



2021年6月12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

复工复产加快提振风险情绪，宏观经济仍待修复

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 5月社融超预期，信贷总量佳、结构弱。居民融资仍弱、企业依赖票据冲量、政府持续加杠杆，微观主体活力依然不足。随着疫情收敛以及复工复产加快，经济活动将面临一轮底部修复，叠加稳增长政策积极发力对冲，信贷总量和结构有望边际改善。但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，市场化主体活力不足叠加融资需求疲弱，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率。广义财政仍需积极发力，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，而监管的松绑纠偏、以及通过产业升级挖掘增量也是可能路径。2) 5月通胀平稳，海外地缘冲突和供应链冲击仍是扰动。CPI同比走平，核心CPI低位徘徊反映内需仍弱，随着疫情收敛以及稳增长政策加快落地，内需小幅回暖有望支撑核心CPI修复，叠加猪价上行周期、能源供需缺口下油价上行风险，CPI仍处于上行通道，下半年或阶段性破3%。PPI延续同比回落趋势，俄乌冲突对供给端的冲击和全球制造业景气度边际放缓并存，但俄乌冲突下能源供应链不确定性仍高，叠加中国经济疫后环比修复、北半球夏季需求高峰，全球油气供给缺口压力下PPI短期或面临一定反弹风险。

高频数据显示：1) 美国CPI续刷逾40年高位，滞胀风险再升温，美联储加息预期再度升温，美债收益率飙升，滞胀担忧加剧下美股遭遇估值和盈利双杀；2) 全国疫情进入收敛期，复工进程是经济活动修复的主要变量；3) 地产销售降幅略有收敛，居民预期修复是关键；4) 复工复产加快支撑生产端修复，原油价格持续走高；5) 农产品价格指数继续季节性回落，猪价上涨逐渐趋缓。

疫情收敛叠加稳增长政策升温，债市6月面临一定逆风，不过经济修复仍需要时间，经济内生动力不足，回升斜率的关键仍在于复工复产进度及稳增长政策力度，短期债市仍将受到经济基本面现实疲弱+资金面宽松+曲线陡峭的支撑，限制收益率上行空间。中期看，疫情的好转、政策的发力、以及利率供给的加快，对债市带来潜在压力。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，中美利差倒挂下利率下行空间受到制约，债市中期走势偏不利，资金面中性回归的预期下后续可适度博弈曲线趋平。股市方面，疫情缓解有助于推动股市短期延续修复行情，上海全面解封有助于改善市场预期，投资者风险偏好受到提振。稳增长动力增强下股市政策底基本确认，但经济修复斜率或仍偏慢依然约束股市修复空间，叠加汇率贬值和外资流出担忧，市场仍处在寻底过程，后续仍需要等待二季度业绩和美联储加息落地，市场底仍待宏观逻辑的逆转。

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



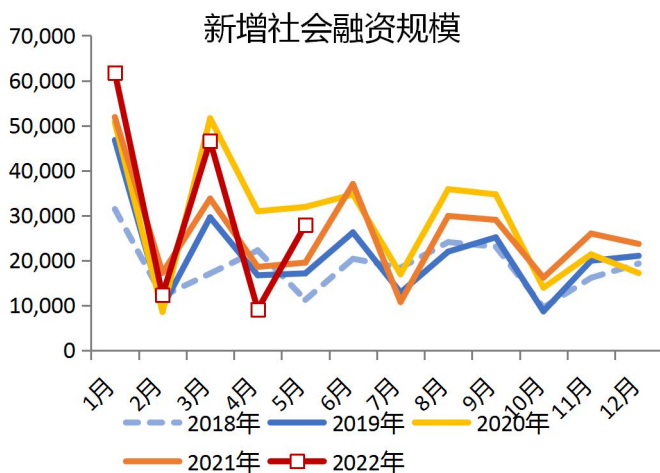
一、经济基本面仍待修复

● 5月社融超预期，信贷总量佳、结构弱

5月社融信贷超预期，表内贷款和政府债融资是主要贡献，其中企业短贷和票据融资同比显著多增，而居民和企业中长贷同比仍然负增，信贷数据再度呈现“总量佳+结构弱”的特征，稳增长政策发力下监管引导信贷投放、叠加政府主动加杠杆是主因，而顺周期融资需求仍然偏弱，微观主体活力依然不足。

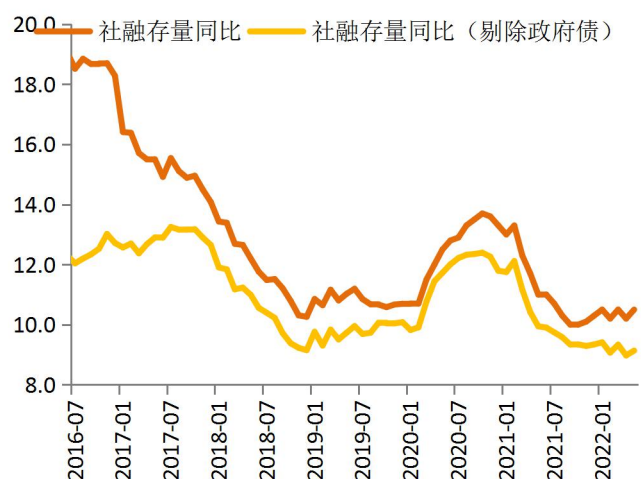
往后看，随着疫情收敛以及6月上海北京复工复产加快，预计经济活动将面临一轮底部修复，企业经营性融资需求有望恢复，叠加稳增长政策积极发力对冲、601国常会调增8000亿政策行信贷额度、房贷利率下降、地方债发行加快，信贷总量和结构有望边际改善。但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，市场化主体活力不足叠加融资需求疲弱，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，内生融资需求仍在收缩。因此广义财政仍需积极发力，关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口，而监管的松绑纠偏、以及通过产业升级挖掘增量也是可能路径。

图 1：当月新增社融（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速小幅回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

