



2023年1月8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



经济复苏预期叠加稳增长政策仍是资产价格主线

内容提要

上周节后首周市场情绪处于修复窗口，高频指标显示部分城市活动已率先修复，对于疫情峰值后经济修复的预期逐渐升温，叠加地产放松政策仍在持续加码，权益市场连续上涨，上证指数突破 3100 点。往后看，市场仍处在预期和现实的验证阶段，本周将公布 12 月通胀、金融数据和外贸数据，且省级人代会进入召开密集期，各地陆续进入“两会时间”，各地 2023 发展目标将是关注重点。

上周国内地产放松政策仍在持续加码，央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。从稳增长政策框架来看，随着经济增长条件的打开和扩内需战略的出台，国内政策框架发生显著调整，疫情防控政策和地产政策均处在调整期，未来拖累 22 年下行的两大因素消费和地产或有望逐步企稳，国内经济有望度过压力峰值并进入修复区间。

而从海外来看，美联储 12 月会议纪要较市场预期更为鹰派，与会者确认需要放慢加息步伐，但并没有流露出 2023 年要降息的想法，同时担心市场过于乐观，未来加息后利率达到的水平将比投资者预料的高。美联储官员普遍认为通胀风险是一个关键因素，担心金融状况出现“毫无根据的”宽松，需要维持限制性的政策立场，直到最新数据提供信心，表明通胀处于持续下降至 2% 的道路上，而这可能需要一段时间。总的来看，美联储当前已进入紧缩的最后阶段，但受以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强的影响，美联储加息预期放缓但并未逆转，博弈 2023 年降息仍为时过早，不过全球流动性拐点有望在上半年确认。

从高频数据看，1) 央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，但地产需求端暂未有明显起效；2) 冬季天气和疫情影响下生产端整体偏弱，高炉开工率偏强；3) 国内外主要宏观线索主导大宗商品走势分化；4) 农产品价格小幅回升，蔬菜价格上涨对冲猪肉价格回落。

近期高频指标显示部分城市活动已率先修复，不过各城市疫情峰值拐点错位，叠加春运人口流动加快仍对疫情存在二次考验，预计基本面明显修复迹象可能要在春节后 2 周才能确认。后续市场仍处在预期的高频数据验证阶段，预期反复风险仍在，前期市场也对弱现实进行过一定修正，不过经济底部企稳修复的向好趋势比较确定，经济复苏预期和稳增长政策的持续出台仍是资产价格的主线。股市中期向好但短期仍受修复节奏和政策力度是否超预期的扰动，债市情绪小幅修复后仍面临压力，节前股债或均难形成明显趋势性力量，重点关注 1 月各城市疫情演化、经济活动修复以及春运出行的情况。

风险提示

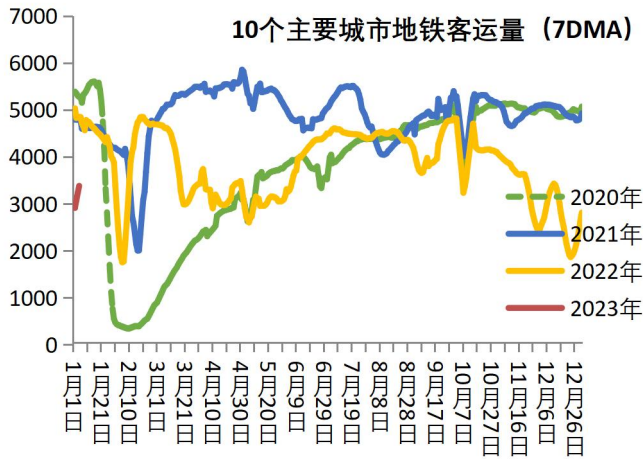
国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、部分城市活动已率先修复

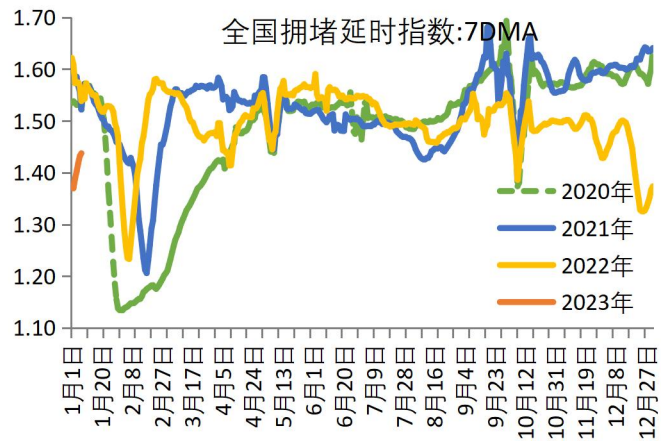
全国主要城市经济活动均呈现底部修复，部分度过疫情峰值城市的出行活动修复速度较快，如北京石家庄广州等，而上海杭州等地的恢复程度明显偏慢，城市活动修复速度与各城市疫情进程相关。且私家车出行修复速度快于地铁出行，反映疫情对居民出行方式的影响。而在防控约束放开下，反映跨区域活动的迁徙指数和国内执行航班明显回升。

