



2023年2月26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



货币政策基调趋于平衡

内容提要

上周市场波动仍然较大，近期高频数据显示经济修复继续维持向好势头，经济仍在沿着出行→基建→地产渐进好转，全国基建、市政、房建项目复工率加快，第四轮开复工和劳务到位均已超过去年农历同期，且二手房市场回暖和地产政策也提振市场情绪。但海外扰动持续加大，地缘政治风险叠加美联储加息预期回摆，下半周风险资产波动明显加大。

国内货币政策基调趋于平衡。与三季度相比，央行四季度货币政策执行报告对国际经济形势及国内经济的判断更加积极，货币政策总基调更强调平衡，并强调信贷增长的质量和持续性。总的来看，货币政策基调趋于平衡，市场利率重回“围绕政策利率波动”框架后，资金利率波动或将加大。不过稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，通胀仍有远忧，内外部不确定性仍然较多，后续资金面也不具备收紧基础。合理充裕的流动性支持仍是信贷稳定和持续的基础，资金面收敛而不收紧。后续降准仍存在一定博弈空间，但预计力度不大，更多的是对银行中长期流动性的补充，补缺式降准对资金面实际意义不大。而经济向潜在增速回归下降息必要性下降，同时汇率、通胀和杠杆仍是制约因素，后续重点关注地产、社融、通胀数据等走势，以及换届后的政策取向。

海外方面，近期美国经济数据持续超预期，能源价格上行叠加核心商品增速回升下，通胀仍有隐忧，市场加息预期有所回升，美联储加息终点小幅上调，美元指数也自2月以来回升。我们认为美联储春季或不会停止加息，加息终点在5%以上，未来政策利率路径仍取决于劳工市场和通胀数据的表现，降息仍有距离。海外短期仍需警惕美国通胀粘性较强的情况下对货币政策和全球流动性环境的潜在拖累。

从高频数据看，1) 居民出行活动修复逐步放缓，但已高于疫情前水平；2) 新房销售继续缓步回升，近期二手房销售和土地市场有所回温，关注二手房热度向新房的传导；3) 工业生产继续渐进修复，第四轮全国项目开复工和劳务到位均已超过去年农历同期，开复工进度仍体现为市政>基建>房建的特征；4) 下游复工推进支撑建材价格企稳回升，国内定价的商品价格走势强于海外定价商品；5) 农产品价格指数小幅反弹，猪肉价格企稳小幅回升。

前期股市面临经济数据好转待验证+缺乏增量资金+地缘扰动等问题，市场对未来经济进一步修复的斜率预期的分歧在不断加大。而近期基建房建开复工率有所上行，反映经济修复仍然维持向好势头，二手房成交回暖提振市场情绪。同时随着两会召开的临近，政策仍有积极博弈空间，且地方政府也有较强的稳投资意愿。中期来看，国内经济基本面修复、宏观流动性改善仍有望对股指形成底部支撑力量，后续经济现实仍有改善空间，经济向上斜率有望保持，股市中期向好趋势仍然不变。不过短期经济数据真空期，高频数据仍有可能出现摆动，叠加近期地缘政治的扰动，市场波动可能加大。债市方面，短期影响利率运行的主线宏观逻辑都无法证实或证伪，债市或进入一段方向性不强的时段，不过核心矛盾仍偏不利下中期利率中枢大概率微抬。

