



2022年3月20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



数据超预期但复苏仍有隐忧，金融委发声维稳市场预期

内容提要

国内 1-2 月经济数据好于市场预期，可能存在去年年初基数较低、年初春节因素下经济体量小波动大、稳增长动员的提振。去年初受北方疫情反弹以及就地过年因素影响，消费、施工、生产都受到了较大的干扰，形成了明显的低基数效应。外需的积极因素仍在、叠加行业限产的放松，对 1-2 月生产形成拉动作用。往后看，3 月内外压力加大，海外俄乌冲突持续发酵，供给端冲击推升大宗商品价格，带来制造业成本端压力。而国内疫情再度反复，日均新增病例明显走高，疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，对消费端以及经济影响仍未结束。同时房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，经济仍然存在惯性下行的压力。美联储加息在即的窗口下，3 月中 MLF 降息预期落空，外部平衡仍需兼顾，但宽信用仍需要货币端保驾护航，货币政策仍处在宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，降准仍有空间。

海外方面，美联储 3 月如期加息 25 个 bp，后续政策节奏较预期略微鹰派。不同于历次加息周期，本次加息周期为经济复苏后半程的后周期加息，叠加滞胀风险，意味着并非遵循以往加息时点利空出尽的逻辑。同时俄乌冲突加剧全球通胀压力，对经济和政策前景带来很大的不确定性，美股短期喘息后整体环境仍偏不利，美债在实际利率和通胀预期的双重影响下宽幅波动，加息周期对应收益率曲线走平。美国通胀和经济表现将是后续加息节奏的主要关注重心，缩表预期仍然是市场关注重点。市场对俄乌战争的交易逻辑已经从最初的局部通胀和短期避险，转向了滞胀和衰退。

债市此前一度受到降准降息预期的提振，而月中 MLF 超额等价续作下市场降息预期落空，叠加经济数据超预期，债市面临调整压力。不过，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，MLF 利率 2.85% 的水平仍然是十年期国债利率的重要锚，长端利率上行超过 2.85% 后仍然存在做多空间，海外俄乌冲突以及国内疫情严峻也带来宏观经济扰动。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。

股市方面，A 股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 月经济数据超预期反而降低后续稳增长和政策放松预期，俄乌冲突及美联储加息背景下，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。金融委会议给予市场“定心丸”，提振市场风险情绪，但后续走向还要看是否有相关措施出台。

风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、1-2 月经济数据超预期，但经济复苏仍有隐忧

1-2 月经济数据好于市场预期，可能存在去年年初基数较低、年初春节因素下经济体量小波动大、稳增长动员的提振。去年初受北方疫情反弹以及就地过年因素影响，消费、施工、生产都受到了较大的干扰，形成了明显的低基数效应。外需的积极因素仍在、叠加行业限产的放松，对 1-2 月生产形成拉动作用。

往后看，3 月内外压力加大，海外俄乌冲突持续发酵，供给端冲击推升大宗商品价格，带来制造业成本端压力。而国内疫情再度反复，日均新增病例明显走高，疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，对消费端以及经济影响仍未结束。同时房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，经济仍然存在惯性下行的压力。美联储加息在即的窗口下，3 月中 MLF 降息预期落空，外部平衡仍需兼顾，但宽信用仍需要货币端保驾护航，货币政策仍处在宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，降准仍有空间。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04
工业增加值		7.5		5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8
固定资产投资		12.2		3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7
基建	当月同比%	8.1		-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4
房地产	(2020-2021为两年平均)	3.7		-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3
制造业		20.9		11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4
社消零售		6.7		3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3
出口金额		16.3		19.5	21.1	18.6	18.3	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7
进口金额		15.5		13.4	17.2	12.3	15.3	14.3	12.8	18.8	12.5	10.8
CPI	当月同比%	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9
PPI	当月同比%	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8
M1	%	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2
M2	%	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1
社融	存里同比%	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70
失业率	城镇调查	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1

资料来源：Wind，优财研究院

房地产投资回升，但前瞻指标继续放缓下仍未恢复良性循环。销售、拿地、开工、施工均呈现偏弱格局，销售和拿地的继续下滑显示当前地产端预期走弱仍未改善，房地产供求两端仍未恢复良性循环。地产端主要矛盾从去年下半年的“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。

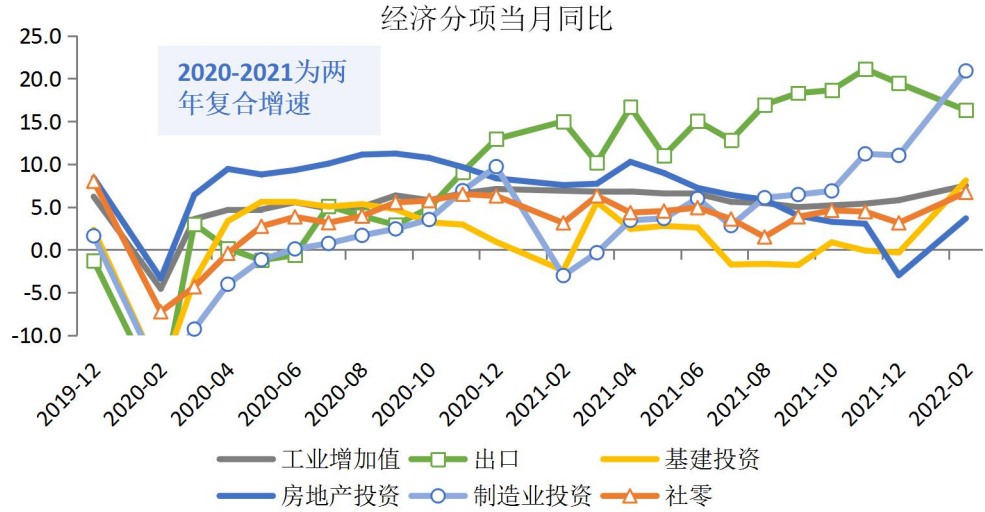
基建提速符合市场预期，“适度超前开展基础设施投资”下基建投资靠前发力。同时去年的低基数效应也对投资增速形成一定提振，财政后置节奏下去年年初基建投资复合增速回落至负值，而今年年初，基建投资明显靠前发力，从项目、资金、订单端都有明显改善。

制造业投资受到低基数的明显提振，需求和盈利端压力仍在加大。去年年初制造业投资基数较低（复合增速-3%），设备抵税政策到期下企业提前冲量形成设备投资，导致跨年后增速明显下跌，剔除基数影响的制造业投资较去年年底下滑。而随着成本端压力的加大、以及消费、出口、地产等因素对订单的影响，需求和盈利对制造业的压力将逐渐显现，制造业投资存在向下压力。

