



2021年6月19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



## 疫情收敛支撑经济弱复苏，联储加快加息约束货币空间

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 全国疫情逐步收敛支撑经济环比修复，投资、消费、生产等各部门同比增速低位回升。当前疫情进入收尾阶段，上海全面解封并加快复工复产，实现供应链等循环修复，叠加稳经济会议召开后政策持续发力、压实地方责任，经济从类衰退转向弱复苏，经济环比有望继续改善。但中期看，本轮疫情的长尾效应及常态化防控下，市场化主体活力不足，私人部门融资需求仍然偏弱，叠加地产周期下行及私人部门预期转弱，经济动能仍受抑制，本轮经济修复斜率或偏慢。2) 央行等量平价续作 MLF，美联储快速加息窗口期货币政策空间有限。一方面，DR007 连续两个多月持续低于利率走廊下限，降息对市场利率引导作用有限，银行间流动性持续充裕下央行仍等量续作体现货币政策的呵护意图，合理充裕仍是政策基调。另一方面，美国通胀高企推升美联储加息步伐加快，中美利差全面倒挂，国内汇率贬值和资本外流的外部平衡压力下政策利率调降空间受限。3) 货币政策预计维持合理充裕，而主体纾困下财政更需担力，美联储快速加息背景下国内降息仍需等待更强的触发剂，关注后续经济修复的情况以及美国通胀何时见顶。往后看，稳增长政策框架下货币政策仍需保持合理充裕，但降息无法解决根本问题，控制疫情、力促供应链循环畅通以及激发微观主体活力是关键，货币政策更侧重信贷和结构性工具，保市场主体政策目标下财政更需担力。关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口，同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策也是主要方向。

**高频数据显示：**1) 美联储快速加息 75bp 凸显控制通胀的决心，会后表态无奈偏鸽，美国通胀仍未见顶下加息预期持续高位，经济滞涨和衰退担忧加大；2) 本轮疫情收敛，复工加快支撑经济活动底部修复；3) 政策持续放松叠加复工复产加快，支撑地产销售回暖；4) 复工复产加快支撑生产端修复；5) 美联储加息进程加快引发市场滞胀和衰退交易，原油价格高位回落；6) 蔬菜价格跌势放缓，猪价短暂回落。

美联储持续快速加息背景下，中美利差倒挂以及人民币贬值压力增大，国内货币政策受到制约，叠加外资流出担忧下，股债均受到外部扰动。不过中美经济周期错位下，中国从类衰退转向弱复苏，经济基本面底部回升叠加内部流动性充裕，仍支撑 A 股走出相对独立的行情。继稳增长政策加力并进入执行阶段夯实政策底后，疫情的收敛也支撑经济基本面进入底部弱复苏区间，有助于推动股市延续短期修复行情，但经济修复斜率偏慢仍约束股市修复空间。而债市则在国内疫情收敛叠加稳增长政策加速落地下面临一定逆风，不过经济修复仍需要时间，经济内生动力不足叠加资金面充裕仍限制收益率上行空间，短期债市仍有支撑。而中期看，疫情逐步收敛后，稳增长组合拳助力市场宽信用预期，叠加房地产政策放松加快，经济底部修复特征较为明确，同时美联储单次加息 75bp 背景下，市场降息预期将进一步降低，对债市影响略偏负面，后续资金面中性回归的预期下可适度博弈曲线趋平。

### 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、疫情收敛支撑经济弱复苏

### ● 全国疫情逐步收敛，经济呈现环比修复特征

5月初以来，全国疫情呈现逐步收敛的态势，疫情防控形势继续好转，物流、用工、场景等约束逐渐解除推动经济活动逐渐修复，经济景气度回升。5月投资、消费和生产等部门同比增速有所回升，工业生产转正，稳增长抓手的基建投资明显加快，制造业持稳。而地产和消费依然是经济分项中表现最弱的部分，居民相关需求仍深度负增长，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，同时地产供需两端仍受冲击，居民预期偏弱下商品房销售仍然疲弱，房企资金来源同比仍陷显著负增长，施压地产投资和房企债务链条。

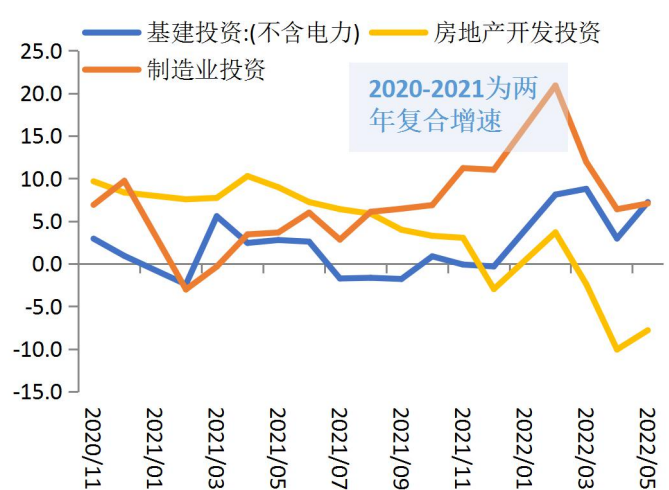
目前疫情进入收尾阶段，上海全面解封并加快复工复产，实现供应链等循环修复，叠加稳经济会议召开后政策持续发力、压实地方责任，经济从类衰退转向弱复苏，经济环比有望继续改善。但中期看，本轮疫情的长尾效应及常态化防控下，市场化主体活力不足，私人部门融资需求仍然偏弱，叠加地产周期下行及私人部门预期转弱，经济动能仍受抑制，本轮经济修复斜率或偏慢。

图 1：经济各分项增速底部修复（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：地产投资仍显著负增长（%）



