

2022年8月28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：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



国内政策重心重回稳增长，美联储控通胀立场坚定

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 政策重心重回稳增长。国常会承认当前经济“恢复基础不牢固”，强调“用好工具箱中可用工具”，政策重心重回稳增长，再度部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。继国务院 33 项政策之外，再添 19 项接续政策，重点增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，并依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。2) LPR 非对称下调助力房地产需求恢复。稳增长稳就业压力触发央行超预期降息后，MLF 利率调降引导 LPR 利率同步调降，1 年期和 5 年期分别下调 5bp 和 15bp，非对称下调显示政策向中长期贷款让利，有助于地产需求端的稳定，政策组合拳强调“提需求、保交楼、保房企”。但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，房贷利率调降不足以扭转房价的预期，随着下半年内外需下行压力加大，稳增长政策仍有待进一步加码。短期央行 MLF 连续调降概率不大，叠加美联储 9 月加息窗口及国内 CPI 破 3% 关口，央行或进入效果观察期，而中期看利率或仍存在调降压力，这也取决于地产端恢复情况。

高频数据显示：1) 美联储主席鲍威尔全球央行会议鹰派发言推升加息预期，9 月加息 75bp 的概率偏高。前期通胀预期下降下市场预期美联储加息节奏或逐渐迎来快转缓的转折点，但通胀粘性仍然较高，通胀持续磨顶下货币政策紧缩窗口持续；2) 三亚疫情逐渐缓和，居民活动小幅恢复；3) 上周商品房销售小幅改善，居民信心修复仍难扭转；4) 高炉开工率加速回升，限电仍然压制产需；5) 政策重心重回稳增长，工业品价格小幅反弹；6) 高温天气支撑蔬菜价格涨幅，农产品价格指数持续上涨。

政策稳增长态度有所积极，稳增长政策仍有待进一步加码，货币易松难紧，流动性预期和风险偏好的修复有望支撑股指估值的修复，不过股市前期反弹幅度已经不低，且经济修复趋势偏缓仍拖累盈利增长，股市大概率仍以震荡为主，宏观流动性仍充沛决定市场调整空间有限，股市整体仍以结构性机会为主，中小盘成长风格占优。而债市大涨后进入期限利差压缩行情，债市牛平博弈后进入鱼尾行情，利率向下空间不大，但基本面偏弱的现实无法解决，“经济修复放缓+资金宽松+配置需求”的组合下，长端利率低位的时间延长。

风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

一、政策重心重回稳增长

● LPR 非对称下调助力房地产需求恢复

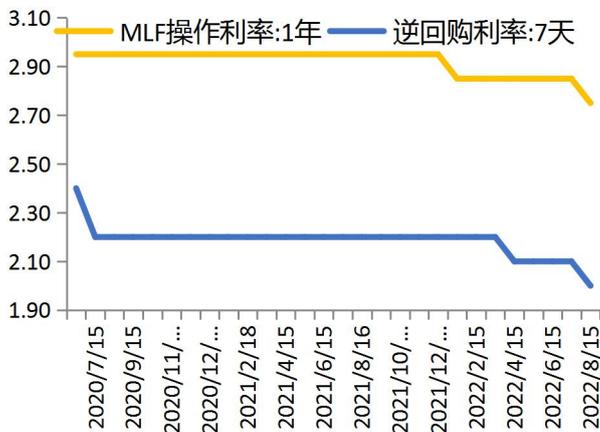
央行发布 8 月贷款市场报价利率 (LPR)：1 年期 LPR 报 3.65%，上次为 3.70%，5 年期以上品种报 4.3%，上次为 4.45%。

稳增长稳就业压力触发央行超预期降息后，MLF 利率调降下引导 LPR 利率同步调降，8 月 LPR 调降板上钉钉、符合市场预期。而从幅度上来看，1 年期和 5 年期分别下调 5bp 和 15bp，非对称下调显示政策向中长期贷款让利，在居民资产负债表衰退、房地产拖累内需下行的背景下，5 年期 LPR 下调幅度较大引导房贷利率下降、并推动地产端需求恢复。

总的来说，5 年期 LPR 利率调降 15bp 打开房贷利率下行空间，并有助于地产需求端的稳定，在政策“提需求、保交楼、保房企”组合拳下，地产需求初具企稳条件，但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，下半年地产或稳而不强，保地产意味着经济尾部风险降低，宽信用预期可能小幅改善。

