



2022年3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

姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

稳增长位置更突出，政策仍需靠前发力

内容提要

《政府工作报告》延续去年底中央经济工作会议提法，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳字当头、稳中求进依然是政策主基调，把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间。今年 GDP 目标设定为 5.5% 左右，符合节前地方两会增长目标形成的市场预期，在节后国内疫情反复以及俄乌冲突对经济增长带来扰动的宏观环境下，彰显了政策稳增长的决心，并起到提振信心、稳定预期、调动各方积极性的作用。5.5% 左右的增长目标仍需要稳增长政策的靠前发力，房地产需求侧政策仍有博弈空间，因城施策框架下促进房地产良性循环是政策重点。

货币政策总基调延续灵活适度 and 合理充裕，新增“加大稳健的货币政策实施力度”的提法，重申“发挥总量和结构双重功能”，体现政策的宽松意图，货币政策仍需保驾护航，稳中偏松取向不变，降准降息窗口延续，“扩大新增贷款规模”提法下政策对杠杆率容忍度或有提高。积极财政提升效能，新增专项债额度保持 3.65 万亿，预算赤字率较去年下调 0.4 个百分点至 2.8% 左右，财政继续向正常化回归，不过去年财政支出力度偏弱下结余资金较高，对实际赤字形成补充，报告预计支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，实际财政力度向宽。

从经济高频观察来看：1) 俄乌冲突抬升全球通胀压力，美联储确认 3 月 25bp 加息，市场担忧缓解下情绪有所改善；2) 国内地产需求侧政策边际放松，商品房销售仍待回暖；3) 上游生产偏弱，俄乌冲突推升大宗商品涨势；4) 供给过剩压力下猪肉价格持续低迷，蔬菜价格有所反弹；5) 央行回归百亿操作，月初资金稳中偏松格局。

近期俄乌冲突引发国际原油和国内大宗商品涨势，叠加国内房地产因城施策边际放松、以及国内基本面呈现出到从衰退渐进复苏的迹象，宽信用、稳地产、稳经济成为宏观主要方向，债市调整压力加大。不过社融回升到经济企稳仍需要时间传导，信贷结构仍不算理想、实体融资需求仍待改善，宏观环境尚未逆转，货币仍未走出宽松窗口期，短期利率调整空间不大，2.8-2.9% 的长端利率处于相对平衡的位置。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，经济基本面渐进复苏节奏制约利率下行空间，时间不是债市的朋友。A 股同时受到国内稳增长、海外流动性收敛、以及地缘政治冲突的影响，但在国内数据空窗期受外部扰动影响较大，短期避险情绪主导下 A 股仍处在磨底阶段。

风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、稳增长位置更突出，政策仍需靠前发力

1. 加大稳健的货币政策实施力度，

《政府工作报告》延续了去年底中央经济工作会议的提法，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳字当头、稳中求进依然是政策主基调，把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。

今年 GDP 目标设定为 5.5%左右，符合节前地方两会增长目标形成的市场预期，在节后国内疫情反复以及俄乌冲突对经济增长带来扰动的宏观环境下，“5.5%左右”的目标设定把稳就业、保民生、防风险放在重要位置，彰显了政策稳增长的决心，并起到提振信心、稳定预期、调动各方积极性的作用。在外部风险增加、国内实际增长仍存担忧的当下，5.5%左右的增长目标仍需要稳增长政策的靠前发力，房地产需求侧政策仍有博弈空间，在“继续保障好群众住房需求”的新提法下，因城施策框架下促进房地产良性循环是政策重点。

货币政策总基调延续灵活适度 and 合理充裕，新增“加大稳健的货币政策实施力度”的提法，重申“发挥总量和结构双重功能”，体现政策的宽松意图，货币政策仍需保驾护航，稳中偏松取向不变，降准降息窗口延续。而“扩大新增贷款规模”的提法下政策对杠杆率容忍度或有提高，社融增速有望延续温和回升，降成本继续推进。

积极财政提升效能，新增专项债额度保持 3.65 万亿，尽管预算赤字率较去年下调 0.4 个百分点至 2.8%左右，但正如我们此前预期，财政继续向正常化回归，去年财政支出力度偏弱下结余资金较高，对实际赤字形成补充，报告预计支出规模比去年扩大 2 万亿元以上（对应增速 8.1%以上），实际财政力度向宽。

2. PMI 逆季节性回升，景气度改善预期强化

2月官方制造业 PMI 50.2%，回升 0.1 个百分点，显著好于市场预期的 49.8%，连续第五个月维持荣枯线之上；非制造业 PMI 51.6%，回升 0.5 个百分点。

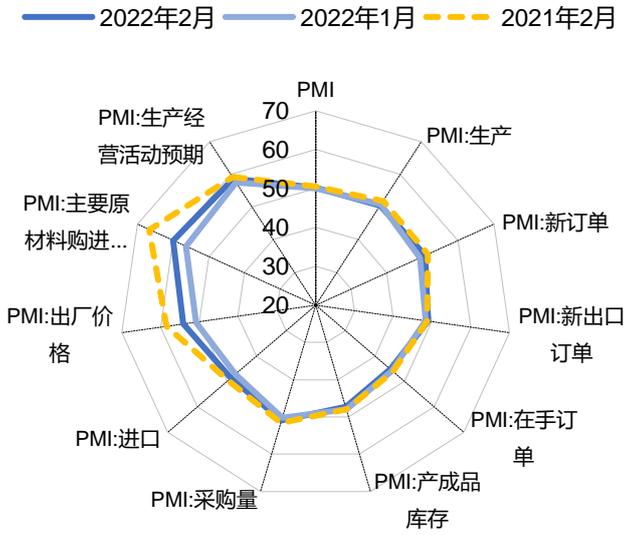
制造业 PMI 扩张区间稳中有升，反映企业节后复工复产形势良好，春节影响下生产指数较上月回落，但内外需均有所回升，新订单自去年 8 月以来首次回到扩张区间，“新订单-产成品库存”反映的经济动能指数大幅反弹，PMI 环比逆季节性回升强化了景气改善的预期。

