



2022年7月1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



宏观经济小复苏，下半年政策看财政

内容提要

上半年宏观定价的主线和扰动：今年上半年宏观环境面临内外政策周期的分化，“海外抗通胀”和“国内稳增长”是两条主线，而“俄乌冲突”、“美联储加息”以及“国内疫情”则成为三大宏观扰动，内外扰动下国内经济三重压力加大，经济运行梗阻下呈现“类衰退”特征。宏观主线和扰动也成为上半年宏观定价的主要线索，微观主体活力不足下实体融资需求偏弱，货币政策持续宽松，而尽管财政节奏前置下利率债供给偏多，但央行上缴利润和结余支撑流动性充裕，叠加企业债和非标融低位引发债市资产荒，机构配置压力下并未形成超额供给，上半年债市面临的宏观环境远好于权益资产，融资需求偏弱下利率存在内生下行动力。

宏观经济进入小复苏区间：疫情的意外冲击下 5.5% 左右的经济增长目标不再重要，国内疫情收敛后，物流、供应链等循环的逐步恢复有望支撑经济活动修复，生产和消费的短期回补下经济进入环比脉冲修复阶段，叠加稳经济会议召开后一揽子政策持续发力、压实地方责任，全国有望进入到一轮兼容防疫和经济的新常态化防控模式，下半年经济进入小复苏区间。

但微观主体活力不足制约经济修复斜率，且当前宏观环境与 2020 年有较大差异，本轮疫后经济修复压力更大，复苏可能缺乏弹性和持续性。我们预计今年三季度处于经济自发式修复的第一阶段，环比同比均有望显著回升，叠加去年三季度拉闸限电、地产收紧、隐债监管等因素下的低基数效应，三季度 GDP 同比有望回升至 5% 左右，而在环比脉冲力量逐渐收敛后四季度 GDP 增速仍可能小幅放缓，财政的增量力度是关键。

基建仍是稳增长的重要抓手、后劲关键看下半年财政增量，地产依然低位修复、现有政策框架下投资回升力度有限，消费修复的天花板效应较 2020 年更低，出口和制造业“减速+韧性”是关键词，出口重点关注海外需求放缓斜率。当前进入政策观察期，后续的政策空间取决于经济恢复状况，但内外约束下政策力度或受限制，7 月政治局会议是重要的时间窗口。

实体融资需求小幅修复：上半年，内生融资需求偏弱遇上疫情冲击，社融总体呈现“政府逆周期加杠杆+企业稳杠杆+居民降杠杆”的结构，信贷条件宽松但需求不足，微观主体活力不足是主因。随着疫情收敛以及稳增长政策发力，经济

请务必仔细阅读正文之后的声明

活动进入小复苏区间，下半年企业经营性融资需求有望恢复，信贷总量和结构有望边际改善，三季度实体融资需求有望小幅修复，支撑社融拐点显现。但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，私人部门预期仍弱，融资主体仍存约束，关注三季度是否提升赤字率或发行特别国债，将影响本轮社融回升的斜率。

货币政策仍需保驾护航，保市场主体政策目标下财政更需担力：上半年流动性呈现衰退式宽松，下半年，实体融资需求仍然偏弱，宽信用仍需宽货币保驾护航。但货币政策需要兼顾更多目标，外部美联储加息+内部CPI上行，内外平衡压力加大，且微观主体活力不足下货币政策着力有限，结构性政策或是重心，OMO、MLF降息概率较低，资金面预计从宽松向中性收敛。保市场主体政策目标下财政更需担力，下半年政策发力仍需看财政，关注财政缺口补充的可能，提高赤字率、发行特别国债或提前发行下一年度专项债是主要方向。

股市下半年宏观环境大概率好于上半年：上半年宏观内外扰动下国内经济“类衰退”，微观主体活力不足下实体融资需求偏弱，债市面临的宏观环境远好于权益资产，但短期和中期矛盾下债市上有顶下有底。股市下半年宏观环境大概率好于上半年，美联储加息下，外资流出和汇率贬值压力是负面扰动，不过中美经济周期错位下，中国从类衰退转向弱复苏，国内经济复苏方向确定叠加内部流动性充裕，仍支撑A股走出相对独立的行情，但经济修复斜率偏弱下制约股市进一步回升空间，且近期反弹力度不低，业绩期来临下短期股市或偏休整。

债市低波动环境延续下提防三季度逆风：上半年融资需求偏弱下利率存在内生下行动力，而随着三季度内生融资需求有望小幅修复下，债市环境较上半年走弱，宏观经济进入小复苏区间+货币政策内外约束加大+资金面中性收敛+财政存增量空间+中美利差倒挂下，债市逆风下三季度利率面临一定上行风险。不过微观主体活力不足、经济内生动力偏弱仍制约经济修复斜率，叠加资金面整体合理充裕基调不变，仍限制收益率上行空间，四季度债市或重回震荡或小幅下行，预计10Y国债收益率维持2.65-3.0%震荡区间，三季度提防利率上行压力，利率若调整接近上沿仍是机会，债市整体仍将延续低波动状态。7-8月资金面中性回归预期下可适度博弈曲线小幅熊平机会。

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

目录

一、	上半年宏观定价的主线和扰动	4
1.	宏观环境的主线和扰动	4
2.	经济主线和扰动主导资产价格	6
二、	宏观经济进入小复苏区间	8
1.	疫情收敛下短期经济进入环比脉冲修复阶段	8
2.	微观主体活力不足制约经济修复斜率	10
3.	美国年底衰退风险抬升	13
4.	宏观经济进入小复苏区间	15
三、	基建发力仍是经济“小复苏”的重点	16
1.	地产投资底部修复	16
2.	基建投资仍是稳增长抓手，但财政缺口制约后续回升动力	19
3.	疫情长尾效应下消费仍是经济恢复的慢变量	20
四、	实体融资需求小幅修复	21
五、	货币政策仍需保驾护航	23
1.	融资需求疲弱下上半年流动性呈现衰退式宽松	23
2.	实体融资需求偏弱阶段，货币仍需保驾护航	23
3.	货币政策需要兼顾更多目标，内外约束加大	24
4.	货币政策侧重结构性工具，OMO、MLF 降息概率较低	26
六、	保市场主体政策目标下财政更需担力	27
七、	资产价格	28
	重要声明	31

一、上半年宏观定价的主线和扰动

1. 宏观环境的主线和扰动

今年上半年宏观环境面临内外政策周期的分化，“海外抗通胀”和“国内稳增长”是两条主线。一方面，海外的疫后宽松政策支持需求上行斜率明显偏高，叠加全球供应链受阻下供给修复速度慢于需求，供应缺口推升海外通胀超预期上行。另一方面，国内疫后政策较快回归正常化，并且在出口的高景气度支撑下 2021 年金融政策逐步收紧，地方隐性债务监管趋严，地产调控升温，三道红线、贷款集中度考核约束地产信用扩张，叠加疫情常态化防控下消费修复的天花板效应，经济内生动能走弱，国内经济面临稳增长压力。

而“俄乌冲突”、“美联储加息”以及“国内疫情”则成为三大宏观扰动，内外扰动下国内经济三重压力加大，经济运行梗阻下呈现“类衰退”特征。

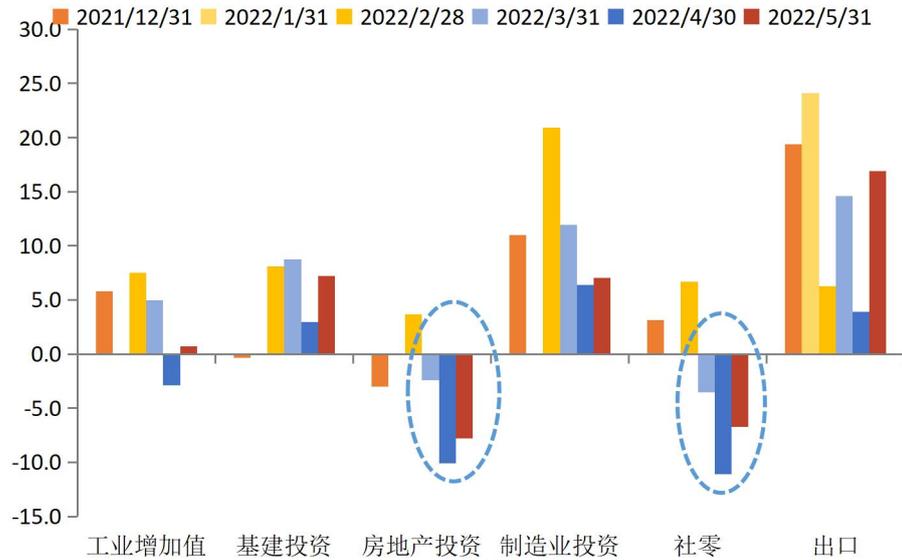
- 1) 俄乌冲突的地缘政治风险进一步加剧供应链担忧，供给端冲击下能源、金属、农产品、化肥等价格快速上涨，大宗商品和原材料供给波动进一步推升全球通胀压力。对于国内来说，俄乌冲突进一步加大成本端压力，加剧制造业经营困境。（国内生产资料价格指数较 2019 年底累计涨幅近 40%）
- 2) 美国通胀持续走升压力下，美联储被迫加快加息步伐，推升全球经济滞胀担忧，对国内经济形成持续外部压力，一方面海外经济下行压力拖累外需，另一方面中美利差倒挂的背景也制约国内货币政策空间。
- 3) 3-5 月上海疫情爆发对经济形成附加冲击，不仅冲击受社交距离影响较大的消费和服务业部门，同时上海的生产停摆和供应链冲击也加剧全国生产和投资端压力，“疫情-地产”链条影响发酵拖累房地产销售和投资。经济供需两端冲击下居民部门就业和收入压力增大。

图 1：经济从“类滞胀”到“类衰退”（%）



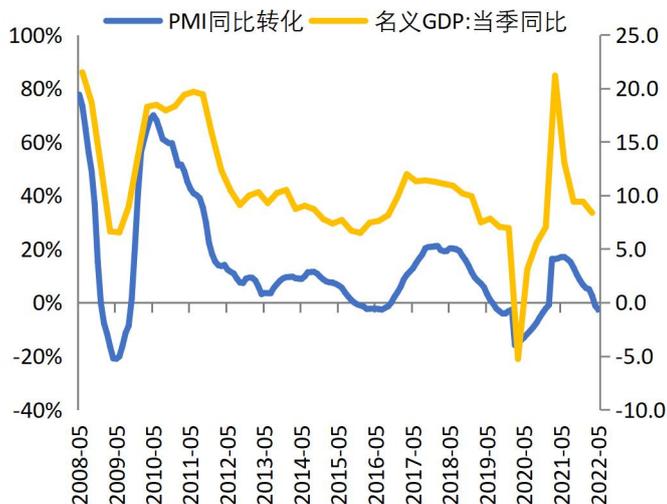
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：需求分化明显，地产和消费部门表现最弱（%）



