



2022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

作者：姚兴航

· 从业资格编号 F3073320

· 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



## 政策部署进入关键期

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) “不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施”，下半年财政增量预期减弱。国务院总理李克强 19 日在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上提出“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。”基本打消了市场对于下半年财政增量的预期，在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵、过高的经济增长目标不具备追求性、以及经济修复支撑一般预算收入的背景下，赤字率提高和特别国债发行必要性下降，专项债下半年注重实际使用和实物工作量的形成，而政策性金融将承担更多准财政职能。2) 央行公开市场操作弹性加大，OMO 操作重价不重量。近期央行逆回购投放从 100 亿-30 亿-120 亿-70 亿-30 亿，央行操作弹性进一步加大，我们认为 OMO 操作重价不重量，在资金面持续宽松的背景下淡化对量的关注，央行操作弹性的加大也引导市场资金利率回归的预期，并避免市场形成持续宽松预期。从银行间资金面持续宽松、月中等量续作 MLF、以及小幅加量应对月中缴税高峰，央行对流动性的态度依然是呵护为主。3) 下半年政策利率调降的概率较低，5 年期 LPR 单边调降仍有必要性。7 月 LPR 报价如期持稳，在本月政策利率基础未有调降、叠加银行面临一定的净息差压力下，LPR 报价下动力不强。我们认为下半年货币政策多目标平衡压力加大，外部美联储加息+内部 CPI 上行约束下 OMO、MLF 降息窗口关闭，并且，微观主体活力不足下货币政策着力有限，结构性政策重心下政策利率调降的概率较低。不过近期央行强调“持续释放 LPR 改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用”，后续央行或通过“降存款利率-降 LPR-降实际贷款利率”路径实现降成本目标，地产风险加大下 5 年期 LPR 调降仍有必要性。

**高频数据显示：**1) 海外通胀持续高位压力下货币政策收敛，欧洲央行 11 年来首次加息，今年海外抗通胀和货币政策收敛是海外宏观的主线，市场的衰退担忧和交易仍在演绎；2) 全国多地疫情反弹拖累城市活动，疫情常态化防控加大经济修复压力；3) 地产销售低位企稳，地产风波和疫情扰动下，居民预期走弱是主要矛盾；4) 上游开工率回落，建筑活动高频指标继续回暖；5) 海外衰退预期升温拖累宏观需求，工业品价格走势偏弱；6) 农产品价格指数季节性上涨，猪肉价格涨势放缓。

7 月以来，国债期货在调整后迎来持续反弹，股市则在快速修复后迎来休整期，主要受到国内经济修复环比脉冲减弱、地产风险和国内局部疫情反弹拖累复苏斜率、以及海外衰退预期升温几大因素的驱动。当前经济小复苏挑战加大，叠加货币环境持续宽松、地方债空档期下债市仍有交易窗口，不过仍以短期小机会为主。往后看，债市仍受到宏观经济小复苏、准财政或其他稳增长政策发力、资金面中性收敛、美联储快速加息窗口期、中美利差倒挂等利空因素扰动，利率下行空间有限，短期疫情及地产风波的演变将是市场关注重点。

### 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

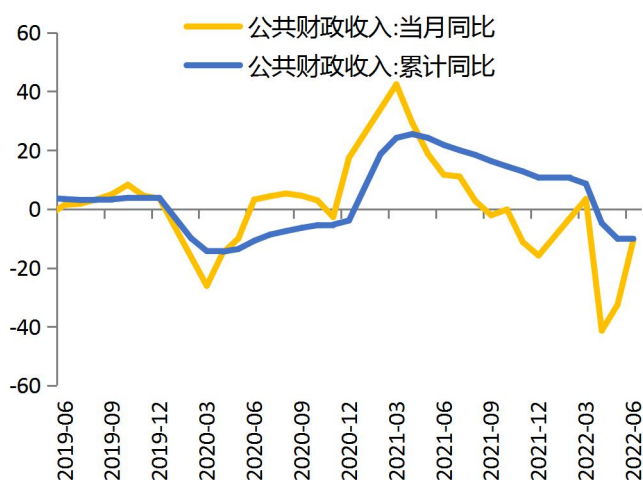
## 一、下半年财政增量预期减弱，疫情常态化防控加大经济修复压力

- “不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施”，下半年财政增量预期减弱

国务院总理李克强 19 日在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上提出，“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。”

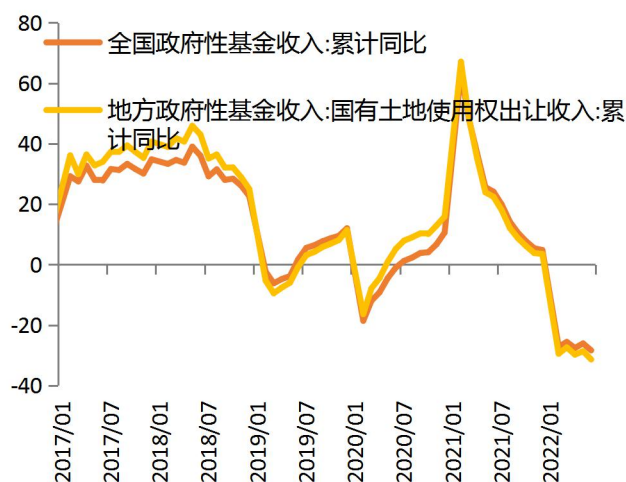
此前，一方面，疫情和地产冲击导致增支减收下财政缺口压力加大，另一方面，土地出让大幅走弱拖累广义财政收入，叠加专项债发行 7 月起空档期，市场对下半年增量财政预期较高。但总理的前述表态基本打消了财政增量的预期，在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵、过高的经济增长目标不具备追求性、以及经济修复支撑一般预算收入的背景下，赤字率提高和特别国债发行必要性下降，专项债下半年注重实际使用和实物工作量的形成。而下半年政策性金融将承担准财政职能，近期 3000 亿+8000 亿政策工具出台，分别打通基建资本金和信贷环节，基建投资三季度仍有望冲高，但缺乏财政增量下四季度仍有回落压力。

图 1：一般财政预算收入降幅收窄（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：土地出让大幅走弱拖累广义财政收入（%）



