2022 年 12 月 11 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

宏观政策驱动持续增强

内容提要

上周宏观驱动仍在于政策端，防控优化叠加稳增长政策升温，经济复苏的预期继续增强：1）疫情防控优化政策继续加码，防控新十条出台，随着各地防控放松，居民活动触底小幅回升；2）各地购房政策持续松绑，同时市场预期月中经济工作会议或对“房住不炒”有所淡化，地产政策放松的预期仍在高位；3）12 月 6 日政治局会议强调“推动经济运行整体好转”和“大力提振市场信心”，明年将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，工作重心从防疫转回促进经济增长。

宏观方面，11 月国内疫情快速散发，拖累需求端走弱，叠加鲜菜猪肉价格的回落、以及去年同期的高基数效应，当月 CPI 同比继续回落，环比增速有转为下降，核心 CPI 维持低位。而 PPI 环比微涨，同比持平上月，维持通缩走势，其中石油有色涨幅较大。总的来看，11 月通胀数据的偏弱与经济基本面的弱现实形成验证，内需乏力下核心通胀低迷，顺周期价格多数延续下滑，同时疫情回升拖累居民生活半径，社交经济修复受阻，防控优化持续加码后疫情演化和经济修复仍需观察。对于政策方面，核心通胀低迷+PPI 延续通缩的结构下，货币政策仍需保持宽松支撑经济修复，不过随着明年政策持续升温以及经济重启带动内需恢复，二季度后核心通胀存在渐进上行的压力，届时货币政策或存在中性回归的动力。

资产价格方面，稳增长政策持续升温，叠加疫情防控优化发布新十条，支撑市场风险情绪整体向好，上周股市整体震荡。其中食品饮料、商贸零售、建筑材料、房地产等板块向好，整体依然体现为政策和消息的驱动，市场板块轮动现象显著。从宏观层面看，随着疫情防控优化、地产供给端纾困升温、以及全球流动性拐点三大主线改善，当前股市已经进入政策驱动下风险偏好回暖推动的行情。但当前预期与现实的背离持续加大，股市持续拉升后现实的验证或逐渐成为波动项，短期或进入整理格局，明年经济修复预期下权益资产中期仍然向好。后续增长预期仍是关键，还需等待经济与盈利回升的配合，其实质改善仍有待于政策线索的继续浮现，关注本月中旬经济工作会议政策动向。

而对于债市来说，经济修复预期之下利率中枢抬升的趋势已经形成，尽管当前经济弱复苏的现实不改，且流动性对短端仍有支撑，但近期债市对基本面利好偏钝化，反映出债市在中期经济修复改善的预期下呈现弱势格局。近日随着利空落地的情绪提振、以及媒体报导监管部门有意让保险机构来接盘银行理财赎回导致的抛盘，对现券买盘形成一定支撑，但预计在防疫优化叠加地产融资支持持续加码下，股强债弱的格局或仍将延续，市场仍需继续关注疫情和地产的进一步变化。

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、 宏观政策驱动持续偏强

上周宏观驱动仍在于政策端，防控优化叠加稳增长政策升温，经济复苏的预期继续增强：1）疫情防控优化政策继续加码，防控新十条出台，随着各地防控放松，居民活动触底小幅回升；2）各地购房政策持续松绑，同时市场预期月中经济工作会议或对“房住不炒”有所淡化，地产政策放松的预期仍在高位；3）12 月 6 日政治局会议强调“推动经济运行整体好转”和“大力提振市场信心”，明年将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，工作重心从防疫转回促进经济增长。

近日国内疫情防控仍在持续边际放松，各地连日来不断提高科学精准防控能力，在核酸检测、就医买药、乘坐公共交通工具、进入公共场所等方面持续优化调整防控措施。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，近期居民活动触底后小幅回升，风险情绪继续向好，经济修复预期增强下黑色系商品高位继续上涨。但疫情防控放松下带来的短期疫情快速回升或仍对居民活动和消费产生一到两个季度的冲击，房地产需求端仍未显现明显改善迹象，基本面弱现实的逆转尚需时日，市场交易强预期下仍需警惕弱现实的波动和反复。

