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

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

疫情升温打断经济复苏势头 政策仍待积极发力

内容提要

疫情升温打断经济复苏势头，3 月制造业供需两端同步走弱，新订单和生产指数均逆季节性回落，并低于 50 的荣枯线，经济动能指标明显回落，需求收缩下制造业企业被动补库存。同时受海外俄乌冲突影响，供给收缩预期推升大宗商品价格，原材料价格涨幅明显扩大，制造业成本压力不降反增。

国内稳增长目标压力加大，330 国常会指出要“咬定全年发展目标不放松”，部署用好政府债券扩大有效投资，疫情外生冲击下政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，房地产需求侧政策调整预期升温。而货币政策仍处于宽松窗口期，稳字当头、稳中求进的总基调下强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度。美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，但人民币汇率偏强、和国内通胀可控下外部约束有限，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，二季度开工旺季或流动性缺口，降准仍有空间。

内生融资需求回落阶段，债市无熊市，货币政策宽松窗口期仍可博弈小幅交易机会，中期仍需关注稳增长。债市当前交易的更多的是政策节奏，短期降息预期落空对债市形成一定压力，但宏观环境尚处经济复苏之前、融资需求仍然偏弱仍对债市形成支撑，海外俄乌冲突以及国内疫情严峻也带来宏观经济负面扰动，MLF 利率 2.85%的水平仍然是十年期国债利率的重要锚，疫情的边际变量下经济基本面再度承压，货币政策宽松仍可博弈。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。

股市政策底强化，但增长底未至，市场仍处在磨底期。A 股当前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，1-2 月经济数据超预期叠加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

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

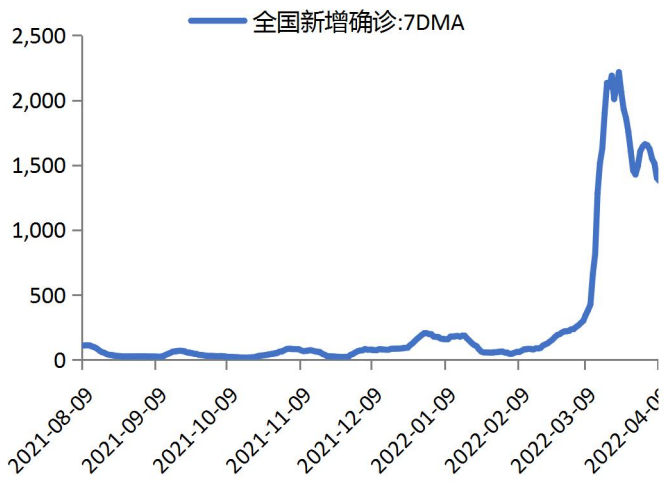
一、 疫情升温打断经济复苏势头

1. 国内疫情形势仍然严峻

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。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。上海新增确诊持续上升，目前日增已超 2 万多例，疫情仍未见收敛信号。

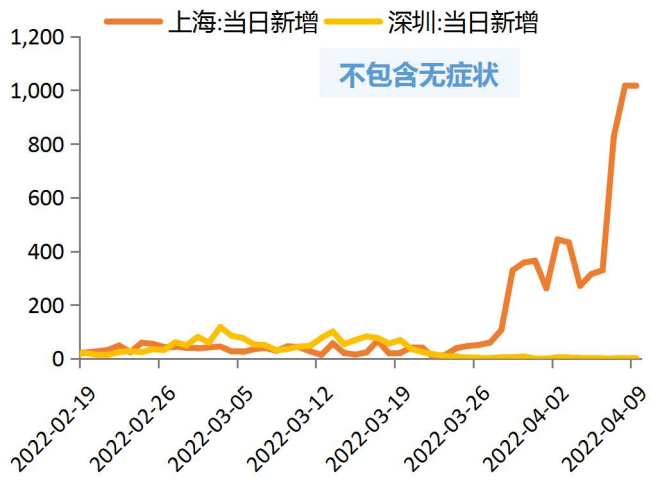
疫情升温对经济形成附加冲击，居民生活半径缩短拖累消费和服务业活动，经济短期压力进一步加大。疫情防控政策下社交活动中断，全国拥堵延时指数快速回落，地铁客流量大幅回落，居民生活半径的缩短无疑对消费和服务业活动形成冲击，在疫情影响进一步减退前，消费的复苏仍存在天花板效应。而在销售活动受限下，房地产高频销售降幅扩大，地产产业链较长的特征也将放大疫情对经济基本面的影响。

图 1：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）



资料来源：Wind，优财研究院

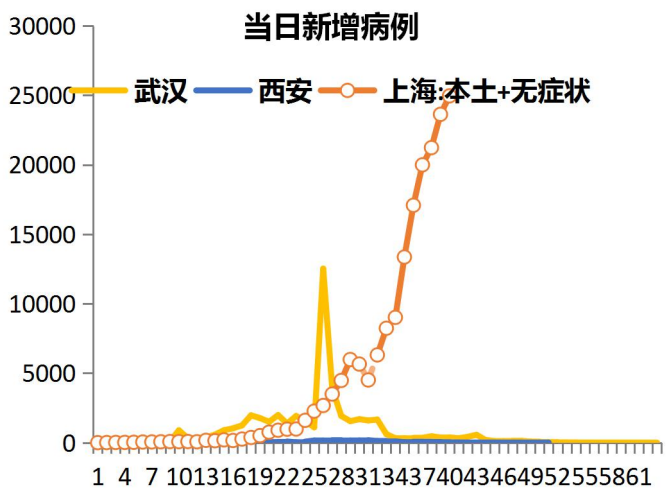
图 2：上海新增确诊仍在持续上升（例）



资料来源：Wind，优财研究院

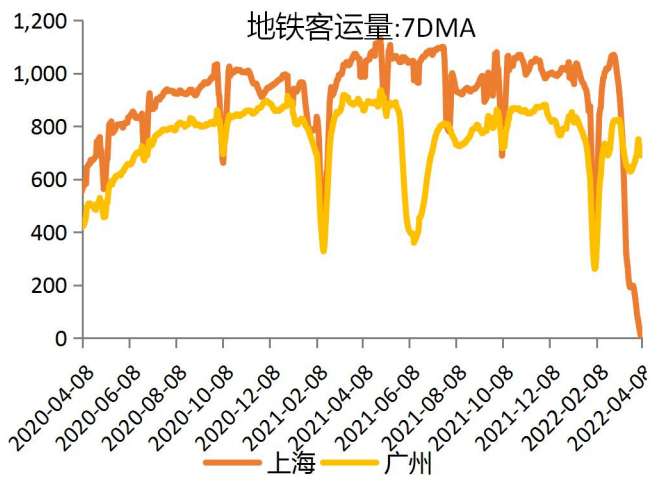
请务必仔细阅读正文之后的声明

图 3：本轮疫情无症状确诊病例较高（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：地铁客运量大幅下降（万人次）

