

2022年9月25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



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

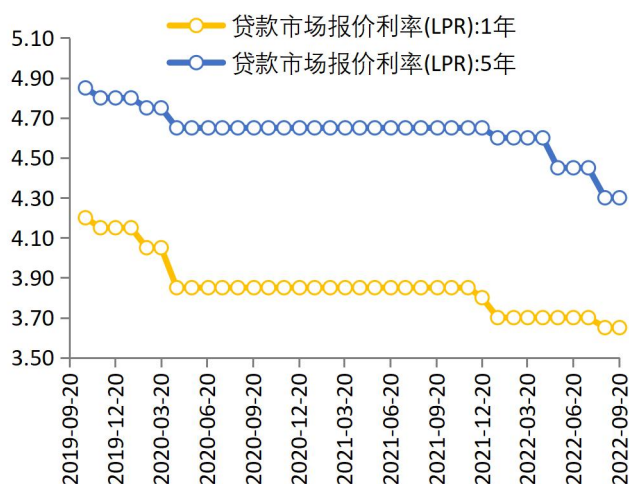
一、中美经济和政策周期持续分化

● 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。

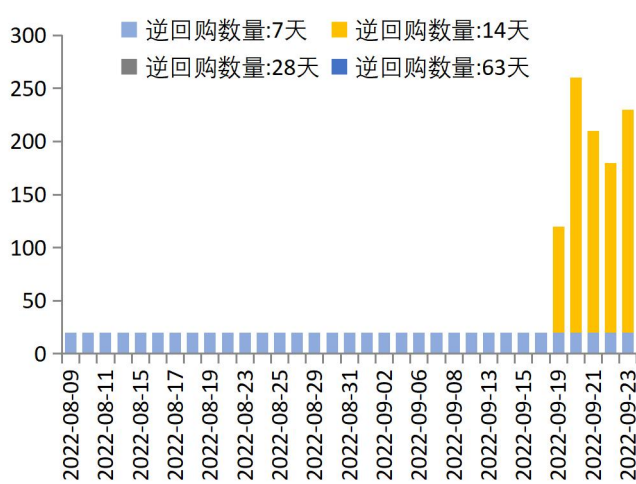
央行时隔逾七个半月后重启 14 天逆回购操作，主因季末叠加税期及国庆长假下维稳流动性，上周央行公开市场累计进行了 1000 亿元逆回购操作，周内共有 80 亿元逆回购和 400 亿国库现金定存到期，实现全口径净投放 520 亿元。

图 1：9 月 LPR 保持不变（%）



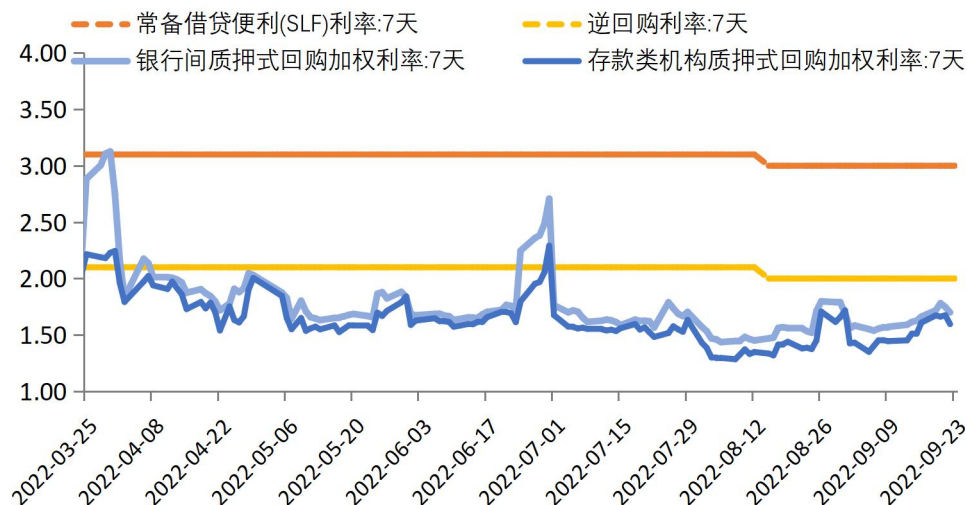
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：央行小幅加量 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

