



2021年7月31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



## 海外经济衰退风险加大，国内复苏斜率受拖累

### 内容提要

**7月资产表现：**海外经济衰退风险加大，货币政策收紧预期不确定性加剧，海外权益资产压制减轻、小幅反弹，美债收益率触顶回落，全球债市7月上涨。而国内经济修复环比脉冲减弱，叠加地产风险和国内局部疫情反弹拖累复苏斜率，股市休整期震荡下跌，债市则震荡区间小幅走强，金面超预期宽松下短端收益率下行较快，长短端利差有所走扩。A股主要指数PE均小幅回落，而上证风险溢价ERP有所回升，股市性价比较债市走高。

**海外经济衰退风险加大：**当前海外通胀压力仍大，供需缺口下通胀粘性仍高，油价仍是最大的不确定性。通胀持续高位压力下货币政策收敛，美欧均进入快速加息周期，欧洲央行7月超预期加息50基点，美联储如期加息75bp。但经济先行指标减速较快，欧美PMI跌破荣枯线，同时高通胀侵蚀居民实际收入，美国消费者信心大幅受挫，美国经济的硬着陆风险在加大。目前看美联储仍倾向于以牺牲经济增长换取物价稳定，这意味着加息还将继续推进，但衰退预期升温下未来加息路径可能有所放缓。

**国内二季度经济探底，地产仍是风险：**随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。但地产风险压低经济修复斜率，居民和房企预期走弱仍是核心矛盾，叠加国内疫情反弹，经济小复苏挑战加大。1) 房地产投资底仍难探明，地产当前的主要矛盾仍是在“房住不炒”和“三道红线”的房地产政策大框架下，居民和房企预期偏弱的格局难以打破，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力；2) 基建仍是经济稳增长的重要抓手，但缺乏财政增量政策下基建后续回升动力受到拖累，7月政治局会议强调“力争实现最好结果”，经济增长要求温和，在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵下，“不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施”；3) 常态化防控的场景约束、叠加居民收入预期走弱，社会消费倾向走低，消费边际改善后修复天花板更低。

**资金面持续宽松，央行操作弹性加大：**7月资金面持续宽松，市场利率维持低位运行，继续大幅偏离政策利率，月末DR001一度跌至1%以下，资金面预期乐

请务必仔细阅读正文之后的声明

观下市场加杠杆热情急剧升温。本月央行公开市场操作弹性加大，在资金面持续宽松的背景下淡化对量的关注，同时也引导市场资金利率回归的预期。往后看，市场加杠杆热情升温加大资金面脆弱性，中期央行仍存在抬高资金利率中枢以控制过度杠杆行为的可能，市场利率大概率向政策利率逐步收敛，关注机构过度加杠杆行为。

**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报价下调动力不强。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。而后续央行或通过“降存款利率-降LPR-降实际贷款利率”路径实现降成本目标，当前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。

疫情和地产风波扰动经济修复斜率，资金面超预期宽松，叠加财政增量政策的落空，债市偏正面环境延续，地方债空档期下仍可适度把握快进快出交易机会。但中期看债市窄幅震荡格局仍未被打破，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，10Y国债收益率接近前低（2.67%-2.69%）后，可能重新回归震荡行情。而股市近期进入休整期，经济小复苏挑战加大叠加海外衰退预期升温，短期市场风险情绪偏弱，未来经济复苏节奏和政策的进一步部署将是重要的边际驱动因素。

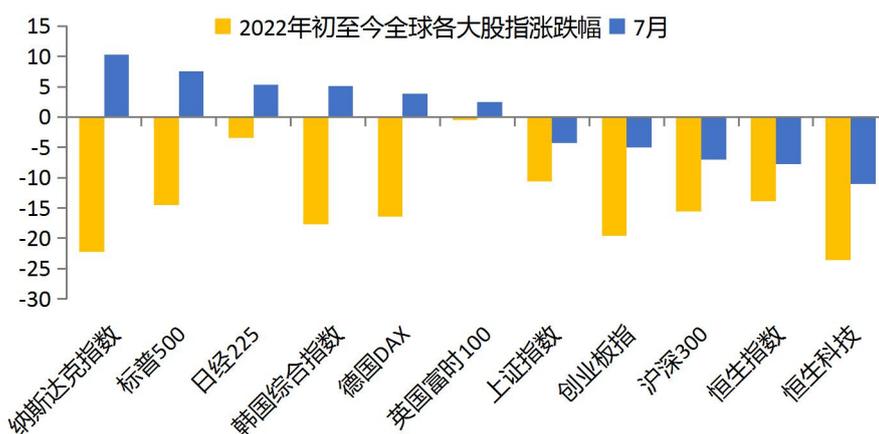
## 风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