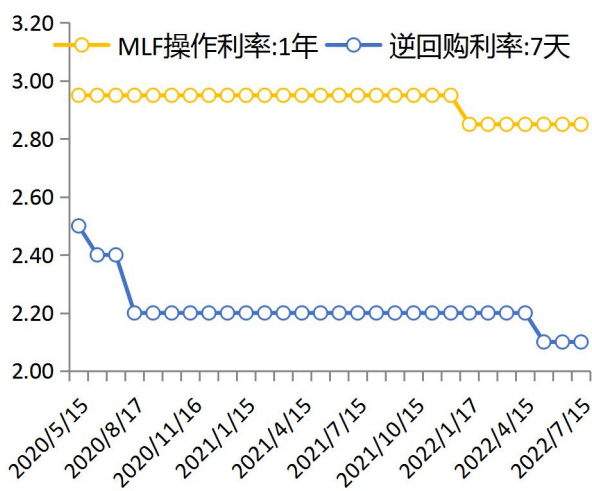
资料来源：Wind，优财研究院

● 7月 LPR 报价如期持稳，OMO 操作重价不重量

近期央行逆回购投放从 100 亿-30 亿-120 亿-70 亿-30 亿，央行操作弹性进一步加大，我们认为 OMO 操作重价不重量，在资金面持续宽松的背景下淡化对量的关注，央行操作弹性的加大也引导市场资金利率回归的预期，并避免市场形成持续宽松预期。从银行间资金面持续宽松、月中等量续作 MLF、以及小幅加量应对月中缴税高峰，央行对流动性的态度依然是呵护为主。

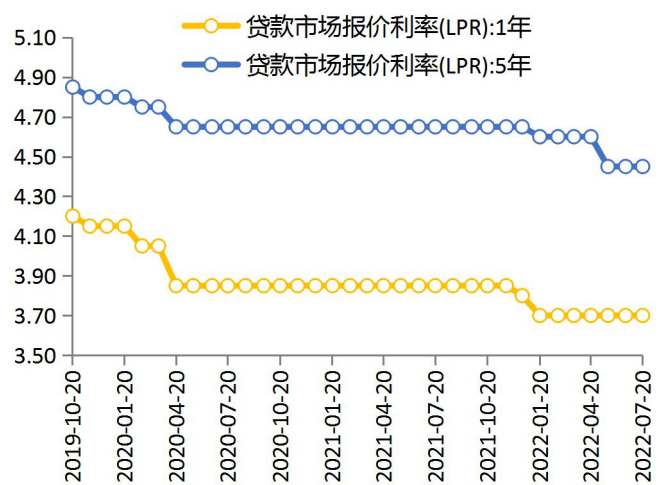
7月 LPR 报价持平 6 月，符合市场预期，在本月政策利率基础未有调降、叠加银行面临一定的净息差压力下，LPR 报价下调动力不强。我们认为后续政策利率调降的概率较低，但 5 年期 LPR 利率或仍有调降的必要性。一方面，货币政策多目标平衡压力加大，外部美联储加息+内部 CPI 上行制约货币政策空间，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息窗口关闭。另一方面，微观主体活力不足下货币政策着力有限，结构性政策仍是重心。而在央行“持续释放 LPR 改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用”的政策定调下，我们认为后续央行可能通过引导存款利率下行的方式来带动 LPR 利率下降、以实现降实体融资成本的目标，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，房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

图 3：短期 OMO/MLF 降息窗口关闭 (%)



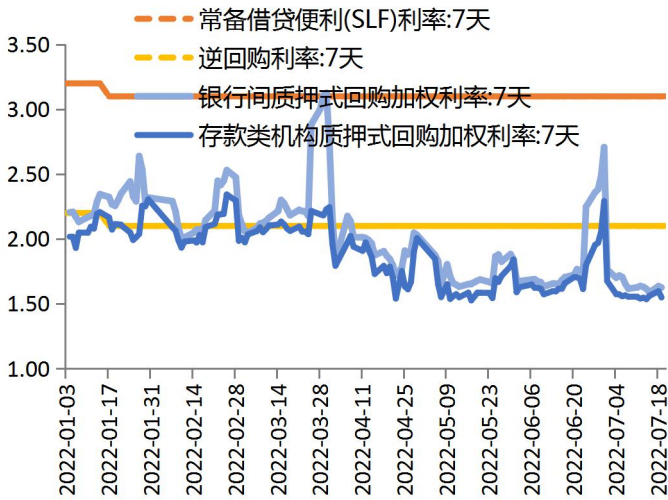
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：5 年期 LPR 仍有下调可能性 (%)



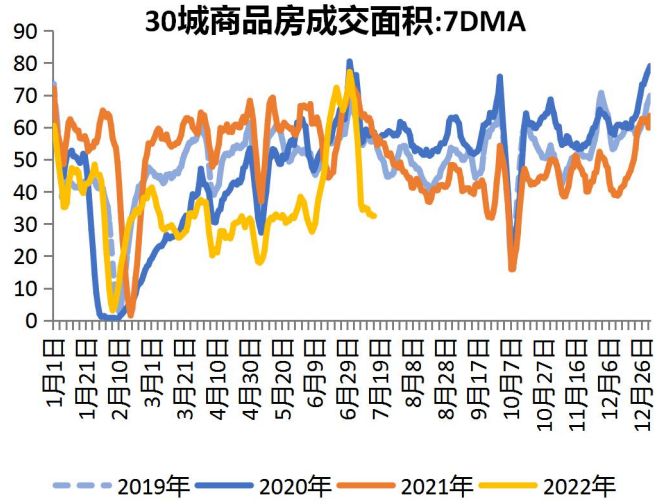
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：银行间流动性持续宽松 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：地产销售 7 月再度大幅下滑 (万平方米)



