



2021年6月26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

疫情常态化管理下经济进入弱复苏区间

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 全国疫情整体稳定，常态化管理下经济进入弱复苏区间。以上海为代表的本轮疫情明显好转，8个主要城市地铁客运量继续低位回升，百城拥堵指数也维持偏高位置。但地方性封控措施仍未完全解除，北京城市活动仍然偏低，消费活动受到常态化防控和活动半径收缩的拖累。当前国内宏观经济处在疫情收敛后的环比弱复苏区间，供应链等循环逐步修复，但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) LPR 利率如期按兵不动，美联储加息进程加快约束国内货币空间。稳增长政策框架下货币政策维持合理充裕，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。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。财政方面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) 美国通胀仍在筑顶阶段，加息预期持续高位，美国经济衰退担忧升温，全球避险情绪回升；2) 疫情收敛叠加上海复工，一二线城市商品房销售逐周回暖，后续观察三线城市需求回升是地产产业链能否持续复苏的关键指标；3) 复工复产加快支撑生产端修复，但需求仍然不及疫情前水平；4) 需求端疲弱下工业品价格持续下滑，美国经济衰退担忧下原油价格快速回调；5) 蔬菜价格止跌回升，猪肉价格环比再度上涨。

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，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，同时美联储加息节奏加快制约国内货币政策，债市宏观环境转弱。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，地方债3季度或有断档期，债市调整空间不大。短期债市震荡格局未脱，中期资金面中性回归的预期下可适度博弈曲线小幅熊平，关注特别国债和赤字率提高的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口。

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





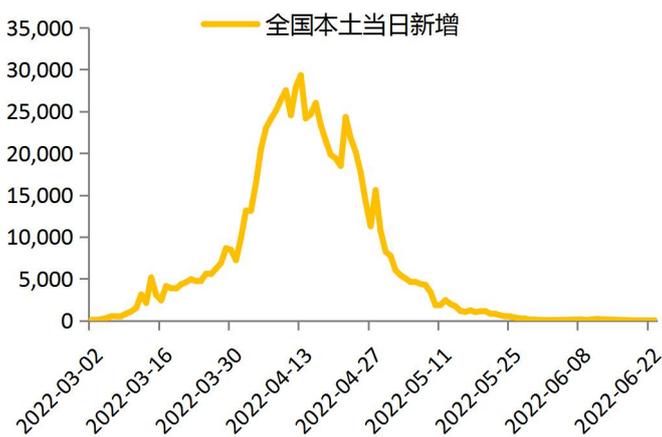
一、宏观数据和政策面进入短暂真空期

● 全国疫情整体稳定，常态化管理下经济进入弱复苏区间

以上海为代表的本轮疫情明显好转，上周全国疫情整体稳定，支撑经济活动好转，8个主要城市地铁客运量继续低位回升，百城拥堵指数也维持偏高位置，一定程度上也受到疫情后非公共交通出行增加的提振。但地方性封控措施仍未完全解除，北京城市活动仍然偏低，拥堵延时指数较往年水平仍有差距，全国电影票房小幅改善但仍持续低位，消费活动受到常态化防控和活动半径收缩的拖累，短期消费恢复仍存在天花板效应。

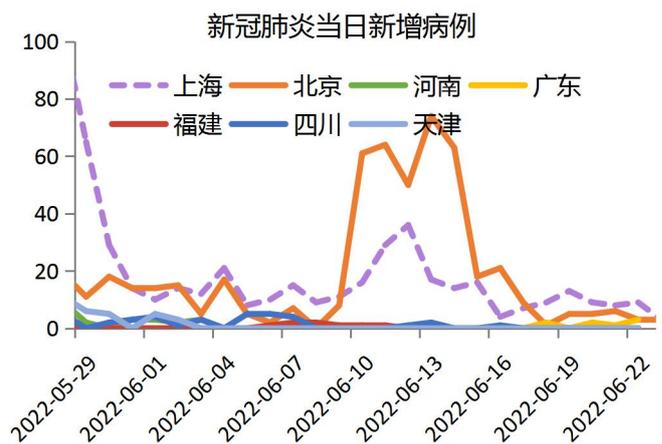
当前国内宏观经济处在疫情收敛后的环比弱复苏区间，供应链等循环逐步修复，但本轮疫情的长尾效应及常态化防控下，市场化主体活力不足，私人部门融资需求仍然偏弱，叠加地产周期下行及私人部门预期转弱，经济动能仍受抑制，本轮经济修复斜率或偏慢。稳经济会议定调下政策持续发力，财政端地方债发行仍在加快，截至目前6月地方债发行规模已达16915.92亿元，超越2020年5月创下历史新高，6月发行规模纪录仍有望继续刷新。