图 1：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



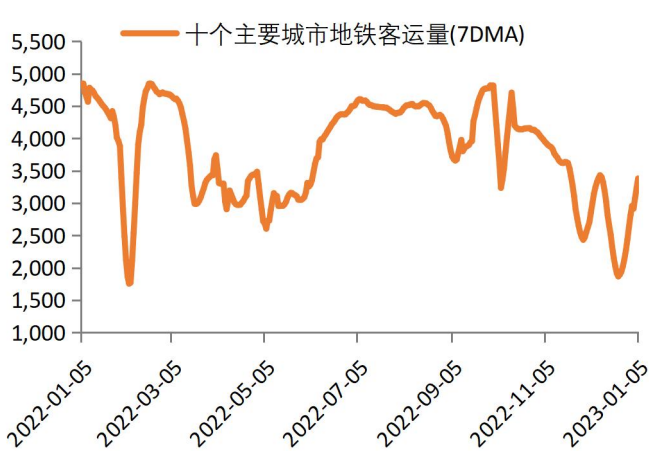
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：全国拥堵延时指数



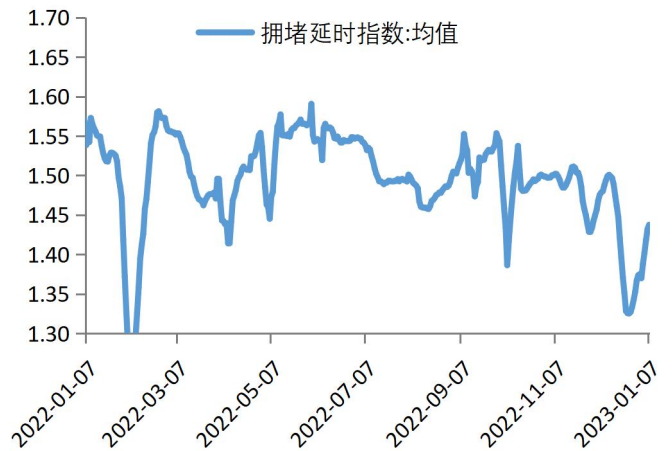
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



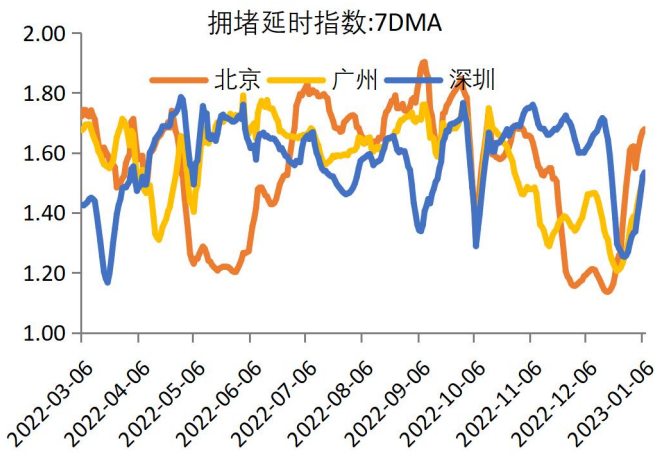
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：全国拥堵延时指数



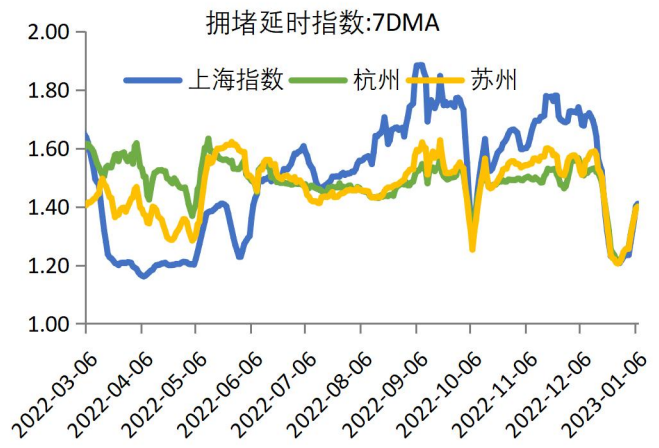
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: 拥堵延时指数



