



2021年5月22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

## 5年期LPR意外下调助力稳地产，政策稳增长在路上

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 疫情冲击进一步显现，4月经济数据继续全线下滑，后续的经济环比改善斜率是关键。经济供需两端均受冲击，消费和服务业冲击首当其冲是影响最大的环节，社交经济和可选消费品增速大幅走弱，同时供应链冲击也加剧生产和投资端压力，“疫情-地产”链条影响继续发酵，房地产销售和投资继续大幅下滑。后续的经济环比改善斜率是关键，5月初以来疫情呈现逐步收敛的态势，但疫情多点爆发下多个城市仍有不同程度的封控状态，全国防控强度仍然位于高位，疫情对于经济的拖累短期仍难消除，5月经济环比改善幅度或相对有限，或呈现弱修复的格局。2) 地产放松进行时，5年期LPR利率单边调降助力稳地产。一方面，经济下行叠加融资需求收缩的背景下，LPR利率下调有助于撬动中长期信贷需求；另一方面，“存款利率市场化调整机制”的降成本工具也支撑LPR利率下调空间。从政策信号来看，在继各地年初以来持续的政策边际松绑、以及5月中调降首套房贷款利率下限后，此次LPR单边下调再次传递了稳地产的政策意图，托底经济增长。3) 政策稳增长在路上。二季度GDP放缓压力下政策仍需积极加力，宽信用和保市场主体仍是政策主要方向，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策是主要工具，确保供应链循环畅通。同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策仍在路上，房地产政策仍处宽松周期，首套房贷款利率下限以及5年期LPR意外下调后，因城施策放松仍在扩围提速，5年期LPR利率存在继续下调可能。而财政或也存在扩容概率，除减税退税等政策外，下半年特别国债到期或有望续作。

**高频数据显示：**1) 国内疫情持续收敛，但疫情多点爆发下各地疫情管控仍严；2) 疫情收敛支撑国内经济活动小幅修复，但疫情防控仍是约束；3) 地产供需冲击持续，商品房销售疲弱下地产放松仍在进行时；4) 生产端仍在恢复，原油供应担忧下价格再度冲高；5) 农产品价格指数继续季节性回落，猪价继续底部反弹。

5年期利率单边下行有助于支撑房地产需求，稳增长组合拳下债市中期走势偏不利，同时5-7月美联储持续快速加息背景下，货币政策想象空间不足，1年期LPR利率调降仍受约束，叠加中美利差倒挂下，利率下行空间受到制约。不过当前基本面现实仍然偏弱，疫情冲击消费和供应链、实体融资需求偏弱、经济基本面压力仍未逆转，叠加资金面维持宽松仍对债市形成支撑，短期债市调整空间不悲观，预计长端利率维持2.8-2.9%震荡区间，中期债市仍偏谨慎。对于股市来说，国内疫情冲击叠加海外加息扰动加剧经济下行压力，股市情绪持续偏弱，稳增长动力增强下政策底再次夯实，但汇率贬值和外资流出担忧下，市场仍处在寻底过程，市场底仍待宏观逻辑的逆转，政策进一步实质性动向仍是关注重点。

### 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

请务必仔细阅读正文之后的声明





## 一、疫情冲击进一步显现，稳增长动力增强

### 1. 4月经济数据继续全线下滑

4月疫情影响进一步显现，经济供需均受冲击下经济数据各项大幅下行并全面低于预期，消费和服务业冲击首当其冲是影响最大的环节，社交经济和可选消费品增速大幅走弱。同时供应链冲击也加剧生产和投资端压力，“疫情-地产”链条影响继续发酵，房地产销售和投资继续大幅下滑，这也与信贷数据中私人部门融资需求的偏弱相印证。而“适度超前开展基础设施投资”的政策导向以及“留抵退税”的政策红利下，基建和制造业投资增速回落但仍有韧性。

市场对4月经济数据全面走弱存在一定预期，后续的环比改善斜率是关键。5月初以来，疫情呈现逐步收敛的态势，全国新增确诊明显回落，上海逐步向社会面清零靠近，但疫情多点爆发下多个城市仍有不同程度的封控状态，全国防控强度仍然位于高位，疫情对于经济的拖累短期仍难消除，5月经济环比改善幅度或相对有限，或呈现弱修复的格局。

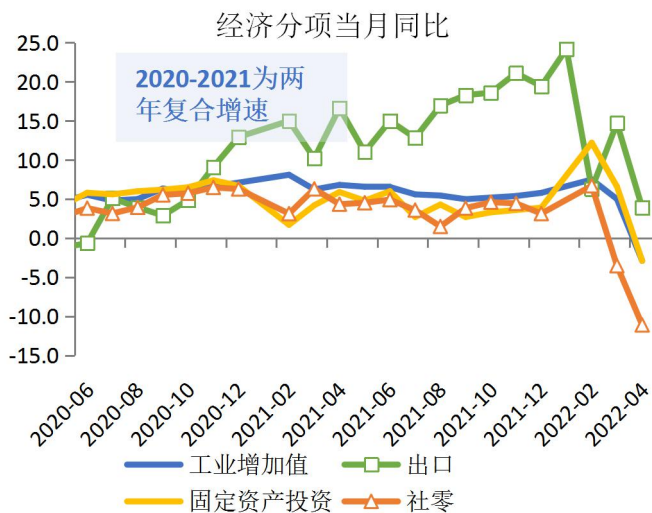
二季度GDP放缓压力下政策仍需积极加力，宽信用和保市场主体仍是政策主要方向，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策是主要工具，确保供应链循环畅通。同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策仍在路上，房地产政策仍处宽松周期，首套房贷款利率下限下调后，因城施策放松仍在扩围提速，5年期LPR利率存在继续下调可能。而财政或也存在扩容概率，除减税退税等政策外，下半年特别国债到期或有望续作。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	
工业增加值	当月同比% (2020-2021为两年平均)	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	
固定资产投资		1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.7	6.0	
基建		3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	
房地产		-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	
制造业		6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	
社消零售		-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	
出口金额		3.9	14.7	6.3	24.2	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.8	15.0	
进口金额		0.0	-0.1	10.5	19.9	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.9	19.1	
CPI		当月同比%	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1
PPI		当月同比%	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8
M1	%	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	
M2	%	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	
社融	存量同比%	10.20	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	
失业率	城镇调查	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	