春节精准防控减弱消费影响，国内疫情及就业收入仍制约消费复苏。消费端同样存在低基数的提振，去年年初北方疫情反弹下就地过年冲击消费，而今年年初疫情的精准防控对消费影响有所减弱。但3月以来国内疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，将打断消费回暖的趋势。我们此前也指出，在疫情影响进一步减退前，消费的复苏存在天花板效应，仍难回到疫情前水平。

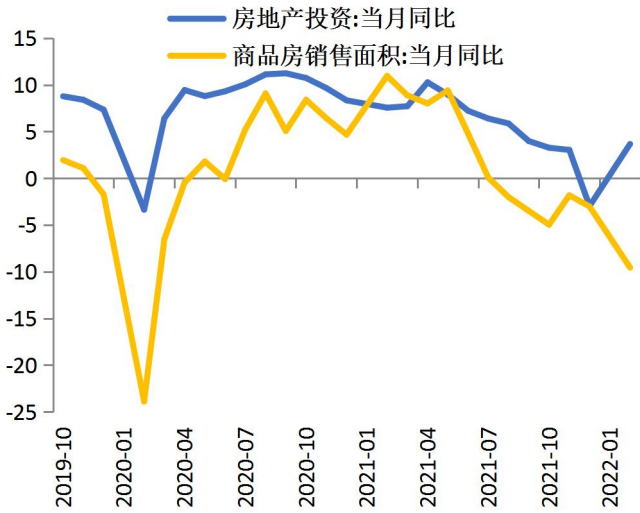
出口端仍支撑生产积极表现，中游行业生产景气度较高。工业增加值同样受到去年年初就地过年所形成的低基数提振，1-2月增速在高基数的基础上继续同比高增，但环比增速仍略差于四季度，仅好于受到限电限产影响的去年三季度，出口交货值继续上升，反应出口端对于生产仍形成积极拉动。海外资本开支周期提振中游行业及其相关的上游链条生产强劲。

图 2：经济分项表现（%）



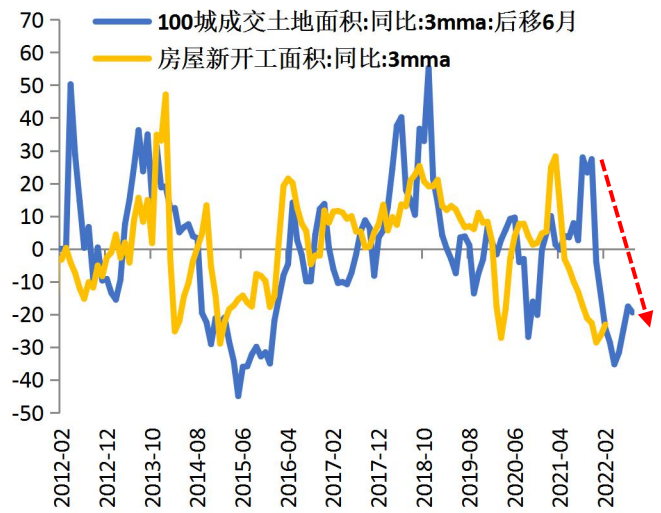
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资 VS 销售（20-21 为两年复合增速%）



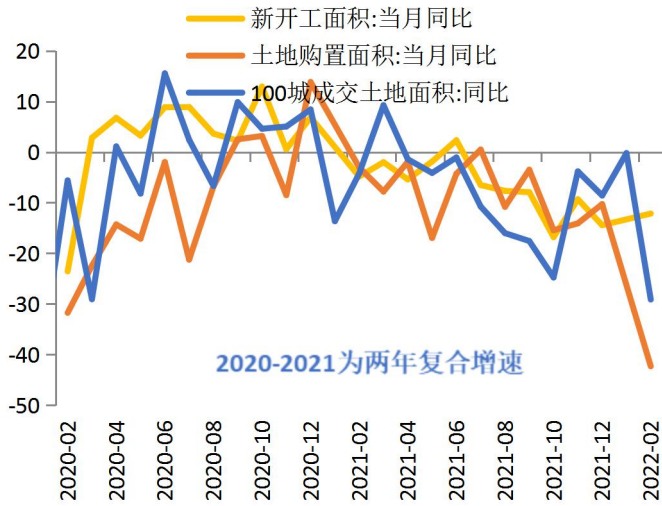
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：土地成交走弱带动新开工仍在低位（%）



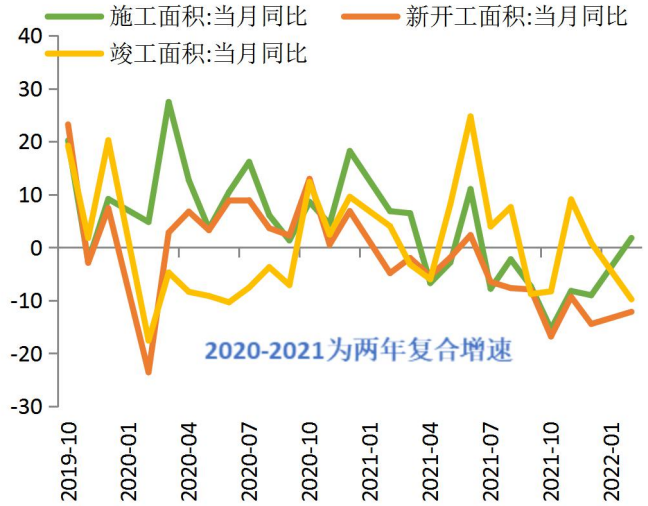
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：土地购置面积增速继续下行（%）



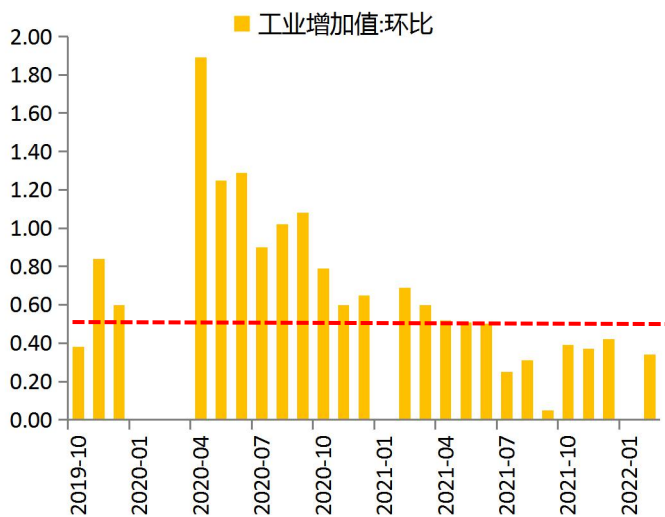
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：新开工增速持续深度负增长（%）