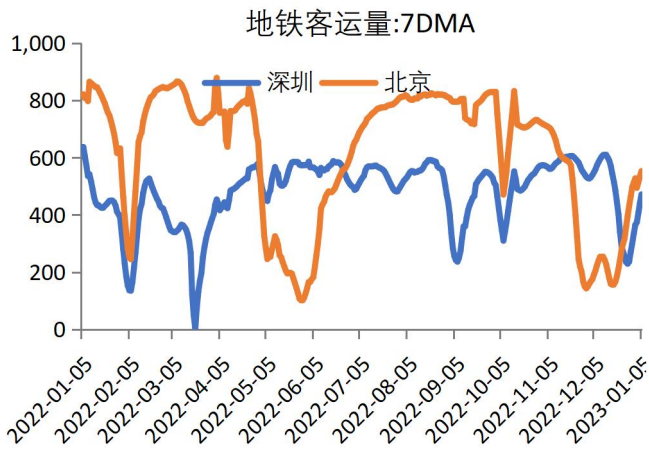
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 拥堵延时指数



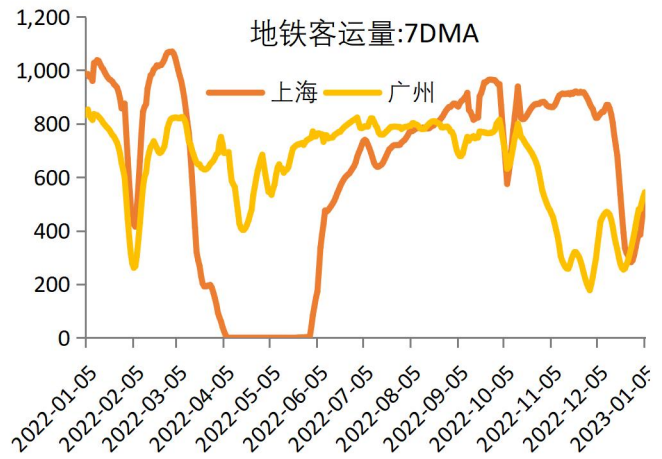
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 地铁客运量 (万人次)



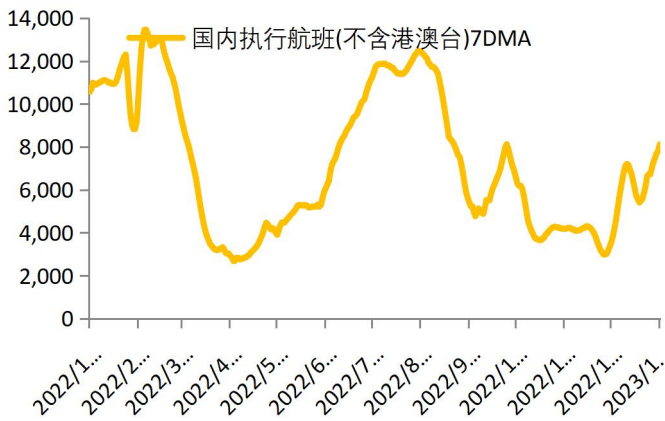
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 地铁客运量 (万人次)



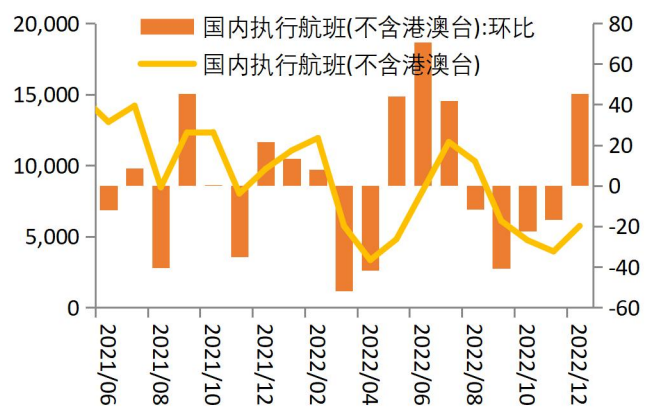
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



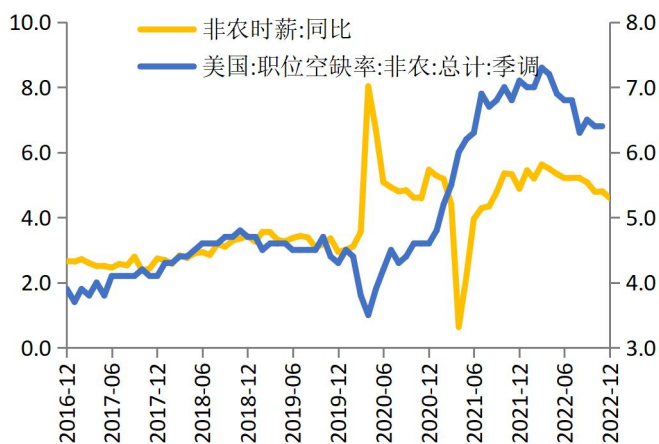
资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外经济跟踪

