

2021年8月3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

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com



周期性风险加大，政策聚焦跨周期调节

内容提要

上半年经济增长大体平稳，内生动力仍处在复苏阶段，6月经济数据好于预期，出口和地产韧性仍强，而消费和制造业投资逐步改善，经济结构继续向平衡修复。从二季度经济数据来看，GDP实际增速也基本接近于潜在产出增速，经济向好修复的趋势整体并未改变。

但经济增长不均衡的状况仍然存在，当前生产和工作早已恢复常态后，居民储蓄倾向依然居高不下，上下游行业利润分配不平衡，中下游企业成本压力仍大，并影响就业的稳定性。经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀”，近两月经济动能边际继续放缓，成本压力和供应链冲击影响显现，但供需缺口下价格持续在高位区间，经济转向“类滞胀”特征。PPI同比拐点确认后或仍维持高位，叠加内需恢复缓慢，本轮PPI-CPI剪刀差新高后收敛速度预计偏慢。

中长期看，出口脉冲动能边际减弱，而房地产政策高压下地产投资下行压力加大，当前房贷拐点初现，从销售到投资链条逐步弱化，竣工加快是短期地产韧性支撑，也是长期地产下行风险。随着地产+出口两大增长因子衰减，叠加中美不确定性加大，下半年经济动能逐渐趋缓，中期“周期性风险”的担忧在加大，近期居民信贷见顶和出口订单的下滑也有所印证。

因此7月底政治局会议聚焦跨周期调节，货币政策稳健中性基调下弹性加大，增强政策前瞻性，做好预调微调，在今年严监管的政策主线以及下半年周期性风险压力加大下，货币政策易松难紧，流动性仍有支撑。财政节奏加快，“提升政策效能”定调下财政更偏积极，上半年支出进度偏慢下财政有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经济失速下行压力不大。

风险提示

美联储QE退出进度超预期，地方债供给节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

一、 经济增长回归潜在水平，下半年动能逐渐趋缓	3
1. 上半年经济增长整体平稳，内生动力仍在修复.....	3
2. 经济增长不均衡的状况仍然存在.....	5
3. 经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀”.....	6
4. 下半年周期性风险压力加大.....	8
二、 跨周期调节框架下货币更有弹性，财政更加积极	10
1. 超预期降准强化市场宽松预期，货币政策仍以稳为主.....	10
2. 政治局会议强调跨周期调节，货币更有弹性，财政更偏积极.....	11
三、 海外疫情和经济活动跟踪	14
四、 经济高频观察	16
1. 需求：30城销售回落，地产政策持续趋严.....	16
2. 生产：钢铁限产影响下高炉开工率延续下行.....	17
3. 通胀：食品价格指数涨幅扩大.....	19
4. 资金面：流动性保持平稳.....	21
重要声明	23

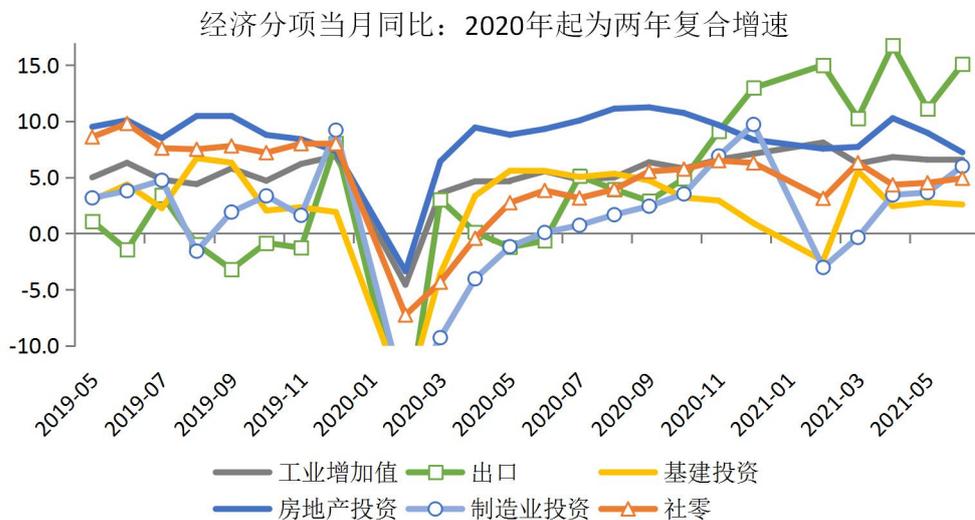
一、经济增长回归潜在水平，下半年动能逐渐趋缓

1. 上半年经济增长整体平稳，内生动力仍在修复

上半年经济增长大体平稳，内生动力仍处在复苏阶段，6月经济数据好于预期，出口和地产韧性仍强，而消费和制造业投资逐步改善，经济结构继续向平衡修复。从二季度经济数据来看，GDP实际增速也基本接近于潜在产出增速，经济向好修复的趋势整体并未改变。

中国二季度GDP同比增7.9%，略低于预期，两年平均增长5.5%，较一季度进一步加快0.5个百分点。从结构上看，尽管受到广深局部疫情的影响，6月外需表现仍然十分亮眼，社零、制造业也继续修复，尤其是制造业投资明显向好，经济内生动力仍然向好，地产投资继续小幅回落，但整体依然保持一定韧性。

图1：经济各分项表现（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2: GDP 同比增速处在潜在增速水平附近 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

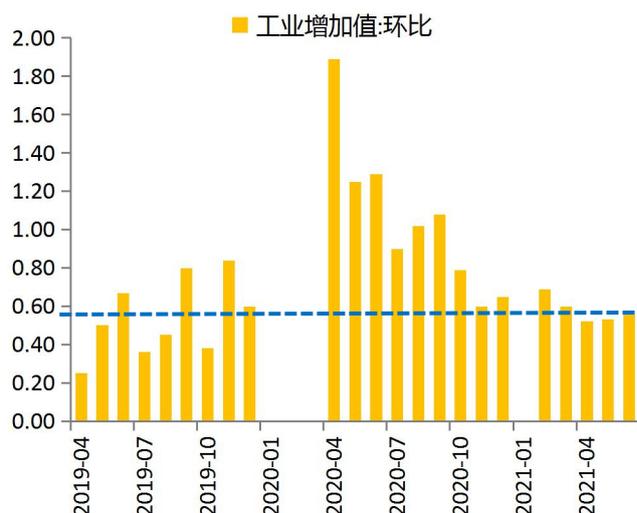
出口端强劲继续支撑工业生产，6月延续生产高景气。当前工业增加值环比增速基本处于疫情前均值水平（0.56%），也意味着经济大致回归至正常化水平，回归至潜在增长率对应水平。从同比来看，6月工业增加值两年平均增长6.5%，连续4个月保持在6.5%左右的区间范围，反映出工业生产仍然在较高景气区间延续平稳增长。