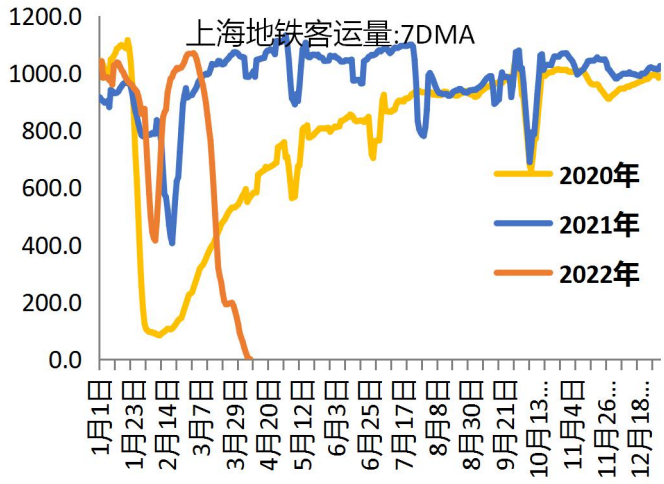


资料来源：Wind，优财研究院

图 5：本全国拥堵指数回落

资料来源：Wind，优财研究院

图 6：上海地铁客运量降至 0（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 疫情冲击下制造业重回收缩区间

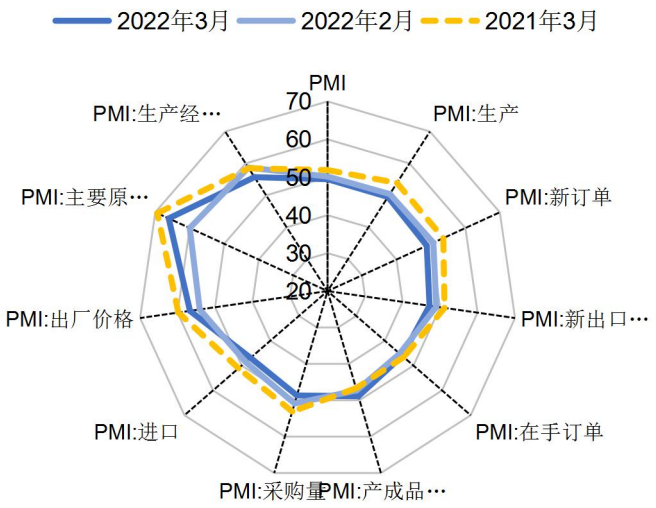
3 月官方制造业 PMI 49.5%，回落 0.7 个百分点，低于市场预期的 50.0%；非制造业 PMI 48.4%，回落 3.2 个百分点。

疫情升温打断经济复苏势头，3 月制造业供需两端同步走弱，新订单和生产指数均逆季节性回落，并低于 50 的荣枯线，经济动能指标明显回落，需求收缩下制造业企业被动补库存。同时受海外俄乌冲突影响，供给收缩预期推升大宗商品价格，原材料价格涨

幅明显扩大，制造业成本压力不降反增。

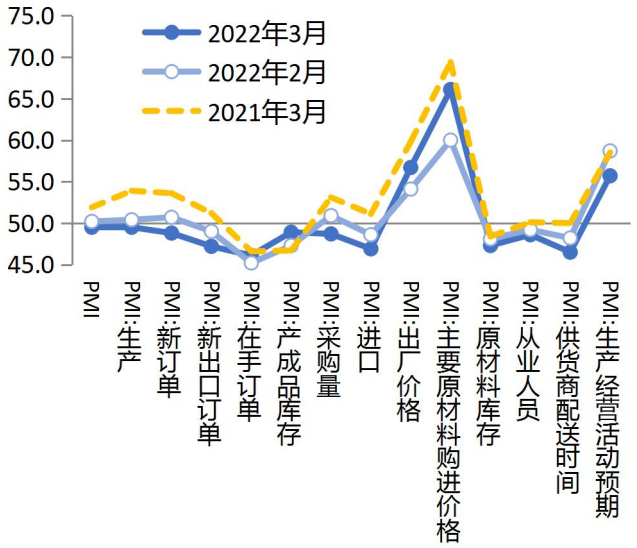
国内稳增长目标压力加大，330 国常会指出要“咬定全年发展目标不放松”，部署用好政府债券扩大有效投资，疫情外生冲击下政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，房地产需求侧政策调整预期升温。而货币政策仍处于宽松窗口期，稳字当头、稳中求进的总基调下强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度。美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，但人民币汇率偏强、和国内通胀可控下外部约束有限，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，二季度开工旺季或流动性缺口，降准仍有空间。

图 7：官方 PMI 指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：PMI 分项



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：PMI 分项

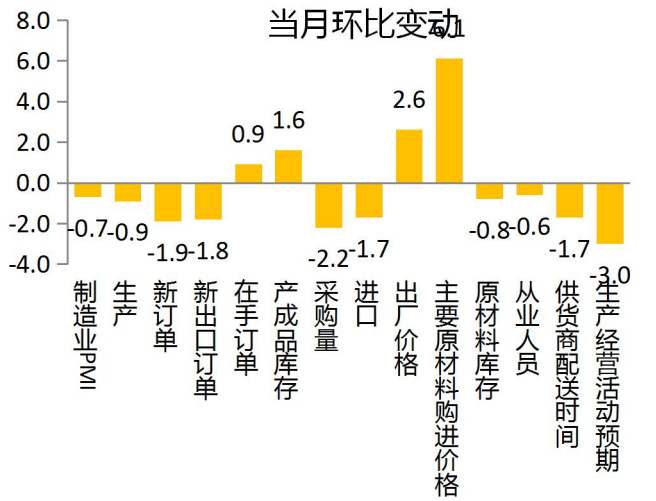
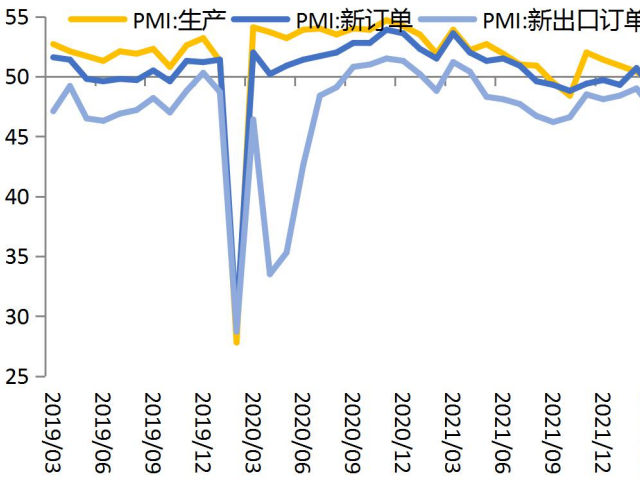