资料来源：Wind，优财研究院

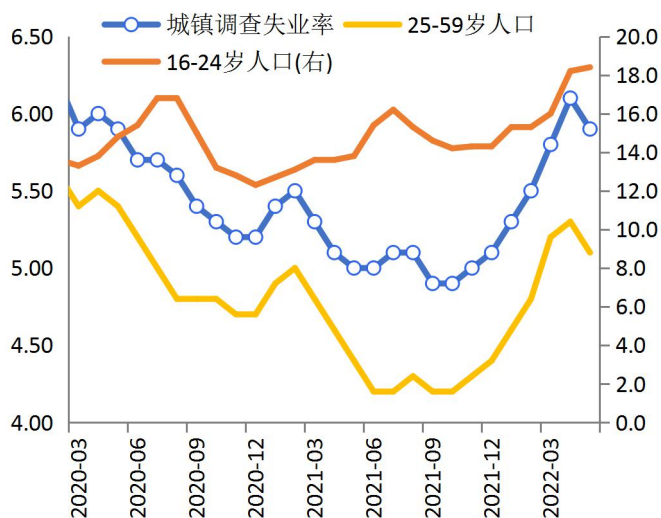


图 3：宏观经济热力图

指标	同比	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08
工业增加值		0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4
固定资产投资		4.6	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3
基建		7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7
房地产	当月同比% (2021为 两年平均)	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9
制造业		7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1
社消零售		-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5
出口金额		16.9	3.9	14.6	6.3	24.1	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0
进口金额		4.1	0.0	0.0	10.6	24.3	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2
CPI	当月同比%	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8
PPI	当月同比%	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5
M1	%	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2
M2	%	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2
社融	存量同比%	10.50	10.20	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30
失业率	城镇调查	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1

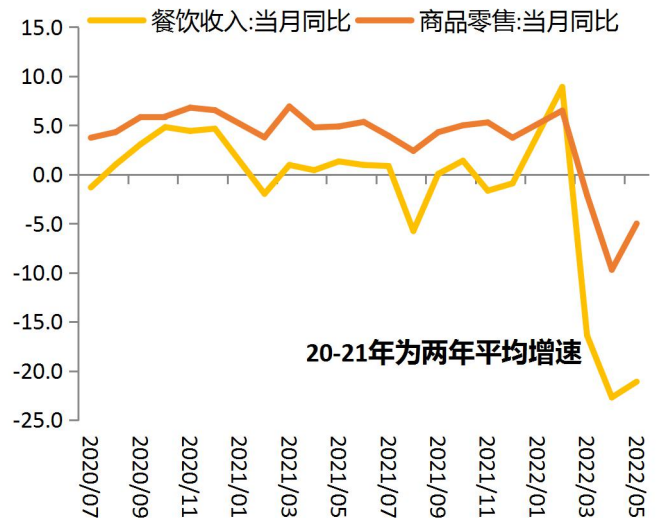
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：16-24 岁失业率仍在攀升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

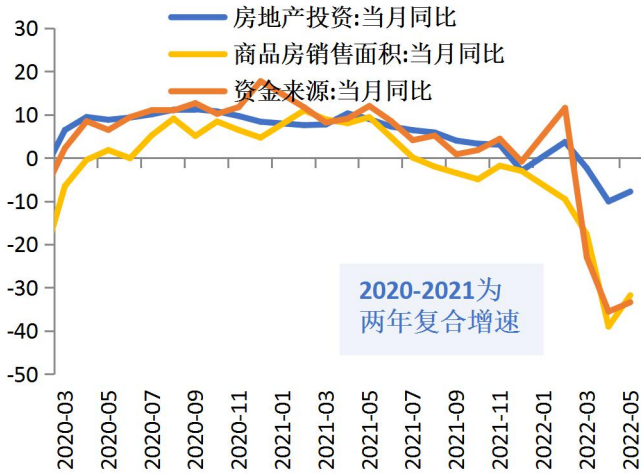
图 5：餐饮收入仍是消费端拖累 (%) (%)



资料来源：Wind，优财研究院

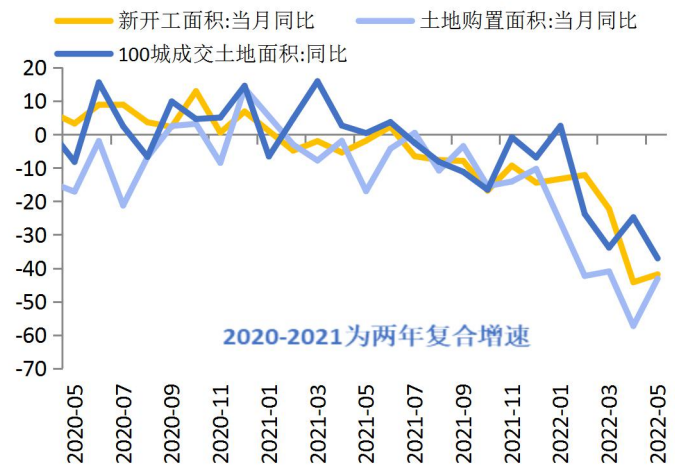


图 6：地产投资链条底部小幅回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：前瞻指标仍未见明显改善（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 央行等量平价续作 MLF，美联储快速加息窗口货币政策空间有限

6月15日，央行开展2000亿元1年期MLF操作和100亿元7天期逆回购操作，中标利率均不变，等量对冲当日到期的100亿元逆回购和2000亿元MLF。

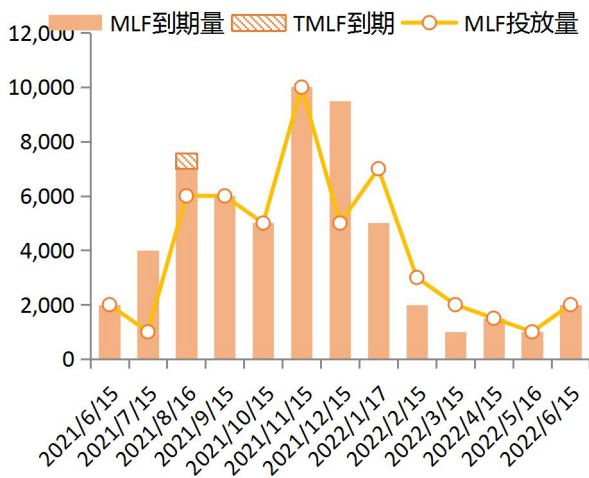
央行等量平价续作当月MLF，符合市场预期，美联储快速加息时期，国内降息窗口短期关闭。一方面，DR007连续两个多月持续低于利率走廊下限，银行间流动性持续充裕，央行仍等量续作体现货币政策的呵护意图，合理充裕仍是政策基调。另一方面，美国通胀高企推升美联储加息步伐加快，单次加息幅度高达75BP，在美联储快速加息、中美利差全面倒挂的背景下，国内面临汇率贬值和资本外流的外部平衡压力，政策利率调降空间受限。同时，当前央行通过“降存款-降LPR”通道实现降成本，MLF利率调降意义不大，且在DR007大幅偏离逆回购利率后，降息对市场利率引导作用也有限。