图 1：全国疫情整体稳定（例）



资料来源：Wind，优财研究院

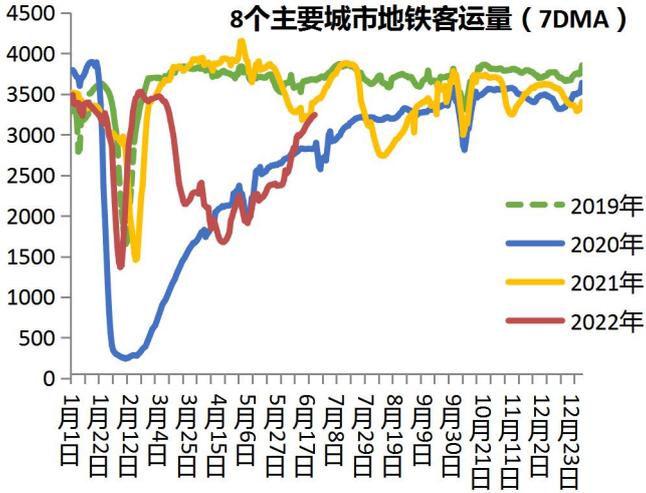
图 2：北京疫情有所收敛（例）



资料来源：Wind，优财研究院

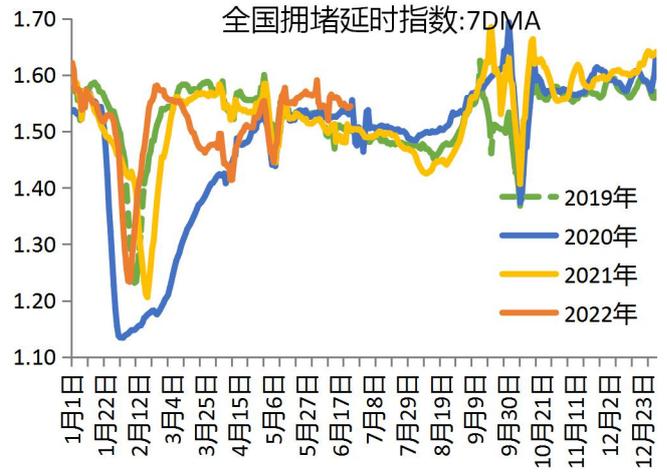


图 3：地铁客运量继续回升（万人次）



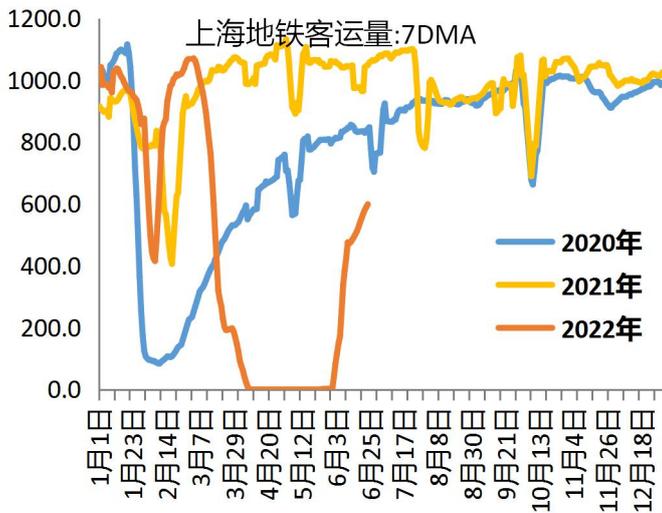
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：全国拥堵指数维持稳定



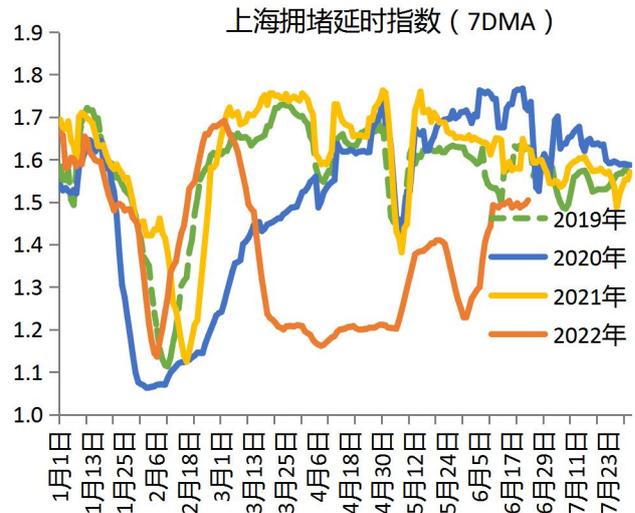
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：上海复工复产加快（万人次）



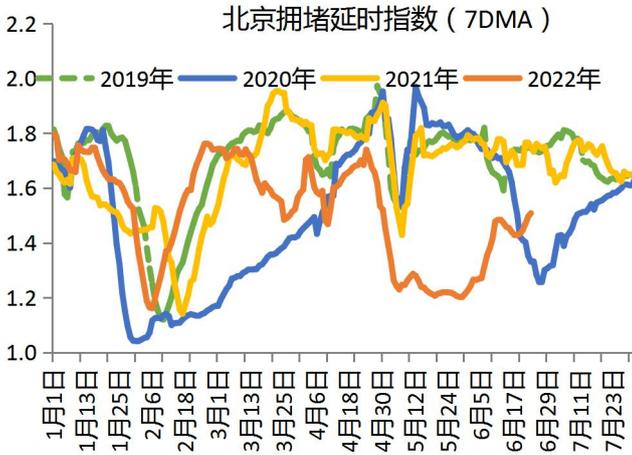
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：上海拥堵指数接近往年水平



