

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



## 中美经济和政策周期持续分化

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 政策效果观察期 9 月 LPR 报价利率保持不变，央行重启 14 天逆回购维稳季末资金面。8 月 LPR 下调及一揽子稳经济政策落地后，9 月处于政策效果观察期，LPR 连续下调的动力不强。往后看，当前经济仍处弱修复阶段，地产风险仍未消散，叠加出口回落风险逐渐加大，宽信用仍需降成本支撑，稳增长目标下后续 LPR 仍有下调空间，信贷修复情况仍是主要观察重点，房地产预期偏弱矛盾下 5 年期 LPR 仍存在单边下调可能。2) 美联储鹰派加息 75 个基点，美元美债利率冲高下大类资产表现承压。美联储公布 9 月如期加息 75 个基点至 3.00-3.25%，经济预期显示未来或进一步加速升息步伐，点阵图预示美联储在 11/12 月或将分别加息 75/50bp，且 2023 年很大概率不降息，政策终点利率高+持续时间长继续强化。全球各大央行纷纷跟随加息，市场交易主线为短期加息预期升温+中长期衰退压力上行，美债收益率冲高，美债曲线倒挂加深，美元指数持续走强。往后看，在美国衰退风险明显暴露前美元仍将继续维持强势，强美元仍将继续压制大类资产表现，在美联储愿意承受衰退风险抗通胀下，美股将从杀估值转向杀盈利，人民币汇率短期贬值压力上升，但对一篮子货币仍保持中性，中美利差仍约束 10 年期国债收益率下降空间。

**高频数据显示：**1) 国内疫情仍呈现“收敛+零星病例”的特征，居民活动整体修复；2) 国庆节前集中推盘支撑近期商品房销售回升，但土地成交环比走低、溢价率仍在低位，居民和房企信心不足仍是主要矛盾；3) 节前备货叠加局部金九效应，订单下达、采购需求回升，支撑上游生产整体回升；4) 节前备货叠加下游消费需求释放支撑工业品价格，焦煤焦炭价格上涨、钢价持稳，而美联储鹰派加息叠加经济衰退预期，铜油价格震荡下跌；5) 猪肉价格延续微涨，蔬菜价格高位回落下农产品价格指数跌幅扩大。

对于国内资产价格来说，美联储紧缩周期对于股债的影响取决于其收紧的斜率快慢，海外仍是扰动。总体来看，流动性预期和风险偏好的修复有望支撑股指估值的修复，但经济修复程度弱仍拖累盈利增长，8 月经济“低位初步企稳”迹象也或使得市场对政策稳增长动力预期有所弱化，叠加海外紧缩主线的扰动，对权益市场带来一定的负面影响。不过中长期看股市难有大涨大跌行情，缺乏主线下整体仍以震荡为主。而对于债市来说，“低位初步企稳”的预期也对长端利率带来一定扰动，叠加“美联储继续紧缩+CPI 破 3%压力+利率债供给+资金利率向政策利率缓步回归”下，9-10 月扰动加大，但经济仍在潜在增速之下，货币偏松格局难以改变，长端利率低位的时间或将延长。

### 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

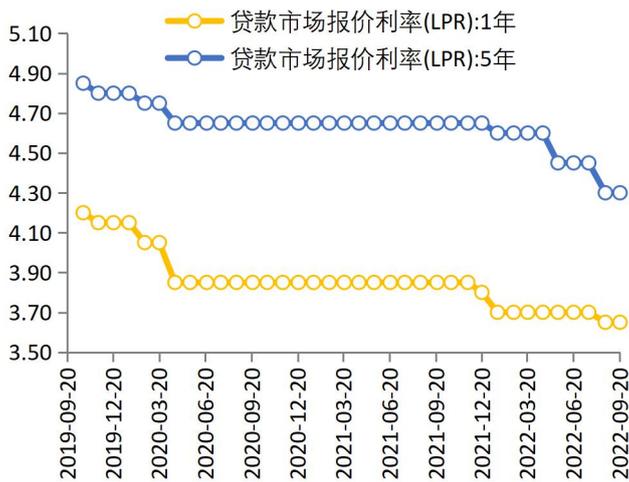
## 一、中美经济和政策周期持续分化

- 政策效果观察期 LPR 报价利率保持不变，央行重启 14 天逆回购维稳季末资金面

**9 月 LPR 报价维持不变:**1 年期 LPR 报 3.65%，上次为 3.65%；5 年期以上品种报 4.30%，上次为 4.30%。8 月 LPR 下调及一揽子稳经济政策落地后，9 月处于政策效果观察期，LPR 连续下调的动力不强。往后看，当前经济仍处弱修复阶段，地产风险仍未消散，叠加出口回落风险逐渐加大，宽信用仍需降成本支撑，稳增长目标下后续 LPR 仍有下调空间，信贷修复情况仍是主要观察重点，房地产预期偏弱矛盾下 5 年期 LPR 仍存在单边下调可能。