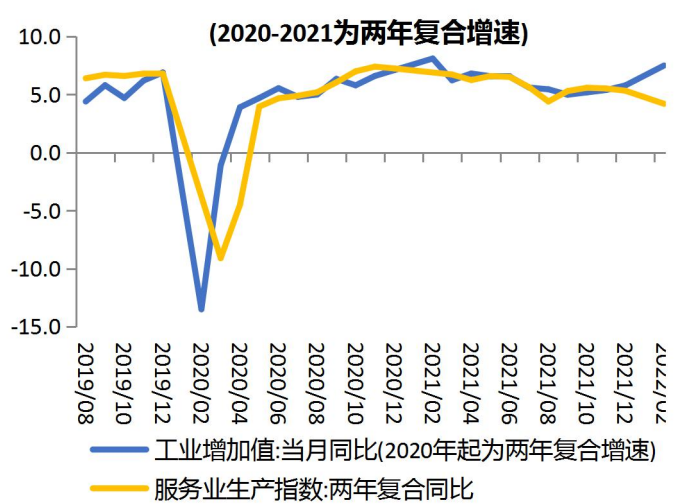
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：工业增加值环比增速较四季度回落（%）



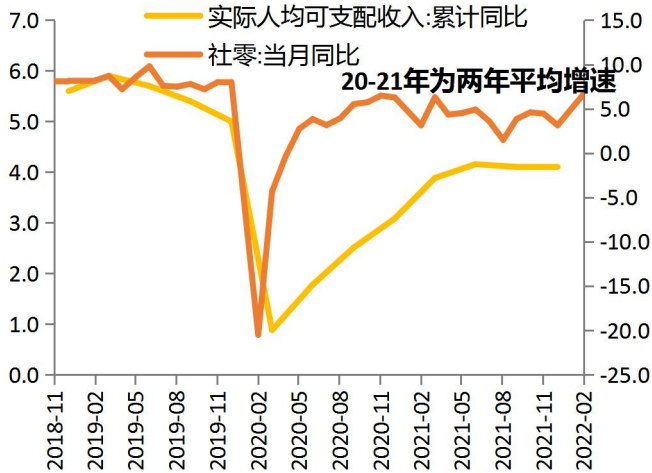
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：服务业生产仍在回落（%）



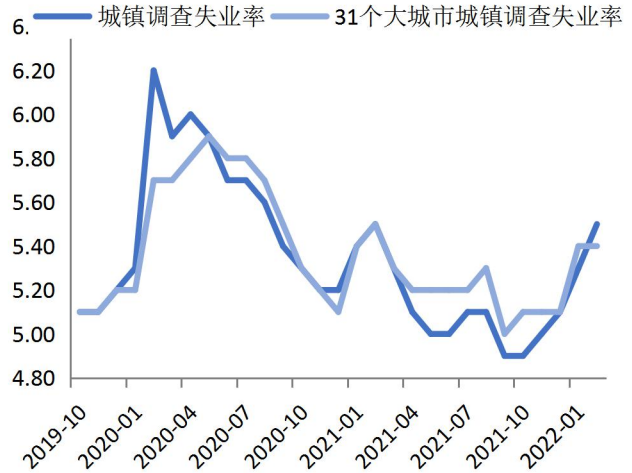
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：可支配收入增速明显低于疫情前 (%)



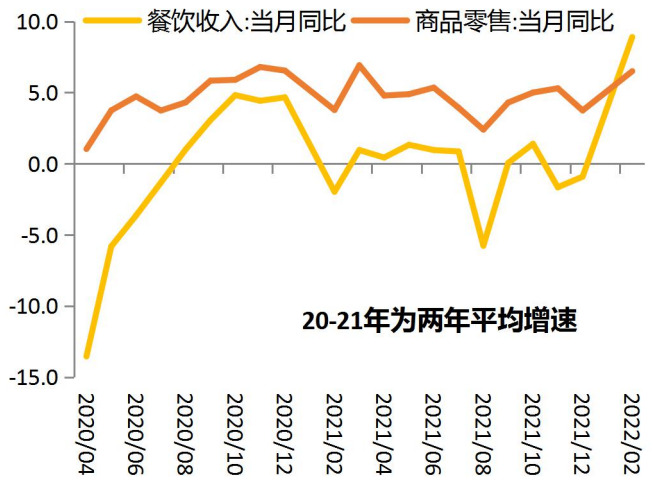
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：失业率仍在上行 (%)



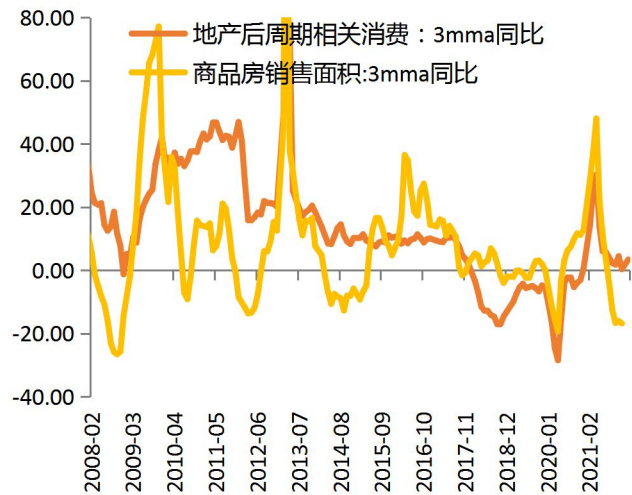
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：餐饮收入受基数提振较为显著 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：地产后周期消费仍然偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

近期全球疫情新增确诊再度反弹，主要源于欧洲疫情反弹和西太平洋地区疫情扩散，德国日度新增确诊破新高，英法意等国均有所回升，海外疫情存在边际恶化

的可能，但死亡率仍维持低位。

近期，市场对俄乌战争的交易逻辑已经从最初的局部通胀和短期避险，转向了滞胀和衰退，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。10Y 美债利率受到通胀预期抬升的推动，而美债实际利率仍维持低位。

美联储如期加息 25 个 bp，后续政策节奏较预期略微鹰派。上周美联储宣布上调联邦基金利率目标区间 25 个基点至 0.25-0.5%，为 2018 年 12 月以来首次加息，符合市场预期。点阵图显示，美联储年内还会进行六次同等幅度的加息。美联储主席鲍威尔表示，美联储最早可能在 5 月份宣布资产负债表计划。会议前，市场对于加息 25bp 已有一致预期，但点阵图和鲍威尔发言显示后续政策节奏较预期略微鹰派，缩表可能于 5 月落地，并承认了在某次会议上加息更大幅度的可能性。加息落地后，混乱预期得到短期平衡，美股先跌后涨。

不同于历次加息周期，本次加息周期为经济复苏后半程的后周期加息，叠加滞胀风险，意味着并非遵循以往加息时点利空出尽的逻辑。同时俄乌冲突加剧全球通胀压力，对经济和政策前景带来很大的不确定性，美股短期喘息后整体环境仍偏不利，美债在实际利率和通胀预期的双重影响下宽幅波动，加息周期对应收益率曲线走平。美国通胀和经济表现将是后续加息节奏的主要关注重心，缩表预期仍然是市场关注重点。

