



2023年2月19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



经济修复斜率分歧加大

内容提要

上周市场波动加大，市场对未来经济进一步修复的斜率预期的分歧在不断加大，周中股市明显调整，债市震荡回升。我们认为市场波动加剧的本质正是近期市场情绪脆弱的体现，1月PMI数据重回扩张区间和信贷数据开门红验证经济疫后修复的方向，但在经济数据真空期下，高频数据传递的信号略显纠结，一方面复工进度环比加快但结构分化，另一方面二手房成交热度走高但新房销售低迷，叠加居民去杠杆继续延续，市场对未来经济进一步修复的斜率预期的分歧在不断加大。

上周MLF超额等价续作加强资金面中性回归预期，一方面年初实体信贷需求的回暖叠加银行加大放贷力度，银行超储率有所下降，超量续作是在近期资金面略偏紧的背景下对中长期流动性形成一定补充。另一方面，政策利率保持不变也意味着在经济向潜在增速回归的过程中降息的必要性回落。往后看，疫后小复苏周期下经济开始向潜在增速回归，今年宏观环境的变化决定了资金利率有向中性回归的趋势，市场利率将重回“围绕政策利率波动”的框架。不过稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，2%左右的资金利率已基本完成重定价，后续资金面也不具备收紧基础。后续降准仍存在一定博弈空间，但预计力度不大，更多的是对银行中长期流动性的补充，补缺式降准对资金面实际意义不大。而经济向潜在增速回归下降息必要性下降，同时汇率、通胀和杠杆仍是制约因素，后续重点关注地产需求和投资等走势。

从高频数据看，1) 居民活动修复仍在走高，节后返程务工人员增加；2) 30城商品房销售回升加快，关注二手房回暖向新房市场的传导；3) 生产端继续推进复工复产，行业开工率有所分化，建筑业开工节奏仍然偏慢；4) 宏观驱动下工业品价格波动仍然较大，原油和燃料油价格偏强，黑色系价格较为坚挺，建材和有色价格偏弱，铜价持续震荡但铝价下跌；5) 农产品价格指数跌势放缓，猪肉价格跌入一级预警区间后有所企稳。

当前股市方面仍面临经济数据好转待验证、缺乏增量资金的问题，叠加海外仍处在软着陆预期和紧缩超预期风险的角力中，短期仍难走出震荡区间，市场情绪偏弱下波动或有加大，仍需后续高频数据和1-2月数据的指引。不过中期来看，国内经济基本面修复、宏观流动性改善仍有望对股指形成底部支撑力量。当前经济处于脉冲修复的早期阶段，后续经济现实仍有改善空间，经济向上斜率有望保持，且政策也存在积极博弈的空间，股市中期向好趋势仍然不变。而债市方面，短期影响利率运行的主线宏观逻辑都无法证实或证伪，债市或进入一段方向性不强的时段，仍未摆脱震荡走势，核心矛盾仍偏不利下中期利率中枢大概率微抬。

风险提示

国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、市场对经济修复斜率分歧加大

上周市场波动加大，市场对未来经济进一步修复的斜率预期的分歧在不断加大，周中股市明显调整，债市震荡回升。我们认为市场波动加剧的本质正是近期市场情绪脆弱的体现，1月PMI数据重回扩张区间和信贷数据开门红验证经济疫后修复的方向，但在经济数据真空期下，高频数据传递的信号略显纠结，一方面复工进度环比加快但结构分化，另一方面二手房成交热度走高但新房销售低迷，叠加居民去杠杆继续延续，市场对未来经济进一步修复的斜率预期的分歧在不断加大。

当前股市方面仍面临经济数据好转待验证、缺乏增量资金的问题，叠加海外仍处在软着陆预期和紧缩超预期风险的角力中，短期仍难走出震荡区间，市场情绪偏弱下波动或有加大，仍需后续高频数据和1-2月数据的指引。不过中期来看，国内经济基本面修复、宏观流动性改善仍有望对股指形成底部支撑力量。当前经济处于脉冲修复的早期阶段，后续经济现实仍有改善空间，经济向上斜率有望保持，且政策也存在积极博弈的空间，股市中期向好趋势仍然不变。而债市方面，短期影响利率运行的主线宏观逻辑都无法证实或证伪，债市或进入一段方向性不强的时段，仍未摆脱震荡走势，核心矛盾仍偏不利下中期利率中枢大概率微抬。

