

2022年11月6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

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



## 海外紧缩节奏及国内疫情防控仍是宏观边际变量

### 内容提要

上周宏观关注重点在于国内10月PMI、防疫政策放松博弈，以及海外美联储紧缩节奏。国内资产价格周内主要受到疫情反弹下经济弱复苏以及防疫政策放松的影响，尤其是对防疫政策变化的预期驱动市场风险偏好回升，周五股市大涨，周内呈现股债“跷跷板”效应。而海外则受到美联储未来紧缩节奏的影响，资产价格波动加剧。美联储11月如期加息75bp并承认12月加息幅度或放缓至50bp，但鲍威尔强调抗通胀决心，较高的通货膨胀以及极度紧张的劳动力市场下，考虑暂停加息还为时过早，市场押注最终利率将超5%。

往后看，当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇，通胀和就业数据可能会迫使美联储在更长时间内将利率维持在高位。因此当前国内面临的内外部环境仍然较为复杂，一方面海外发达国家增长下行，但通胀压力未有明显缓解，紧缩预期仍待扭转。另一方面国内疫情和地产低迷仍对经济复苏形成约束，微观主体活力不足下经济供需两端压力均大，消费、地产仍是拖累，出口支撑趋于回落。未来海外紧缩节奏、国内疫情防控及稳增长政策落地成效，将是市场关注的主要矛盾。

**高频数据显示：**1) 全国疫情仍在呈现多点散发趋势，局部封控增多下居民生活半径有所收窄，跨区域活动减少；2) 地产销售持续平淡，10月30城商品房成交面积同环比均有所下降，地产政策放松效果尚待进一步传递；3) 疫情升温叠加防控趋严，生产端继续放缓，开工率多数回落，基建施工也受到一定拖累；4) 风险情绪好转下工业品价格走势整体反弹，供给偏紧逻辑主导下，近期原油价格持续反弹；5) 受疫情多发和政策调节，需求偏弱下猪价温和上行，蔬菜价格回落也有所加快，农产品价格回落下10月食品价格贡献有望回落。

**从资产价格来看，**1) 前期调整后A股已初步具备底部特征，情绪和估值指标均接近历史低位，宽松货币政策支撑国内无风险利率维持低位，宏观线索处在拐点信号附近下赔率角度处于相对有利的位置，底部隐现。不过短期看风险偏好仍有不足，海外紧缩预期仍待扭转，博弈防疫放松仍有不确定性，叠加经济修复内生动力偏弱下盈利走弱仍存拖累，主要宏观线索仍有不确定性，指数需等待主要矛盾的缓解和更多积极的催化剂的合力拉动，预计短期指数偏震荡下以结构性机会为主。2) 而债市前期偏强后上周受到风险情绪回暖的打压，不过债市当前仍面临“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大。我们认为货币宽松下债券没有大的风险，实体融资需求偏弱决定利率中枢呈现向下趋势，但短期节奏会受到国内稳增长政策和海外货币政策的扰动，预计长端利率2.6%仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近2.8%水平仍有配置和交易价值。

### 风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、疫情反弹拖累制造业重回收缩

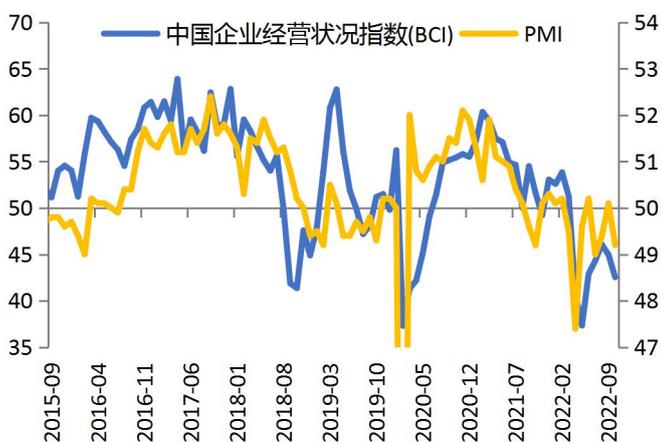
受国内疫情多发散发等影响，中国采购经理指数有所回落，服务业和制造业 PMI 双双回落至荣枯线下方，疫情影响施工进度下建筑业景气度也呈现高位回落。中国 10 月官方制造业 PMI 49.2，预期 50，前值 50.1；中国 10 月非制造业 PMI 48.7，预期 50.1，前值 50.6。

从结构来看，生产新订单指数双双下行，供需两端同步回落，同时需求走弱叠加库存回升，制造业企业呈现被动补库特征，经济动能回落。价格指数回升下制造业成本压力有所增加，企业利润空间再度压缩。疫情仍是当前约束经济修复的一大主要因素，“防疫重心不改+地产延续去杠杆+外需弱化压力”的宏观主线下，四季度经济大概率仍将延续弱修复格局。

