2021 年 7 月 31 日

Experts of financial derivatives pricing

衍生品定价专家

海外经济衰退风险加大，国内复苏斜率受拖累

内容提要

7 月资产表现：海外经济衰退风险加大，货币政策收紧预期不确定性加剧，海外权益资产压制减轻、小幅反弹，美债收益率触顶回落，全球债市 7 月上涨。而国内经济修复环比脉冲减弱，叠加地产风险和国内局部疫情反弹拖累复苏斜率，股市休整期震荡下跌，债市则震荡区间小幅走强，金面超预期宽松下短端收益率下行较快，长短端利差有所走扩。A 股主要指数 PE 均小幅回落，而上证风险溢价 ERP 有所回升，股市性价比较债市走高。

海外经济衰退风险加大：当前海外通胀压力仍大，供需缺口下通胀粘性仍高，油价仍是最大的不确定性。通胀持续高位压力下货币政策收敛，美欧均进入快速加息周期，欧洲央行 7 月超预期加息 50 基点，美联储如期加息 75bp。但经济先行指标减速较快，欧美 PMI 跌破荣枯线，同时高通胀侵蚀居民实际收入，美国消费者信心大幅受挫，美国经济的硬着陆风险在加大。目前看美联储仍倾向于以牺牲经济增长换取物价稳定，这意味着加息还将继续推进，但衰退预期升温下未来加息路径可能有所放缓。

国内二季度经济探底，地产仍是风险：随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6 月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。但地产风险压低经济修复斜率，居民和房企预期走弱仍是核心矛盾，叠加国内疫情反弹，经济小复苏挑战加大。1）房地产投资底仍难探明，地产当前的主要矛盾仍是在“房住不炒”和“三道红线”的房地产政策大框架下，居民和房企预期偏弱的格局难以打破，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力；2）基建仍是经济稳增长的重要抓手，但缺乏财政增量政策下基建后续回升动力受到拖累，7 月政治局会议强调“力争实现最好结果”，经济增长要求温和，在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵下，“不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施”；3）常态化防控的场景约束、叠加居民收入预期走弱，社会消费倾向走低，消费边际改善后修复天花板更低。

资金面持续宽松，央行操作弹性加大：7 月资金面持续宽松，市场利率维持低位运行，继续大幅偏离政策利率，月末 DR001 一度跌至 1%以下，资金面预期乐

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

观下市场加杠杆热情急剧升温。本月央行公开市场操作弹性加大，在资金面持续宽松的背景下淡化对量的关注，同时也引导市场资金利率回归的预期。往后看，市场加杠杆热情升温加大资金面脆弱性，中期央行仍存在抬高资金利率中枢以控制过度杠杆行为的可能，市场利率大概率向政策利率逐步收敛，关注机构过度加杠杆行为。

下半年政策利率调降的概率较低，5 年期 LPR 单边调降仍有必要性：7 月 LPR 报价如期持稳，在本月政策利率基础未有调降、叠加银行面临一定的净息差压力下，LPR 报价下调动力不强。下半年，货币政策多目标平衡压力加大，外部美联储加息+内部 CPI 上行制约货币政策空间，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息窗口关闭。而后续央行或通过“降存款利率-降 LPR-降实际贷款利率”路径实现降成本目标，当前经济小复苏斜率仍然偏弱、叠加房地产风波和局部疫情反弹扰动，房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

疫情和地产风波扰动经济修复斜率，资金面超预期宽松，叠加财政增量政策的落空，债市偏正面环境延续，地方债空档期下仍可适度把握快进快出交易机会。但中期看债市窄幅震荡格局仍未被打破，债市仍受到宏观经济小复苏、准财政或其他稳增长政策发力、资金面中性收敛、美联储快速加息窗口期、中美利差倒挂等利空因素扰动，利率下行空间有限，10Y 国债收益率接近前低（2.67%-2.69%）后，可能重新回归震荡行情。而股市近期进入休整期，经济小复苏挑战加大叠加海外衰退预期升温，短期市场风险情绪偏弱，未来经济复苏节奏和政策的进一步部署将是重要的边际驱动因素。

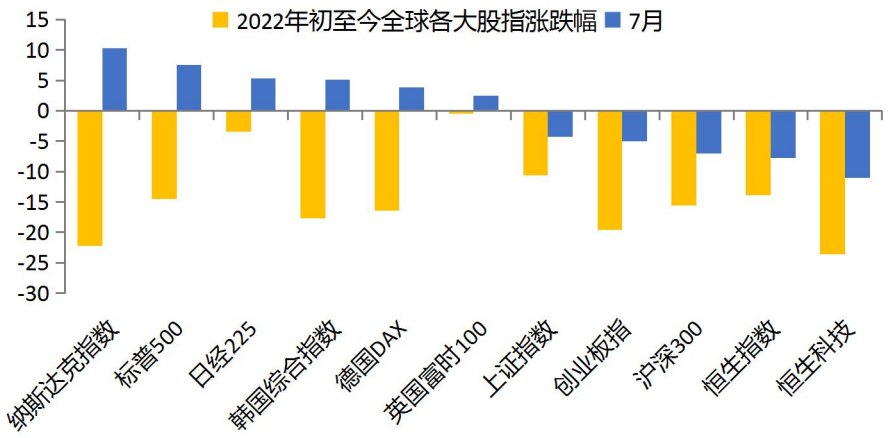
风险提示

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、 7 月资产：海外预期衰退，国内修复阻力加大

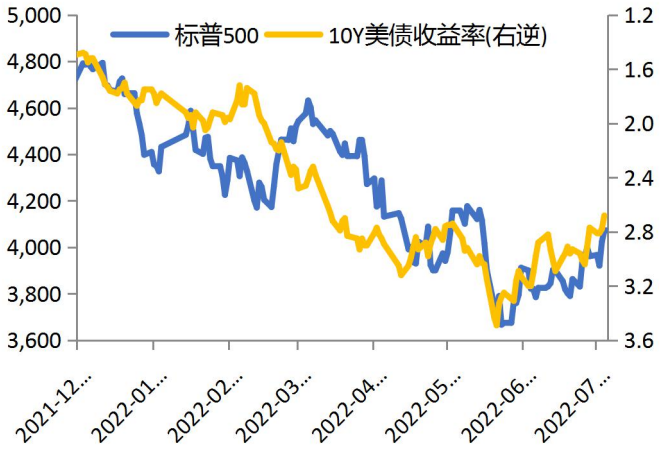
海外经济衰退风险加大，货币政策收紧预期不确定性加大，海外权益资产压制减轻、小幅反弹，国内疫情反弹叠加地产风波下股市进入休整期。7 月，随着海外经济衰退风险加大，市场预期美联储加息进程放缓，美债收益率触顶回落，美日欧股指均有所反弹。其中纳斯达克、标普 500、日经 225、韩国综合、德国 DAX、英国富时 100 分别上涨 10.28%、7.58%、5.34%、5.1%、3.9%和 2.45%。但国内受疫情反弹、地产风波等扰动，经济修复斜率放缓，A 股在此前疫情拐点的修复行情后进入休整期，股市震荡下跌，港股科技股跌幅较大。

图 1：全球各大股指年初至今和 7 月涨跌幅（%）



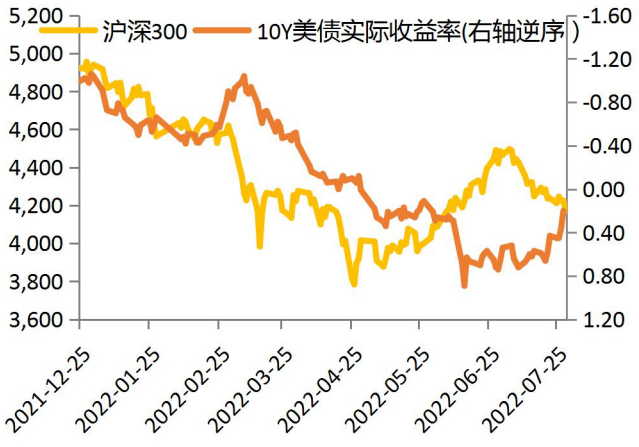
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：7 月美股触底反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

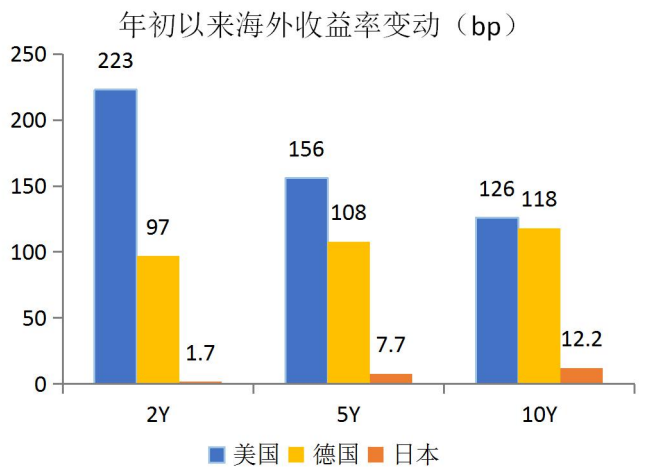
图 3：7 月 A 股进入休整期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