风险提示

国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 货币政策基调趋于平衡

● 货币政策基调趋于平衡

2月24日，央行发布四季度货币政策执行报告，与三季度相比：1) 央行对国际经济形势的判断略偏积极，潜在风险略有缓和，不过也指出海外“加息潮的累积效应还将显现”，仍需“警惕对我国经济活动的影响”；2) 对国内经济的判断更加积极，疫情高峰后经济活动持续修复，“经济运行有望总体回升，经济循环将更为通畅”，不过也重申“国内经济恢复的基础尚不牢固”；3) 对于短期通胀的担忧下降，“有效需求不足仍是主要矛盾”、“密切关注通胀走势变化”，因此短期通胀因素并非货币政策的核心制约；4) 货币政策总基调更强调平衡，“稳健的货币政策要精准有力”，结构性工具和总量都需要发挥作用，同时在今年扩大内需战略下强调“着力支持扩大内需”；5) 强调信贷增长的质量和持续性，“保持信贷总量有效增长”、“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，在年初经济修复斜率较高、实体融资需求回暖、叠加银行投放力度加大的背景下，1-2月信贷增长处于央行合意区间，甚至窗口指导压降以平滑信贷，短期宽信用加码必要性下降；6) “引导市场利率围绕政策利率波动”提法回归，在今年经济向潜在增速回归的过程中，资金利率将逐步实现中性回归，目前看市场利率基本已完成重定价。

总的来看，货币政策基调趋于平衡，市场利率重回“围绕政策利率波动”框架后，资金利率波动或将加大。不过稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，通胀仍有远忧，内外部不确定性仍然较多，后续资金面也不具备收紧基础。合理充裕的流动性支持仍是信贷稳定和持续的基础，资金面收敛而不收紧。

后续降准仍存在一定博弈空间，但预计力度不大，更多的是对银行中长期流动性的补充，补缺式降准对资金面实际意义不大。而经济向潜在增速回归下降息必要性下降，同时汇率、通胀和杠杆仍是制约因素，后续重点关注地产、社融、通胀数据等走势，以及换届后的政策取向。

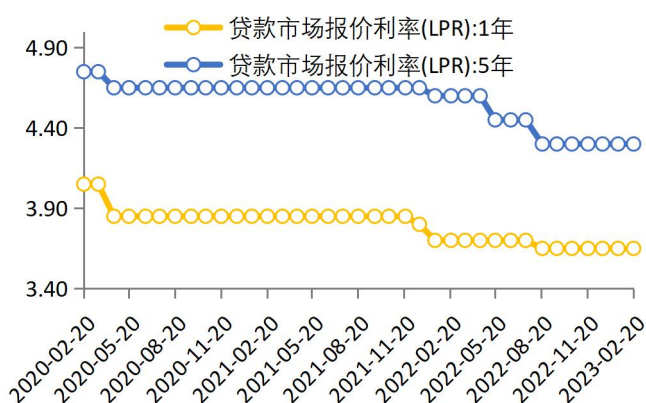
● LPR 报价利率维持不变，符合市场预期

中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别维持在 3.65%和 4.30%不变。

在当月 MLF 政策利率持稳的背景下，2 月 LPR 报价利率维持不变符合市场预期。一方面，存量贷款已过重定价的时点，此时调整对调降年内存量贷款成本并无作用；另一方面，近期高频数据显示经济沿着出行-->基建-->地产渐进好转，LPR 利率保持不变显示政策短期观望意图。

从货币政策来看，疫后小复苏周期下经济开始向潜在增速回归，今年宏观环境的变化决定了资金利率有向中性回归的趋势，市场利率将重回“围绕政策利率波动”的框架。不过稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，2%左右的资金利率已基本完成重定价，后续资金面也不具备收紧基础。近期央行超额等价续作 MLF+加量投放 7 天期逆回购的操作也反映，在资金面中性回归的过程中央行仍然保持对流动性的呵护态度。

图 1：LPR 报价（%）



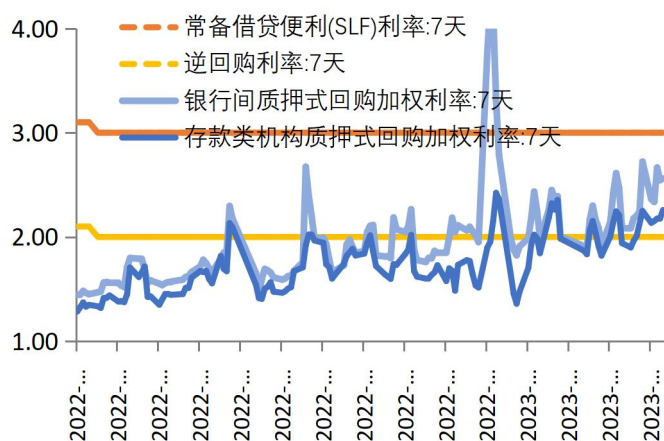
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：LPR 和 MLF 利率调整幅度（bp）

