



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



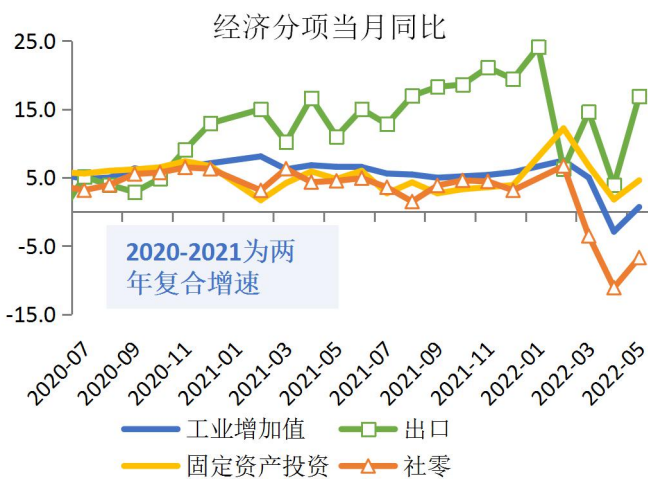
一、疫情收敛支撑经济弱复苏

● 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。

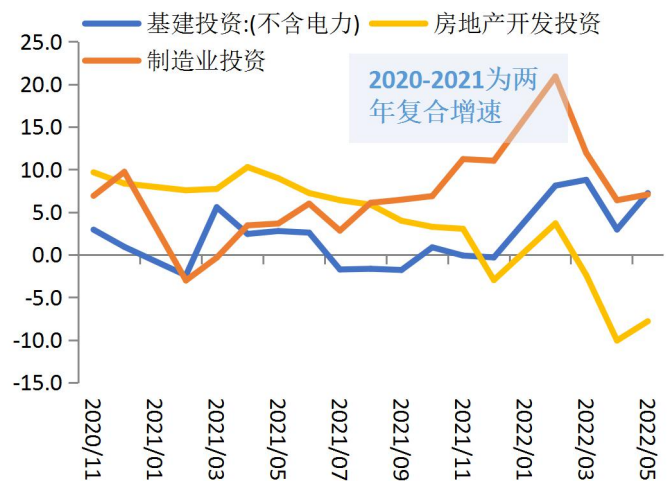
目前疫情进入收尾阶段，上海全面解封并加快复工复产，实现供应链等循环修复，叠加稳经济会议召开后政策持续发力、压实地方责任，经济从类衰退转向弱复苏，经济环比有望继续改善。但中期看，本轮疫情的长尾效应及常态化防控下，市场化主体活力不足，私人部门融资需求仍然偏弱，叠加地产周期下行及私人部门预期转弱，经济动能仍受抑制，本轮经济修复斜率或偏慢。