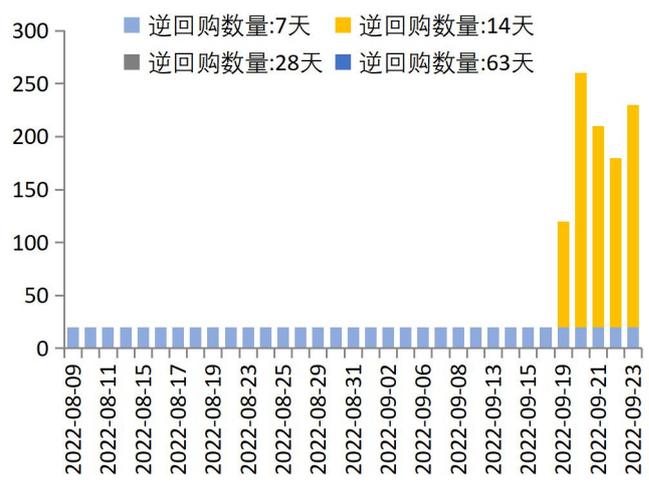
**央行时隔逾七个半月后重启 14 天逆回购操作**，主因季末叠加税期及国庆长假下维稳流动性，上周央行公开市场累计进行了 1000 亿元逆回购操作，周内共有 80 亿元逆回购和 400 亿国库现金定存到期，实现全口径净投放 520 亿元。

图 1：9 月 LPR 保持不变 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：央行小幅增量 14 天逆回购 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：市场利率小幅收敛但仍低于政策利率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 美联储鹰派加息 75 个基点，美元美债利率冲高下大类资产表现承压

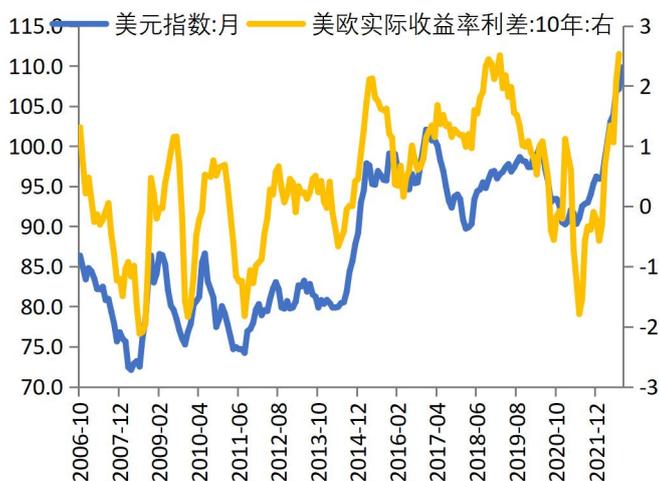
美联储公布 9 月利率决议，如期加息 75 个基点，至 3.00-3.25%。经济预期显示未来或进一步加速升息步伐，点阵图预示美联储在 11/12 月或将分别加息 75/50bp，且 2023 年很大概率不降息，政策终点利率高+持续时间长继续强化。美联储重申抗通胀决心，不过承认通胀可能会在更长的时间保持在偏高的水平，暗示经济可能发生浅衰退，2022/2023 年 GDP 增长预期降至 0.2%/1.2%，2022/2023 年失业率预期升至 3.8%/4.4%。

美联储主席鲍威尔会后表示，坚决致力于降低通货膨胀，承诺将通胀压低至 2%，在某些时间节点放慢加息速度将是适宜的，加息幅度将取决于未来数据。但鲍威尔后续又强调了自 Jackson Hole 会议来自己向市场传达的态度不变，需要让利率达到限制性水平。

继美联储大幅加息 75 个基点后，引发全球央行“加息风暴”，瑞士、南非、挪威等央行纷纷加息 50 或 75 个 bp。市场交易短期加息预期升温+中长期衰退压力上行，美债曲线倒挂加深，美债收益率仍在冲高，10 年期和 2 年期国债收益率分别触及 2011 年 2 月和 2007 年 10 月以来的最高水平，经济衰退风险加大叠加继续紧缩预期，股市快速下跌。

