



2021年5月29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



疫情进入收敛期，稳增长政策发力进行时

内容提要

上周宏观方面主要事件有：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。疫情收敛支撑国内经济活动小幅修复，但疫情防控仍是5月主要约束，5月复工主要采取闭环或半闭环运行，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在。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，6月开始将根据全市疫情防控形势，加快推进复工复产，持续扩大企业复工面，预计将支撑经济活动的进一步修复，下一步重点在于居民消费的修复，上海的全面解封或将是市场预期扭转的关键。2) 经济下行压力下政策发力进行时，保主体、稳就业是主要目标。上周政策发力持续加快，国常会部署稳经济一揽子6方面33项措施，央行、银保监会部署加力信贷投放，叠加全国稳住经济大盘电视电话会议督促落实凸显政策稳增长决心。近期地产政策放松进程也在加快，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。往后看，保市场主体和稳就业是政策主要目标，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策是主要工具，确保供应链循环畅通。同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策仍在路上，5年期LPR利率存在继续下调可能。而财政或也存在扩容概率，除减税退税等政策外，特别国债发行预期增强。

高频数据显示：1) 商品房销售疲弱下地产放松仍在进行时，后续疫情形势缓和居民预期修复是关键；2) 疫情收敛支撑生产端恢复，上周各行业开工率普遍回升，俄罗斯减产预期下原油价格高位震荡；3) 农产品价格指数继续季节性回落，猪价延续反弹

债市近期在经济基本面悲观预期及宽信用发力预期的多空交织下走势纠结，呈现窄幅震荡格局，利率当前面临短期和中期、内外和外部的双重矛盾，基本面下行、融资需求疲弱的现实，叠加资金面宽松以及曲线陡峭化，是支撑长端利率的主要原因。但中期来看，国内疫情拐点已现，稳增长组合拳支撑宽信用预期，5年期LPR利率下调有助于支撑房地产需求，经济环比面临小幅修复，叠加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，叠加中美利差倒挂下，利率下行空间受到制约，债市中期走势偏不利。短期利率对经济下行并未充分定价的背景，也决定了利率中期调整空间也相对有限，预计长端利率维持2.8-2.9%震荡区间，做多仍显纠结，当前曲线陡峭状态偏极致，后续可适度博弈曲线趋平。对于股市来说，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，稳增长动力增强下政策底再次夯实，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。

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、全国疫情进入收敛期，政策发力持续加快

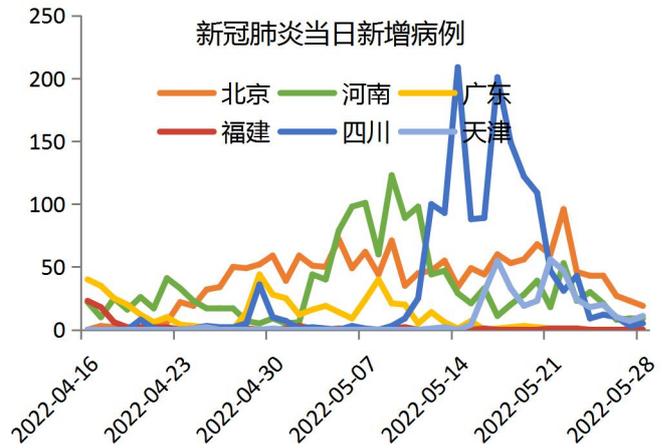
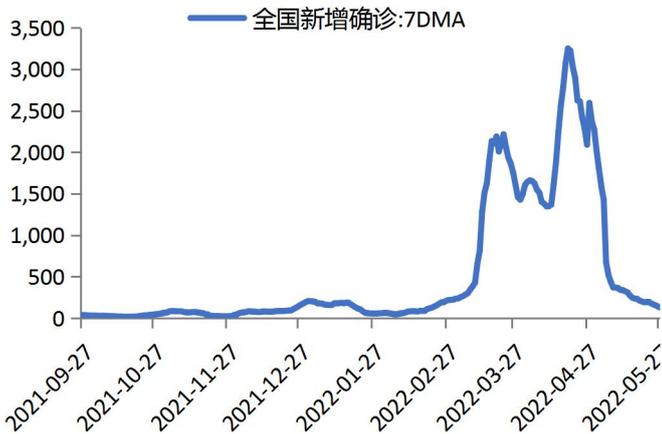
1. 全国疫情进入收敛期，复工进程是经济活动修复的主要变量

国内疫情防控形势继续好转，新增确诊继续回落，全国疫情进入收敛期，上海实现“社会面”清零，并逐渐推进复工进程。经济活动逐渐修复，物流景气度回升，地铁客运量低位小幅回升，拥堵指数回升较为明显，不过北京上海仍然偏低。