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

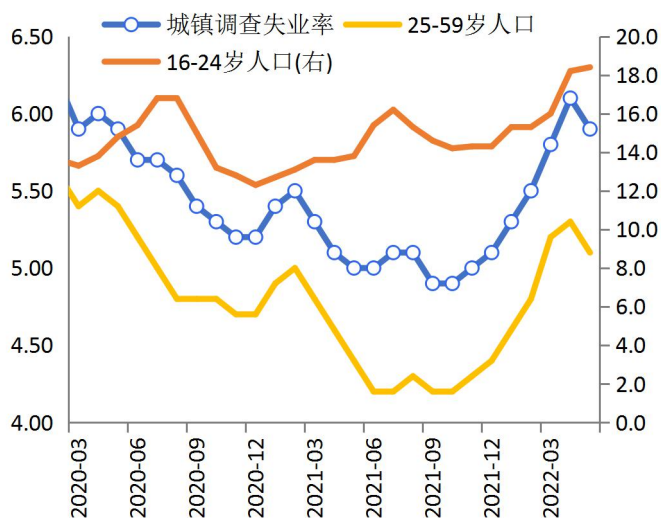


图 3：宏观经济热力图

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

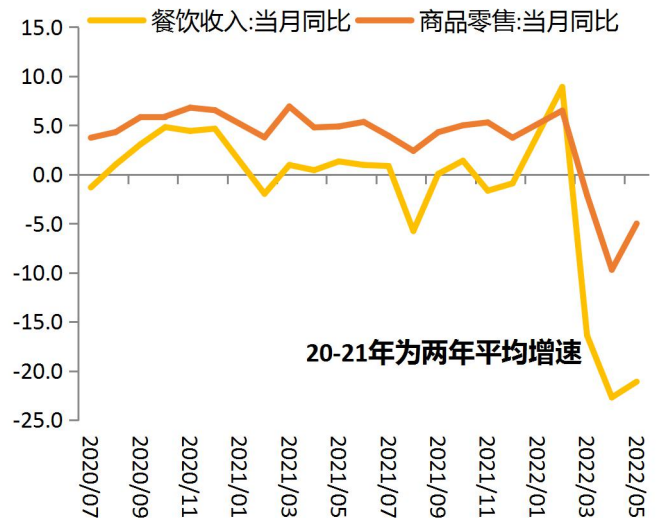
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：16-24 岁失业率仍在攀升 (%)



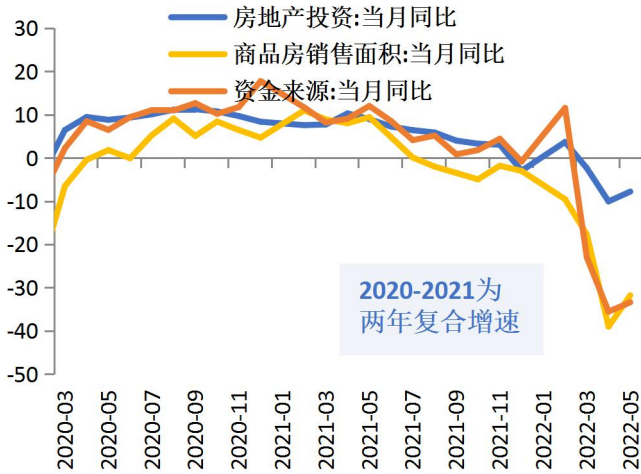
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：餐饮收入仍是消费端拖累 (%) (%)