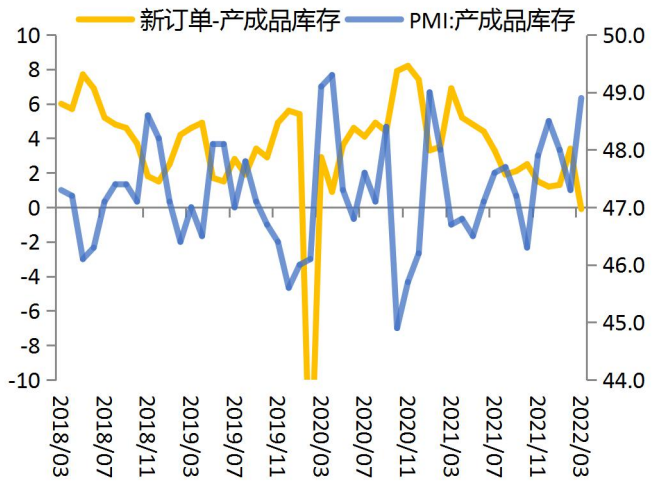
图 10：供需两端同步走弱



资料来源：Wind，优财研究院

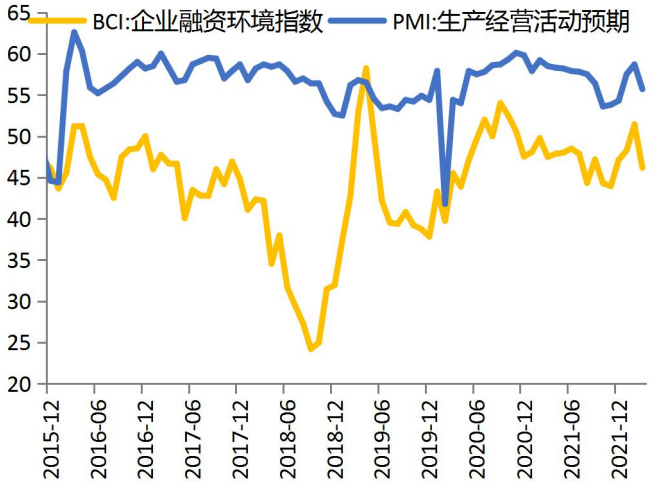
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：经济动能走弱，企业被动补库



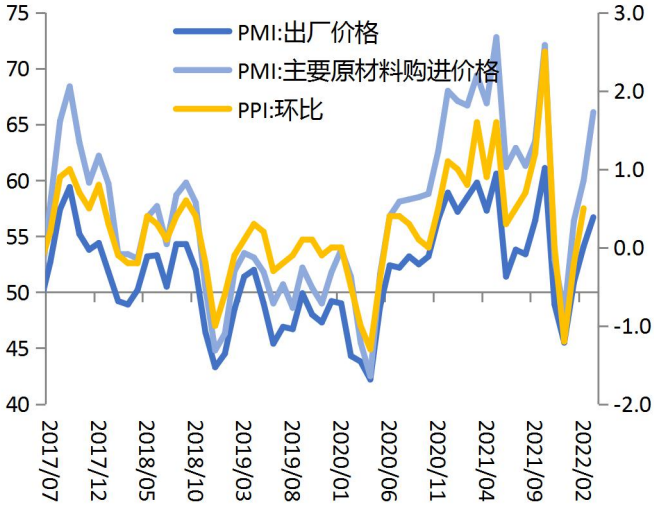
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：融资环境指数回落下企业预期走弱



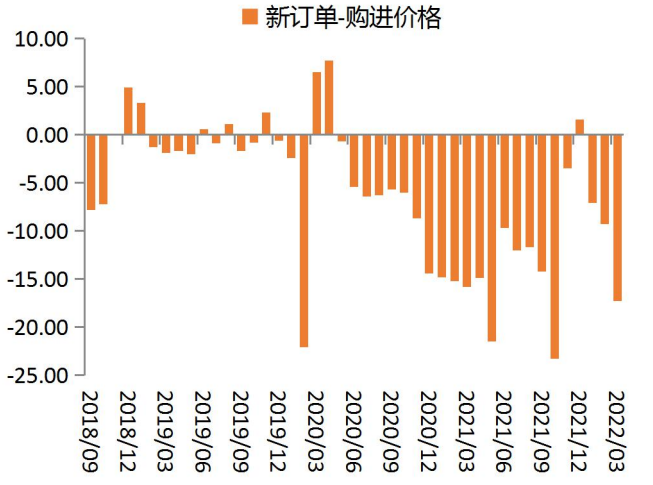
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：原材料购进和出厂价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 14：制造业成本端压力不减反增



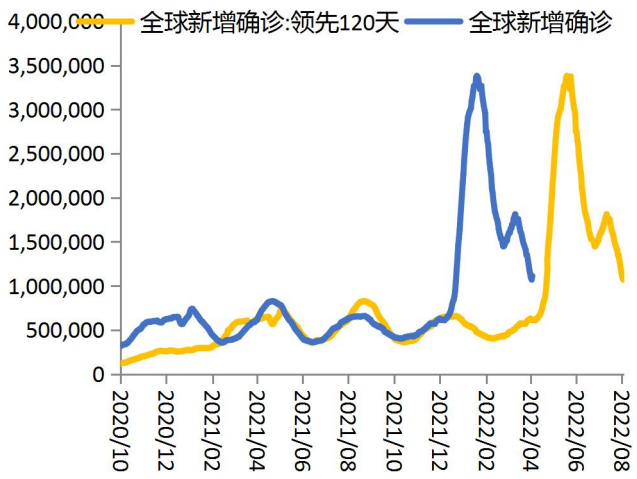
资料来源：Wind，优财研究院

二、 海外疫情和经济活动跟踪

海外疫情逐渐收敛，美欧新增确诊逐步回落，但俄乌冲突、海外抗通胀及美联储加息仍是扰动，俄乌冲突加剧海外通胀压力，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，供给端矛盾难以缓解下全球经济面临滞胀风险。