日期	LPR报价和MLF利率调整幅度（bp）		
	1年期LPR	5年期以上LPR	1年期MLF
2019-09	-5.00	0.00	0.00
2019-11	-5.00	-5.00	-5.00
2020-02	-10.00	-5.00	-10.00
2020-04	-20.00	-10.00	-20.00
2021-12	-5.00	0.00	0.00
2022-01	-10.00	-5.00	-10.00
2022-05	0.00	-15.00	0.00
2022-08	-5.00	-15.00	-10.00

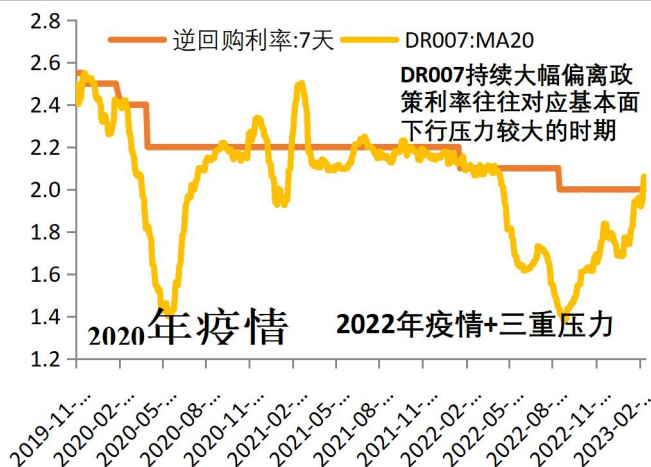
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：利率走廊（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：市场利率中性回归（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、海外经济跟踪

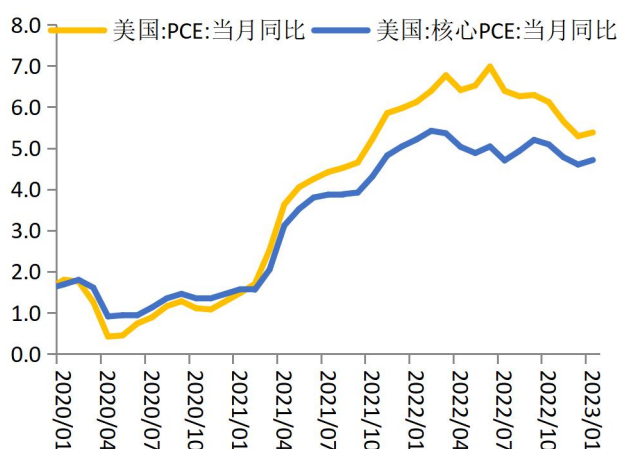
美国 1 月 PCE 数据超预期，受能源价格上行以及核心商品增速回升提振，消费韧性较强下通胀压力或仍有隐忧。PCE 环比回升 0.6%，高于预期的 0.5%（12 月+0.1%），同比增速从 12 月的 5.3%回升至 5.4%，高于预期的 5.0%。1 月核心 PCE 环比增速为 0.6%，高于预期的 0.4%，同比增速从 12 月的 4.6%回升至 4.7%。其中原油价格上行或反映了美欧深衰退风险下降、以及中国经济恢复下市场预期能源需求上涨，同时核心商品价格大幅回升、耐用品价格环比转正也反映美国商品消费韧性较强，2 月消费者信心指数也有所回升，通胀压力或仍有隐忧。

美联储 2 月会议纪要称有迹象表明通胀正在下降，但劳动力市场紧张显示进一步加息依然非常有必要，利率市场预测 6 月仍需加息 25 基点。美联储 2 月会议纪要显示，通胀在去年 11、12 月有所放缓，但仍保持在高位，通货膨胀“仍远高于”美联储 2%的目标，与此同时，劳动力市场“仍然非常紧张，导致工资和物价持续承压，美联储官员