图 3: 工业增加值两年复合增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

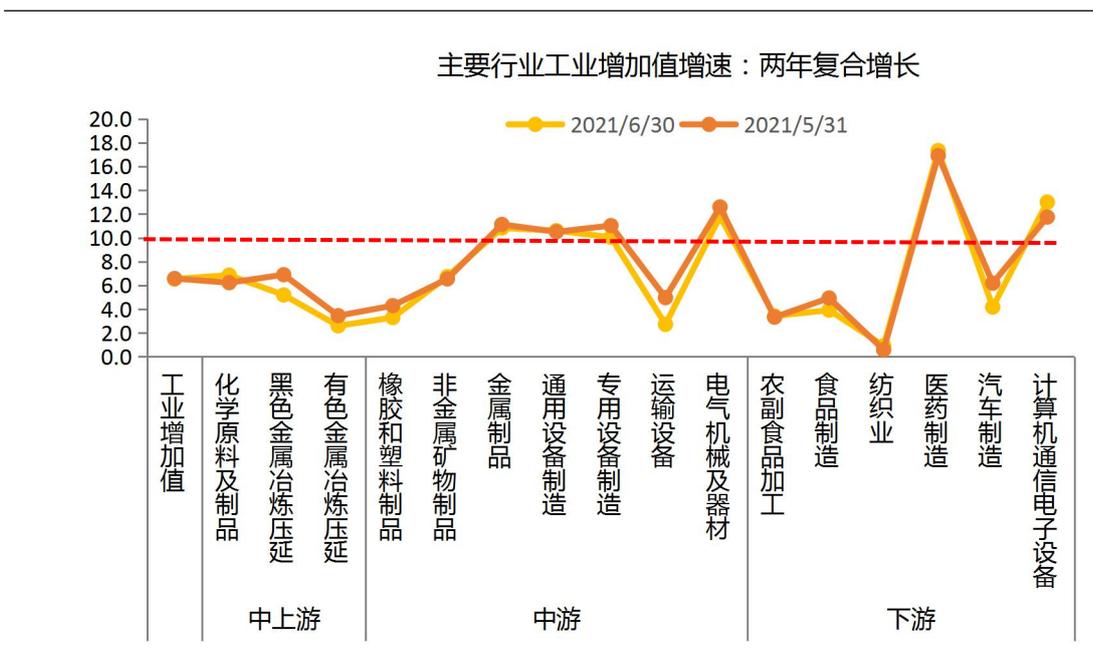
图 4: 工业部门回归潜在增长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

从分项驱动来看，出口链条依然强劲，计算机通信电子和医药制造业增速维持高位，中游设备类行业的通用、专用设备和电气机械行业生产维持高位，反映国内外制造业投资加快的共同推动，而地产链条和必选消费类生产均表现偏弱。

图 5：工业增加值行业增速（%）

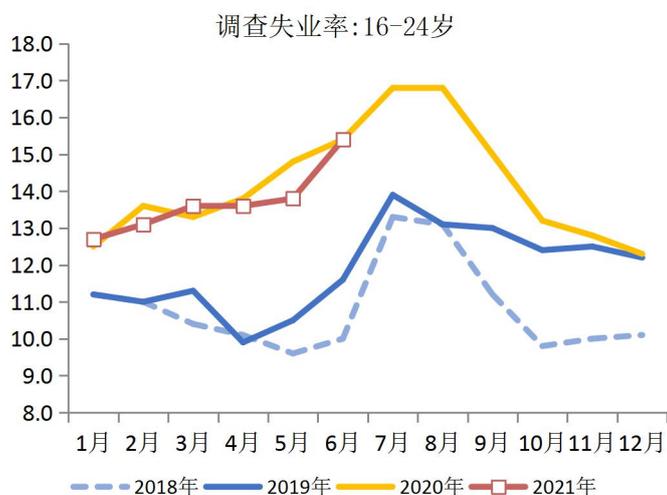


资料来源：Wind，优财研究院

2. 经济增长不均衡的状况仍然存在

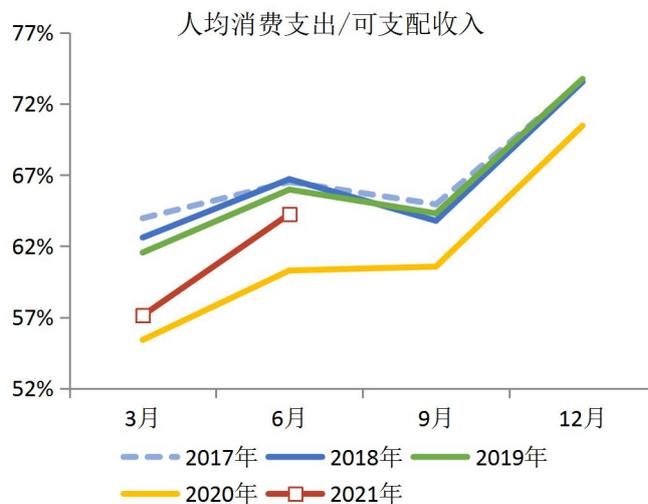
但经济增长不均衡的状况仍然存在。下半年经济的上行动力主要消费和制造业投资，但在当前生产和工作早已恢复常态后，居民储蓄倾向依然居高不下，支出意愿的回落制约内生动力复苏节奏和高度。而大宗商品涨价下，上下游行业利润分配不平衡，中下游企业成本压力仍大，下游制造业仍受到冲击，并影响就业的稳定性。

图 6：青年人就业压力继续走高（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：储蓄率居高不下，消费支出意愿偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀”

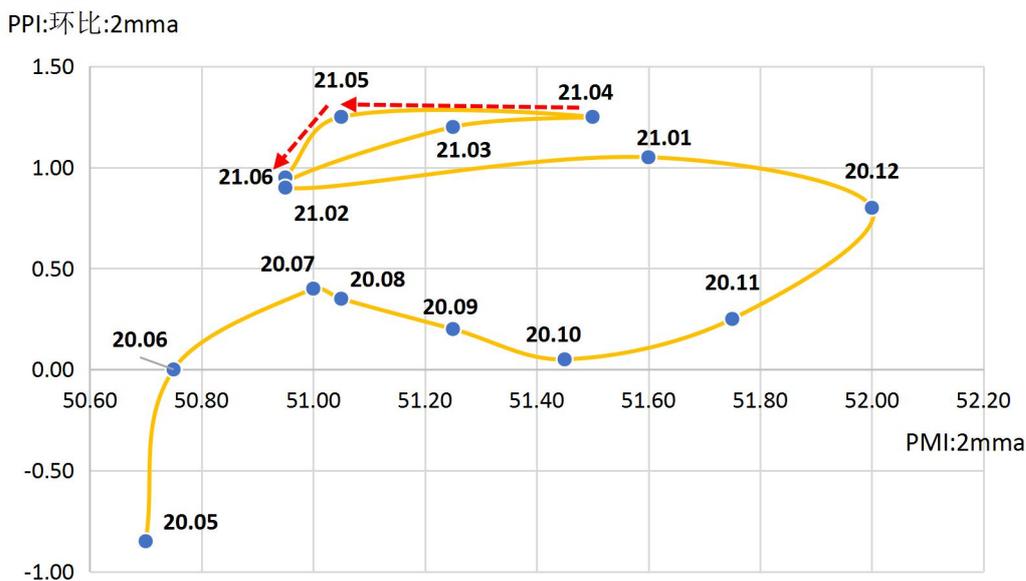
从经济轨迹图走向来看，去年 5 月份以来经济持续复苏路径，经济增长动能逐步加快，价格温和增长。而随着出口和地产拉动的加快，四季度经济动能继续走高，价格加快回升，经济呈现“复苏”向“过热”的转变。

进入 2021 年，年初疫情反复、春节停工加剧经济波动，随着经济活动常态化恢复，3、4 月经济动能改善，海外供给冲击加快价格上涨节奏。近两个月经济动能边际继续放缓，成本压力和供应链冲击影响显现，但供需缺口下价格持续在高位区间，经济转向“类滞胀”特征。

7 月制造业 PMI 数据为 50.4，环比下滑 0.5 个点，回落超出季节性，局部地区暴雨洪涝灾害极端天气、区域疫情、限产限电等影响下，供给端冲击影响制造业景气度回落。高耗能企业限产减产下石油煤炭、化工、黑色金属等行业生产和订单指数均低于临界点，同时原材料价格高企下中小企业成本端压力较大，也是拖累 PMI 数据的主要力量。