从当前宏观环境来看，海外发达国家增长下行，但通胀压力未有明显缓解，紧缩预期仍待扭转。而国内疫情和地产低迷仍对经济复苏形成约束，微观主体活力不足下经济供需两端压力均大，消费、地产仍是拖累，出口支撑趋于回落，中国面临的内外部环境仍然较为复杂。四季度重点关注基建和出口的对冲，未来宏观经济的回升动能取决于：

- 1) 疫情防控是否有进一步优化的空间，对供给、需求和信心的冲击；
- 2) 稳增长政策如何发力，房地产能否软着陆；
- 3) 海外紧缩步伐何时迎来拐点。

图 1：制造业 PMI 和 BCI 指数同步回落（%）



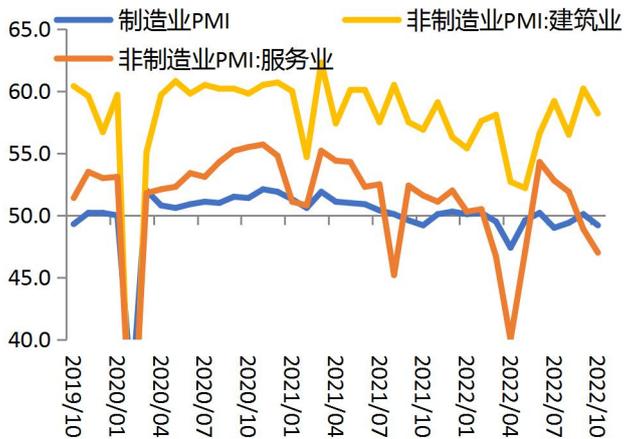
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：全国本土新增病例回升（例）



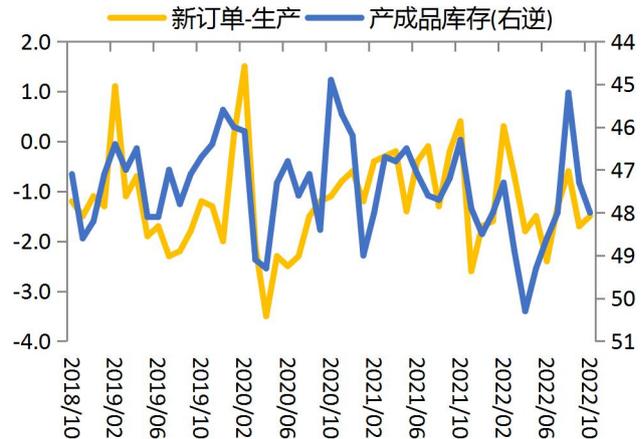
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：服务业和制造业 PMI 双双收缩 (%)



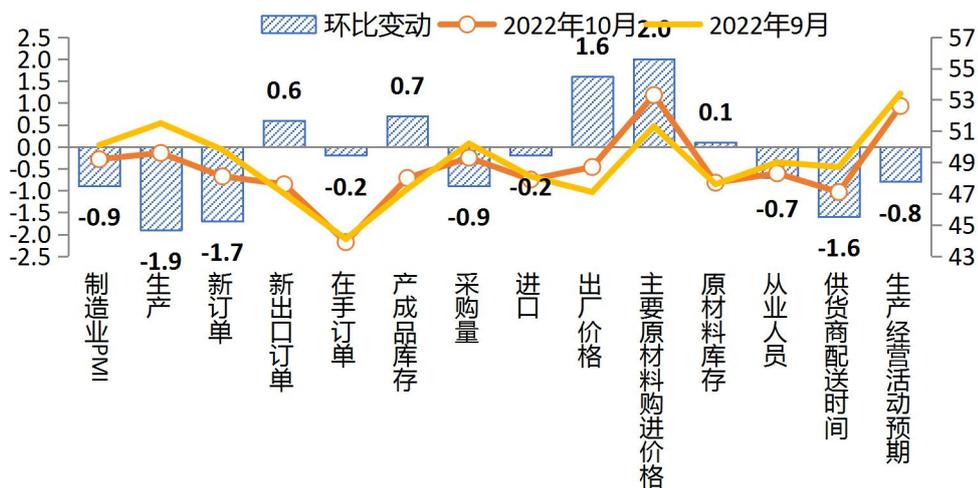
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：制造业企业呈现被动补库特征 (%)



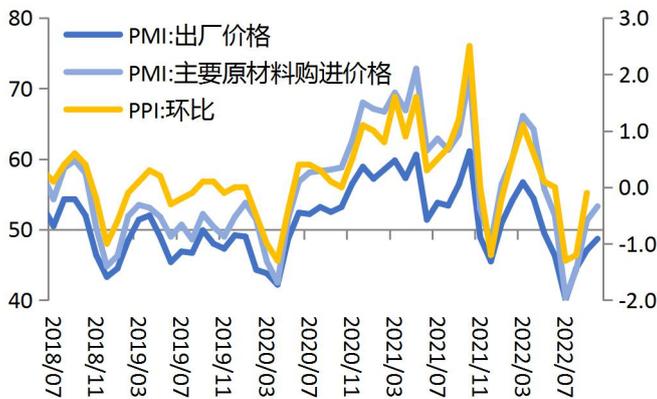
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：官方制造业 PMI 分项 (%)