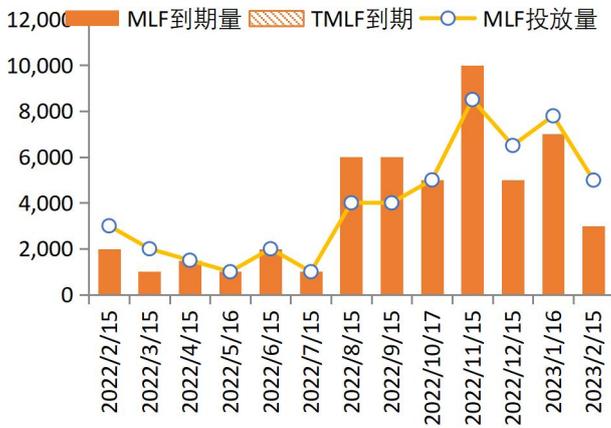
● MLF 超额等价续作加强资金面中性回归预期

2月15日，央行开展4990亿元MLF操作，中标利率均与此前持平。央行月中MLF超额等价续作，符合市场预期，超量续作在近期资金面略偏紧的背景下对中长期流动性形成补充。实体信贷需求的回暖叠加银行年初加大放贷力度，超储率下降下银行对中长期资金需求回升，央行投放中长期资金以支持后续信贷投放。且近期存单发行量价齐升，银行对MLF存在报量需求。

操作利率保持不变同样符合市场预期，当前经济进入疫后脉冲式修复阶段，第一阶段修复斜率较高，信贷实现开门红，经济向潜在增速回归下降息必要性下降。同时汇率、通胀和杠杆仍是制约因素。目前看降息窗口逐渐关闭，后续重点关注地产需求和投资等

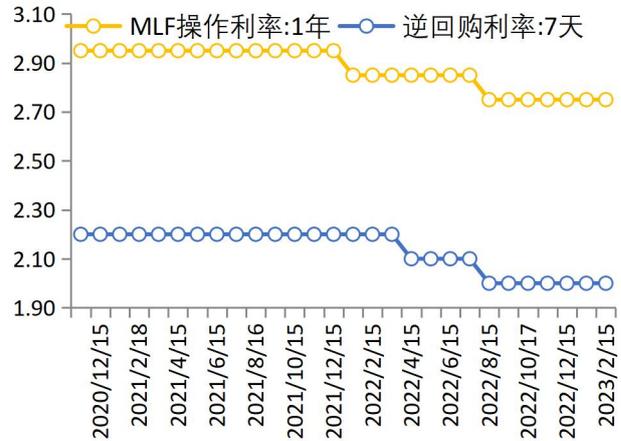
走势。

图 1: MLF 操作 (亿元)



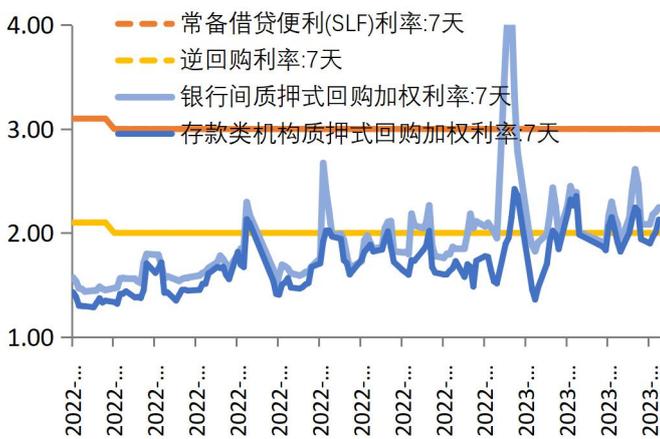
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 政策利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 利率走廊 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 市场利率中性回归 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

预计 2023 年资金面将整体呈现中性回归的节奏, “市场利率围绕政策利率波动”, 稳增长仍需发力下资金面收敛但不收紧。今年宏观环境的变化决定了资金利率有向中性回归的趋势: 疫后小复苏周期下经济开始向潜在增速回归, 维持较低实际利率的必要性下降, 且 “市场利率围绕政策利率波动” 的原则长期看还需坚持, 资金面大概率中性回归。另一方面, 今年实体融资需求逐步回升, 且去年央行利率上缴等被动投放方式不再, 供需平衡也将抬升资金利率。近期逆回购放量投放意味着流动性投放的主动权已重新回

到央行手中，2%的逆回购利率将成为 DR007 的边际成本，因此“市场利率围绕政策利率波动”将继续主导资金面中枢。

不过资金面也不具备收紧基础，一方面，当前 DR007 利率回到 2%左右波动，资金利率已经基本完成重定价，进一步收紧的空间有限。另一方面，当前经济仍处在恢复期，通胀仍有远忧，内外部不确定性仍然较多，稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，资金面收敛但不收紧，近期央行操作态度也较为呵护。

降息窗口逐渐关闭，降准仍有补缺意义。后续降准仍存在一定博弈空间，但预计力度不大，更多的是对银行中长期流动性的补充，补缺式降准对资金面实际意义不大。而经济向潜在增速回归下降息必要性下降，同时汇率、通胀和杠杆仍是制约因素。目前看降息窗口逐渐关闭，后续重点关注地产需求和投资等走势。

