金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观 •周度报告

2022 年 11 月 6 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

海外紧缩节奏及国内疫情防控仍是宏观边际变量

内容提要

上周宏观关注重点在于国内 10 月 PMI、防疫政策放松博弈，以及海外美联储紧缩节奏。国内资产价格周内主要受到疫情反弹下经济弱复苏以及防疫政策放松的影响，尤其是对防疫政策变化的预期驱动市场风险偏好回升，周五股市大涨，周内呈现股债“跷跷板”效应。而海外则受到美联储未来紧缩节奏的影响，资产价格波动加剧。美联储 11 月如期加息 75bp 并承认 12 月加息幅度或放缓至 50bp，但鲍威尔强调抗通胀决心，较高的通货膨胀以及极度紧张的劳动力市场下，考虑暂停加息还为时过早，市场押注最终利率将超 5%。

往后看，当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇，通胀和就业数据可能会迫使美联储在更长时间内将利率维持在高位。因此当前国内面临的内外部环境仍然较为复杂，一方面海外发达国家增长下行，但通胀压力未有明显缓解，紧缩预期仍待扭转。另一方面国内疫情和地产低迷仍对经济复苏形成约束，微观主体活力不足下经济供需两端压力均大，消费、地产仍是拖累，出口支撑趋于回落。未来海外紧缩节奏、国内疫情防控及稳增长政策落地成效，将是市场关注的主要矛盾。

高频数据显示：1）全国疫情仍在呈现多点散发趋势，局部封控增多下居民生活半径有所收窄，跨区域活动减少；2）地产销售持续平淡，10 月 30 城商品房成交面积同环比均有所下降，地产政策放松效果尚待进一步传递；3）疫情升温叠加防控趋严，生产端继续放缓，开工率多数回落，基建施工也受到一定拖累；4）风险情绪好转下工业品价格走势整体反弹，供给偏紧逻辑主导下，近期原油价格持续反弹；5）受疫情多发和政策调节，需求偏弱下猪价温和上行，蔬菜价格回落也有所加快，农产品价格回落下 10 月食品价格贡献有望回落。

从资产价格来看，1）前期调整后 A 股已初步具备底部特征，情绪和估值指标均接近历史低位，宽松货币政策支撑国内无风险利率维持低位，宏观线索处在拐点信号附近下赔率角度处于相对有利的位置，底部隐现。不过短期看风险偏好仍有不足，海外紧缩预期仍待扭转，博弈防疫放松仍有不确定性，叠加经济修复内生动力偏弱下盈利走弱仍存拖累，主要宏观线索仍有不确定性，指数需等待主要矛盾的缓解和更多积极的催化剂的合力拉动，预计短期指数偏震荡下以结构性机会为主。2）而债市前期偏强后上周受到风险情绪回暖的打压，不过债市当前仍面临“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大。我们认为货币宽松下债券没有大的风险，实体融资需求偏弱决定利率中枢呈现向下趋势，但短期节奏会受到国内稳增长政策和海外货币政策的扰动，预计长端利率 2.6%仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近 2.8%水平仍有配置和交易价值。

风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，美联储加息超预期

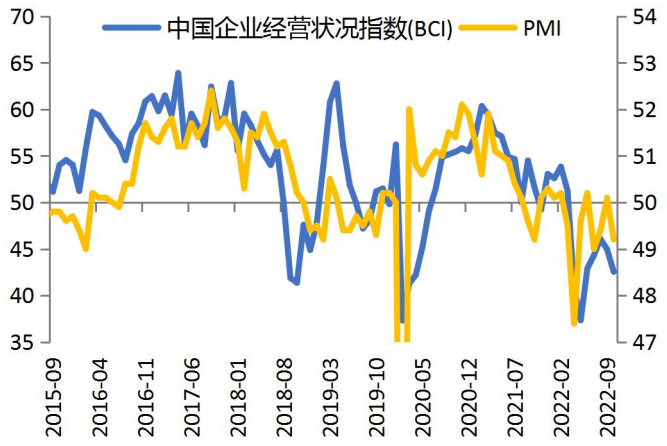
一、 疫情反弹拖累制造业重回收缩

受国内疫情多发散发等影响，中国采购经理指数有所回落，服务业和制造业 PMI 双双回落至荣枯线下方，疫情影响施工进度下建筑业景气度也呈现高位回落。中国 10 月官方制造业 PMI 49.2，预期 50，前值 50.1；中国 10 月非制造业 PMI 48.7，预期 50.1，前值 50.6。