PMI 上行一方面来源于“适度超前发力”政策定调下基建端发力的拉动，年初以来专项债密集发行落地，建筑业 PMI 和新订单明显回升，建筑业业务活动预期高位运行。另一方面，年初融资环境的改善也带动微观预期的回升，1 月社融实现开门红，企业融资环境和 PMI 生产经营活动预期指数同步走高。

不过数据显示经济仍存在一定压力，2 月原材料购进和出厂价格明显走高，成本端压力有所回升，近期欧美疫情收敛叠加俄乌冲突加剧供给端压力，原油价格持续上涨，全球通胀预期升温，中下游制造业成本压力加大，小企业景气度荣枯线以下继续下行，疫情影响下服务业景气度仍弱。

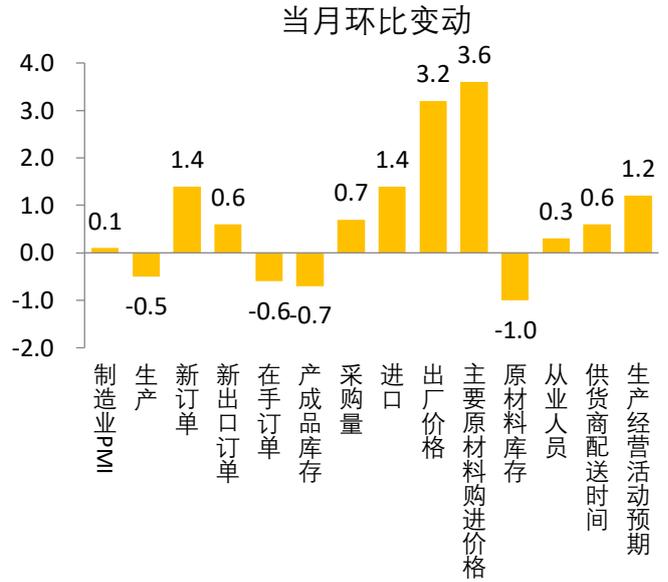
2 月 PMI 逆季节性回升反映稳增长政策初步见效，国内经济当前处在“政策发力之后、经济复苏企稳之前”，制造业出现被动去库存特征，呈现出衰退到复苏演绎的迹象。但房地产尚未企稳，商品房销售仍然偏弱，需求端仍待改善，基建投资加码仍未充分对冲地产投资下行，近期地产需求侧政策放松频频出台，多地调低首付比例和贷款利率，因城施策框架下后续力促进房地产良性循环是政策重点。

图 1: 官方 PMI 指数



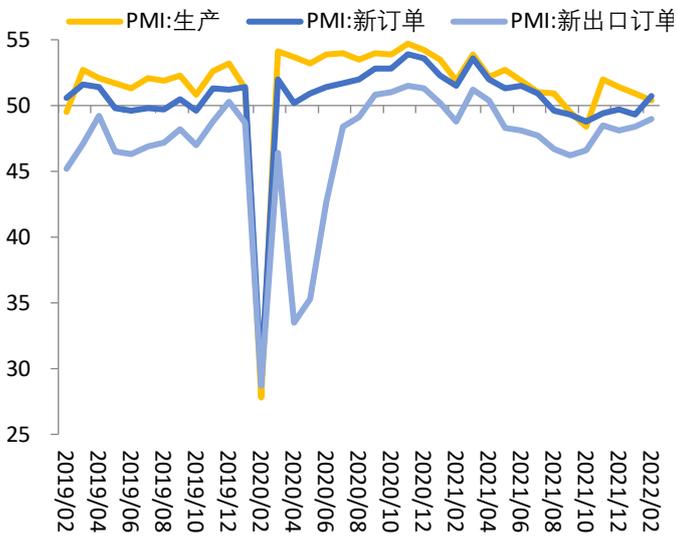
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: PMI 分项



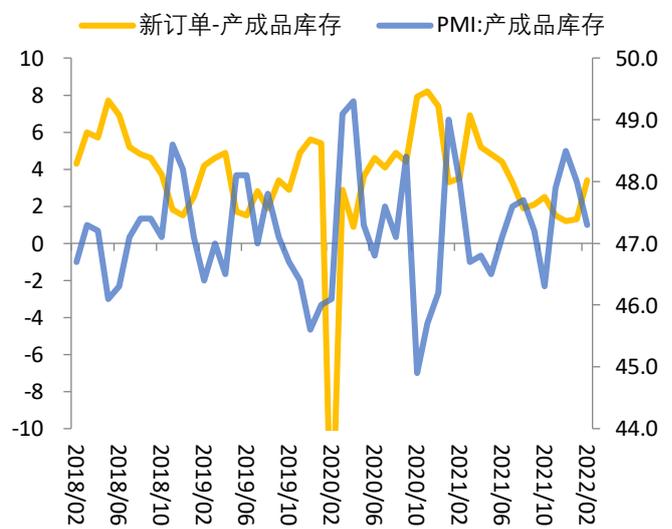
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 生产扩张、需求收缩



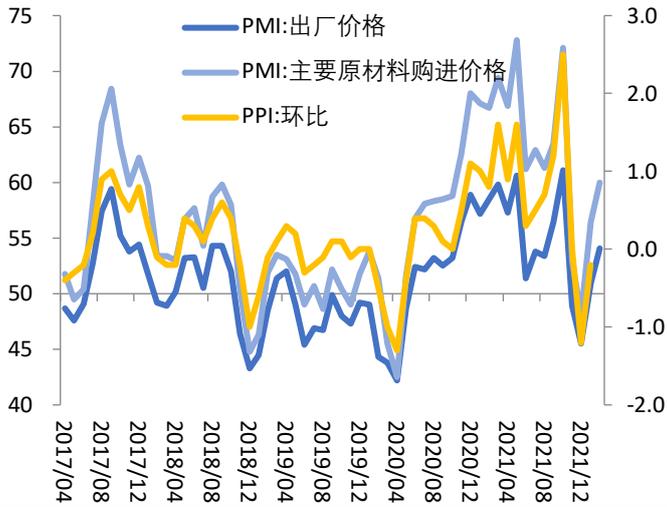
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 经济动能延续走弱, 企业被动补库