美联储 12 月货币政策会议纪要显示，与会者确认需要放慢加息步伐，但并没有流露出 2023 年要降息的想法，给转向的希望泼冷水。与会者还担心市场过于乐观，未来加息后利率达到的水平将比投资者预料的高。美联储官员普遍认为通胀风险是一个关键因素；担心金融状况出现“毫无根据的”宽松；与会者继续预计，持续提高联邦基金利率将是适当的；没有与会者预期 2023 年降息是合适的；与会者普遍认为，需要维持限制性的政策立场，直到最新数据提供信心，表明通胀处于持续下降至 2% 的道路上，而这可能需要一段时间。

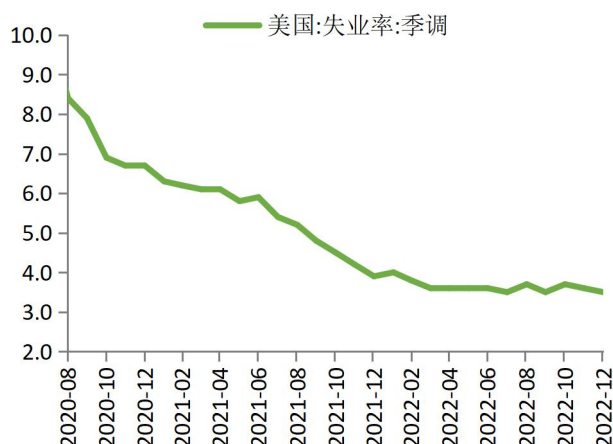
美联储进入紧缩的最后阶段，但受以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强的影响，美联储加息预期放缓但并未逆转，博弈 2023 年降息仍为时过早。我们认为通胀拐点的确认支持美联储加息逐步放缓，但核心服务通胀仍高且粘性较强，并不支持美联储很快转向宽松，暂不具备讨论降息的条件。而在市场对美联储放缓基本定价下，市场更需要关注美联储政策利率终点的高度和持续时间，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，如果服务通胀难以快速回落，对于海外风险资产来说可能仍将面临一段时间顺风。

图 11：美国就业时薪与职位空缺率（%）



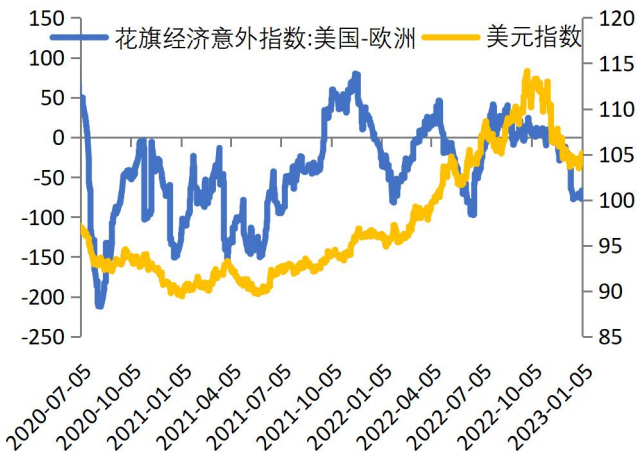
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：美国失业率仍然向好（%）



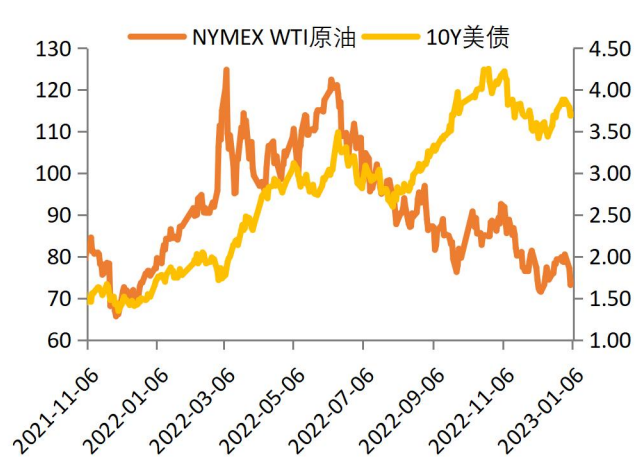
资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 美欧差值 VS 美元指数



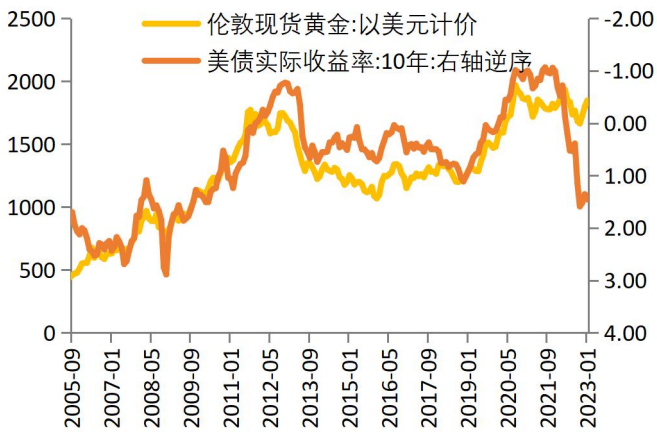
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