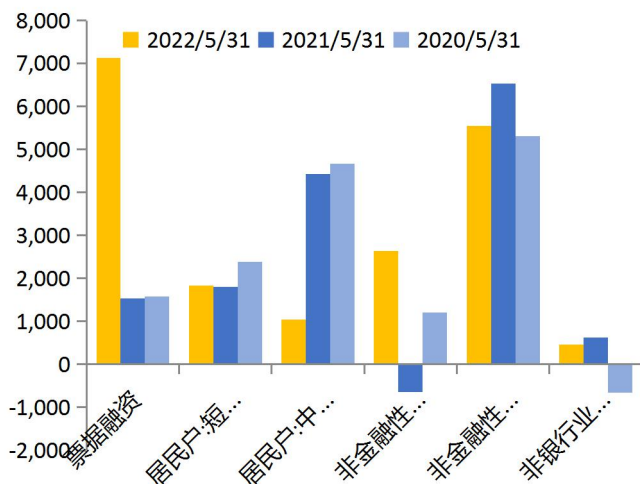


图 3：5 月社融信贷超预期，票据融资、企业短贷及政府债融资是主要贡献（亿元，%）

	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08
当月新增社融	27900	9102	46566	12289	61750	23682	25983	16176	29026	29893
新增人民币贷款	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600	12200
社融存量同比 (%)	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3
(当月同比变化)										
社会融资规模	8378	-9468	12804	-4954	9866	6490	4628	2247	-5667	-5960
新增人民币贷款	3906	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416	-1488
居民贷款	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316	-1721	-2660
居民短贷	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175	-1348
居民中长贷	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695	-1312
企业短贷	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549	552	-1196
企业中长贷	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037
票据融资	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284	3985	4489
委托贷款	276	211	149	26	337	143	66	1	295	592
信托贷款	676	713	1532	185	162	67	-803	-186	-939	-1046
未贴现票据	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203	-1489	-1314
企业债券融资	969	-145	-55	2373	1912	1731	3166	-2	-179	990
政府债券	3899	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050

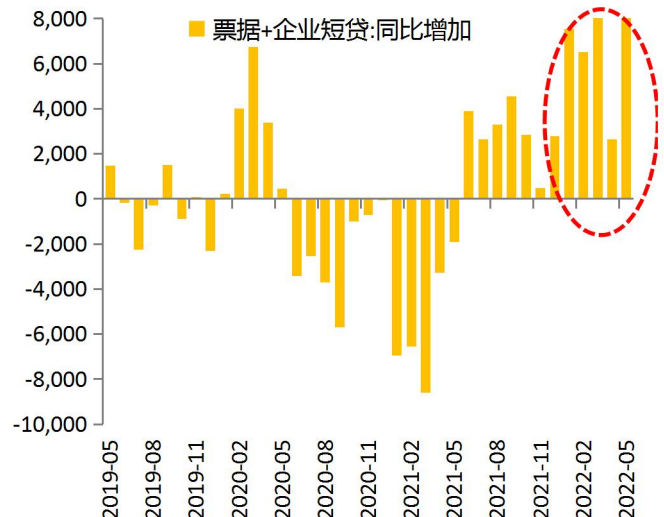
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：居民融资仍弱，企业依赖票据融资（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：企业融资结构延续短期化特征（亿元）



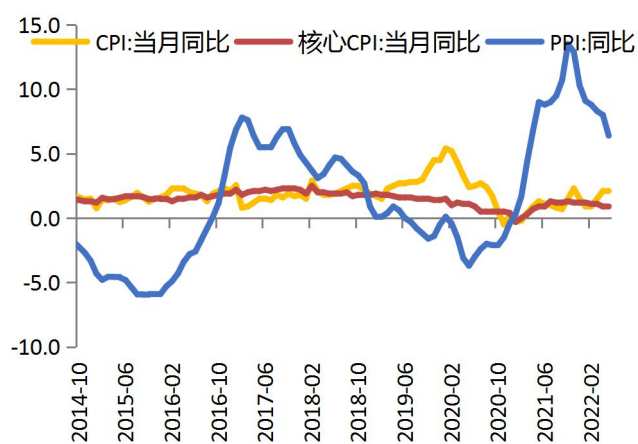
资料来源：Wind，优财研究院

● 5月通胀平稳，海外地缘冲突和供应链冲击仍是扰动

CPI 同比走平，疫情冲击延续下内需仍弱：5月CPI和核心CPI同比较上月走平，持平季节性表现，核心CPI低位徘徊反映内需仍弱，食品端同比继续小幅回升、而非食品端小幅回落，均符合季节性表现。随着6月北京上海复工进程加快，疫情收敛以及稳增长政策加快落地，内需小幅回暖有望支撑核心CPI修复，叠加猪价上行周期、能源供需缺口下油价上行风险，CPI仍处于上行通道，下半年或阶段性破3%。

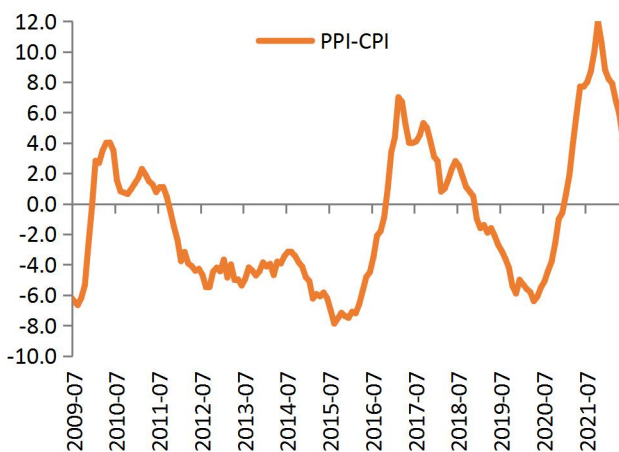
PPI 延续同比回落趋势，能源涨幅居前：PPI同比增速延续回落趋势，环比涨幅收窄显示制造业成本略有改善，俄乌冲突对供给端的冲击和全球制造业景气度边际放缓并存，油气开采、农副食品、能化加工涨幅居前，有色金属由涨转跌。往后看，随着海外宽松货币的逐渐退出、以及全球PMI的回落指向经济动能向下，需求端扩张放缓，PPI中期仍处在回落通道。但一方面，俄乌冲突仍加剧供应链的不确定性，欧盟对俄第六轮制裁升级，另一方面，中国经济疫后环比修复、叠加北半球夏季需求高峰下，加大全球油气供给缺口压力，PPI短期或面临一定反弹风险，PPI同比回落斜率放缓。

图6：CPI VS PPI (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图7：PPI-CPI 剪刀差继续收敛 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

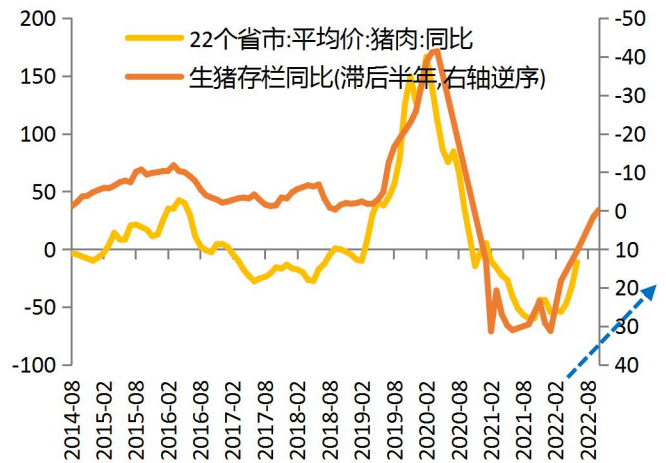


图 8: CPI 环比季节性 (%) (%)



