

2022年10月23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



货币政策兼顾内外平衡，海外波动性加剧

内容提要

上周经济数据延迟公布，市场关注焦点在于20大盛会可能传递的政策信号，除此之外，央行货币政策也是关注重点，月中MLF到期续作和LPR报价利率是重要时间窗口。海外方面，美股熊市反弹，但美债收益率上行趋势仍在延续，美联储多位官员传达鹰派加息信号，欧洲通胀创新高，英国减税措施再次大转弯+首相辞职，不确定性仍然高企：

1) 10月MLF等量平价续做且LPR报价如期持稳，货币目标兼顾内外平衡。往后看，经济复苏力度仍存在较大不确定性，偏宽松的货币政策基调仍有望延续，考虑到四季度仍有1.5万亿MLF到期量，叠加配合政金债和地方债发行，四季度仍存在降准置换到期MLF的可能性，不过降准更多是补充流动性缺口的工具，对资金面影响整体偏中性。而受人民币汇率在强美元下承压的影响，货币目标兼顾内外平衡压力下短期OMO、MLF降息可能性偏小。后续在商业银行下调存款利率、压降负债成本的情况下，LPR仍有下降空间，不过九月末地产政策“三箭齐发”，短期仍处政策效果观察期，后续关键仍需看经济修复和房地产市场恢复情况。2) 海外波动性加剧，欧元区通胀创新高，英国通胀40年最高，对央行鹰派加息预期抬升衰退恐慌，当前欧洲和英国仍是海外经济的脆弱点，英国减税措施再次大转弯+首相辞职，不确定性仍然高企。往后看，欧洲通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济衰退风险加剧。而美国方面，美联储官员轮番发表鹰派讲话，美债收益率进一步攀升，10年期美债收益率一度升至4.3%上方，但市场预期12月加息节奏放缓下美股阶段性反弹。

高频数据显示：1) 十一假期后全国局部疫情封控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；2) 节后30城商品房成交面积有所回升，但仍略低于季节性表现，地产政策边际放松加快下政策效果仍待进一步传递；3) 节后生长端温和回落，上游开工率回落略快于下游，基建开工率加快落地支撑实物工作量形成；4) 节后工业品价格走势整体偏弱，原油价格维持震荡，钢材库存节后重新回落，但表观需求降幅较大下钢价普跌；5) 受压栏和二次育肥现象明显增加影响，节后猪价不跌反涨，叠加蔬菜价格反复，食品端价格预计仍将维持偏强运行。

股票整体偏中性，底部隐现下仍需等待合力。当前股市风险初步释放，估值和情绪指标已处于底部区域，宏观流动性充裕也形成底部支撑，但经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，股市仍待流动性改善叠加盈利预期转向的合力支撑，把握季节性小机会为主，短期缺乏主线下整体仍以震荡为主。而实体融资需求偏弱支撑货币宽松下债券没有大的风险，但债市面临“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。短期政策性金融工具加快投放、地产边际放松加快，叠加美债利率冲高加剧中美利差倒挂，债市扰动加大。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

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

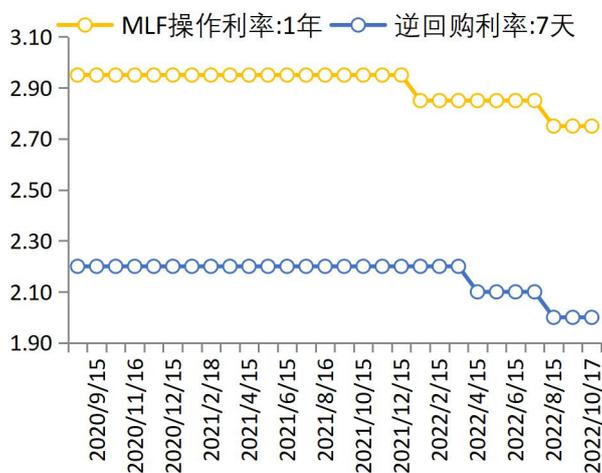
一、二十大期间政策取向维稳为主

● 10月MLF等量平价续做且LPR报价如期持稳，货币目标兼顾内外平衡

央行10月17日开展5000亿元MLF操作，实现等量平价续做，结束此前连续两个月的缩量操作。此前，8月和9月的MLF到期量各为6000亿元，央行均进行了4000亿元的缩量续做，8月并意外降息10bp。而在10月MLF利率保持不变下，中国10月LPR报价持稳，1年期LPR报3.65%，5年期以上品种报4.30%，符合市场预期。

