



2022年3月27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

姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

3月LPR降息预期落空，疫情地产仍是市场关注焦点

内容提要

继金融委维稳喊话后，市场宽松预期再度升温，但在MLF利率未调降的背景下，3月LPR利率调降预期再度落空，或受1-2月经济数据超预期好转、美联储加息窗口下兼顾外部平衡等影响。但当前实体融资需求仍然偏弱，3月以来国内疫情形势再度严峻冲击基本面，宽信用预期反复下仍需要货币端的保驾护航，货币政策仍处于宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，3-4月开工旺季或现流动性缺口，降准仍有空间，降息预期再次落空下市场对稳增长执行力担忧加大。

除了货币政策外，近期市场关注焦点仍在于国内疫情发展、以及地产政策的相关调整，内外压力加大，疫情拖累消费和经济复苏，房地产预期走弱仍是宽信用的堵点，经济惯性下行压力仍在。1) 近期国内疫情呈现多点散发、蔓延之势，本轮疫情影响或仅次于第一轮，拖累消费和经济复苏。新增确诊远超过去两年本土反复疫情，凸显奥密克戎毒株带来的挑战，国内疫情防控短期仍难以松懈，对经济和居民消费的扰动短期无法完全消除，在疫情影响进一步减退前，消费的复苏仍存在天花板效应。2) 疫情影响下防控措施影响销售活动，地产高频销售同比降幅扩大，地产预期仍在走弱、供求两端仍未恢复良性循环，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，地产相关政策仍有望加大调整力度，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

从经济高频观察来看：1) 海外美联储发表货币政策鹰派言论、叠加原油价格再度上行推升通胀预期，美债收益率快速上行突破2.3%，中美利差不足50个bp；2) 需求端，疫情防控形势趋严影响销售活动，一线城市商品房销售降幅扩大；3) 生产端，疫情影响下生产端开工率表现分化，工业品价格回升；4) 通胀端，农产品价格持续反季节行上涨，猪肉价格小幅反弹但延续低位；5) 资金端，降息预期落空但货币政策仍保持偏宽，央行加大逆回购投放支撑资金稳势。

本月降息预期落空，叠加美债收益率快速上行下中美利差收窄，债市短期调整压力加大。但宏观环境尚处经济复苏之前，俄乌冲突及国内疫情带来扰动，融资需求偏弱仍对债市形成支撑，MLF利率2.85%的水平仍然是十年期国债利率的重要锚。中期看，稳增长仍是大趋势，长端利率仍将受到政策“宽信用、稳地产、稳经济”的扰动，预计在货币政策维持宽松、宽信用逐步验证的环境下，利率上有顶下有底，2.8%以下空间仍受到约束。A股主要逻辑仍受到国内稳增长、海外流动性收敛、以及地缘政治冲突的影响，近期国内疫情多点散发对稳增长逻辑形成压力，且降息预期落空下市场对稳增长执行力担忧加大。内外流动性带来负反馈压力，外资及北上资金仍在流出，股市短期波动仍大，金融委会议提振市场风险情绪后，相关措施的出台仍是关键。

风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期，地缘政治冲突超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 降息预期落空，疫情地产仍是市场关注焦点

3月LPR利率调降预期再度落空。继金融委维稳喊话后，市场宽松预期再度升温，但在MLF利率未调降的背景下，20日LPR报价持稳，市场宽松预期再度落空。3月LPR报价持稳，1年期LPR报3.70%，上次为3.70%；5年期以上品种报4.60%，上次为4.60%。此前，央行分别于去年12月、今年1月连续两个月调降1年期LPR 5、10个基点，并于今年1月调降5年期以上LPR 5个基点。

市场降息预期再度落空，或受1-2月经济数据超预期好转、美联储加息窗口下兼顾外部平衡等影响。但当前实体融资需求仍然偏弱，3月以来国内疫情形势再度严峻冲击基本面，宽信用预期反复下仍需要货币端的保驾护航，货币政策仍处于宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，3-4月开工旺季或现流动性缺口，降准仍有空间。