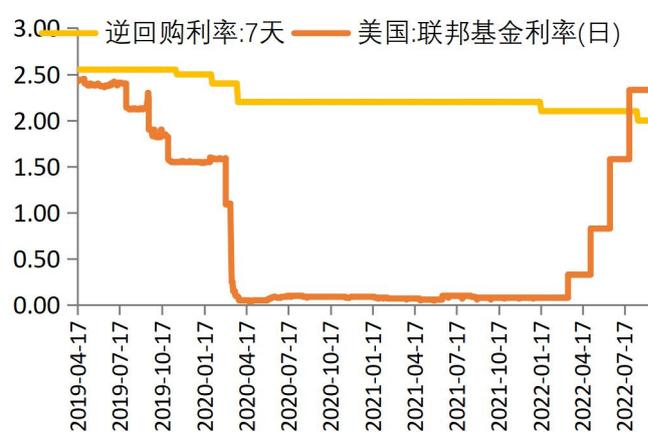
中长期来看，大类资产的反转可能要等到联储明显放缓或暂停加息、甚至转向降息之后，在美联储愿意承受衰退风险抗通胀下，美股将从杀估值转向杀盈利。而在美国衰退风险明显暴露前，美元仍将继续维持强势，美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。人民币汇率短期贬值压力上升，但对一篮子货币仍保持中性，中美利差仍约束 10 年期国债收益率下降空间。

图 4：美元指数继续冲高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：美联储大幅加息，中美政策继续分化 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

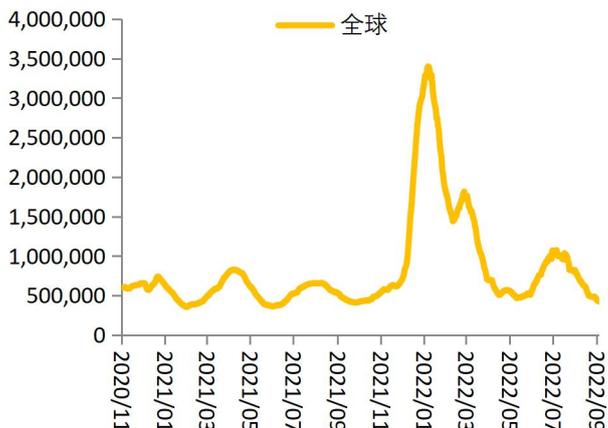
## 二、海外疫情和经济活动跟踪

美联储如期加息 75bp，美元美债利率持续冲高，国际油价全线大幅下跌，黄金收跌，全球股市集体收跌。

**欧元区经济活动 9 月份加剧收缩。**标普全球公司发布数据显示，欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 48.5，创 27 个月新低；服务业 PMI 初值为 48.9，创 19 个月新低；综合 PMI 初值降至 48.2，创 20 个月新低，连续三个月处于荣枯线下方。

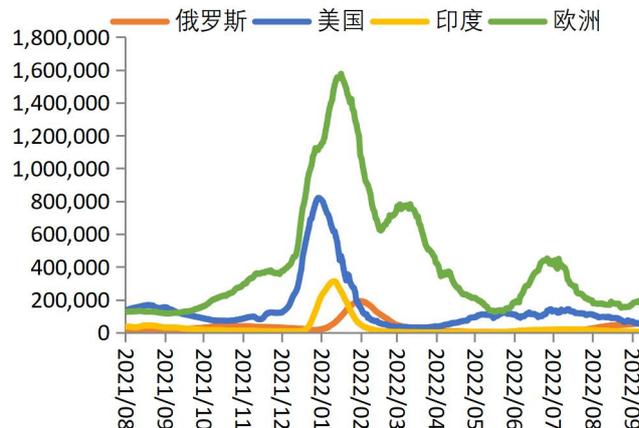
我们认为当前美联储加息的背后仍是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性仍然较强，通胀风险未被消除下美联储仍不得不采取积极措施，而对潜在的经济衰退容忍度在上升，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

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: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



