



2022年1月3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



需求不足叠加融资需求偏弱，市场宽松预期升温

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 12月官方制造业 PMI 50.3%，非制造业 PMI 52.7。12月制造业 PMI 延续小幅回升，随着政策纠偏，供给端矛盾逐渐缓解，财政货币更偏积极，经济环比开始小幅修复。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，“新订单-产成品库存”的经济动能指数继续回落，制造业呈现被动补库存节奏。而随着价格端的快速回落，企业成本压力有所缓解，PPI 同比进入下行周期。2) 近期政策频频传递积极信号，央行四季度例会强调“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能、加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”，市场降息预期快速升温。我们认为当前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。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。明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) Omicron 毒株传播下全球新增确诊快速走高，海外 Reopen 预期仍存不确定性；2) 国内需求端，年底商品房销售边际回暖，但同比仍然偏弱，“市场底”仍未出现；3) 生产端，开工率整体延续下行趋势，工业品价格 12 月环比跌幅收窄，但环比跌幅仍较显著，焦煤焦炭跌幅较大，PPI 同比进入下行周期；4) 价格端，冬季疫情反复抑制食品和餐饮消费，蔬菜、猪肉价格回落较为明显；5) 央行公开市场跨年操作叠加年底财政投放，资金整体平稳跨年，银行间资金面结构分化延续，年内资金持续充裕。

近期债市走强，长端收益率向 2.8% 以下突破，主要由于一方面降准后资金面持续宽松，央行跨年流动性投放积极，另一方面，企业信贷需求偏弱、银行票据冲量显示经济下行压力仍大，叠加近期政策频频传递积极信号，市场降息预期升温。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。但中期来看，财政积极前置发力支撑经济好转以及宽信用的预期，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。股市方面，稳增长权重增加叠加宽信用倾向增强，提振市场风险偏好，宏观流动性环境不弱，高增速的成长板块或更受益于流动性与风险偏好的提升。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，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

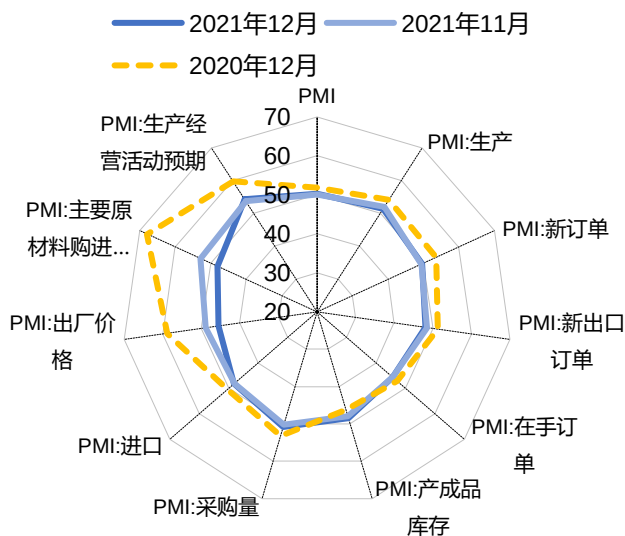
一、 实体融资需求仍然偏弱

12 月官方制造业 PMI 50.3%，环比上升 0.2 个百分点；非制造业 PMI 为 52.7，环比回升 0.4 个百分点；12 月综合 PMI 产出指数为 52.2，与 11 月持平。服务业经营活动恢复步伐总体有所加快，而受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，建筑业生产扩张有所放缓。

12 月制造业 PMI 延续小幅回升，随着政策纠偏，供给端矛盾逐渐缓解，财政货币更偏积极，经济环比开始小幅修复。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，“新订单-产成品库存”的经济动能指数继续回落，制造业呈现被动补库存节奏。而随着价格端的快速回落，企业成本压力有所缓解，PPI 同比进入下行周期。

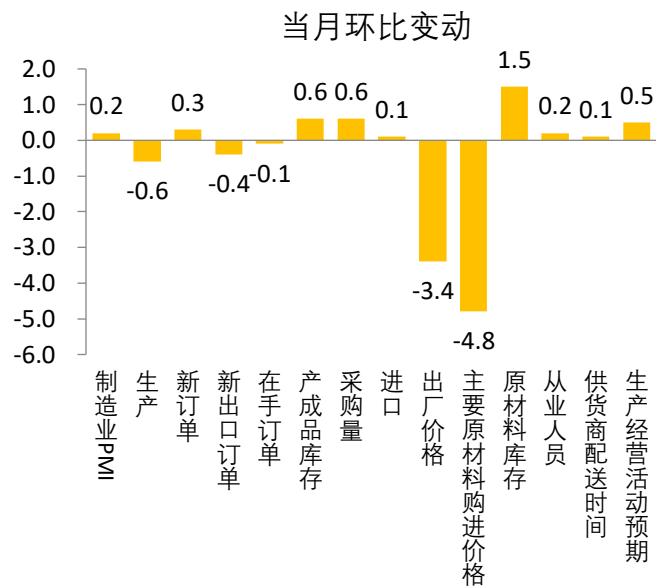
当前政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币财政更偏积极，财政更偏前置发力，金融政策边际仍有调整空间。近期政策频频传递积极信号，市场降息预期快速升温，我们认为降准后再提“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”、“更加主动有为，加大对实体经济支持力度”、以及“加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”的表述下，货币政策基调更偏积极，降准降息的总量工具运用概率较此前提升。明年上半年将是货币政策宽松的适宜窗口，一季度支持地方债发行下有再次降准的可能，补缺式降准影响整体不大，而降息触发因素在于经济增速低于潜在水平及通胀压力减弱，或有望在两会前落地。不过需要注意的是，当前市场对降息预期较强，仍需警惕落地后的利多出尽的风险。