二、海外经济跟踪

美国 1 月 CPI 同比涨幅收窄但超预期。美国 1 月 CPI 同比上升 6.4%，为连续第七个月放缓；受汽油和住房成本的提振，1 月份 CPI 环比上升 0.5%，创 2022 年 6 月以来最大增幅。核心 CPI 同比上升 5.6%，增速继续回落，创 2021 年 12 月以来的最低水平；核心 CPI 环比上升 0.4%。

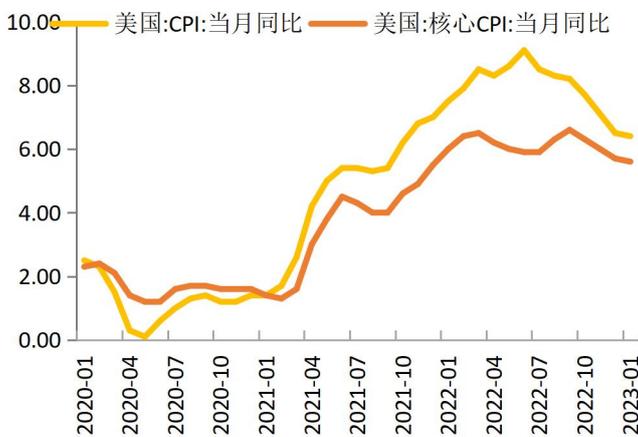
近期住房项权重上调，交通、食品项权重下调，或成为短期通胀数据上升的因素。细分来看，商品通胀放缓，服务业通胀飙升至 30 多年的最高水平。住房价格的上涨成了 CPI 上涨的重要原因，食品指数上涨 0.5%。能源指数上涨 2.0%。1 月份能源环比上涨 2%，食品成本上涨 0.5%，家庭食品指数上涨 0.4%，而二手汽车和卡车、医疗保健和航空票价的指数下降。

美国 1 月零售销售环比升 3%，创近两年最大升幅，远超市场预期的升 1.8%。1 月核心零售销售环比升 2.3%，同样远超市场预期。这表明尽管通胀压力不断上升，但消费者

仍坚持消费。

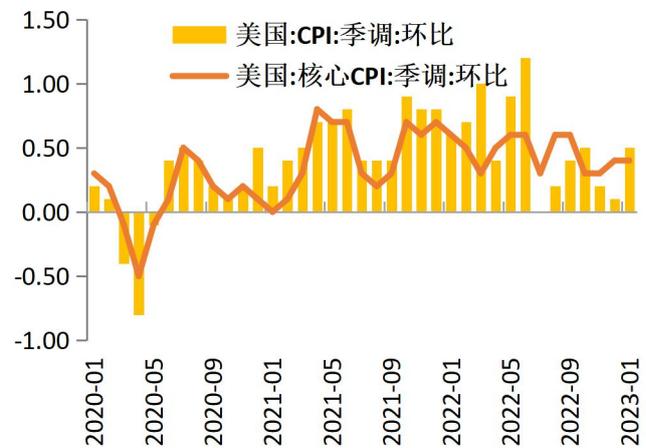
近期美国经济数据持续超预期，通胀同比涨幅收窄但同环比均超预期，引发市场对于美国加息终点利率再度上调，当前市场预期6月或加息至5.25-5.5%。从联储观点来看，近期也有众多美联储官员发表鹰派观点，他们认为在新数据显示上月物价快速上涨后，利率可能需要升至高于预期的水平，以确保通胀继续下降。

图 5：美国 CPI 数据 (%)



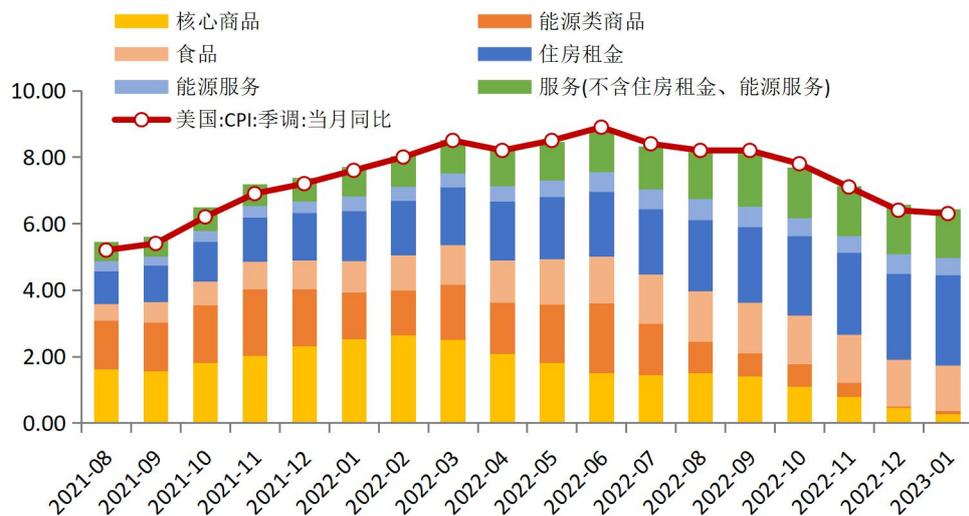
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：CPI 环比再度加快 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：CPI 分项同比拉动 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 8: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



