



2022 年 1 月 16 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

姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com



宽信用进程仍然偏慢，稳增长仍是宏观主要逻辑

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 宽信用进程仍然偏慢，社融总量改善但结构不佳，政府端仍是加杠杆主力。12 月社融增速继续小幅回升至 10.3%，但剔除政府债后增速并未抬头，预计在“基数回落+财政前置+政策结构性宽信用”下信用逐渐企稳并底部回升，一月信贷“开门红”可期。但实体融资需求依然偏弱，房地产“政策底”到“市场底”仍有距离，企业融资结构继续呈现短期化特征，融资主体缺失下信用短期企稳但难以明显回升。总需求不足下政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币财政更偏积极，财政更偏前置发力，金融政策边际仍有调整空间，降准降息的总量工具运用概率较此前提升，上半年货币政策仍处于政策放松窗口期。2) 12 月 CPI、PPI 同步回落并低于市场预期，核心 CPI 低位徘徊，PPI-CPI 剪刀差继续收敛。随着供给端约束缓解，供给端矛盾向总需求不足切换，房地产和出口两阶段放缓压力下需求端仍在回落，叠加全球流动性退潮，PPI 前三季度处在下行通道。而 CPI 预计短期或仍将在 2% 以下低位徘徊，冬季疫情反弹制约服务价格修复，需求不足约束上游价格向下游价格传导效率。预计二季度往后随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏下，CPI 有望温和抬升，2022 年 PPI-CPI 剪刀差逐步收敛下盈利分配有望逐步从上游向下游传导。

从经济高频观察来看：1) 全球新增确诊病例仍在快速攀升，但市场担忧情绪缓和，油价重回缓慢上行通道，近期美联储加息和缩表节奏成为市场的主要关注重心；2) 国内需求端，商品房销售仍未见好转，“政策底”到“市场底”仍有距离；3) 电厂日耗逐步进入春节低耗模式，工业品价格 1 月环比转为小幅回升；4) 价格端，冬季疫情反复抑制食品和餐饮消费，猪价下行或催动行业产能去化提速；5) 月度缴税和春节取现临近，银行间市场资金面逐渐收敛。

当前市场对货币宽松预期较强，关注公开市场逆回购何时加量，同时月中 MLF 续作及利率是否调降是市场关注重点。对于债市来说，“宽信用”进程仍然较慢、实体融资需求偏弱的宏观背景决定债市短期风险不大，一季度货币政策宽松+内生融资需求不足+经济下行压力，债市环境依然向好，货币向宽预期下收益率曲线存在陡峭倾向。但中期来看，年前利率在市场降息预期下快速下行，当前利率下行的空间已有所“预支”，叠加利率债供给前置、美联储加息渐行渐近约束利率下行空间，基本面未超预期回落下 2.8% 以下空间仍然有限，利率的进一步下行空间仍有待货币宽松预期的兑现以及空间打开。而经济下行压力、以及宽信用仍然偏弱，弱化股市业绩预期，叠加市场高低切换、海外美联储加息时点超预期带来的调整压力，股市短期仍偏震荡，仍以结构性机会为主，不过稳增长权重增加叠加宽信用倾向增强，宏观流动性环境不弱，股指下跌压力不大，股市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、社融总量改善但结构不佳，CPI、PPI 回落

1. 社融总量改善但结构不佳，政府端仍是加杠杆主力

12 月社融当月新增 2.37 万亿元，同比多增 7206 亿元，存量同比较上月继续回升 0.2 个百分点至 10.3%，主要受到政府债发行明显放量的提振，12 月政府债融资超万亿水平，剔除政府债的存量增速为 9.3%，连续第四个月持平。预计在“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用逐渐企稳并底部回升，一季度政府债发行大概率前置下对社融形成明显支撑，一月信贷“开门红”可有所期待。

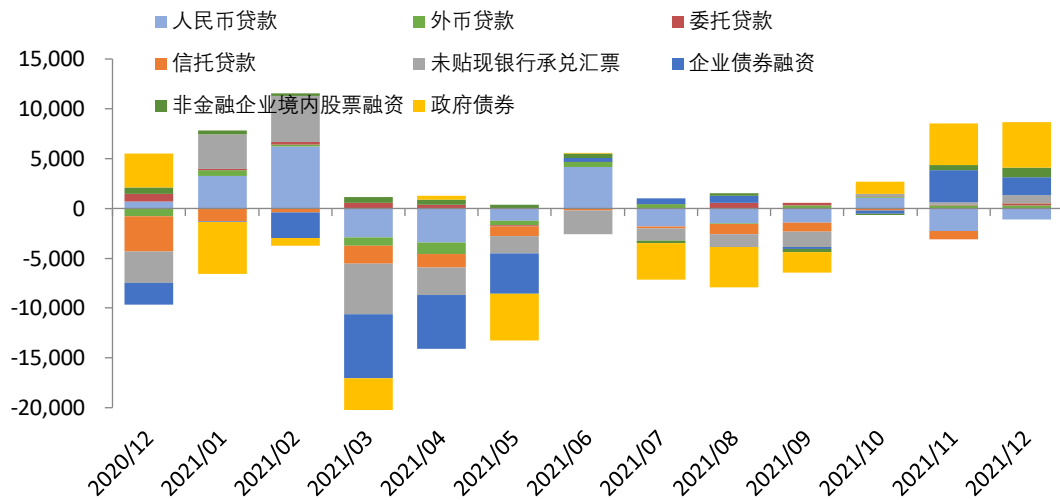
但社融结构仍然不佳，实体融资需求依然偏弱，居民中长贷 12 月同比重回收缩，房地产“政策底”到“市场底”仍有距离，企业融资结构继续呈现短期化特征，银行年底票据融资冲量现象显著，12 月票据一度出现“零利率”，融资主体缺失下信用短期企稳但难以明显回升。在总需求不足下政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币财政更偏积极，财政更偏前置发力，金融政策边际仍有调整空间，降准降息的总量工具运用概率较此前提升，上半年货币政策仍处于政策放松窗口期。

图 1：金融数据一览（亿元，%）

	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03
当月新增社融	23700	26141	16073	29018	29558	10566	36901	19500	18521	33416
新增人民币贷款	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000	14700	27300
社融存量同比 (%)	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0	11.7	12.3
(当月同比变化)										
社会融资规模	6508	4798	1900	-5754	-6265	-6374	2559	-12407	-12420	-18206
新增人民币贷款	-1112	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208	-3399	-2879
居民短贷	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575	-1915	98
居民中长贷	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236	529	1501
企业短贷	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855	-2085	-5004
企业中长贷	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223	1058	3657
票据融资	746	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48	-1199	-3600
委托贷款	143	66	1	295	592	1	10	-135	366	546
信托贷款	40	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958	-1351	-1770
未贴现票据	798	243	203	-1488	-1314	-1186	-2411	-1762	-2729	-5114
企业债券融资	1789	3242	-364	-218	708	576	428	-4070	-5440	-6417
政府债券	4592	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661	382	-3213

