

2022 年 11 月 20 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



## “强预期”如何向“弱现实”传导是关键

### 内容提要

上周宏观主要关注重点在于三大宏观主要线索的边际变化，一方面，防疫优化二十条叠加地产供给端放松政策持续加码，宏观约束减弱有望支撑未来经济回升动能；另外一方面，美联储紧缩预期放缓推动美债收益率快速下行，外部流动性收紧压力明显缓解。尽管经济数据仍显示现实的偏弱格局，但三重逻辑改善的共振提振市场预期和风险偏好，上周股市震荡上行，而宏观预期显著改善叠加资金收敛，债市迎来大幅调整并引发理财赎回潮。货币政策方面，央行月中 MLF 操作整体中性，未来总量工具或有所弱化，结构性政策是支撑宽信用的主要方向。

不过当前宏观现实仍然较弱，10 月经济数据显示基本面修复再迎波折，疫情和地产仍是经济的主要约束，地产投资拖累继续加大，居民去杠杆仍未逆转，疫情多地散发影响下消费明显弱于预期，而今年以来“出口+基建”支撑的格局也难以持续，出口在外需回落的压力下 10 月增速转负，基建增速相对偏强但进一步上行动能受限。

从高频数据来看，1. 国内疫情仍处上升期，居民生活半径的收窄仍对消费和购房形成明显负面拖累，预期改善后防控优化的落地效果仍待观察；2. 地产供给端纾困组合拳改善市场预期，“房企融资第二支箭+16 条措施+保函置换预售监管资金”的组合拳有望地产信用风险的缓释，但高频销售仍未好转；3. 疫情防控优化支撑生产端小幅修复；4. 宏观主要线索边际改善下市场风险情绪明显好转，同时海外衰退交易升温，工业品价格呈现出国内定价的黑色系商品明显强于海外定价的原油和铜的分化特征。5. 农产品价格延续下行，蔬菜和猪肉价格环比下跌加快。

随着微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，消费和地产预期也在好转，推动市场风险情绪的好转。后续将进入到预期验证阶段，预计从政策发布到基本面现实的修复仍存在时滞，政策细则的跟进以及政策实际效果仍需观察。在国内疫情仍处在上升阶段、地产信用风险仍面临居民和企业预期双弱的现实约束下，预期层面的修复依然面临反复的风险，后续预期向现实的传导仍是关键。

资产价格方面，股市此前的内外矛盾有所缓解，外部流动性收紧压力减轻，国内微观主体活力不足的复苏梗阻也正在预期层面出现改善，权益资产中期维持偏正面看法。不过当前基本面的现实仍然偏弱，后续在“扩内需”是主要政策方向下，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。经济弱复苏现实不改下，债市调整空间有限，但超储率偏低环境加剧资金面波动，叠加市场预期改善和赎回负反馈，债市或存在阶段性超调的可能。

### 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、强预期和弱现实

### ● 宏观经济呈现“弱现实+强预期”特征

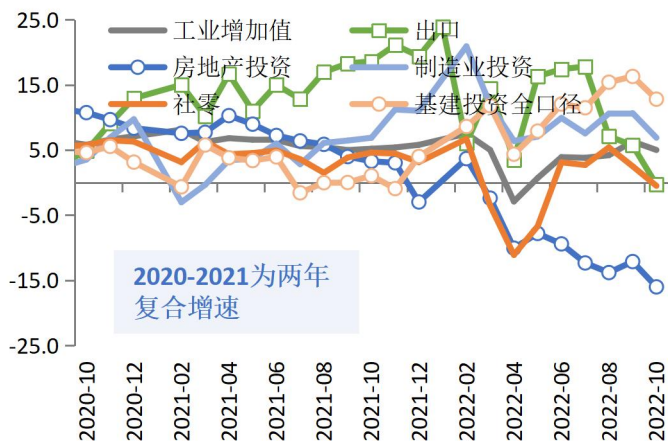
当前宏观经济呈现“弱现实+强预期”的特点，一方面当下现实依然较弱，10月基本面修复再迎波折，疫情和地产仍是经济的主要约束，各项经济同比均有所回落。地产投资拖累继续加大，居民去杠杆仍未逆转，疫情多地散发影响下消费明显弱于预期，而今年以来“出口+基建”支撑的格局也难以持续，出口在外需回落的压力下10月增速转负，基建增速相对偏强但进一步上行动能受限。

