

全球宏观经济形势研判

申万期货研究所

汪洋 (F0306430, Z0002320)

二零二一年八月

目 录

1

全球宏观经济与地缘形势

2

国内经济走弱与政策调整

3

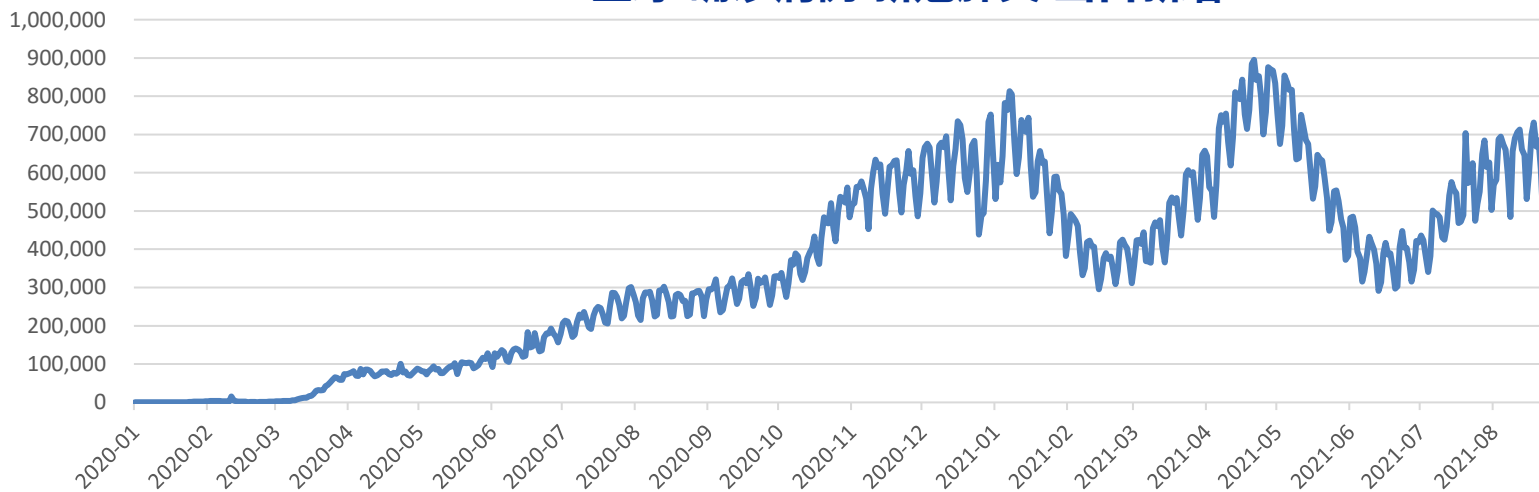
影响资产价格的核心因素

4

大类资产价格与商品展望

全球经济第三波修复仍在延续，美联储政策转弯

WHO:全球:确诊病例:新冠肺炎:当日新增



疫后经济修复

2020年Q2

中国经济复苏

2020年Q4

美国经济复苏

2021年5月

欧洲经济复苏

2021年年末

新兴经济体复苏

QE与政策转弯

全球货币宽松

中国货币政策
转弯

美国货币政策
转弯

美联储缩减QE

新能源与产业政策

中国产业政策
去产能

全球经济复苏错位和资源供给不足

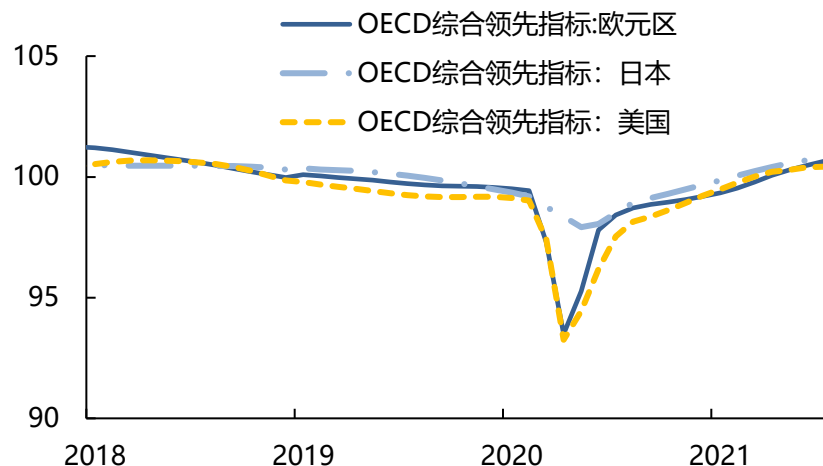
大宗商品价格波动的主要宏观因素

消费国（美国、欧洲）：美欧财政补贴刺激消费

生产国（中国、德国、日韩、东南亚）：贸易摩擦、科技封锁、疫情导致分化

资源国（俄罗斯、巴西、委内瑞拉等）：疫情失控，资源供给减少

OECD综合领先指标显示经济复苏分化

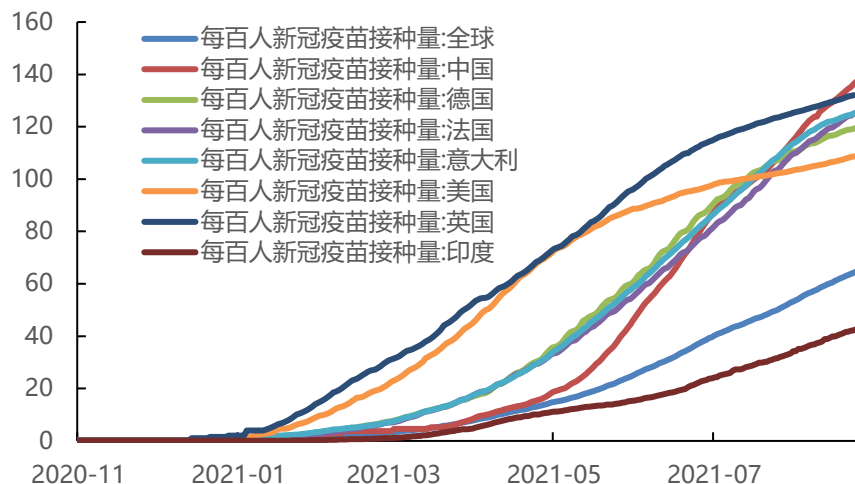


IMF预测年度	GDP实际增长率:全球	GDP实际增长率:发达经济体	GDP实际增长率:新兴市场和发展中经济体
2020	-3.27	-4.71	-2.20
2021	6.03	5.14	6.67
2022	4.42	3.63	4.98
2023	3.51	1.78	4.73
2024	3.37	1.61	4.57

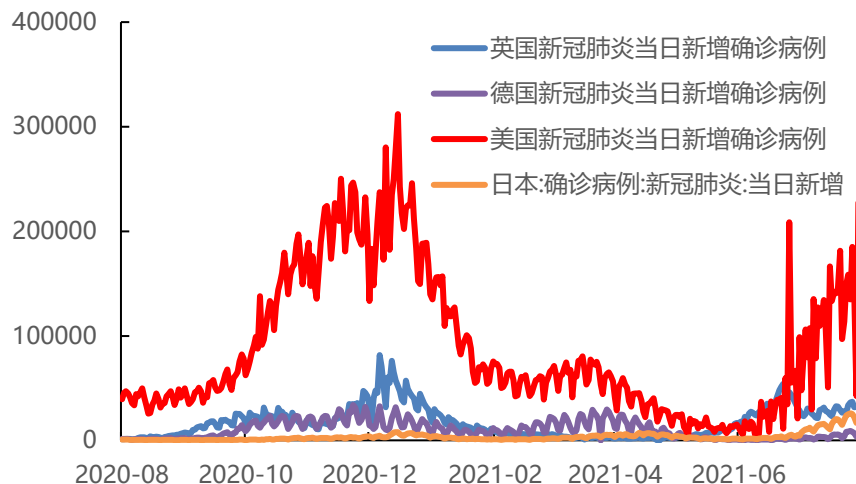
资料来源：Wind，申万期货研究所

1、疫情扰动—疫情与人类长期伴随

发达经济体疫苗接种率接近70%（人）



Delta变种病毒使得新增确诊病例重新回升（人）



资料来源：Wind，申万期货研究所

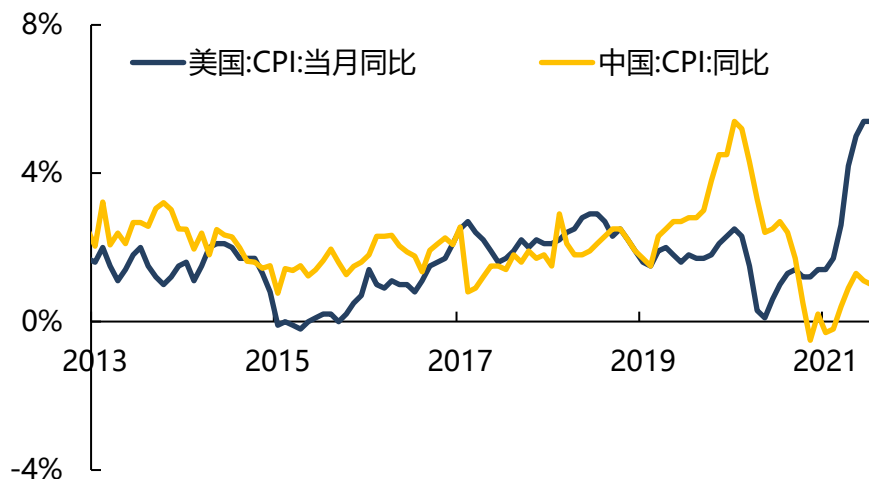
疫情长期伴随，全球疫苗分配、医疗条件和隔离措施等存在较大差异，新兴经济体仍然饱受疫情困扰。

- 美国目前接种速度有所放缓，但预计仍能于三季度完成70%覆盖率的群体免疫目标。目前在各国扩散的新冠病毒德尔塔变种对疫情防控的影响以及美国补贴的退出，可能使得美国经济的复苏力度不及市场的乐观预期。
- 尽管全球的疫苗接种率正稳步上升，但变异病毒也影响着全球防控形势。其中，随着Delta病毒在全球的快速传播，部分国家及地区出现了第三轮的疫情高峰。

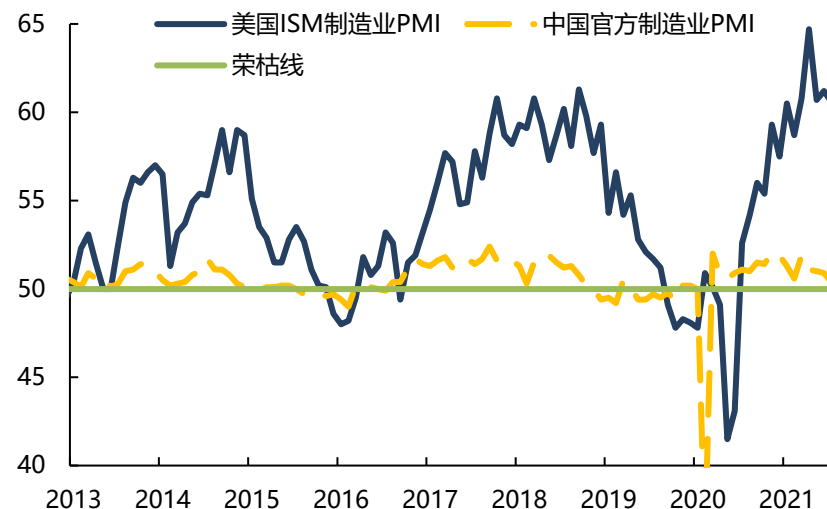
2、欧美经济复苏—中美周期分化，增强政策自主性

- **中国货币政策放松支持中小微企业。** 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，增强我国货币政策自主性，删除“不急转弯”表述。经济先行指标下降、PPI过度上涨，中小企业急需信贷支持和税收优惠。国常会要求适时运用降准等货币政策工具，缓解上游大宗商品涨价对中下游小微企业的影响。
- **美联储缩表抗通胀，逐步退出量化宽松。** 3月第一次讨论Taper、6月技术调整政策利率、7月新设SRF\FIMF流动性工具，核心通胀高企，9月或正式宣布Taper节奏和具体路径。
- **美联储缩表可能持续引发全球金融市场的动荡，进而传导至我国金融市场。**

中美通胀走势

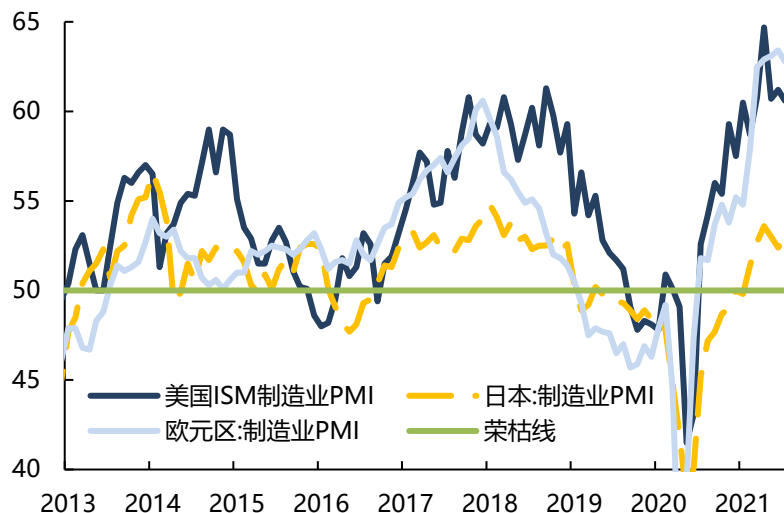


中美景气指数走势

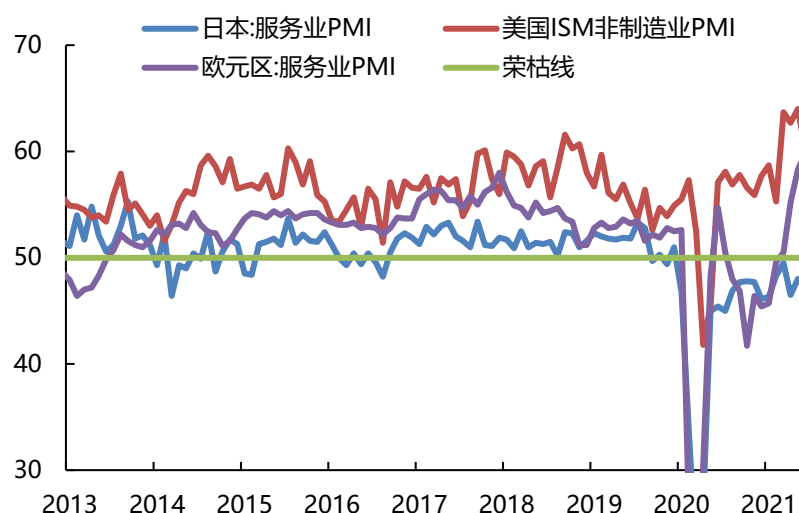


(1) 全球复苏仍在路上，欧美服务业处于高位

主要发达经济体制造业PMI (%)



主要发达经济体服务业PMI (%)



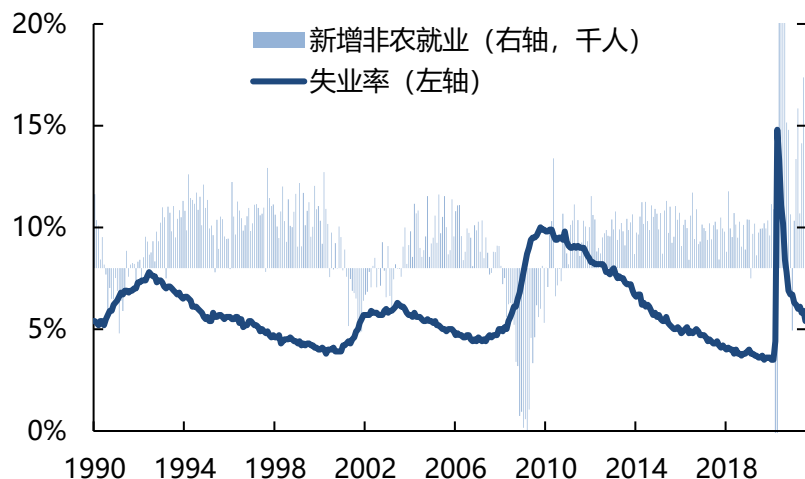
资料来源: Wind, 申万期货研究所

2020年下半年以来发达经济体制造业快速恢复，初期复工复产政策推动，现阶段进入需求推动尾部。

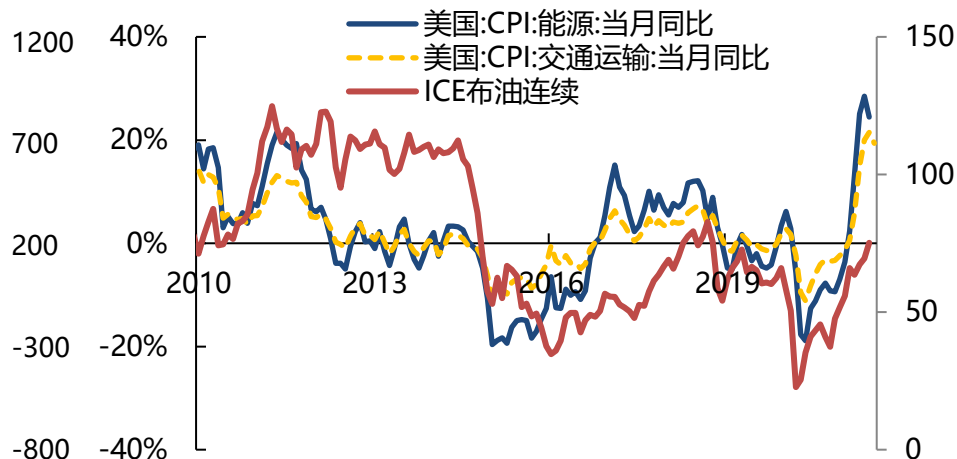
- **1、发达经济体制造业PMI维持高位。**美国7月ISM制造业PMI指数59.5%，连续第14个月扩张，回升动力主要来自库存、供应商配送和新订单分项。**欧洲5月初开始复工**，制造业PMI近期走弱。
- **2、美国服务业居于历史高位。**美国7月ISM非制造业指数上升至64.1，创1997年有数据记录以来的新高，订单积压分项指数也创历史新高。

