



2022 年 1 月 9 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



稳增长政策年初有望快速出台，警惕海外货币收紧风险

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 美联储会议纪要释放超预期鹰派信号，美债收益率上行突破 1.7% 关口，美股有所调整。近期美国劳动力市场改善步伐好于预期，强化美联储缩表预期并加快加息预期，美国或将早于市场预期加息的担忧下美股迎来调整，美债收益率快速上行突破 1.7% 关口。随着美国劳动力市场的持续改善，美联储或将提前至 5 月首次加息，而随着加息后缩表的开始，长端收益率上行空间将被打开，对美股成长板块也或将造成一定冲击。2) 跨年后央行回归每日 100 亿的常规逆回购操作，主因月初资金面扰动较少，元旦后机构流动性需求大幅下降，公开市场连续大幅净回笼符合预期，并不改央行稳健偏松的货币政策基调以及银行间资金宽松态势。3) 年初政策有望快速出台，确保一季度经济平稳开局，稳增长不仅仅是经济问题。“跨周期与逆周期结合、总量和结构双重功能”的定调下货币政策基调更偏积极，降准降息的总量工具运用概率较此前提升。2022 年上半年将是货币政策宽松的适宜窗口，一季度支持地方债发行下有再次降准的可能，补缺式降准影响整体不大，而降息触发因素在于经济增速低于潜在水平及通胀压力减弱，或有望在两会前落地。不过需要注意的是，当前市场对降息预期较强，仍需警惕落地后的利多出尽的风险。

从经济高频观察来看：1) 全球新增确诊仍在快速走高，但市场担忧情绪有所缓和，美联储会议纪要释放超预期鹰派信号；2) 国内需求端，年初商品房销售低迷，房地产仍未见起色；3) 生产端，假期影响下行业开工率多数回落，工业品价格环比跌幅收窄，1 月初原油、铁矿石价格环比回升；4) 价格端，寒潮天气影响蔬菜价格小幅上涨，但近期猪肉养殖端集中出栏下猪肉价格偏弱；5) 跨年后央行回归每日 100 亿的常规逆回购操作，公开市场连续大幅回笼不改银行间资金宽松态势。

债市年前抢跑推动长端收益率向 2.8% 以下突破，但节后继续做多动力不足，债市上周偏弱盘整，10Y 回到 2.8% 以上。当前降息预期已有一定定价，而 PMI 小幅回升反映供给约束减弱下经济边际有所修复，财政积极前置发力支撑经济好转以及宽信用的预期成为债市扰动，叠加利率债供给前置、美联储加息渐行渐近约束利率下行空间，基本面未超预期回落下 2.8% 以下空间仍然有限，短期债市扰动加大。不过货币政策宽松+内生融资需求不足+经济下行压力，决定债市短期环境依然向好，风险不大，货币向宽预期下收益率曲线存在陡峭倾向。股指上周面临前期机构抱团下持仓过度集中、以及美联储加息时点超预期带来的调整压力。当前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业绩预期、信用易稳难宽，股市短期仍以结构性机会为主，股市更好的表现需要看到信用环境进一步实质性的改善。

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、国内确保一季度经济平稳开局，海外货币政策存在超预期收紧风险

上周宏观方面主要事件有：

1) 美联储会议纪要释放超预期鹰派信号，美债收益率上行突破 1.7%关口，美股有所调整。近期美国劳动力市场改善步伐好于预期，强化美联储缩表预期并加快加息预期，美国或将早于市场预期加息的担忧下美股迎来调整，美债收益率快速上行突破 1.7%关口。随着美国劳动力市场的持续改善，美联储或将提前至 5 月首次加息，而随着加息后缩表的开始，长端收益率上行空间将被打开，对美股成长板块也或将造成一定冲击。

2) 跨年后央行回归每日 100 亿的常规逆回购操作，主因月初资金面扰动较少，元旦后机构流动性需求大幅下降，公开市场连续大幅净回笼符合预期，并不改央行稳健偏松的货币政策基调以及银行间资金宽松态势。

3) 年初政策有望快速出台，确保一季度经济平稳开局，稳增长不仅仅是经济问题。当前宏观经济方面，12 月 PMI 和 BCI 小幅回升反映在政策纠偏带来的供给约束减弱后，经济存在一定边际修复。但需求端仍然偏弱，生产扩张+需求收缩的结构反映供给端矛盾向需求不足切换，出口订单的偏低或对应 22 年出口减速的风险，“新订单-产成品库存”的经济动能指数继续回落，制造业被动补库存。

