



2021 年 12 月 5 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

适时降准预期升温，政策进入关键窗口期

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 周五晚间总理表示“将适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”。在当前经济从“类滞胀”向“类衰退”转向的宏观环境下，稳增长政策仍亟待出台，近期供给约束缓解下上游工业品价格大幅回落，PPI 有望进入下行周期，通胀掣肘也有所减轻，降准仍可博弈。12 月中 MLF 大量到期或是降准重要的时间窗口，不过补缺式降准信号意义大于实际意义，补充中长期流动性缺口是主要目的，央行货币政策定调维持稳中偏松不变。2) 11 月 PMI 重回扩张区间。供给约束有所缓解，生产端边际恢复拉动 11 月 PMI 升至 50.1，但需求缺乏支撑，需求端改善明显弱于生产端，制造业复苏持续性存疑。供需缺口收敛，上游工业品通胀压力逐步缓解，需求不足逐渐成为经济主要矛盾，经济从“类滞胀”向“类衰退”转变，政策进入关键窗口期，年底中央经济工作会议是关注重点。

从经济高频观察来看：1) 变异毒株冲击全球复苏重启预期，美联储加息预期受到扰动，从全球疫情周期来看，下一个疫情高峰或将出现在 12 月下旬；2) 国内需求端，地产高频成交改善仍然偏慢，“政策底”到“市场底”仍需时间；3) 保供政策下生产约束逐渐改善，上游工业品价格回落下 PPI 进入下行周期，近期变异毒株冲击全球复苏重启预期，油价大幅下挫；4) 价格端，需求季节性改善下猪价延续反弹，但环比增速持续放缓；5) 跨月资金面重现紧张，资金到期错位形成流动性压力，跨月后重回宽松，资金利率高位回落，央行重回 100 亿操作规模。

在房地产下行压力尚未逆转、经济下行压力加大的背景下，债市基本面仍有利，货币政策维持稳中偏松也支撑长端利率下行趋势，但地产政策边际放松、宽信用预期升温也带来不时扰动，债市僵局仍难打破。上周跨月资金面超预期紧张叠加收益率临近前低后下行阻力加大，长端出现回调，年底降准概率增加带来债市利好，但置换 MLF 的概率较高，补缺式降准信号意义大于实际意义，补充中长期流动性缺口是主要目的，长端利率向下 2.8% 仍是阻力位，需要更强的触发因素，向上仍难明显超过 3%。股市方面，稳增长权重增加叠加宽信用倾向增强，宏观流动性环境不弱，但经济下行压力弱化股市业绩预期，信用易稳难宽，股市仍以结构性机会为主，股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解，关注年底政策稳增长重要窗口。全球疫情扰动下风险资产短期波动加剧，后续一到两周将是判断变异病毒影响力的关键时期，密切关注疫情以及房地产两大关键因素变化。

风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

请务必仔细阅读正文之后的声明



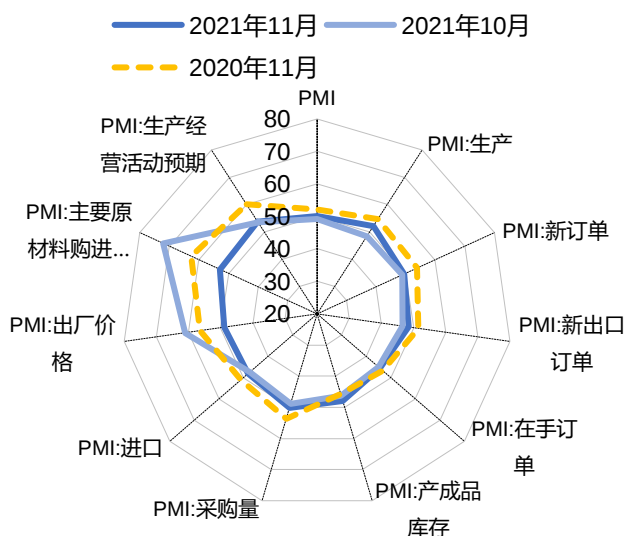
一、供给约束有所缓解，但需求不足逐渐成为经济主要矛盾

中国 11 月官方制造业 PMI 为 50.1，比上月上升 0.9 个百分点，位于临界点以上，制造业重回扩张区间；非制造业 PMI 为 52.3，比上月略降 0.1 个百分点；综合 PMI 产出指数为 52.2，比上月上升 1.4 个百分点。

供给约束有所缓解，生产端边际恢复拉动 11 月 PMI 重回扩张区间，但需求缺乏支撑，需求端改善明显弱于生产端，制造业复苏持续性存疑。供需缺口收敛，上游工业品通胀压力逐步缓解，需求不足逐渐成为经济主要矛盾，经济从“类滞胀”向“类衰退”转变，政策进入关键窗口期，年底中央经济工作会议是关注重点。