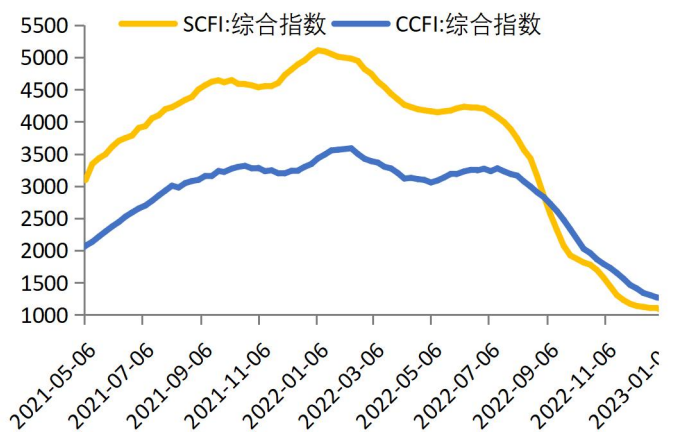
资料来源: Wind, 优财研究院

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

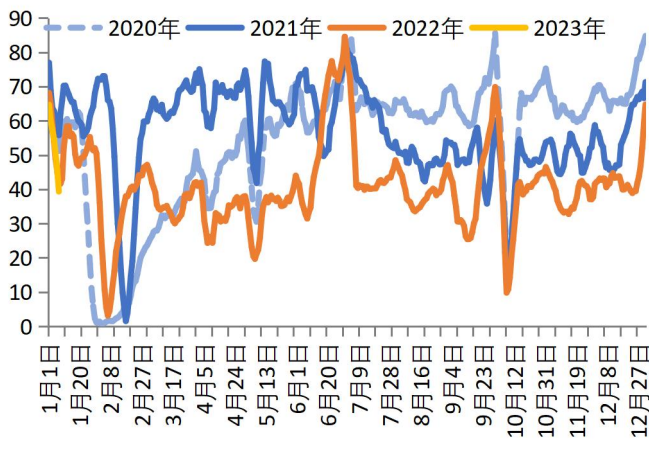
1. 需求: 央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制, 但需求端暂未有明显起效

地产政策持续放松, 央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市, 可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。根据国家统计局全国 70 城房价指数数据, 最近 3 个月房价持续下降的城市名单共有 38 个。其中二线城市 13 个, 而三四线城市为 25 个。

住建部指出要大力支持购买第一套住房，首付比、首套利率该降的都要降下来。合理支持购买第二套住房，以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。原则上不支持购买三套以上住房，不给投机炒房者重新入市留有空间。同时，增加保障性租赁住房的供给和长租房市场的建设。

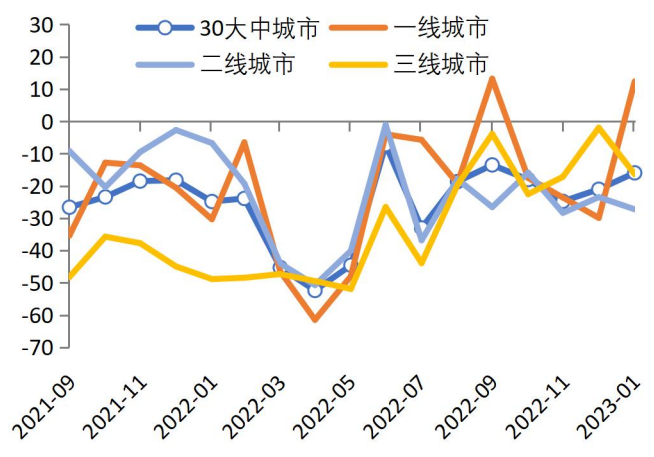
不过地产销售端仍未有明显起效，截至1月7日，30大中城市商品房日均销售面积为39.35万平方米，较上月环比回落（12月为45.9万平方米），同比-16%，较上月略有收窄，主要受到年初一线城市销售小幅回暖的支撑。