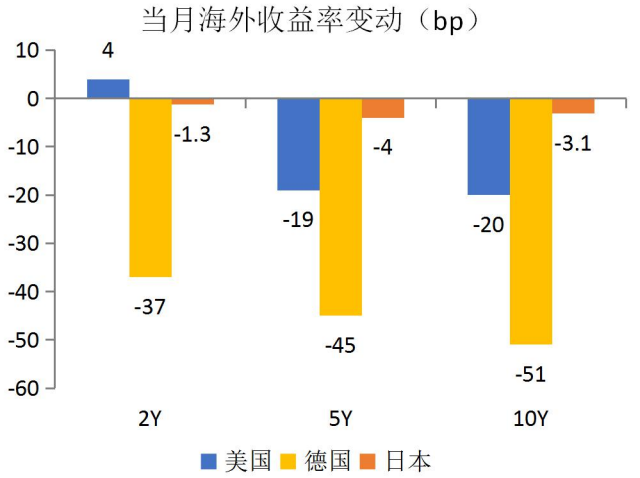
全球债市 7 月上涨。海外经济衰退风险加大下美债收益率上行空间受限，7 月海外债券收益率有所下行，实际利率下行推动美债收益率高点回落。而国内债市在国内经济修复环比脉冲减弱、地产风险和国内局部疫情反弹拖累复苏斜率、以及海外衰退预期升温几大因素的驱动下，7 月震荡区间小幅走强，10Y 国债收益率从 2.82%下行至 2.77%。但长端收益率仍受经济修复、政策稳增长、海外加息等约束，难改震荡区间，而资金面超预期宽松下短端收益率下行较快，长短端利差有所走扩。

图 4：年初以来海外收益率变动（bp）



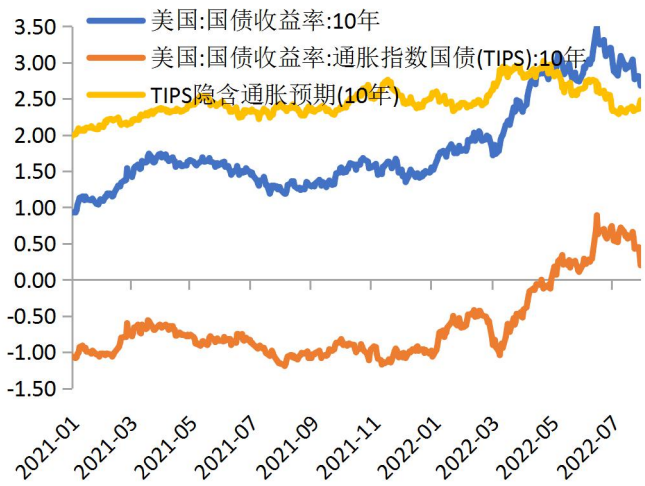
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：7 月海外收益率变动（bp）



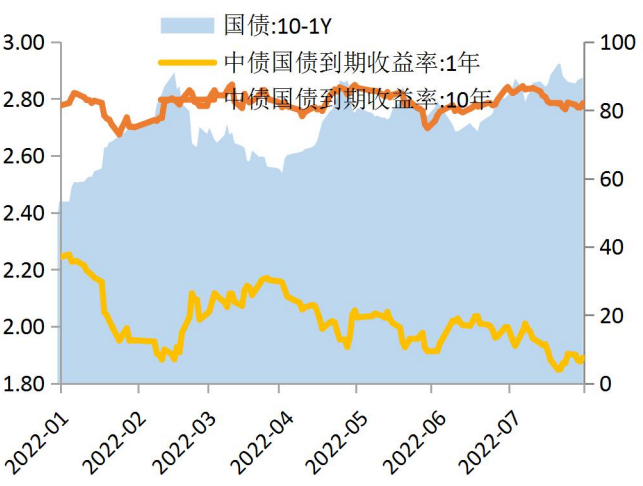
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：实际利率下行推动美债收益率高点回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：国内收益率震荡区间小幅下行（%，bp）



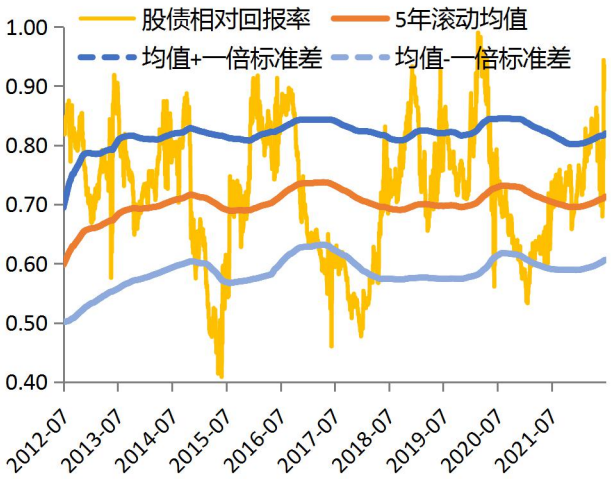
资料来源：Wind，优财研究院

7 月 A 股主要指数 PE 均小幅回落，而上证风险溢价 ERP 有所回升，7 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 12.65 和 5.05（上月底 13.25，4.74%），同时 7 月股市性价比较债市明显走高。

图 8：7 月上证风险溢价 ERP 回升（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 9：股票相对性价比较债市走高



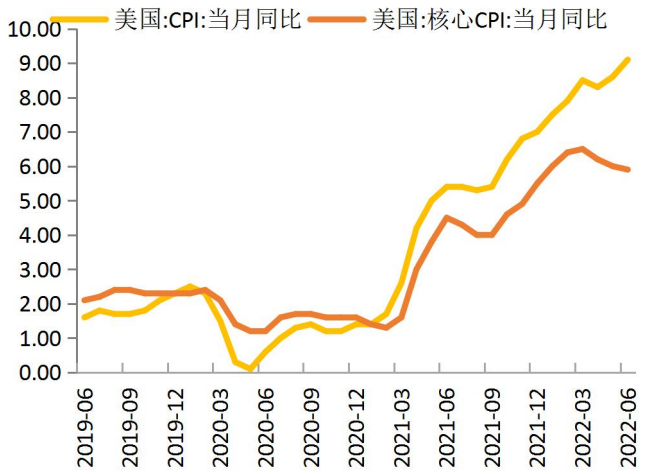
资料来源：Wind，优财研究院

二、 海外经济衰退风险加大

供需缺口下海外通胀仍在高位，油价仍是最大的不确定性。当前海外通胀压力仍大，美国 6 月 CPI 破 9%创 40 年来新高，此前一度推升 7 月加息预期接近 100bp，而供给短缺下欧元区通胀短期上行压力仍然较大，6 月 CPI 升至 8.6%。

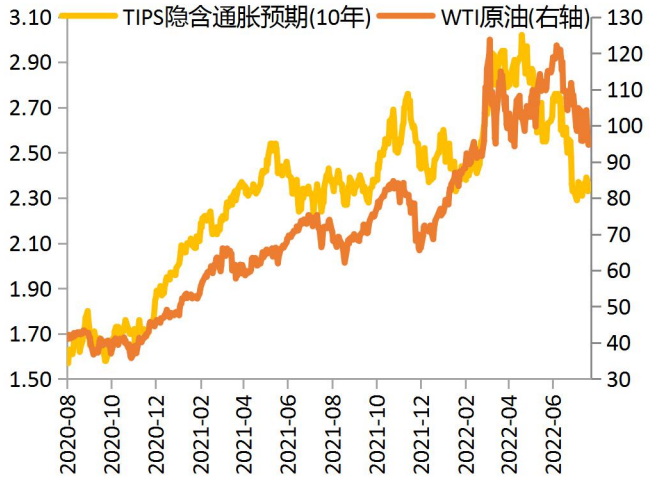
往前看，美国通胀仍有冲高风险，租金和服务业工资都有粘性，而供需缺口和低库存环境下油价仍是最大的不确定性。而欧洲方面，北溪 1 号于 7 月 21 日恢复输气，但欧洲能源危机仍未消散，叠加近期欧洲和美国多地的高温天气推升用电量、天然气涨价压力不减。