## 一、7月资产：海外预期衰退，国内修复阻力加大

海外经济衰退风险加大，货币政策收紧预期不确定性加大，海外权益资产压制减轻、小幅反弹，国内疫情反弹叠加地产风波下股市进入休整期。7月，随着海外经济衰退风险加大，市场预期美联储加息进程放缓，美债收益率触顶回落，美日欧股指均有所反弹。其中纳斯达克、标普500、日经225、韩国综合、德国DAX、英国富时100分别上涨10.28%、7.58%、5.34%、5.1%、3.9%和2.45%。但国内受疫情反弹、地产风波等扰动，经济修复斜率放缓，A股在此前疫情拐点的修复行情后进入休整期，股市震荡下跌，港股科技股跌幅较大。

图1：全球各大股指年初至今和7月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图2：7月美股触底反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

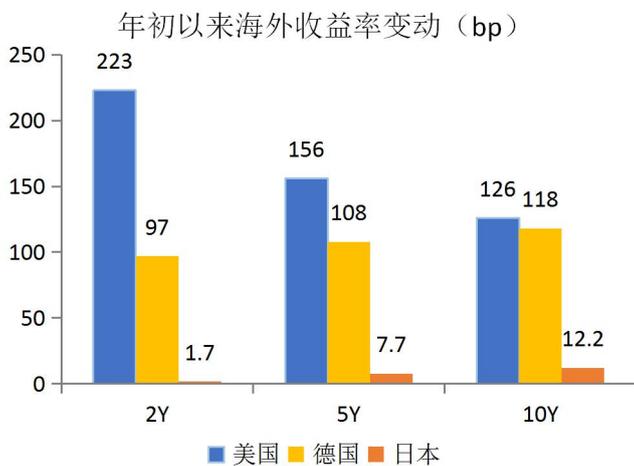
图3：7月A股进入休整期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

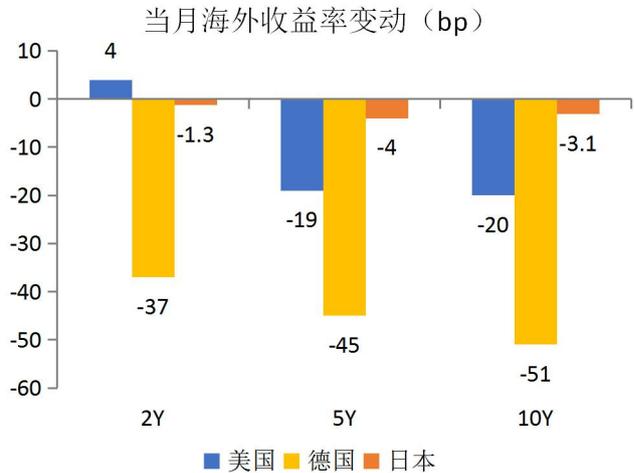
全球债市 7 月上涨。海外经济衰退风险加大下美债收益率上行空间受限，7 月海外债券收益率有所下行，实际利率下行推动美债收益率高点回落。而国内债市在国内经济修复环比脉冲减弱、地产风险和国内局部疫情反弹拖累复苏斜率、以及海外衰退预期升温几大因素的驱动下，7 月震荡区间小幅走强，10Y 国债收益率从 2.82% 下行至 2.77%。但长端收益率仍受经济修复、政策稳增长、海外加息等约束，难改震荡区间，而资金面超预期宽松下短端收益率下行较快，长短端利差有所走扩。

图 4：年初以来海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：7 月海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：实际利率下行推动美债收益率高点回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：国内收益率震荡区间小幅下行 (%，bp)