● CPI 环比转降，PPI 通缩延续

11 月 CPI 同比 1.6%，市场预期 1.6%，前值 2.1%；环比-0.2%；11 月 PPI 同比-1.3%，市场预期-1.5%，前值-1.3%；环比 0.1%。

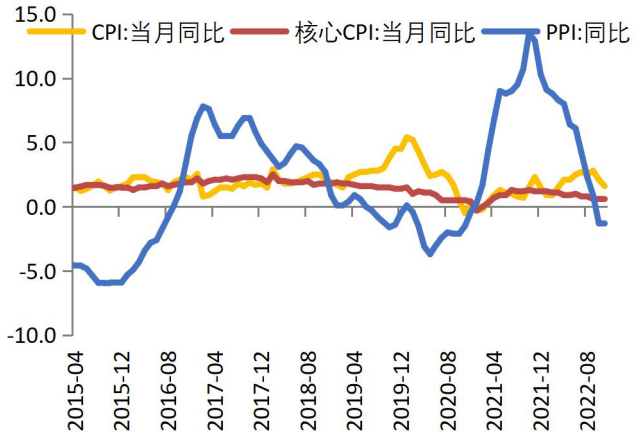
11 月国内疫情快速散发，拖累需求端走弱，叠加鲜菜猪肉价格的回落、以及去年同期的高基数效应，当月 CPI 同比继续回落，环比增速有转为下降，核心 CPI 维持低位。食品价格继续回落，一方面中央储备猪肉投放工作继续开展，生猪供给持续增加，叠加疫情影响堂食，猪肉价格由涨转降，另一方面，鲜菜因天气条件较好供应充足，价格回落较快，环比下降 8.3%。非食品价格维持不变但结构有所分化，疫情回升拖累居民生活半径，社交经济修复受阻，衣着、生活用品及服务、医疗保健均弱于季节性表现，同时居住分项（环比-0.2%）较为低迷，反映在房价下行和失业率上行背景下的终端需求偏弱

格局。

总的来看，11 月通胀数据的偏弱与经济基本面的弱现实形成验证，当下通胀并非市场主要矛盾，年内内需乏力下核心通胀整体低迷。但明年在政策强预期下通胀或现隐忧，上半年猪周期上行持续仍对食品通胀有所拉动，而随着政策持续升温以及经济重启带动内需恢复，二季度后核心通胀或存在渐进走高的压力。不过预计猪肉价格和核心通胀涨价呈现错位效应，国内供给链条稳定性强于海外，通胀整体呈现中枢温和抬升的趋势。

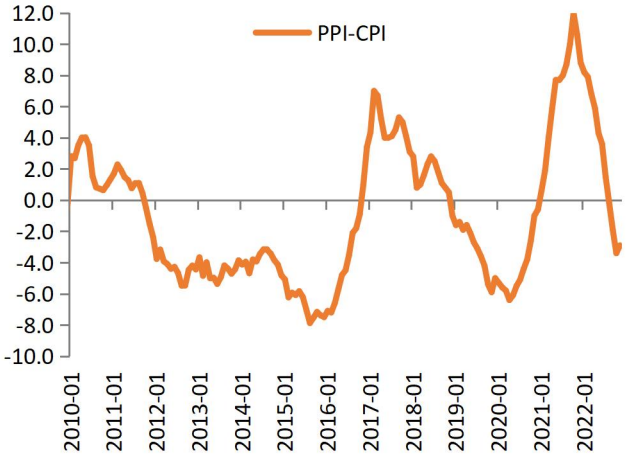
PPI 环比微涨，同比持平上月，其中石油有色涨幅较大。往后看，外需走弱+内需修复，PPI 进入到底部阶段，尽管海外衰退渐进对价格端存在一定负面影响，但当前的定价已经对衰退预期有一定定价，同时随着国内强政策持续推动下，经济重启有望带动内需逐步修复，对大宗商品价格带来上行力量。**预计 PPI 到明年年中仍将持续处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材或强于海外定价的有色等商品，而原油需求则同时受到国内社交经济修复的支撑。**

