



2022年2月20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

需求不足仍是宏观主要矛盾，货币政策维持稳中偏松

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 1月CPI、PPI同比涨幅双降，需求不足依然是宏观经济主要矛盾。CPI同比受到食品价格的拖累，核心CPI维持1.2%低位徘徊，总需求不足依然是宏观经济主要矛盾；PPI同比回落主因基数影响，海外疫情影响钝化、地缘因素和国内稳增长政策预期下生产资料价格环比降幅收窄。预计CPI短期仍将维持低位，猪肉价格偏弱压制食品通胀，疫情反复制约服务价格修复，国内经济下行以及海外流动性收紧下PPI前三季度将继续下行，大宗商品的短期反弹或使得PPI下行斜率有所放缓。2) 央行MLF续作价平量增，货币政策保持平稳宽松。当前处于稳增长政策动员之后、经济复苏企稳之前，宏观经济仍面临三重压力，经济仍在惯性下滑、实体融资需求依然偏弱。货币政策尚未走出宽松窗口期，但1月信贷超预期、叠加海外美联储加息预期走高的两大边际变化下，短期进一步宽货币的急迫性有所降低，央行MLF续作价平量增也有所反映。货币政策进入观察期，从节前“货币先行”阶段转向“为宽信用保驾护航”的阶段，稳中偏松的格局+结构性政策仍然主导，降准仍将作为流动性补缺工具出现，降息窗口并未完全关闭，关键仍在于经济增速能否企稳。

从经济高频观察来看：1) 全球疫情影响进一步消退，市场关注焦点仍在美联储加息和缩表节奏，美联储1月会议纪要并未提供更多关于3月加息幅度以及缩表细则的增量信息；2) 国内需求端，节后商品房销售逐渐回暖，但仍明显低于1月销售水平，同比表现依然偏弱；3) 生产端受冬奥会期间钢厂限产较严影响，节后复产受限，开工率依然偏低，工业品价格出现分化；4) 节后消费走弱下供给过剩压力较大，猪肉和蔬菜价格回落明显；5) 央行MLF续作价平量增，货币政策保持平稳宽松，银行间资金供给持续充裕，市场流动性整体无忧。

近日债市在美联储加息和1月信贷超预期两大边际变化下出现调整，在宽货币逐渐向宽信用传导的过程中，利率底部区域基本探明。但社融回升到经济企稳仍需要时间传导，1月信贷结构仍不算理想、实体融资需求仍待改善，宏观环境尚未逆转，货币仍未走出宽松窗口期，利率调整空间不大，在10bp左右的调整后，长端利率基本回到合理区间。预计债市将进入底部震荡格局，在货币政策重心转向宽信用下稳中偏松格局不变，资金面向好对短端利率仍有支撑，而长端利率则受到宽信用预期的扰动，曲线或偏陡峭。对于股市而言，股市目前同时受到国内稳增长和海外流动性收敛两大宏观逻辑的影响，1月金融数据偏强初步验证稳增长逻辑的确定性，宏观流动性不弱，但宽信用持续性、以及海外流动性收敛和美债收益率上行仍需关注，市场风险偏好短期仍面临波动，成长股短期仍承压，继续关注稳增长、银行、保险、地产等板块。

风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



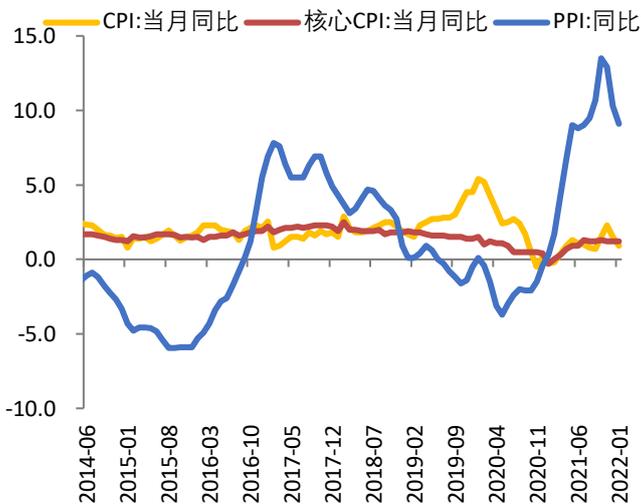
一、1月CPI、PPI同比涨幅双降，货币政策维持稳中偏松

1月CPI同比0.9%，市场预期1.1%，前值1.5%，环比0.4%，核心CPI同比连续第三个月维持在1.2%；1月PPI同比9.1%，市场预期9.2%，前值10.3%，环比-0.2%。

1月CPI与PPI继续回落，CPI同比受到食品价格的拖累，非食品涨幅也弱于季节性，核心CPI维持1.2%低位徘徊，显示总需求不足依然是宏观经济主要矛盾；PPI同比回落主因基数影响，海外疫情影响钝化、地缘因素和国内稳增长政策预期下生产资料价格环比降幅收窄。