图 10：短期通胀仍有粘性（%）



资料来源：Wind，优财研究院

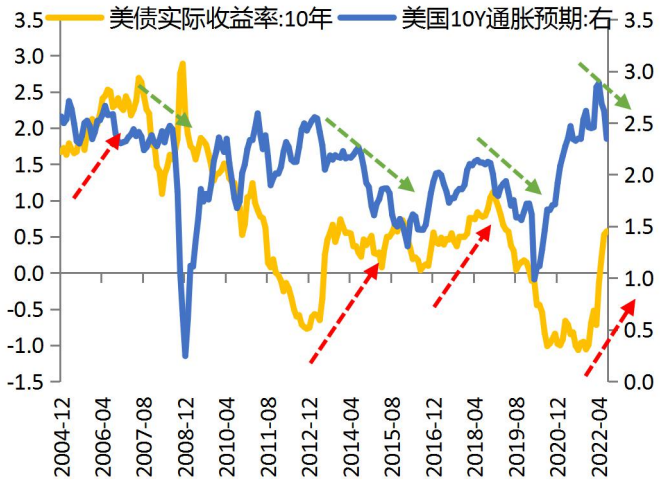
图 21：原油价格影响短期通胀预期（美元/桶，%）



资料来源：Wind，优财研究院

海外通胀持续高位压力下货币政策收敛，美欧进入快速加息周期。欧洲央行 7 月议息会议加息 50 基点，为 11 年来首次加息，并超出市场此前预期的 25 个基点。美联储 27 日如期加息 75bp，将基准利率上调至 2.25%-2.50%区间，美联储已在过去两个月中两次加息 75 个基点，这是美联储年内第 4 次加息，6-7 月累计加息达到 150 个基点。美联储主席鲍威尔表示在某个时候放慢加息步伐可能会是适当的，但没有明确排除下次大幅加息的可能性，声明重申继续加息可能是合适之举，将按计划在 9 月份加速缩表。

图 12：美联储通过实际利率的抬升压低通胀（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：加息节奏持续加快（%）

资料来源：Wind，优财研究院

但经济先行指标减速较快，海外经济衰退风险加大，欧洲进入技术衰退区间，美欧未来加息幅度和货币政策的不确定性较高。

1） **IMF 大幅下调经济预期：**IMF 认为全球经济面临严重衰退的可能性，下调 2022 年全球经济增长的基线预测至 3.2%（前值 3.6%），并认为美国经济今明两年分别增长 2.3%和 1.0%（前值 3.7%、2.3%），欧洲经济今明两年分别增长 2.6%和 1.2%（前值 2.8%、2.3%）。

2） **欧美 PMI 跌破荣枯线，经济先行指标减速较快：**美国 7 月制造业 PMI 较上月小幅回落，录得 52.3，但服务业和综合 PMI 意外跌破荣枯线，服务业景气度为 2020 年 6 月以来新低，美国衰退担忧升温。欧元区 7 月综合 PMI 初值为 49.4，创 17 个月以来新低，制造业和服务业 PMI 均较前值回落接近 3 个百分点，能源危机叠加南欧债务危机下，欧元区经济面临走弱压力。

3） **通胀飙升下消费者信心受挫，叠加地产数据不佳推升美国年底衰退担忧。**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入深度负增长，正如上世纪 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。美国 6 月新屋销售 59 万户（预期：65.9，前值：69.6），环比下降 8.1%。

图 14：美国服务业 PMI 意外跌破荣枯线（%）

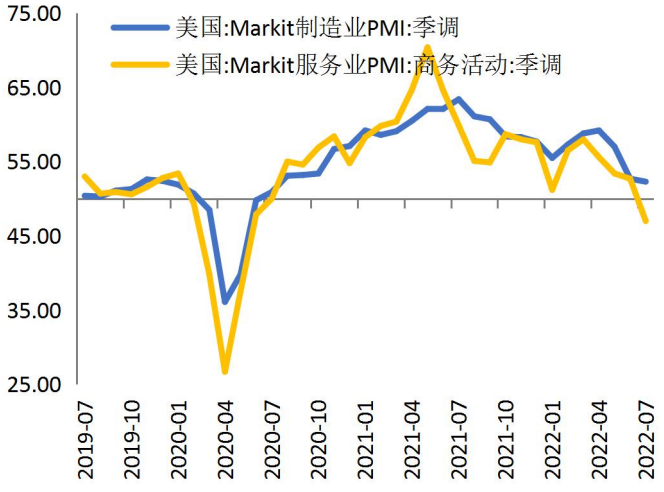
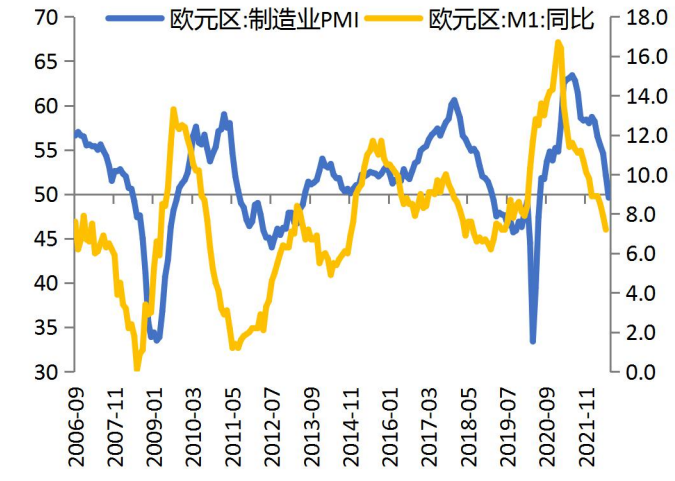


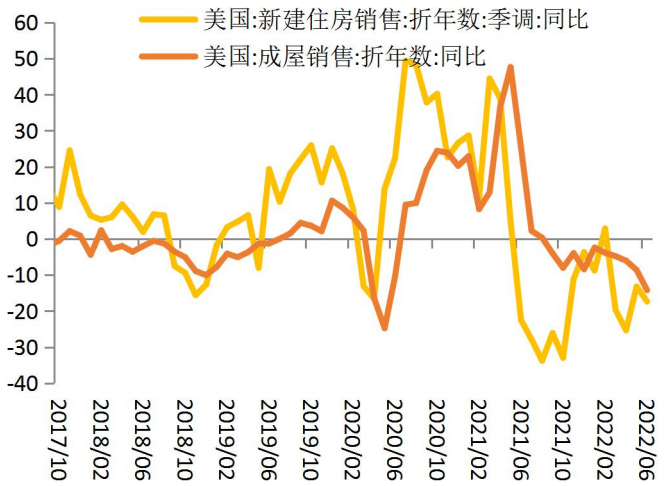
图 15：欧元区 PMI 快速回落并陷入收缩（%）



资料来源：Wind，优财研究院

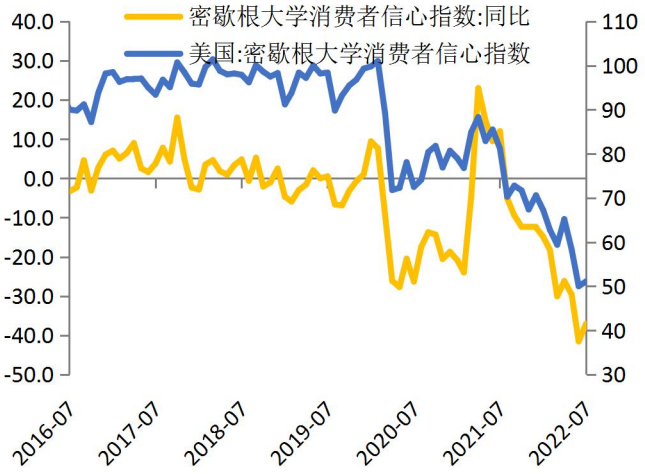
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：美国地产销售增速回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：消费者信心不佳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

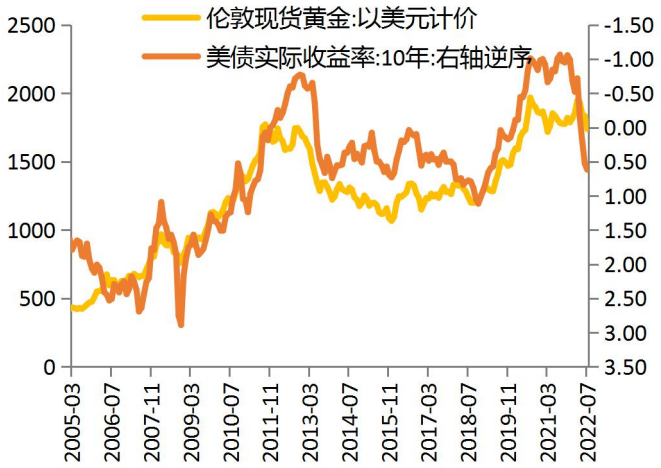
今年海外抗通胀和货币政策收敛是海外宏观的主线，在供给端矛盾难以解决下，美联储需要通过更激进的加息以抑制需求来实现抗通胀目标。越高的通胀水平推升越快的加息节奏，叠加高通胀侵蚀居民实际收入、以及消费者信心受挫，美国经济的硬着陆风险在加大，市场的衰退担忧和交易也可能演绎地更加猛烈。全球经济衰退担忧升温下宏观需求走弱，引发 6 月中以来大宗商品价格的明显下跌，未来市场波动或仍加大，对于国内来说，下半年海外经济衰退依然是国内宏观的潜在风险。