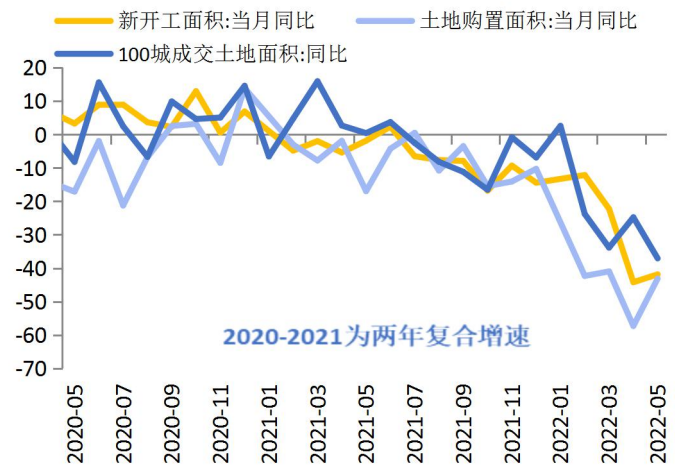
资料来源：Wind，优财研究院

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。

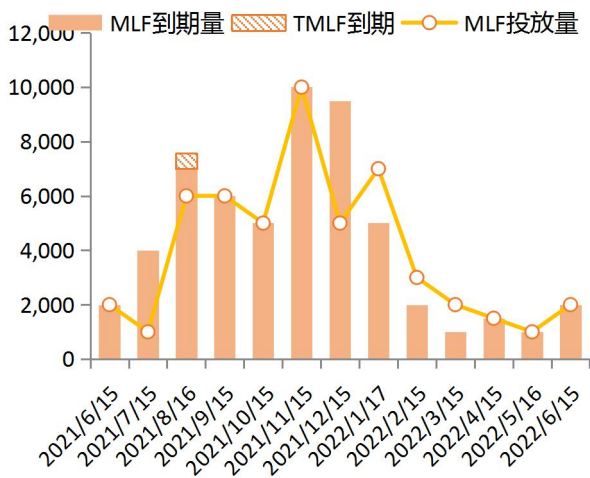
央行等量平价续作当月MLF，符合市场预期，美联储快速加息时期，国内降息窗口短期关闭。一方面，DR007连续两个多月持续低于利率走廊下限，银行间流动性持续充裕，央行仍等量续作体现货币政策的呵护意图，合理充裕仍是政策基调。另一方面，美国通胀高企推升美联储加息步伐加快，单次加息幅度高达75BP，在美联储快速加息、中美利差全面倒挂的背景下，国内面临汇率贬值和资本外流的外部平衡压力，政策利率调降空间受限。同时，当前央行通过“降存款-降LPR”通道实现降成本，MLF利率调降意义不大，且在DR007大幅偏离逆回购利率后，降息对市场利率引导作用也有限。

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



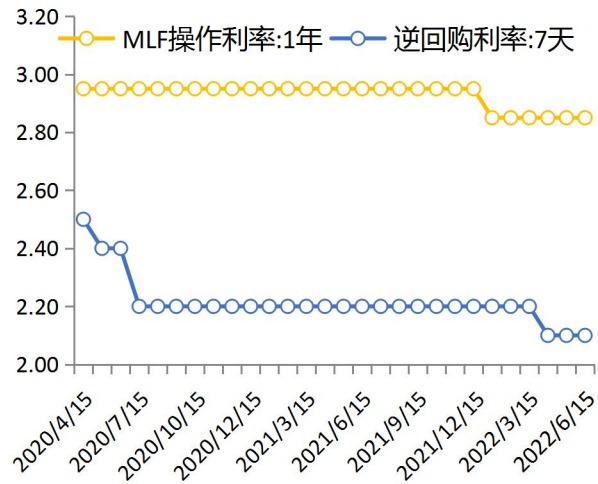
疫情、力促供应链循环畅通以及激发微观主体活力是关键，货币政策更侧重信贷和结构性工具，保市场主体政策目标下财政更需担力。关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口，同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策也是主要方向。

图 8：央行等量对冲当月 MLF 到期（亿元）



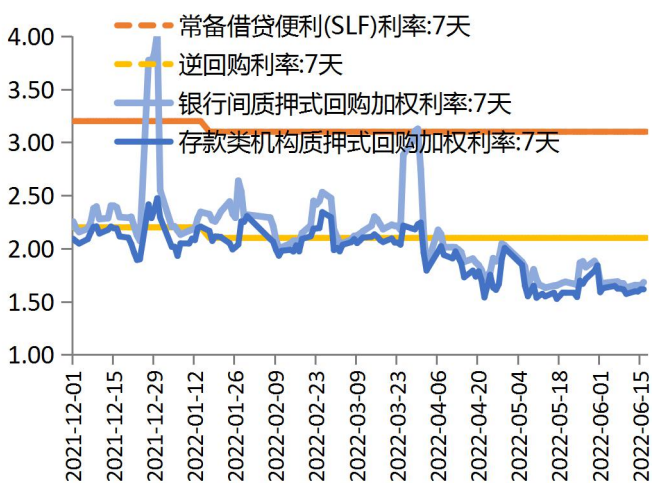
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：OMO/MLF 利率保持不变（%）



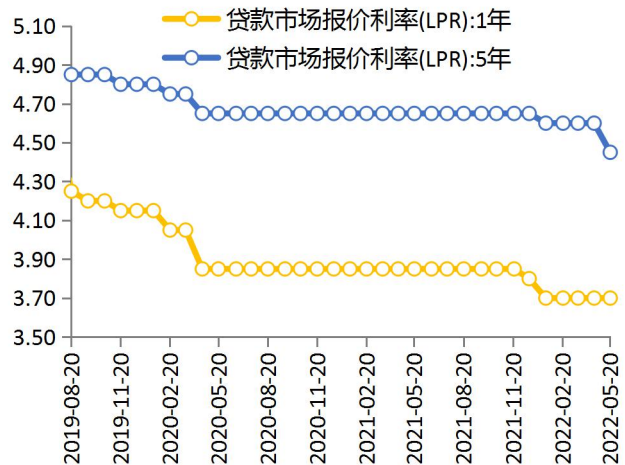
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