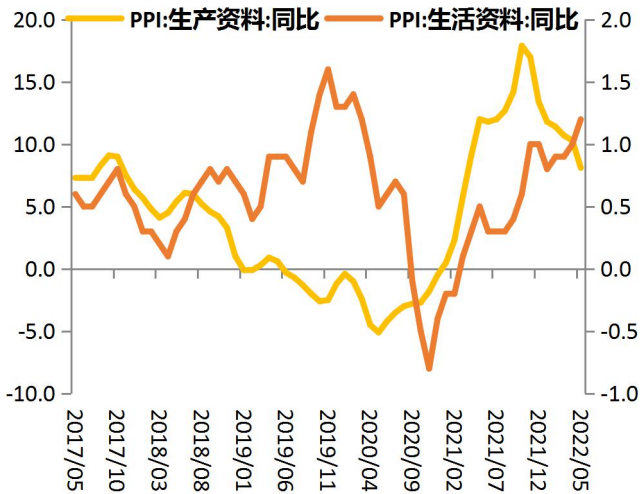
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 猪价有望逐渐迎来上行周期 (%)



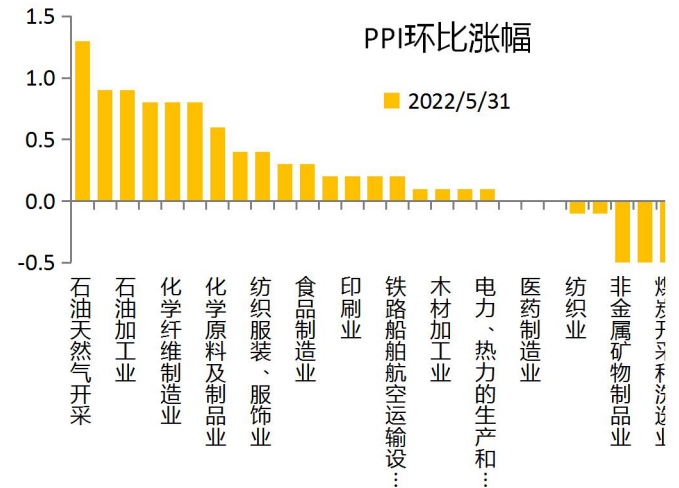
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: PPI 生产资料&生活资料 (%)



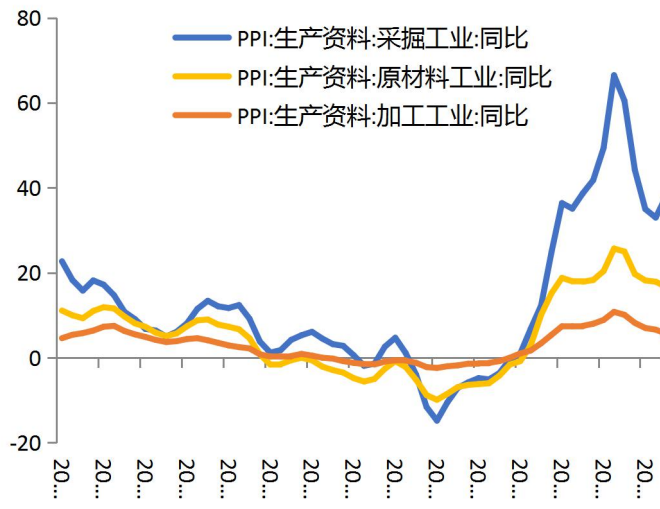
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: PPI 环比 (%)



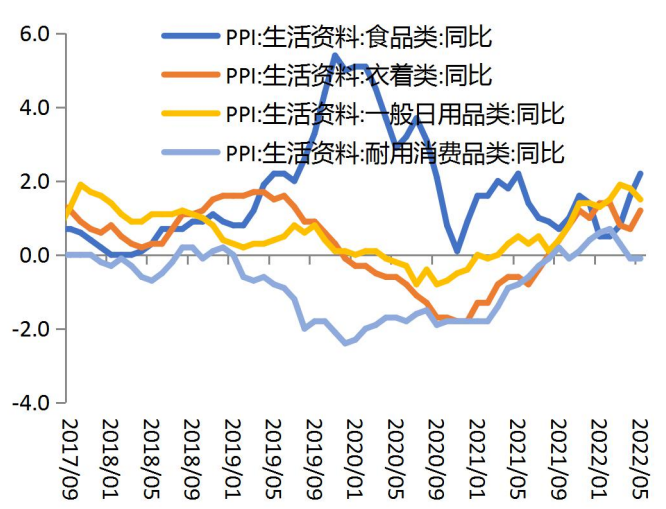
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: PPI 生产资料增速回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 需求收缩下可选耐用品涨幅靠后 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



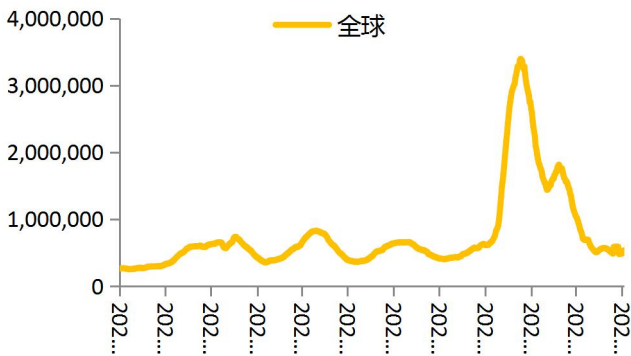
二、海外疫情和经济活动跟踪

美国滞胀风险再升温，5月美国CPI同比8.6%，续刷逾40年高位，通胀峰值被延迟，叠加前一日欧央行鹰派，美联储加息预期再度升温，2年期利率单日上行25BP定价增加一次25BP加息，市场定价7月加息75BP的概率达到50%。通胀飙升下消费者信心指数回落至新低，滞胀担忧加剧下美股遭遇估值和盈利双杀。

市场交易美联储超预期加息，美债收益率飙升，预计6月FOMC大概率继续加息50BP，后续加息幅度需重点关注6月会议对未来加息路径的指引和6月通胀数据，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，10Y美债利率或考验3.2%的前高。