(2) 油价回落和就业回暖，核心通胀居于高位

美国失业率和新增非农就业人数



油价低基数推动美国核心通胀走高

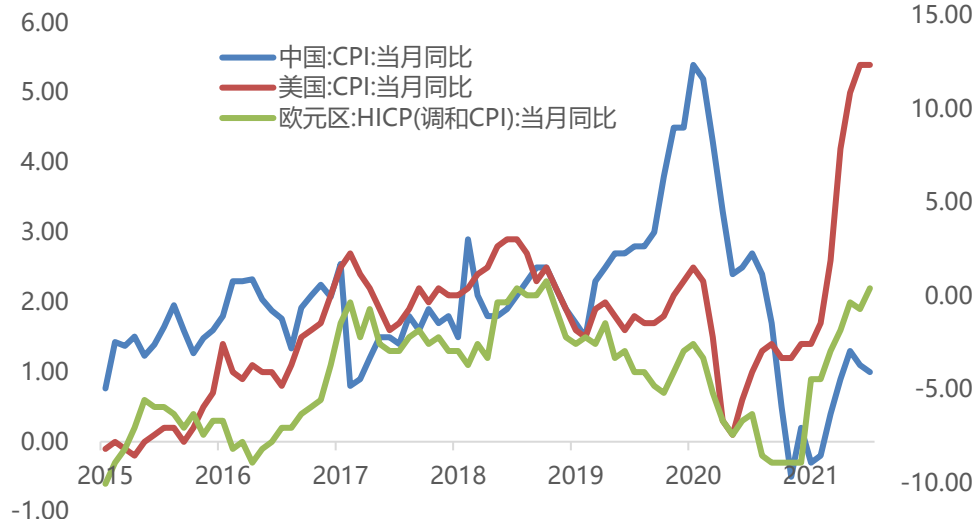


资料来源: Wind, 申万期货研究所

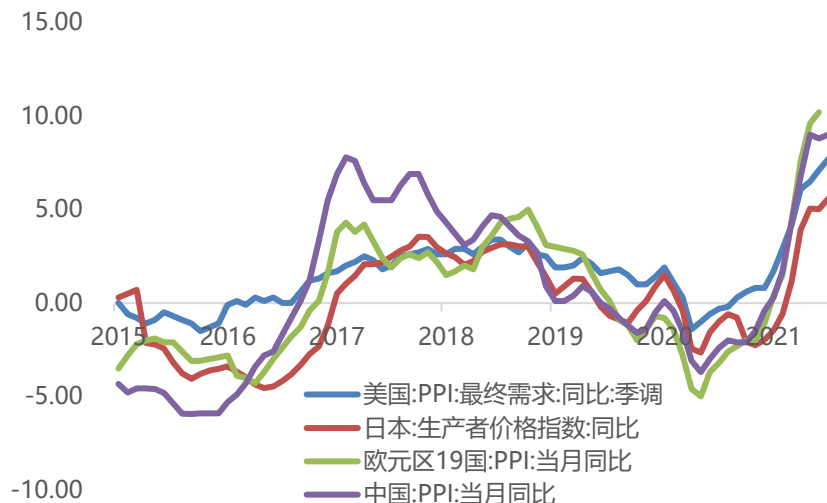
- **3、美国政府发放的疫情失业补助福利即将在9月6日到期，在这之前6月时美国一些州就已经相继宣布提前终止联邦失业补助。**失业救助的结束将有助于劳动者重返岗位，叠加美国已经逐步解除经济的封锁，就业市场将加速复苏，尤其是餐厅、酒吧、娱乐场所等具有高接触性质的服务行业。7月美国的新增非农就业数据94.3万人，失业率由前值5.9%降至5.4%。
- **4、美国通胀维持高位，7月份美国CPI同比上升5.4%，升幅与6月持平，为2008年来最大的单月同比涨幅。**核心CPI由4.5%小幅滑落至4.3%。具体来看，当月能源价格环比上涨1.6%，同比上涨23.8%。食品价格环比上涨0.7%，同比上涨3.4%。受全球汽车行业供应链瓶颈等影响，新车价格环比上涨1.7%。随着新冠疫苗接种率上升和经济重新开放，在供应链瓶颈与劳动力短缺背景下，消费需求激增超过企业生产能力，推动物价不断上涨。不过环比上看通胀增速出现边际放缓。
- **5、美联储逐步走向“缩减宽松 (Taper)”阶段。**

(3) 供需矛盾升温，全球工业通胀冲高

美国通胀压力最为显著(%)



主要经济体工业品价格同步飙升 (%)

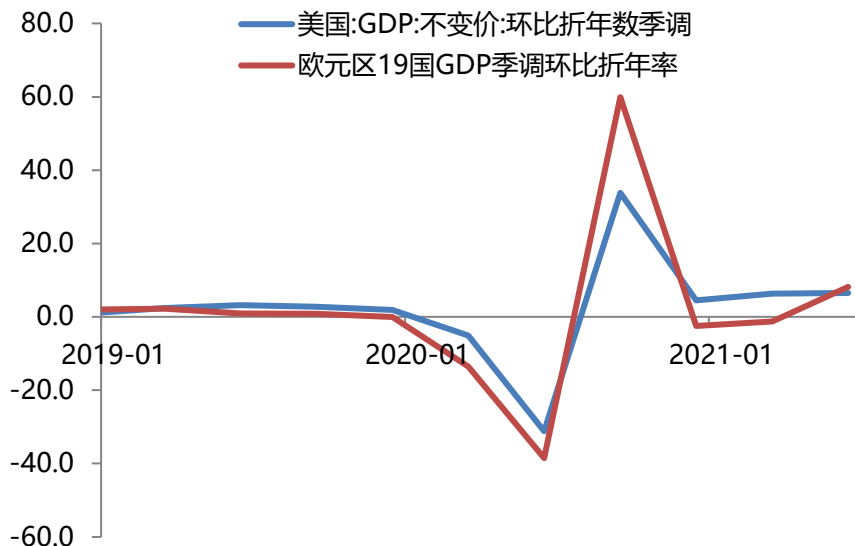


资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 美国受服务业就业不及预期、原油基数较低等影响，成为全球唯一核心CPI通胀上行的经济体，欧元区通胀也在加速冲高，中国和日本的核心通胀仍然处于正常区间。
- 全球货币宽松、实体经济活动修复、以及全球绿色经济转型，推动大宗商品涨价周期自2020年2季度开始持续。不同大宗商品有不同的供需缺口，供给端的调节能力将很大程度上决定商品涨价周期长短与方向。预计部分商品阶段性供需矛盾将在下半年持续，但是分化会更明显。举例来看，主要大宗商品中，原油库存仍然高于疫情前水平，铜的库存则低于疫情前水平，铜供给或许更加紧缺。

(4) 就业复苏接力财政补贴，拉动欧美消费复苏

美国和欧洲经济逐步修复 (%)



法案	发布日期	金额
《冠状病毒准备和相应补充拨款法》	2020/3/6	83亿美元
《家庭首次冠状病毒应对法》	2020/3/18	1920亿美元
《冠状病毒援助，救济和经济安全法案》	2020/3/27	2.2万亿美元
《薪资保护计划和医疗保健增强法案》	2020/4/24	4840亿美元
《新冠疫情救济法案》	2020/12/27	9000亿美元
《新冠疫情纾困法案》	2021/3/11	1.9万亿美元
基建法案	2021/8/10	5500亿美元

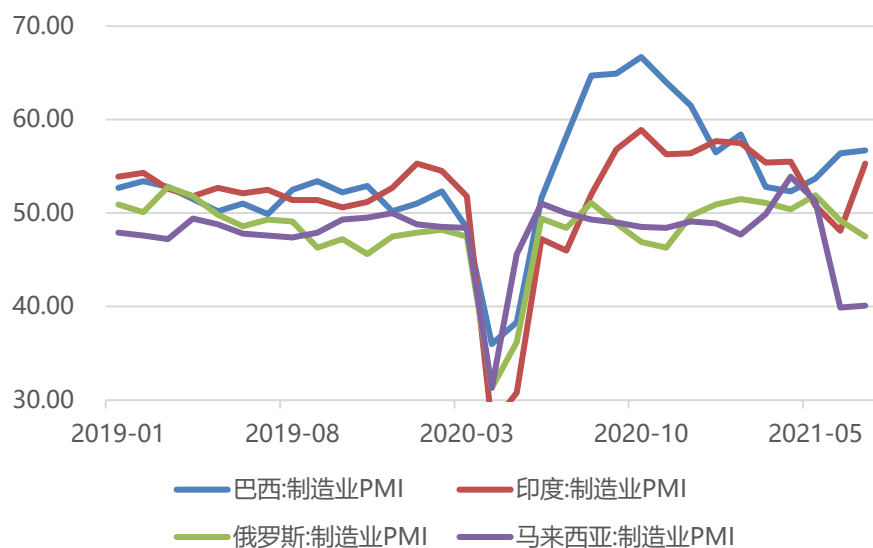
资料来源：公开资料，申万期货研究所

发达经济体通过货币政策提供流动性、财政直接补贴促进居民消费，美国经济在去年四季度后逐步复苏，随着疫苗接种人数的攀升，欧美经济重新开放延续了复苏势头，但是疫情方面存在扰动。

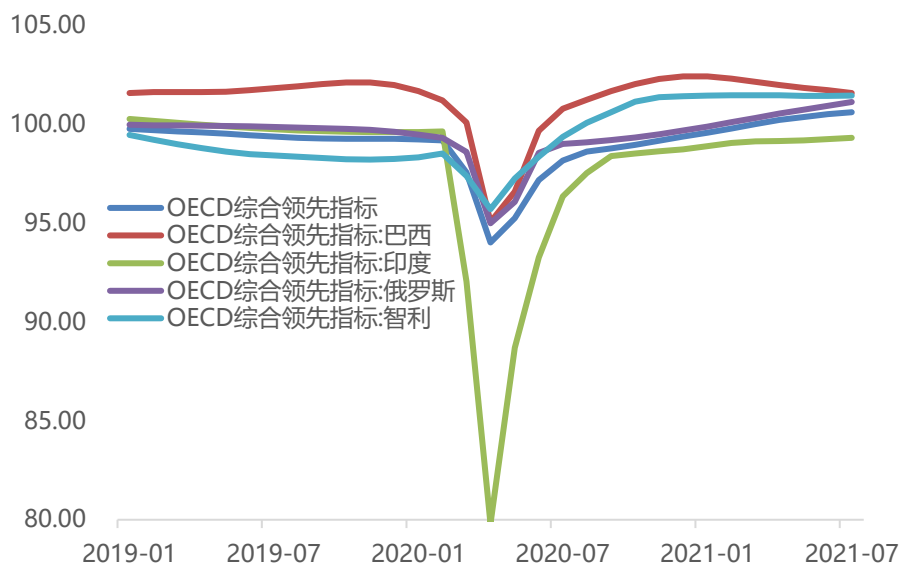
- **财政刺激传导：**“财政补贴——增加收入——商品消费走强——核心通胀上行”。2020年，发达经济体政府平均动用12.7%的GDP抗击疫情。最新的基建法案最终只通过5500亿美元的规模，相较最初提出时2.3万亿美元的规模相去甚远，市场对于美国强财政刺激的预期降低。
- **欧美经济延续复苏。**随着疫苗接种覆盖下经济重新开放，服务业需求的复苏使得欧美经济延续反弹，但在三季度受到来自delta变异病毒扩散的阻碍，疫情压力恐在更长的时间段内压低经济的长期潜在增速。

3、产业链供给修复较慢—新兴经济体滞涨

部分新兴经济体制造业PMI指数 (%)



部分经济体OECD综合领先指标 (点)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 新兴经济体去年下半年经济复苏相对较好, 巴西和印度制造业的复苏强度要强于发达经济体。但今年以来, 受到印度疫情大幅扩散影响, 呈现快速走弱态势。
- 疫情对部分原材料生产国和全球供应链造成了较大影响, 影响到巴西、智利等金属矿石出口国的生产能力, 大宗商品价格对需求变化的敏感度提升, 间接提升了大宗商品期货价格。

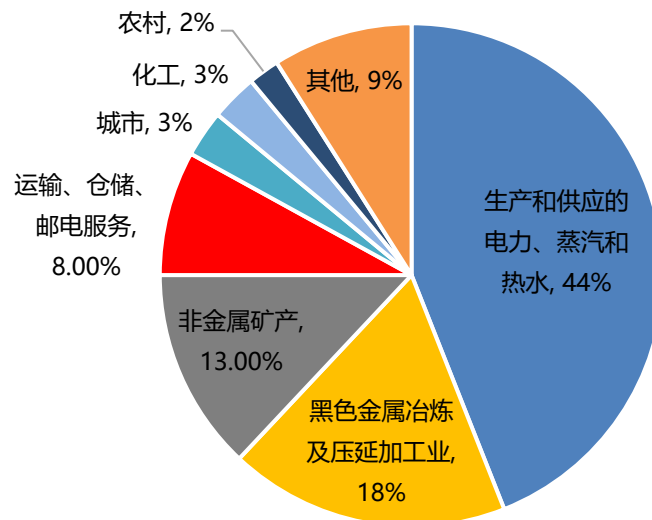
4、全球绿色经济转型，我国碳达峰碳中和政策明朗

高炉开工率(163家):全国 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

全国制造业行业碳排放量占比



- **绿色经济转型是我国长期政策，经济逐步告别粗放型经济，迈向高质量、可持续发展。**实现低碳转型，就必须让碳排放的成本显性化，让碳排放企业承担实际的社会成本，意味着商品的生产成本中将体现出碳价格的影响。
- **政治局会议强调大宗商品要“保供稳价”，纠正运动式‘减碳’。**我国碳排放量114亿吨，2060年碳排放量要降至30亿吨以下。当前化石能源碳排放主要源自于原煤能源（74.9亿吨），钢铁行业的碳排放量约19亿吨。我国电力供应结构以煤炭为主，火电占比72%，未来减少火电供应，加大新能源。**7月16日，全国碳市场上线交易启动仪式在北京、上海和武汉三地同时举行，占全国碳排放40%以上的2225家发电企业作为首批交易主体被率先纳入。**

宏观风险：地缘是长期问题，不能触碰原则问题

- **拜登宣布继续保持对华关税，与盟友共同制衡中国。**世界贸易组织裁决特朗普政府对中国征收的关税属非法。贸易战深远影响还在继续，光靠贸易战不可能逆转中国经济总量超过美国。以疫情和新疆为核心对中国进行攻击，试图在中国内部制造矛盾，同时在西方社会内部进行反华动员。
- **中美高层战略对话：主权和领土完整问题是重大的原则问题，在这些问题上，美方不要低估中方维护国家主权、安全、发展利益的决心，不要低估中国人民捍卫民族尊严和正当权益的意志。**

	美欧	欧俄	中美	中欧	中俄
货币关系	竞争	暂不存在竞争	中期和长远将出现竞争	中长期将出现良性互补竞争	暂不存在竞争
产业结构	竞争	互补互利	短、中期产业结构互补	短期互补，但中长期将渐渐出现竞争	互补
政治制度、意识形态	相容	不完全兼容、但可以联盟	难相容，竞争	不兼容，但不对立，可以合作	相容，但俄罗斯的欧洲情结与东方取向矛盾
地缘利益	欧洲感受美国战略打压，日趋相容	共同面对美国美国打压，合作对双方有利	冲突	美国划定美洲和太平洋势力范围，中亚、中东及非洲将成为中欧竞争场所，包括货币和资源的竞争	面对共同对手美国，利益一致；但长远而言谁主导中亚将成为中俄的矛盾
军事关系	长远来看北约矛盾深化，欧洲将寻求军事独立自主	乌克兰问题暂时舒缓，在打击ISIS问题上军事合作，在中东问题上趋向合作	紧张	不对立	可以合作