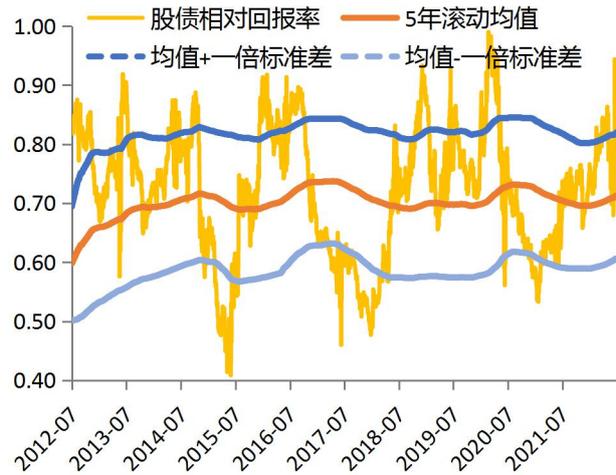


资料来源：Wind，优财研究院

7月A股主要指数PE均小幅回落，而上证风险溢价ERP有所回升，7月底上证综指PE和ERP分别为12.65和5.05（上月底13.25，4.74%），同时7月股市性价比比较债市明显走高。

图 8：7 月上证风险溢价 ERP 回升（%）

图 9：股票相对性价比比较债市走高



资料来源：Wind，优财研究院

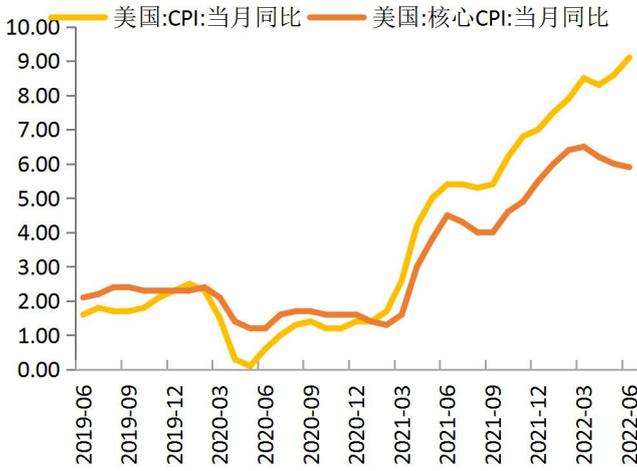
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、海外经济衰退风险加大

供需缺口下海外通胀仍在高位，油价仍是最大的不确定性。当前海外通胀压力仍大，美国6月CPI破9%创40年来新高，此前一度推升7月加息预期接近100bp，而供给短缺下欧元区通胀短期上行压力仍然较大，6月CPI升至8.6%。

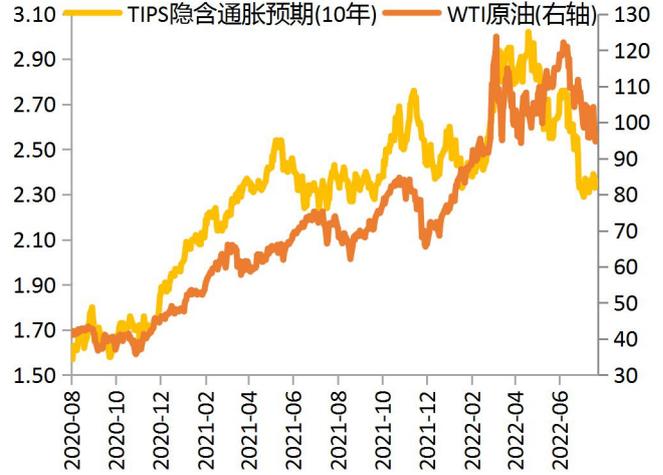
往前看，美国通胀仍有冲高风险，租金和服务业工资都有粘性，而供需缺口和低库存环境下油价仍是最大的不确定性。而欧洲方面，北溪1号于7月21日恢复输气，但欧洲能源危机仍未消散，叠加近期欧洲和美国多地的高温天气推升用电量、天然气涨价压力不减。

图 10: 短期通胀仍有粘性 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 原油价格影响短期通胀预期 (美元/桶, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