图 1：CPI VS PPI（%）



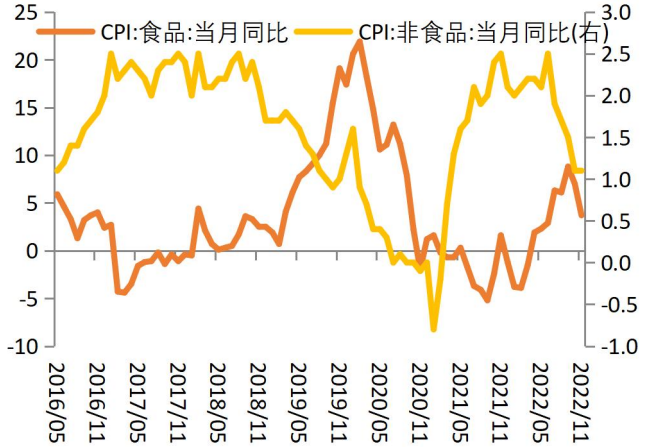
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PPI-CPI 剪刀差（%）



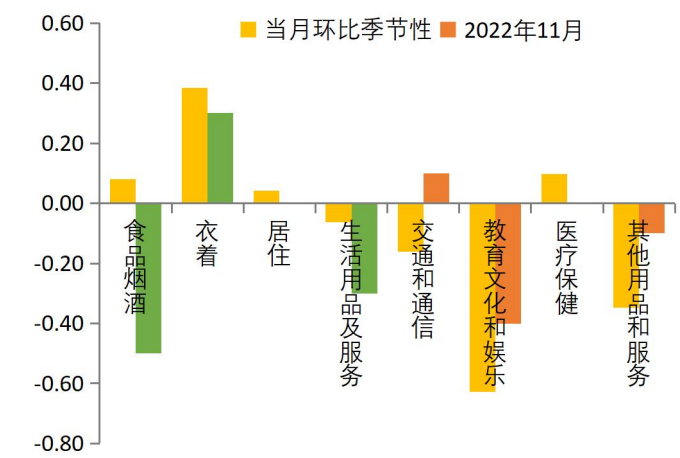
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：食品价格增速继续回落（%）



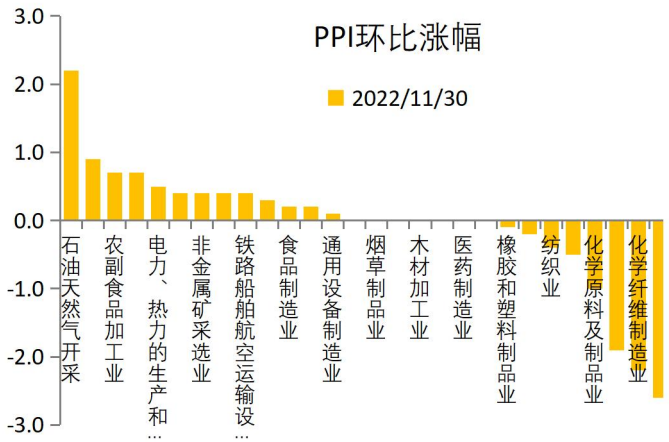
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：CPI 分项环比季节性（%）