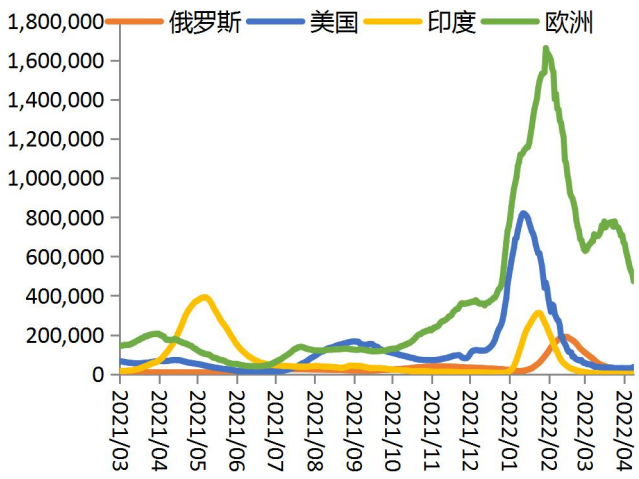
美债收益率近期持续快速上行，上周突破 2.7%，中美利差空间逐渐不足，美债 10 年和 2 年的利差已大幅缩窄至 20bp 左右，这预示着美国经济陷入衰退的概率显著上升，10Y 和 2Y 收益率曲线倒挂往往预示美国经济的衰退，历史上期限利差缩小至 25bp 以内后，长债收益率往往先于短债收益率见顶。

图 15：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



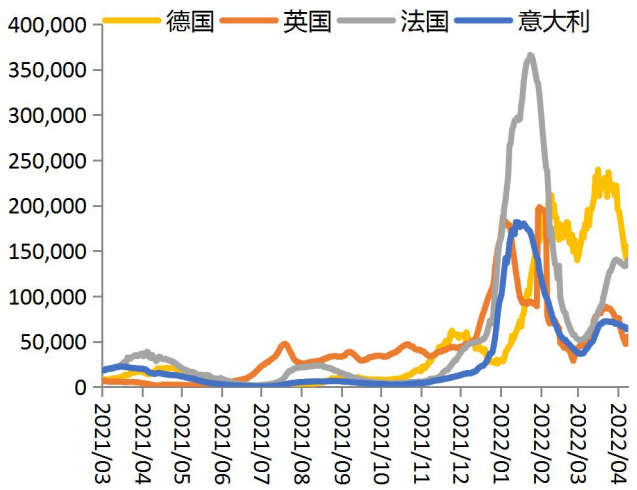
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



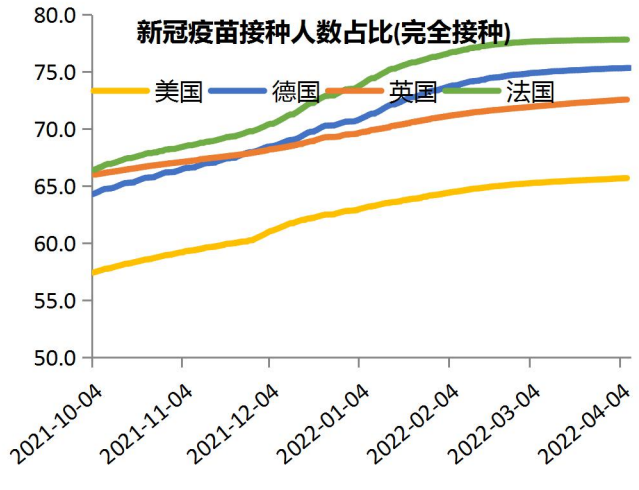
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



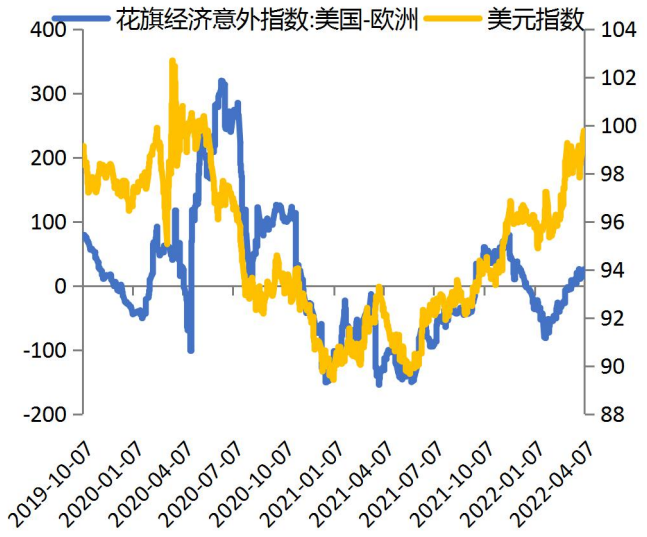
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



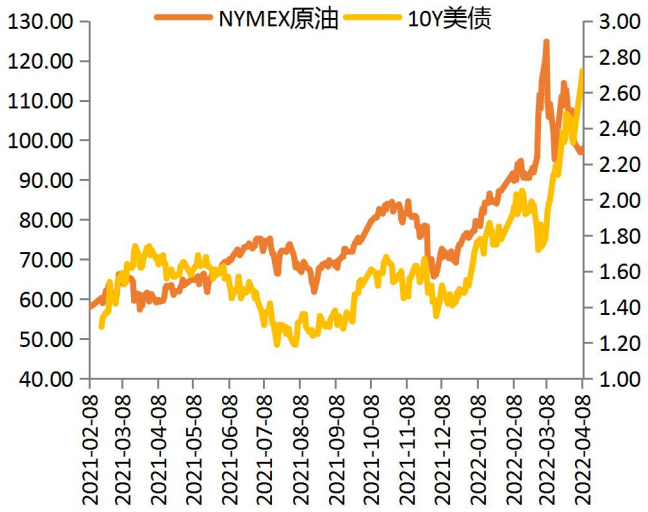
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：美欧差值 VS 美元指数