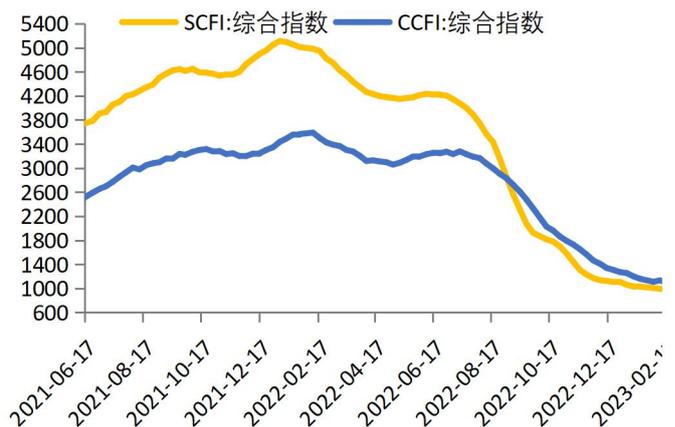
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 运价指数



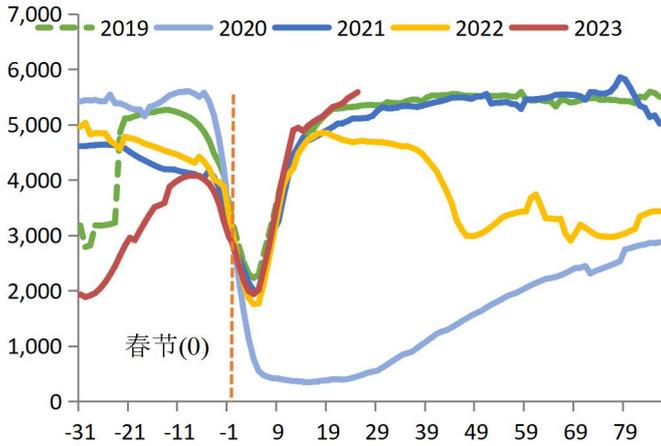
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 经济活动修复仍在走高，节后返程务工人员增加

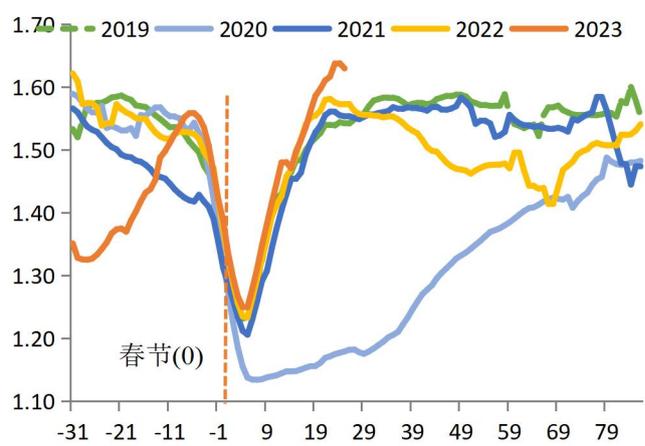
主要城市经济活动仍在加快，10 个主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数继续走高并超出疫情前水平，居民活动修复较快。元宵节后务工人员返程速度正在加快，全国迁徙支出年后持续高于疫情前。

图 12: 10 个主要城市地铁客运量 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 全国拥堵延时指数



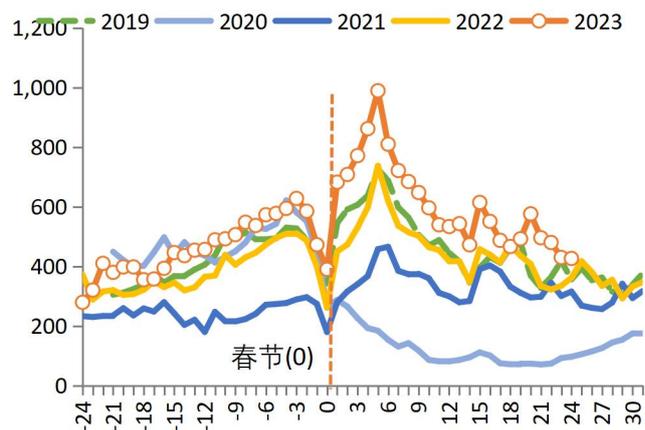
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 百度全国迁徙规模指数

