

利好频出

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

国内，美联储 11 月会议纪要发布后，市场情绪偏乐观，主要在于相比于 11 月会议后鲍威尔的发言，此次文字描述则相对有顾虑的多。一方面，会议纪要首次在经济展望部分提到美国的衰退风险。另一方面，美联储也表现得对海外风险更加重视。美联储注意到全球众多央行联合紧缩将导致全球金融条件收紧，不利于全球真实 GDP 的增长，伴随着外围经济的衰退，强美元极有可能对美国出口不利，部分参与者认为外溢效应将更大。这些顾虑导致市场对于本轮加息的最高利率预期有所下降。

国内，疫情形势更加严峻，日新增量（包含新增确诊病例和新增无症状感染者）创历史新高，各地的防疫措施也有所收紧，对市场情绪形成打击。尽管如此，但方向依然是确定的，这也可能是市场情绪依然相对偏积极的原因。从防疫措施与日新增人数来看，今年新增人数屡创新高一方面与新毒株的传染能力增强有关，另一方面也与防疫措施严格性下降有关。从这个形势来看，随着防疫措施的逐步放开，日新增人数很可能还将继续创新高，这种情形也很可能在未来不断演绎，考验防疫有效性。

与防疫相比，地产方面的暖风更加持续。在政策端态度更加明确后，各大行迅速跟进。随着“金融十六条”以及其他各项政策的逐步落实，头部地产企业的外源融资端将改善，但外源性融资只是加杠杆的结果，未来想要企业稳健长远发展还是得看内源性融资——销售端的改善。不过短期内，由地产利好带来的乐观情绪有望一定程度延续。

周五，年内第二次降准兑现，如我们在《四季度展望》中期待的那样。从央行答记者问来看，与 4 月的降准对比，此次降准首要目的在于保持流动性合理充裕，与 11 月初的“债市踩踏”事件相对应。虽然此次降准释放约 5000 亿资金，但相信会对冲部分 12 月（或明年 1 月）的 MLF 到期续作量，也就是说未来的 MLF 到期时，央行很大概率会缩量续作。而伴随着降准的兑现，LPR 端降息预期开始发酵。从当前地产端的支持力度来看，12 月的 LPR 下调还是存在一定可能。

风险提示：美国通胀表现 疫情及政策不确定性

目录

第 1 章	利好频出.....	3
1.1.	美联储会议纪要首次表达衰退担忧	3
1.2.	疫情创新高，地产频利好	4
1.3.	降准兑现.....	7
	免责声明.....	8

第1章 利好频出

1.1. 美联储会议纪要首次表达衰退担忧

11月美联储会议纪要公布后，市场再度进入风险偏好提升模式。从内容来看，会议纪要既有与议息会议透露出来信息一致的部分，也有相对的偏鸽部分。

与议息会议一致，会议纪要再次确认了12月加息放缓信息。这点其实已经不算什么增量信息了，从市场预期来看，会议纪要公布前后，对于美联储12月的加息预期并没有什么变化，都是预期加息50BP的概率为100%，加息75BP则仅为8%。

新增信息在于美联储对于未来的预期。相比于11月会议后鲍威尔的发言，此次文字描述则相对有顾虑的多。一方面，会议纪要首次在经济展望部分提到美国的衰退风险，这也是市场一直有疑虑的地方，但在11月议息会议后鲍威尔粉碎了这种预期。另一方面，美联储也表现得对海外风险更加重视。美联储注意到全球众多央行联合紧缩将导致全球金融条件收紧，不利于全球真实GDP的增长，伴随着外围经济的衰退，强美元极有可能对美国出口不利，部分参与者认为外溢效应将更大。这些顾虑导致市场对于本轮加息的最高利率预期有所下降。

当然会议纪要中，美联储依然一如既往表达了对通胀的担忧，认为核心通胀仍有可能超预期，高工资增速与低生产率增速的背离不利于回归到2%的通胀目标，薪资-通胀螺旋的风险也在上升（美联储一直认为当前尚未形成薪资-通胀螺旋）。