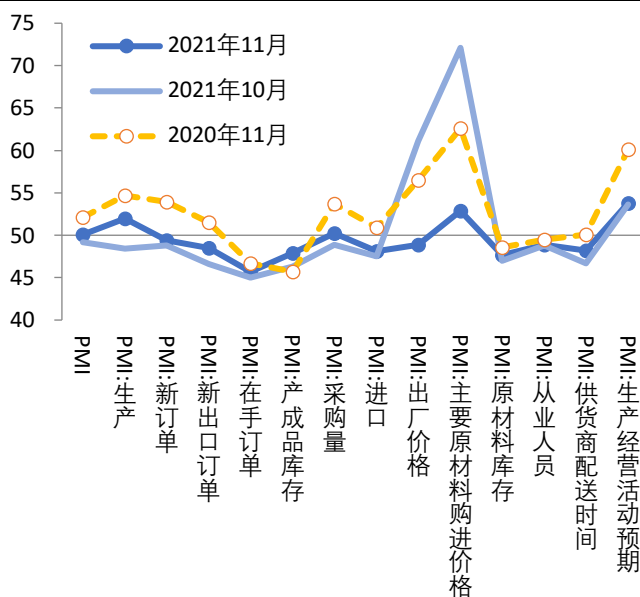
- ① 保供政策见效下供给约束有所缓解，生产端边际恢复拉动 11 月 PMI 重回扩张区间（回升 3.6 个百分点至 52%）。但需求端仅有小幅回升，仍处于收缩区间（回升 0.6 个百分点至 49.4%），明显不及生产的边际修复幅度，且外需改善幅度大于内需。生产改善幅度大于需求端，供需缺口收敛，经济主要矛盾从此前的供给约束逐渐转向需求不足。
- ② 保供稳价效果显现，11 月价格指标明显回落，工业品价格大幅回落下 PPI 同比进入下行周期，PPI-CPI 剪刀差也有望收窄，工业品通胀压力也逐步缓解。11 月购进和出厂价格指数双双大幅下降，分别回落 19.2 和 12.2 个百分点，上游工业品通胀压力逐步缓解，随着 PPI-CPI 剪刀差回落下，中下游制造业成本压力也或趋于缓解。
- ③ 经济从“类滞胀”向“类衰退”转变，政策进入关键窗口期，全面稳增长政策有待推出，财政积极和基建投资是政策重点，“推动今年底明年初形成实物工作量”，房地产政策边际放松仍以纠偏为主，信用企稳但仍难宽，货币政策稳中偏松、以内为主依然是主要基调，年底中央经济工作会议是重要的关注窗口。

图 1：官方 PMI 指数



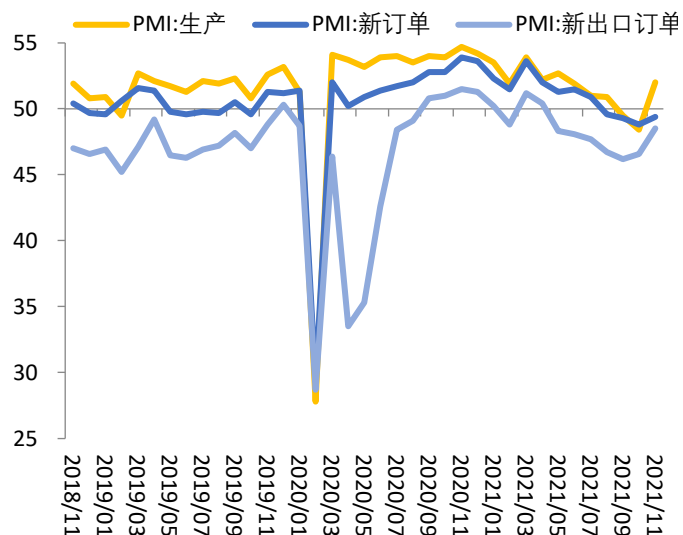
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PMI 分项



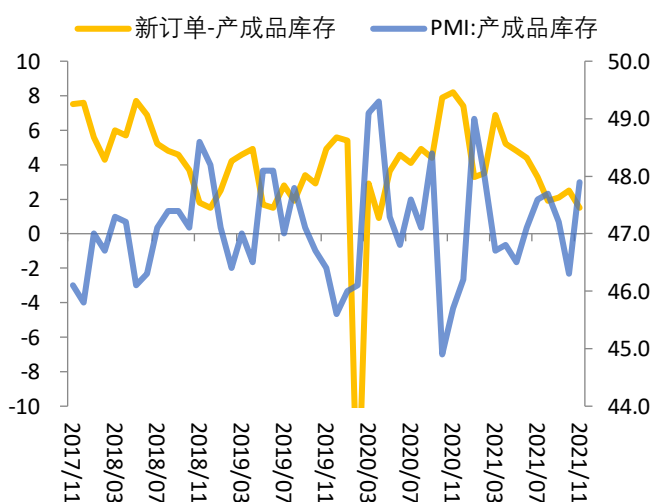
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：生产端编辑改善幅度较大



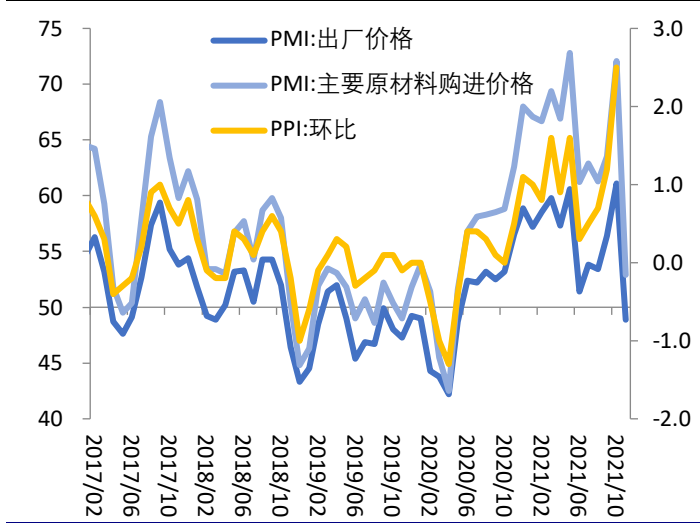
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：需求改善幅度远不及生产，企业被动补库