图1：宏观经济热力图

| 指标       | 同比                   | 22-10 | 22-09 | 22-08 | 22-07 | 22-06 | 22-05 | 22-04 | 22-03 | 22-02 | 22-01 | 21-12 |
|----------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工业增加值    |                      | 5.0   | 6.3   | 4.2   | 3.8   | 3.9   | 0.7   | -2.9  | 5.0   | 7.5   | #N/A  | 5.8   |
| 固定资产投资   |                      | 4.3   | 6.6   | 6.5   | 3.5   | 5.8   | 4.5   | 1.8   | 6.7   | 12.2  | #N/A  | 3.9   |
| 基建(不含电力) |                      | 9.4   | 10.5  | 14.2  | 9.1   | 8.2   | 7.2   | 3.0   | 8.8   | 8.1   | #N/A  | -0.3  |
| 基建       | 当月同比%<br>(2021为两年平均) | 12.8  | 16.3  | 15.4  | 11.5  | 12.0  | 7.9   | 4.3   | 11.8  | 8.6   | #N/A  | 4.0   |
| 房地产      |                      | -16.0 | -12.1 | -13.8 | -12.3 | -9.4  | -7.8  | -10.1 | -2.4  | 3.7   | #N/A  | -3.0  |
| 制造业      |                      | 6.9   | 10.7  | 10.6  | 7.5   | 9.9   | 7.1   | 6.4   | 11.9  | 20.9  | #N/A  | 11.0  |
| 社消零售     |                      | -0.5  | 2.5   | 5.4   | 2.7   | 3.1   | -6.7  | -11.1 | -3.5  | 6.7   | #N/A  | 3.1   |
| 出口金额     |                      | -0.3  | 5.7   | 7.1   | 17.8  | 17.4  | 16.3  | 3.5   | 14.4  | 6.0   | 23.9  | 19.4  |
| 进口金额     |                      | -0.7  | 0.3   | 0.3   | 2.1   | 0.7   | 3.9   | 20.1  | 18.4  | 15.3  | 24.7  | 13.5  |
| CPI      | 当月同比%                | 2.1   | 2.8   | 2.5   | 2.7   | 2.5   | 2.1   | 2.1   | 1.5   | 0.9   | 0.9   | 1.5   |
| PPI      | 当月同比%                | -1.3  | 0.9   | 2.3   | 4.2   | 6.1   | 6.4   | 8.0   | 8.3   | 8.8   | 9.1   | 10.3  |
| M1       | %                    | 5.8   | 6.4   | 6.1   | 6.7   | 5.8   | 4.6   | 5.1   | 4.7   | 4.7   | -1.9  | 3.5   |
| M2       | %                    | 11.8  | 12.1  | 12.2  | 12.0  | 11.4  | 11.1  | 10.5  | 9.7   | 9.2   | 9.8   | 9.0   |
| 社融       | 存量同比%                | 10.3  | 10.6  | 10.5  | 10.7  | 10.8  | 10.5  | 10.2  | 10.5  | 10.2  | 10.5  | 10.3  |
| 失业率      | 城镇调查                 | 5.5   | 5.5   | 5.3   | 5.4   | 5.5   | 5.9   | 6.1   | 5.8   | 5.5   | 5.3   | 5.1   |

资料来源：Wind，优财研究院

图2：各项经济同比均有所回落(%)



资料来源：Wind，优财研究院

图3：地产投资拖累继续加大(%)