目 录

1

全球宏观经济与地缘形势

2

国内经济走弱与政策调整

3

影响资产价格的核心因素

4

大类资产价格与商品展望

形势严峻，有保有压，脱虚向实，立足长远

- 中共中央政治局7月30日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。
- 基本判断：当前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。
- 监管与扶持并举：四大领域将加强监管，包括大宗商品稳供保价；同时扶持四大领域，保持经济运行在合理区间。
- 中长期目标：经历2018年中美贸易摩擦、2020年新冠疫情两次大冲击后，意识到科技创新和产业链完整的重要性，从楼市、互联网转向硬科技、高端制造，这是大势所趋，中国经济加速产业升级、脱虚向实，2025年迈入世界制造强国行列；到2035年，达到世界制造强国阵营中等水平；到新中国成立100周年时，要跻身世界制造强国前列。

外部环境复杂严峻，国内经济不稳固、不均衡

	430政治局会议	730政治局会议
经济形势	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	当前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。
政策导向	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。	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。
财政政策	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。	积极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。
货币政策	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。	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。
房地产	稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。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，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。	加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。 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。 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。
具体经济工作		
改革开放	要推进改革开放，深入实施国企改革三年行动方案， 优化民营经济发展环境。	要加大改革攻坚力度，进一步激发市场主体活力。 坚持高水平开放，坚定不移推进共建“一带一路”高质量发展。
民生	加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。保障和改善民生， 强化就业优先政策。	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

国内经济恢复仍然不稳固、不均衡

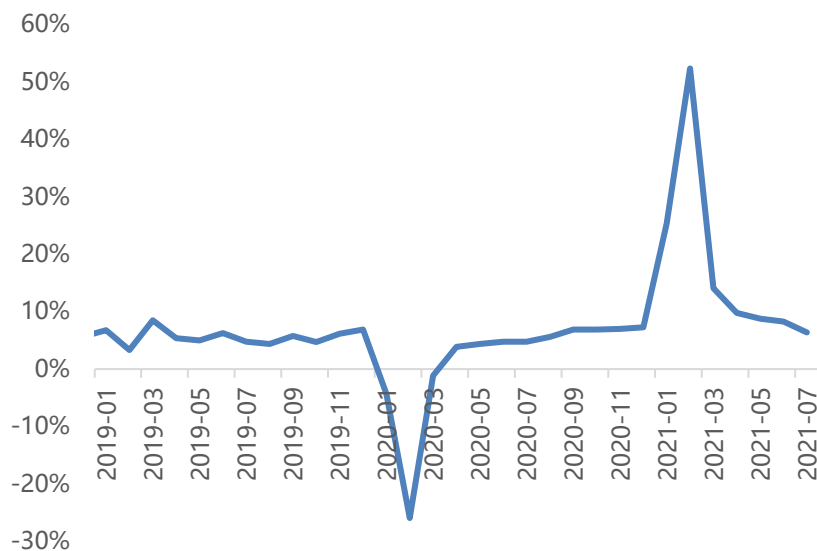
■ **经济恢复不稳固、不均衡：**下半年，随着基数效应的褪去，经济数据存在较大回落的可能，因此需要统筹做好两年协调，让今明两年的经济增速均保持在合理水平显得尤为重要。形成实物工作量一方面是在强调要剔除基数效应后实实在在的增长，另一方面也表明会加强对中小企业以及困难行业等薄弱环节支持力度，为明年经济恢复打好基础。

	同比增速 (%)			2021vs2019		
	2020年6月	2021年6月	2021年Q1	2021Q2	19年6月	19Q2
GDP同比实际增速 (%)			18.3	7.9		11.4
工业增加值 (同比增长率, %)	4.8	8.3	28.1	9.0	13.5	13.7
社会消费品零售总额 (同比增长率, %)	-1.8	12.1	33.9	13.9	10.1	9.4
固定资产投资 (单月同比增长率, %)	5.3	6	25.6	7.2	11.7	11
#制造业投资	-3.5	16.4	29.8	15	12.3	9.3
#基建投资	8.4	-0.3	26.8	-0.5	8.0	7.6
#房地产开发投资	8.5	5.9	25.6	9.3	15	18
房屋销售面积 (同比增长率, %)	2.1	7.5	63.8	11	9.8	14.5
房屋新开工面积 (同比增长率, %)	8.9	-3.8	28.2	-6.1	4.7	-2.5
出口额同比增长率 (%，美元计)	0.2	32.2	48.8	30.4	32.5	30.5
进口额同比增长率 (%，美元计)	3.2	36.8	27.5	43.7	41.2	30.3

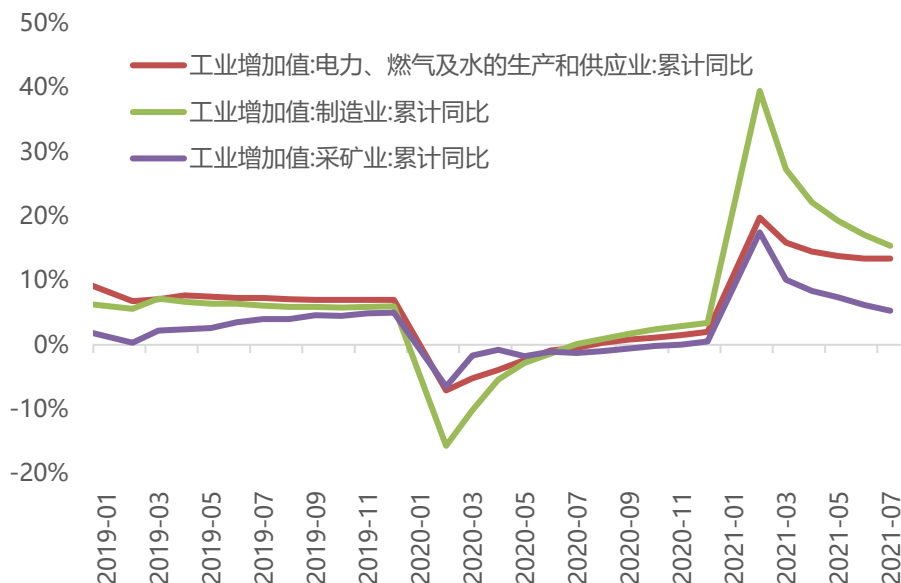
工业生产维持在较高水平，下半年趋于回归常态

- 2021年7月，规模以上工业增加值同比实际增长6.4%，两年平均增长5.6%，连续三个月下降，反映工业生产受到上游涨价以及下游需求孱弱收缩明显。
- 近期极端天气扰动以及疫情再度多地爆发导致下游需求回落明显，预计后续工业生产下行压力较大，此前由于原材料价格的上涨导致的下游需求走弱可能逐步传导至中上游，对制造业生产产生抑制作用，此外，外需爆发式增长后可能走弱，工业增加值预计探底，需要货币政策边际宽松扶持。

工业增加值 (%)



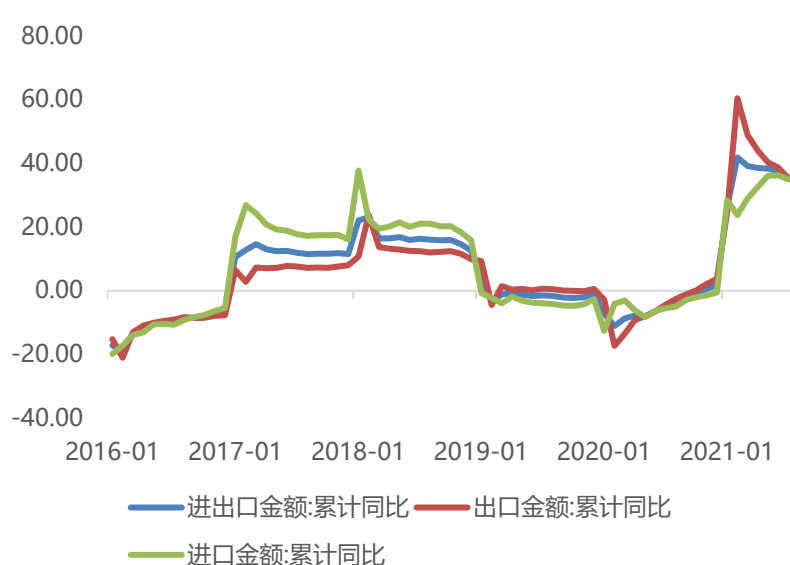
工业增加值分项 (%)



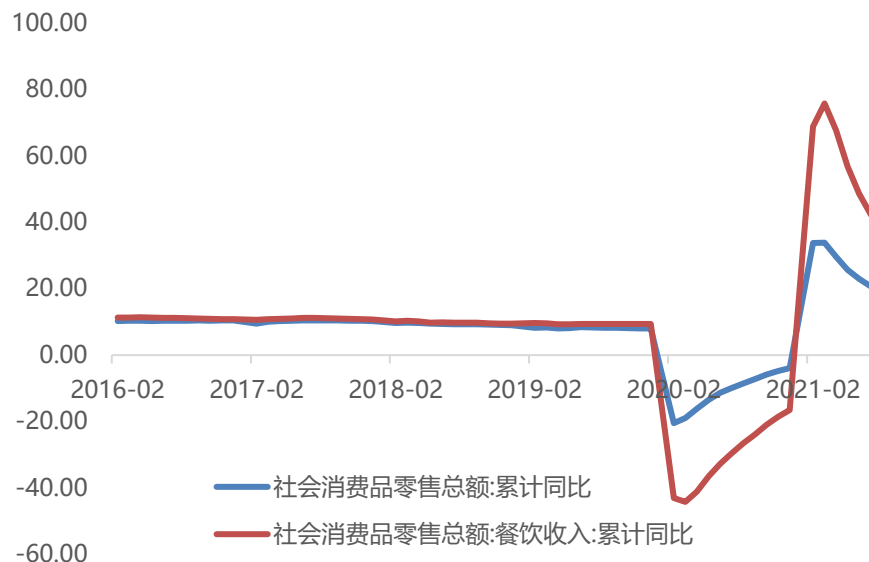
1、内外需均面临挑战：出口回落与消费疲软

- 海外解封加快，全球产业链有所恢复，出口动力回落明显，价格上涨则推动进口增速快速回升。防疫用品连续四月为负，消费品（鞋靴、箱包、手机）出口缩量明显，机电、高新技术产品出口（集成电路、液晶面板）量价齐升，仍处于较高水平。7月大宗商品进口数量贡献已跌至负值，但在负值区间继续走弱，价格贡献延续从前期高点回落趋势，较上月继续下降。
- 消费复苏进程落空，离疫情前水平仍有较大恢复空间。7月，社会消费品零售同比增长8.5%，两年复合增速3.6%，消费复苏节奏回落明显。本月消费主要由于暴雨极端天气以及南京散发疫情冲击，但剔除疫情后下游居民消费本身下滑，互联网教培行业裁员潮下拖累就业和消费表现。

外需逐步回落（%）



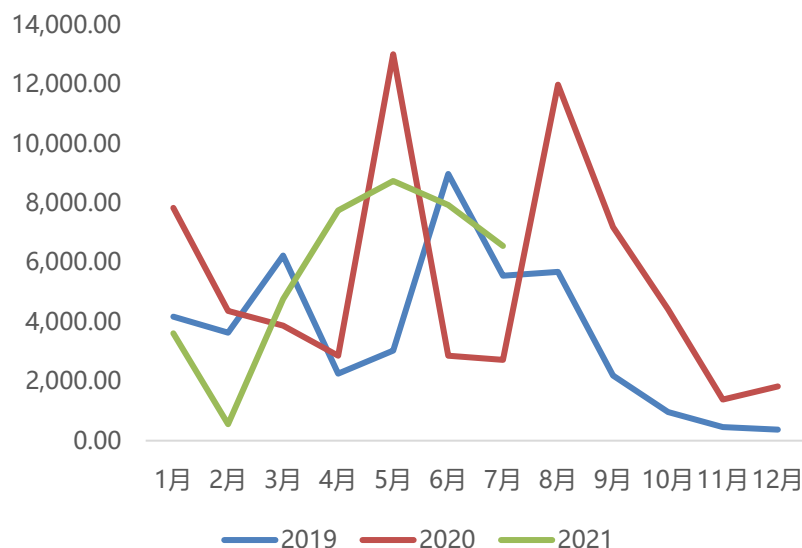
消费离疫情前仍有较大修复空间（%）



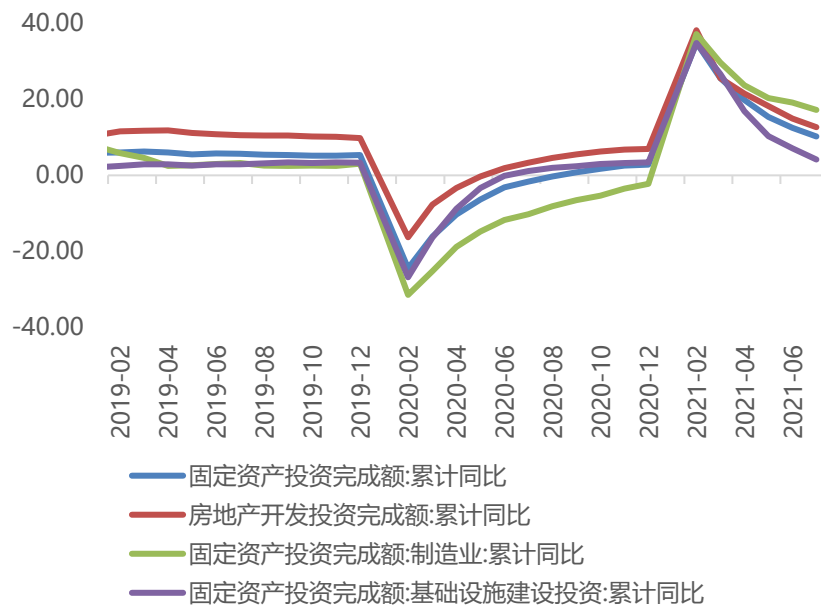
2、引导均衡投资：调控房地产与扶持制造业

- 投资增速距疫情前5.5%的增速差距扩大，制造业>地产>基建拉动的不均衡格局明显。1-7月份，固定资产投资同比增长10.3%；比2019年1-7月份增长8.7%，两年平均增长4.3%。其中，房地产开发投资两年平均增长8.0%，小幅低于2019年全年9.9%的增速。基建由于财政后置疲软明显，制造业成为唯一支撑。
- 政策力度下降，投资拉动将降低。今年市场流动性相对充足，新增专项债首发推迟3月末，相比2019-2020年明显滞后，规模也少于过去两年同期，截至7月底新政专项债1.35万亿，占全年额度仅40%，8月审批加快后基建支撑有望在下半年滞后体现。