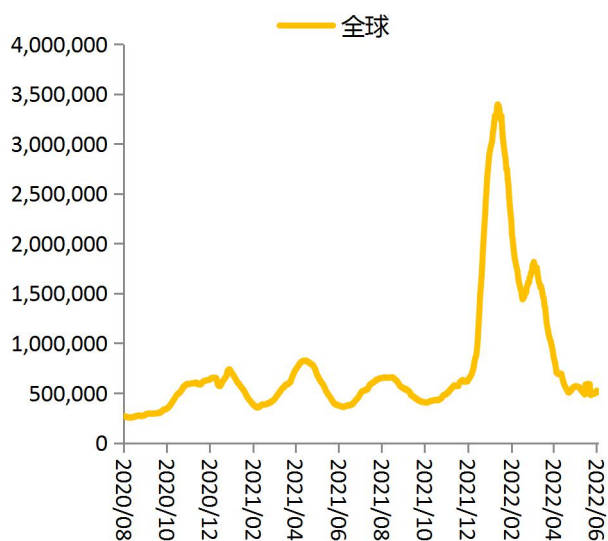
资料来源：Wind，优财研究院

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。

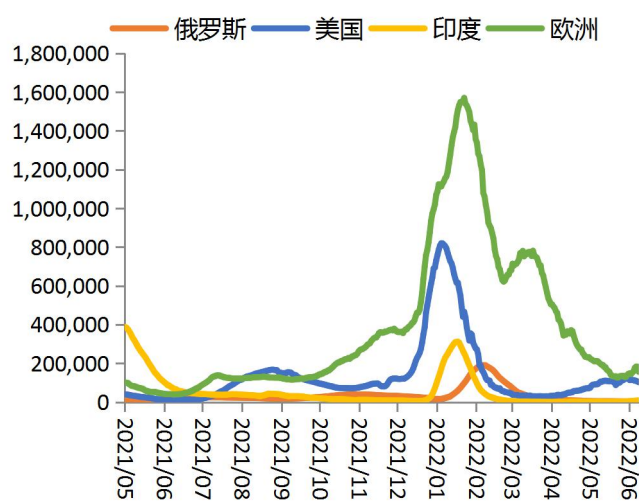
当前美国通胀仍在筑顶阶段，加息预期持续高位，而油价的超预期上行、以及工资上涨压力都将是美联储后续加息预期进一步升温的风险点。美联储快速紧缩下通胀和增长的下行方向基本确定，关键在于两者的回落速度。经济大概率呈现滞胀或衰退的特征，美股压力仍然较大，美债收益率和美元则短期维持高位，中期衰退概率加大下美债收益率上行空间逐渐受限。

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

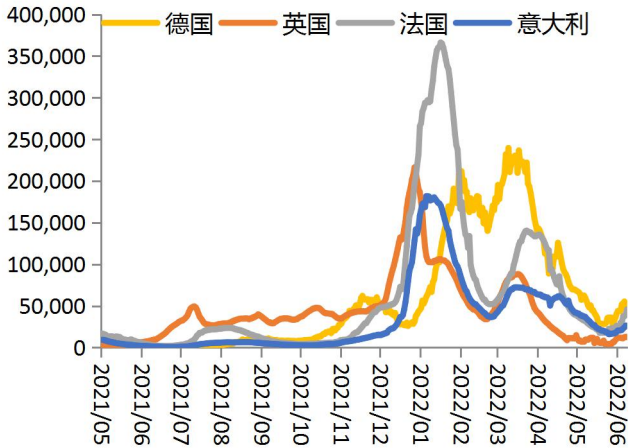
图 13：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