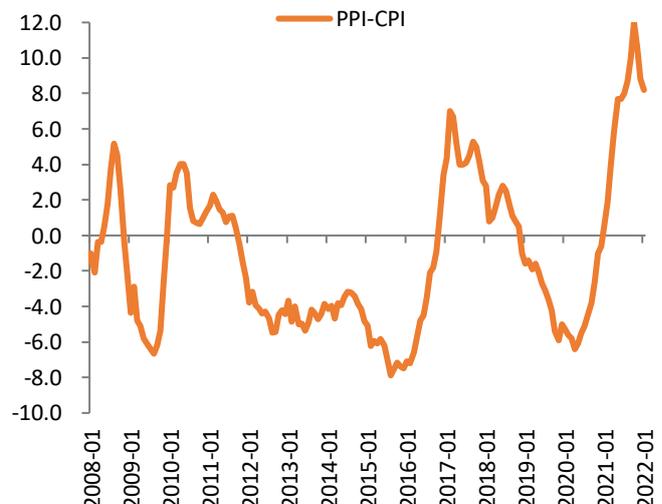
预计CPI短期仍将维持低位，节后供给过剩压力较大下猪肉价格偏弱压制食品通胀，同时疫情反复制约服务价格修复，预计随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏、以及油价随社经恢复而慢涨下，CPI走势将前低后高。而PPI前三季度将继续下行，供给端约束缓解后，需求端受到国内经济下行以及海外流动性收紧的抑制，不过大宗商品的短期反弹或使得PPI下行斜率有所放缓。

图1：CPI VS PPI (%)



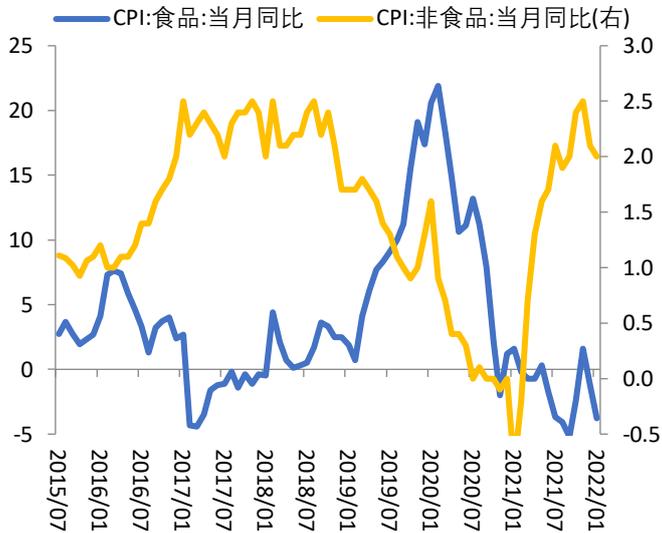
资料来源：Wind，优财研究院

图2：PPI-CPI 剪刀差 (%)



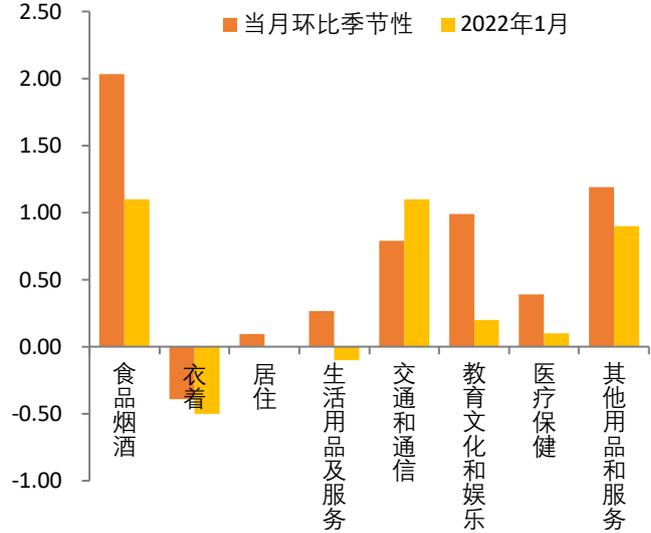
资料来源：Wind，优财研究院

图3: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



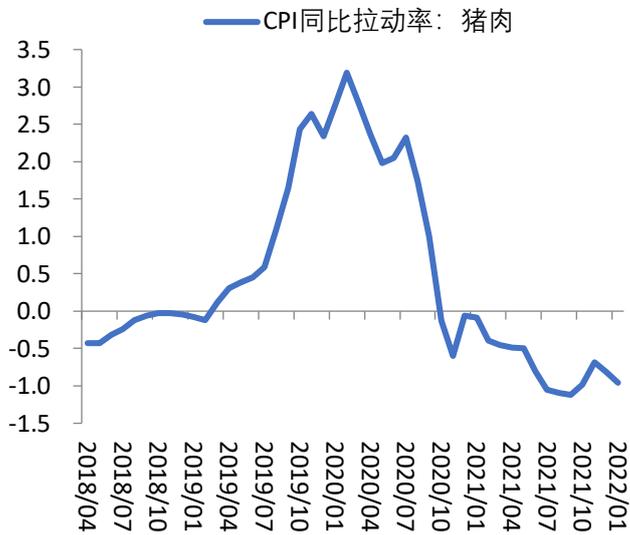
资料来源: Wind, 优财研究院

图4: CPI 环比季节性 (%)