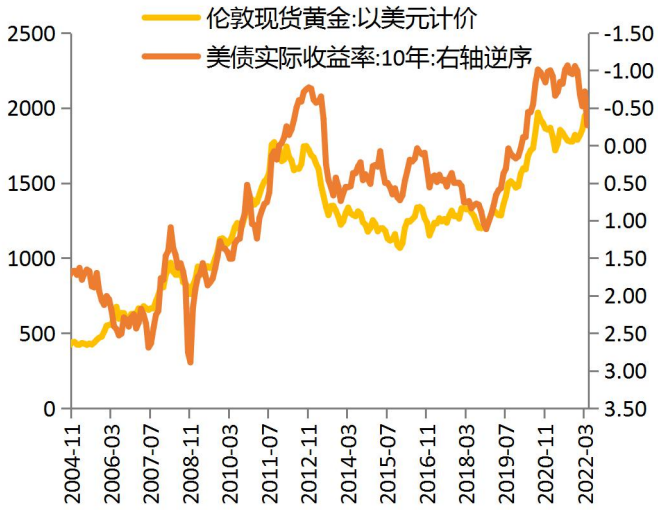
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



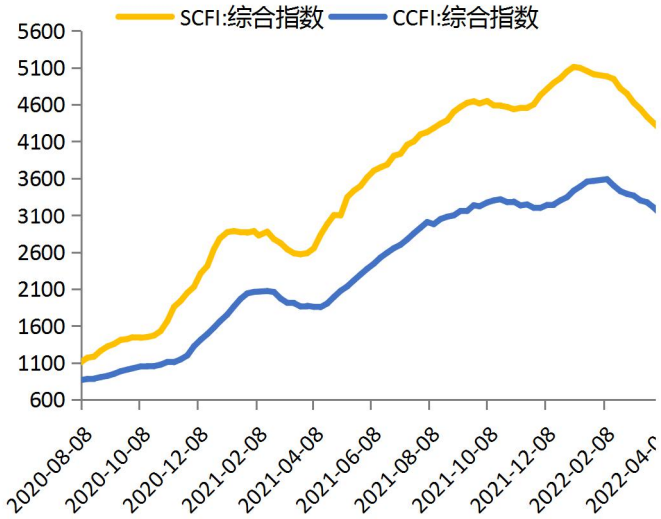
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：美债实际收益率 VS 黄金



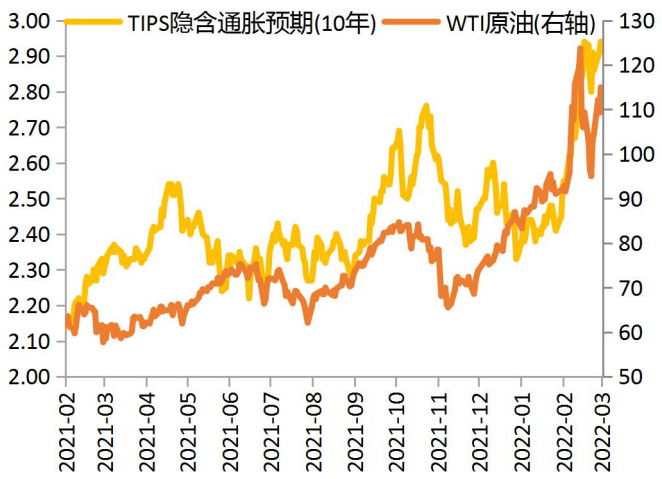
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：运价指数



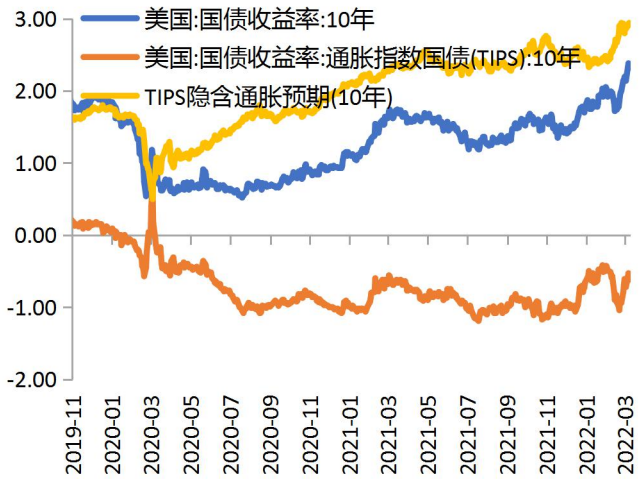
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：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 24：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

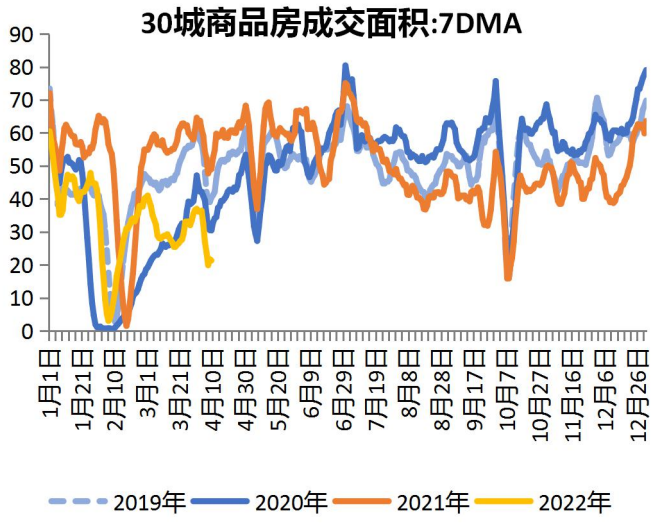
三、 经济高频观察

1.需求：疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱

上周商品房销售季节性回落，同比降幅仍在扩大，4 月截至 9 日，30 城商品房成交面积同比增速-62%（3 月为-47%），一二三线城市同比降幅均较为显著，疫情防控加码下一线城市降幅继续显著扩大。3 月初以来全国疫情形势严峻下，各地防控措施升级影响商品房销售活动，同时，部分地产项目也受人力短缺和物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资。

