



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

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com



供给约束转向需求不足，政策基调转向稳增长

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 2021年12月8日-10日召开中央经济工作会议，政策基调稳字当头，重现“逆周期”提法。强调“必须看到压力、正视困难”，会议全篇出现25个“稳”字，政策基调转向稳增长，“逆周期”提法重现。财政支出加大、节奏前置，货币政策稳中偏松进一步强化，“房住不炒”大原则没有改变，支持合理的住房需求、因城施策促进。2) 适时降准落地。经济下行压力加大，跨周期调节目标下降准存在一定必要性，而房地产风险或是触发剂。置换式降准对冲在降低商业银行负债端成本的同时，也对资金净投放数量进行控制，补缺式降准的信号意义大于实际意义，货币政策“稳中偏松”基调不变，OMO、MLF降息概率提升，但为时尚早，仍有待经济下行压力进一步加大的触发剂。3) 实体融资需求仍然偏弱，信用稳而未宽。“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用企稳初步见效，政府债和企业债发行是主要贡献。但表内信贷结构依然不佳，票据冲量+企业中长贷乏力仍构成信贷结构短期化特征，实体融资需求偏弱，信用仍然稳而未宽。“房住不炒”定调不变，叠加地方政府隐性债务严监管，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点。

从经济高频观察来看：1) 变异毒株冲击担忧有所缓和，从全球疫情周期来看，下一个疫情高峰或将出现在12月下旬；2) 国内需求端，地产高频成交仍然偏弱，“政策底”到“市场底”仍需时间；3) 12月工业品环比跌幅收窄，变异毒株担忧缓解下油价企稳；4) 价格端，猪肉价格涨幅回落，内需不足仍压制全面通胀风险；5) 月初央行持续净回笼效应累加，资金面先紧后松，预计降准正式落地后资金面供求将回归平衡，流动性延续平稳格局。

资产价格方面，三季度以来经济下行压力加大，市场对稳增长和宽货币已存在一定预期定价。债市此前反复博弈降准，落地后影响或反而相对有限，补缺式降准对狭义流动性影响有限，只要政策利率不调整，利率下行空间就仍被限制，反而需要关注政策宽松后“宽信用”预期带来的扰动，长端利率向下2.8%仍是阻力位，需要更强的触发因素。不过经济内生动能走弱、总需求下行压力加大的宏观环境下，债市基本面仍有利，长端利率向上仍难明显超过3%，对短期调整并不悲观，维持债市调整就是机会的判断，收益率曲线牛平概率加大。股市方面，关注政策宽松后“宽信用”的效果，稳增长权重增加叠加宽信用倾向增强，提振市场风险偏好，宏观流动性环境不弱，股票市场高增速的成长板块或更受益于流动性与风险偏好的提升，岁末年初之际的“春季躁动”行情或将前置。但经济下行压力弱化业绩预期、信用易稳难宽，股市短期仍以结构性机会为主，更好的表现需要看到信用环境进一步实质性的改善。

风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、总需求不足成为经济主要矛盾，政策基调转向稳增长

1. 政策基调稳字当头，重现“逆周期”提法

2021年12月8日-10日召开中央经济工作会议。“稳增长”定调更加明确，会议指出“必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，“必须看到压力、正视困难”，政策基调转向稳增长，会议全篇出现25个“稳”字，“逆周期”提法重现。财政支出加大、节奏前置，“要保证财政支出强度，加快支出进度”，货币政策稳中偏松进一步强化，延续“灵活适度、合理充裕”表述，未提及稳定杠杆率和防风险。“房住不炒”大原则没有改变，“支持合理的住房需求、因城施策促进”，房地产有望继续边际调整，但中长期目标不变下市场底仍需等待。

上周适时降准快速落地，经济下行压力推升政策稳增长预期，跨周期调节目标下降准存在一定必要性，房地产风险或是触发剂。当前宏观经济从“类滞胀”向“类衰退”转向，保供稳价政策发力下供给约束有所缓解，但需求不足逐渐成为经济的主要矛盾，稳增长政策亟待出台，跨周期调节目标下降准存在一定必要性。近日恒大事件的发酵也对降准形成一定触发因素，避免房地产行业风险进一步向金融体系传导，且11月随着上游工业品价格大幅回落，PPI逐渐进入下行周期，通胀掣肘也有所减轻。同时，12月近万亿MLF到期下中长期流动性缺口压力较大，置换式降准对冲在降低商业银行负债端成本的同时也对资金净投放数量进行控制，补缺式降准的信号意义大于实际意义，货币政策“稳中偏松”基调不变。

经济内生动力下行压力下，OMO、MLF降息概率提升，但为时尚早，仍有待经济下行压力进一步加大的触发剂。当前房地产下行压力尚未逆转，经济下行压力仍在加大，需求不足逐渐成为经济主要矛盾，且存单利率持续明显低于MLF利率，政策工具效力面临挑战，降息概率提升。但内部通胀压力及外部美联储QE缩减依然是货币政策制约，价格型货币政策工具宽松信号过强，仍有待经济下行压力进一步加大的触发剂。

2. 实体融资需求仍然偏弱，信用稳而未宽

11月社融新增规模26100亿元，同比多增近5000亿，社融增速企稳小幅回升至10.1%，“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用企稳初步见效，政府债和企业债发行是主要贡献。不过，表内贷款同比少增1605亿，社融信贷均低于市场预期，信贷结构依然不佳，票据冲量+企业中长贷乏力仍构成信贷结构短期化特征，实体融资需求偏弱，信用仍然稳而未宽。