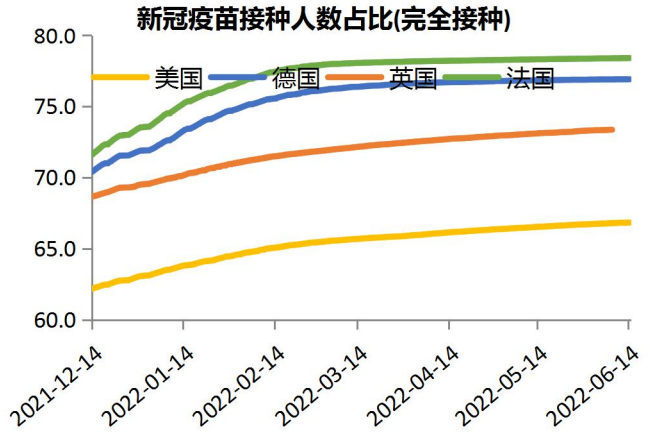


图 14: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



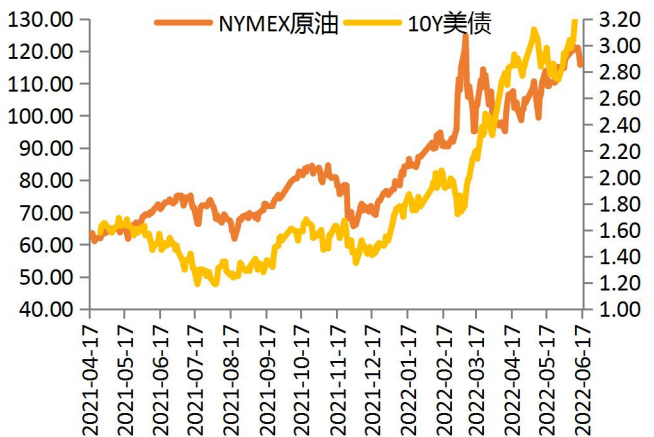
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 美欧差值 VS 美元指数



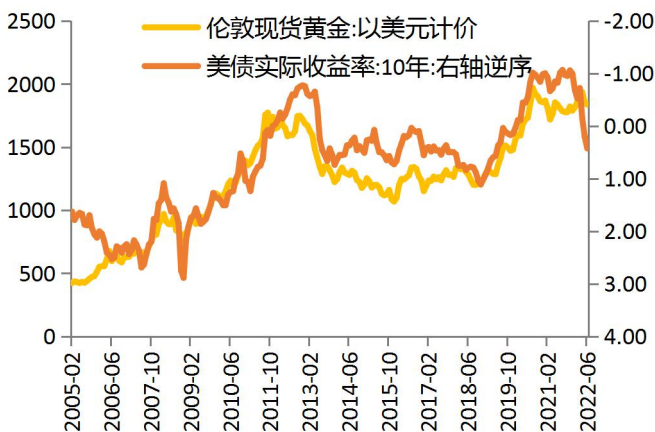
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