图 1：官方 PMI 指数



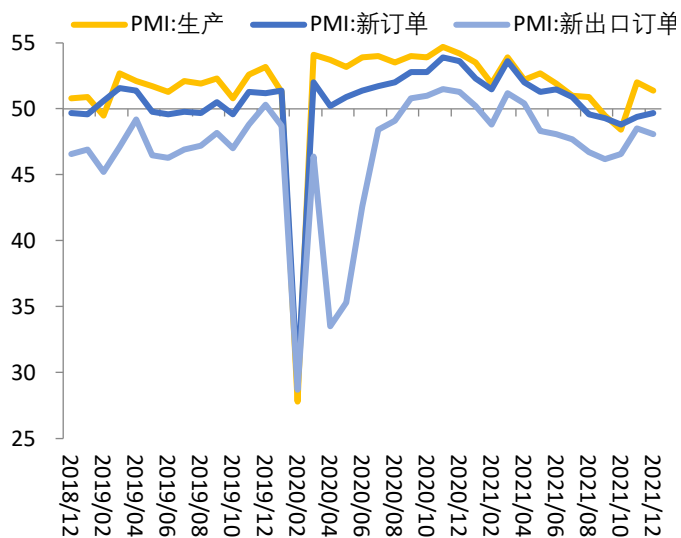
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PMI 分项



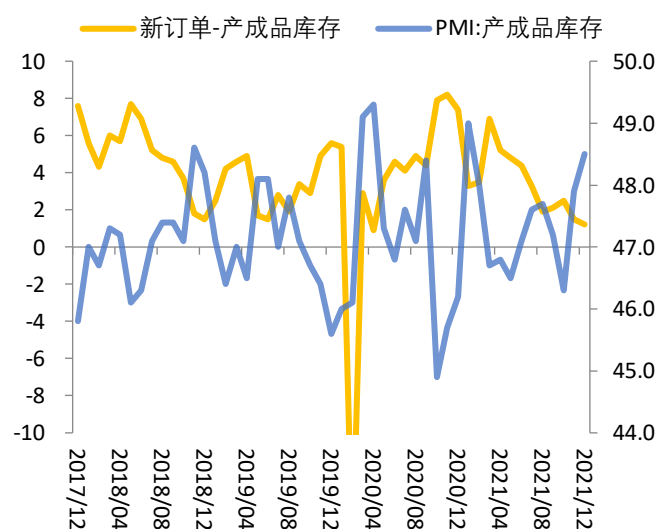
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：生产扩张、需求收缩



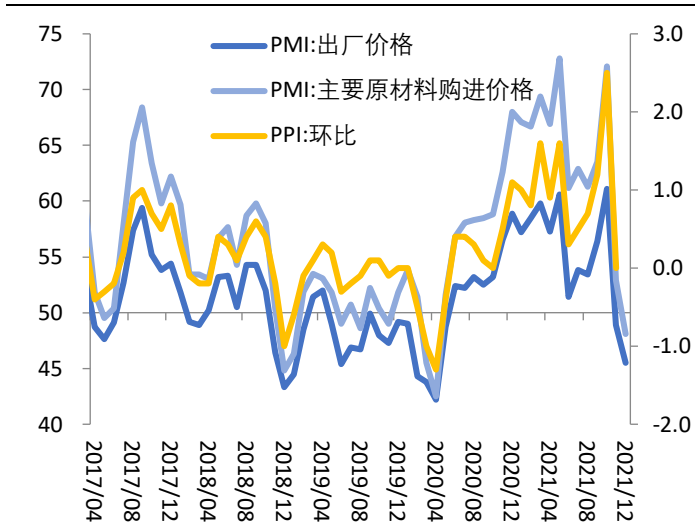
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：经济动能延续走弱，企业被动补库



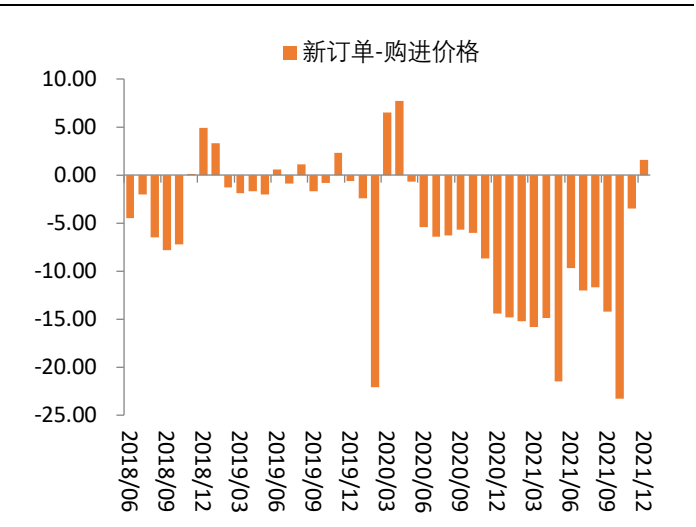
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：原材料购进和出厂价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：中下游制造业成本端压力或趋于缓解