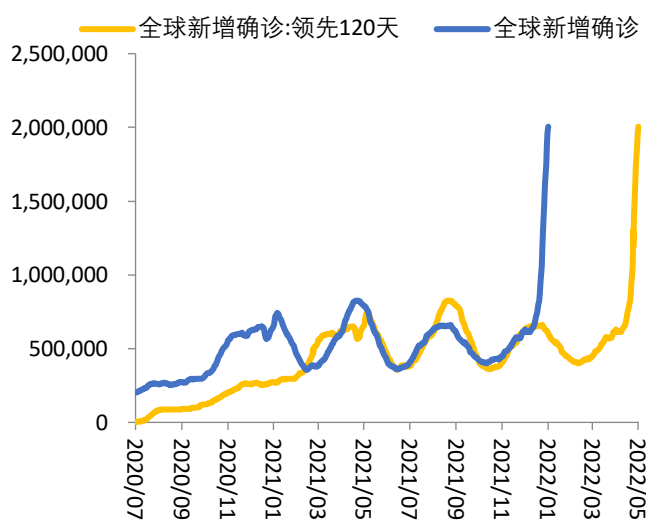
总需求不足下政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币财政更偏积极，财政更偏前置发力，金融政策边际仍有调整空间。在“跨周期与逆周期结合、总量和结构双重功能”的定调下货币政策基调更偏积极，降准降息的总量工具运用概率较此前提升。2022 年上半年将是货币政策宽松的适宜窗口，一季度支持地方债发行下有再次降准的可能，补缺式降准影响整体不大，而降息触发因素在于经济增速低于潜在水平及通胀压力减弱，或有望在两会前落地。不过需要注意的是，当前市场对降息预期较强，仍需警惕落地后的利多出尽的风险。

二、海外疫情和经济活动跟踪

全球新增确诊病例仍在快速攀升，美、英、法日均新增确诊病例远超此前高峰，欧洲日均新增病例超 90 万例，但致死率偏低下市场对此的担忧情绪再度有所缓和。

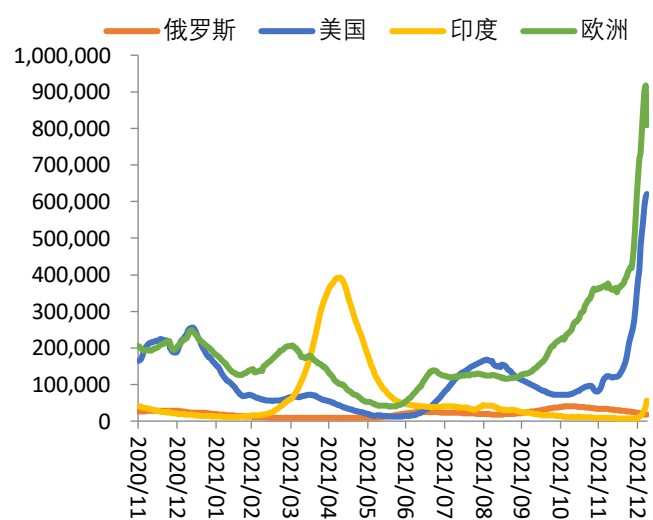
上周海外关注点在于美联储会议纪要释放超预期鹰派信号，美国劳动力市场改善步伐好于预期，强化缩表预期并加快加息预期，美国或将早于市场预期加息的担忧下美股迎来调整，美债收益率快速上行突破 1.7% 关口。随着美国劳动力市场的持续改善，美联储或将提前至 5 月首次加息，而随着加息后缩表的开始，长端收益率上行空间将被打开，对美股成长板块也或将造成一定冲击。

图 1：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

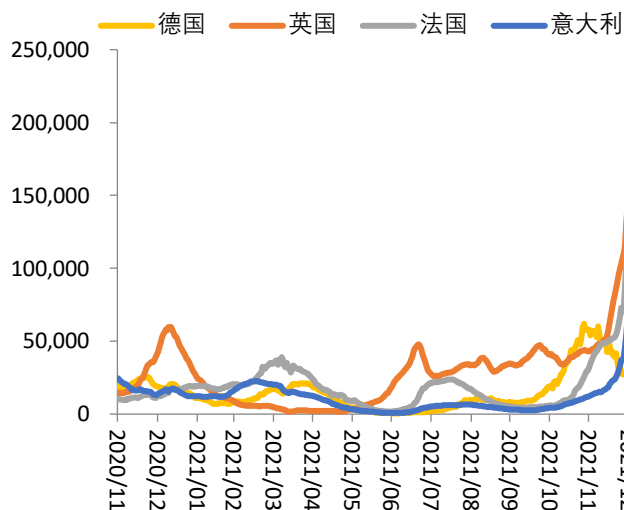
图 2：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