整体来看，疫情收敛支撑国内经济活动小幅修复，但疫情防控仍是5月主要约束，5月复工主要采取闭环或半闭环运行，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在。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，6月开始将根据全市疫情防控形势，加快推进复工复产，持续扩大企业复工面，预计将支撑经济活动的进一步修复，下一步重点在于居民消费的修复，上海的全面解封或将是市场预期扭转的关键。

图 1：本轮疫情新增确诊逐步收敛（例）

图 2：上海疫情宣布“社会面”清零（例）

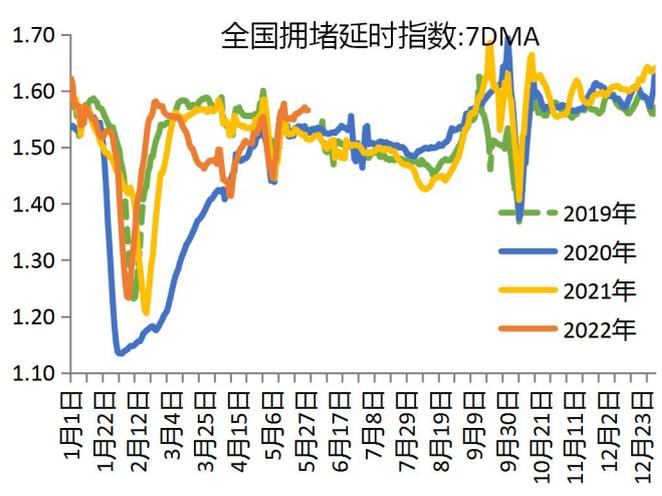
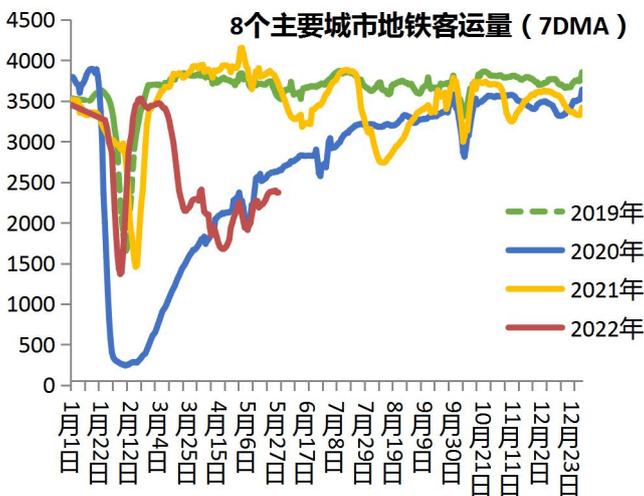


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地铁客运量维持低位（万人次）

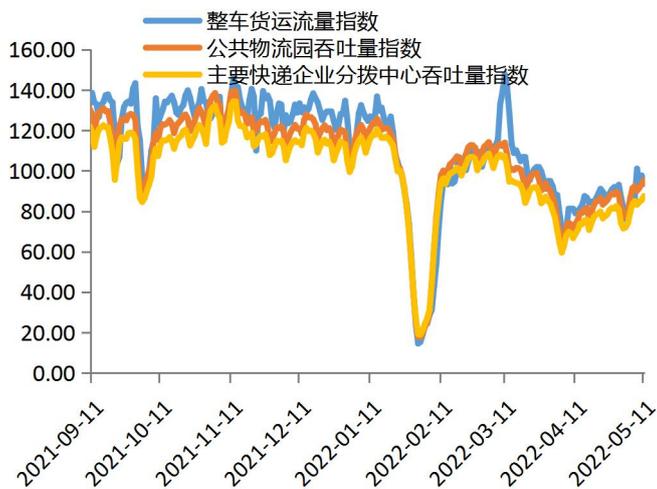
图 4：节后全国拥堵指数小幅回升



资料来源：Wind，优财研究院

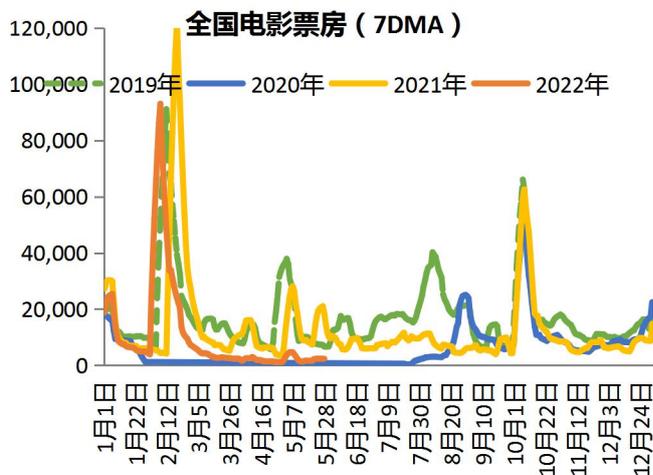
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: 货运、物流园等景气度回升 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 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. 政策发力进行时，保主体、稳就业是主要目标