资料来源：Wind，优财研究院

● 全国多地疫情反弹拖累城市活动，疫情常态化防控加大经济修复压力

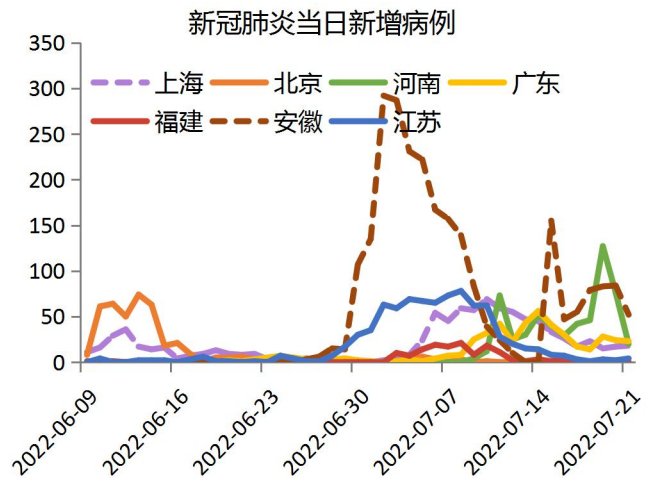
国内疫情多点散发，全国当日新增确诊病例接近 1000 例，奥密克戎 BA5 变异株加大疫情常态化防控的难度，城市封控措施收紧下经济活动有所放缓，主要城市地铁客运量和百城拥堵指数继续小幅下行。当前来看疫情依然是经济修复的边际变量，疫情的反弹仍然对国内经济修复形成不确定性。

图 7：全国疫情反弹 (例)



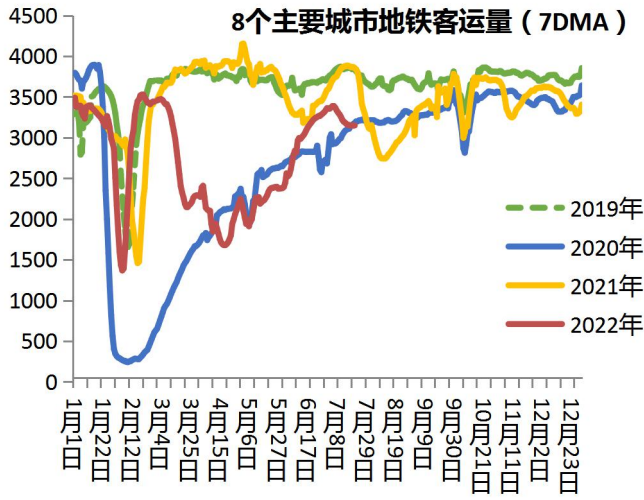
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：疫情再度呈现多点散发 (例)



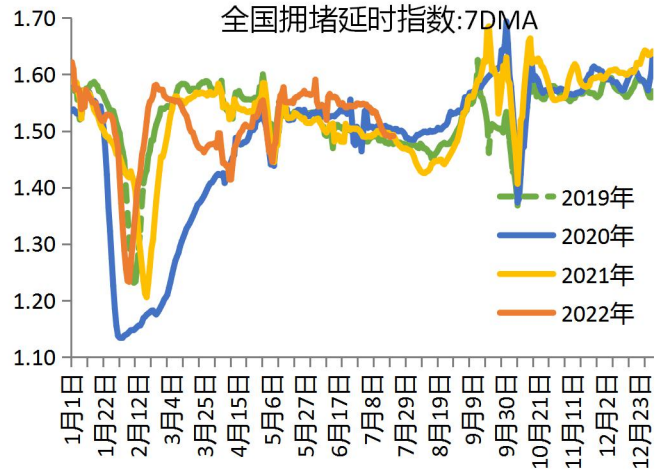
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：地铁客运量有所回落（万人次）



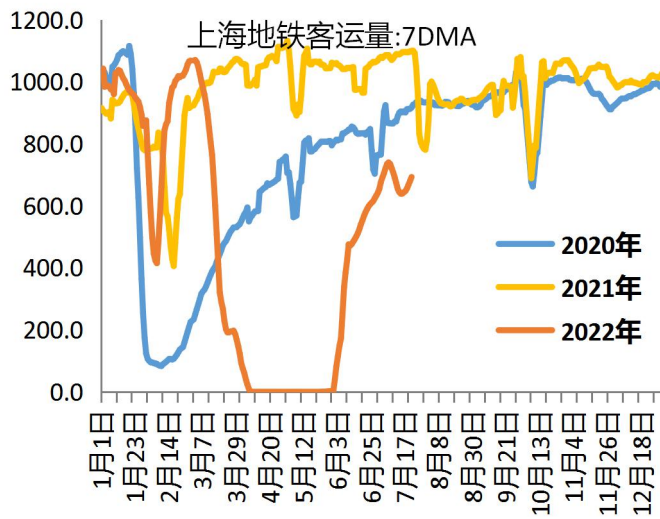
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：全国拥堵指数高位回落



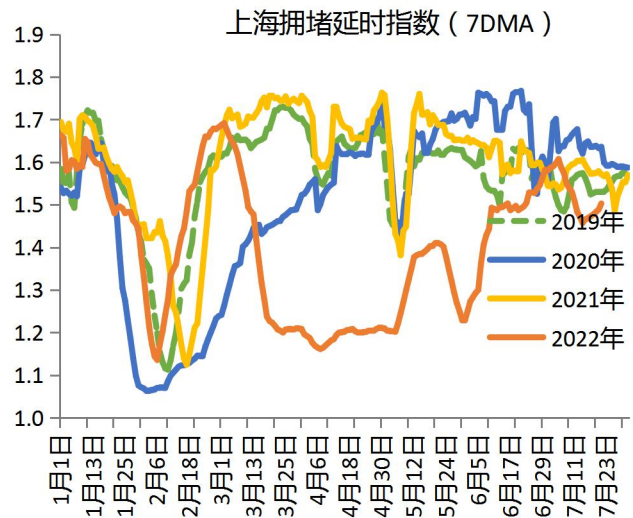
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：上海地铁客运量仍未恢复（万人次）



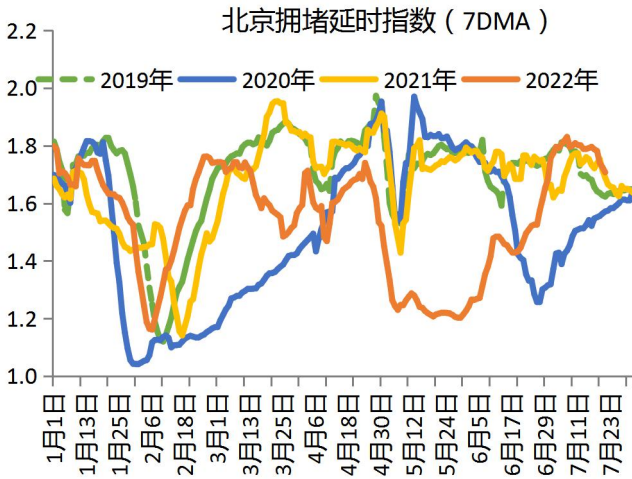
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：上海拥堵指数小幅回升



