

2021年3月7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

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457



全球活跃度提升，风险偏好或攀高

内容提要

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数自1月7日录得新增确诊人数最高值（突破85.9万）后，近期趋势回落至38.9万，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进。

据Citymapper统计的36个全球大城市数据，3月6日全球主要36个大城市活动指数均值为36.7%，较2月28日的35.1%，上升1.6个百分点，连续9周上升，较2月28日相对于2月21日的上升1.4个百分点，城市活动指数均值攀升，显示全球经济活跃度提高。

2月中旬以来，国内疫情基本处于受控状态，国内疫情对我国的影响明显减小，国外疫情蔓延速度近期放缓，部分国家疫情管控措施边际放松，复工复产将趋势推进，外需或得到一定支撑，资产定价的逻辑为经济基本面修复。中国经济处复苏通道、景气度处扩张期间、利润增速攀升、资金利率处于低位、两会定调政策不急转弯，美国经济回暖、消费信心恢复、劳动力市场强劲、业绩预告超预期、美联储鸽派表态和美国刺激法案积极推进，市场情绪或攀升。不过中国经济景气度（制造业和服务业）回落、美债收益率再度上升、市场对通胀上行的担忧加剧，使得市场情绪承压。上上周央行净回笼150亿元，上周央行净回笼250亿元，叠加逆回购到期量不大，对市场情绪影响较小。本周（3月6日至3月12日）央行公开市场将有500亿元逆回购到期，到期量较小，对市场情绪影响不大，市场对资金利率或更敏感。上周Shibor利率下跌，隔夜Shibor、周Shibor和月Shibor利率分别下跌52.7BP、21.5BP和12.2BP，流动性较上周宽松。

风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、全球疫情追踪

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数自1月7日录得新增确诊人数最高值（突破85.9万）后，近期趋势回落至38.9万，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进。我们认为，春季仍是呼吸道疾病高发期，气温低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情仍可能再度快速蔓延。如果新冠疫苗接种缓慢且全球疫情快速蔓延，全球疫情管控措施仍可能边际加强。

据Citymapper统计的36个全球大城市数据，3月6日全球主要36个大城市活动指数均值为36.7%，较2月28日的35.1%，上升1.6个百分点，连续9周上升，较2月28日相对于2月21日的上升1.4个百分点，城市活动指数均值攀升，显示全球经济活跃度提高。就结构看，36个大城市中大部分城市活动指数上升。36个城市中24个城市的活动指数提升（上上周为23个），多于上上周。3月6日相对于2月28日活动指数提升5个百分点以上的城市有8个（上上周有4个），提升5至10个百分点（不含10个百分点）的城市共6个（上上周有2个），提升10个百分点以上（含10个百分点）的城市共2个（上上周有2个），全球城市活跃度大幅走高的大城市增加。36个城市中欧洲的城市（不含俄罗斯）共15个，3月6日较2月28日城市活动指数下降的城市共8个，城市活动指数上升的城市共6个，其中意大利城市活跃度较大幅下降，法国巴黎城市活跃度提升幅度较大，显示欧洲城市活跃度升降分化且下降的城市居多。

二、美、欧宏观经济回顾

上周，受主要受美债收益率近期快速上涨、市场对通胀快速上升的担忧加剧、美国 ADP 就业数据不及预期、美国新一轮财政刺激法案有望出台和美联储释放鸽派言论等影响，美国主要股指涨跌分化。标普 500 指数周累涨 0.81%，道指周累涨 1.82%，纳指周累跌 2.06%。美国标普 500 能源股指和金融股指表现最强，上周分别上涨 10.09%和 4.29%，美国标普 500 非必需消费股指、房地产股指和信息技术股指表现最弱，上周分别下跌 2.82%、1.36%和 1.36%。