上周政策发力持续加快，经济下行压力下政策发力仍在进行时。在继 23 日国常会部署稳经济一揽子 6 方面 33 项措施、24 日央行、银保监会主要金融机构货币信贷形势分析会、以及央行全系统货币信贷形势分析会对加力信贷投放的部署后，国务院 25 日召开全国稳住经济大盘电视电话会议。会议不仅强化了 429 政治局会议精神，也是对政策加力稳增长的再确认、和对周初国常会稳经济一揽子政策落地的督促，5 月底前出台实施细则的要求凸显政策稳增长决心。

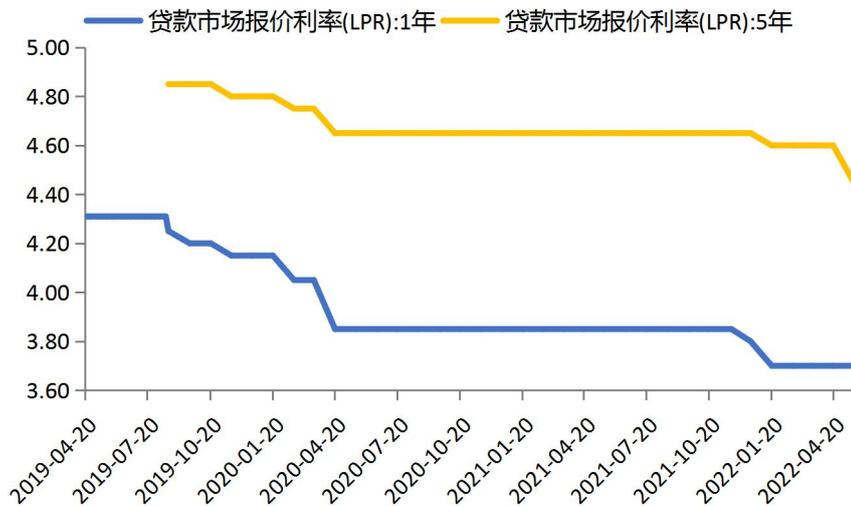
同时近期地产政策放松进程加快，从一季度地方层面的首付比例和限购限售调整，转向全国层面的房贷利率调降。房地产长产业链以及重资产的特性对社融提振作用显著，各地自去年年底开启因城施策边际调整，包括降首付比例、降税费、调整限购限售范围等政策在内，但居民部门和房企悲观预期下地产需求和投资仍然偏弱。5.15 日央行和银保监会出台调整差异化住房信贷政策，对首套房贷款利率下限调整为不低于 LPR-20bp，5.20 央行再度单边下调 5 年期 LPR 利率，预计房贷利率的下调将有助于支撑市场需求的回暖，但居民收入增速压力及居民预期恢复缓慢下预计修复弹性偏弱。

往后看，经济下行压力下政策发力仍在进行时，预计保市场主体和稳就业将是政策



主要目标，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策是主要工具，确保供应链循环畅通。同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策仍在路上，房地产政策仍处宽松周期，首套房贷款利率下限以及5年期LPR意外下调后，因城施策放松仍在扩围提速，5年期LPR利率存在继续下调可能。而财政或也存在扩容概率，除减税退税等政策外，特别国债发行预期增强。

图7：LPR利率（%）



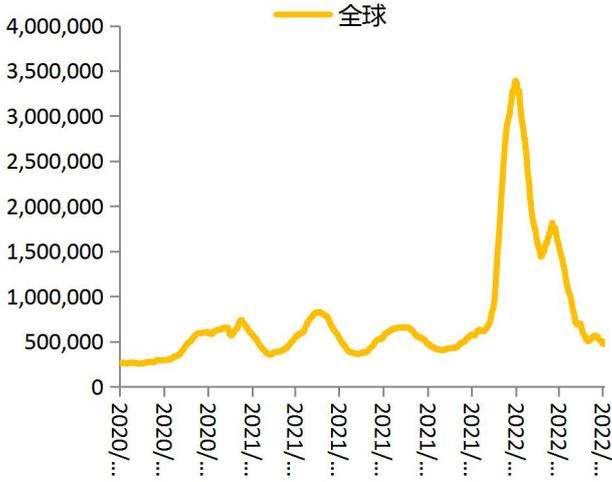
资料来源：Wind，优财研究院

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，原油供给担忧下油价再度冲高，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。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，美债收益率短期或维持高位，但上行空间逐渐受限。