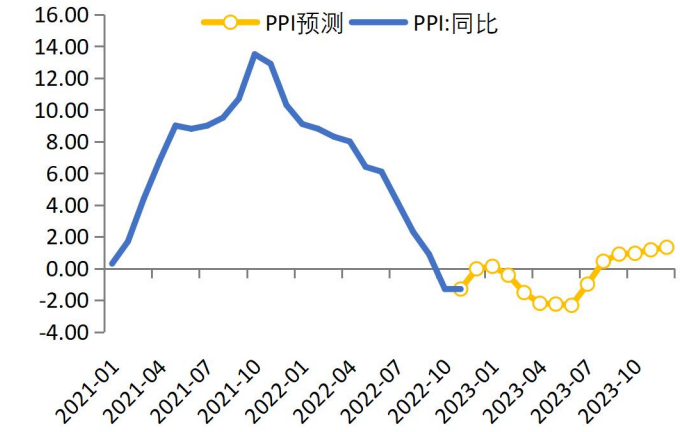
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：石油有色涨幅较大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6： PPI 预计到明年年中持续通缩区间（%）



资料来源：Wind，优财研究院

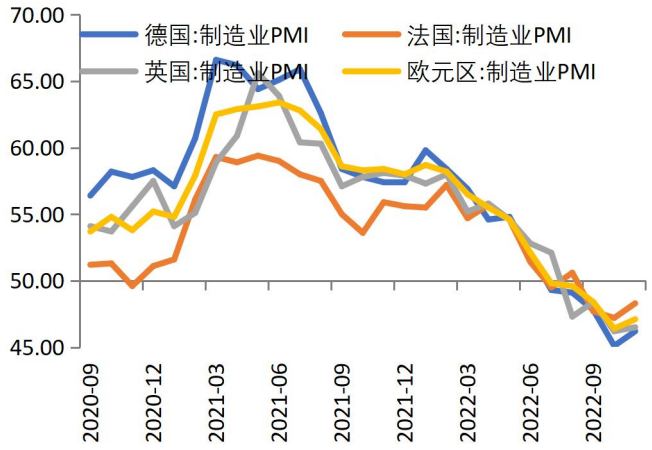
二、 美国经济数据韧性推升终点利率

美国服务业景气指数超预期，服务业通胀压力下市场对于美联储明年继续加息以及终点利率抬升的预期走高。美国 11 月 ISM 服务业 PMI 升至 56.5，显著高于 10 月的 54.4，市场先前预期是降至 53.1。当前利率掉期市场的数据显示，随着隔夜美国经济数据再度表现优异，对美联储明年利率峰值的预测已重新回到了 5%以上，这是本月以来首次。

美国 11 月 PPI 同比增长 7.4%，较前值 8%有所下调，但高于预期的 7.2%；11 月 PPI 环比增长 0.3%，同样高于预期的 0.2%。核心 PPI 同比增长 6.2%，高于市场预期的 5.9%，突显通胀粘性较强的特征。

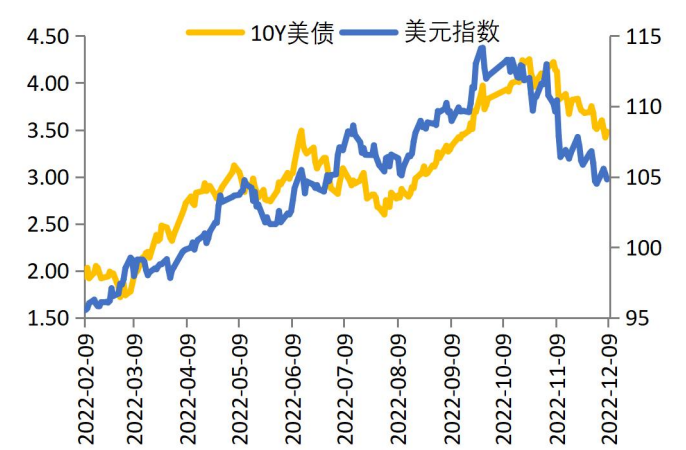
尽管美国通胀大概率拐点已现，但经济中劳动密集型服务行业的工资快速增长下，核心服务通胀风险仍在，美联储彻底转向需要时间，金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，higher for longer 的利率路径下，前期市场预期过于乐观或面临修正，明年一季度的加息或是风险点。

