



2022年11月27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



宏观预期和现实背离加大

内容提要

上周宏观主线主要体现为预期和现实的背离持续加大，房地产纾困政策持续加码叠加降准落地，市场情绪继续改善，“第二支箭”、“地产金融16条”、保交楼再贷款、大行意向授信等密集落地，房地产板块持续反弹。但基本面的现实仍未见好转，疫情防控的优化的落地效果仍需观察，防控边际放松的同时国内疫情加速上行，多地管控多有加强，居民活动显著回落，疫情和地产仍是拖累经济修复的主要部分。

对于货币政策方面，此次降准意图在于：1) 国内疫情有所反复，房地产尚未企稳，经济高频数据转弱，货币政策还仍需要有所作为稳住经济大盘。2) 四季度稳信贷压力下稳定金融机构的预期是关键，央行降准也是对全国性商业银行信贷工作座谈会和“金融支持地产十六条”的配合。3) 超储率偏低环境下基础货币存在一定缺口，仍需央行中长期流动性投放。0.25个百分点略低于市场预期，也体现在狭义流动性仍偏宽松下央行“不搞大水漫灌，兼顾内外平衡”的政策目标，同时珍惜货币政策空间。但我们认为后续降息概率不大，当下纾困微观主体活力是关键，货币政策着力点较小，当前重点更多在于落实好现有政策，宽货币进一步加码的必要性不强，降准后的下一政策关注点是LPR的变化。

我们认为微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，但基本面弱现实的逆转尚未到来，扩内需政策仍在路上。随着疫情防控优化和地产政策的进一步调整，微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，后续基本面或有望从10月的波折中走出。但疫情上升阶段防控优化的落地效果仍需观察，地产供给端纾困组合拳有望推动复工和竣工的恢复，但信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，地产投资低位延续时间预计仍将拉长，经济结构仍会继续分化，基本面弱现实的逆转尚未到来。而在外需回落下，扩大内需仍是政策主线，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。

资产价格方面，当前股强债弱的逻辑基础是防疫优化和稳地产持续加码下的经济修复预期，但预期与现实的背离正在进一步加大，一方面防控边际放松后国内疫情仍处在快速上升阶段，同时地产信用风险仍面临居民和企业预期双弱的现实约束，预期层面的修复依然面临反复的风险。往后看，降准反映的稳增长诉求一定程度上仍有利于风险偏好的稳定，但增长预期仍是关键，股市风险情绪改善后需持续关注政策落地后的基本面变化，基本面与现实之间仍存在距离下，权益资产中期向好但短期波动加大，市场仍需继续关注疫情和地产的进一步变化，12月中上旬的中央经济工作会议或将浮现更多政策线索。而随着降准的落地，预计四季度流动性保持宽松，叠加短期赎回风波逐渐平息以及市场货币收紧担忧的消退，债市短端支撑确定性较强。但降息概率仍低，中期资金面收敛不收紧，债市中期仍面临经济修复预期好转的逆风，利率中枢小幅抬升，不过经济弱复苏现实未逆转下债市调整空间有限。

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

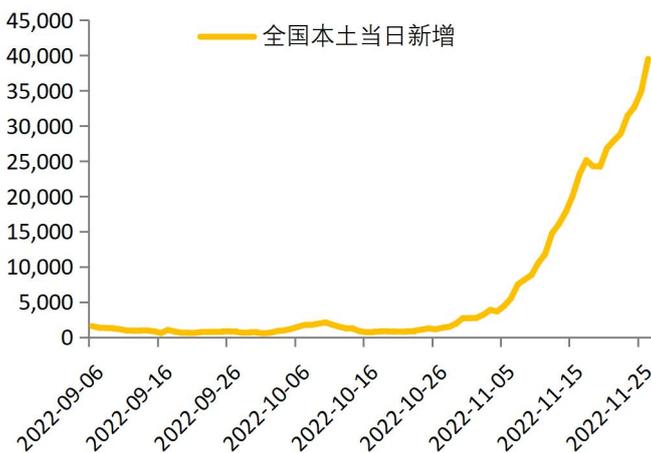
请务必仔细阅读正文之后的声明

一、宏观预期和现实背离加大

上周宏观主线主要体现为预期和现实的背离持续加大，房地产纾困政策持续加码叠加降准落地，市场情绪继续改善，“第二支箭”、“地产金融 16 条”、保交楼再贷款、大行意向授信等密集落地，房地产板块持续反弹。但基本面的现实仍未见好转，疫情防控的优化的落地效果仍需观察，防控边际放松的同时国内疫情加速上行，多地管控多有加强，居民活动显著回落，疫情和地产仍是拖累经济修复的主要部分。