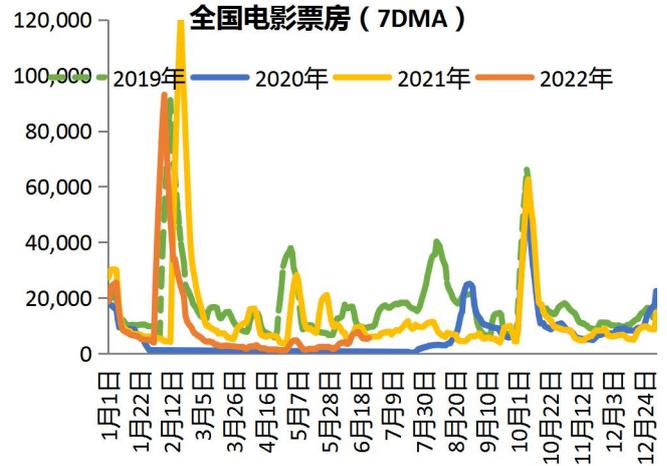
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：北京城市活动仍然偏低



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：电影票房底部小幅回暖（万元）



资料来源：Wind，优财研究院

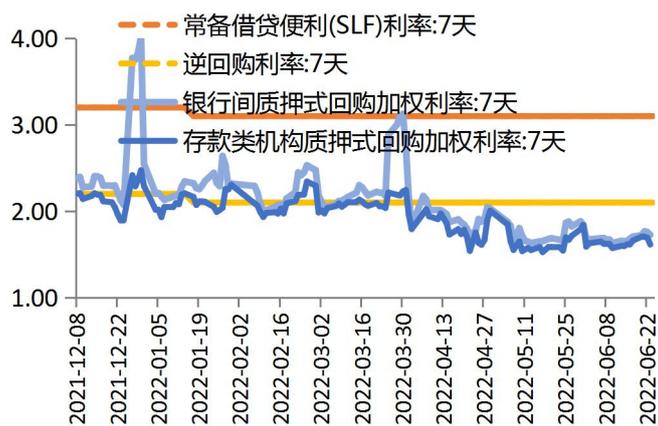
● LPR 利率如期按兵不动，美联储加息进程加快约束国内货币空间

6月20日1年期LPR为3.70%，5年期以上LPR为4.45%，均与上期持平。当前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。

央行：结构性货币政策工具“有进有退”，坚持管好货币总闸门。6月23日，在“中国这十年”系列主题新闻发布会上，中国人民银行副行长陈雨露表示，这十年，我们稳健实施以我为主的货币政策，发挥好货币政策总量调节和结构调节的双重功能，前瞻性地加强跨周期的调节。在这个过程中，有力地促进稳增长、稳物价、稳就业和国际收支平衡。坚持管住货币总闸门，不搞大水漫灌。结构性货币政策工具是兼具总量调节和

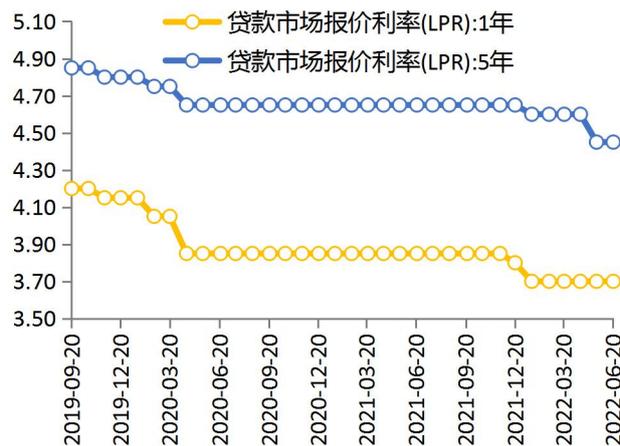
结构性调节双重功能的，也具有基础货币投放功能，有助于保持银行体系流动性合理充裕，支持信贷平稳增长。结构性货币政策工具利率水平同市场利率水平之间相差通常不会很大，所以不会对市场化利率体系造成太大影响。

图 9：DR007 持续低于利率走廊下限 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：LPR 利率如期按兵不动 (%)



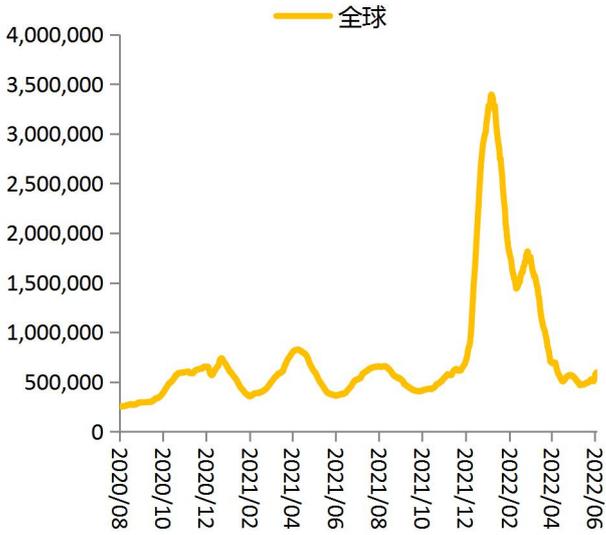
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