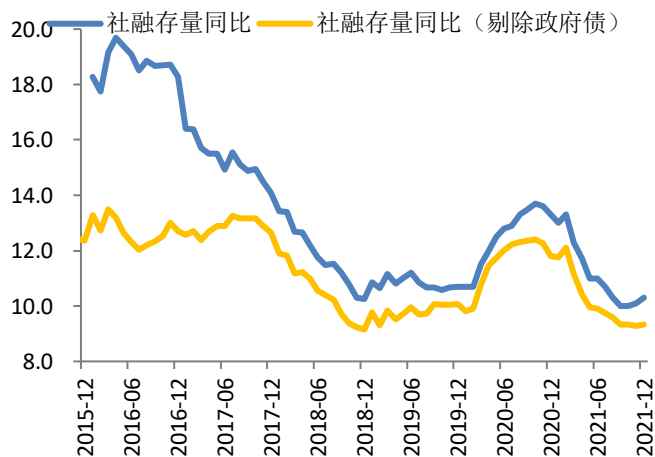
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：当月同比增量贡献（亿元）



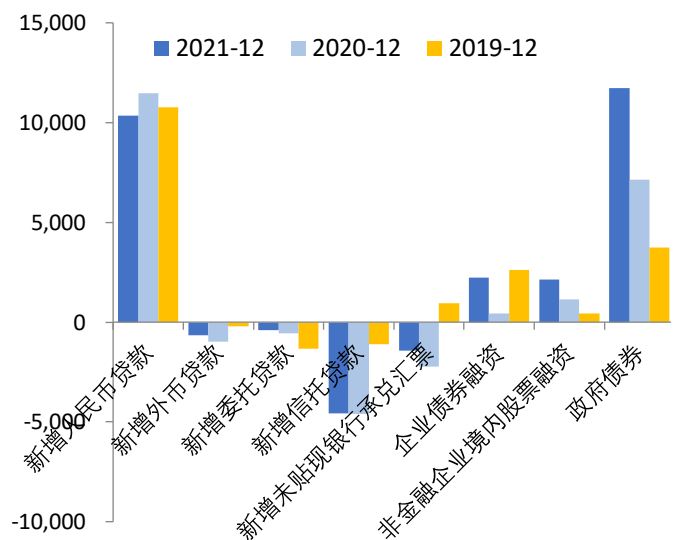
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：社融存量增速低位小幅反弹（%）



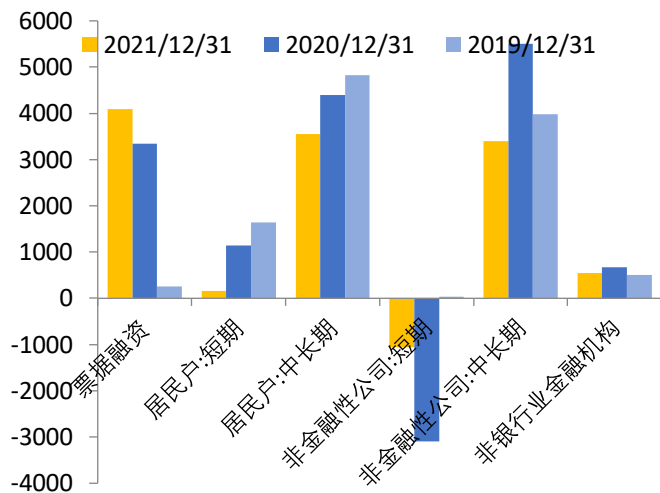
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项（亿元）



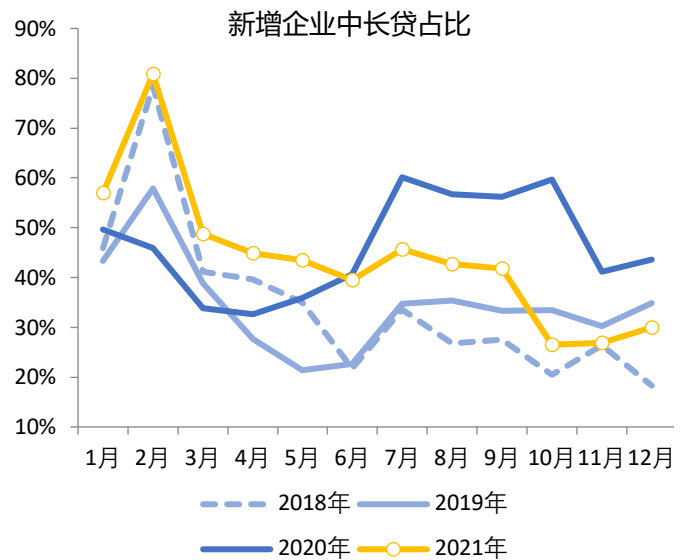
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：实体融资需求依然偏弱（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：融资结构偏向短期化（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

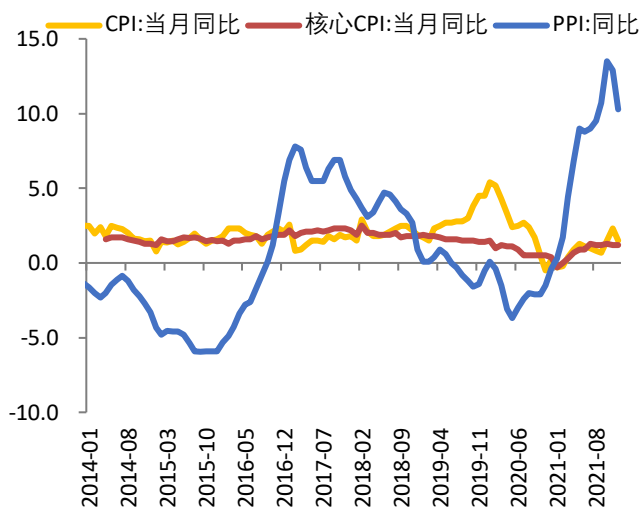
2. CPI 与 PPI 同步回落，需求不足制约价格传导

12 月 CPI、PPI 同步回落并低于市场预期，核心 CPI 低位徘徊，PPI-CPI 剪刀差继续收敛。CPI 主要受到食品和油价两端价格下跌的拖累，供给改善叠加疫情影响双节消费下猪肉价格仍处下行阶段，12 月食品项同比由正转负，同时海外 Omicron 变异病毒引发油价大幅下跌拖累非食品增速。而保供稳价政策发力下，上游高耗能工业品价格持续下行，生产资料增速快速回落，PPI 处在下行通道。当前需求不足的宏观环境下，上游价格向下游价格传导仍然有所不畅，国内冬季疫情的反弹仍约束服务价格的修复，必选和可选消费价格分化。