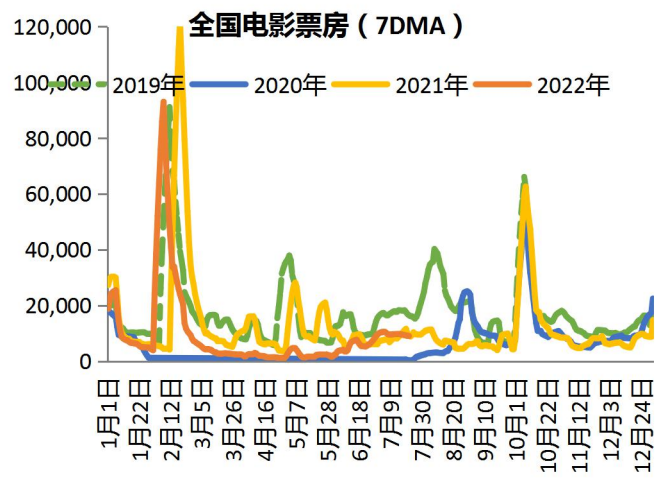
资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 北京城市活动放缓



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 电影票房整体稳定 (万元)



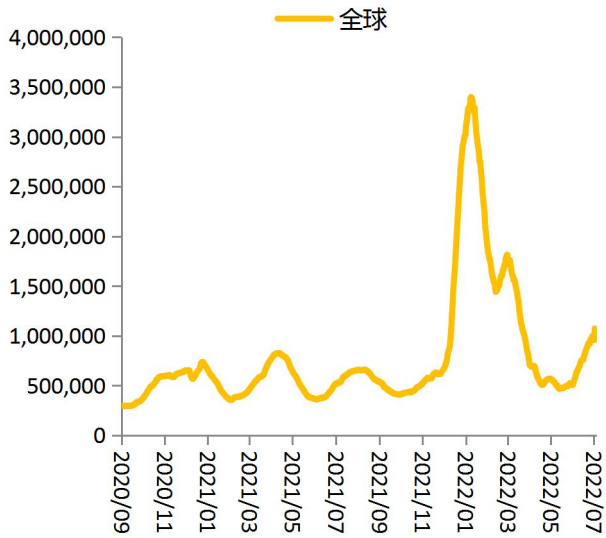
资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、海外疫情和经济活动跟踪

海外通胀持续高位压力下货币政策收敛，欧洲央行 11 年来首次加息，意外将主要再融资利率上调 50 个基点至 0.5%，将存款利率和贷款利率分别上调 50 个基点至 0% 和 0.75%，超出市场此前预期的 25 个基点。欧洲央行行长拉加德表示，经济活动放缓，俄乌冲突构成持续拖累，下半年及以后的前景黯淡，不会出现基准线以下的衰退；能源价格近期将保持高位，大多数核心通胀指标已经上升，预计通胀在一段时间内处于不可阻挡高位，通胀预期高于目标的初步迹象值得关注；劳动力市场依然强劲，工资持续逐步提高，但总体上仍受控；在 TPI 上的决定是一致的，退出负利率是合适的，更大幅度加息是因为通胀风险的具体化，所有委员都支持加息 50 个基点。

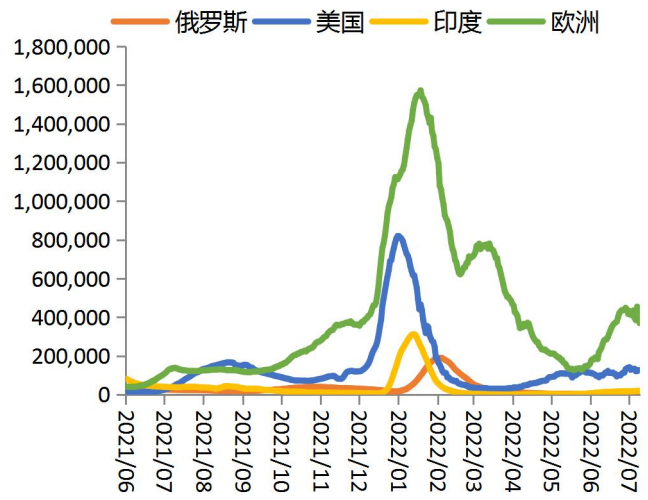
今年海外抗通胀和货币政策收敛是海外宏观的主线，在供给端矛盾难以解决下，美联储需要通过更激进的加息以抑制需求来实现抗通胀目标。越高的通胀水平推升越快的加息节奏，叠加高通胀侵蚀居民实际收入、以及消费者信心受挫，美国经济的硬着陆风险在加大，市场的衰退担忧和交易也可能演绎地更加猛烈，6 月中以来大宗商品价格就出现了明显的下跌，未来市场波动或仍加大。对于国内来说，下半年海外经济衰退依然是国内宏观的潜在风险。

图 15: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



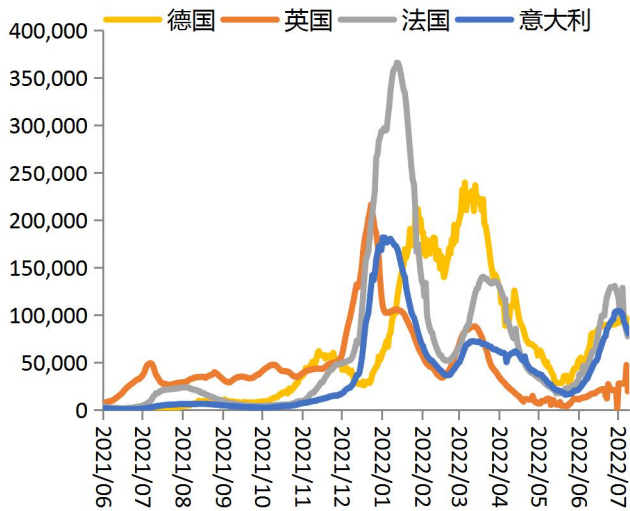
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