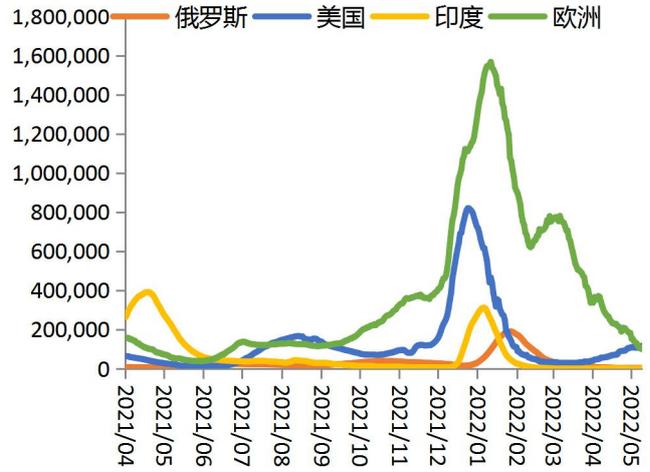


图 8：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



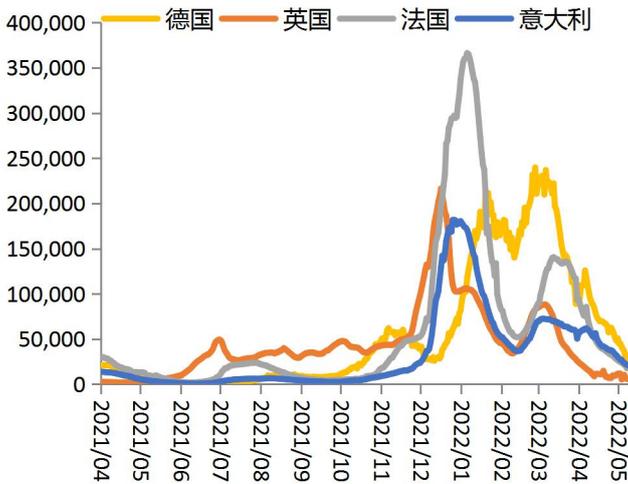
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



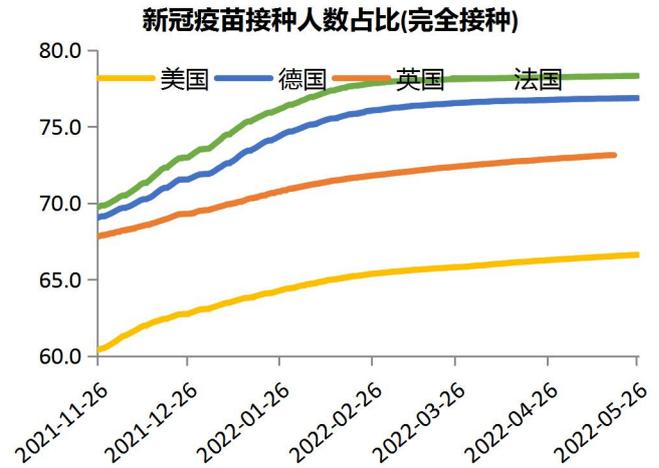
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