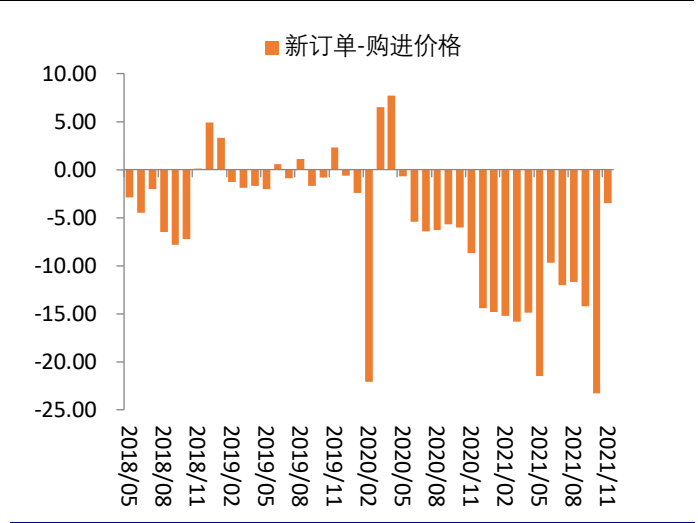
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：原材料购进和出厂价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：中下游制造业成本端压力或趋于缓解



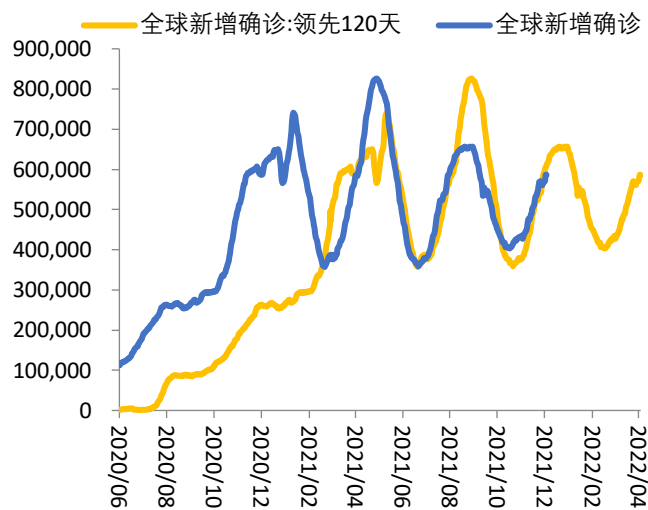
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

全球疫情仍在扰动市场，新增确诊处在新一轮回升中，根据疫情周期领先 120 天预测，下一个疫情高峰或将出现在 12 月下旬，而疫情的回升也压制美国实际收益率维持低位。本周美国经济意外指数高位延续小幅回落，欧洲经济意外指数继续回升，叠加疫情扰动美联储加息预期，本周美元指数高位小幅回落。

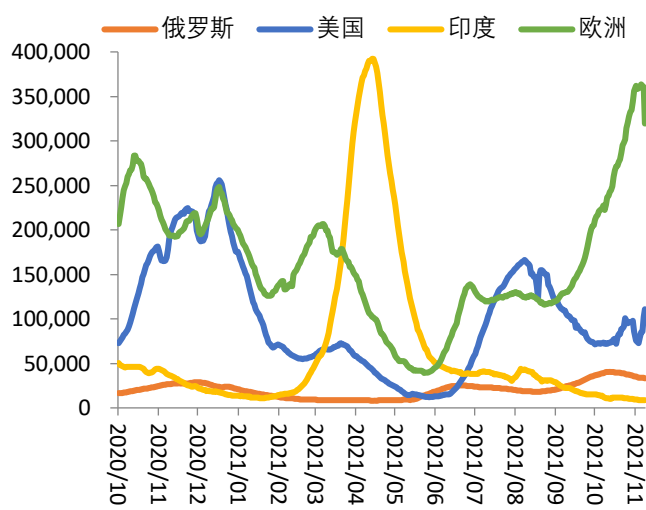
疫苗接种仍在有序推进，欧洲主要国家疫苗完全接种人数占比接近 70%，美国则接近 60%，疫苗完全接种率持续上升下海外在不断接近群体免疫状态，疫情影响也或将趋于收敛。