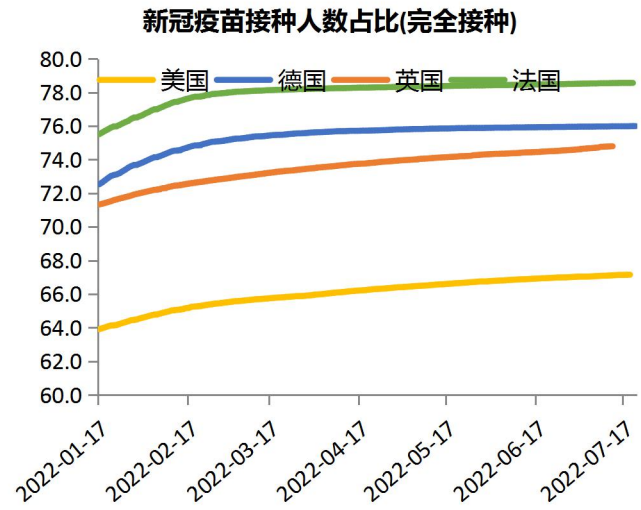
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



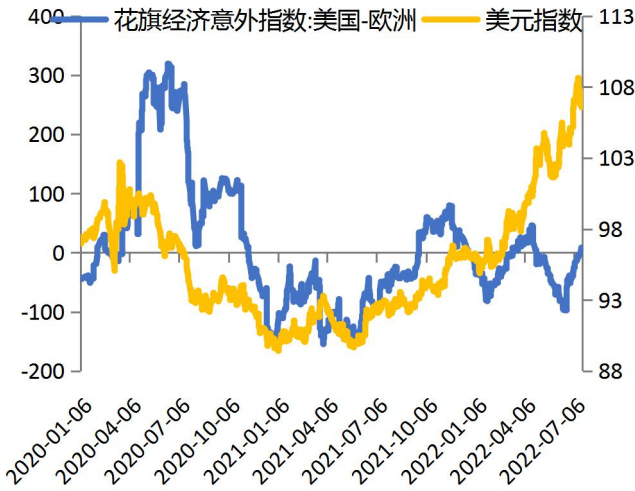
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



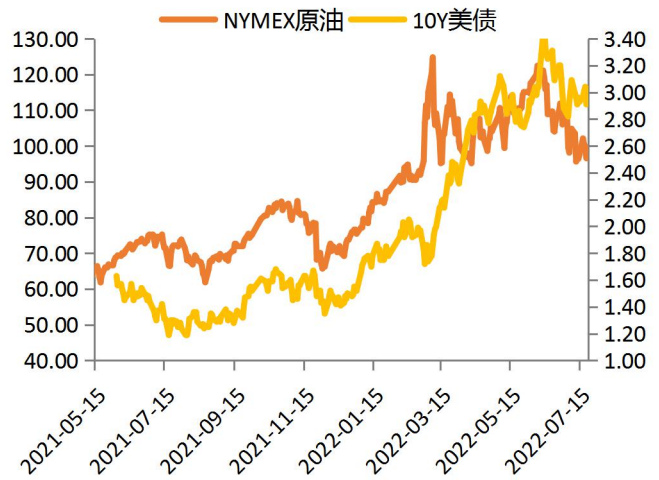
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



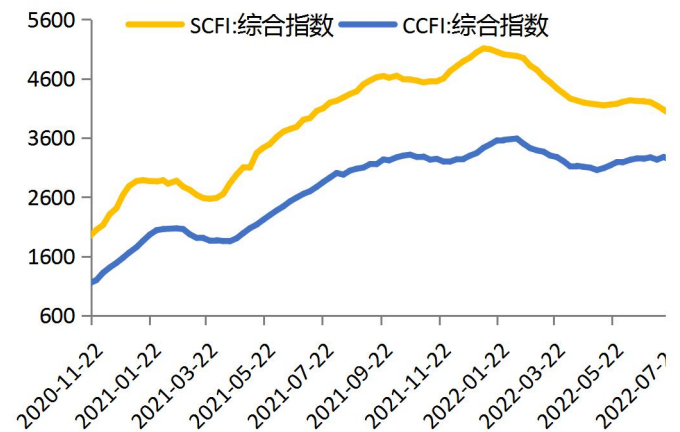
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 运价指数



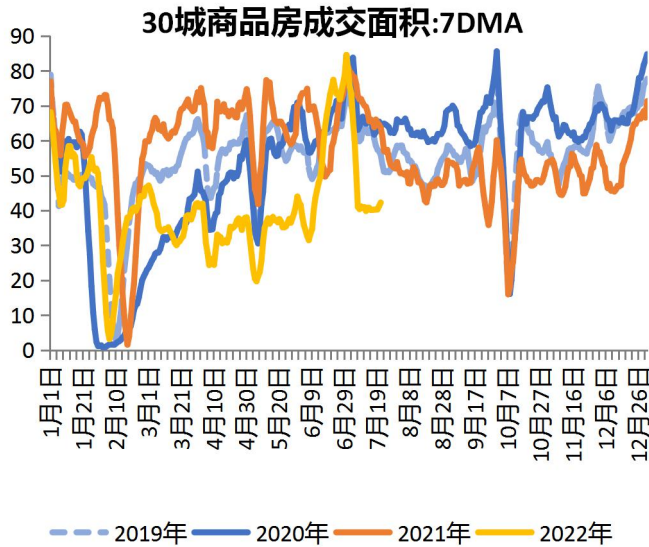
资料来源: Wind, 优财研究院



### 三、经济高频观察

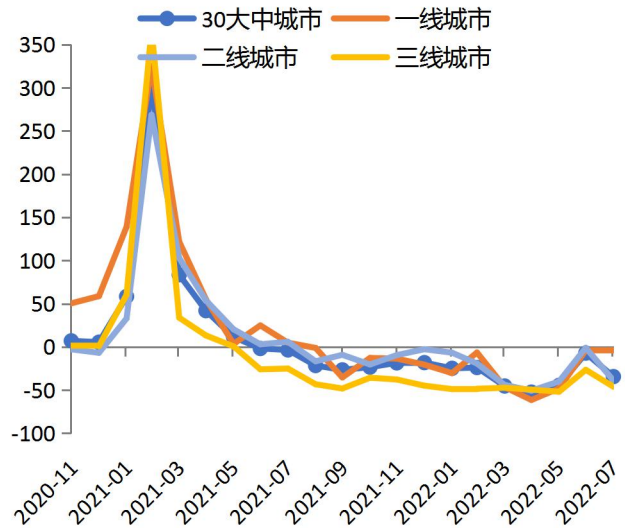
#### 1. 需求：地产销售低位企稳，地产风波和疫情扰动下，居民预期走弱是主要矛盾