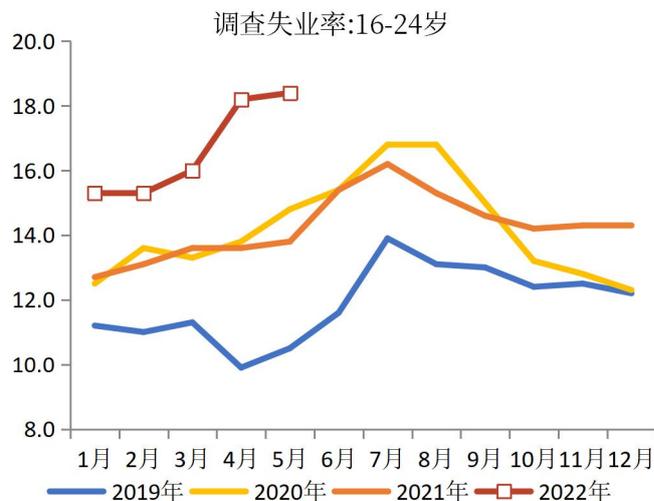
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：宏观主线叠加扰动下经济下行压力加大 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：16-24 岁失业率明显高于往年同期 (%)



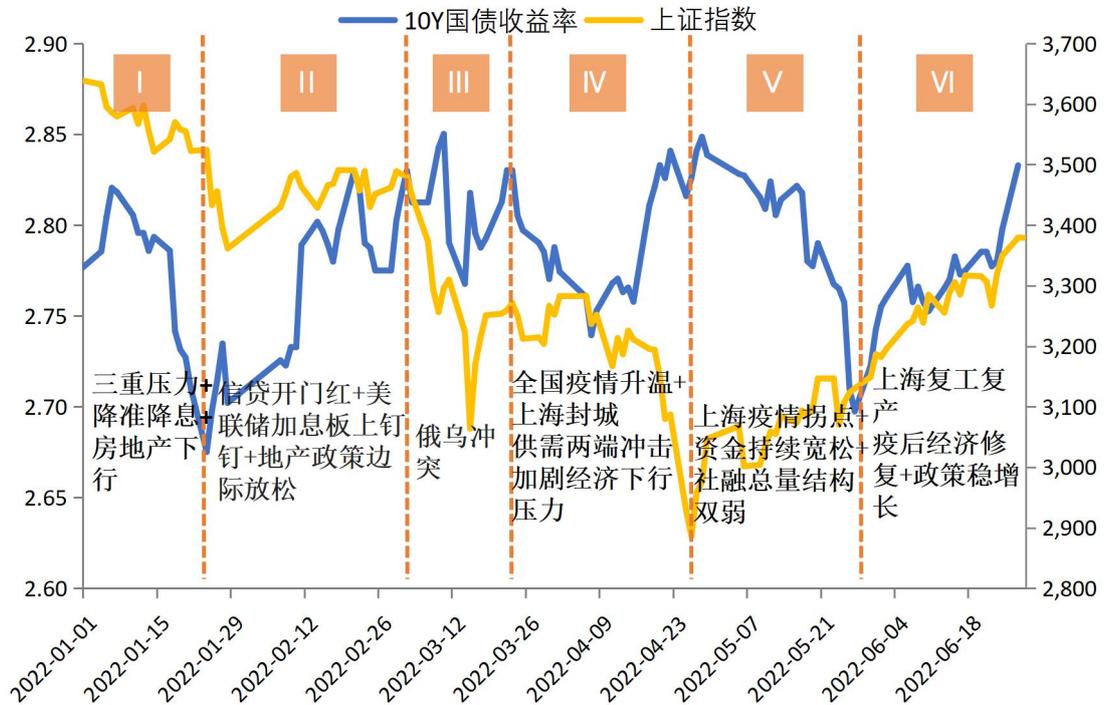
资料来源：Wind，优财研究院

2. 经济主线和扰动主导资产价格

“海外抗通胀”和“国内稳增长”两大主线，叠加“俄乌冲突”、“美联储加息”、“国内疫情”三大扰动，成为上半年宏观定价的主要线索：

- i. 年初-1月底，经济面临“三重压力”+货币政策降准降息+房地产下行，股市下跌、利率下行；
- ii. 1月底-2月底，信贷开门红+美国国内通胀高企下美联储加息预期板上钉钉、美债收益率继续上行+房地产需求政策边际放松，宽信用预期升温，引发债市调整，股市震荡；
- iii. 2月底-3月底，俄乌冲突爆发，地缘政治风险上升，影响风险偏好，利率在此前调整后震荡走平，股市快速下跌；
- iv. 3月底-4月底，上海疫情升温并向全国扩散，上海封城引发供应链局部断裂，经济供需两端冲击加剧下行压力，宏观稳增长主线遭遇超预期扰动，股市大跌，债市受货币宽松博弈影响波动加大，长端利率一度探底；
- v. 4月底-5月底，股市定价疫情拐点，债市定价资金持续宽松及社融不佳；
- vi. 6月初至今，上海解封并加快复工复产，股债均定价疫后经济修复和稳增长政策逻辑，小复苏交易下股市和利率同步上行。

图 5：经济主线和扰动主导资产价格（%）



资料来源：Wind，优财研究院

而在此之间，自去年年底开始的全球无风险利率的上行的定价贯穿始终，打破长久期高估值资产此前的向好走势，无风险利率的抬升冲击全球权益资产估值，尤其是成长类资产与美债利率保持明显的负相关性，直到5月初国内疫情拐点后两者背离，股市定价逻辑切换至稳增长和疫后经济修复。

总的来看，内外扰动下国内经济三重压力加大，经济呈现“类衰退”特征，微观主体活力不足下实体融资需求偏弱。货币政策持续宽松，而尽管财政节奏前置下利率债供给偏多，但央行上缴利润和结余支撑流动性充裕，叠加企业债和非标融低位引发债市资产荒，机构配置压力下并未形成超额供给，上半年债市面临的宏观环境远好于权益资产，融资需求偏弱下利率存在内生下行动力。

图 6: 无风险利率上行冲击成长类资产表现(点, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 美债利率上行打破高估值资产走势(点, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、宏观经济进入小复苏区间

1. 疫情收敛下短期经济进入环比脉冲修复阶段

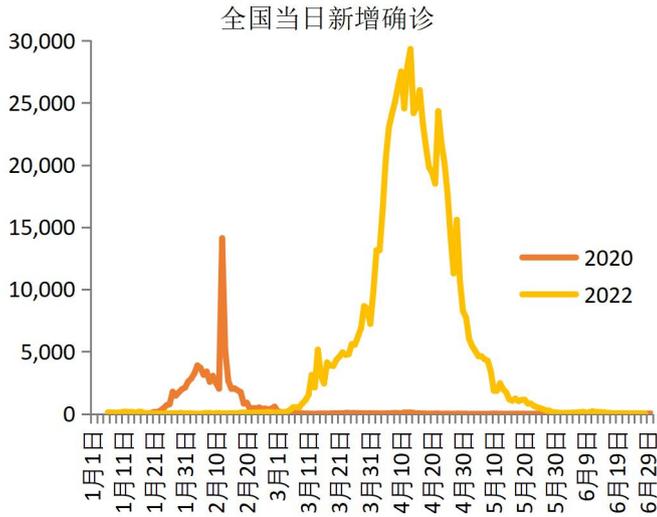
随着国内疫情进入收尾阶段, 全国有望进入到一轮兼容防疫和经济的新常态化防控模式, 下半年经济进入小复苏区间。第九版的新冠防控方案出台也意味着国内防疫政策的进一步放松, 物流、供应链等循环的逐步恢复有望支撑经济活动修复, 物理隔离解除后消费和生产有望补偿性回补, 经济进入自发式环比修复阶段。叠加稳经济会议召开后一揽子政策持续发力、压实地方责任, 经济从类衰退向小复苏切换, 经济环比有望继续改善。

经济短期将经历一轮相对确定性的环比修复脉冲, 并逐渐向同比天花板回归。第一阶段, 复工复产下部分消费和生产补偿性回补支撑经济环比修复动能偏强, 其边际力量主要集中在这一阶段, 因此环比增速将以高于正常季节性的水平逐月递减; 第二阶段, 随着环比脉冲的减退, 经济逐渐回归常态化路径, 疫情防控的长期化特征使得消费和经济同比都存在天花板效应。

参照 2020 年疫后生产和消费的修复, 都存在相同的特征, 工业增加值在疫情结束后的四个季度里保持高于正常化的环比增速并逐季回落, 消费也在随后的三个季度内环

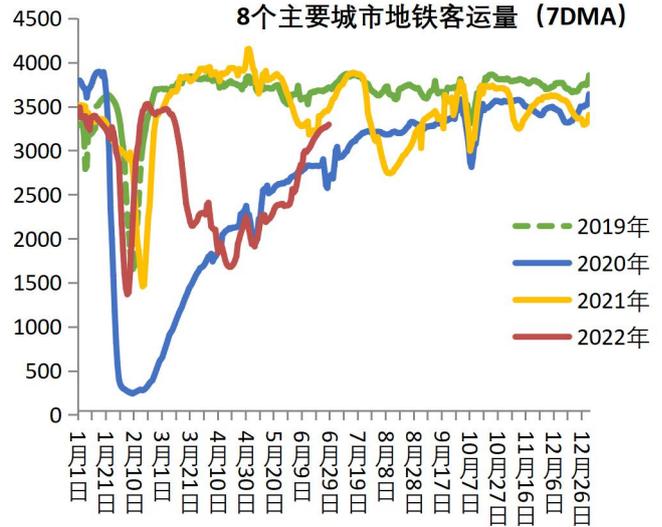
比超季节性增长。但随着环比脉冲的减退，经济自发修复的天花板效应也逐渐显现，在生活半径的缩短以及收入增速回落压力下，社会零售消费两年平均同比仍未恢复到疫情前的增长水平。