39 个城市中美国的城市共 9 个，3 月 6 日较 2 月 28 日活动指数上升的城市共 8 个，城市活跃度均值上升 3.7 个百分点，而 2 月 28 日相对于 2 月 21 日活动指数上升的城市有 4 个，城市活跃度均值上升 0.2 个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周加快且美国城市经济活跃度上升的城市增多。最新数据显示，美国 2021 年 1 月 8 日新冠肺炎新增确诊人数创历史新高以来逐渐回落，新增确诊人数由高点 32.5 万下降为 6.0 万。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比减少 8.9%（上上周均值环比减少 2.3%），美国新增确诊人数较快速回落。美国传染病专家福奇表示，美国 2021 年 4 月起可以为普通民众接种新冠疫苗，今年初秋时美国人的生活大体能恢复正常。

美国劳工统计局上周五报告称，季节性调整后的美国 2 月非农就业人数增加 37.9 万，为去年 10 月以来最大增幅，高于预期的增加 19.5 万，前值为增加 4.9 万。美国劳工部称，2 月份大部分新增就业出现在休闲和酒店行业，临时帮助服务、医疗保健和社会援助、零售贸易和制造业的新增就业较少；建筑和矿业、州和地方政府教育等行业的就业率下降。劳工部表示，12 月非农就业总人数的变化被向下修正了 79000，从减少 22.7 万修正至减少 30.6 万，1 月的数值被向上修正 11.7 万，从增加 4.9 万修正至增加 16.6 万。

美国 ADP 数据显示，2 月份就业增长是由服务业带动的，当月服务业就业人数增长了 13.1 万人，与此同时，商品生产企业的就业人数减少了 1.4 万人，其中以制造业降幅领先。

美国亚特兰大联储的模型目前预计，美国一季度 GDP 将增长 10%，高于 2 月 26 日时预计的 8.8%。Yardeni Research 的 Ed Yardeni 周二表示：“美国上半年实际 GDP 的‘V’型复苏有望将持续到今年年底。但一季度之后就不是‘复苏’了，因实际 GDP 将在当前季度中将完全恢复。此后，GDP 将在创纪录的高水平上处于‘扩张’状态。”此前经济学家们预计，美国经济至少要到今年二季度或三季度才能恢复至新冠疫情前的水平。但目前可以肯定的是，美国经济仍然十分脆弱。

美联储布拉德表示，欢迎通胀率持续在 2% 以上的情况出现，如果一段时间内通胀比美联储目标高达到 2.5%，也是可以接受的。

美国国会参议院 6 日午间投票通过 1.9 万亿美元的经济救助计划，此前民主党对该提案进行了一系列调整。该计划将交回众议院重新审议和投票。当天，参议院以 50 票赞成、49 票反对的投票结果通过这一计划，没有共和党参议员投赞成票。一名共和党参议员因家人去世未出席投票。当天通过的经济救助计划修改了众议院通过版本中有关失业救济福利的部分，将每周失业救济额外福利从 400 美元下调至 300 美元并将该福利适用时间延长至 9 月 6 日，同时删除了众议院民主党人主张的将法定联邦最低工资从每小时 7.25 美元提高至 15 美元的内容。众议院将在 9 日进行全院投票。经济救助计划获得通过后将提交美国总统拜登签署成为法律。

美国财长耶伦表示，美国真实的失业率处于 10%，通过 1.9 万亿美元刺激计划，美国可能会在 2022 年实现充分就业；通胀不会演变为一个问题，市场并不担忧美国的长期性通胀问题。

市场观察人士曾表示，尽管收益率飙升令全球股市动荡不安，但美国联邦储备理事会短期内不会出手抑制通胀。上周四，美联储主席鲍威尔承认，随着经济重新开放，价格可能出现一些上行压力。他预计美联储在政策行动上会耐心，即使经济出现“通胀暂时上升”。鲍威尔的言论使美国基准 10 年期国债收益率回升至 1.5% 以上，超预期的非农数据公布后，美国国债收益率上周五触及 1.626% 的高点。

美联储主席鲍威尔上周四对债券市场发出警告，但没有试图遏制长期利率的上升态势。他在媒体周四举办的网络研讨会上讲道，最近债券收益率升势“显著，引起了我的注意。”他还表示：“会让我感到担心的是市场状况陷入混乱无序，或金融