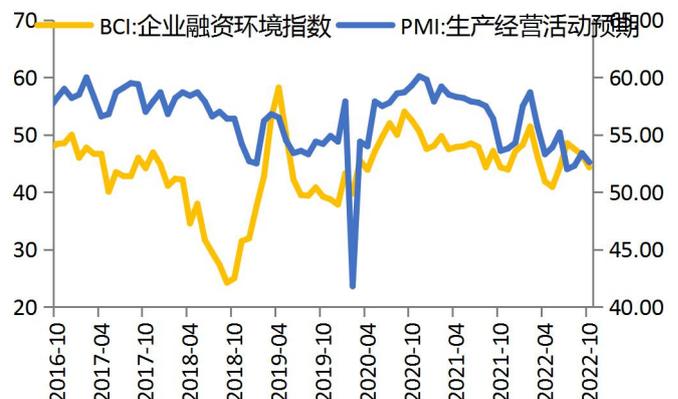
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：价格指数回升下制造业成本压力增加 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：企业生产经营活动预期回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

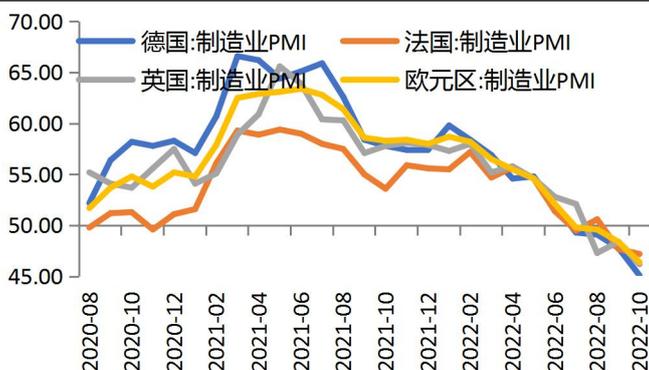
## 二、海外：鲍威尔强调抗通胀决心，市场押注最终利率将超 5%

美联储 11 月议息会议如期加息 75bp。11 月 2 日晚间，美联储将联邦基金目标利率上调 75 个基点至 3.75% - 4%，这是美联储今年以来第六次加息，也是连续第四次加息 75 个基点，并表示将考虑到加息对经济的滞后影响。美联储声明暗示可能会放缓加息步伐，但美联储主席鲍威尔新闻发布会上强调，美联储将继续与不断上升的广义价格通胀作斗争，直到它能够宣布胜利，将通胀降至 2% 的目标。

**鲍威尔新闻发布会讲话称：**①利率：在某个时候，放慢加息速度将是合适的；最快在 12 月就会放慢加息速度；仍有必要继续加息，现在考虑暂停加息还为时过早；终端利率水平将高于此前预估；②通胀：坚决致力于降低通货膨胀；没有迹象表明通货膨胀正在下降；③经济：美国经济较去年大幅放缓；四季度经济将温和增长；经济软着陆仍有可能，但窗口变窄了；④就业：劳动力市场极度紧张，薪资增速仍然偏高；劳动力市场继续失衡；⑤政策指引：政策的全面效果需要时间才能生效，尤其是对通胀的影响；历史强烈警告不要过早放松政策；在达到足够的利率水平之前，还有一段路要走。

往后看，我们认为抗通胀依然是美联储当前的首要目标，当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇。通胀和就业数据可能会迫使美联储在更长时间内将利率维持在高位。美联储可能会在 12 月的议息会议上再次加息 50 个基点，但考虑暂停加息还为时过早，终端利率水平将高于此前预估，美联储加息尾声或需等到明年上半年，不过距离降息还有距离。

图 8：能源成本走高下欧洲制造业压力加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：美国 9 月职位空缺数意外回升（万）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



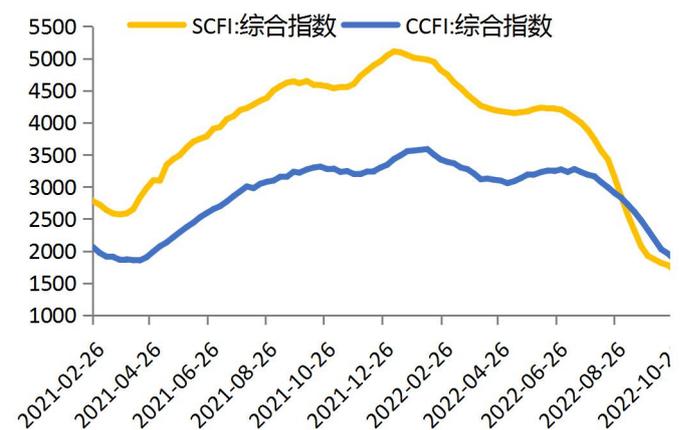
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、经济高频观察