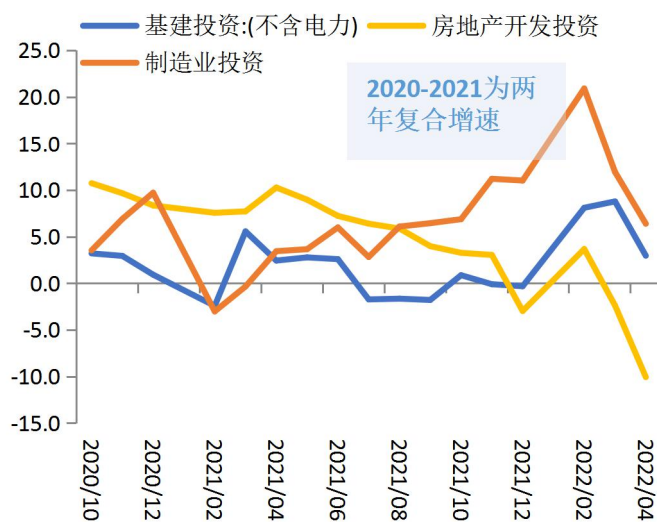
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：经济各分项增速纷纷回落 (%)



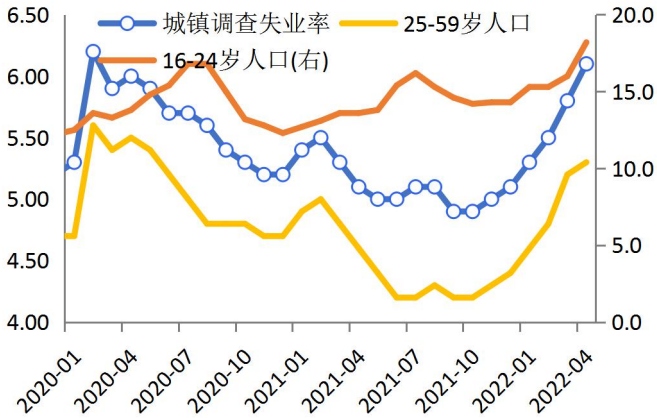
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资降幅显著扩大 (%)



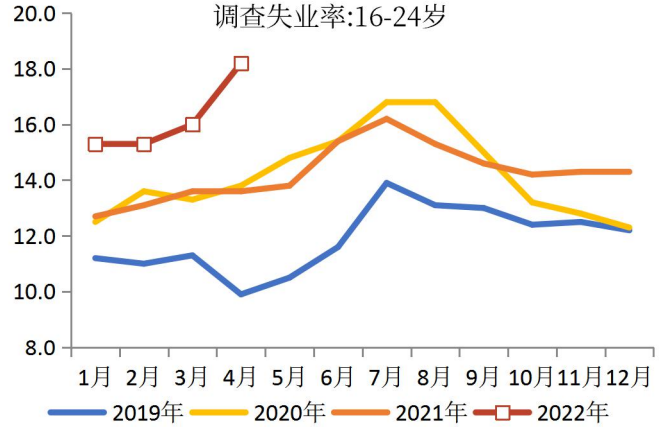
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：各年龄段失业率均明显回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率回升远快于往年同期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 疫情继续冲击地产供需两端，地产投资链条全面下滑

疫情继续冲击地产供需两端，居民预期偏弱叠加销售活动受限，商品房销售大幅走弱，加剧房企资金来源压力，并施压地产投资和房企债务链条。一方面，居民房价预期偏弱以及收入压力拖累商品房需求端，另一方面，疫情防控措施偏严约束销售活动场景，供需两端同步缺位下商品房销售大幅走弱，并从销售回款链条向房企资金来源压力传导。而在资金端压力叠加房企预期偏弱下，房企拿地及开工的动力和意愿不足，土地成交面积降幅仍在持续扩大，并制约后续开工节奏。同时疫情的冲击也影响房企建筑活动，项目停缓建增多，也是拖累新开工和施工的因素之一。

图 6：地产投资链条全面走弱（%）

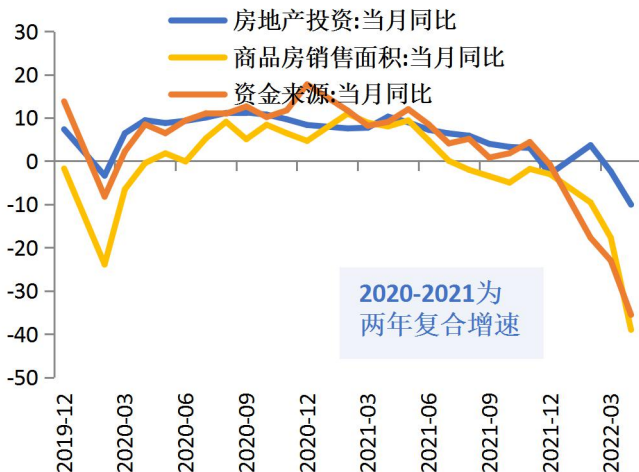
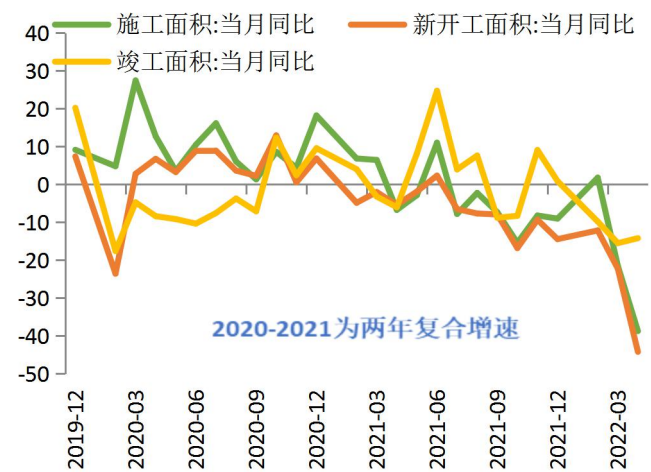
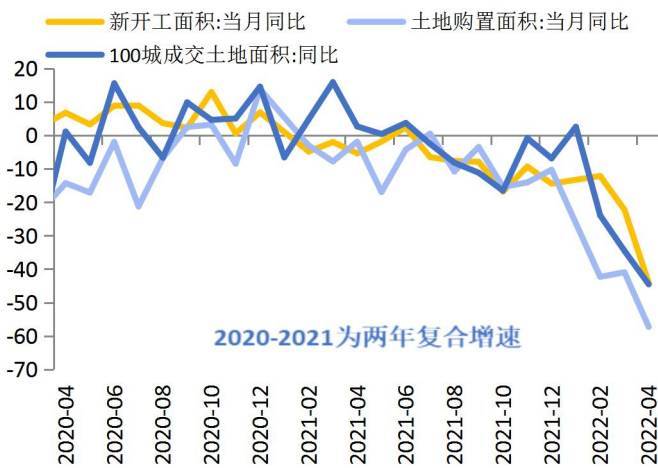