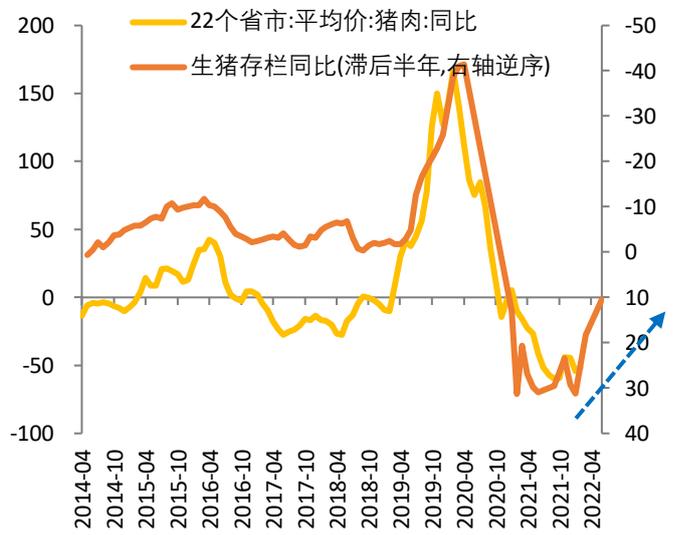
资料来源: Wind, 优财研究院

图5: 猪肉价格仍然偏弱, 拖累食品端价格 (%)



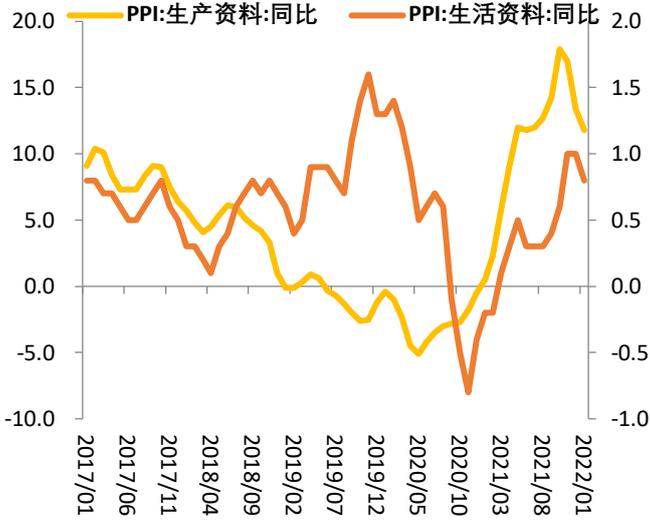
资料来源: Wind, 优财研究院

图6: 猪周期预计年内逐步见底 (%)



