



2021年5月15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



疫情冲击显现，政策仍需“主动果断作为”

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 4月通胀略超预期，核心CPI仍然偏弱。CPI增速回升主要受到食品端增速上涨的提振，而疫情防控形势严峻冲击消费活动，住宿、餐饮、旅游等消费活动大幅收缩，核心CPI修复不及预期，耐用品价格低迷显示内需仍然偏弱。PPI延续同比回落趋势，但供给端冲击下PPI同比回落速度放缓，国内上游企业成本端高企加剧输入性通胀压力，俄乌冲突仍是供给端不确定性。2) 融资需求偏弱叠加疫情冲击银行经营下，4月社融信贷数据大幅不及预期。私人部门融资需求进一步走弱，预期偏弱叠加疫情冲击消费场景，居民部门重回去杠杆，而疫情带来的要素短缺、原材料等生产成本上涨也拖累企业有效融资需求明显下降。本轮疫情加剧经济的不确定性和压力，政策有望继续发力积极对冲，“积极主动谋划增量政策工具，继续稳定信贷总量，继续降低融资成本”。3) 将稳增长放在更加突出的位置，政策仍需“主动果断作为”，宽信用和保市场主体目标下信贷政策和结构性政策是重点。国内疫情和海外货币政策收紧带来的风险下经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，需要政策的“主动果断作为”。未来政策重心或侧重宽信用和保市场主体，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策将是主要方向，财政或也存在扩容概率，下半年特别国债到期或有望续作。近期各地地产政策调整步伐加快，房企债务压力和投资下滑风险下因城施策松绑限购限贷仍在继续，房贷利率也开启调降信号，因城施策放松限购大概率扩围提速。

高频数据显示：1) 美联储加息预期高位震荡，上方空间相对有限，进一步前置化加息的风险有所降低但未完全解除，风险点在于后续油价超预期上行、或者工资涨幅进一步上行。2) 疫情持续冲击地产供需两端，商品房销售持续偏弱；3) 国内疫情逐渐收敛叠加假期影响减弱，物流情况改善，生产端有所恢复；4) 工业品价格环比小幅转负，原油价格高位震荡；5) 农产品价格指数继续季节性回落，猪价延续涨势。

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，政治局会议强调加大宏观政策调节力度，再次夯实政策底，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。而对于债市来说，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，降息窗口基本关闭，叠加中美利差倒挂下，利率下行空间受到制约，加大宏观政策调节力度下债市走势偏不利。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。

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



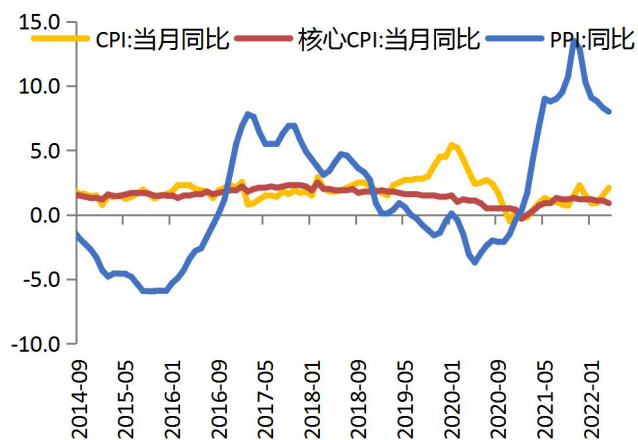
一、疫情扰动加剧经济下行压力，政策仍待发力

1.4 月通胀略超预期，核心 CPI 仍然偏弱

4 月 CPI 同比较上月回升 0.6 个百分点，主要受到食品端增速上涨的提振，囤货需求下鲜果、鸡蛋等价格环比明显回升，疫情导致物流成本上升下食品供应偏紧，食品价格逆季节性回升。同时生猪产能去化叠加运输受阻下，猪肉价格低位反弹，环比由跌转涨，对同比拖累逐渐收窄，猪价有望逐渐迎来上行周期。非食品端仍然持平，油价继续上涨，叠加物流成本上升，4 月交通和通信、生活用品及服务环比涨幅明显超季节性，但疫情防控形势严峻冲击消费活动，住宿、餐饮、旅游等消费活动大幅收缩，衣着居住环比下降，教育文娱、医疗保健弱于季节性表现，核心 CPI 修复不及预期，低位小幅回落，耐用品价格低迷显示内需仍然偏弱。

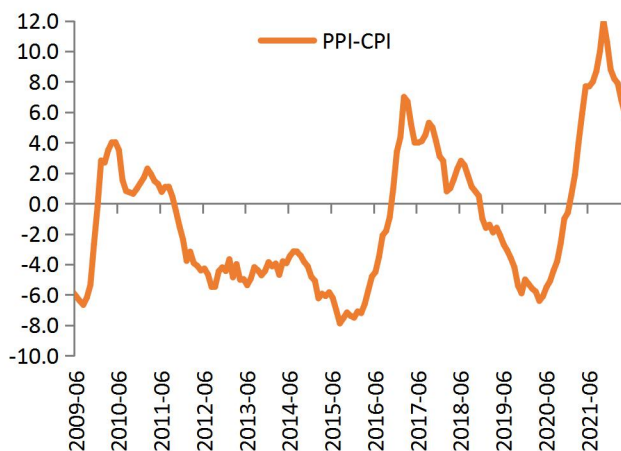
PPI 延续同比回落趋势，但受俄乌冲突延续影响，能源价格持续高涨，有色金属、化肥等大宗商品价格持续高位，供给端冲击下 PPI 同比回落速度放缓，国内上游企业成本端压力延续，输入性通胀压力仍存。往后看，随着海外宽松货币的逐渐退出、以及全球 PMI 的回落指向经济动能向下，需求端扩张放缓，但俄乌冲突仍加剧供应链的不确定性，叠加上游原材料库存的偏紧，预计 PPI 同比回落斜率放缓。

图 1: CPI VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

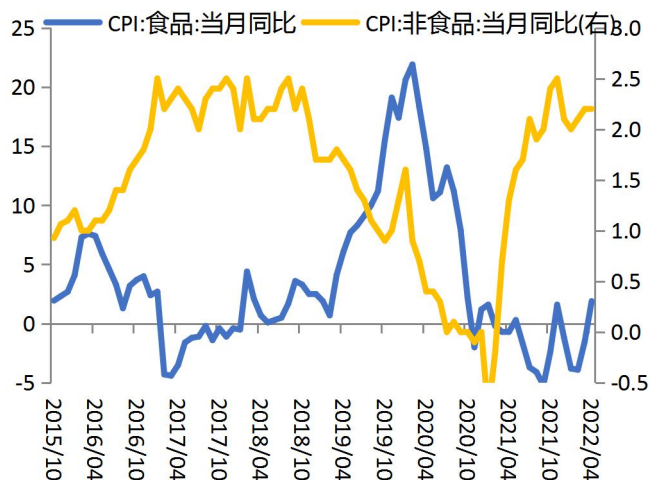
图 2: PPI-CPI 剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