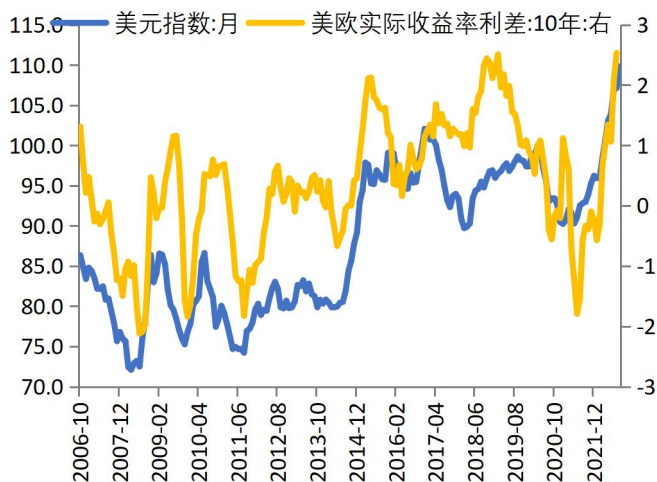
美联储公布 9 月利率决议，如期加息 75 个基点，至 3.00-3.25%。经济预期显示未来或进一步加速升息步伐，点阵图预示美联储在 11/12 月或将分别加息 75/50bp，且 2023 年很大概率不降息，政策终点利率高+持续时间长继续强化。美联储重申抗通胀决心，不过承认通胀可能会在更长的时间保持在偏高的水平，暗示经济可能发生浅衰退，2022/2023 年 GDP 增长预期降至 0.2%/1.2%，2022/2023 年失业率预期升至 3.8%/4.4%。

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。

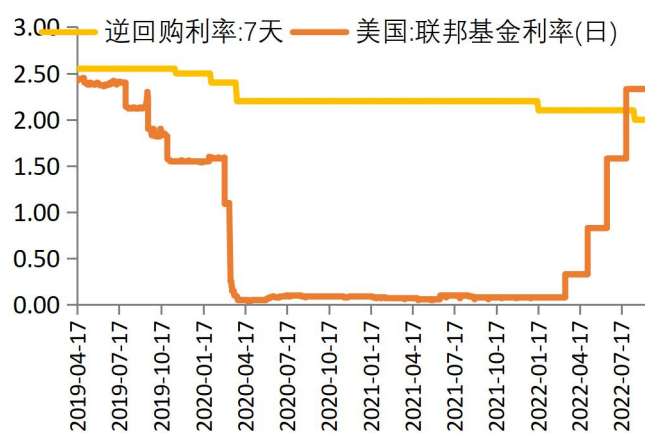
中长期来看，大类资产的反转可能要等到联储明显放缓或暂停加息、甚至转向降息之后，在美联储愿意承受衰退风险抗通胀下，美股将从杀估值转向杀盈利。而在美国衰退风险明显暴露前，美元仍将继续维持强势，美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。人民币汇率短期贬值压力上升，但对一篮子货币仍保持中性，中美利差仍约束 10 年期国债收益率下降空间。