政府债融资发行滞后（亿元）



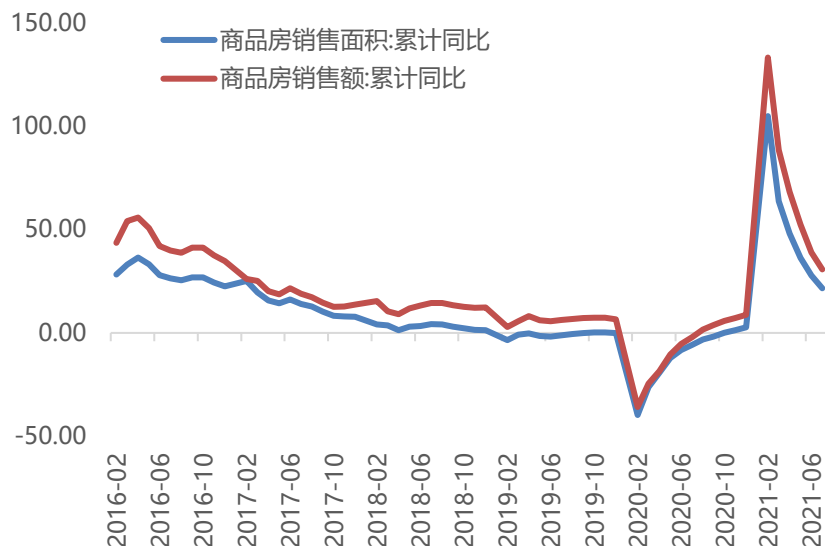
基建投资增速下滑较快（%）



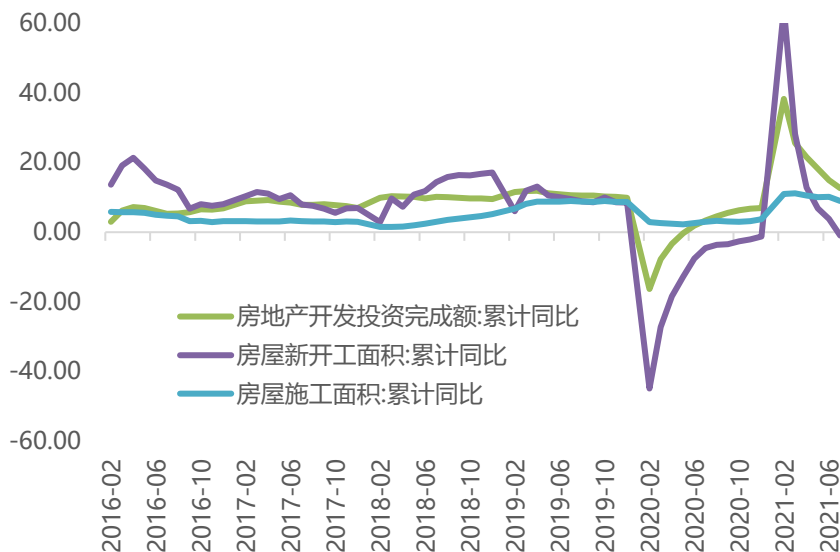
地产融资控制趋严，房地产投资逐步回落

- 房地产投资、销售和开发企业资金受到监管打压持续处于低位，对经济支撑有限。1—7月份，全国房地产开发投资同比增长12.7%；比2019年1—7月份增长16.5%，两年平均增长8.0%。商品房销售面积同比增长21.5%；比2019年1—7月份增长14.5%，两年平均增长7.0%。房地产开发企业到位资金同比增长18.2%；比2019年1—7月份增长19.2%，两年平均增长9.2%。
- 房地产贷款调控措施趋于严厉，房地产销售高位回落，某种程度上影响房地产后期投资的拉动作用。现阶段，房地产竣工和施工增速保持平稳，但信贷受到抑制后会打压房企拿地和开工意愿。

商品房销售开始回落（%）

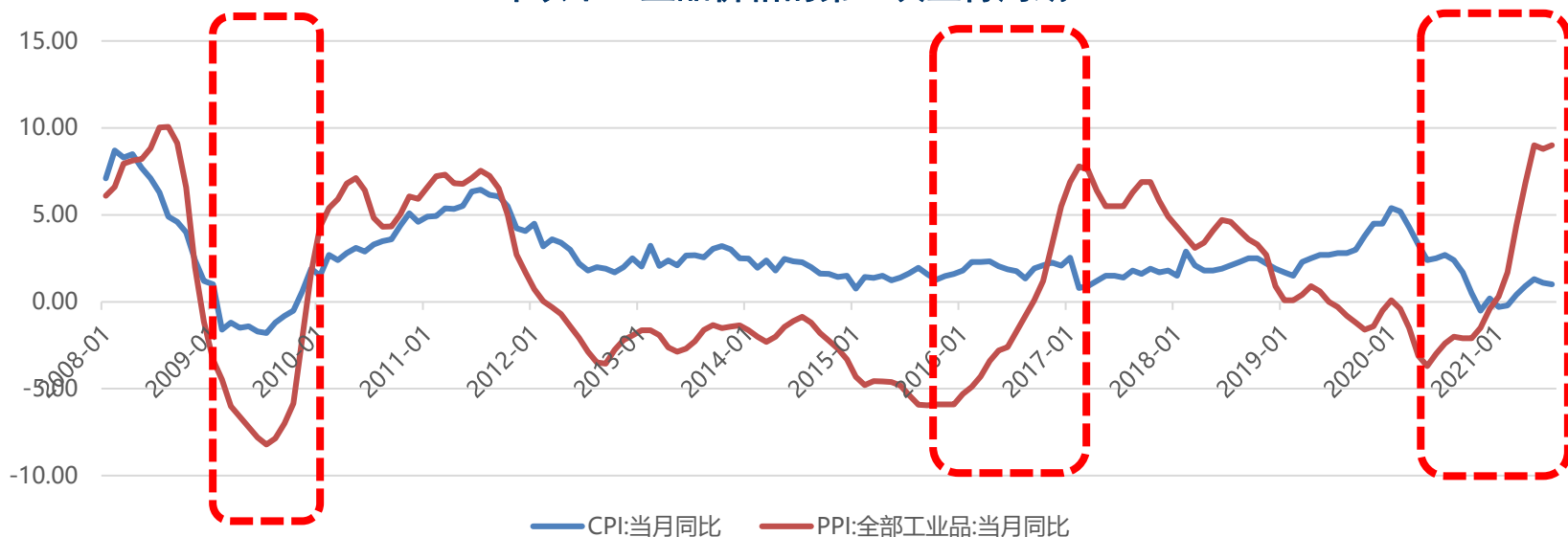


房地产新开工面积快速下滑（%）



3、政策压力：工业品周期未完，预期管理加强

2008年以来工业品价格的第三次上行周期

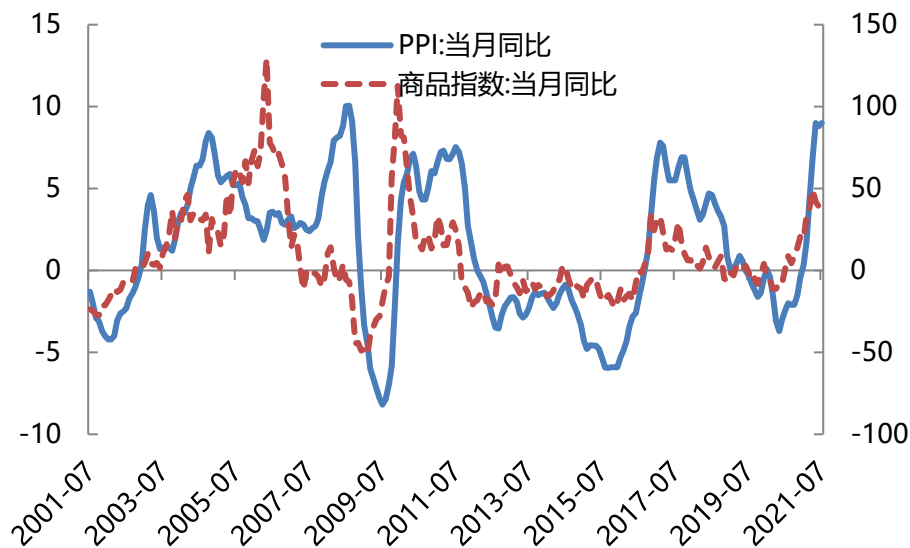


资料来源：Wind，申万期货研究所

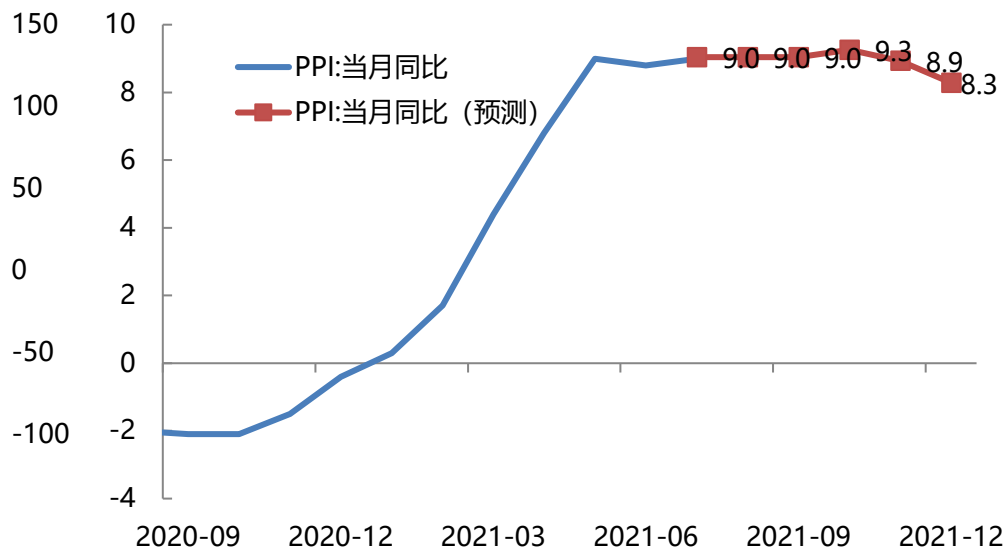
- **工业品价格周期已经持续超五个季度：**去年3月份以来工业品价格走出上行趋势，今年国际原油价格、国际铜价、国内黑色商品、CRB现货指数等明显上行，拉动PPI加速回升，预计三季度见顶。
- **消费品价格上行空间较小。**受去年高基数影响，猪肉价格同比增幅大幅减少，是CPI维持低位的主要原因，非食品价格低迷反映内需增长缓慢对价格指标的传导仍不明显。
- **央行二季度货政报告认为，全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国PPI，但输入性通胀的风险总体可控，我国经济保持了总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。**

工业品价格增速高位持续周期或超过半年

商品指数与PPI当月同比 (%)



PPI同比及预测走势 (%)



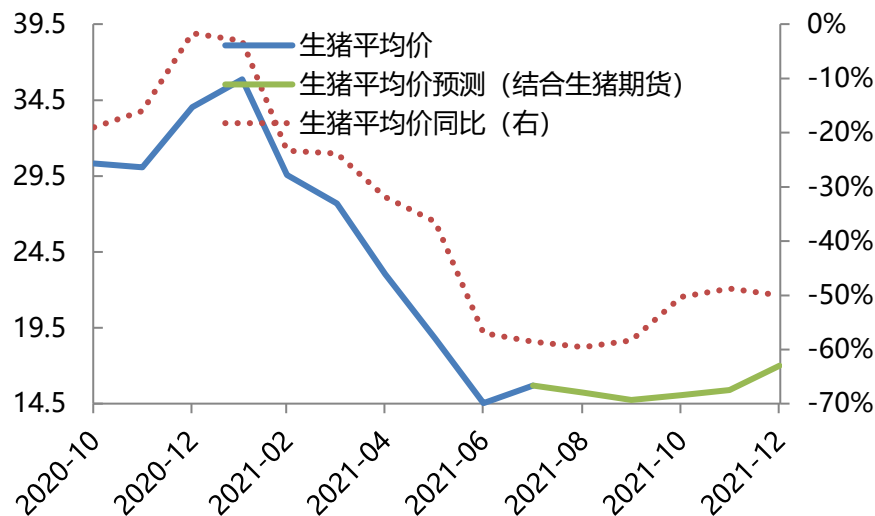
资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 我国在2004年、2007年—2008年和2011年经历三轮显著的高通胀时期。但是2012年—2013年之后，经济步入下行期，通胀进入“结构化”时代，高通胀时期CPI和PPI间的联动性下降。
- 全球大宗商品价格上涨，给我国带来结构性通胀压力。商品指数同比大约领先PPI同比6个月。受工业生产持续回升，市场需求继续回暖，大宗商品价格指数仍有可能上行，预计将带动PPI维持高位。6月以来商品指数已经开始下行，代表下游需求回落，去库存压力下上游PPI持续动力不强，预计四季度回落。

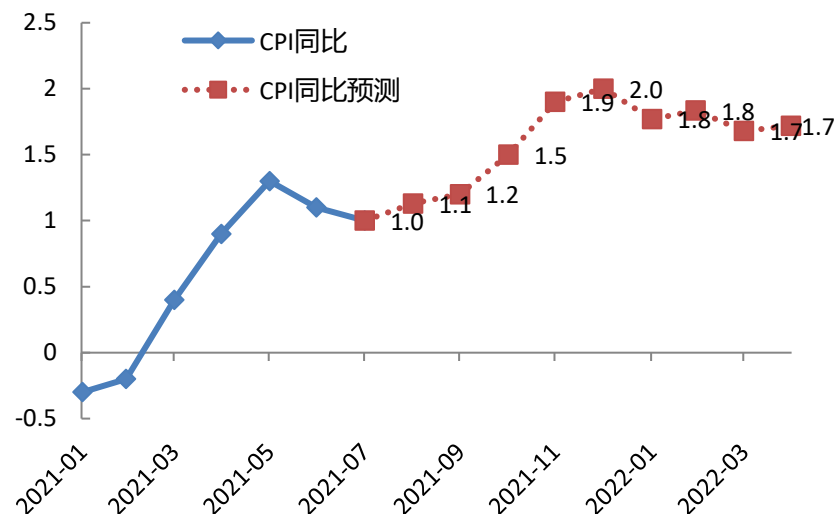
猪价对冲效果显现，消费品价格涨幅可控

- CPI中非食品价格与PPI高度相关，PPI快速回升带动非食品价格回升，7月份猪肉价格下降推动CPI跌幅扩大。不过在产能不断恢复的大背景下，生猪价格已经达到非洲猪瘟发生前同期水平。根据生猪期货远月合约的价格，今年生猪期货价格同比为负，但四季度开始回升。这意味着猪肉及其替代品对CPI同比的贡献将继续为负但即将收窄负值区间。
- CPI涨幅平缓，央行采用货币政策调控的概率较低。在非食品与猪肉价格错位情况下，预计CPI同比将继续回升，但涨幅可控，四季度将达到本轮通胀高点。

生猪价格走势预测及同比（元/千克，%）



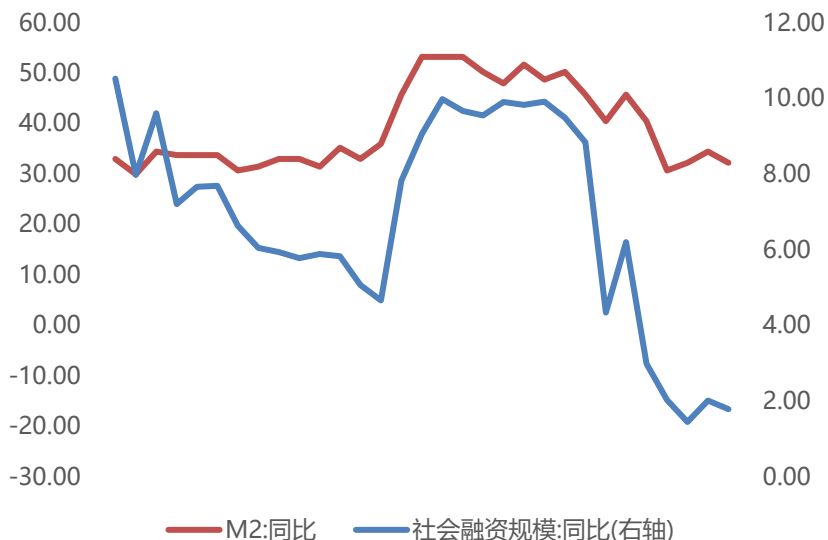
CPI同比及预测走势 (%)



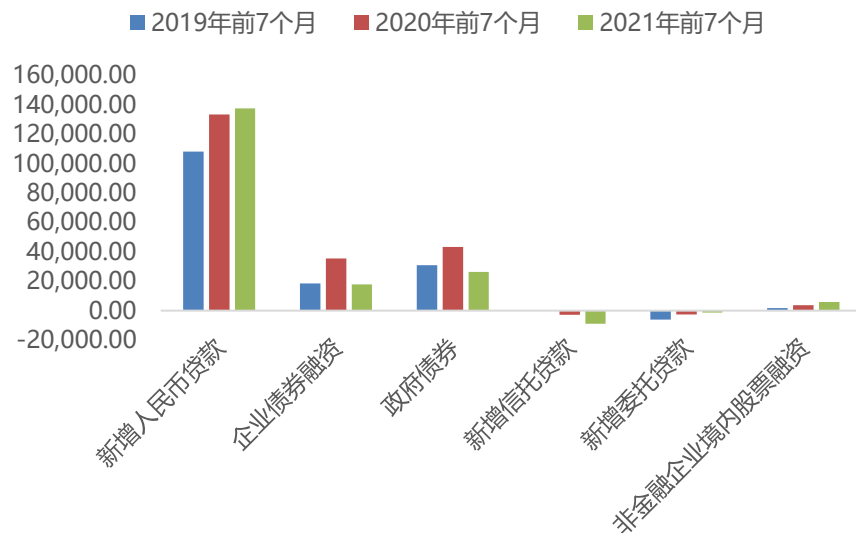
货币政策已经正常化，金融数据趋势性缓慢回落

- 货币政策常态化，贷款、企业债、政府债融资明显回落。去年疫情特殊时期，央行为防止企业出现现金流断裂的情形，为企业正常经营提供必要的流动性支持；直接融资方面，创下了企业债净融资的最高水平，目前债券融资由于财政后置处于低位，预计8月开始发力。
- 7月的经济数据出现全面回落，居民的购房需求被贷款集中度管理和“三道红线”抑制，且通胀对需求的负面冲击开始显现，工业品通胀由价格传导和成本抬升对商品消费需求以及固定资产投资形成抑制。近期央行召开信贷分析会议，提出保障信贷需求，预计会针对制造业和碳中和行业出台结构化宽信用政策。