美国通胀仍在筑顶阶段，加息预期持续高位，美国经济衰退担忧升温，全球避险情绪回升。往后看，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。经济大概率呈现滞涨或衰退的特征，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。

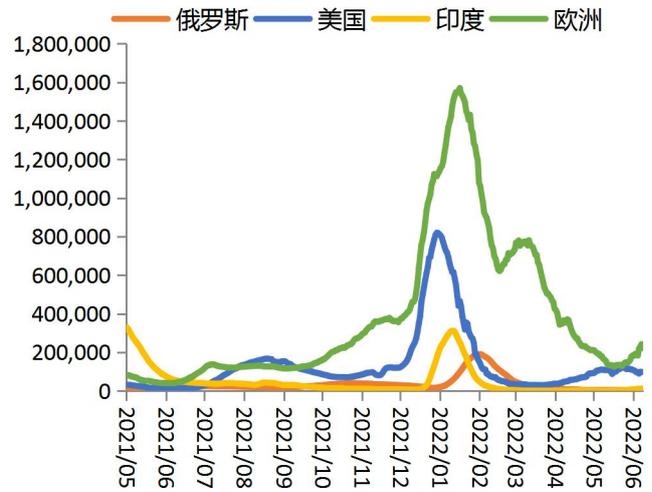


图 11: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



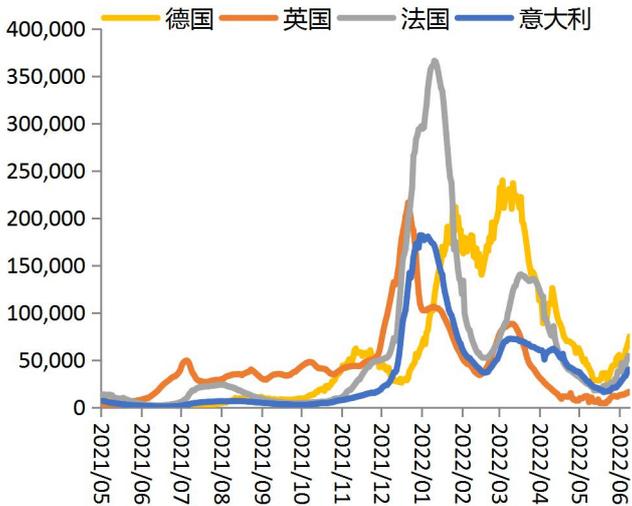
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