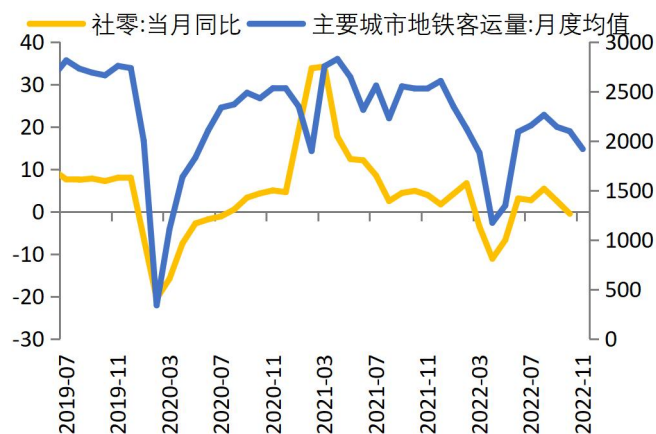


资料来源：Wind，优财研究院

但另一方面，当前政策和预期偏强，随着上周防疫优化二十条叠加地产供给端放松政策持续加码，宏观约束减弱有望支撑未来经济回升动能。疫情防控优化有望改善居民活动和消费环境，支撑服务业修复和居民预期的好转，助力经济基本面复苏和消费回暖。同时企融资第二支箭+16条措施+保函置换预售监管资金”的组合拳下，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产信用风险的缓释也有助于缓解居民和房企预期偏弱的矛盾。

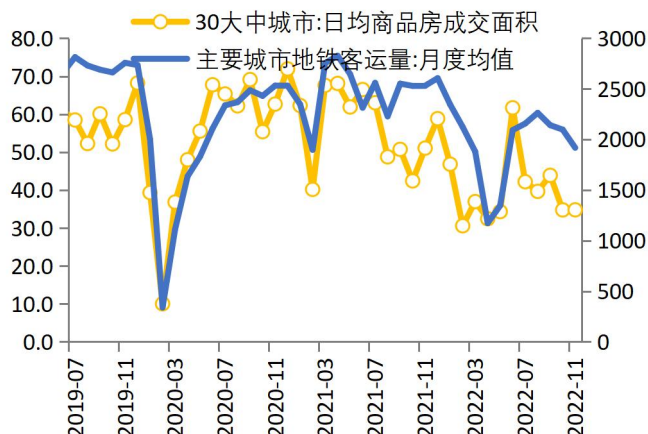
往后看，微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，消费和地产预期也在好转，推动市场风险情绪的好转。后续将进入到预期验证阶段，政策细则的跟进以及政策实际效果仍需观察，预期层面的修复仍面临反复的风险。预计从政策发布到基本面对现实的修复仍存在时滞，高频数据显示地产销售依然偏弱，供给端政策能否真正消除流动性风险仍存在不确定性。同时需要注意的是，当前国内疫情仍处在上升阶段，随着防控政策的边际放松，国内疫情仍存在较高的不确定性，居民生活半径或仍存在明显约束，后续预期向现实的传导仍是关键。

图 4：居民活动增加有望支撑消费改善（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：居民生活半径影响房地产销售场景（%）