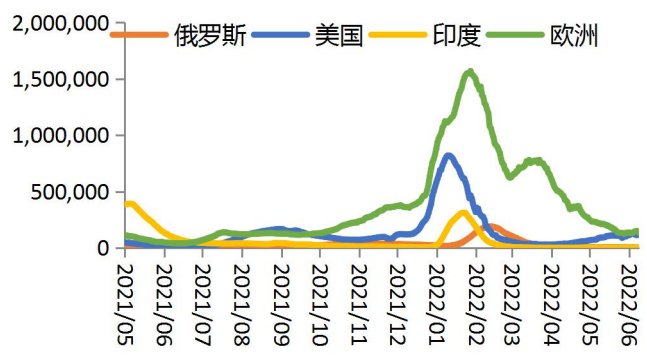
海外当前主要扰动仍在于俄乌冲突、以及海外抗通胀和美联储加息，供给端矛盾难以缓解下全球通胀高涨对应抗通胀式加息，加剧经济滞胀风险。

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：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

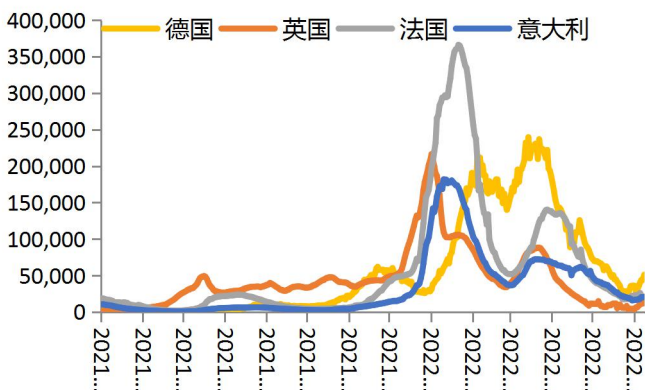
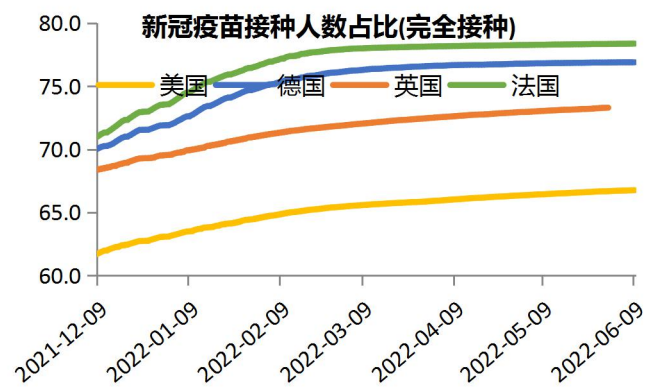


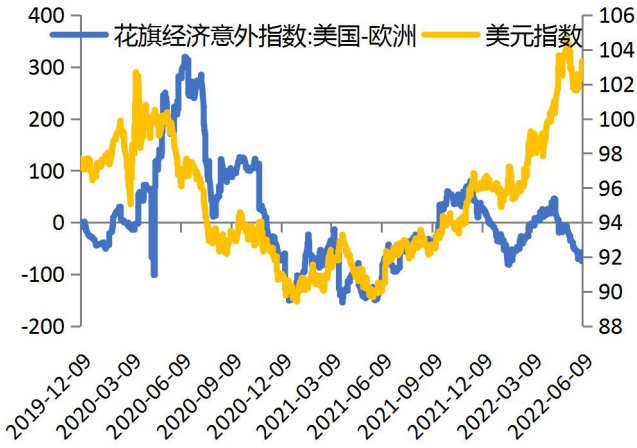
图 17：新冠疫苗完全接种人数占比（%）





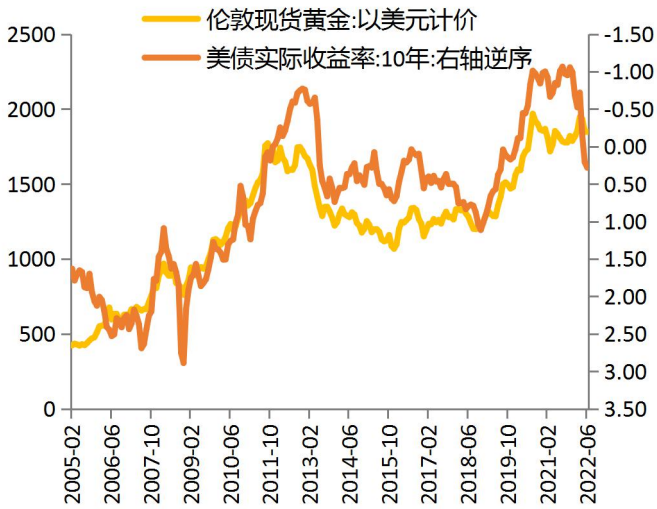
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

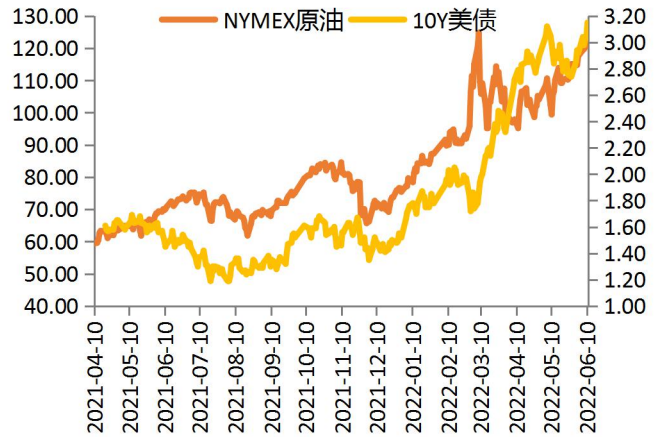
图 20: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

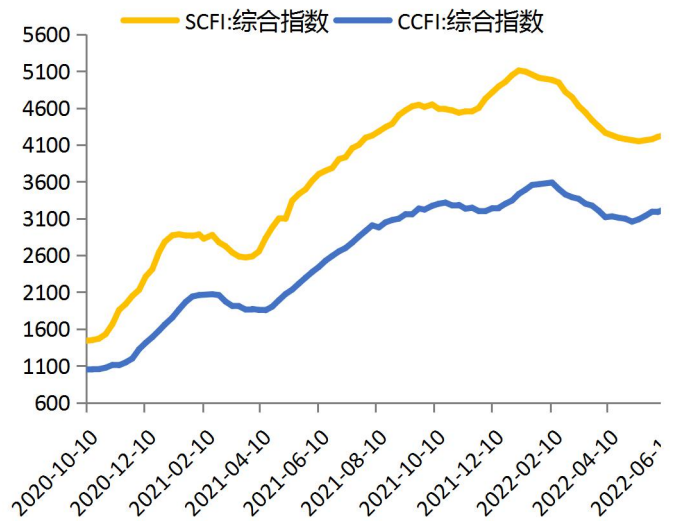
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 运价指数