图 7：新开工、施工、竣工增速均明显下滑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

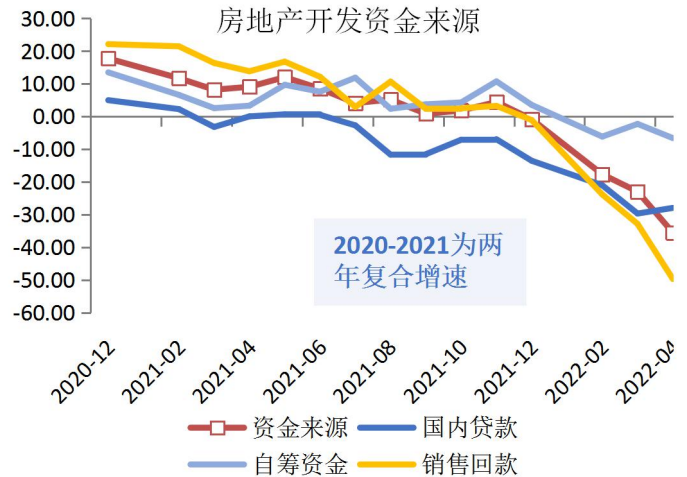
图 8：前瞻指标仍在剧烈下滑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 9：房企资金压力加剧（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 3. 地产放松进行时，5 年起 LPR 利率单边调降

5 月 20 日，央行发布 5 月贷款市场报价利率（LPR），1 年期 LPR 为 3.7%，与 4 月持平，5 年期以上 LPR 为 4.45%，较前值 4.6% 下调 15BP。

一方面，LPR 利率下调有助于撬动中长期信贷需求。国内疫情加剧经济下行压力，实体融资需求偏弱叠加疫情冲击，信贷数据“塌方”，居民部门体现为降杠杆，居民房贷持续收缩，因此 LPR 利率下调有助于撬动中长期信贷需求。

另一方面，降成本工具助力 LPR 利率下调。4 月央行指导建立了存款利率市场化调整机制，存款加权平均利率整体下降 10 个基点，改善银行负债端压力，叠加前期降准形成的降成本累加效应，LPR 利率下调具有合理性，也符合央行“推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本”的政策要求。

5 年起 LPR 利率单边下调超预期，稳地产就是稳经济。此次 LPR 下调为 5 年期利率单边下调 15bp，而 1 年期利率维持不变，这与此前仅单边下调 1 年期 LPR 所传递的“房住不炒”的信号不同，此次 LPR 单边下调传递了稳地产的政策意图。尽管自去年年底，

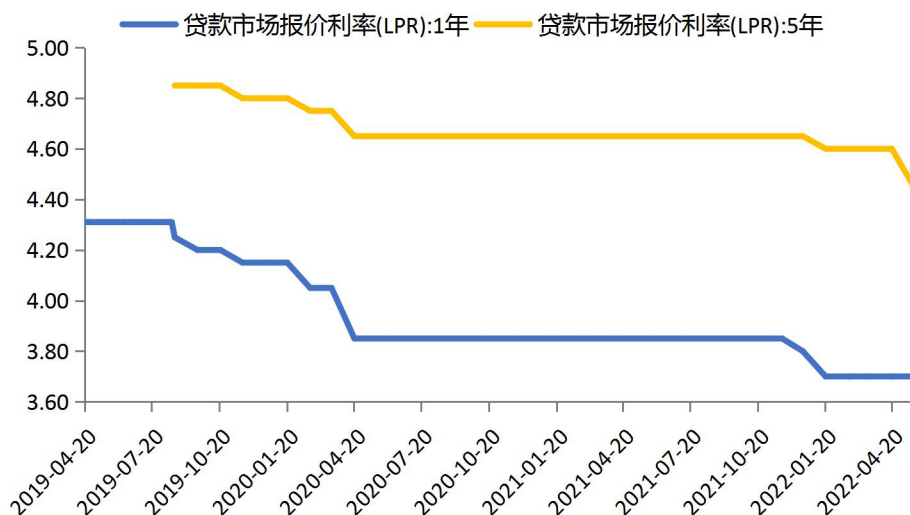


房地产政策在因城施策的框架下持续边际放松，各地纷纷出台包括首付比例降低、房贷利率下行、以及公积金贷款额度提升等的政策支持，但居民预期持续偏弱，叠加疫情冲击地产供需两端，地产投资链条全线大幅回落，并施压房企债务链条，在此背景下，政策亟需稳定地产需求，托底经济增长。

**二季度仍是地产投资探底期，后续房地产投资端的回升仍需看到地产销售的明显改善。**近期房地产政策调整步伐有所加快，房企债务压力和投资下滑风险下因城施策仍在继续，各地纷纷出台包括首付比例、限购限贷松绑、按揭利率调降等政策，5.15日央行和银保监会出台调整差别化住房信贷政策，对首套房贷款利率下限调整为不低于LPR-20bp，预计房贷利率的下调将有助于支撑市场需求的回暖。

从历史复盘来看，通常房地产销售回升滞后于房贷利率下降约3-6个月，而本轮房贷利率下行始于去年10月份，疫情的反弹使得时滞拉长。预计随着本轮疫情的逐步收敛和防控强度的缓和，3季度地产销售有望有所回暖，并带动资金和投资链条的改善。但疫情管控常态化下短期扰动长期化的特点、以及居民收入的长期受损和储蓄意愿的走高下，地产端修复弹性或弱于以往。

图 10: LPR 利率 (%)