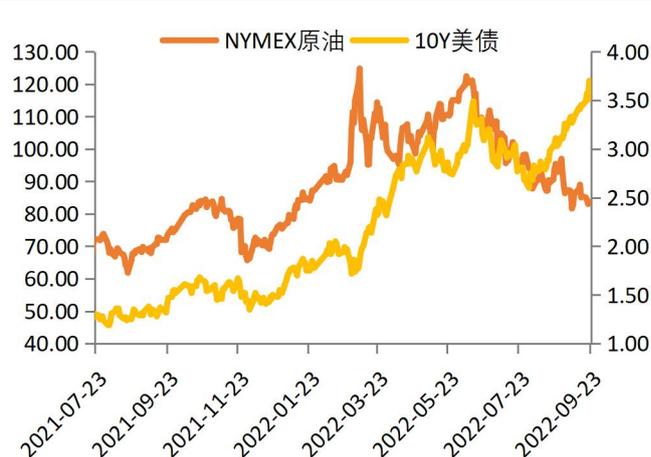
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 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, %)



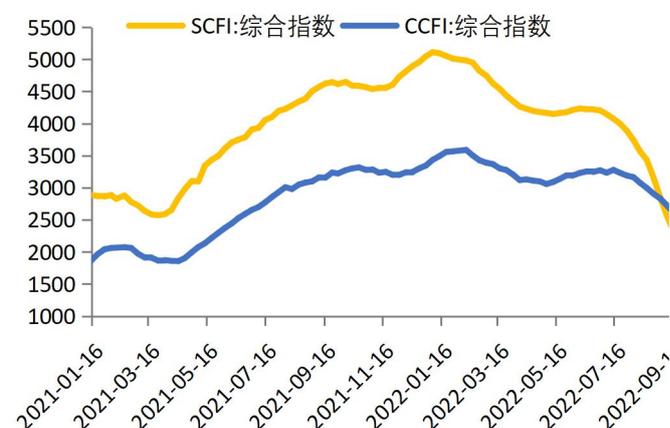
资料来源: Wind, 优财研究院

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

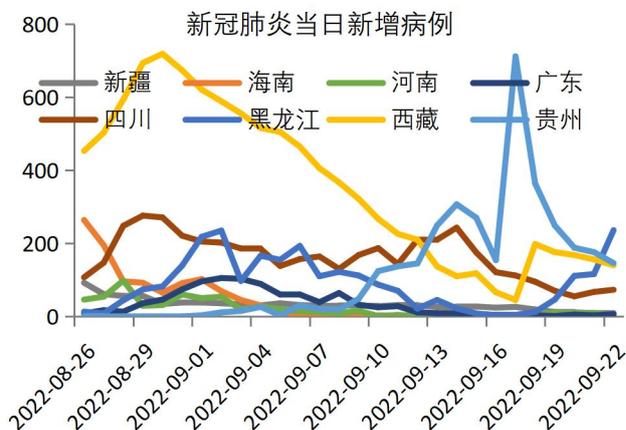
1. **疫情**：国内疫情仍呈现“收敛+零星病例”的特征，居民活动整体修复。

图 12：全国当日新增确诊（例）



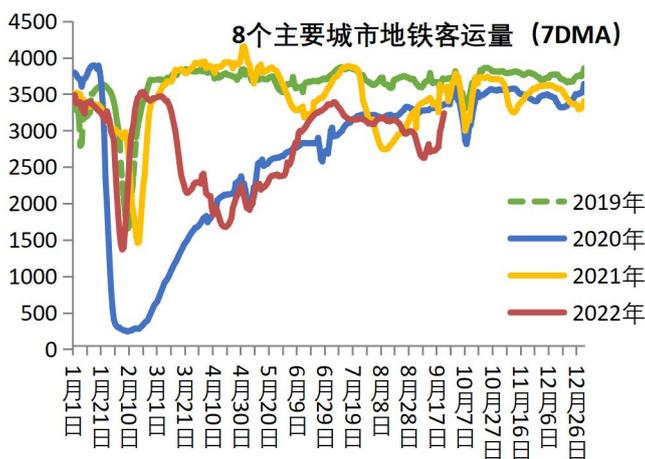
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



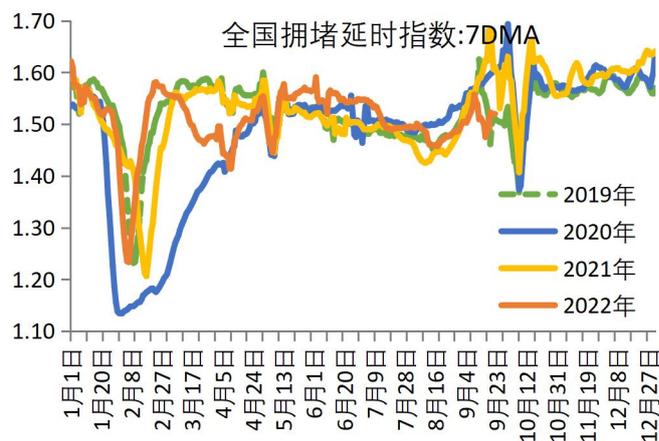
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