图 7：欧洲制造业景气度回升但仍在收缩区间（%）



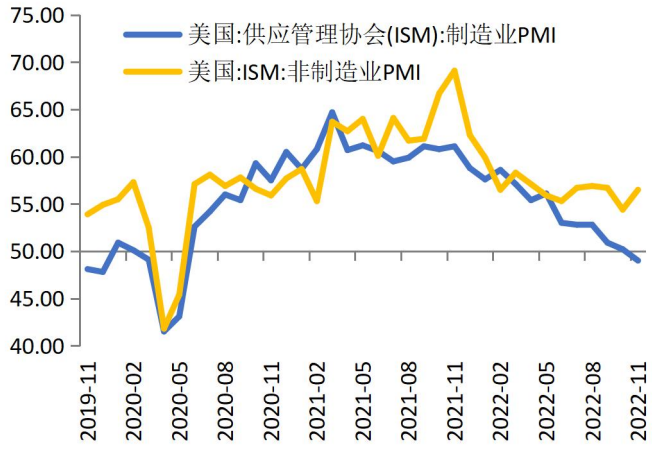
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：10Y 美债 VS 美元指数（%）



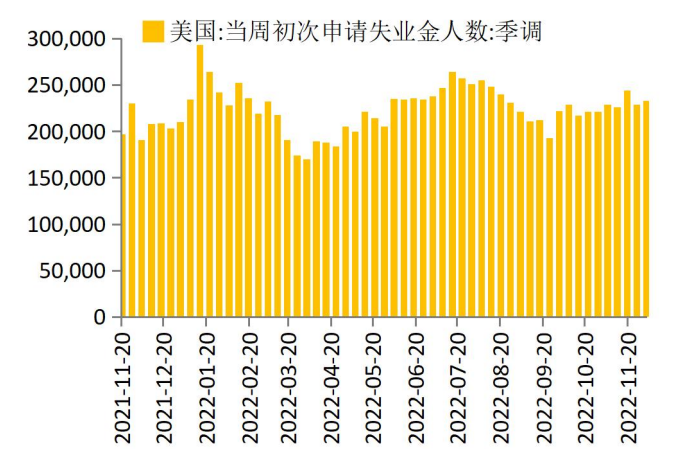
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：美国服务业景气指数超预期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：当周失业金申领符合预期（%）

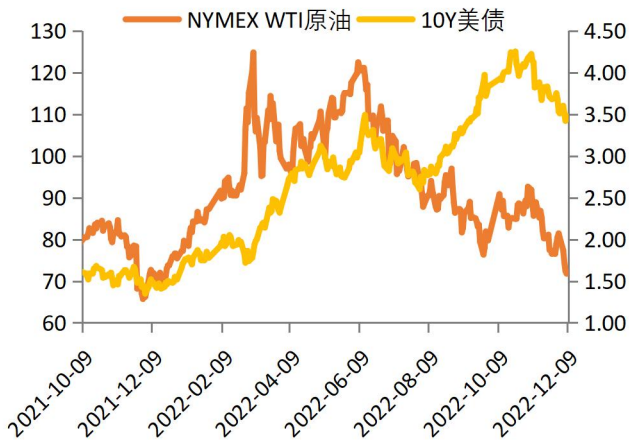


资料来源：Wind，优财研究院

图 11：美欧差值 VS 美元指数

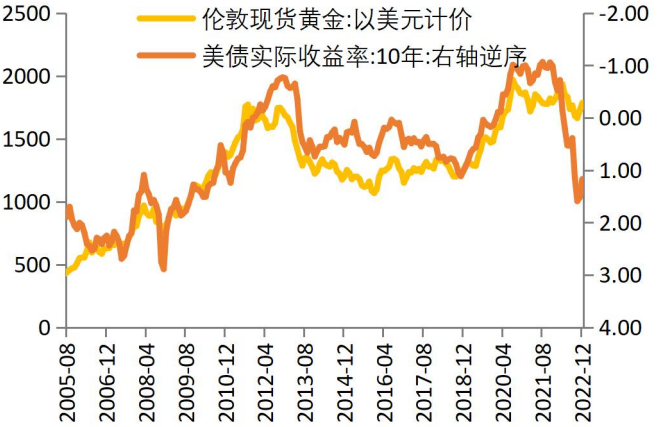
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