从结构来看，生产新订单指数双双下行，供需两端同步回落，同时需求走弱叠加库存回升，制造业企业呈现被动补库特征，经济动能回落。价格指数回升下制造业成本压力有所增加，企业利润空间再度压缩。疫情仍是当前约束经济修复的一大主要因素，“防疫重心不改+地产延续去杠杆+外需弱化压力”的宏观主线下，四季度经济大概率仍将延续弱修复格局。

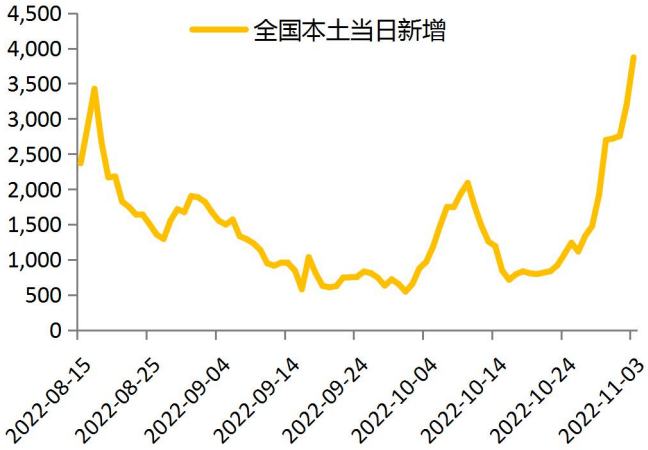
从当前宏观环境来看，海外发达国家增长下行，但通胀压力未有明显缓解，紧缩预期仍待扭转。而国内疫情和地产低迷仍对经济复苏形成约束，微观主体活力不足下经济供需两端压力均大，消费、地产仍是拖累，出口支撑趋于回落，中国面临的内外部环境仍然较为复杂。四季度重点关注基建和出口的对冲，未来宏观经济的回升动能取决于：1）疫情防控是否有进一步优化的空间，对供给、需求和信心的冲击；2）稳增长政策如何发力，房地产能否软着陆；3）海外紧缩步伐何时迎来拐点。

图 1：制造业 PMI 和 BCI 指数同步回落（%）



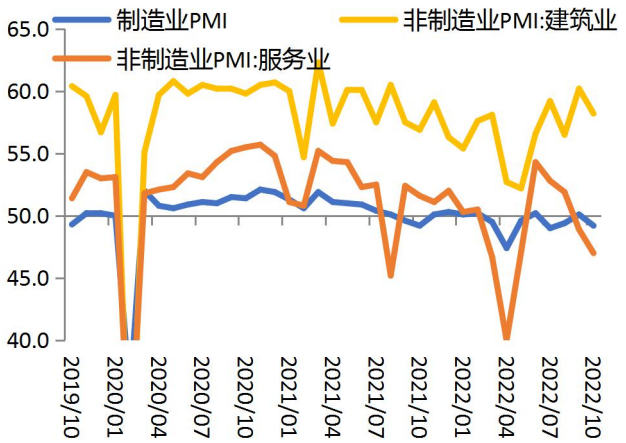
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：全国本土新增病例回升（例）



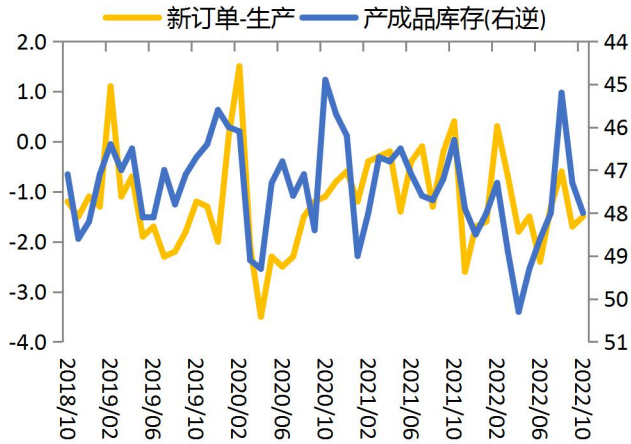
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：服务业和制造业 PMI 双双收缩（%）