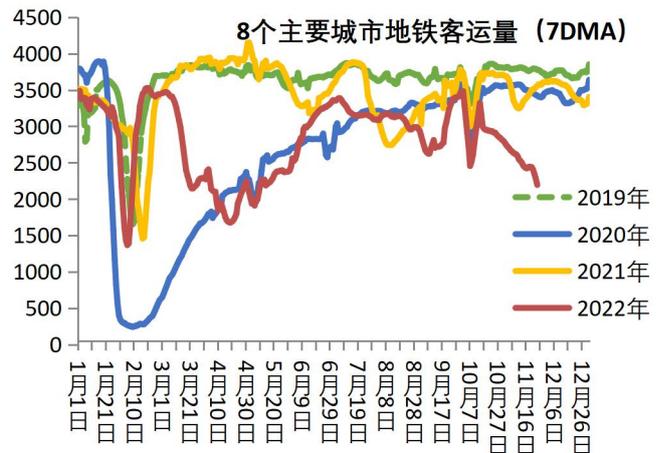
我们认为微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，但基本面弱现实的逆转尚未到来，扩内需政策仍在路上。随着疫情防控优化和地产政策的进一步调整，微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，后续基本面或有望从 10 月的波折中走出。但疫情上升阶段防控优化的落地效果仍需观察，地产供给端纾困组合拳有望推动复工和竣工的恢复，但信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，地产投资低位延续时间预计仍将拉长，经济结构仍会继续分化，基本面弱现实的逆转尚未到来。而在外需回落下，扩大内需仍是政策主线，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。

图 1：全国当日新增确诊（例）



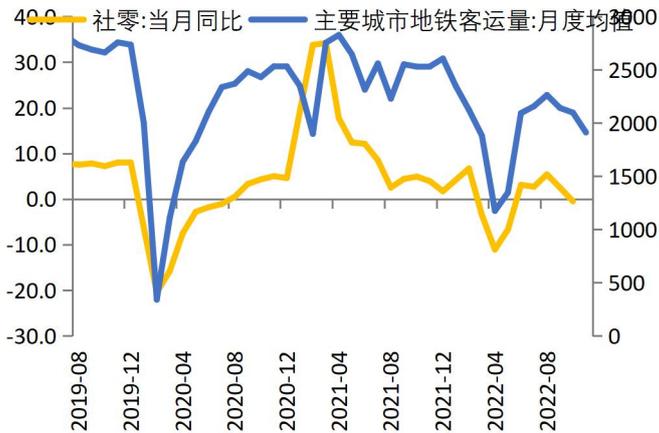
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



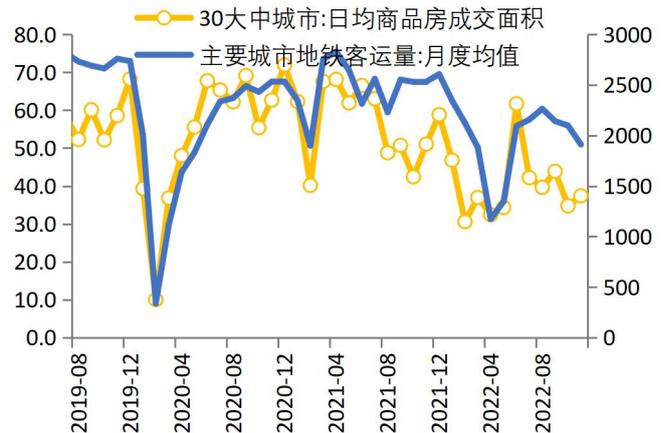
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民活动减弱仍约束消费改善（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：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

