



2023 年 1 月 8 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



经济复苏预期叠加稳增长政策仍是资产价格主线

内容提要

上周节后首周市场情绪处于修复窗口，高频指标显示部分城市活动已率先修复，对于疫情峰值后经济修复的预期逐渐升温，叠加地产放松政策仍在持续加码，权益市场连续上涨，上证指数突破 3100 点。往后看，市场仍处在预期和现实的验证阶段，本周将公布 12 月通胀、金融数据和外贸数据，且省级人代会进入召开密集期，各地陆续进入“两会时间”，各地 2023 发展目标将是关注重点。

上周国内地产放松政策仍在持续加码，央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。从稳增长政策框架来看，随着经济增长条件的打开和扩内需战略的出台，国内政策框架发生显著调整，疫情防控政策和地产政策均处在调整期，未来拖累 22 年下行的两大因素消费和地产或有望逐步企稳，国内经济有望度过压力峰值并进入修复区间。

而从海外来看，美联储 12 月会议纪要较市场预期更为鹰派，与会者确认需要放慢加息步伐，但并没有流露出 2023 年要降息的想法，同时担心市场过于乐观，未来加息后利率达到的水平将比投资者预料的高。美联储官员普遍认为通胀风险是一个关键因素，担心金融状况出现“毫无根据的”宽松，需要维持限制性的政策立场，直到最新数据提供信心，表明通胀处于持续下降至 2% 的道路上，而这可能需要一段时间。总的来看，美联储当前已进入紧缩的最后阶段，但受以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强的影响，美联储加息预期放缓但并未逆转，博弈 2023 年降息仍为时过早，不过全球流动性拐点有望在上半年确认。

从高频数据看，1) 央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，但地产需求端暂未有明显起效；2) 冬季天气和疫情影响下生产端整体偏弱，高炉开工率偏强；3) 国内外主要宏观线索主导大宗商品走势分化；4) 农产品价格小幅回升，蔬菜价格上涨对冲猪肉价格回落。

近期高频指标显示部分城市活动已率先修复，不过各城市疫情峰值拐点错位，叠加春运人口流动加快仍对疫情存在二次考验，预计基本面明显修复迹象可能要在春节后 2 周才能确认。后续市场仍处在预期的高频数据验证阶段，预期反复风险仍在，前期市场也对弱现实进行过一定修正，不过经济底部企稳修复的向好趋势比较确定，经济复苏预期和稳增长政策的持续出台仍是资产价格的主线。股市中期向好但短期仍受修复节奏和政策力度是否超预期的扰动，债市情绪小幅修复后仍面临压力，节前股债或均难形成明显趋势性力量，重点关注 1 月各城市疫情演化、经济活动修复以及春运出行的情况。

风险提示

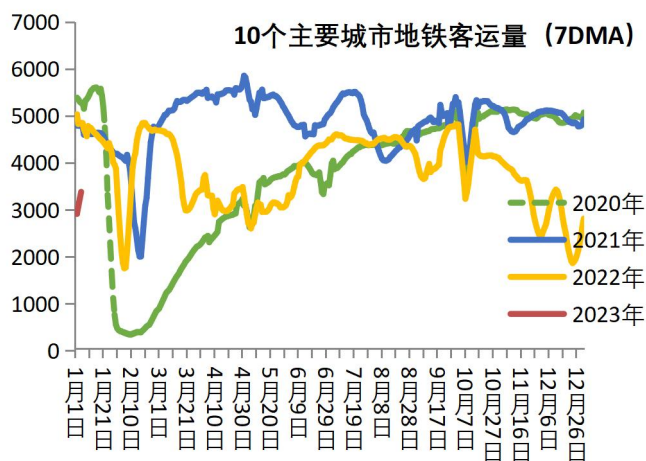
国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、部分城市活动已率先修复