总的来看，当前美联储仍倾向于以牺牲经济增长换取物价稳定，这意味着加息还将继续推进，但衰退预期升温下未来加息路径或将有所放缓，通胀粘性仍然是不确定性。7 月美联储如期加息 75bp 后，市场定价年内剩余加息幅度降至 100bp，美债 10y-2y 利差倒挂略有减轻。但通胀粘性仍然是美联储快速加息的风险，供需缺口和低库存环境下油价仍是最大的不确定性，“数据弱、政策紧”或仍是未来海外宏观的主要特征。

欧元短期波动承压，美元短期有支撑但逐渐进入顶部区域。对于欧洲来说，40 年未遇的通胀、叠加衰退预期和南欧债务威胁，欧央行货币政策不确定性上升，市场风险溢价高企，欧元兑美元可能短期仍将继续波动承压。欧洲能源危机升级加大三季度全球宏

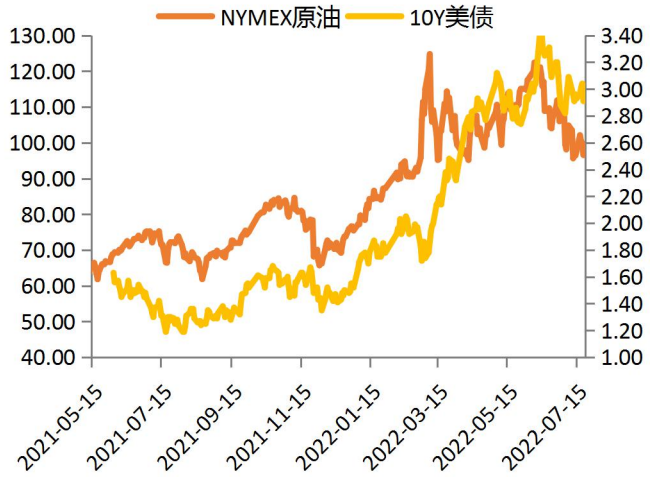
观的不确定性，短期来看业可能压低欧洲资产的相对吸引力。美元短期有支撑，但随着其他国家的货币政策紧随其后开启收紧周期后，美元逐渐进入顶部区域。同时日本央行仍在努力维持收益率曲线控制，被动加速扩表下日元兑美元可能加速贬值。因此对于人民币来说，人民币汇率短期在美元升值过程中承压但风险可控，而中长期仍维持温和升值的观点不变。

图 18：美债实际收益率 VS 黄金（%，美元/盎司）



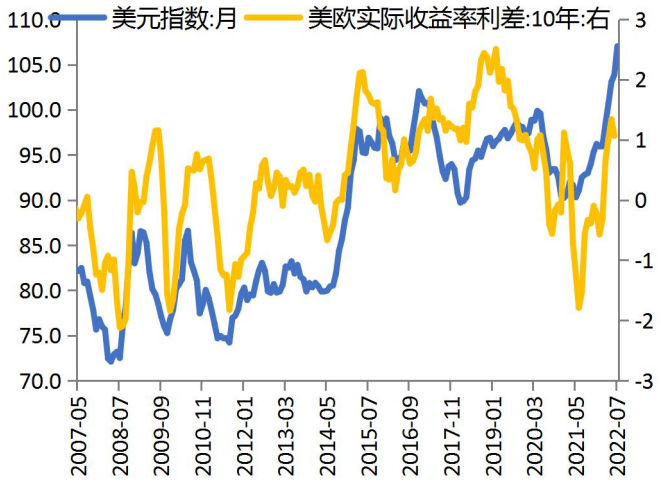
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：美欧实际收益率利差逐步“赶顶”（%）



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

三、 国内二季度经济探底，地产仍是风险

上半年经济内外扰动下三重压力加大，微观主体活力不足，叠加疫情冲击物流、产业链等循环，二季度 GDP 增速探底，环比下跌 2.6%，同比较一季度回落 4.4 个百分点值 0.4%，二季度房地产和消费降幅较大。而**随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6 月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。**6 月消费当月同比增速回到正增长区间，汽车消费是结构亮点，基建投资作为稳增长的重要抓手继续发力，制造业依然保持韧性，出口景气度短期仍维持高位。

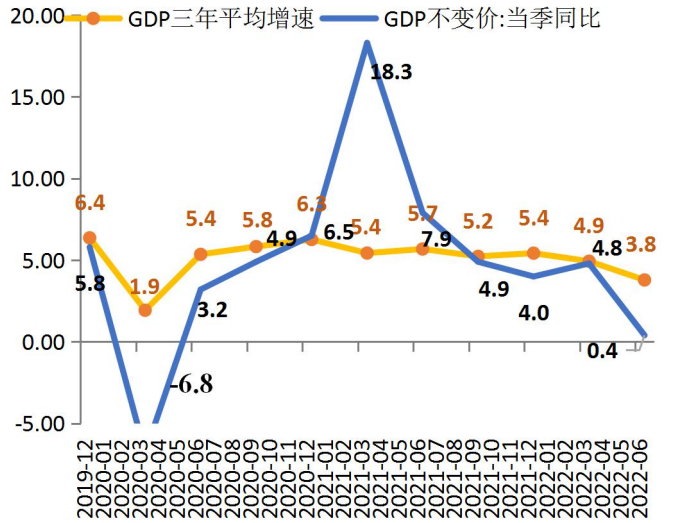
不过地产风险压低经济修复斜率，居民和房企预期走弱仍是核心矛盾，叠加国内疫情反弹，经济小复苏挑战加大。6 月房地产投资降幅再度扩大，其主要矛盾在于房地产金融严监管政策大框架下，居民和房企预期仍然偏弱，而 7 月地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产投资底仍难探明。6 月就业压力边际缓解，但 16-24 岁失业率继续走高下结构仍有隐忧，显示经济复苏动力不强，同时 7 月国内疫情局部反复也加大经济修复的不确定性。

图 22：宏观经济热力图

指标	同比	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07
工业增加值	当月同比%（2021为两年平均）	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6
固定资产投资		5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.7
基建		8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7
房地产		-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4
制造业		9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8
社消零售		3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6
出口金额		17.9	16.9	3.9	14.6	6.3	24.3	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.8
进口金额		1.0	4.1	-0.1	0.1	10.9	20.4	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.9
CPI	当月同比%	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0
PPI	当月同比%	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0
M1	%	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9
M2	%	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3
社融	存量同比%	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70
失业率	城镇调查	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1
GDP	当季同比%	0.4			4.8			4.0			4.9		

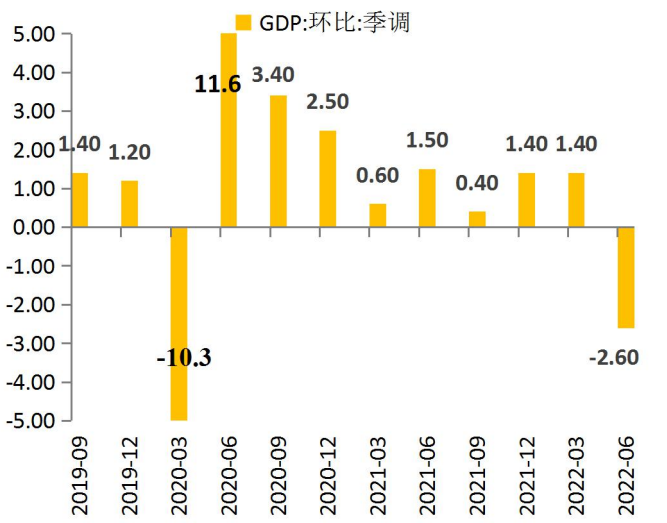
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：二季度 GDP 探底（%）



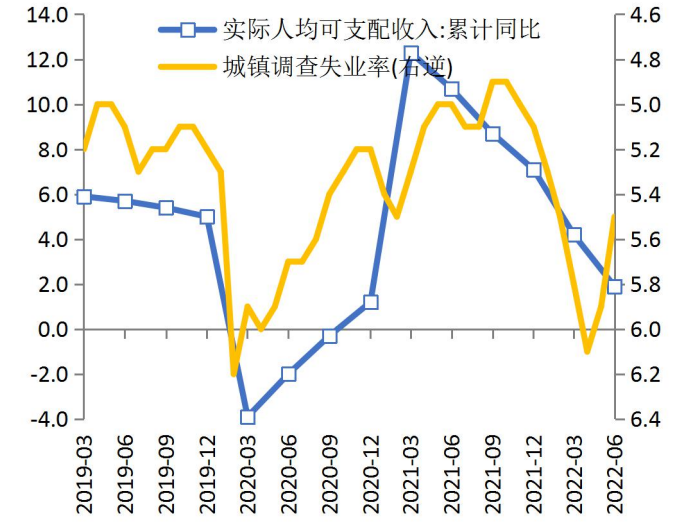
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：经济环比快速回落（%）



