



2021年3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

疫情冲击经济增长 政策仍待积极发力

内容提要

疫情升温对经济形成附加冲击，房地产需求侧政策仍待继续调整：当前宏观两大主线仍是“国内稳增长”以及“海外抗通胀及美联储加息”，同时宏观面新增“国内疫情”和“俄乌冲突”两大扰动。疫情成为国内经济边际主导因素，在宏观经济处在衰退后期、复苏未至的阶段下，对经济基本面形成附加冲击，稳增长目标压力加大。而俄乌冲突和美联储加息加大海外滞胀风险，需关注外需回落和大宗商品价格的快速上涨带来的国内制造业成本端压力。

宏观经济当前仍面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，房地产预期走弱趋势仍未改善下二季度仍是探底期，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱，经济惯性下滑压力下需求不足是当前经济的主要矛盾。政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，未来国内疫情拐点、地产政策进一步放松、信贷结构、俄乌冲突演绎等是关注重点。

信用企稳但扩张未至：政策前置发力支撑稳信用，1-2月社融总量改善、但结构不佳，政府逆周期加杠杆，企业稳杠杆，居民降杠杆，信贷条件宽松但需求不足。货币政策宽松支撑融资条件好转，但内生融资需求仍在收缩，社融企稳仍处第一阶段。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，信用稳而不宽，信用的扩张仍需看到地产政策的进一步放松，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。

政策端仍需积极发力，财政和基建仍是重心：积极财政提升效能，实际赤字率“似降实升”，跨年度调节以及结转结余资金支撑财政实际收入，叠加去年四



季度专项债结转资金支撑今年实际使用空间，广义赤字率或有望较去年提升 1 个百分点左右，财政支出增速加快，实际财政力度向宽。年初以来“项目-资金-订单”链条改善支撑基建提速，我们测算宽财政有望撬动约 20 万亿左右的基建投资，基建增速或落在 5%~10%之间，但土地财政收缩、地方政府隐性债务监管等或影响资金实际到位情况，3 月全国疫情扩散也或制约基建项目施工。

货币政策仍处于宽松窗口期：从历史经验来看，降息周期是否结束取决于私人部门融资增速能否出现连续 2~3 个月的回升，但当前内生融资需求仍在收缩，贷款需求仍未见底下货币政策宽松周期延续，宽信用仍需宽货币保驾护航，货币政策仍处于宽松窗口期。美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，但人民币汇率偏强、和国内通胀可控下外部约束有限，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，二季度开工旺季或流动性缺口，降准仍有空间。

内生融资需求回落阶段，债市无熊市，货币政策宽松窗口期仍可博弈小幅交易机会，中期仍需关注稳增长。债市当前交易的更多的是政策节奏，短期降息预期落空对债市形成一定压力，但宏观环境尚处经济复苏之前、融资需求仍然偏弱仍对债市形成支撑，海外俄乌冲突以及国内疫情严峻也带来宏观经济负面扰动，MLF 利率 2.85%的水平仍然是十年期国债利率的重要锚，疫情的边际变量下经济基本面再度承压，货币政策宽松仍可博弈。中期看，稳增长仍是大趋势，长端利率仍将受到政策“宽信用、稳地产、稳经济”的扰动，预计在货币政策维持宽松、宽信用逐步验证的环境下，利率上有顶下有底，2.8%以下空间仍受到约束。

股市政策底强化，但增长底未至，市场仍处在磨底期。A 股当前主要逻辑仍受到国内稳增长、海外流动性收敛、以及地缘政治冲突的影响，近期国内疫情多点散发对稳增长逻辑形成压力，1-2 月经济数据超预期叠加降息预期落空下市场对稳增长执行力担忧加大。内外流动性带来负反馈压力，外资及北上资金仍在流出，股市短期波动仍大，金融委会议提振市场风险情绪后，相关措施的出台仍是关键。

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



目录

一、	宏观两大主线和扰动.....	4
1.	疫情升温对经济形成附加冲击.....	4
2.	房地产需求侧政策仍待继续调整.....	6
3.	俄乌冲突、海外抗通胀及美联储加息仍是外部扰动.....	10
二、	信用企稳但扩张未至.....	12
三、	财政和基建仍是重心.....	13
1.	积极财政提升效能，实际赤字率“似降实升”.....	13
2.	“项目-资金-订单”链条改善支撑基建提速，土地财政收缩仍是隐忧.....	15
四、	货币政策仍处于宽松窗口期.....	17
五、	资产价格.....	20
	重要声明.....	22



一、宏观两大主线和扰动

当前宏观两大主线仍是“国内稳增长”以及“海外抗通胀及美联储加息”，同时宏观面新增“国内疫情”和“俄乌冲突”两大扰动。疫情成为国内经济边际主导因素，在宏观经济处在衰退后期、复苏未至的阶段下，对经济基本面形成附加冲击，稳增长目标压力加大。而俄乌冲突和美联储加息加大海外滞胀风险，需关注外需回落和大宗商品价格的快速上涨带来的国内制造业成本端压力。

宏观经济当前仍面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱，经济惯性下滑压力下需求不足是当前经济的主要矛盾。政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，未来国内疫情拐点、地产政策进一步放松、信贷结构、俄乌冲突演绎等是关注重点。

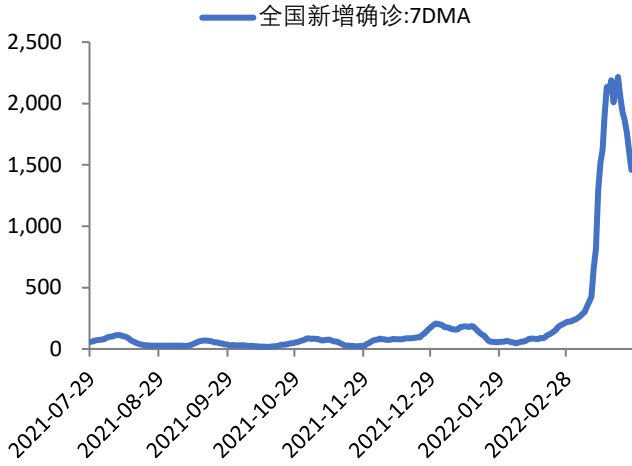
1. 疫情升温对经济形成附加冲击

近期国内疫情呈现多点散发、蔓延之势，本轮疫情影响或仅次于第一轮。本轮国内疫情快速回升，新增确诊远超过去两年本土反复疫情，深圳、上海等城市形势严峻，凸显奥密克戎毒株带来的挑战。3月中旬以来，深圳疫情呈现收敛态势，显示封城措施取得一定成效，但上海新增确诊仍在持续上升，确诊病例已超此前西安确诊，考虑无症状病例更是每日超千例，疫情仍未见收敛信号。

疫情升温对经济形成附加冲击，居民生活半径缩短拖累消费和服务业活动，经济短期压力进一步加大。疫情防控政策下社交活动中断，全国拥堵延时指数快速回落，地铁客流量也明显回落，3月上海地铁客运量同比2021年同期下降超50%，居民生活半径的缩短无疑对消费和服务业活动形成冲击，在疫情影响进一步减退前，消费的复苏仍存在天花板效应。而在销售活动受限下，地产销售也同样受到影响，3月房地产高频销售降幅扩大，地产产业链较长的特征也将放大疫情对经济基本面的影响。