图 8：本轮疫情逐渐收敛（例）



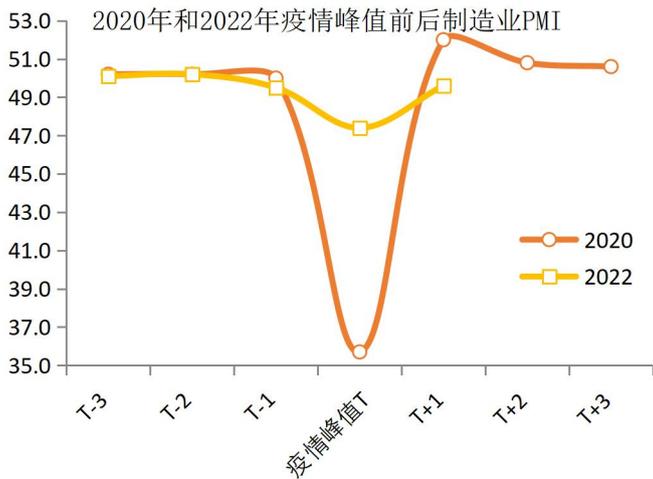
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：地铁客运量逐渐向正常化回归（万人次）



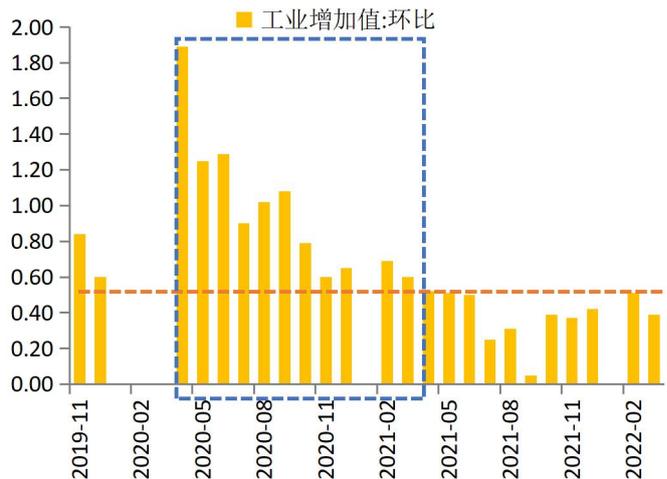
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：疫情峰值后经济进入修复阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：环比修复增速高于季节性逐月递减（%）



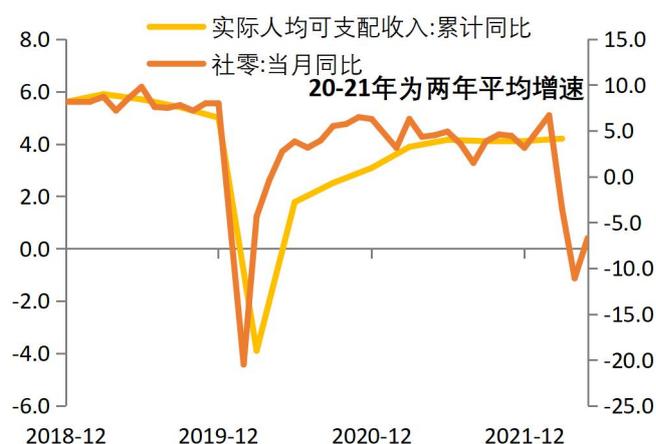
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 经济修复先快后慢 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 经济修复存在天花板效应 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 微观主体活力不足制约经济修复斜率

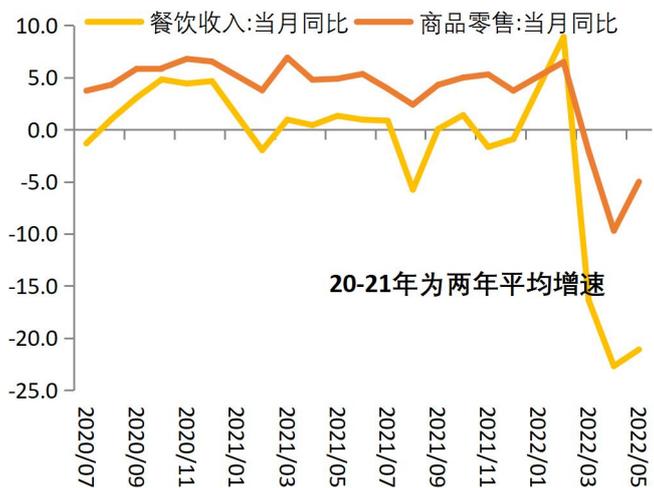
但中期看, 目前宏观环境与 2020 年有较大差异, 本轮疫后经济修复压力更大, 复苏可能缺乏弹性和持续性。

- 1) 本轮疫情的长尾效应及常态化防控下, 经济修复的天花板效应更低, 市场化主体预期偏弱、活力不足, 私人部门融资需求仍然偏弱。由于奥米克戎的高隐匿性和传播性特点, 决定了本轮疫情防控的难度和级别将高于 2020 年, 尽管当前“常态化核酸+复工”的防控模式可以尽可能控制疫情传播的量级, 但较高的局部封控频次仍对消费场景和供应链形成较大扰动, 拖累经济的修复进程, 同时长尾效应下的不确定性也制约市场主体的预期修复。
- 2) 出口和地产是支撑 2020 年疫后经济修复的主要部门, 但当前两大引擎增长动力有限。当前出口一方面面临“海外库存回落周期”和“美联储加息引发的经济衰退风险”下的外需放缓压力, 另一方面在越南、印度等供应链恢复下, 国内出口份额也面临收缩压力。而地产方面, 周期性下行压力叠加疫情冲击, 二季度地产产业链全线走弱, 房地产投资仍处在探底阶段。尽管房贷利率下调有助于支撑市场预期和需求的回暖, 但居民收入压力及预期恢复缓慢仍约束销售修复弹性, 房企补库存意愿和能力不足制约前端拿地和开工, 地产投资短期仍难

走出底部，同时拖累信用宽松进程并加大土地财政压力。

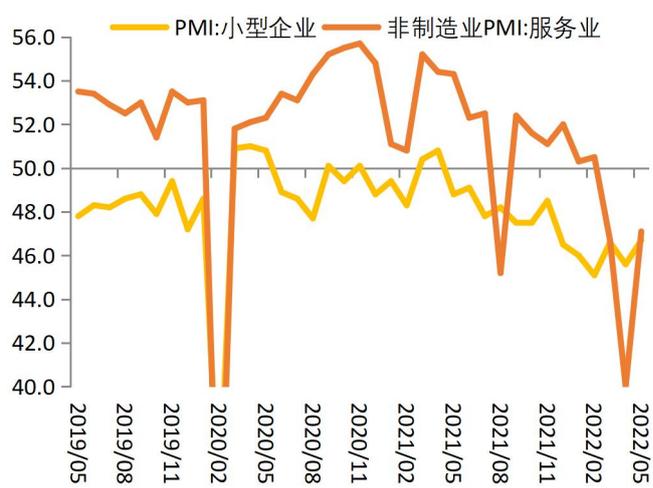
- 3) **资产负债表受损下企业信心不足、居民预防性储蓄更明显。**疫情的持续化常态化防控下，过去两年服务业和中小企业生存压力较大，远未恢复至疫情前水平，对应这部分从业人员也面临失业率上行、可支配收入增速回落压力。当前企业和居民的资产负债表比 2020 年更差，修复难度更大，企业信心不足，收入受损和预期不稳下居民预防性储蓄回升明显。
- 4) **海外高通胀叠加美联储快速加息窗口期，国内政策空间受到约束。**当前美国通胀高企推升美联储加息步伐持续加快，在美联储快速加息、中美利差全面倒挂的背景下，国内面临汇率贬值和资本外流的外部平衡压力，货币政策“以我为主”但仍需兼顾外部约束。并且在海外大通胀背景下，输入型通胀加大制造业成本端压力，“不超发货币、不透支未来”的政策要求也限制了财政和货币的宽松空间。

图 14: 疫情长尾效应制约接触式线下活动修复 (%)



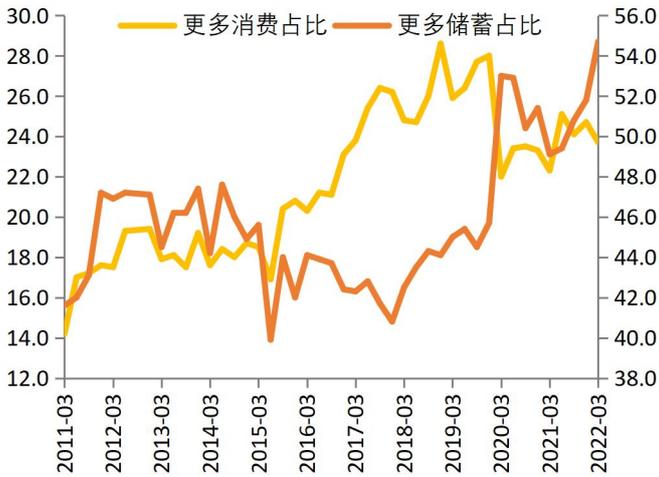
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 服务业和中小企业景气度弱于疫情前 (%)



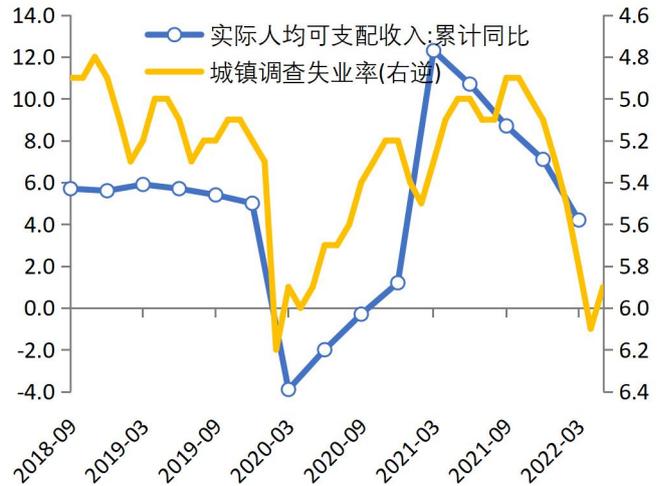
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 居民储蓄倾向抬升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 失业率上行加剧收入压力 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 全球经济回落压力下外需逐渐下行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美国库存周期回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 美国年底衰退风险抬升