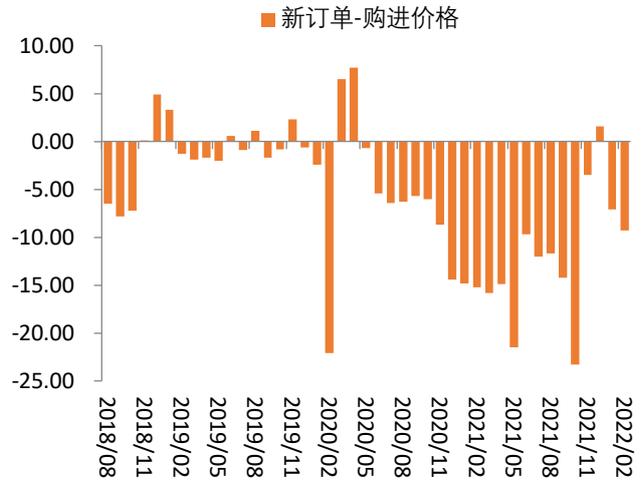
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5：原材料购进和出厂价格指数



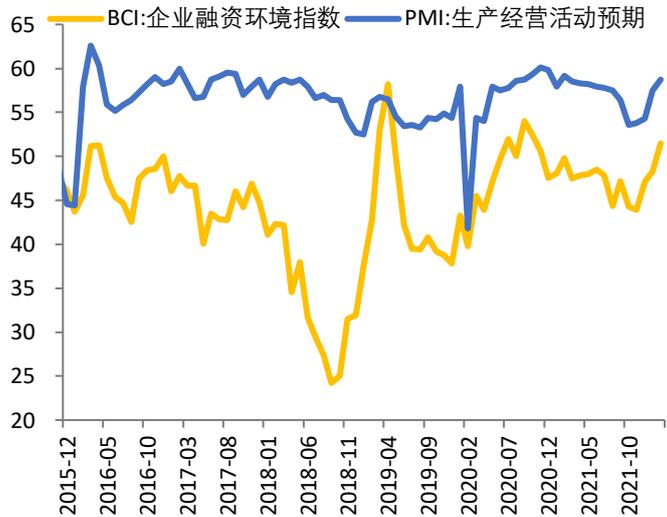
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：中下游制造业成本端压力或趋于缓解



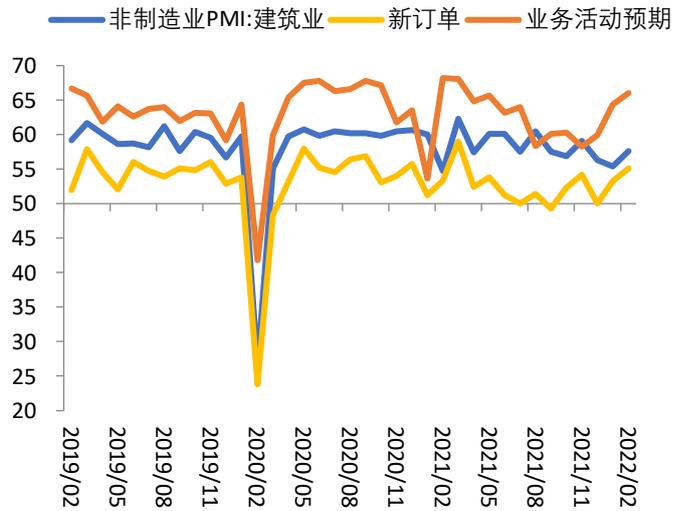
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：融资环境改善带动微观预期回升



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：基建发力带动建筑业表现回升



资料来源：Wind，优财研究院

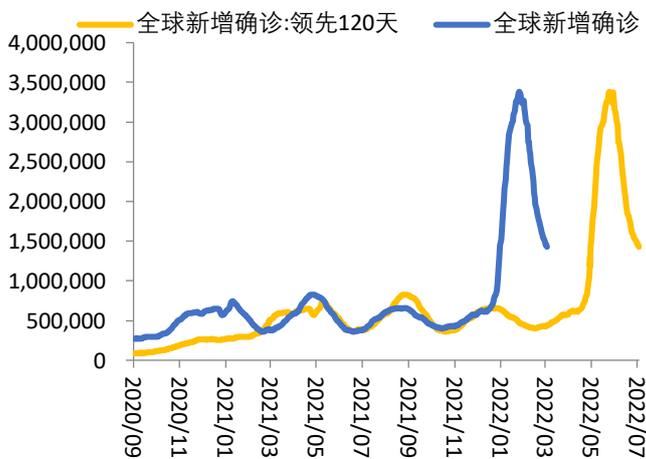
二、海外疫情和经济活动跟踪

全球疫情出现拐点迹象，欧美疫情缓和，欧洲美国等国家新增确诊病例均开始高位回落，疫情影响进一步消退，经济重启下美欧服务业 PMI 反弹。美国国内通胀仍然高企，国内消费不弱，但居民收入同比减速叠加高通胀影响消费持续性。

本次冲突导致全球通胀风险，重点是油价、其次是农产品，原油本就处在供需趋紧的环境中。原油价格的快速上涨加剧美国通胀担忧，美国 CPI 见顶的时间也可能被延迟至二季度，并连续两个季度位于 7% 上方。对市场的影响短期表现为风险偏好的回落，长期表现为通胀预期的上升，在全球央行货币政策收敛的背景下，此次冲突延缓但不能逆转全球紧缩过程。美股波动加大，美债曲线熊平概率加大，美元震荡偏强。