资料来源：Wind，优财研究院

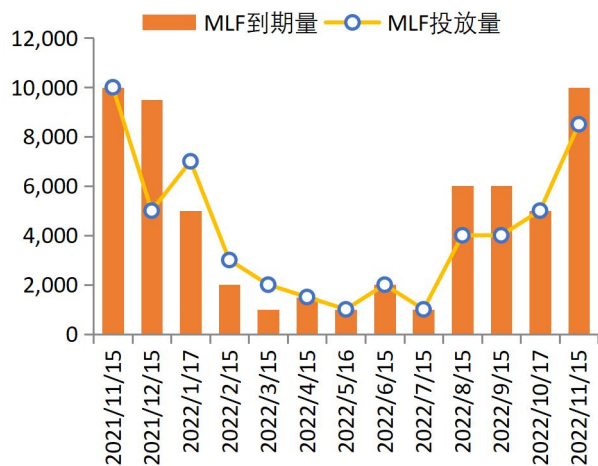
## ● 货币政策总量工具弱化，结构性政策支撑宽信用进程

央行 MLF 操作整体中性，结构性政策着力增加。本月 15 日央行 MLF 小额缩量续作（8500 亿），并投放短期 OMO 资金对冲税期流动性，我们认为整体操作仍偏中性，央行 11 月通过结构性工具对中长期流动性进行了补充，投放 PSL、科技创新再贷款等工具共 3200 亿元，中长期流动性投放总量超出本月 MLF 到期量。且考虑到当前存单利率仍低于 MLF，结构性操作利率较低，能更好地满足银行的资金缺口（PSL 利率为 2.4%，再贷款利率为 1.75%）。

经济复苏现实偏弱决定货币宽松环境延续，但货币政策弱化总量，后续结构性政策将支撑宽信用进程，流动性投放由被动转向主动下资金面收敛而不收紧。从央行三季度货币政策执行报告的措辞来看，当前纾困微观主体活力是关键，货币政策着力点较小，疫情防疫政策优化、房地产政策放松已在路上，后续重点更多在于落实好现有政策。在内部通胀+外部平衡制约之下，宽货币进一步加码的必要性不强，短期降息概率不大，降准存在小幅博弈空间，但期待不宜过高。不过当前经济复苏的现实依然偏弱，宽信用进程仍然需要货币偏宽的支撑，央行主动投放有望加大对冲资金面波动，流动性充裕环境不改。而随着 9 月底流动性投放方式由被动转向主动，市场利率向政策利率收敛，我们认为资金面收敛但不收紧，超储率回落下资金面波动或将加剧，央行周中加大逆回购操作意在平抑月中资金面波动，并释放对资金面的呵护态度。

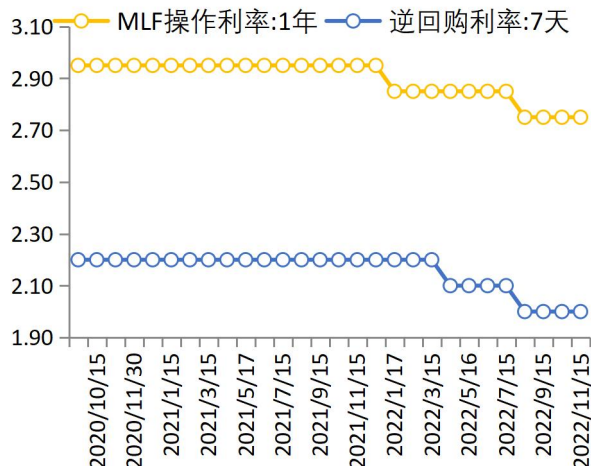
央行发布第三季度中国货币政策执行报告表示，加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。综合运用多种货币政策工具，为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。

图 6: MLF 小幅缩量+结构性工具补充 (亿元)



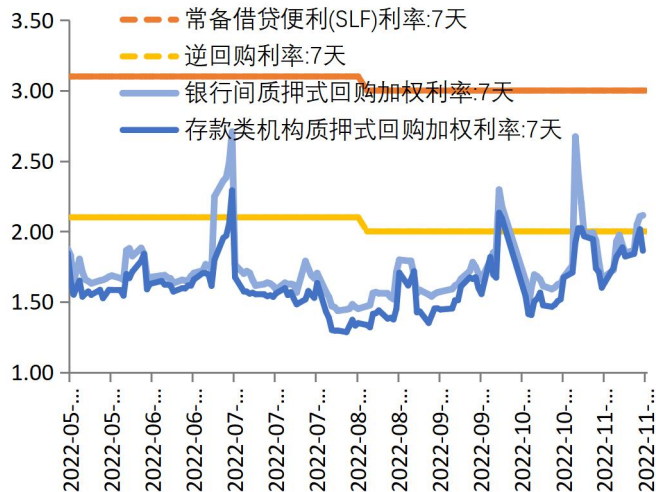
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 政策利率维持不变 (%)