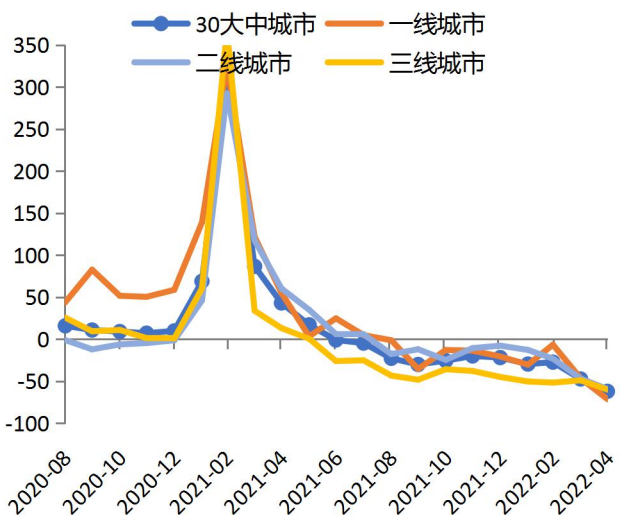
地产政策年初以来进入调整框架，政策纠偏行为不断，今年以来多地调整房贷相关政策，包括首付比例降低、房贷利率下行、以及公积金贷款额度提升等，房贷放款周期也显著缩短。 稳增长是 2022 年宏观经济主线，5.5%的 GDP 目标要求下资本形成拉动仍需发力，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

图 25：30 城商品房成交面积（万平方米）



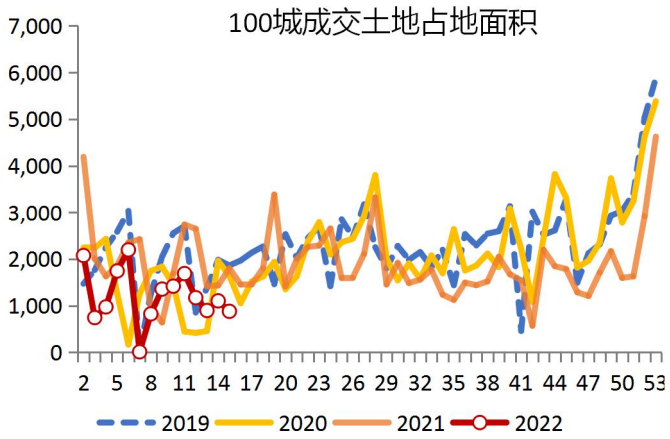
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：30 城商品房成交面积同比（%）



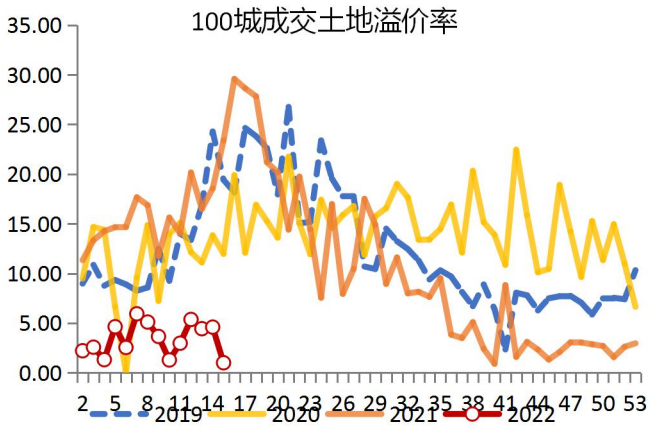
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：百城土地成交溢价率（%）



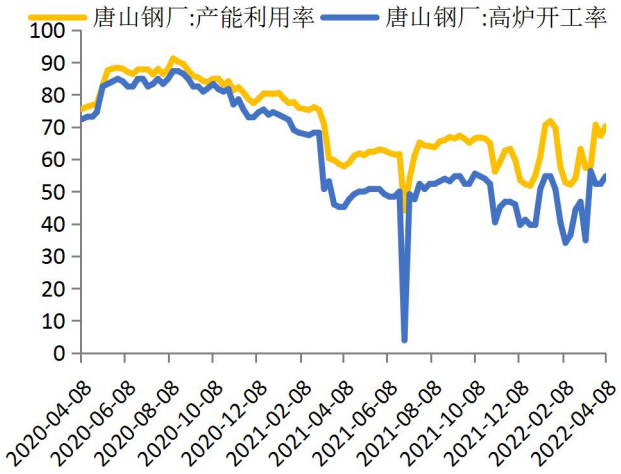
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：疫情影响下生产端开工率走弱，工业品价格回升

疫情升温下生产端偏弱，开工率多数走弱，其中北方供暖季结束叠加疫情防控影响，电厂日耗明显回落，唐山钢厂开工率持平，轮胎企业开工节奏受到影响，江浙地区涤纶长丝开工率继续回落，石油沥青装置开工率继全国水泥发运率均低于往年同期。

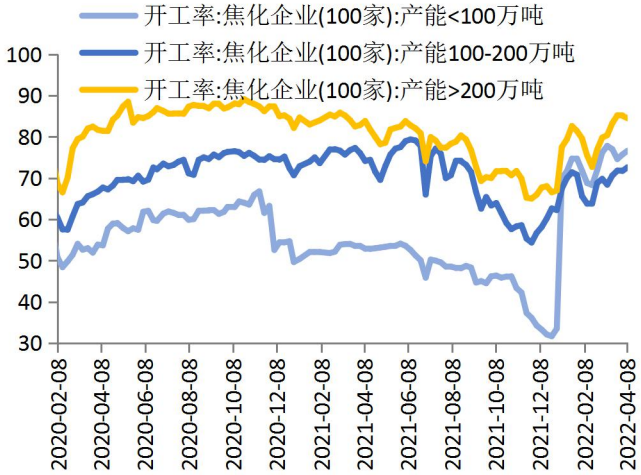
工业品价格表现略有分化，焦炭焦煤铁矿石等价格高位运行，有色化工整体持平，玻璃价格偏强运行，水泥价格小幅调整。中长期看俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，带来全球通胀压力的抬升，并加剧全球产业链原料短供问题，全球经济滞涨风险加大。

图 29：唐山钢厂高炉开工率（%）



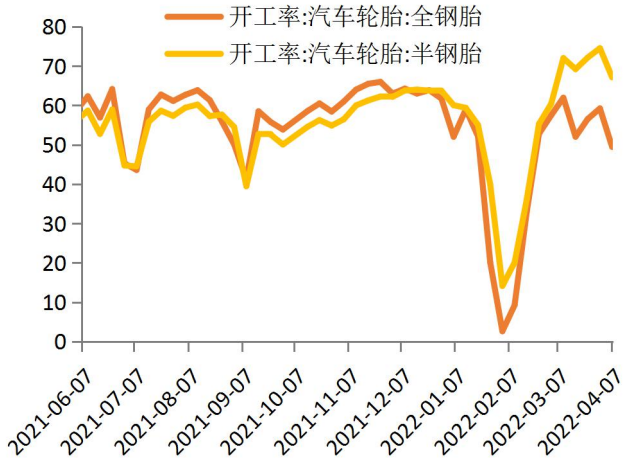
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：焦化企业开工率（%）