资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

Omicron 毒株传播下全球新增确诊快速走高，海外 Reopen 预期仍存不确定性。

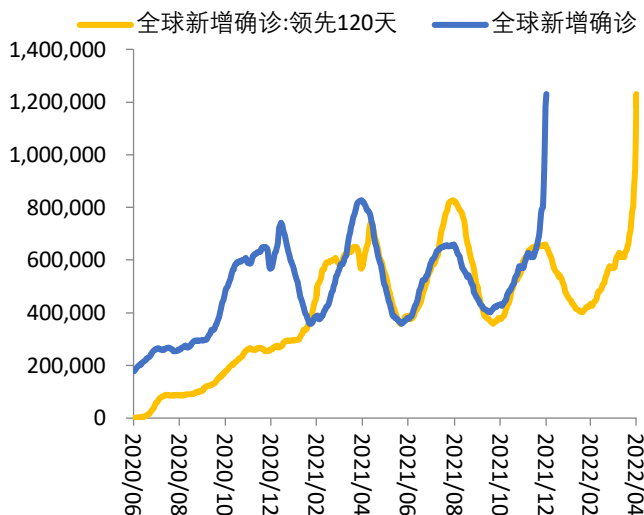
12 月中以来，全球新增确诊病例再度快速攀升，其中美、英、法日均新增确诊病例远超此前高峰，全球疫情再度快速扩散下海外修复和 Reopen 预期仍存不确定性，疫情或仍将阶段性冲击风险资产。

疫情的持续扰动压制美国实际收益率维持低位，美欧经济意外指数继续收敛。

根据疫情周期领先 120 天预测，下一个疫情高峰或在 12 月下旬出现，但变异毒株的出现增加了不确定性，全球日度新增确诊已远超出以往周期峰值并仍在持续上升。

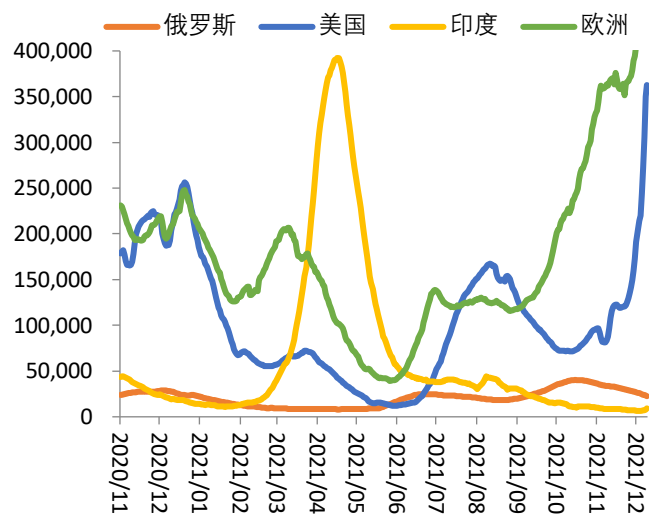
与 Delta 快速扩散时期相比，由于目前海外货币和财政政策空间有限，市场担忧也相应加剧。

图 7：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



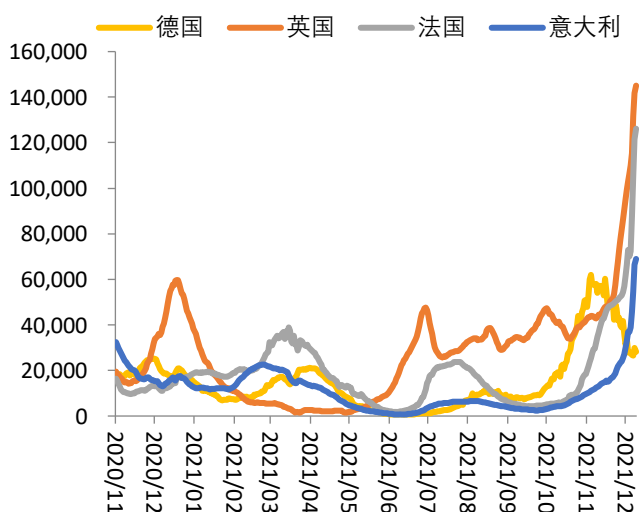
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