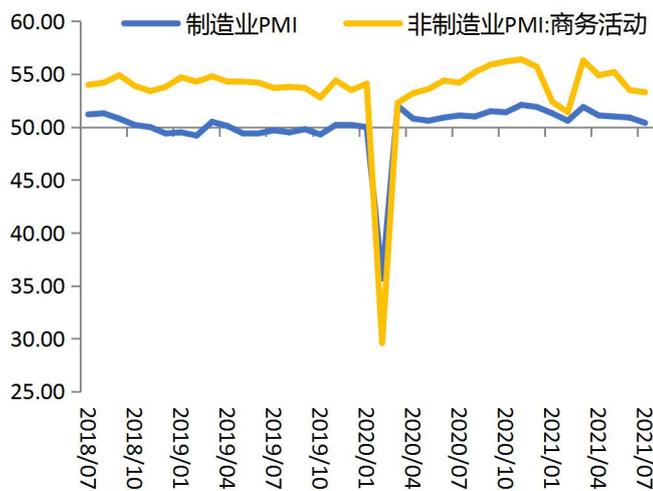
经济呈现类滞胀的环境。PMI 价格指数均进一步走高，显示短期 PPI 高点形成后仍将维持高位徘徊，经济呈现出类滞胀的环境。全球产业政策聚焦低碳绿色转型，新能源行业发展加快叠加国内碳减排任务，部分工业品涨价可能并非暂时性的。PPI 同比拐点确认后或仍维持高位，叠加内需恢复缓慢，本轮 PPI-CPI 剪刀差新高后收敛速度预计偏慢。

图 8：经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀”（%）



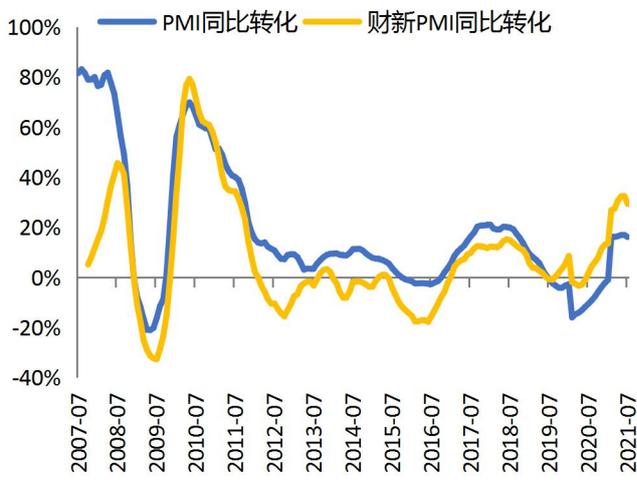
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：官方 PMI 指数



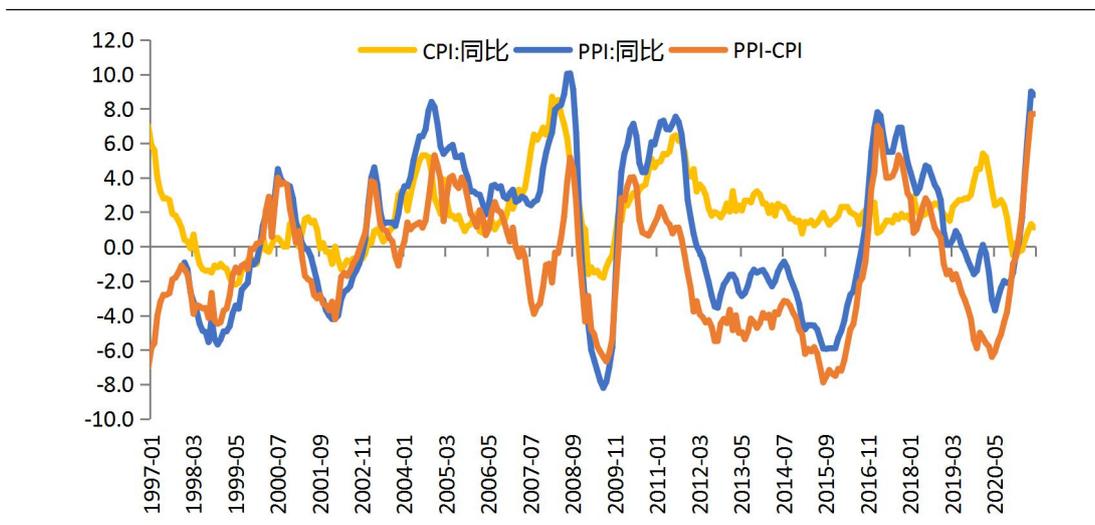
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10：制造业 PMI 同比转化



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 11: 本轮 PPI-CPI 剪刀差新高后收敛速度预计偏慢 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

4. 下半年周期性风险压力加大

地产和出口是国内两大经济周期性增长动力，最近一年，出口和地产的强劲表现支撑国内经济快速回到潜在增长水平，4月政治局会议也指出当前是“稳增长压力较小的窗口期”。随着地产+出口两大增长因子衰减，叠加中美不确定性加大，下半年经济动能逐渐趋缓，中期“周期性风险”的担忧在加大，近期居民信贷见顶和出口订单的下滑也有所印证。

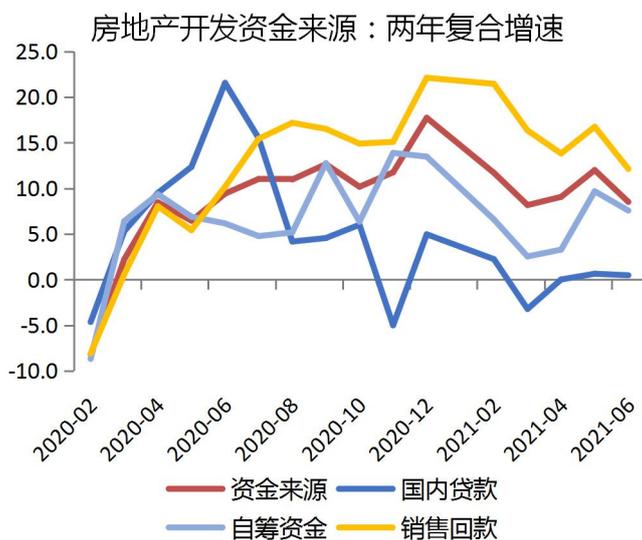
① 中长期看，出口脉冲动能边际减弱。随着后续美国财政补贴退坡下居民收入效应减弱、三季度末群体免疫的临近、以及替代效应和补库需求的弱化，出口增速在四季度或明年年初存在一定下行压力。② 房地产政策高压下地产投资下行压力加大。近期地产严监管持续发酵，住建部、发改委等八部门发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，各地也纷纷加码监管强度，从地产企业融资、拿地、居民贷款、房贷利率等多个角度对房地产监管进行部署。

房贷拐点初现，从销售到投资链条逐步弱化。在房企“三道红线”政策出台约束房企外源融资的背景下，上半年房地产资金来源主要贡献为定金及预付款和按揭

贷款，地产销售偏强下内源性销售回款强劲，也支撑地产投资的韧性。但5月以来，随着房贷集中度管理等房地产宏观审慎政策的落地，居民融资条件弱化，个人按揭贷款率先回落，6月销售回款转头回落，居民新增中长贷有所回落，从销售到投资链条逐步弱化，地产投资下行压力加大。

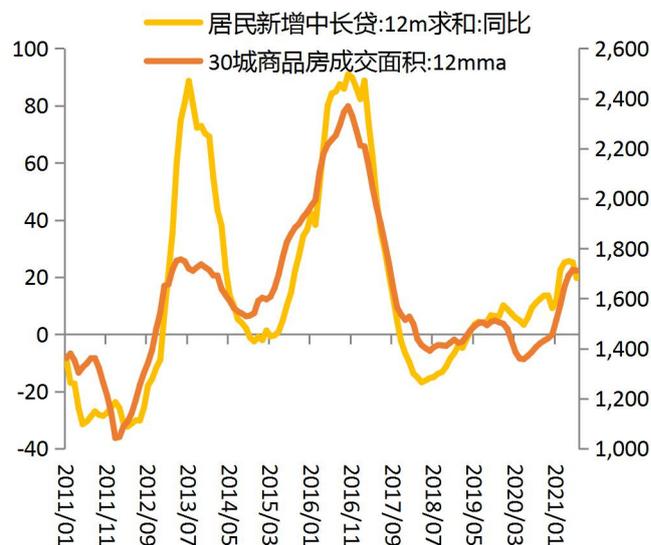
竣工加快是短期地产韧性支撑，也是长期地产下行风险。资金来源受限叠加“三道红线”等严监管主线下，削弱了房企前端拿地的动力和能力，开工也同步快速放缓，而加快竣工节奏，新开工和竣工增速出现较大裂口。一方面竣工可以加快资金回笼，另一方面，前期开工累积的待竣工项目存在交房的现实因素，也存在竣工的需求。从微观角度来看，水泥价格的走弱和玻璃价格的持续上涨也可以印证前端弱、后端强的地产结构。竣工需求下建安增速支撑房地产投资短期韧性，房地产投资下行过程中失速风险可控，但前端弱、后端强的结构下，带来的是房地产投资长期趋势的回落。

