

风险偏好回归，商品市场延续反弹

摘要

一、财政政策相对谨慎。一方面，经济稳步复苏带动主要税种收入增速继续回升。1-6月全国税收收入同比增长22.5%，两年平均增长4.3%，环比上升0.9个百分点，其中与企业活动有关的增值税、企业所得税均有所回升，而与消费相关的消费税环比出现回落，与消费疲软相互印证。此外，个人所得税环比出现回升，表明居民收入持续改善。另一方面，保增长压力不大，6月财政支出偏弱。1-6月财政支出同比增长4.5%，两年平均增速环比回落1个百分点至-0.8%，1-6月财政支出已完成预算的48.6%，高于2020年同期的47.4%，低于2019年同期的51.7%。上半年经济平稳复苏，财政政策并不着急发力，下半年经济复苏的动能将逐渐减弱，在货币政策保持稳健的情况下，“稳增长”将更多依靠财政发力，预计下半年财政政策的积极性将较上半年有所提升。

二、河南汛情升级，短期冲击大于长期影响。7月17日以来，河南郑州、新乡、周口等地汛情不断升级，国家防总将防汛应急响应提升至II级。河南省是全国重要的交通枢纽，以农业和资源型产业为主，暴雨短期内对运输与省内支柱产业造成冲击，但长期影响有限。

三、Delta毒株的快速扩散不改全球经济复苏的趋势。上周全球新增确诊与死亡病例数录得约364.8万与6.8万，东南亚及美欧部分国家迎来新一轮疫情高峰。不过，一方面，疫苗对于Delta变异毒株依然具备防护作用，各国也在推进疫苗接种的进程，另一方面，本轮疫情并没有带来死亡病例的明显上升，各国并未采取严格的封锁措施。因此，Delta变异毒株引发的疫情抬头虽然对经济复苏的进程存在一定干扰，但不至于打断全球经济恢复的趋势。

四、欧央行维持宽松立场。欧央行7月议息会议决定维持主要利率和资产购买规模不变，把通胀目标从“低于但接近2%”设定为“2%”；我们认为欧央行本次会议基本符合预期，在全球通胀普遍上升的背景下，欧央行通过修改通胀目标，旨在进一步消除市场对于通胀走高后欧央行可能过快收紧政策的担忧。不过，上述措辞更多是一种预期引导，欧元区超预期宽松的可能性较小，因此，市场表现较为淡定。欧美央行实际上都提高了对通胀的容忍度，货币正常化的节奏或延后。

五、风险偏好回归，商品市场延续反弹。近一段时间以来，市场情绪出现了明显的改善，一是疫情并未改变全球经济复苏的进程，国内经济依旧平稳；二是，美联储Taper恐慌暂退、国内超预期降准、欧央行维持宽松，政策具有稳定性和持续性；三是，多重因素影响下，钢材、煤炭等部分商品的供给端持续收缩，供需错配效应仍在。因此，供需偏紧的商品有望延续反弹的节奏。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

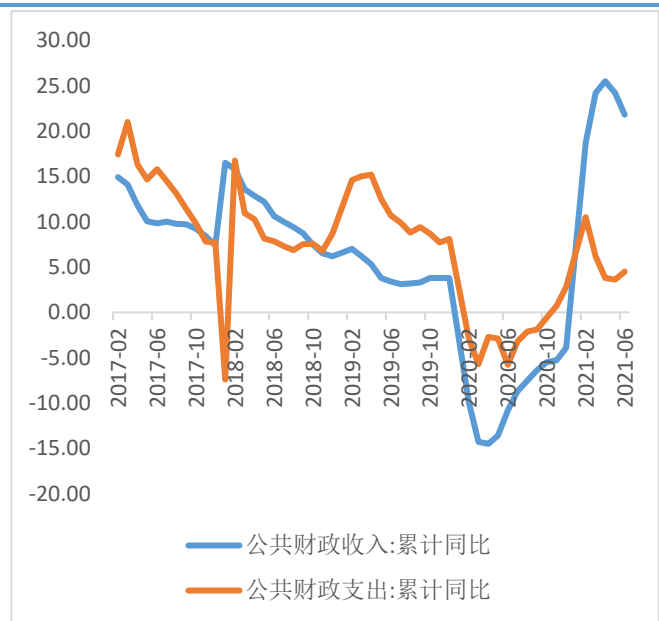
1、财政政策相对谨慎

2021年1-6月，一般公共预算收入累计同比增长21.8%；税收收入累计同比增长22.5%；非税收入累计同比增长17.4%；国有土地使用权出让收入累计同比增长22.4%；一般公共预算支出累计同比增长4.5%。