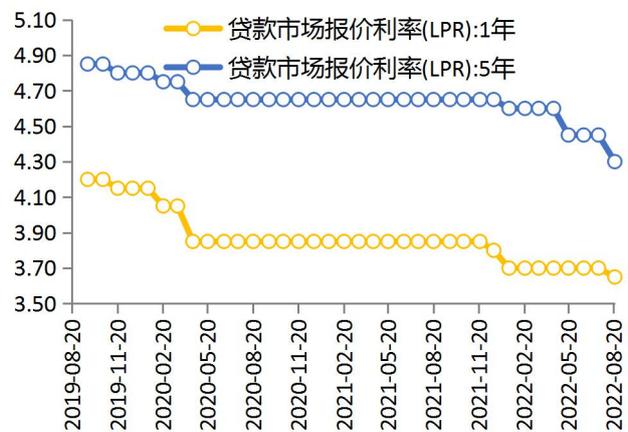
往后看，短期央行 MLF 连续调降概率不大，叠加美联储 9 月加息窗口及国内 CPI 破 3% 关口，央行或进入效果观察期；而中期看，利率或仍存在调降压力，这也取决于地产端恢复情况。随着内外需下行压力的加大，稳增长政策仍有待进一步加码。

图 1：央行调降 MLF 和 OMO 利率 10bp (%)



资料来源：Wind，优财研究院

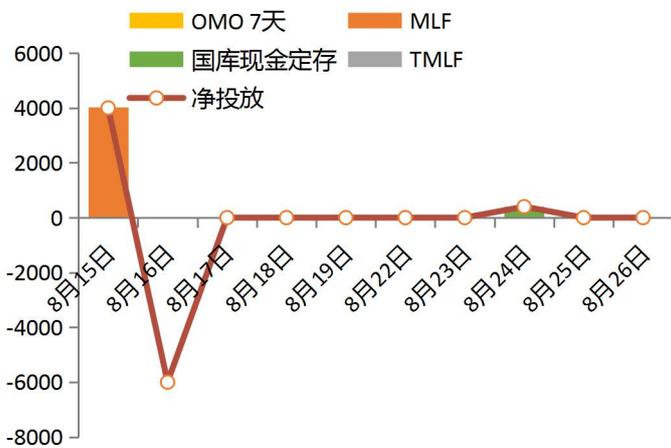
图 2：LPR 利率非对称调降 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

上周央行公开市场累计进行了 100 亿元逆回购和 400 亿元国库现金定存操作，当周共有 100 亿元逆回购到期，因此全口径实现净投放 400 亿元。临近月底跨月需求逐渐增多，但央行依然维持每日 20 亿的地量逆回购操作，市场资金供给略显趋紧，资金面周内收敛，主要回购利率继续走高，DR007 利率上行上行逾 25bp 至 1.70%附近。不过市场利率仍明显低于政策利率，且整体拆借难度仍有限，预计月末时点扰动整体仍在预期中，观察下周跨月情况和央行公开市场操作情况。

图 3：央行公开市场操作新常态（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：资金面持续宽松（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 政策重心重回稳增长

国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。

从会议要点来看，指出当前经济延续 6 月份恢复发展态势，但恢复基础不牢固，政策重心重回稳增长，用好工具箱中可用工具。政策部署方面，继国务院 33 项政策之外，再添 19 项接续政策，重点增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，并依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。

此次央行率先降息并调降 5 年 LPR，引导房贷利率下降并打开下行空间，缓解了房

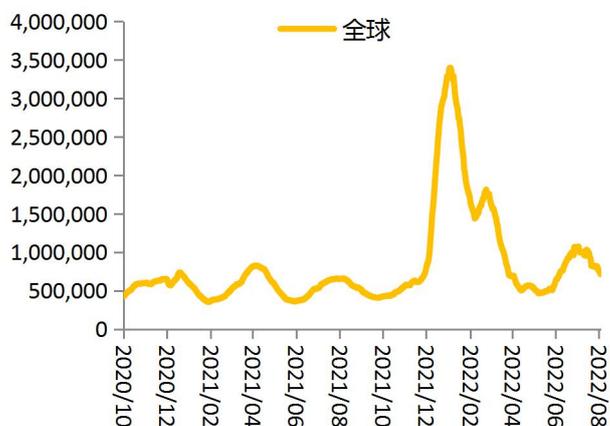
贷实际有效利率的上行，在政策“提需求、保交楼、保房企”组合拳下，有助于推动地产需求端的稳定，但房企预期好转和资产负债表修复仍需要时间，房贷利率调降不足以扭转房价的预期，随着下半年内外需下行压力加大，稳增长政策仍有待进一步加码。

二、海外疫情和经济活动跟踪

美联储主席鲍威尔全球央行会议鹰派发言推升加息预期，9月加息75bp的概率偏高。Jackson Hole会议上，鲍威尔称“9月再进行一次不同寻常的大幅上调可能是合适的”并表示“历史经验告诉我们过早放松政策是不适合的…为遏制高通胀，需要一段长时间的紧货币政策”。对于美国经济基本面，鲍威尔称“经济继续显示出强劲的潜在动能，劳动力市场尤其强劲”，“尽管7月通胀数据较低令人欣慰，但目前通胀率远高于2%，劳动力市场极度紧张，现在并非暂停加息的合适时机。”