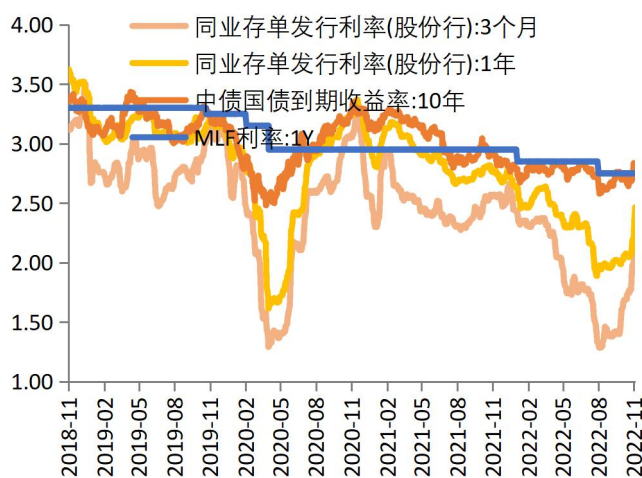
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 市场利率向政策利率收敛 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 同业存单利率向 MLF 政策利率收敛 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、 美联储加息预期回落但并未逆转

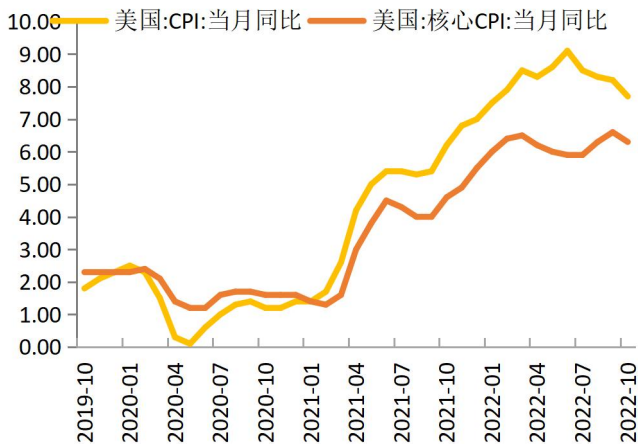
**核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化**，美国 10 月 CPI 不及预期，市场预期美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，外部流动性收紧压力减轻。根据 CME 数据，当前市场定价 12 月加息 50bp 的概率已经超过 80%，终端利率将升至 4.75~5%（此前为 5~5.25%）。10 年期美债收益率快速下行推动全球流动性改善，同时美元下行也缓解非美市场的资产估值压力，推动全球长久期资产的估值修复。

**但我们认为美联储加息预期逆转的条件仍未被满足，美联储加息预期回落但并未逆转**，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，讨论降息为时尚早。尽管美国通胀拐点基本确认，但回落速度仍有不确定性，偏紧的劳动力市场意味着工资-核心服务通胀的上行未被打破，仍不能低估美国通胀的粘性，且金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段，经济韧性依然相对偏强。通胀数据超预期回落后，加息终点下移+加息速度放缓+市场情绪修复，但持续紧缩的金融条件是抑制通胀的关键，“higher for longer”的路径仍未有太大改变。1979-1984 年沃尔克控制高通胀的经验也告诉我们，要控制通胀，限制性的货币政策需要持续一定时间，过快的金融条件缓和带来的是居高不下的通胀问题。

**美联储官员再度释放鹰派信号，通胀下行仍需抬高终点利率**。美联储鹰派官员、圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储加息到目前为止对通胀影响有限，“至少”要加息到 5%-5.25%才能够遏制住处于 40 年高位的通胀。**美联储的基准利率将需要进一步提高到足以使通胀率下降的水平**。即使基于鸽派立场的假设，利率也至少需要上升到 5%左右，而更严格的假设则可能需要升至 7%，才能给通胀带来下行压力。布拉德预计，利率将在高位保持一段时间以防重蹈 1970 年代覆辙。