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（%）

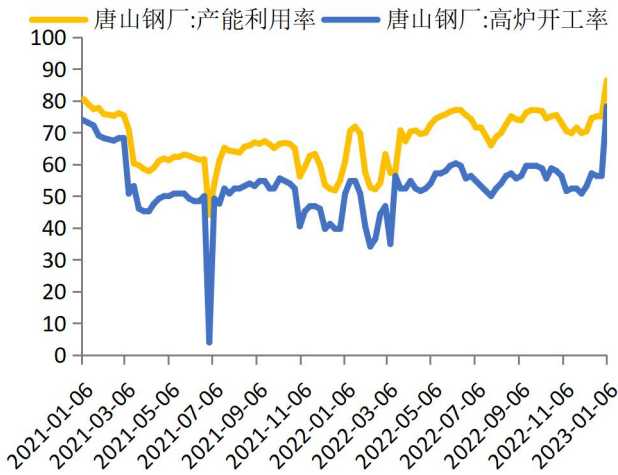


资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：冬季天气和疫情影响下生产端整体偏弱，高炉开工率偏强

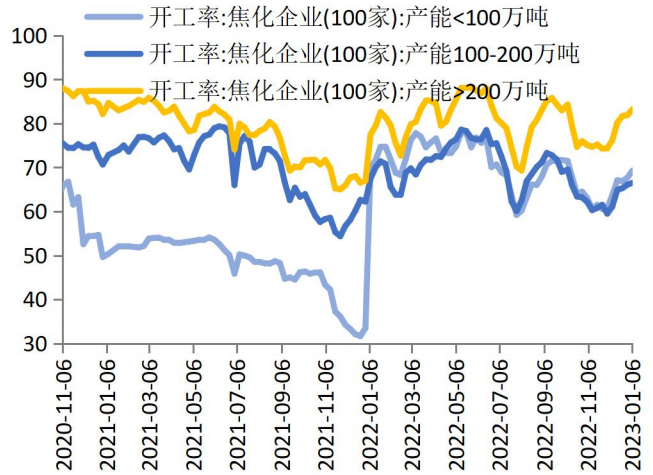
除上游高炉开工率和焦化企业开工率偏强外，多数行业开工率仍然偏弱，或受冬季天气和疫情影响。

图 19: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



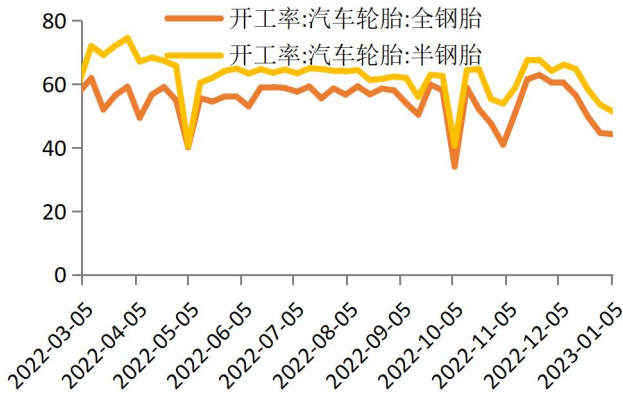
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 焦化企业开工率 (%)



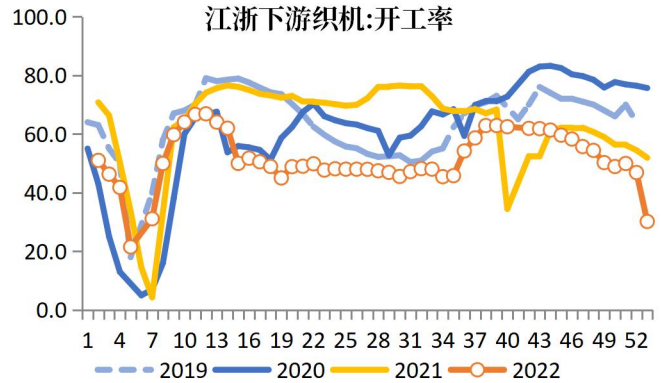
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



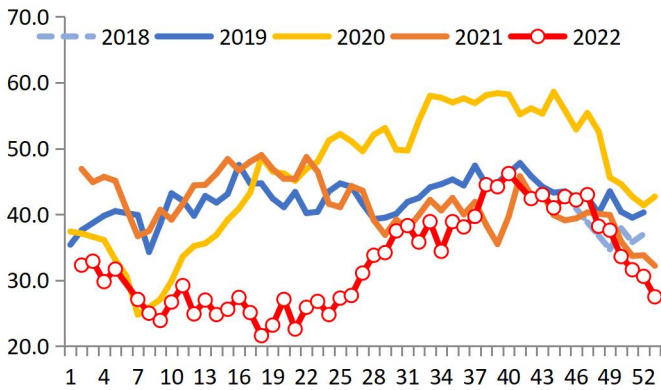
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 江浙下游织机开工率 (%)