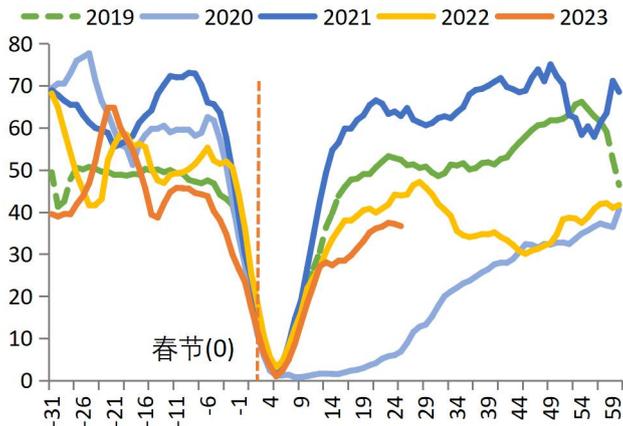


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 需求: 30 城商品房销售回升加快, 关注二手房回暖向新房市场的传导

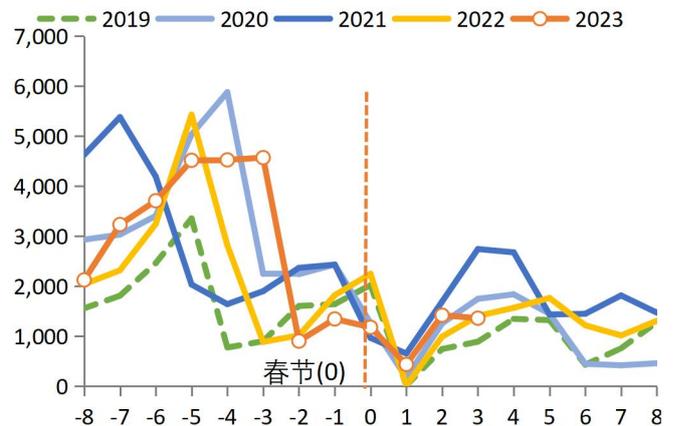
2 月以来 30 城商品房成交面积逐渐回升, 截至 2 月 16 日, 30 大中城市商品房月内日均销售面积为 33.86 万平方米, 较上周继续回升 (上周 31.28 万平方米, 1 月为 28.08 万平方米), 同比增速也有明显走高, 录得 10.7% (上周 2.26%, 1 月-40%), 尤其是三线城市回升较快。但与往年春节节后相比, 30 城商品房销售回升仍然慢于往年, 地产需求传导偏慢, 近期二手房市场有所回暖, 后续需要重点关注内需恢复动能及 3 月窗口期政策发力的情况。

图 16: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



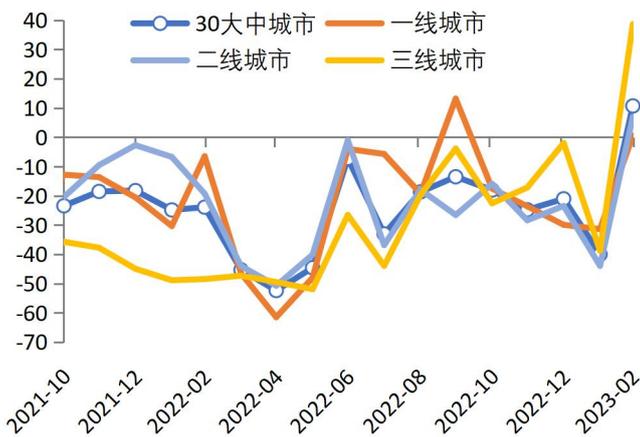
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 百城土地成交面积 (万平方米)



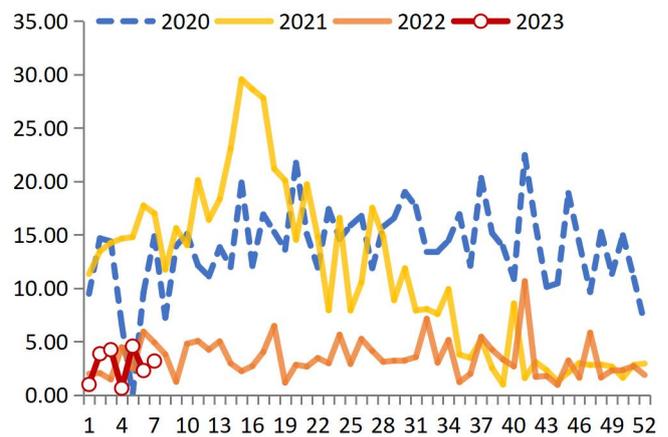
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 30 城商品房成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 百城土地成交溢价率 (%)