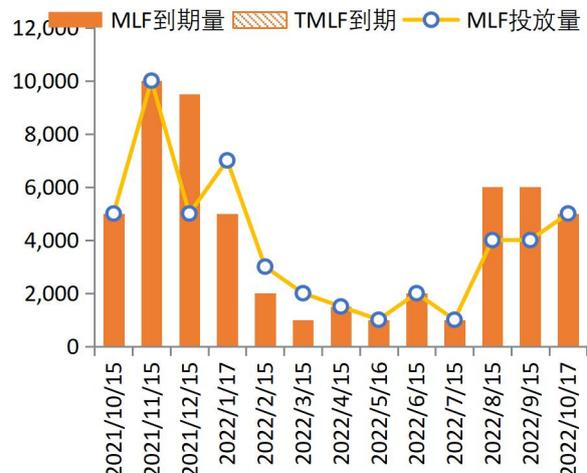
二十大期间央行维稳为首要目标，在当前流动性充裕的背景下，央行等量平价续作传递货币政策兼顾内外平衡的取向。往后看，经济复苏力度仍存在较大不确定性，因此偏宽松的货币政策基调仍有望延续。考虑到四季度仍有1.5万亿MLF到期量，叠加配合政金债和地方债发行，四季度仍存在降准置换到期MLF的可能性，不过降准更多是补充流动性缺口的工具，对资金面影响整体偏中性。而受人民币汇率在强美元下承压的影响，货币目标兼顾内外平衡压力下短期OMO、MLF降息可能性偏小。后续在商业银行下调存款利率、压降负债成本的情况下，LPR仍有下降空间，不过九月末地产政策“三箭齐发”，短期仍处政策效果观察期，后续关键仍需看经济修复和房地产市场恢复情况。

图1：政策利率维持不变（%）



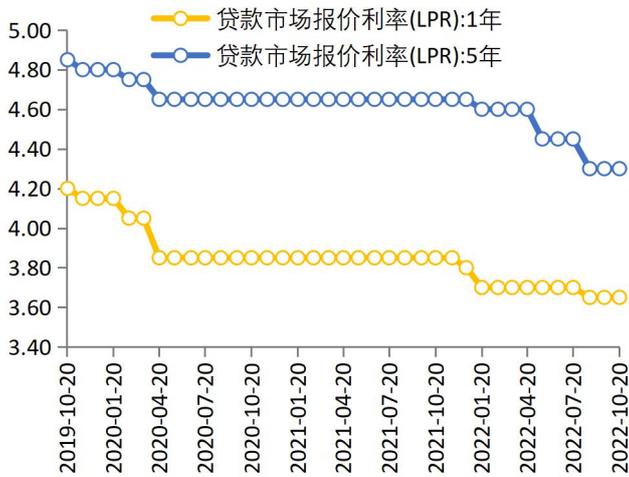
资料来源：Wind，优财研究院

图2：MLF等量平价续做（亿元）



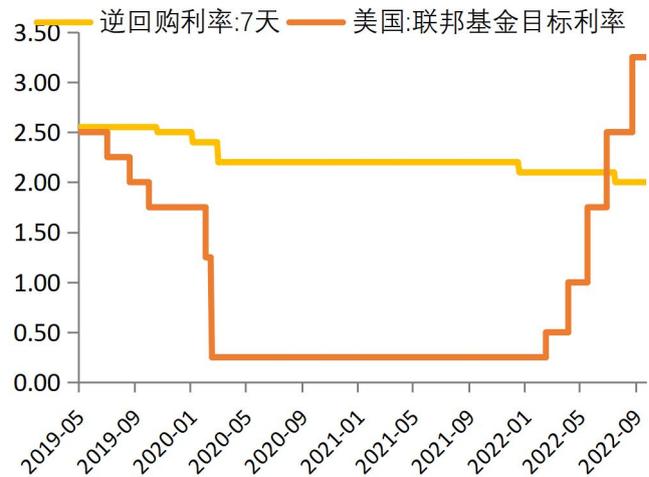
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: LPR 报价利率如期持稳 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 货币目标仍需兼顾内外平衡 (%)