经济稳步复苏带动主要税种收入增速继续回升。1-6月全国税收收入同比增长22.5%，两年平均增长4.3%，环比上升0.9个百分点，其中与企业活动有关的增值税、企业所得税均有所回升，而与消费相关的消费税环比出现回落，与消费疲软相互印证。此外，个人所得税环比出现回升，表明居民收入持续改善。

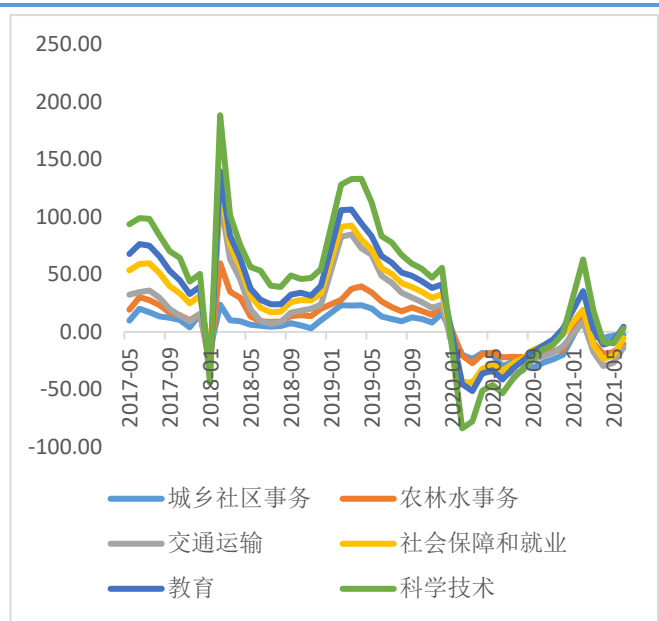
保增长压力不大，6月财政支出偏弱。1-6月财政支出同比增长4.5%，两年平均增速环比回落1个百分点至-0.8%，1-6月财政支出已完成预算的48.6%，高于2020年的47.4%，低于2019年的51.7%。从主要分项来看，财政支出主要流向“三保”等重点领域。上半年经济平稳复苏，财政政策并不着急发力，下半年经济复苏的动能将逐渐减弱，在货币政策保持稳健的情况下，“稳增长”将更多依靠财政发力，预计下半年财政政策的积极性将较上半年有所提升。

图表1：公共财政收支情况



数据来源：Wind

图表2：公共财政支出重点支持“三保”领域



数据来源：Wind

2、河南汛情升级，短期冲击大于长期影响

7月17日以来，河南郑州、新乡、周口等地汛情不断升级，国家防总将防汛应急响应提升至Ⅱ级。河南省是全国重要的交通枢纽，以农业和资源型产业为主，暴雨短期内对运输与省内支柱产业造成冲击，但长期影响有限。具体来看，第一，上游原材料可能有所影响，暴雨期间，河南铝行业出货受到扰动，运输阶段性停滞对以煤化工产品为主的部分化工产品带来一定影响。第二，猪肉和经济作物价格或有所上涨、粮食受影响不大，作为农业大省和粮食转化加工大省，粮食、猪肉产量在全国的

占比分别为 10%、8%，河南小麦 6 月收获期已过，且当前春玉米和夏玉米均不处于生长关键期，截至 7 月 21 日，中国玉米、小麦和稻谷的年末库存/消费分别为 0.39、0.85、0.70，粮食库存充裕；从经济作物看，河南是全国花生最大主产区，目前花生处于生长关键时期，7 月 21 日花生主力合约跳空高开后持续回落，最高触及 10000 元/吨整数关口，但随着灾情缓解，7 月 22 日，花生期货合约收盘价回落至 9270 元/吨；猪价方面，参考去年夏季南方的强降水天气，养猪大省四川生猪损失率在 10% 左右，并推动猪肉价格触底反弹，相比去年南方水灾持续四个月，河南强降水在 7 月 22 日已有所缓解，但退水后可能出现的病毒感染以及交通恢复情况对猪肉价格有短期扰动，且 7 月国家启动了三次收储，猪肉价格将迎来短期反弹。第三，短期政府支出增加，政府救灾资金发放，财政转移支付等将增加，灾后市政基础设施防汛设施建设有望加码，利好水利水电等行业，但对全国固定资产全年投资增速影响有限。

