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

疫情冲击加剧经济下行压力 稳增长政策仍需加码

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1）疫情冲击加剧经济下行压力。3 月宏观内外扰动加剧，国内疫情冲击及海外俄乌冲突对经济形成附加冲击，三重压力下稳增长目标压力加大，疫情冲击消费和供应链、并形成“疫情-地产”的链条传导，3 月消费、房地产、制造业增速均有明显下滑，工业表现相对好于服务业。当前疫情的收敛将是宏观经济的主要边际变量，当前国内疫情形势仍在寻顶过程，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，凸显奥密克戎毒株带来的挑战，封控措施严峻下供应链影响仍在发酵，叠加基数抬高影响，二季度 GDP 仍存在放缓压力。房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱。

2）稳增长政策仍需积极加码发力，宽信用仍是主线。4 月央行全面降准体现了稳增长政策框架下货币政策的主动应对，但货币政策仍难解决根本问题，央行核心目标仍是宽信用，未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键。宏观调控重心是保市场主体，疫情下力促供应链畅通，财政政策和金融支持更加直接，预计后续政策仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。政策方面短期仍需关注可能召开的政治局会议所透露出的政策风向，发行特别国债、房地产政策调控松绑、地产城投融资监管松绑等或是主要方向。

高频数据显示：1）国内疫情形势仍在发酵，全国新增确诊再度回升，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，凸显奥密克戎毒株带来的挑战；2）疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱；3）疫情影响下生产端开工率仍然偏弱，工业品价格波动加大；4）农产品价格指数由涨转跌，国内疫情扩散下猪肉终端需求不足，猪价弱势运行；5）海外 10 年期美债收益率上行突破 2.8%，中美利差倒挂，美元指数持续走强。

对于债市来说，5-7 月美联储持续快速加息背景下，货币政策想象空间不足，降息窗口基本关闭，叠加中美利差倒挂下，利率下行空间受到制约。不过基本面对债市仍然有利，疫情冲击消费和供应链，经济基本面压力仍未逆转，宏观环境尚处经济复苏之前、实体融资需求仍然偏弱仍对债市形成支撑。我们此前提出可小幅博弈政策宽松机会，但利率下行空间有限，中长期长端利率仍受稳增长和宽信用大趋势扰动，资金面维持宽松支撑短端强于长端，或可小幅做陡收益率曲线。A 股当前政策底强化，但增长底未至，疫情冲击叠加预期转弱，稳增长执行力担忧加大，市场仍处在磨底期。降准对情绪提振预计有限，市场对经济数据观望情绪仍强，同时中美 10 年国债利差倒挂现象进一步加深，引发市场对于外资流出的担忧，股市短期波动仍大。

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、 疫情冲击加剧经济下行压力

一季度实际 GDP 同比 4.8%，较去年四季度回升 0.8 个百分点，主要受到基数走低的提振，但三年复合增速较去年四季度回落 0.5 个百分点至 4.9%。今年年初受低基数、稳增长动员等因素提振，1-2 月经济实现开门红，但 3 月份宏观内外扰动加剧，国内疫情冲击及海外俄乌冲突对经济形成附加冲击，三重压力下稳增长目标压力加大，疫情冲击消费和供应链、并形成“疫情-地产”的链条传导，3 月消费、房地产、制造业增速均有明显下滑，工业表现相对好于服务业。

当前疫情的收敛将是宏观经济的主要边际变量，当前国内疫情形势仍在寻顶过程，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，凸显奥密克戎毒株带来的挑战，封控措施严峻下供应链影响仍在发酵，叠加基数抬高影响，二季度 GDP 仍存在放缓压力。房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱，经济惯性下滑压力下需求不足仍是当前经济的主要矛盾，稳增长政策预期仍待升温。

疫情冲击加剧经济下行压力下，稳增长政策仍需积极加码发力，宽信用仍然是主线。4 月央行全面降准体现了稳增长政策框架下货币政策的主动应对，但货币政策仍难解决根本问题，央行核心目标仍是宽信用，未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键。宏观调控重心是保市场主体，疫情下力促供应链畅通，财政政策和金融支持更加直接，预计后续政策仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。政策方面短期仍需关注可能召开的政治局会议所透露出的政策风向，发行特别国债、房地产政策调控松绑、地产城投融资监管松绑等或是主要方向。

国常会指出“国内外环境有的超出预期”、“抓紧研究政策预案”，央行王一鸣也表示要实施更大力度的宏观政策来对冲疫情影响，让二季度经济增速能够重返 5%以上，这对为全国实现 5.5%的预期目标奠定基础尤为重要。当前应积极有效扩大国内需求、扩大消费，稳定产业链供应链、有效稳定市场预期。