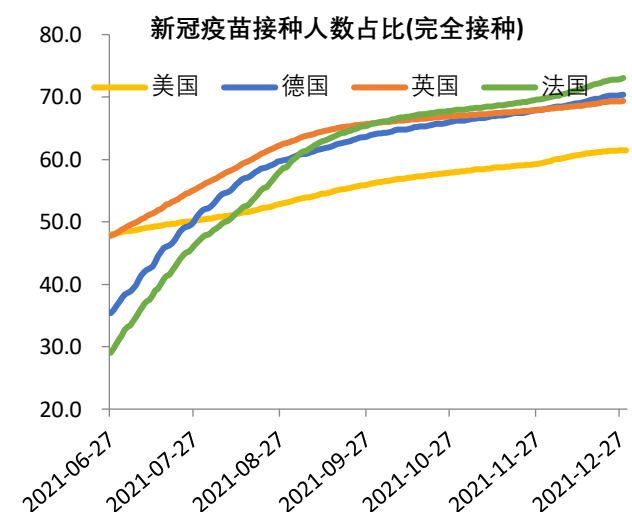
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



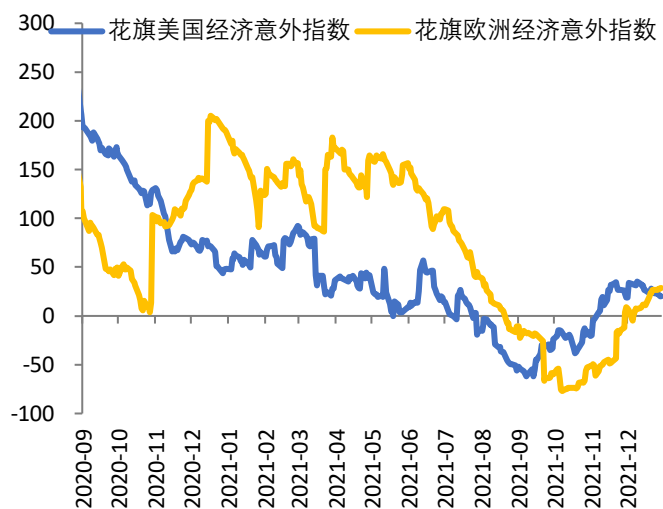
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11: 美欧洲经济意外指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 美欧差值 VS 美元指数



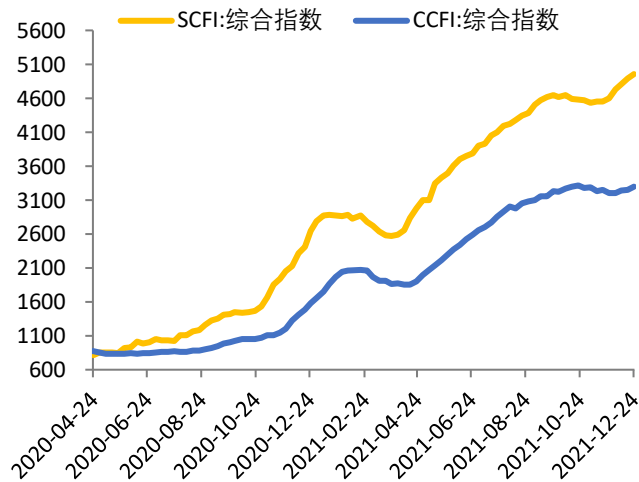
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 运价指数



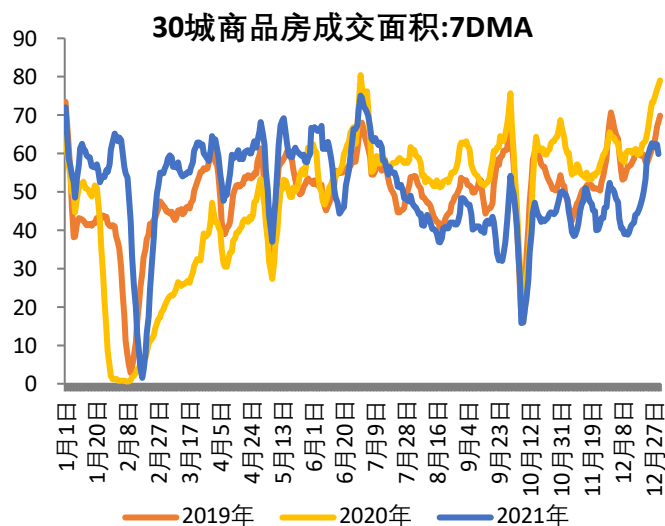
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求：年底商品房销售边际回暖，但同比仍然偏弱，“市场底”仍未出现