2022 年价格从分化到收敛，CPI 短期低位徘徊，PPI 进入下行通道。往后看，随着供给端约束缓解，供给端矛盾向总需求不足切换，房地产和出口两阶段放缓压力下需求端仍在回落，叠加全球流动性退潮，基数抬升下 PPI 前三季度处在下行通道，四季度内需回升下有望企稳，全年中枢约 3.5% 左右。而 CPI 预计短期或仍将在

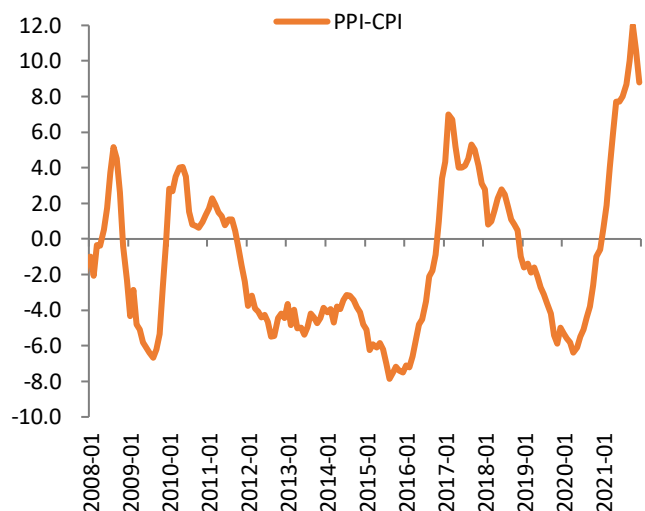
2%以下低位徘徊，冬季疫情反弹制约服务价格修复，需求不足的宏观环境下上游价格向下游价格传导仍然受到一定阻碍，同时生猪仍在去产能周期下猪肉价格仍然偏弱，也压制食品通胀。预计随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏下，全年 CPI 前低后高、温和抬升，全年中枢在 2%左右。2022 年 PPI-CPI 剪刀差逐步收敛下盈利分配有望逐步从上游向下游传导。

图 7: CPI VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: PPI-CPI 剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: CPI 食品和非食品分项增速 (%)

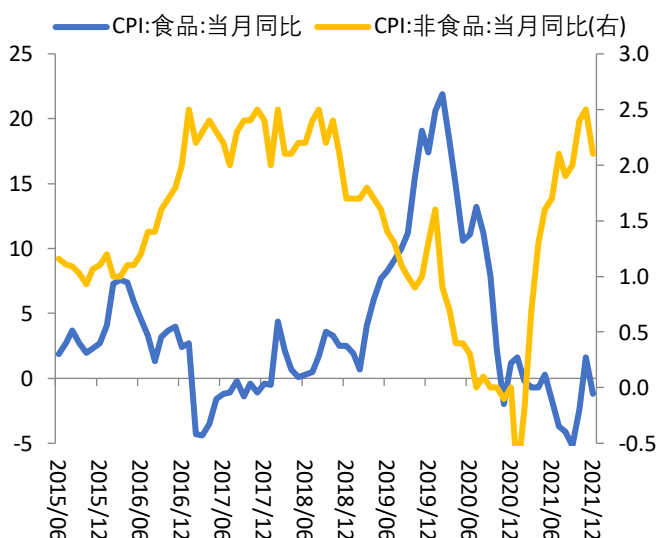
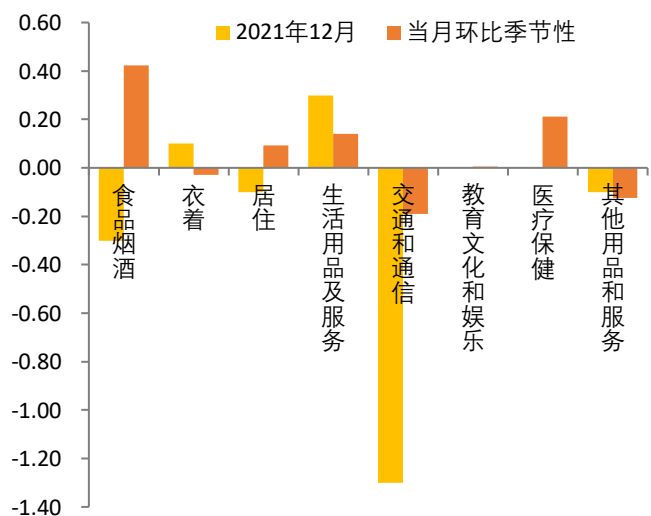


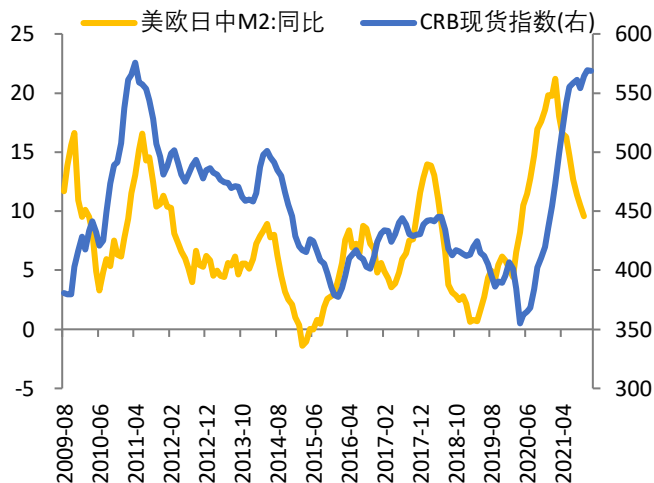
图 10: CPI 环比季节性 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

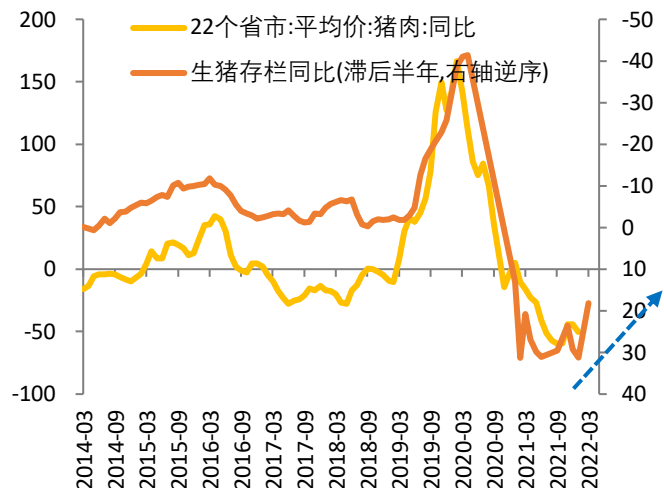
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 商品价格滞后 M2 回落 (%)