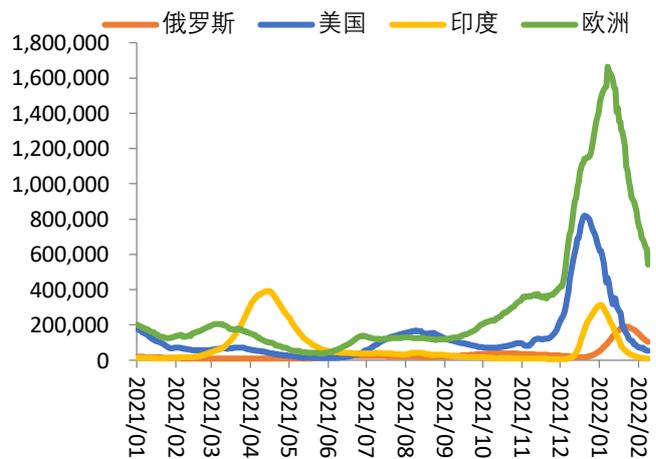
美联储确认 3 月 25bp 加息，市场担忧缓解，情绪改善。美联储主席鲍威尔在国会就半年度货币政策报告作证词时表示，支持 3 月加息 25 个基点以开启加息周期，同时对通胀过热情况下以更大幅度加息持开放态度。鲍威尔指出，将在首次加息后开始缩减资产负债表，但本次会议不会确定缩表计划。通胀远高于目标，预计将在 2022 年底达到峰值并开始回落。

图 9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



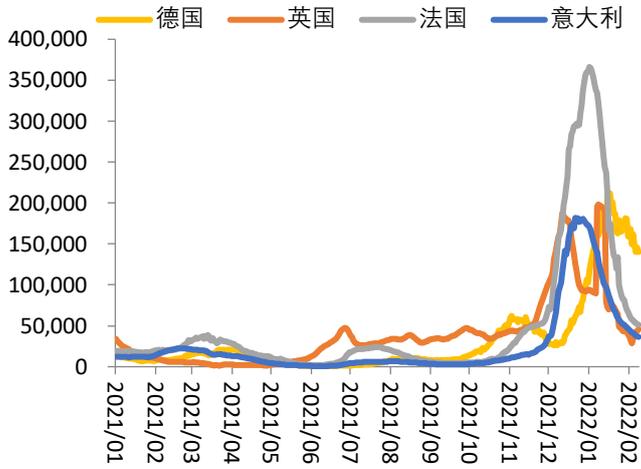
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



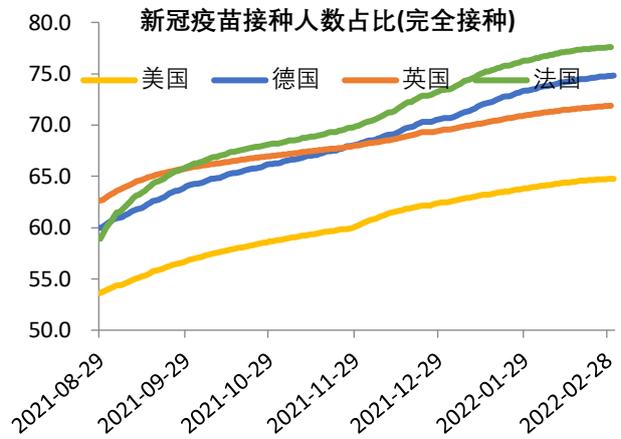
资料来源：Wind，优财研究院

图 11: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



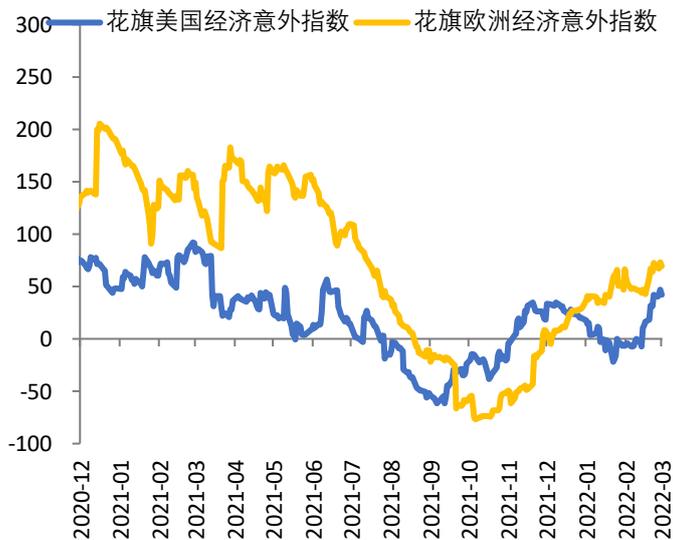
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



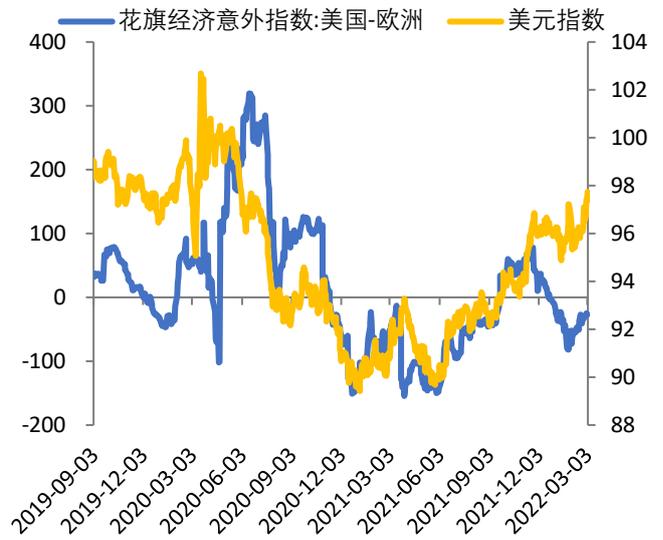
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美欧洲经济意外指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美欧差值 VS 美元指数