图 23：30 城商品房成交面积（万平方米）



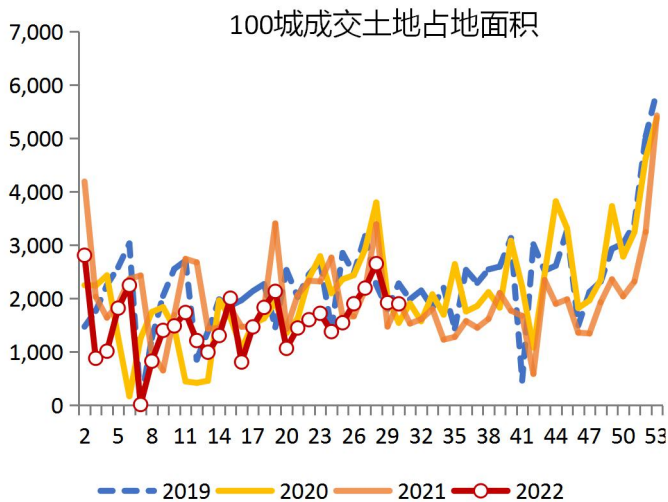
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：30 城商品房成交面积同比（%）



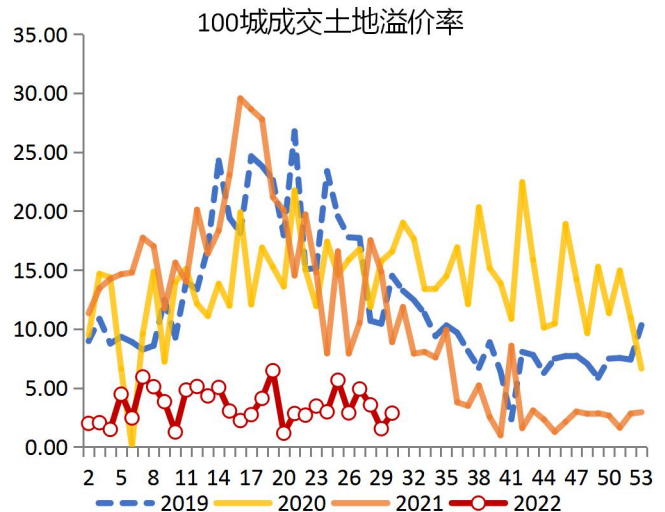
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

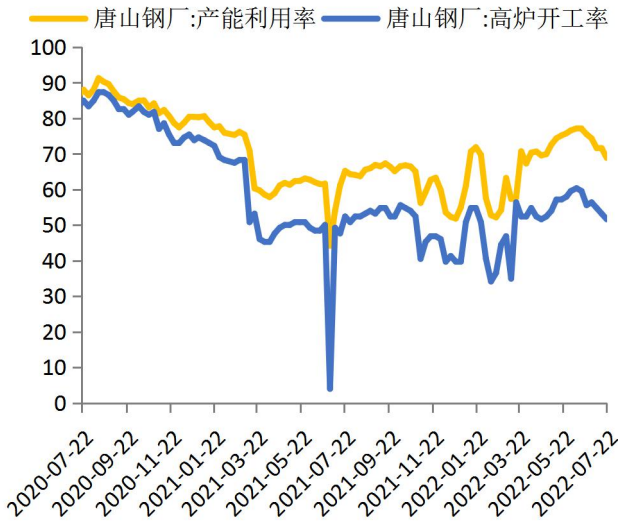
图 26：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

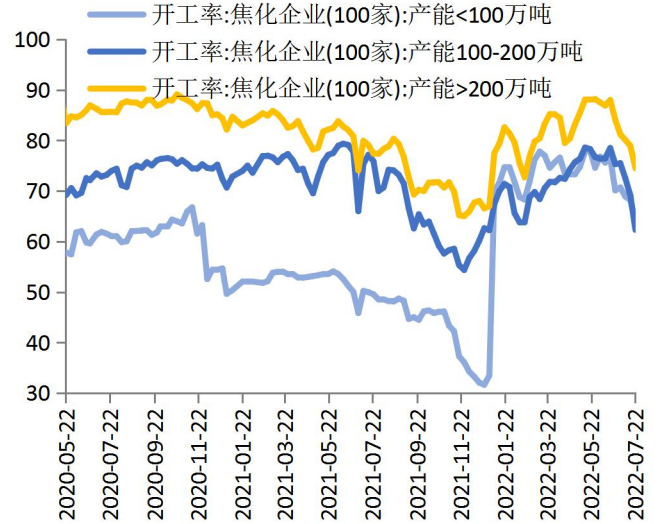
2. 生产：上游开工率回落，建筑活动高频指标继续回暖

图 27：唐山钢厂高炉开工率 (%)



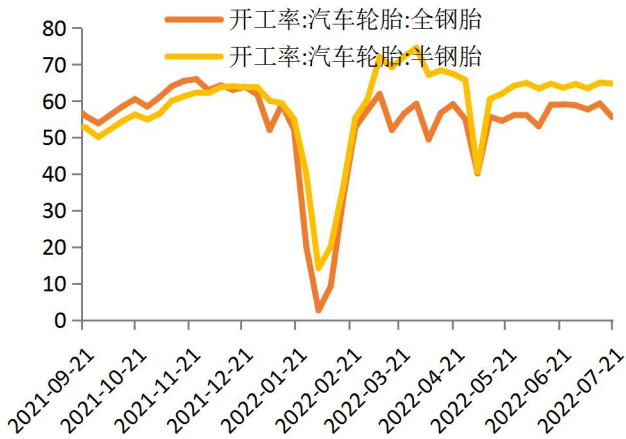
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：焦化企业开工率 (%)