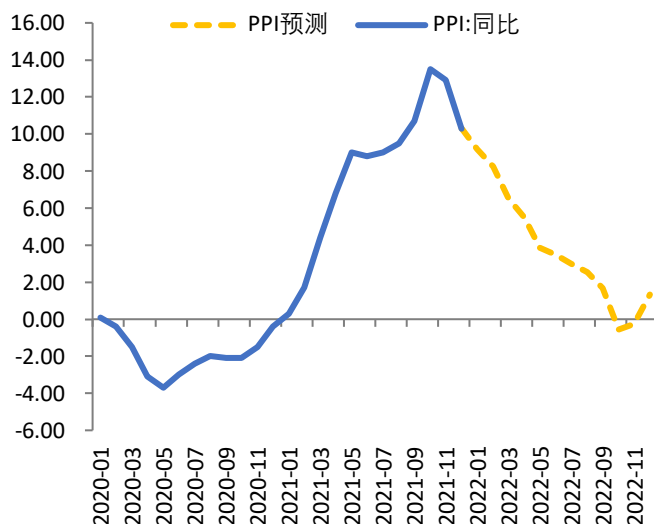
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 猪周期预计年内逐步见底 (%)



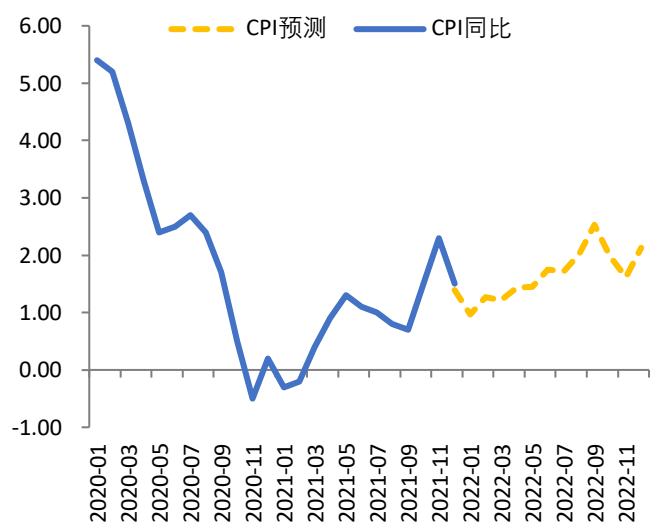
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: PPI 进入下行周期, 四季度有望企稳 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: CPI 年内中枢温和抬升 (%)



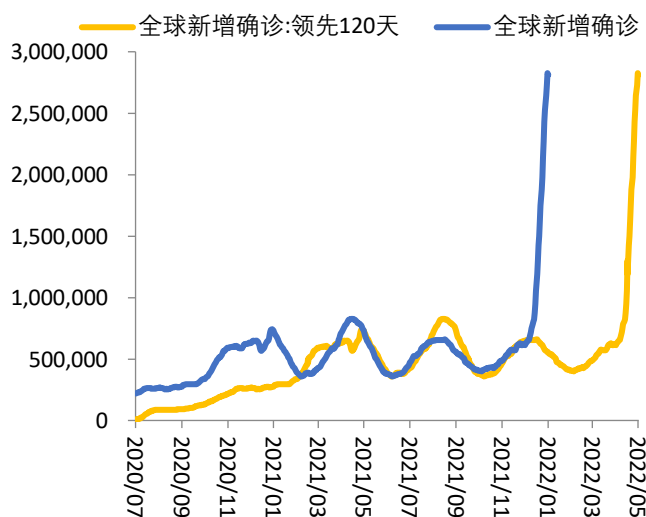
资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

全球新增确诊病例仍在快速攀升，全球日均新增确诊病例超 250 万例，远超以往高峰，美欧新增确诊持续走高，但受 Omicron 变异病毒致死率偏低影响，12 月初以来，市场担忧情绪缓和，油价重回缓慢上行通道。

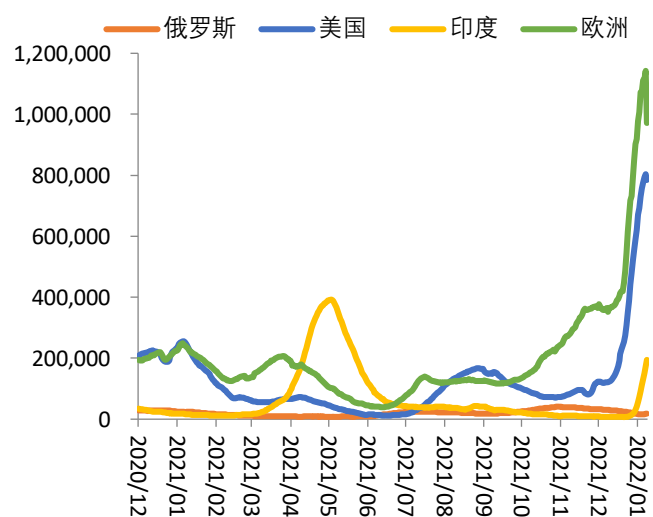
而近期海外美联储加息和缩表节奏成为市场的主要关注重心，美联储会议纪要释放超预期鹰派信号后美债收益率快速上行突破 1.7% 关口。上周公布的美国 12 月 CPI 同比上行至 7%，整体符合市场预期的通胀数据缓和了市场的担忧，数据公布后国债收益率迅速下行，同时收益率隐含的通胀率也有所下行，但创下近 40 年新高的 CPI 数据仍然强化了市场对于联储收紧的预期。往后看，美国高通胀的持续性或为联储收紧节奏的主要影响变量，随着加息后缩表的开始，长端收益率上行空间将被打开，对美股成长板块也或将造成一定冲击。

图 15：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



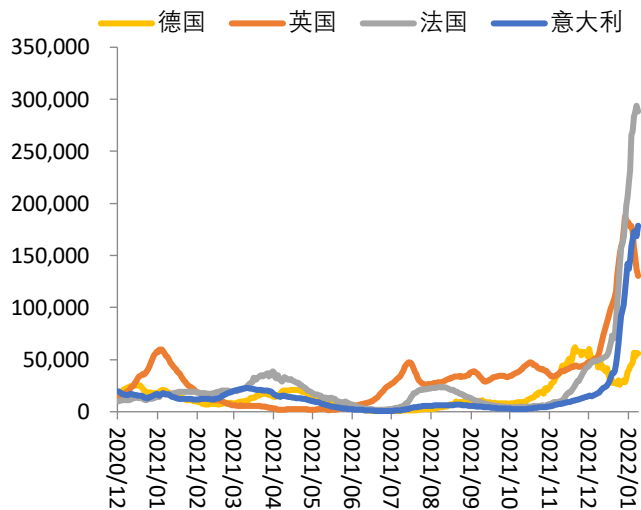
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