社会融资规模存量与M2同比走势 (%)



1-7月社会融资规模 (亿元)



经济数据缓慢回落，长期经济增长点仍在培育

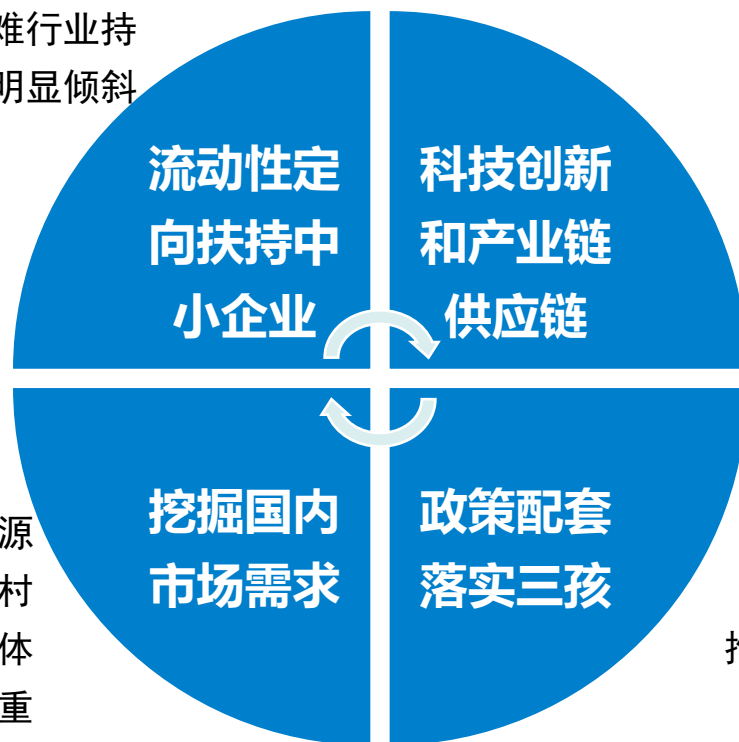
- **生产回落明显。**海外疫情风险降低，出口需求和投资缓慢回落。
- **消费修复相对缓慢。**内外双循环的实现，需要国内消费支撑；国内疫情多地反复，也使得消费信心修复不及预期。就业仍需政策大力支持，下半年经济弹性体现在消费领域。
- **投资保持温和托底。**下半年专项债发行规模加大，货币维持宽松且信贷将差异化宽松。
- **综合：**由于2020年GDP总量较低，结合基数效应，全年季度经济增速逐步回落，预计**2021年经济增速在8.2-8.9%的区间。**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
GDP：实际（%）	6.9	6.7	6.8	6.6	6.4	2.3	8.6
工业增加值（%）	6.1	6.0	6.5	6.3	6.2	2.8	10.6
固定资产投资增速（%）	10.0	8.1	7.2	5.9	6.0	2.9	7.2
社会消费品零售总额增速（%）	11.0	10.4	10.2	9.1	9.0	-3.9	14.8
居民消费价格指数（%）	1.4	2.0	1.5	2.1	2.3	2.5	1.2
生产资料价格指数（%）	-5.2	-1.4	6.5	3.8	2.0	-1.8	6.0

资料来源：Wind，申万期货研究所

四扶持：中小企业、国内市场、科技创新、三孩

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，央行信贷政策将明显倾斜。



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。

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。

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。

四监管：互联网、校外培训、房地产、大宗商品

校外培训

7月24日，中共中央、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。多地出台政策细则，明确学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。

房地产调控

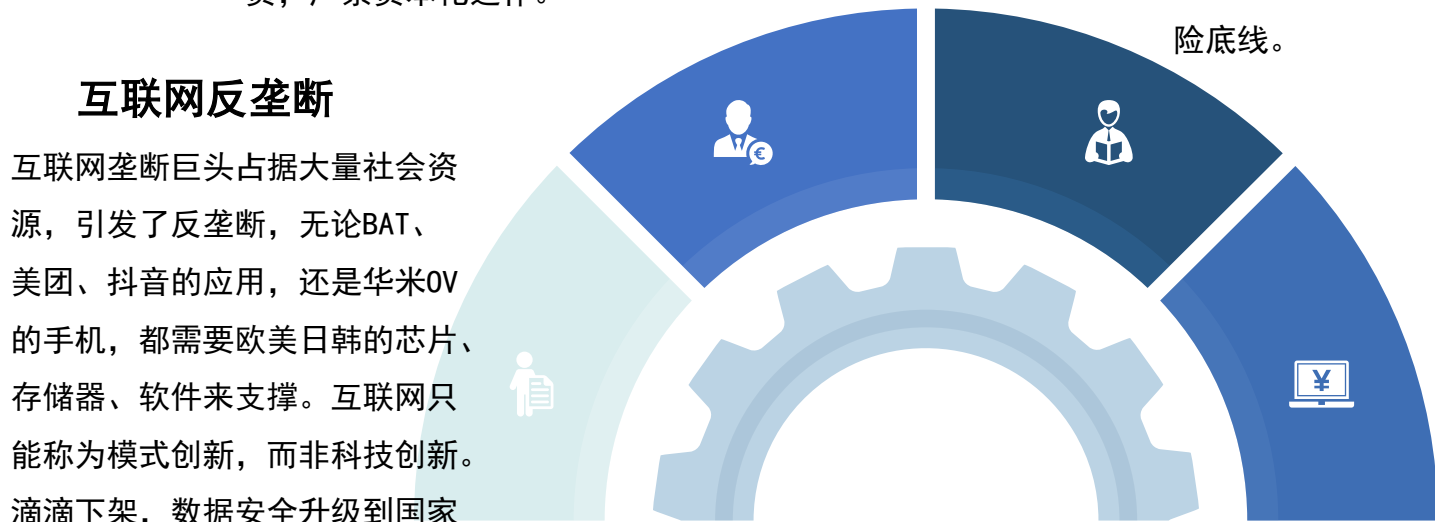
房地产业发展将围绕抑制投机性房产交易和扩大住宅基础属性的房产政策落地为主，针对重点地区和热点城市，上调房贷利率、抬高购房门槛、规范购房行为，坚守防范重大金融风险底线。

互联网反垄断

互联网垄断巨头占据大量社会资源，引发了反垄断，无论BAT、美团、抖音的应用，还是华为0V的手机，都需要欧美日韩的芯片、存储器、软件来支撑。互联网只能称为模式创新，而非科技创新。滴滴下架，数据安全升级到国家安全层面

大宗商品保供稳价

保供稳价政策初步实现目标。铜锌分批次，不定期开展市场调节，引导预期效果。生猪开启收储，稳定市场预期，猪粮比回升至警戒线以上。运动式减碳开始纠偏，上游价格开始回落。

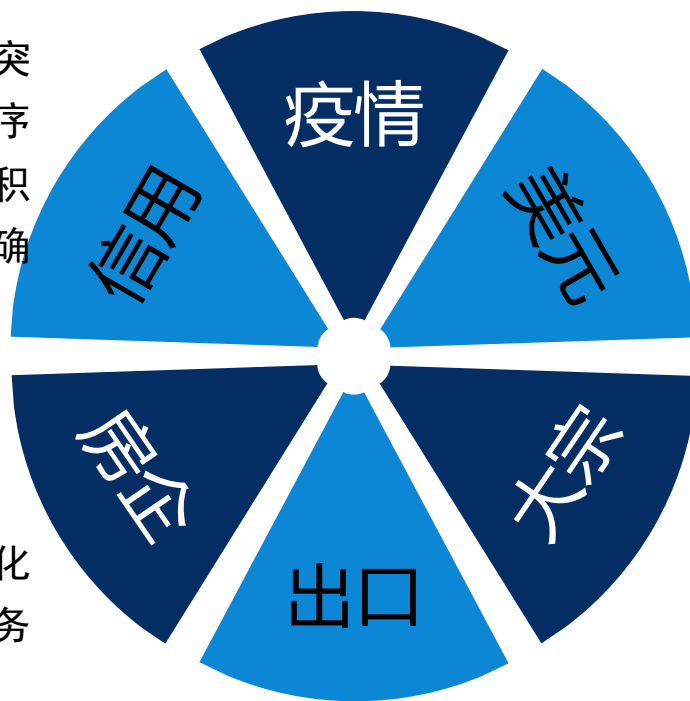


防范重点领域风险，落实财政金融风险处置机制

经济恢复依旧不均衡，国内外经济金融形势正在发生深刻变化，不确定性因素增多

房地产和地方隐性债务风险突出，社会资本在金融领域无序扩张问题有待进一步整治；积极化解地方政府隐性债务，确保不发生系统性金融风险

持续遏制房地产金融化泡沫化，积极化解地方政府隐性债务



美联储货币政策收紧预期增强，可能引发全球金融市场动荡

大宗商品价格上涨持续增加中下游企业成本上升压力

多因素共同作用可能导致出口增速大幅放缓

目 录

1

全球宏观经济与地缘形势

2

国内经济走弱与政策调整

3

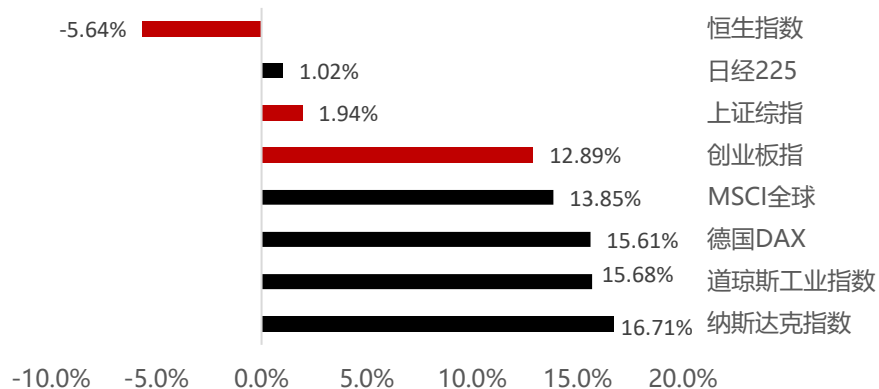
影响资产价格的核心因素

4

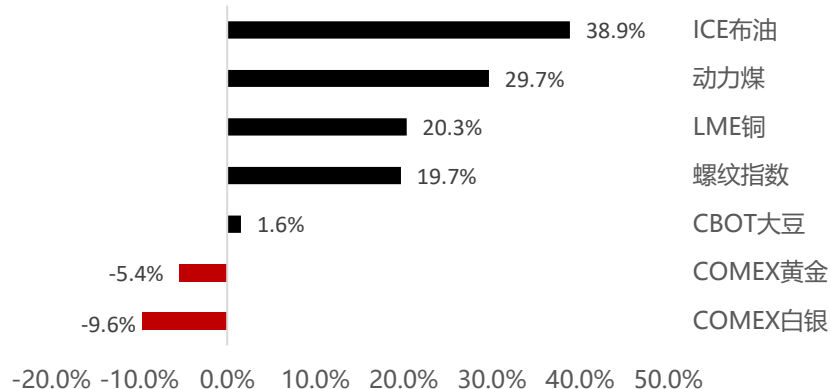
大类资产价格与商品展望

今年以来商品和权益牛市，欧美长期债券走熊

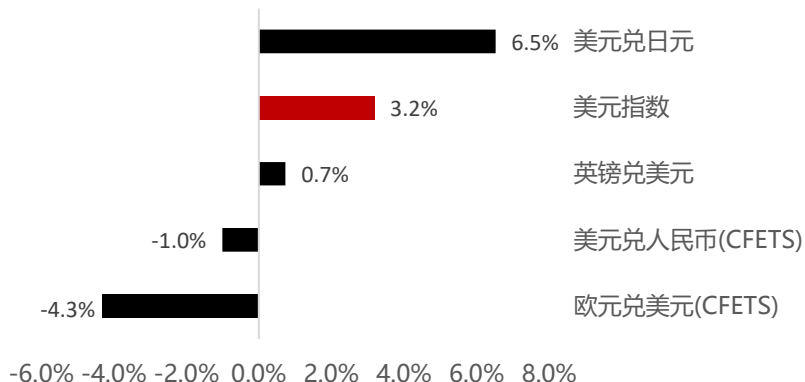
2021年以来主要股票指数表现



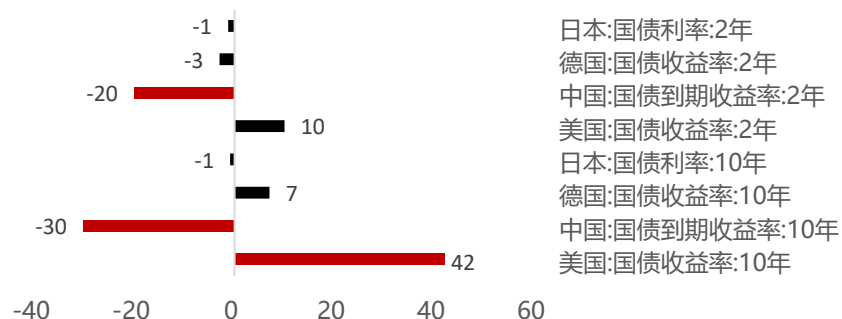
2021年以来主要商品表现



2021年以来主要货币表现



2021年以来主要国家国债收益率涨跌 (BP)



大宗商品本轮涨幅接近上一轮

	2009年低点	2011年高点	涨幅	2020年低点	2021年6月	涨幅
Nymex原油	38美元	113美元	197%	15美元	73美元	387%
LME铜	2820美元	10000美元	255%	4370美元	10700美元	145%
LME铝	1280美元	2700美元	111%	1455美元	2600美元	79%
螺纹钢				3100元	6200元	100%
铁矿石价格指数				86美元	220美元	156%
标普高盛商品指数	3300点	5600点	70%	1260点	2520点	100%
标普高盛工业金属指数	853点	2069点	143%	972点	1762点	81%

资料来源：Wind，申万期货研究所

影响资产价格的核心因素

今年以来，商品和股市上行，美债长端收益率上行：

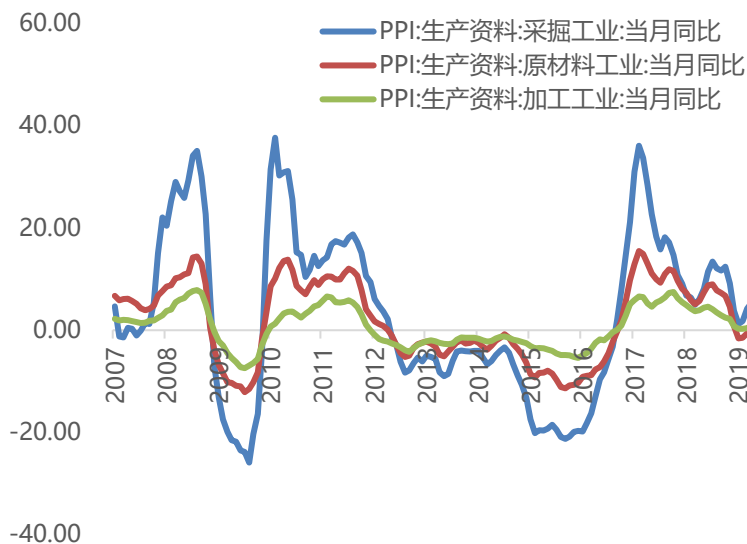
- **1、经济复苏。**欧美经济复苏，需求增加、供给不足推升大宗商品价格；
- **2、流动性充足。**复苏和流动性投放拉动企业盈利，利润提升预期推高欧美股指；
- **3、产业政策。**科技和绿色转型是长期主线，国内股指分化，芯片、光伏和新能源驱动科创板和创业板指数涨幅超过10%，主板中周期在商品价格带动下业绩大幅提升，但全市场指数涨幅较小。

下一阶段，资产配置需要关注：

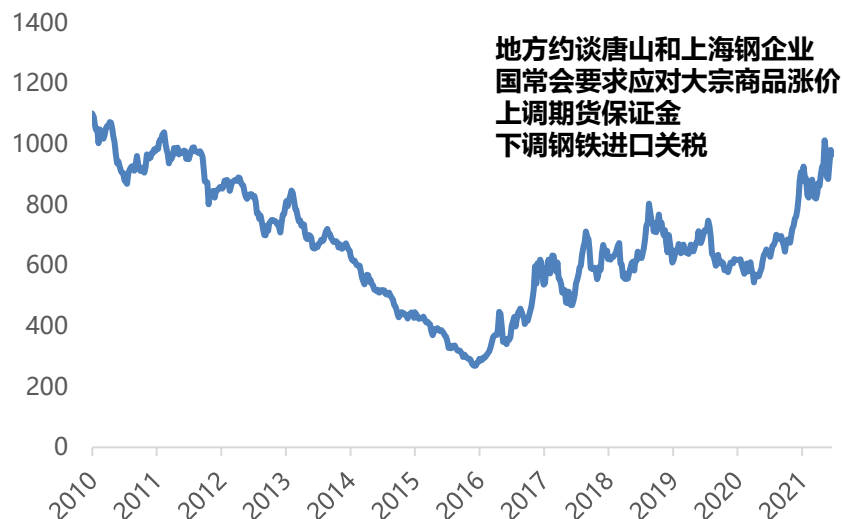
- **1、通胀压力。**三季度，全球通胀压力仍将延续，原油仍有上行动力，导致美国核心通胀和全球工业品价格指数继续冲高。工业品价格走高不利于制造业，利空部分行业板块。
- **2、联储政策。**四季度，美联储政策转弯，美元可能脱离底部上行，不利于贵金属。此外，俄罗斯抛售美债和美国通胀见顶后，美国10年期国债收益率有望上行，阶段不利于高估值板块和风险资产。
- **3、产业政策。**绿色转型已经成为长期政策，高排放产业产能收缩成为长期趋势，阶段性推升相关大宗商品价格。