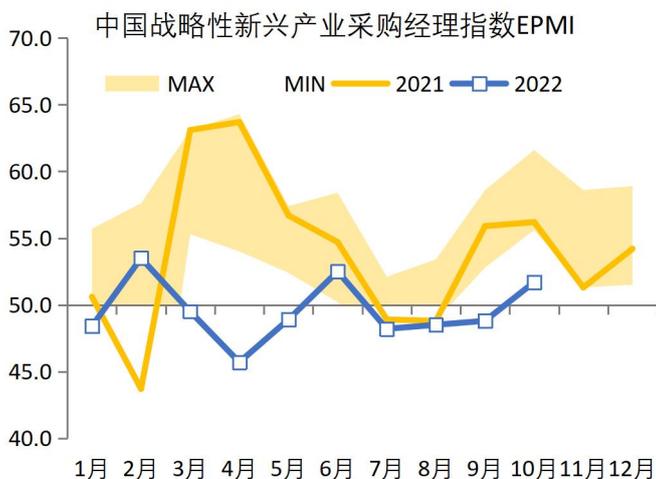


资料来源: Wind, 优财研究院

● 经济低位企稳下 EPMI 回到扩张区间，但绝对景气水平仍然偏低

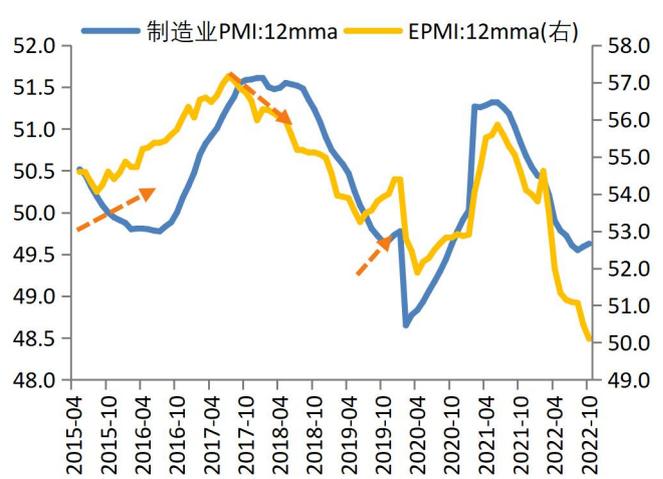
10月战略性新兴产业采购经理人指数(EPMI)上行2.9个百分点至51.7,再度回到景气扩张区间,连续3个月环比回升加快印证经济低位企稳趋势,但仍显著低于季节性区间的读数显示产业绝对景气水平偏低,同比回落趋势仍未被打破下映射经济修复程度依然偏弱。

图 5: EPMI 景气度回升但仍低于季节性区间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 同比趋势仍在回落显示经济修复程度弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外经济活动跟踪