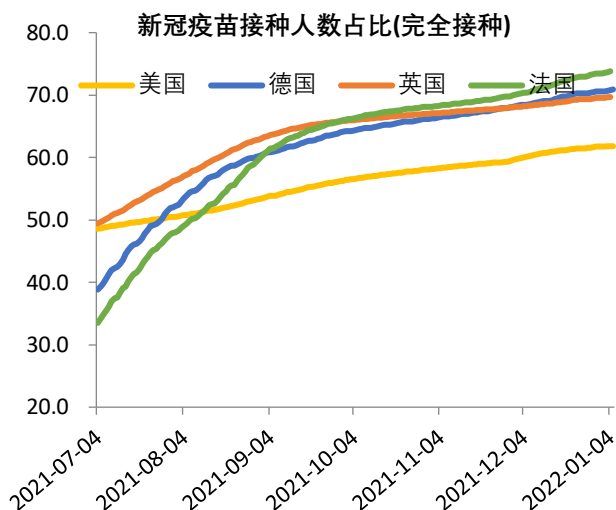
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

图 4：新冠疫苗完全接种人数占比（%）

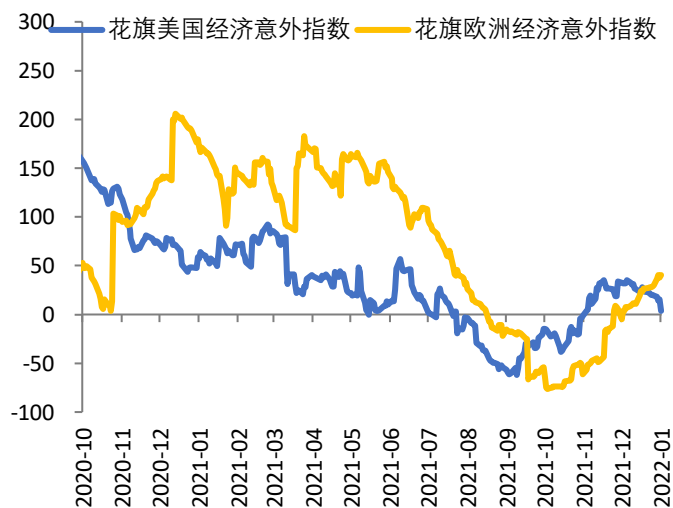


资料来源: Wind, 优财研究院



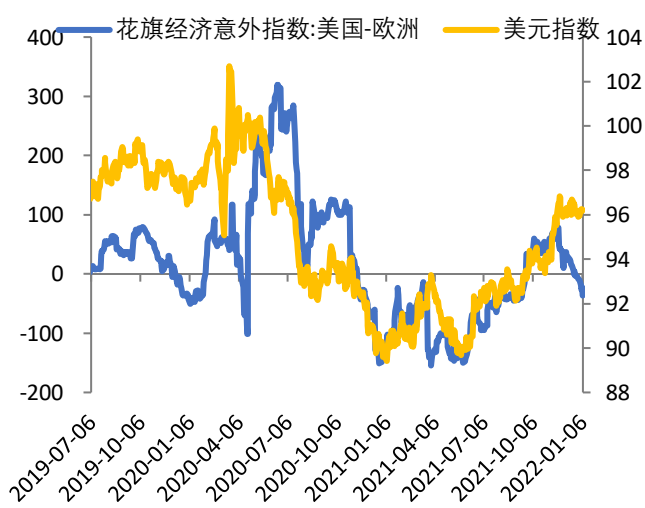
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 美欧洲经济意外指数



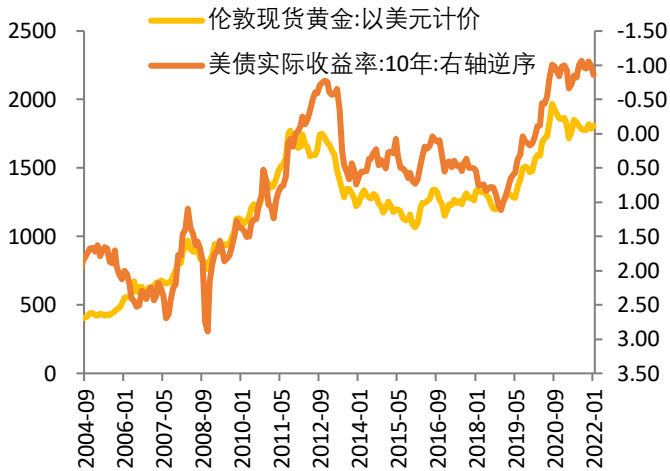
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 美欧差值 VS 美元指数