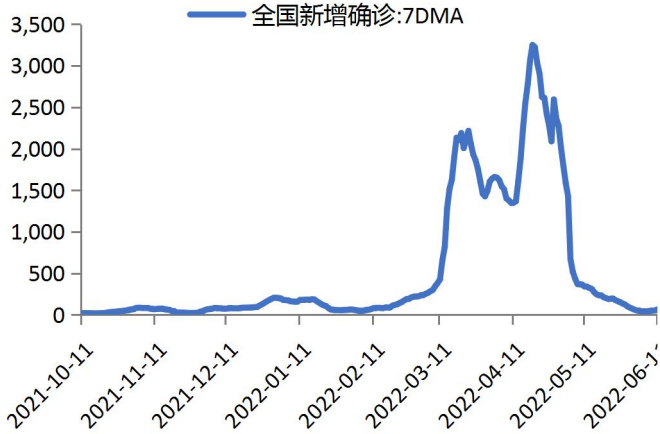
资料来源: Wind, 优财研究院



三、经济高频观察

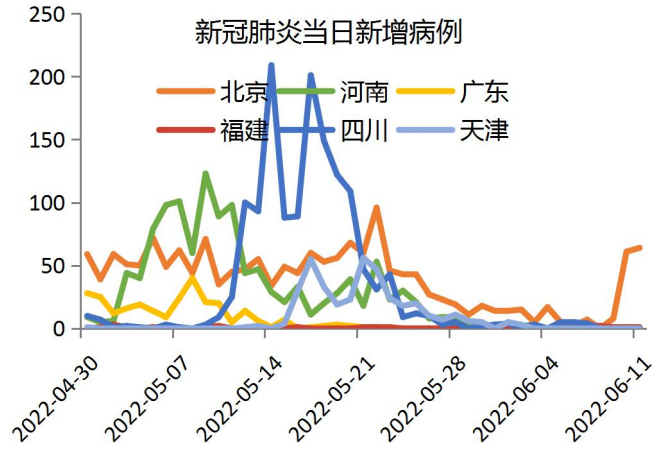
1. 全国疫情进入收敛期，复工进程是经济活动修复的主要变量

图 22：本轮疫情新增确诊逐步收敛（例）



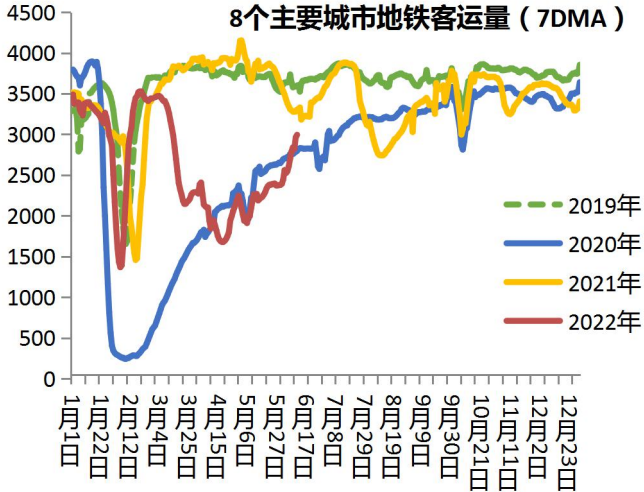
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：北京疫情有所反复（例）



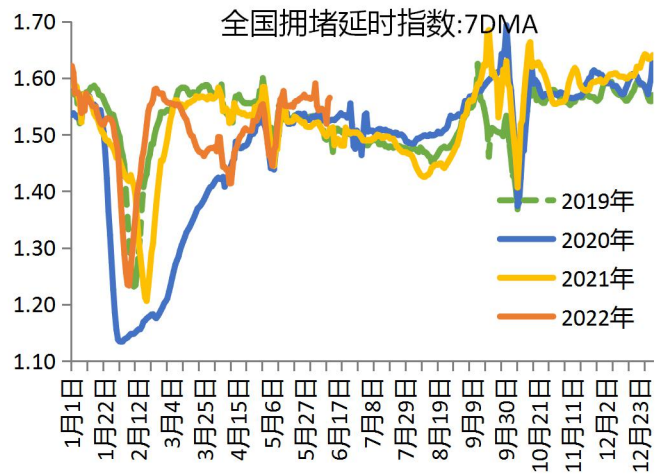
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：地铁客运量低位回升（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

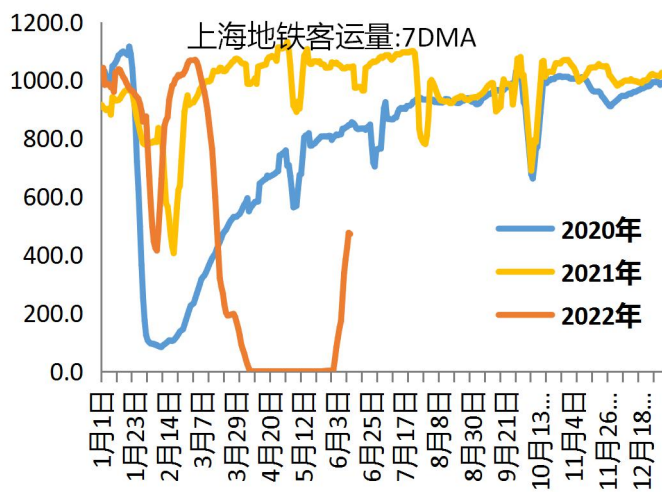
图 25：全国拥堵指数整体较高



资料来源：Wind，优财研究院

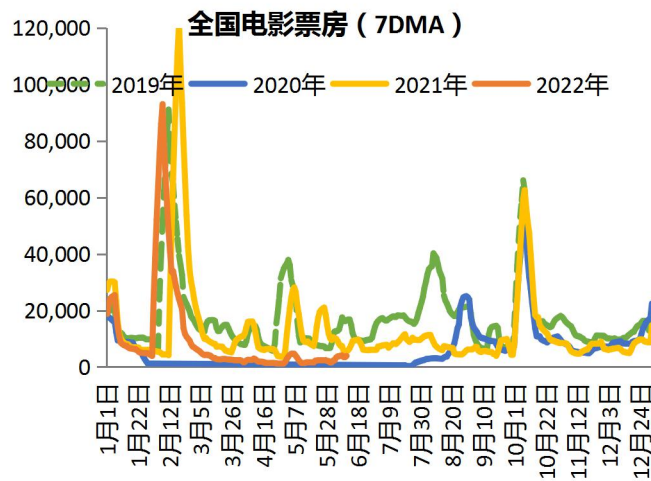


图 26: 上海复工复产加快 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 全国电影票房同比降幅较大 (万元)