图 18: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



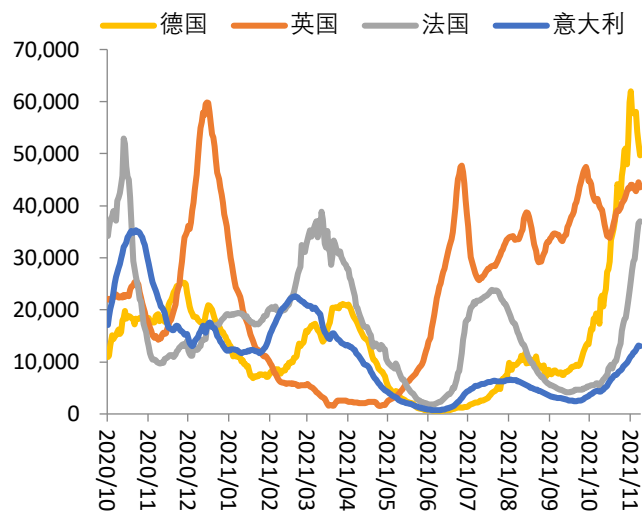
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



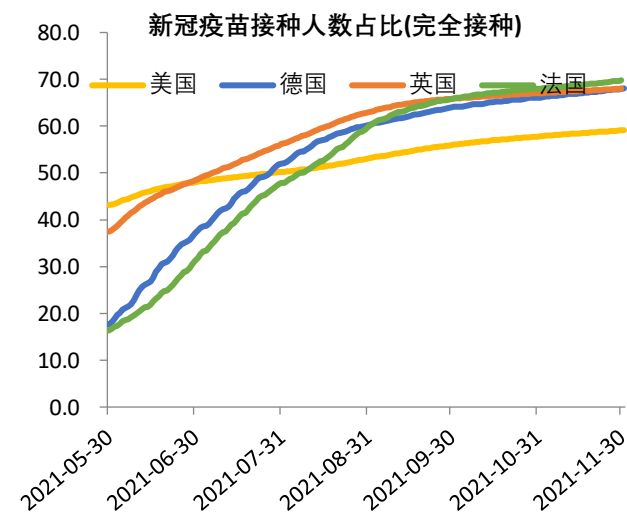
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



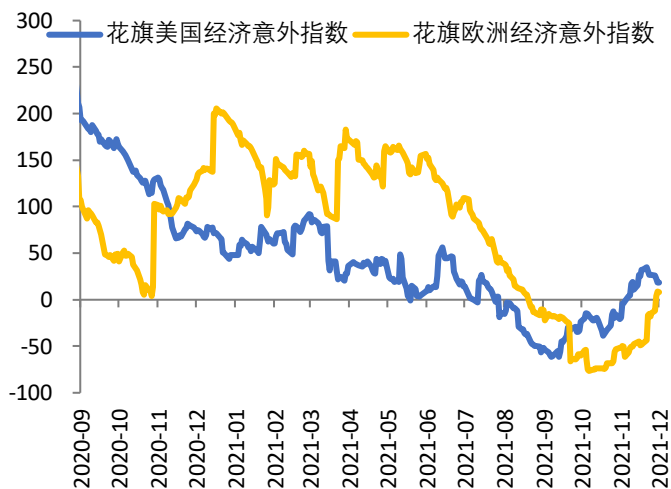
资料来源: Wind, 优财研究院

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：美欧洲经济意外指数回升



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：美欧差值 VS 美元指数



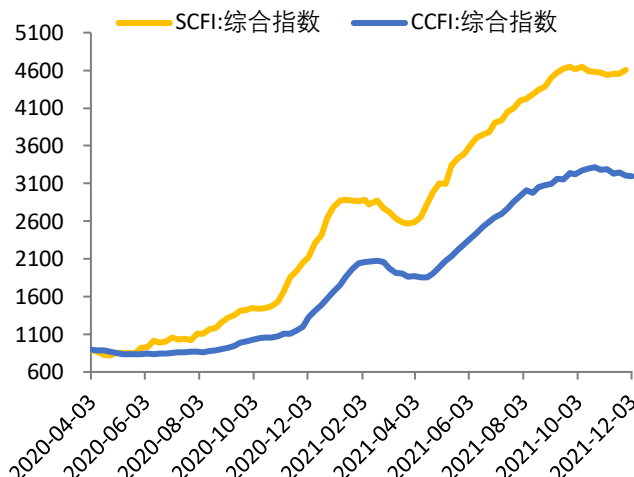
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：运价指数