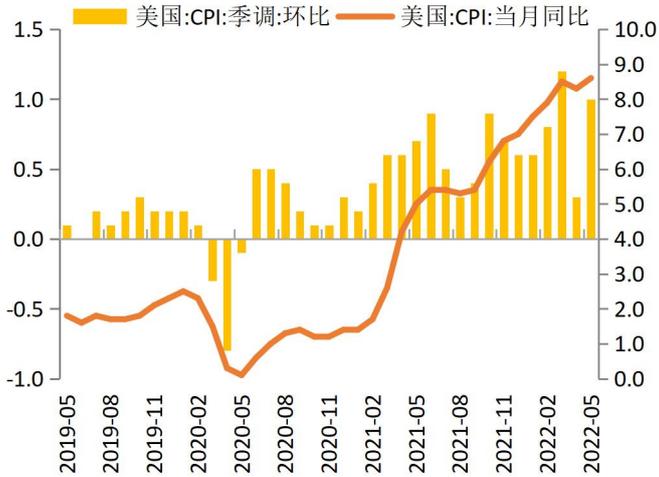
美国通胀持续高企下美联储加息节奏进一步加快，不同于历次加息周期，美国本次加息周期为经济复苏后半程的后周期加息，叠加滞胀风险，意味着并非遵循以往加息时点利空出尽的逻辑。当前美国通胀仍在筑顶阶段，加息预期持续高位，而油价的超预期上行、以及工资上涨压力都将是美联储后续加息预期进一步升温的风险点。美联储快速紧缩下通胀和增长的下行方向基本确定，关键在于两者的回落速度。经济大概率呈现滞胀或衰退的特征，美股压力仍然较大，美债收益率和美元则短期维持高位，中期衰退概率加大下美债收益率上行空间逐渐受限，美联储缩表仍是美债利率上行的隐忧。

通胀飙升下消费者信心受挫，美国年底衰退压力加大。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幅近 40 年新低（-41.3%）。上世纪 50 年代以来，消费者信心指数一共有 8 轮同比降幅超过 20% 的情形，每一轮都对应了衰退之前或之后的时点，这一次或更像上世纪 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，美国经济硬着陆风险加大。本轮美国高通胀受到需求和供给端的双重影响，俄乌冲突也加剧原油供需矛盾，在短期供给端矛盾难以消除下，预计美联储将通过更快的加息路径来抑制需求端，以此实现抗通胀目标，经济硬着陆风险加大。

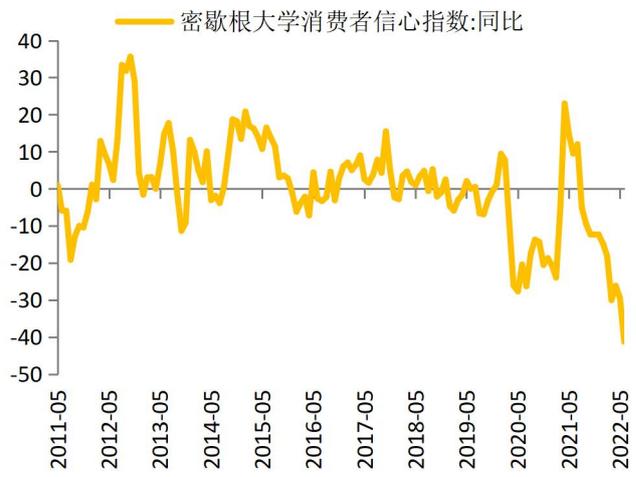
美债收益率曲线长短端接近倒挂下经济衰退再次预警。当前美债收益率曲线接近倒挂，10 年期和 2 年期美债收益率利差仅为个位数，6 月 13 日两者出现短暂倒挂，再度引发市场对于美国经济陷入衰退的讨论。从历史数据来看，当收益率曲线逐渐熊平后，美国经济多数都会出现明显的放缓，当美债 10-2Y 利差收窄至 25bp 以内时，美国经济陷入衰退的概率显著上升，而收益率曲线倒挂往往预示美国经济的衰退。过去在美债十年期收益率和两年期收益率的利差缩到零的时候，联储基本上都在一年的时间内结束加息。

图 20: 美国通胀顶点未现 (%)



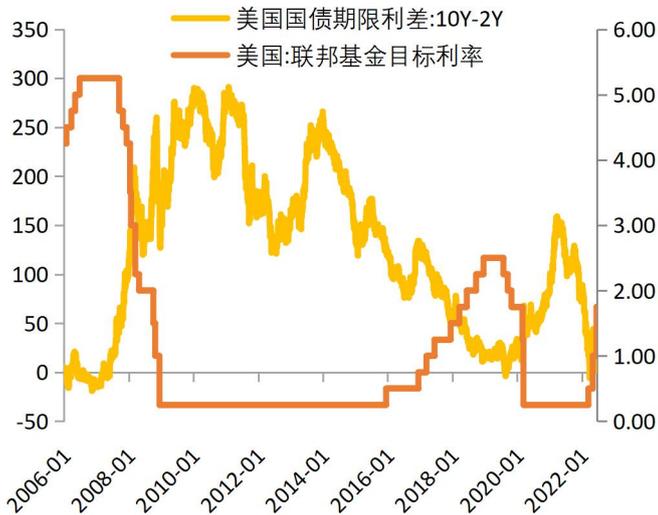
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 通胀飙升下消费者信心受挫 (%)



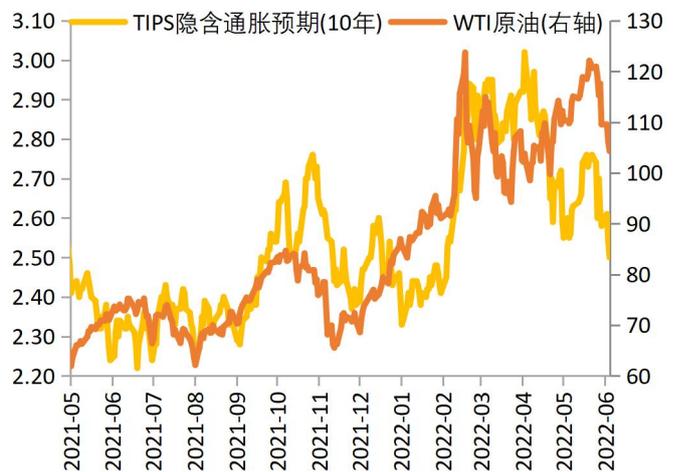
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 美国 10-2Y 利差接近倒挂 (bp, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 原油价格影响通胀预期 (美元/桶, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

4. 宏观经济进入小复苏区间

总的来看，疫情的意外冲击下 5.5% 左右的经济增长目标不再重要，国内疫情收敛后，物流、供应链等循环的逐步恢复有望支撑经济活动修复，生产和消费的短期回补下经济进入环比脉冲修复阶段，叠加稳经济会议召开后一揽子政策持续发力、压实地方责任，全国有望进入到一轮兼容防疫和经济的新常态化防控模式，下半年经济进入小复苏区间。

但错失的需求并非都能在短期回补，微观主体活力不足制约经济修复斜率，且当前宏观环境与 2020 年有较大差异，本轮疫后经济修复压力更大，复苏可能缺乏弹性和持续性：1) 本轮疫情的长尾效应及常态化核酸的防控模式下，经济修复的天花板效应更低，市场化主体预期偏弱下私人部门融资需求仍然偏弱；2) 作为支撑 2020 年疫后经济修复的两大重要引擎，出口和地产当前增长力度有限；3) 资产负债表受损下企业信心不足、居民预防性储蓄更明显；4) 海外高通胀叠加美联储快速加息窗口期，国内政策空间受到约束。

我们预计，今年三季度处于经济自发式修复的第一阶段，环比同比均有望显著回升，叠加去年三季度拉闸限电、地产收紧、隐债监管等因素下的低基数效应，三季度 GDP 同比有望回升至 5% 左右，而在环比脉冲力量逐渐收敛后四季度 GDP 增速仍可能小幅放缓，财政的增量力度是关键。基建仍是稳增长的重要抓手、后劲关键看下半年财政增量，地产依然低位修复、现有政策框架下投资回升力度有限，消费修复的天花板效应较 2020 年更低，出口和制造业“减速+韧性”是关键词，出口重点关注海外需求放缓斜率。

当前进入政策观察期，后续的政策空间取决于经济恢复状况，但内外约束下政策力度或受限制，7 月政治局会议是重要的时间窗口。6 月作为疫情收敛后的常态化防控第一个月，其环比增长是重要的观测指标，因此 7 月中二季度 GDP 数据公布后，中下旬可能迎来新一轮政策博弈期，7 月政治局会议也将是重要的观察窗口。

三、基建发力仍是经济“小复苏”的重点

1. 地产投资底部修复

疫情冲击叠加周期性下行力量，供需两端冲击下地产投资和销售3月以来持续探底，地产投资跌入负增长。

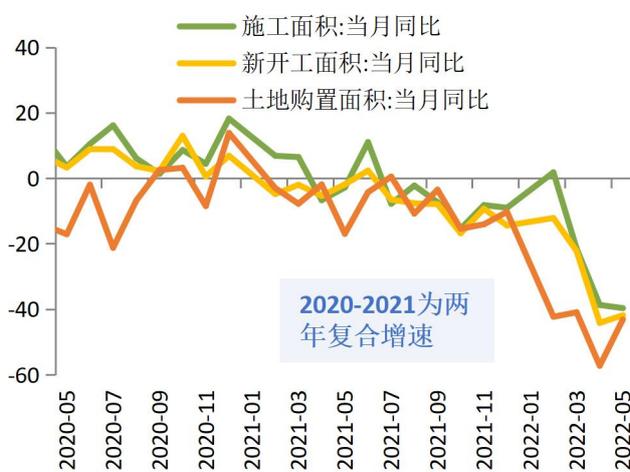
一方面，3月初以来全国疫情形势严峻，各地防控措施升级线下销售场景受到冲击，影响商品房销售活动，30城商品房成交逆季节性回落，尤其是上海深圳封锁措施下一线城市商品房销售降幅显著扩大。同时，部分地产项目也受人力短缺和物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资。若以地铁客运量作为居民生活半径的观测指标，我们可以发现其波动高度同步于30城地产销售。另一方面，地产周期性下行力量仍在持续发酵，在去年“三道红线”叠加“房贷集中度管理”政策约束下，房企外源性融资和内源性销售回款同步收紧，资金来源恶化对整个房地产链条形成冲击。居民房价预期转弱进一步拖累销售，地产端矛盾从此前的“供给端房贷额度的不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，销售回落下房企也缺乏补库的意愿和能力，进一步制约后续投资，形成了房地产产业链的负反馈和负循环。