图 12：6 月销售回款转头回落（%）



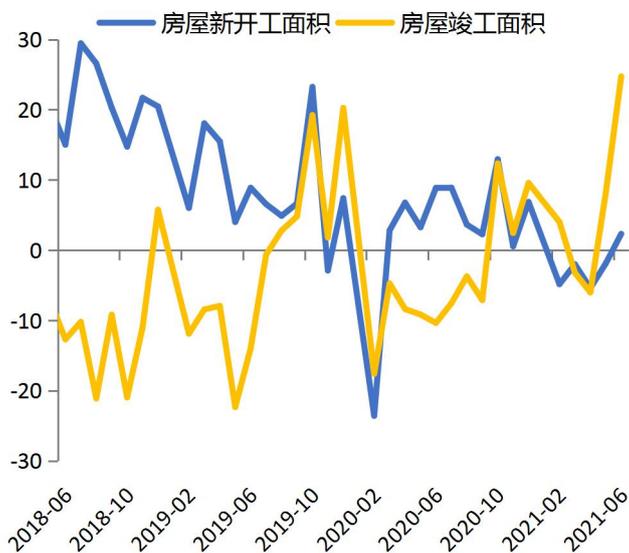
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：房贷拐点初现（%，万平方米）



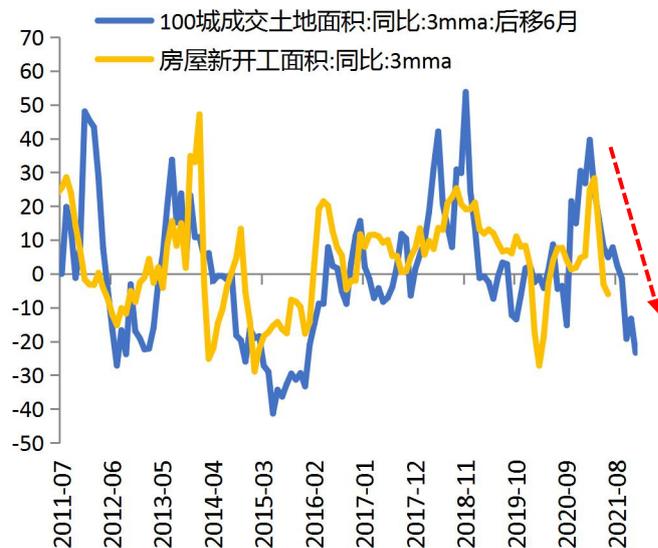
资料来源：Wind，优财研究院

图 14: 后端竣工与前端开工分化持续加大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 土地成交走弱带动新开工持续向下 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、跨周期调节框架下货币更有弹性，财政更加积极

1. 超预期降准强化市场宽松预期，货币政策仍以稳为主

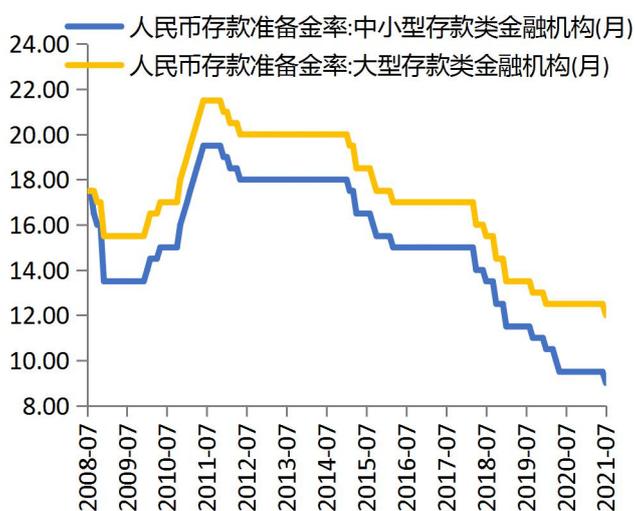
7月7日，国务院常务会议意外提到“适时运用降准等货币政策工具”，7月9日晚间，超预期的全面降准快速落地，市场宽松情绪全面引爆。

此次超预期降准一方面意在降低企业融资成本，缓解经济发展不均衡的现状，巩固经济的修复。另一方面也意在对冲7月中缴税和MLF放量到期带来的资金缺口，缓解资金面的不确定性，避免流动性的剧烈波动，仍具有置换MLF到期的含义，从6月中下旬开始的央行操作中可以感受到货币政策维稳的积极性在明显增强。

此次降准释放1万亿资金，从7月份MLF缩量续作来看已实现了3000亿元的实际置换量，三季度仍有1.3万亿MLF到期量，因此仍存在流动性缺口，并且银行派

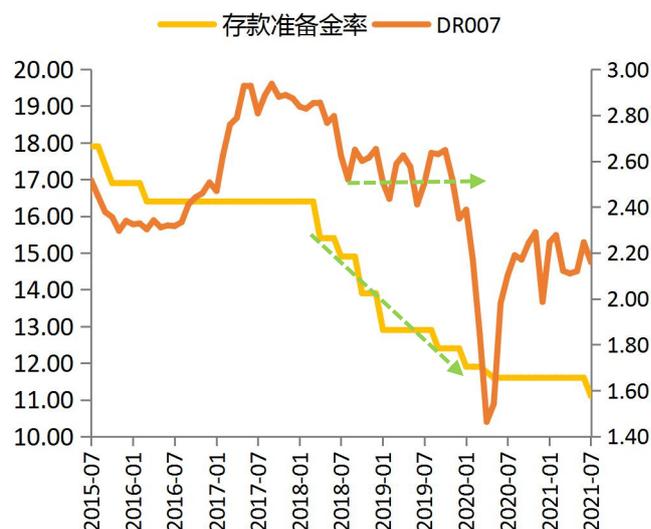
生存款的过程中也将继续消耗超储，央行对超储率水平仍有较强掌控，“坚持不搞大水漫灌”仍是政策要求。内外部约束下货币政策更多的是原有稳增长周期的延续，而非开启新的宽松周期，资金利率预计仍将围绕OMO、MLF政策利率波动，资金面与降准并无绝对相关性，降准落地后DR007一直维持在2.2%附近波动。

图 16: 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 资金面和降准并无绝对关系 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 政治局会议强调跨周期调节，货币更有弹性，财政更偏积极

政治局会议未提“窗口期”，下半年周期性风险加大。7月政治局会议对经济增长仍然保持肯定态度，维持经济“持续稳定恢复、稳中向好”的措辞，但也同时指出“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，并且更强调外部环境的复杂严峻，未再提“稳增长压力较小窗口期”，反映出对下半年经济看法趋于谨慎。这也符合我们此前认为的在出口和地产两大经济增长因子动能衰减下，叠加中美不确定性加大，下半年周期性风险加大。

政策聚焦跨周期调节，货币政策更有弹性。因此在政策层面也仍将继续保持连续性、稳定性、可持续性，强调“保持宏观政策稳定性，坚持不搞大水漫灌”。货币政策重申“保持流动性合理充裕”，并注重结构性和“增强政策前瞻性”，这也符合此次降准对经济的预调微调，跨周期调节的框架下货币政策将走在风险前方，货币政策更有弹性，在今年严监管的政策主线以及下半年周期性风险压力加大下，货币政策易松难紧，流动性仍有支撑。