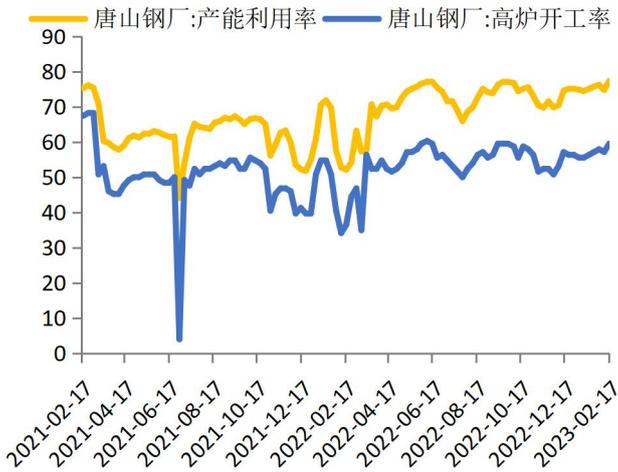


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 生产：生产端继续推进复工复产，行业开工率有所分化

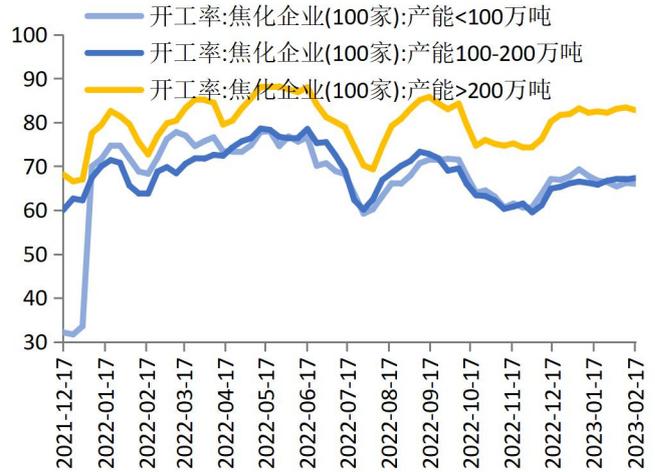
元宵节后务工人员返程速度正在加快，生产端继续推进复工复产。上周电厂日耗强势回升，高炉开工率平稳运行，轮胎开工率则陡升至近一年内高位，工人陆续到岗叠加节后出货顺畅，成品库存走低明显，企业排产积极性高涨。不过下游江浙地区涤纶长丝开工率仅有小幅回升，石油沥青装置开工率和全国水泥发运率也处在偏低水平，建筑业开工节奏仍然偏慢。

图 20: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 焦化企业开工率 (%)



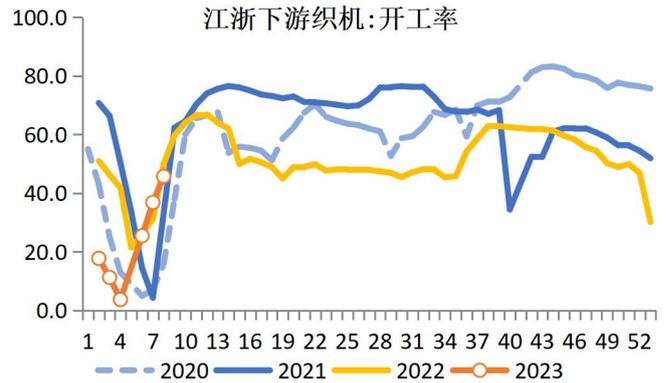
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



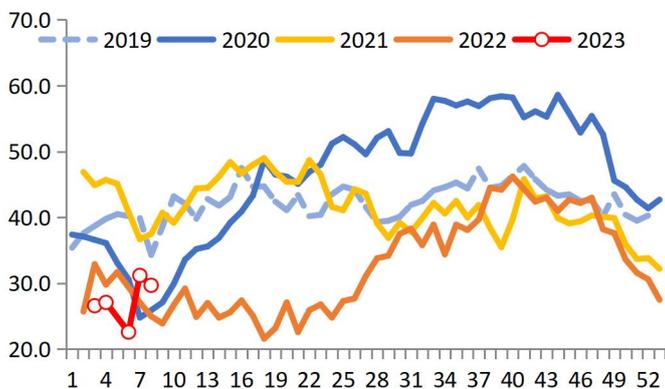
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 江浙下游织机开工率 (%)



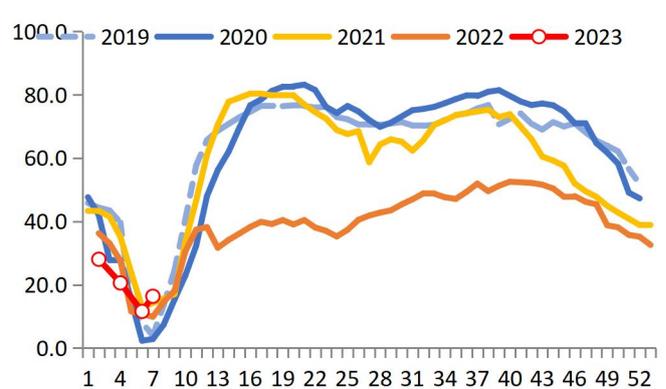
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 全国水泥发运率 (%)