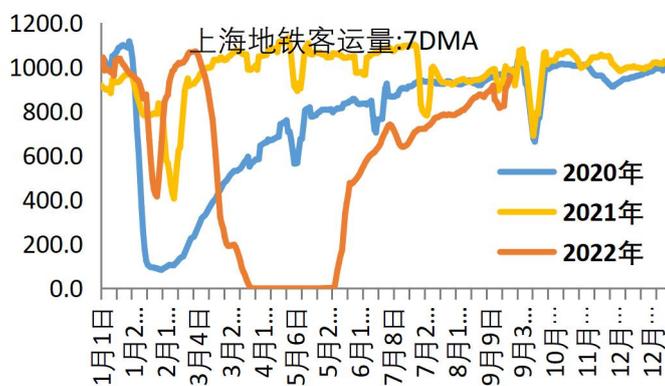
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：全国拥堵延时指数



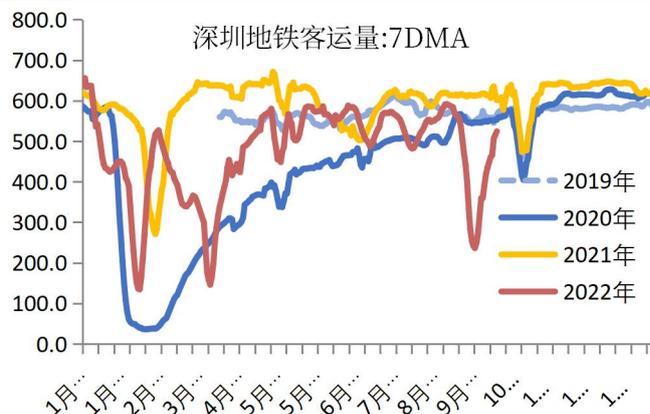
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：上海地铁客运量（万人次）



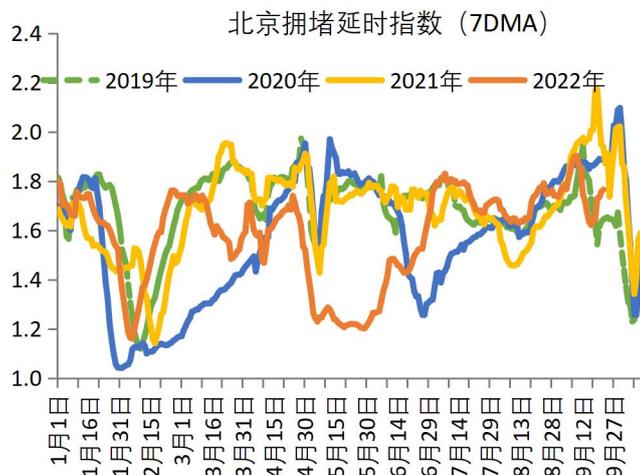
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：深圳地铁客运量（万人次）



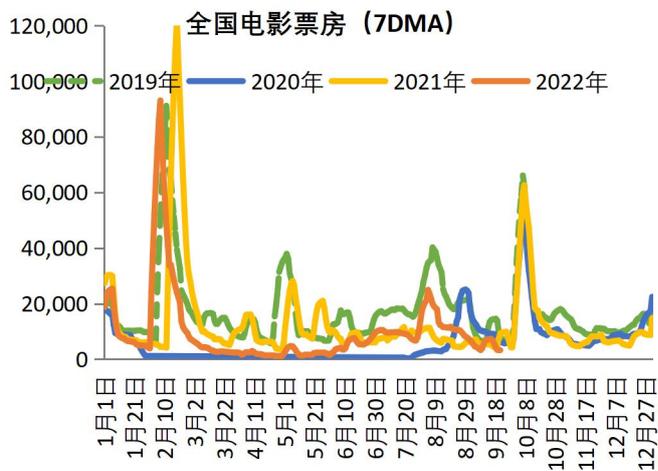
资料来源：Wind，优财研究院

图 18: 北京拥堵延时指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 全国电影票房 (万元)