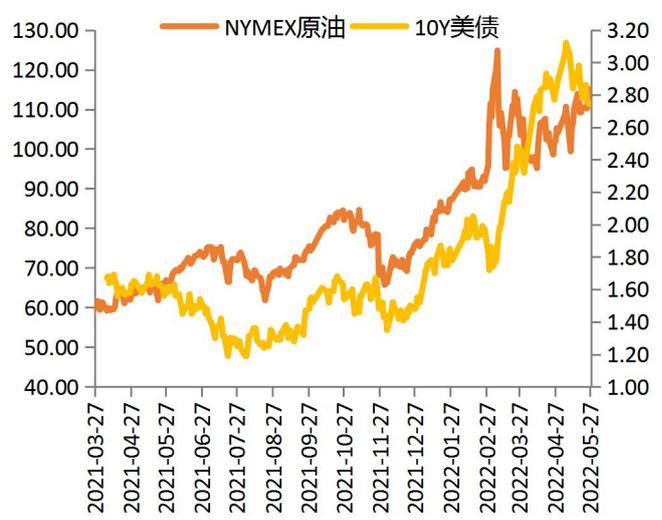


图 12: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



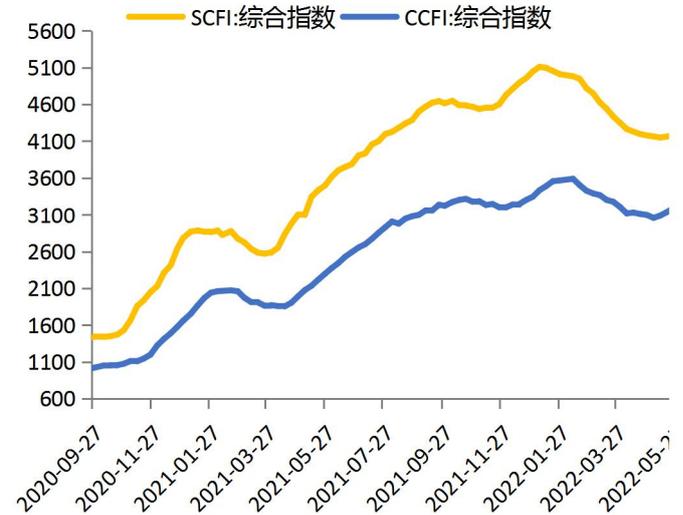
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 运价指数



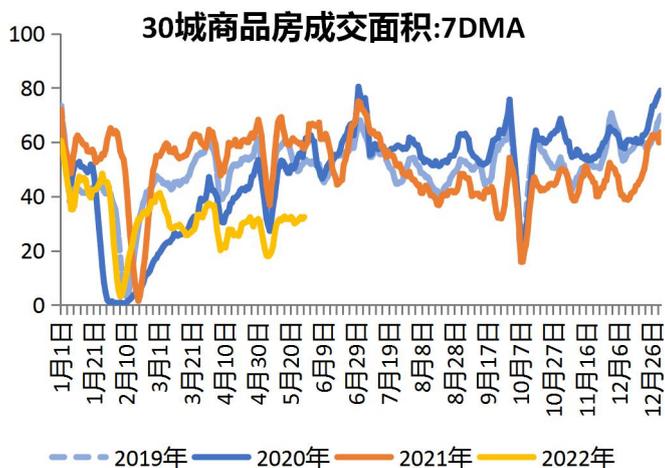
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求：地产放松仍在进行时，后续疫情形势缓和居民预期修复是关键

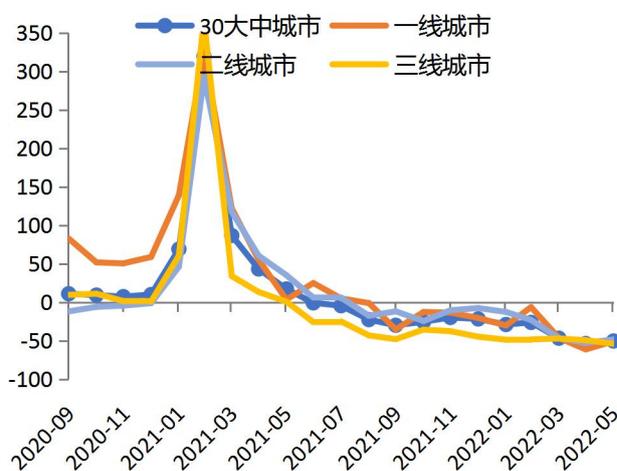
上周商品房销售整体持平，同比降幅仍大，5月截至28日，30城商品房成交面积同比增速-50.5%（1-20日为-53%，4月为-54%），土地成交仍在低位。全国疫情形势严峻下各地防控措施升级影响商品房销售活动，且部分地产项目也受人力短缺和物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资，后续疫情形势缓和居民预期修复是关键。

图 16：30 城商品房成交面积（万平方米）



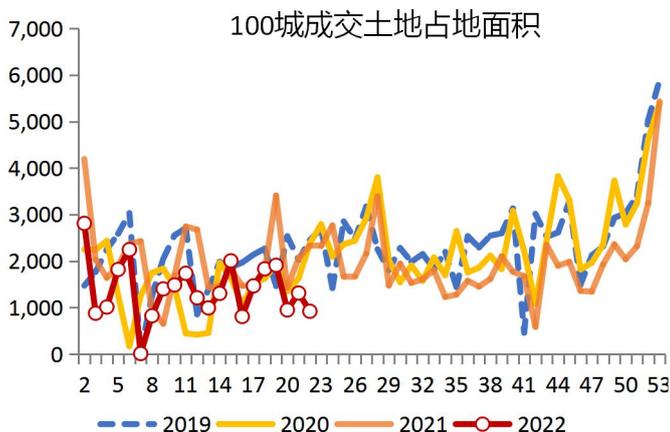
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：30 城商品房成交面积同比（%）