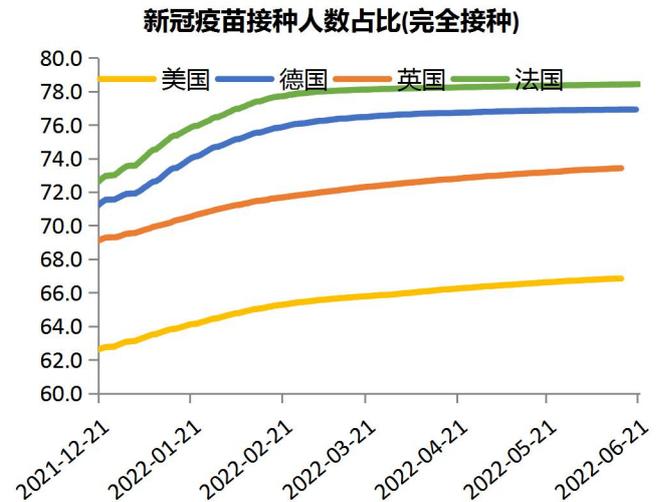
资料来源: Wind, 优财研究院

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

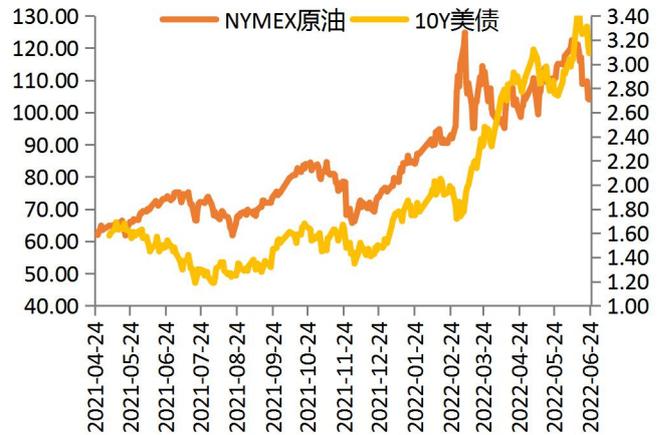


图 15: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



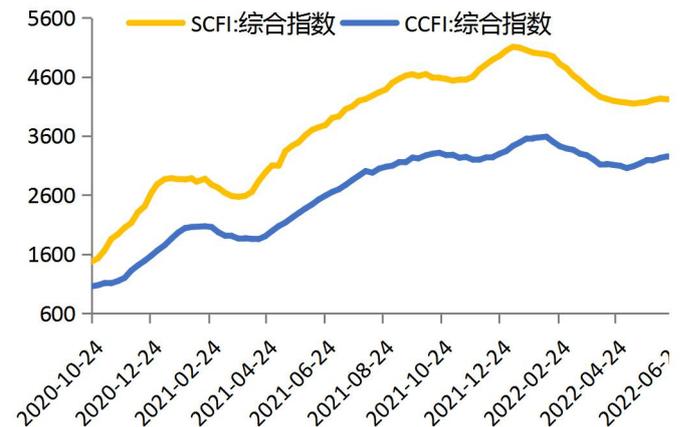
资料来源: Wind, 优财研究院

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. 需求: 疫情收敛叠加上海复工, 一二线城市商品房销售逐周回暖

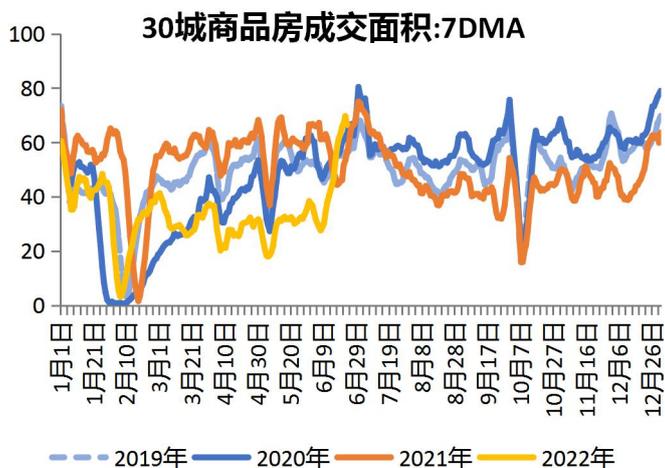
上周商品房销售继续明显回升, 全国疫情收敛叠加复工复产加快支撑地产销售回暖, 同比降幅逐周收窄, 6月截至23日, 30城商品房成交面积同比增速为-19.4% (1-16日为-32.5%, 1-10日为-46%, 5月为-48%)。尤其是上海解封下一二线城市商品房复苏较为明显, 而土地成交仍然偏弱, 后续需观察商品房需求是否向三线城市扩散, 观察地产



产业链能否持续复苏。

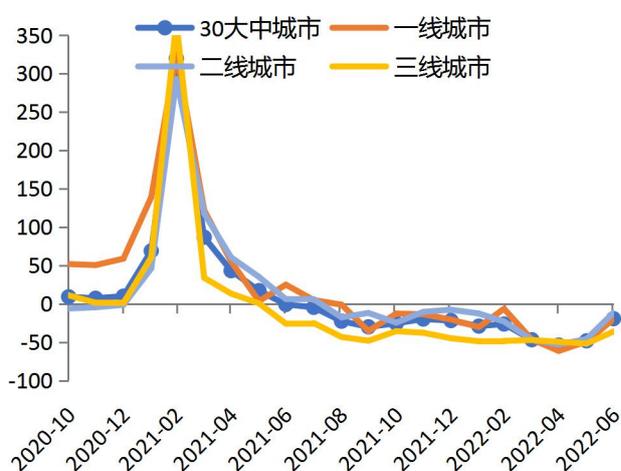
地产周期下行叠加居民部门预期转弱抑制需求端修复，当前地产政策放松有所加快，但居民收入压力及预期偏弱下，预期改善仍需要时间，后续复工进程加快和政策支撑下居民预期修复是关键。

图 19：30 城商品房成交面积（万平方米）



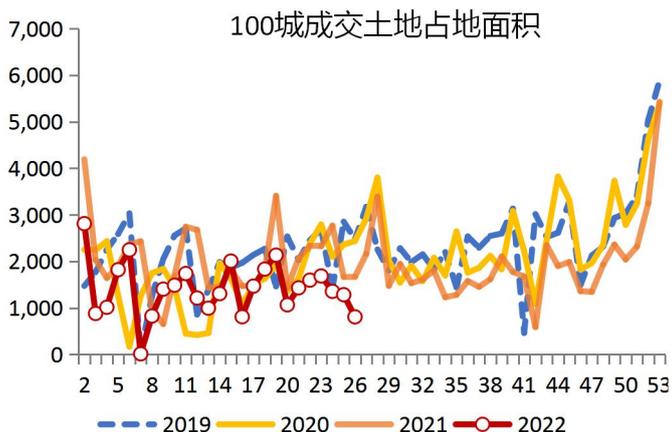
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：30 城商品房成交面积同比（%）