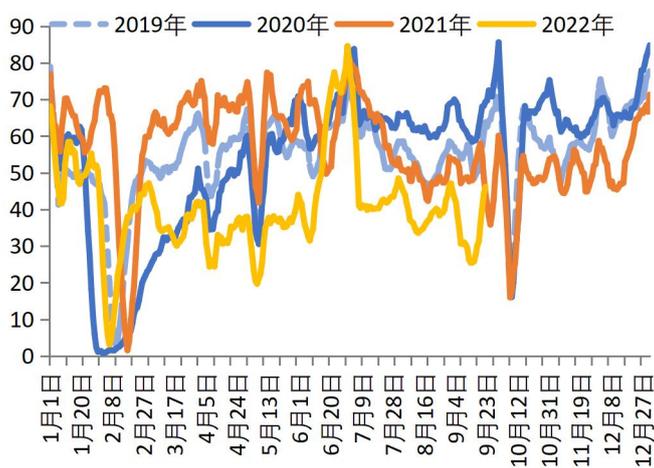


资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 需求:

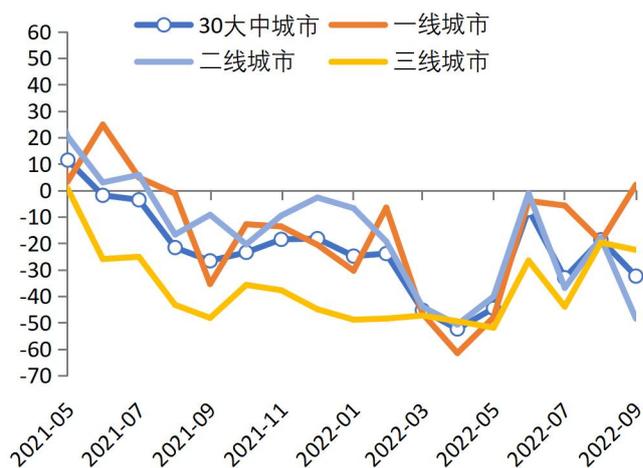
国庆节前集中推盘支撑近期商品房销售回升, 但土地成交环比走低、溢价率仍在低位, 居民和房企信心不足仍是主要矛盾。

图 20: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



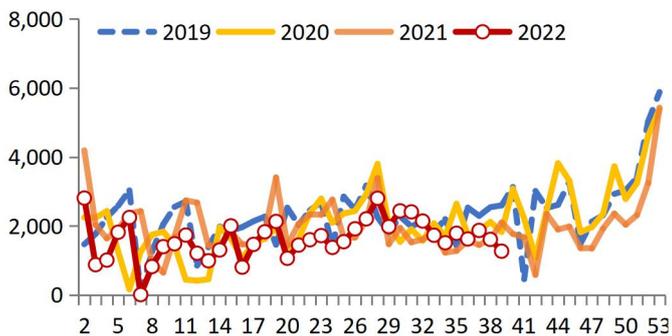
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 30 城商品房成交面积同比 (%)



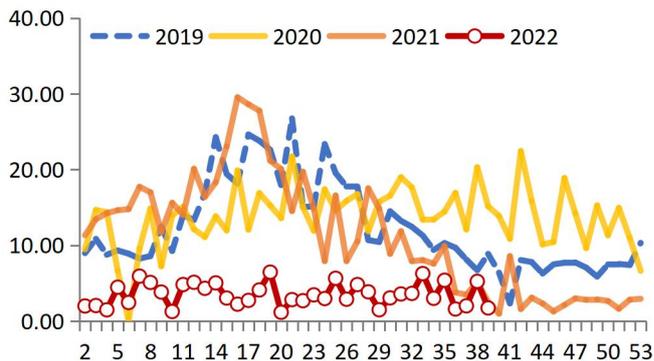
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 生产:

节前备货叠加局部金九效应, 订单下达、采购需求回升, 支撑上游生产整体回升。

图 24: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 焦化企业开工率 (%)



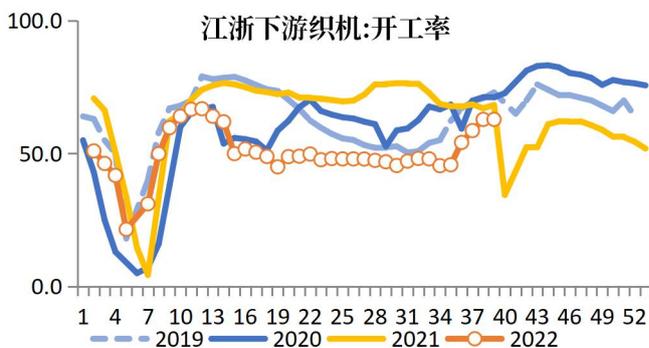
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