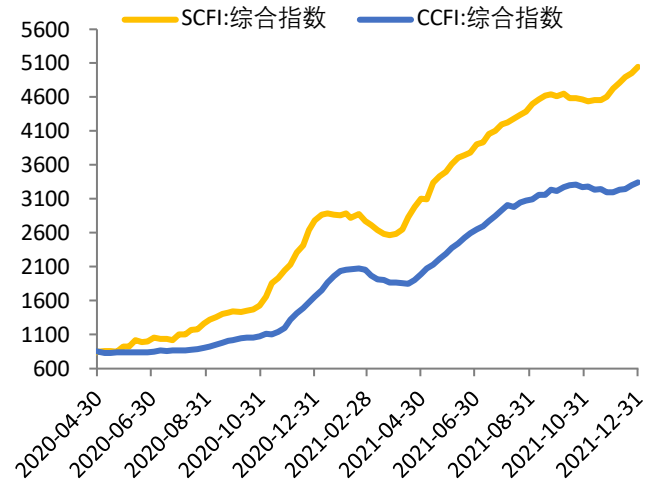
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：运价指数



资料来源：Wind，优财研究院

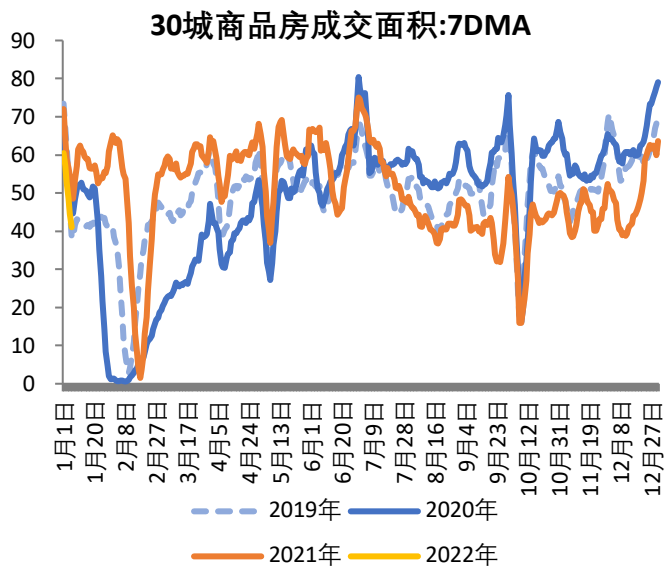
三、经济高频观察

1. 需求：年初商品房销售低迷，房地产仍未见起色

年初商品房销售低迷，1月1日至6日，30大中城市商品房日均销售面积回落至32.1万平方米，同比降幅扩大至-43%，尤其是三线城市表现持续偏弱。地产销售仍未见起色。

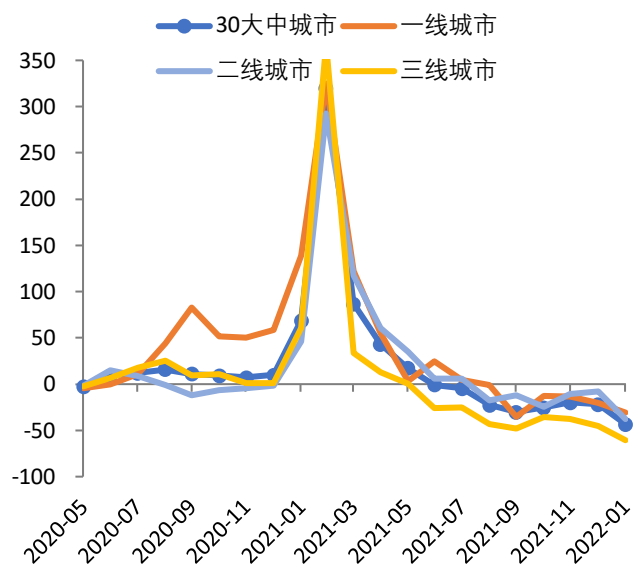
地产政策边际纠偏叠加信贷边际有所放松，“政策底”已现，但房地产去金融化仍是长期政策目标，且当前销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，预计政策边际放松也将由小及大推出，地产下行压力和政策调控仍处在动态博弈过程中。

图 9：30 城商品房成交面积（万平方米）



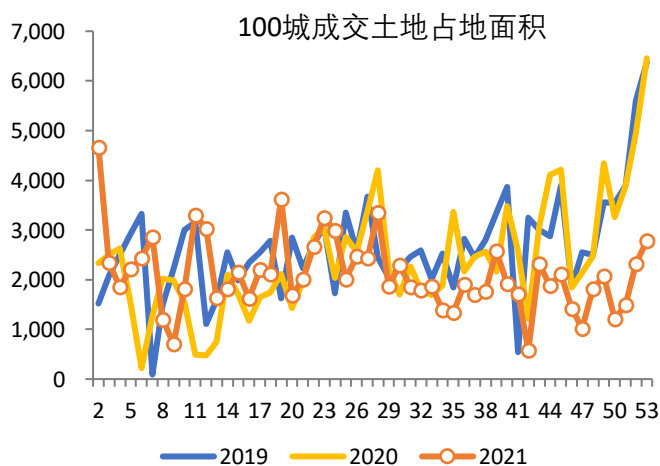
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：30 城商品房成交面积同比（%）