表示有迹象表明通胀正在下降，但进一步加息依然非常有必要。

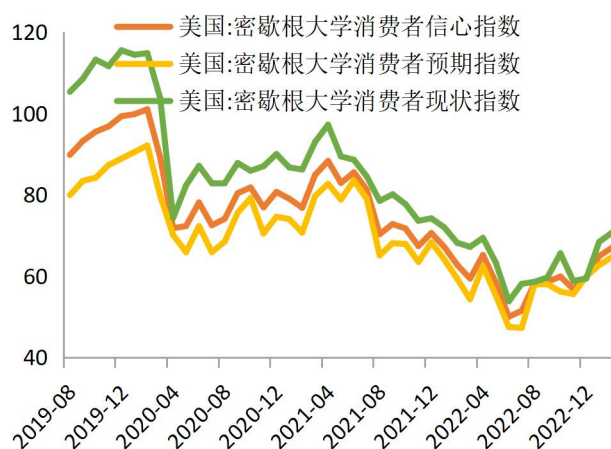
近期美国经济数据持续超预期，能源价格上行叠加核心商品增速回升下，通胀仍有隐忧，市场加息预期有所回升，美联储加息终点小幅上调，美元指数也自2月以来回升。我们认为美联储春季或不会停止加息，加息终点在5%以上，未来政策利率路径仍取决于劳工市场和通胀数据的表现，降息仍有距离。海外短期仍需警惕美国通胀粘性较强的情况下对货币政策和全球流动性环境的潜在拖累。

图 5：美国 1 月 PCE 超预期 (%)



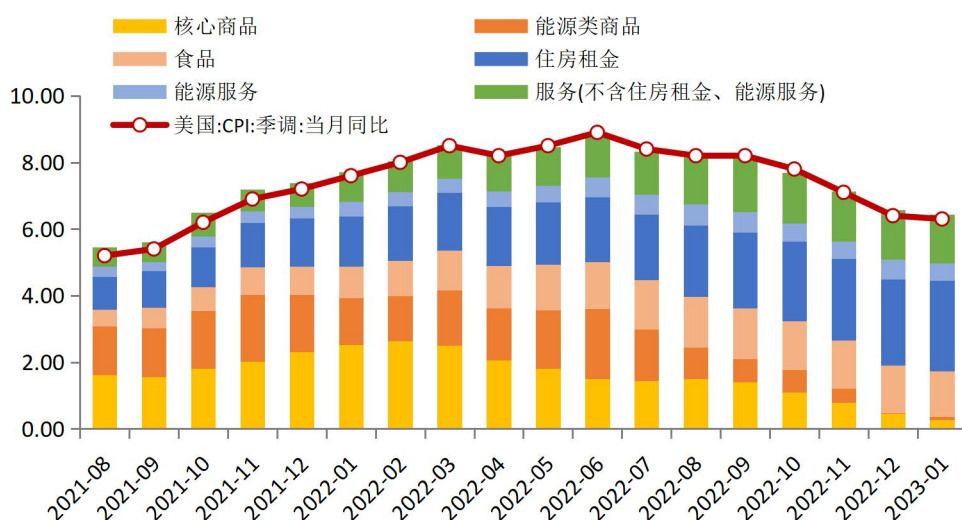
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：美国消费者信心指数回升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：CPI 分项同比拉动 (%)