资产逻辑1：调控信号明确，大宗不要上涨

PPI分项指数均已经接近历史新高 (%)



Wind煤焦钢矿收盘价 (元)

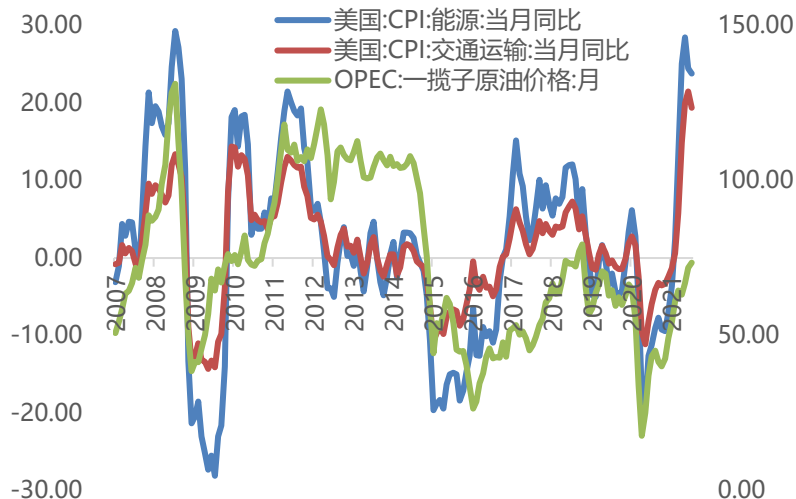


资料来源：Wind，申万期货研究所

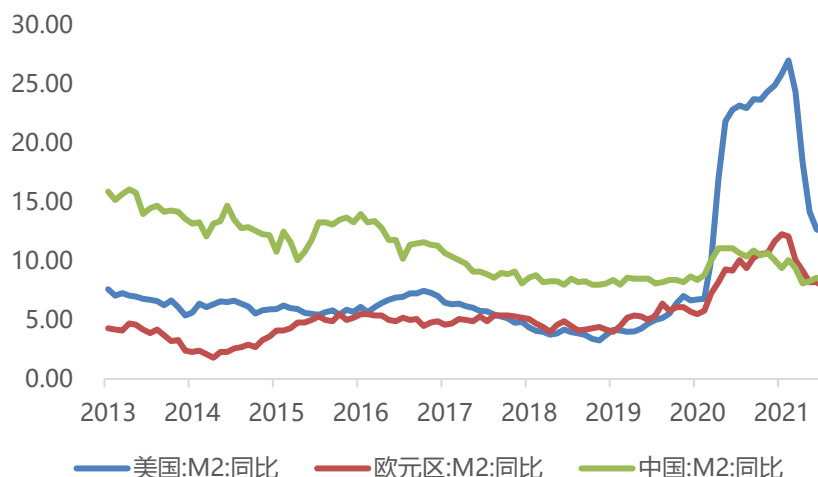
- **产业政策和地缘问题推动大宗价格处于高位。**大宗商品价格上涨，7月PPI上涨9.0%。从生产者出厂价格指数来看，除受猪价拖累的农副产品价格涨幅低于季节性，其余原材料价格环比皆远高于季节性。
- **国内释放各类调控信号，国内定价商品年内上行空间已经有限。**国务院常务会议指出，帮助小微企业、个体工商户降成本，减轻上游大宗商品涨价传导压力。行业约谈涨价企业、提高期货交易保证金和手续费等措施落地，从2009年和2016年的经验来看，黑色系价格上涨空间已经限制，表明PPI同比涨幅将放缓。

资产逻辑2：核心通胀走高，联储政策必然转弯

原油价格与美国核心通胀相关性较高



美国、欧元区和中国M2增速 (%)

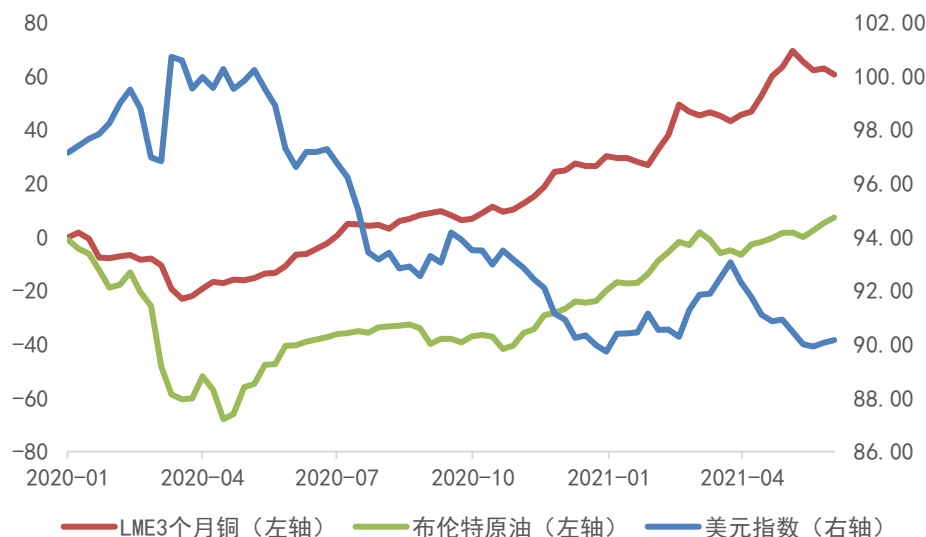


资料来源：Wind，申万期货研究所

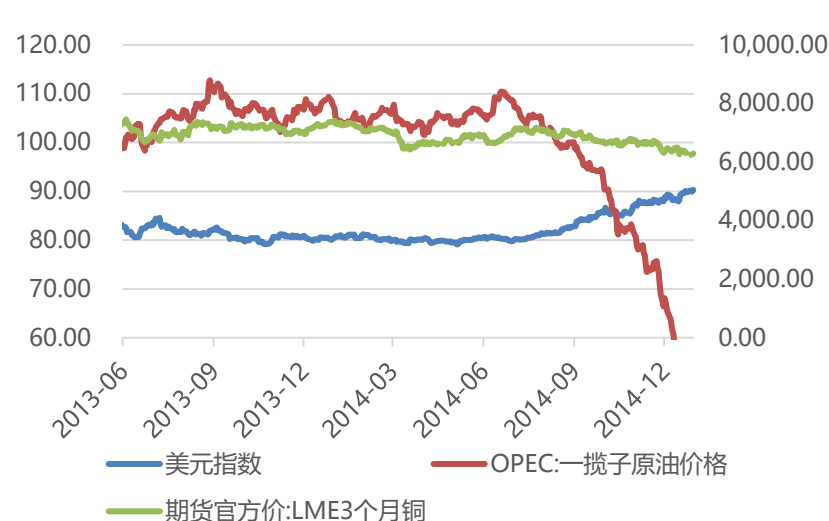
- **美国通胀的持续性存在争议，预计上行速率将放缓。**（1）原油上行空间收窄，对于通胀的上行拉动逐步减弱；（2）美国通胀保值债券隐含的通胀预期处于历史高位，但中期的通胀（5年TIPS隐含的通胀预期）和长期的通胀（10年TIPS隐含）都没有超过3%，市场交易出来的通胀预期并未失控。
- **美联储政策转弯，预期管理试探资本市场。**1、6月18名官员中有11人预计2023年至少加息两次。美联储官员经逐步向外传递更加鹰派的表态。2、鲍威尔首次在新闻发布会上表示已经开始讨论缩减QE。三至四季度可能宣布QE缩减计划，年底至明年一季度实施。3、面对通胀持续走高，美联储趋于谨慎。
- 疫情反复，本轮市场对于货币政策收紧的反映节奏慢于2013-2015时期，参考2013年5月后市场环境，黄金或步入震荡走弱，美元指数将出现阶段性反弹，而10年期美债收益有可能逐步上行。

联储政策预期管理，美元上涨有助缓解美国通胀

原油、铜涨幅和美元指数走势（2020年以来）



原油、铜和美元指数走势（2013.6—2014.12）

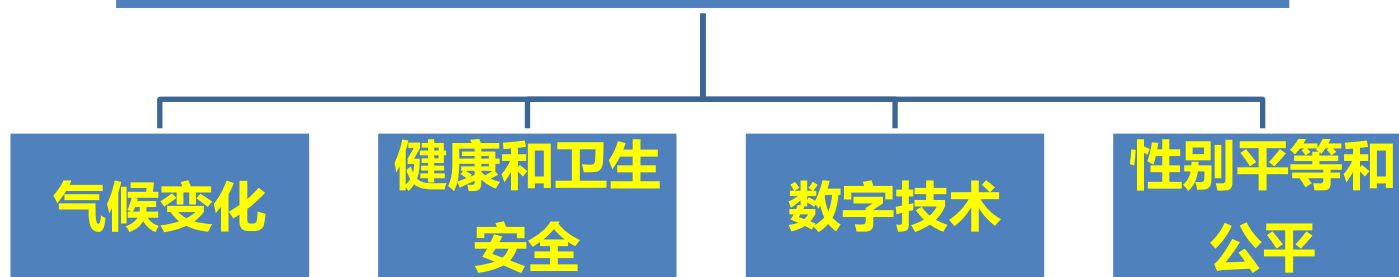


资料来源：Wind，申万期货研究所

- 2020年以来，原油价格深度调整后持续走高，布林特原油已经突破疫情前70美元的价格，LME铜价涨幅超过60%，美元的走弱是重要的市场观察指标。随着美联储政策的逐步转鹰，美元长期保持弱勢的概率较低，美元的上行有助于遏制大宗商品的价格。
- 欧美宽松仍在延续，美元不会轻易持续走强。回顾次贷危机，经济复苏确认后联储开始货币政策正常化，美元初期依然较弱。2013年5月，时任美联储主席伯南克提到可能要削减资产购买，当年下半年新兴市场股市和债市大幅调整。2014年1月美联储正式削减资产购买。但直到下半年美元则正式走强。

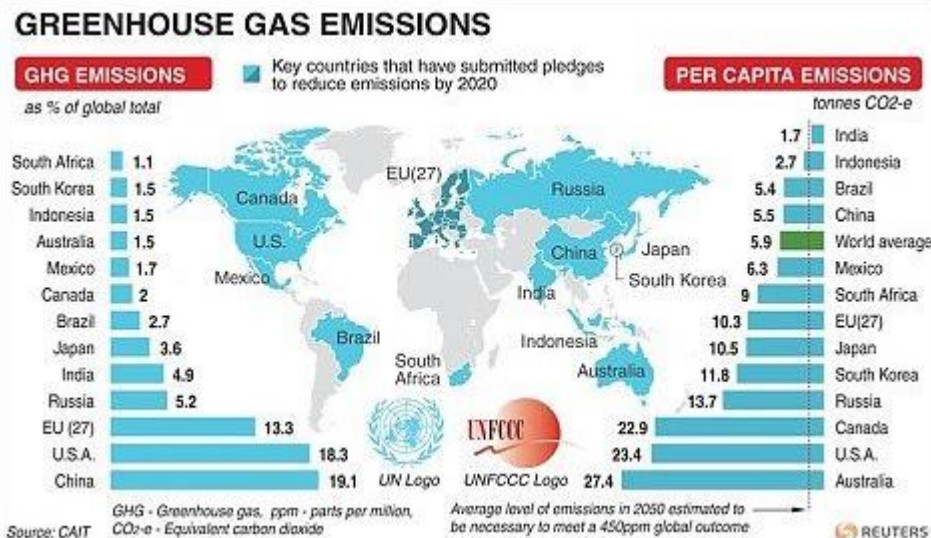
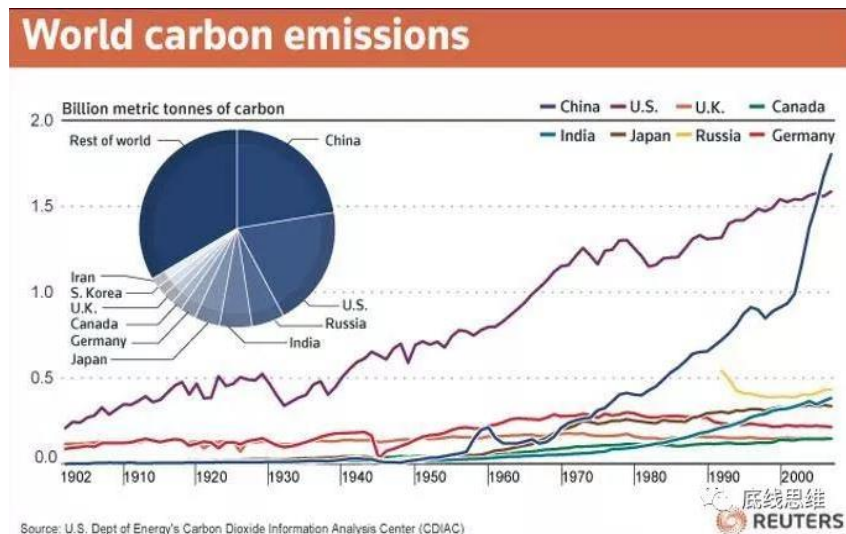
资产逻辑3： G7制定全球基建计划，钱从何来

G7 “Build Back Better World” 基建计划



- 七国集团想联手对抗中国“一带一路”建设，但疫情扰动下各国复苏进度不一，落地难度较大。拜登此前和英国首相约翰逊会面，计划推出和“一带一路”相类似的计划，让发展中国家在“他们的体系和我们的体系中”做抉择。但纵观发达国家近十年来推出的各项计划，几乎都难以落地，G7之间本身协作能力在下降。
- 资金来源是主要问题。目前披露的信息来看，本次G7全球基建计划主要依靠私人部门投资，各国政府分担很少。在复苏节奏尚不一致的前提下，各国对私人投资依赖较大，对海外投资形成较强挤出效应。况且大基建项目本来就是高投入、低回报、时间长，对资本的吸引力较小，发达国家筹资压力较大。
- 美债收益率三季度开始下降。近期白宫两党就国内财政刺激规模妥协至1.2万亿美元，远不及此前预期。同时G7宣布最低15%的企业所得税，通胀预期下调导致美债收益率回落，风险资产可能受到青睐。

资产逻辑4： 绿色转型， 产能同比减少



资料来源： Reuters， 申万期货研究所

- **全球向“2°C温控目标”挺近。**根据联合国环境规划署发布的《2020排放差距报告》，尽管受新冠肺炎疫情影响，2020年全球二氧化碳排放量有所下降，但世界仍朝着本世纪末升温超过3°C的方向发展。由于拜登主导美国重回巴黎协定，疫情后全球有望加大投资气候保护行动，整体产能利用率将同比下降。
- **今年将是《巴黎协定》自主减排协定重新盘点窗口。**2020年由于疫情，相关盘点有所延后。目前随着各国疫苗加速落地，各国减排承诺逐渐兑现。根据目前已知的世界多数地区 and 国家的承诺，到本世纪中叶，它们基本上都实现净零排放。中国去年提出了2030年碳达峰，2060碳中和的庄重承诺，绿色GDP深入人心，ESG投资规模占比也不断上升。