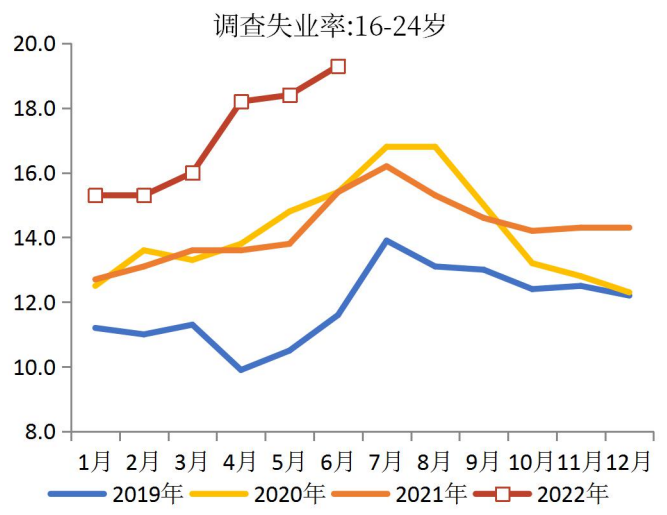
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：居民可支配收入压力持续加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：16-24 岁失业率继续走高（%）



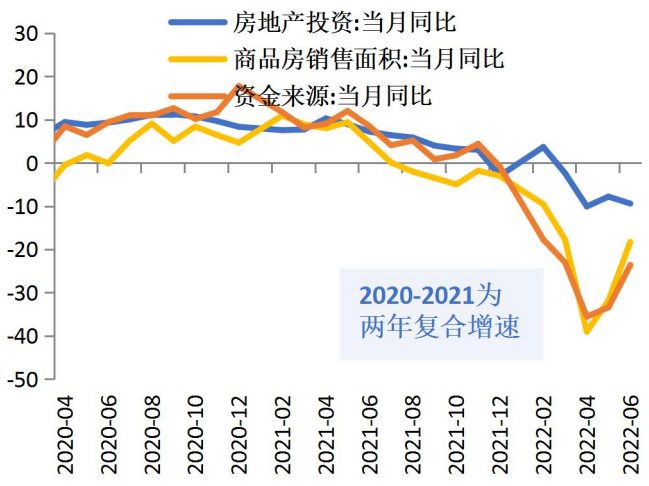
资料来源：Wind，优财研究院

1. 房地产投资底仍难探明

房地产投资仍在探底，6 月降幅再度扩大，与经济短期小复苏下其他分项继续边际改善形成背离。房贷利率下调以及疫情收敛下积压购房需求短期回补、叠加个别城市安置房集中网签，6 月商品房销售降幅有明显收窄，支撑资金来源降幅也同步减小。但一方面，**自筹资金降幅继续扩大显示房企预期偏弱下或意在主动收缩资产负债表**，6 月新开工、施工、竣工降幅均持续扩大，房企建筑活动仍在放缓；另一方面，7 月房地产高频销售快速回落，显示**居民加杠杆意愿仍然偏弱**。

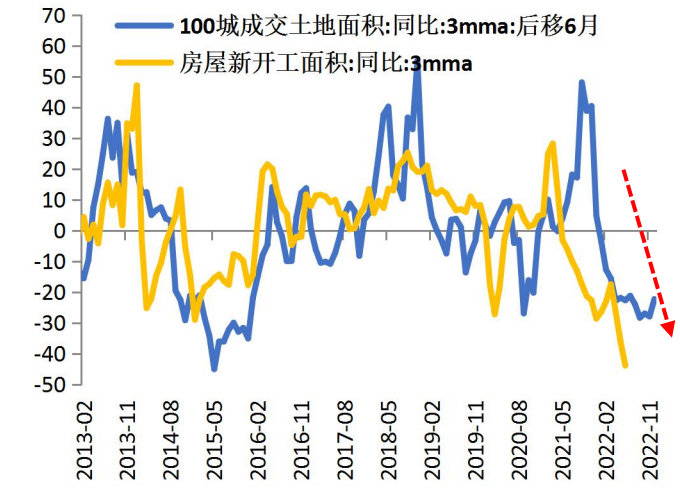
房地产当前的主要矛盾仍是在“房住不炒”和“三道红线”的房地产政策大框架下，居民和房企预期偏弱的格局难以打破，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力。近期地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产销售再度面临下行压力，房地产投资底仍难探明。下半年地产政策仍需加力，除如调降 5 年期 LPR 利率等需求侧政策放松外，房企融资环境的改善、以及政府协力政策保交房稳定市场信心，也或是重要方向。

图 27：地产投资链条底部小幅回升（%）



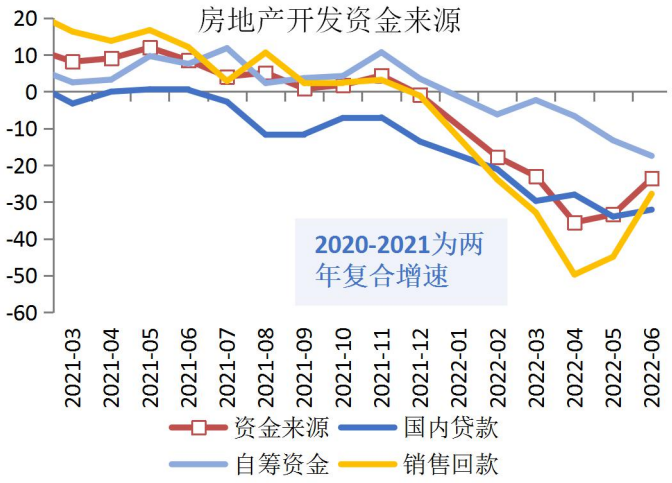
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：前瞻指标土地成交和新开工仍在走弱（%）



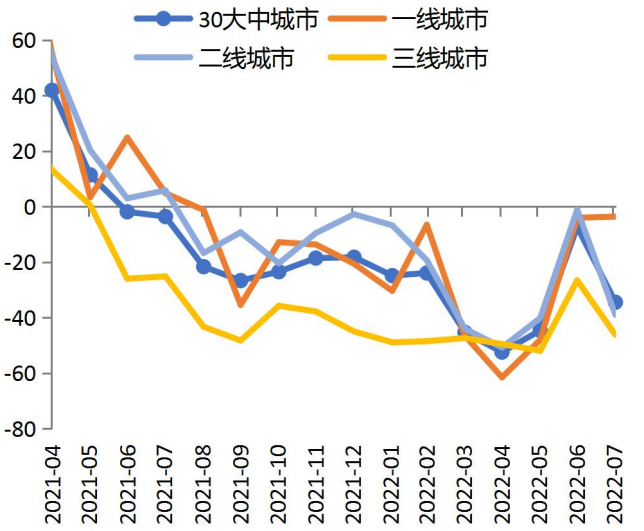
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：房企融资环境依然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：二三线城市降幅扩大（%）



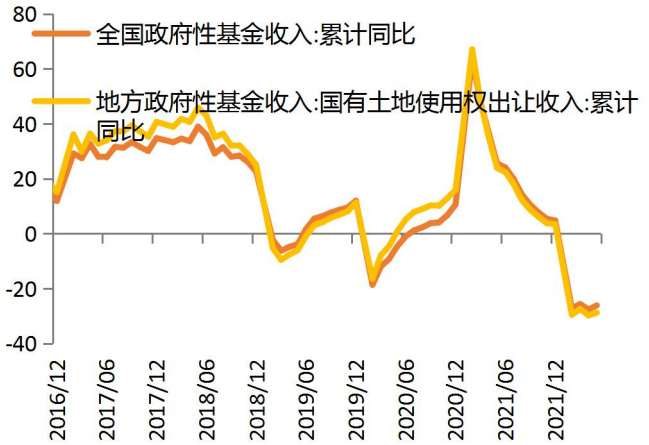
资料来源：Wind，优财研究院

2. 基建稳增长重要抓手后续受到财政缺口约束

基建仍是经济稳增长的重要抓手，“全面加强基础设施建设” 政策定调+专项债加快使用+政策行信贷加力，基建投资三季度仍有支撑，但缺乏财政增量政策下基建后续回升动力受到拖累。