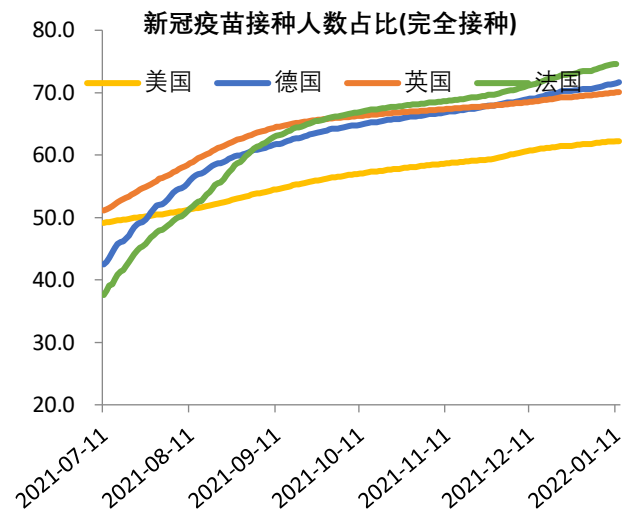
资料来源：Wind，优财研究院

图 17: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



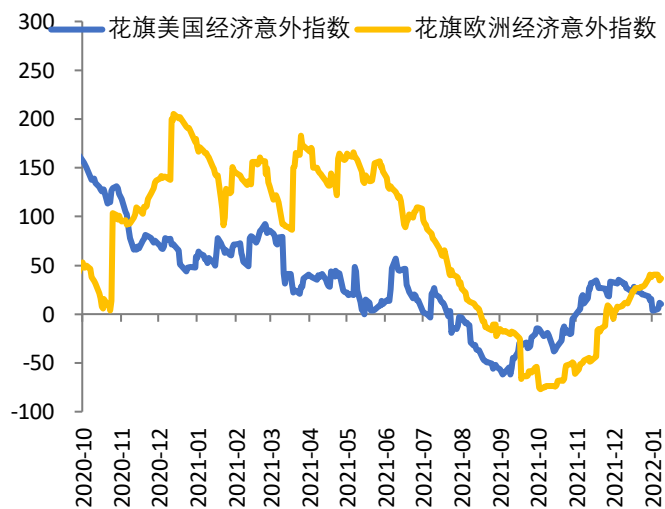
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



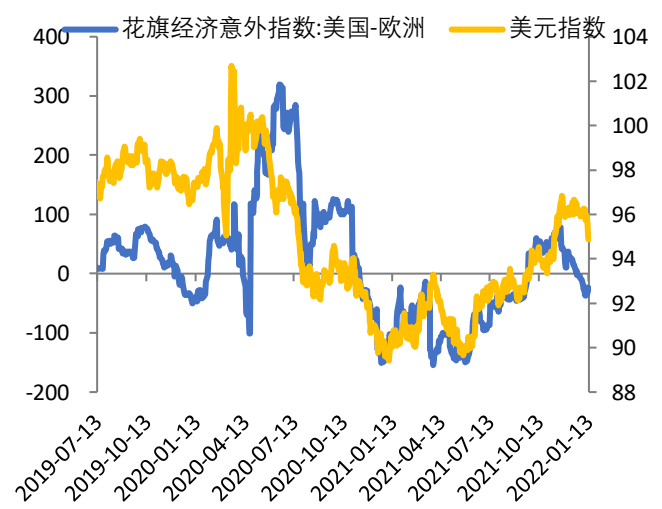
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美欧洲经济意外指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 美欧差值 VS 美元指数



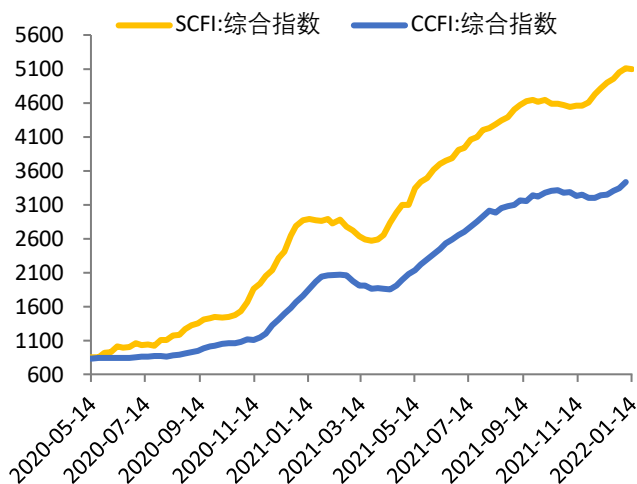
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 22：运价指数



资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求：商品房销售仍未见好转，“政策底”到“市场底”仍有距离

上周 30 城商品房日均销售面积小幅回升，但仍弱于往年同期，商品房销售仍未见好转信号，1 月 1 日至 12 日同比增速录得-29%，降幅较去年 12 月继续扩大，三线城市表现尤其偏弱。

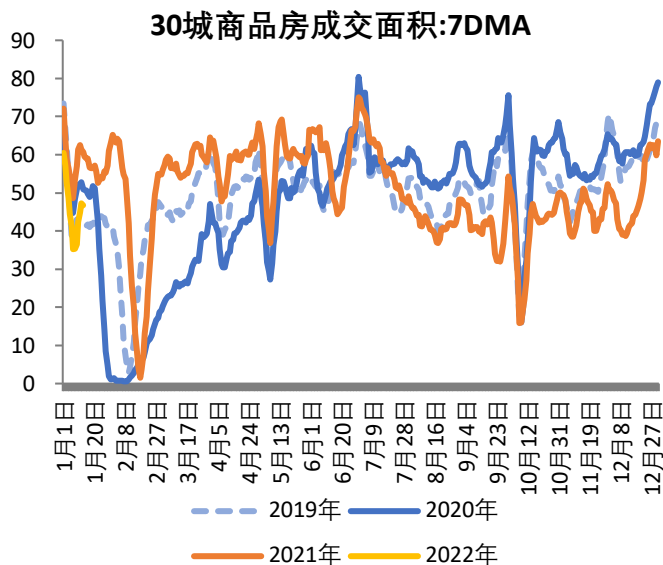
从 12 月信贷数据来看，居民中长贷同比增量继两个月改善后重回收缩，地产销售端的矛盾由“供给端的房贷额度不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，尽管房地产“政策底”已现，但房地产“市场底”仍有距离，当前居民房价预期偏弱、房地产企业补库意愿不足仍是主要矛盾。