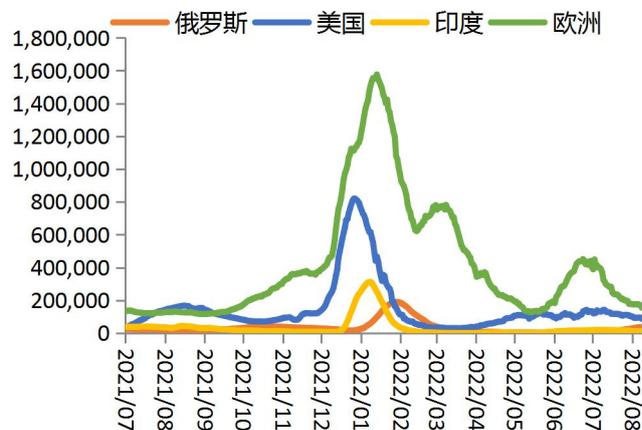
前期通胀预期下降下市场预期美联储加息节奏或逐渐迎来快转缓的转折点，但通胀粘性仍然较高，通胀持续磨顶下货币政策紧缩窗口持续。目前来看，近期美国通胀预期有所下降，美国通胀拐点或正在逐步得到确认，但通胀粘性仍然较高，尤其是住房、劳工价格等为主的核心通胀粘性较高，预计三季度美国通胀或仍处于磨顶过程，叠加欧洲通胀仍在走高，海外货币政策紧缩窗口持续。

图 5：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



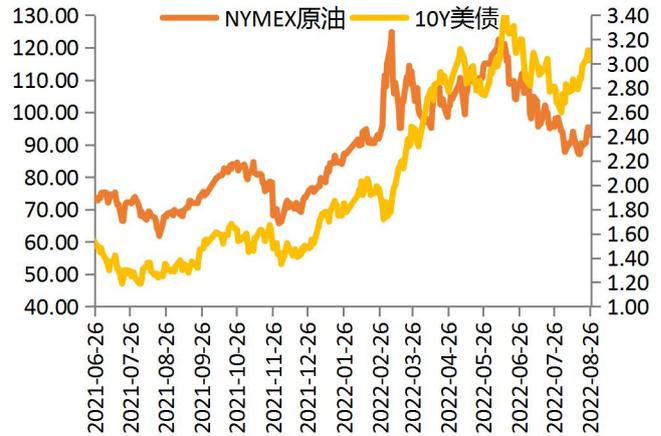
资料来源：Wind，优财研究院

图 7: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



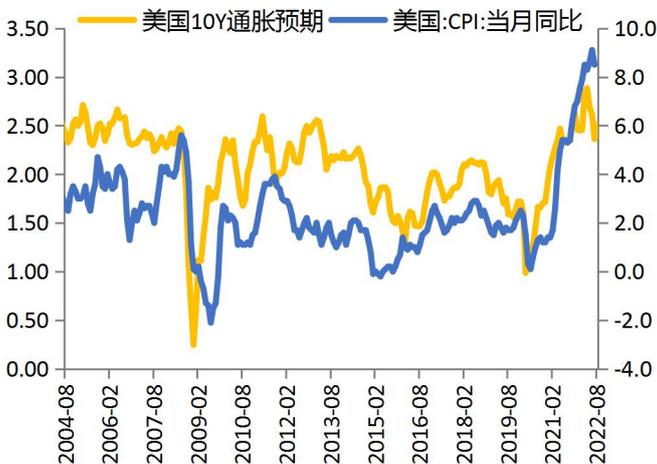
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 美债实际收益率 VS 黄金



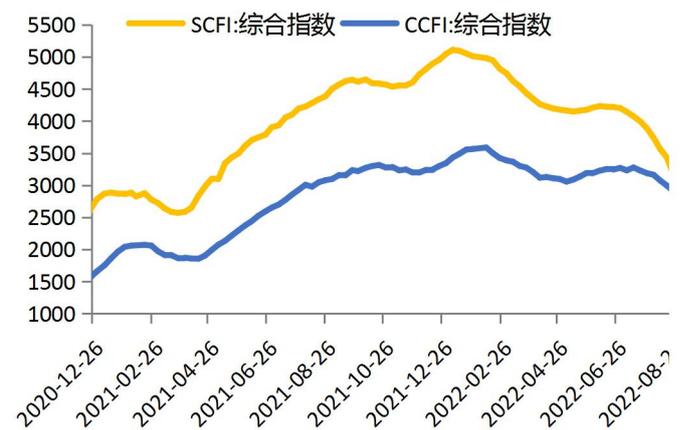
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 美通胀预期有所下降, 通胀或逐步筑顶 (%)



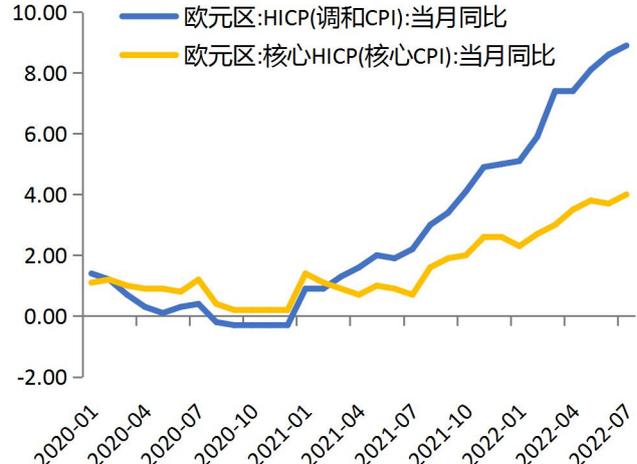
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 欧元区通胀仍在上行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