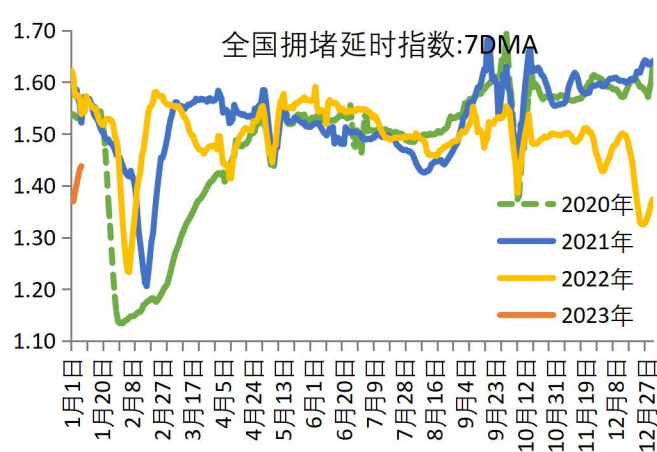
全国主要城市经济活动均呈现底部修复，部分度过疫情峰值城市的出行活动修复速度较快，如北京石家庄广州等，而上海杭州等地的恢复程度明显偏慢，城市活动修复速度与各城市疫情进程相关。且私家车出行修复速度快于地铁出行，反映疫情对居民出行方式的影响。而在防控约束放开下，反映跨区域活动的迁徙指数和国内执行航班明显回升。

图 1：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



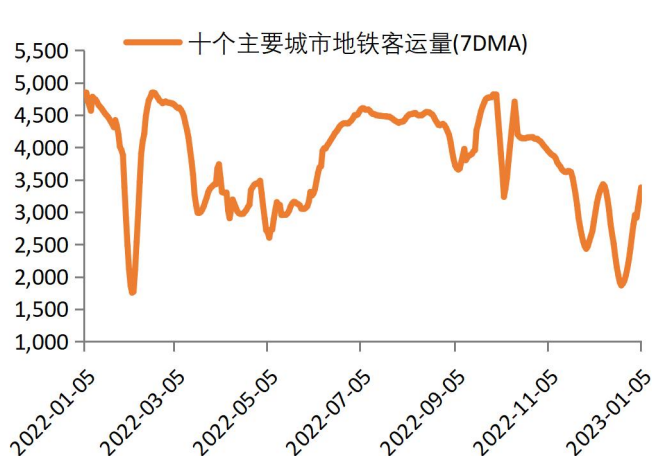
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：全国拥堵延时指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



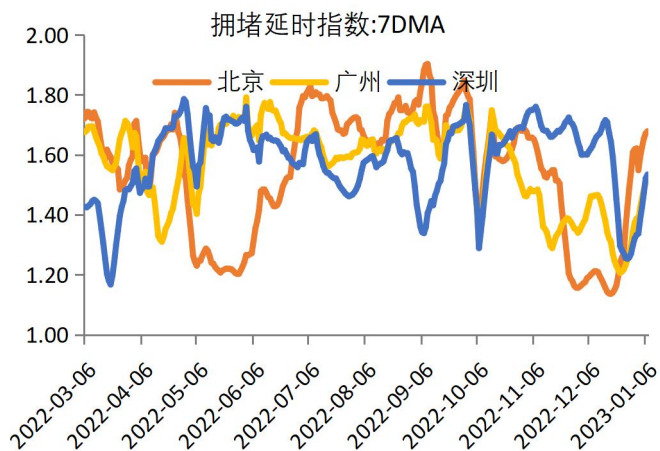
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：全国拥堵延时指数



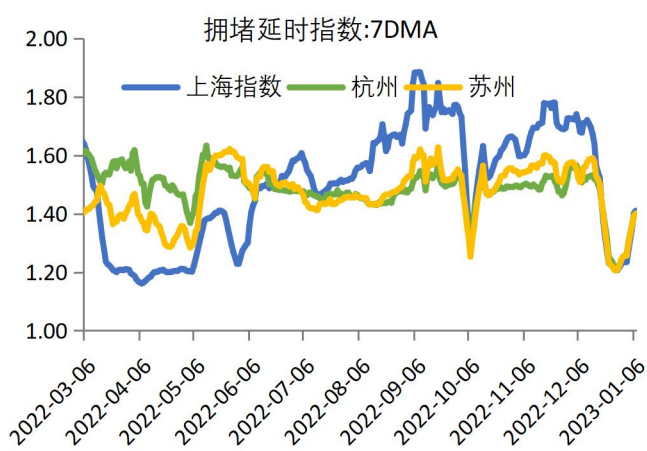
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：拥堵延时指数