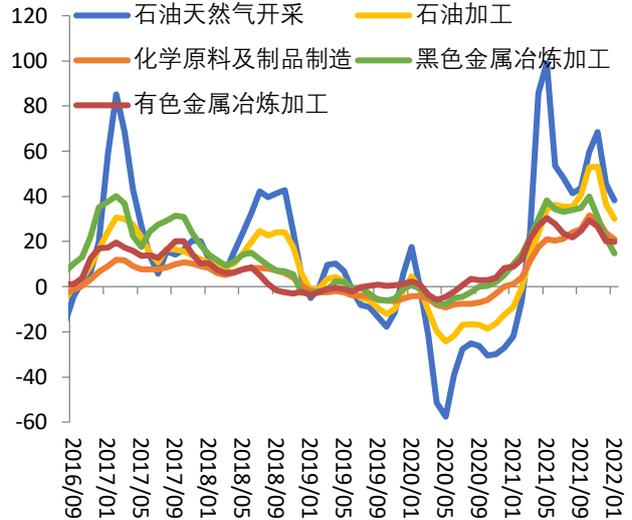
资料来源: Wind, 优财研究院

图7：上游生产资料回落（%）



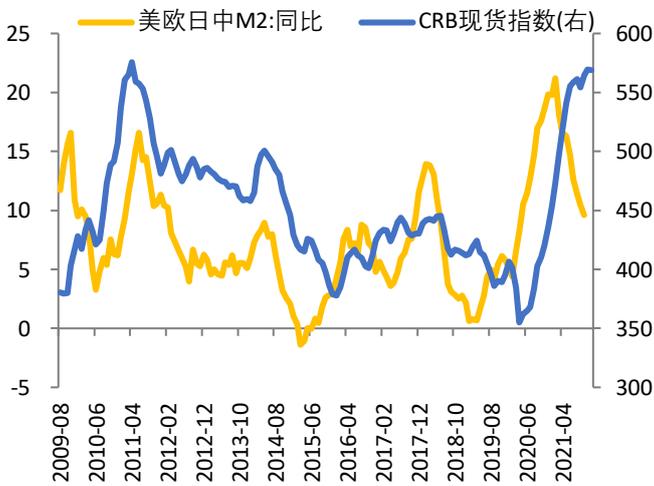
资料来源：Wind，优财研究院

图8：上游价格增速快速回落（%）



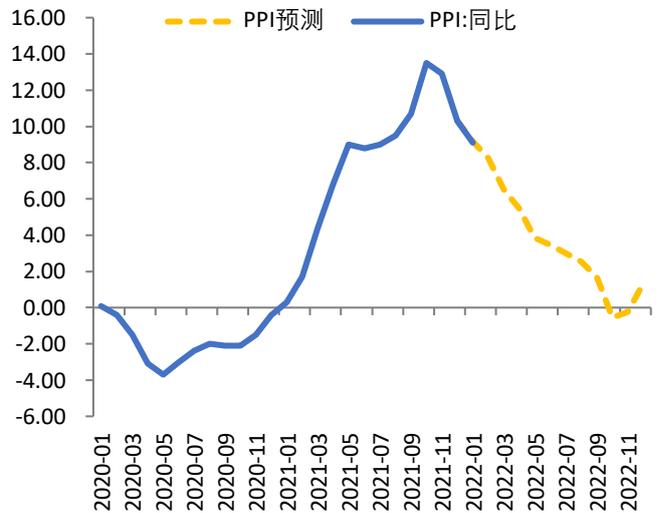
资料来源：Wind，优财研究院

图9：商品价格滞后M2回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图10：PPI进入下行周期，四季度有望企稳（%）



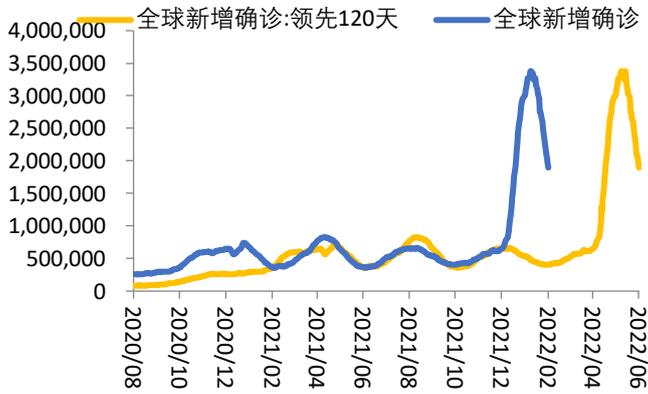
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

近期全球疫情出现拐点迹象，欧洲美国等国家新增确诊病例均开始高位回落，疫情影响进一步消退。市场关注焦点仍在美联储加息和缩表节奏，美国通胀数据持续超预期推升美联储3月加息预期。

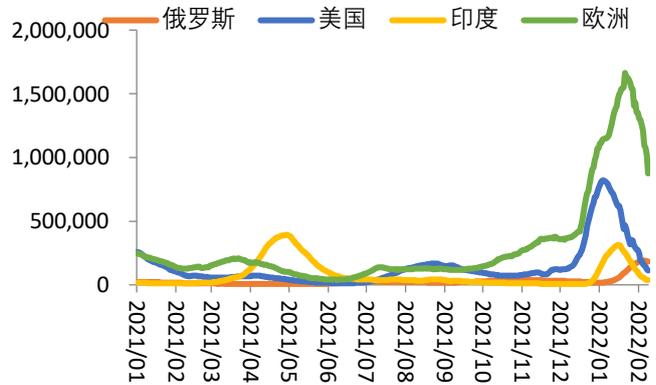
本周美联储1月会议纪要并未提供更多关于3月加息幅度以及缩表细则的增量信息，对于通胀和就业形势的判断略微缓和，缩表细节仍有很多不确定性，有待进一步细化。如果经济发展总体上符合委员会的预期，联邦基金利率目标区间的上调速度可能会比2015年后更快。

图 11: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



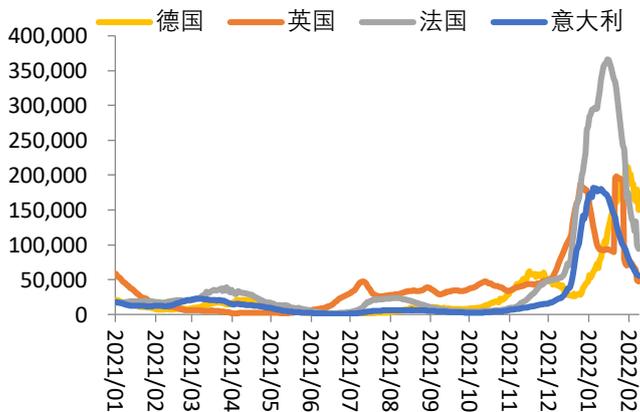
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