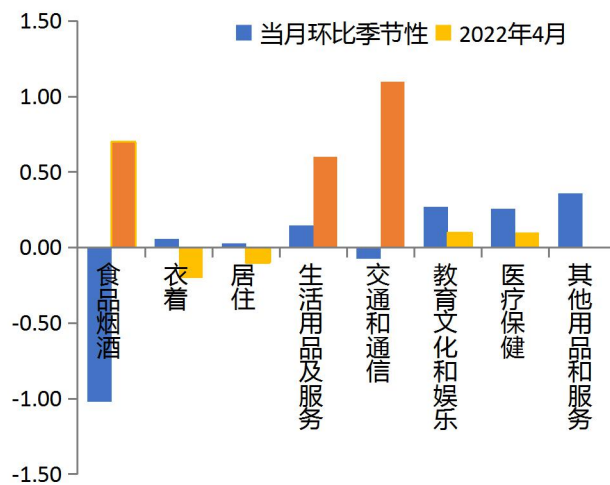


图 3：CPI 食品和非食品分项增速（%）



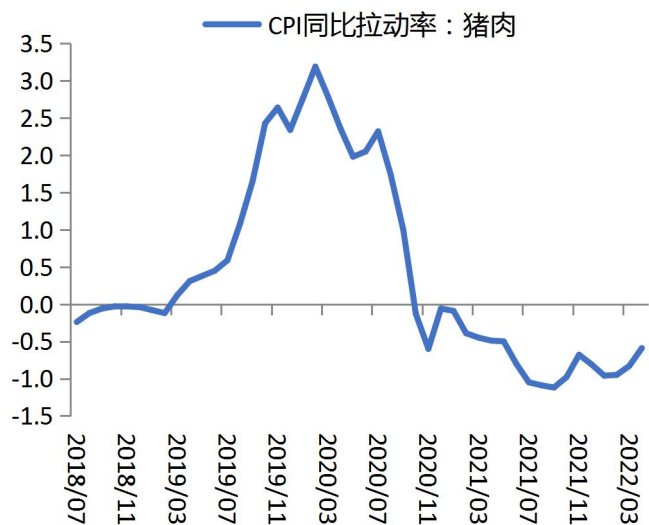
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：CPI 环比季节性（%）



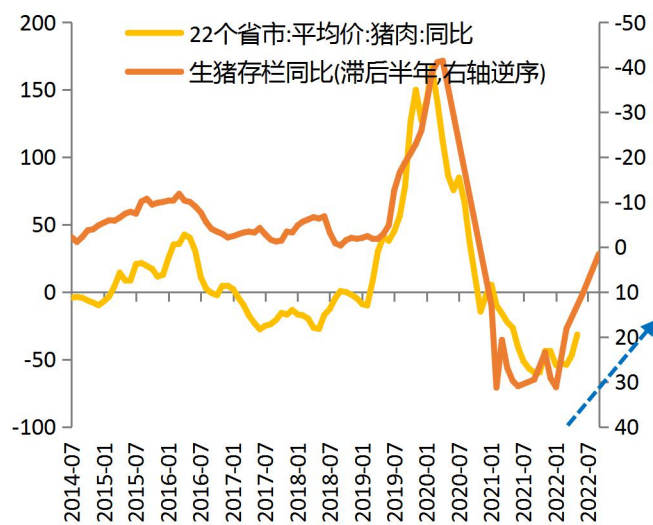
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：猪价对 CPI 同比增速拖累收窄（%）



资料来源：Wind，优财研究院

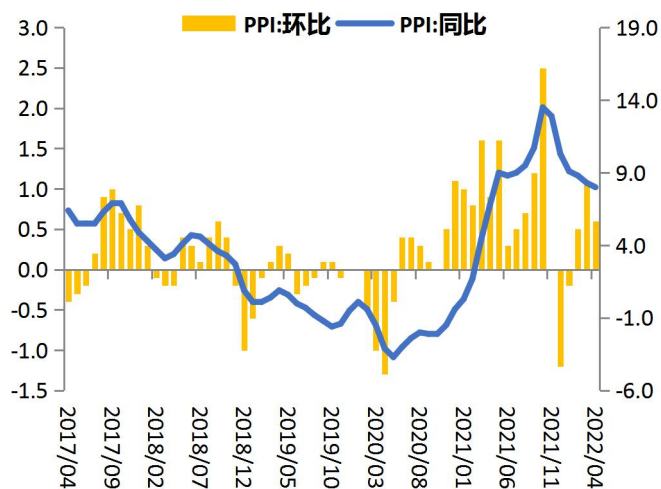
图 6：猪价有望逐渐迎来上行周期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

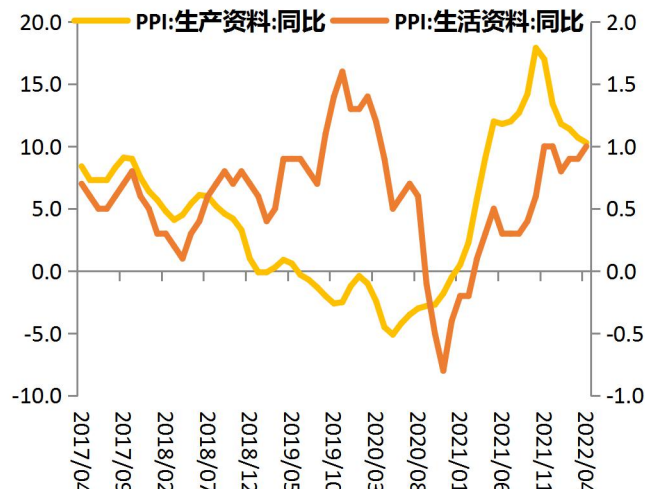


图 7： PPI 延续同比回落趋势 (%)



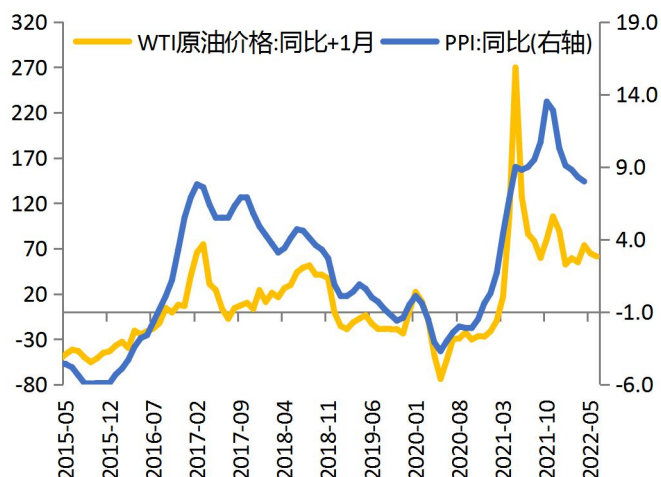
资料来源：Wind，优财研究院

图 8： PPI 生产资料&生活资料 (%)