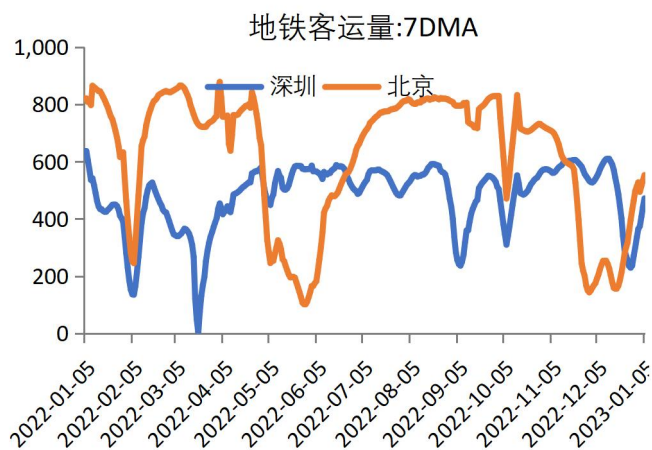
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：拥堵延时指数



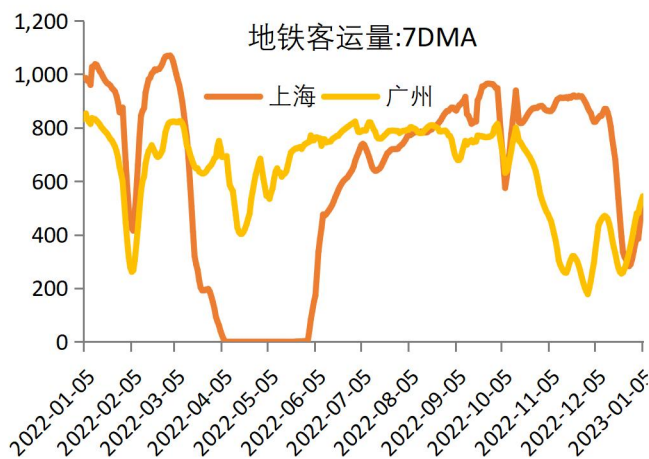
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：地铁客运量（万人次）



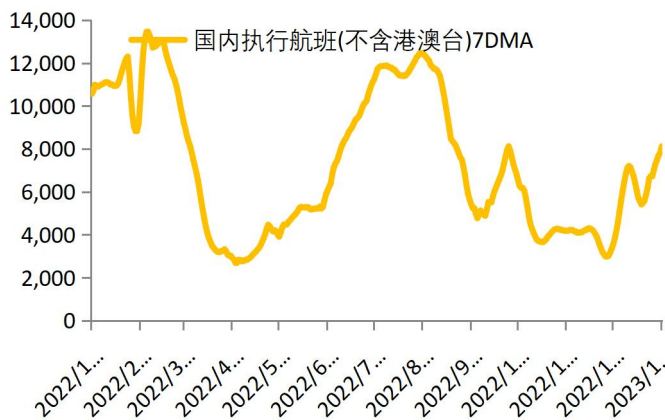
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：地铁客运量（万人次）



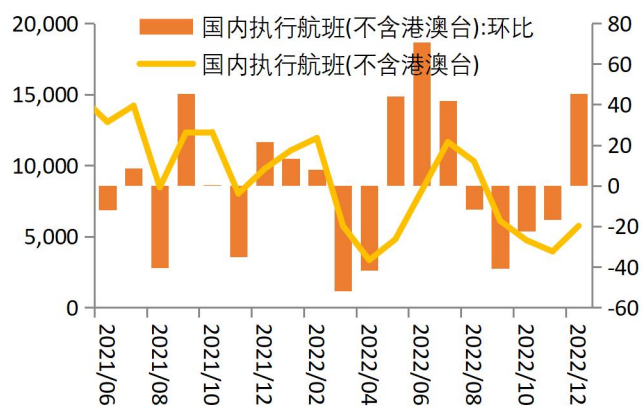
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：国内执行航班（不含港澳台）（架次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：国内执行航班（不含港澳台）（架次，%）