图 24：地产投资链条探底 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：开工和土地购置增速接近腰斩 (%)

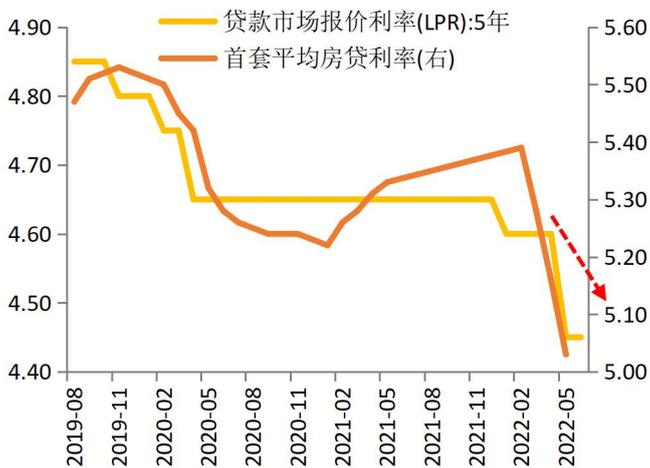


资料来源：Wind，优财研究院

往后看，地产销售有望受到疫情影响收敛和政策放松两大驱动力量的支撑，短期进入底部修复期，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。

- 1) 随着本轮疫情的收敛和复工复产的加快，以地铁客运量为代表的居民活动逐渐向正常化回归，地产销售也会存在修复驱动。
- 2) 同时政策驱动也在增强，地产政策放松进程加快，从一季度地方层面的首付比例和限购限售调整，转向全国层面的房贷利率调降，有助于支撑市场需求的回暖。年初以来在因城施策框架下已有 150 个城市发布了稳楼市新政，包括降首付比例、降税费、调整限购限售范围等政策等，而 5 月起政策放松转向全国层面的房贷利率调降，5.15 日央行和银保监会对首套房贷款利率下限放宽至 LPR-20bp，5.20 央行单边下调 5 年期 LPR 利率。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，不过本轮疫情的高频次常态化管控或使得时滞有所拉长。

图 26: 房贷利率调降 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 居民活动同步商品房销售 (万方, 万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

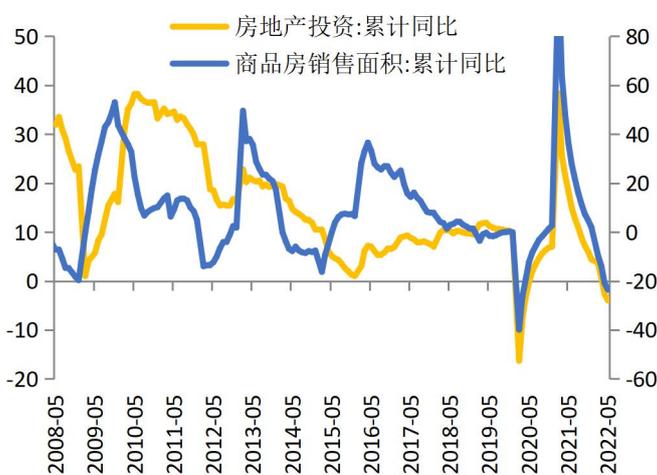
图 28：房贷利率调降有助于支撑市场需求的回暖 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

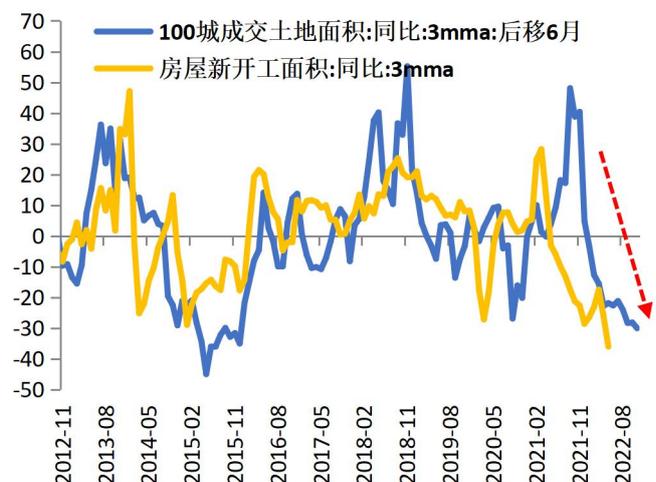
但本轮疫情的长尾特征带来短期扰动长期化影响、叠加居民收入长期受损以及预期走弱的拖累，本轮地产销售修复弹性或弱于以往。而在去年房地产金融政策大框架变化后，“房住不炒”以及“三道红线”的中长期政策框架约束微观预期，房企融资能力弱化制约补库存意愿和能力，投资修复斜率预计低于销售。作为房地产投资的最前端，拿地是房企未来开工补库存的关键，但当前土地成交增速仍处在下行周期，降幅仍超 30%，未来开工增速仍有下行压力。同时由于本轮销售下行期长、房企修复资产负债表与重塑信心难度大，地产投资短期仍难走出底部，预计下半年环比改善有限，同比在去年低基数效应下小幅回升，但回升斜率偏弱。

图 29：销售回暖有望带动地产投资修复 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：房企预期走弱下前瞻指标仍在回落 (%)



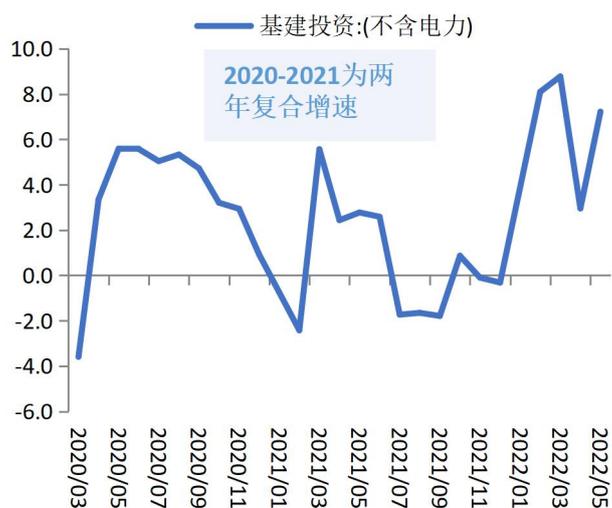
资料来源：Wind，优财研究院

2. 基建投资仍是稳增长抓手，但财政缺口制约后续回升动力

基建仍是经济稳增长的重要抓手，上半年受到政策端要求“适度超前开展基础设施投资”、资金端专项债发行靠前提速、以及建筑业央企订单明显增长的支撑，基建投资受疫情冲击但仍保持偏强。往后看，预计在“确保专项债6月底前基本发行完毕，力争专项债8月底前基本使用完毕”下短期专项债发行使用密度仍高，同时“601国常会调增8000亿政策行信贷额度”下政策性信贷靠前发力，叠加中央财经委“全面加强基础设施建设”的政策定调，地方稳经济责任的压实，投资意愿和资金端均有支撑，基建投资三季度仍有提速空间。

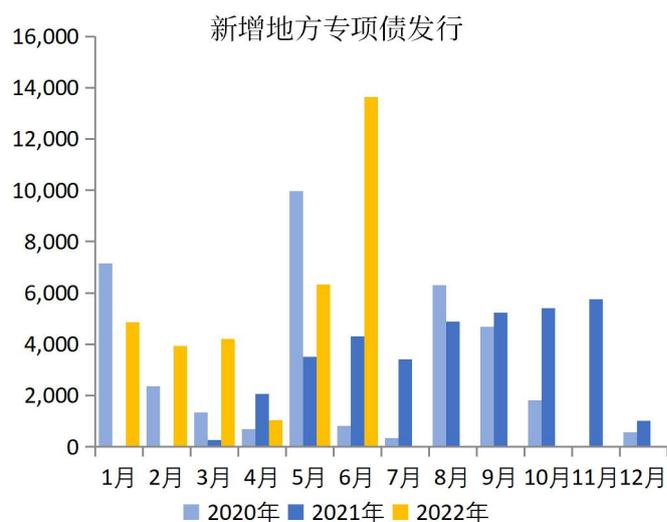
但财政缺口和地方债发行断档或是下半年基建投资回升的拖累，广义和狭义财政压力加大，基建投资大概率前高后低，赤字率提升、特别国债以及PSL是否重启是市场关注重点。一方面，今年财政前置下专项债靠前发行支撑上半年基建增速偏强，当前发行进度已达93%，符合“6月底前基本发行完毕”的政策要求，而去年专项债发行节奏明显后置，下半年缺乏新的财政增量。另一方面，经济下行压力叠加疫情冲击，增支减收下狭义财政缺口加大，今年赤字率进度明显偏快。同时受制于房地产市场持续走弱，土地出让收入大幅下滑也加大政府性基金收入压力。

图 31：上半年基建投资维持偏强（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：专项债发行靠前发力（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 33: 土地出让收入下滑加大广义财政缺口 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 增支减收下狭义财政赤字加大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 疫情长尾效应下消费仍是经济恢复的慢变量

疫情收敛支撑消费底部回升, 但疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量, 消费修复的天花板效应或低于 20 年。居民部门收入预期走弱、预防性储蓄攀升仍约束消费端的修复斜率。一方面, 本轮疫情的防控难度和防疫程度高于 2020 年, 长尾效应下消费场景约束和居民半径影响更大, 因此消费修复的天花板效应更低。另一方面, 疫情高发的不确定性下居民就业与收入预期不稳, 预防性储蓄攀升, 同时人均可支配收入的下降以及收入分配结构的变化压低社会消费倾向, 消费支出的意愿和能力也受到压制。后续消费回升的幅度仍取决于稳增长的力度, 短期消费刺激政策或有望出台, 必选消费或仍优于可选消费。

图 35: 消费增速底部小幅回升 (%)