状况持续收紧，威胁到我们目标的实现。”近期经济增长强劲和通胀加速上升的预期升温，导致最近几周债券收益率快速上升。鲍威尔试图让市场放心，美联储距离收回大规模经济刺激措施还很遥远。

上周三发布的美联储褐皮书调查报告称，大部分联储辖区的经济活动在近期温和扩张。随着新冠疫苗的普及，大多数企业对未来 6-12 个月仍持乐观态度。多数地区报告称，就业水平在报告期内有所上升，尽管速度缓慢，预计近期就业水平将温和改善。各行各业的劳动力需求各不相同。劳动力短缺在低技能职业和贸易岗位中最为严重。数个地区报告高需求职位的薪资小幅上涨，许多地区指出薪资面临上行压力。此外，一些地区的旅游活动略有改善，休闲和酒店业的整体状况继续受到封锁措施的限制。

美国总统拜登 2 日表示，美国在 5 月底前将有足够疫苗为所有成年美国人接种。拜登表示，美国强生公司将与默克公司合作，加紧生产近日获美国食品和药物管理局批准紧急使用的强生公司旗下杨森制药公司研发的新冠疫苗。拜登此前表示，美国计划在 7 月底前有足够疫苗为 3 亿美国民众接种。2 日新公布的时间表将这一计划提前了两个月。拜登还表示，将指导各州优先为教职员工接种疫苗，目标是在 3 月底前让所有教职员工至少接种第一剂新冠疫苗，以推动学校早日恢复当面授课。拜登敦促所有美国人继续严格遵守戴口罩、保持社交距离、勤洗手等防控措施，在轮到自己接种疫苗时都去接种。

央视新闻：截至当地时间 2021 年 3 月 1 日，美国国债首次超过 28 万亿美元。据统计，全球央行已在过去的 33 个月中有 25 个月大幅净抛售美债达 1 万亿美元的美债，为全球央行抛售美债的创纪录水平。

法国兴业银行外汇策略全球主管基特·朱克斯在一份研究报告中表示，就目前而言，美联储还不打算扭转局面。如果债券市场的无序程度足以引发信贷利差扩大，这种情况可能会改变，但目前还没有，人们或许认为，被高估的股票市场比债券收益率略高的风险更大。

三、国内宏观经济回顾

上周美国三大股指涨跌互现，北上资金小幅净流出，短期利率下降，五个交易日，A股主要股指下跌。上周，风格偏好低PE、低PB和小盘股。从风格分类股票指数看，金融股指数累涨0.51%，周期股指数累跌0.01%，消费股指数累跌6.67%，成长股指数累涨0.50%，稳定股指数累涨2.50%。上周以一级行业分类的板块中，涨跌幅前5的行业分别是钢铁、煤炭、电力、传媒和电子元器件，涨跌幅后5的行业是有色金属、食品饮料、医药、家电和房地产。

2021年政府工作报告：2021年发展主要预期目标是国内生产总值增长6%以上；赤字率拟按3.2%左右安排、比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到65%，新开工改造城镇老旧小区5.3万个；解决好大城市住房突出问题，规范发展长租房市场。优化和落实减税政策，将小规模纳税人增值税起征点从月销售额10万元提高到15万元；对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到100万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。延长小微企业融资担保降费奖补政策，大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上。实施积极应对人口老龄化国家战略，以“一老一小”为重点完善人口服务体系，推动实现适度生育水平，逐步延迟法定退休年龄。健全多层次社会保障体系，基本养老保险参保率提高到95%。制定2030年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。

国务院总理李克强：保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，保持经济运行在合理区间，避免大起大落，稳定市场预期。紧扣民生改善需求释放内需潜力，巩固经济稳定恢复基础。激励企业提高创新能力，发展数字经济等新兴产业，稳固提升产业链供应链。培育壮大节能环保产业，提高绿色低碳发展水平。