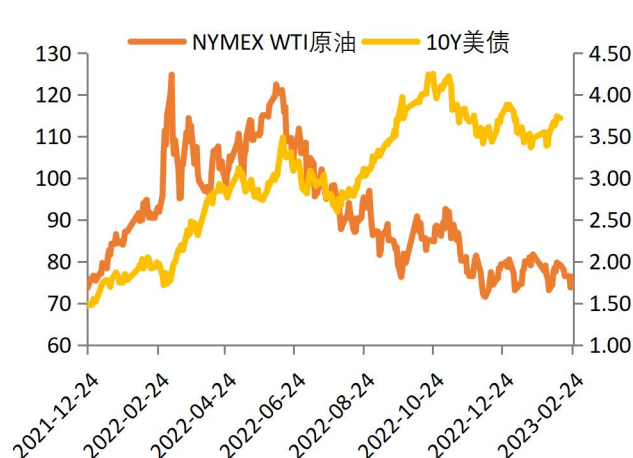
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：美欧差值 VS 美元指数



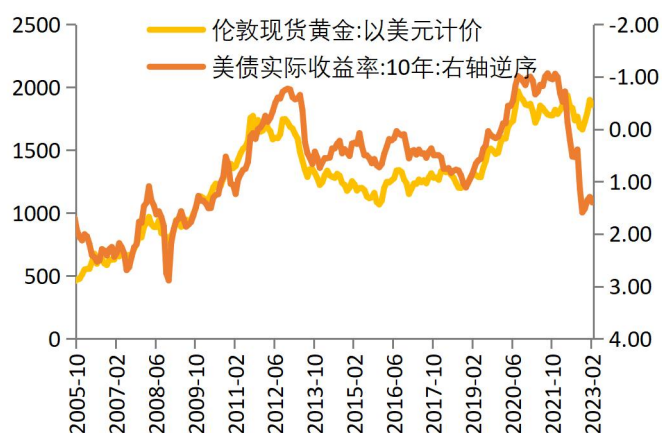
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



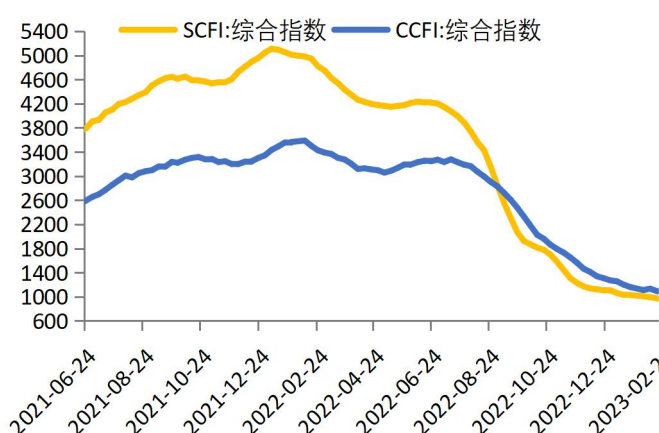
资料来源：Wind，优财研究院

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



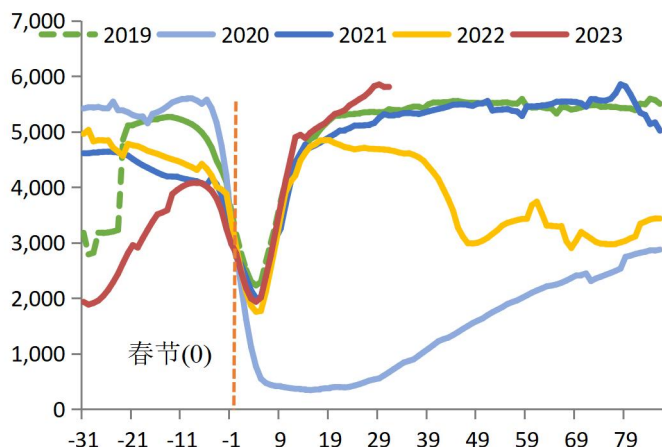
资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 居民出行活动修复逐步放缓，但已高于疫情前水平