#### 1. 疫情:

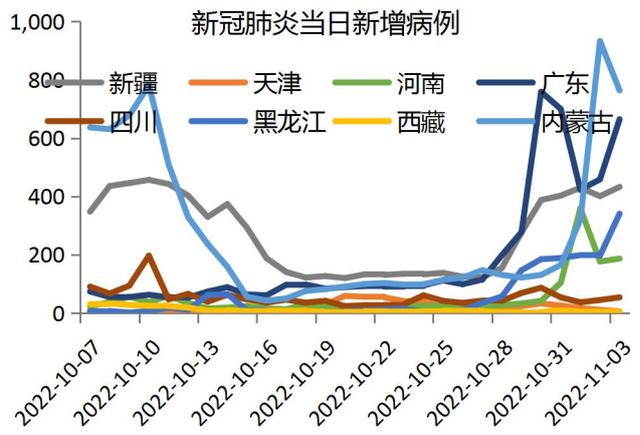
全国疫情仍在呈现多点散发趋势, 单日本土新增走高, 局部封控增多下主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数有所回落, 居民生活半径有所收窄, 代表跨区域活动的执行航班数据也低于去年同期。

图 14: 全国当日新增确诊 (例)



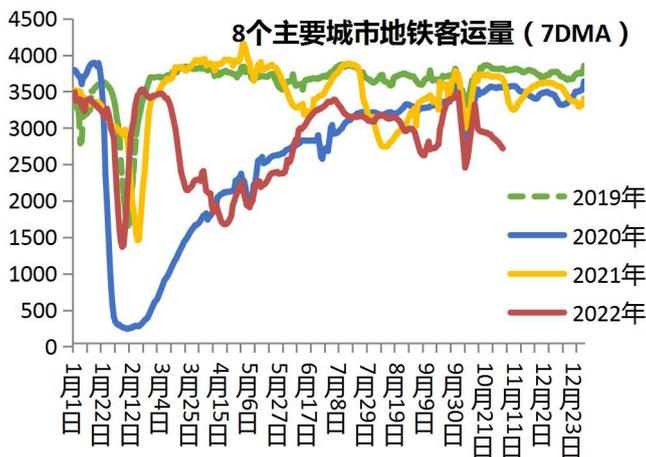
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 主要城市当日新增确诊+无症状 (例)



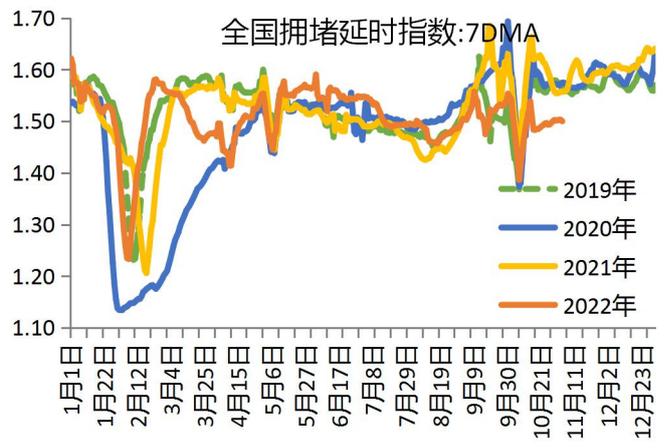
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 8 个主要城市地铁客运量 (万人次)



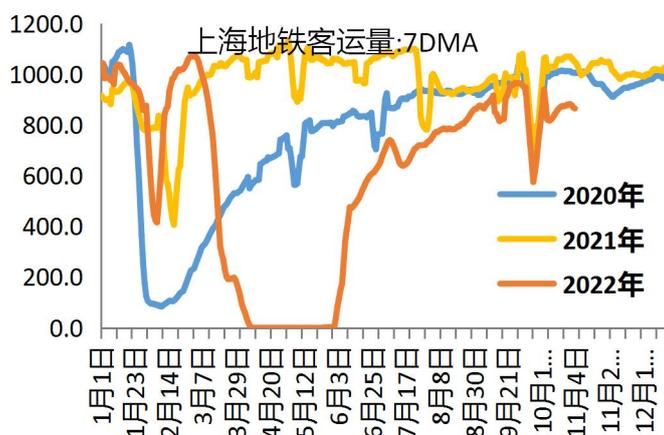
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 全国拥堵延时指数



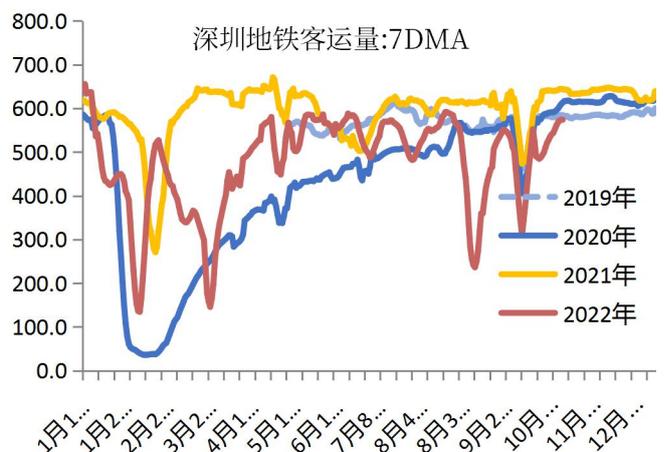
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 上海地铁客运量 (万人次)