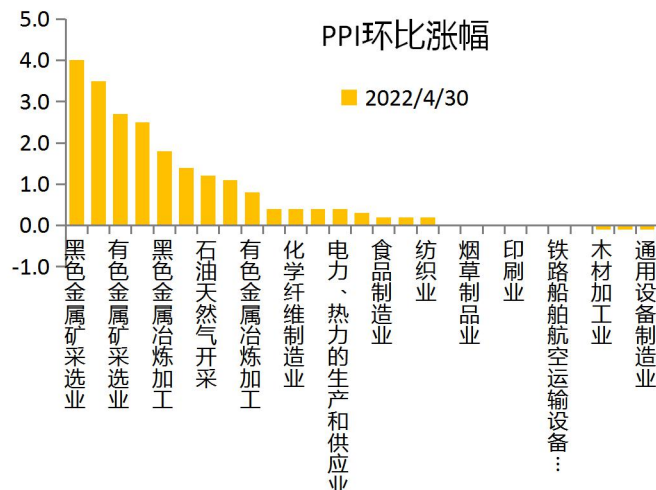
资料来源：Wind，优财研究院

图 9： WTI 原油价格 VS PPI (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 10： PPI 分项环比 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

2. 疫情拖累信贷需求

4 月社融信贷数据大幅不及预期，融资需求偏弱叠加疫情冲击银行经营是主因，居民贷款和企业中长贷是主要拖累，政府债发行节奏放缓也使得本月对社融支撑减弱，配套贷款融资也有所同步回落。居民部门重回去杠杆，一方面居民房价预期偏弱以及就业和收入压力压制购房需求，另一方面疫情冲击销售活动也拖累商品房销售。企业贷款总量结构同步走弱，疫情打断此前企业融资边际改善的进程，新增中长贷同比重回大幅收

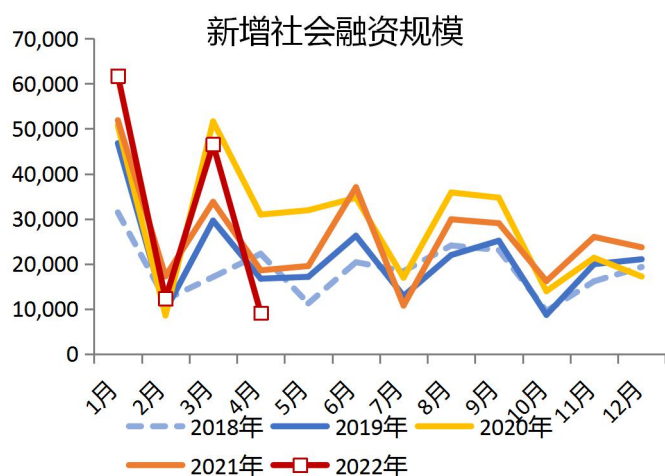


缩，本轮疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨，企业有效融资需求明显下降。

但4月实体部门存款却意外走高，M1、M2增速回升较快，与贷款大幅走弱呈现一定分化，体现了政府加杠杆背景下财政支出加快对流动性的支撑，但疫情防控冲击供应链约束，经济活动受限下私人部门缺乏加杠杆动力和意愿，私人部门经济活动受到干扰下融资需求不足。

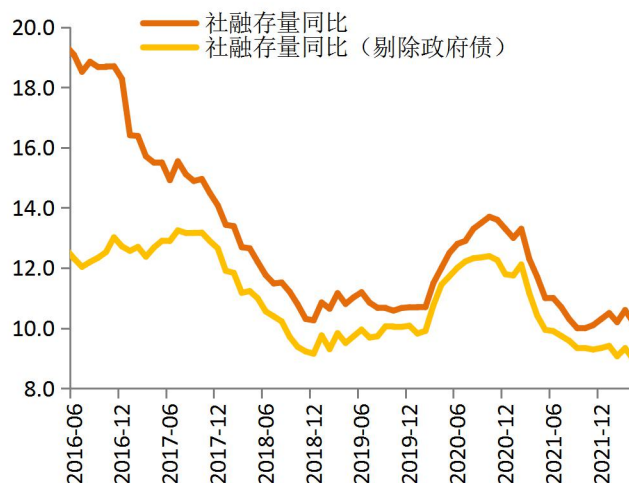
往后看，本轮疫情加剧经济的不确定性和压力，政策有望继续发力积极对冲。5月初以来疫情呈现逐步缓和迹象，上海力争中旬实现社会面清零，复工复产进程或有望带动融资需求的低位修复，但政治局会议强调“毫不动摇坚持动态清零总方针”下，疫情对经济的拖累仍将持续，当前国内疫情的进展成为宏观经济的主要边际变量。而在财政部“6月底前完成大部分专项债发行工作”的要求下，5、6月政府债发行速度或有望重新加快。经济压力下政策或将把稳增长放在更加突出的位置，央行4月金融数据发布会重也强调“积极主动谋划增量政策工具，继续稳定信贷总量，继续降低融资成本”，政策有望进一步发力积极对冲疫情扰动。

图 11：当月新增社融（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

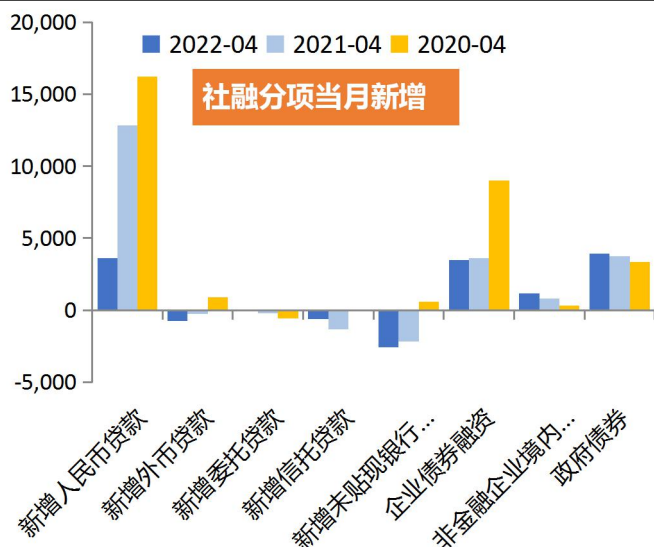
图 12：社融存量增速回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

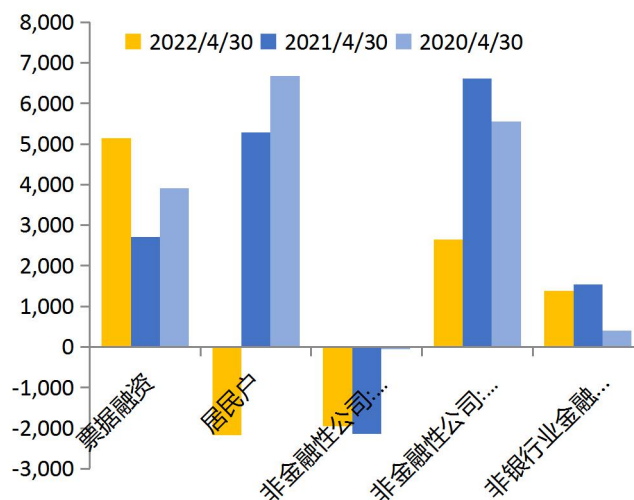


图 13: 社融分项 (亿元)