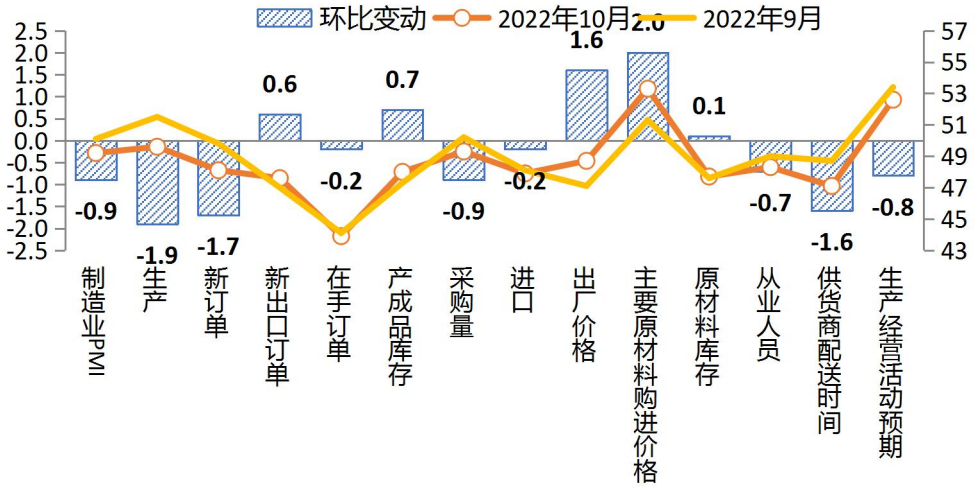
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：制造业企业呈现被动补库特征（%）



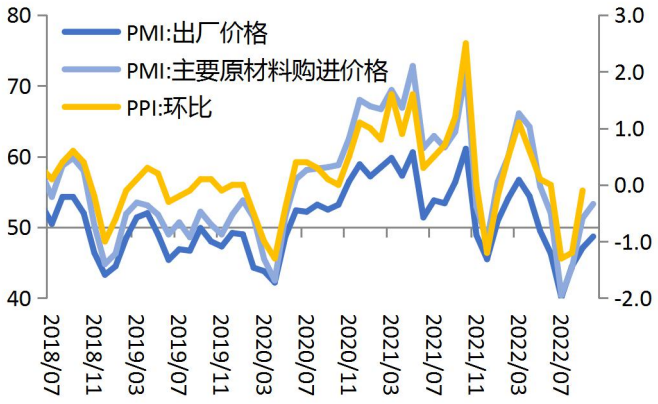
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：官方制造业 PMI 分项（%）



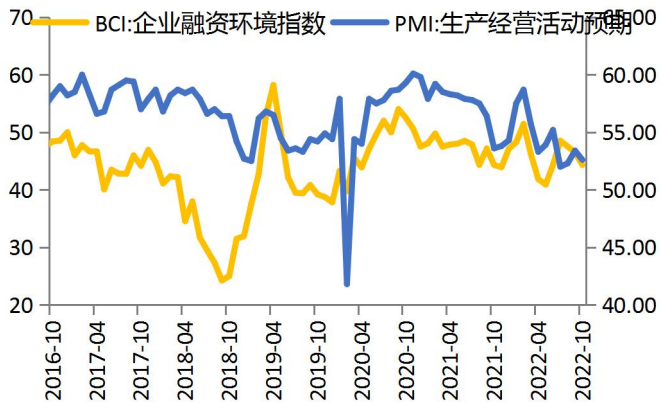
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：价格指数回升下制造业成本压力增加（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：企业生产经营活动预期回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

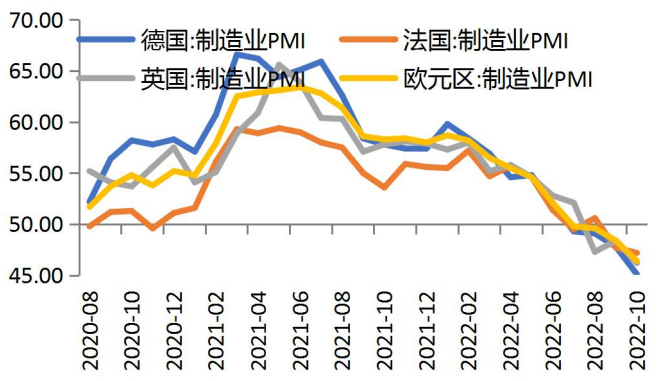
二、 海外：鲍威尔强调抗通胀决心，市场押注最终利率将超 5%

美联储 11 月议息会议如期加息 75bp。11 月 2 日晚间，美联储将联邦基金目标利率上调 75 个基点至 3.75% - 4%，这是美联储今年以来第六次加息，也是连续第四次加息 75 个基点，并表示将考虑到加息对经济的滞后影响。美联储声明暗示可能会放缓加息步伐，但美联储主席鲍威尔新闻发布会上强调，美联储将继续与不断上升的广义价格通胀作斗争，直到它能够宣布胜利，将通胀降至 2%的目标。