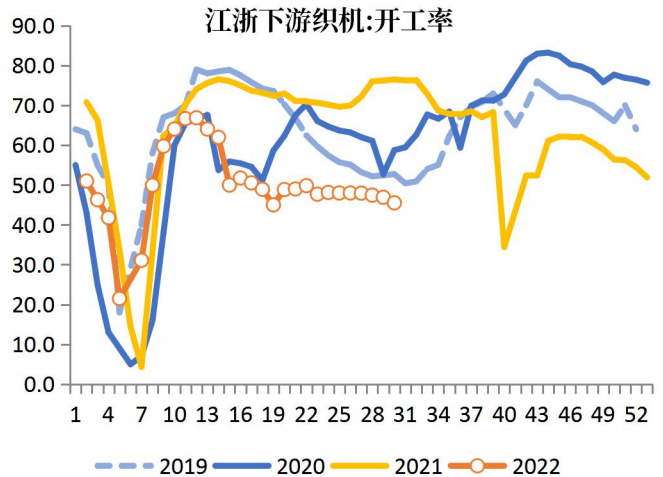
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



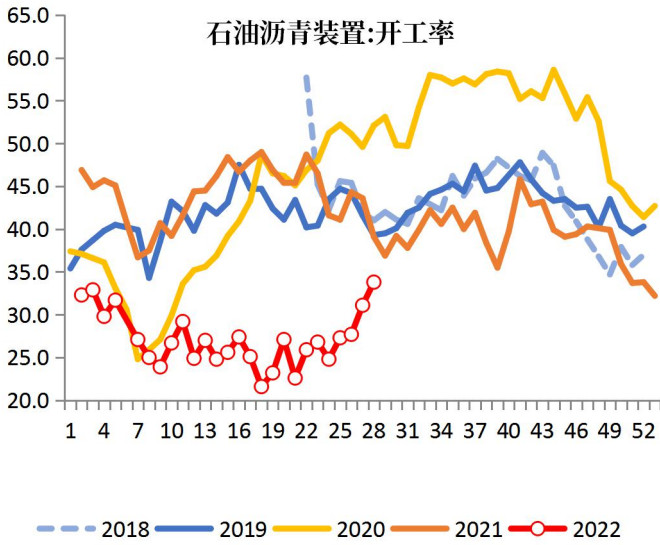
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：江浙下游织机开工率 (%)



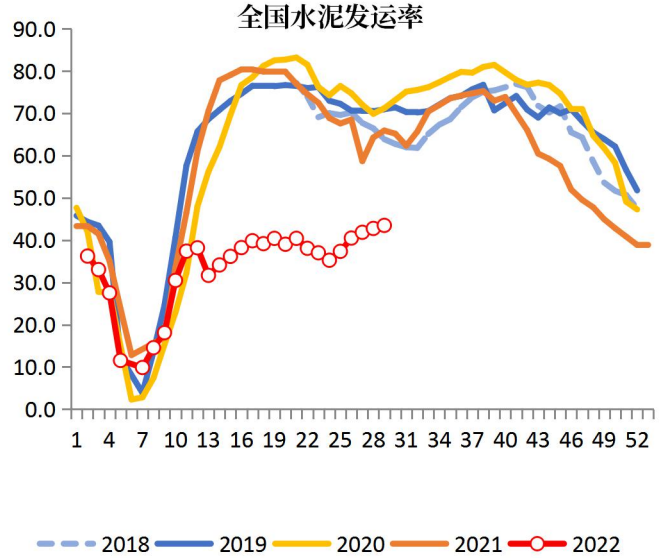
资料来源：Wind，优财研究院

图 31: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

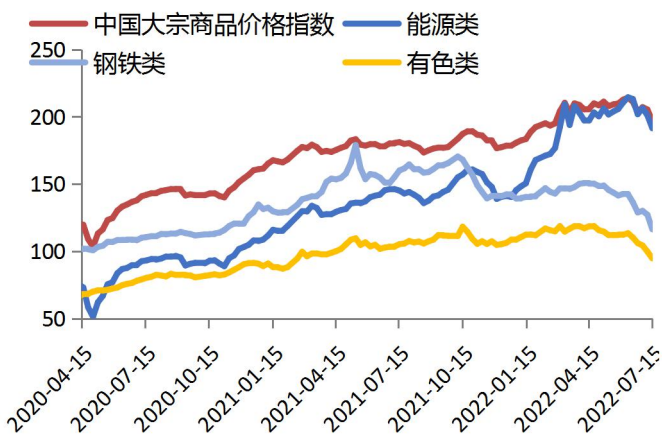
图 32: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

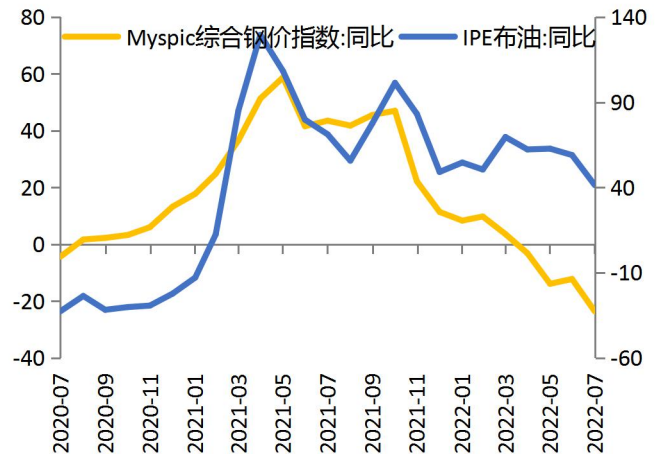
### 3. 工业品价格: 海外衰退预期升温拖累宏观需求, 工业品价格走势偏弱

图 33: 大宗商品价格指数



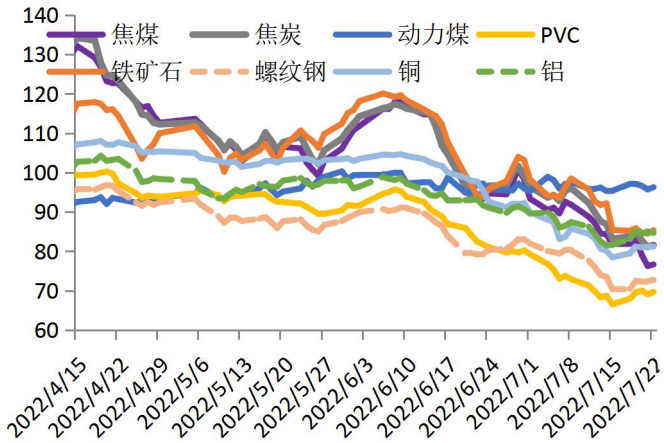
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 钢价指数&布油同比 (%)