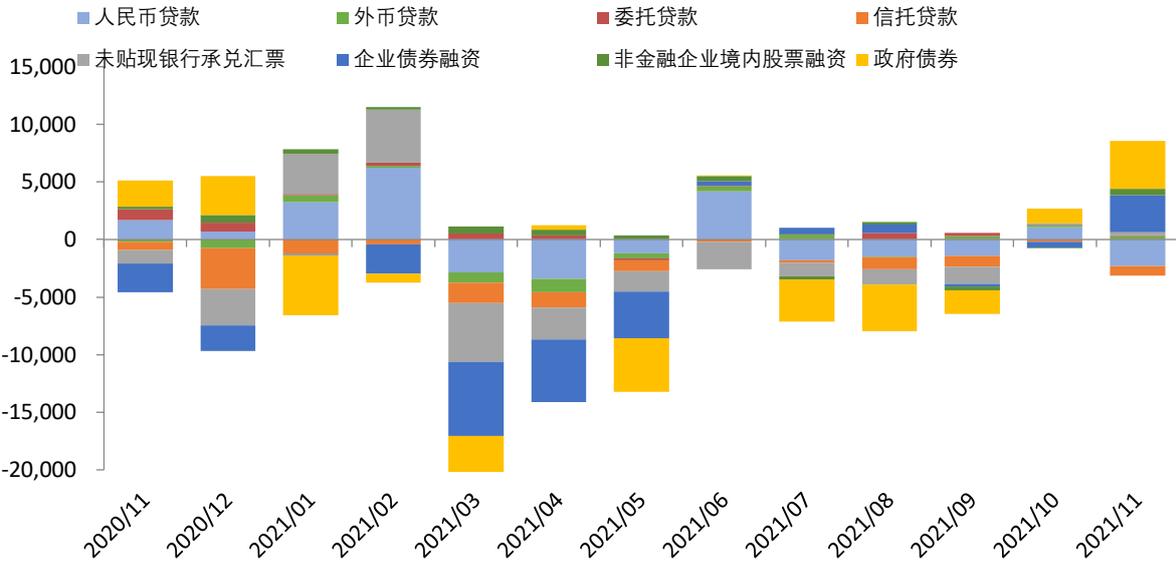
9月以来房地产融资政策的边际放松主要体现“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标，“房住不炒”定调不变，叠加地方政府隐形债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，且当前核心问题在于房地产预期走弱、需求下降叠加去化放缓，银行风险偏好仍低，实体融资需求尚处走弱阶段，社融低位企稳后反弹空间有限。

图1：金融数据一览（亿元，%）

	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02
当月新增社融	26100	15899	29018	29558	10566	36901	19500	18521	33416	17129
新增人民币贷款	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000	14700	27300	13600
社融存量同比(%)	10	10	10	10	11	11	11	12	12	13
(当月同比变化)										
社会融资规模	4757	1726	-5754	-6265	-6374	2559	-12407	-12420	-18206	8575
新增人民币贷款	-2309	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208	-3399	-2879	6211
居民短贷	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575	-1915	98	1813
居民中长贷	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236	529	1501	3742
企业短贷	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855	-2085	-5004	-4052
企业中长贷	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223	1058	3657	6843
票据融资	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48	-1199	-3600	-2489
委托贷款	66	1	295	592	1	10	-135	366	546	256
信托贷款	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958	-1351	-1770	-396
未贴现票据	243	203	-1488	-1314	-1186	-2411	-1762	-2729	-5114	4601
企业债券融资	3242	-492	-218	708	576	428	-4070	-5440	-6417	-2554
政府债券	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661	382	-3213	-807

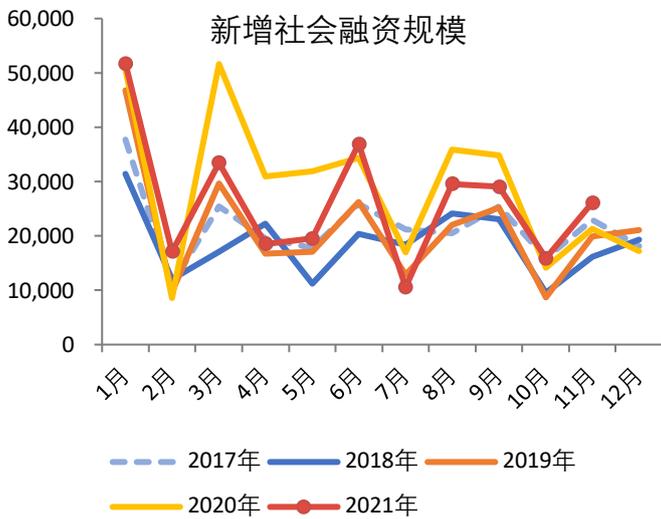
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：当月同比增量贡献（亿元）



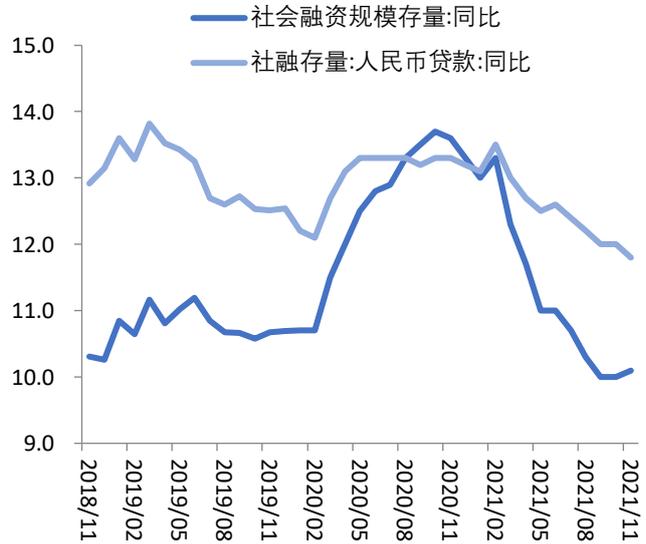
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：当月新增社融（亿元）



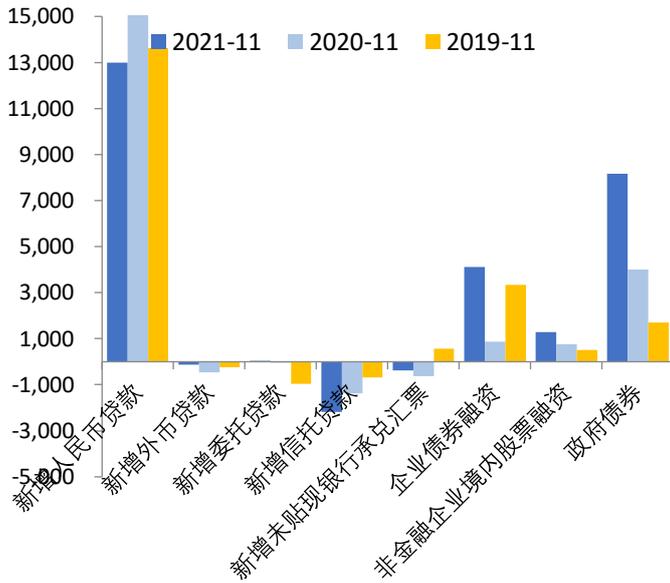
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融存量增速低位小幅反弹（%）



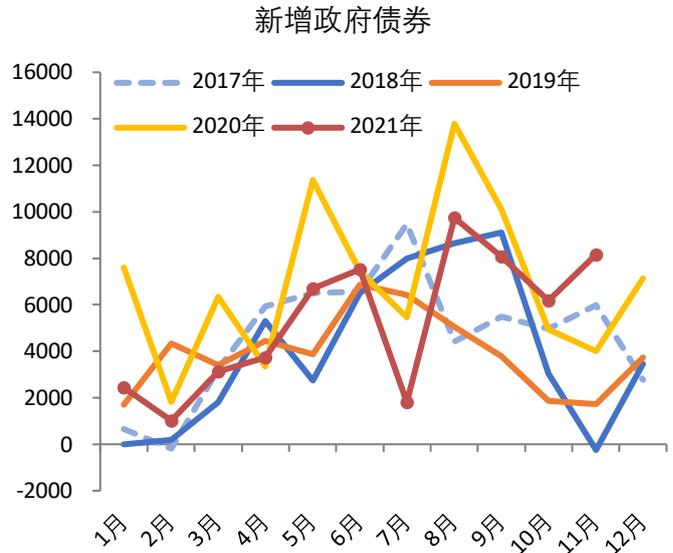
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: 社融分项 (亿元)