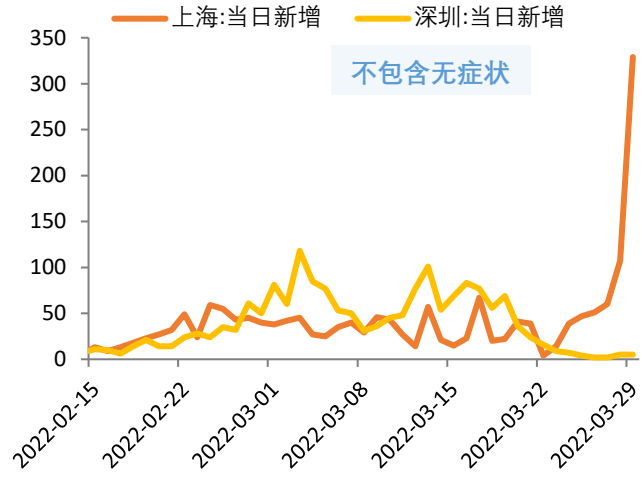


图 1：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）



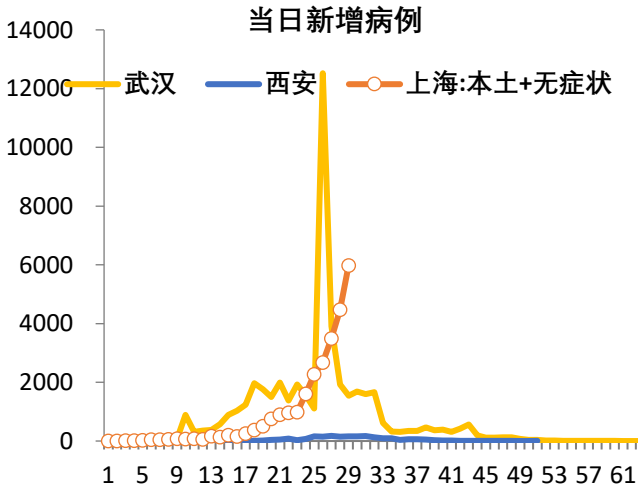
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：上海新增确诊仍在持续上升（例）



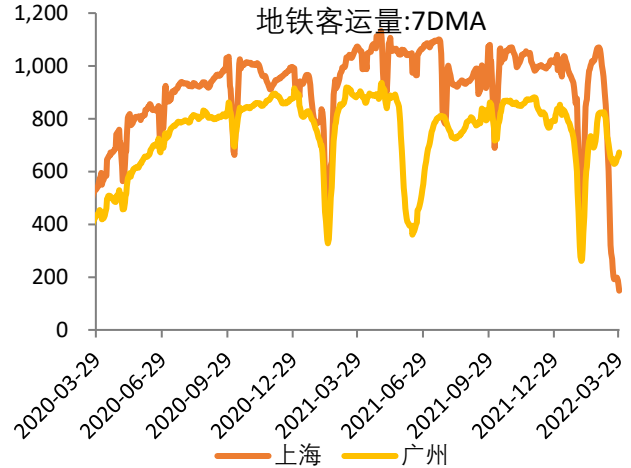
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：本轮疫情无症状确诊病例较高（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：地铁客运量大幅下降（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

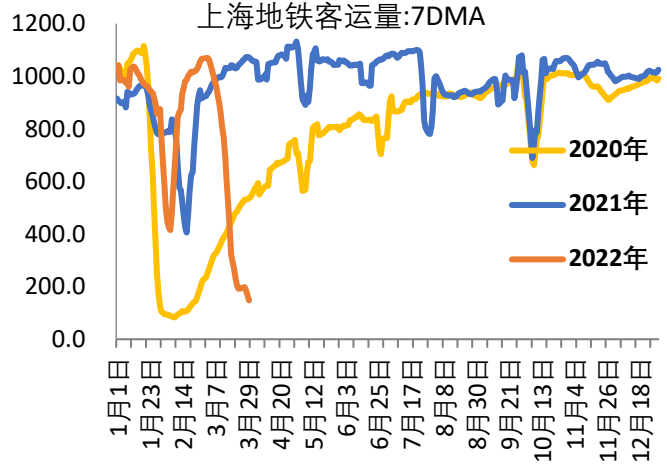


图 5: 本全国拥堵指数回落



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 上海地铁客运量较去年下降超 50%(万人次)

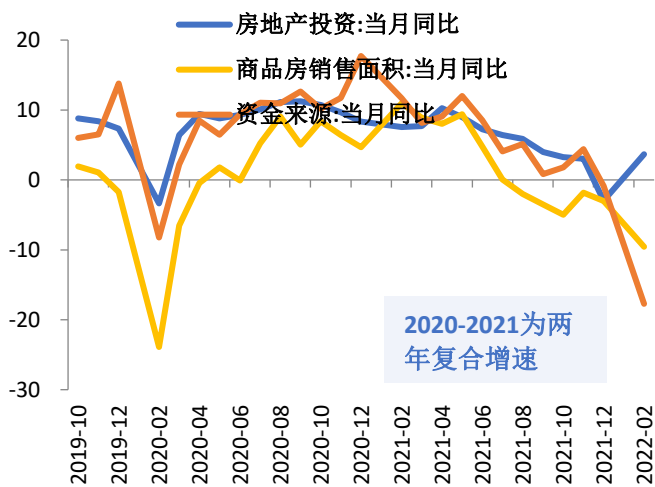


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 房地产需求侧政策仍待继续调整

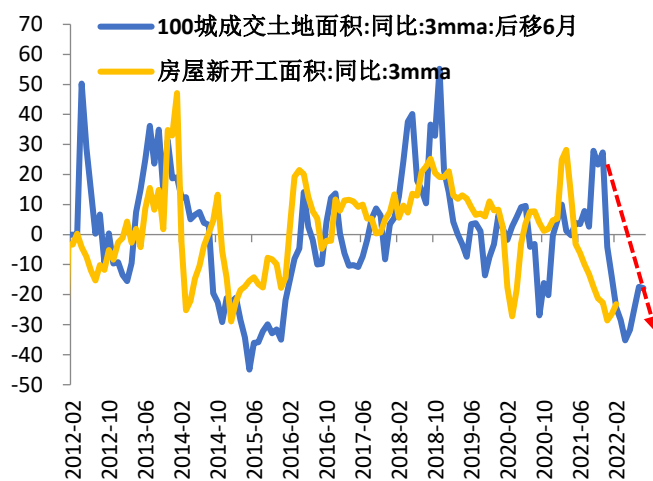
1-2 月房地产投资回升, 但前瞻指标继续放缓, 房地产供求仍未恢复良性循环, 地产投资仍在惯性下滑。房地产投资年初回升, 但前瞻指标继续放缓, 70 城二手住宅销售价格同比 2016 年来首次转负, 销售、拿地、开工、施工均呈现偏弱格局, 销售和拿地的继续下滑显示当前地产端预期走弱仍未改善, 拖累未来新开工和施工表现, 房地产供求两端仍未恢复良性循环, 房企现金流压力也仍在增大。地产端主要矛盾从去年下半年的“供给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”, 房地产依然处在惯性下滑的过程中。

图 7: 地产投资 VS 销售 (20-21 为两年复合增速%)



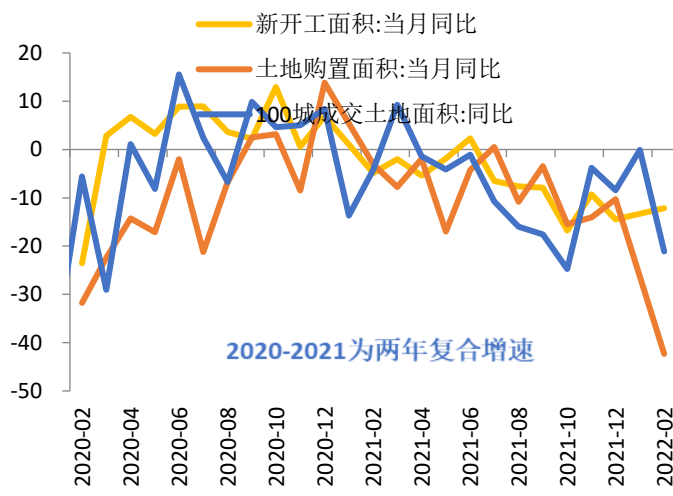
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 土地成交走弱带动新开工仍在低位 (%)



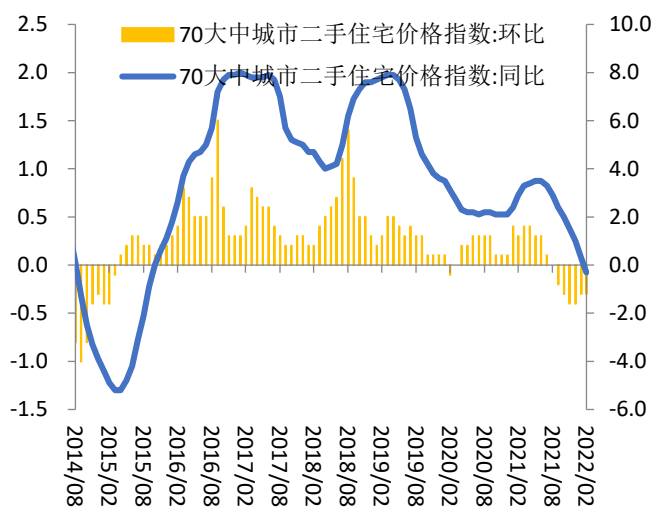
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 土地购置面积增速继续下行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 70 城二手房价同比转负 (%)