3月16日金稳委会议强调货币政策要主动应对，切实振作一季度经济，市场对3月LPR报价利率调降预期升温，而调降预期再次落空下市场对稳增长执行力担忧加大。

图 1：LPR 报价利率（%）

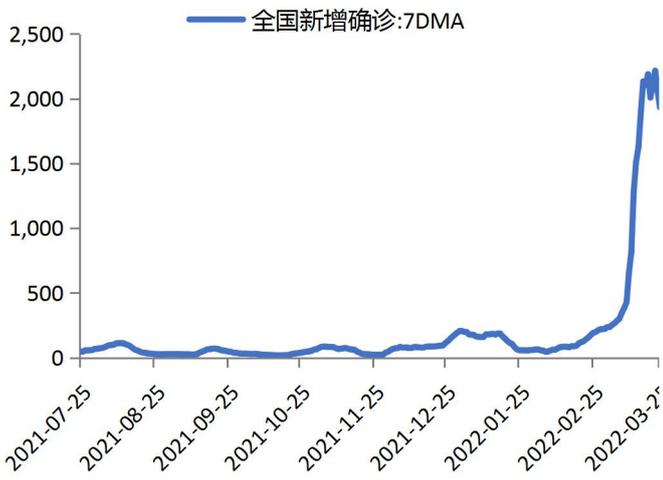


资料来源：Wind，优财研究院

除了货币政策外，近期市场关注焦点仍在于国内疫情发展、以及地产政策的相关调整。1) 近期国内疫情呈现多点散发、蔓延之势，本轮疫情影响或仅次于第一轮，拖累消费和经济复苏。本轮国内疫情快速回升，新增确诊远超过去两年本土反复疫情，深圳、上海等城市形势严峻，凸显奥密克戎毒株带来的挑战。疫情防控政策下社交活动中断，全国拥堵延时指数快速回落，地铁客流量也明显回落，相比 2021 年同期下降 45%左右，深圳上海下降较多。国内疫情防控短期仍难以松懈，对经济和居民消费的扰动短期无法完全消除，在疫情影响进一步减退前，消费的复苏仍存在天花板效应。

图 2：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）

图 3：全国拥堵指数回落

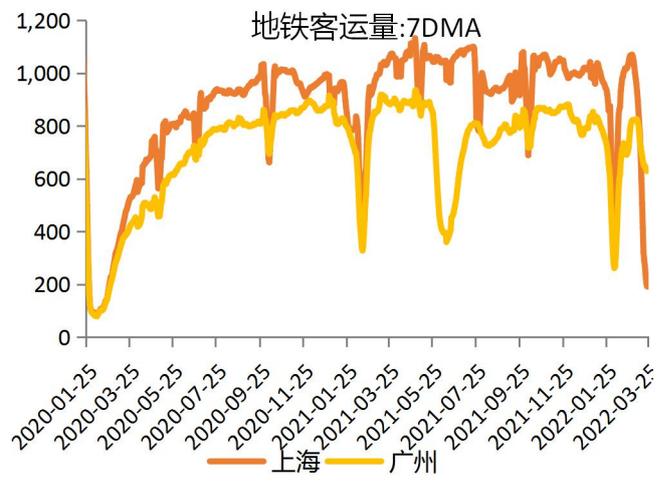


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 4：主要城市地铁客运量大幅下降（万人次）

图 5：上海地铁客运量接近 20 年初（万人次）



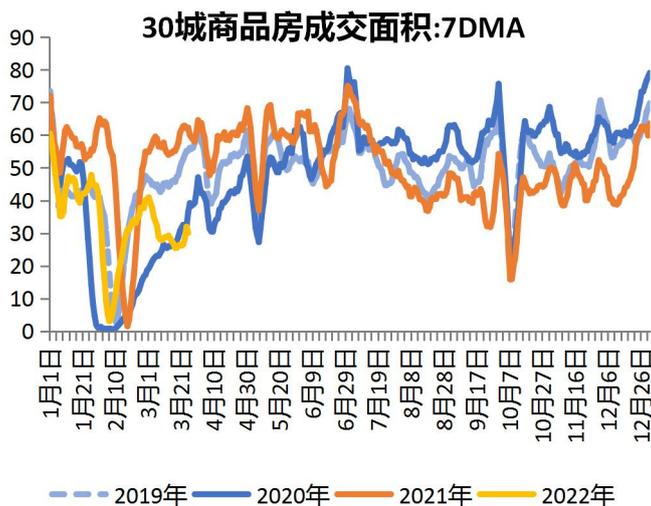
资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

2) 疫情影响下地产高频销售持续偏弱，地产政策相关调整仍有望出台。3月初以来全国疫情形势严峻下，防控措施影响商品房销售活动，一线城市商品房销售降幅显著扩大拖累30城表现。当前销售和拿地的继续下滑显示当前地产端预期走弱仍未改善，房地产供求两端仍未恢复良性循环。房地产依然处在惯性下滑的过程中，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍有边际放松的诉求，1季度地产相关政策仍有望加大调整力度，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

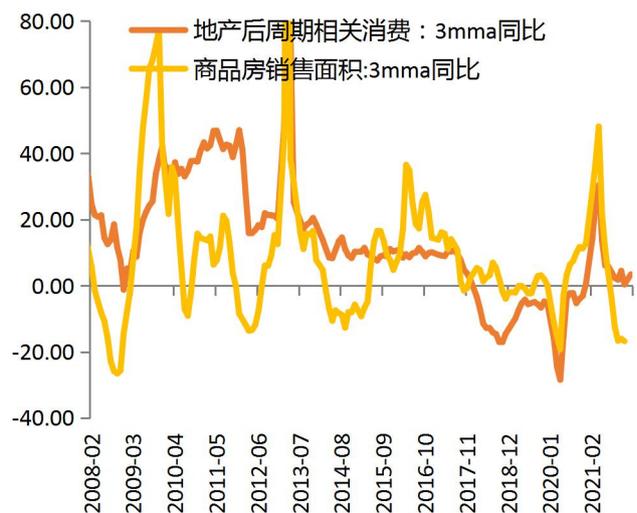
往后看，3月内外压力加大，海外俄乌冲突持续发酵，供给端冲击推升大宗商品价格，带来制造业成本端压力。而国内疫情再度反复，日均新增病例明显走高，疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，对消费端以及经济影响仍未结束。同时房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，经济仍然存在惯性下行的压力。

图 6：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：地产后周期消费仍然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