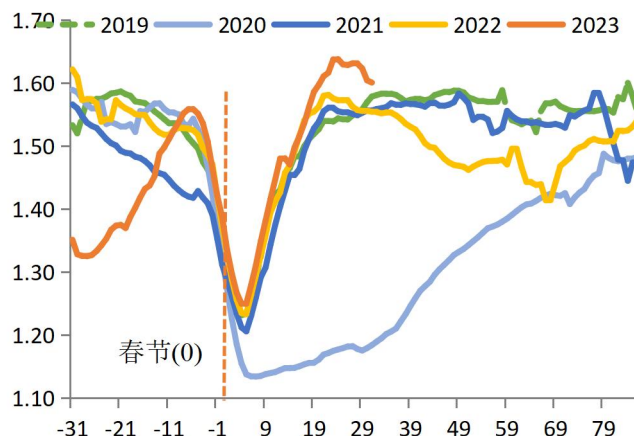
居民生活半径与出行消费活动继续改善，节后全国迁徙指数位于往年高位显示务工人员返程仍在持续，主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数均高于疫情前水平。

图 12: 10 个主要城市地铁客运量 (万人次)



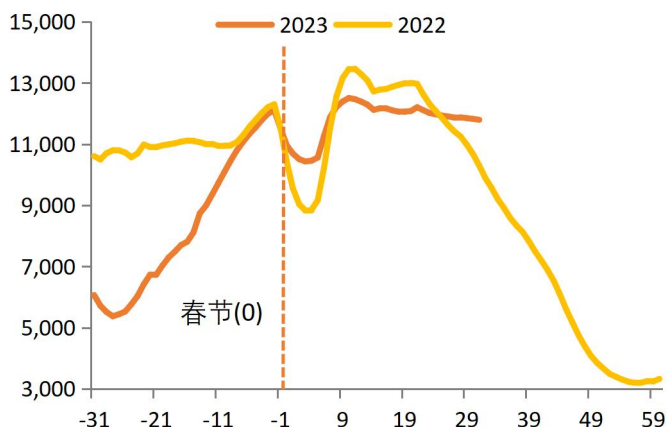
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 全国拥堵延时指数



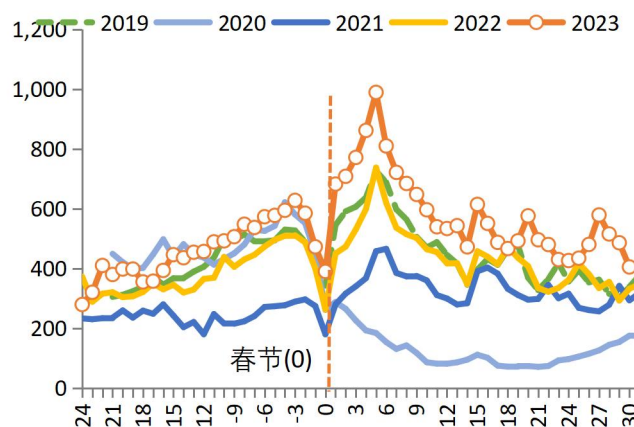
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 百度全国迁徙规模指数



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 需求: 新房销售继续缓步回升, 近期二手房销售和土地市场有所回温

2 月以来 30 城商品房成交面积逐渐回升, 截至 2 月 22 日, 30 大中城市商品房月内日均销售面积为 36.23 万平方米, 较上周继续回升 (上周 33.86 万平方米, 1 月为 28.08 万平方米), 同比增速也有明显走高, 录得 18.45% (上周 10.7%, 1 月-40%)。