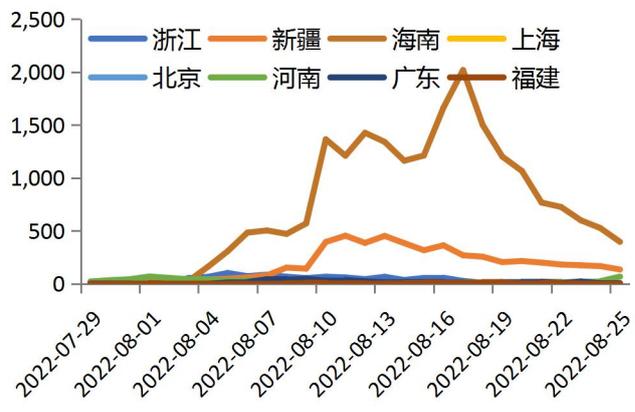
1. 疫情：三亚疫情逐渐缓和，居民活动小幅恢复

图 13：全国当日新增确诊（例）



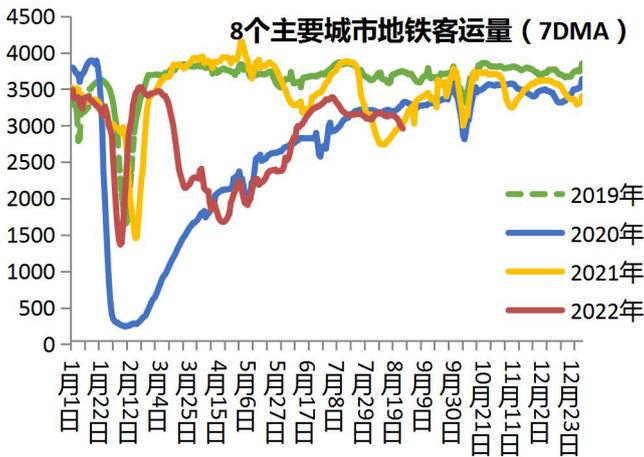
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



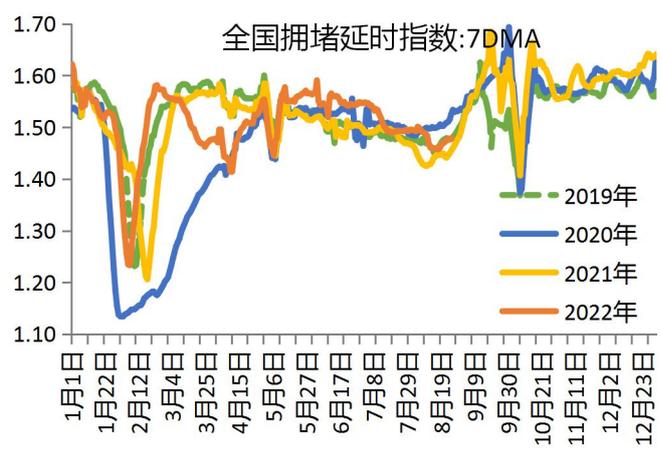
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



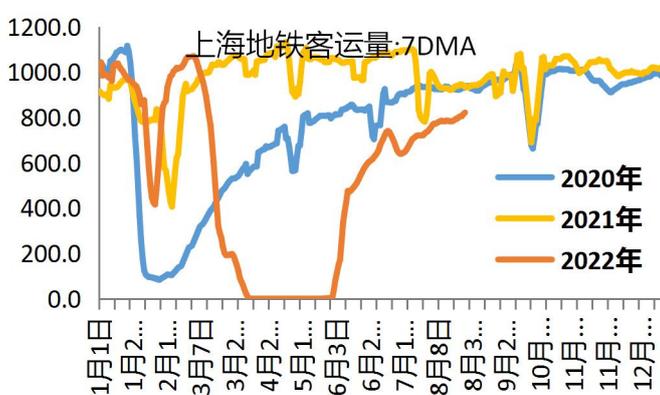
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：全国拥堵延时指数



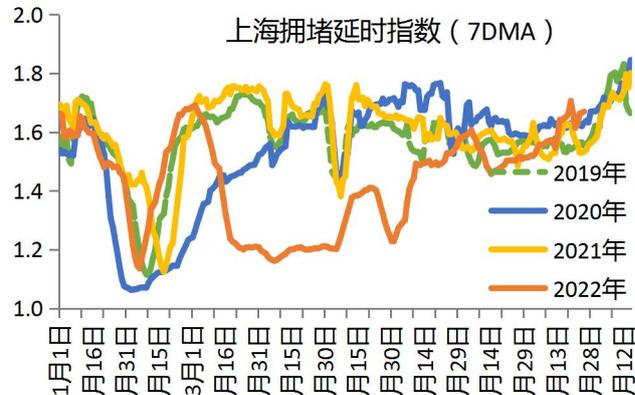
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：上海地铁客运量（万人次）