图 13：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

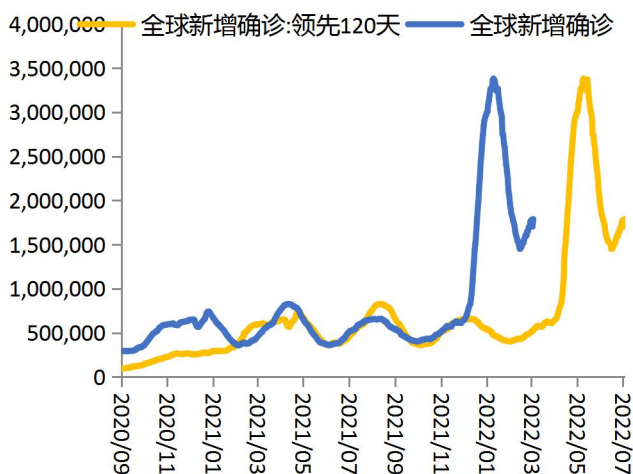
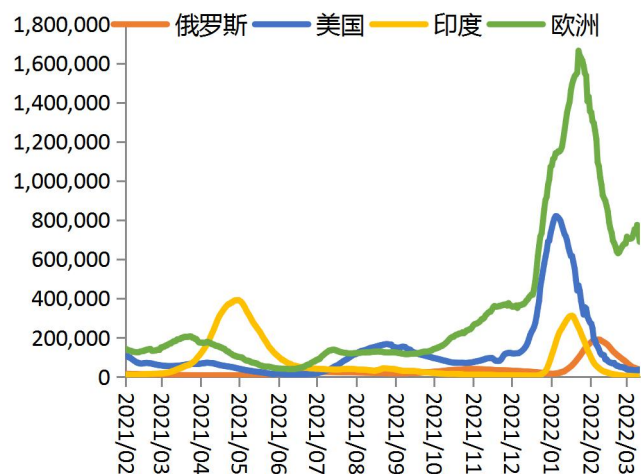


图 14：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

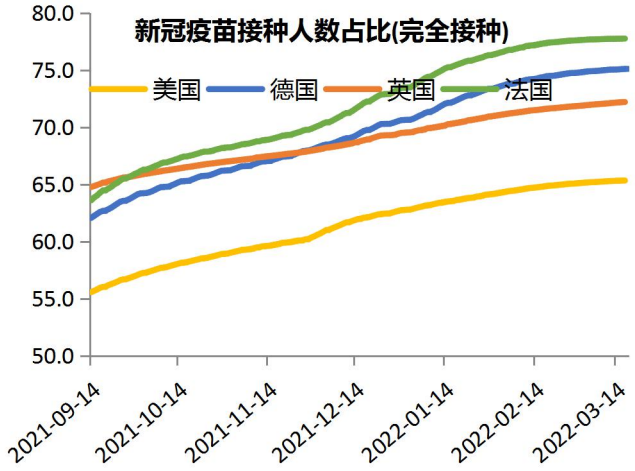
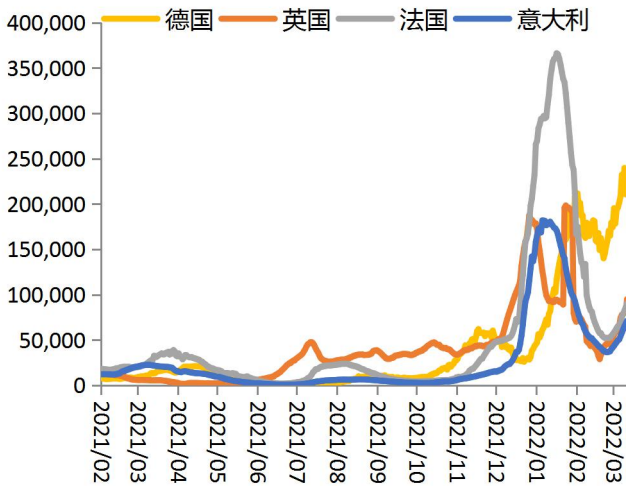


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 15：新冠疫情当日新增确诊病例（例）

图 16：新冠疫苗完全接种人数占比（%）

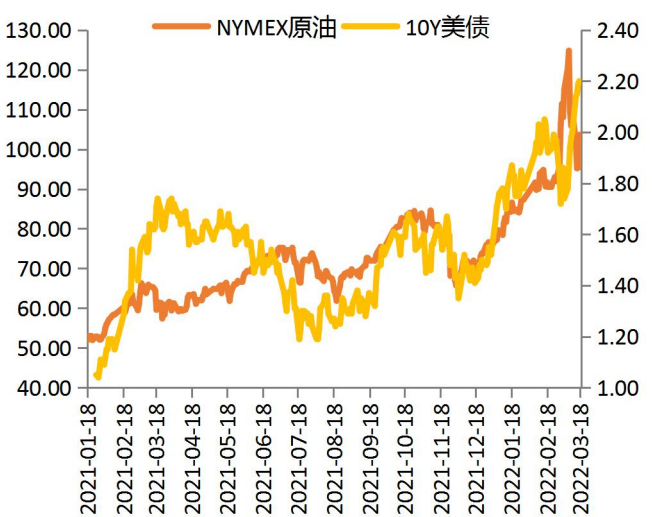


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 17：美欧差值 VS 美元指数

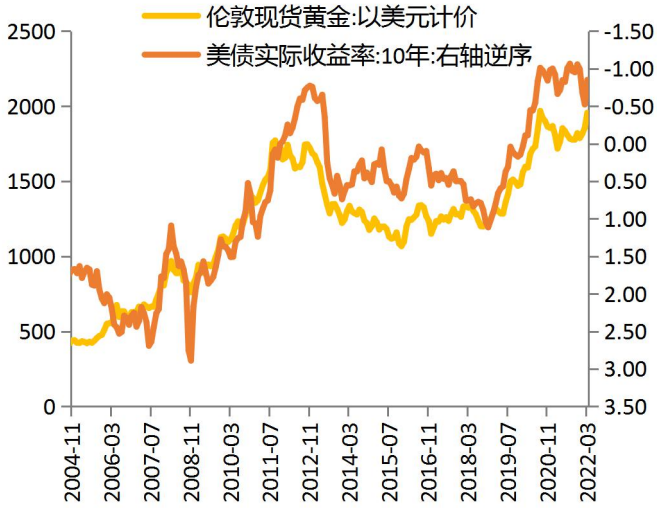
图 18：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