● 房地产供给端纾困政策持续落地支撑市场情绪好转

近期房地产纾困政策持续加码，“第二支箭”、“地产金融 16 条”、保交楼再贷款、大行意向授信等密集落地，房地产转好的预期明显改善：

1) 此前市场热议的“地产金融 16 条”政策上周正式发布，《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，从开发贷款、信托贷款、债券融资等方面全面支持房地产融资。2) 多家国有大行宣布与多家房企签署战略合作协议，提供包括信贷资金在内的多种金融支持，已披露的意向性授信额度高达 12750 亿元，其中，工商银行向万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖地产、碧桂园集团、美的置业、金辉集团等 12 家全国性房企提供意向性融资，总额达 6550 亿元，邮储银行向 5 家房企提供意向性融资总额 2800 亿元。3) “第二支箭”扩容首批民营房企同步落地，中债增进公司对龙湖集团、美的置业、金辉集团提供发债信用增进，拟首批分别支持发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中票。

往后看，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产供给端纾困政策的升温有利于地产信用风险的缓释，降低资产负债表风险，缓解居民和房企预期偏弱的矛盾，从而打破房地产投资链条的负循环与负反馈。预计竣工和复工端率先修复，而后向销售、开工、拿地逐步传导，房地产投资边际拖累有望减弱，但房价预期扭转+房企资产负债

表和信心重塑仍需要时间，信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，主动拿地的修复需要更长时间，短期仍是预期强于现实，地产拐点仍为时尚早，地产投资低位延续时间预计仍将拉长，不过地产的边际拖累正在减弱。

● 国常会预告后降准快速落地

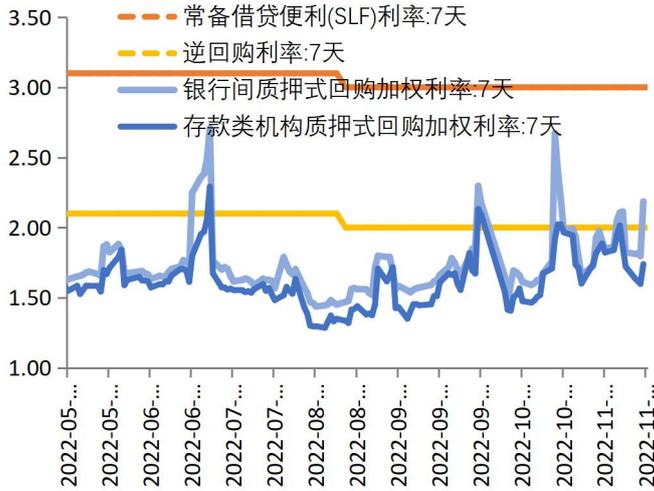
11月25日，央行宣布决定将于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），共计释放长期资金约5000亿元。这是11月23日国常会“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”表述的落地。

我们认为，此次降准意图在于：1) 国内疫情有所反复，房地产尚未企稳，经济高频数据转弱，货币政策还仍需要有所作为，稳住经济大盘。2) 9月开始央行投放力度边际趋缓，大行等对流动性的预期出现变化，四季度稳信贷压力下稳定金融机构的预期是关键，央行降准也是对全国性商业银行信贷工作座谈会和“金融支持地产十六条”的配合。3) 超储率偏低环境下基础货币存在一定缺口，仍需央行中长期流动性投放。

对于货币政策方面，此次降准符合我们此前认为降息概率较小、但年底的降准概率仍然较大的判断。0.25个百分点略低于市场预期，也体现在狭义流动性仍偏宽松下央行“不搞大水漫灌，兼顾内外平衡”的政策目标，同时珍惜货币政策空间。