财政政策更加积极，但地方隐形债务监管仍严，财政托而不举，明年财政前置概率较大。财政政策表述更加积极，强调“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，在上半年财政发行进度明显偏慢、以及下半年经济增长动能放缓的背景下，财政仍有发力空间支撑经济增长，预计今年专项债的发行节奏会延续到四季度。不过“今年底明年初”的表述较以往略偏温和，叠加地方隐形债务监管仍严，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。

跨周期调节框架下，货币政策稳健中性基调下弹性加大，财政节奏加快，“提升政策效能”定调下财政更偏积极，上半年支出进度偏慢下财政有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经济失速下行压力不大。

图 18：7 月政治局会议

2021年7月政治局会议对比		
	2021.7.30	2021.4.30
总体定调	经济持续稳定恢复、稳中向好，科技自立自强积极推进，改革开放力度加大，民生得到有效保障，高质量发展取得新成效，社会大局保持稳定。成功举办庆祝中国共产党成立100周年系列活动，正式宣布全面建成小康社会，踏上向第二个百年奋斗目标进军的新征程。	各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。
形式判断	全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。
总体要求	要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。	要坚持稳中求进工作总基调，准确把握新发展阶段，全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，慎终如始抓好疫情防控。
政策基调	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。	要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。
财政政策	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。	积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。
货币政策	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
扩大内需	要挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资。	要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。
产业政策	要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业。	引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。
双碳政策	要统筹推进做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。做好电力迎峰度夏保障工作。	要有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。
防风险	要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，完善企业境外上市监管制度。	要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。
房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
民生	要做好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。	要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业，巩固拓展脱贫攻坚成果，在乡村振兴中持续改善脱贫人口生活，做好重要民生商品保供稳价。
疫情	要毫不松懈做好新冠肺炎疫情防控工作，持续推进疫苗接种工作。	要坚持不懈抓好安全生产。要始终绷紧疫情防控这根弦，坚持外防输入、内防反弹，抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。

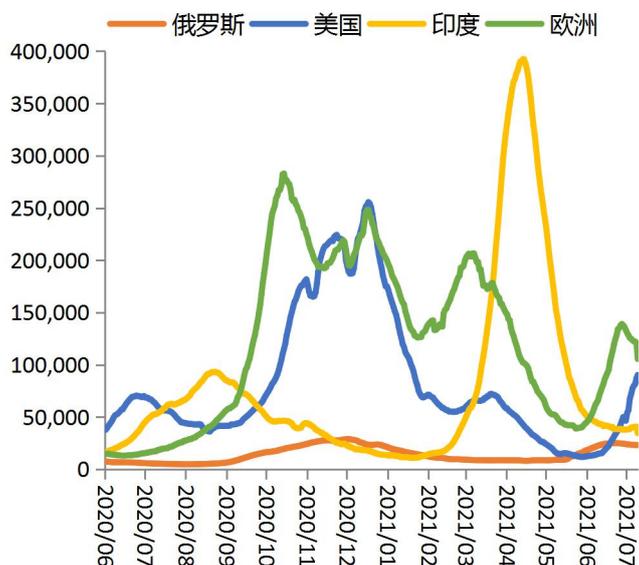
资料来源：Wind，优财研究院

三、海外疫情和经济活动跟踪

变种病毒影响下全球疫情再度反弹，美欧经济活动回落。受 Delta 变种病毒影响，全球疫情 6 月底以来再次反弹，5 月中下旬英国疫情最先反弹，每日新增确诊病例接近前期高点后再次拐头回落，而 7 月初以来，美国确诊病例仍在回升中。受疫情反弹的影响，德国、法国的经济活动强度已快速下滑，美国也已出现回落迹象。

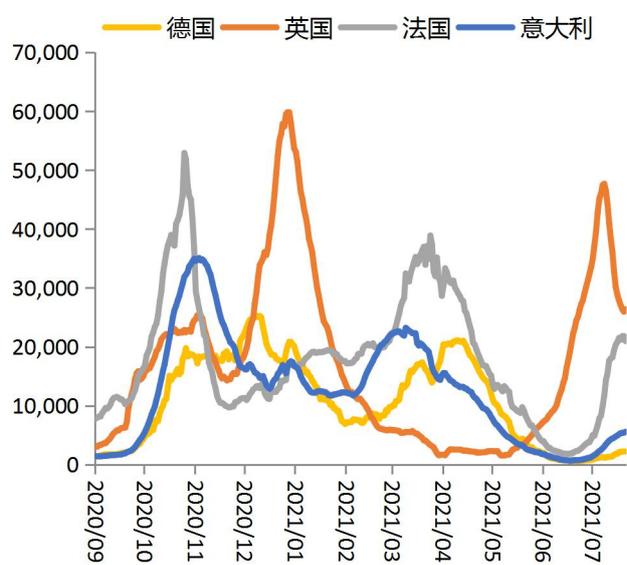
从疫苗接种进度来看，随着美欧主要国家疫苗完全接种人数占比达到 50% 左右后，疫苗接种速度开始回落，尤其美国完全接种比例斜率明显放缓，美欧疫苗接种面临一定瓶颈期。

图 19：新冠疫情当日新增确诊病例



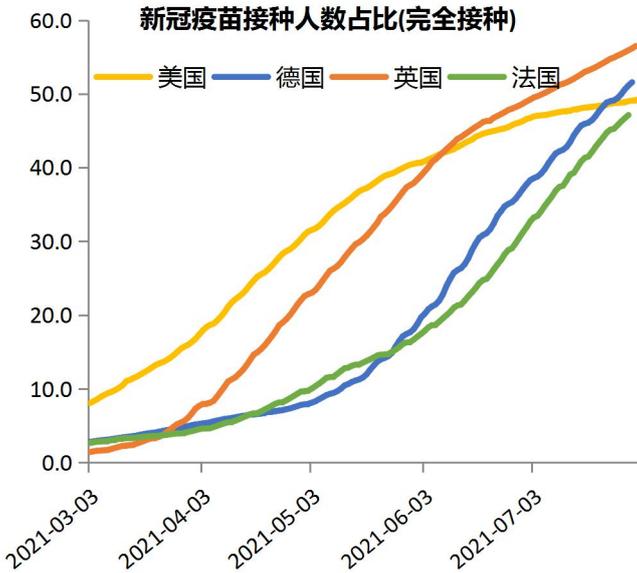
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：新冠疫情当日新增确诊病例



资料来源：Wind，优财研究院

图 21: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



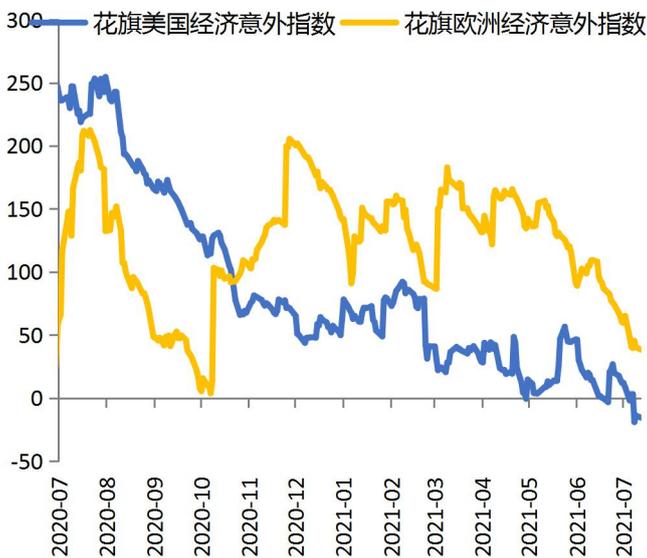
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 新冠疫苗每日接种量 (千剂次)