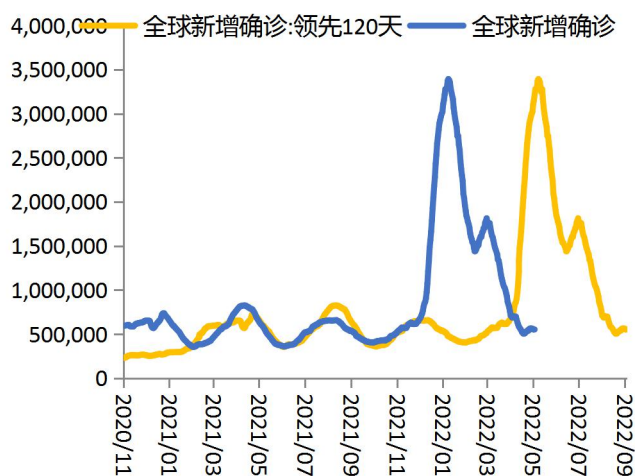
资料来源: Wind, 优财研究院



## 二、海外疫情和经济活动跟踪

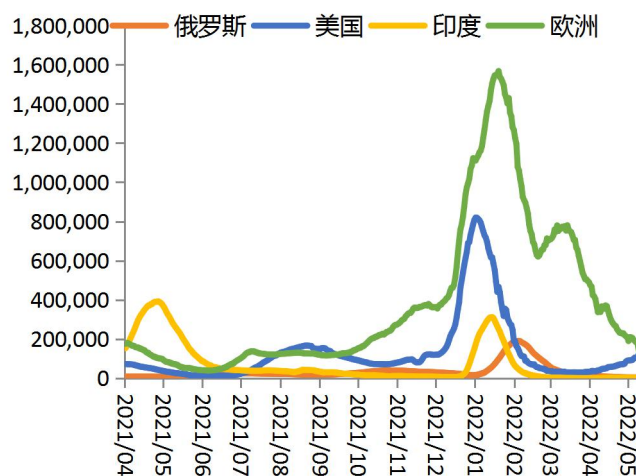
海外疫情继续向下收敛，疫情冲击减弱下海外向正常化回归。但海外主要扰动仍在于俄乌冲突、以及海外抗通胀和美联储加息，俄乌冲突的不确定性加剧海外通胀压力，原油供给担忧下油价再度冲高，供给端矛盾难以缓解下全球通胀高涨对应抗通胀式加息，加剧经济滞胀风险。油价的超预期上行、以及工资上涨压力都将是美联储后续加息预期进一步升温的风险点，美债收益率短期或维持高位。

图 11：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



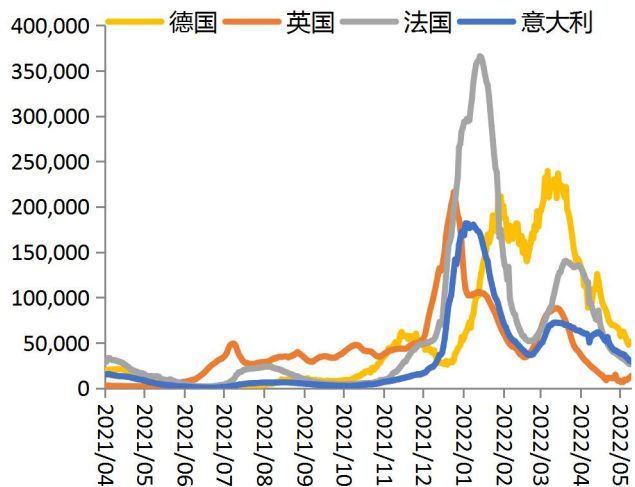
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



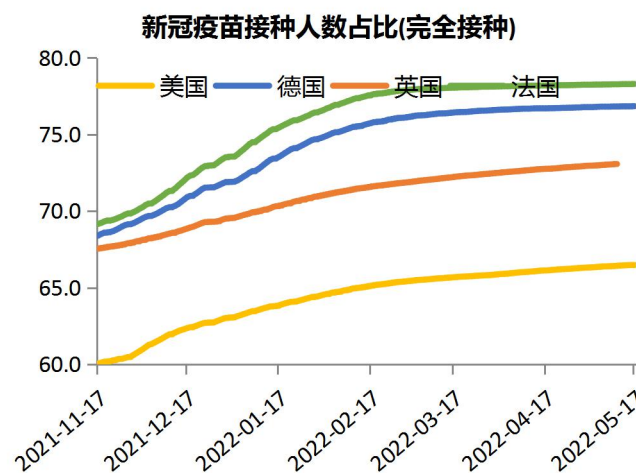
资料来源：Wind，优财研究院

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：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

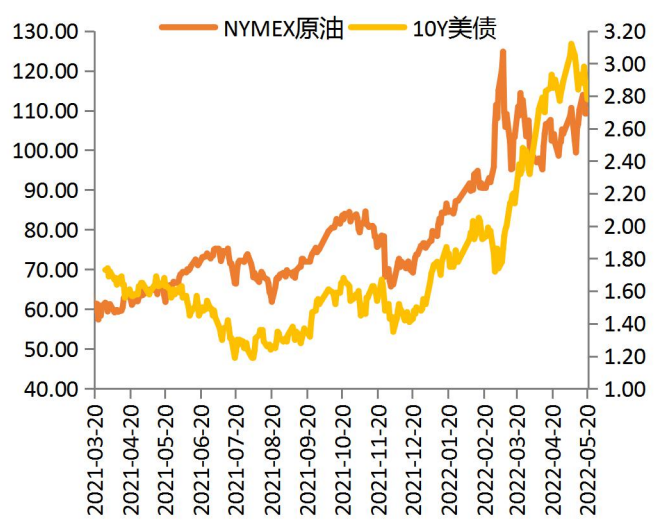


图 15: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



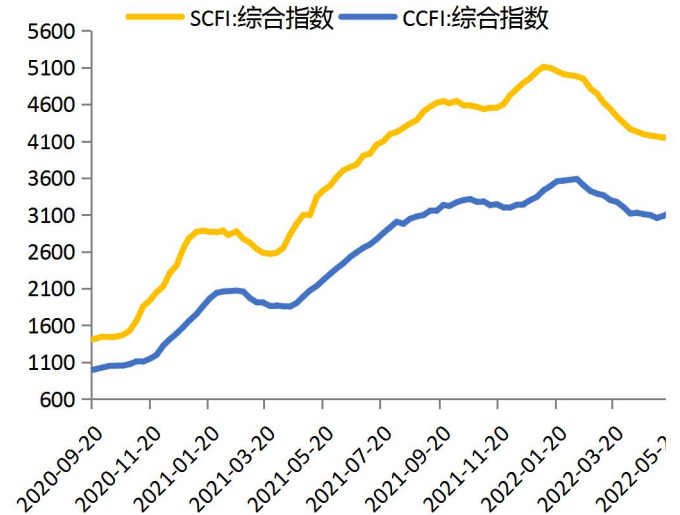
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