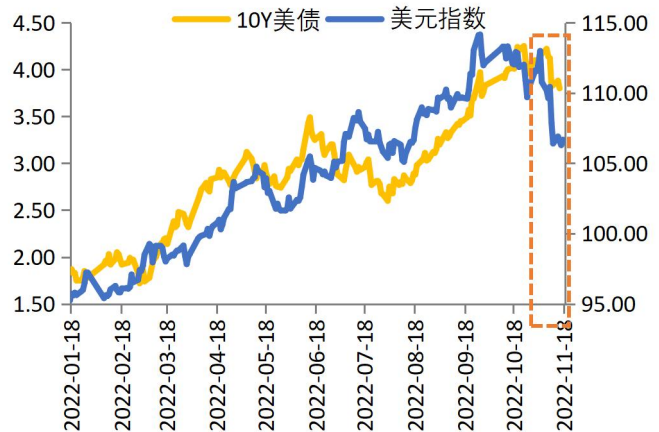
我们认为，美联储可能会在 12 月的议息会议上再次加息 50 个基点，但考虑暂停加息还为时过早，美联储加息尾声或需等到明年上半年，不过距离降息还有距离。通胀和就业数据能会迫使美联储在更长时间内将利率维持在高位。

图 10: 美国 10 月 CPI 不及预期 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 美国核心商品通胀预计仍将向下 (%)



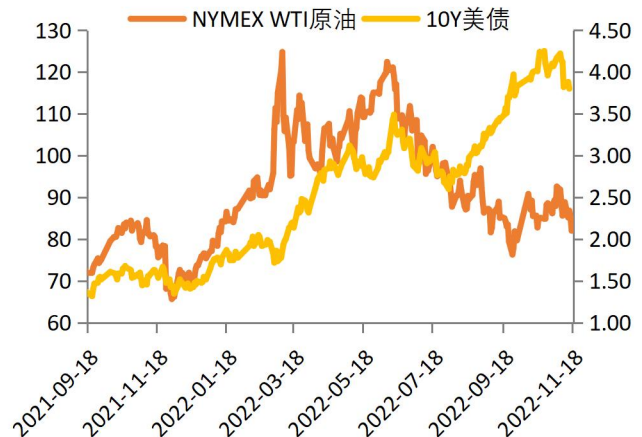
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 美欧差值 VS 美元指数



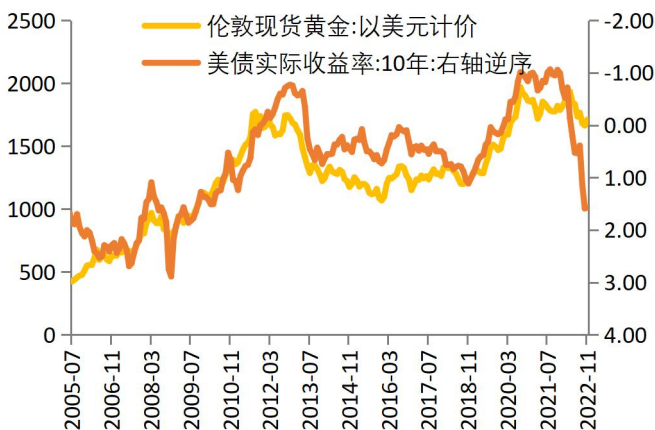
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



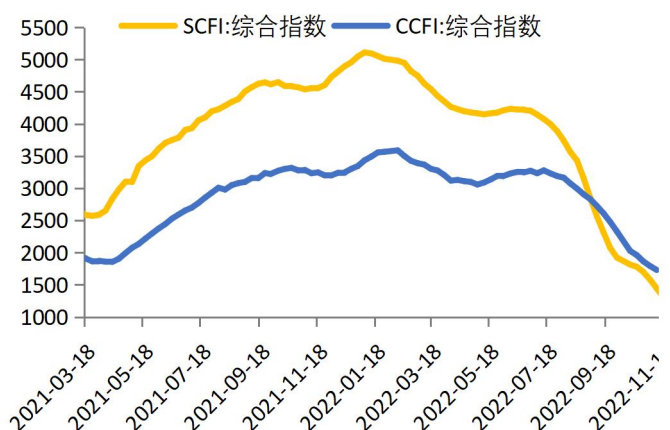
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 运价指数