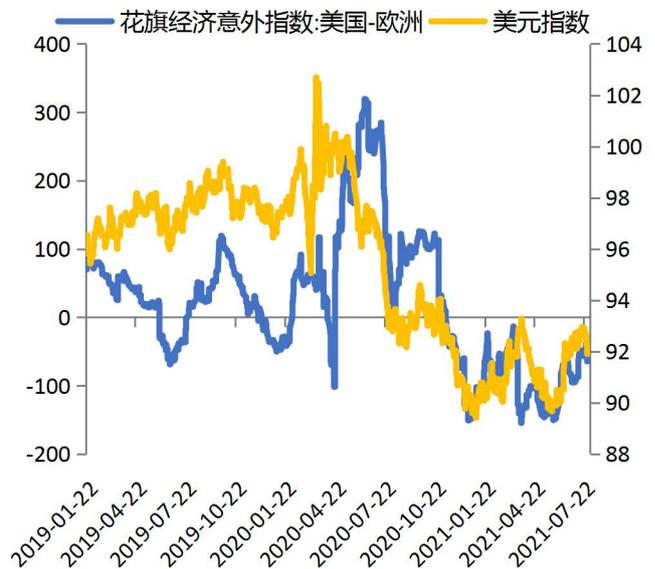
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

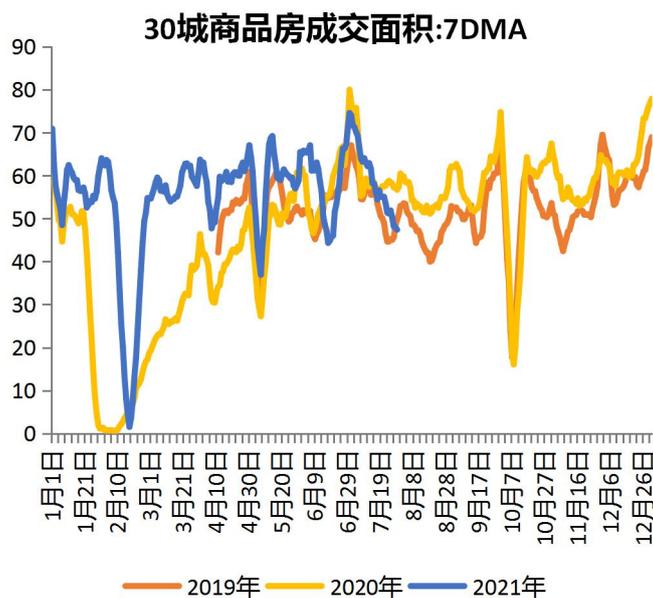
四、经济高频观察

1. 需求：30城销售回落，地产政策持续趋严

地产销售7月回落，30大中城市商品房销售面积季节性回落，并低于去年同期水平，7月同比负增长，尤其是一线城市销售面积增速有所回落，土地成交面积和溢价率也低于去年同期水平。

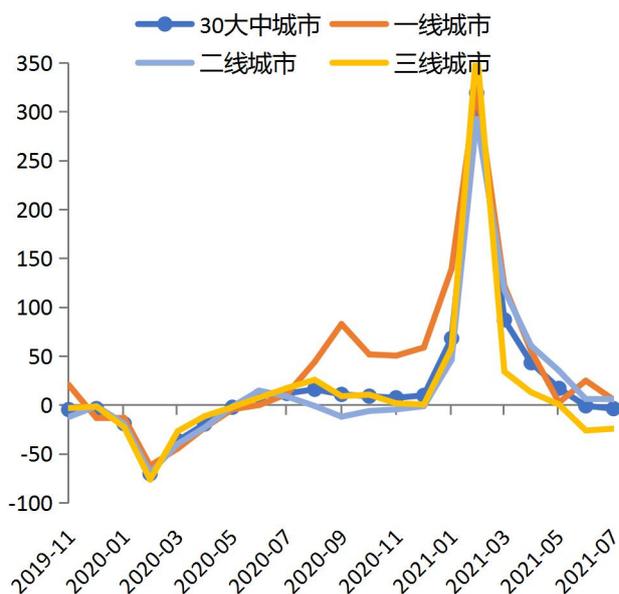
近期地产政策频出，住建部称将对调控工作不力、房价上涨过快城市坚决予以问责，各地纷纷升级地产监管政策，房地产政策高压下地产投资下行压力加大。

图 25：30 城商品房成交面积（万平方米）



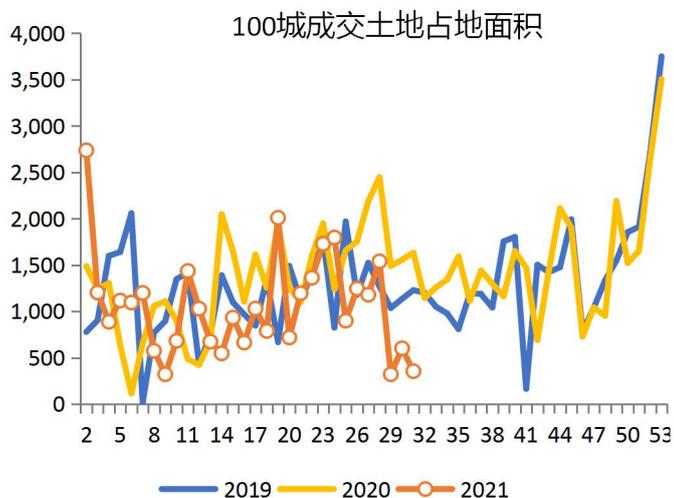
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：30 城商品房成交面积同比（%）



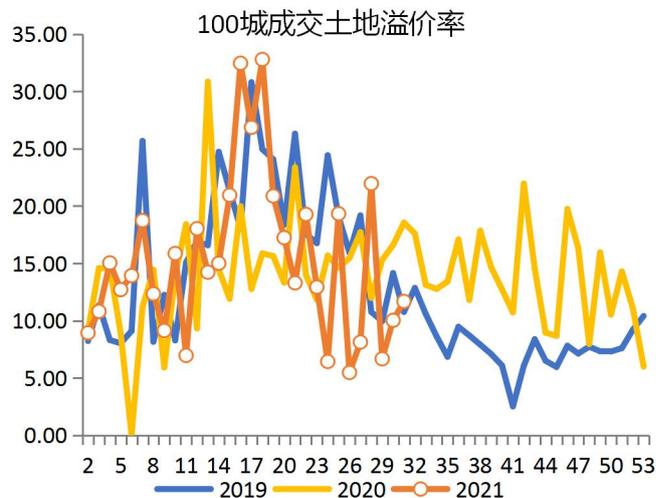
资料来源：Wind，优财研究院

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 (%)



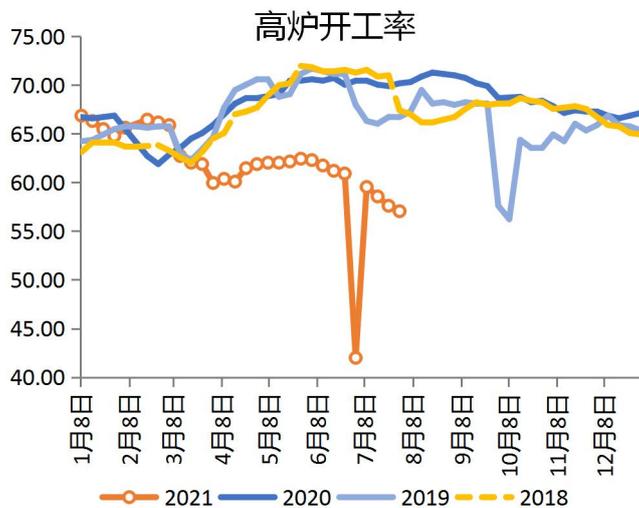
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产: 钢铁限产影响下高炉开工率延续下行

受临时限产政策以及下半年粗钢减产压力影响,7月全国高炉开工率整体延续下行,电厂日耗上半月持续攀升并创新高,而后受连续降雨、华东地区温度下降等影响回落。7月轮胎开工率明显回升或受芯片供给改善的提振,但当前轮胎开工率仍低于往年同期,考虑到汽车产销偏弱以及原料价格高位,预计开工提升仍将较为谨慎,织机开工率小幅回升。