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

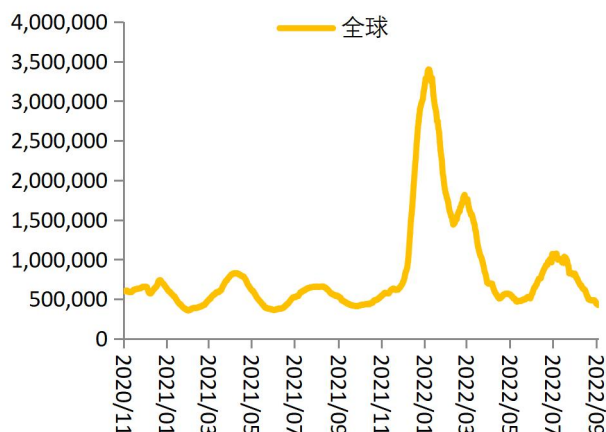
二、海外疫情和经济活动跟踪

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。

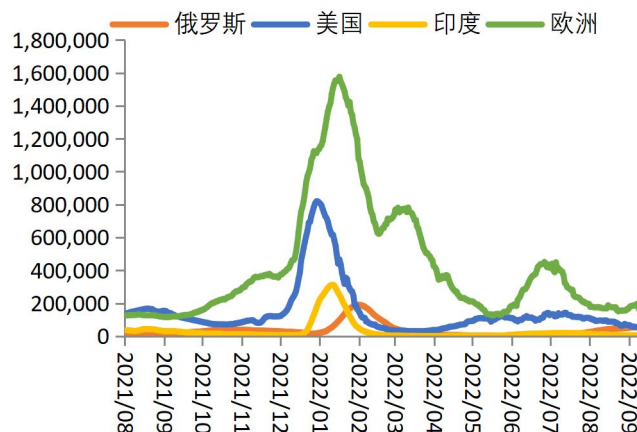
我们认为当前美联储加息的背后仍是通胀，美国通胀拐点可期但回落不易，以劳工和房价为基石的服务业通胀粘性仍然较强，通胀风险未被消除下美联储仍不得不采取积极措施，而对潜在的经济衰退容忍度在上升，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

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）



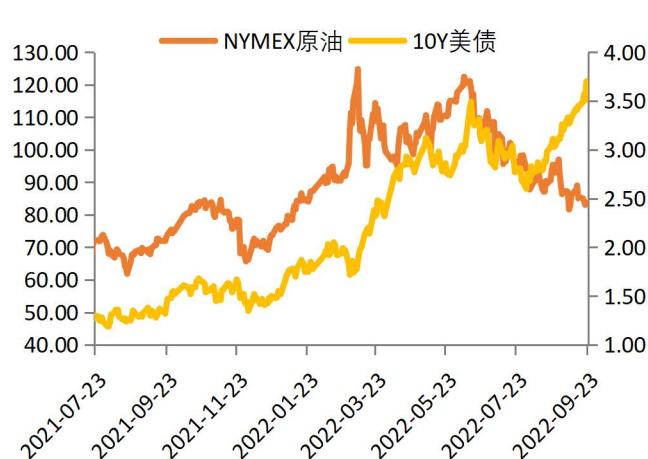
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 美欧差值 VS 美元指数



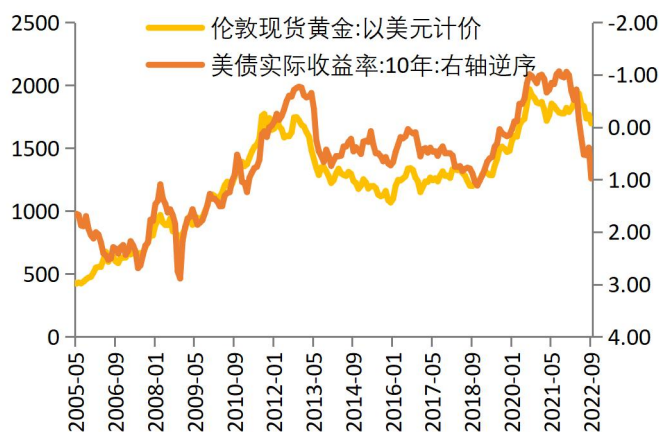
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