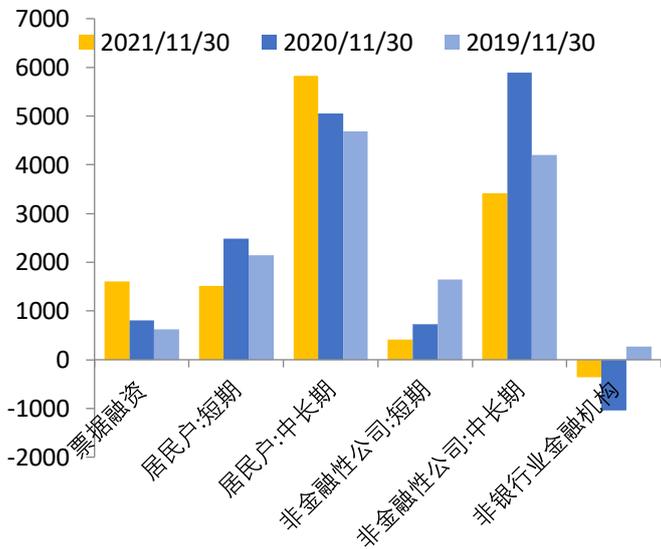
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 政府债发行同比多增是主要贡献 (亿元)



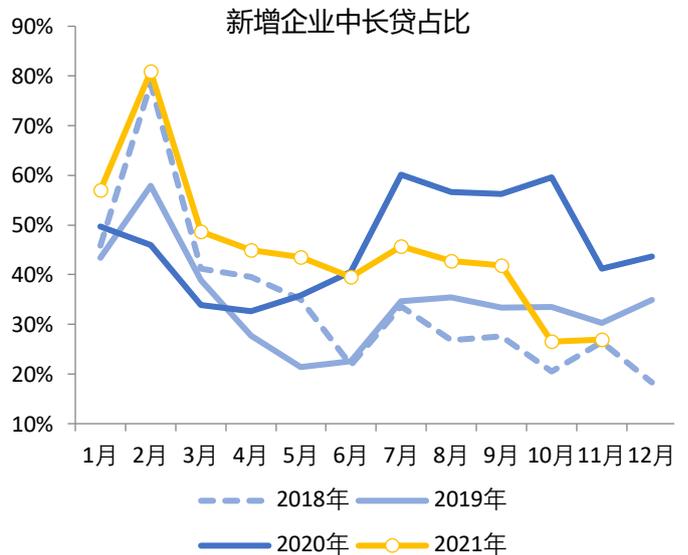
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 实体融资需求依然偏弱 (亿元)



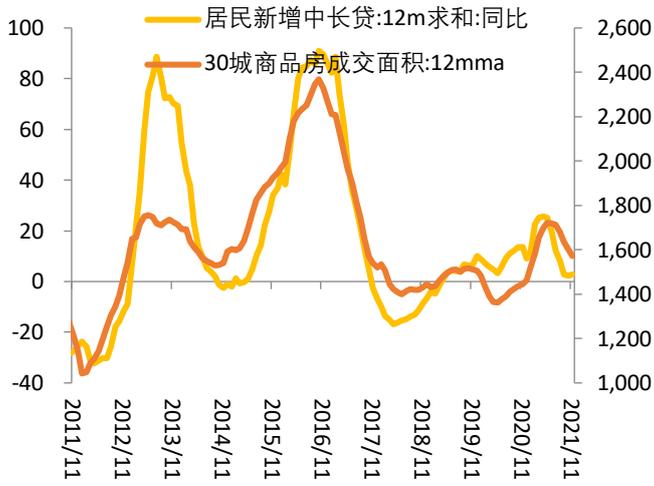
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 融资结构偏向短期化 (亿元)



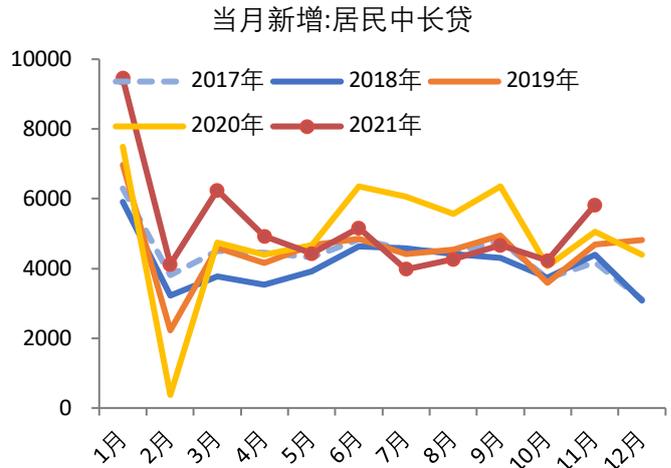
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：积压贷款释放提振居民中长贷（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

3. PPI 迎来拐点，CPI 回升但内部分化

11月CPI同比2.3%，市场预期2.5%，前值1.5%；环比0.4%。11月PPI同比12.9%，市场预期12%，前值13.5%；环比0%。11月PPI涨幅回落，保供稳价政策发力下供给约束有所缓解，随着上游工业品价格大幅回落，PPI逐渐进入下行周期。CPI回升而核心CPI回落，食品和油价是推动CPI上行的主要分项，两者均显著高于季节性表现，但核心CPI回落，需求不足制约成本向消费端传导。