目 录

1

全球宏观经济与地缘形势

2

国内经济走弱与政策调整

3

影响资产价格的核心因素

4

大类资产价格与商品展望

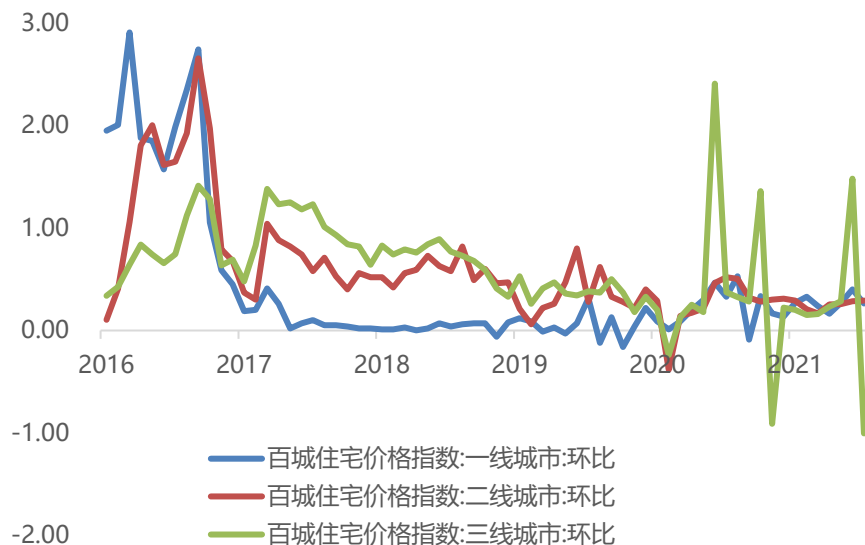
中美长期核心资产与资产配置

中美核心资产的切换或将逐步展开，但需要长期的验证。

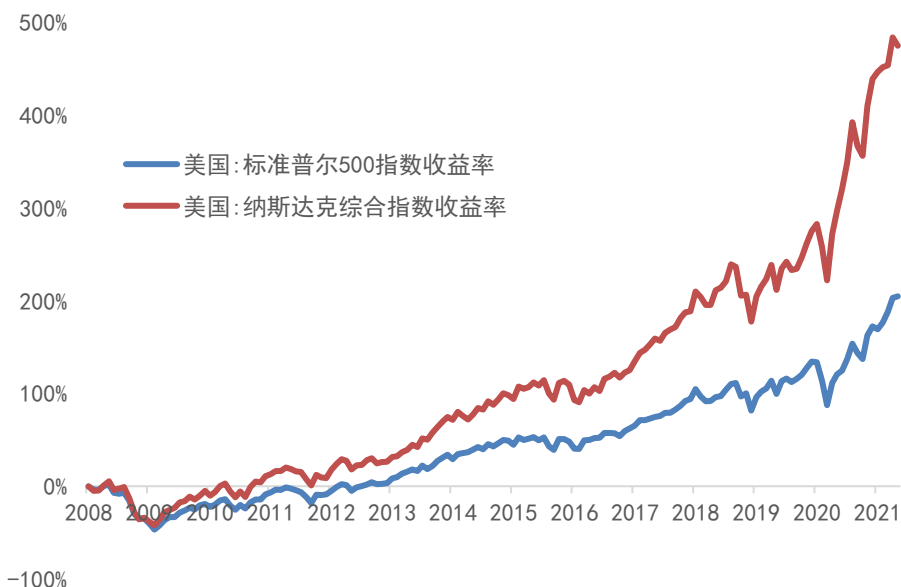
■ 1、中国的一线城市房地产是核心资产，在城镇化和资源集中效应等因素驱动下，核心地区的房地产价格延续上行趋势。A股则由于部分科技和互联网龙头在境外或中国香港上市等因素影响下，全市场指数的核心区间并未出现明显上移。未来，随着财富管理市场的扩大，权益的配置有望逐渐扩大。

■ 2、美国的科技在全球领先，纳斯达克指数的涨幅也领先于标普500指数。

中国房价指数 (%)



美国股指收益率 (%)



供需矛盾逐步缓解，联储政策推动美元上行

- 1、世界处于百年未有之大变局，从18年贸易战、19年科技战、20年疫情、21舆论战；中美博弈进入新时期，**产业升级是权益资产配置长期主线。**
- 2、**内循环启动仍需政策支持，消费增长需要长期培育。**内循环的启动有助于疫后经济的稳定，科技战是个双刃剑，短期限制国内新经济增长的同时，也将激发产业的真正升级。从十四五来看，面临人口老龄化、填补技术空白、绿色经济转型等问题，中长期经济增长仍处于放缓期。
- 3、大宗商品上涨不利于制造业投资修复，也不利于刚走出疫情影响的中小经济主体。**政府必然持续加强大宗商品监控和管理，政策顶或阶段性顶部已经出现**，境外经济的复苏、疫情导致的资源供给错位可能会阶段性进一步拉升商品。同时，在碳达峰碳中和长期绿色转型政策引领下，部分商品的长期牛市仍将延续。
- 4、**美联储政策的转弯预期有助于美元阶段性上行**，美元回流、美国经济复苏利好美股不利美债。
- 5、**中国货币阶段性收缩，长期政策空间依然较大，同时，未来仍有较大财政空间支持产业升级。**

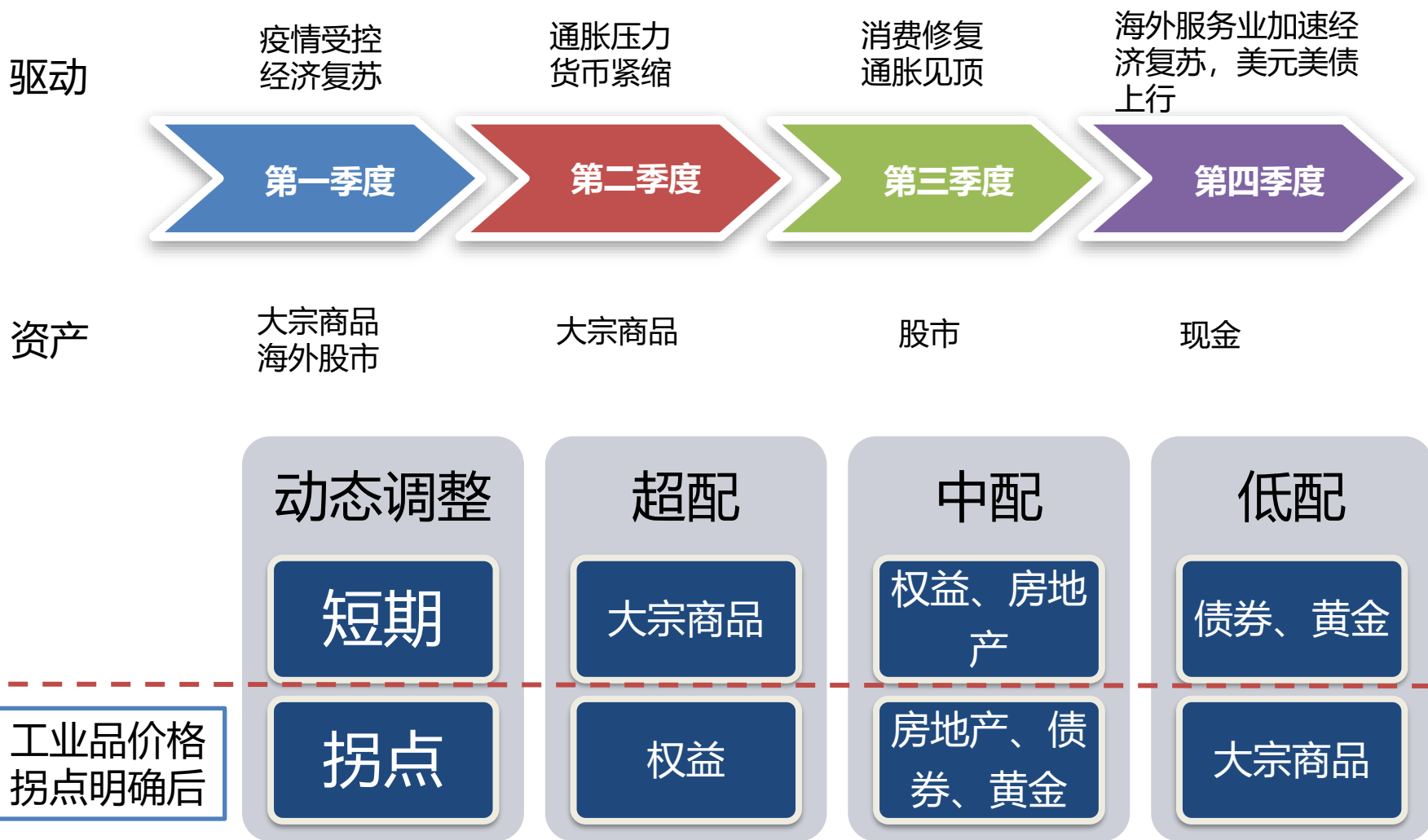
地缘问题

经济回落

通货膨胀

美元上行

资产重估：通胀冲高与联储转弯



1、美元重心底部抬升，人民币振幅将小于美元

美元兑人民币汇率与美元指数



中美10年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

- **上半年美元指数核心区间90-92，下半年美元重心有望底部抬升至91-95。** 1、美国经济延续复苏；2、QE缩减和加息预期提前。但需要注意欧洲地区经济复苏时的经济复苏节奏差造成的美元波动。
- **人民币核心区间6.4—6.7。** 1、货币购买力角度：美国核心通胀上行空间有限，美元低位震荡概率更大；2、中美利差角度：中美国债收益利差从去年下半年的240个BP收窄至165BP。

2、权益市场：结构分化，系统性风险较小

- 权重板块的调整接近尾声，即使美股出现调整，A股的调整空间也相对有限，A股有望迎来第三年牛市。通胀压力下周期和科技跑赢指数，科技的长期趋势更加明朗。
- 公募基金份额增速放缓，但居民配置权益市场的趋势延续，长期资产配置转移仍需进一步确认。

时间	驱动因素	股市主流标的	资金来源	信用环境
2013	互联网	4G和智能机的移动互联网，2C盛宴，重视轻资产和复制能力，偏爱成长和小票	增量资金，普涨	2013年1月-12月：货紧信紧；
2014				2014年1月-7月：货宽信宽； 2014年8月-10月：货宽信紧； 2014年11月-12月：货宽信宽；
2015				2015年1月-9月：货宽信宽； 2015年10月-12月：货宽信紧；
2016	房地产驱动	蓝筹白马； 受供给侧影响，周期股爆发；	存量市场，风格及行业轮动，结构性牛市	2016年1月-6月：货宽信紧； 2016年7月-9月：货宽信宽； 2016年10月-12月：货紧信宽；
2017				2017年1月-8月：货紧信宽； 2017年9月-12月：宽紧信紧；
2018				2018年1月-10月：货宽信紧； 2018年11月-12月：货宽信宽；
2019	互联网	基于5G的互联网，2B盛宴		2019年1月-3月：货宽信宽； 2019年4月-5月：货紧信宽； 2019年5月至今：货宽信紧；
2020	科技	科技股、医药生物、蓝筹白马	增量资金，普涨	2020年1月-12月：货宽信宽
2021	科技、周期	芯片、周期、新能源	结构行情	2021年：货紧信紧

过去十年回顾：食品饮料、电子、家电

2010年-2021年上半年申万一级行业涨跌幅（%）

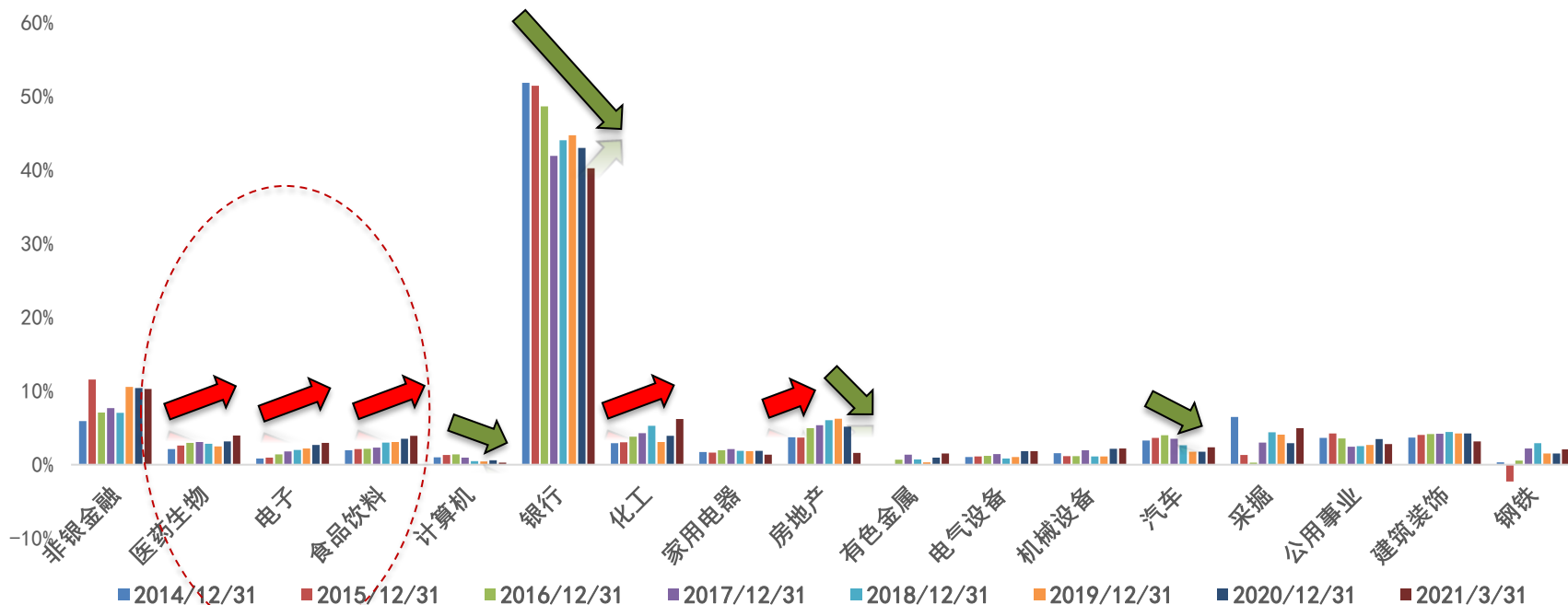
序号	申万一级行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	区间累计涨跌幅（%）
4	有色金属(申万)	22.10%	-41.81%	13.64%	-29.64%	38.39%	15.38%	-6.17%	15.39%	-41.04%	24.27%	34.77%	54.79%	50.14%
1	钢铁(申万)	-28.32%	-28.24%	-4.78%	-17.27%	78.34%	1.80%	-8.13%	19.74%	-29.62%	-2.09%	4.90%	53.38%	-10.28%
3	电气设备(申万)	20.22%	-42.53%	-18.68%	32.23%	31.55%	60.47%	-17.18%	-8.46%	-34.95%	24.37%	94.71%	43.31%	168.41%
2	化工(申万)	-22.40%	-31.06%	0.28%	6.54%	27.39%	55.01%	-7.13%	-3.81%	-31.72%	24.22%	34.98%	40.83%	62.52%
5	采掘(申万)	-5.86%	-27.86%	-4.50%	-31.18%	24.10%	-0.43%	-5.76%	-0.01%	-32.71%	9.07%	-1.34%	37.23%	-48.35%
6	综合(申万)	16.01%	-27.11%	-3.08%	12.36%	45.60%	71.18%	-12.89%	-21.47%	-39.30%	26.13%	13.05%	25.98%	71.19%
9	汽车(申万)	-10.50%	-34.34%	5.01%	12.62%	38.43%	46.90%	-9.53%	-0.52%	-34.34%	14.60%	45.85%	17.01%	63.33%
16	机械设备(申万)	28.11%	-36.28%	-5.57%	9.60%	41.87%	46.77%	-16.84%	-10.19%	-35.11%	23.92%	31.06%	15.64%	60.12%
7	电子(申万)	39.38%	-41.38%	-0.74%	42.78%	18.56%	71.97%	-12.70%	13.47%	-42.37%	73.77%	36.05%	12.71%	259.17%
11	公用事业(申万)	-12.14%	-22.72%	5.69%	10.78%	55.68%	22.90%	-17.69%	-7.05%	-29.72%	5.12%	0.98%	12.07%	-2.70%
13	建筑装饰(申万)	5.82%	-32.03%	18.54%	-12.27%	83.31%	14.08%	-0.44%	-6.26%	-29.27%	-2.12%	-7.92%	7.92%	0.43%
15	建筑材料(申万)	14.43%	-32.71%	4.32%	-8.36%	42.95%	26.85%	0.03%	6.05%	-30.30%	51.03%	23.74%	5.90%	95.31%
26	国防军工(申万)	18.38%	-33.09%	-5.66%	33.35%	53.89%	28.50%	-18.58%	-16.65%	-31.04%	27.19%	57.98%	5.43%	95.34%
12	轻工制造(申万)	1.79%	-30.85%	-2.57%	21.48%	28.83%	89.86%	-14.36%	-12.62%	-36.62%	19.27%	15.76%	3.81%	38.51%
8	纺织服装(申万)	7.51%	-25.52%	-10.15%	8.16%	33.27%	89.17%	-13.56%	-23.85%	-34.33%	7.09%	-7.08%	2.50%	-13.51%
10	银行(申万)	-22.50%	-4.85%	14.48%	-9.19%	63.18%	-1.36%	-4.93%	13.28%	-14.67%	22.93%	-3.25%	-3.05%	30.74%
19	计算机(申万)	26.44%	-34.46%	-4.52%	66.95%	40.31%	100.29%	-30.32%	-11.26%	-24.53%	48.04%	9.75%	-3.08%	172.76%
17	交通运输(申万)	-11.51%	-32.72%	-4.23%	5.27%	64.76%	32.56%	-22.60%	6.53%	-30.17%	17.28%	0.24%	-3.17%	-14.07%
23	通信(申万)	-9.77%	-28.50%	-24.83%	34.71%	41.00%	72.69%	-15.95%	-3.05%	-31.32%	19.96%	-8.33%	-4.82%	-6.81%
14	医药生物(申万)	29.69%	-30.89%	8.47%	36.56%	16.02%	56.68%	-13.46%	3.56%	-27.67%	36.85%	51.10%	-5.61%	205.34%
20	商业贸易(申万)	4.45%	-33.30%	-11.83%	13.22%	32.82%	45.51%	-13.47%	-13.60%	-32.70%	8.80%	-0.22%	-6.01%	-30.98%
18	休闲服务(申万)	8.51%	-24.25%	5.24%	19.47%	37.24%	78.45%	-21.19%	-4.17%	-10.61%	27.92%	99.38%	-10.80%	288.78%
22	房地产(申万)	-24.16%	-22.00%	31.73%	-11.94%	65.28%	44.85%	-17.69%	0.80%	-28.79%	22.75%	-10.85%	-14.78%	-9.48%
25	传媒(申万)	-2.72%	-22.36%	-5.39%	107.02%	17.53%	76.74%	-32.39%	-23.10%	-39.58%	21.20%	7.86%	-16.50%	5.38%
21	食品饮料(申万)	20.81%	-10.37%	-0.74%	-7.36%	16.03%	26.58%	7.43%	53.85%	-21.95%	72.87%	84.97%	-17.69%	396.41%
24	农林牧渔(申万)	21.06%	-31.18%	-5.05%	17.29%	16.27%	66.77%	-8.58%	-12.62%	-22.44%	45.45%	18.29%	-18.36%	56.56%
27	非银金融(申万)	-24.89%	-31.92%	28.10%	-4.80%	121.16%	-16.90%	-14.69%	17.30%	-25.37%	45.51%	6.11%	-19.34%	6.59%
28	家用电器(申万)	-0.02%	-24.76%	15.84%	39.33%	21.28%	42.73%	-1.87%	43.03%	-31.40%	56.99%	31.08%	-20.27%	231.98%