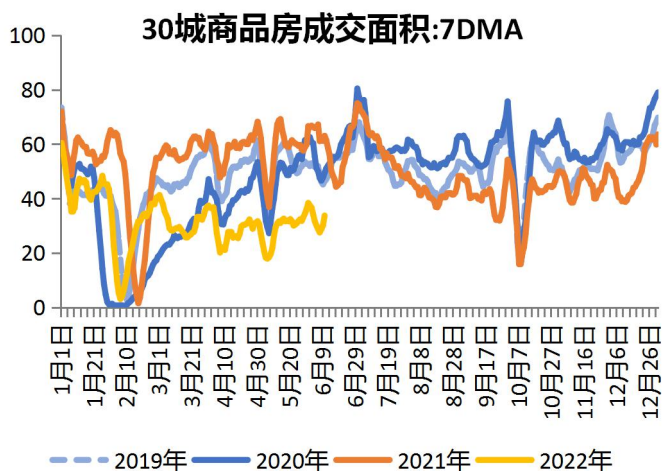


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 需求: 地产销售降幅略有收敛, 居民预期修复是关键

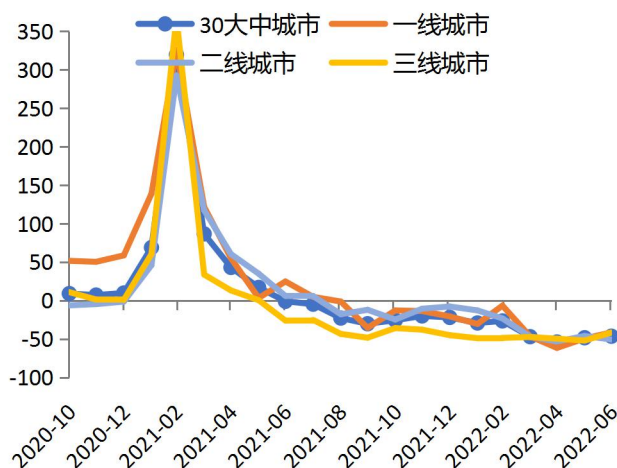
上周商品房销售整体平稳, 同比降幅仍大, 6月截至10日, 30城商品房成交面积同比增速-46% (5月为-48%), 土地成交仍在低位。地产周期下行叠加居民部门预期转弱抑制需求端修复, 当前地产政策放松有所加快, 但居民收入压力及预期偏弱下, 预期改善仍需要时间, 后续复工进程加快和政策支撑下居民预期修复是关键。

图 28: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

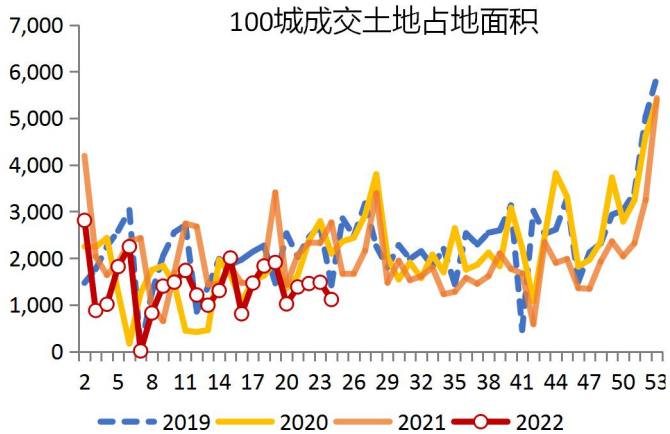
图 29: 30 城商品房成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

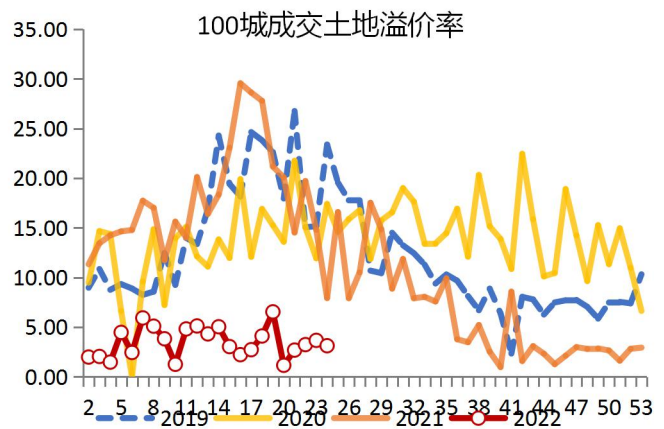


图 30: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 百城土地成交溢价率 (%)



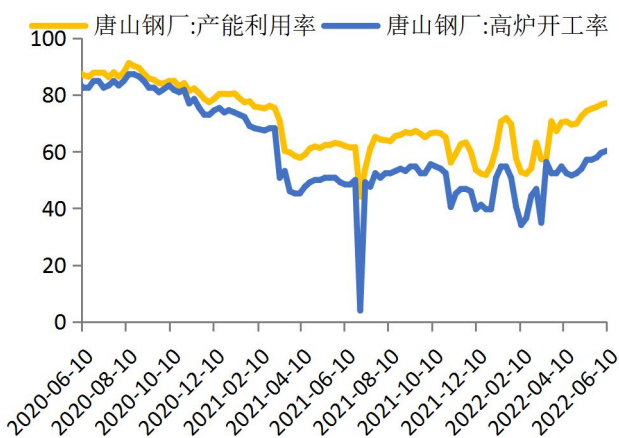
资料来源: Wind, 优财研究院

3. 生产: 复工复产加快支撑生产端修复, 原油价格持续走高

北京上海复工复产加快支撑生产端进一步修复, 电厂日耗持续回升, 唐山钢厂开工率持续上行, 轮胎开工率窄幅波动, 而江浙地区涤纶长丝开工率和水泥发运率小幅回落。

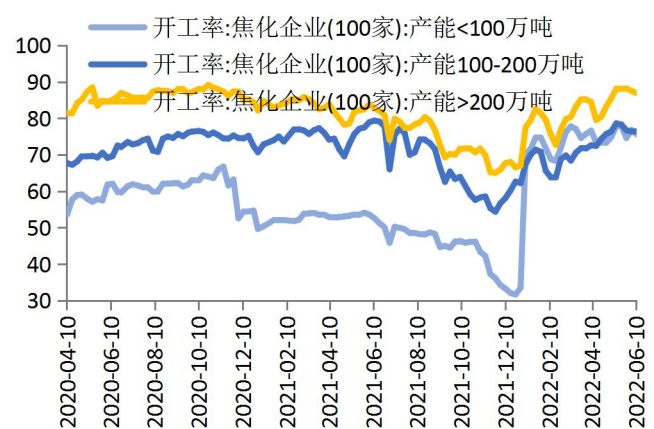
工业品价格方面, 焦煤、焦炭、铁矿价格波动加大, 钢价震荡, 水泥价格延续跌势, 玻璃价格小幅反弹。全球定价商品方面, 原油价格继续上行至 3 月以来新高, 尽管 6 月 2 日欧派克会议决定将 7 月和 8 月的原油产量增 50%, 但对于平抑油价效果有限, 在成品油需求强劲和欧盟对俄的制裁下, 原油供给缺口仍然较大。