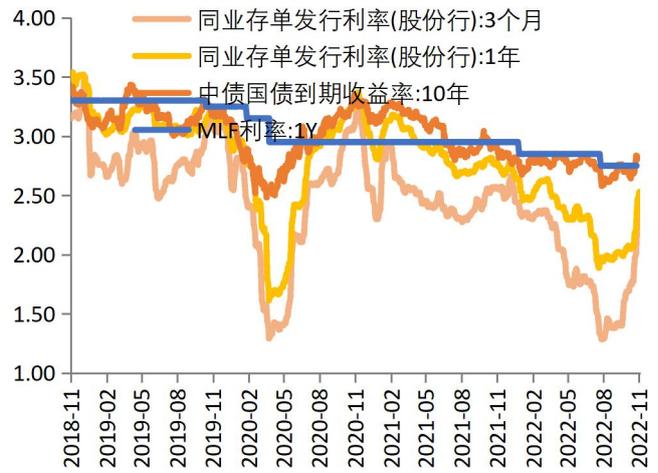
往后看，一方面，当下纾困微观主体活力是关键，货币政策着力点较小，疫情防疫政策优化、房地产政策放松已在路上，当前重点更多在于落实好现有政策，宽货币进一步加码的必要性不强，短期降息概率不大。另外一方面，当前经济复苏的现实依然偏弱，国内疫情有所反复，经济高频数据转弱，宽信用进程仍然需要货币偏宽的支撑。降准后的下一政策关注点是LPR的变化。

图 5：市场利率向政策利率收敛（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：同业存单利率向 MLF 政策利率收敛（%）



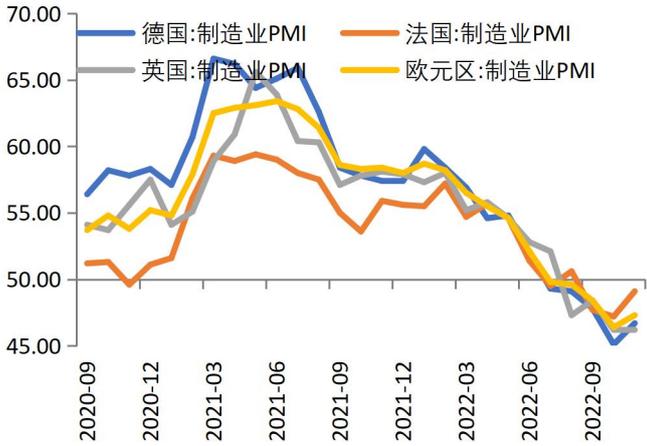
资料来源：Wind，优财研究院

二、美联储加息步伐放缓

美联储会议纪要显示，大多数美联储官员支持放慢加息步伐；一些美联储官员希望在加息步伐放缓前看到更多数据；与会者表示，鉴于货币政策存在不确定的滞后性，较慢的加息速度将更好地让 FOMC 评估实现目标的进展情况。数名官员得出结论称，对于委员会实现目标至关重要的联邦基金利率最终峰值水平将略高于先前的预测。美联储内部经济学家在会上告诉委员们，明年经济衰退可能性升高至 50%左右。与会者一致认为，通胀压力几乎没有减轻的迹象；与会者普遍指出，通胀前景的风险仍向上行倾斜。

核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，加息终点下移+加息速度放缓+市场情绪修复，预计美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，外部流动性收紧压力减轻。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，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，讨论降息仍为时尚早。

图 7：欧洲制造业景气度回升但仍在收缩区间（%）



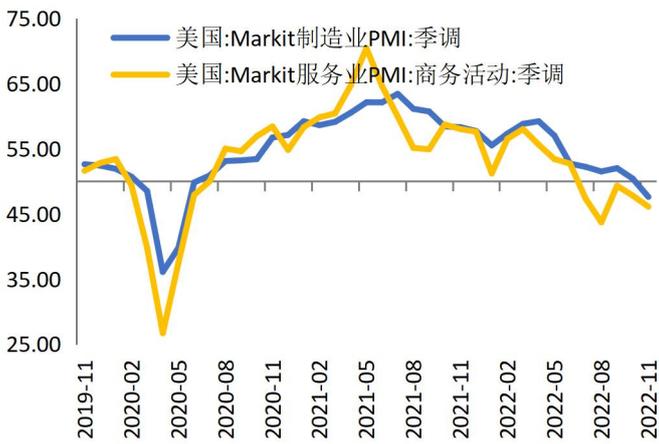
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：10Y 美债 VS 美元指数（%）