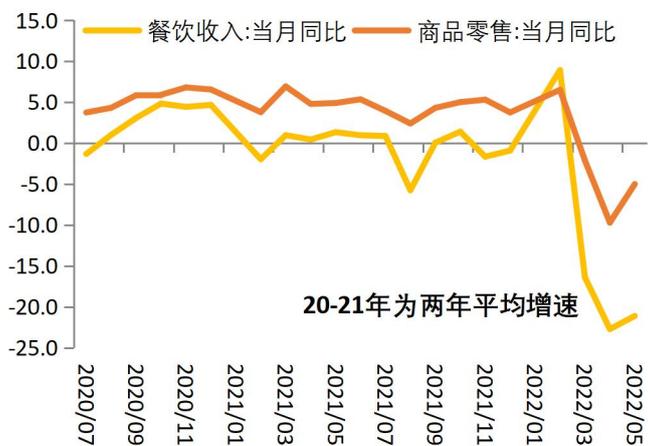
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 失业率仍在高位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37：餐饮收入仍是消费端拖累（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：收入压力下地产后周期消费仍弱（%）



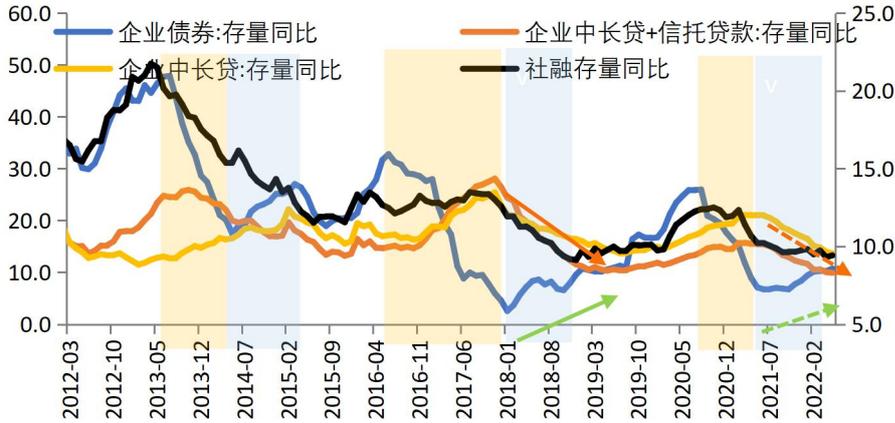
资料来源：Wind，优财研究院

四、 实体融资需求小幅修复

上半年，当内生融资需求偏弱遇上疫情冲击，4月金融数据一度坍塌，社融总体呈现“政府逆周期加杠杆+企业稳杠杆+居民降杠杆”的结构，信贷条件宽松但需求不足，微观主体活力不足是主因。随着疫情收敛以及稳增长政策发力，经济活动进入小复苏区间，下半年企业经营性融资需求有望恢复，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，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率，融资主体约束下内生融资需求仍待修复。

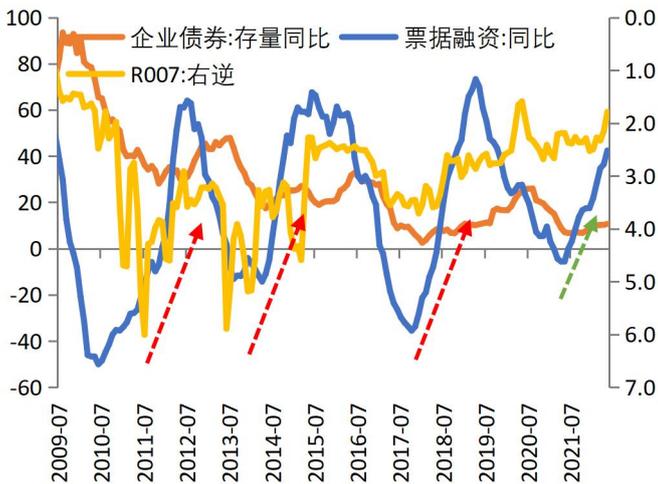
按照社融企稳两阶段模型来看，当前处在社融企稳回升的第一阶段，货币宽松和融资条件边际好转支撑票据及债券融资回升，但实体融资需求仍处在下行阶段，“企业中长贷+信托贷款”存量同比仍在回落。而随着实体顺周期融资的修复，信用扩张将进入第二阶段，此时也对应实体经济的回升。根据领先性线性外推，从去年年中三季度票据和企业债券融资率先触底，到社融存量增速进入典型扩张期大约需要3-4个季度左右，考虑到疫情的爆发一度中断本轮信用改善的过程，三季度实体融资需求有望小幅修复，支撑社融拐点显现，三季度需关注是否提升赤字率或发行特别国债，将影响本轮社融回升的斜率。

图 39: 债券融资增速触底回升, 但实体融资需求仍然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 票据融资、企业债券去年年中率先回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 居民部门去杠杆 (% , 万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 实体融资需求仍处回落阶段 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 货币环境仍保持宽松 (%)



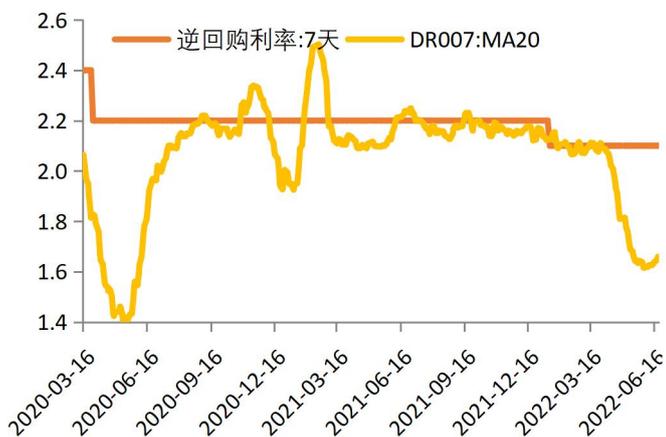
资料来源: Wind, 优财研究院

五、货币政策仍需保驾护航

1. 融资需求疲弱下上半年流动性呈现衰退式宽松

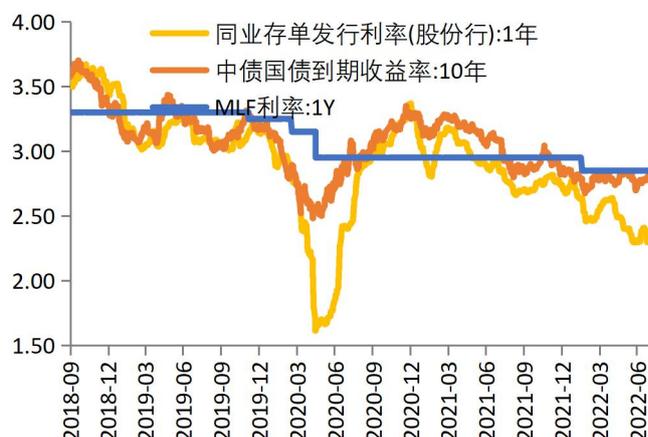
上半年流动性呈现衰退式宽松，资金供给远大于需求下4月以来市场利率持续偏离政策利率。一方面，央行降准叠加利润上缴，大量的基础货币投放支撑流动性总量充裕，另一方面，微观主体活力不足下实体融资需求持续偏弱，资金需求不足，资金供给远大于需求下4月以来市场利率持续偏离政策利率，DR007一度低于7天OMO利率走廊下限约45-50bp，同业存单利率与MLF利差也持续走扩。

图 44：市场利率持续偏离政策利率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 45：同业存单与 MLF 利差走扩（%）

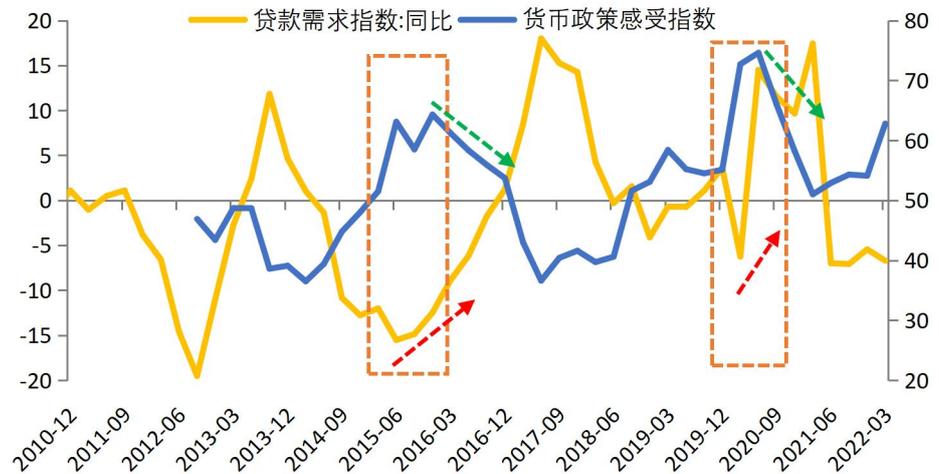


资料来源：Wind，优财研究院

2. 实体融资需求偏弱阶段，货币仍需保驾护航

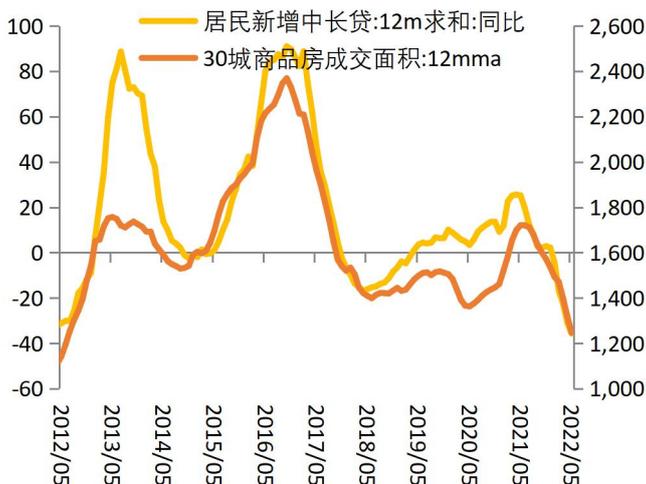
实体融资需求仍然偏弱，宽信用仍需货币保驾护航，从历史经验来看，降息周期是否结束取决于私人部门融资增速能否出现连续2~3个月的回升，贷款需求仍未见底下货币政策宽松周期延续，下半年“合理充裕、稳字当头”取向预计不变。当前社融呈现“政府加杠杆+企业稳杠杆+居民降杠杆”的结构，政府部门是加杠杆主体，同时货币政策的宽松支撑融资条件好转，短贷和票据融资冲量特征仍然显著。但内生融资需求仍然偏弱，微观主体活力不足，企业中长贷融资仍在回落，居民仍在去杠杆，宽信用仍需货币政策保驾护航，货币政策的收紧仍待看到贷款需求回升后出现，下半年货币政策“合理充裕、稳字当头”取向预计不变。