工业品价格整体变动不大,呈现分化,受限产预期影响,钢材价格持续回暖,终端需求淡季下钢材累库持续,水泥价格则季节性走弱,但跌幅逐渐收窄,玻璃价格创新高。

图 29: 高炉开工率 (%)



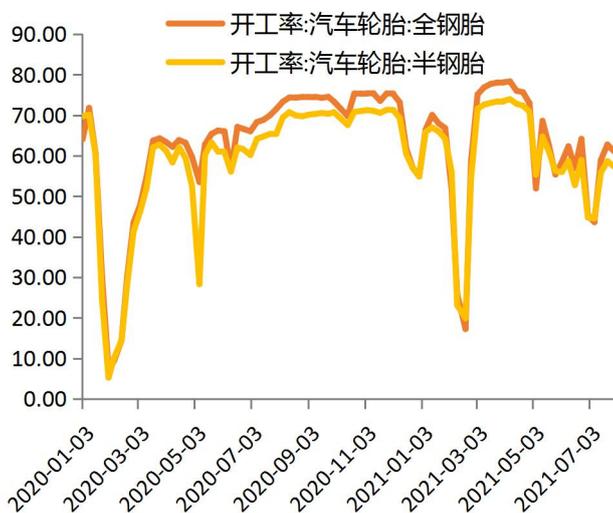
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



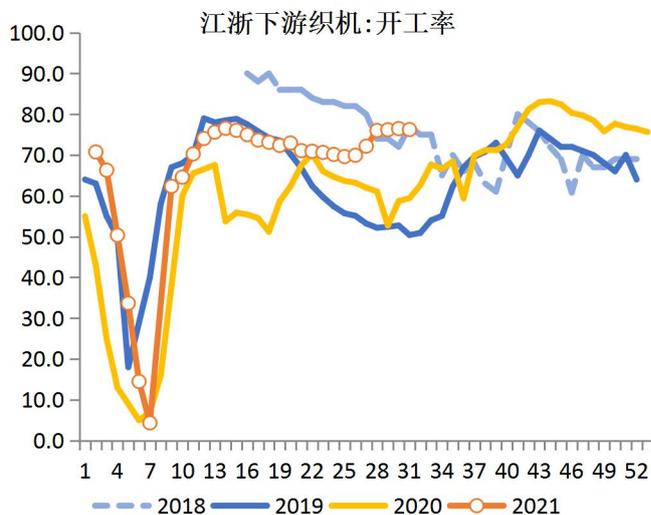
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 江浙下游织机:开工率 (%)



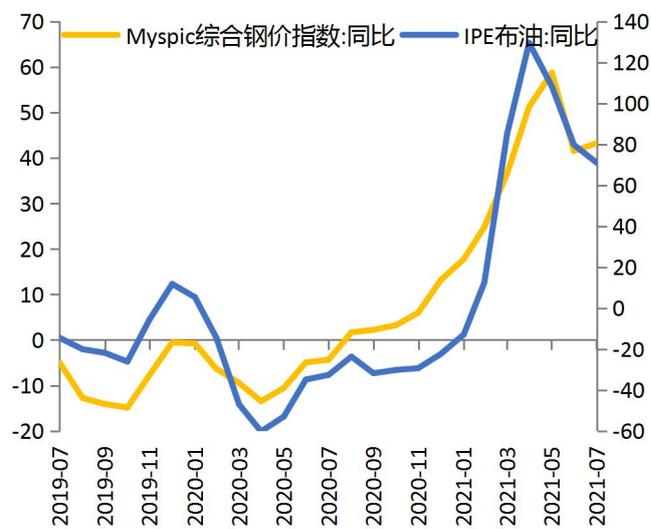
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 大宗商品价格指数



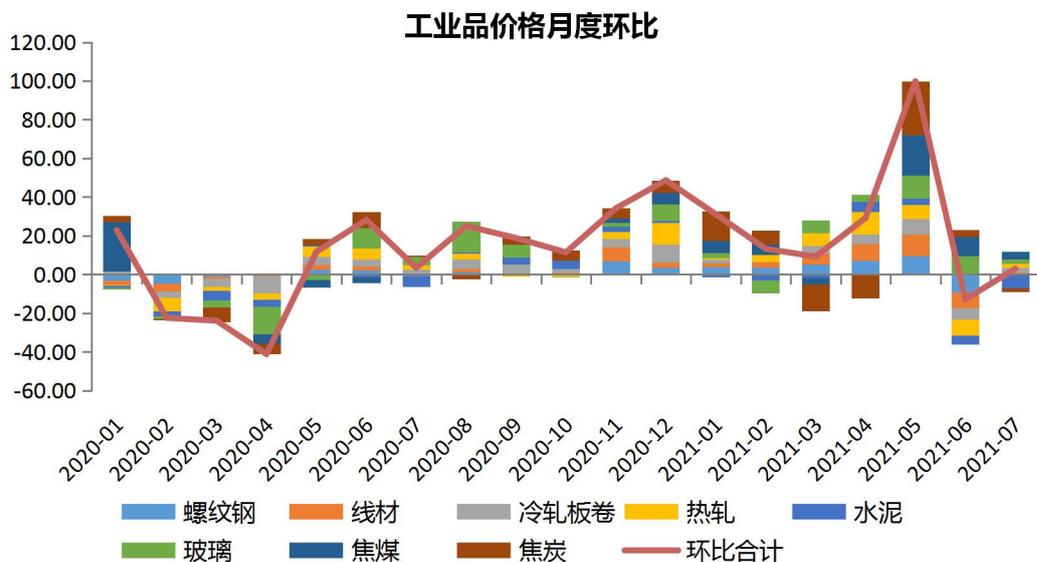
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 工业品价格月度环比



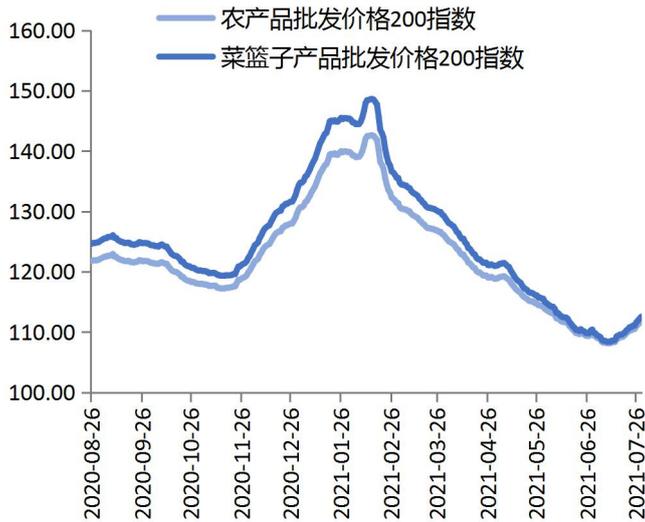
资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀: 食品价格指数涨幅扩大

农产品价格指数 7 月中旬以来触底回升, 受洪涝灾害影响, 蔬菜的保鲜、储存及运输难度上升, 蛋类蔬菜类后两周环比上涨加快, 从季节性表现来看, 蔬菜即将

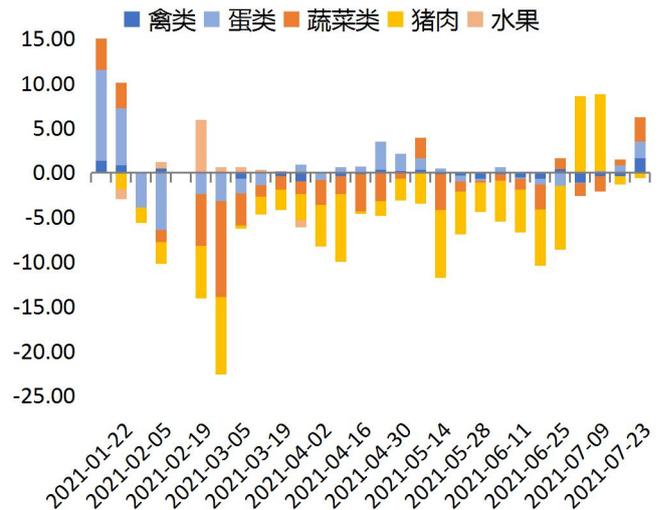
进入夏季价格回升时期。而猪肉价格中旬以来持续下跌，三次收储仍不改猪价跌势，据统计局，生猪产能持续释放，存出栏同比大幅增长。