货币政策预计维持合理充裕，而主体纾困下财政更需担力，美联储快速加息背景下国内降息仍需等待更强的触发剂，关注后续经济修复的情况以及美国通胀何时见顶。往后看，稳增长政策框架下货币政策仍需保持合理充裕，但降息无法解决根本问题，控制



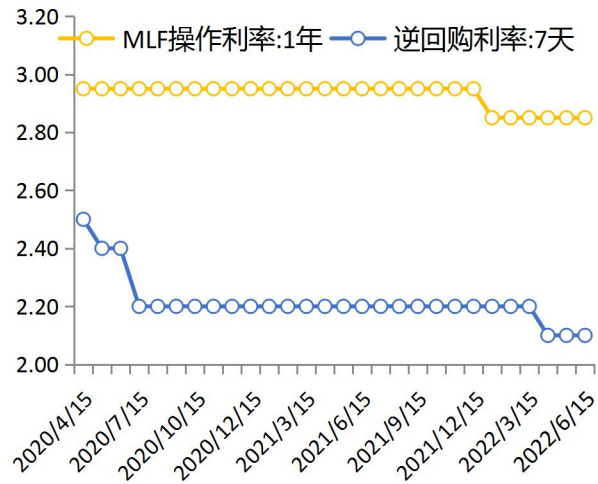
疫情、力促供应链循环畅通以及激发微观主体活力是关键，货币政策更侧重信贷和结构性工具，保市场主体政策目标下财政更需担力。关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口，同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策也是主要方向。

图 8：央行等量对冲当月 MLF 到期（亿元）



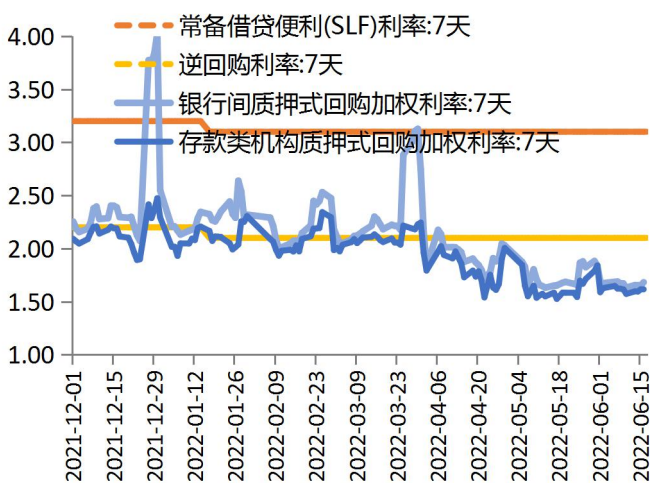
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：OMO/MLF 利率保持不变（%）



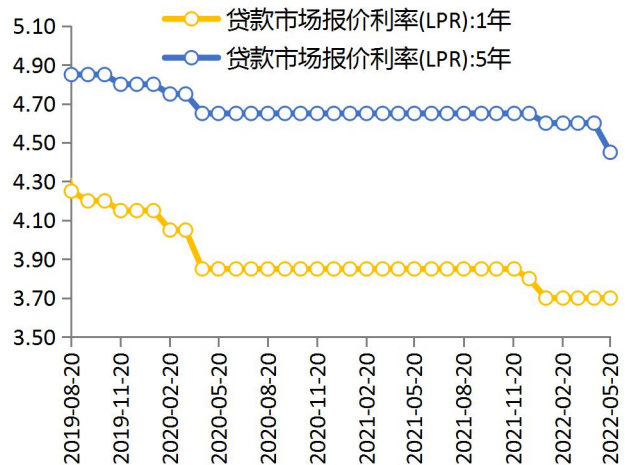
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：DR007 持续低于利率走廊下限（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：央行通过“降存款-降 LPR”降成本（%）



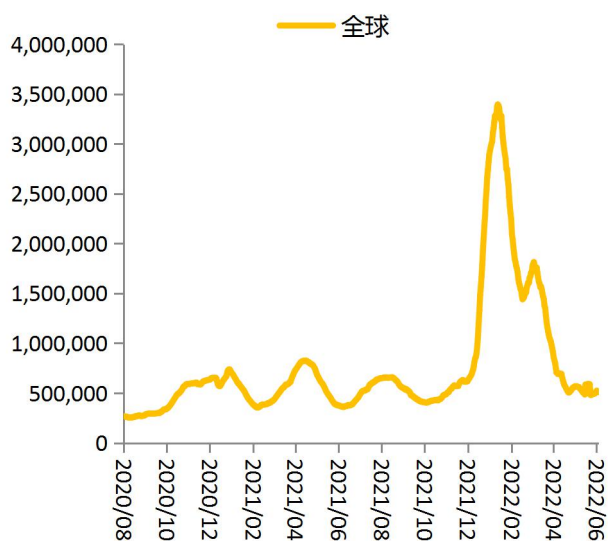
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、海外疫情和经济活动跟踪

6月美联储议息会议加息75bp，主因通胀再次意外上行、部分通胀预期指标有所上升，符合市场会前预期。鲍威尔表示希望在年底将利率提高至3%-3.5%的区间，下次加息50bp还是75bp将视数据而定。而点阵图2022年预测中值在3.25-3.5%的区间，全年的加息路径上略低于会前的市场预期。

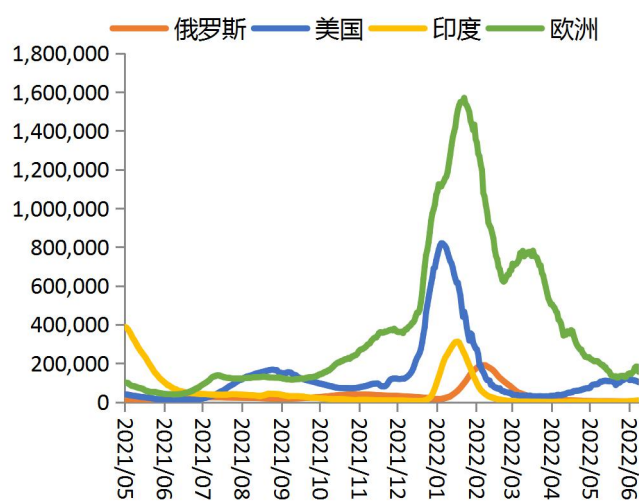
当前美国通胀仍在筑顶阶段，加息预期持续高位，而油价的超预期上行、以及工资上涨压力都将是美联储后续加息预期进一步升温的风险点。美联储快速紧缩下通胀和增长的下行方向基本确定，关键在于两者的回落速度。经济大概率呈现滞胀或衰退的特征，美股压力仍然较大，美债收益率和美元则短期维持高位，中期衰退概率加大下美债收益率上行空间逐渐受限。