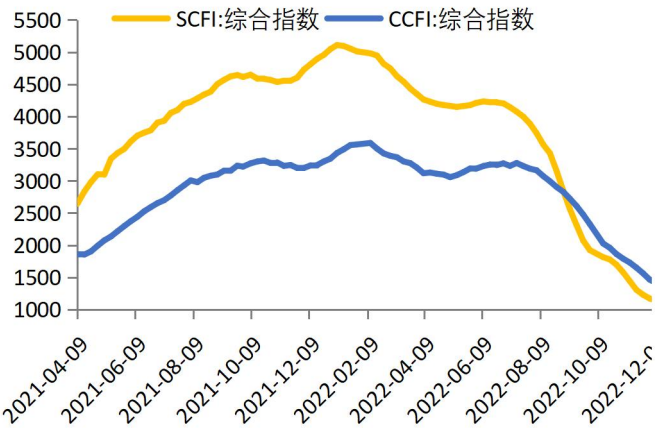
资料来源：Wind，优财研究院

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



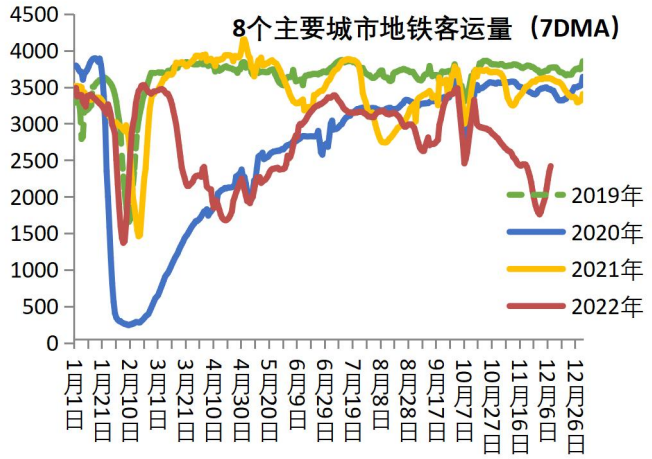
资料来源：Wind，优财研究院

三、 经济高频观察

1. 疫情：疫情防控优化政策继续加码，居民活动触底后小幅回升

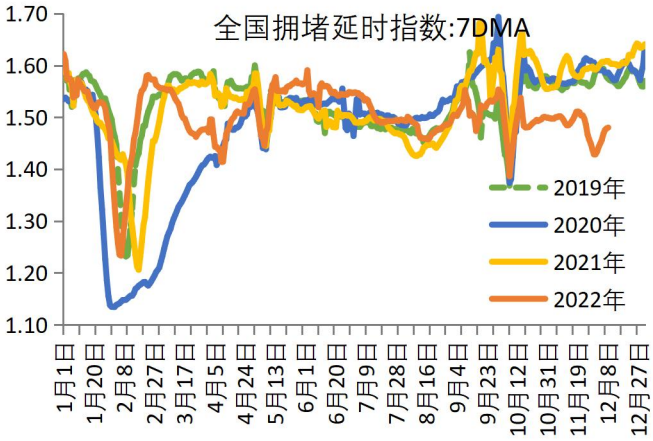
上周疫情防控优化政策继续加码，防控新十条出台下各地防控仍在持续边际放松，居民活动触底小幅回升，主要城市地铁客运量从 4 月低点附近回升，主要受到前期封控较为严重的广州北京等地的支撑。表征跨地区活动的国内执行航班同样触底后回升，但整体依然处于偏弱状态。居民生活半径对消费的拖累或将减弱，但国内疫情仍处在快速上升期，热仍需密切关注疫情的变化。