图 46：货币政策收紧仍需首先看到贷款需求的回升（%）



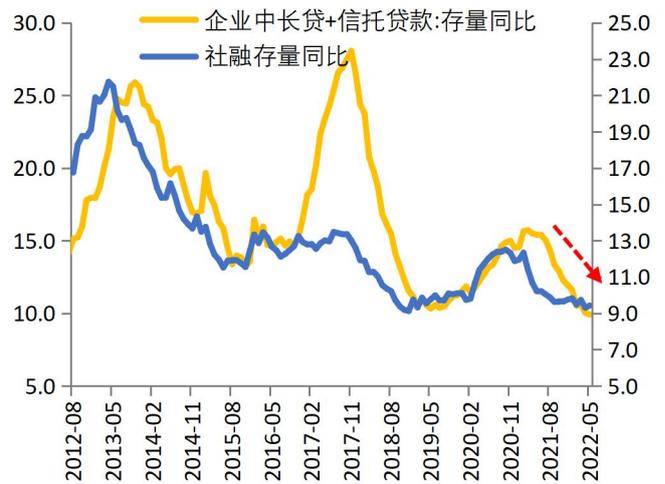
资料来源：Wind，优财研究院

图 47：居民部门仍在去杠杆（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 48：实体融资需求仍处回落阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 货币政策需要兼顾更多目标，内外约束加大

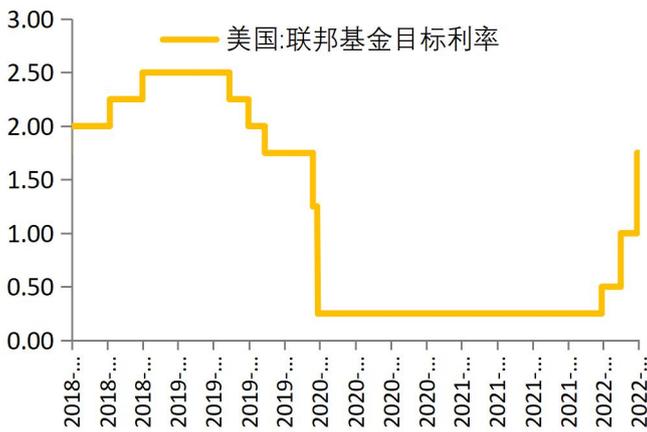
但下半年货币政策需要兼顾更多目标，内外平衡压力加大：

1. 外部方面，尽管货币政策基调保持“以我为主”，但在美联储快速加息窗口期，兼顾外部平衡目标下国内货币政策空间受到制约。当前美国通胀高企推升美联储加息步伐加快，预计 7 月和 9 月加息幅度仍可能高达 50 或 75bp，并开启缩表

进程，外部流动性进一步弱化，叠加中美利差倒挂，汇率贬值和资本外流的外部平衡压力下，国内货币政策空间受到制约。

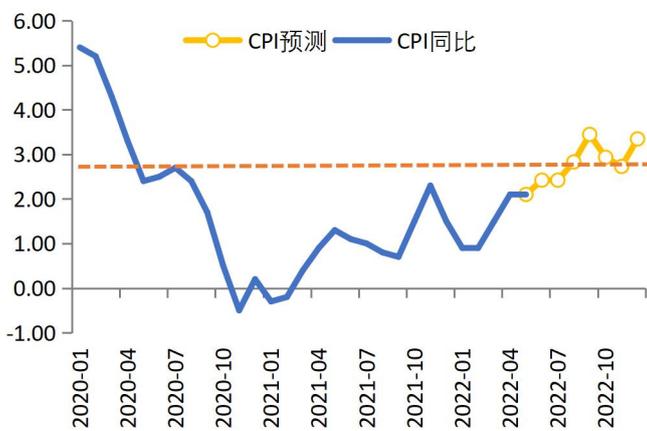
- 内部方面，近期政策对通胀话题着墨甚多，通胀压力引起政策层重视，下半年CPI阶段性破3%压力下内部制约加大。粮食和能源价格关乎安全发展底线，通胀是货币政策的内部制约，近期总理多次提及不搞大水漫灌以及通胀话题。下半年，随着企业成本端压力逐渐向下游传导，PPI向CPI传导，叠加新一轮猪周期的上行，猪肉价格波动上行有望拉动食品端通胀，CPI处于上行通道，9月前或阶段性突破3%，内部通胀压力制约下货币政策需要把握放松力度。

图 49：美联储加息节奏持续加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 51：下半年 CPI 或阶段性破 3%（%）



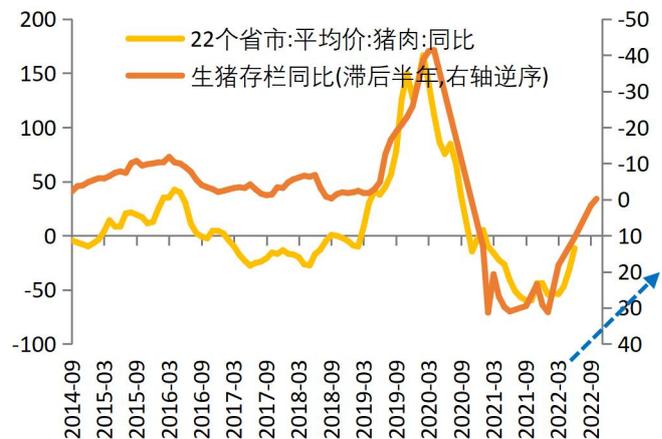
资料来源：Wind，优财研究院

图 50：中美利差倒挂下汇率压力加大（bp）



资料来源：Wind，优财研究院

图 52：猪价有望逐渐迎来上行周期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

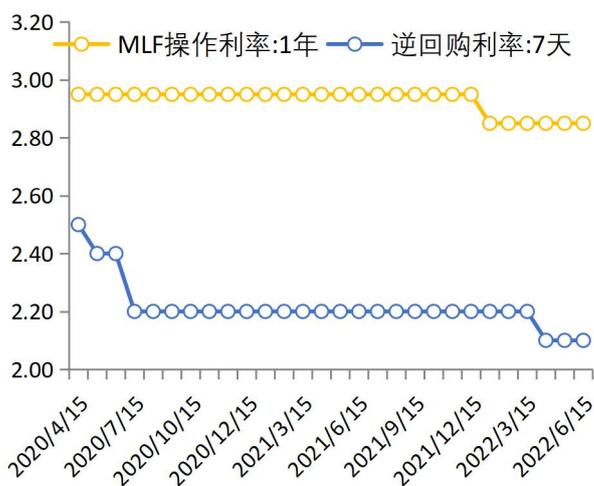
4. 货币政策侧重结构性工具，OMO、MLF 降息概率较低

微观主体活力不足下货币政策着力有限，结构性政策是重心。当前宏观经济主要问题是微观主体活力不足，货币政策无法解决所有问题，在实体融资需求疲弱的当下，过于宽松的货币政策极易形成衰退式宽松格局。预计稳增长政策框架下货币政策仍将维持合理充裕，但控制疫情、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，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，保市场主体政策目标下财政更需担力。

短期 OMO、MLF 降息窗口关闭，美联储快速加息背景下国内降息仍需等待更强的触发剂，重点关注后续经济修复的情况以及美国通胀何时见顶。而房地产政策放松下 5 年期 LPR 仍有下调可能性，降准仍需关注是否存在流动性缺口，但补缺式降准影响较小。

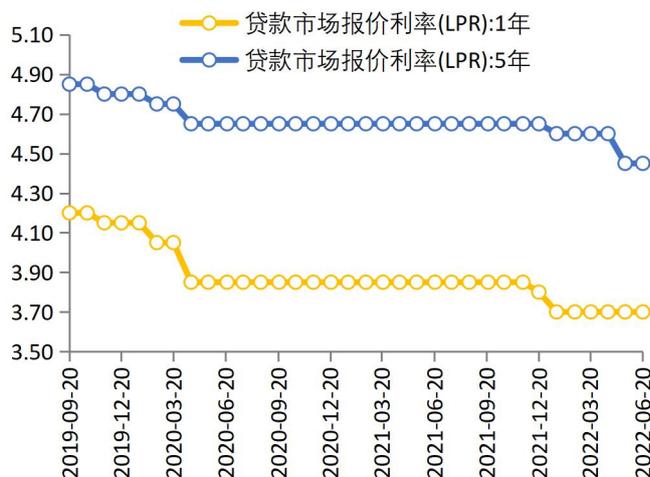
预计在基本面小复苏、中美利差制约、CPI 上行下银行间市场资金面将从宽松向中性收敛。预计 7-8 月市场利率将逐渐向政策利率回归，一方面疫情收敛及政策稳增长支撑经济修复，内生融资需求有望回暖，信贷投放对流动性存在自然消耗。另一方面，央行利润上缴结束后资金投放将从被动转向主动，资金成本上行也将拉动资金利率边际回归。同时，中美利差短端制约也或倒逼资金利率向中枢回归。

图 53：短期 OMO/MLF 降息窗口关闭 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 54：5 年期 LPR 仍有下调可能性 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

六、保市场主体政策目标下财政更需担力

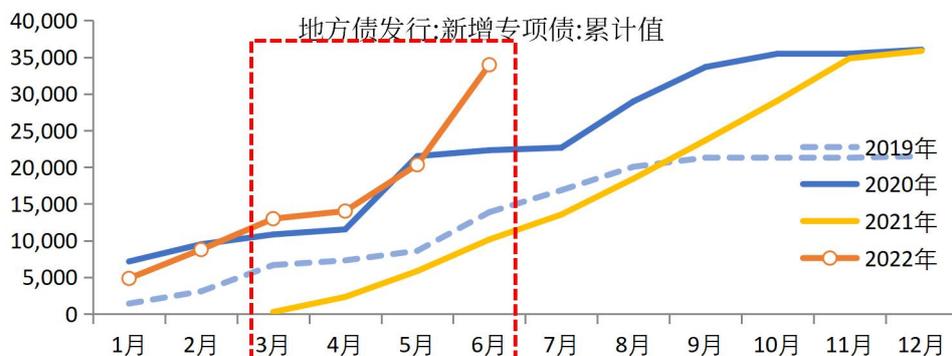
如前所述，当前宏观经济主要问题是微观主体活力不足，货币政策无法解决所有问题，保市场主体政策目标下财政更需担力。下半年政策发力仍需看财政，关注财政缺口补充的可能，提高赤字率、发行特别国债或提前发行下一年度专项债是主要方向。