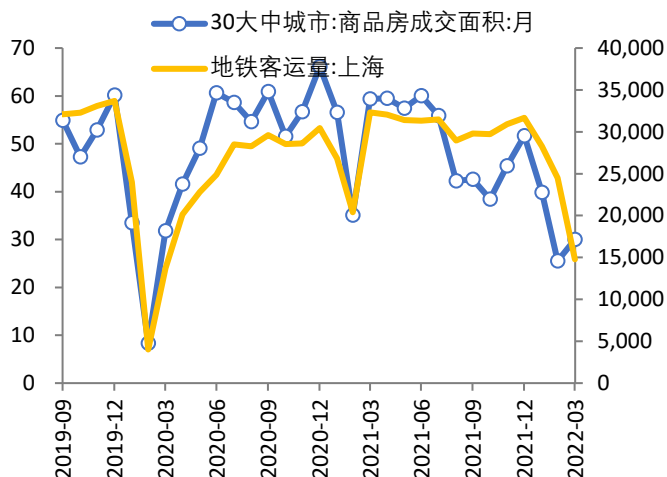
资料来源: Wind, 优财研究院

疫情冲击地产供需两端，线下场景约束下房地产高频销售持续偏弱，地产端压力加剧，3 月地产投资可能回落至负增长、二季度仍是探底期。3 月初以来全国疫情形势严峻下，各地防控措施升级影响商品房销售活动，30 城商品房成交逆季节性回落，上海深圳封锁措施下一线城市商品房销售降幅显著扩大。同时，部分地产项目也受人力短缺和



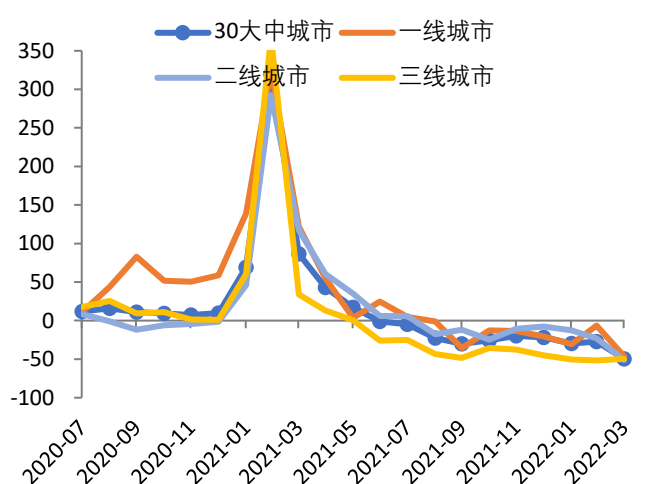
物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资。若以地铁客运量作为居民生活半径的观测指标，我们可以发现其波动高度同步于 30 城地产销售。

图 11: 地产成交 vs 地铁客运量 (万方, 万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 30 城地产成交降幅扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

地产政策年初以来进入调整框架，政策纠偏行为不断，今年以来已有 28 地调整房贷相关政策，包括首付比例降低、房贷利率下行、以及公积金贷款额度提升等，房贷放款周期也显著缩短。1) 南宁、菏泽、佛山等多地降低银行房贷首付比例；2) 3 月房贷利率降幅创 2019 年以来月度最大降幅，103 个城市中 82 个城市房贷主流利率下调，包括苏州、深圳、上海等 20 个城市首套房贷利率低于 5%；3) 银行放款提速，3 月 103 个重点城市平均放款周期为 34 天，较 2 月份缩短 4 天，接近 2020 年三季度最快的速度，其中近五成的城市放款周期不足一个月；4) 而在限购、限售措施方面，郑州率先放松了购房资格的认定标准，成为全国首个取消“认房又认贷”的城市。

稳增长是 2022 年宏观经济主线，5.5% 的 GDP 目标要求下资本形成拉动仍需发力，而地产部门仍在惯性下滑对固定资产投资形成拖累，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政

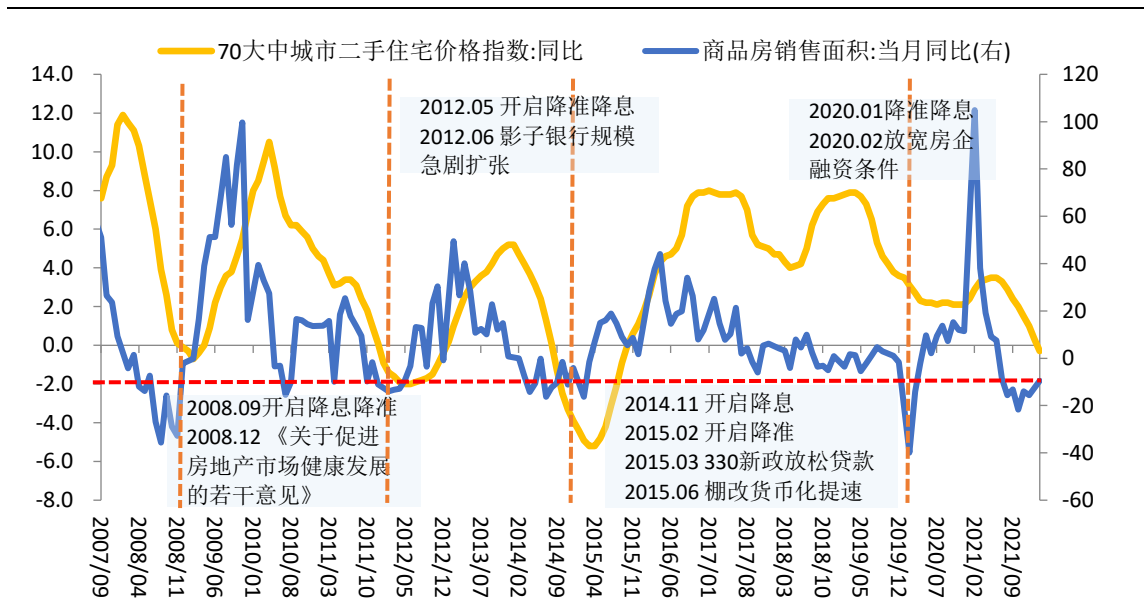


策的边际放松和保障性住房的建设等。

且随着 2 月 70 城二手房价同比的转负，地产政策也存在松动的基础。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，2007 年以来，每当房价增速回落至 0% 附近、商品房销售增速降至-10% 附近时，通常都会伴随房地产政策不同程度的松动，“保竣工保交付”目标下后端竣工表现或将好于前端拿地和新开工。

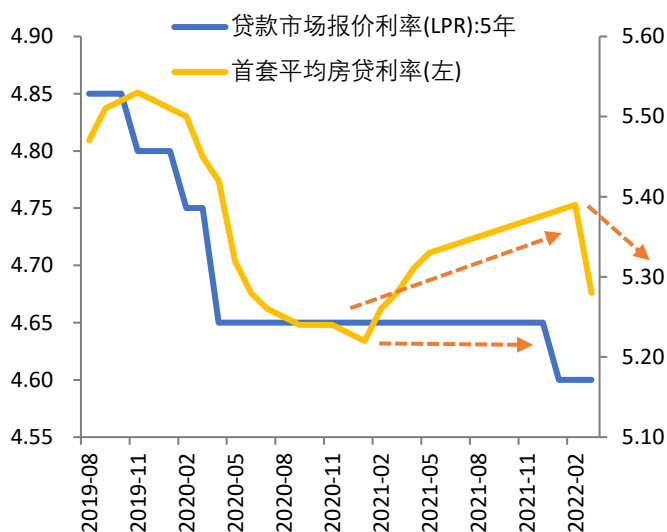
未来房贷利率下调仍有空间，有助于支撑市场需求回暖。3 月房贷利率明显回落，去年受贷款额度收紧影响，首套房房贷利率持续上行，当前首套房贷利率较 LPR 利率加点仍在 60 个基点以上，甚至部分地区加点仍在 80 基点至 100 基点，因此在 5 年期 LPR 不调整的背景下，银行仍可通过压缩 LPR 加点的方式来下调房贷利率，此前四大行已通过 LPR 加点压缩的方式同步下调广州房贷利率。