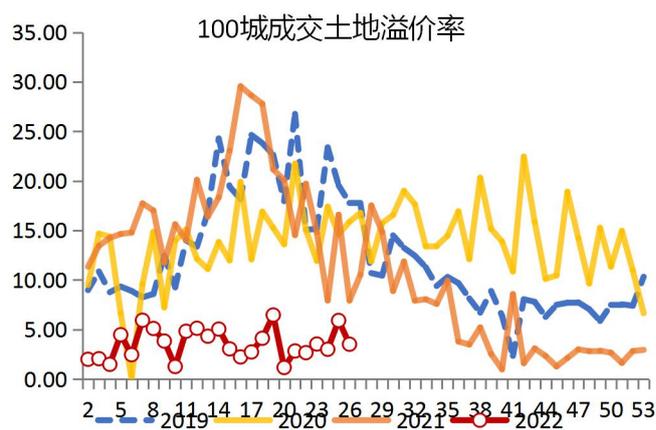
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 22：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：复工复产加快支撑生产端修复，但需求仍然不及疫情前水平

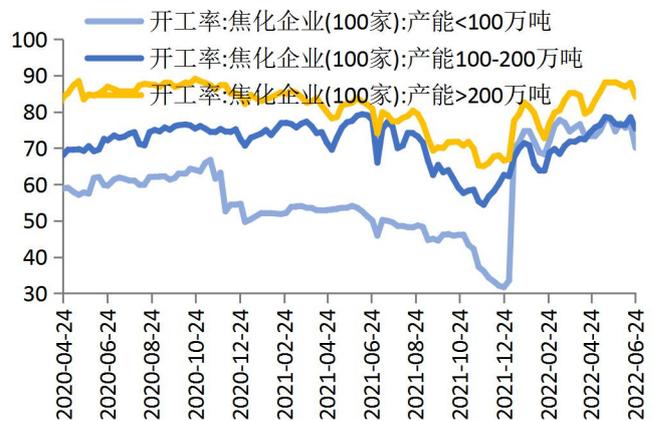
华东地区气温回升下民用电负荷攀升，电厂日耗超去年同期；而钢价连日下跌后个别钢厂主动检修，唐山钢厂开工率小幅回落；轮胎企业成品高库存压力下，开工率提升力度相对有限，整体维持稳定；江浙地区涤纶长丝开工率窄幅波动。建筑活动高频指标有边际改善迹象，石油沥青装置开工率小幅上行，水泥企业开工率整体偏低，但近期环比开始攀升。

图 23：唐山钢厂高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：焦化企业开工率（%）



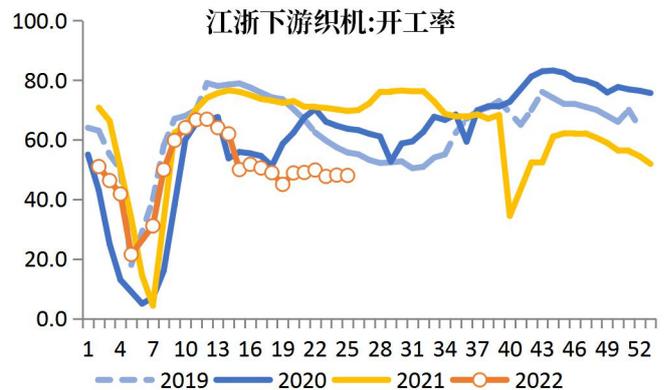
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



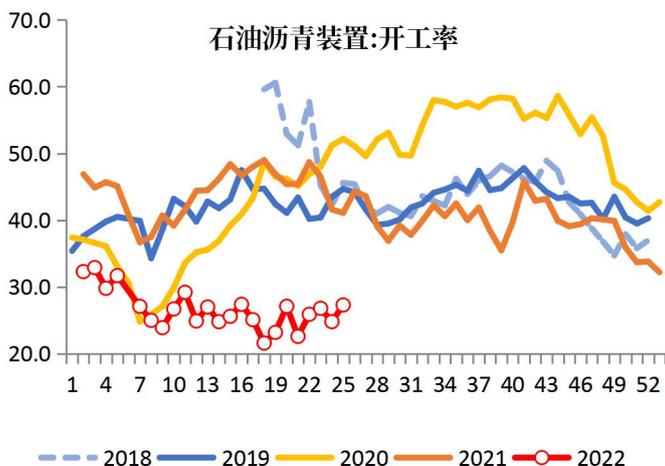
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：江浙下游织机开工率（%）



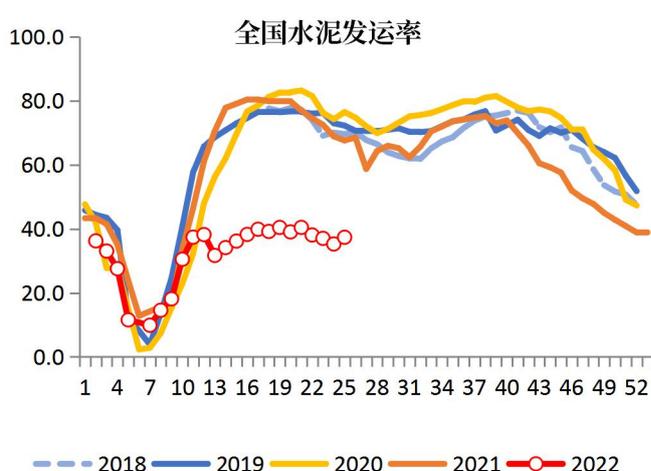
资料来源：Wind，优财研究院

图 27: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 全国水泥发运率 (%)