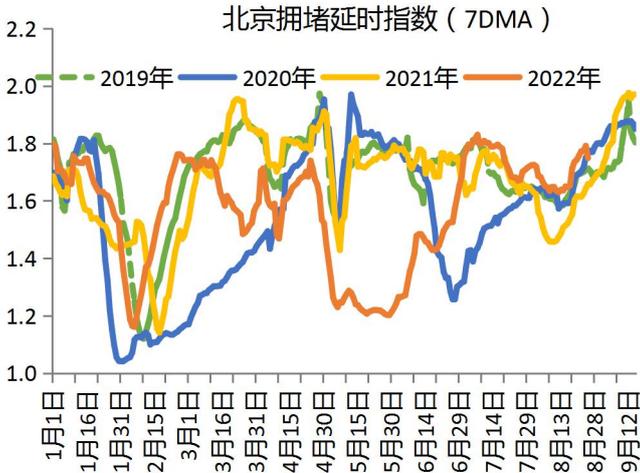
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：上海拥堵延时指数



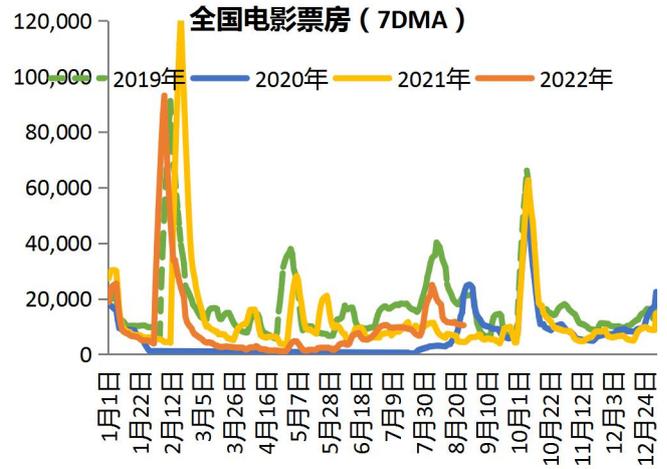
资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 北京拥堵延时指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 全国电影票房 (万元)

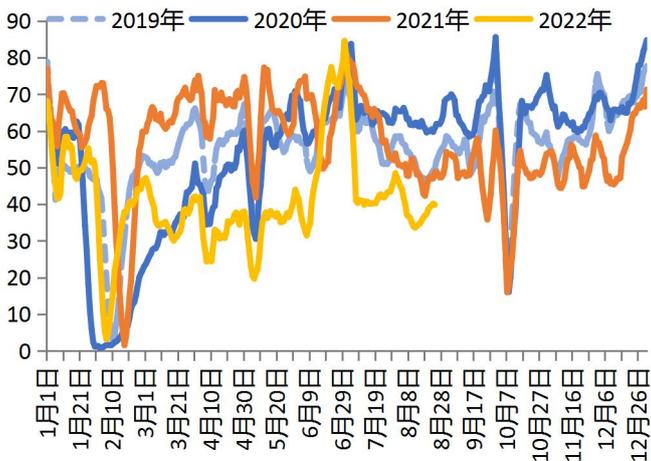


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 需求: 上周商品房销售小幅改善, 居民信心修复仍难扭转

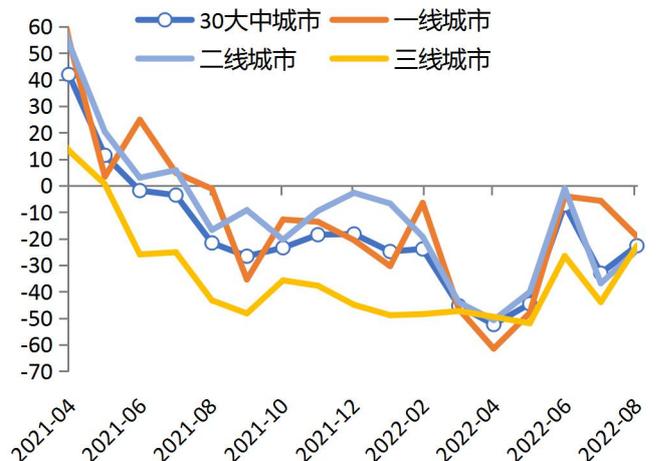
上周商品房销售小幅改善, 8月截止 24 日, 30 城商品房成交面积同比增速为-22.7% (1-18 日为-23.8%, 7 月-33%), 同比降幅较 7 月小幅收窄, 但一线城市降幅反而扩大, 居民预期偏弱仍是主要矛盾。