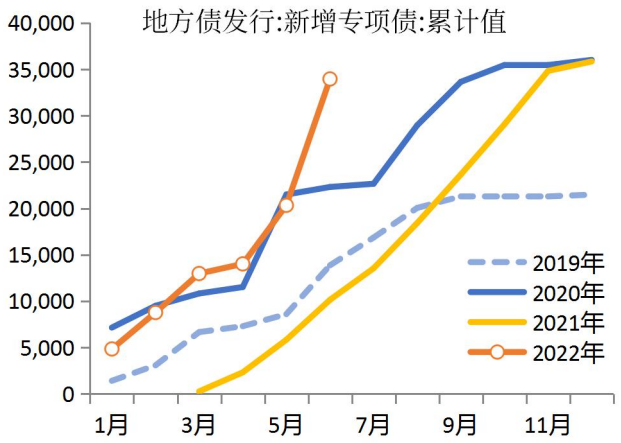
7 月政治局会议对于经济强调“力争实现最好结果”，经济增长要求温和，防疫政策延续，在就业和通胀基本稳定是经济合理增速的内涵下，会议并未表态更大力度刺激，与 19 日“不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施”的定调保持一致，财政增量政策的预期有所落空，赤字率提高和特别国债发行必要性下降，专项债下半年注重实际使用和实物工作量的形成，而政策性金融将承担更多准财政职能。

图 31：土地财政压力仍然显著（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：年内专项债基本发行完毕（亿元）

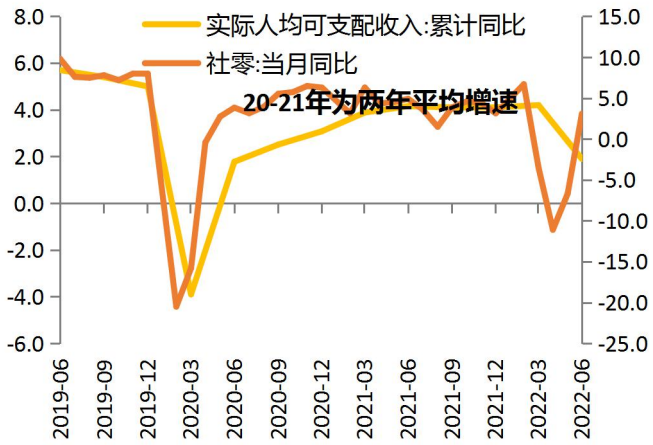


资料来源：Wind，优财研究院

3. 消费边际改善但修复天花板更低

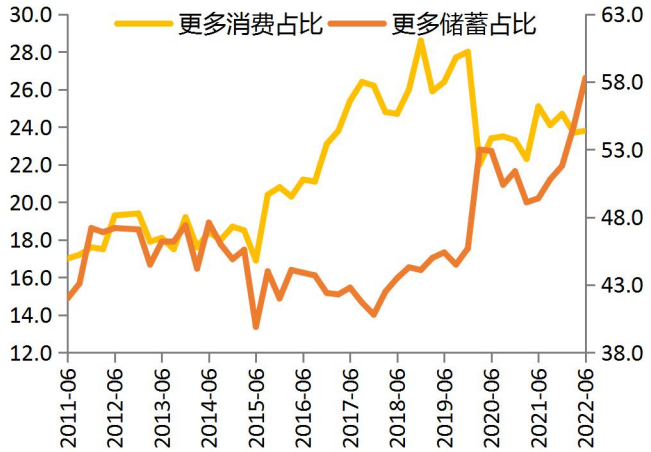
疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，消费修复的天花板效应或低于 20 年。居民部门收入预期走弱、预防性储蓄攀升仍约束消费端的修复斜率。后续消费回升的幅度仍取决于稳增长的力度，短期消费刺激政策或有望出台，必选消费或仍优于可选消费。一方面，本轮疫情的防控难度和防疫程度高于 2020 年，长尾效应下消费场景约束和居民半径影响更大，因此消费修复的天花板效应更低。另一方面，疫情高发的不确定性下居民就业与收入预期不稳，预防性储蓄攀升，同时人均可支配收入的下降以及收入分配结构的变化压低社会消费倾向，消费支出的意愿和能力也受到压制。

图 33：消费增速底部修复（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 34：居民储蓄意愿继续走高（%）



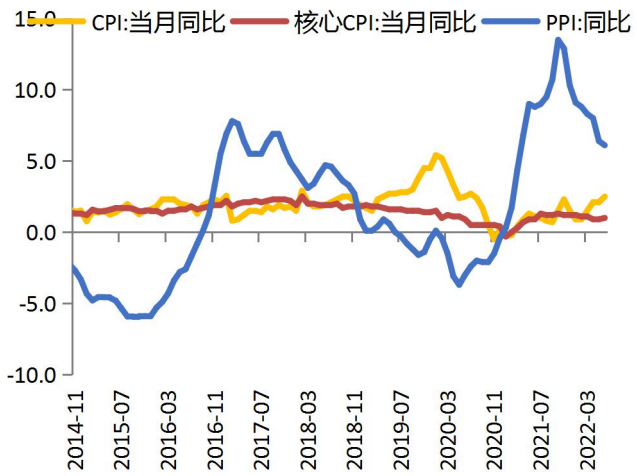
资料来源：Wind，优财研究院

4. CPI 三季度破 3%概率走高，PPI 持续下行

6 月 CPI 同比较 5 月走高 0.4 个百分点，主要受油价拉动，疫情收敛、社交经济消费类价格也存在恢复性上涨。但核心 CPI 较上月仅回升 0.1 个百分点，耐用消费品价格下跌下可选消费仍然疲弱，核心通胀依然偏弱。6 月 PPI 同比 6.1%，下降 0.3 个百分点，近期海外衰退担忧升温下大宗商品全线下跌，铜油比创 2015 年以来新低。

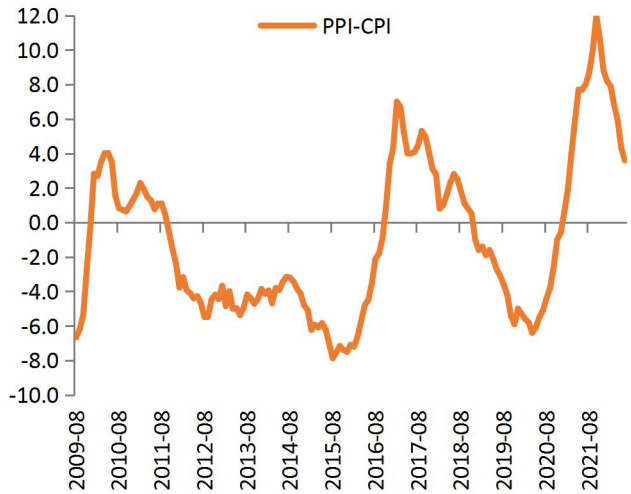
往后看，猪周期开启、叠加此前 PPI 高位带来的成本端压力的逐渐传导，CPI 仍处于上行通道，8、9 月或阶段性破 3%，不过需求端乏力下核心 CPI 预计仍在低位。而 PPI 同比继续延续回落趋势，四季度或降至 0 附近，随着海外衰退预期升温，大宗商品价格核心逻辑由供给冲击向需求回落切换，下半年同比高基数下 PPI 回落速度加快。

图 35：CPI VS PPI（%）



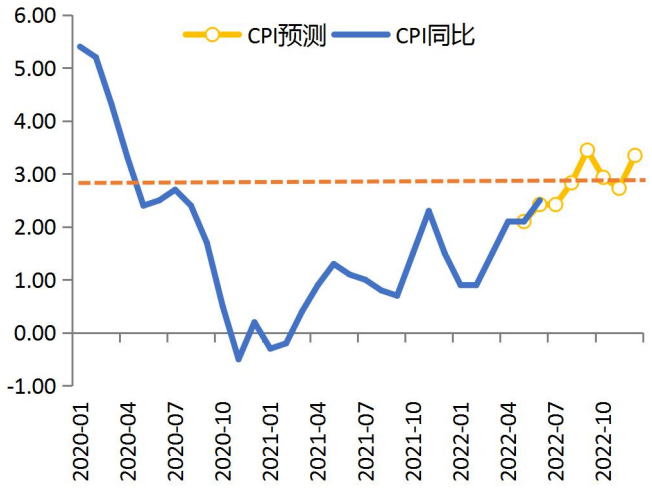
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：PPI-CPI 剪刀差继续收敛（%）