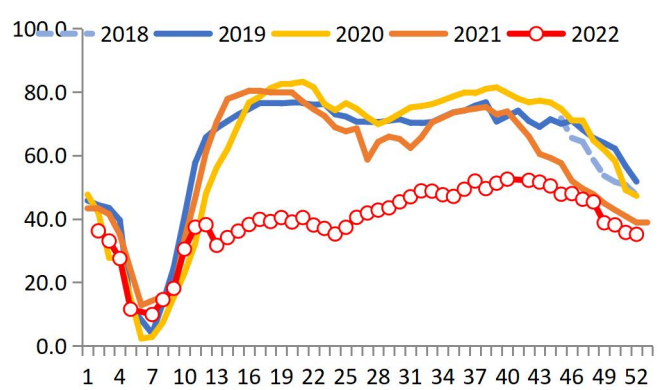
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 全国水泥发运率 (%)

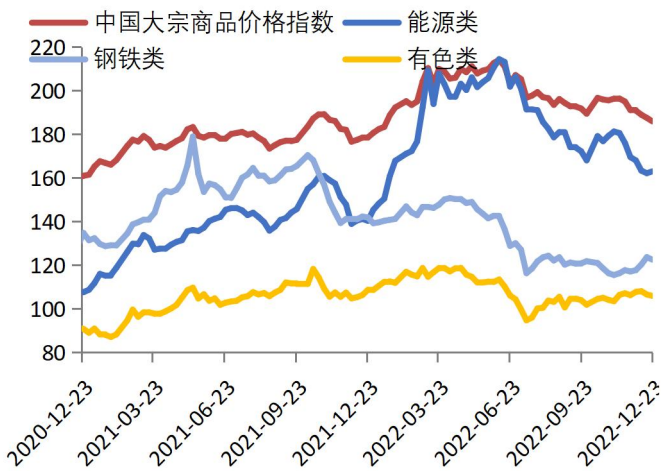


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 工业品价格：国内外主要宏观线索主导大宗商品走势分化

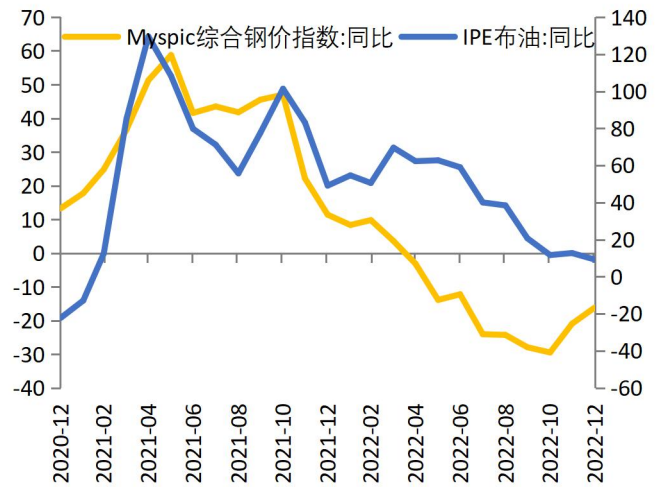
近期国内外主要宏观线索分化下大宗商品走势也出现背离，国内强政策主导内需定价产品，经济修复预期增强下黑色系商品价格偏强，上周整体偏震荡，而海外衰退交易升温叠加国内疫情和出行活动减弱影响油价下跌。

图 25：大宗商品价格指数



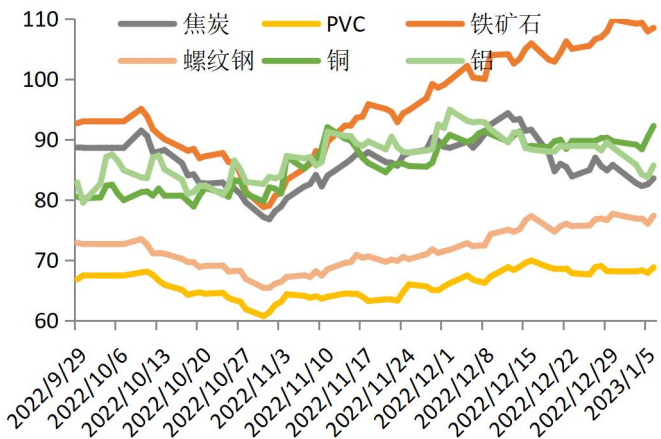
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：钢价指数&布油同比 (%)



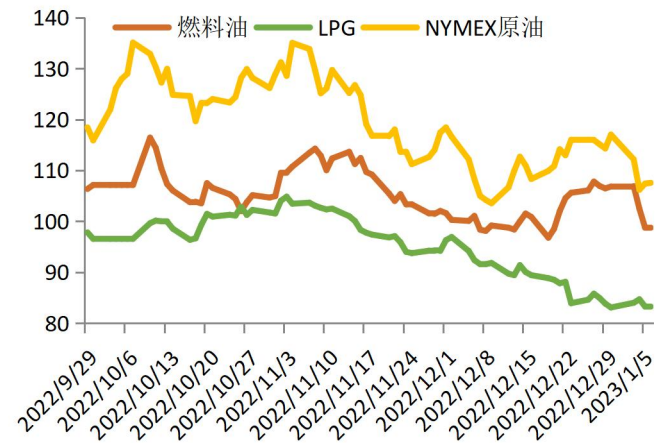
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：工业品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