鲍威尔新闻发布会讲话称：①利率：在某个时候，放慢加息速度将是合适的；最快在 12 月就会放慢加息速度；仍有必要继续加息，现在考虑暂停加息还为时过早；终端利率水平将高于此前预估；②通胀：坚决致力于降低通货膨胀；没有迹象表明通货膨胀正在下降；③经济：美国经济较去年大幅放缓；四季度经济将温和增长；经济软着陆仍有可能，但窗口变窄了；④就业：劳动力市场极度紧张，薪资增速仍然偏高；劳动力市场继续失衡；⑤政策指引：政策的全面效果需要时间才能生效，尤其是对通胀的影响；历史强烈警告不要过早放松政策；在达到足够的利率水平之前，还有一段路要走。

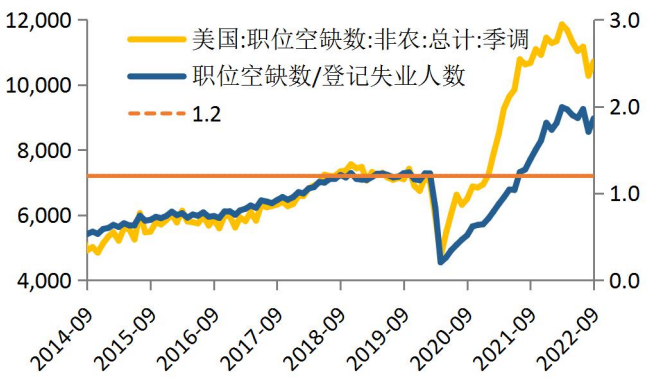
往后看，我们认为抗通胀依然是美联储当前的首要目标，当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇。通胀和就业数据可能会迫使美联储在更长时间内将利率维持在高位。美联储可能会在 12 月的议息会议上再次加息 50 个基点，但考虑暂停加息还为时过早，终端利率水平将高于此前预估，美联储加息尾声或需等到明年上半年，不过距离降息还有距离。

图 8：能源成本走高下欧洲制造业压力加大（%）



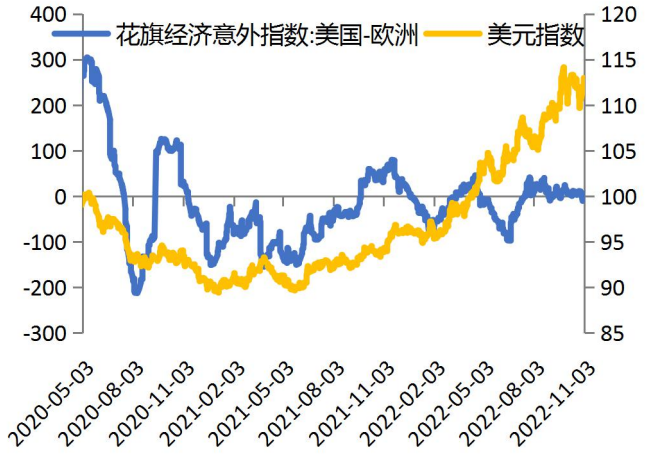
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：美国 9 月职位空缺数意外回升（万）



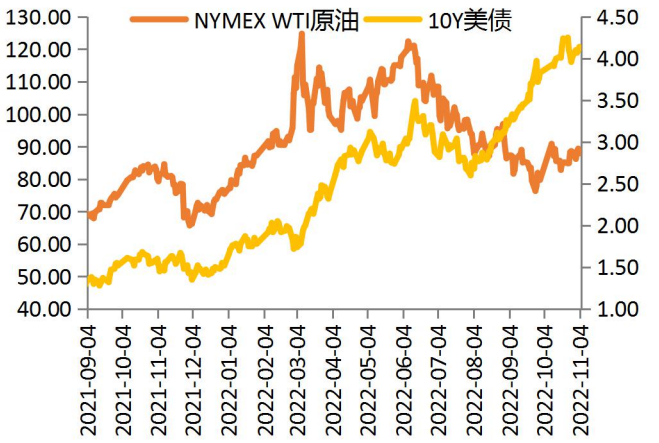
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：美欧差值 VS 美元指数