总体来看，美联储紧缩周期的三个维度——更快、更高、更久中，“更快”这个维度已经转向，但是对于更高以及更久其实还可以有一定的期待。

图 1.1.1: 11月22日预期最高利率为 5.08%



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.2: 11 月 24 日预期最高利率为 5%

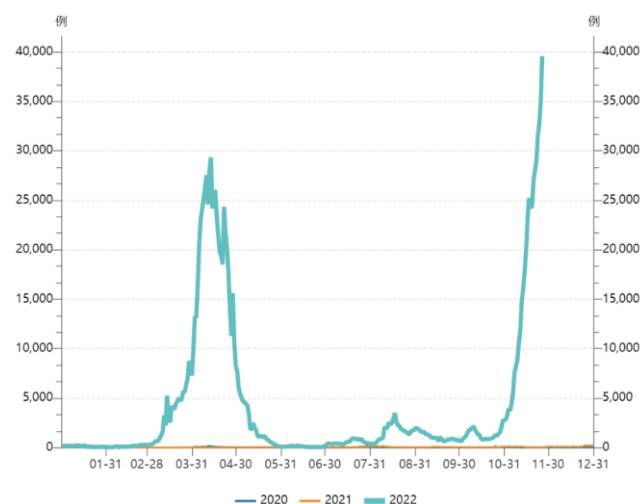


资料来源: Bloomberg 南华研究

1.2. 疫情创新高，地产频利好

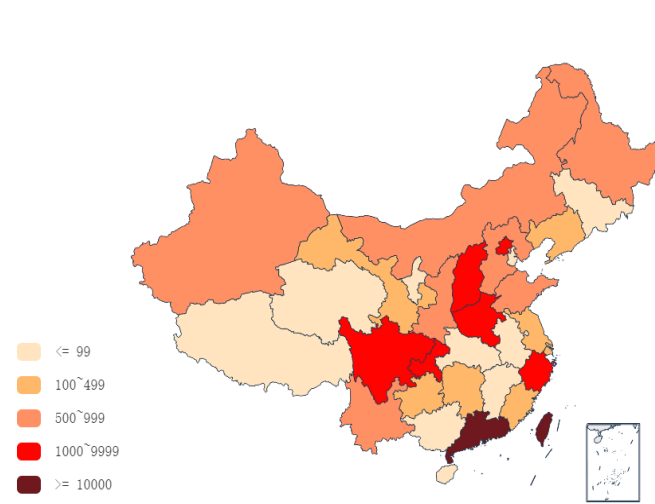
国内疫情形势更加严峻，日新增量（包含新增确诊病例和新增无症状感染者）创历史新高，各地的防疫措施也有所收紧，对市场情绪形成打击。尽管如此，但方向依然是确定的，这也可能是市场情绪依然相对偏积极的原因。

