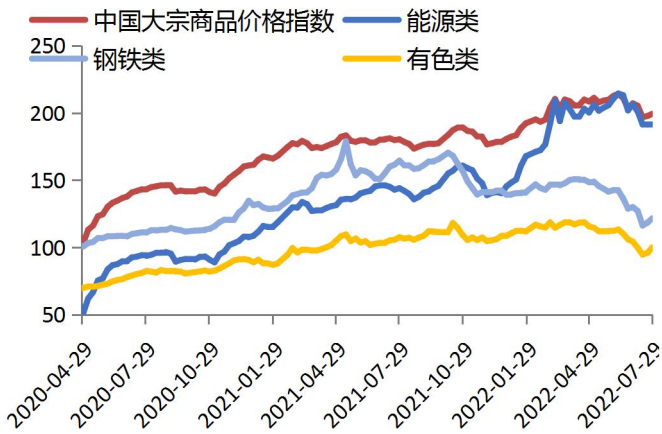
图 34: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

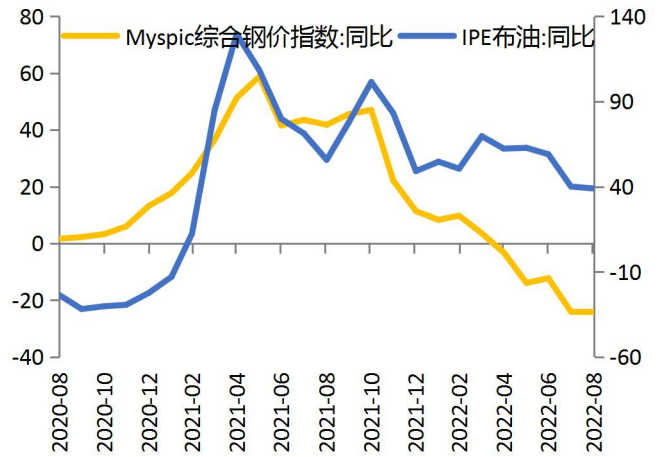
3. 工业品价格：美联储鸽派指引下市场衰退预期有所缓和，工业品价格略有修复

图 35：大宗商品价格指数



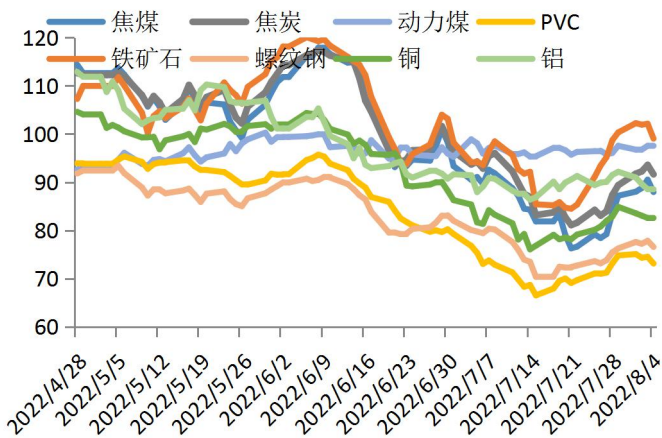
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：钢价指数&布油同比 (%)



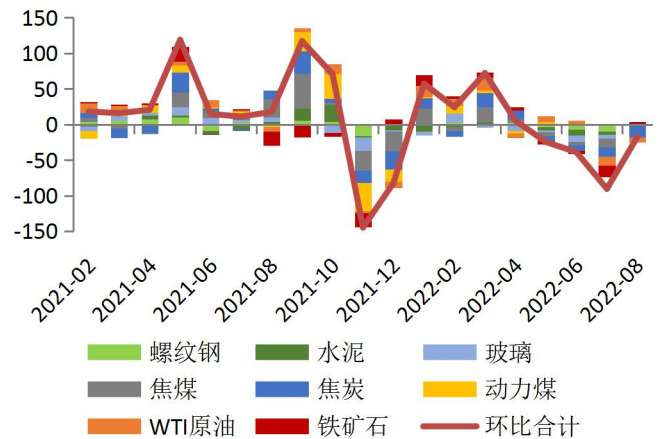
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：工业品价格月度环比 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

4. 通胀：农产品价格指数小幅回落，猪肉价格近期承压

图 39：农产品批发价格 200 指数



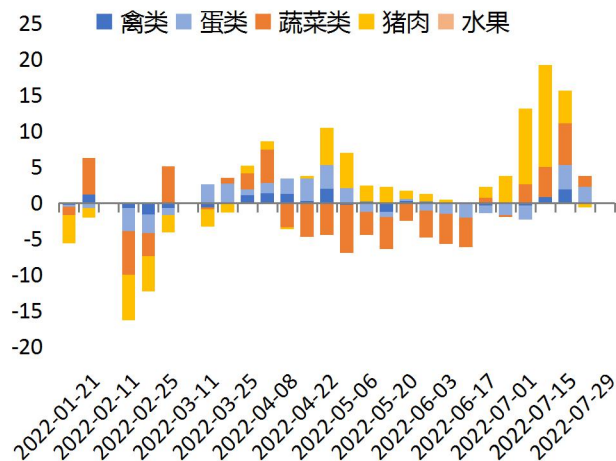
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：寿光蔬菜价格指数



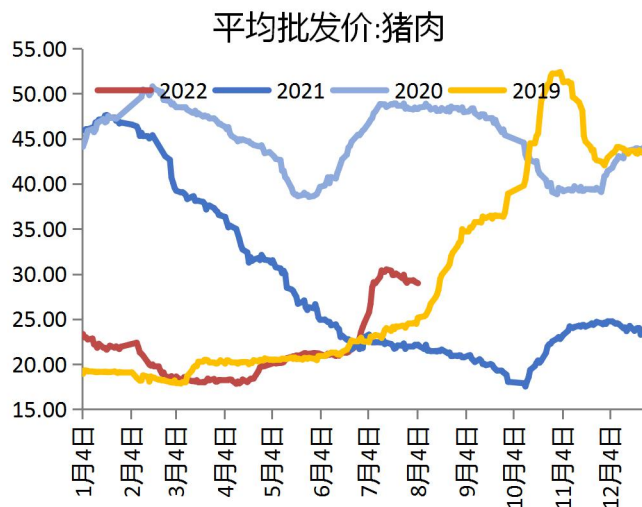
资料来源：Wind，优财研究院

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 42：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/>