图 21: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



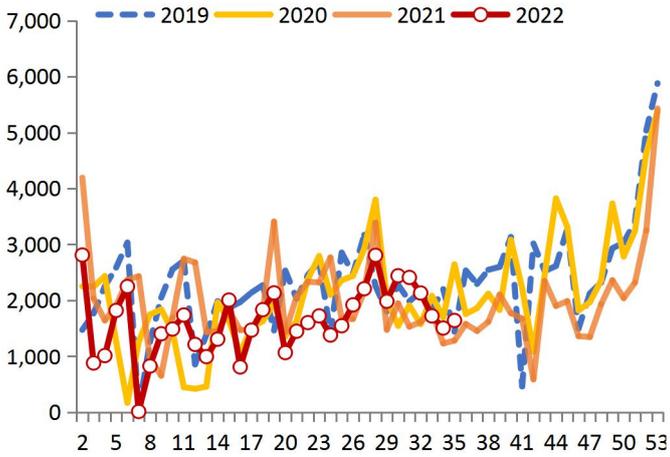
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 30 城商品房成交面积同比 (%)



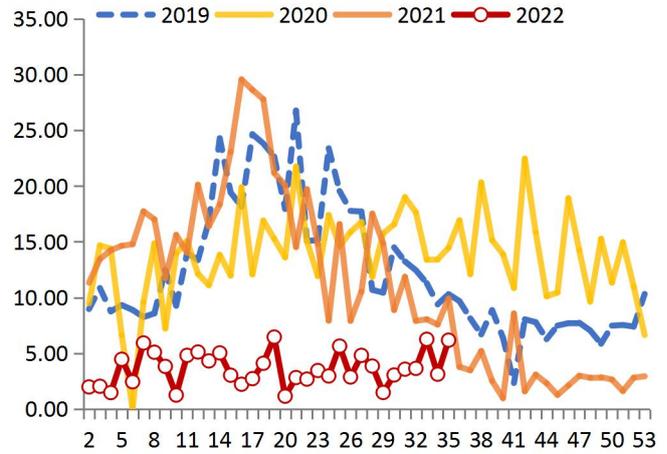
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 生产: 高炉开工率加速回升, 限电仍然压制产需

图 25: 唐山钢厂高炉开工率 (%)

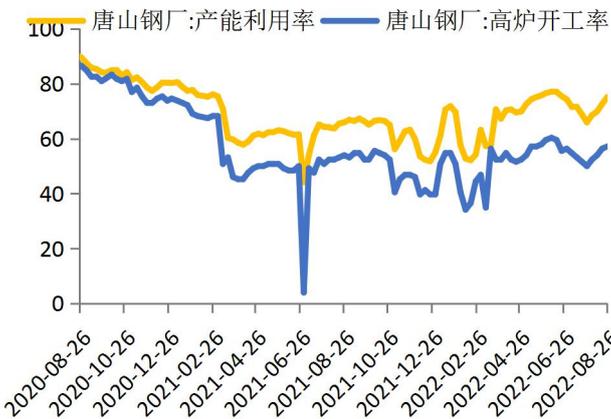


图 27: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 焦化企业开工率 (%)

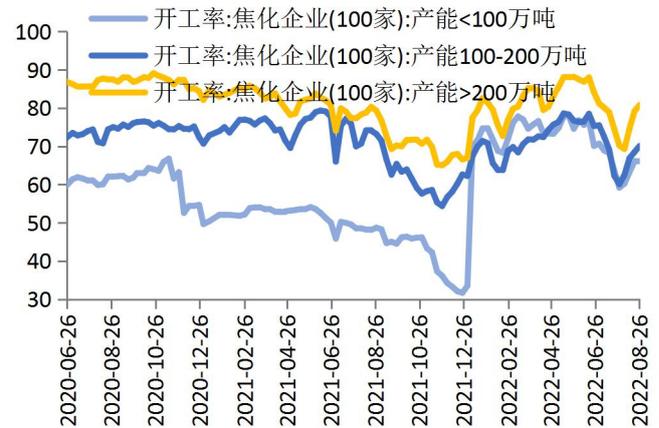
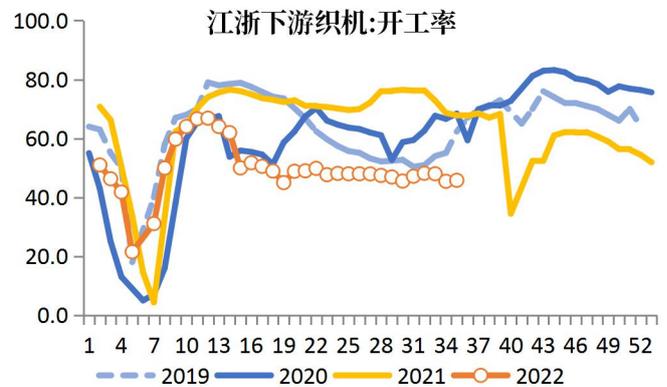
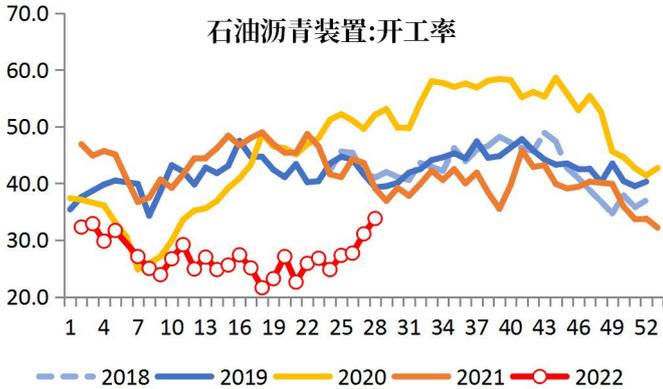