资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

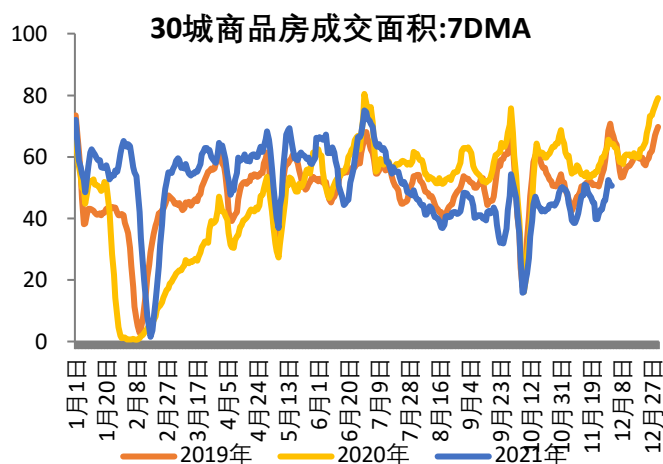
1. 需求：地产高频成交改善仍然偏慢，“政策底”到“市场底”仍需时间

地产政策纠偏，地产信贷边际放松，但高频成交改善仍然偏慢，同比增速较前两月低位小幅改善，但降幅依然显著，11月同比-20%，尤其三线城市降幅较大，土

地成交也维持偏弱格局，信贷放松对于需求提振的进一步效果仍有待观察。

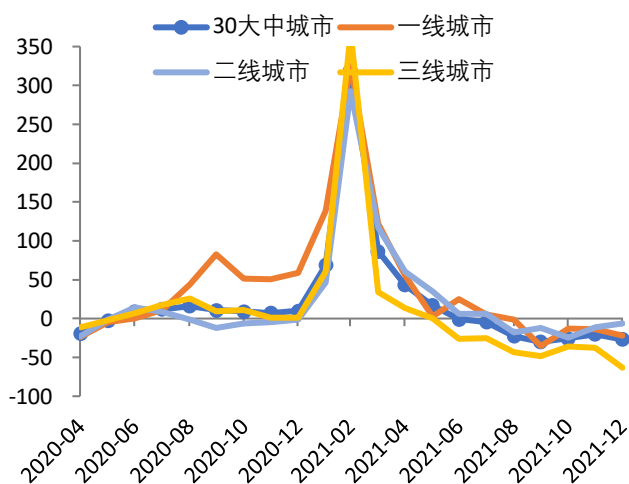
近期地产端“政策底”已现，信用风险升温下严监管的适度纠偏，银行对房企和居民端的信贷出现一定积极变化，地产融资端也有所恢复。但房地产去金融化仍是长期政策目标，且当前销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，预计政策边际放松也将由小及大推出，地产下行压力和政策调控仍处在动态博弈过程中。

图 26：30 城商品房成交面积（万平方米）



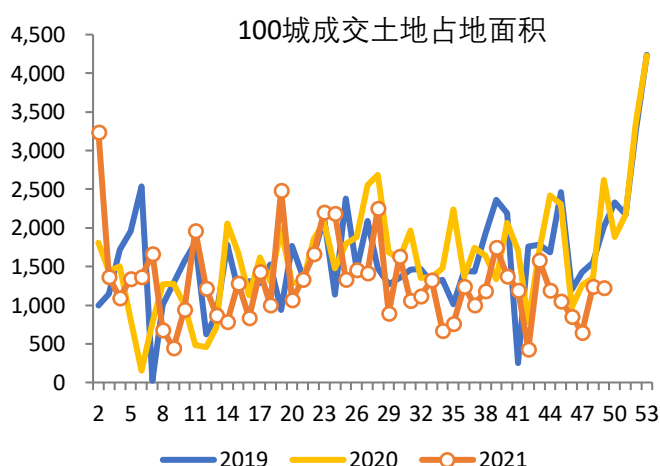
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：30 城商品房成交面积同比（%）



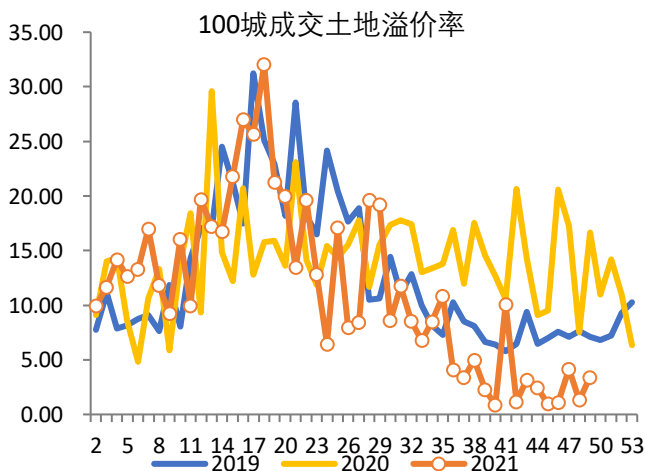
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：百城土地成交溢价率（%）