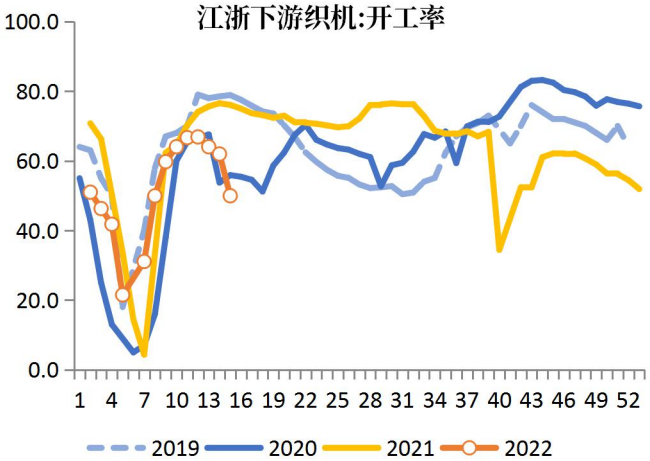
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



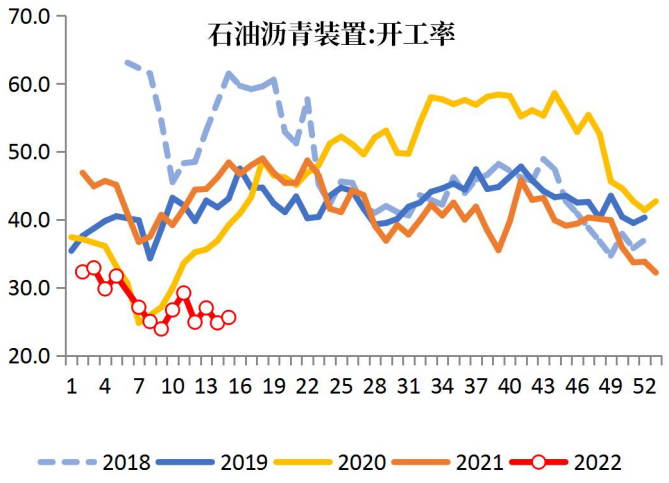
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：江浙下游织机开工率（%）



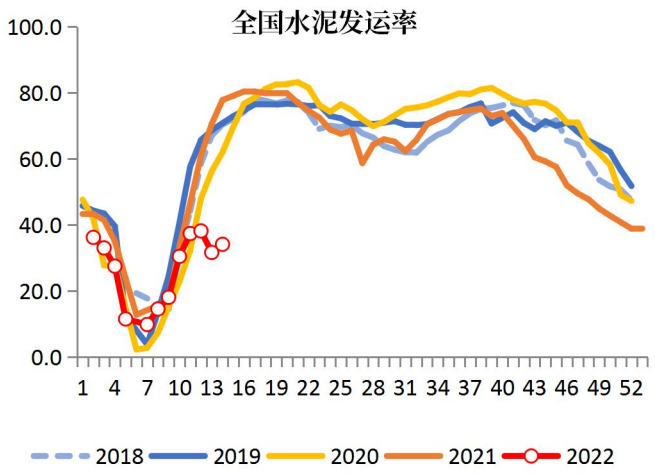
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：石油沥青装置开工率（%）



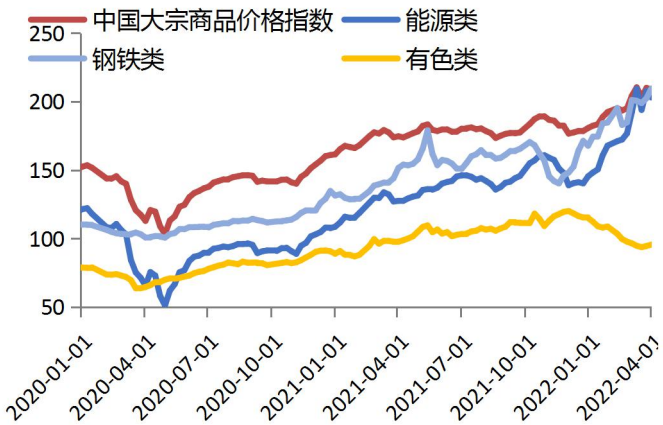
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：全国水泥发运率（%）



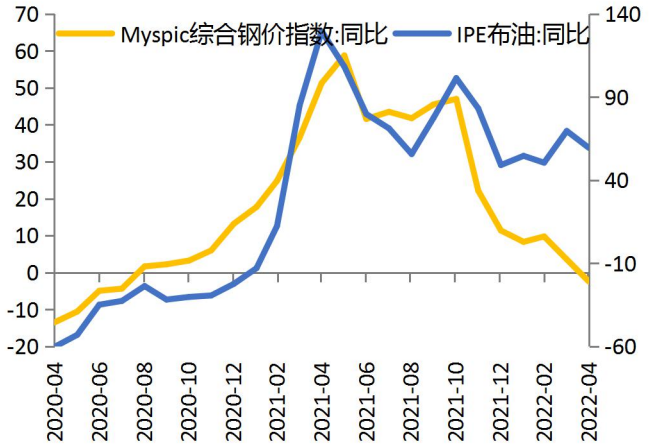
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：大宗商品价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