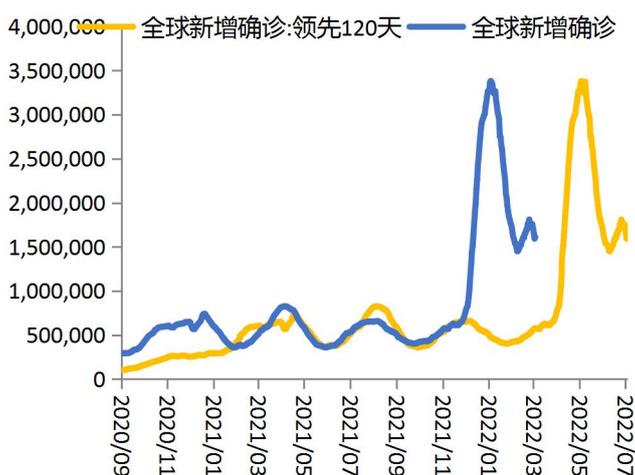
二、海外疫情和经济活动跟踪

近期全球疫情新增确诊再度反弹，主要源于欧洲疫情反弹和西太平洋地区疫情扩散，德国日度新增确诊破新高，英法意等国均有所回升，海外疫情存在边际恶化的可能，但死亡率仍维持低位。

上周美联储发表货币政策鹰派言论，叠加原油价格再度上行推升通胀预期，美债收益率快速上行突破 2.3%，中美利差收窄。美联储主席鲍威尔表示，美联储必要时将单次加息超过 25 个基点，美联储将调整政策以实现目标，长期通胀预期保持稳定，美联储制定政策时必须着眼于通胀的实际进展，而不是假设短期内供给侧出现重大缓解。目前中美 10 年期国债利差最新已经收窄至不足 50 个 bp，创 2019 年 3 月中旬以来的逾三年新低。

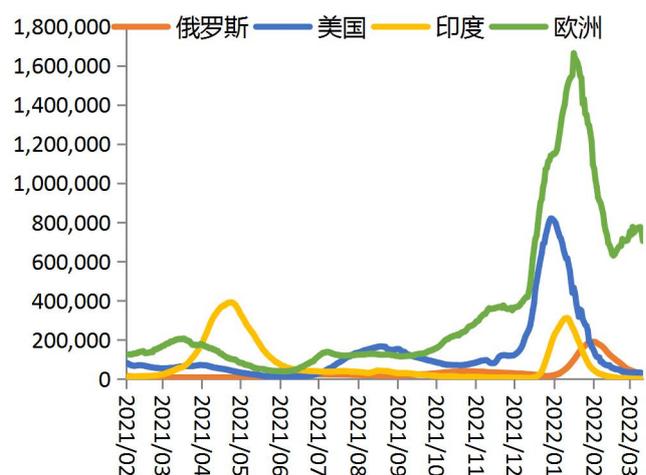
市场对俄乌战争的交易逻辑已经从最初的局部通胀和短期避险，转向了滞胀和衰退，全球收紧货币应对通胀持续上行，但偏后周期的加息周期下经济走弱压力也在酝酿。

图 8：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



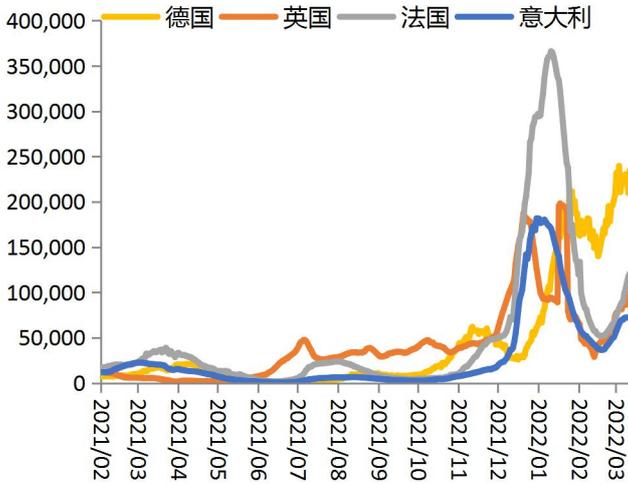
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



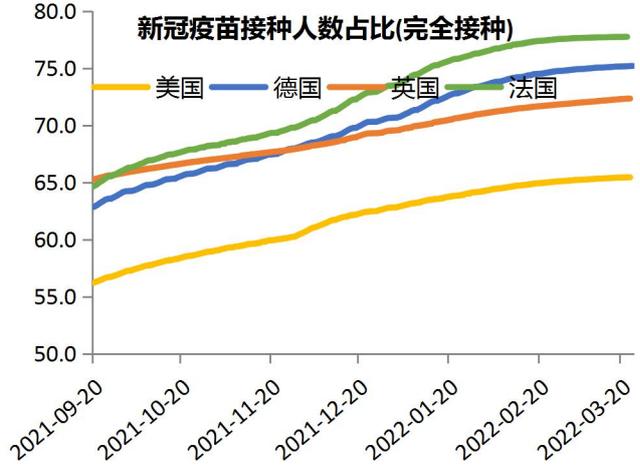
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