图 13：房价和商品房销售增速降至低位时通常伴随政策相应松动（%）



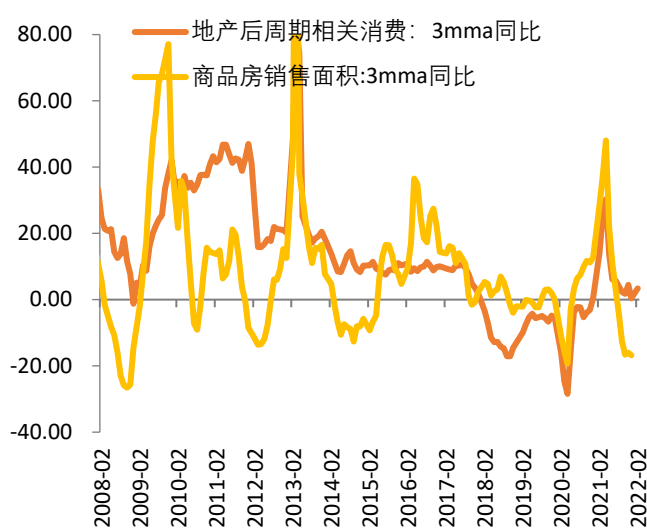
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：房贷利率和 LPR 点差仍然较高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：地产后周期消费仍然偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

3. 俄乌冲突、海外抗通胀及美联储加息仍是外部扰动

俄乌冲突加剧海外通胀压力，供给端矛盾难以缓解下全球经济面临滞胀风险，对国内来说，供给收缩预期推升大宗商品价格，制造业成本压力不降反增。全球疫情影响减退下海外经济持续修复，叠加俄乌冲突带来供给端的冲击，能源、金属、农产品、化肥等价格上涨带来全球通胀压力的抬升，并加剧全球产业链原料短供问题，全球经济滞胀风险加大。从市场表现来看，市场对俄乌战争的交易逻辑已经从最初的局部通胀和短期避险，转向了滞胀和衰退，全球收紧货币应对通胀持续上行，但偏后周期的加息周期下经济走弱压力也在酝酿。3月以来原油、动力煤、螺纹钢价格环比2月底分别上涨19.8%、13.5%、6.8%，企业预期的中间品价格前瞻指数环比继续大幅上行，原材料成本抬升。

不同于历次加息周期，美国本次加息周期为经济复苏后半程的后周期加息，叠加滞胀风险，意味着并非遵循以往加息时点利空出尽的逻辑。同时俄乌冲突加剧全球通胀压力，对经济和政策前景带来很大的不确定性，美股短期喘息后整体环境仍偏不利，美债

在实际利率和通胀预期的双重影响下宽幅波动，加息周期对应收益率曲线走平。

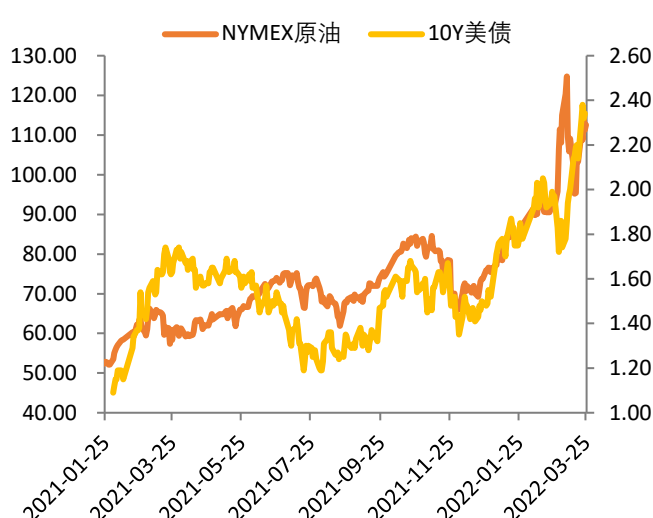
近期美债10年和2年的利差已大幅缩窄至25bp附近，这预示着美国经济陷入衰退的概率显著上升，10Y和2Y收益率曲线倒挂往往预示美国经济的衰退，历史上期限利差缩小至25bp以内后，长债收益率往往先于短债收益率见顶。

图 16: 美国 10-2Y 利差收窄至 25bp 以内 (%)



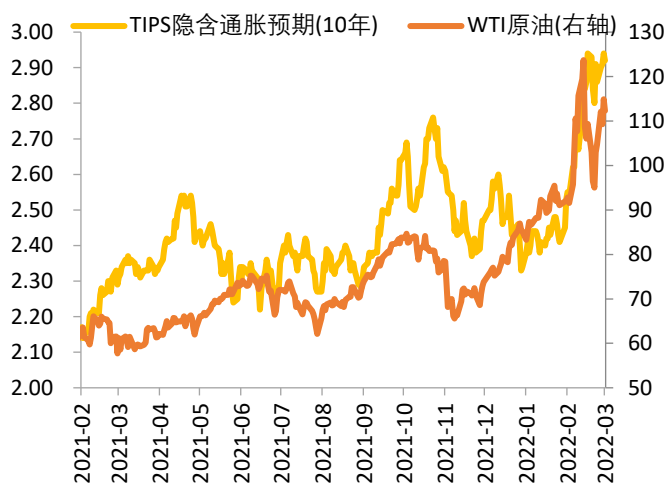
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



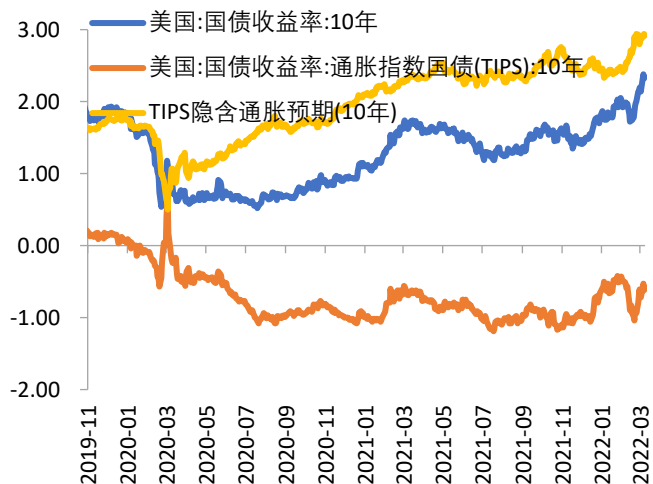
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 原油上涨推升美国通胀预期 (% , 美元/桶)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美债长端抬升下实际利率仍维持低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



二、信用企稳但扩张未至

政策前置发力支撑稳信用，1-2月社融总量改善、但结构不佳，政府逆周期加杠杆，企业稳杠杆，居民降杠杆，信贷条件宽松但需求不足。信贷结构呈现“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，短贷票据仍是主要增量贡献，而企业中长期贷款依然乏力，反映信贷条件宽松、但信贷需求不足，实体融资需求仍待改善。

信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因。当前实体融资需求仍在走弱，“房住不炒”定调不变叠加地方政府隐形债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，信用稳而不宽，信用的扩张仍需看到地产政策的进一步放松，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。

货币政策宽松支撑融资条件好转，但内生融资需求仍在收缩，社融企稳仍处第一阶段。当前处在社融企稳回升的第一阶段，融资条件边际好转，此时对货币环境敏感的债券融资增速触底回升，但实体融资需求仍然偏弱，在融资主体缺失下，信用易稳难宽。而随着实体顺周期融资的修复，信用扩张将进入回升第二阶段，此时也对应实体经济的回升。根据领先性线性外推，从去年三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约需要3-4个季度左右，意味着信用扩张最快将于二季度出现。