预计地产政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，地产下行压力

和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。

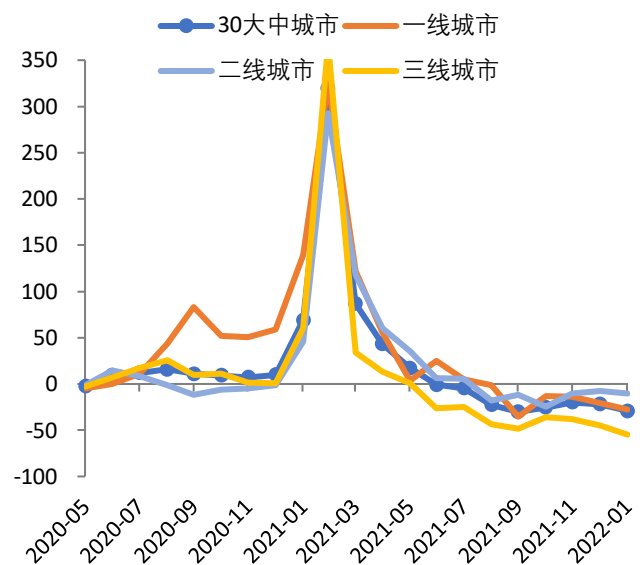
以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，随着一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力，届时政策定力或受考验。

图 23：30 城商品房成交面积（万平方米）



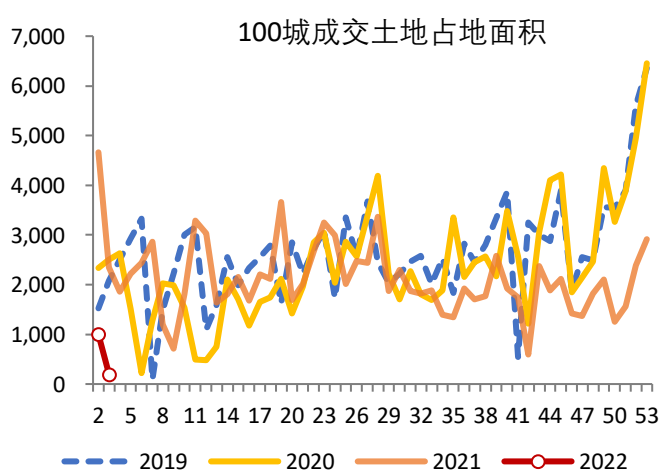
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：30 城商品房成交面积同比（%）



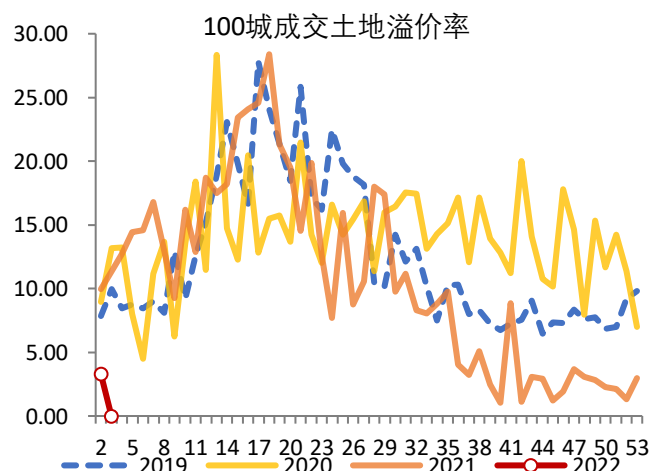
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：百城土地成交溢价率（%）



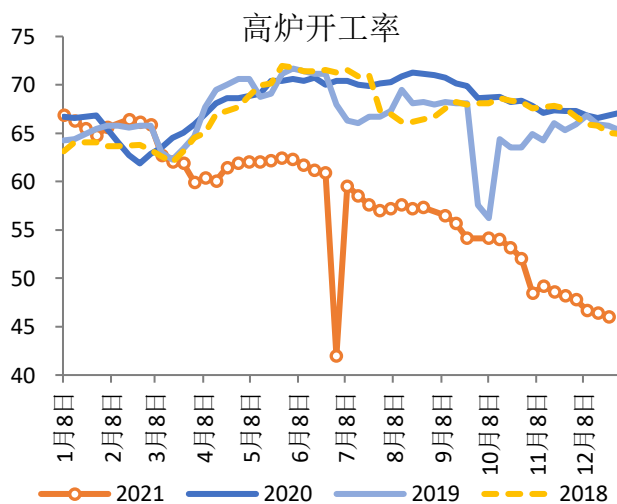
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：电厂日耗逐步进入春节低耗模式，工业品价格 1 月环比转为小幅回升

随着春节临近，电厂日耗逐步下降进入低耗模式，而受重污染天气应急响应结束的影响，环保政策对于生产的约束有所减弱，唐山钢厂开工率迅速回升，汽车轮胎和江浙地区织机开工率仍小幅下行。

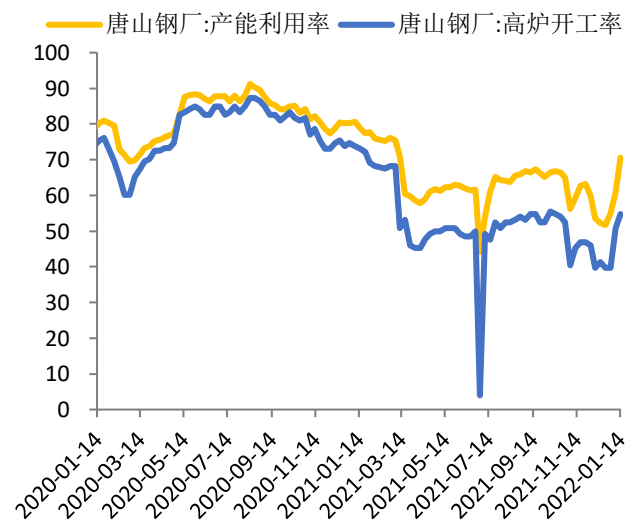
1 月焦炭、铁矿石、原油价格环比转为回升，房地产悲观预期有所修复下玻璃价格反弹，而水泥价格连续第三个月下跌。当前保供政策叠加需求端不足，供给矛盾逐步缓解，PMI 数据同样表现为价格端的较快下行，PPI 同比进入下行周期。

图 27：高炉开工率（%）



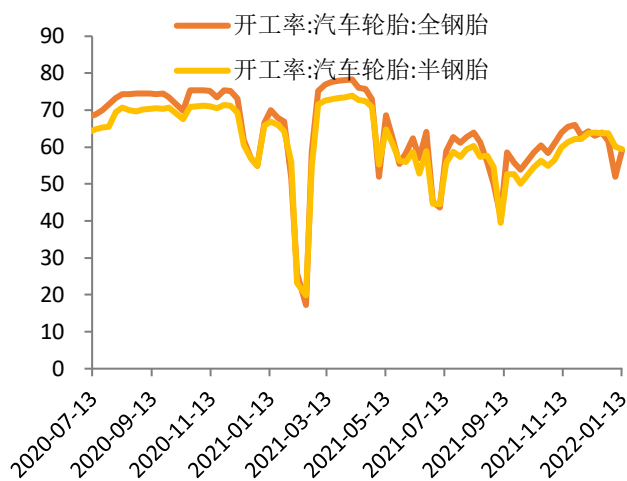
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：唐山钢厂高炉开工率（%）