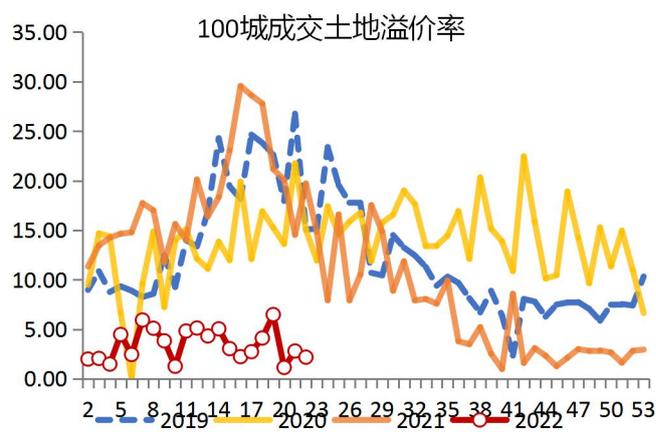
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

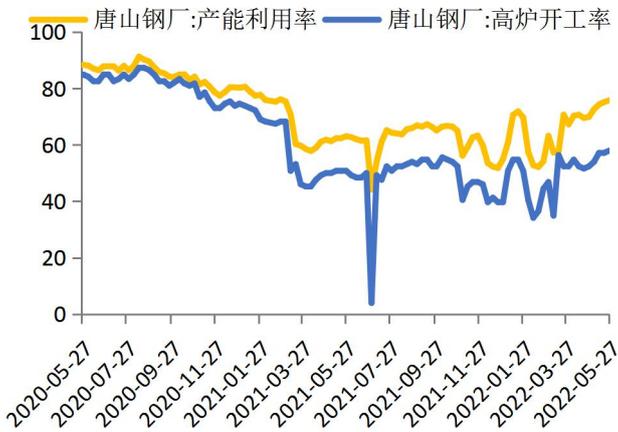


2. 生产：疫情收敛支撑生产端恢复，原油价格高位震荡

随着国内疫情的逐渐收敛，生产端继续恢复，各行业开工率普遍回升，高炉开工率也稳中有升。预计随着6月加快推进复工复产，将支撑生产端的进一步修复。

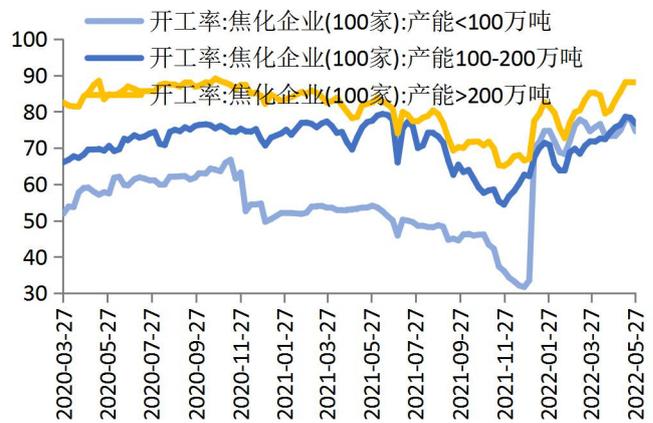
5月以来工业品价格环比小幅转负，焦煤、焦炭、铁矿价格波动加大，钢材季节性去库节奏缓慢，水泥价格继续调整，玻璃价格持续下行。全球定价商品方面，俄罗斯减产预期下油价高位震荡，铜、铝价格近期整体维持稳定。

图 20：唐山钢厂高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：焦化企业开工率（%）



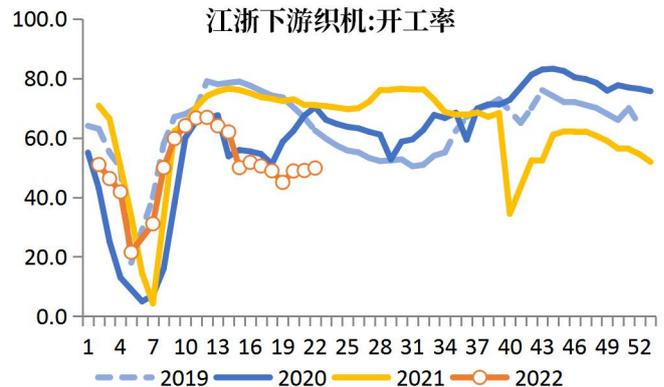
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