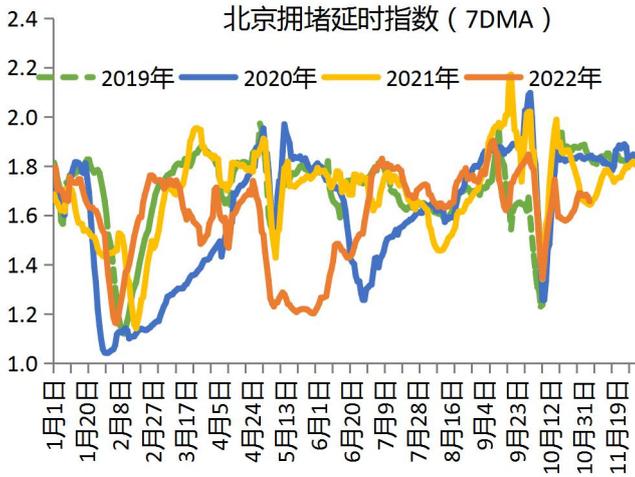
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 深圳地铁客运量 (万人次)



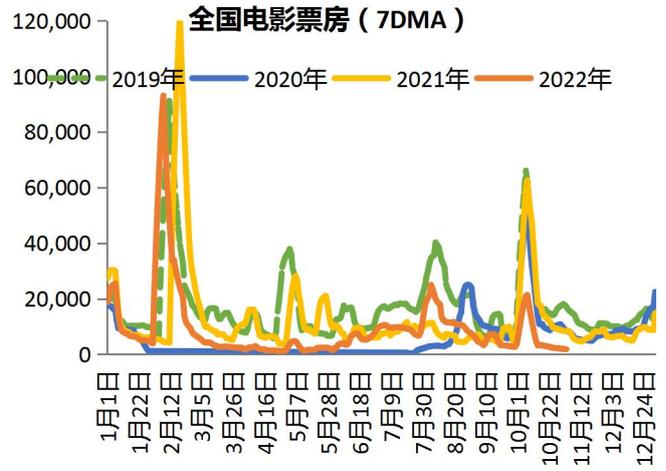
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 北京拥堵延时指数



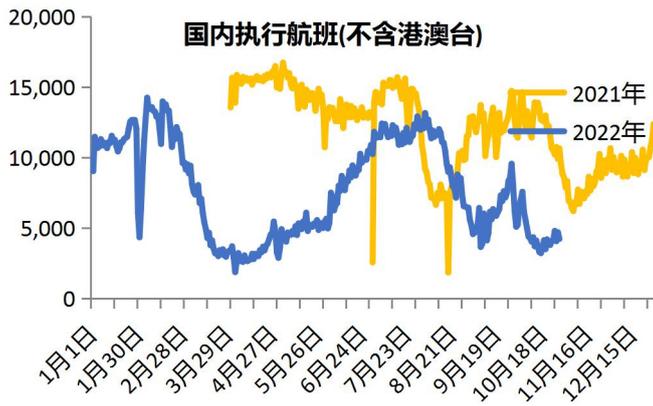
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 全国电影票房 (万元)



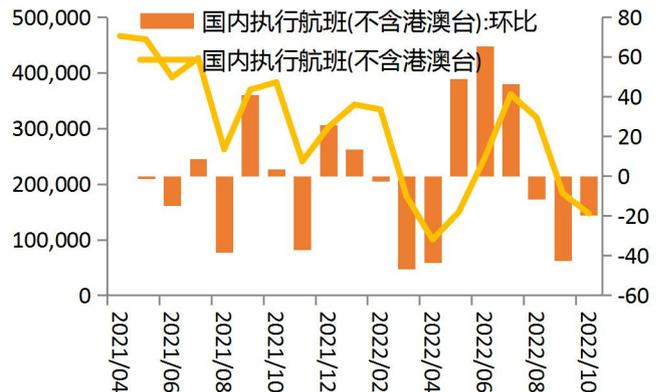
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



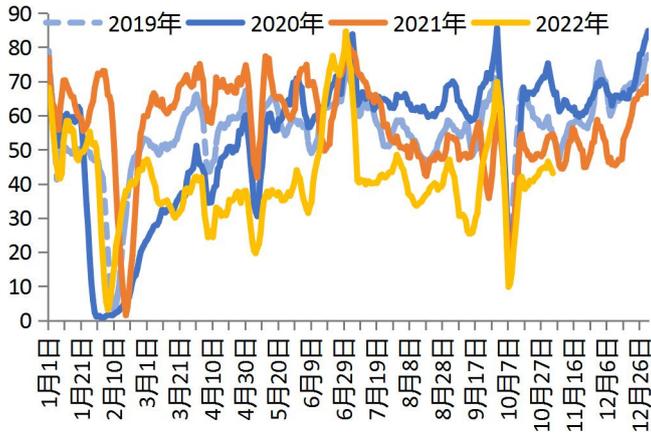
资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 需求:

地产销售持续平淡, 10月1日-31日, 30大中城市商品房日均销售面积为34.8万平方米, 较9月同期(45.3万平)环比有明显下降, 同比降幅也有所扩大(-18%), 9月为-13.5%。

十一假期前地产政策三箭齐发, 包括差别化房贷政策、住房置换个税退税优惠、首套房公积金贷款利率下调, 10月初监管又指导银行加大房地产融资支持力度, 但在居民和房企信心不足的主要矛盾仍未扭转下, 地产政策放松效果尚待进一步传递。

图 24：30 城商品房成交面积（万平方米）



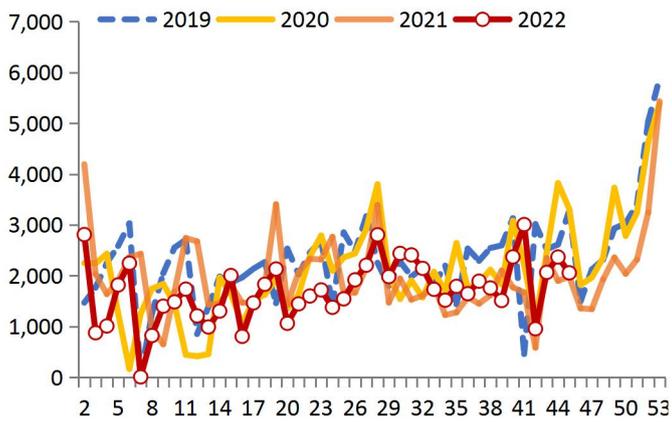
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：30 城商品房成交面积同比（%）



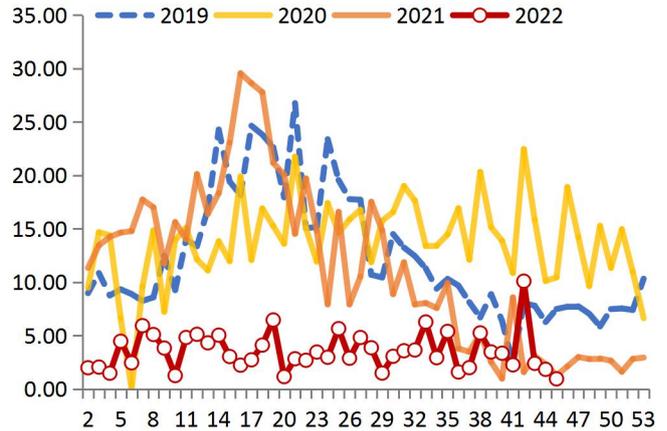
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 27：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 3. 生产：

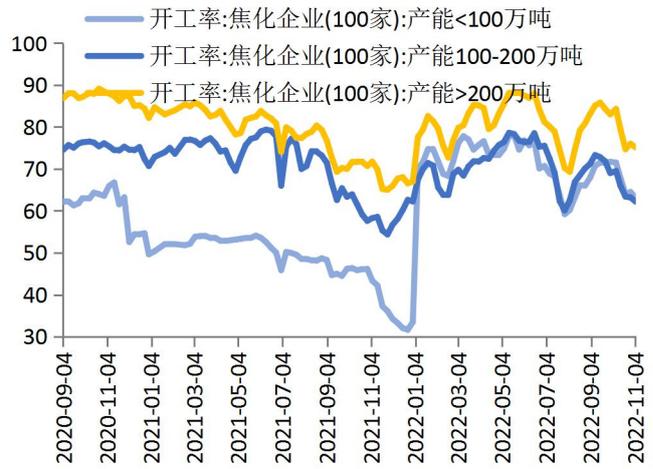
疫情升温叠加防控趋严，生产端继续放缓，开工率多数回落。受疫情下出货放缓的影响，轮胎开工率明显下滑，基建施工约束下石油沥青开工率回落，而江浙地区下游织机开工率整体持稳小幅放缓。

图 28: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 焦化企业开工率 (%)



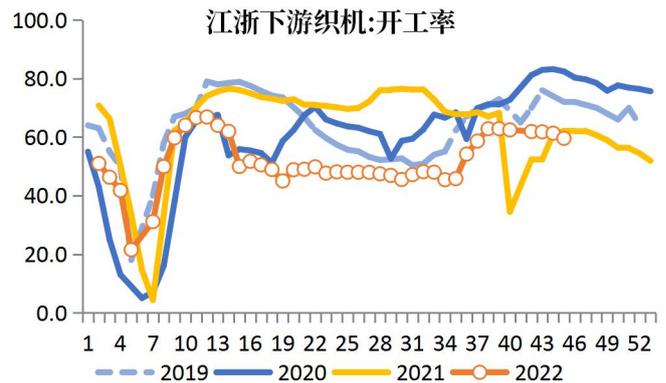
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