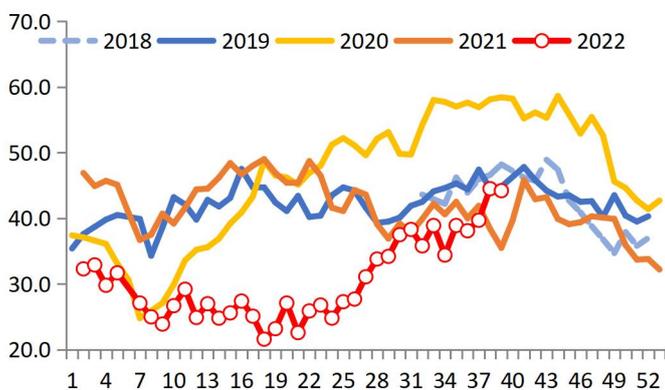
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 江浙下游织机开工率 (%)



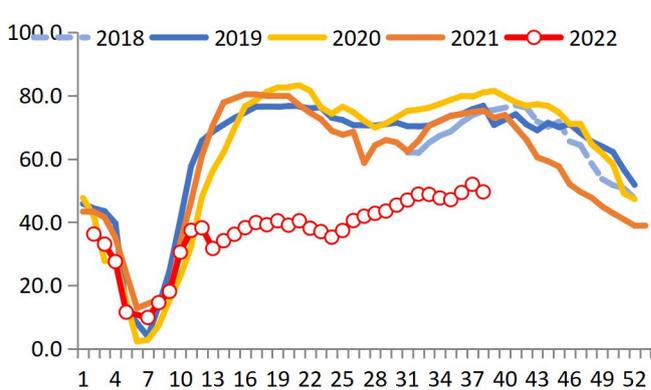
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 全国水泥发运率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

#### 4. 工业品价格:

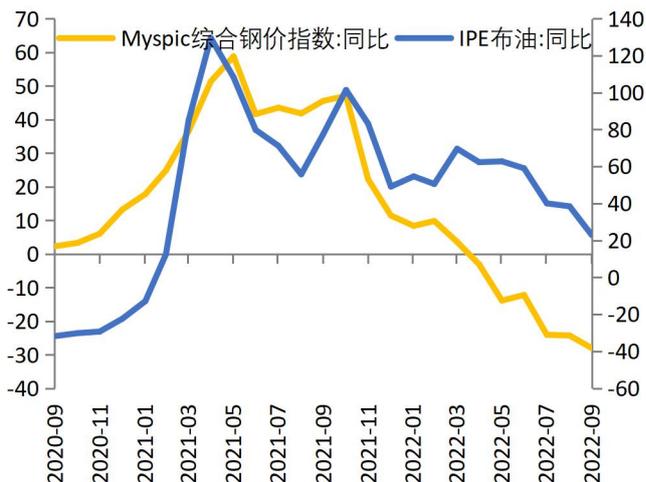
节前备货叠加下游消费需求释放支撑工业品价格, 焦煤焦炭价格上涨、钢价持稳, 而美联储鹰派加息叠加经济衰退预期, 铜油价格震荡下跌。

图 30: 大宗商品价格指数



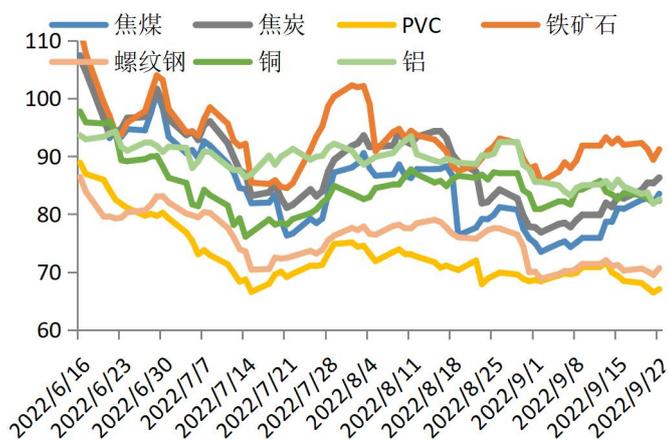
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 钢价指数&布油同比 (%)