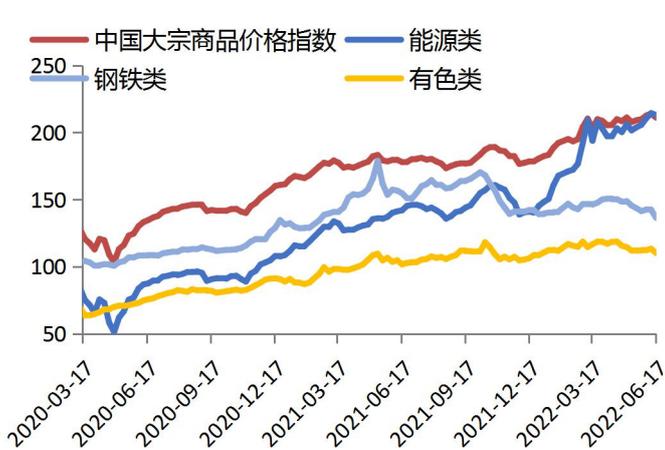


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 工业品价格: 需求端疲弱下工业品价格持续下滑, 美国经济衰退担忧下原油价格快速回调

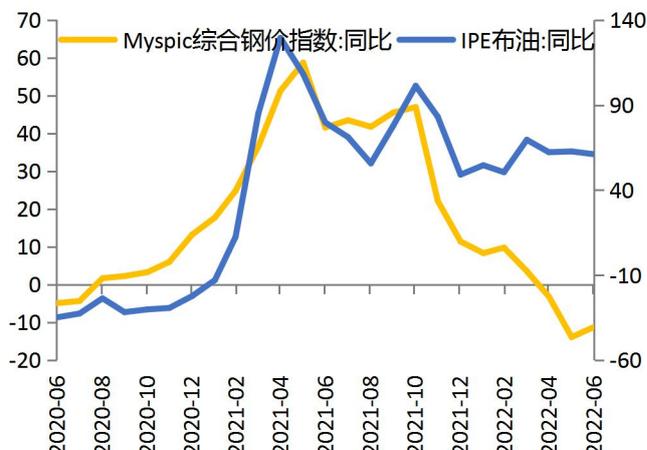
需求端疲弱下工业品价格持续下滑, 焦煤、焦炭、铁矿、钢材、PVC 价格均延续高位回落行情, 需求端低迷下钢材提前累库, 水泥价格跌至 2019 年同期水平, 玻璃价格继续下跌。而全球定价商品方面, 美联储加息进程加快下, 市场对美国经济衰退的担忧升温, 避险情绪升温, 石油消费预期回落下原油价格快速回调, 需求转弱担忧下铜铝价格也承压下跌。

图 29: 大宗商品价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

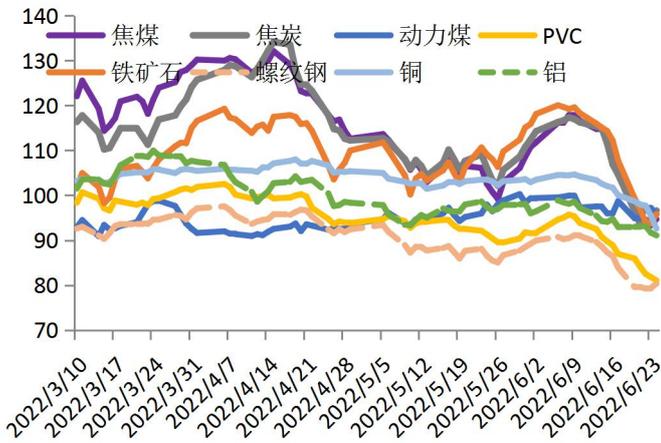
图 30: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