图 12：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

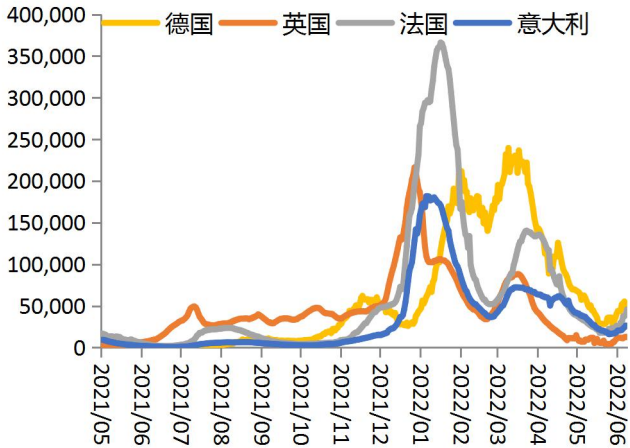
图 13：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

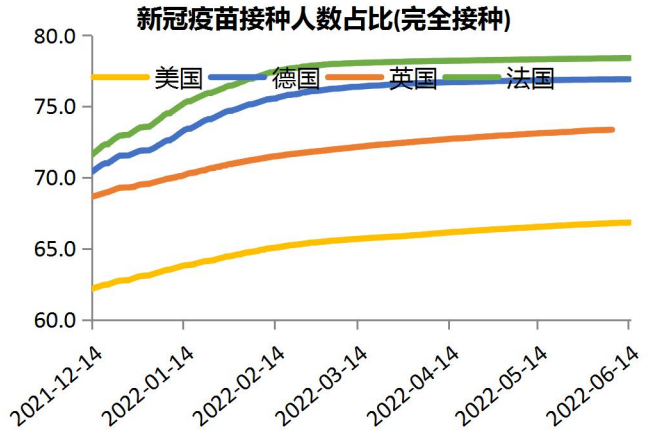


图 14: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



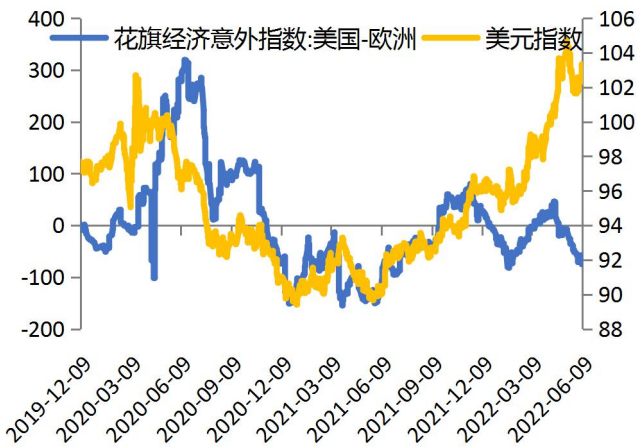
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



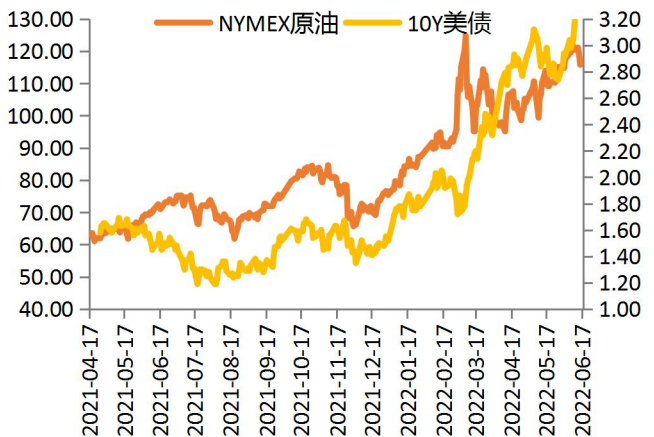
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



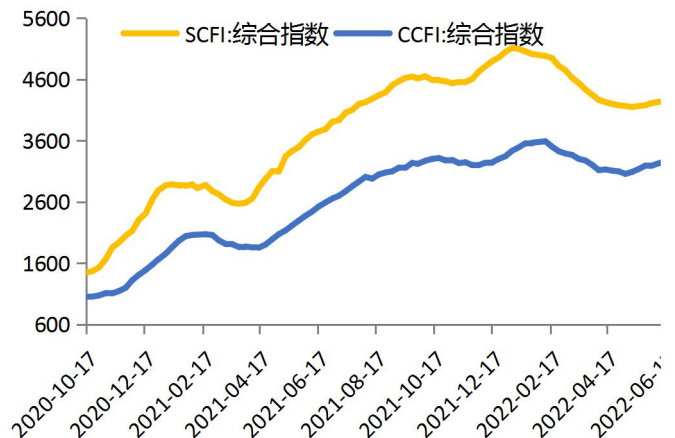
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 运价指数