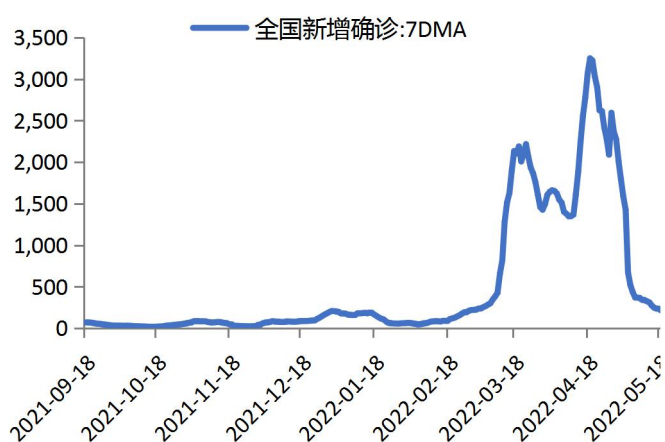


### 三、经济高频观察

#### 1. 国内疫情持续收敛，但疫情多点爆发下各地疫情管控仍严

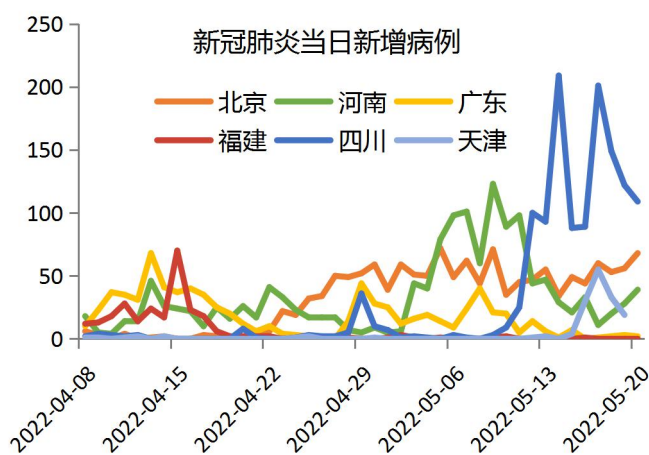
5月初以来，上海疫情持续收敛，近一周当日新增确诊病例回落至1000例以下，并宣布实现“社会面”清零，但仍需关注近期国内疫情多点爆发的形势，全国多地实行疫情管控及常态化核酸措施，对国内经济活动仍造成显著影响。

图 19：本轮疫情新增确诊逐步收敛（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：上海疫情宣布“社会面”清零（例）



资料来源：Wind，优财研究院

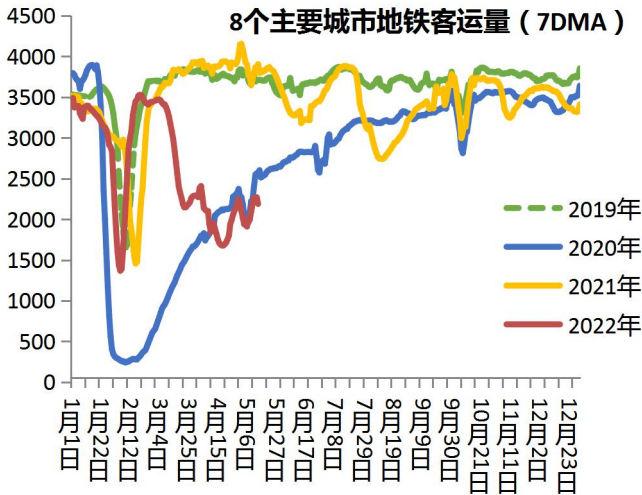
#### 2. 疫情收敛支撑国内经济活动小幅修复，但疫情防控仍是约束

国内封控措施仍处于偏严状态，主要8个城市地铁客运量同比仅为去年同期的56%，拥堵指数受到公共交通受阻的小幅推升，上海5月初以来小幅修复，而北京疫情防控加码下拥堵指数仍在低位回落。随着国内疫情的逐步收敛以及政策支持，物流景气度有所回升，公路整车货运流量、物流园区吞吐指数以及主要快递企业分拨中心吞吐量指数均小幅回升。

整体来看，疫情收敛支撑国内经济活动小幅修复，但疫情防控仍是约束，社交活动中断对消费和服务业活动的冲击仍在持续，生产端和供应链影响仍在，往后看，疫情的边际收敛和企业复工复产进度将是未来经济修复的重点关注点。

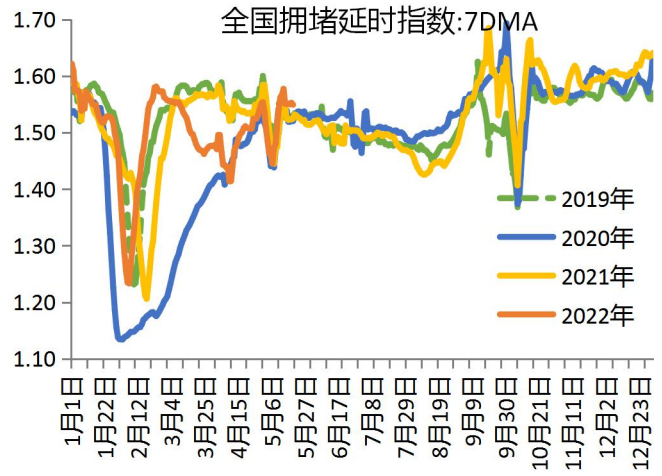


图 21：地铁客运量维持低位（万人次）



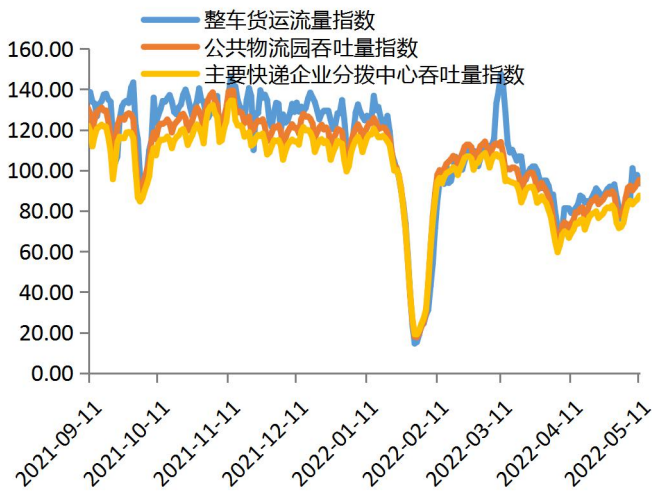
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：节后全国拥堵指数小幅回升



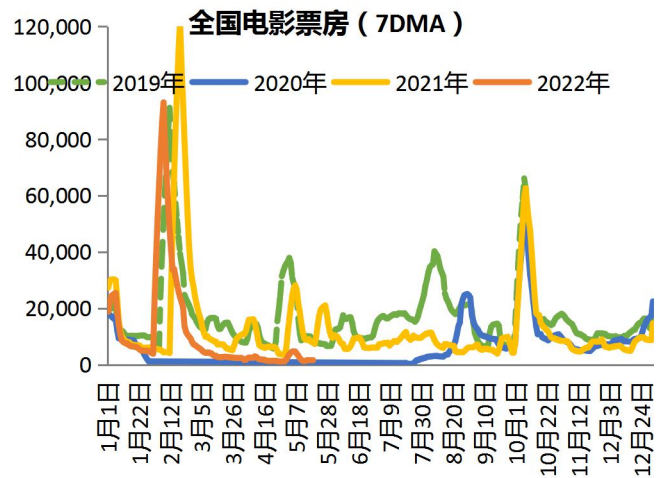
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：货运、物流园等景气度回升（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：全国电影票房同比降幅较大（万元）