图 1.2.1：日新增病例创新高



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：疫情地区分布（%）

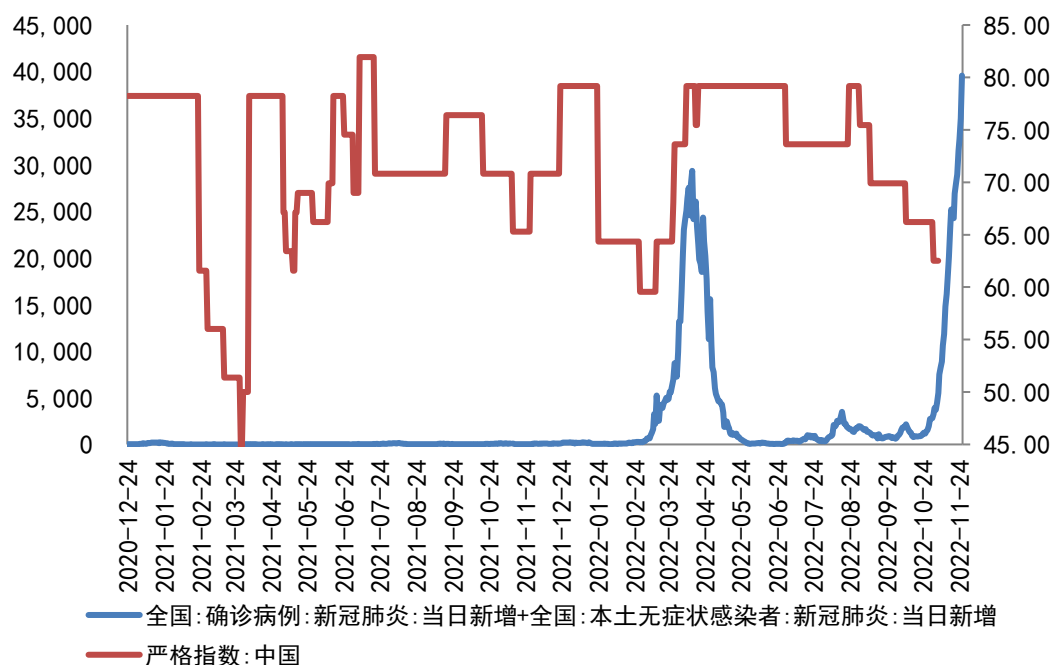


数据来源：Wind 南华研究

从防疫措施与日新增人数来看，今年新增人数屡创新高一方面与新毒株的传染能力增强有关，另一方面也与防疫措施严格性下降有关。无论是三四月还是这一轮，均对应着防疫严格指数的下行。

从这个形势来看，随着防疫措施的逐步放开，日新增人数很可能还将继续创新高，这种情形很可能也在未来不断演绎，考验防疫有效性。

图 1.2.3：防疫措施与新增人数负相关



资料来源：Wind 南华研究

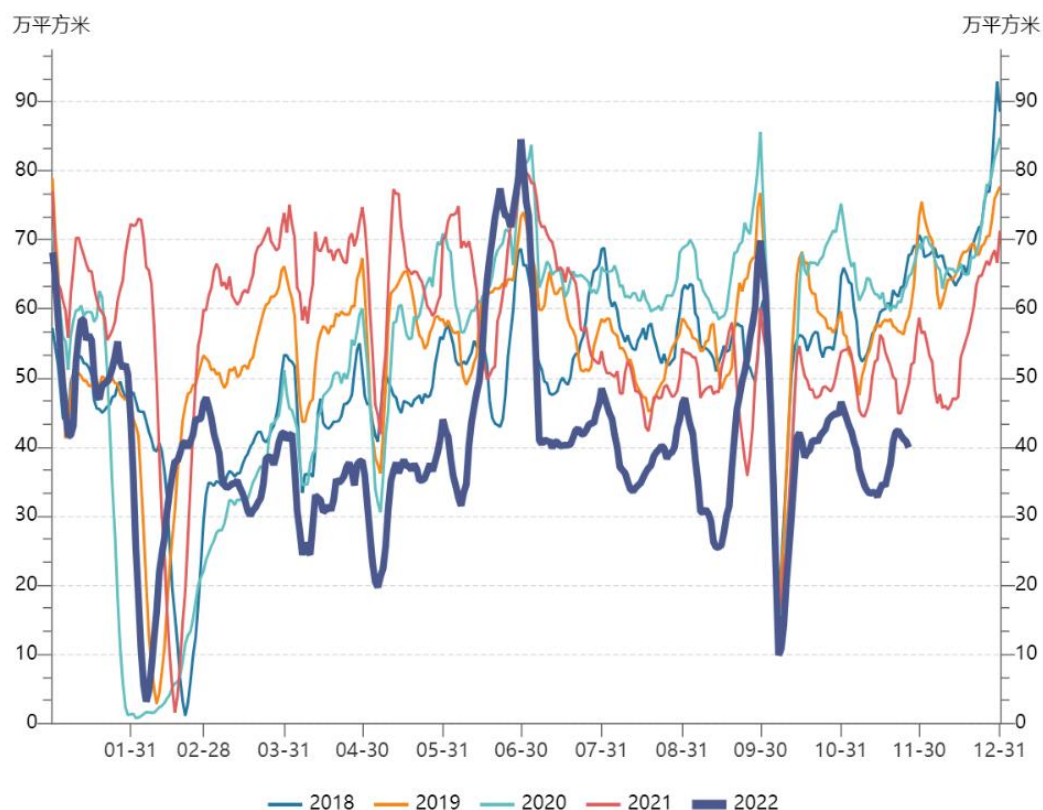
与防疫相比，地产方面的暖风更加持续。在政策端态度更加明确后，各大行迅速跟进。11月23日、24日两天六大国有银行纷纷出手，与17家房企建立战略合作，意向性授信额度超过1.2万亿元。随着“金融十六条”以及其他各项政策的逐步落实，头部地产企业的外源融资端将改善，但外缘性融资只是加杠杆的结果，未来想要企业稳健长远发展还是得看内源性融资——销售端的改善。不过短期内，由地产利好带来的乐观情绪有望一定程度延续。