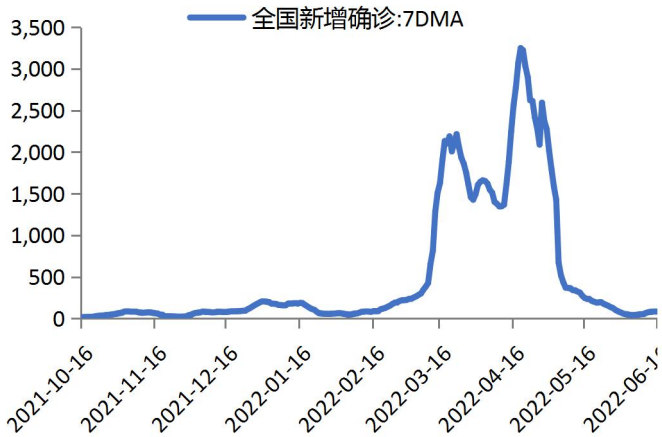
资料来源: Wind, 优财研究院



### 三、经济高频观察

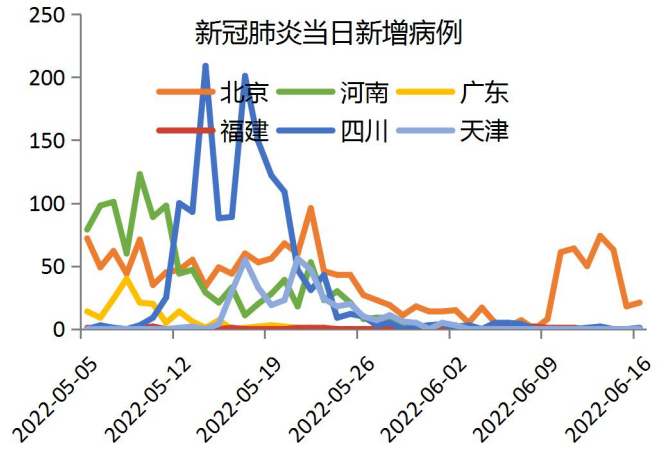
#### 1. 本轮疫情收敛，复工加快支撑经济活动底部修复

图 20：本轮疫情逐步收敛（例）



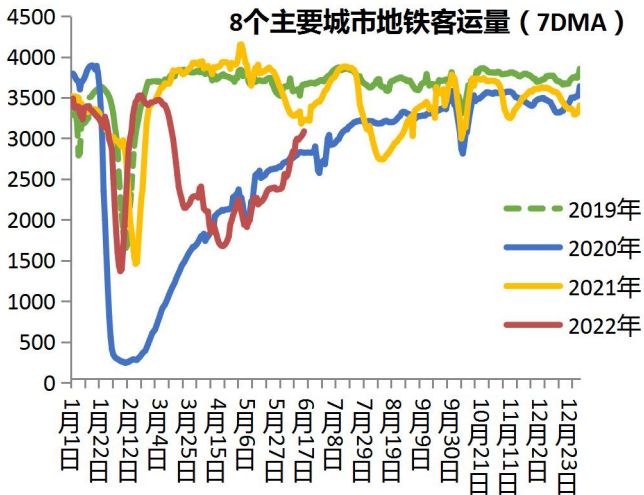
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：北京疫情反弹有所缓和（例）



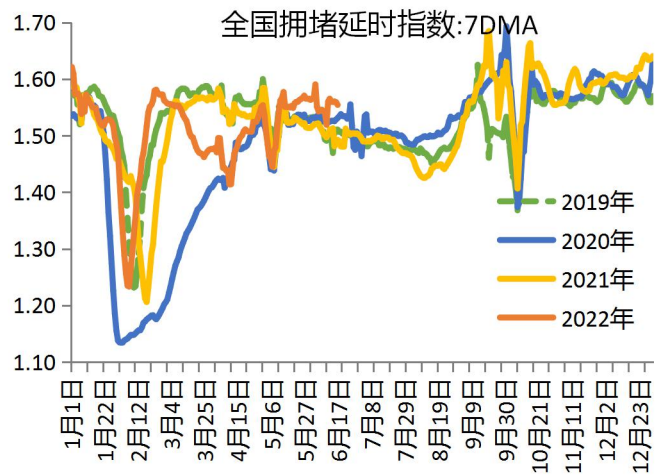
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：地铁客运量继续低位回升（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：全国拥堵指数整体较高

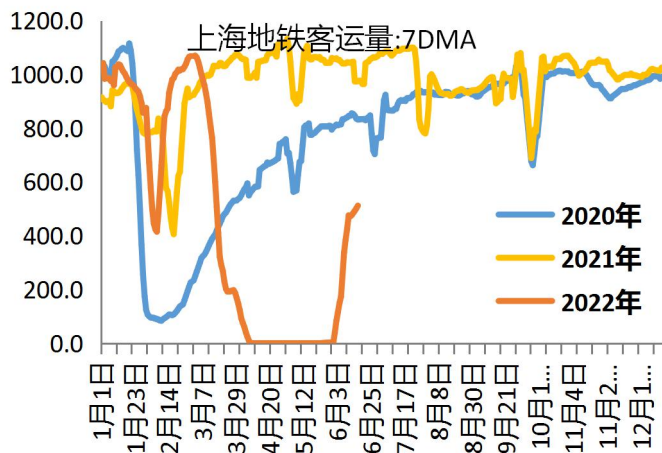


资料来源：Wind，优财研究院



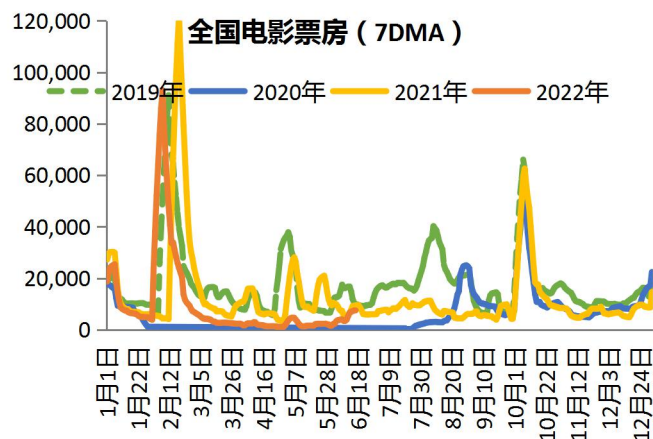


图 24: 上海复工复产加快 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 电影票房有所回升 (万元)



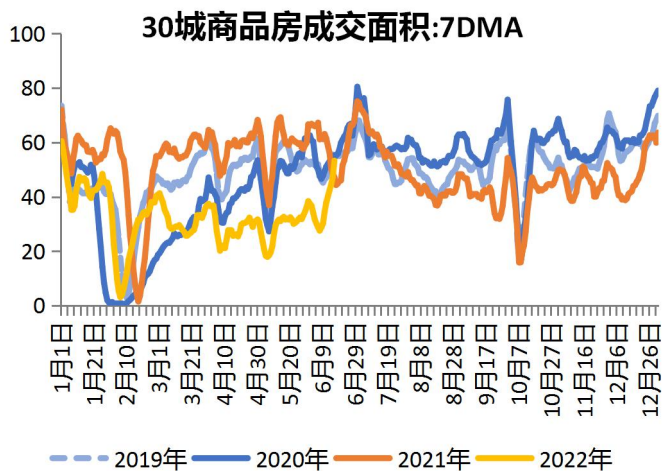
资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 需求: 政策持续放松叠加复工复产加快, 支撑地产销售回暖