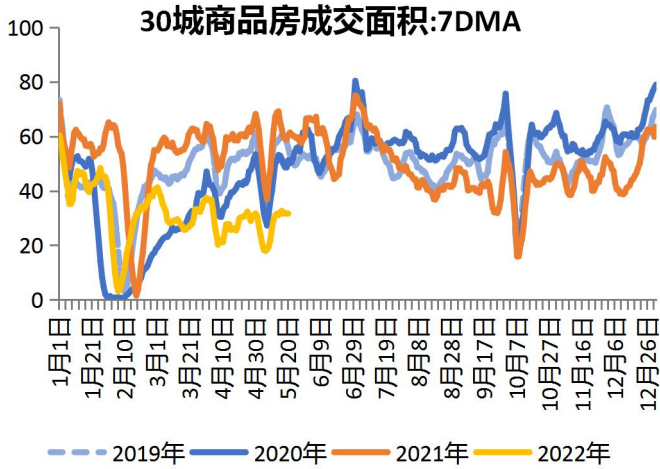
资料来源：Wind，优财研究院

### 3. 需求：地产供需冲击持续，商品房销售疲弱下地产放松仍在进行时

上周商品房销售整体持平，同比降幅仍大，5月截至20日，30城商品房成交面积同比增速-53%（1-14日为-57%，4月为-54%），土地成交仍在低位。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，且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。

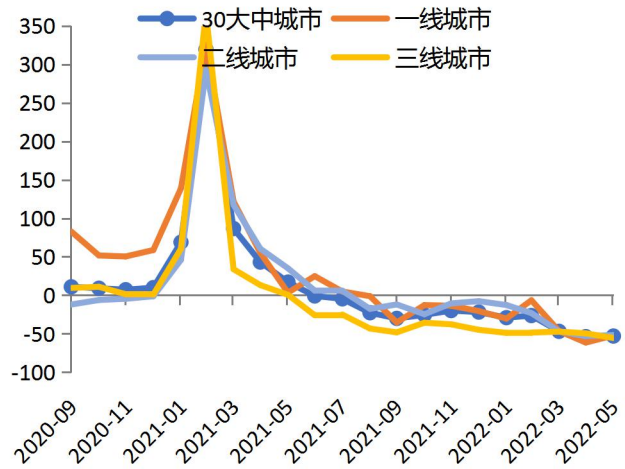


图 25: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



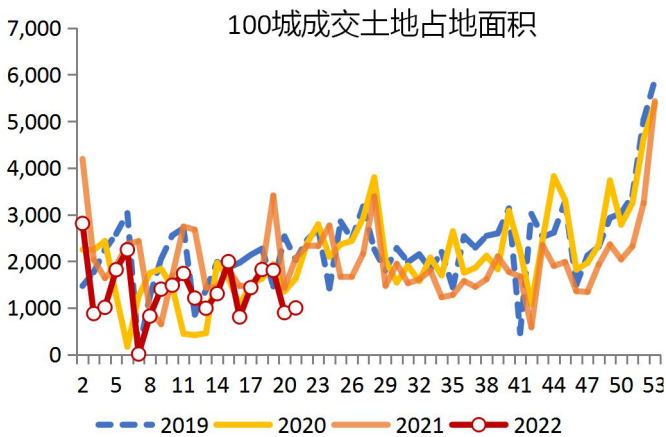
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 30 城商品房成交面积同比 (%)



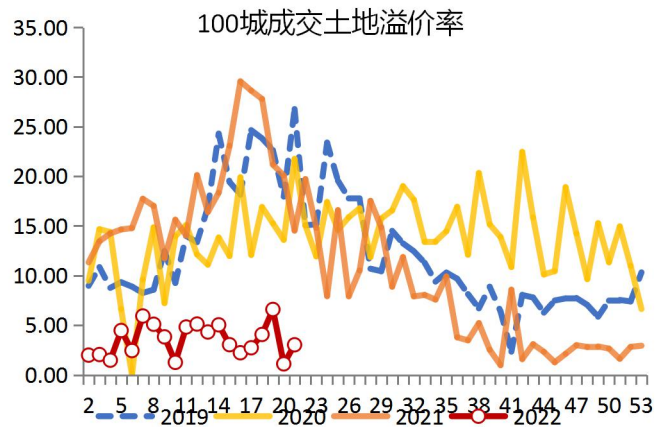
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

#### 4. 生产: 生产端仍在恢复, 原油供应担忧下价格再度冲高

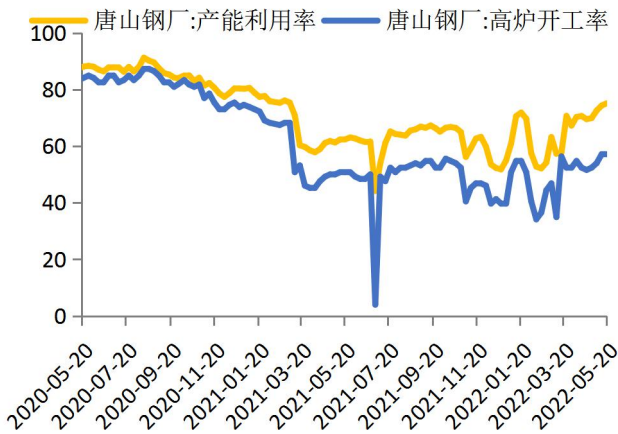
随着国内疫情的逐渐收敛, 生产端继续恢复, 开工率普遍回升, 叠加检修复产, 高炉开工率继续上升, 唐山钢厂开工率升至年内高位, 江浙地区涤纶长丝开工率温和回升, 汽车轮胎开工率整体偏高位震荡, 不过水泥企业开工率环比小幅回落, 石油沥青装置开工率波动剧烈。

5 月以来工业品价格环比小幅转负, 但上周国内商品指数环比小幅上涨, 焦煤、焦



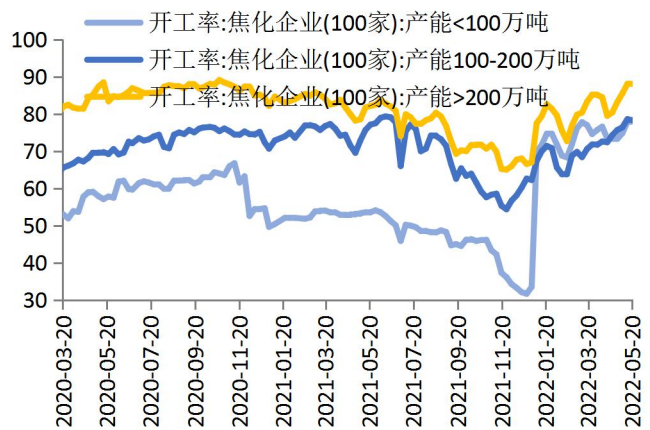
炭、铁矿石、钢材价格整体震荡，钢材季节性去库节奏缓慢，水泥价格继续调整，玻璃价格震荡偏弱。全球定价商品方面，市场对原油供应风险的担忧发酵下，原油价格再度大涨，铜铝价格小幅上涨。