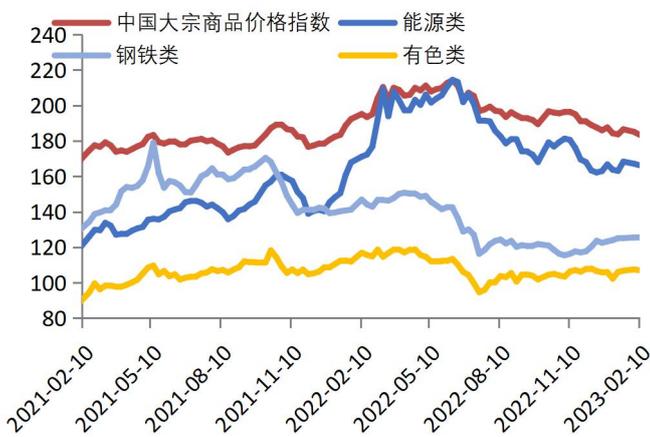


资料来源: Wind, 优财研究院

4. 工业品价格：宏观驱动下工业品价格波动仍然较大

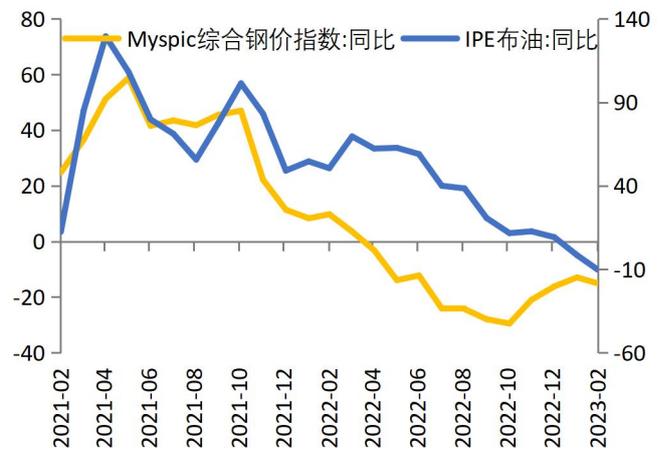
上周工业品价格波动仍然较大，宏观驱动仍然是主因。其中原油和燃料油价格偏强，国内黑色系价格也较为坚挺，尤其是低库存支撑的铁矿石价格高位上涨；建材和有色价格偏弱，铜价持续震荡但铝价下跌，主要由于供应端云南地区所传的减产未有确切消息落地，预期落空下铝价松动。

图 26：大宗商品价格指数



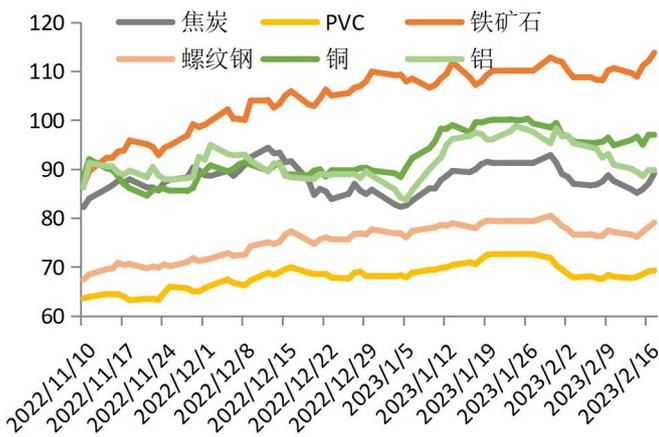
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：钢价指数&布油同比 (%)



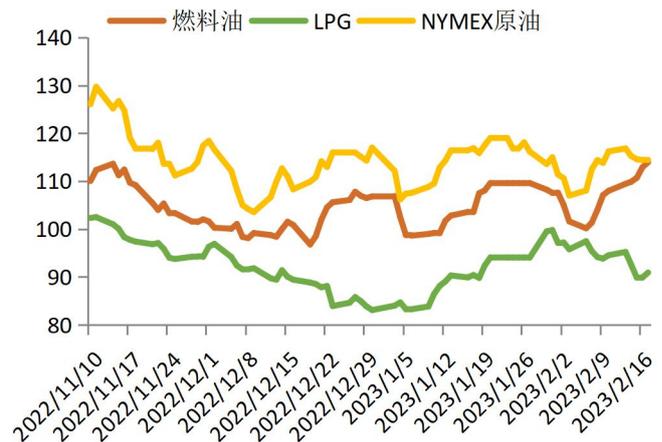
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：工业品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：工业品价格（指数定基）