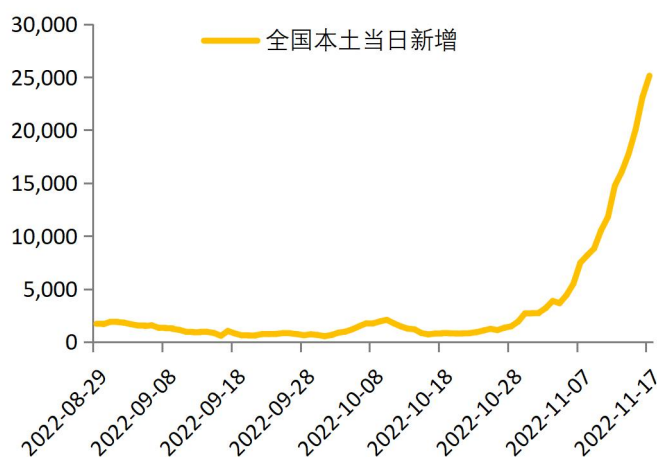
资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、经济高频观察

#### 1. 疫情：国内疫情仍处上升期，预期改善后防控优化的落地效果仍待观察

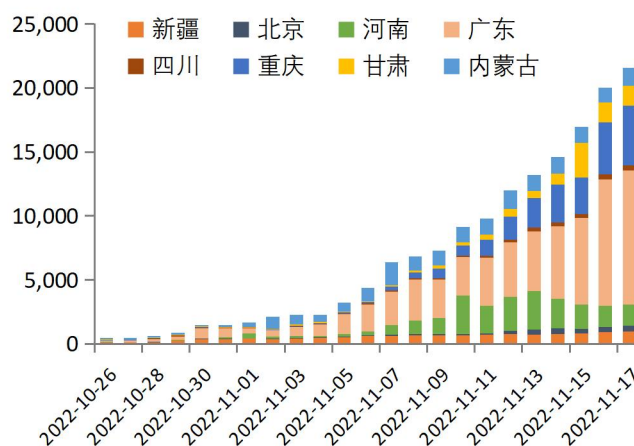
国内疫情仍处在上升期，广东重庆是新增确诊的主要贡献，主要城市地铁客运量继续延续下行趋势，全国拥堵延时指数维持同期低位，尤其是疫情较为严峻的广州拥堵延时指数跌至年内低点。居民生活半径的收窄仍对消费和购房形成明显负面拖累，疫情防控的优化在预期层面起到改善作用，但其落地效果仍需观察，防控放松同时也加大了疫情回升的不确定性。

图 16：全国当日新增确诊（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：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 18：8 个主要城市地铁客运量（万人次）

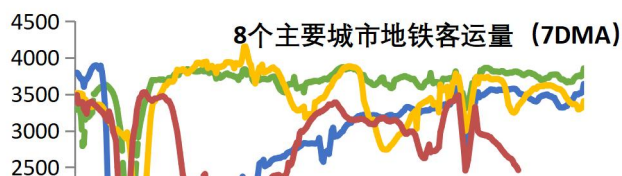
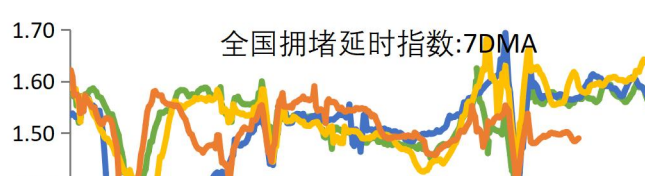


图 19：全国拥堵延时指数



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\\_49111](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49111)