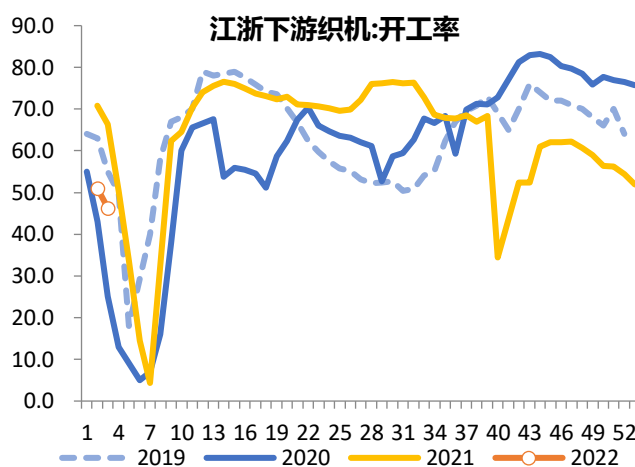
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升（%）



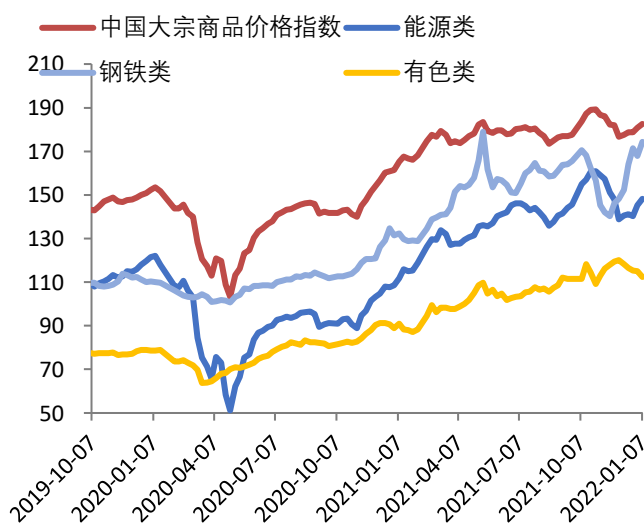
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：江浙下游织机:开工率（%）



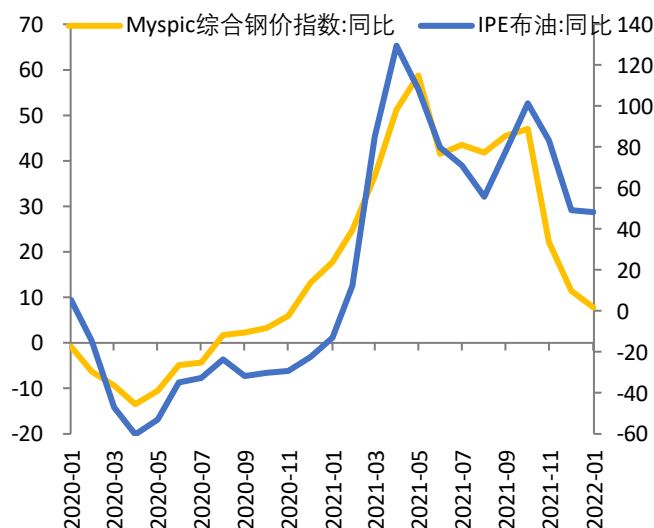
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：大宗商品价格指数



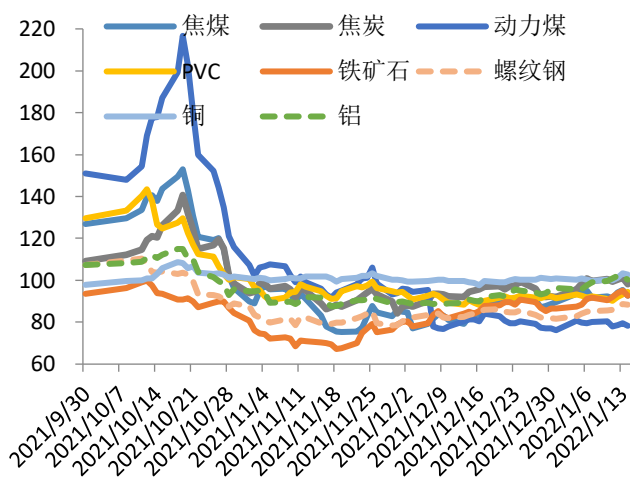
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：钢价指数&布油同比（%）



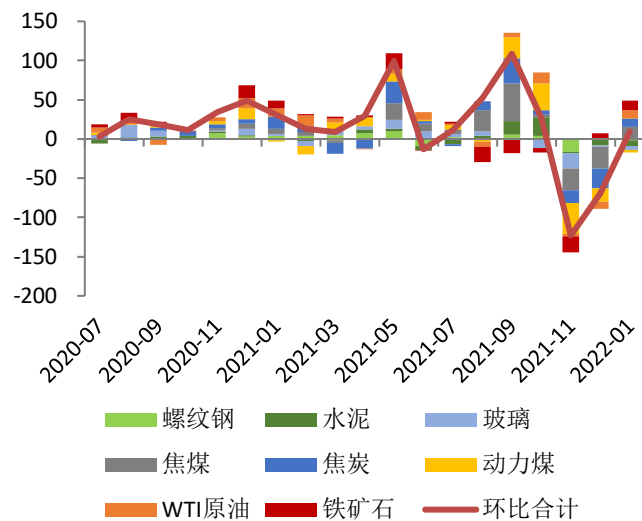
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：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 34：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：冬季疫情反复抑制食品和餐饮消费，猪价下行或催动行业产能去化提速

上周农产品批发价格指数环比延续小幅回升，近期猪肉价格重回跌势，需求端或受国内疫情反弹抑制，而供给端受一季度悲观预期影响下养殖端选择集中出栏，市场供过于求，猪价旺季不旺，猪价下行或催动行业产能去化提速