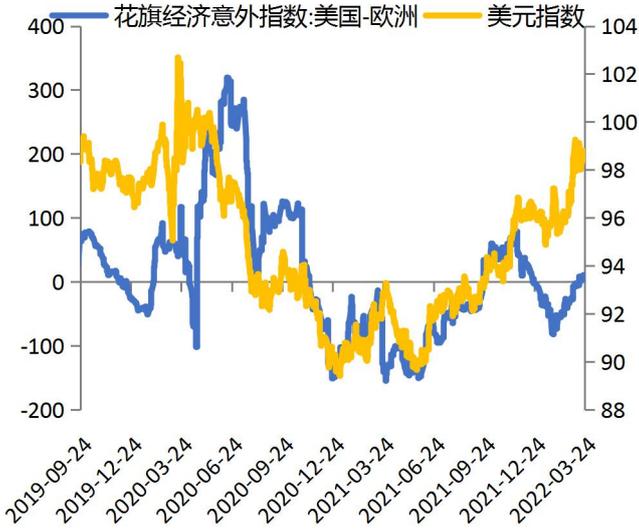
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



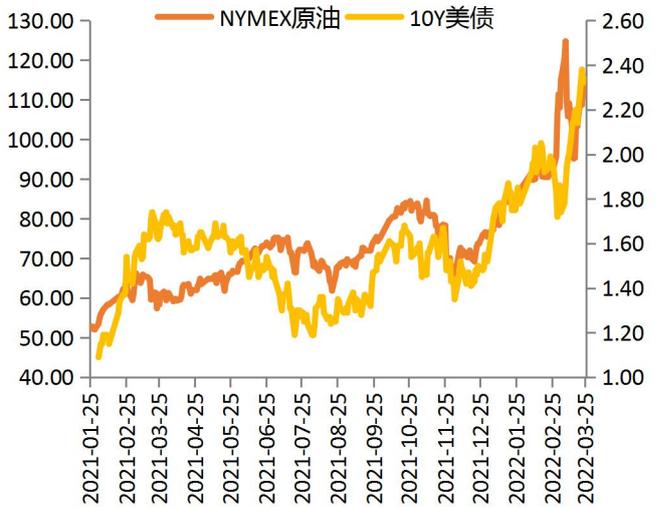
资料来源: Wind, 优财研究院

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, %)



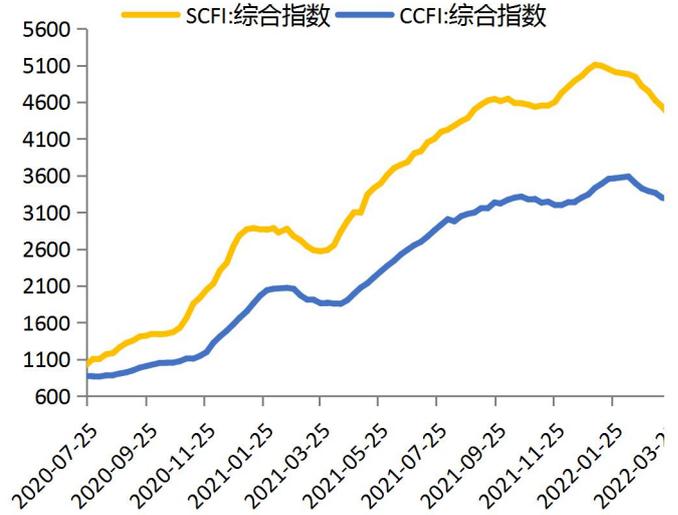
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美债实际收益率 VS 黄金



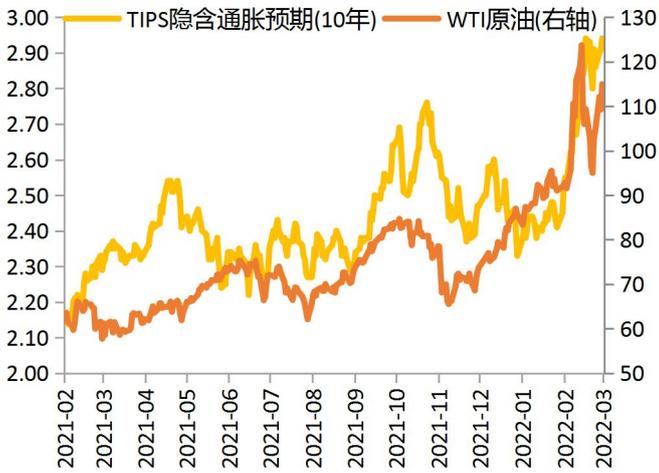
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 运价指数



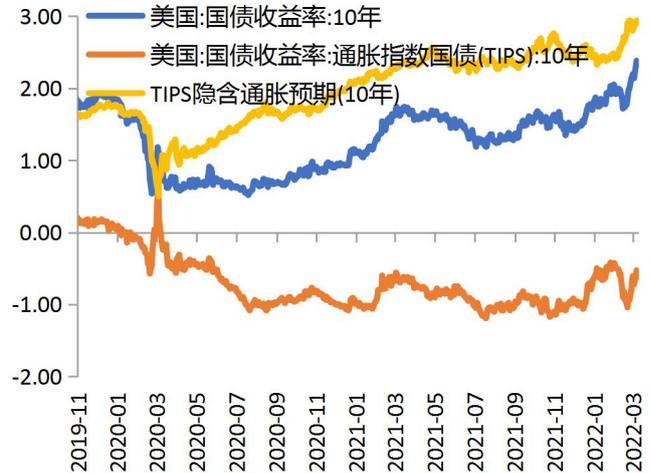
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 美国通胀预期受原油上涨推升(%, 美元/桶)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 美债长端抬升下实际利率仍维持低位(%)