图 36：农产品批发价格 200 指数



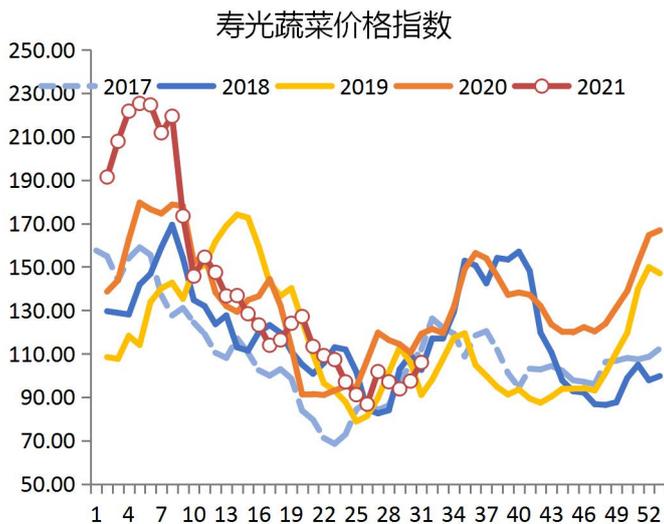
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：食用农产品价格指数:周环比 (%)



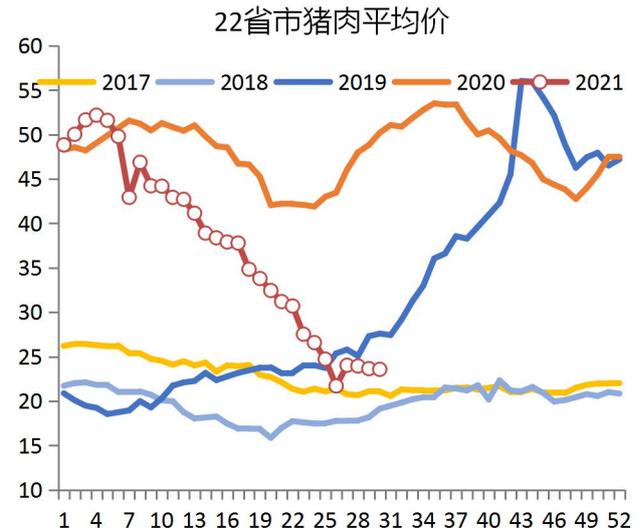
资料来源：Wind，优财研究院

图 38：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 39：22 省市猪肉均价 (元/千克) (%)



资料来源：Wind，优财研究院

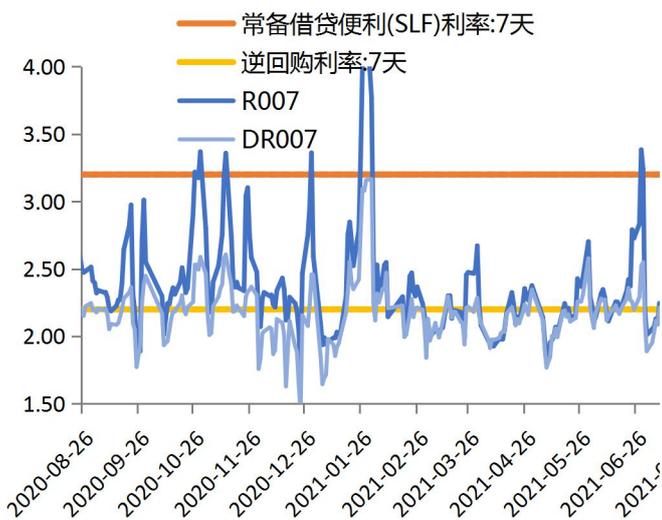
4. 资金面：流动性保持平稳

7月央行除了月末两个工作日小幅加量300亿投放外，仍然维持日均100亿的公开市场操作规模，月内逆回购实现净回笼600亿元。同时7月15日，央行开展1000亿元MLF操作，对冲4000亿元到期量后实现净回笼3000亿元，降准对MLF到期实现了一定的置换效应，月内LPR和MLF利率均保持不变。

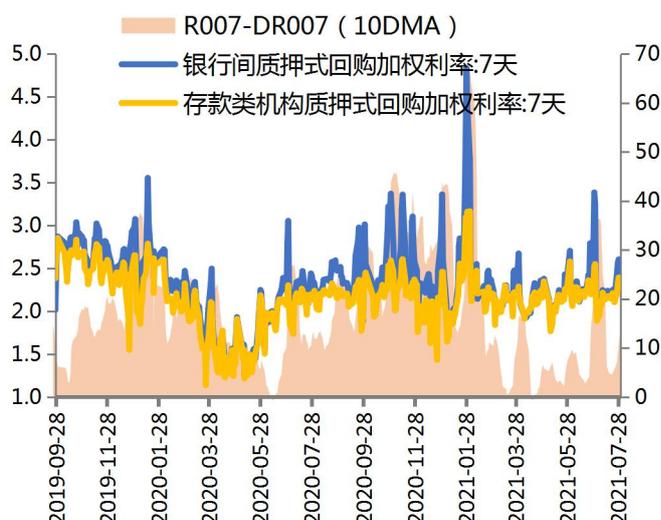
降准落地后资金面整体保持平稳，DR007维持在2.2%附近波动，月度均值为2.16%，资金分层在月初较高后回到偏低水平震荡，降准释放资金对冲了月中MLF到期放量和缴税大月的流动性波动。

图 40：利率走廊（%）

图 41：R 与 DR 利差位于低位（%，bp）

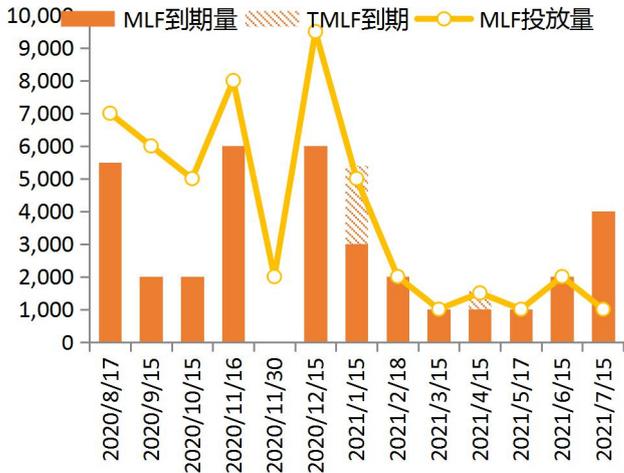


资料来源：Wind，优财研究院



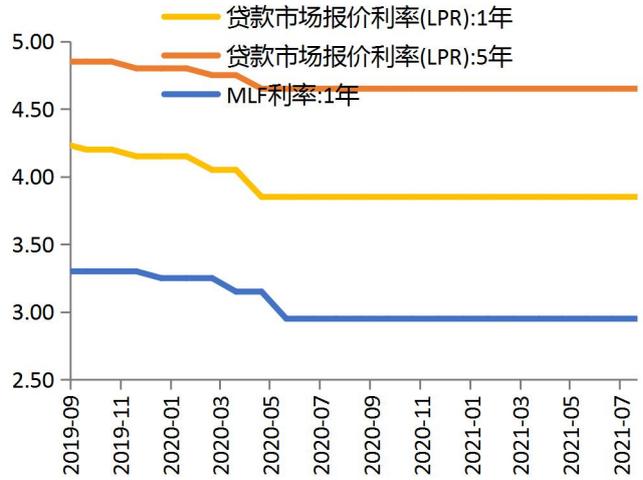
资料来源：Wind，优财研究院

图 42: 央行 MLF 操作 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: LPR 报价利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 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，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

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/>