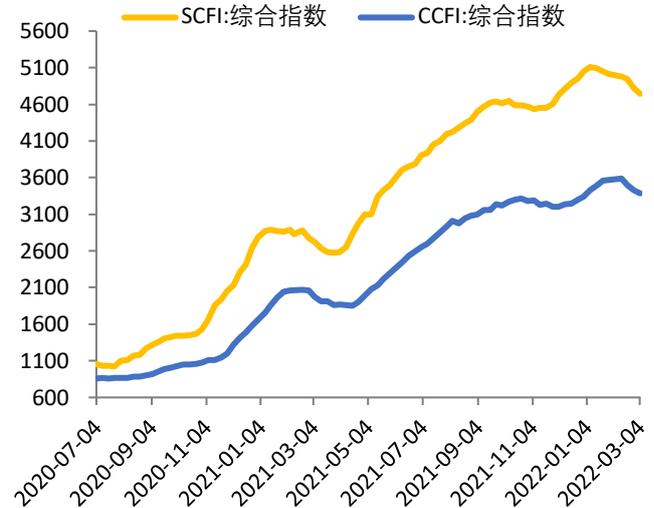
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求: 地产需求侧政策边际放松, 商品房销售仍待回暖

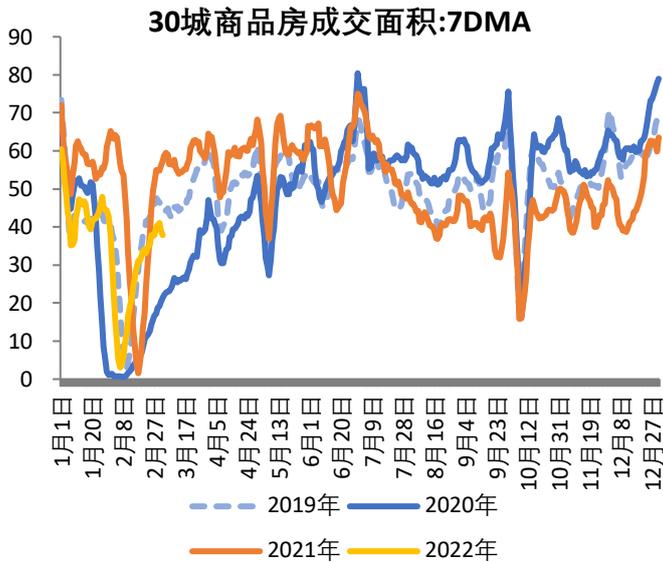
节后商品房销售逐渐回暖, 但仍低于去年同期销售水平, 2月30城商品房成交面积同比增速-27%, 与1月同比降幅大致相当, 不过一线城市降幅有明显收窄, 二三线城市仍然偏弱拖累需求端。土拍情况依然低迷, 25日太原首场土拍三宗地因无房企报名而流拍, 百城土地成交面积仍然维持低位, 土地溢价率处在底部。

近期地产需求侧政策继续边际放松, 继广州、佛山等地通过压缩 LPR 加点的方式下调房贷利率, 以及菏泽、重庆等地下调首套房首付比例后, 近日郑州出台了房地产新政 19 条, 引导在郑金融机构加大个人住房按揭贷款投放, 下调住房贷款利率、提出认贷不认房等, 成为今年全国第一个在限购限贷方面全面放松的城市。

往后看, 房地产供需两端显然仍未恢复良性循环, 当前地产端主要矛盾从“供

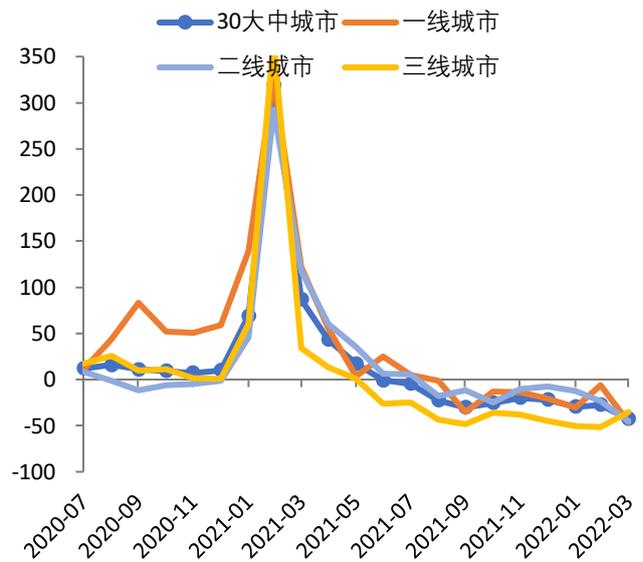
给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”，房地产依然处在惯性下滑的过程中，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍有边际放松的诉求，一季度仍是政策出台期。

图 17: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



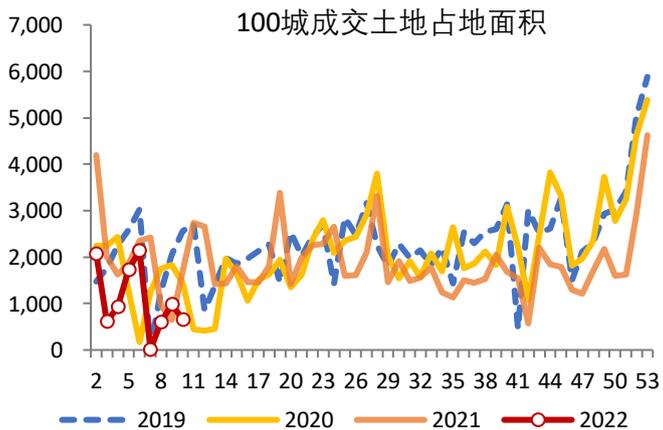
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 30 城商品房成交面积同比 (%)