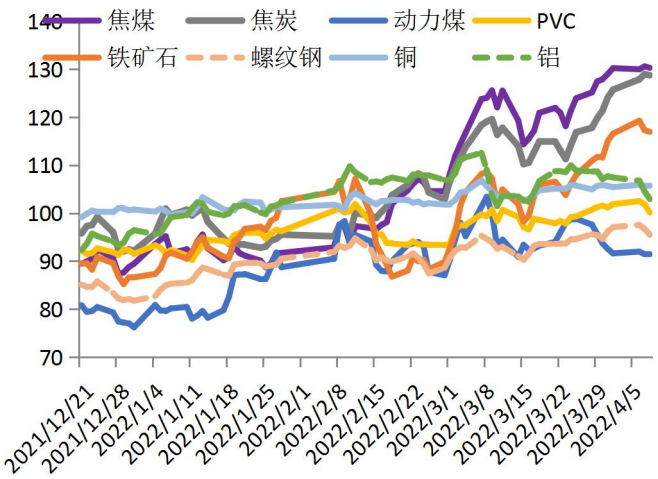
图 36：钢价指数&布油同比（%）



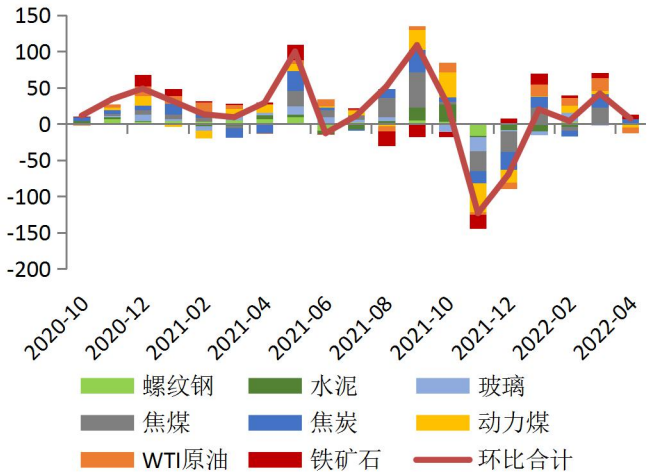
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：上游高耗能产品价格（指数定基）

图 38：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

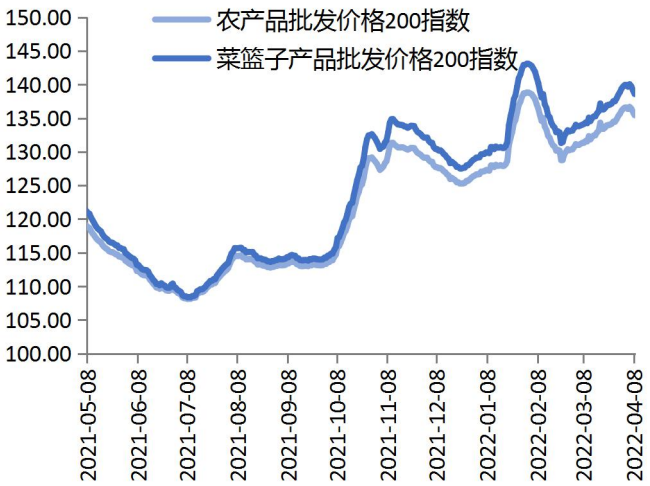


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：蔬菜价格回升推升农产品价格，疫情扩散影响猪肉需求

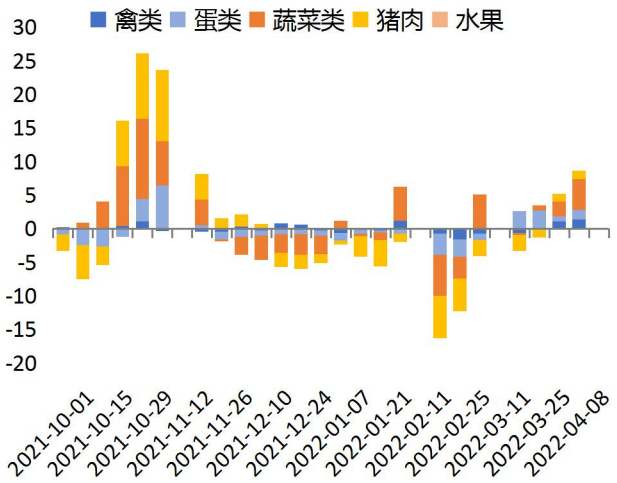
农产品价格指数持续反季节性上升，节后高位略有回落，近期蔬菜价格回升较快，鸡蛋禽类小幅上涨，猪肉价格延续偏弱震荡，国内疫情扩散，带动清明假期需求低于预期。

图 39：农产品批发价格 200 指数



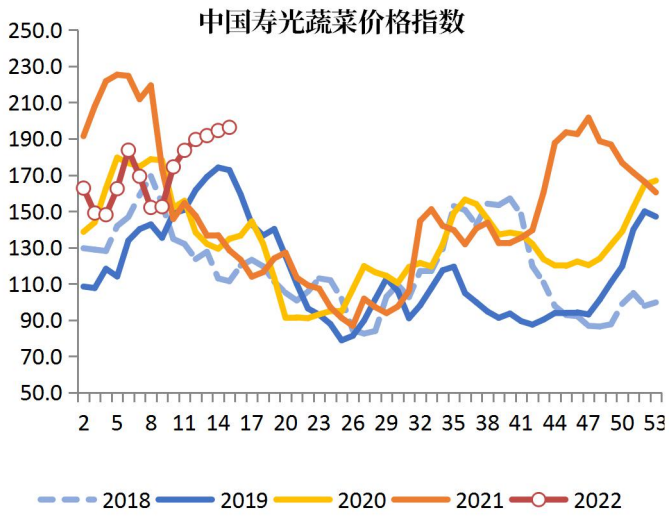
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：食用农产品价格指数:周环比（%）



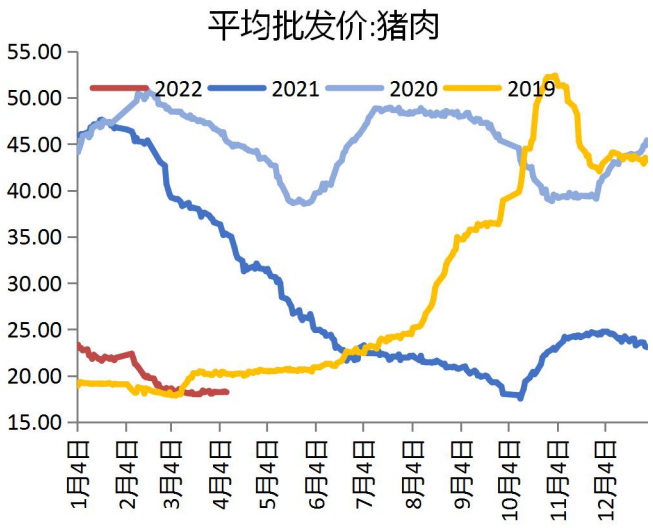
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 42：猪肉平均批发价（元/千克）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 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/