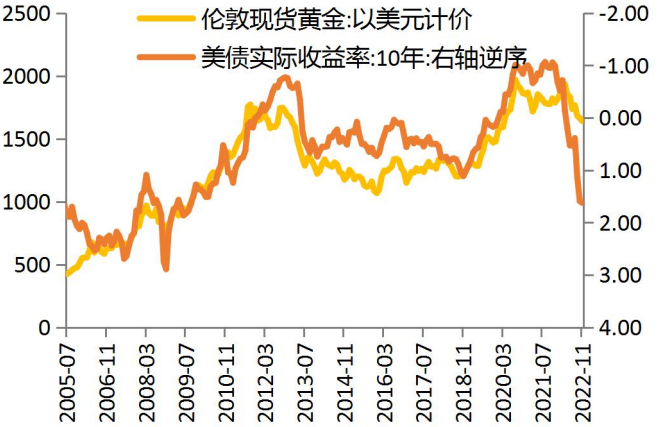
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



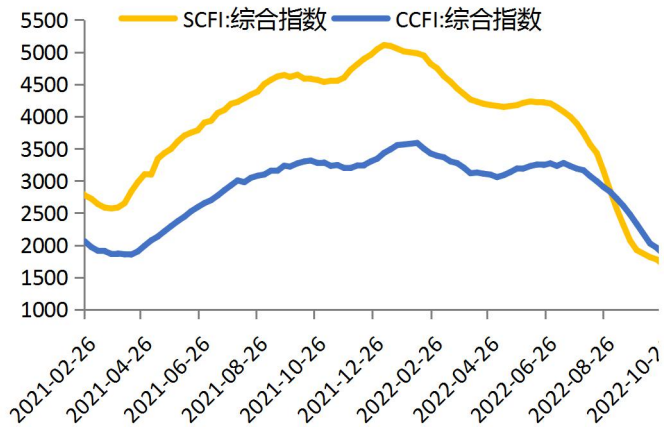
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：运价指数



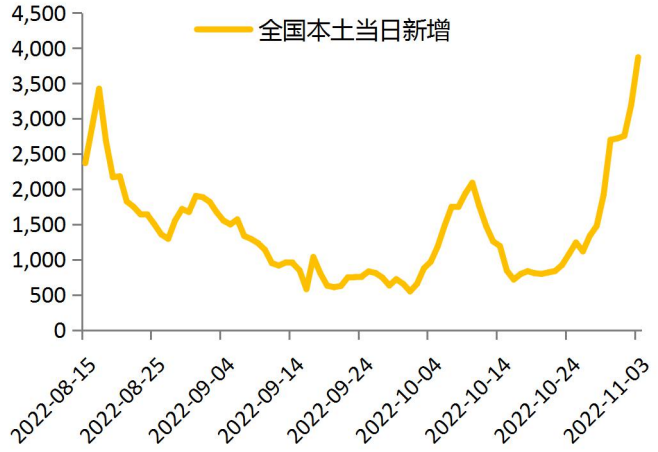
资料来源：Wind，优财研究院

三、 经济高频观察

1. 疫情：

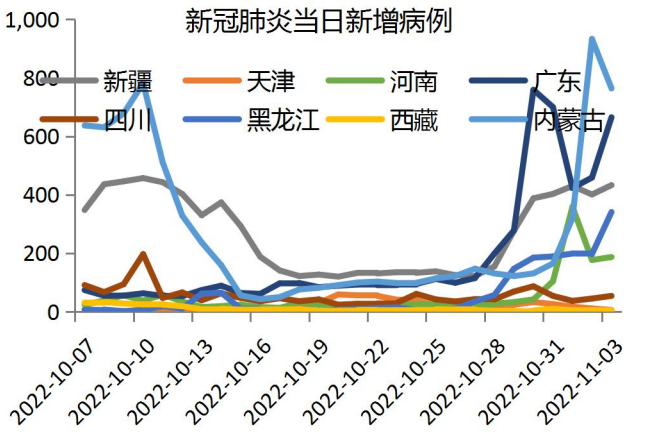
全国疫情仍在呈现多点散发趋势，单日本土新增走高，局部封控增多下主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数有所回落，居民生活半径有所收窄，代表跨区域活动的执行航班数据也低于去年同期。