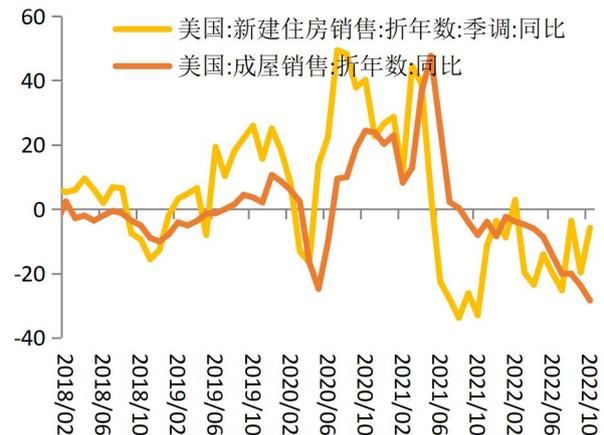
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：美国 11 月制造业陷入收缩区间（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：美国房屋成交仍在走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：美欧差值 VS 美元指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



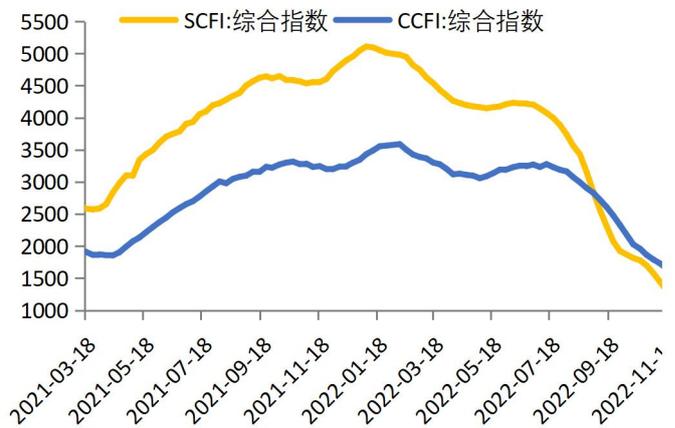
资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 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

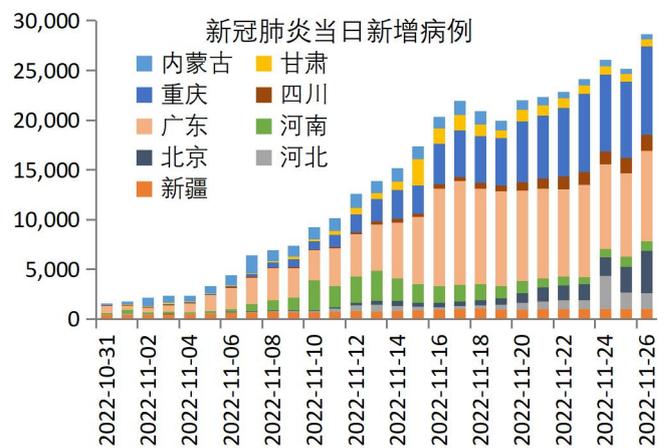
国内疫情仍处在快速上升期, 广东疫情拐点初现, 重庆仍处在高位回升区间, 而北京上升斜率仍在加快, 预期和现实的背离加大。主要城市地铁客运量继续延续下行趋势, 全国拥堵延时指数维持同期低位, 广州拥堵延时指数自年内低点边际改善, 但北京生活活动处在快速回落期。居民生活半径的收窄仍对消费和购房形成明显负面拖累, 疫情防控的优化在预期层面起到改善作用, 但其落地效果仍需观察, 防控放松同时也加大了疫情回升的不确定性。

图 15: 全国当日新增确诊 (例)