图 20：票据融资、企业债券率先回升 (%)

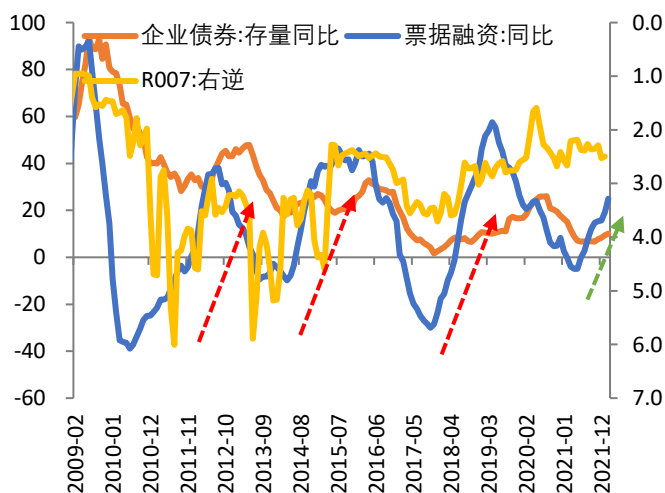
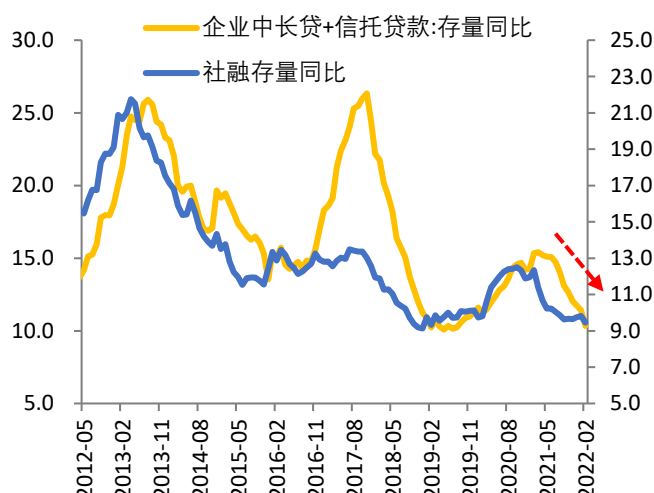


图 21：实体融资需求仍处回落阶段 (%)

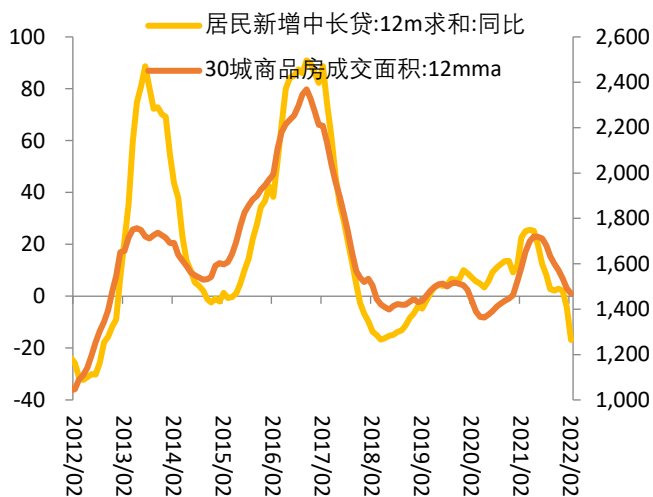




资料来源：Wind，优财研究院

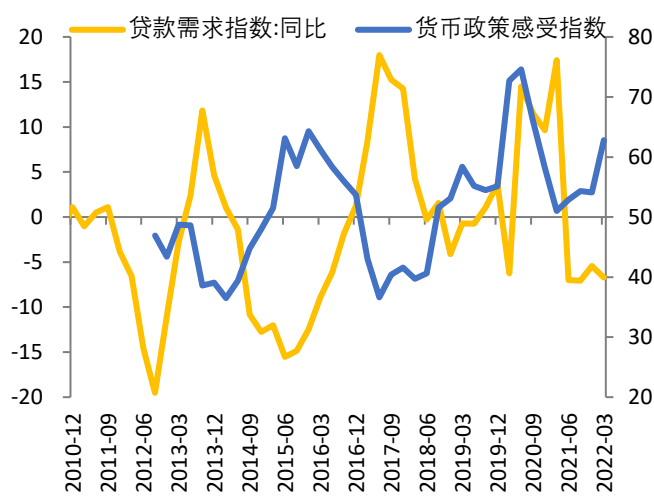
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：贷款需求同比仍在收缩（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、 财政和基建仍是重心

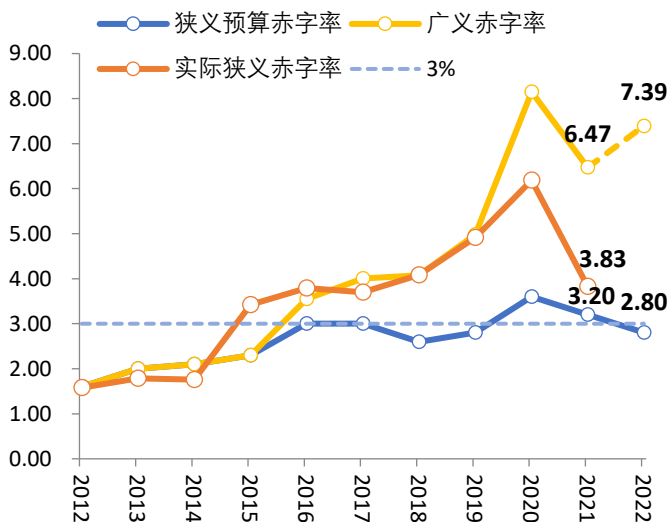
1. 积极财政提升效能，实际赤字率“似降实升”

积极财政提升效能，实际赤字率“似降实升”。今年新增专项债额度 3.65 万亿，同去年保持一致，而预算赤字率相比去年下调 0.4 个百分点至 2.8% 左右，财政继续向正常化回归，保持财政的可持续性。但赤字率下调并不意味着财政收紧，实际赤字率“似降实升”，考虑跨年结转结余及去年四季度专项债资金的结转使用，今年广义赤字率或有望达到 7% 以上，较去年提升 1 个百分点左右。预计支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，对应财政支出增速在 8.1% 以上，而去年为 0.3%，实际财政力度向宽。



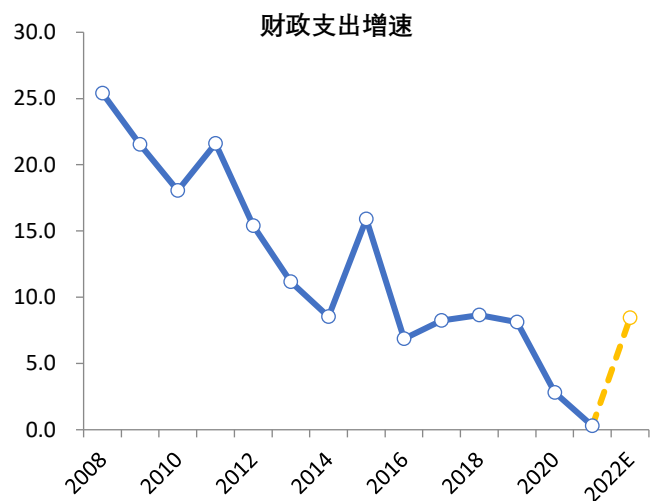
- 1) 去年财政支出力度偏弱下结余资金较高，上一年财政盈余对实际赤字形成补充。2021年一般公共预算收入20.25万亿元，超收2.5个百分点，一般公共预算支出24.63万亿元，歉支1.5个百分点，原计划调入资金及使用结转结余1.68万亿元，而实际仅需调用约0.81万亿元，为2022年稳增长预留了“子弹”。
- 2) 去年四季度专项债结转资金支撑今年实际使用空间。今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，持平于去年，但去年财政节奏后置下四季度超季节性发行1.2万亿新增专项债资金，而四季度是项目施工的季节性淡季，因此今年专项债也存在相对充裕的结转资金和项目支持，专项债的实际使用空间较去年有明显上升。
- 3) 跨年度调节支撑财政实际收入。其中，特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润近万亿，仅中央本级财政调入一般预算的资金，就达1.267万亿元，相当于提高赤字率1个百分点，财政支出强度有保障。