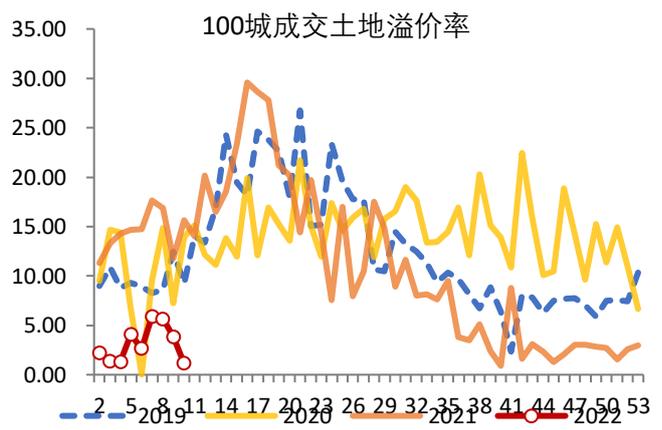
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 百城土地成交溢价率 (%)



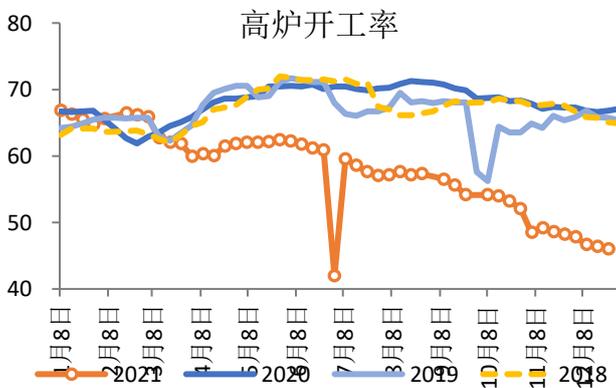
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产：上游生产偏弱，俄乌冲突推升大宗商品涨势

生产端，受北方天气因素和冬奥会影响，节后复工复产受限，上游生产仍弱，开工率逐步回升，但仍低于去年同期，房企资金回款情况不佳下房建项目存在停缓建。

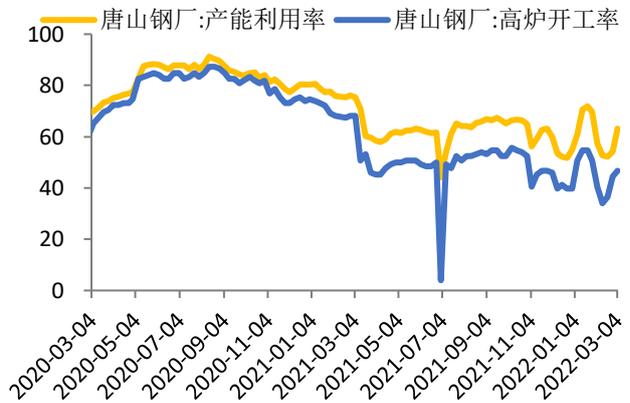
在俄乌冲突带来的供给端冲击下，油价快速上涨突破 100 美元，同时金属、农产品等作为重要出口商品也同步上涨，带动国内大宗商品涨势，上周焦煤、焦炭、动力煤、铁矿石、PVC 涨幅居前。

图 21：高炉开工率（%）



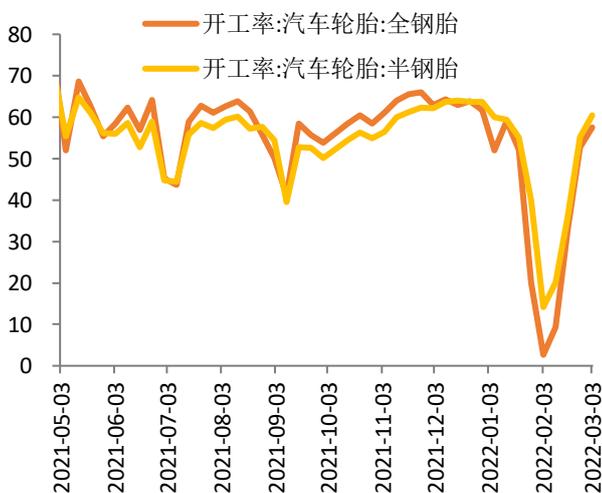
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：唐山钢厂高炉开工率（%）



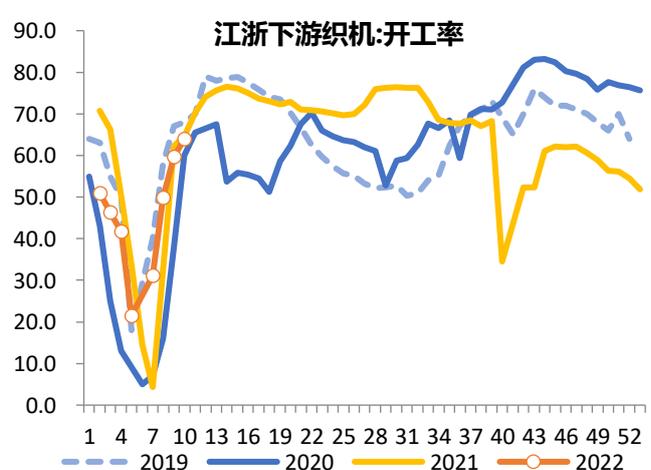
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



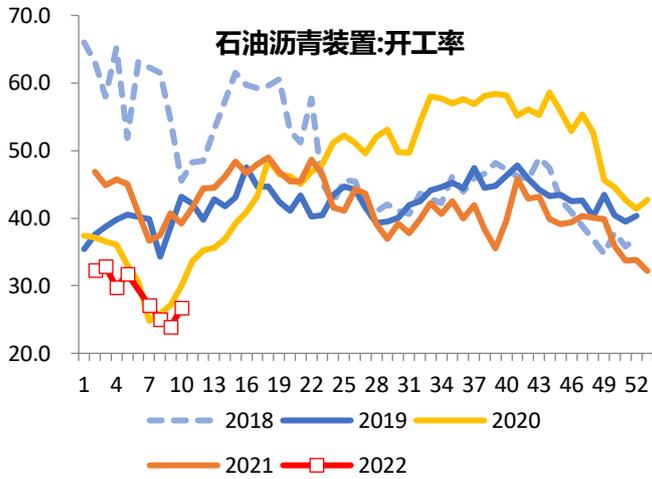
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：江浙下游织机开工率（%）