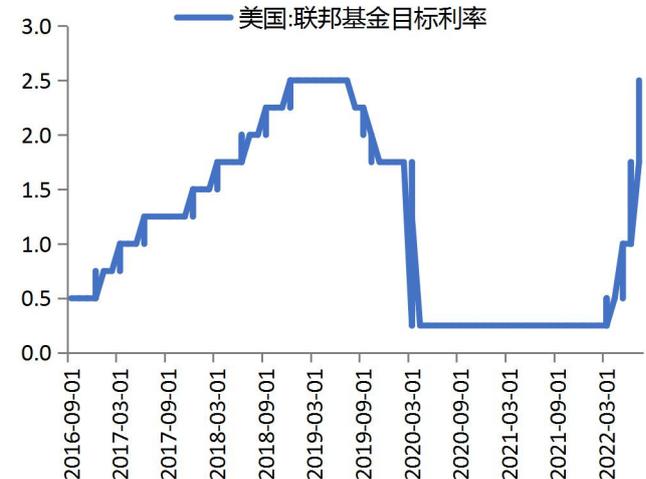
海外通胀持续高位压力下货币政策收敛, 美欧进入快速加息周期。欧洲央行 7 月议息会议加息 50 基点, 为 11 年来首次加息, 并超出市场此前预期的 25 个基点。美联储 27 日如期加息 75bp, 将基准利率上调至 2.25%-2.50% 区间, 美联储已在过去两个月中两次加息 75 个基点, 这是美联储年内第 4 次加息, 6-7 月累计加息达到 150 个基点。美联储主席鲍威尔表示在某个时候放慢加息步伐可能会是适当的, 但没有明确排除下次大幅加息的可能性, 声明重申继续加息可能是合适之举, 将按计划于 9 月份加速缩表。

图 12: 美联储通过实际利率的抬升压低通胀 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 加息节奏持续加快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

但经济先行指标减速较快，海外经济衰退风险加大，欧洲进入技术衰退区间，美欧未来加息幅度和货币政策的不确定性较高。

- 1) **IMF 大幅下调经济预期：**IMF 认为全球经济面临严重衰退的可能性，下调 2022 年全球经济增长的基线预测至 3.2%（前值 3.6%），并认为美国经济今明两年分别增长 2.3%和 1.0%（前值 3.7%、2.3%），欧洲经济今明两年分别增长 2.6%和 1.2%（前值 2.8%、2.3%）。
- 2) **欧美 PMI 跌破荣枯线，经济先行指标减速较快：**美国 7 月制造业 PMI 较上月小幅回落，录得 52.3，但服务业和综合 PMI 意外跌破荣枯线，服务业景气度为 2020 年 6 月以来新低，美国衰退担忧升温。欧元区 7 月综合 PMI 初值为 49.4，创 17 个月以来新低，制造业和服务业 PMI 均较前值回落接近 3 个百分点，能源危机叠加南欧债务危机下，欧元区经济面临走弱压力。
- 3) **通胀飙升下消费者信心受挫，叠加地产数据不佳推升美国年底衰退担忧。**随着美国 CPI 同比突破前高，通胀峰值被延迟，高通胀侵蚀居民实际收入，密歇根大学消费者信心指数同比跌入深度负增长，正如上世纪 70 年代大滞胀时期，高通胀逐渐向消费者信心走弱传导，并成为衰退的重要导火索。美国 6 月新屋销售 59 万户（预期：65.9，前值：69.6），环比下降 8.1%。