图 24：赤字率（%）



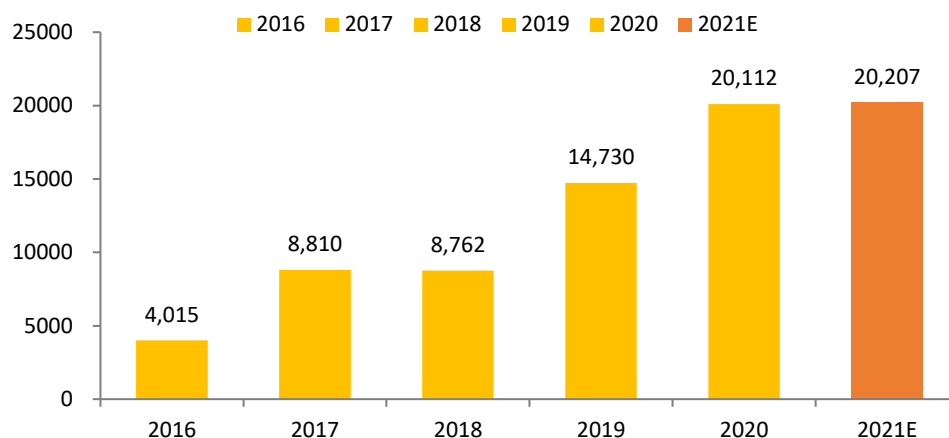
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：财政支出增速测算（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：当年政府性基金结余（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

2. “项目-资金-订单”链条改善支撑基建提速，土地财政收缩仍是隐忧

基建年初“项目-资金-订单”链条均有所改善，叠加去年年初的低基数，支撑 1-2 月基建投资回升。从今年财政支出看，宽财政有望撬动约 20 万亿左右的基建投资，基建增速或落在 5%~10%之间，但土地财政收缩、地方政府隐性债务监管等或影响资金实际到位情况，3 月全国疫情扩散也或制约基建项目施工。

① 政府稳增长意愿较强，“适度超前开展基础设施投资”政策定调下，重大项目计划投资规模超去年同期。从中央来看，国常会强调“把稳增长放在更加突出的位置，坚定实施扩大内需战略，有针对性扩大最终消费和有效投资”，同时地方政府也积极动员，年初以来各地纷纷启动重大项目投资，从各部委、地方政府官网披露的信息中可以看到，今年有许多拟开工的重大工程项目，部分省份项目数目和投资金额都有显著增加，结构持续优化。

② 项目端，在适度超前开展基建投资提法下，今年各地重大项目开工提早提量，



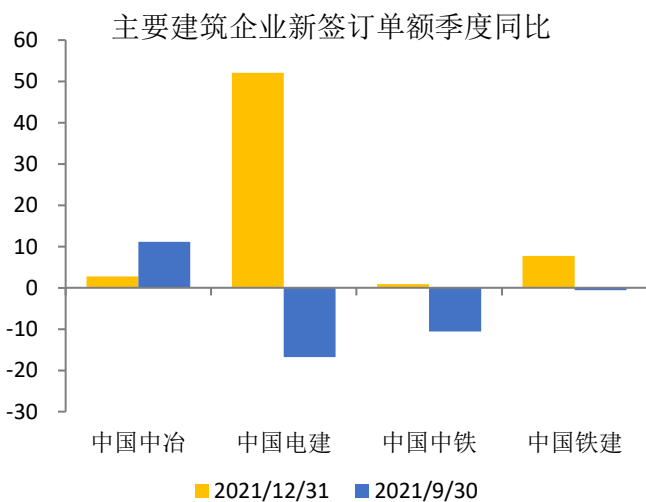
较去年平均提前 1 个月，110 国常会要求地方扭转新开工项目投资不振状况，从专项债发行情况也侧面说明项目准备充分。

③ **资金端**，除去去年四季度 1.2 万亿专项债资金的结转结余之外，今年开年地方政府专项债发行明显提速，1-3 月至今已净发行约 1.3 万亿，而去年同期零发行，且信贷中也很大比例投向了基建项目，对基建投资的资金来源形成有效补充。

④ **订单端**，去年底建筑业央企订单就有明显增长，2 月土木建筑业订单指数 69.1%、大幅高于历年同期，建筑业业务预期持续两月维持高位区间；

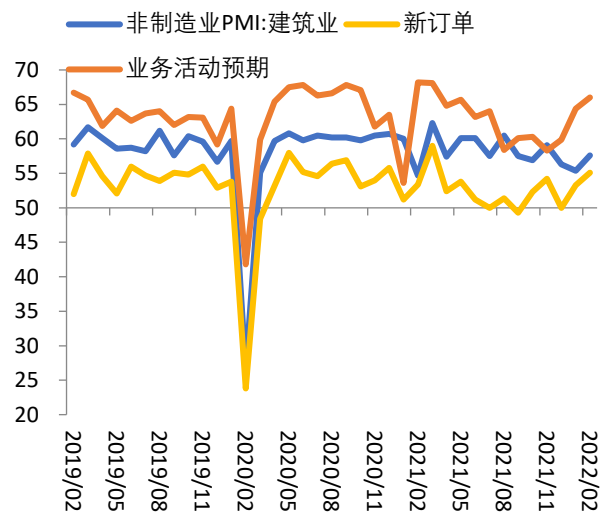
仅从资金端考虑，今年预算支出 40.6 万亿，同比 12.8%，比去年高 13.8 个百分点，其中近年来财政支出投向基建占比在 8-9%，今年财政收入投入基建可达约 3.55 万亿，再考虑项目资本金撬动的财政杠杆，今年基建投资预计可达 20 万亿，同比增长为 6% 左右。

图 27：去年底建筑业央企订单明显增长 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

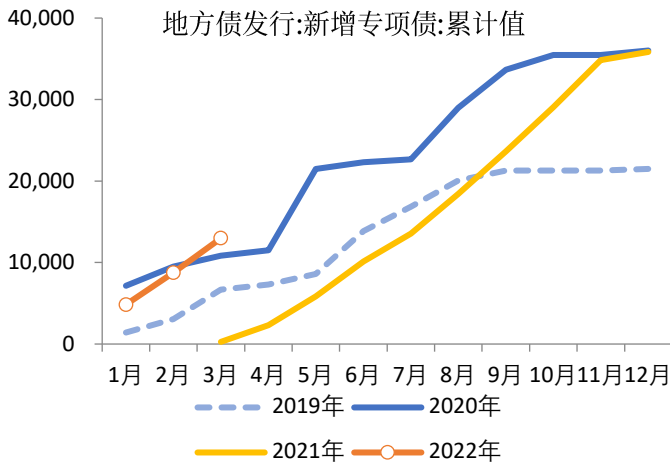
图 28：土木建筑业订单指数高于历年同期 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

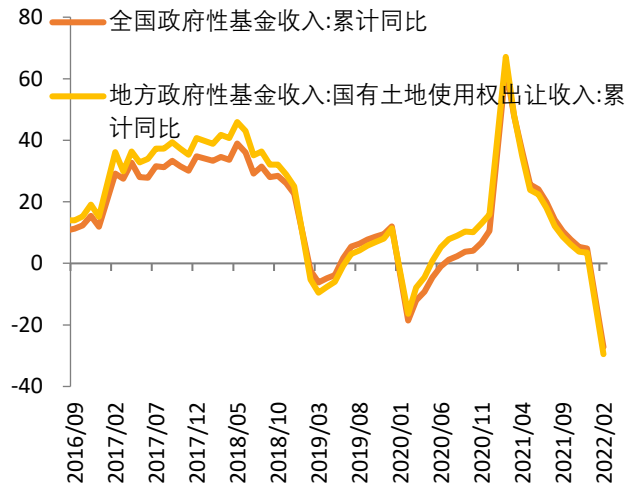


图 29: 今年初专项债发行提速 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 土地出让收入减少增加地方财政压力 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 货币政策仍处于宽松窗口期