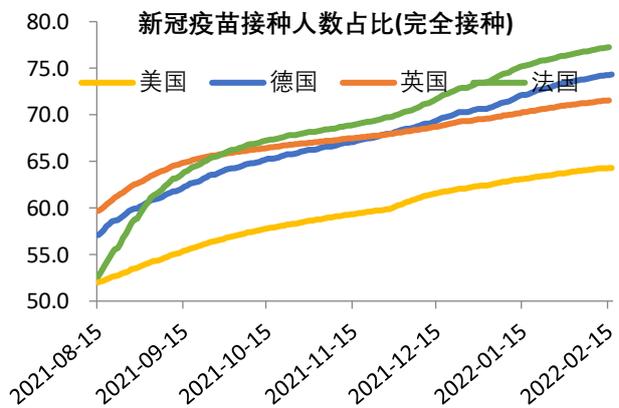
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

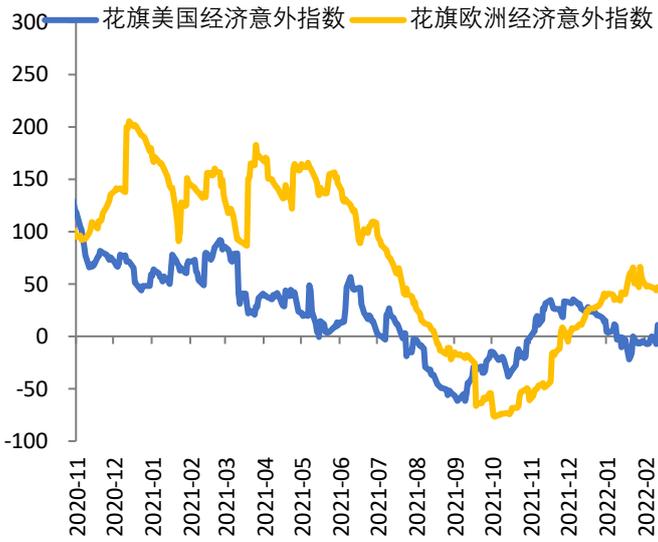
图 14: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



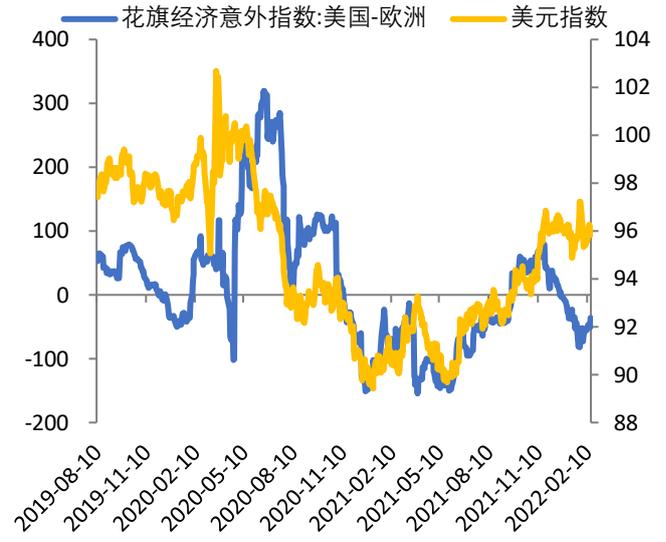
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美欧洲经济意外指数

图 16: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院



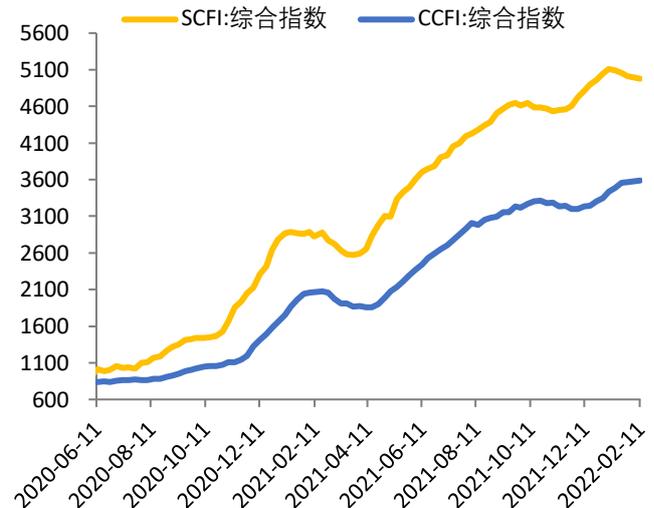
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