今年下半年财政仍有补充需求，主因：

- 1) 今年上半年专项债发行明显提速，截至6月底，新增专项债约3.4万亿，占当年专项债额度的93%，基本发行完毕，7月后面临断档风险，下半年缺乏专项债发行增量。
- 2) 受制于房地产市场持续走弱、土地出让收入大幅下滑的背景，年内政府性基金收入压力较大，1-5月全国政府性基金预算收入累计同比为-26.1%。
- 3) 疫情加剧财政收支矛盾，一方面经济下行压力使得今年财政收入进度远低于往年同期，另一方面，疫情相关财政支出明显加大，叠加减税降费、留抵退税等支出，增支减收下狭义财政缺口加大。

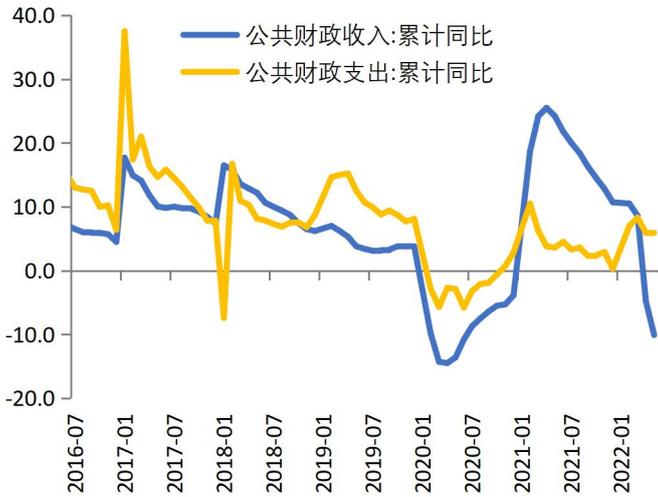
短期政策落地后进入观察期，6月也是本轮疫情收敛后的常态化防控第一个月，其环比增长是重要的观测指标，后续政策的增量发力仍取决于6、7月经济的修复情况，参考2020年政治局会议宣布当年特别国债的发行，7月政治局会议也将是重要的观察窗口。

图 55：“确保专项债 6 月底前基本发行完毕”的要求下专项债靠前发力（%）



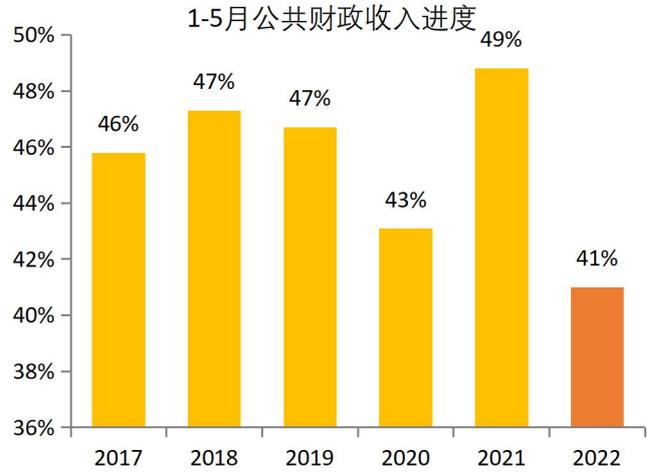
资料来源：Wind，优财研究院

图 56：增支减收下狭义财政缺口加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 57：财政收入进度放缓（%）



资料来源：Wind，优财研究院

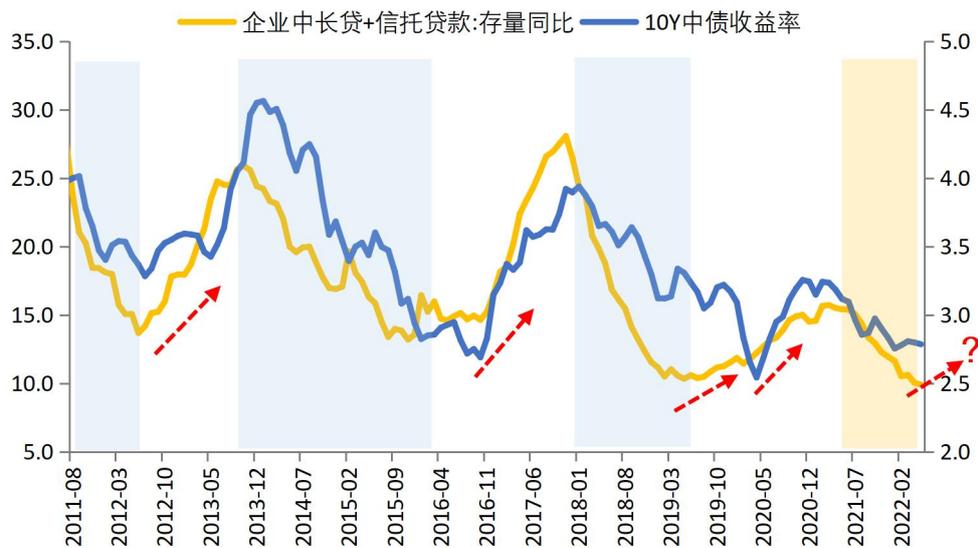
七、资产价格

上半年宏观内外扰动下国内经济“类衰退”，微观主体活力不足下实体融资需求偏弱，债市面临的宏观环境远好于权益资产，但短期和中期矛盾下债市上有顶下有底。债市上半年持续低波动，十年期国债的波动区间在 2.68%至 2.85%，幅度不足 30bp，大部分时间维持在 2.75-2.85%之间的 10bp 区间内波动。一方面，上半年“疫情冲击加大经济下行压力+资金宽松”支撑利率下行，另一方面，中期“疫情收敛+稳增长政策发力+资金面中性回归”又形成利率中期上行压力，多空力量相持下债市上有顶下有底。

上半年融资需求偏弱下利率存在内生下行动力，而随着三季度内生融资需求有望小幅修复下，债市环境较上半年走弱，宏观经济进入小复苏区间+货币政策内外约束加大+资金面中性收敛+财政存增量空间+中美利差倒挂下，债市逆风下三季度利率面临一定上行风险。不过微观主体活力不足、经济内生动力偏弱仍制约经济修复弹斜率，叠加资金面整体合理充裕基调不变，仍限制收益率上行空间，四季度债市或重回震荡或小幅下行，预计 10Y 国债收益率维持 2.65-3.0%震荡区间，三季度提防利率上行压力，利率若调整接近上沿仍是机会，债市整体仍将延续低波动状态。7-8 月资金面中性回归预期下可适度博弈曲线小幅熊平机会。

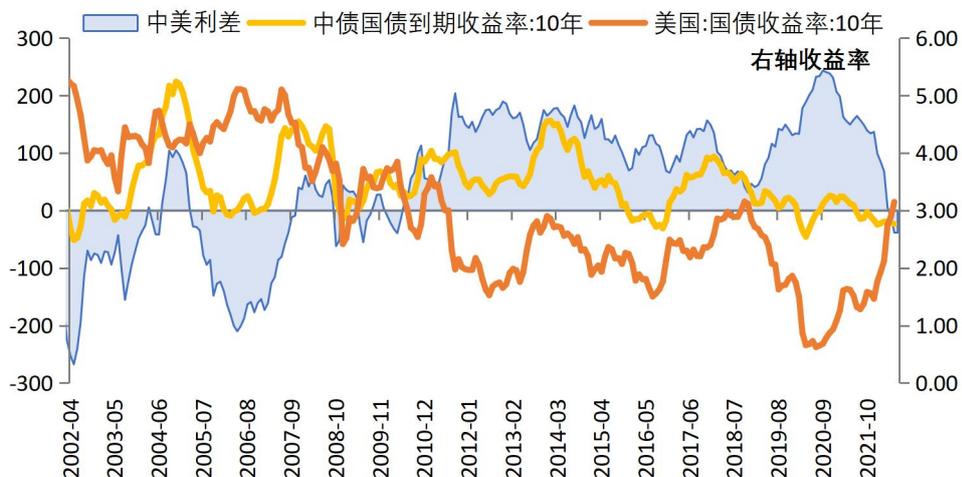
股市下半年宏观环境大概率好于上半年，美联储加息下，外资流出和汇率贬值压力是负面扰动，不过中美经济周期错位下，中国从类衰退转向弱复苏，国内经济复苏方向确定叠加内部流动性充裕，仍支撑 A 股走出相对独立的行情，但经济修复斜率偏弱下制约股市进一步回升空间，且近期反弹力度不低，业绩期来临下短期股市或偏休整。

图 58：三季度内生融资需求小幅修复下，债市环境较上半年走弱（%）



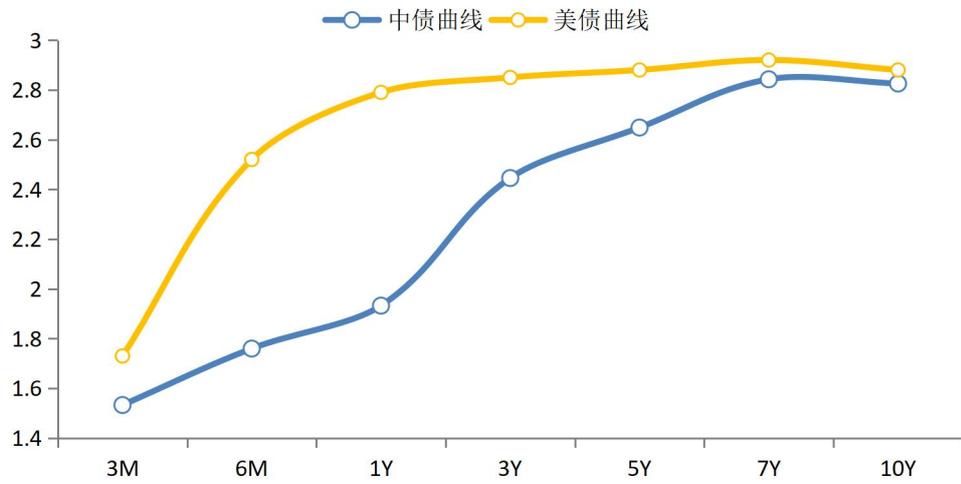
资料来源：Wind，优财研究院

图 59：中美利差倒挂（bp，%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 60: 中美收益率曲线全线倒挂 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

八、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

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/>