财政部部长刘昆：财政政策保持基本稳定，不急转弯；要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，坚决遏制隐性债务增量。2021年全国财政预算赤字规模为3.57万亿元，同比减少1900亿元；赤字率拟按3.2%安排，较上年预算赤字率3.6%稍低。中央对地方的转移支付比去年略有增加，规模超过8.3万亿元；中央本级财政支出

连续两年负增长，节省资金用于增加对地方的转移支付。

发改委主任何立峰：“十四五”规划纲要重点突出了一些项目，主要是把国之大事和关键的小事相结合。一个是能够引领未来发展的关键性的一些重大攻关项目，包括量子信息、星际探测；以及将长期稳定和保障我们安全的能源安全、粮食安全和产业链供应链安全的一些被“卡脖子”的重大攻关项目。我们将充分发挥新型举国体制，按照“揭榜挂帅”的要求予以推进。

国务院研究室孙国君：2020年没有提出具体的经济增长量化目标，最大原因是不确定性增大。2021年提出GDP增长6%以上的目标，综合考虑以下因素。考虑经济恢复情况，从2020年第二季度开始，经济都在逐步恢复，第三、四季度在不断转好；考虑基数的因素，2021年第一季度，经济增速受基数影响上升较多；考虑保持经济持续健康发展、统筹明年发展的需要，预期目标不能忽高忽低。

财政部部长刘昆：积极的财政政策要提质增效更可持续。将持续完善政府债务管理，保持政府部门宏观杠杆率基本稳定，保持对经济恢复的必要支持力度，又为之后应对风险挑战预留政策空间。坚决落实化解财政风险隐患，持之以恒抓实化解地方政府隐性债务风险，坚决防范基层三保支出风险，确保财政经济稳健运行可持续。

财政部：发布2020年中国财政政策执行情况报告，积极的财政政策更加积极有为。加大政策对冲，将赤字率从2.8%提高至3.6%以上，赤字规模达到3.76万亿元，同比增加1万亿元；中央财政赤字27800亿元，同比增加9500亿元；地方财政赤字9800亿元，同比增加500亿元。发行抗疫特别国债1万亿元。全年新增减税降费超2.6万亿元，助企纾困成效显著。

2月，财新中国服务业PMI降至51.5，为2020年5月以来最低值，前值52。受国内外疫情反复等影响，服务业修复的边际动能进一步减弱。

银保监会主席郭树清：近年来金融杠杆率明显下降，金融资产盲目扩张得到根本扭转，金融体系内部空转的同业资产占比大幅度下降。2017年-2020年，银行业和保险业总资产年均增速分别为8.3%、11.4%，较2009年-2016年平均增速下降一半。此外，疫情发生以来，各国都采取了积极财政政策和极度宽松的货币政策，但

现在副作用开始显现。欧美发达国家的金融市场和实体经济严重背道而驰，担心这一情况迟早会被迫调整。目前来看，外国资本流入的规模和速度还在可控范围内。

财政部：2021年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度。加强宏观经济政策协调，统筹疫情防控和经济复苏，避免过早退出经济支持措施。

银保监会主席郭树清：房地产领域的核心问题还是泡沫比较大，金融化泡沫化倾向比较强，是金融体系最大灰犀牛。2020年房地产贷款增速8年来首次低于各项贷款增速，这个成绩来之不易，相信房地产问题可以逐步缓解。

世卫组织：2021年底前结束疫情的想法是不现实的，现在还为时尚早，聪明的做法是尽可能减少住院病例数量。重点是尽可能控制病毒传播，以避免病毒出现变异，同时减少需要就医的病例。