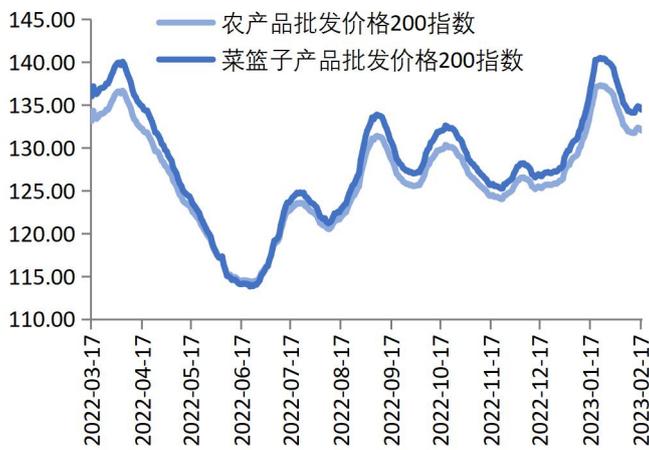


资料来源：Wind，优财研究院

5. 通胀：农产品价格指数跌势放缓，猪肉价格或震荡企稳

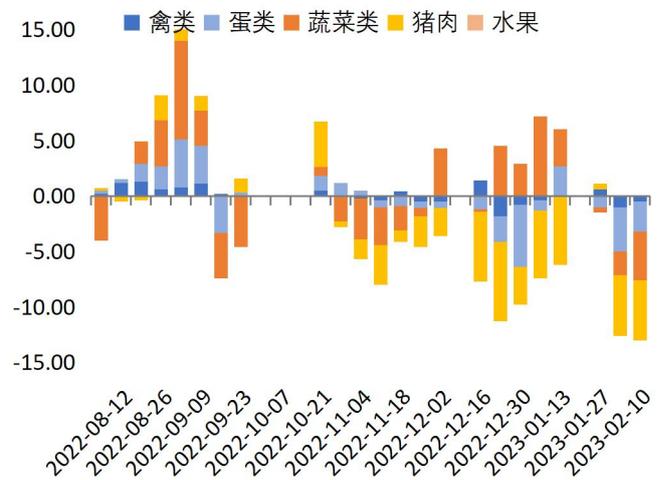
上周农产品价格指数跌势放缓，蔬菜价格小幅回升，而猪肉价格在持续下跌并进入一级预警区间后有所企稳。据国家发展改革委监测，1月30日-2月3日当周，全国平均猪粮比价为4.96:1，进入过度下跌一级预警区间。发改委将会同有关部门启动中央冻猪肉储备收储工作，并指导各地同步收储。预计随着收储托市+疫情达峰、企业开工、学校开学，需求企稳或能推动猪肉价格震荡企稳。

图 30：农产品批发价格 200 指数



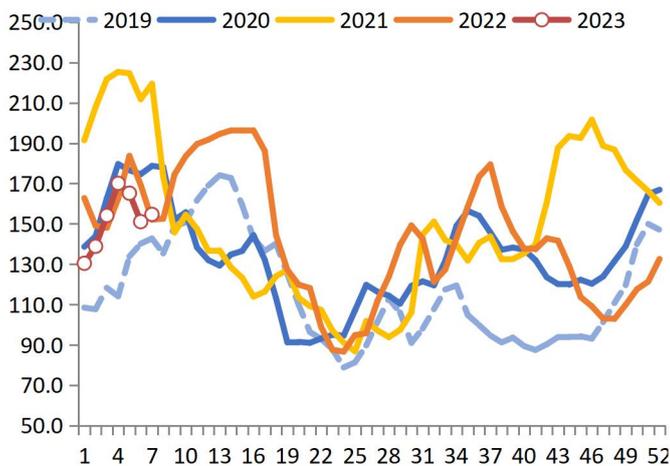
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：食用农产品价格指数:周环比 (%)



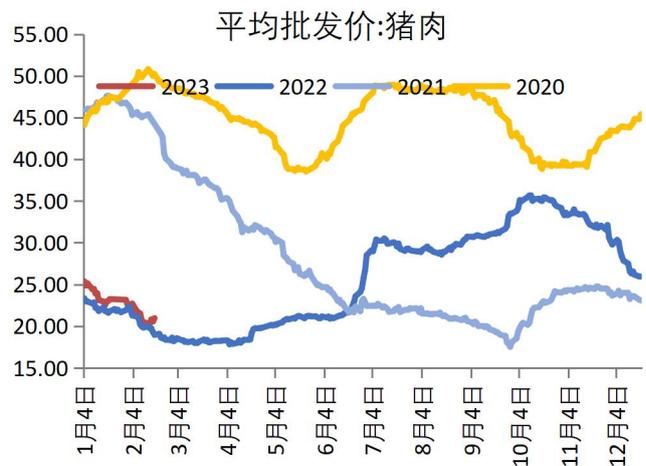
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：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

国内疫情超预期，政策力度不及预期，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/>