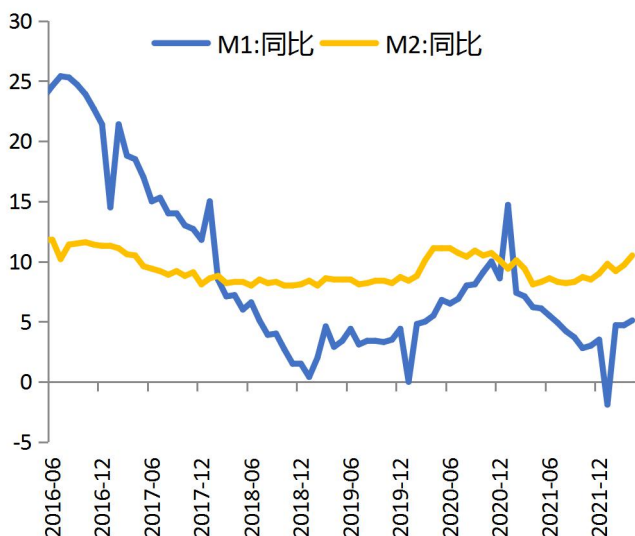
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 企业和居民融资需求偏弱 (亿元)



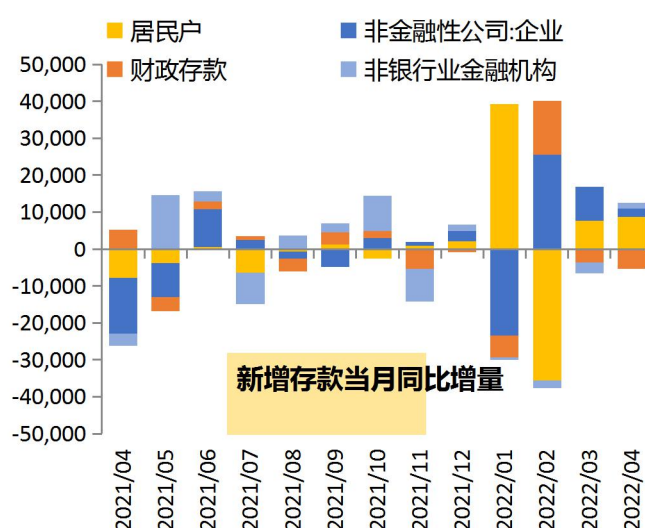
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 实体部门存款和流动性意外走高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 居民和企业存款强于季节性 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院



3. 将稳增长放在更加突出的位置，政策仍需“主动果断作为”

央行一季度货币政策执行报告对经济判断更偏谨慎，国内疫情和海外货币政策收紧带来的风险下经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，需要政策的“主动果断作为”。稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，但货币政策内外制约下总量层面宽松空间不大，一方面美联储加息缩表下美债收益率走高引发中美利差倒挂，汇率贬值和资本外流担忧下外部平衡压力加大，另一方面国内通胀仍有远虑，且企业停工停产、供应链冲击的背景下，货币政策也无法解决所有问题，“坚持不搞大水漫灌”叠加“以我为主兼顾内外平衡”的政策定调更显克制。

未来政策重心或侧重宽信用和保市场主体，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策将是主要方向，“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”下预计房地产政策继续松动，因城施策放松限购大概率扩围提速，而财政或也存在扩容概率，下半年特别国债到期或有望续作。

近期各地地产政策调整步伐加快，房企债务压力和投资下滑风险下因城施策松绑限购限贷仍在继续，房贷利率也开启调降信号。在“稳增长”的宏观主线下，5.5%的GDP目标要求下资本形成拉动仍需发力，叠加地产产业链影响较广，对经济各部门产生传导影响，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

5月15日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

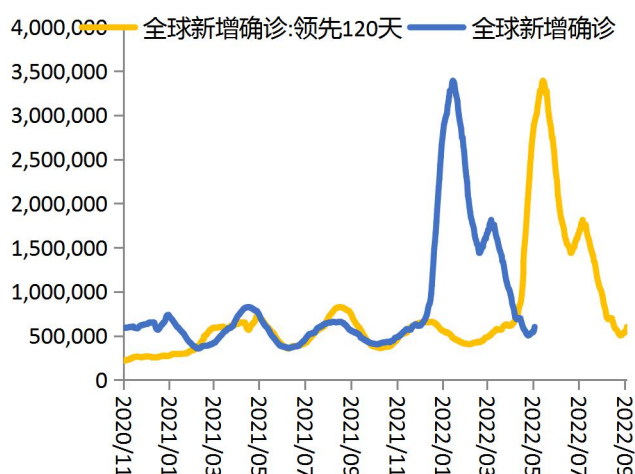


二、海外疫情和经济活动跟踪

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，全球收紧货币应对通胀持续上行，美联储当前仍处于快速持续加息的时间窗口，但偏后周期的加息周期下经济走弱压力也在酝酿，供给端矛盾难以缓解下全球经济面临滞胀风险。

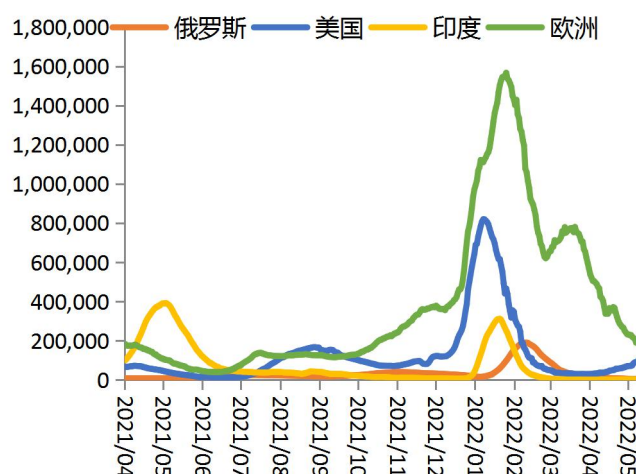
美联储加息预期高位震荡，上方空间相对有限，进一步前置化加息的风险有所降低但未完全解除，风险点在于后续油价超预期上行、或者工资涨幅进一步上行。但美国经济短期动能仍然强劲，叠加通胀的供给端因素仍未解决，加息预期快速逆转可能性也不大。后续加息预期的逆转仍需要等待通胀、核心通胀和工资的拐点。预计美债收益率或维持高位，但进一步走升空间有限，无风险利率走高仍制约美股表现，但进一步前置化加息预期走弱下股市波动或将减弱。