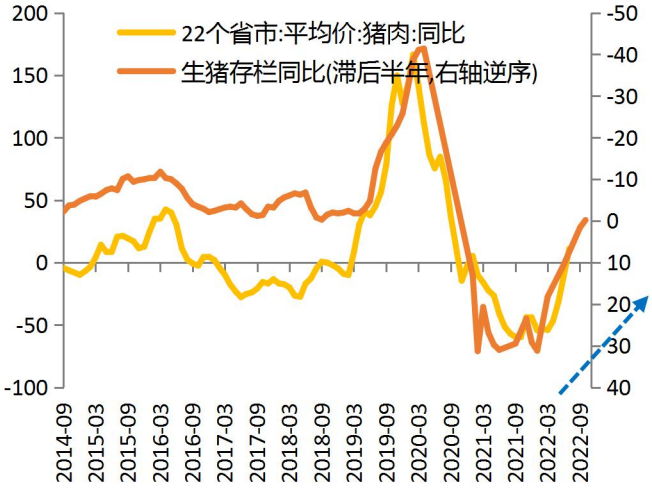
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：下半年 CPI 或阶段性破 3%（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38： 猪价有望逐渐迎来上行周期（%）



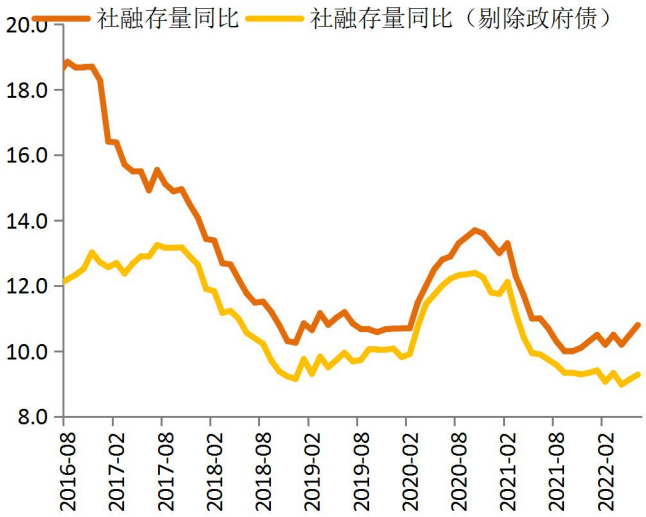
资料来源：Wind，优财研究院

5. 政府债融资和短期积压需求释放支撑 6 月社融超预期

6 月政府债融资和短期积压需求释放是支撑 6 月社融大增的主因，并撬动基建配套贷款，但微观主体活力的恢复仍待观察，7 月地产高频销售快速回落，尤其是二三线城市表现偏弱，显示当前房地产市场景气度仍未恢复，居民加杠杆意愿偏弱问题仍未解决。当前地方专项债发行进度已超 90%，随着 7 月开始进入地方债空档期，上半年以来政府加杠杆对社融的贡献将明显减弱。

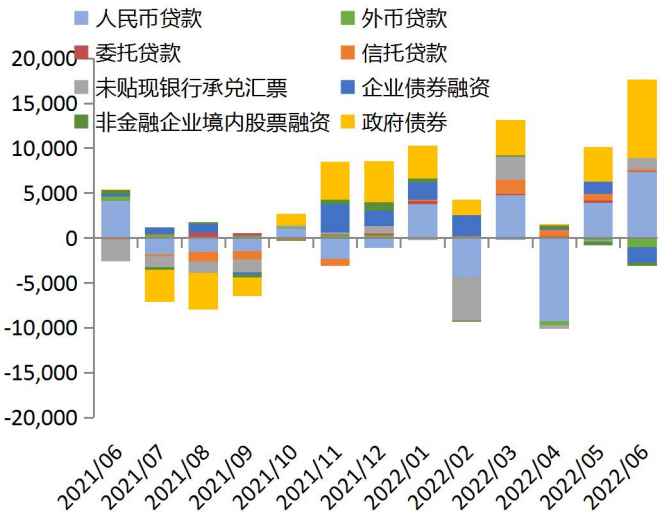
下半年，随着经济低位改善，实体融资需求有望小幅修复，房地产底部修复叠加政策性金融发力，社融总量和结构都存在修复空间。但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率，微观主体活力不足下社融回升空间依然有限，财政的增量工具将明显影响下半年社融增速。

图 39：社融增速回升（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 40：政府债融资和积压需求释放是主要贡献（亿）



资料来源：Wind，优财研究院

图 41：政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献（亿元，%）

	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
当月新增社融	51700	27921	9455	46566	12289	61750	23682	25983	16176	29026
新增人民币贷款	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600
社融存量同比（%）	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0
（当月同比变化）										
社会融资规模	14683	8399	-9115	12804	-4954	9866	6490	4628	2247	-5667
新增人民币贷款	7409	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416
居民贷款	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316	-1721
居民短贷	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175
居民中长贷	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695
企业短贷	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549	552
企业中长贷	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732
票据融资	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284	3985
委托贷款	93	276	211	149	26	337	143	66	1	295
信托贷款	218	676	713	1532	185	162	67	-803	-186	-939
未贴现票据	1286	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203	-1489
企业债券融资	-1432	969	156	-55	2373	1912	1731	3166	-2	-179
政府债券	8676	3881	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236	-2050

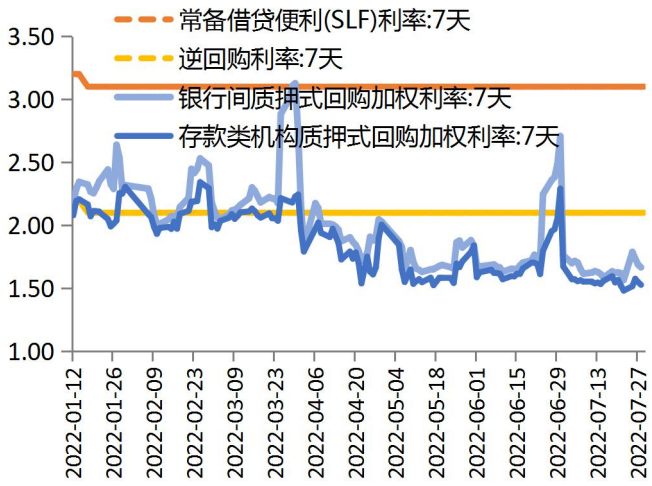
资料来源：Wind，优财研究院

四、 资金面持续宽松，央行操作弹性加大

资金面持续宽松，市场利率继续大幅偏离政策利率。7 月资金利率维持低位运行，DR007 在 1.48-1.68 之间波动，低于 7 天期逆回购利率近 60bp，1 年期同业存单利率也低于同期 MLF 政策利率约 70bp，市场利率继续大幅偏离政策利率，财政支出力度偏强支撑资金利率底部运行，银行间流动性保持充裕。

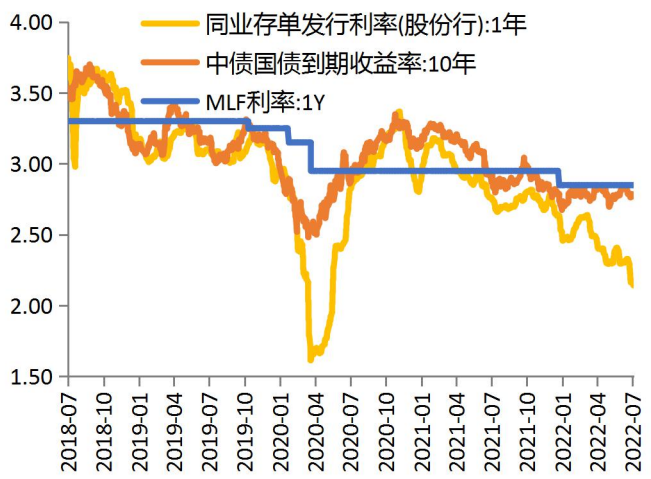
月末 DR001 一度跌至 1%以下，资金面预期乐观下市场加杠杆热情急剧升温。临近月末资金宽松格局愈发显著，隔夜回购加权利率一度跌破 1%关口，为逾一年半来首，流动性乐观预期下市场加杠杆热情升温，银行间质押式回购总成交规模一度超 6 万亿至 68275.6 亿元，创下历史新高。