图 29：唐山钢厂高炉开工率（%）



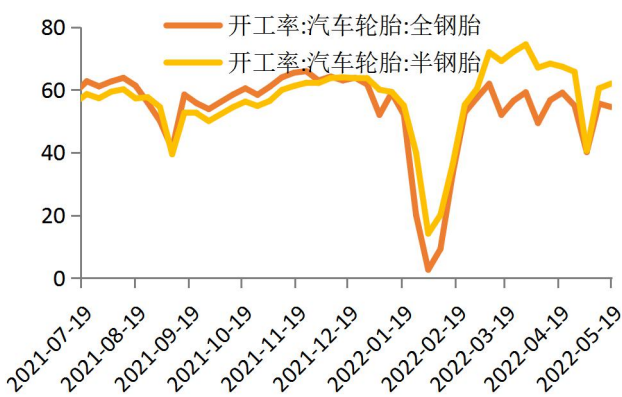
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：焦化企业开工率（%）



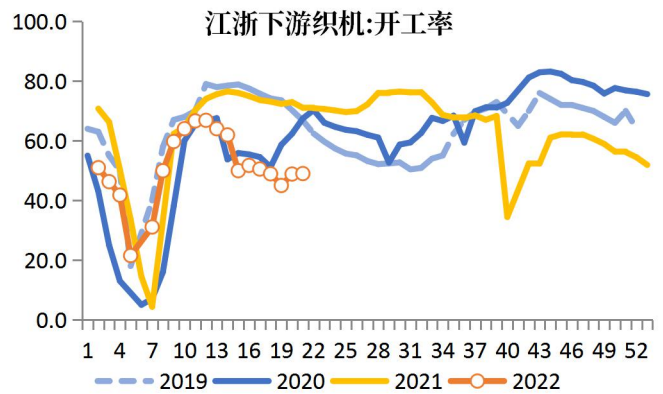
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

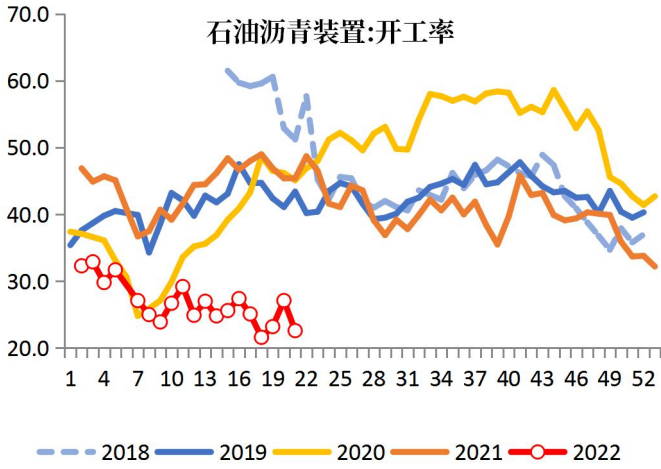
图 32：江浙下游织机开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

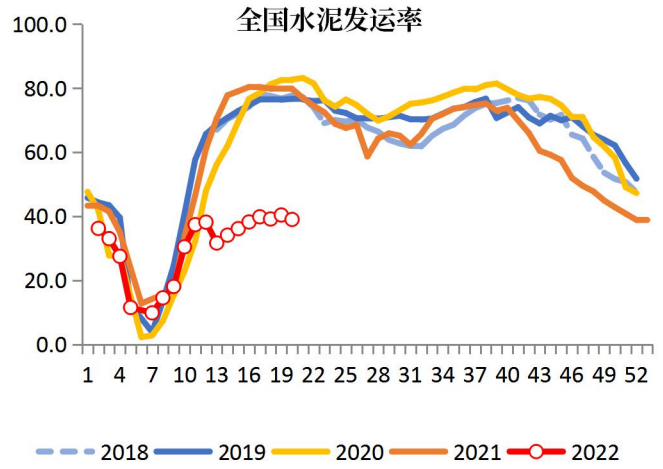


图 33: 石油沥青装置开工率 (%)



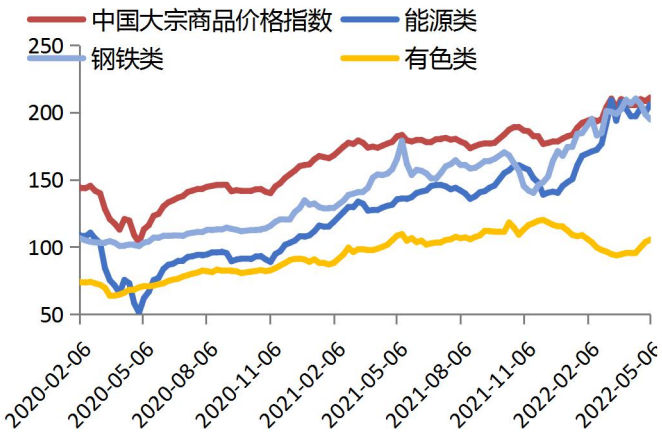
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 全国水泥发运率 (%)



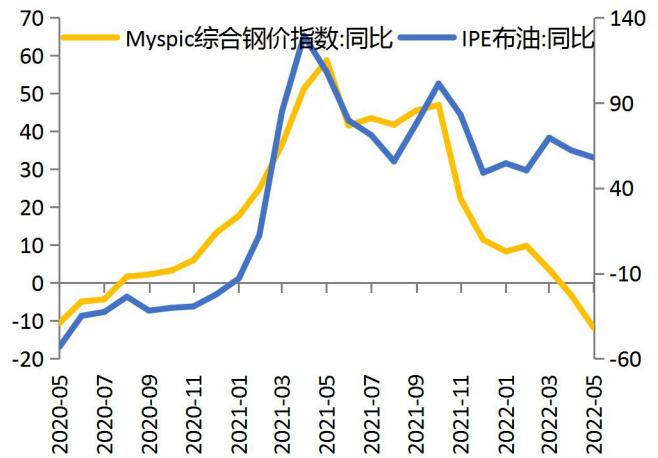
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 大宗商品价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