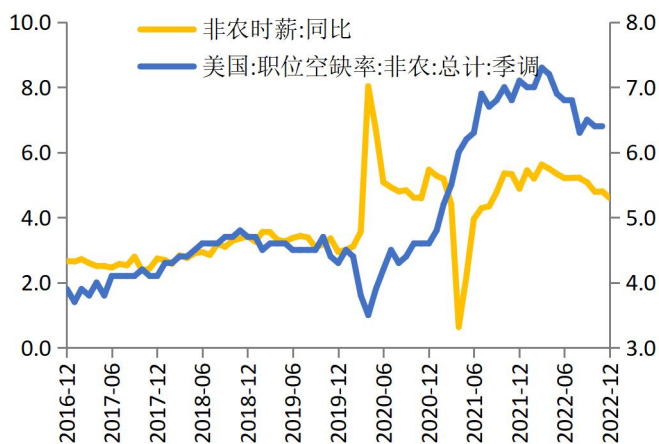
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外经济跟踪

美联储 12 月货币政策会议纪要显示，与会者确认需要放慢加息步伐，但并没有流露出 2023 年要降息的想法，给转向的希望泼冷水。与会者还担心市场过于乐观，未来加息后利率达到的水平将比投资者预料的高。美联储官员普遍认为通胀风险是一个关键因素；担心金融状况出现“毫无根据的”宽松；与会者继续预计，持续提高联邦基金利率将是适当的；没有与会者预期 2023 年降息是合适的；与会者普遍认为，需要维持限制性的政策立场，直到最新数据提供信心，表明通胀处于持续下降至 2% 的道路上，而这可能需要一段时间。

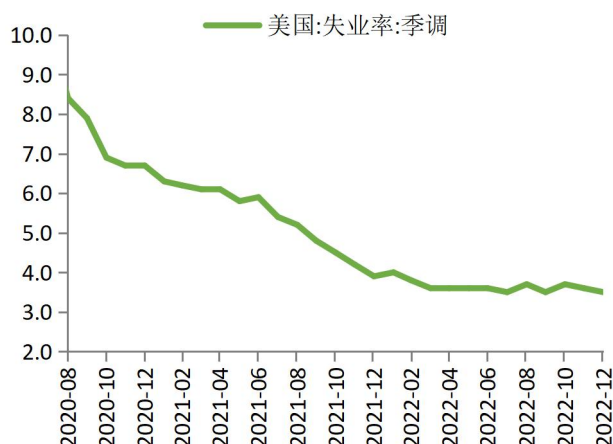
美联储进入紧缩的最后阶段，但受以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强的影响，美联储加息预期放缓但并未逆转，博弈 2023 年降息仍为时过早。我们认为通胀拐点的确认支持美联储加息逐步放缓，但核心服务通胀仍高且粘性较强，并不支持美联储很快转向宽松，暂不具备讨论降息的条件。而在市场对美联储放缓基本定价下，市场更需要关注美联储政策利率终点的高度和持续时间，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，如果服务通胀难以快速回落，对于海外风险资产来说可能仍将面临一段时间逆风。

图 11：美国就业时薪与职位空缺率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：美国失业率仍然向好（%）



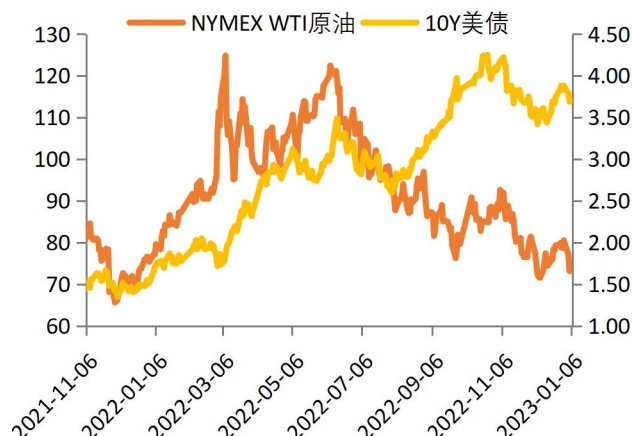
资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 美欧差值 VS 美元指数



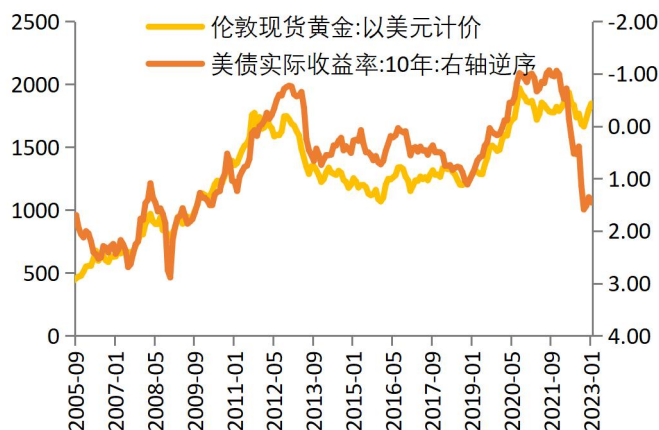
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