图 17：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

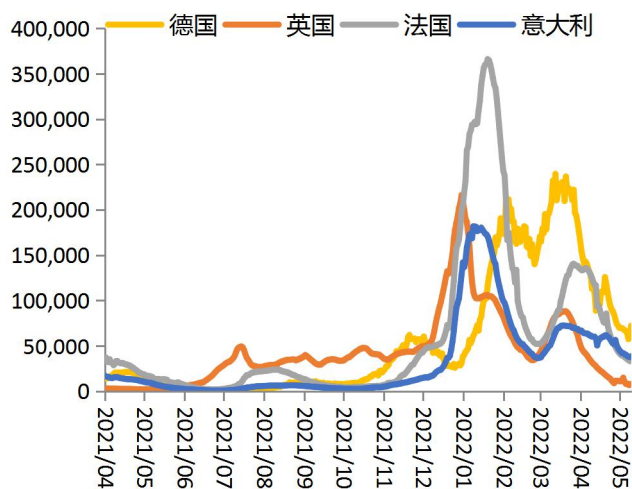
图 18：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

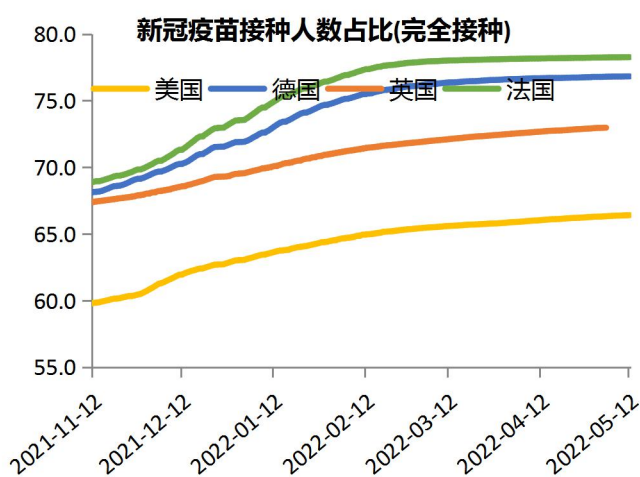


图 19: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 新冠疫苗完全接种人数占比（%）



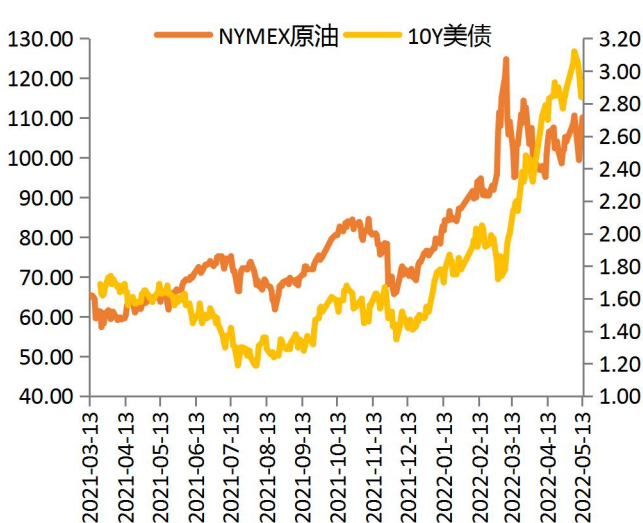
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源: Wind, 优财研究院

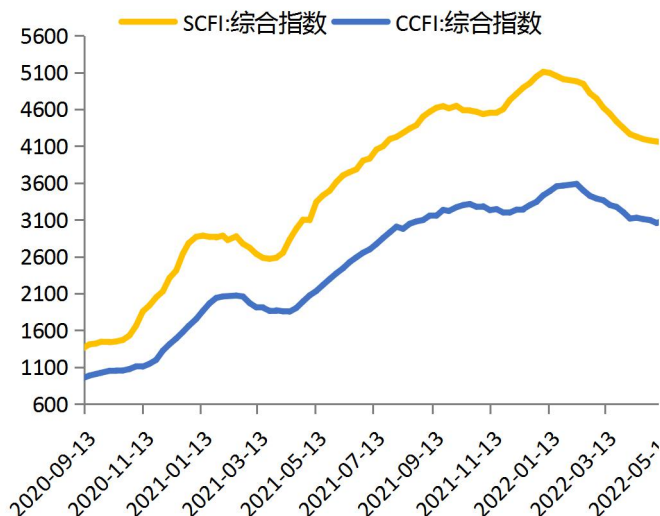


图 23：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：运价指数



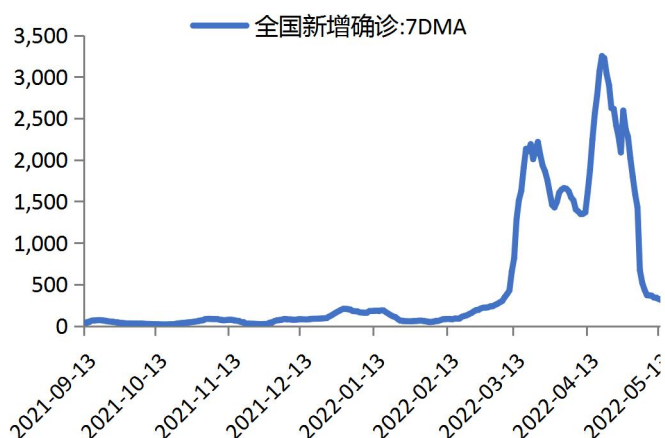
资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 国内疫情逐渐收敛

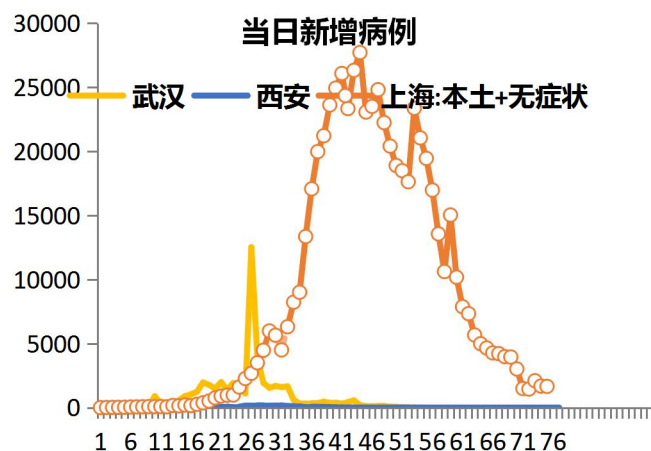
4月下旬以来上海疫情逐渐呈现收敛状态，上周全国新增确诊继续回落，而封控措施仍处于偏严状态，全国拥堵延时指数和地铁客流量维持较低水平，上海地铁客流量持续为零。疫情防控政策下社交活动中断对消费和服务业活动的冲击仍在持续，生产端和供应链影响仍达，往后看，疫情的边际收敛和企业复工复产进度将是未来经济修复的重点关注点。