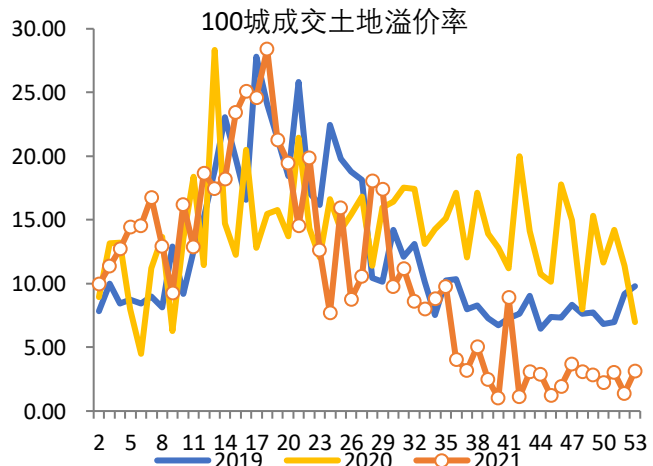
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：百城土地成交溢价率（%）



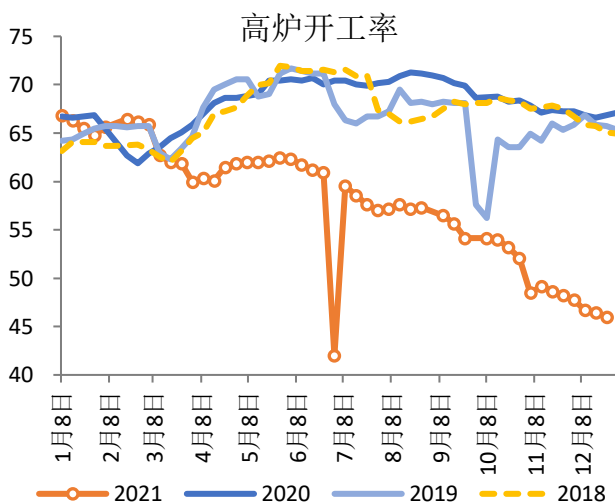
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：开工率整体延续下行趋势，工业品价格 12 月环比跌幅收窄

采暖季叠加保供政策下生产约束减弱，12 月电厂日耗持续攀升，而受假期影响，各行业开工率多数回落，全国高炉开工率和江浙地区涤纶长丝与下游织机开工率持续回落，汽车轮胎开工率也自下半年高位回落。

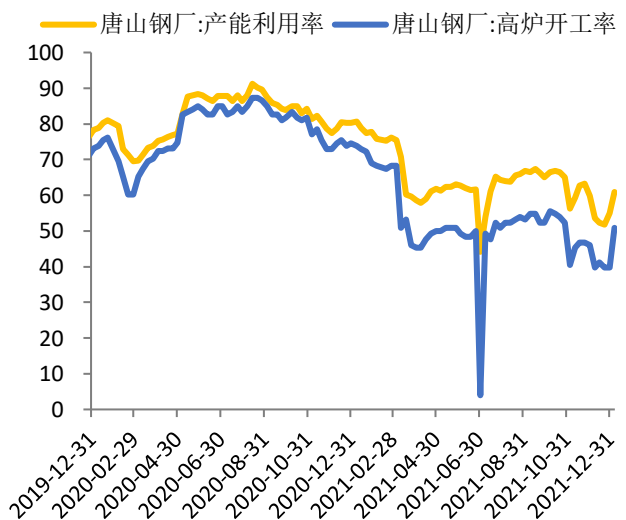
12 月高频数据显示焦煤、焦炭、动力煤是价格环比下降的主要贡献工业品，而其他工业品降幅有所收窄。近期钢价延续偏弱震荡，钢材库存低位延续回落，1 月初水泥价格延续回落，受终端销售逐渐进入淡季下玻璃价格也有所承压，而 1 月初原油、铁矿石价格环比回升。当前保供政策叠加需求端不足，供给矛盾逐步缓解，PMI 数据同样表现为价格端的较快下行，PPI 同比进入下行周期。