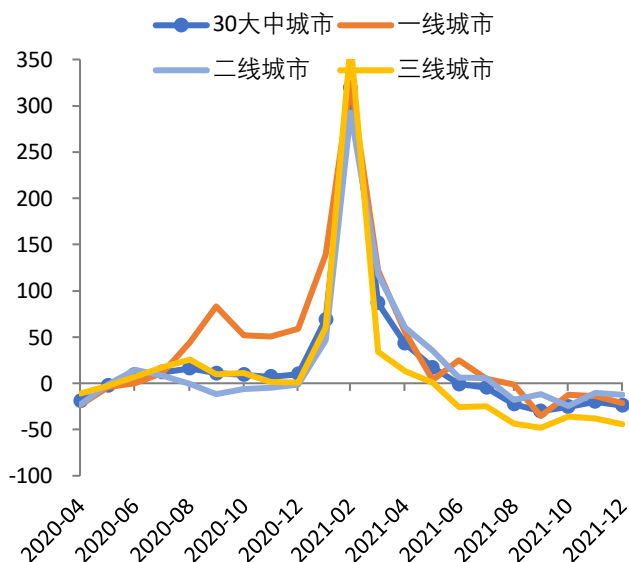
商品房销售年底冲刺阶段，叠加个人按揭贷款投放有所改善，30城成交面积近期回升较快，但同比来看仍明显弱于往年，12月同比降幅扩大至-24%，尤其三线城市同比下降-44%，仍然持续偏弱。地产政策边际纠偏叠加信贷边际有所放松，“政策底”已现，但房地产去金融化仍是长期政策目标，且当前销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，预计政策边际放松也将由小及大推出，地产下行压力和政策调控仍处在动态博弈过程中。

图 15：30 城商品房成交面积（万平方米）



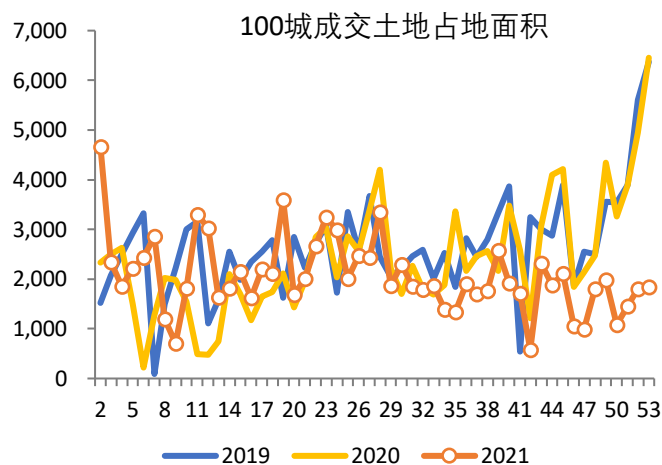
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：30 城商品房成交面积同比（%）



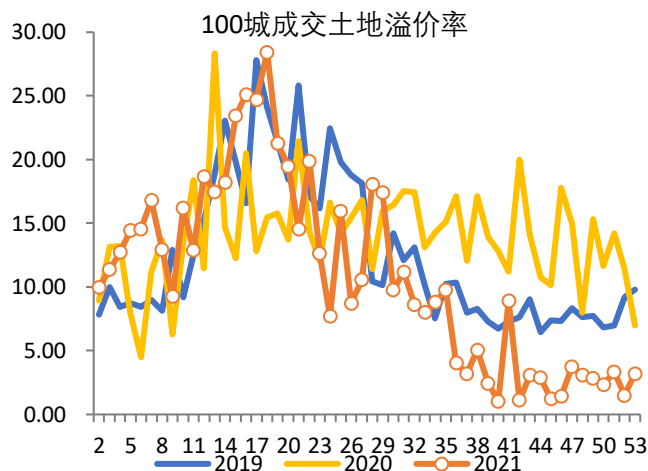
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：百城土地成交溢价率（%）



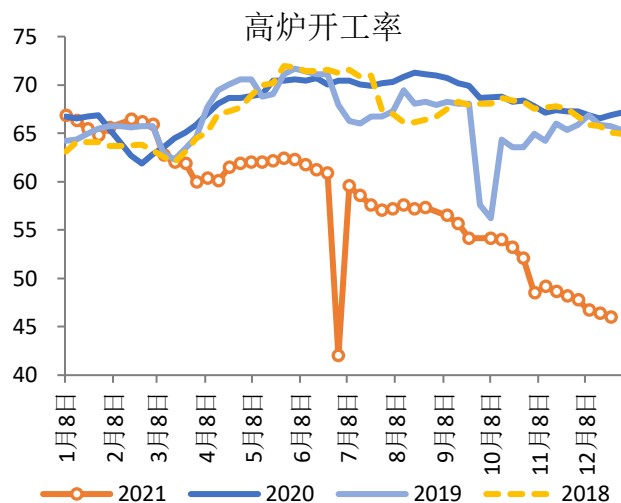
资料来源：Wind，优财研究院

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

上周电厂日耗上升趋势放缓，而受环保限产的持续影响，全国高炉开工率延续小幅下行趋势，江浙地区涤纶长丝与下游织机开工率同样持续回落，而汽车轮胎开工率则在下半年高位震荡。