图 25：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）



资料来源：Wind，优财研究院

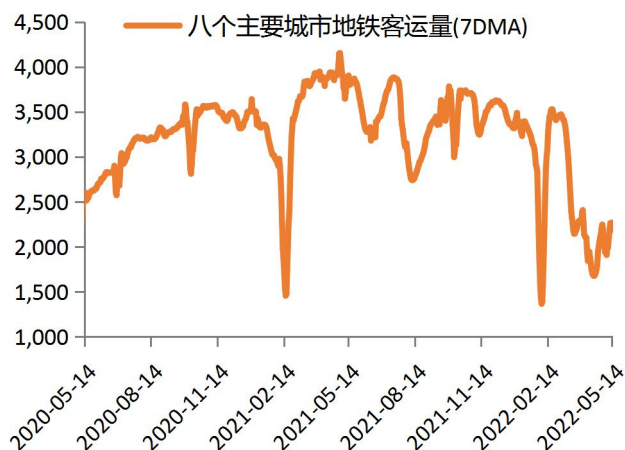
图 26：上海疫情形势逐渐收敛（例）



资料来源：Wind，优财研究院



图 27：地铁客运量维持低位（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：节后全国拥堵指数小幅回升

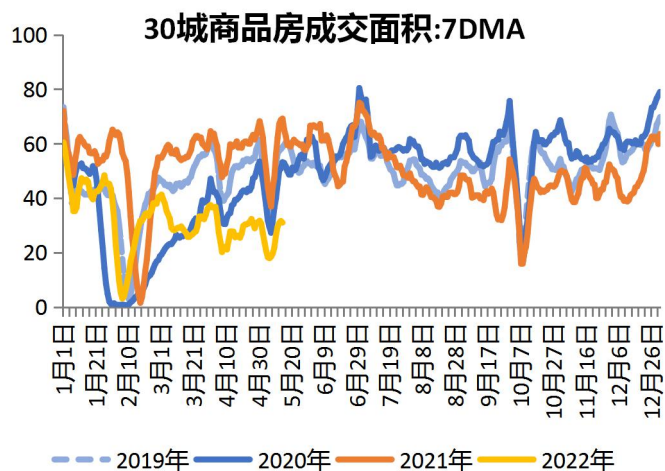


资料来源：Wind，优财研究院

2. 需求：疫情持续冲击地产供需两端，商品房销售仍然偏弱

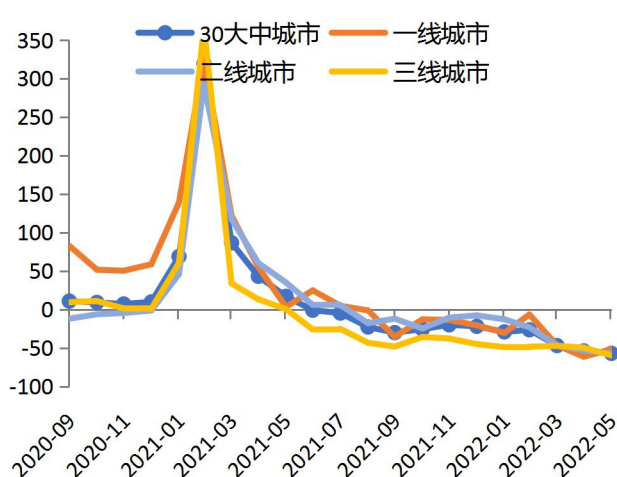
上周商品房销售小幅，同比降幅较上月略有收窄，5月截至14日，30城商品房成交面积同比增速-57%（1-7日为-68%，4月为-54%），其中一线、三线城市销售回落幅度已经超过2020年2月疫情爆发后的最低点，疫情防控加码下一线城市降幅显著扩大，土地成交仍在低位。全国疫情形势严峻下各地防控措施升级影响商品房销售活动，且部分地产项目也受人力短缺和物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资。

图 29：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

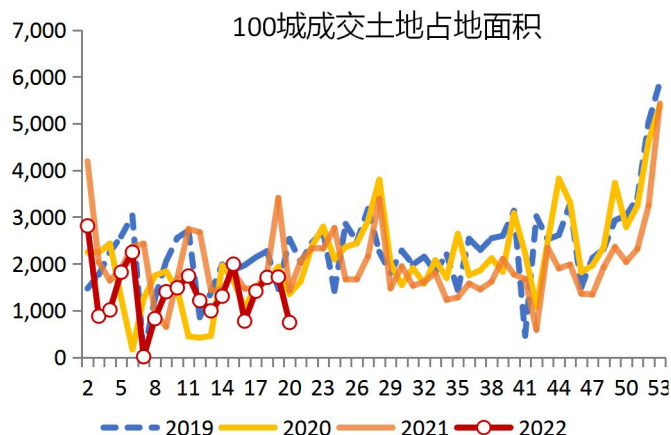
图 30：30 城商品房成交面积同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

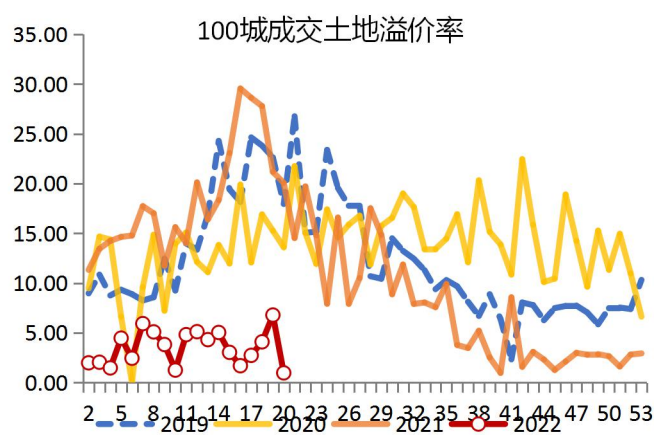


图 31: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

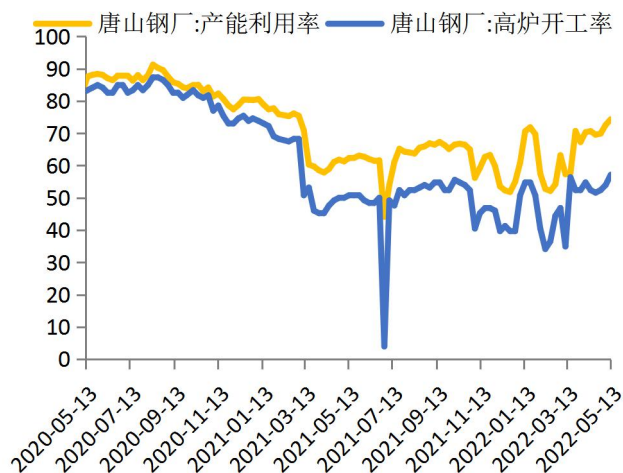
2. 生产: 生产端有所恢复, 原油价格高位震荡

国内疫情逐渐收敛叠加假期影响减弱, 物流情况改善, 上周生产端有所恢复, 各行业开工率有所回升, 唐山钢厂开工率加速回升, 汽车轮胎开工率低位回升, 江浙地区涤纶长丝开工率小幅回升, 石油沥青装置开工率连续第二周底部回升, 全国水泥发运率基本持稳, 同时随着企业开工率的回升, 电厂日耗也呈现恢复迹象。