图 13：高炉开工率（%）



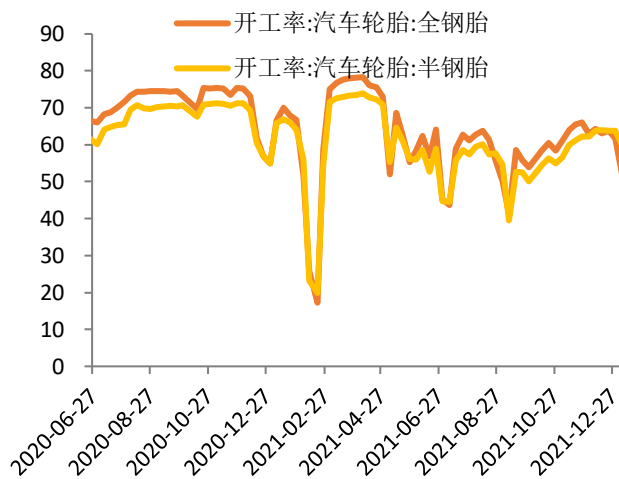
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：唐山钢厂高炉开工率（%）



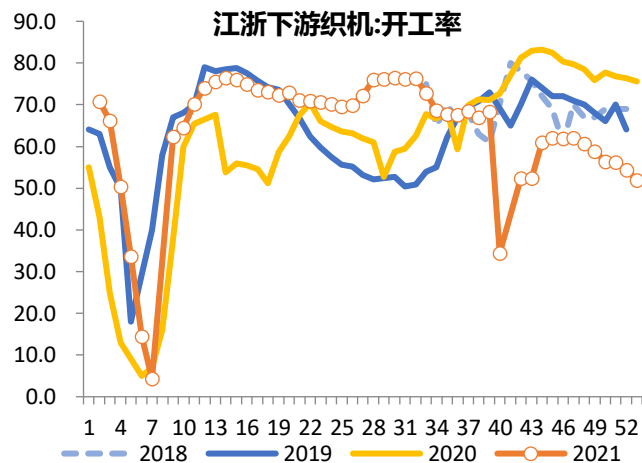
资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



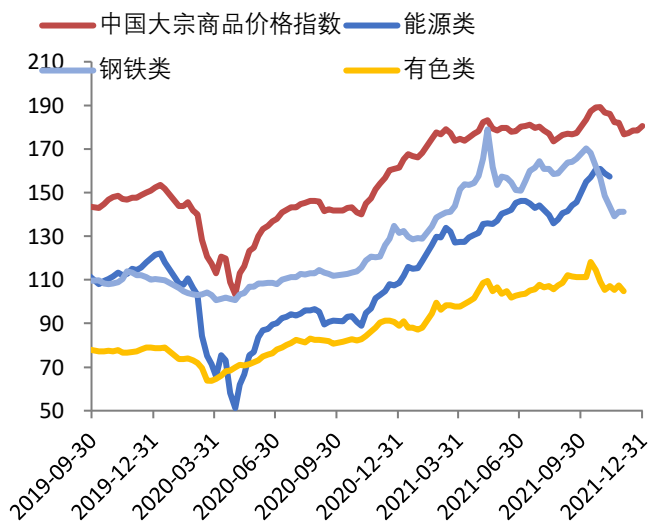
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 江浙下游织机:开工率 (%)



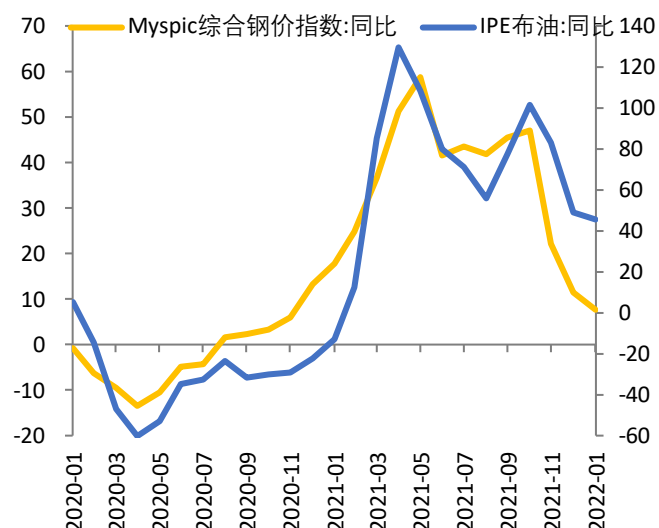
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 大宗商品价格指数