资料来源: Wind, 优财研究院

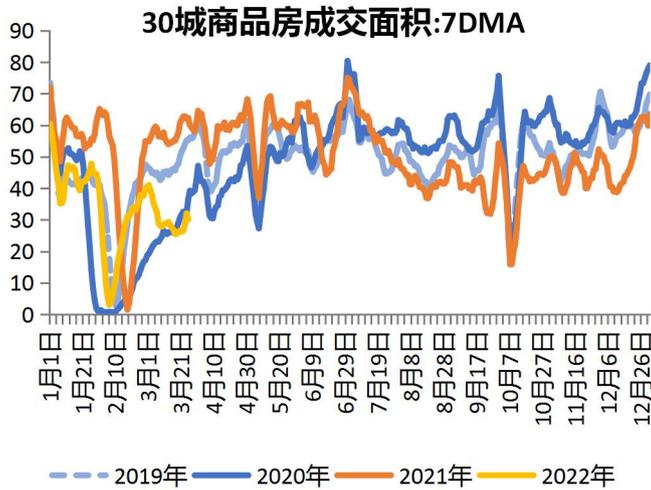
三、经济高频观察

1. 需求：疫情防控形势趋严，一线城市商品房销售降幅扩大

上周商品房销售略有回升，但同比回落幅度仍然较大，截至至 25 日，3 月 30 城商品房成交面积同比增速-51.1%（1-18 日为-51.8%，上月-27%），一二三线城市同步走弱，上海深圳疫情防控加码下一线城市降幅显著扩大，土地溢价率仍处在底部。

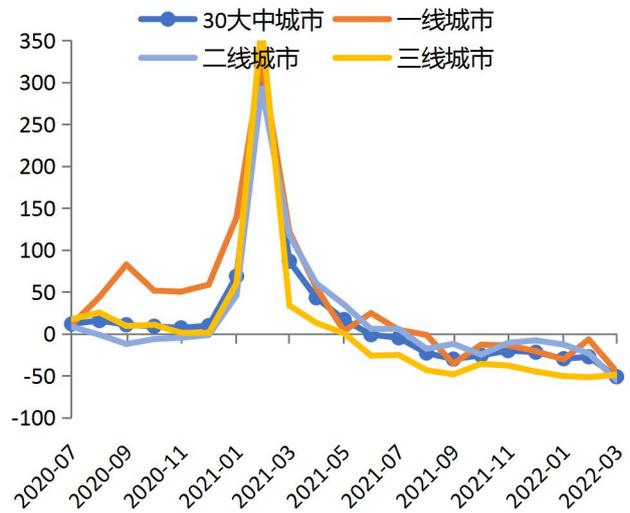
3 月初以来全国疫情形势严峻下，防控措施影响商品房销售活动。

图 18：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：30 城商品房成交面积同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：百城土地成交面积（万平方米）

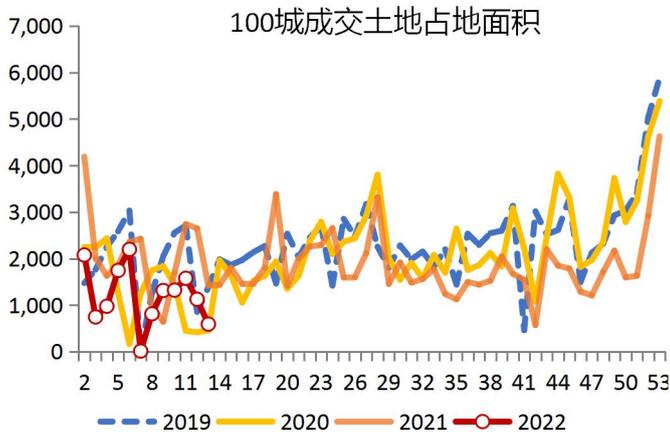
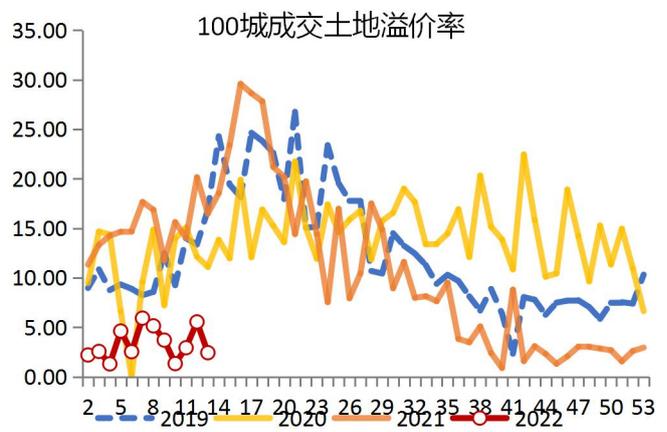


图 21：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：疫情影响下生产端开工率表现分化，工业品价格回升

生产端开工率表现分化，电厂日耗持续回升，随着两会的结束，北方地区钢厂陆续复产，唐山钢厂开工率快速回升；而国内疫情多点扩散情况下各地防控措施收紧，轮胎企业开工节奏受到影响，汽车轮胎开工率有所波动，江浙地区涤纶长丝开工率小幅回落，石油沥青装置开工率继全国水泥发运率均低于往年同期。