图 14：美国服务业 PMI 意外跌破荣枯线（%）

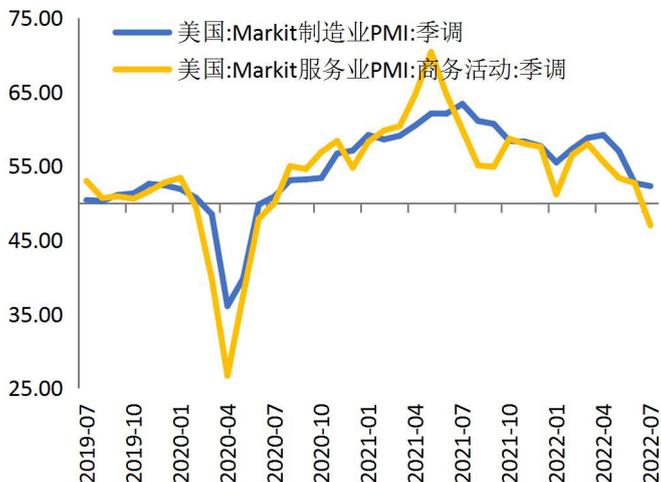
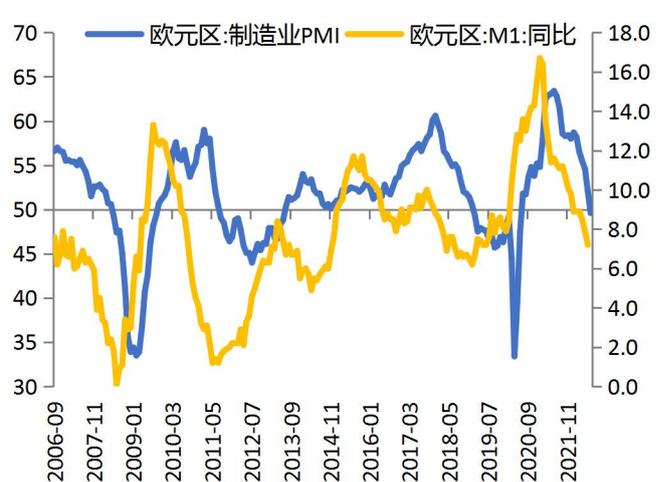
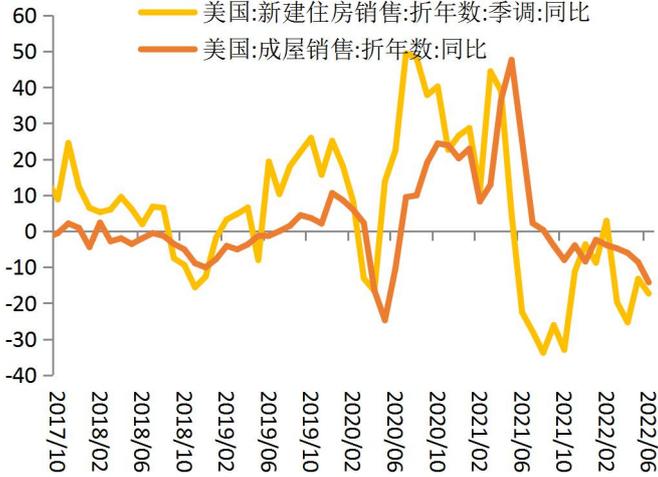


图 15：欧元区 PMI 快速回落并陷入收缩（%）



资料来源：Wind，优财研究院

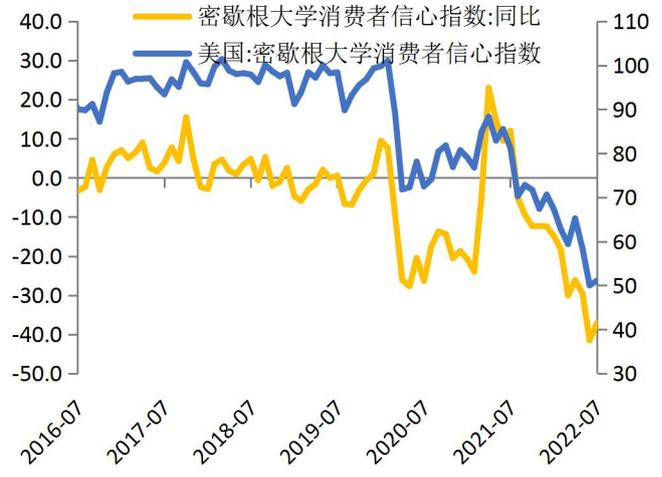
图 16：美国地产销售增速回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 17：消费者信心不佳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

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。全球经济衰退担忧升温下宏观需求走弱，引发 6 月中以来大宗商品价格的明显下跌，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。

总的来看，当前美联储仍倾向于以牺牲经济增长换取物价稳定，这意味着加息还将继续推进，但衰退预期升温下未来加息路径或将有所放缓，通胀粘性仍然是不确定性。

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\\_44734](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44734)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>