上周商品房销售低位明显回升, 上海复工复产加快支撑地产销售回暖, 同比降幅有所收窄, 6月截至16日, 30城商品房成交面积同比增速为-32.5% (1-10日为-46%, 5月为-48%), 土地成交仍在低位, 土地溢价率短暂回升。

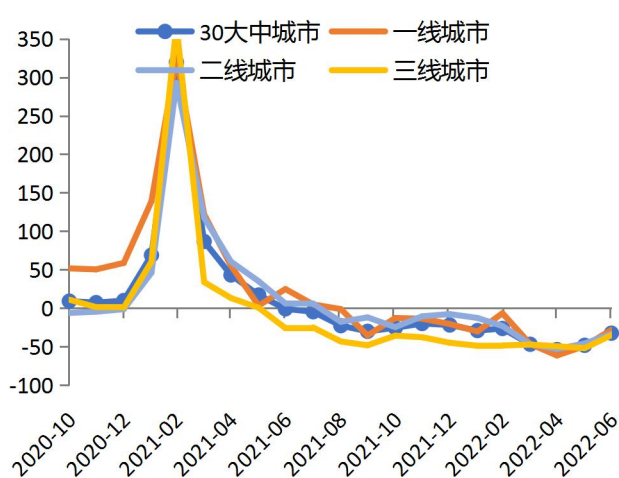
地产周期下行叠加居民部门预期转弱抑制需求端修复, 当前地产政策放松有所加快, 但居民收入压力及预期偏弱下, 预期改善仍需要时间, 后续复工进程加快和政策支撑下居民预期修复是关键。

图 26: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

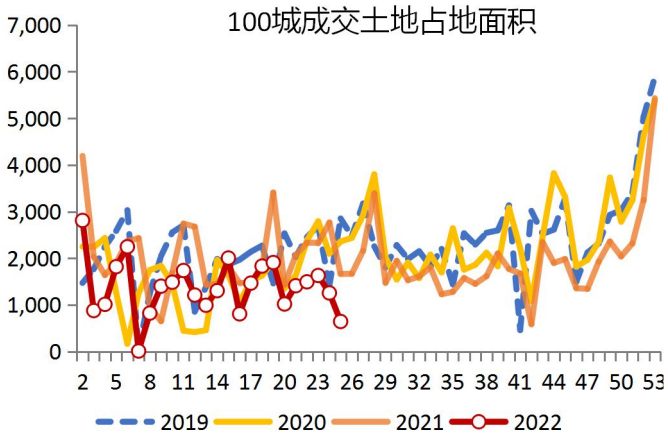
图 27: 30 城商品房成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

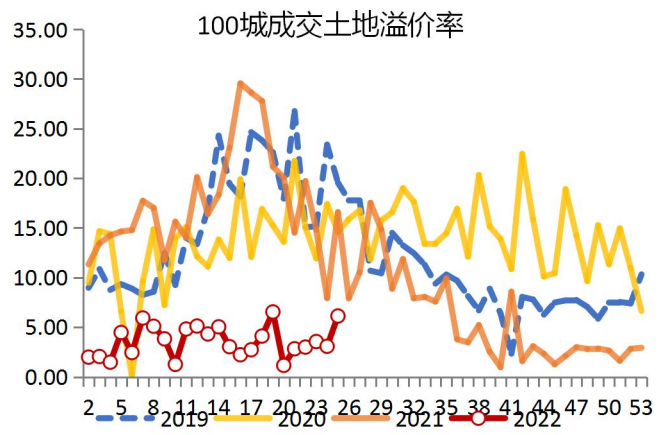


图 28: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 百城土地成交溢价率 (%)

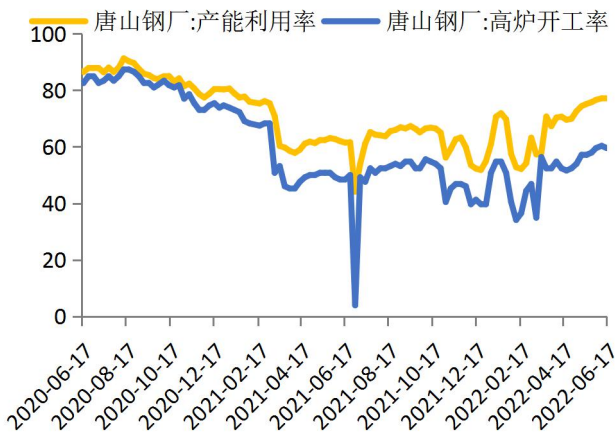


资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 生产: 复工复产加快支撑生产端修复

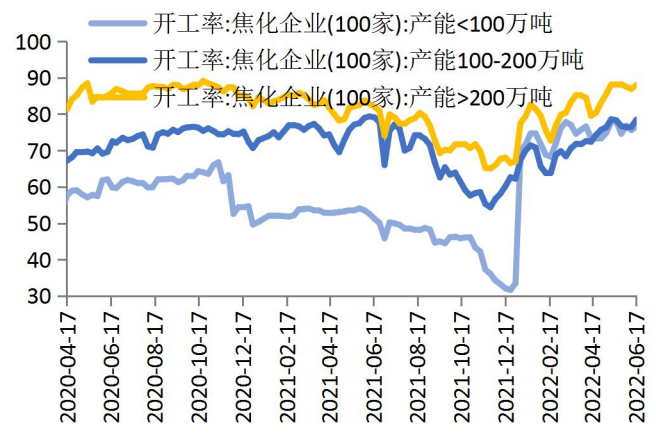
上海复工复产加快支撑生产端进一步修复, 华东多地区正式进入迎峰度夏期, 叠加大厂及终端加大补库需求, 电厂日耗延续回升趋势, 唐山钢厂开工率也持续高位运行, 轮胎开工率小幅回升, 江浙地区涤纶长丝开工率窄幅波动。建筑端表现波动, 石油沥青装置开工率小幅上行, 而水泥发运率则延续小幅回落。

图 30: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

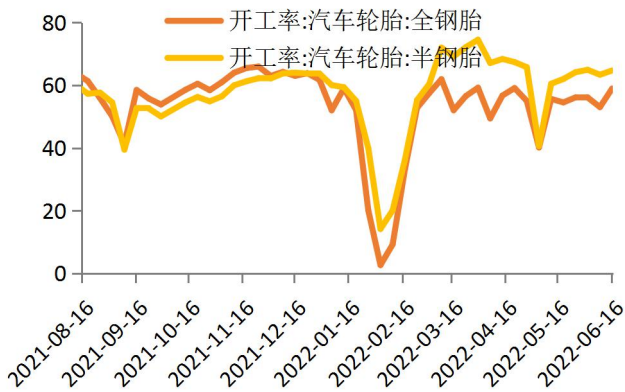
图 31: 焦化企业开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