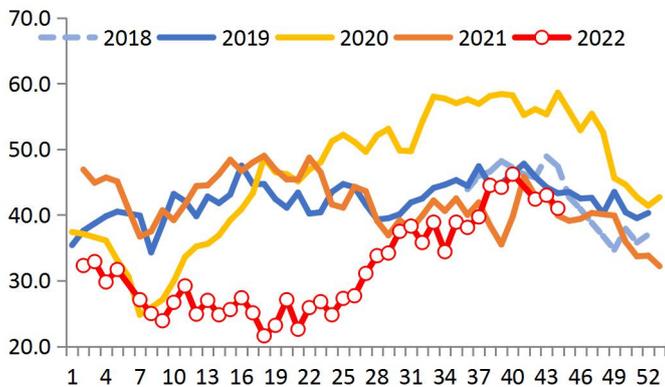
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 江浙下游织机开工率 (%)



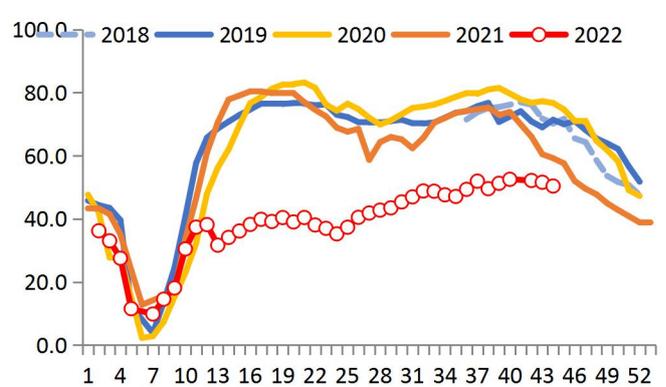
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

#### 4. 工业品价格:

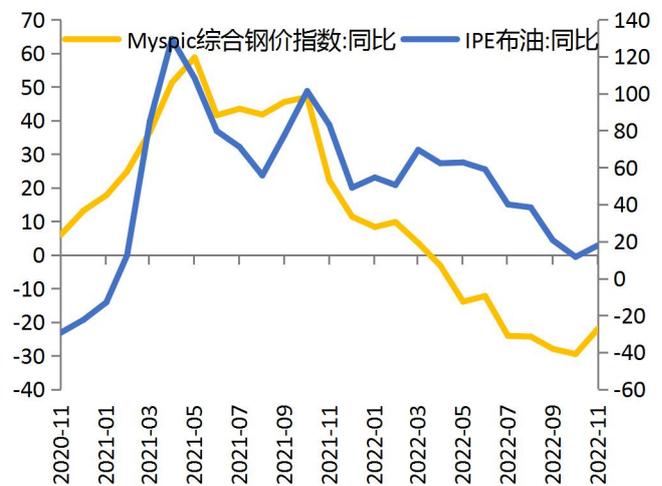
风险情绪好转下上周工业品价格走势整体反弹，铜铝价格整体保持平稳，钢材库存季节性回落。原油价格也持续反弹，OPEC+及其盟国计划从11月起每天减产200万桶，为自全球疫情以来最大幅度的减产，欧盟也将在12月对俄罗斯的石油供应实施正式制裁，供给偏紧的逻辑成为近期原油市场的主导。

图 34: 大宗商品价格指数



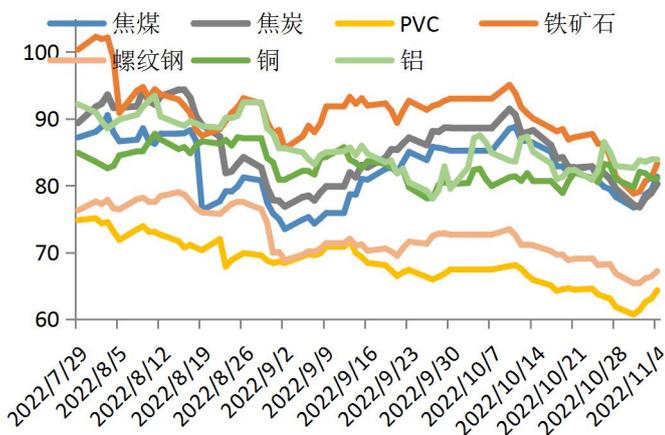
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 钢价指数&布油同比 (%)



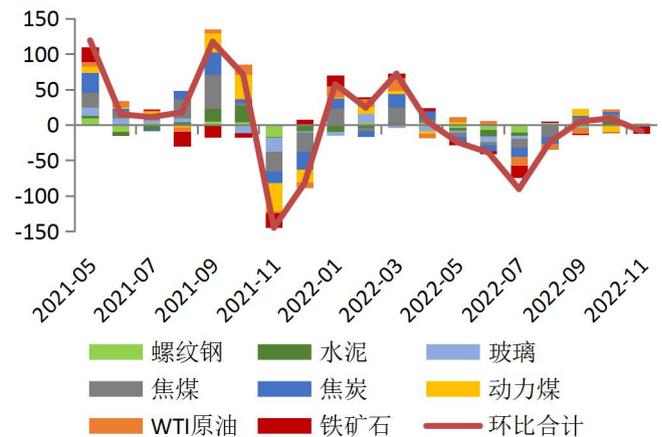
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 上游高耗能产品价格 (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 (%)