图 11：CPI 和 PPI 分化继续加剧（%）

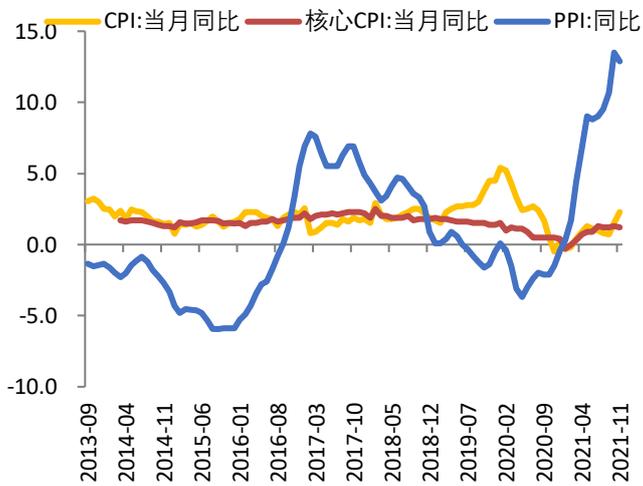
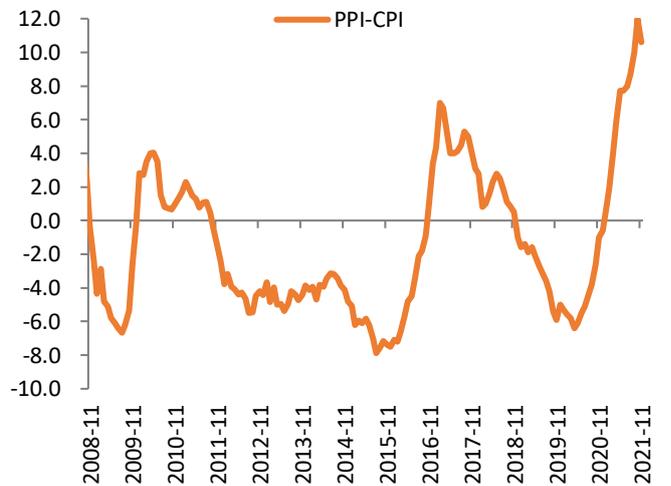


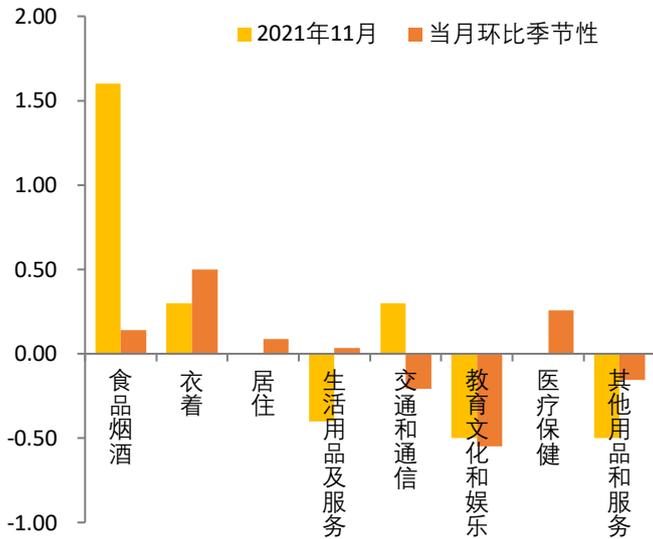
图 12：PPI-CPI 剪刀差再创新高（%）



资料来源: Wind, 优财研究院

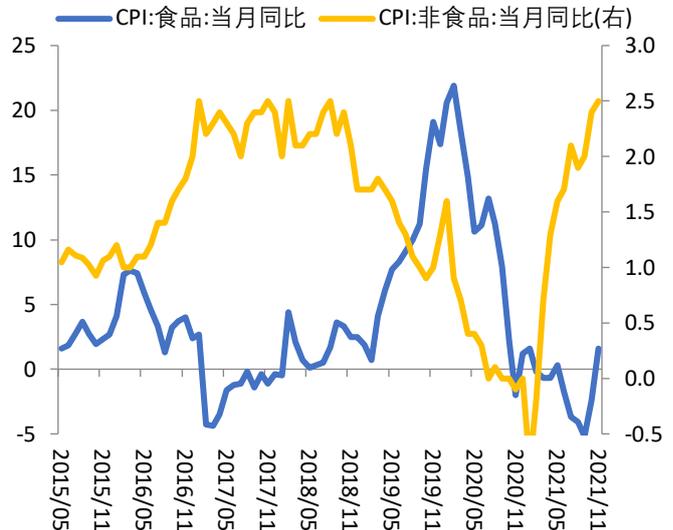
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: CPI 8 大分项环比季节性 (%)



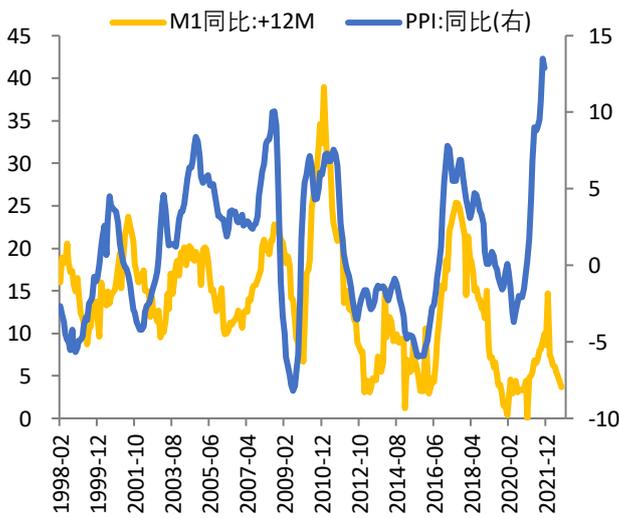
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



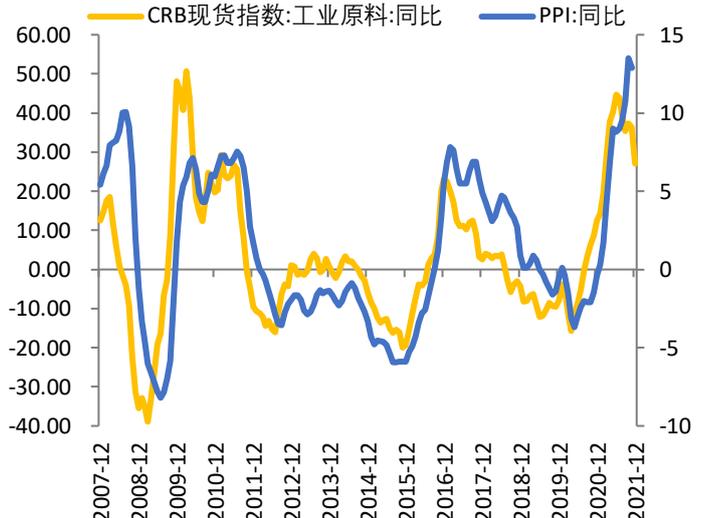
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: M1 与 PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 工业品价格已拐头 (%)