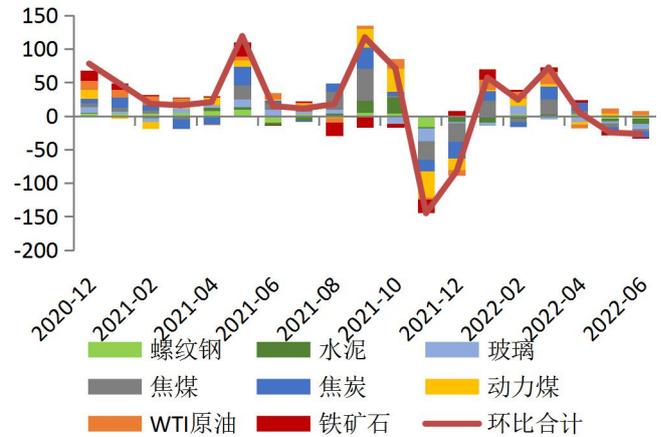


图 31：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：工业品价格月度环比（%）

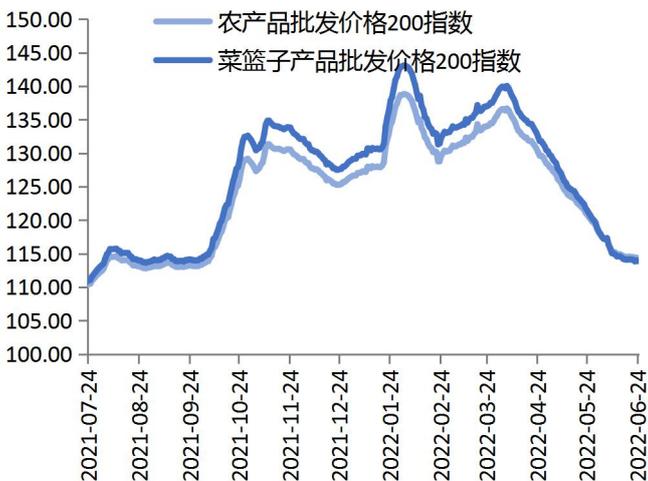


资料来源：Wind，优财研究院

4. 通胀：蔬菜价格止跌回升，猪肉价格环比再度上涨

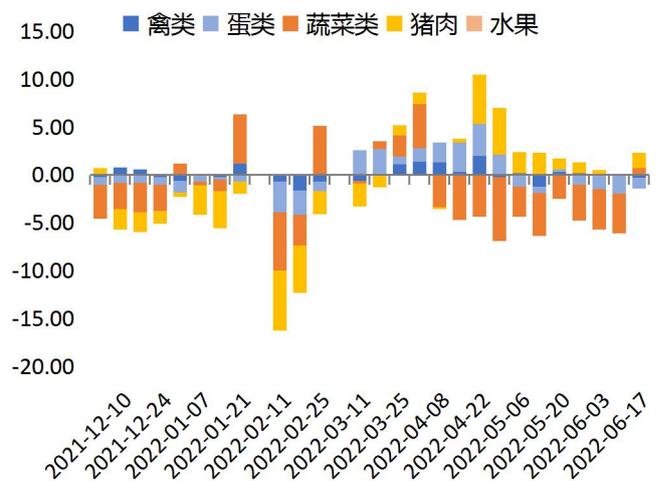
农产品价格指数跌势放缓，蔬菜价格止跌回升，符合季节性表现，猪肉价格环比重新回升，受养殖场看涨情绪浓烈下部分养殖场压栏惜售的提振。往后看随着生猪产能持续去化，下半年猪价有望逐渐迎来上行周期，但短期仍呈现供强需弱的结构，猪价上行或不顺畅。

图 33：农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，优财研究院

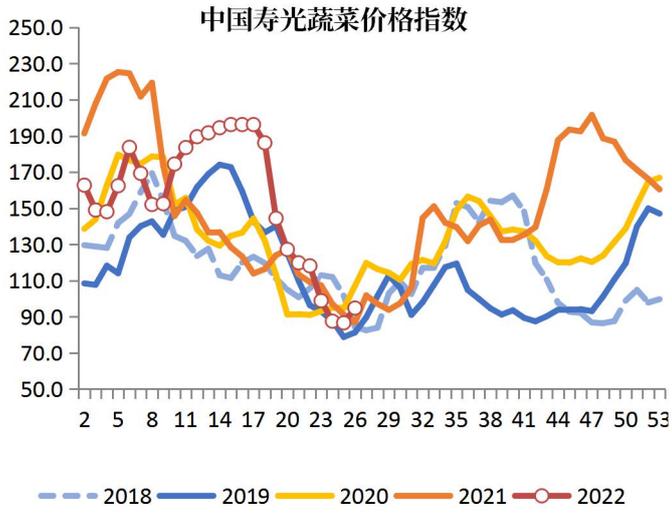
图 34：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

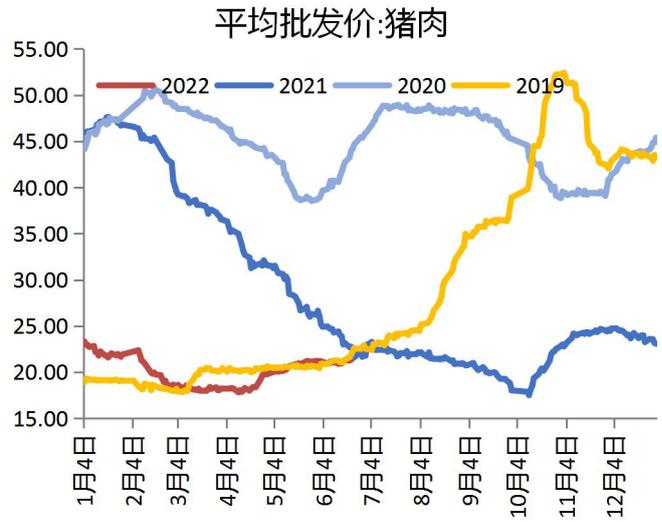


图 35: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 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/>