图 15：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



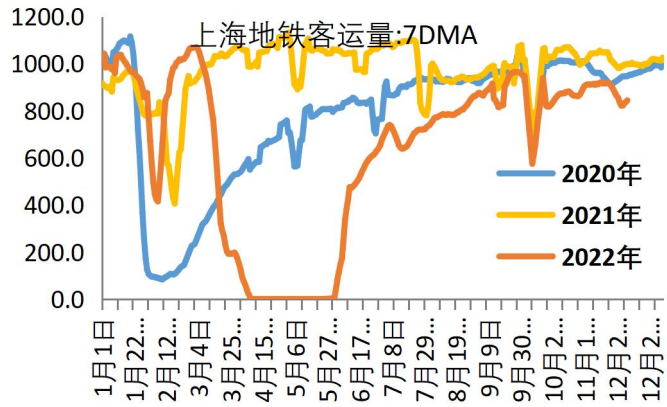
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：全国拥堵延时指数



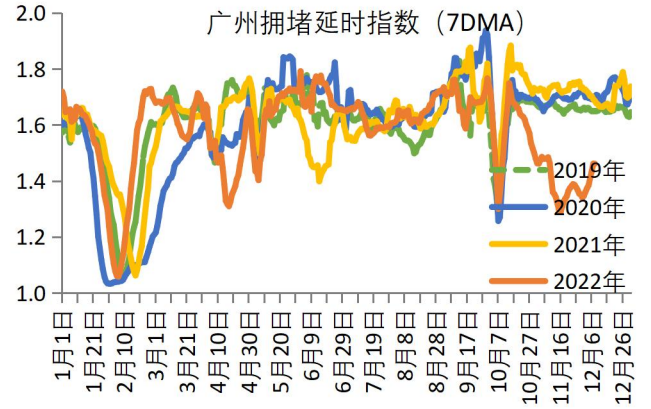
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：上海地铁客运量（万人次）



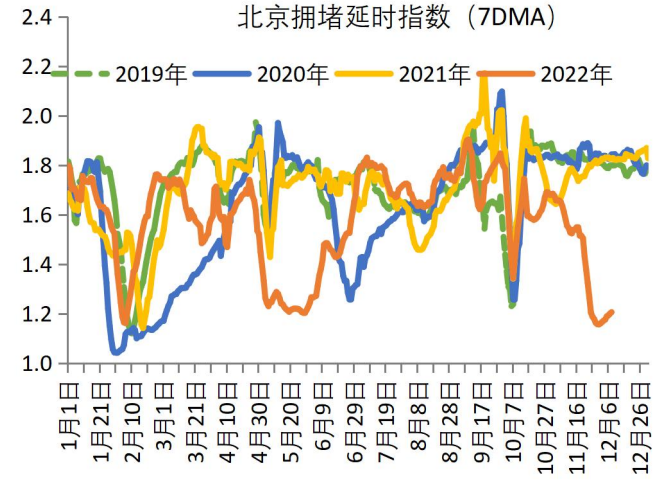
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：广州拥堵延时指数



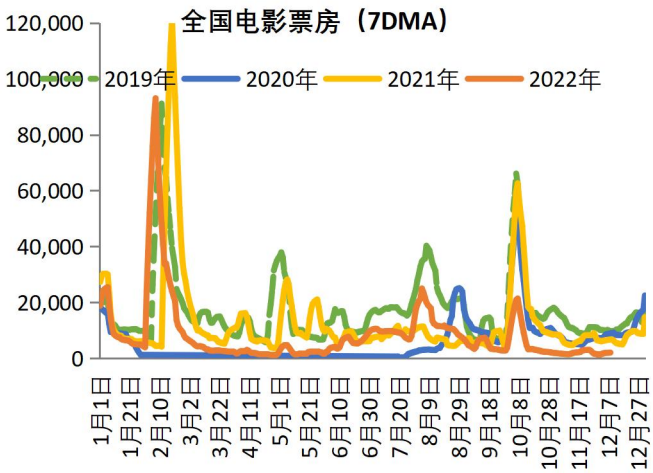
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：北京拥堵延时指数