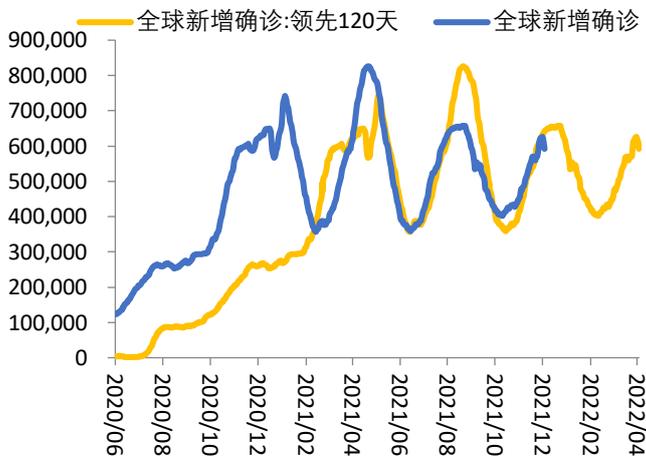


资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

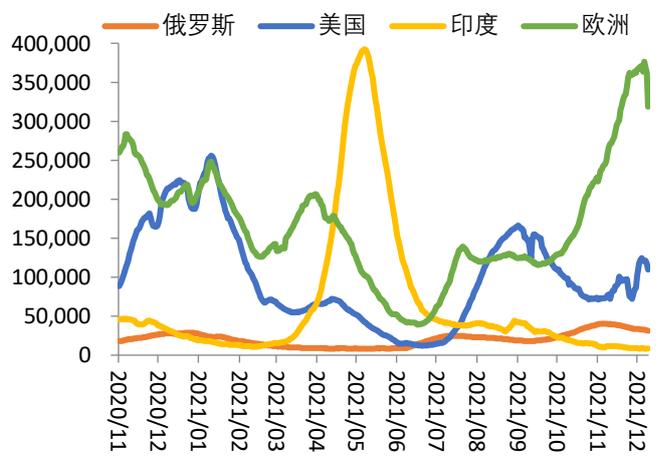
全球新增病例仍在回升，但变异病毒相对温和，致死率不高，叠加全球疫苗接种进度的持续走高，疫情影响或趋于收敛。疫情的持续扰动压制美国实际收益率维持低位，上周美欧经济意外指数收敛下美元指数高位小幅回落。根据疫情周期领先120天预测，下一个疫情高峰或将出现在12月下旬。

图 17：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



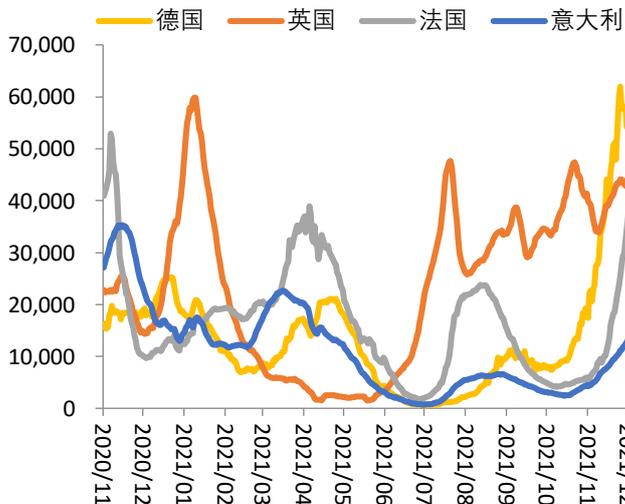
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



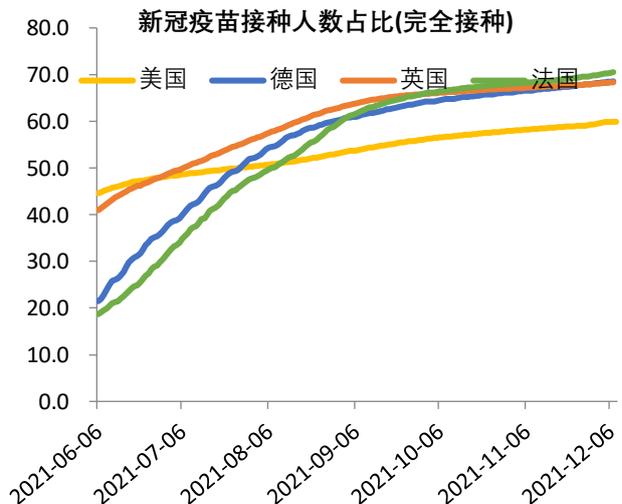
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



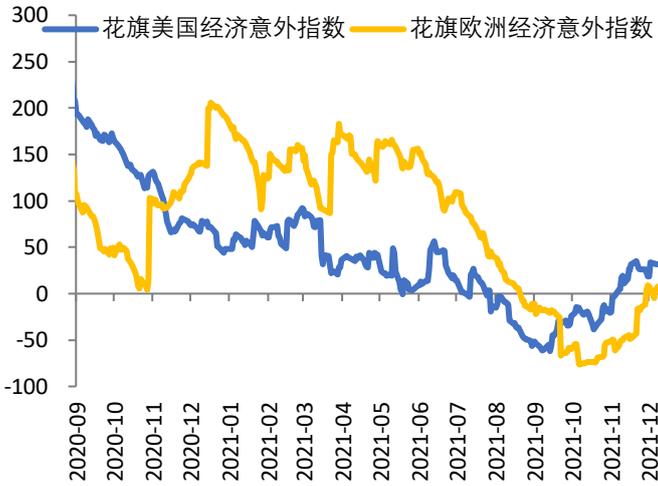
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21: 美欧洲经济意外指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 美欧差值 VS 美元指数



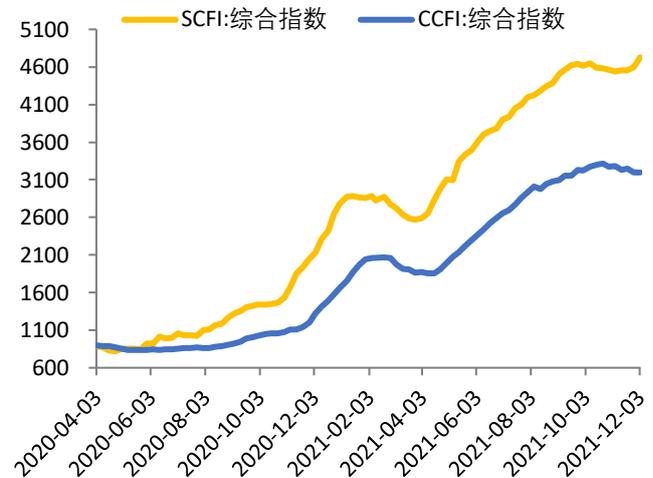
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