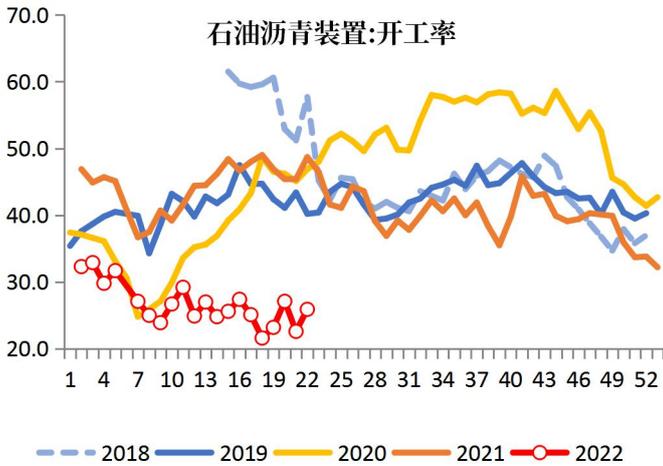
图 23：江浙下游织机开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

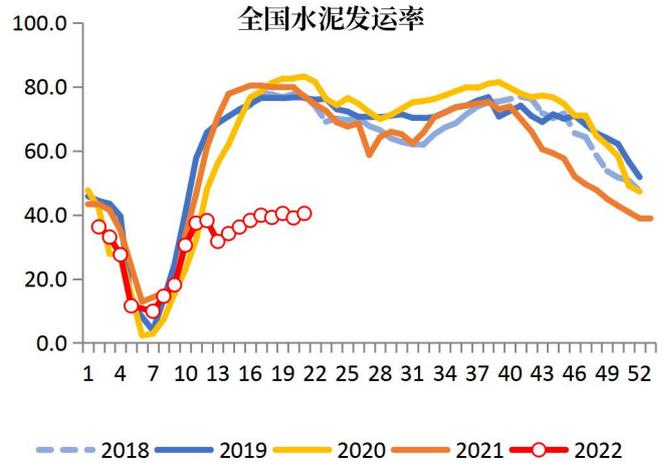


图 24: 石油沥青装置开工率 (%)



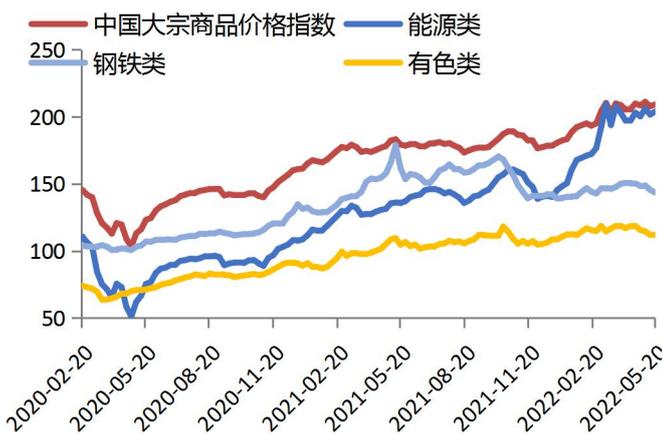
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 全国水泥发运率 (%)



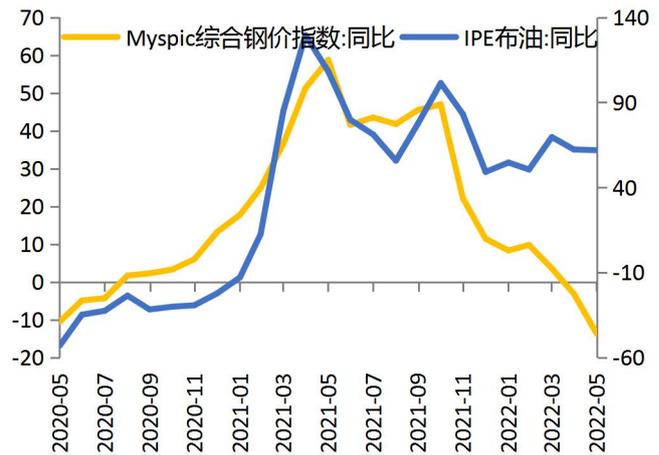
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 大宗商品价格指数



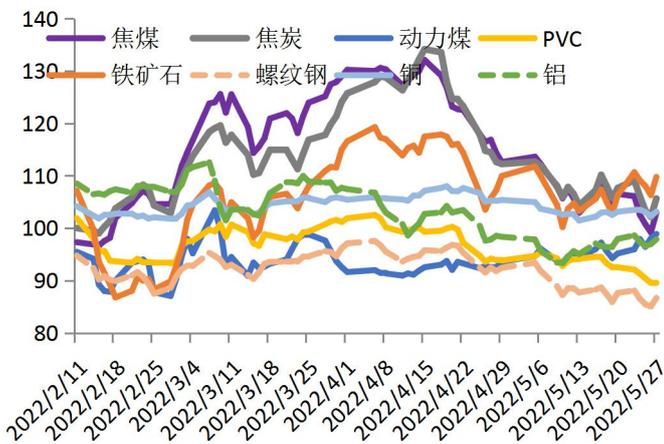
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 钢价指数&布油同比 (%)