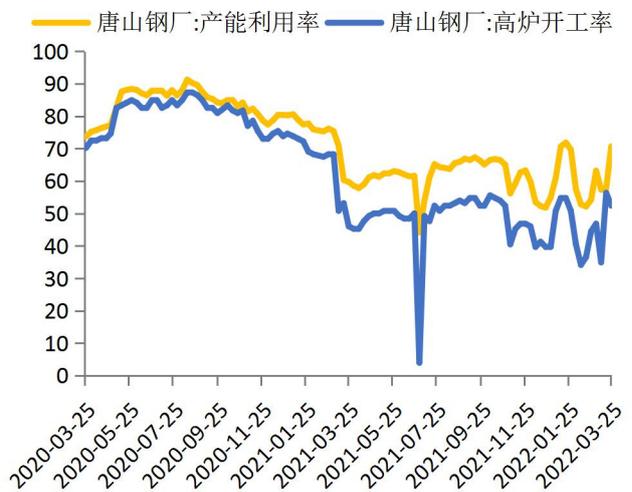
工业品价格上周再度回升，尤其焦煤、焦炭、铁矿石等再度回升至高位，中长期看俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，带来全球通胀压力的抬升，并加剧全球产业链原料短供问题，全球经济滞涨风险加大。

图 22：高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：唐山钢厂高炉开工率（%）



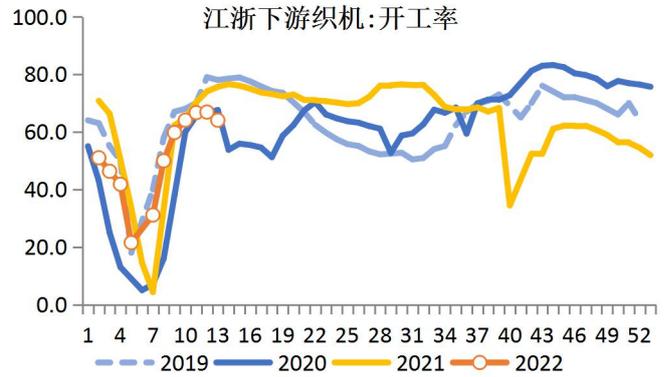
资料来源：Wind，优财研究院

图 24: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



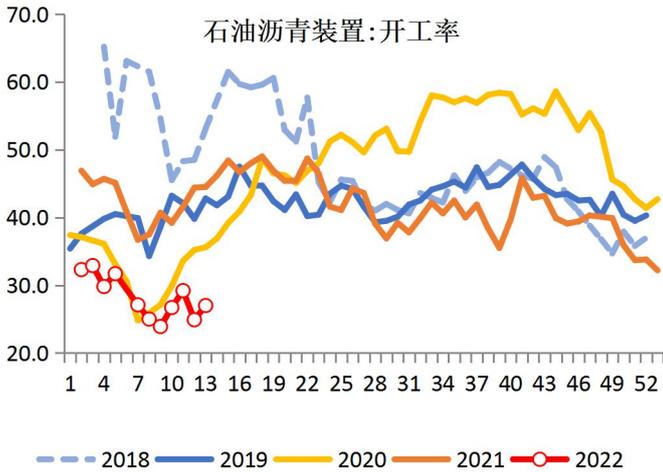
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 江浙下游织机开工率 (%)



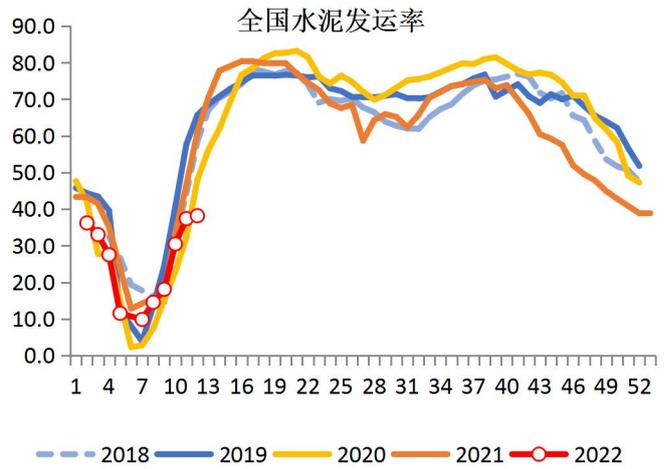
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 大宗商品价格指数