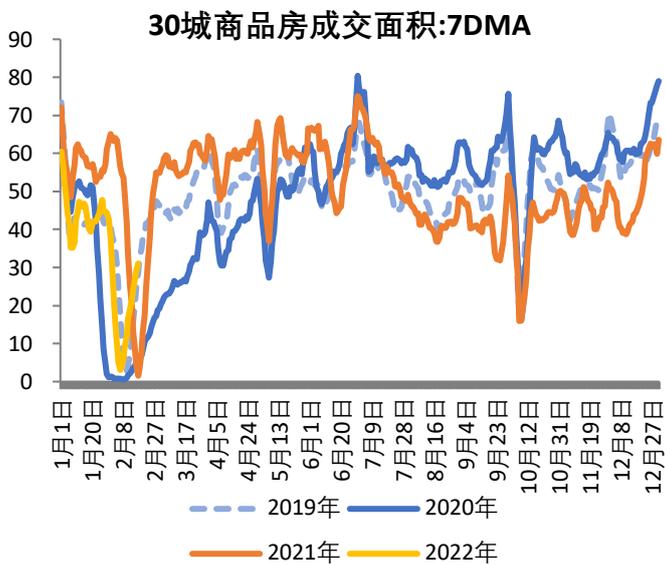
三、经济高频观察

1. 需求：春节因素拖累商品房销售，需求端仍待恢复

节后商品房销售逐渐回暖，但仍明显低于1月销售水平，较去年2月同期同比降幅达到49%，二三线城市偏弱。当前地产端主要矛盾从“供给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”，不过随着1月下旬5年期LPR下调、以及各地需求侧政策的试探性调整，房地产后续企稳力量或将逐渐增强，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。

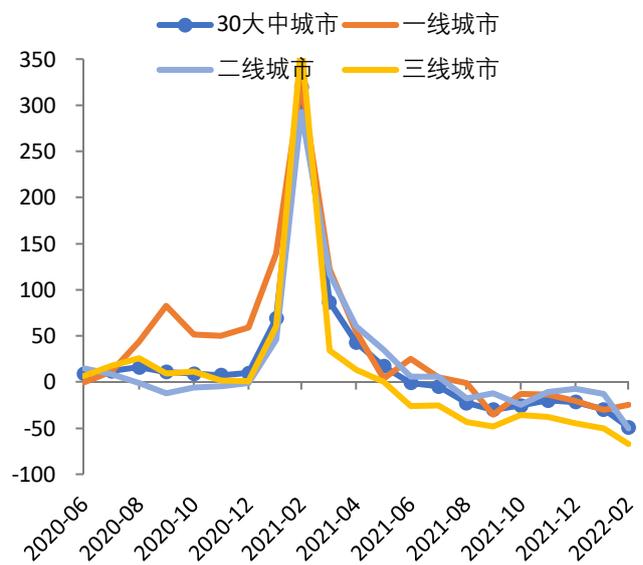
预计地产政策仍有放松空间，年初以来个别城市出现放松首贷比例和利率等的政策，因城施策仍将是主要方向，地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。随着一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力。

图 19：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

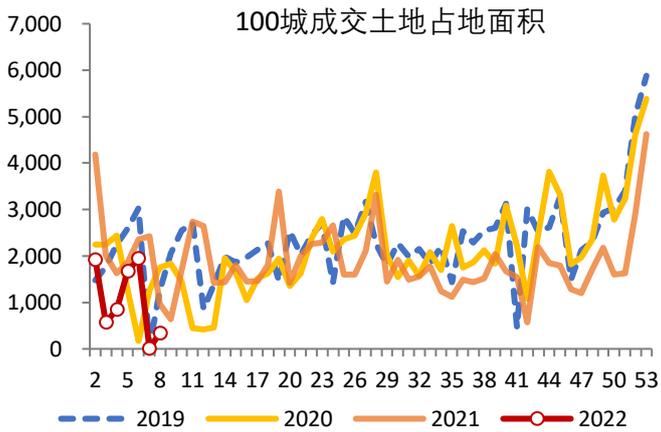
图 20：30 城商品房成交面积同比（%）



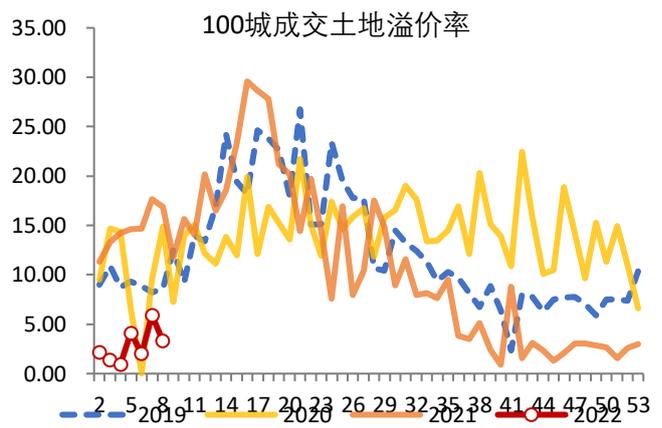
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：百城土地成交面积（万平方米）