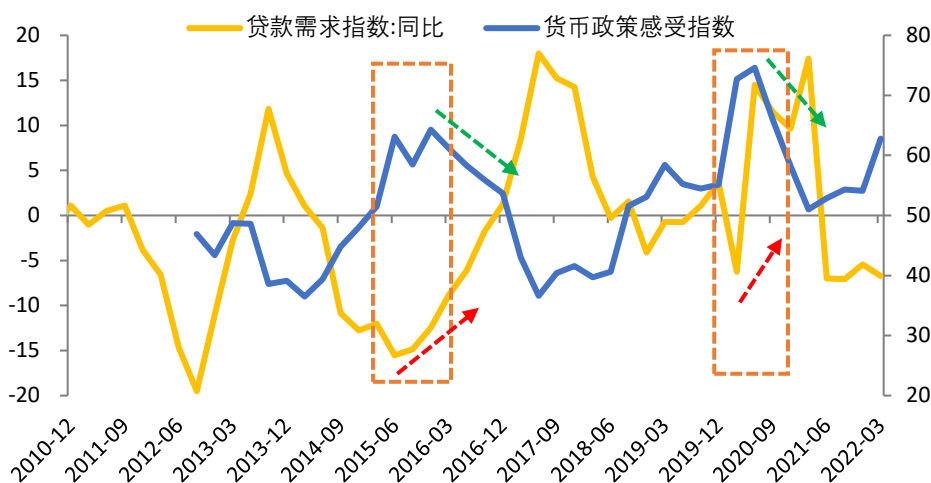
从历史经验来看, 降息周期是否结束取决于私人部门融资增速能否出现连续 2~3 个月的回升, 贷款需求仍未见底下货币政策宽松周期延续。当前社融的回升主要由政府债发行前置带动, 同时货币政策的宽松支撑融资条件好转, 带动短期融资和债券融资回升, 但内生融资需求仍在收缩, 私人部门融资需求低迷, 企业中长贷融资仍在回落, 居民仍在去杠杆, 宽信用仍需宽货币保驾护航, 货币政策的收紧仍待看到贷款需求回升后出现。

宽信用仍需宽货币保驾护航, 货币政策仍处于宽松窗口期。当前实体融资需求仍然偏弱, 国内疫情扩散加大经济基本面走弱压力, 海外俄乌冲突以及货币收紧抗通胀也增



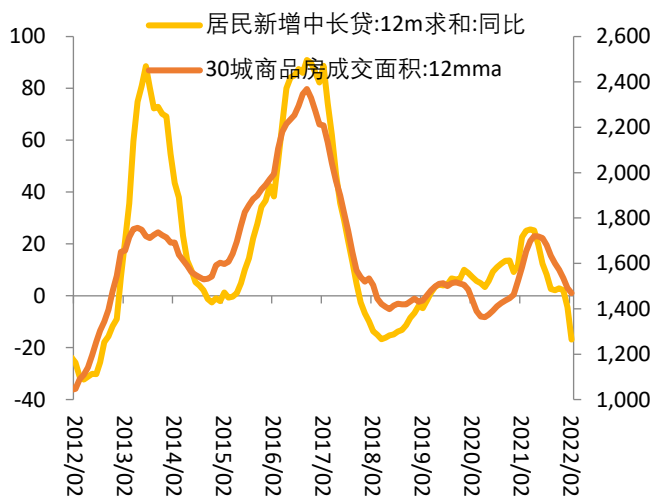
加外部不确定性，宽信用预期反复下仍需要货币端的保驾护航，货币政策仍处于宽松窗口期。美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，但人民币汇率偏强、和国内通胀可控下外部约束有限，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，二季度开工旺季或流动性缺口，降准仍有空间。

图 31：货币政策收紧仍需首先看到贷款需求的回升（%）



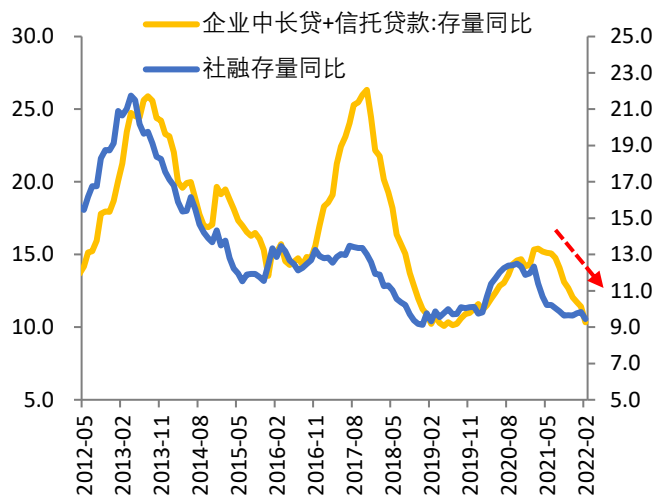
资料来源：Wind, 优财研究院

图 32：居民去杠杆（%）



资料来源：Wind, 优财研究院

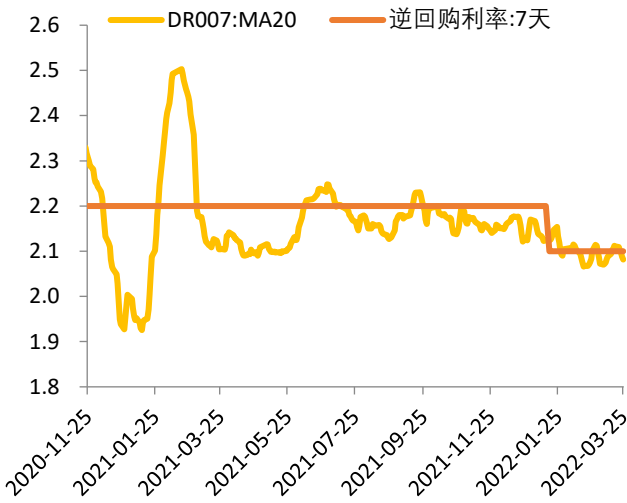
图 33：实体融资需求仍处回落阶段（%）



资料来源：Wind, 优财研究院

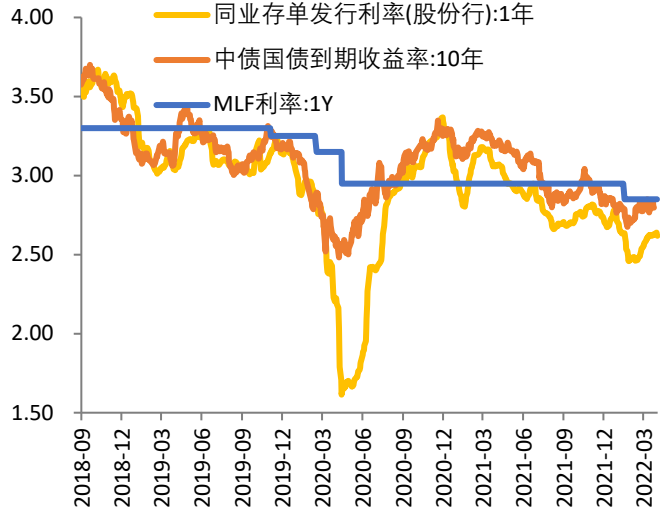


图 34: DR007 围绕 OMO 政策利率波动 (%)



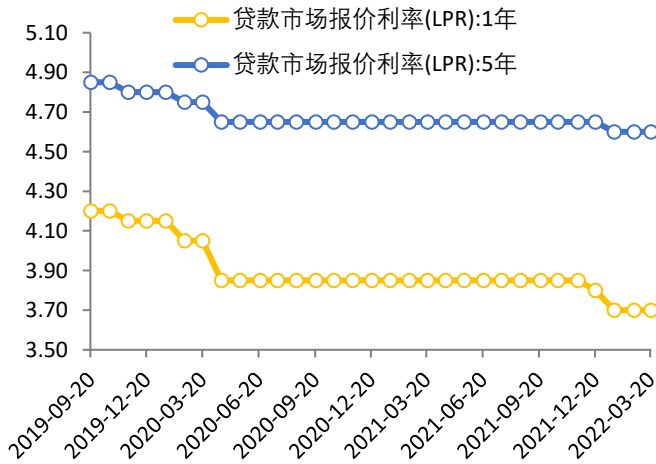
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 同业存单与 MLF 利差有所收敛 (%)