资料来源：Wind，优财研究院

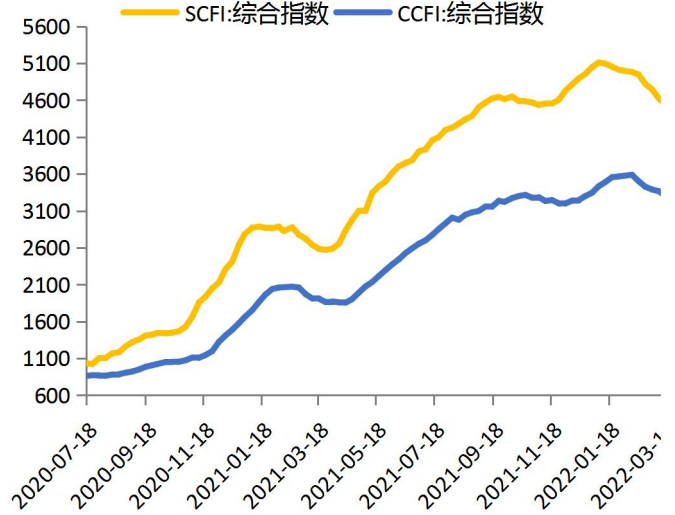
资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 美债实际收益率 VS 黄金



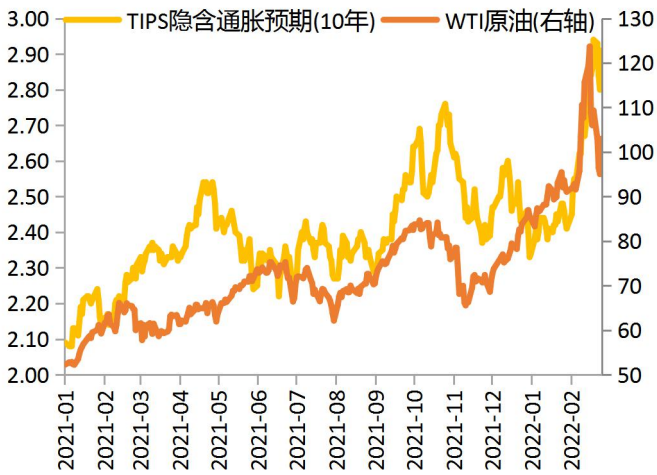
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 运价指数



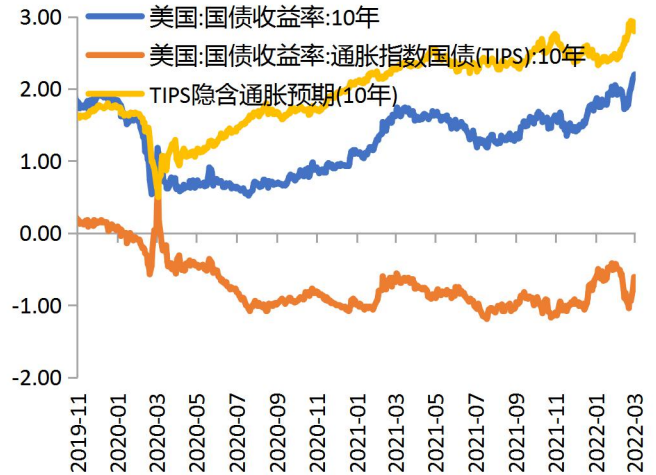
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 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 22: 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

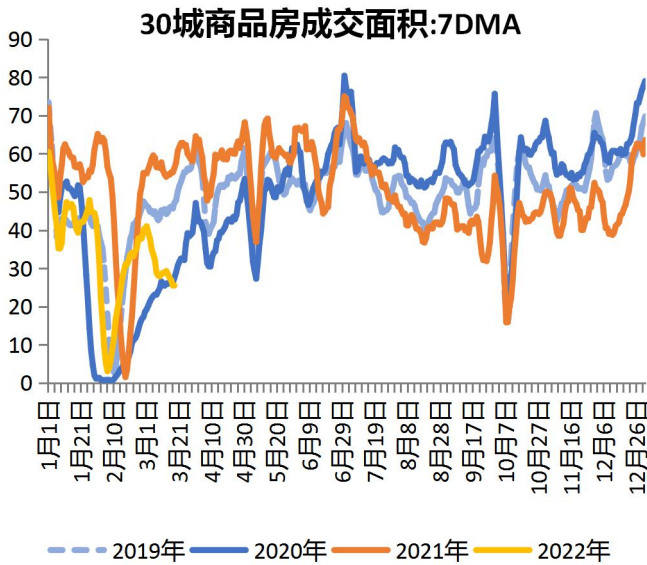
三、经济高频观察

1. 需求：疫情防控形势趋严，一线城市商品房销售降幅显著扩大

商品房销售仍在持续下滑，或受3月初以来全国疫情形势再度严峻的影响，防控措施影响销售活动，同比降幅较上月继续扩大，截至至18日，3月30城商品房成交面积同比增速-51.8%（1-10日为-49%，上月-27%），一二三线城市同步走弱，上海深圳疫情防控加码下一线城市降幅显著扩大，土地溢价率仍处在底部。

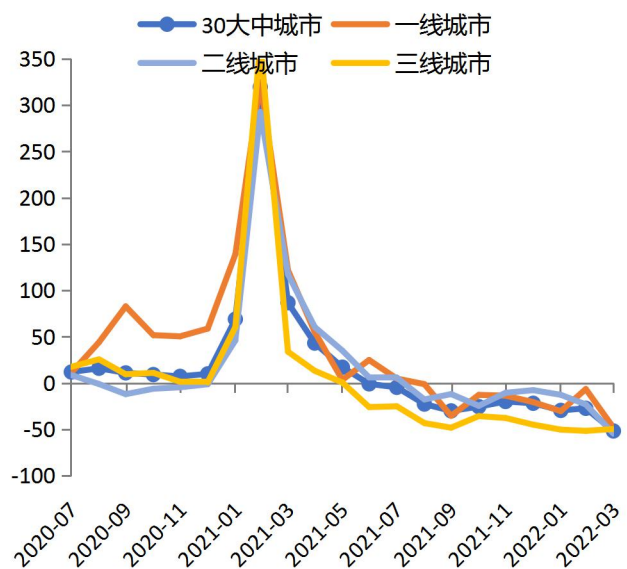
当前销售和拿地的继续下滑显示当前地产端预期走弱仍未改善，房地产供求两端仍未恢复良性循环。房地产依然处在惯性下滑的过程中，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍有边际放松的诉求，一季度仍是政策出台期。

图 23：30 城商品房成交面积（万平方米）



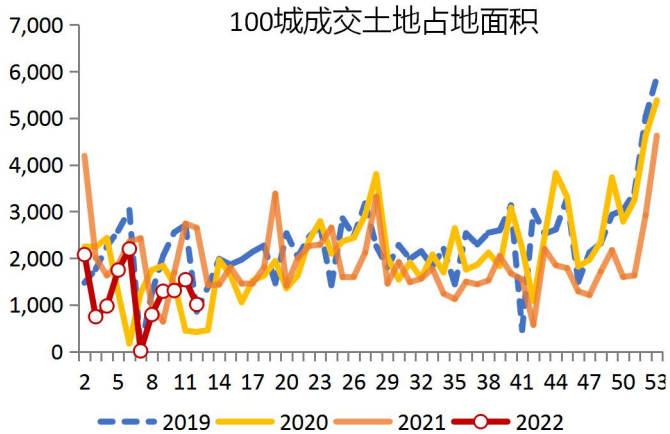
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：30 城商品房成交面积同比（%）