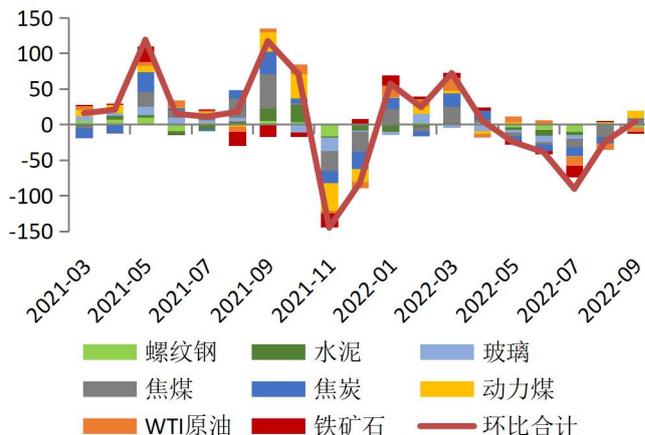
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：工业品价格月度环比（%）

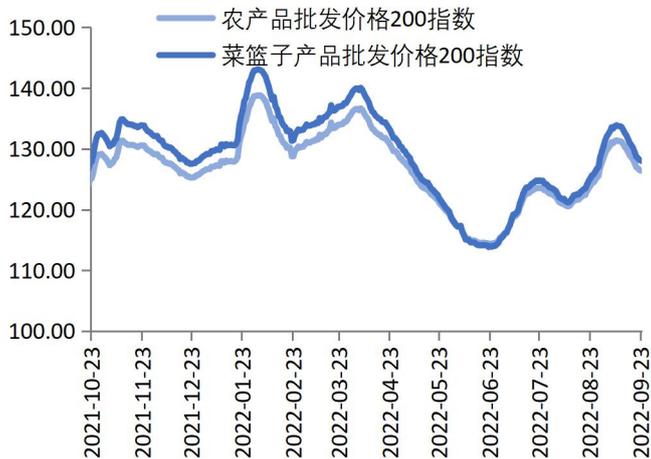


资料来源：Wind，优财研究院

## 5. 通胀：

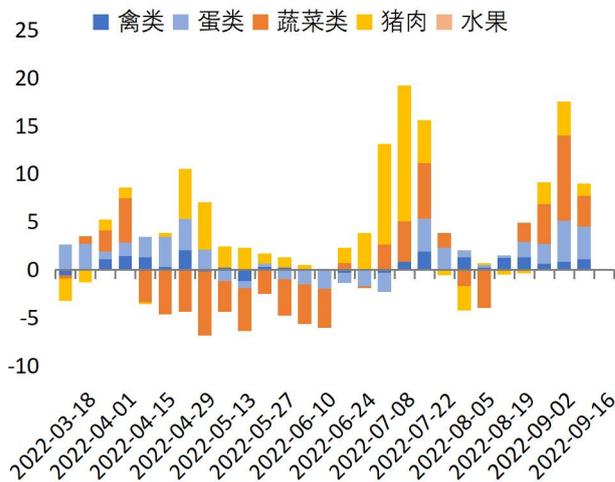
猪肉价格延续微涨，蔬菜价格高位回落下农产品价格指数跌幅扩大。

图 34：农产品批发价格 200 指数



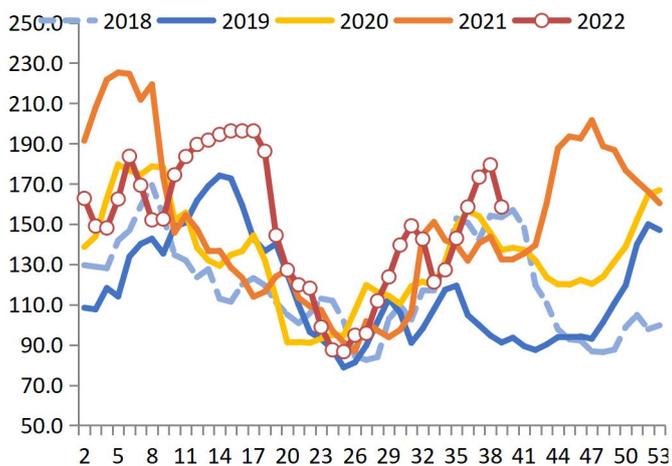
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 36: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 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/>