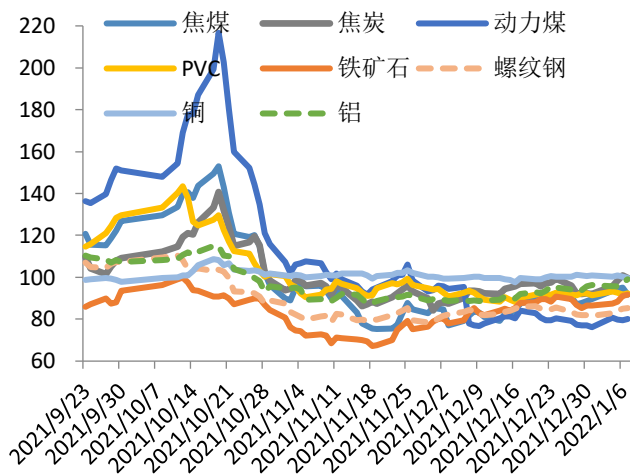
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 钢价指数&布油同比 (%)



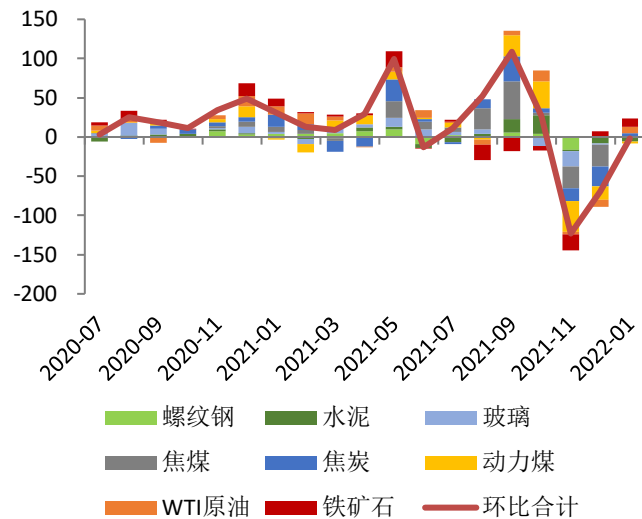
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19：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 20：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：冬季疫情反复抑制食品和餐饮消费

农产品批发价格指数环比小幅回升，寒潮天气影响蔬菜价格小幅上涨，结束此前下跌趋势，但近期猪肉养殖端集中出栏下市场供过于求，猪肉价格仍然偏弱，元旦后消费回落下猪肉价格仍有压力，国内冬季疫情反复也对食品消费存在一定抑制效应。

图 21：农产品批发价格 200 指数

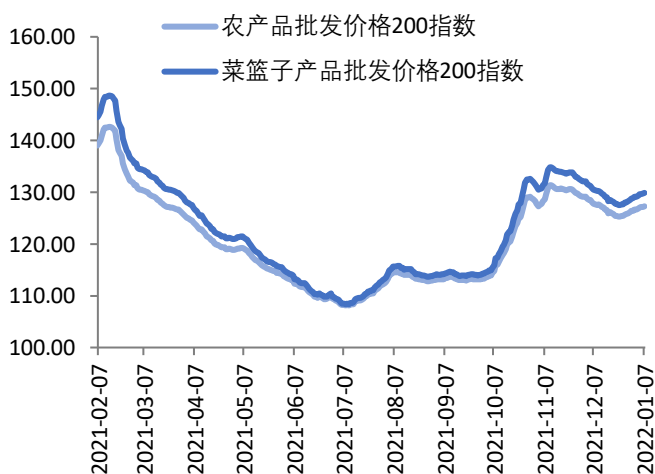
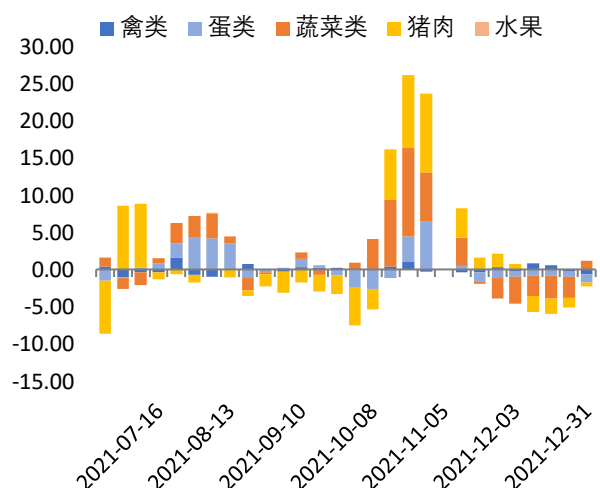