请务必仔细阅读正文之后的声明

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05
工业增加值	当月同比%（2020-2021为两年平均）	5.0	7.5		5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6
固定资产投资		6.6	12.2		3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.3	5.7	4.7
基建		8.8	8.1		-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8
房地产		-2.4	3.7		-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0
制造业		11.9	20.9		11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7
社消零售		-3.5	6.7		3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5
出口金额		14.7	6.3		19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.9	15.1	11.1
进口金额		-0.1	15.6		13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.8	18.8	12.5
CPI	当月同比%	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
PPI	当月同比%	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0
M1	%	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1
M2	%	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3
社融	存量同比%	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00
失业率	城镇调查	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0

资料来源：Wind，优财研究院

图 2：GDP 三年复合增速回落（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 3：一季度环比增速弱于去年四季度（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 4：3 月内需增速回落（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 5：制造业和地产投资增速回落（亿元）

资料来源：Wind，优财研究院

图 6：各年龄段失业率均明显回升（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 7：人均消费支出占可支配收入比重（%）

资料来源：Wind，优财研究院

二、 海外疫情和经济活动跟踪

海外疫情向下收敛下本轮疫情对海外冲击逐渐减弱，但海外主要扰动仍在于俄乌冲突、以及海外抗通胀和美联储加息，俄乌冲突的不确定性加剧海外通胀压力，全球收紧

货币应对通胀持续上行，美联储当前仍处于快速持续加息的时间窗口，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。

近期美债收益率持续上行，10 年期美债收益率升至 2.9%，中美利差仍然倒挂，美欧经济意外指数差值走扩下美元指数持续趋强。从期限利差来看，美债 10 年和 2 年的利差收窄至不足 20bp，美国经济陷入衰退的概率正在上升。

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

三、 经济高频观察

1. 国内疫情未见收敛冲击生产和供应链表现

上周全国新增确诊冲高回落，上海本土确诊及无症状人数初步呈现拐点迹象，但近几日再度回升至日度新增 2 万例以上，新增确诊仍在高位徘徊，疫情仍未见明显收敛信号。本轮疫情凸显奥密克戎毒株带来的挑战，加剧经济下行压力，影响或仅次于第一轮，除消费和服务业活动外，对生产端和供应链也形成冲击。

图 16：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 17：上海每日新增确诊仍在高位（例）

资料来源：Wind，优财研究院

图 18：地铁客运量大幅下降（万人次）

资料来源：Wind，优财研究院

图 19：全国拥堵指数回落

资料来源：Wind，优财研究院

2. 需求：疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱

上周商品房销售小幅回升，但仍处于较弱水平，同比降幅仍大，4 月截至 23 日，30 城商品房成交面积同比增速-56%（上周为-60%，3 月为-47%），一二三线城市同比均弱，疫情防控加码下一线城市降幅显著扩大，土地成交仍在低位。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。

图 20：30 城商品房成交面积（万平方米）

资料来源：Wind，优财研究院

图 21：30 城商品房成交面积同比（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 22：百城土地成交面积（万平方米）

资料来源：Wind，优财研究院

图 23：百城土地成交溢价率（%）

资料来源：Wind，优财研究院

3. 生产：疫情影响下生产端开工率表现分化，工业品价格波动加大

上周开工率表现分化，随着唐山部分地区解封后，唐山钢厂开工率仍高位运行，同时政策确保货运物流保通保畅下，汽车轮胎开工率也小幅回升，全国水泥发运率也继续小幅回升。而疫情影响下工业用电受到冲击，上周电厂日耗回落至低位，江浙地区涤纶长丝开工率和石油沥青装置开工率均小幅回落。

工业品价格波动加大，焦煤、焦炭、铁矿石等价格高位回落，有色化工整体持平，铜铝价格保持稳定，水泥价格继续调整，水泥价格继续调整。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，并对国内形成成本端压力。

图 24：唐山钢厂高炉开工率（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 25：焦化企业开工率（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 26：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 27：江浙下游织机开工率（%）

资料来源：Wind，优财研究院

图 28：石油沥青装置开工率（%）

图 29：全国水泥发运率（%）

图 30：大宗商品价格指数

图 31：钢价指数&布油同比（%）

图 32：上游高耗能产品价格（指数定基）

资料来源：Wind，优财研究院

图 33：工业品价格月度环比（%）

资料来源：Wind，优财研究院

4. 通胀：农产品价格指数季节性回落，猪价低位反弹

农产品价格指数上周继续季节性回落，蔬菜价格近期高位回落，鸡蛋禽类仍在上涨。近期猪肉价格低位反弹，受到收储工作、去产能加速及运输受阻等多个因素的提振，全国能繁母猪存栏自去年三季度开始持续去化，生猪出栏量自今年二季度开始逐步减少，未来生猪供应压力将边际下降。

图 34：农产品批发价格 200 指数

图 35：食用农产品价格指数:周环比（%）

图 36：寿光蔬菜价格指数

资料来源：Wind，优财研究院

图 37：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/