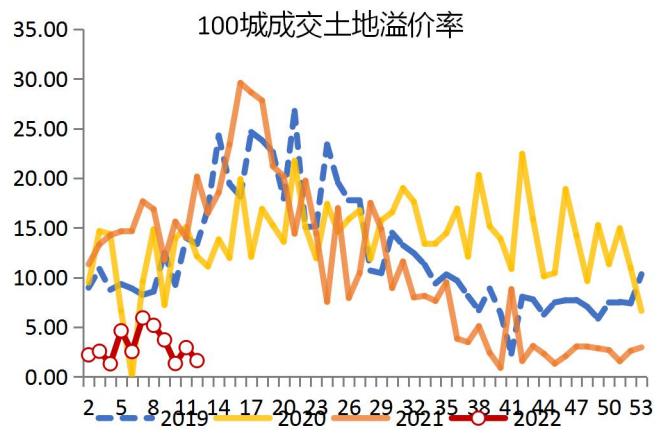
资料来源：Wind，优财研究院

图 25: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 百城土地成交溢价率 (%)



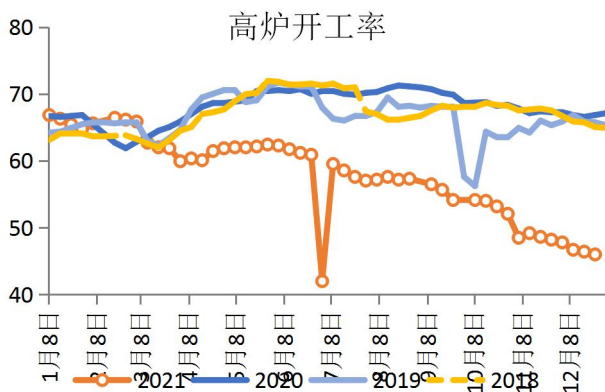
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产: 疫情频发下部分地区开工受限, 工业品价格有所反复

近期疫情频发下部分地区开工受限, 上周电厂日耗小幅回落; 而随着两会以及冬残奥会闭幕, 唐山市相关部门 14 日宣布全部解除赛时管控, 复产活动增加下唐山钢厂开工率有所回升; 汽车轮胎开工率高位有所回落, 江浙地区涤纶长丝开工率继续小幅回升。

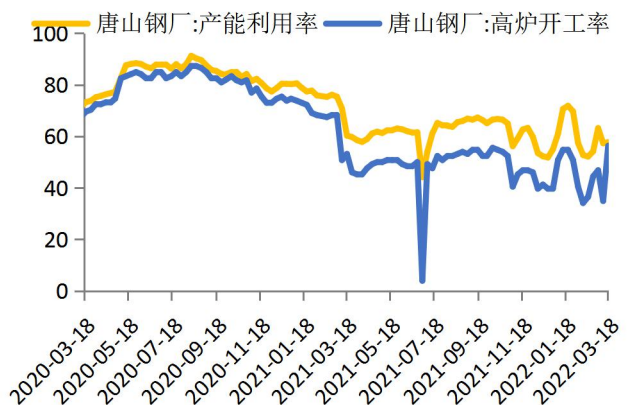
工业品价格上周先跌后涨, 油价高位回落后有所反复。中长期看俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击, 带来全球通胀压力的抬升, 并加剧全球产业链原料短供问题, 全球经济滞涨风险加大。

图 27: 高炉开工率 (%)



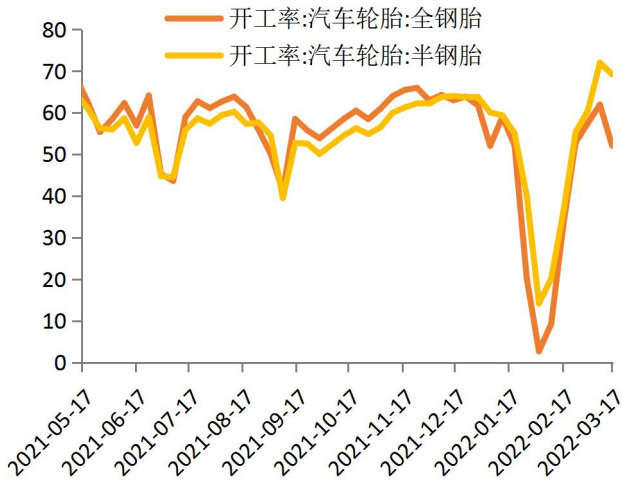
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



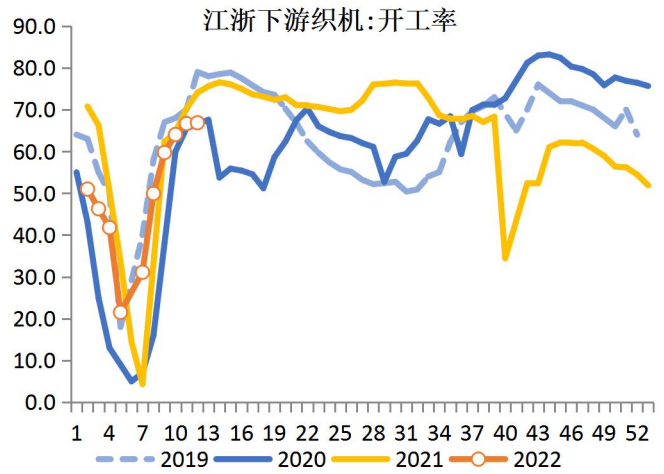
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



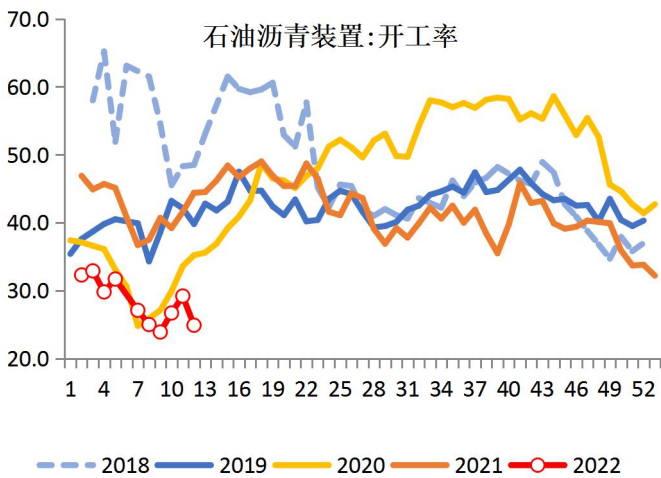
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 江浙下游织机开工率 (%)