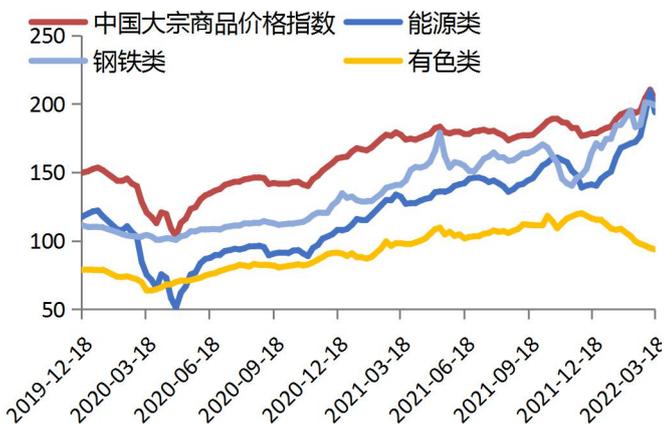
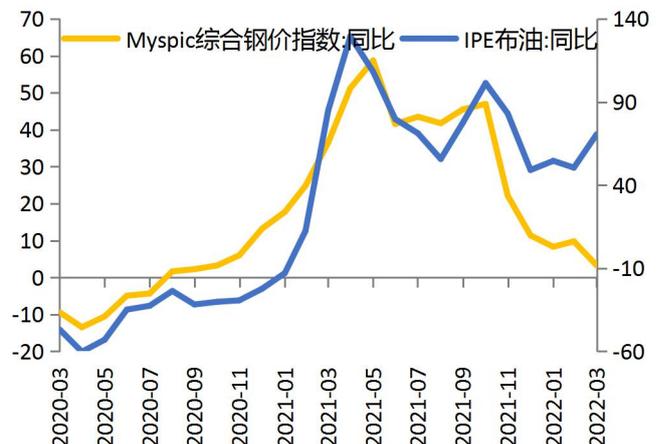
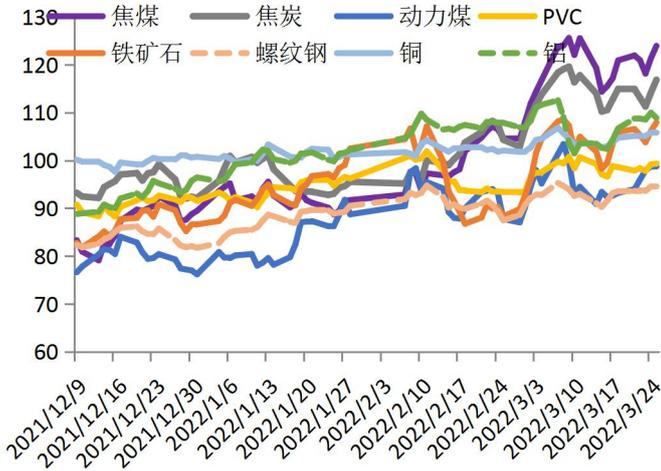


图 29: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

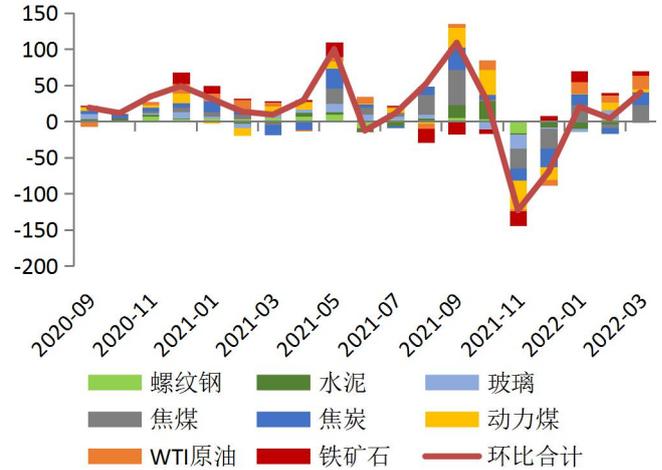
图 30：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 31：工业品价格月度环比（%）

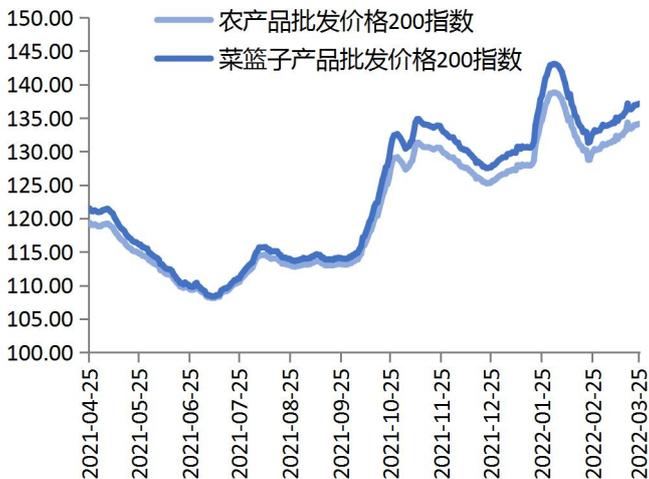


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：农产品价格持续反季节行上涨，猪肉价格小幅反弹但延续低位

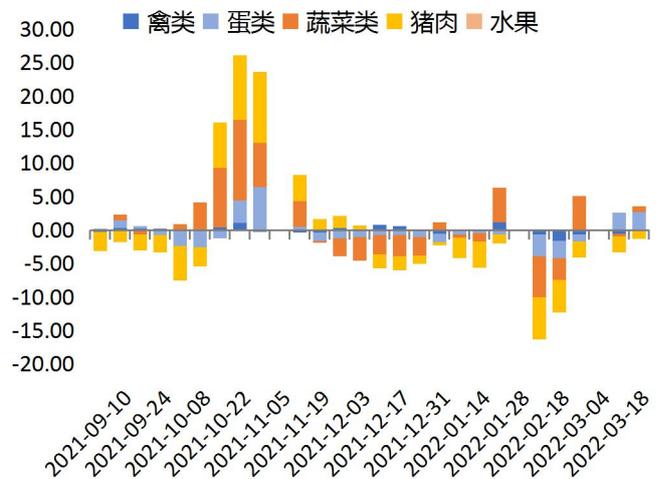
上周农产品批发价格延续反弹，呈现反季节性上涨，蔬菜价格也继续小幅回升，猪肉价格小幅反弹但延续低位。消费淡季下猪肉价格弱势运行。