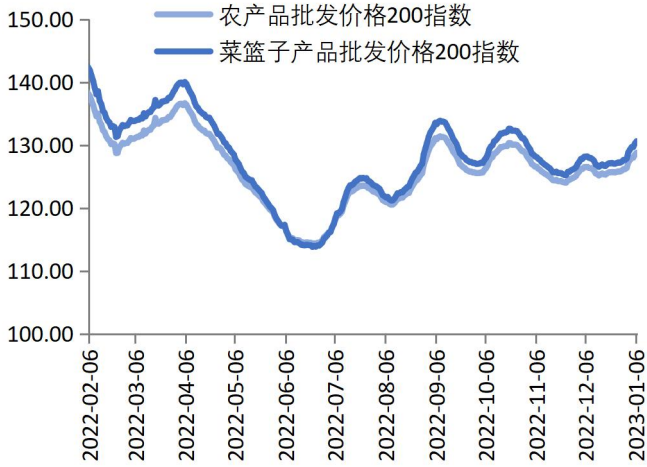
图 28：工业品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

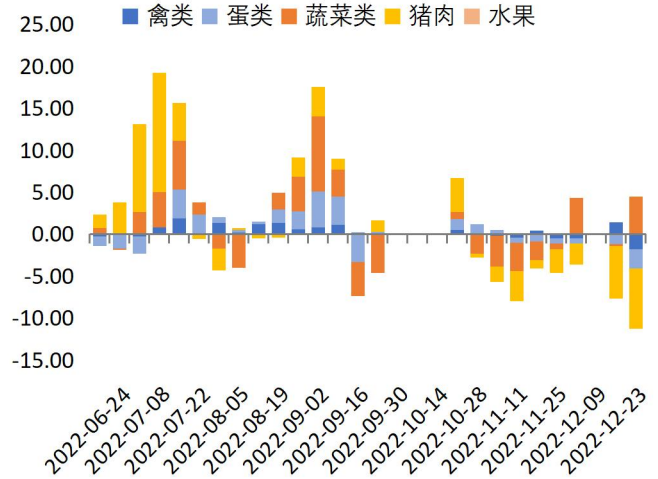
4. 通胀：农产品价格小幅回升，蔬菜价格上涨对冲猪肉价格回落

图 29：农产品批发价格 200 指数



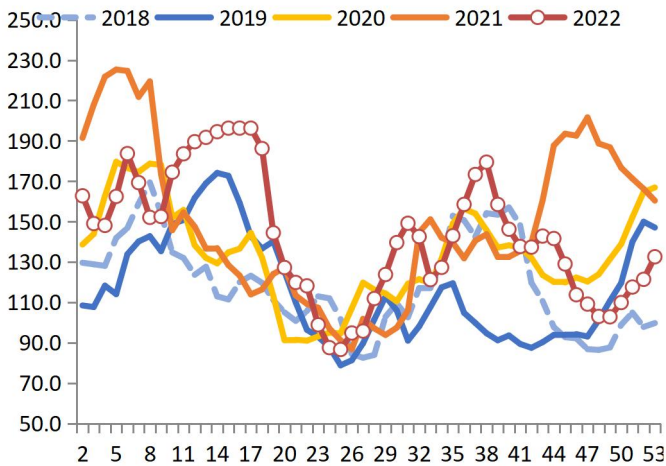
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：食用农产品价格指数:周环比 (%)



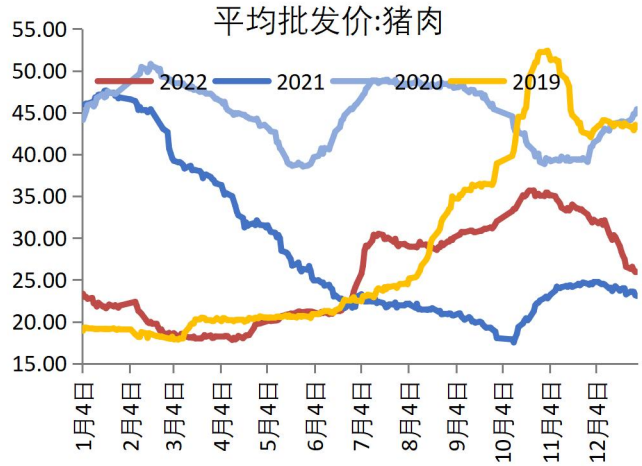
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：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/>