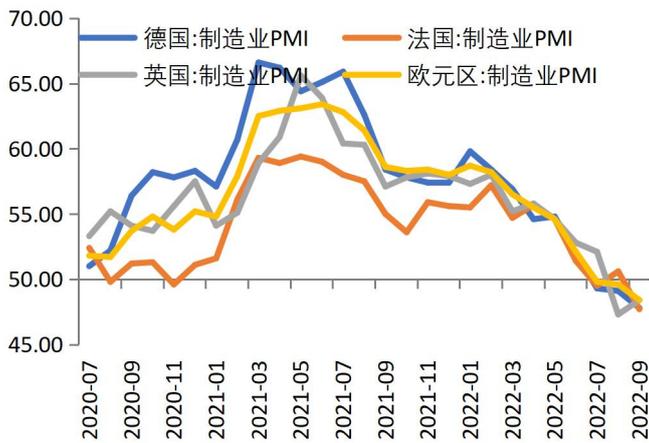
海外方面，欧元区通胀创新高，英国通胀 40 年最高，对央行鹰派加息预期抬升衰退恐慌。欧元区 9 月 CPI 终值同比上涨 9.9%，略低于市场预期及初值 10%，但仍创纪录新高，核心 CPI 终值同比升 6%，初值 6.1%。英国 9 月通胀数据意外加速上行，CPI 同比上涨 10.1%，重回 40 年来最高水平，高于市场预期的 10%，9 月核心 CPI 同比上涨 6.5%，市场预期英国央行 11 月加息 75 基点起步。

当前欧洲和英国仍是海外经济的脆弱点，英国减税措施再次大转弯+首相辞职，风险情绪持续波动。往后看，欧洲通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济衰退风险加剧。上周英国减税措施再次大转弯，英国新任财政大臣亨特发表声明，宣布取消英国政府“迷你预算”计划中几乎所有减税措施，以稳定金融市场。另外，英国政府将于明年 4 月结束能源限价干预，取而代之的是一项“尚未确定”的计划。而后下半周英国首相特拉斯发表声明，宣布辞去英国保守党党首职务，并因此自动卸任英国首相职务，特拉斯成为英国历史上任期最短的首相。

美联储官员轮番发表鹰派讲话，美债收益率进一步攀升，两年期美国国债收益率升至 2007 年的水平，10 年期美债收益率一度升至 4.3% 上方。美联储理事库克表示，美联储可能需要持续加息；通货膨胀仍然顽固地保持在不可接受的高位，通货膨胀的风险正倾向上行。费城联储主席巴克表示，美联储将继续加息一段时间，需要看到通胀持续下降，才能改变政策前景。芝加哥联储主席埃文斯表示，避免经济下行难度比以往更大，但必须坚持加息对抗通胀。

我们认为当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，紧缩交易仍然是市场主线。偏紧的劳动力市场强化了工资—通胀的螺旋上升风险，粘性通胀高企下通胀水平下降或慢于预期，核心通胀可能在相当长一段时间内远高于联储目标值。因此，美联储抗通胀立场短期仍难动摇，衰退担忧暂难逼退紧缩步伐，对潜在的经济衰退容忍度在上升。在通胀压力缓解缓慢的情况下，美联储逆转紧缩政策需要失业率明显上行或金融危机等意外冲击，美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。

图 7：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 8：欧洲系统性压力综合指标已接近危机时刻



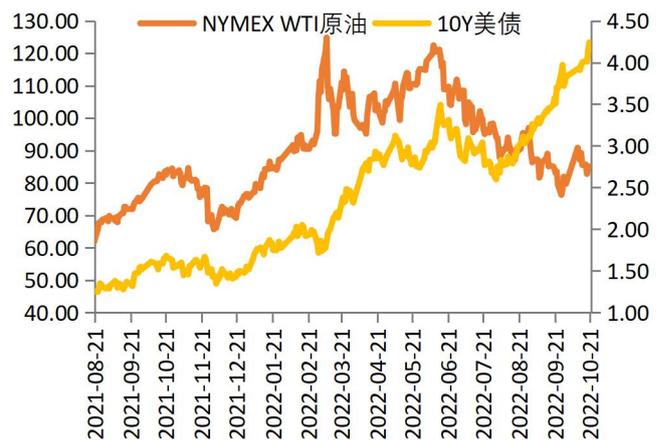
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：美欧差值 VS 美元指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