图 32: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

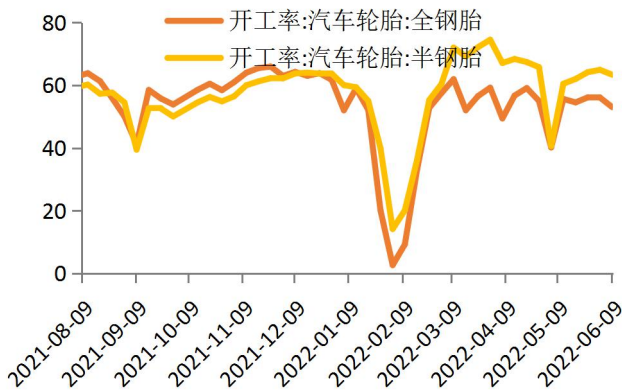
图 33: 焦化企业开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

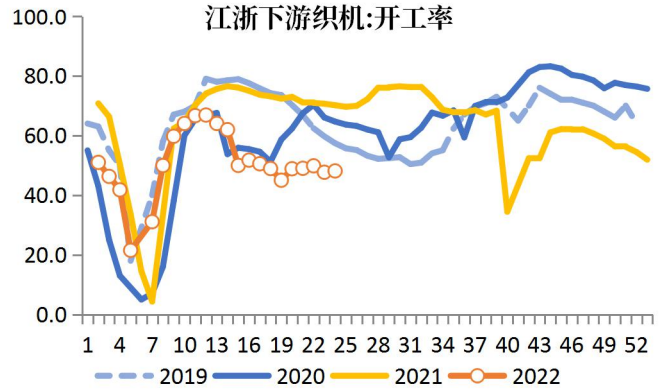


图 34: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



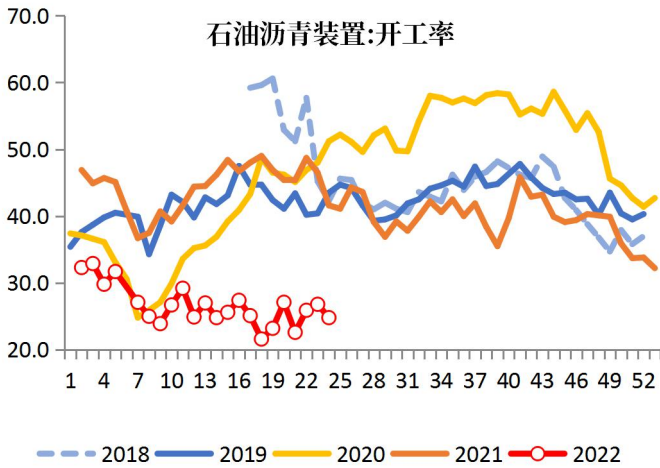
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 江浙下游织机开工率 (%)



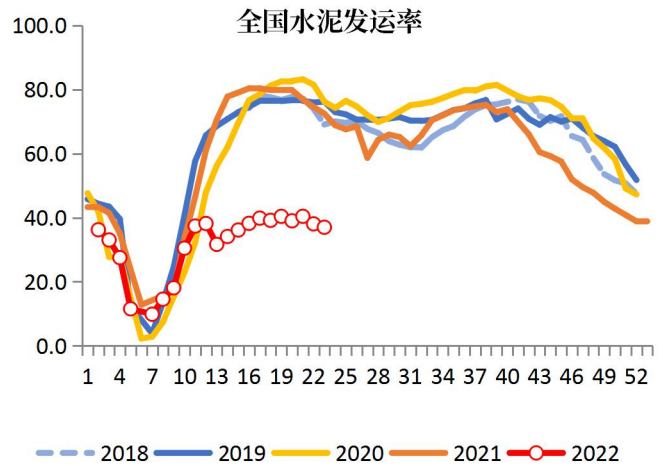
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 石油沥青装置开工率 (%)



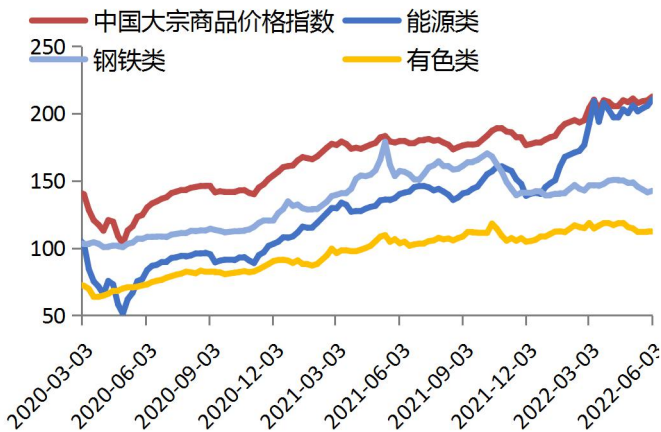
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 全国水泥发运率 (%)



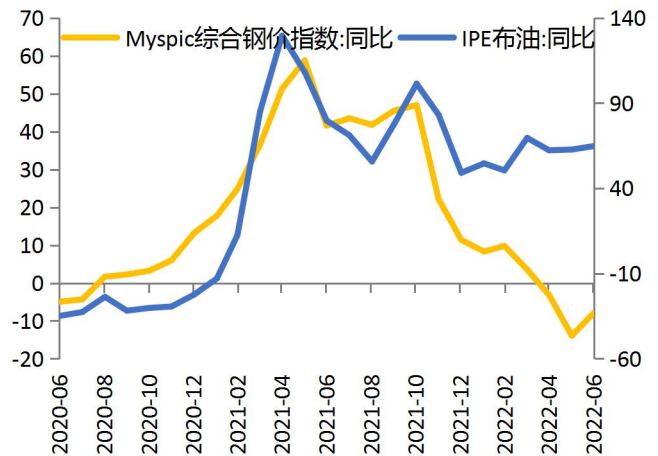
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 大宗商品价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