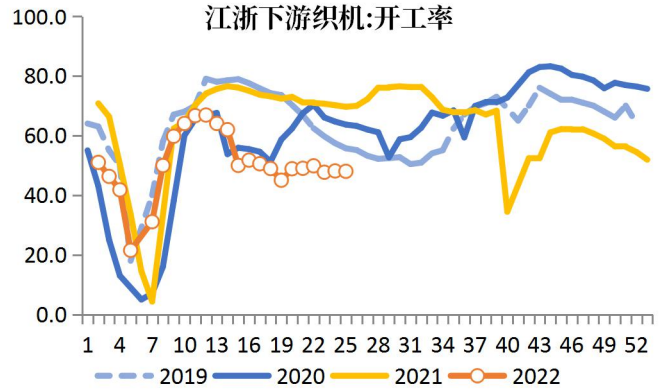


图 32: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



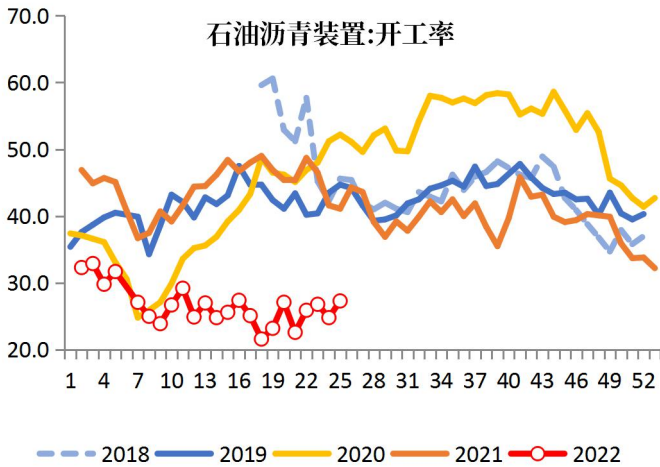
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 江浙下游织机开工率 (%)



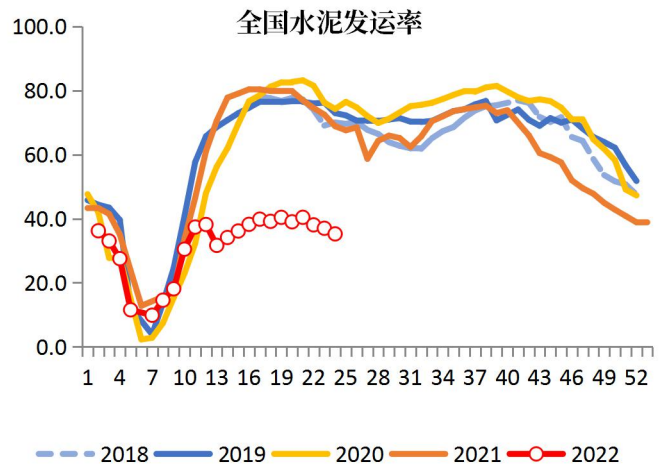
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 全国水泥发运率 (%)



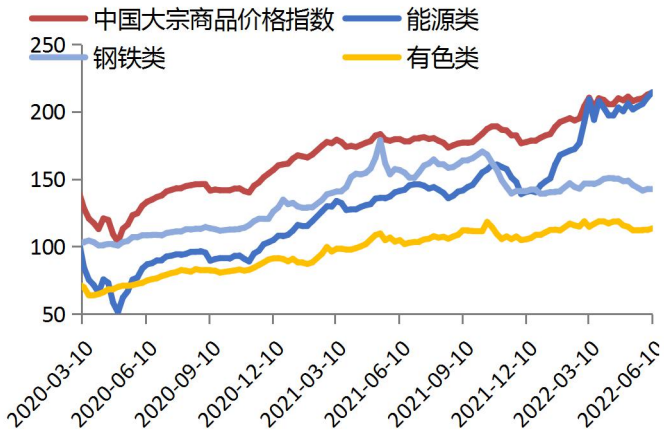
资料来源: Wind, 优财研究院

#### 4. 工业品价格: 美联储加息进程加快引发市场滞胀和衰退交易, 原油价格高位回落

工业品价格方面, 焦煤、焦炭、铁矿、钢材价格均高位回落, 南方强降雨季来临, 钢材市场进入传统消费淡季, 需求持续低迷, 水泥价格加速下行, 玻璃价格大幅下跌。美国通胀持续上行下美联储加息进程加快, 市场担忧需求下降, 引发市场滞胀和衰退交易, 原油价格高位回落, 铜铝价格也同比下跌。

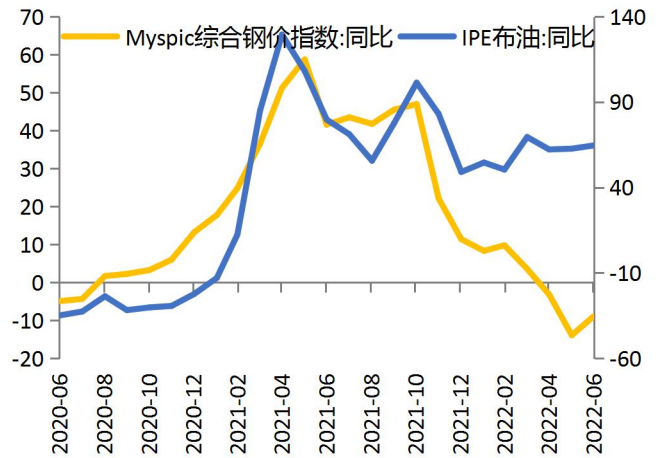


图 36: 大宗商品价格指数



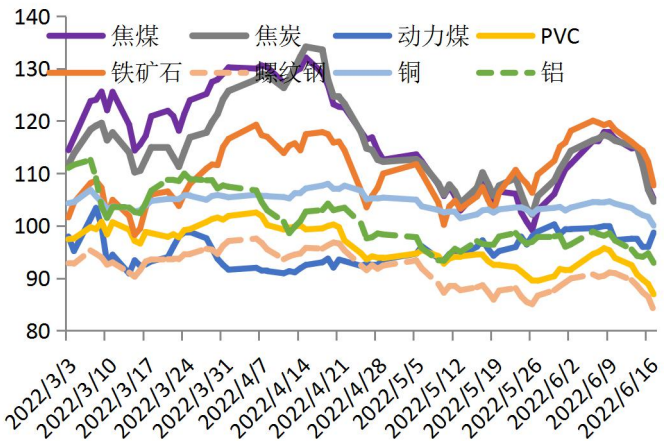
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 钢价指数&布油同比 (%)