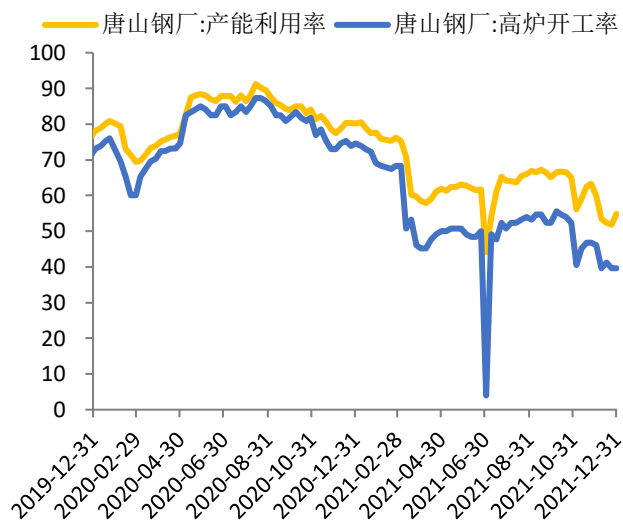
12 月高频数据显示焦煤、焦炭、水泥为价格环比下降的主要贡献工业品，而其他工业品降幅有所收窄。近期钢价延续偏弱震荡，钢材库存低位延续回落，水泥价格持续回落，而终端销售逐渐进入淡季下玻璃价格承压。当前保供政策叠加需求端不足，供给矛盾逐步缓解，PMI 数据同样表现为价格端的较快下行，PPI 同比进入下行周期。

图 19: 高炉开工率 (%)



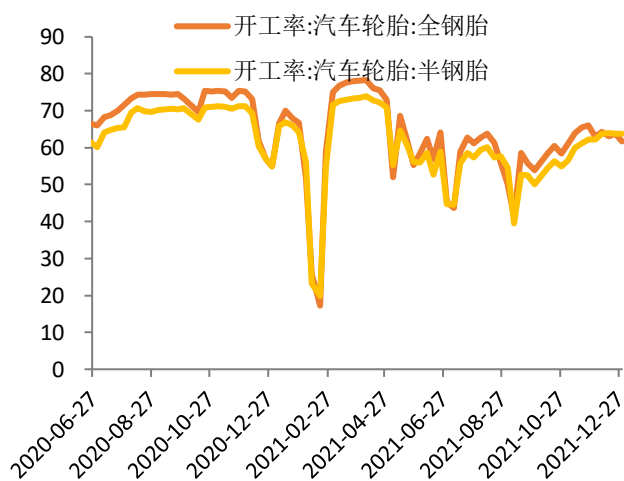
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



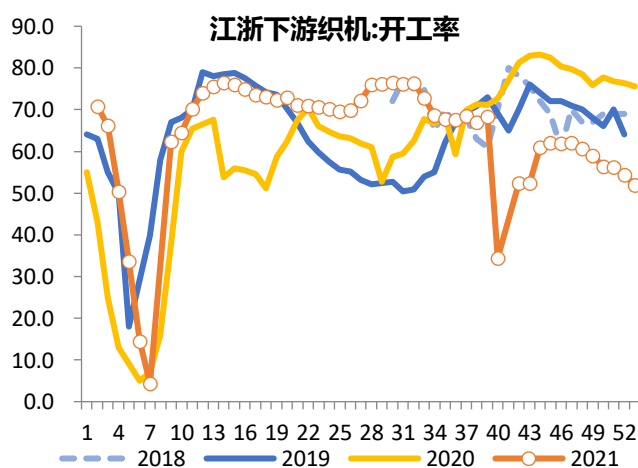
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



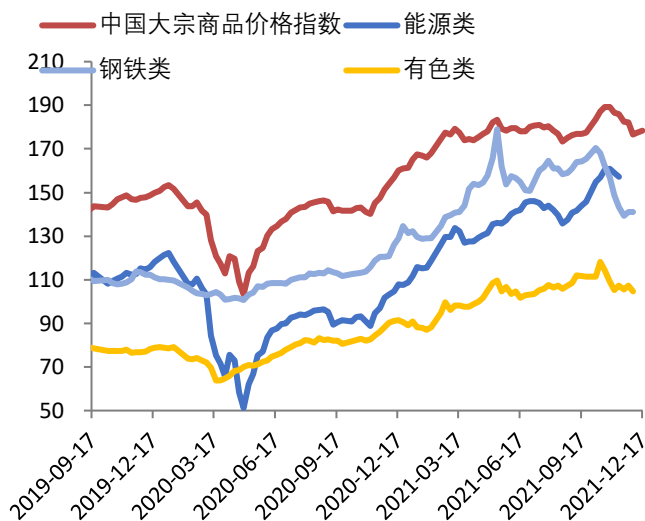
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 江浙下游织机:开工率 (%)



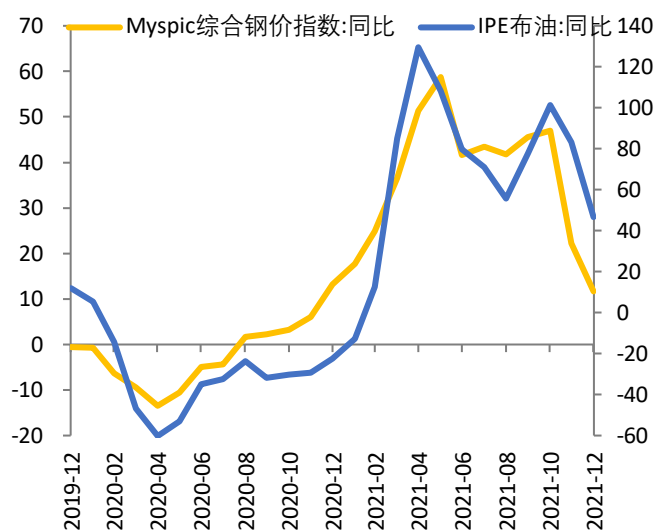
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23：大宗商品价格指数