图 1.2.1：四季度以来地产政策变化

日期	事件
9月29日	央行和银保监会决定阶段性调整差别化住房信贷政策
9月30日	财政部、税务总局公告，明年年底前居民换购住房可享个税退税优惠；央行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点
11月8日	2500亿元“第二支箭”支持房地产民营企业发债融资
11月13日	“金融十六条”
11月14日	银保监会“保函置换通知”
11月21日	2000亿元“保交楼”贷款支持计划，免息

资料来源：新闻整理 南华研究

图 1.2.4：30大中城市商品房销售面积（7DMA）



资料来源：Wind 南华研究

1.3. 降准兑现

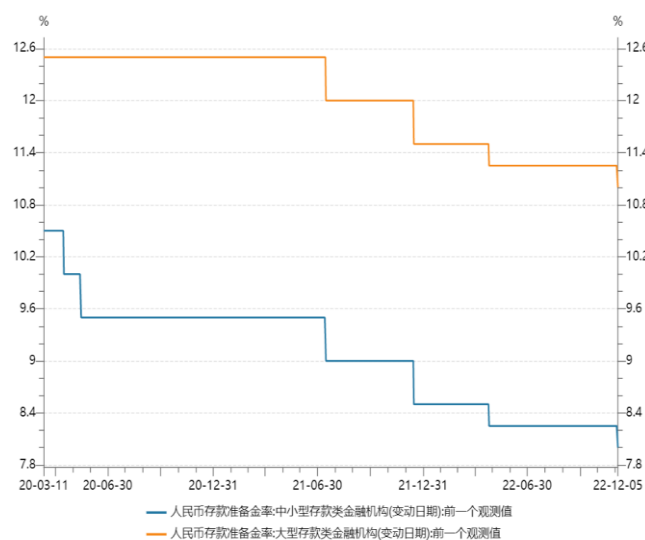
周五，年内第二次降准兑现，如我们在《四季度展望》中期待的那样。从央行答记者问来看，与4月的降准对比，此次降准首要目的在于保持流动性合理充裕，之后才是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，降低金融机构资金成本，从而促进降低实体经济综合融资成本。与11月初的“债市踩踏”事件相对应。

虽然此次降准释放约5000亿资金，但相信会对冲部分12月（或明年1月）的MLF到期续作量，也就是说未来的MLF到期时，央行很大概率会缩量续作。

而伴随着降准的兑现，LPR端降息预期开始发酵。从当前地产端的支持力度来看，12月的LPR下调还是存在一定可能。

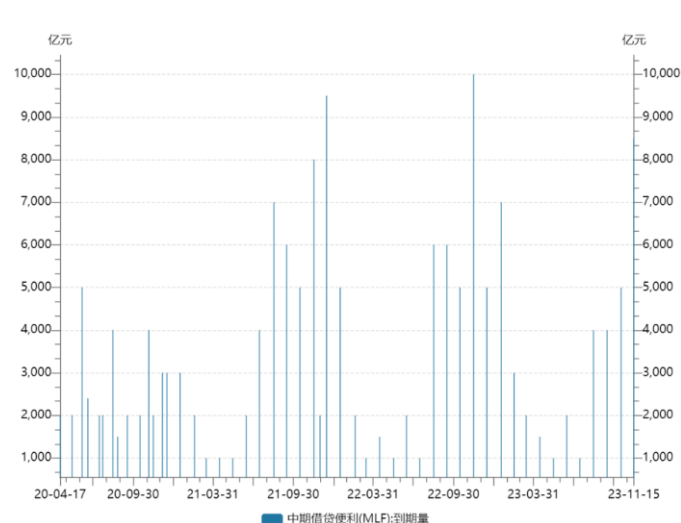
如我们在上周所说，虽然三季度货币政策执行报告提示通胀风险，但当前仍未到政策可以紧缩的时候，预期未来货币政策仍将是中性偏宽松状态。

图 1.3.1：年内第二次降准兑现



数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.2：MLF 到期量分布



数据来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点