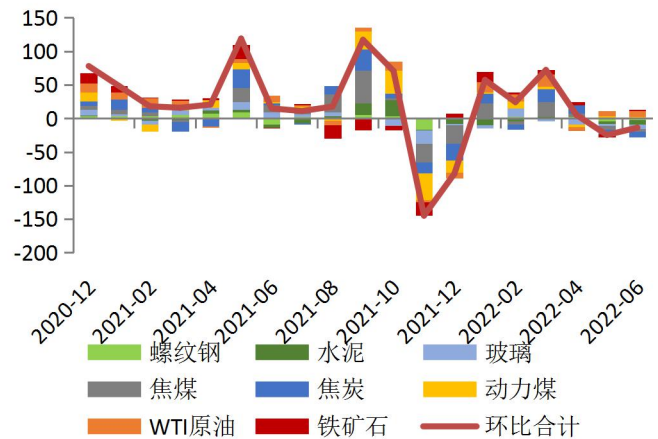
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 工业品价格月度环比 (%)



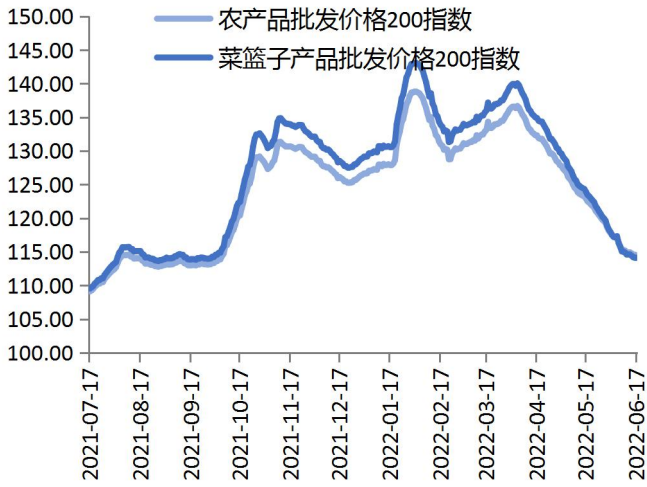
资料来源: Wind, 优财研究院

## 5. 通胀: 蔬菜价格跌势放缓, 猪价短暂回落

农产品价格指数维持季节性回落, 蔬菜价格跌势放缓、逐渐企稳, 而 22 省市猪肉平均价格较前一周小幅回落, 猪肉需求仍未明显改善。往后看随着生猪产能持续去化, 下半年猪价有望逐渐迎来上行周期, 但短期仍呈现供强需弱的结构, 猪价上行或不顺畅。

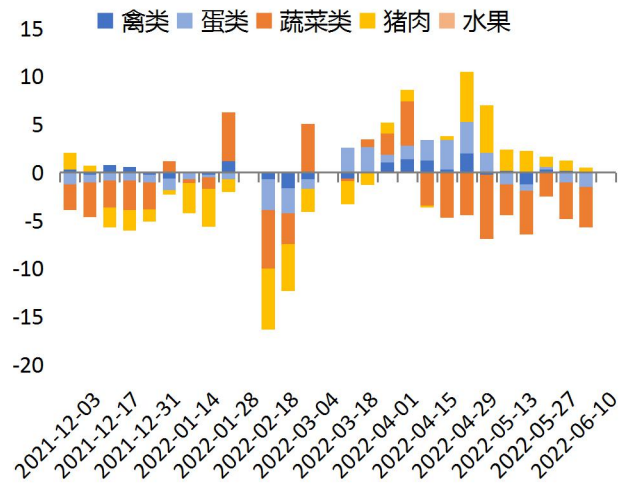


图 40: 农产品批发价格 200 指数



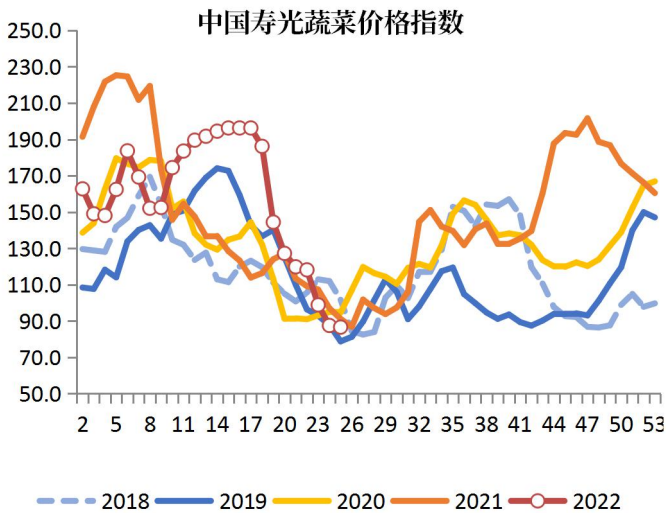
资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



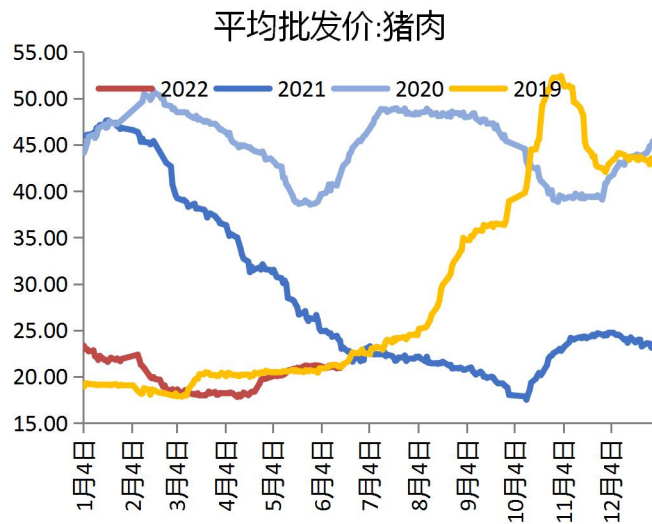
资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 45: 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/>