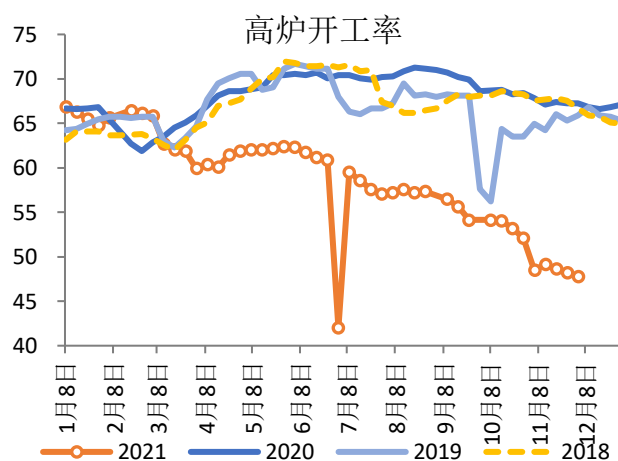


资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：变异毒株冲击全球复苏重启预期，油价大幅下挫

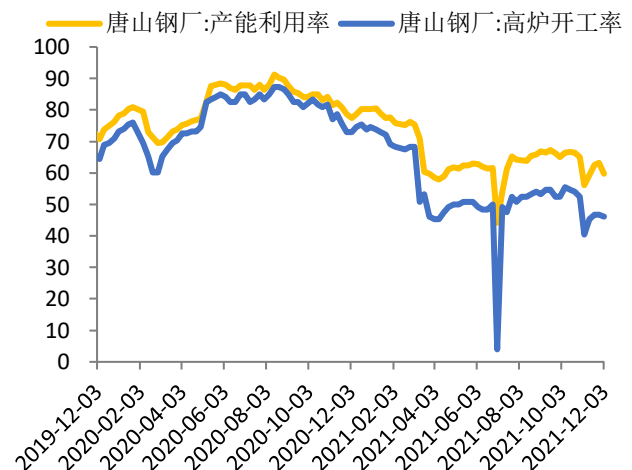
本周全国钢厂高炉开工率仍在小幅下滑，续创年内次低，轮胎开工率缓升，但多数行业开工率仍然偏弱。保供政策下生产约束逐渐改善，上游工业品价格回落下PPI开始进入下行周期，本周焦煤、焦炭、动力煤、PVC下跌幅度较大，11月动力煤与前期国内受到供给约束的化工品、铝等跌幅较大。相比之下，全球定价的铜和油1月小幅回落，但本周受Omicron变异毒株引发避险情绪、全球边境放开与复苏预期受到打击，油价大幅下挫。

图 30：高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 31：唐山钢厂高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升（%）

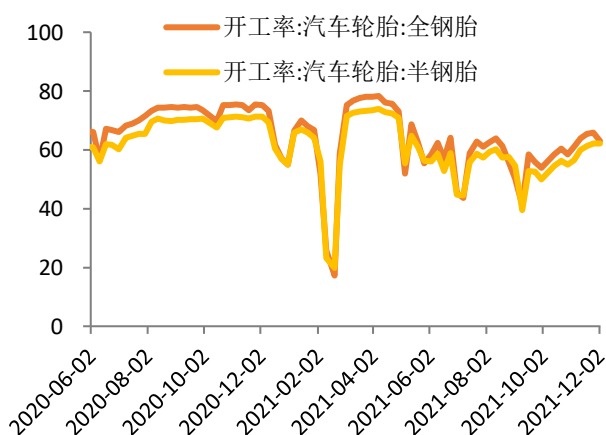
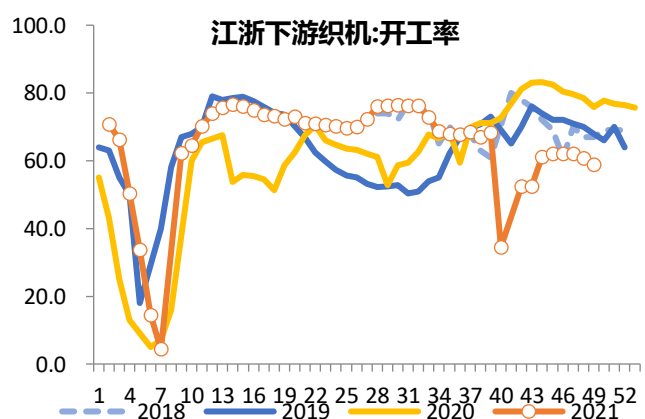


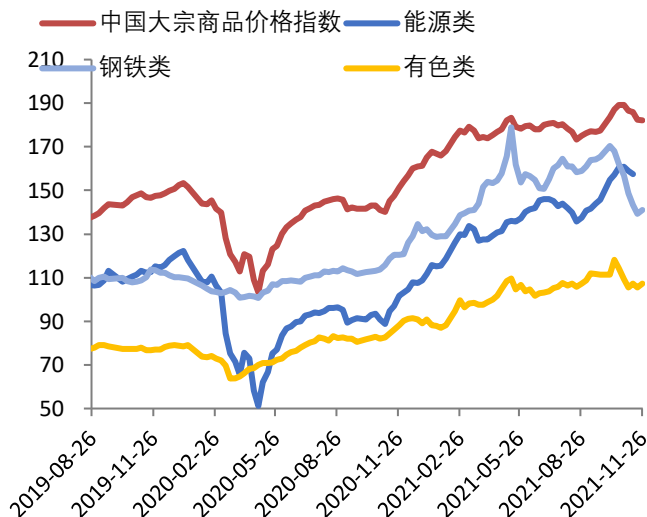
图 33：江浙下游织机：开工率（%）



资料来源: Wind, 优财研究院

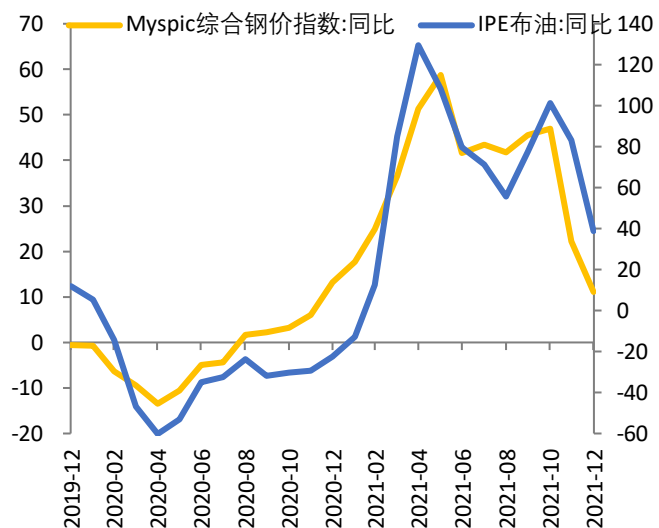
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 大宗商品价格指数