图 35：农产品批发价格 200 指数

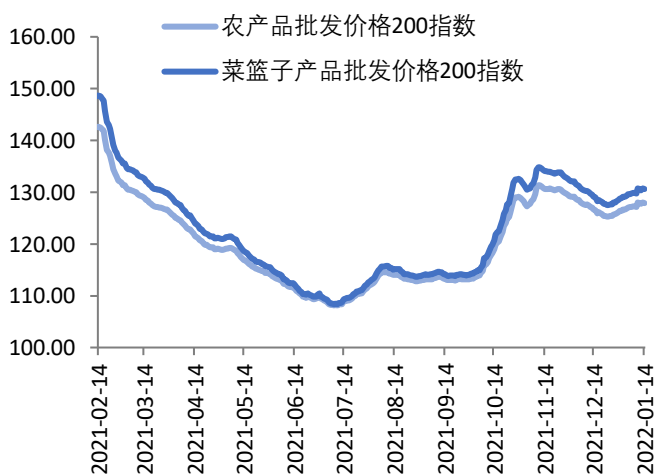
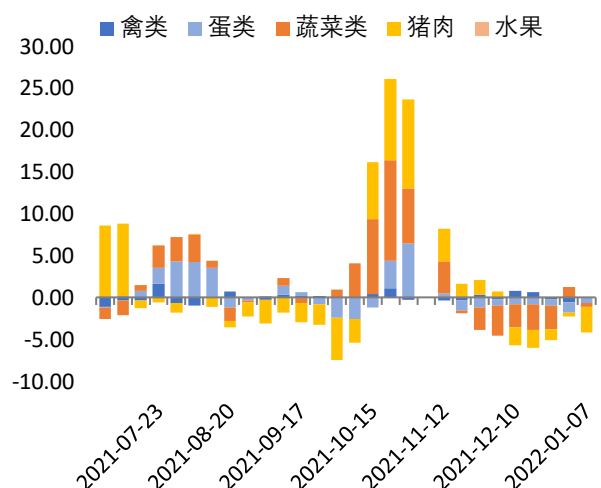


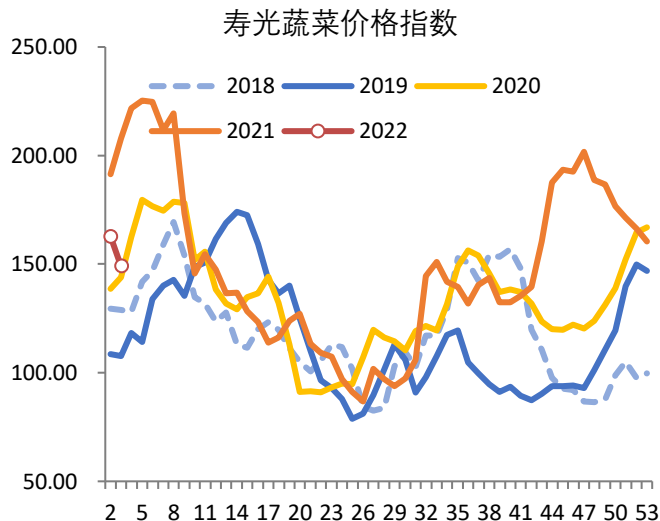
图 36：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

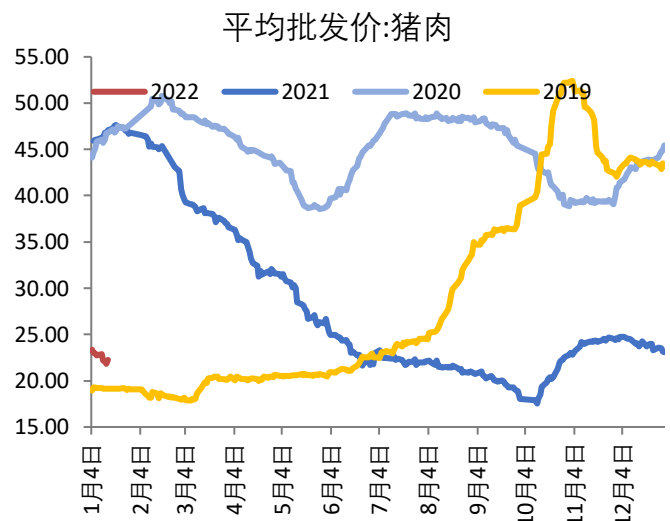
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：猪肉平均批发价（元/千克）



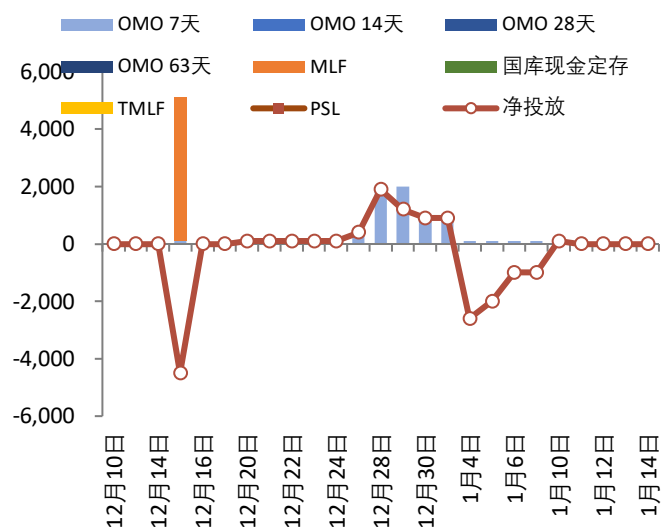
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：月度缴税和春节取现临近，银行间市场资金面逐渐收敛

央行公开市场持续 100 亿常规操作，银行间市场资金面逐渐收敛，隔夜加权利率仍站在 2.2% 上方，一度与七天期倒挂。下周 1 月月度缴税逐步临近，叠加春节前取现需求等因素扰动，市场情绪略显谨慎。央行公开市场上周累计开展了 500 亿元逆回购操作，当周共有 400 亿元逆回购到期，实现净投放 100 亿元。

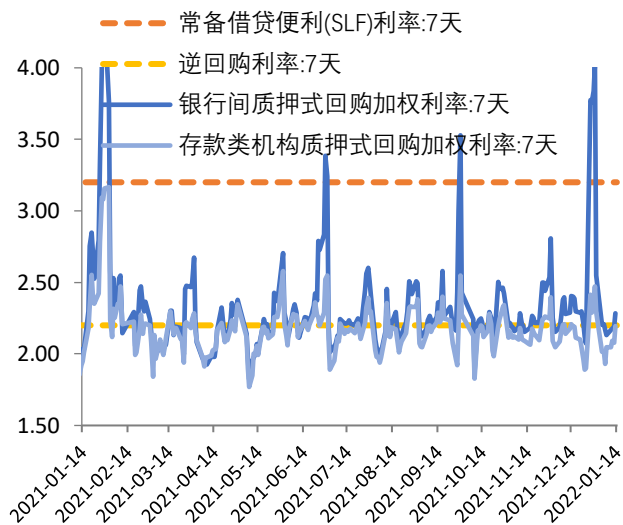
当前仍处货币宽松窗口期，市场对货币宽松预期较强，关注公开市场逆回购何时加量，同时周一 MLF 续作及利率是否调降将是市场关注重点。

图 39：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 40：资金利率（%）



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。本报告清晰准确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/>