图 22：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院



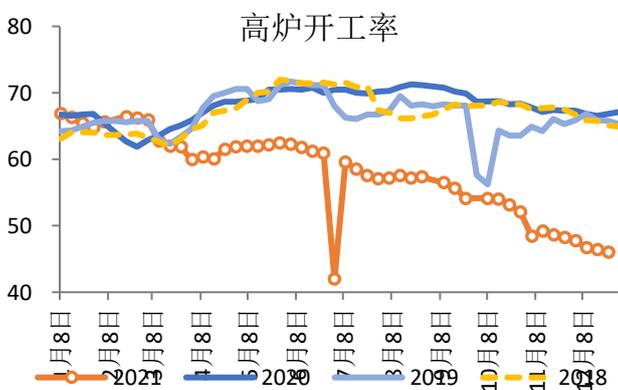
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：冬奥影响节后复产受限，开工率依然偏低，工业品价格分化

生产端，受冬奥会期间钢厂限产较严影响，节后复产受限，开工率依然偏低，汽车轮胎开工率和江浙地区涤纶长丝开工率延续低位回升，终端需求低迷仍拖累全轮胎市场。

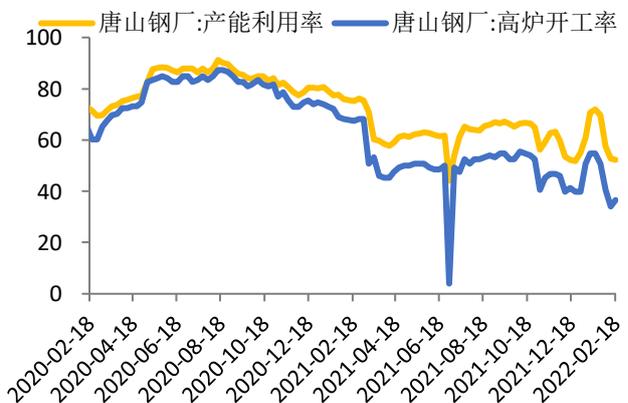
本周工业品价格出现不同程度调整，铁矿石、动力煤、PVC 下跌幅度较大，钢价也有所回落调整，节后下游需求尚未完全启动，市场限产交易已显疲软，需关注需求启动节奏，钢材继续累库，水泥价格继续阴跌，玻璃价格偏弱震荡。而焦煤焦炭仍保持偏强，随着冬奥闭幕临近，限产政策的放松预计将推动刚需回升，同时地产预期及供需格局改善也对价格有支撑。

图 23：高炉开工率（%）



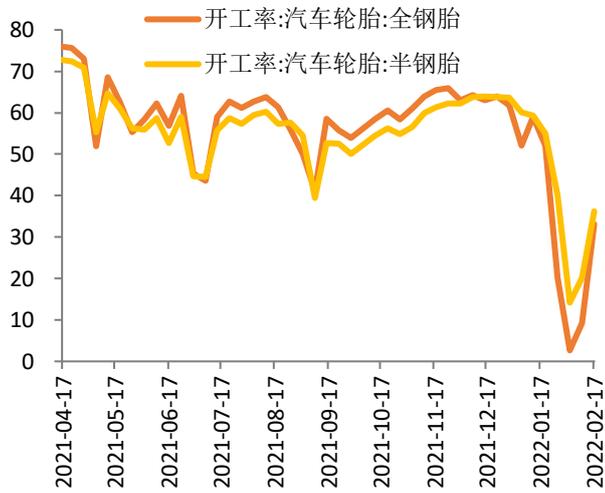
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：唐山钢厂高炉开工率（%）



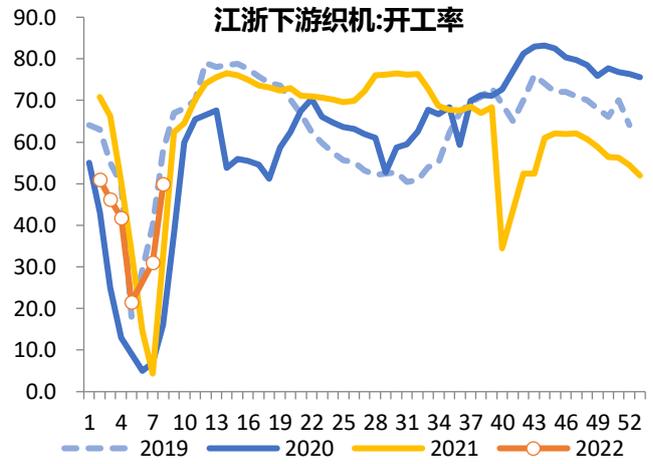
资料来源：Wind，优财研究院

图 25: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 江浙下游织机:开工率 (%)



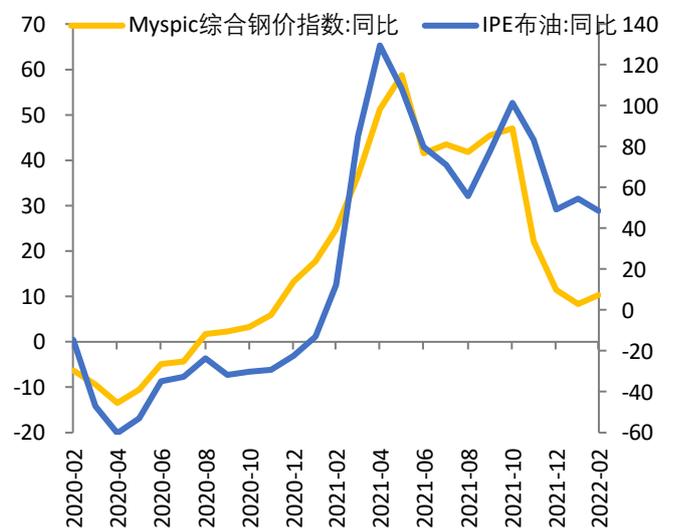
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 大宗商品价格指数