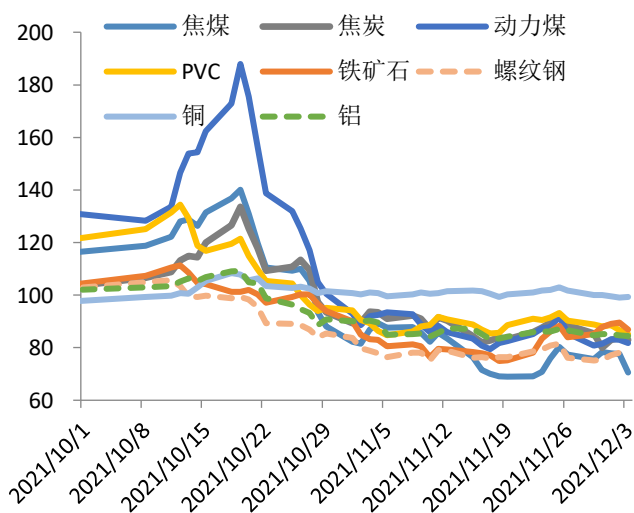
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 钢价指数&布油同比 (%)



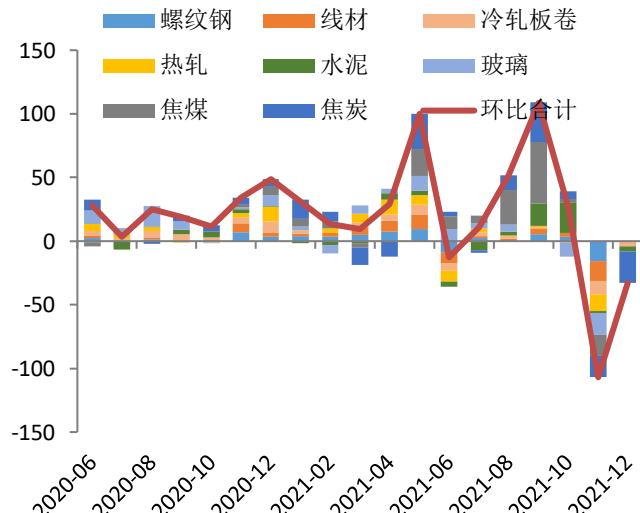
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 上游高耗能产品价格快速回落 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 工业品价格月度环比 (%)

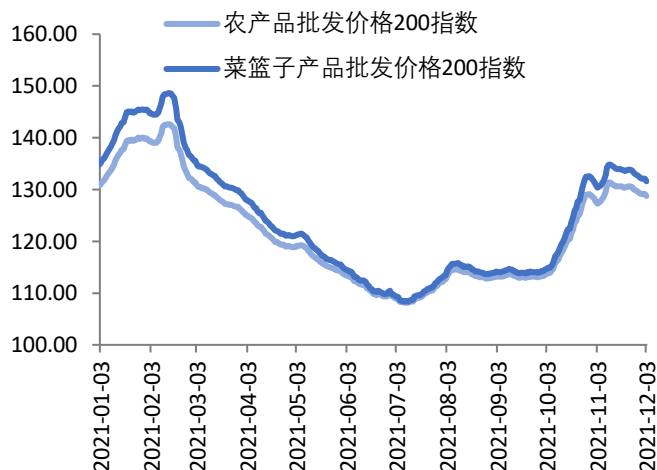


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀：需求季节性改善下猪价延续反弹，但环比增速持续放缓

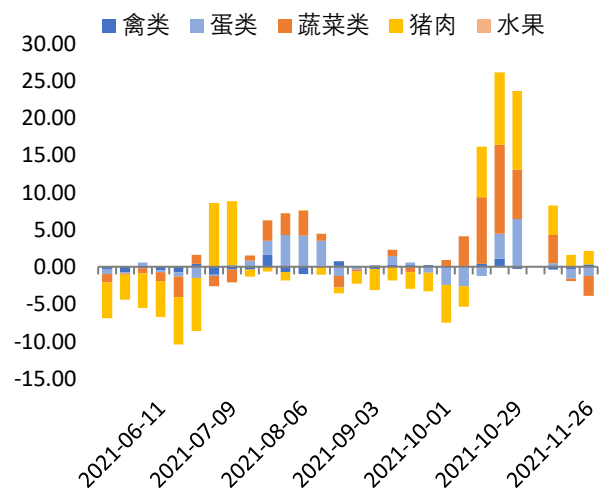
本周农产品价格指数继续小幅回落，需求季节性改善下猪价延续反弹，但环比增速放缓，蔬菜价格继续高位小幅回落。短期疫情叠加冷冬因素推升食品价格，但猪肉产能过剩的局面仍未改变，内需不足仍压制全面通胀风险。