图 42：DR007 持续大幅偏离政策利率（%）



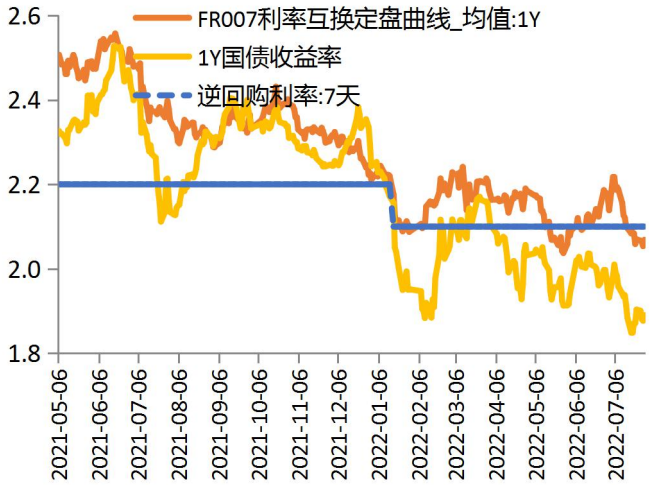
资料来源：Wind，优财研究院

图 43：同业存单利率低于同期 MLF 约 70bp（%）



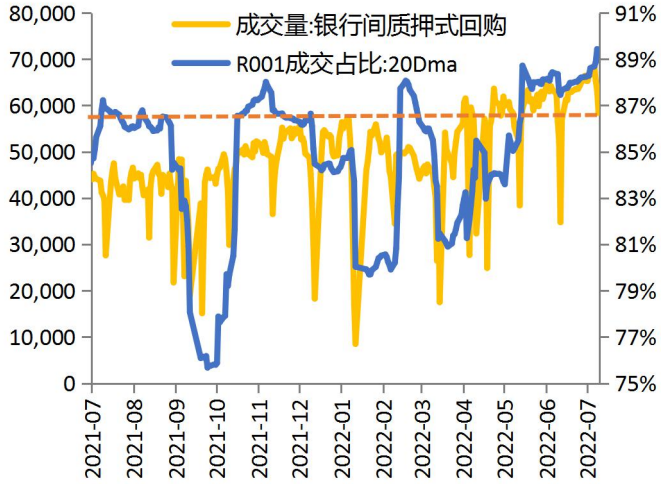
资料来源：Wind，优财研究院

图 44：资金面预期乐观（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 45：市场加杠杆热情升温（%）



资料来源：Wind，优财研究院

央行公开市场操作弹性加大，OMO 操作重价不重量。7 月央行逆回购投放从 100 亿-30 亿-120 亿-70 亿-30 亿-50 亿-20 亿，央行操作弹性进一步加大，我们认为 OMO 操作重价不重量，在资金面持续宽松的背景下淡化对量的关注，央行操作弹性的加大也引导市场资金利率回归的预期，并避免市场形成持续宽松预期。从银行间资金面持续宽松、月中等量续作 MLF、以及小幅加量应对月中缴税高峰，央行对流动性的态度依然是呵护为主。

图 46：央行公开市场操作新常态（亿元）

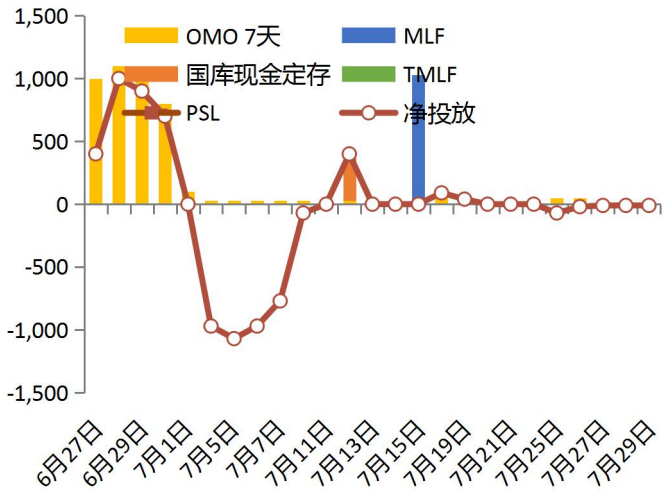
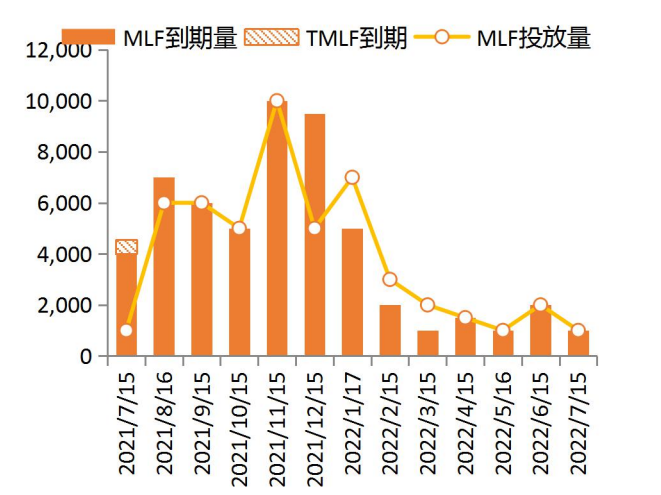


图 47：MLF 等量续作（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

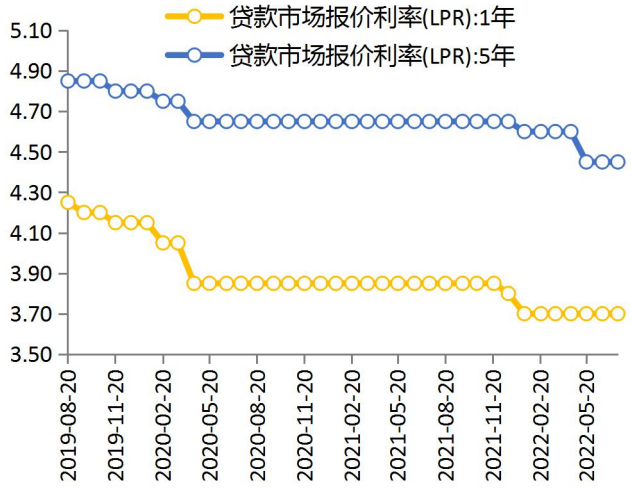
资料来源：Wind，优财研究院

但市场加杠杆热情升温加大资金面脆弱性，关注机构过度加杠杆行为。过低的资金利率也可能加剧空转套利行为，根据历次隔夜回购利率破 1%情境的回顾，杠杆交易的走高以及空转套利的出现，将成为央行收敛货币的信号，如 2020 年疫后政策回归、以及 2021 年永煤事件后春节前的“小钱荒”，央行回笼流动性下资金利率向中枢快速回归。不过好在当前杠杆交易尚不算拥挤，且经济修复想象空间不足，中期央行仍存在抬高资金利率中枢以控制过度杠杆行为的可能，市场利率大概率向政策利率逐步收敛。近期操作弹性加大或反映货币政策操作模式的转变，精细化操作引导资金利率波动。

7 月 LPR 报价如期持稳，下半年流动性合理充裕定调下政策利率调降的概率较低。7 月 LPR 报价持平 6 月，符合市场预期，在政策利率基础未有调降、叠加银行面临一定的净息差压力下，LPR 报价下调动力不强。往后看，下半年，稳增长压力减弱但复苏斜率偏弱，货币不具备收紧条件，流动性仍需保持宽松避免地产风险向金融体系传导，货币政策“稳字当头”的基调不会改变。但一方面，货币政策多目标平衡压力加大，外部美联储加息+内部 CPI 上行制约货币政策空间，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息窗口关闭。另一方面，微观主体活力不足下货币政策着力有限，结构性政策仍是重心，下半年政策利率调降的概率较低。

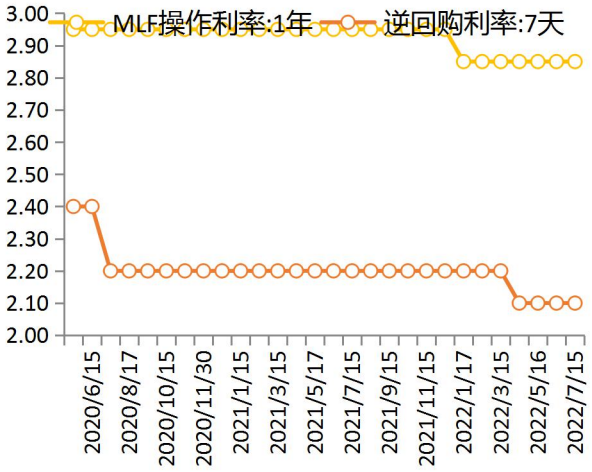
后续央行或通过“降存款利率-降 LPR-降实际贷款利率”路径实现降成本目标，地产风险加大下 5 年期 LPR 调降仍有必要性。央行二季度金融数据发布会表示“将继续深化利率市场化改革，持续释放 LPR 改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动继续降低实际贷款利率”，我们认为后续央行可能通过引导存款利率下行的方式来带动 LPR 利率下降、以实现降实体融资成本的目标。近期地产停贷风波下居民预期走弱压力进一步加大，加剧房企资金链条的负反馈效应，房地产投资底仍难探明，三季度经济小复苏面临更大挑战，短期政策“保交楼”支撑外，“稳房价”仍然是重点，房地产需求侧政策仍有放松需求，5 年期 LPR 调降仍有必要性。

图 48：5 年期 LPR 仍有下调可能性（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 49：短期 OMO/MLF 降息窗口关闭（%）



资料来源：Wind，优财研究院

五、 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、修改或以其他任何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/