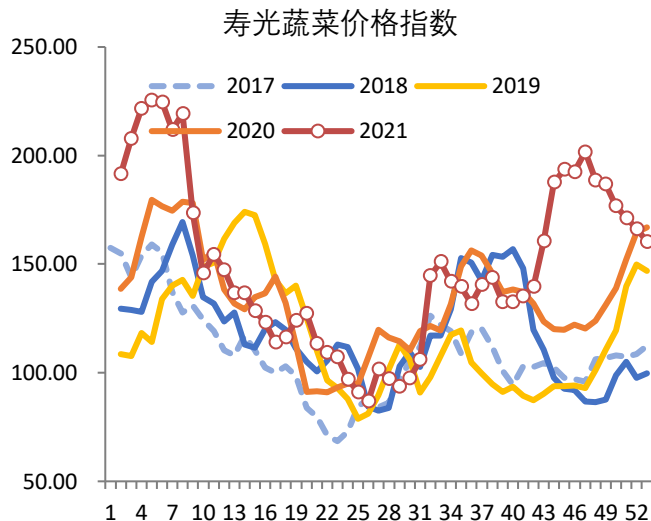
图 22：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

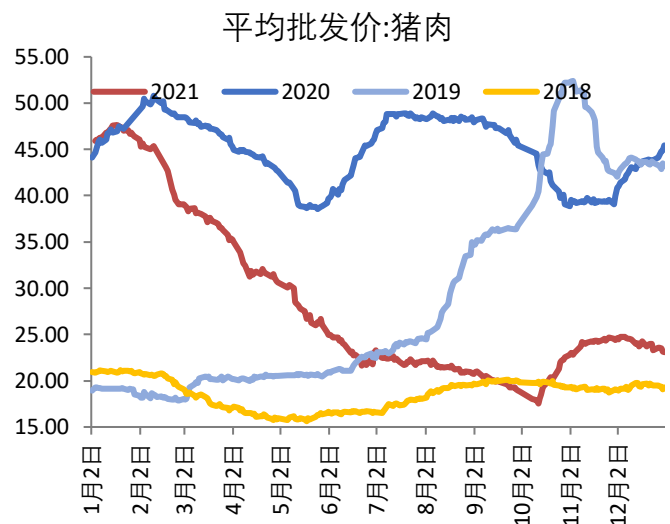
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：猪肉平均批发价（元/千克）



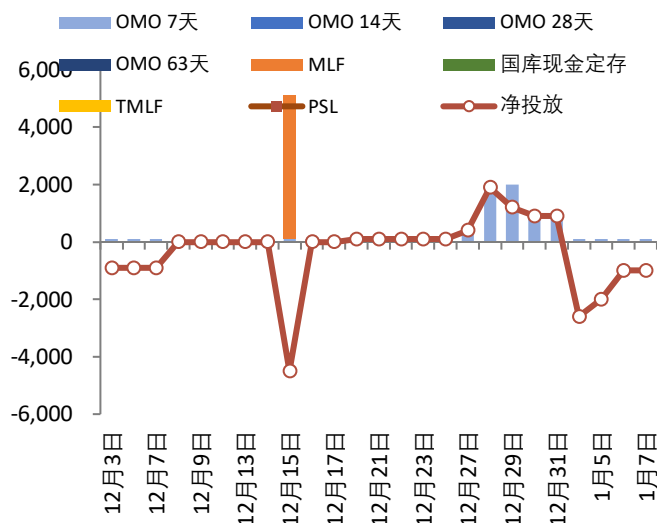
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：节后央行公开市场连续大幅回笼不改银行间资金宽松态势

本周央行公开市场共有 7000 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 400 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 6600 亿元。

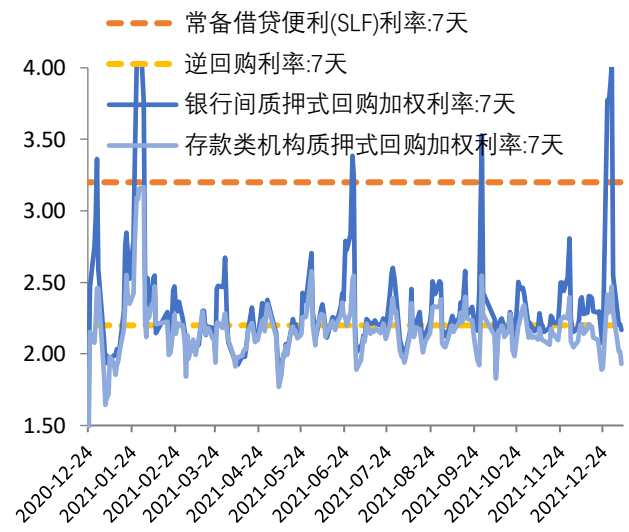
跨年后央行回归每日 100 亿的常规逆回购操作，当周到期量较大下公开市场持续净回笼，周内共净回笼 6600 亿元。但月初资金面扰动较少，叠加年初债券供给有限，节后央行公开市场连续大幅回笼不改银行间资金宽松态势，隔夜回购加权利率平稳小降，DR007 也回落至 2.0% 一线下方。

图 25：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：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/>