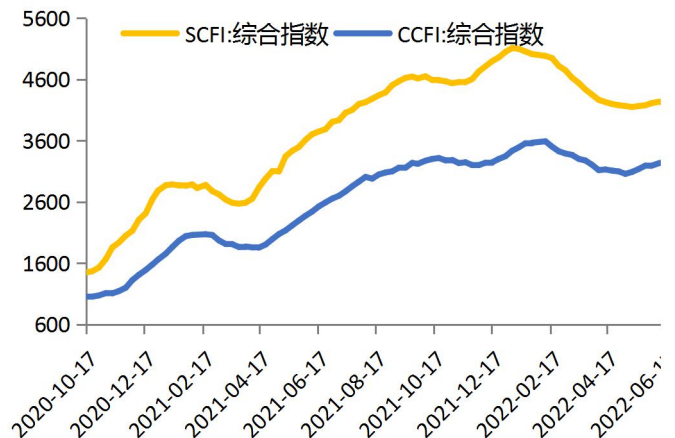
资料来源: Wind, 优财研究院

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



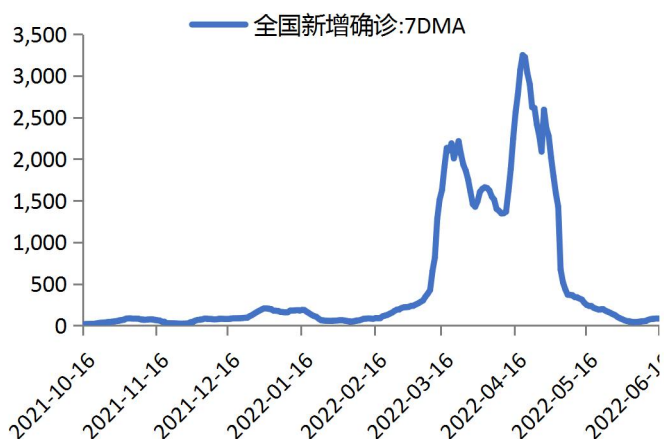
资料来源: Wind, 优财研究院



三、经济高频观察

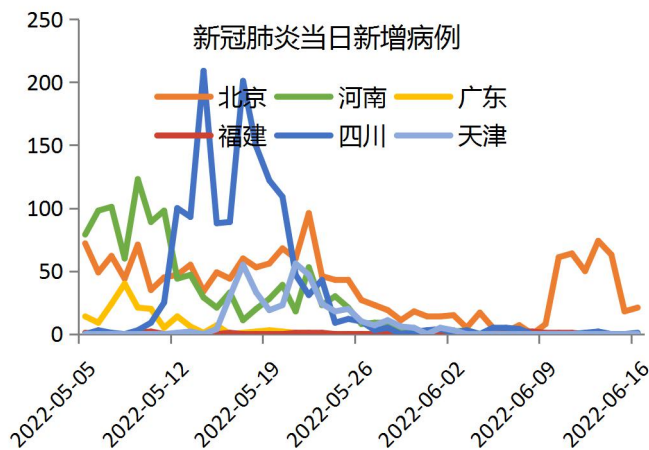
1. 本轮疫情收敛，复工加快支撑经济活动底部修复

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）

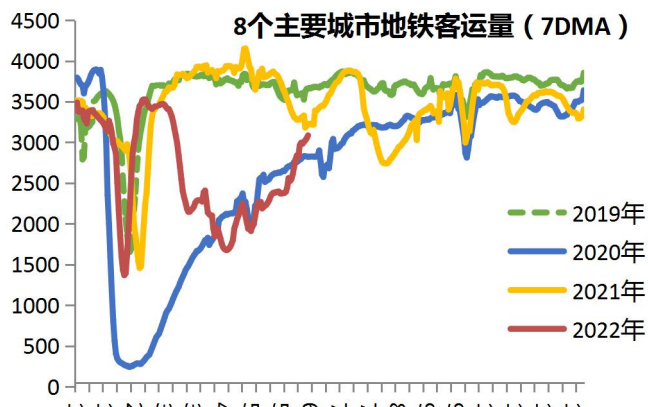
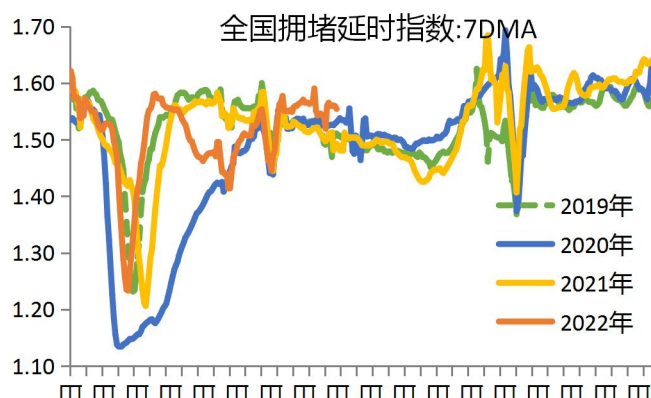


图 23：全国拥堵指数整体较高



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_43108