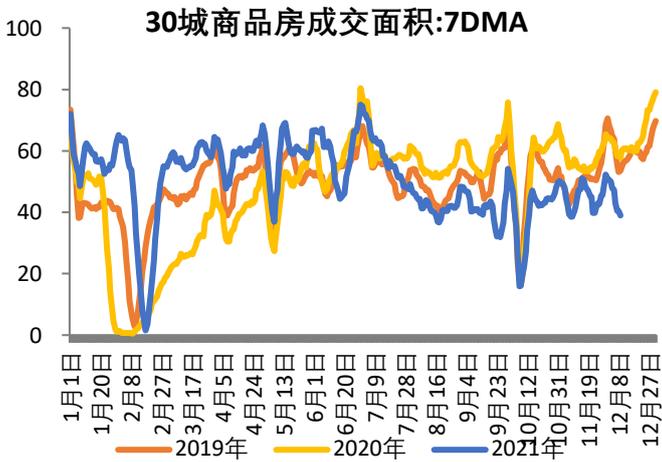
1. 需求: 地产高频成交仍然偏弱, “政策底”到“市场底”仍需时间

地产政策纠偏, 地产信贷边际放松, 但高频成交改善仍然偏慢, 同比增速较前两月低位小幅改善, 但降幅依然显著, 11月同比-20%, 12月初至今同比降幅仍有明

显扩大，尤其三线城市降幅较大，土地成交也维持偏弱格局，信贷放松对于需求提振的进一步效果仍有待观察。

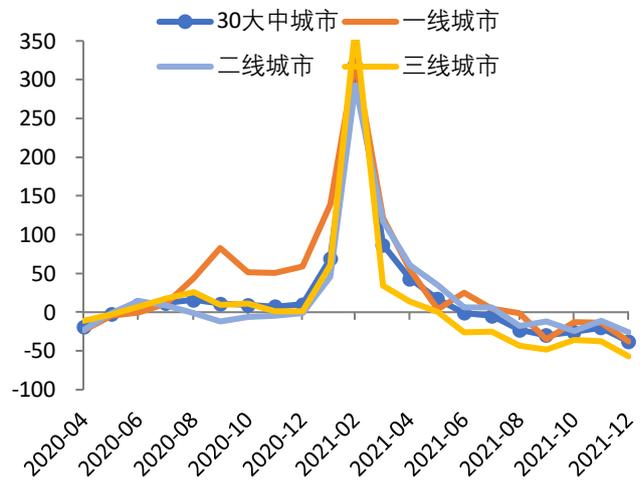
近期地产端“政策底”已现，信用风险升温下严监管的适度纠偏，银行对房企和居民端的信贷出现一定积极变化，地产融资端也有所恢复。但房地产去金融化仍是长期政策目标，且当前销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱、房企补库存意愿和能力都不足，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间，预计政策边际放松也将由小及大推出，地产下行压力和政策调控仍处在动态博弈过程中。

图 25：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：30 城商品房成交面积同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 27：百城土地成交面积（万平方米）

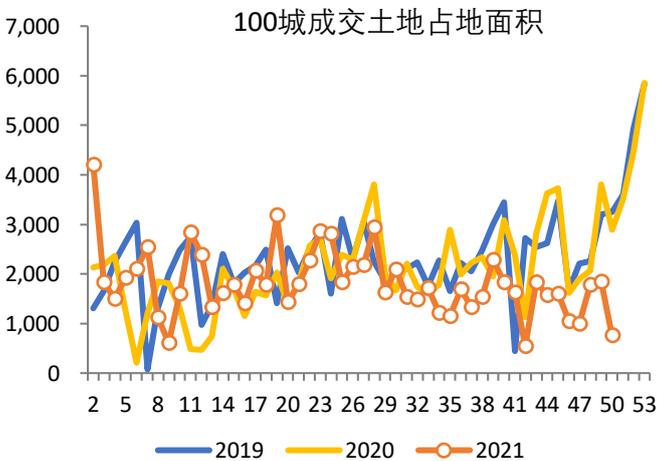
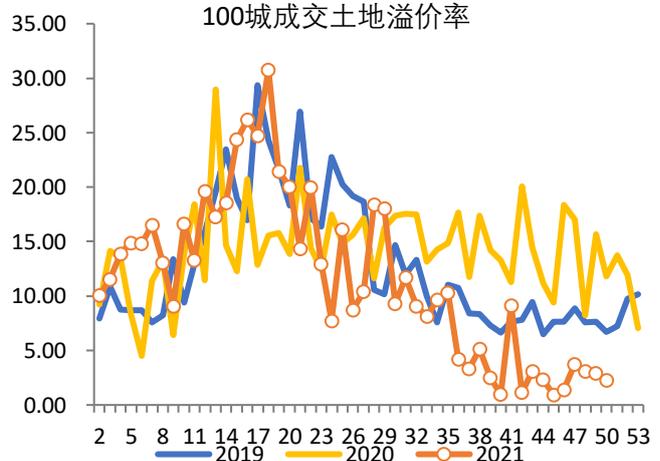


图 28：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

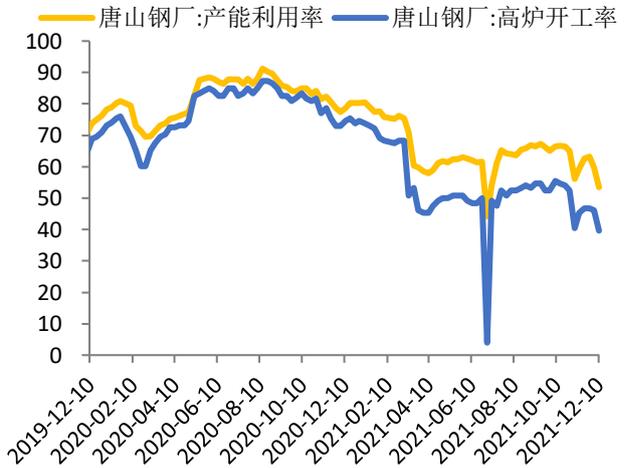
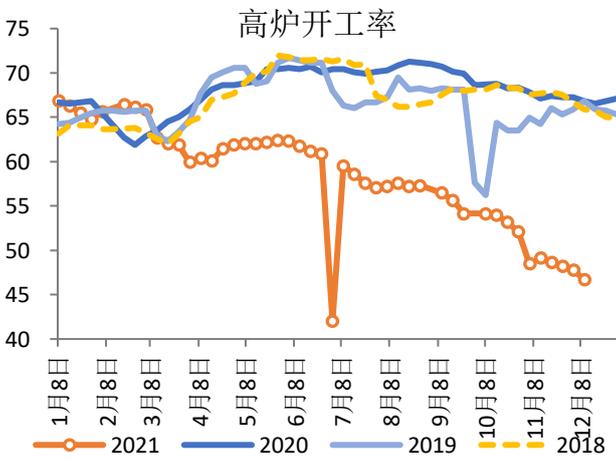
2. 生产：12月工业品环比跌幅收窄，变异毒株担忧缓解下油价企稳