图 28: 江浙下游织机开工率 (%)



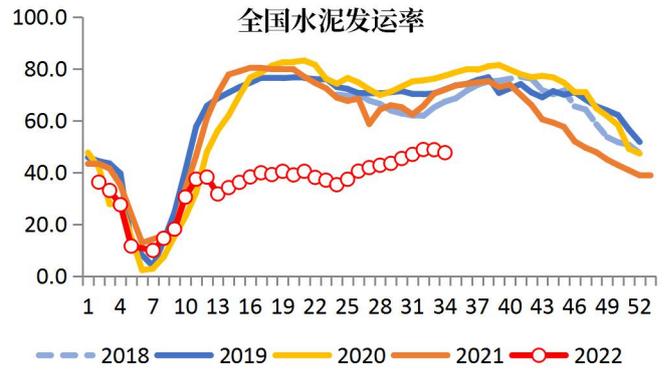
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

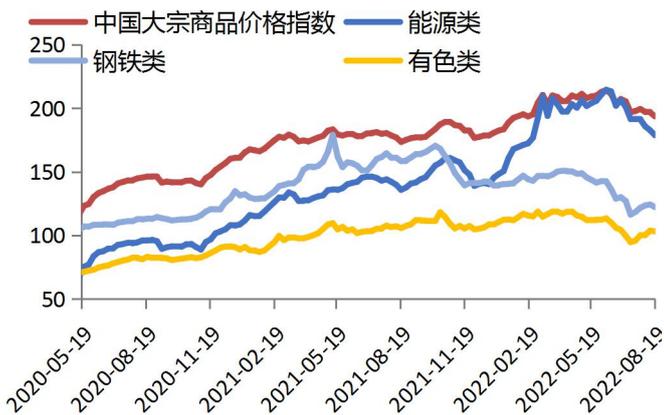
图 30: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

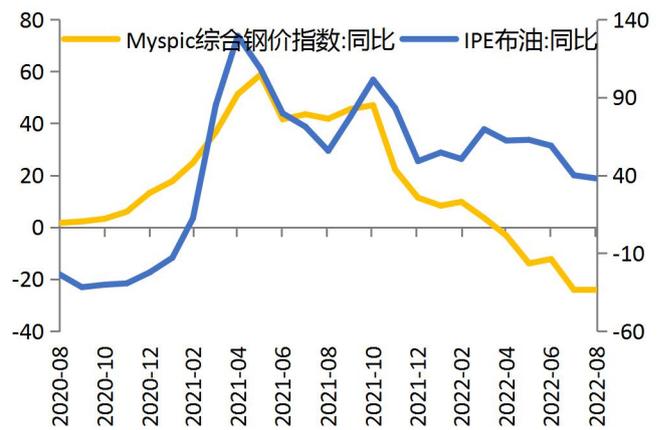
4. 工业品价格: 政策重心重回稳增长, 工业品价格小幅反弹

图 31: 大宗商品价格指数



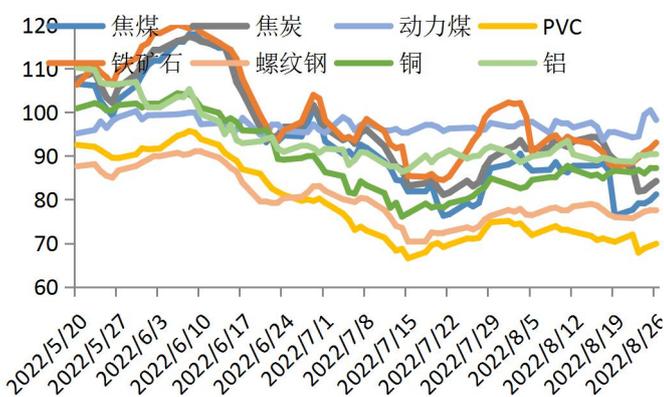
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 钢价指数&布油同比 (%)