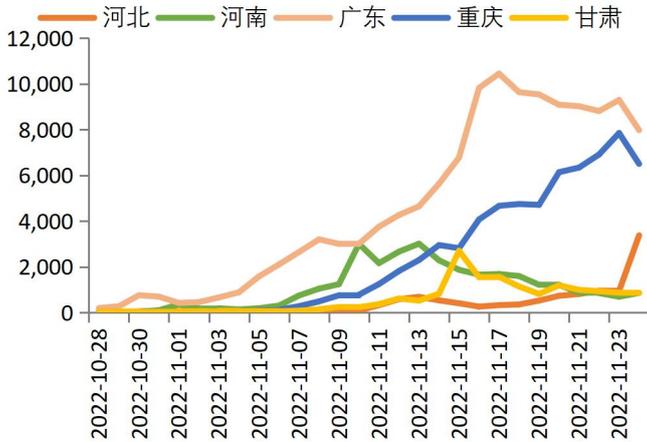
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 主要城市当日新增确诊+无症状 (例)



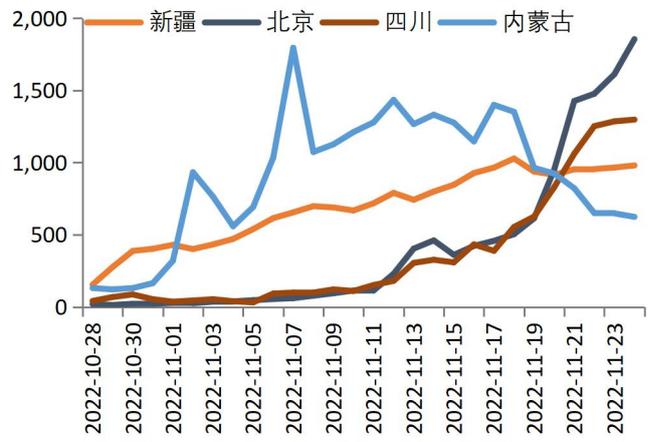
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 主要城市当日新增确诊+无症状 (例)



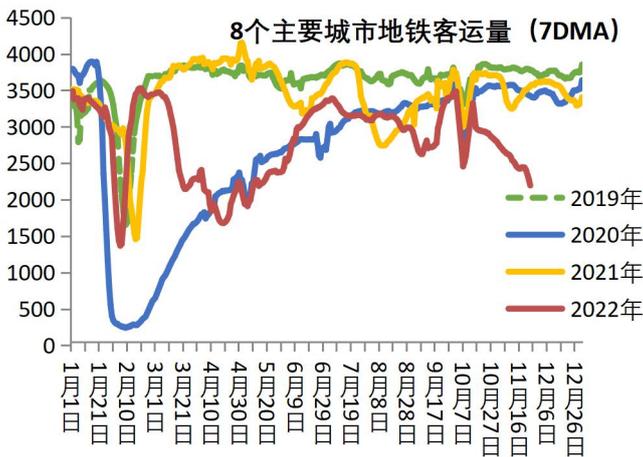
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 主要城市当日新增确诊+无症状 (例)



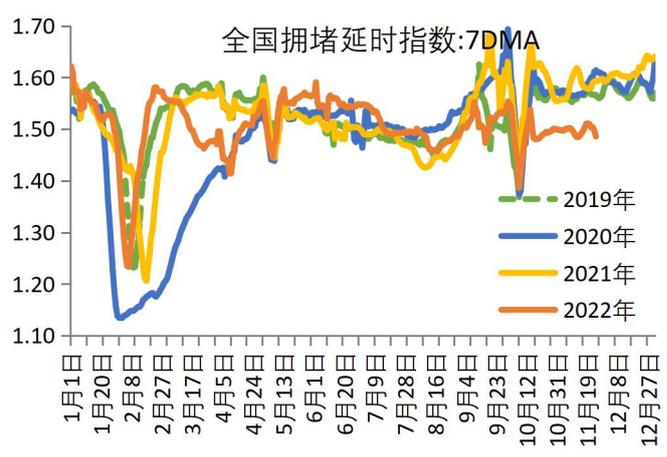
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 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 20: 全国拥堵延时指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 上海地铁客运量 (万人次)

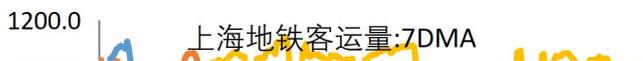


图 22: 广州拥堵延时指数



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_49452