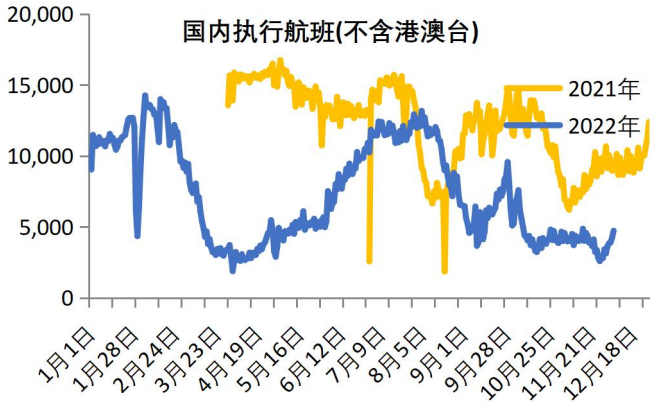
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：全国电影票房（万元）



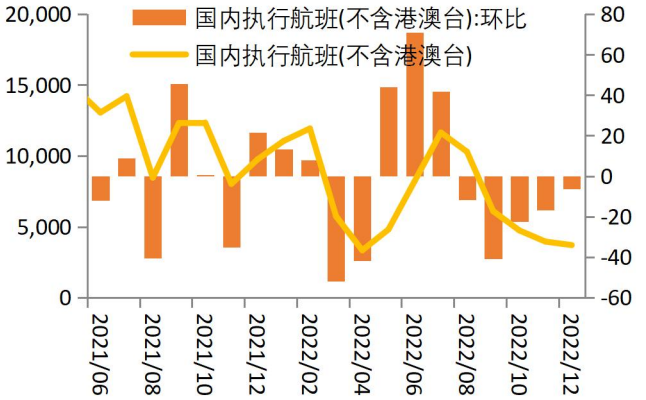
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：国内执行航班(不含港澳台)（架次）



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

2. 需求：地产仍是“强预期”与“弱现实”的组合

各地购房政策持续松绑，同时市场预期下周经济工作会议或对“房住不炒”有所淡化，地产政策放松的预期仍在高位。但地产高频销售仍然偏弱，12 月 1-8 日，30 大中城市商品房日均销售面积为 41.26 万平方米，较上月环比小幅回暖（11 月 38.4 万平方米），但同比降幅仍在扩大，为-29.9%（11 月为-24.8%）

图 23：30 城商品房成交面积（万平方米）

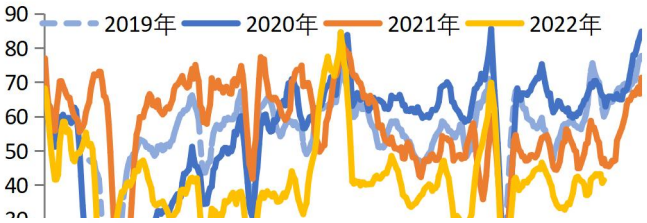
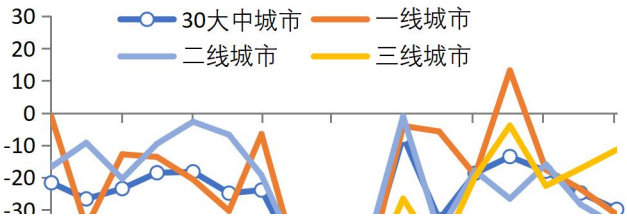


图 24：30 城商品房成交面积同比（%）



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_50091