图 32：农产品批发价格 200 指数



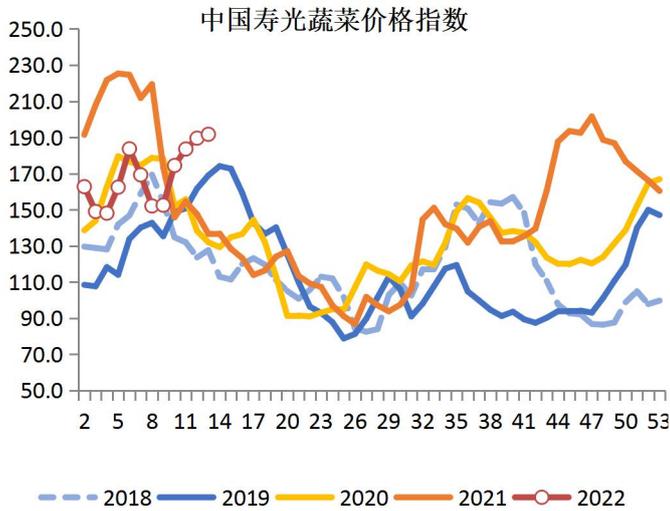
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：食用农产品价格指数:周环比（%）



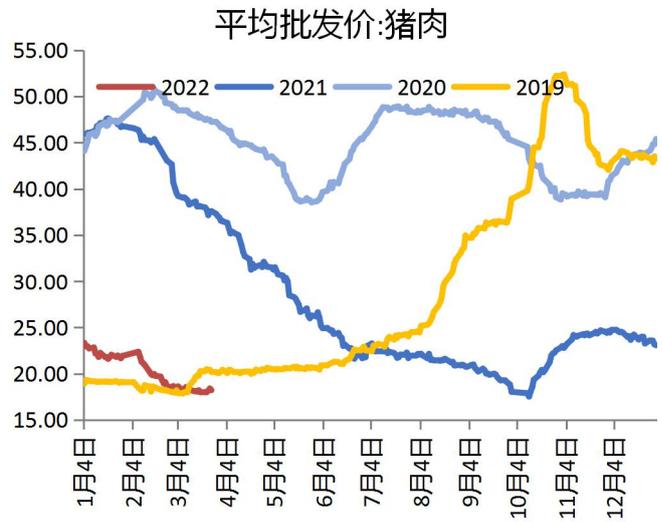
资料来源：Wind，优财研究院

图 34: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面: 降息预期落空但货币政策仍保持偏宽, 央行加大逆回购投放支撑资金稳势

上周央行公开市场进行了 1900 亿元逆回购操作, 周内共有 1400 亿元逆回购到期, 实现净投放 500 亿元。季末资金需求加大叠加本月部分城市缴税期延长, 资金面周内逐步收敛, 周五 7 天资金利率明显回升, 央行周五公开市场逆回购放量至千亿, 支撑银行间市场月内资金稳势。

图 36: 央行逆回购加量投放 (亿元)

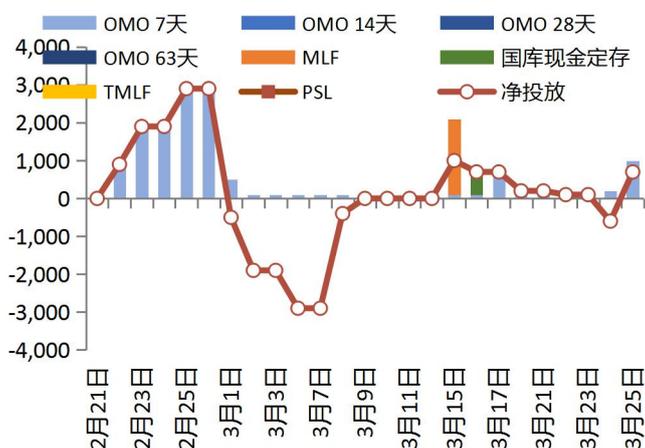
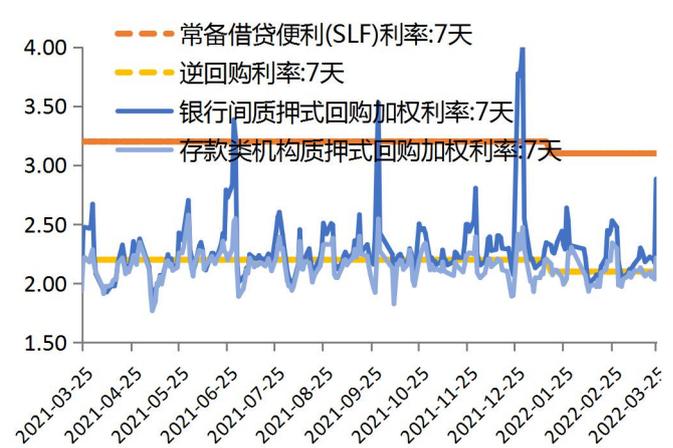


图 37: 资金利率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

四、风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期

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/>