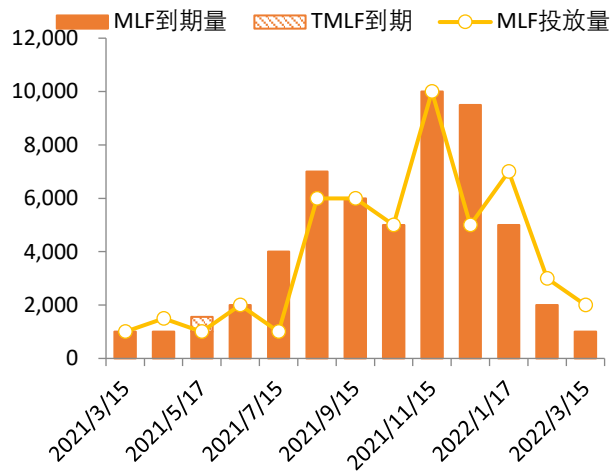
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: LPR 利率连续两月保持不变 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: MLF 操作 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

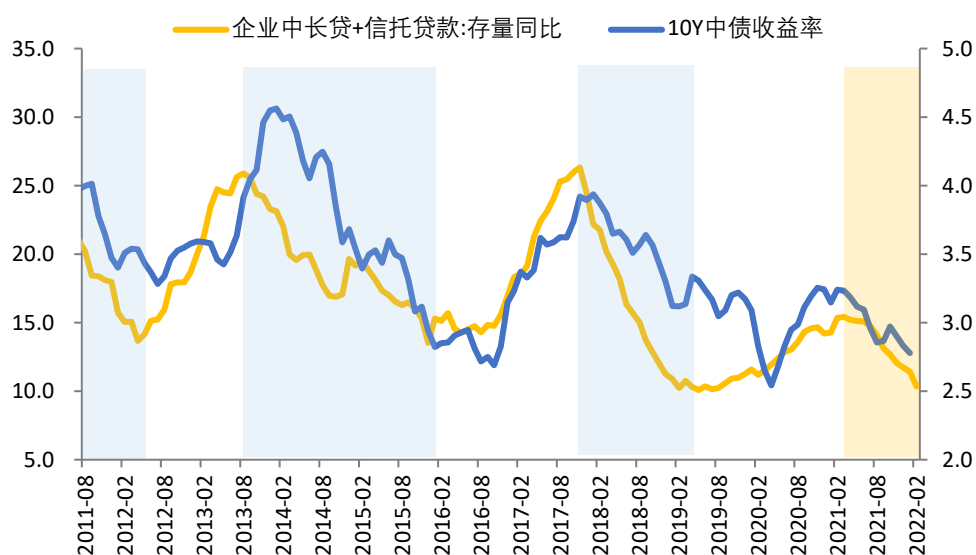


五、资产价格

内生融资需求回落阶段, 债市无熊市, 货币政策宽松窗口期仍可博弈小幅交易机会, 中期仍需关注稳增长。债市当前交易的更多的是政策节奏, 本月 MLF 和 LPR 利率调降预期落空, 叠加美债收益率快速上行下中美利差的明显收窄, 对债市形成一定短期压力。但宏观环境尚处经济复苏之前、融资需求仍然偏弱仍对债市形成支撑, 海外俄乌冲突以及国内疫情严峻也带来宏观经济负面扰动, MLF 利率 2.85%的水平仍然是十年期国债利率的重要锚, 疫情的边际变量下经济基本面再度承压, 货币政策宽松仍可博弈。

中期看, 稳增长仍是大趋势, 长端利率仍将受到政策“宽信用、稳地产、稳经济”的扰动, 预计在货币政策维持宽松、宽信用逐步验证的环境下, 利率上有顶下有底, 2.8%以下空间仍受到约束。

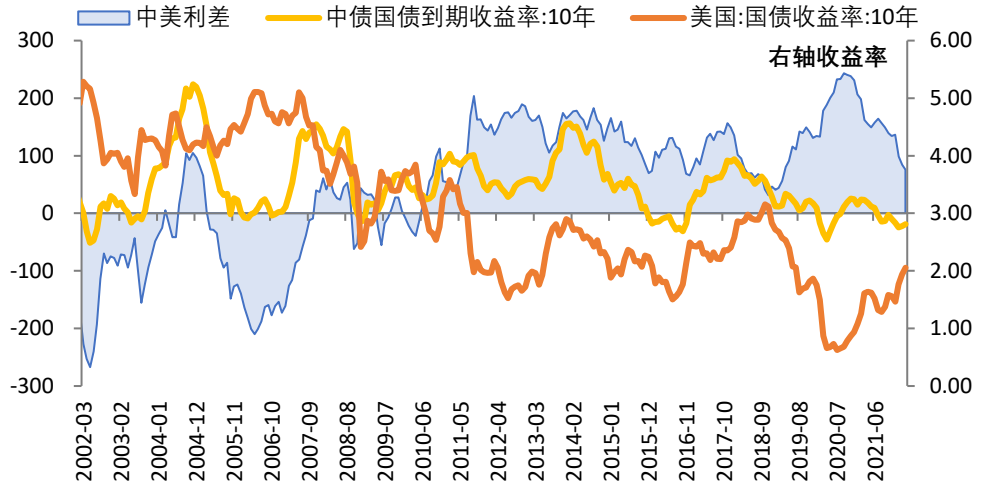
图 38: 内生融资需求回落阶段, 债券无熊市 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



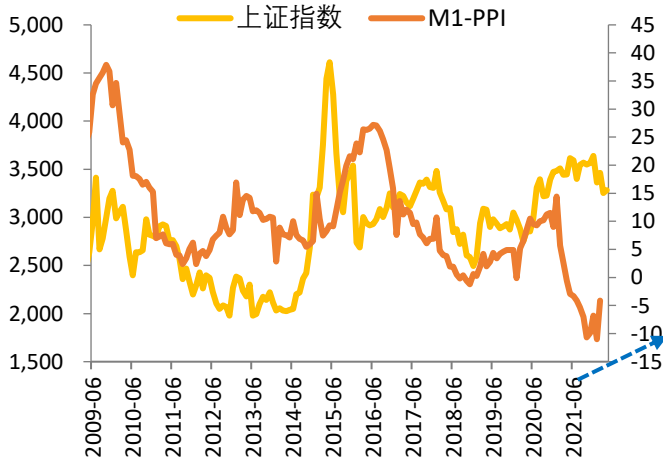
图 39: 中美利差收窄 (bp, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

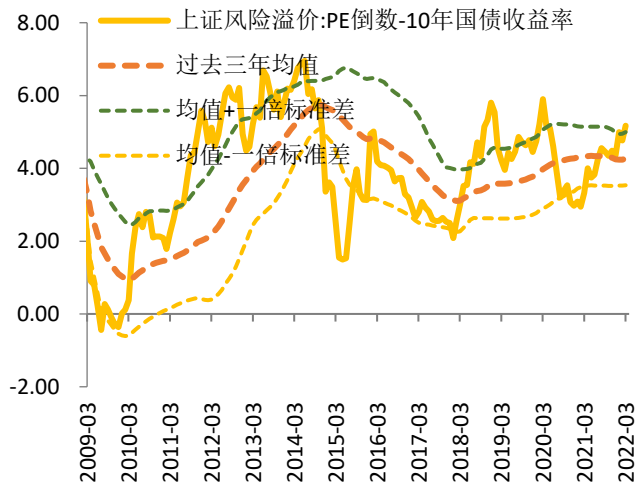
股市政策底强化, 但增长底未至, 市场仍处在磨底期。A 股当前主要逻辑仍受到国内稳增长、海外流动性收敛、以及地缘政治冲突的影响, 近期国内疫情多点散发对稳增长逻辑形成压力, 1-2 月经济数据超预期叠加降息预期落空下市场对稳增长执行力担忧加大。内外流动性带来负反馈压力, 外资及北上资金仍在流出, 股市短期波动仍大, 金融委会议提振市场风险情绪后, 相关措施的出台仍是关键。

图 40: 宏观流动性改善支撑股指 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 股市相对债市性价比走高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



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/>