5月工业品价格环比小幅转负, 焦煤、焦炭、铁矿石价格延续高位回落态势, 钢价反季节性累库下普跌, 水泥价格继续调整, 玻璃价格震荡偏弱。全球定价商品方面, 美国通胀飙升推升美联储加息预期进一步走高, 加剧经济衰退担忧, 原油价格高位震荡, 铜铝价格延续小幅下跌。

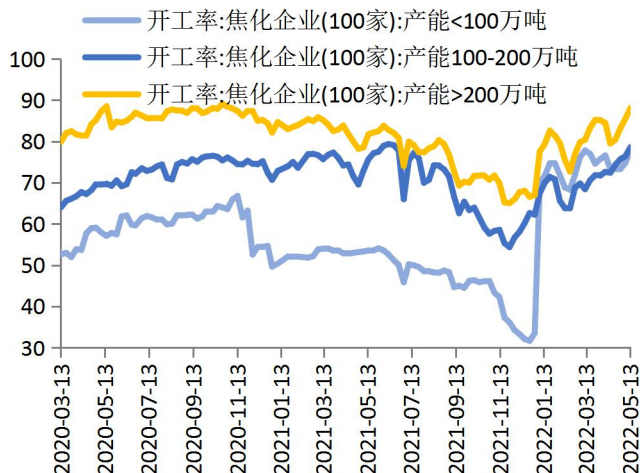


图 33: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



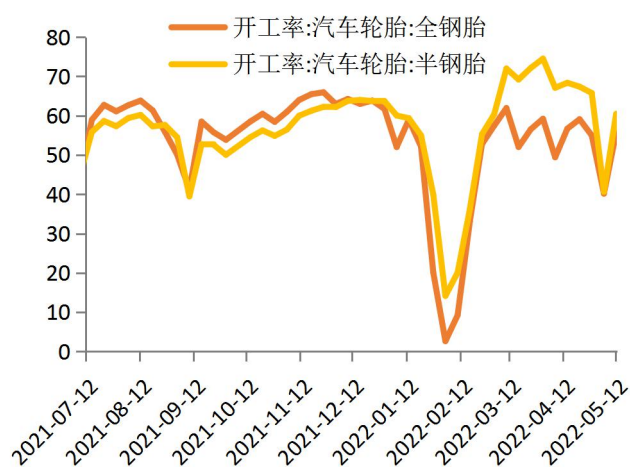
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 焦化企业开工率 (%)



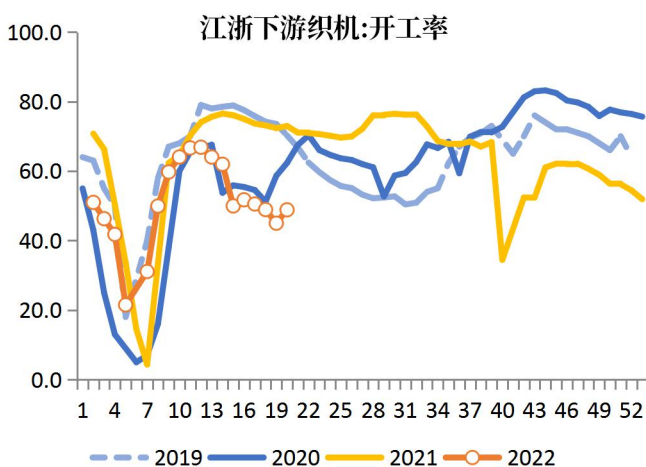
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

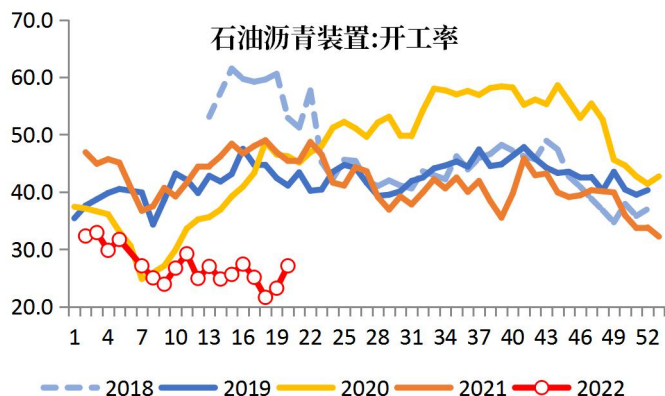
图 36: 江浙下游织机开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

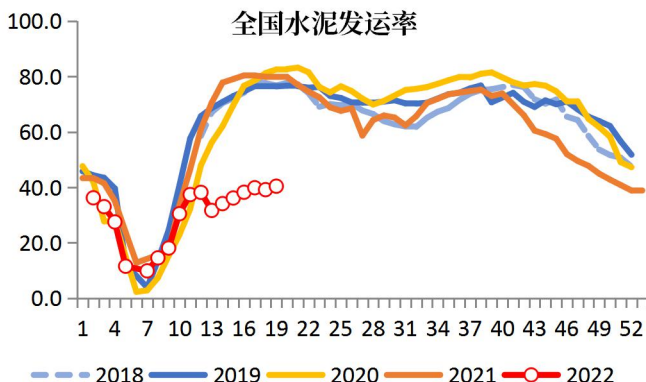


图 37: 石油沥青装置开工率 (%)



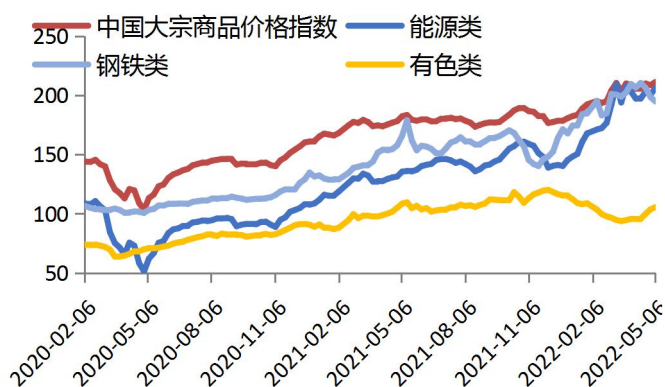
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 全国水泥发运率 (%)



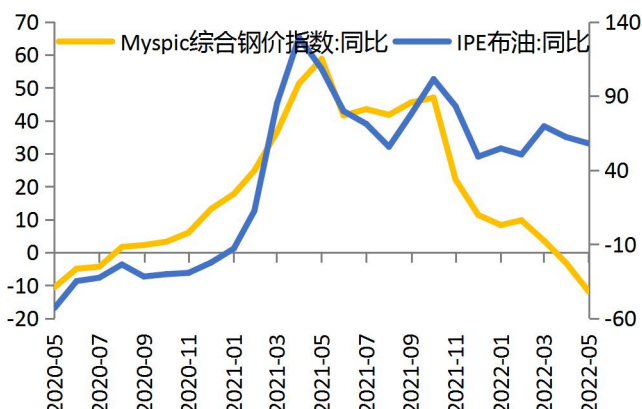
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 大宗商品价格指数