***数据更新截止到2021年8月25日。

未来展望：科技、消费、医药利润占比提高

- 从2014年至2021年一季度申万28个一级行业净利润占比有**明显抬升的行业是：医药生物、电子、食品饮料、化工**；明显下滑的行业是：银行、计算机、汽车。
- 银行和非银金融净利润依然是A股上市公司中占比最高的，其中银行业利润占比达40%，非银金融行业利润占比达10%。未来我们**持续看好生物医药、电子、食品饮料净利润的提升空间**。

申万一级行业净利润占比变化 (%)



只要市场空间大，估值已经难以回归

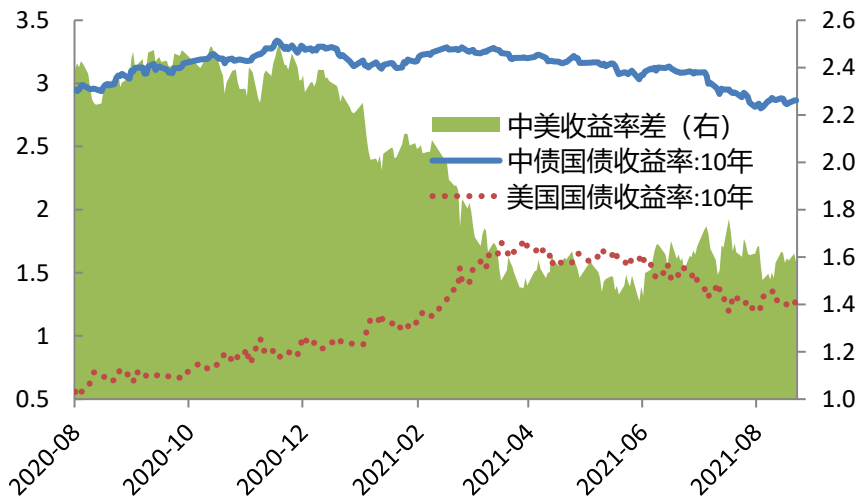
- 食品饮料整体估值降至39.4，处于63%百分位；生物医药估值已下降至35.7，处于48%百分位。
- 顺周期板块虽然上半年股价涨幅可观，但估值依然处于较低水平，例如钢铁和采掘。

序号	申万一级行业	PE (TTM)	PE中位数	历史最大值	发生时间	历史最小值	发生时间	百分位 (%)	中位数相比
1	汽车	30.72	18.24	43.47	2010年1月4日	10.87	2012年1月5日	70.67%	1.68
2	食品饮料	39.43	30.74	62.96	2021年2月10日	16.55	2013年9月2日	62.63%	1.28
3	家用电器	17.27	16.77	32.31	2010年4月2日	10.55	2019年1月3日	53.45%	1.03
4	电气设备	55.04	39.89	99.99	2015年6月12日	20.32	2018年10月18日	55.05%	1.38
5	医药生物	35.70	38.72	74.37	2015年6月12日	23.49	2019年1月3日	48.00%	0.92
6	纺织服装	31.16	29.25	63.14	2015年6月12日	17.84	2012年1月5日	49.35%	1.07
7	银行	6.64	6.77	14.32	2010年1月5日	4.50	2014年6月25日	46.37%	0.98
8	综合	57.44	43.41	120.55	2015年6月12日	20.71	2013年6月25日	47.65%	1.32
9	公用事业	18.65	22.52	40.40	2010年4月14日	13.78	2014年5月19日	46.16%	0.83
10	交通运输	18.61	19.16	43.29	2015年6月15日	12.10	2013年7月8日	42.99%	0.97
11	通信	36.02	41.03	95.06	2015年6月12日	28.53	2012年12月3日	37.89%	0.88
12	电子	43.74	49.19	118.10	2010年4月22日	22.74	2019年1月3日	37.04%	0.89
13	化工	31.02	27.66	76.55	2015年6月12日	13.01	2019年1月3日	40.52%	1.12
14	非银金融	13.59	17.96	38.08	2015年4月22日	10.80	2016年1月28日	35.69%	0.76
15	计算机	54.21	54.18	159.70	2015年6月3日	29.48	2012年7月31日	33.94%	1.00
16	商业贸易	23.93	26.43	71.38	2015年6月11日	13.12	2020年2月3日	33.52%	0.91
17	休闲服务	67.71	46.82	209.69	2021年2月10日	24.92	2019年1月31日	32.29%	1.45
18	有色金属	46.85	44.66	140.31	2015年6月12日	20.95	2018年10月18日	33.39%	1.05
19	国防军工	75.41	64.22	245.82	2015年11月20日	28.17	2012年1月6日	30.68%	1.17
20	建筑材料	14.03	21.33	50.69	2015年6月12日	9.98	2019年1月3日	27.68%	0.66
21	建筑装饰	8.76	13.35	33.60	2015年6月5日	7.88	2021年2月4日	26.07%	0.66
22	机械设备	28.34	30.05	136.07	2015年6月12日	12.81	2012年1月5日	20.83%	0.94
23	轻工制造	23.66	35.03	113.29	2015年6月12日	14.23	2018年10月18日	20.88%	0.68
24	房地产	7.26	14.72	39.04	2010年4月2日	6.80	2021年7月28日	18.60%	0.49
25	传媒	26.21	44.07	141.84	2015年6月3日	19.49	2019年1月31日	18.48%	0.59
26	采掘	16.92	17.52	88.01	2016年10月25日	10.54	2020年3月23日	19.23%	0.97
27	农林牧渔	17.05	40.55	119.64	2015年6月12日	14.95	2020年11月12日	14.25%	0.42
28	钢铁	15.07	22.71	151.31	2010年1月6日	5.69	2019年1月2日	9.96%	0.66

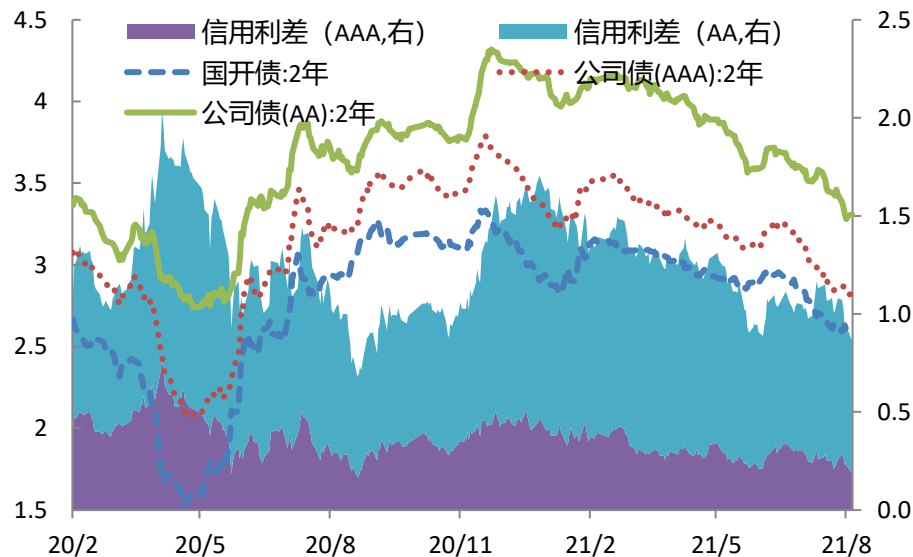
3、债市观点：宽信用下收益率下行空间有限

- 央行表示要增强信贷总量增长的稳定性，加上政府债券发行进度加快，将带动社融增速企稳，预计国债期货价格继续上行空间有限，收益率易上难下。截止到8月份，违约债券99只，违约金额986.49亿元，略低于去年同期，信用利差（AA）有所收窄。传闻监管层将恒大地产、海航集团、华夏幸福、中民投、紫光等公司定性为“有流动性问题，非资不抵债”。
- 银保监会下发了《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》，主要是重申严禁新增隐债、妥善化解存量隐债、强化风险管理等监管要求，打消财政兜底城投债的幻觉，对基础产业信托业务的开展可能会产生较大影响。

中美收益率差 (%)



2年期信用利差走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

4、大宗：供需矛盾缓解，碳中和影响偏长期

- 美元重心上移但短期很难成为大宗商品主导因素；去年多数企业产能扩张明显放缓，有些企业直接关停乃至退出行业，阻碍了今年供给随需求的快速恢复。但这种现象不会一直存在，价格上行本身就会促使企业加快投产，弥合供需缺口。
- 碳中和推动周期行业迎来新一轮供给侧改革，但大宗价格的上涨必然不利于经济复苏。中国当前的碳排放集中于工业生产活动，要减少碳排放、实现碳中和，政策着力于工业生产端的减碳。从行业看，钢铁、水泥、石化、电解铝为国内碳排放量较高的行业，分别占我国社会碳排放总量18%、16%、6%、5%，因此钢铁等境内为主的工业品仍将维持上行。

经济复苏周期拉长，大宗商品牛市还未结束



需求缓慢复苏

计价效应

碳达峰产能收缩

(1) 能化产业链：原油走弱，能化走势分化

原油

- ❖ 现阶段原油市场核心逻辑主要是2点，1是疫情导致的需求下滑，2是宏观环境的转变。目前德尔塔病毒肆虐全球，市场对于这方面的担心超过了对于疫苗的乐观预计。宏观方面美联储提前开始收紧流动性供给力度，这对于大宗商品拖累较大。如果OPEC减持原有增产脚步，四季度油价大概率向下。
- ❖ 价格方面，SC【370-450】，WTI【60-70】，布伦特【63-73】。

LL/PP

- ❖ 聚烯烃经历2季度的彻底整固。目前工厂和港口的库存消化较好，各细分库存均处于历史中位以下水平。不过，夏季上游工厂装置检修周期进入后半场，检修损失量逐步下降。同时，新装置产能稳定增加。因此整体供给环比或逐步增加。需求端，终端逐步穿越淡季。线性下游农膜拐点已现、PP下游塑编、BOPP膜也出现环比回升的迹象。短期价格波动同时受到原油和煤炭等刚醒成本的支撑。
- ❖ 价格方面，LLDPE【7800-8600】，PP【8000-9000】

TA/EG

- ❖ 随着产能的逐步释放，预计PTA将逐步进入累库周期，PX装置投产带来累库预期，PTA供应端新装置逐步出料达产，三季度后库存压力增加；乙二醇，下半年新装置陆续投产，三季度面临供需转弱，市场过剩逐步由预期向现实过渡；短纤，下半年供需面压力不大，金九银十传统旺季需求刺激下，短纤利润存较强的修复动力。
- ❖ 价格方面：PTA【4600-5700】，乙二醇【4500-5600】

(2) 黑色产业链：部分品种创新高，严监管

钢材

四季度成材在减产工作逐步落地，地产需求平缓走弱，基建乏善可陈以及制造业边际有望好转的环境下延续供需两弱的态势，整体宽幅震荡为主。在节奏上我们认为9月需求回归大概率偏慢，但10月、11月减产进程的加速、4季度赶工潮的需求回归，叠加专项债的发力，钢材价格有望再度走升，或将触及4季度高点。价格方面，螺纹【4700,5700】热卷【5100,6200】。

铁矿

供给端，下半年海外主流矿供应有望持续恢复，根据往年数据来看环比存增量预期，同时国内铁精粉增速有望平稳。需求端，国内粗钢产量压减政策预期较强，若完成粗钢产量同比去年不增，铁矿供应有望走向过剩。现铁矿价格从高点大幅回落30%左右，价格已经注入终端需求快速回落风险，后市价格有望先涨后跌。价格方面，铁矿【700-1000】。

双焦

供给端，上半年双焦产量较低主要原因是原料煤短缺导致，产地安全检查和环保限产持续较严。需求端，国内粗钢产量压减政策预期较强，若完成粗钢产量同比去年不增，炼焦煤供应缺口下半年有望得到缓解。现双焦价格持续大幅上涨，基本面供应最紧阶段已过，下半年需求端因素有望得到加强，整体价格重心有望下移。价格方面，焦炭【2600-3300】焦煤【2000-2600】。

(3) 有色金属：品种分化，供应左右价格变化

铜

进入下半年来，铜价基本围绕7万整数关口波动。精矿加工费回升明显，但智利罢工事件接连发生，矿供应能否稳定恢复需要后期密切关注。下游需求总体稳定，但增速明显放缓，尤其是电力投资增速放缓明显。随着美联储货币政策转向，美元将停止弱势，铜价失去一个重要的支撑因素。四季度下游存在补库的可能，并可能推升铜价。

锌

锌精矿供应出现稍许缓和，静态计算精矿加工费使得大部分冶炼企业利润微薄，并限制锌价下方空间。镀锌板库存处于高位，开工率一般，下游需求仍乏善可陈。总体上供需均表现疲弱，价格仍可能延续区间波动。

铝

预计未来铝价预计前高后低，重心或有下移。从供应看，三季度供应随着前期用电高峰过去预计稍有缓解。10月、11月云南水电旱季发电量大概率下滑，叠加冬季传统高用电情况，铝锭供应预计再次收紧。需求方面短期需求高位回落，淡季过后四季度预计有所回升，与供应形成错配，增加供需矛盾。短期美元走弱支撑价格，中长期看随着Taper将至，美元指数触底，铝价承压。

(4) 农产品：强弱分化，短期趋势难改

农产品行情将出现分化

北半球农作物进入临近收获期，目前需要关注北美天气对油脂油料和玉米产量的最终影响。国内方面生猪供应的大幅波动对猪价以及饲料价格起到重要的作用。

宏观上，原油价格和货币层面（美元、雷亚尔汇率等）总体对农产品价格起到利多作用。

油脂：美生物柴油具体政策还未落地，新冠疫情下马来西亚劳动力短缺问题不易解决，关注后续产量和出口情况，供应未明显恢复，出口不佳，盘面高位震荡为主。

豆粕：市场对美豆新作单产存在分歧，北美大豆即将收割上市，南北美大豆步入竞争，美豆偏弱。近月端市场预期后续大豆买船不足，进口窗口期已过，豆粕近月偏强，但是在南北美大豆增产的背景下，随着国内近月不断补采大豆，近远月月差上方有限。

生猪：随着生猪产能的大幅恢复，猪周期进入下半场。目前生猪价格过剩问题尚未得到完全解决，但在绝对价格偏低以及跌价收储情绪的支撑下回落空间有限，生猪期货预计维持长期盘整态势。

玉米：玉米受进口供应增加、其他谷物替代等因素供需矛盾逐步降低，并且随着新季玉米上市，短期价格预计继续偏弱，下方寻求小麦水稻价格的支撑。

软商品：白糖在全球减产的背景下下半年将依然偏强；棉花虽然新季处于去库存过程中，但价格已经处于过去几年的高点，随着疫情后期出口压力增加、棉价预计呈现宽幅震荡格局。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。