上周全国钢厂高炉开工率仍在小幅下滑，续创年内次低，电厂日耗继续上升，但多数行业开工率仍然偏弱，汽车轮胎开工率和江浙地区织机开工率均有所下降。

保供政策下生产约束逐渐改善，上游工业品价格回落下PPI开始进入下行周期，市场对于地产政策放松的预期下上周钢价企稳，铁矿石价格小幅回升，其他上游工业品价格多数持稳，动力煤价格偏弱，水泥价格延续跌势。市场对变异毒株担忧缓解下近期油价企稳，12月以来，主要工业品价格环比仍保持下跌态势，但跌幅有明显收窄，同比涨幅继续收窄，玻璃环比则转为小幅上涨。

图 29：高炉开工率（%）

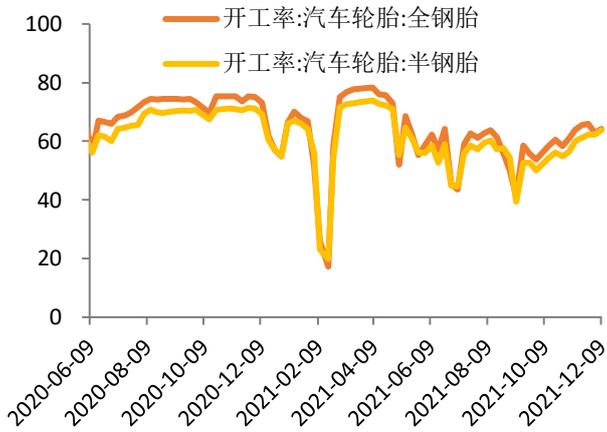
图 30：唐山钢厂高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

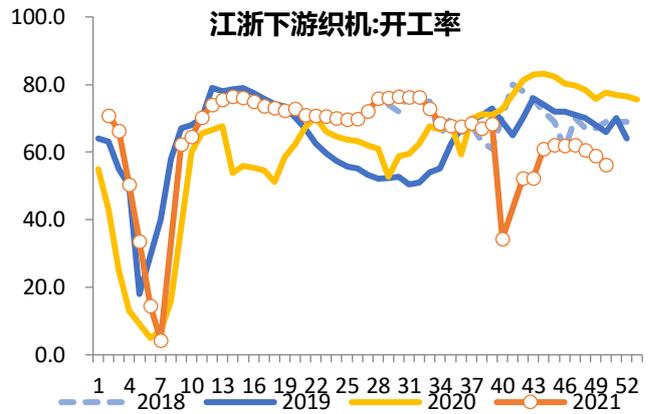
资料来源：Wind，优财研究院

图 31: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 江浙下游织机:开工率 (%)



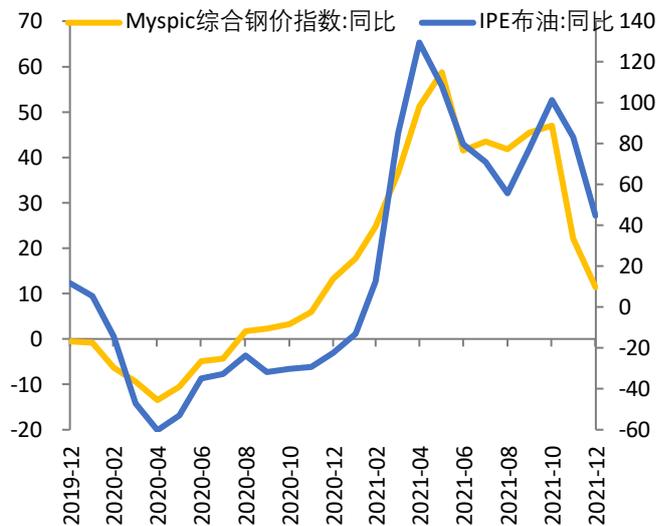
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 大宗商品价格指数



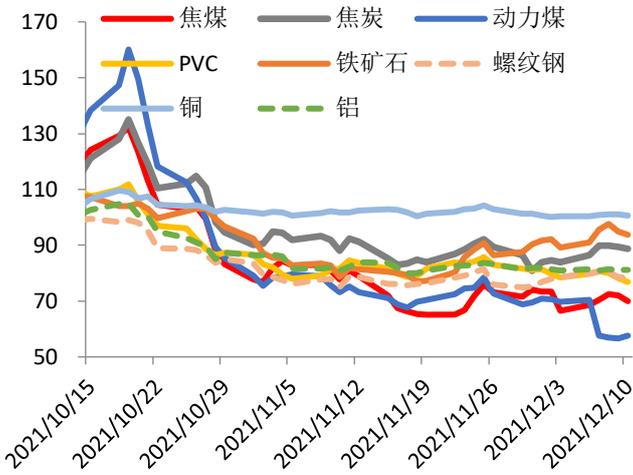
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 钢价指数&布油同比 (%)



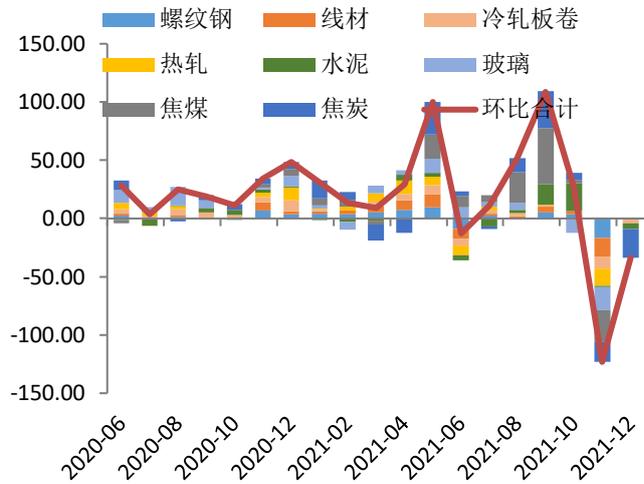
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 上游高耗能产品价格快速回落 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 工业品价格月度环比 (%)