3、Delta 毒株扩散，疫情再抬升势

Delta 毒株的传染性较以往毒株有所增强，近期全球新冠肺炎确诊病例数量触底反弹，加速扩散。上周全球新增确诊与死亡病例数录得约 364.8 万与 6.8 万，东南亚及美欧部分国家迎来新一轮疫情高峰。不过，疫苗仍有防护作用，根据《新英格兰医学杂志（NEJM）》发布基于英国病例的最新研究，在接种一针之后，现有疫苗对于 Delta 变异毒株的防护效果不如 Alpha 变异毒株，但在接种两针之后，疫苗对于两种变异毒株防护效果的相差不大。在对重症的防护效果上，多数疫苗表现在 Delta 变异毒株和 Alpha 变异毒株之间的差距进一步缩小。实际上，7 月 19 日英国全面解封，仅从截至 7 月 23 日的的数据看，英国每日新增确诊数反而正在下降。英国每日死亡人数与每日新增确诊的比值仅为千分之一左右，疫苗接种已使新冠疫情的死亡率大幅下降。

Delta 毒株的快速扩散不改全球经济复苏的趋势。对于美国而言，当前面临的主要问题在于疫苗接种的速度有所下降，疫苗覆盖率提升遭遇瓶颈，这和人们的接种意愿有很大关系；对于欧洲而言，主要问题在于疫情防控措施的时紧时松。不过，虽然欧美等发达经济体在疫情防控上都存在着或多或少的问题，但一方面，疫苗对于 Delta 变异毒株依然具备防护作用，各国也在推进疫苗接种的进程，另一方面，本轮疫情并没有带来死亡病例的明显上升。因此，Delta 变异毒株引发的疫情抬头虽然对经济复苏的进程存在一定干扰，但不至于打断发达国家经济恢复的趋势。

图表 3：新增确诊病例有所反弹

图表 4：疫苗接种速度略有放缓

Daily new confirmed COVID-19 cases

Shown is the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.



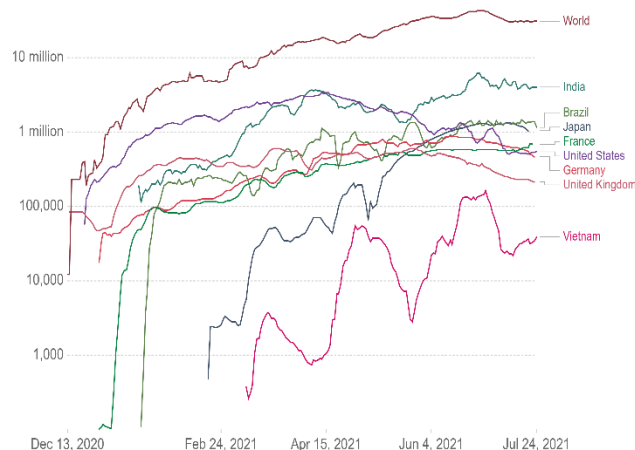
Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

数据来源: Ours World in Data

Daily COVID-19 vaccine doses administered

Shown is the rolling 7-day average. For vaccines that require multiple doses, each individual dose is counted.



Source: Official data collated by Our World in Data

CC BY

数据来源: Our World in Data

4、欧央行维持宽松立场

欧洲央行 7 月议息会议决定维持主要再融资利率于 0% 不变，存款机制利率于 -0.5% 不变，边际借贷利率于 0.25% 不变，符合市场预期。此外，欧洲央行还修订了利率前瞻性指引；把通胀目标从“低于但接近 2%”设定为“2%”；维持每月 200 亿欧元的资产购买计划规模；维持 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模不变。

我们认为欧央行本次会议基本符合预期，在全球通胀普遍上升的背景下，欧央行通过修改通胀目标，旨在进一步消除市场对于通胀走高后欧央行可能过快收紧政策的担忧。不过，上述措辞更多是一种预期引导，欧元区超预期宽松的可能性较小，因此，市场表现较为淡定。可以发现，欧美央行实际上都提高了对通胀的容忍度，货币政策的持续性可能比市场预期的更长久。