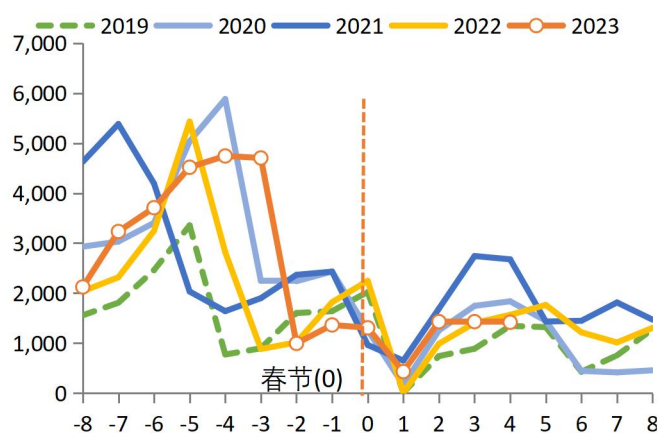
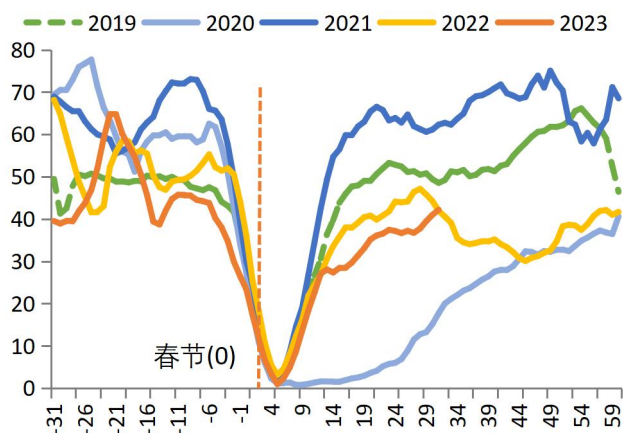
总的来看, 新房销售继续缓步回升, 较往年农历同期相比表现仍然偏弱, 但近期部分一二线城市二手房销售有明显改善, 北京二手房住宅成交签约面积较去年恢复较快。土地市场热度有所回温, 尤其是民企拿地情况有所改善。

同时近期地产政策因城施策仍在持续出台, 多地调整贷款规则及限售政策, 提振市场预期, 后续二手房热度或将逐渐向新房传导并有望向低能级城市扩散。重点关注内需

恢复动能及3月窗口期政策发力的情况。

图 16: 30 城商品房成交面积 (万平方米)

图 17: 百城土地成交面积 (万平方米)

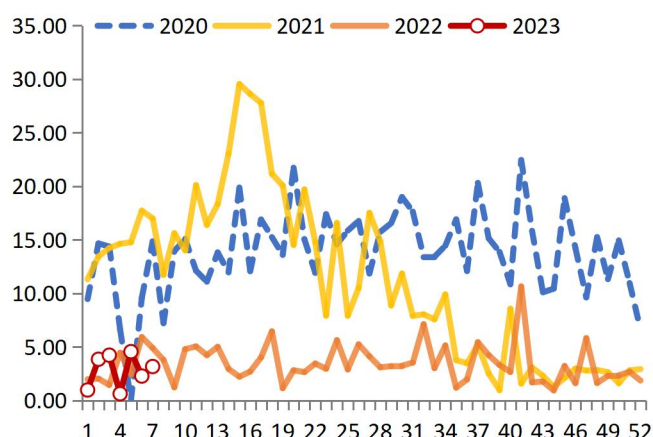
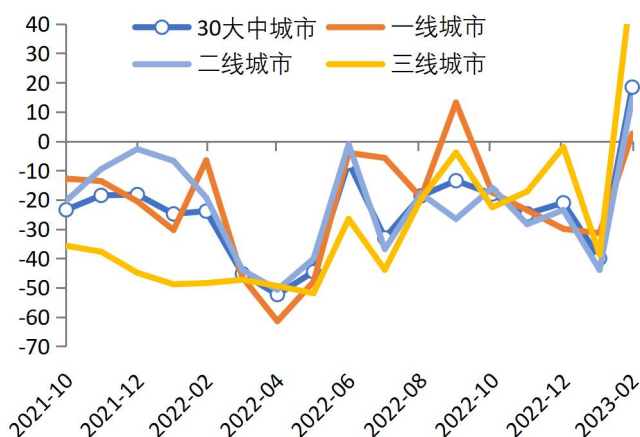


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 30 城商品房成交面积同比 (%)

图 19: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 重点城市二手房住宅成交面积 (平方米)

图 21: 北京二手房住宅成交面积 (平方米)

2023 2022 2021 2020 2019

80,000 2023 2022 2021 2020 2019

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_52705