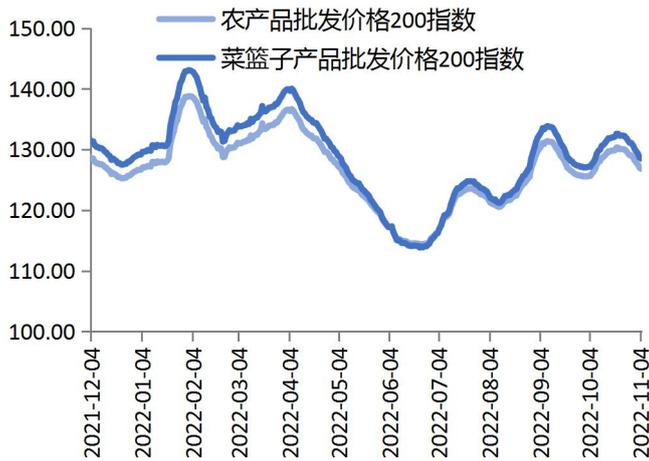


资料来源: Wind, 优财研究院

### 5. 通胀：

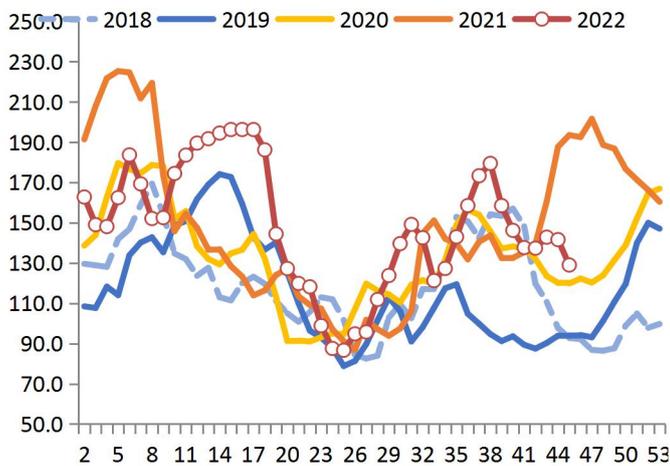
农产品价格加速下行，受疫情多发和政策调节，需求偏弱下猪价温和上行，蔬菜价格回落也有所加快，10月食品价格贡献有望回落。

图 38：农产品批发价格 200 指数



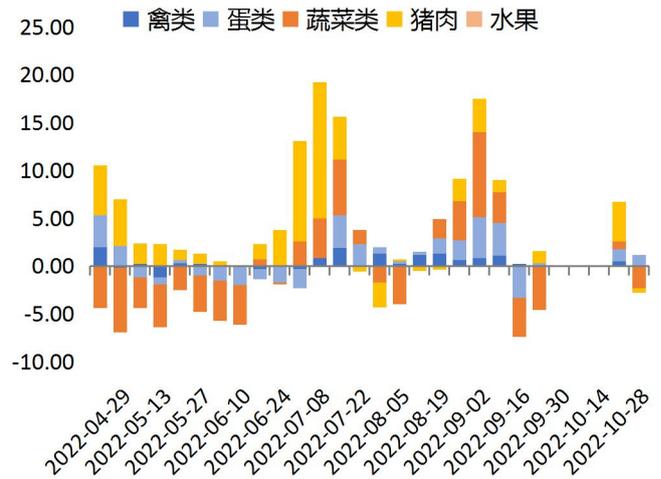
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：寿光蔬菜价格指数



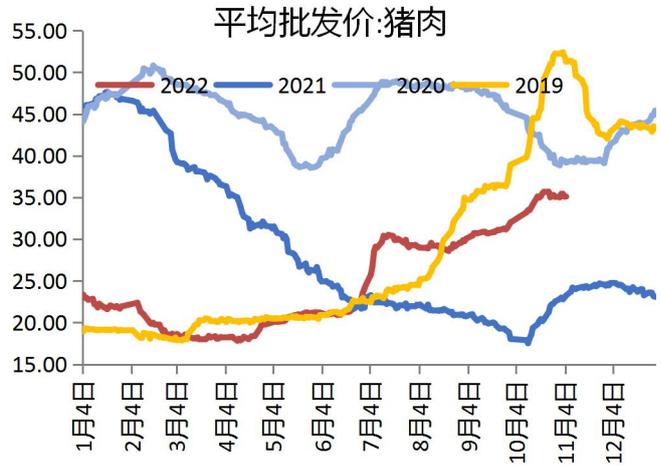
资料来源：Wind，优财研究院

图 39：食用农产品价格指数:周环比 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 41：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

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，美联储加息超预期

## 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/>