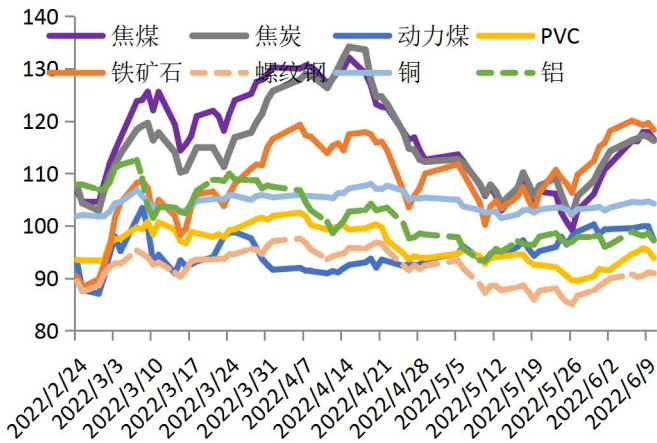
图 39: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

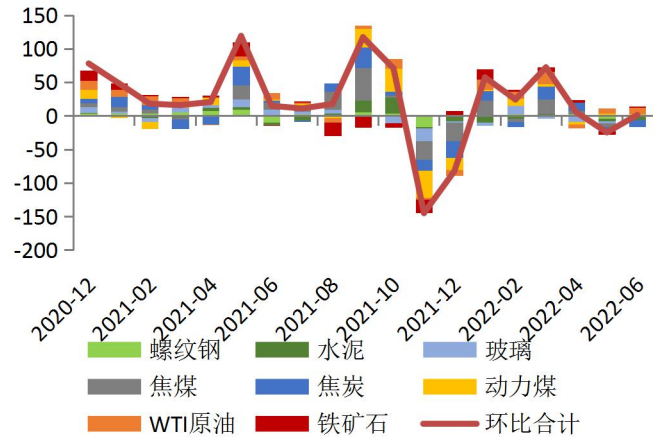


图 40：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 41：工业品价格月度环比（%）

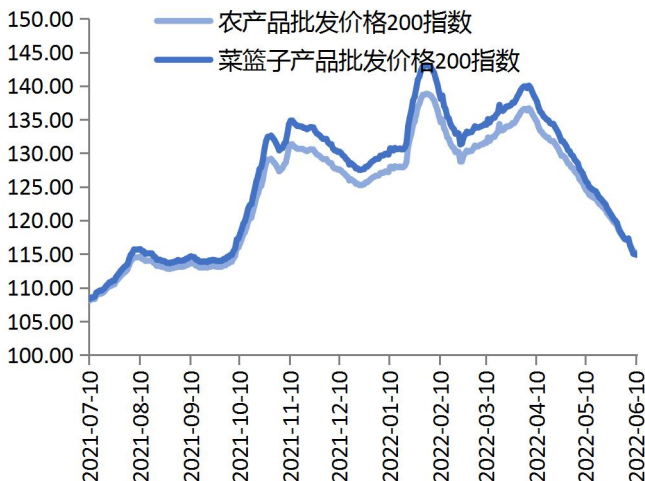


资料来源：Wind，优财研究院

4. 通胀：农产品价格指数继续季节性回落，猪价上涨逐渐趋缓

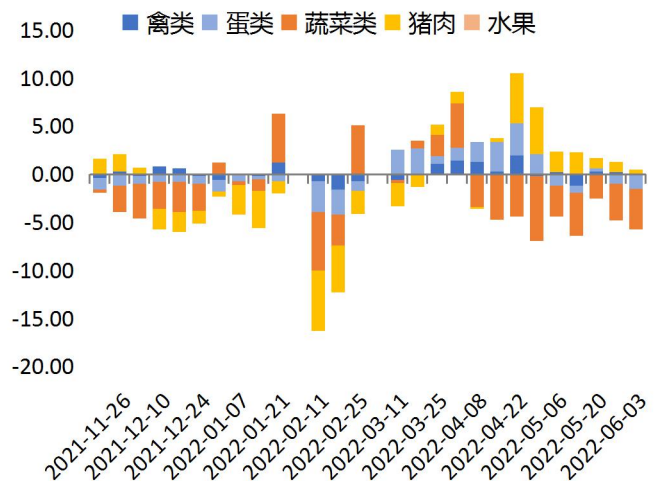
农产品价格指数维持季节性回落，受应季蔬菜上市充足且运输改善影响，蔬菜价格指数继续走低，蛋类价格也有所回落。而受生猪产能去化、收储提振以及养殖户压栏惜售影响，猪肉价格持续底部反弹，不过环比上涨逐渐趋缓，随着生猪产能持续去化，下半年猪价有望逐渐迎来上行周期。

图 42：农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，优财研究院

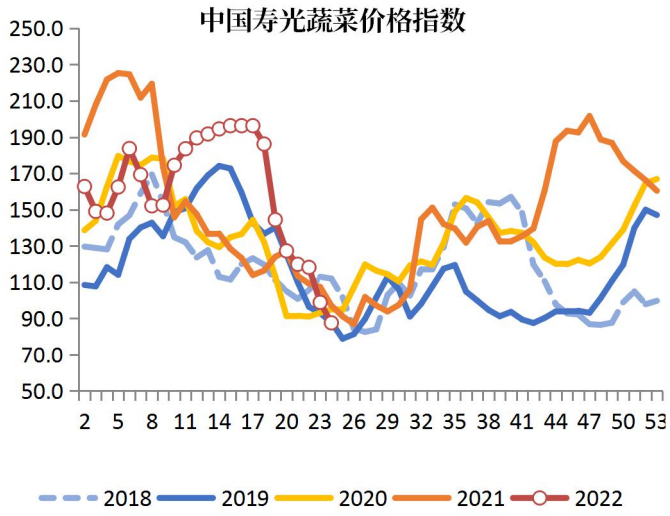
图 43：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

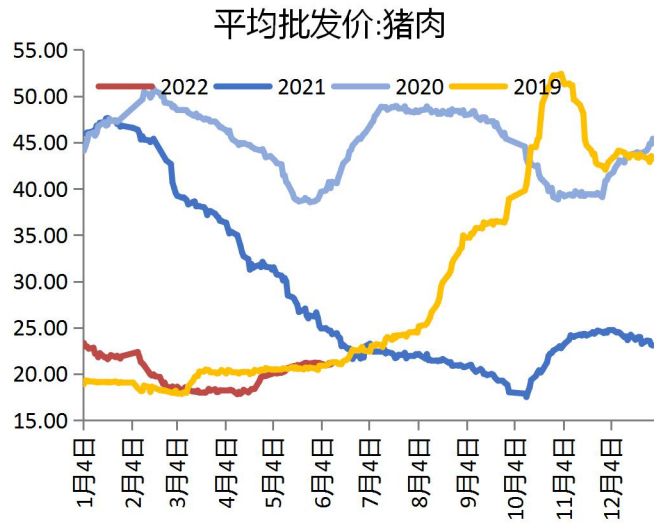


图 44: 寿光蔬菜价格指数



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/>