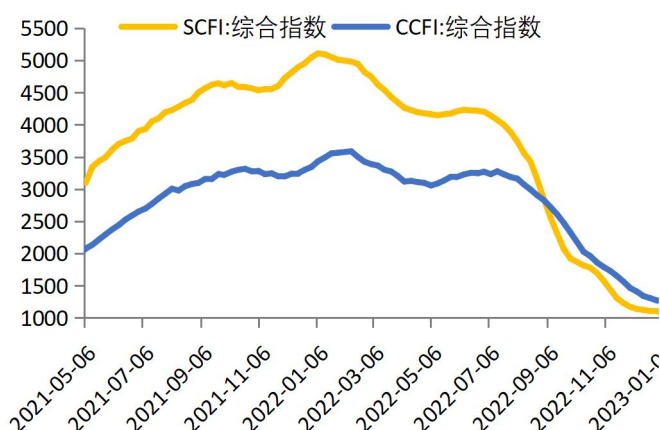
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

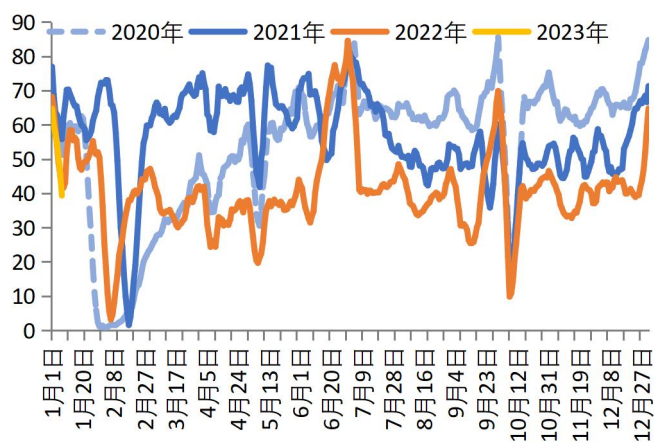
1. 需求: 央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制, 但需求端暂未有明显起效

地产政策持续放松, 央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市, 可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。根据国家统计局全国 70 城房价指数数据, 最近 3 个月房价持续下降的城市名单共有 38 个。其中二线城市 13 个, 而三四线城市为 25 个。

住建部指出要大力支持购买第一套住房，首付比、首套利率该降的都要降下来。合理支持购买第二套住房，以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。原则上不支持购买三套以上住房，不给投机炒房者重新入市留有空间。同时，增加保障性租赁住房的供给和长租房市场的建设。

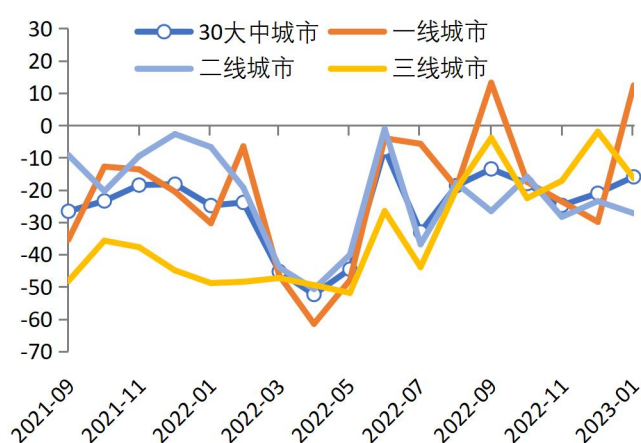
不过地产销售端仍未有明显起效，截至1月7日，30大中城市商品房日均销售面积为39.35万平方米，较上月环比回落（12月为45.9万平方米），同比-16%，较上月略有收窄，主要受到年初一线城市销售小幅回暖的支撑。

图 17：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：30 城商品房成交面积同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：冬季天气和疫情影响下生产端整体偏弱，高炉开工率偏强

除上游高炉开工率和焦化企业开工率偏强外，多数行业开工率仍然偏弱，或受冬季

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_51033