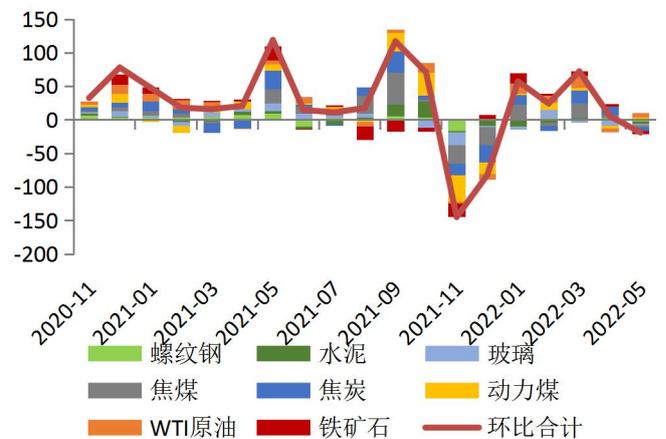
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 工业品价格月度环比 (%)

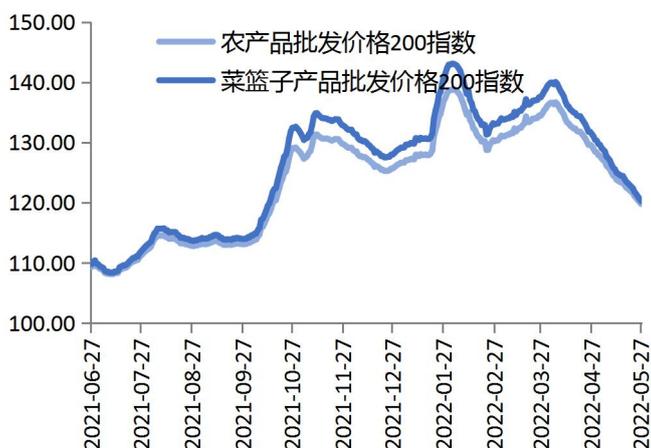


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀：农产品价格指数继续季节性回落，猪价延续反弹

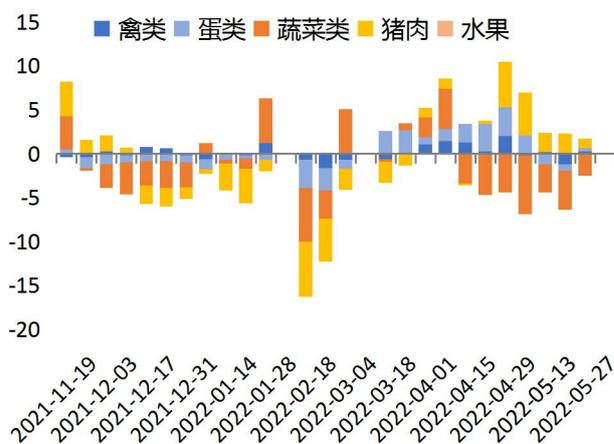
农产品价格指数维持季节性回落，全国蔬菜供应偏松下蔬菜价格指数继续走低，猪肉鸡蛋环比小幅回升，近期猪肉价格持续底部反弹，受到养殖行业持续性亏损下部分产能出清、以及近期部分地区生猪调运受阻的支撑，市场购销氛围偏强但终端消费需求表现仍然偏弱。

图 30：农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 31：食用农产品价格指数:周环比 (%)



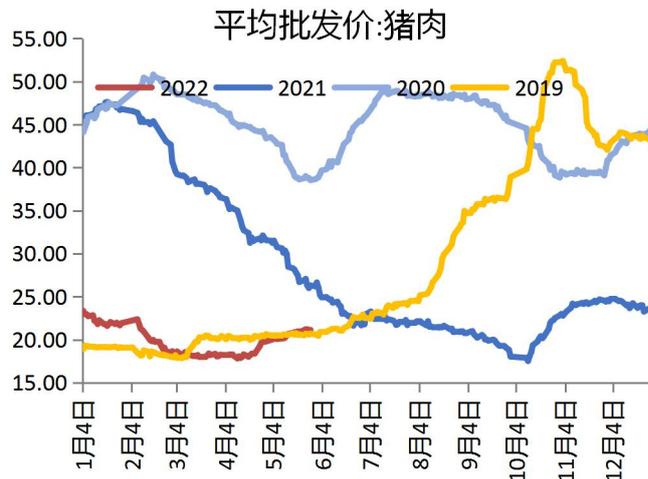
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：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/>