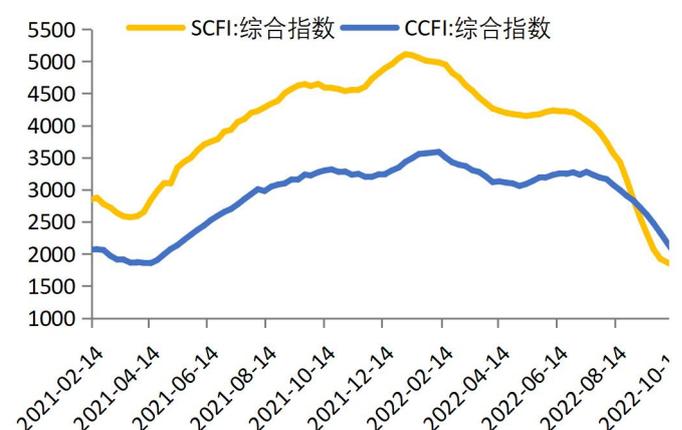
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：运价指数



资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 疫情：

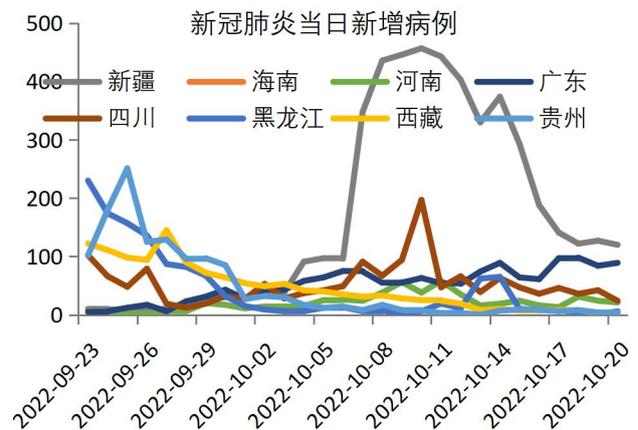
十一假期后全国局部疫情封控下主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数有所回落，居民生活半径有所收窄，不过目前疫情整体呈现收敛状态。

图 13：全国当日新增确诊（例）



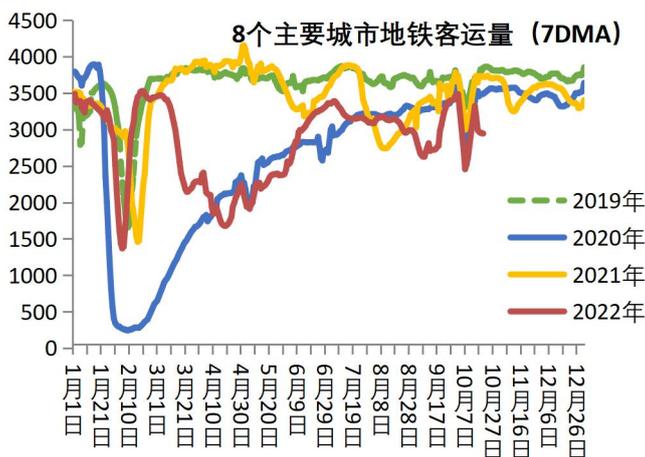
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



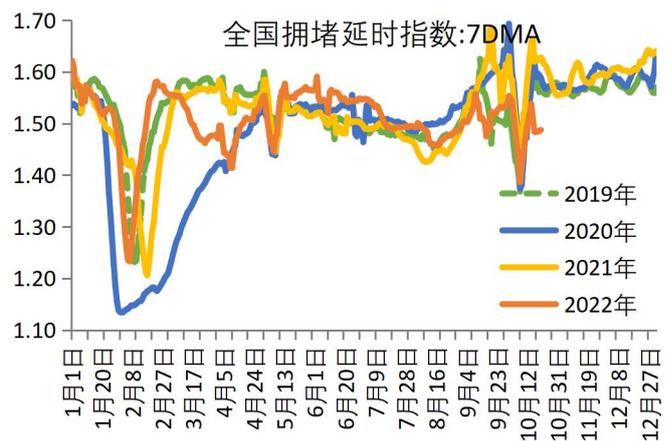
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