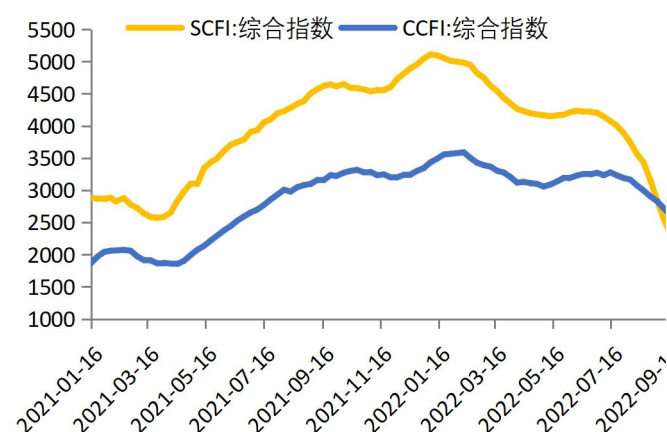
资料来源: Wind, 优财研究院

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

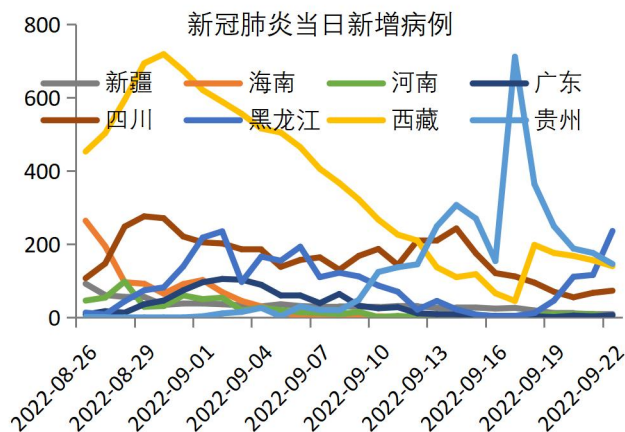
1. **疫情**：国内疫情仍呈现“收敛+零星病例”的特征，居民活动整体修复。

图 12：全国当日新增确诊（例）



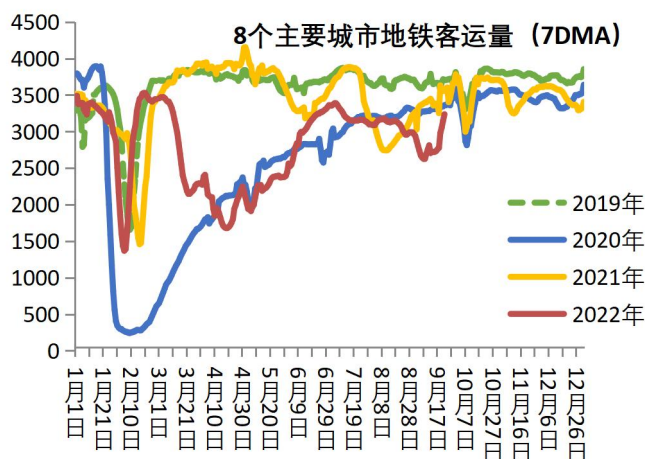
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



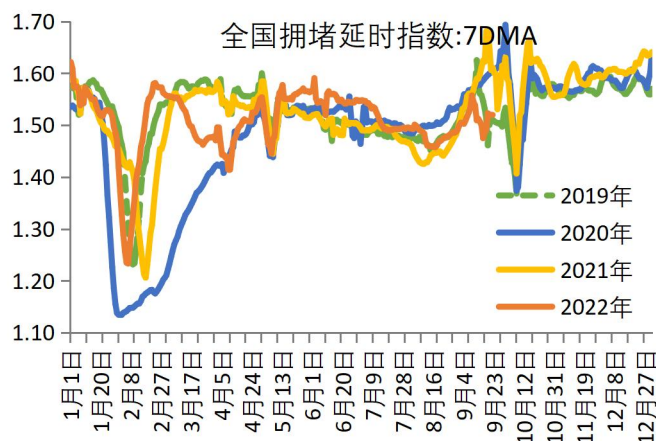
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



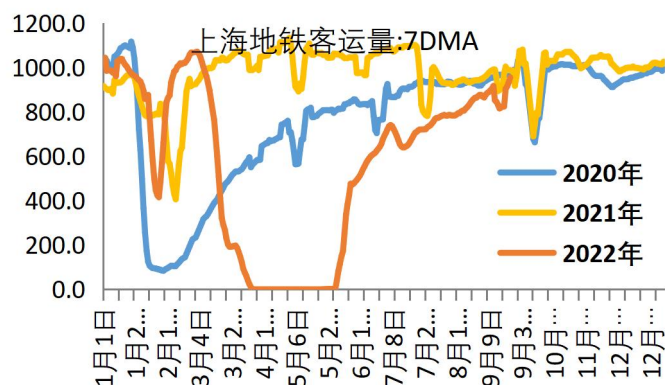
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：全国拥堵延时指数