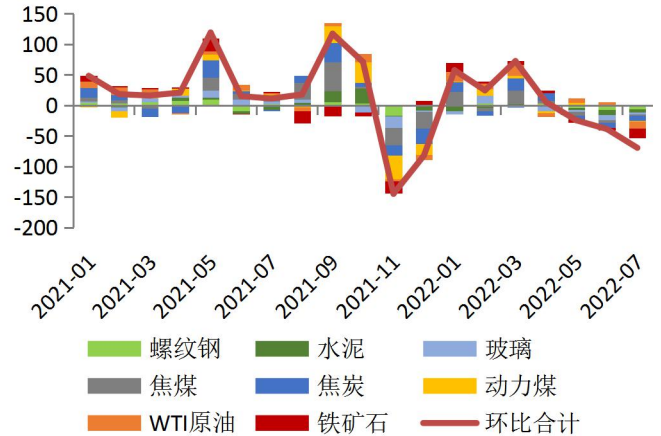
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

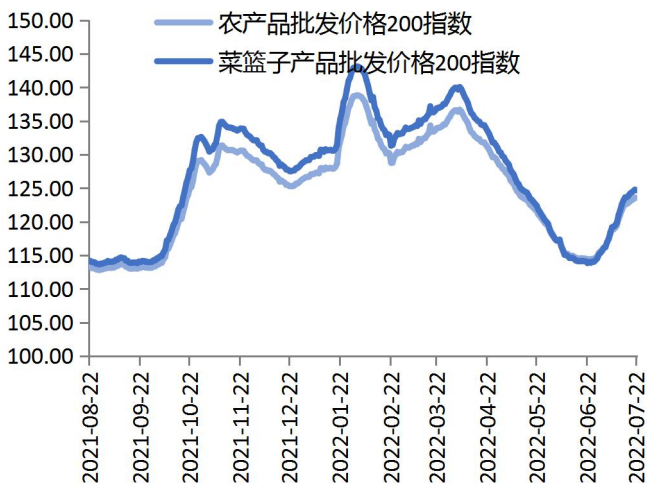
图 36: 工业品价格月度环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

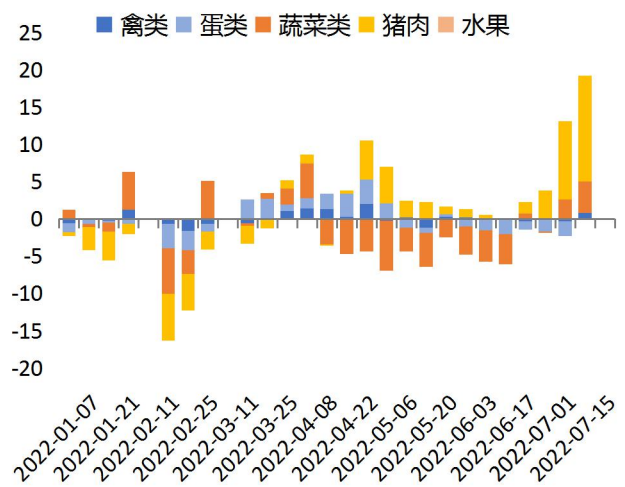
#### 4. 通胀: 农产品价格指数季节性上涨, 猪肉价格涨势放缓

图 37: 农产品批发价格 200 指数



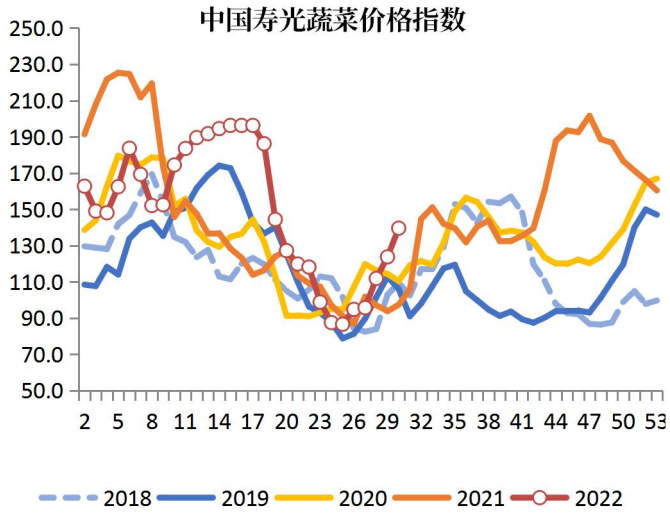
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



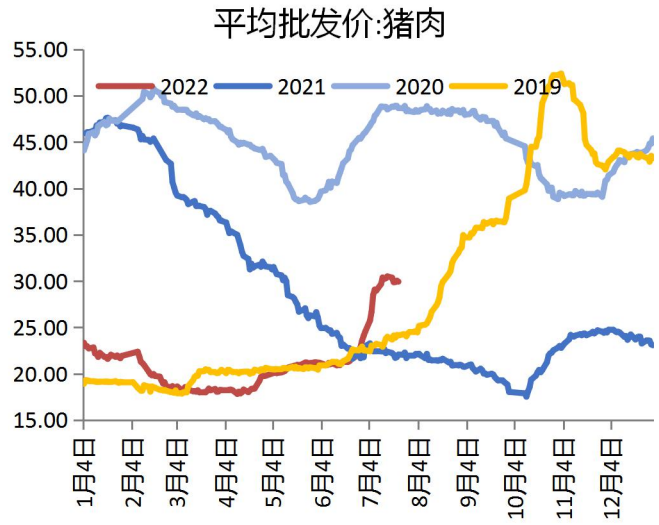
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 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/>