图 14：全国当日新增确诊（例）



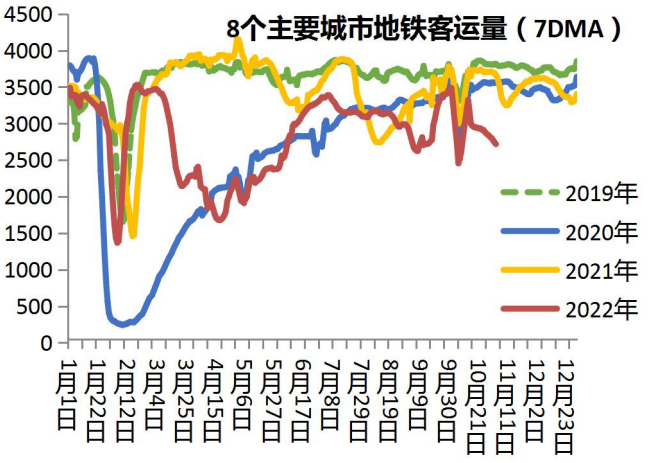
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



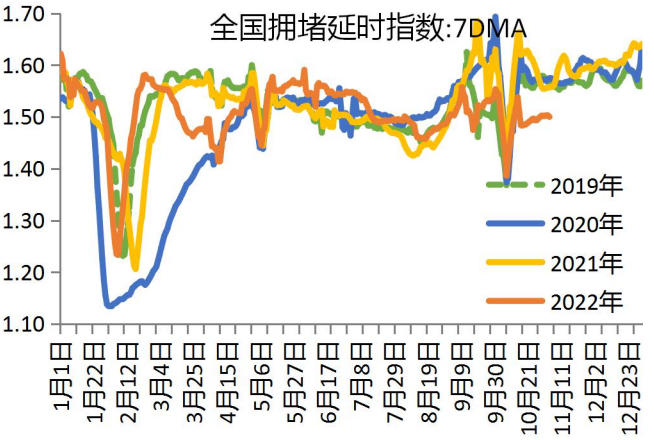
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



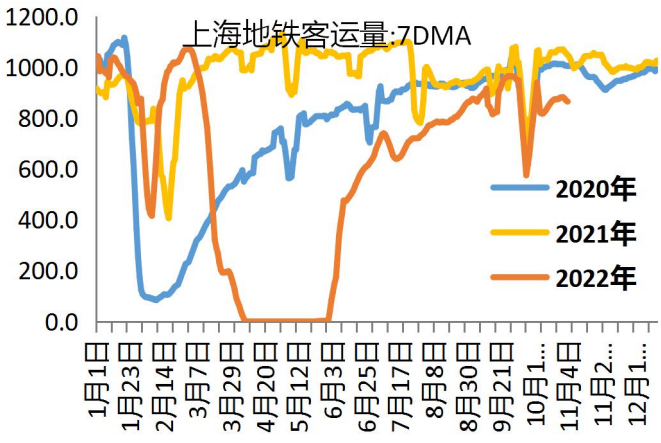
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：全国拥堵延时指数



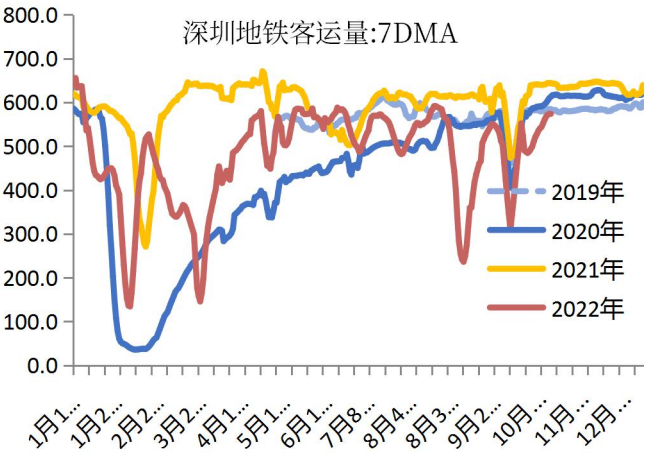
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：上海地铁客运量（万人次）