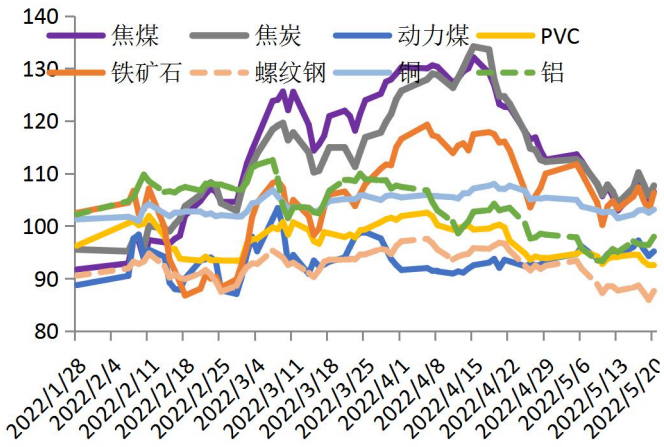
图 36: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

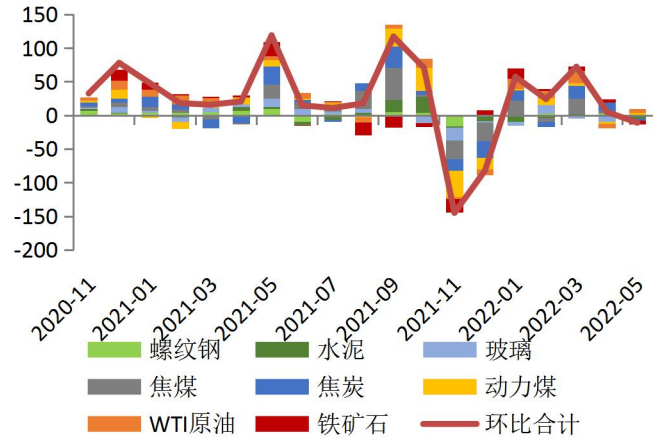


图 37：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：工业品价格月度环比（%）

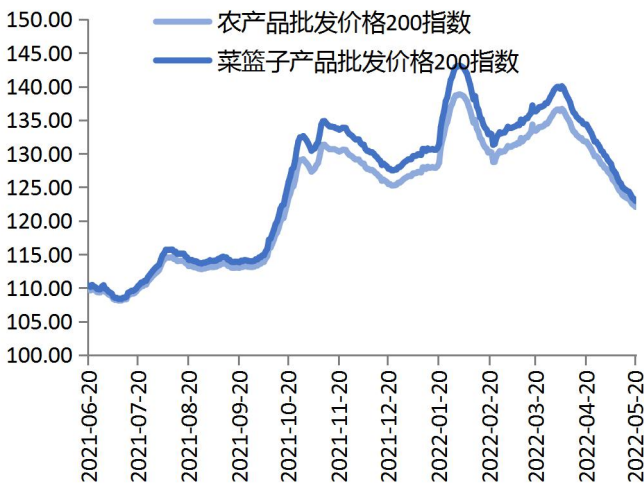


资料来源：Wind，优财研究院

### 5. 通胀：农产品价格指数继续季节性回落，猪价继续底部反弹

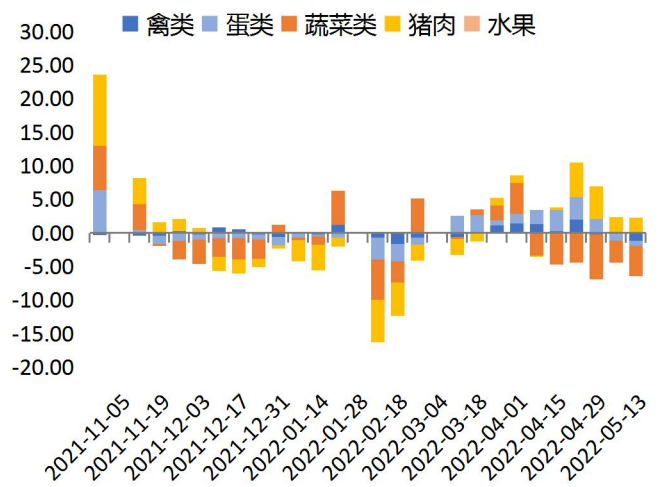
农产品价格指数维持季节性回落，全国蔬菜供应偏松下蔬菜价格指数继续走低，禽类蛋类也环比小幅下跌，而猪肉价格延续底部反弹，受到养殖行业持续性亏损下部分产能出清、以及近期部分地区生猪调运受阻的支撑。

图 39：农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，优财研究院

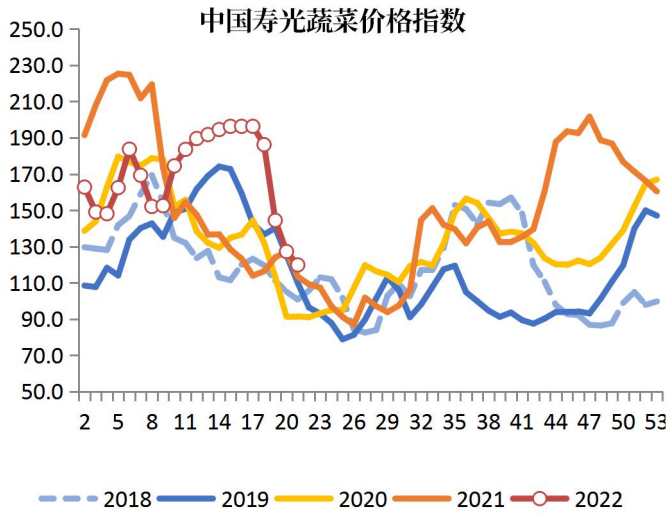
图 40：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

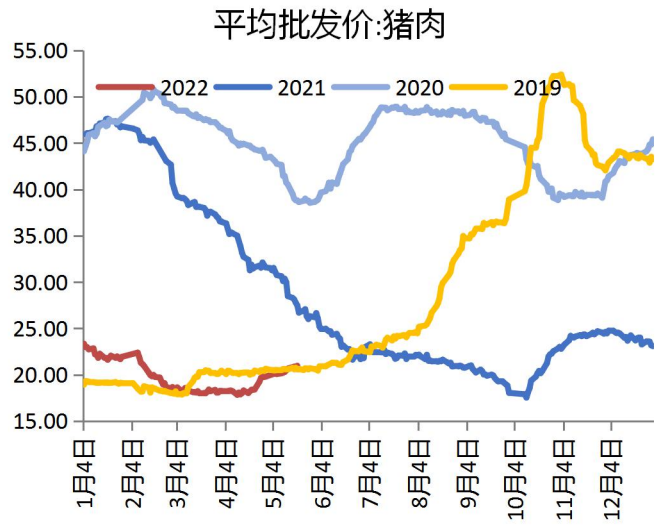


图 45: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 46: 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/>