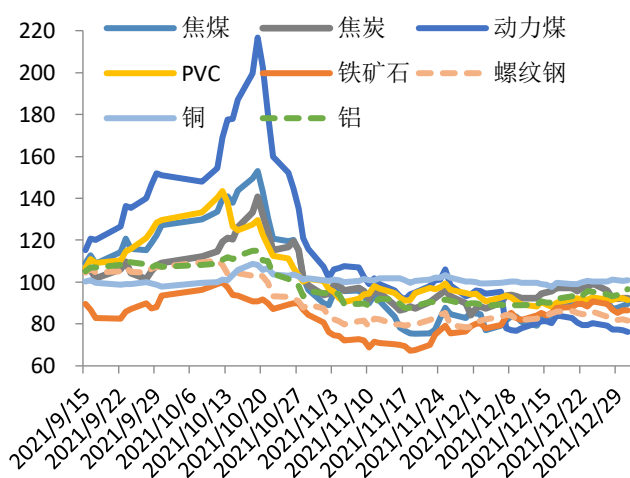
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：钢价指数&布油同比（%）



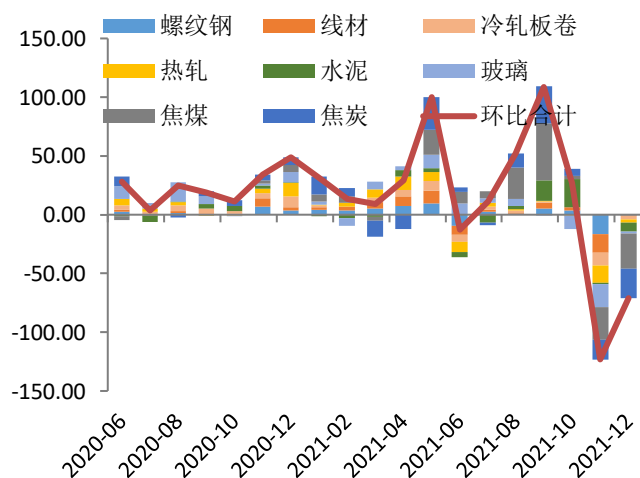
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：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 26：工业品价格月度环比（%）

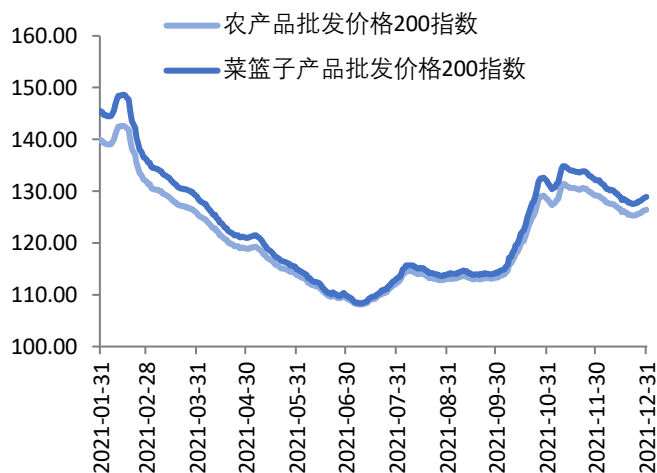


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：冬季疫情反复抑制食品和餐饮消费

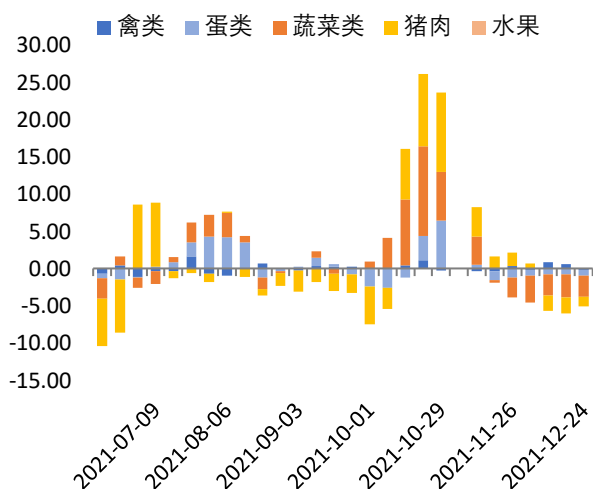
上周农产品批发价格指数小幅回升，但除羊肉继续上涨外，其余主要农产品价格多数下跌，蔬菜、猪肉仍是价格主要下降的分项，国内冬季疫情反复下对节假日旺季食品和餐饮消费存在一定抑制效应。近期猪肉养殖端集中出栏下市场供过于求，猪肉价格结束反弹转而回落。