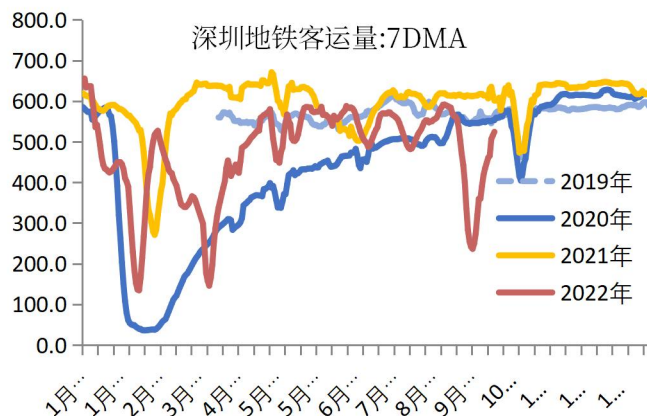
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：上海地铁客运量（万人次）



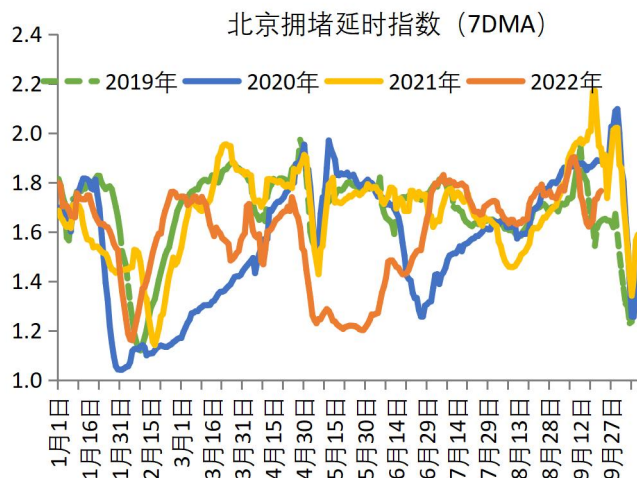
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：深圳地铁客运量（万人次）



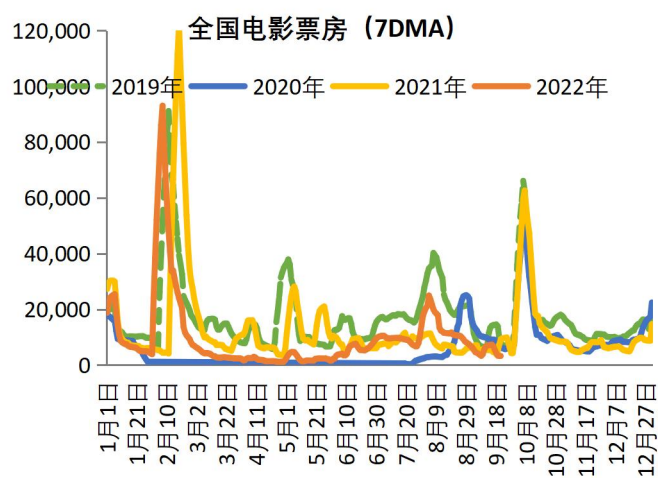
资料来源：Wind，优财研究院

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)

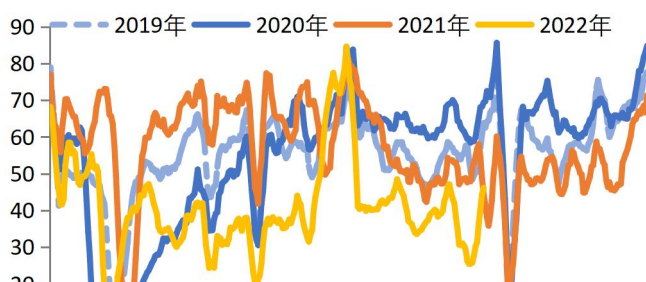
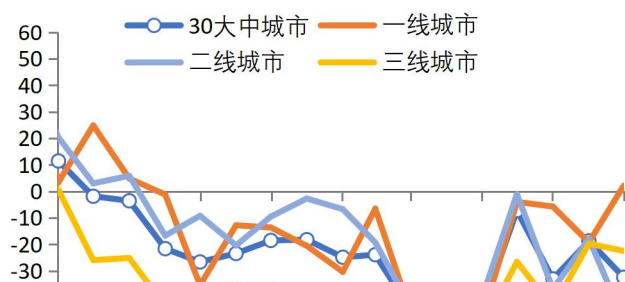


图 21: 30 城商品房成交面积同比 (%)



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46510