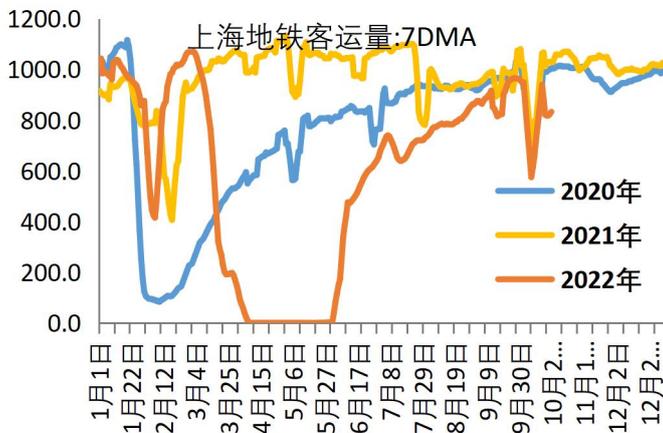
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：全国拥堵延时指数



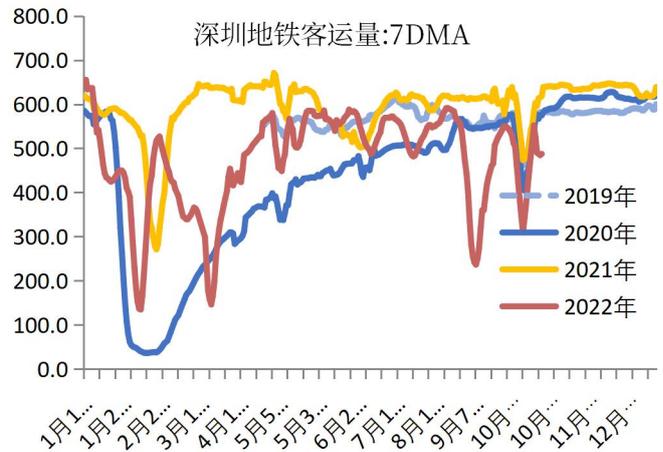
资料来源：Wind，优财研究院

图 17: 上海地铁客运量 (万人次)



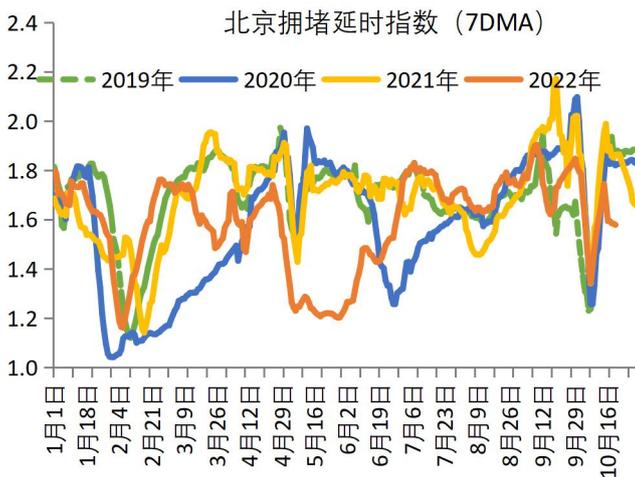
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 深圳地铁客运量 (万人次)



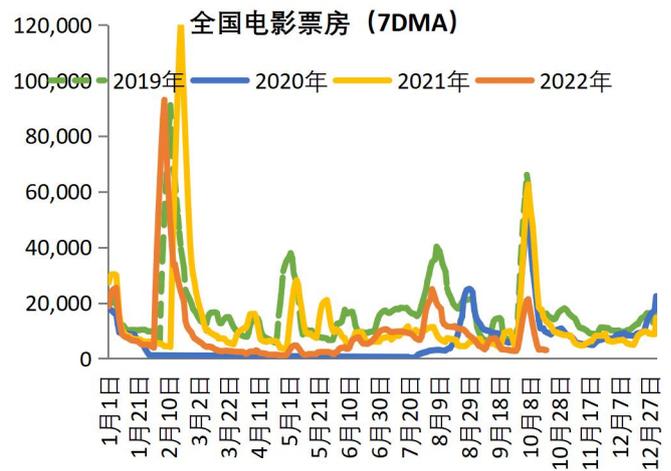
资料来源: Wind, 优财研究院

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

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_47716