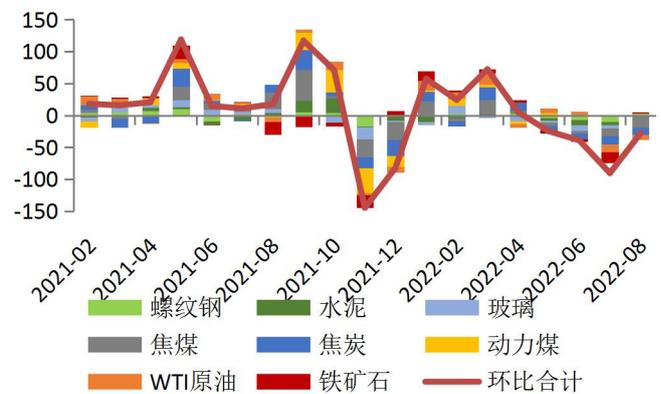
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

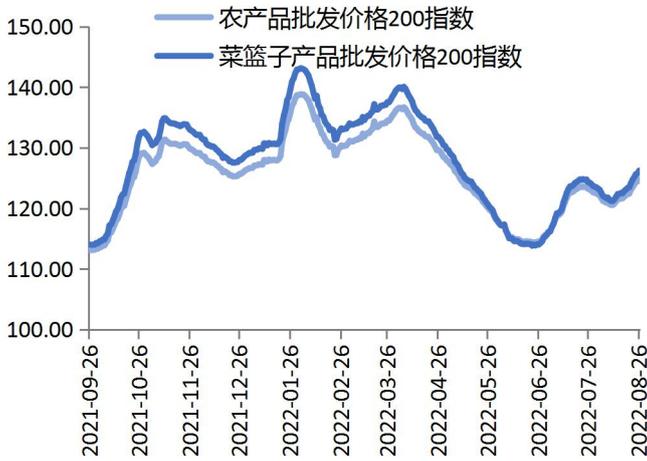
图 34: 工业品价格月度环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

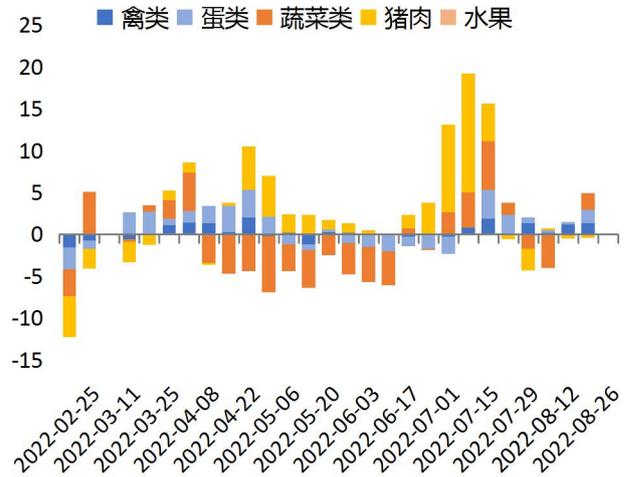
5. 通胀：高温天气支撑蔬菜价格涨幅，农产品价格指数持续上涨

图 35：农产品批发价格 200 指数



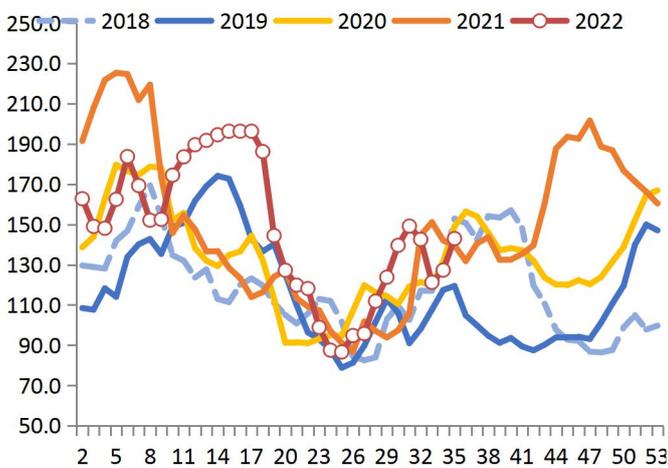
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：食用农产品价格指数:周环比 (%)



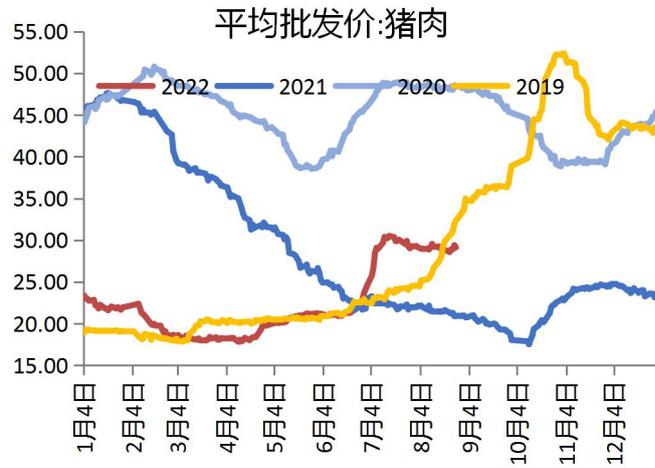
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：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/>