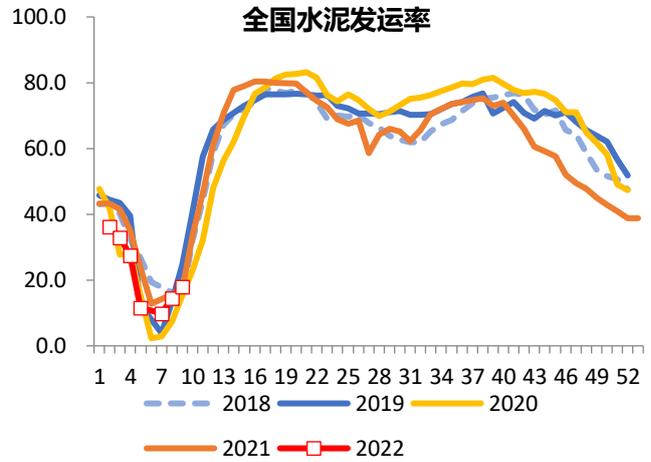
资料来源：Wind，优财研究院

图 25: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 全国水泥发运率 (%)



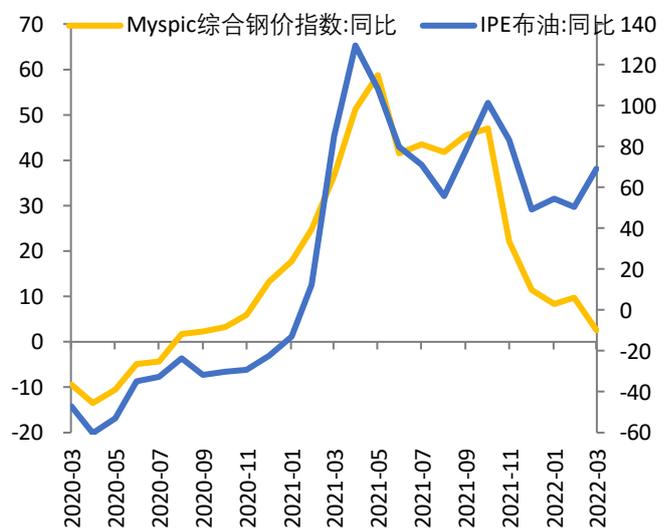
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 大宗商品价格指数



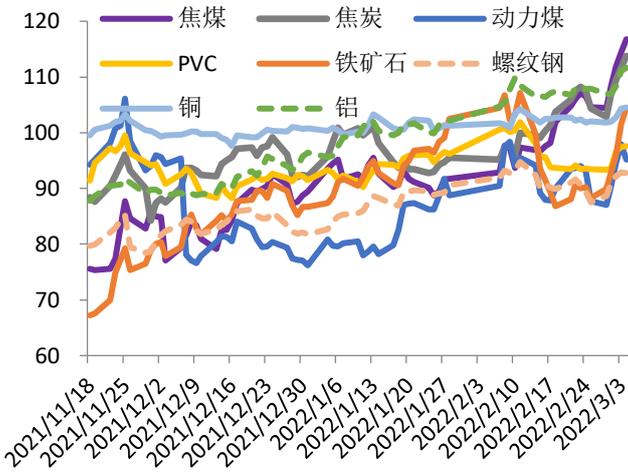
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 钢价指数&布油同比 (%)



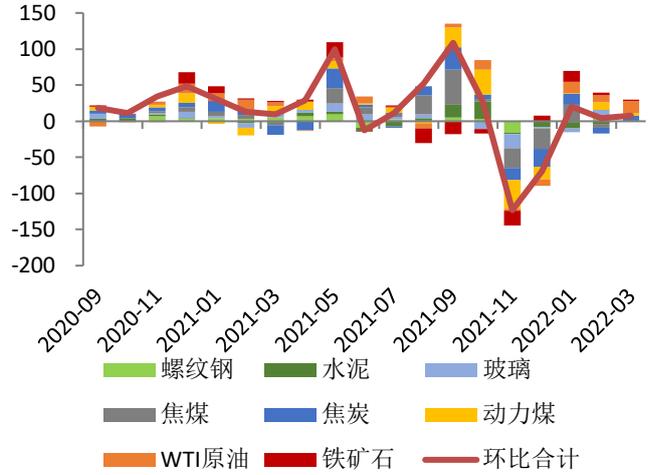
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：供给过剩压力下猪肉价格持续低迷，蔬菜价格有所反弹

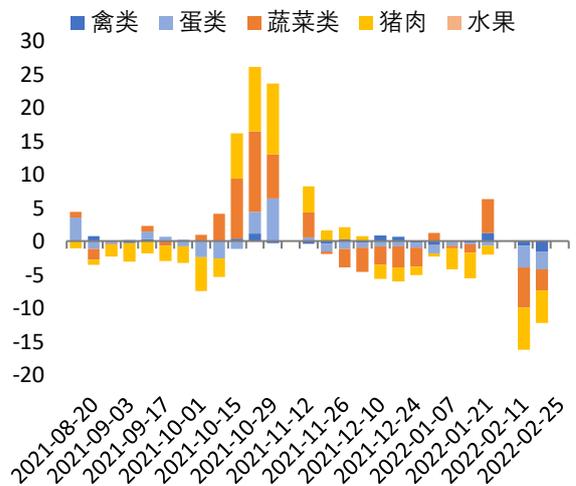
上周农产品批发价格有所回升，节后猪肉消费进入传统淡季，叠加全国生猪产能的阶段性的过剩，供给过剩压力下猪肉价格持续低迷。而近期蔬菜价格跌幅收窄后上周有所回升，当前蔬菜供应整体充足，但汽柴油价格上涨以及天期因素对菜价形成一定扰动。