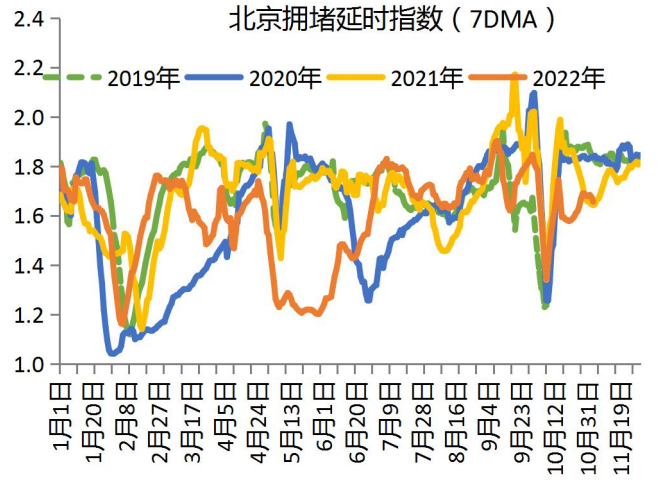
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：深圳地铁客运量（万人次）



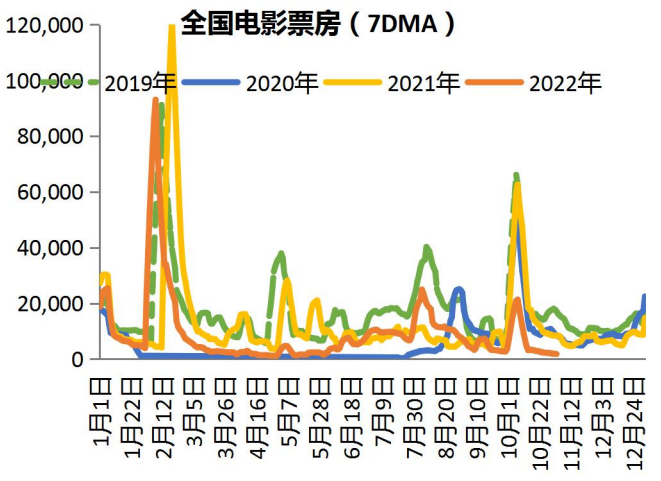
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：北京拥堵延时指数



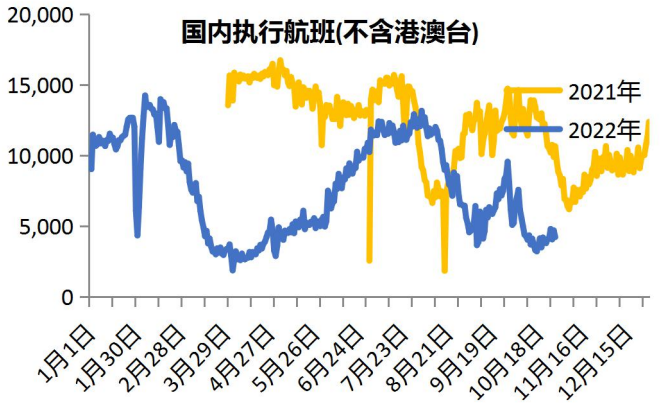
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：全国电影票房（万元）



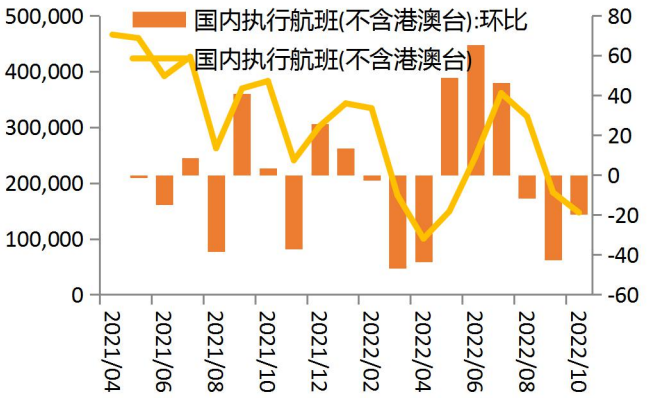
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：国内执行航班(不含港澳台)（架次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：国内执行航班(不含港澳台)（架次，%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 需求：

地产销售持续平淡，10 月 1 日-31 日，30 大中城市商品房日均销售面积为 34.8 万

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_48401