图 27：农产品批发价格 200 指数



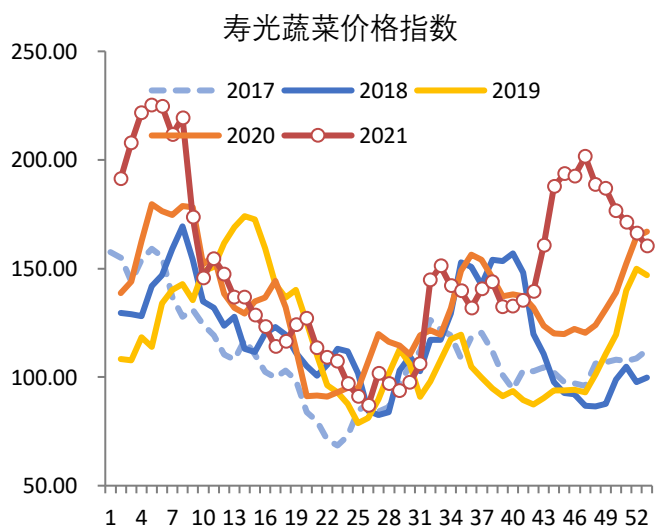
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：食用农产品价格指数:周环比 (%)



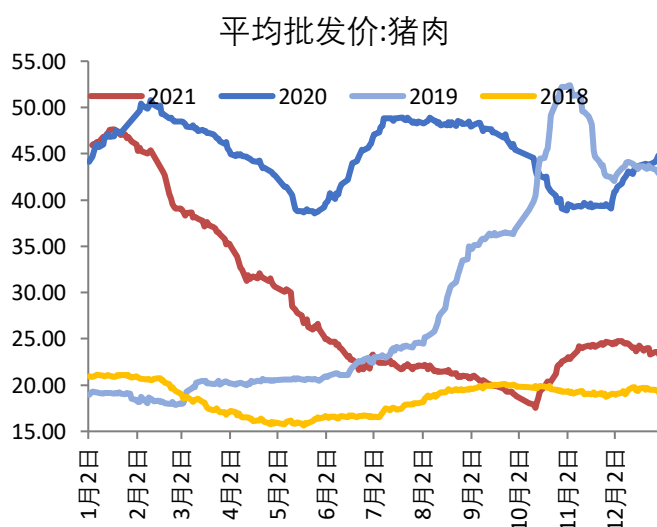
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：猪肉平均批发价 (元/千克)



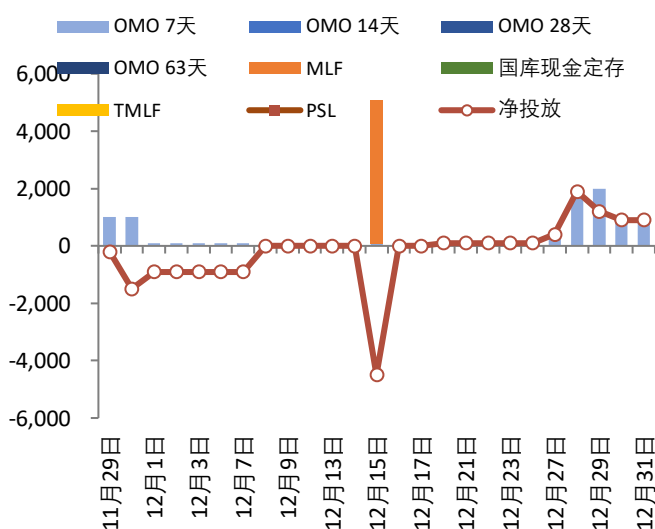
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：央行公开市场跨年操作叠加年底财政投放，资金整体平稳跨年

上周央行公开市场累计进行了 6500 亿元跨年逆回购操作，周内共有 500 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存到期，因此央行公开市场全口径净投放 5300 亿元。

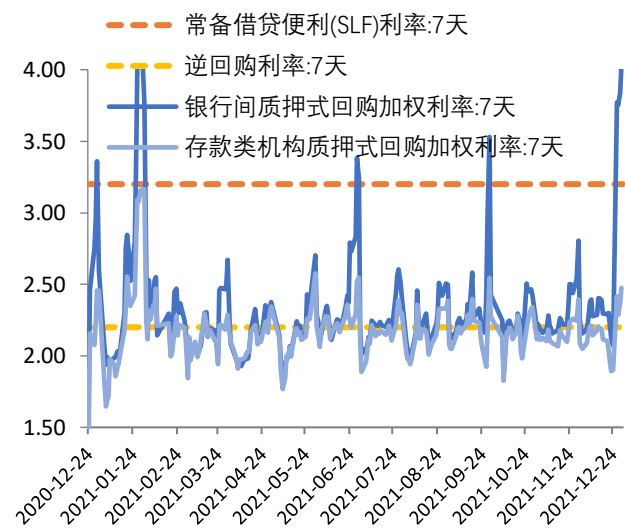
银行间资金面延续结构分化，年内银行间流动性持续充裕，前四个交易日隔夜回购利率下行至低位，创近一年新低，而跨年资金持续偏贵，不过在央行公开市场跨年投放叠加年底财政投放增多下，整体实现平稳跨年，市场流动性情绪向好，预计年后资金价格逐渐回归正常区间。

图 31：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：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/>