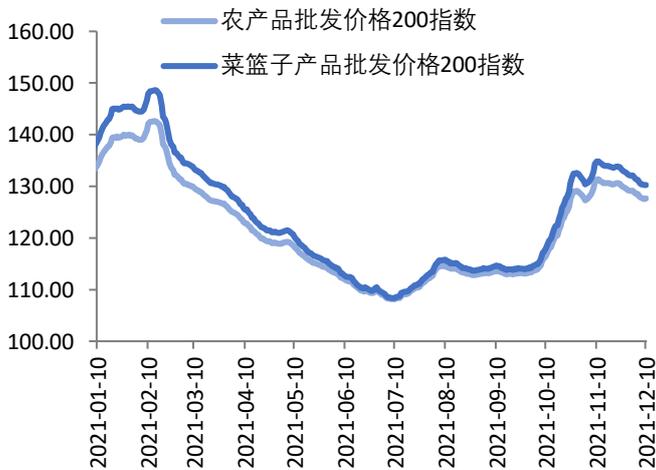


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀: 猪肉价格涨幅回落

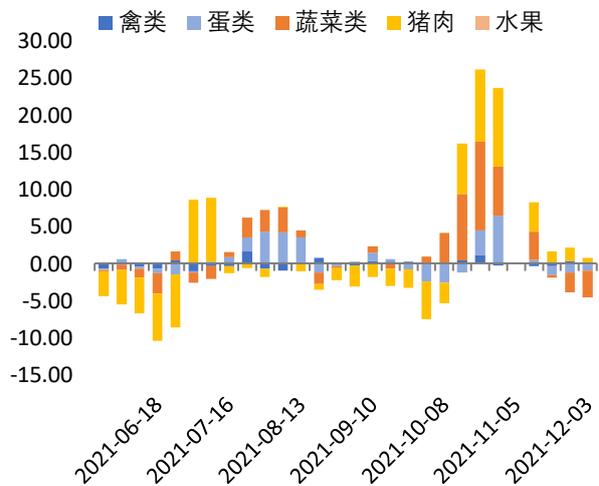
本周农产品价格指数继续小幅回落, 猪肉价格涨幅回落, 天气好转叠加应季蔬菜大量上市, 菜价延续回落。短期疫情叠加冷冬因素对食品价格仍有一定支撑, 但猪肉产能过剩的局面仍未改变, 内需不足仍压制全面通胀风险, 2022 年 CPI 有望温和回升, 但核心 CPI 恢复仍然缓慢。

图 37: 农产品批发价格 200 指数



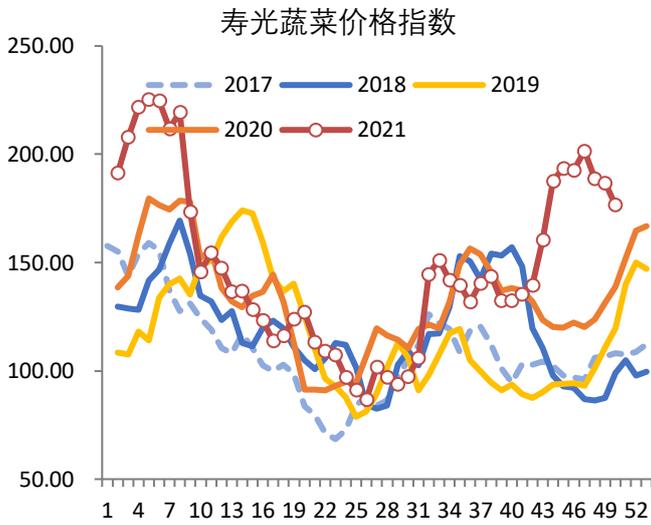
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



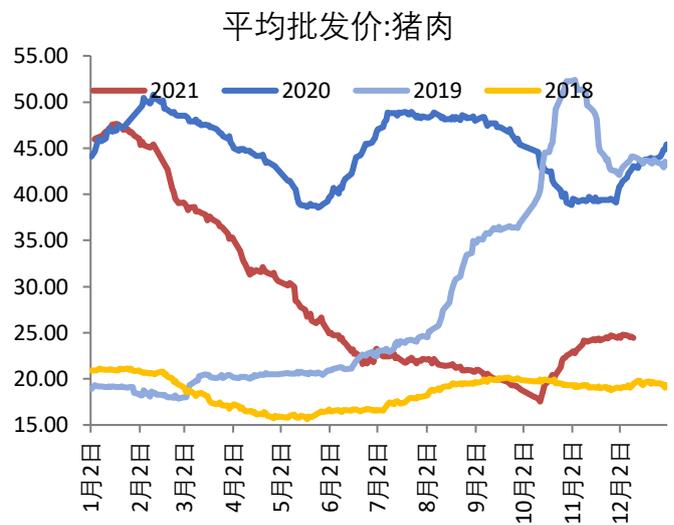
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面: 月初央行持续净回笼效应累加, 资金面先紧后松

月初以来央行公开市场维持 100 亿逆回购操作, 持续净回笼效应累加, 叠加降准催生杠杆交易, 资金面扰动明显, 周中资金面有所收敛, 呈现紧平衡态势, 而月中降准正式实施在即, 市场流动性预期乐观, 周五机构资金融出改善下资金面明显转宽。预计降准正式落地后资金面供求将回归平衡, 流动性延续平稳格局。

图 41: 央行逆回购加量投放 (亿元)

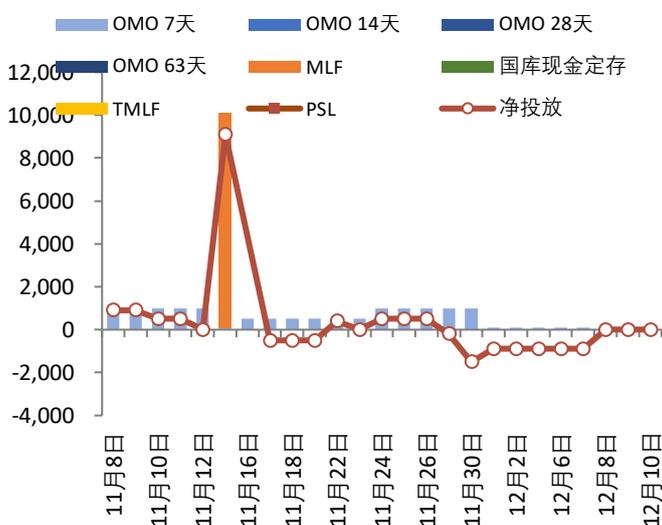
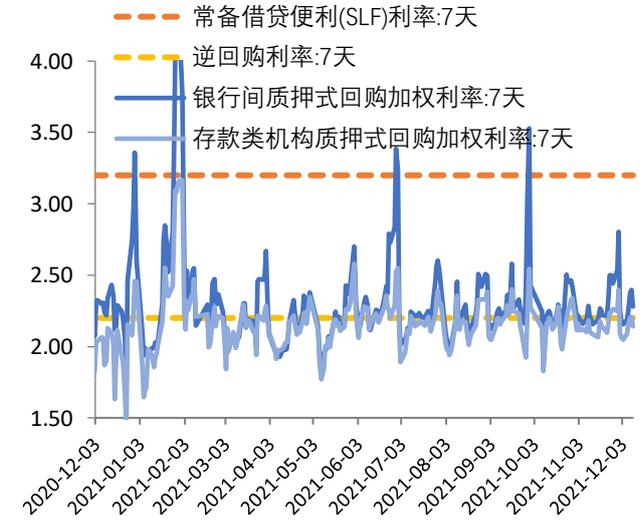


图 42: 资金利率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

四、 风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>