图 31：农产品批发价格 200 指数



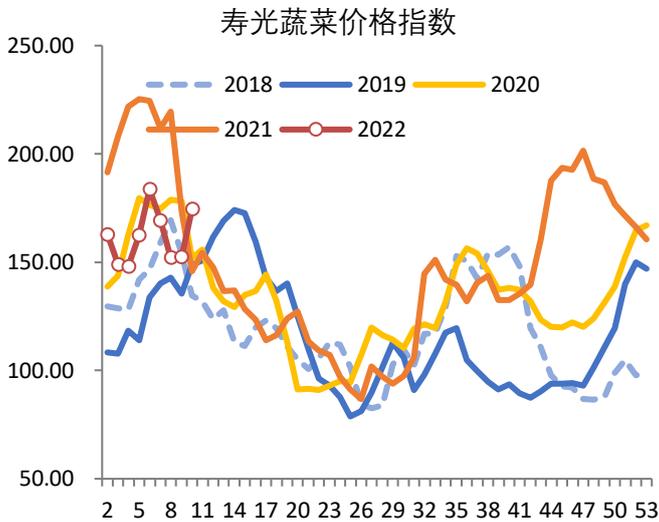
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：食用农产品价格指数:周环比（%）



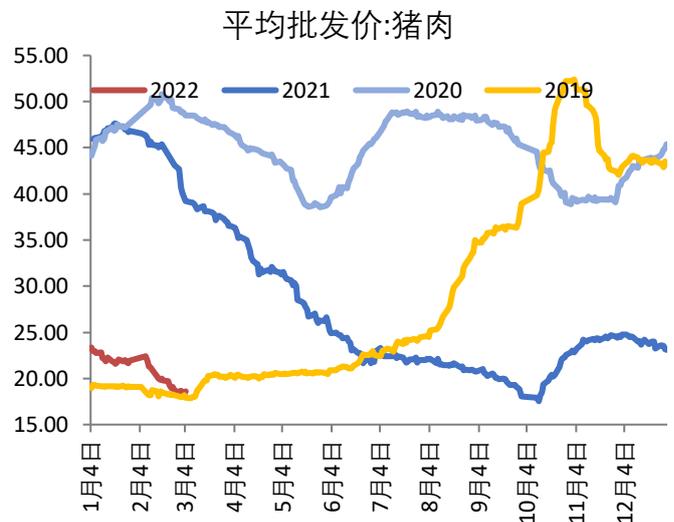
资料来源：Wind，优财研究院

图 33: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 猪肉平均批发价 (元/千克)



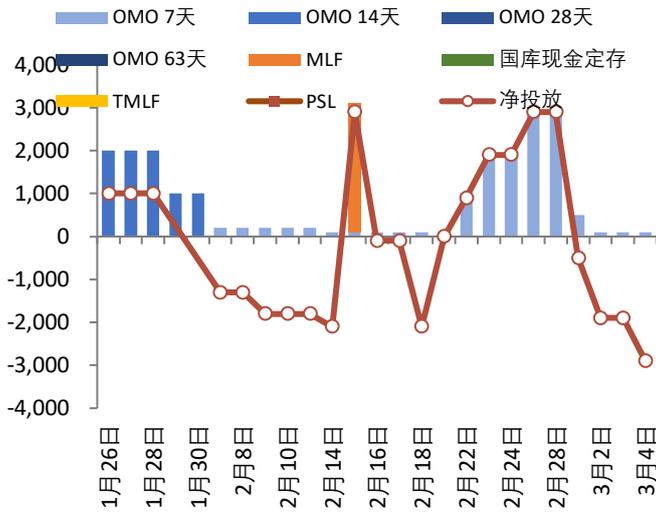
资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面：央行回归百亿操作，月初资金稳中偏松格局

上周央行公开市场共有 8100 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 3800 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 4300 亿元。央行回归百亿操作，但净回笼无碍市场流动性供给充裕，月初资金维持稳中偏松格局，前四天主要回购利率多数下行，周五资金面小幅收敛，市场心态略偏谨慎。

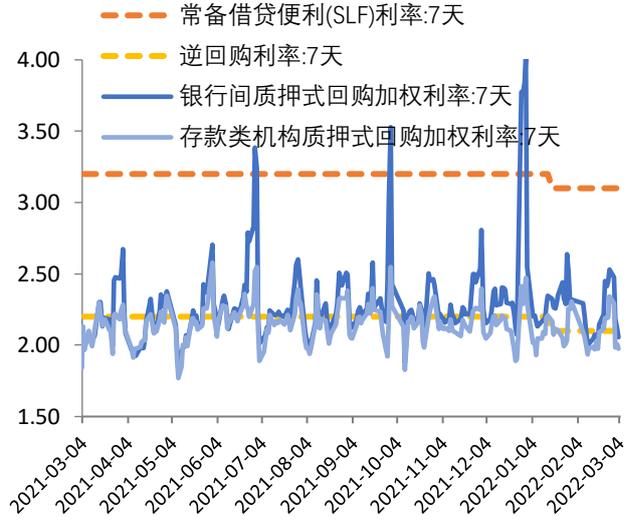
当前来看，货币政策从节前“货币先行”阶段转向“为宽信用保驾护航”的阶段，1 月社融信贷的超预期下货币政策进入观察期，稳中偏松加结构性政策仍然主导，降准仍将作为流动性补缺工具出现，短期流动性下充裕必要性不强。美联储加息时点临近下降息的外部制约加大，但宏观经济仍面临“三重压力”下降息窗口并未完全关闭，后续关键仍在于经济增速能否企稳。

图 35: 央行逆回购加量投放 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 资金利率 (%)



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/>