图 38：农产品批发价格 200 指数



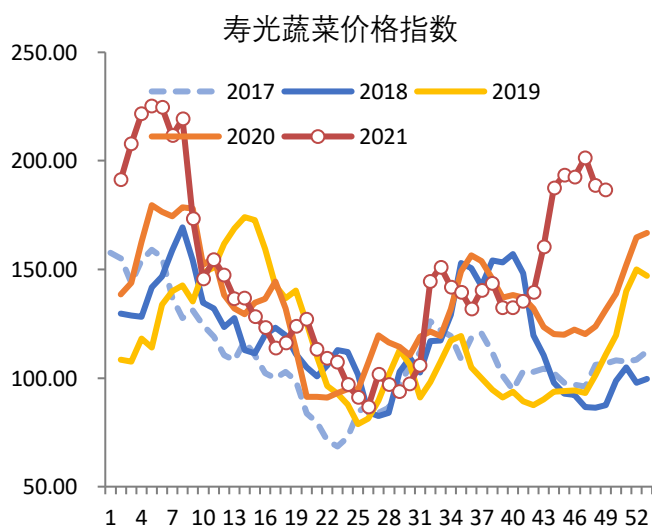
资料来源：Wind，优财研究院

图 39：食用农产品价格指数:周环比 (%)



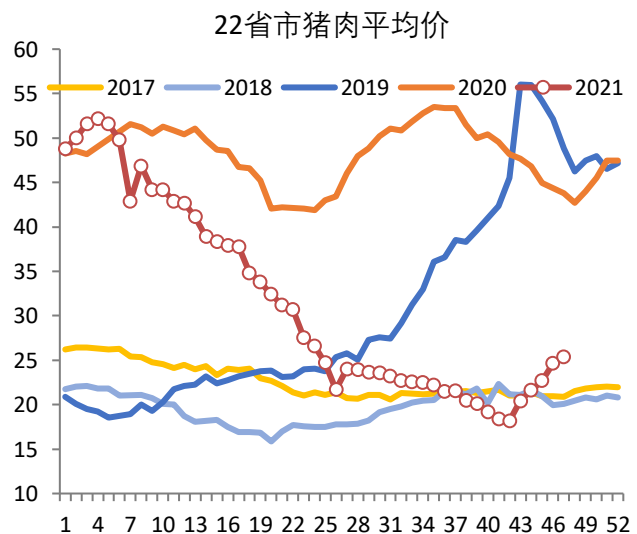
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 41：22 省市猪肉平均价（元/千克）

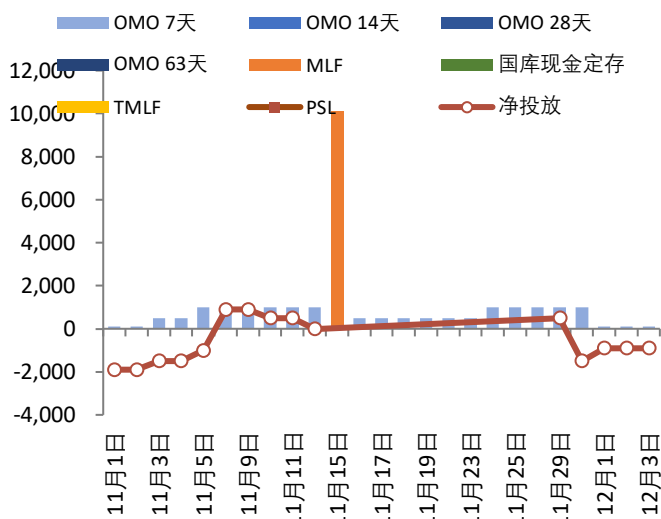


资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：跨月资金面重现紧张，跨月后重回宽松

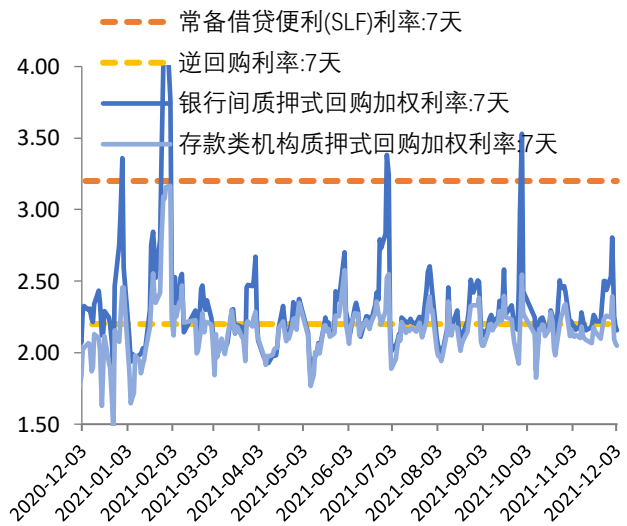
本周央行公开市场共进行了 2300 亿元逆回购操作，前两日月末均开展 1000 亿逆回购操作，跨月后重回 100 亿操作规模，全周逆回购累计净回笼 1700 亿。银行间资金面先紧后松，跨月资金面重现紧张局面，略超市场预期，主因 30 日 2000 亿 MLF 到期提前续作，资金到期错位形成流动性压力，同时近期市场杠杆交易的升温也推升资金跨月需求，11 月回购成交量升至高位，资金面分层效应显著。而随着月初到来，资金面重回宽松，资金利率也从月末高位回落，DR007 也降至接近 2% 水平，隔夜利率回到 2% 以下。

图 42：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 43：资金利率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

四、风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

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/>