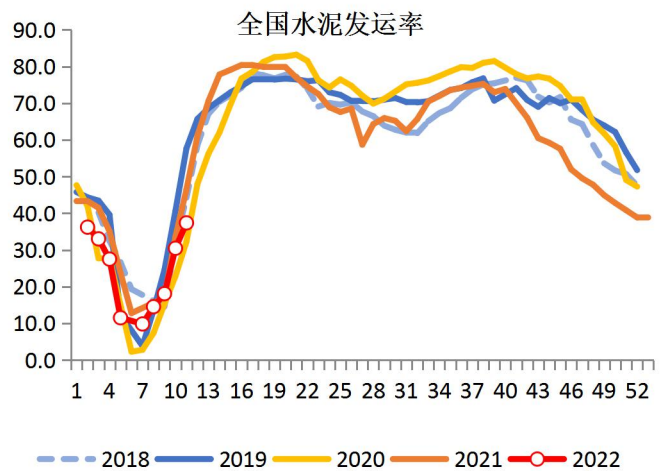
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 石油沥青装置开工率 (%)



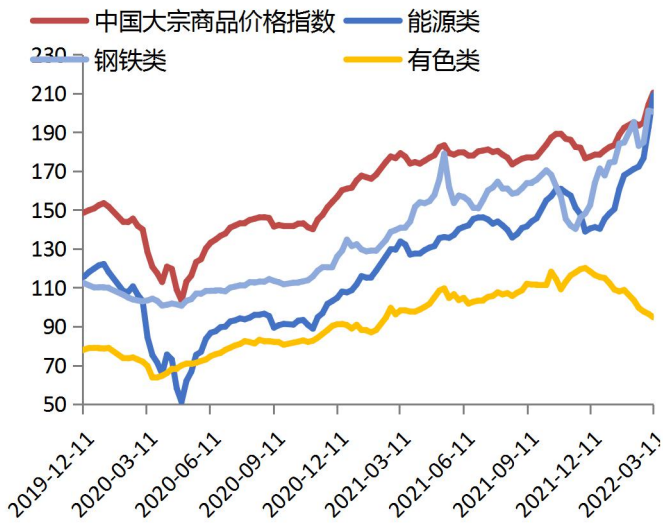
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 全国水泥发运率 (%)



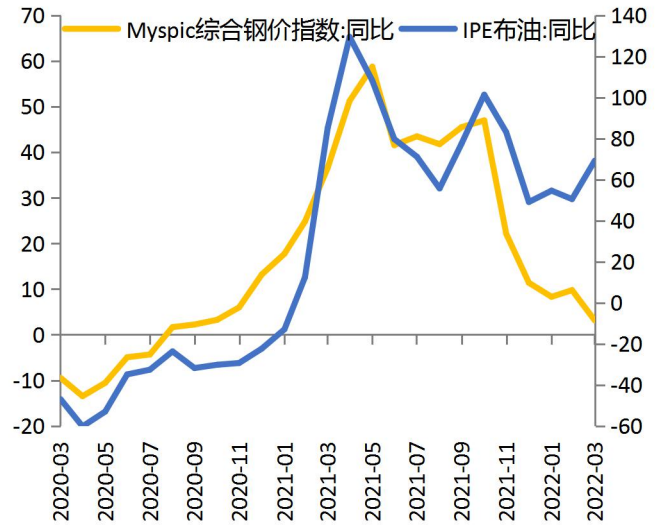
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 大宗商品价格指数



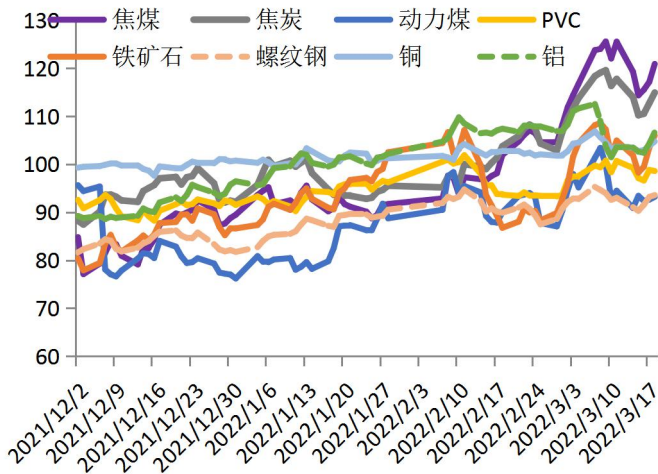
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 钢价指数&布油同比 (%)



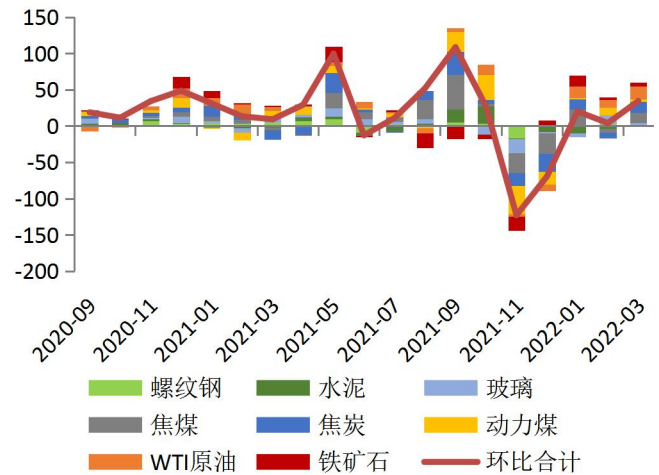
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 工业品价格月度环比 (%)