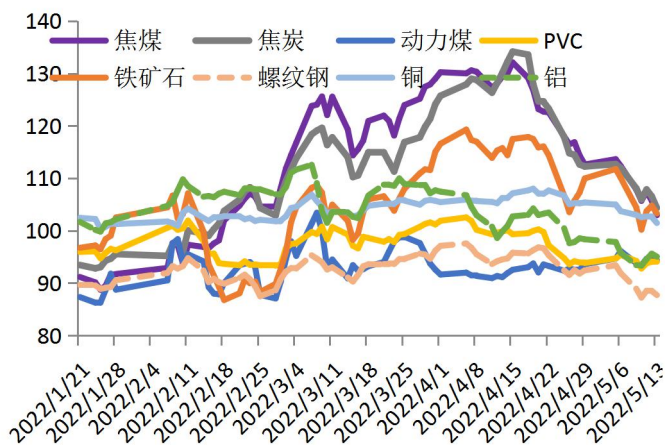
资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 钢价指数&布油同比 (%)



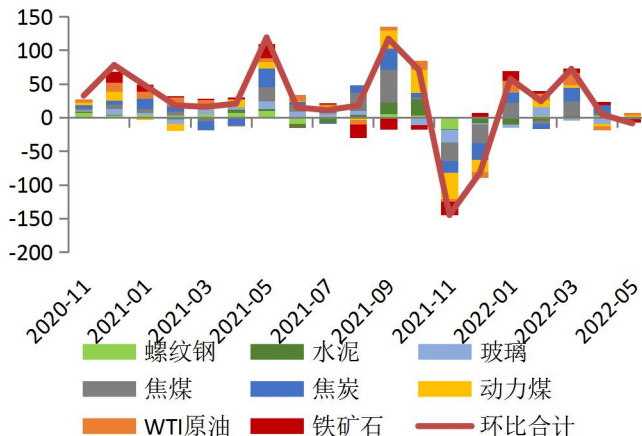
资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 工业品价格月度环比 (%)



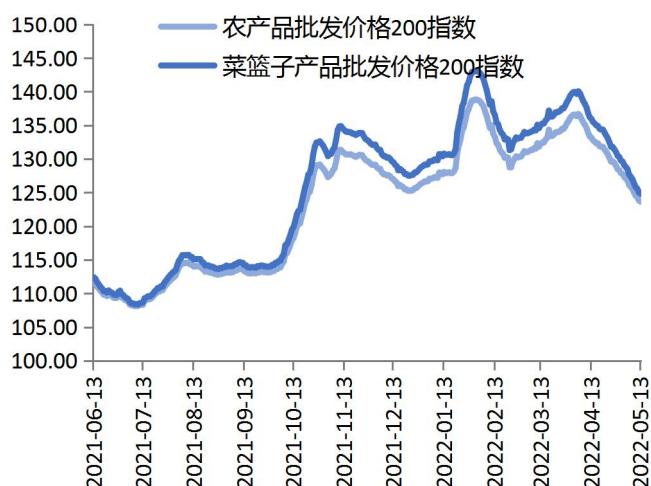
资料来源: Wind, 优财研究院



3. 通胀：农产品价格指数继续季节性回落，猪价延续涨势

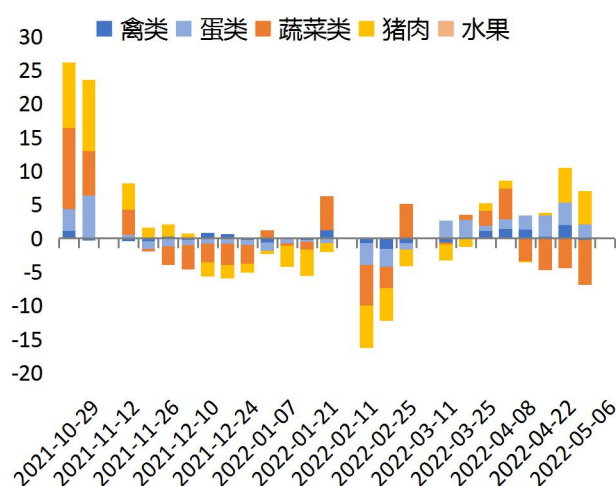
农产品价格指数维持季节性回落，全国蔬菜供应偏松下蔬菜价格指数高位显著回落，而猪肉价格延续涨势，养殖利润好转下产能去化速度减缓，4月能繁母猪存栏环比降幅放缓。

图 43：农产品批发价格 200 指数



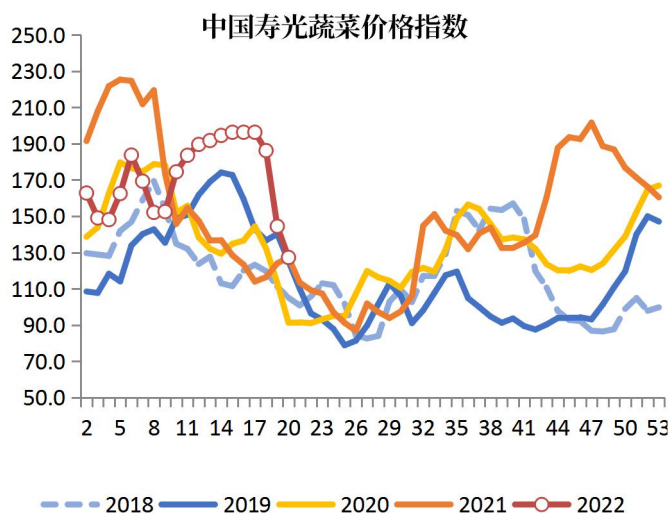
资料来源：Wind，优财研究院

图 44：食用农产品价格指数:周环比 (%)



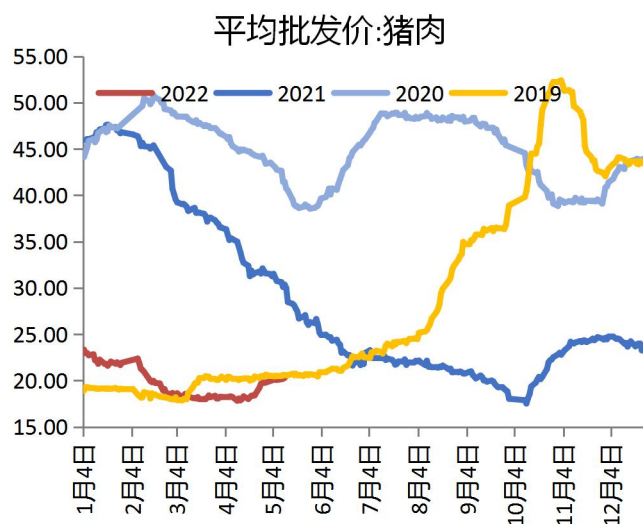
资料来源：Wind，优财研究院

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/>