二、高频数据跟踪

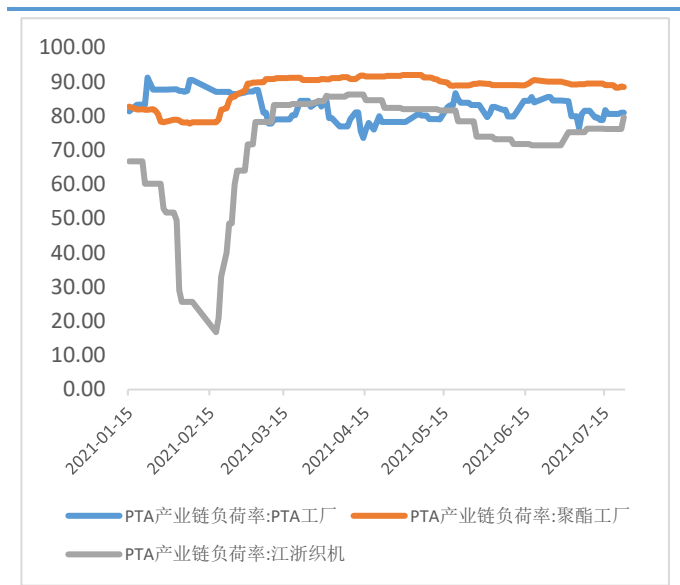
1) 工业生产平稳运行

化工：需求略有回暖，生产小幅回升。需求方面，聚酯产业链需求略有回暖，本周 PTA 产业链产品价格继续回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片等价格同步走高。生产端，本周 PTA 产业链负荷率小幅回升，基本保持平稳，其中，PTA 开工率小幅回升至 81.01%，聚酯工厂负荷率持稳于 88.48%，江浙织机负荷率小幅回升至 79.63%。

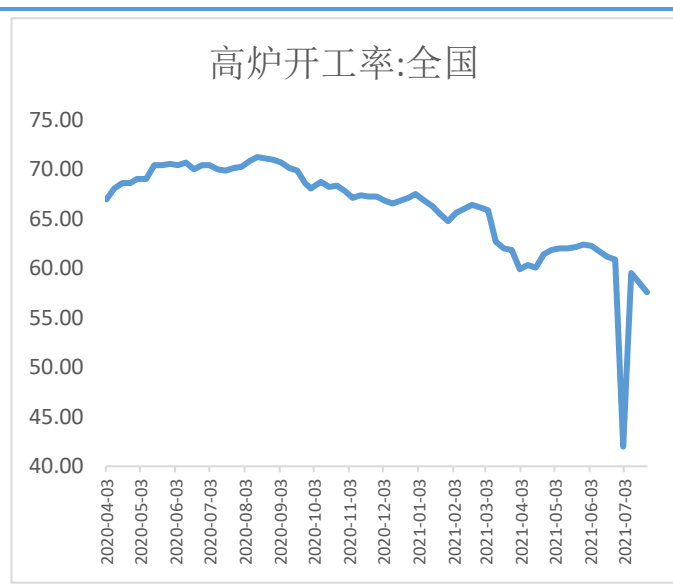
钢铁：生产持续回落，需求季节性走弱。安徽、江苏等多地相继出台产量平控政策，各国开始落地执行减产的政策，钢材开工率连降三周，本周进一步回落至 57.6%。长期来看，碳达峰、碳中和背景下，压减粗钢产量的大趋势将持续压制钢材生产。高温多雨季节影响项目开工，下游需求季节性走弱，供需两弱背景下，钢材库存小幅回落。本周钢材价格回升原料价格走弱，吨钢利润显著改善。

图表 5：PTA 产业链负荷

图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源: Wind



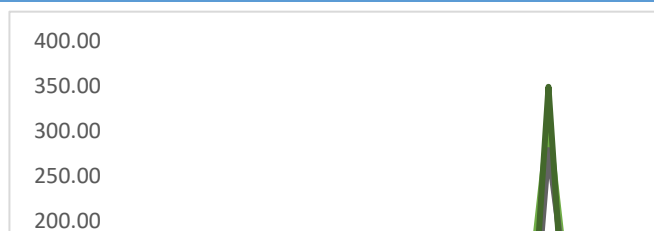
数据来源: Wind

2) 地产销售周环比继续下降, 汽车零售表现平稳

地产销售周环比继续下降。截至 7 月 21 日, 30 大中城市商品房成交面积周环比下降 9.43%, 按均值计算, 月环比下降 2.0%, 月同比上升 0.66%, 一、二、三线城市月同比增速分别为 11.38%、15.48% 和 -27.26%; 土地成交环比回升, 上周 100 个大中城市成交土地占地面积环比增速 19.48%, 一、二、三线城市环比增速分别为 60.97%, 27.70%, 11.93%。

乘用车销售表现不强, 生产保持低位运行。乘联会数据显示, 截至 7 月 21 日, 7 月第二周的市场零售日均 3.7 万辆, 同比下降 7%, 表现相对平稳。缺芯问题持续发酵, 汽车生产保持低位, 截至 7 月 22 日, 当周半钢胎开工率为 58.65%。

图表 7: 30 大中城市地产销售



图表 8: 当周日均销量: 乘用车



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24858