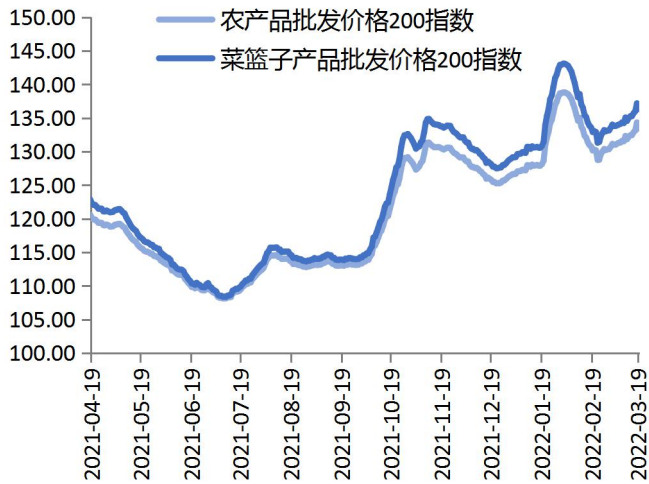


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀：农产品价格反季节行上涨，猪肉价格持续弱势运行

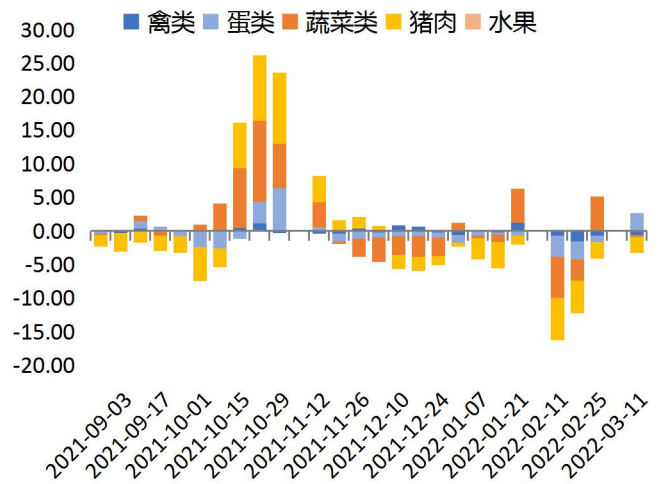
上周农产品批发价格延续反弹，呈现反季节性上涨，蔬菜价格也继续回升，猪价持续下跌。消费淡季下猪肉价格弱势运行，猪价跌破养殖成本线，叠加饲料价格上涨的成本压力，养殖户惜售情绪加重，市场供应偏紧。

图 37：农产品批发价格 200 指数



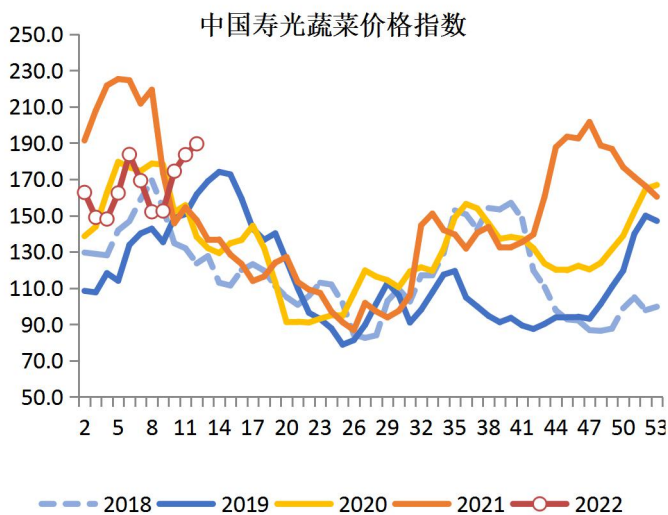
资料来源：Wind，优财研究院

图 38：食用农产品价格指数:周环比 (%)



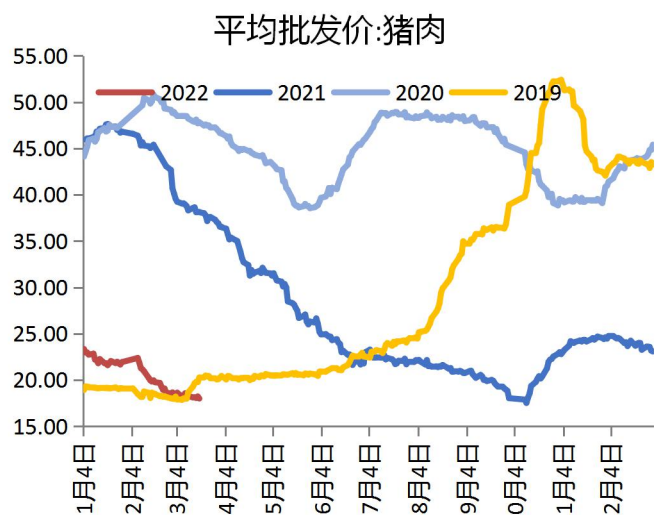
资料来源：Wind，优财研究院

图 39：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 40：猪肉平均批发价 (元/千克)



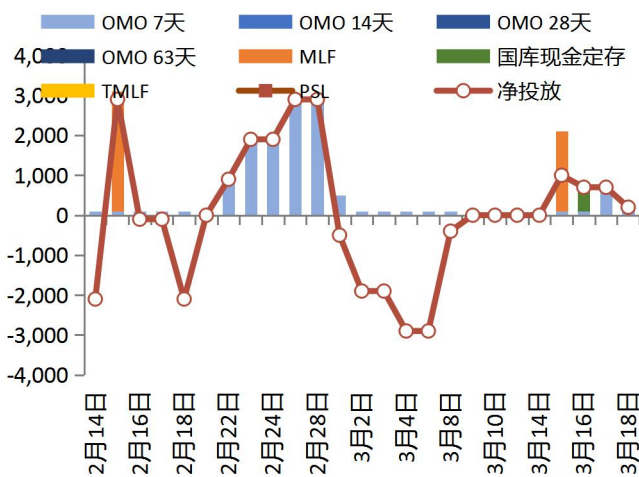
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：月中 MLF 超额等价续作下降息预期落空，金融委发声纠偏下央行加力投放稳定市场预期

上周央行公开市场累计进行了 1400 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，周内共有 500 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期，实现全口径净投放 1900 亿元。银行间资金面整体均衡偏宽，周初税期影响下资金利率略有所收敛，而随着金融委发声纠偏、政策维稳下央行逆回购操作小幅放量、税期影响逐渐消退，隔夜及七天回购利率有所回落。

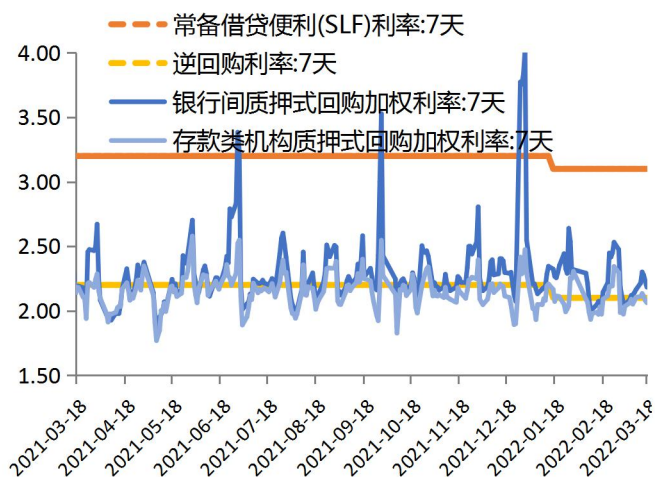
央行月中 MLF 超额等价续作，市场降息预期落空，或受 1-2 月经济数据超预期好转、美联储加息窗口下兼顾外部平衡等影响。但当前实体融资需求仍然偏弱，宽信用预期反复下仍需要货币端的保驾护航，货币政策仍处于宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，房贷加点利差的下调也起到一定降息效果，3-4 月开工旺季或流动性缺口，降准仍有空间。

图 41：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 42：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/>