四、 核心观点

2月中旬以来，国内疫情基本处于受控状态，国内疫情对我国的影响明显减小，国外疫情蔓延速度近期放缓，部分国家疫情管控措施边际放松，复工复产将趋势推进，外需或得到一定支撑，资产定价的逻辑为经济基本面修复。中国经济处复苏通道、景气度处扩张期间、利润增速攀升、资金利率处于低位、两会定调政策不急转弯，美国经济回暖、消费信心恢复、劳动力市场强劲、业绩预告超预期、美联储鸽派表态和美国刺激法案积极推进，市场情绪或攀升。不过中国经济景气度（制造业和服务业）回落、美债收益率再度上升、市场对通胀上行的担忧加剧，使得市场情绪承压。上上周央行净回笼150亿元，上周央行净回笼250亿元，叠加逆回购到期量不大，对市场情绪影响较小。本周（3月6日至3月12日）央行公开市场将有500亿元逆回购到期，到期量较小，对市场情绪影响不大，市场对资金利率或更敏感。上周Shibor利率下跌，隔夜Shibor、周Shibor和月Shibor利率分别下跌52.7BP、21.5BP和12.2BP，流动性较上周宽松。

我们认为，春季仍是呼吸道疾病高发病期，疫情快速蔓延仍有可能，但随着气温的回升和疫苗接种的推进，全球需求料将趋势回暖，供不应求的商品价格或易涨难跌，需密切关注各类商品需求变化。若美欧政策积极程度或经济复苏速度超预期则将推升资产价格阶段性回升，反之则对资产价格形成压制。

需警惕中美摩擦陡然升级，中国或美国经济数据不及预期、疫情在全球的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击。

五、宏观基本面

（一）上游：工业品、农产品价格下跌，美元大涨

截止3月6日，南华工业品指数周环比下跌0.84%，南华农产品指数周环比下降1.59%，CRB现货指数工业原料环比下跌1.20%，铁矿指数环比上涨1.39%，环渤海动力煤价格下跌5.86%，美元指数周环比上升1.10%，中国沿海散货运价CCBFI综合指数环比上涨11.35%。

（二）中游：高炉开工率下降，水泥价格连续11周下跌

截止3月6日，全国高炉开工率环比下跌0.28%，全国水泥价格周环比下跌0.28%，连续11周下跌，东北、华北、华东、西北、西南和中南地区价格环比分别变化0.00%、0.00%、-0.34%、0.00%、1.08%和-1.03%。

（三）下游：商品房成交面积环比上升，运价指数下跌

截止3月6日，30大中城市商品房成交面积周环比上升15.59%，其中，一线、二线、三线环比分别为-4.37%、28.42%和11.71%。汽车半钢胎开工率环比上升17.60%，集装箱运价指数，CCFI指数和SCFI指数周环比分别下降4.32%和1.92%。

（四）价格：猪肉价格6连降，蔬菜价格3连降，原油价格转跌

截止3月6日，上周猪肉平均批发价环比下跌2.51%，连续6周下降。28种重点监测蔬菜平均批发价周环比下跌4.16%，连续3周下降，7种重点监测水果周环比上涨1.17%，连续6周上涨。布伦特原油期货结算价周环比下跌1.24%。

六、 市场利率

上周公开市场操作净回笼 250 亿元。

SHIBOR 利率大跌，截止 2021 年 3 月 5 日，隔夜 SHIBOR、周 SHIBOR 和月 SHIBOR 利率分别较 2021 年 2 月 26 日变化-52.7BP、-21.5BP 和-12.2BP。截止 2021 年 3 月 5 日，银行间质押式回购利率 1 天期和 7 天期分别较 2021 年 2 月 26 日变化-60.08BP 和-36.96BP。通过上述短期利率数据变化可知，流动性较上周宽松。

上周北上资金净流出 8.36 亿元，上上周净流出 75.01 亿元。

七、 期货市场

表 1：期货指数周度变化：单位：%

指标	周涨跌幅	周日均成交量环比	周日均持仓量环比
能源	3.33	4.72	-4.65
非金属建材	2.93	29.36	2.44
谷物	1.16	-32.09	-5.72
油脂油料	1.00	-1.07	-0.90
软商品	-0.80	10.72	-1.66
化工	-1.47	2.66	-2.65
商品指数	-1.82	3.55	-1.42
农副产品	-3.06	-8.11	-0.64
煤焦钢矿	-3.59	23.32	3.00
有色	-4.36	-10.77	-4.58
贵金属	-5.07	-0.74	-3.45

资料来源：Wind,金信期货研究院

八、 风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期。

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”。