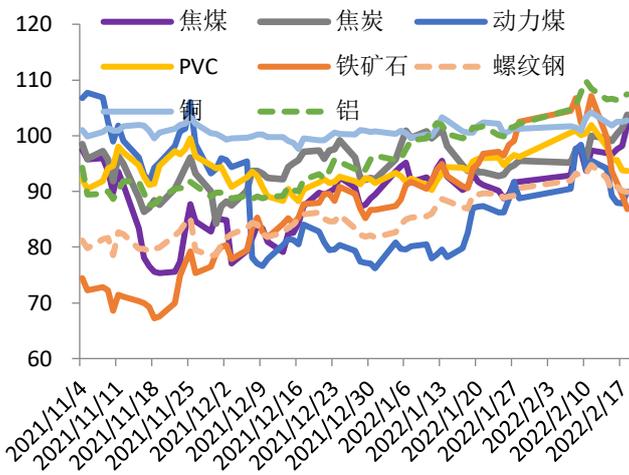
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 钢价指数&布油同比 (%)



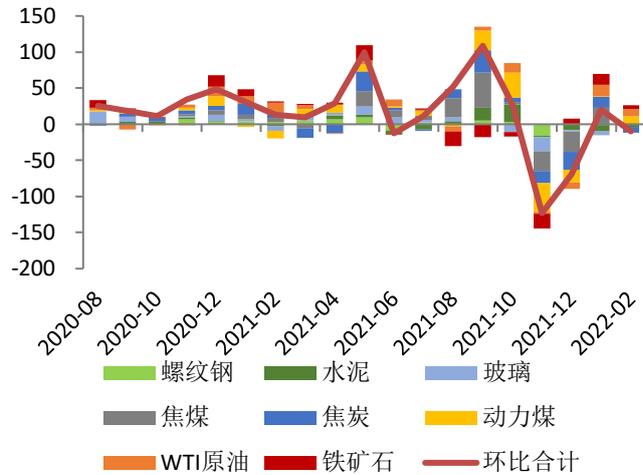
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：工业品价格月度环比（%）

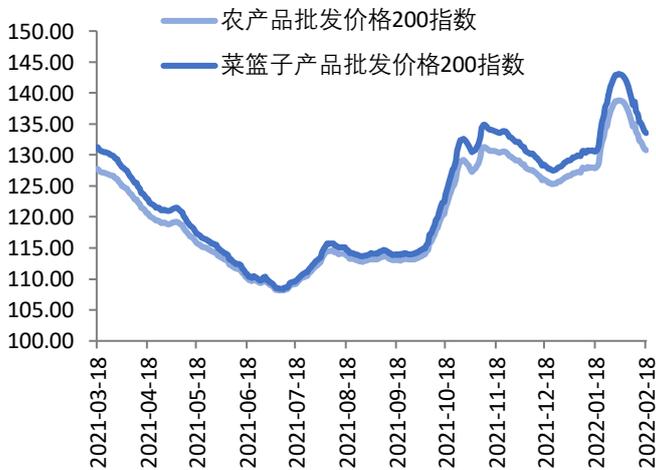


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：节后消费走弱下供给过剩压力较大，猪肉和蔬菜价格回落明显

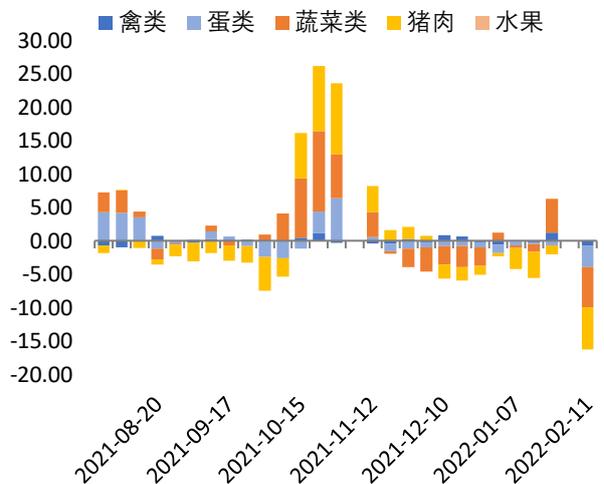
节后消费走弱下供给过剩压力较大，猪肉和蔬菜价格回落明显，农产品价格指数延续回落。猪价去年 12 月以来持续下跌，已跌入二级预警区间，节后需求缺乏支撑下跌幅扩大，同时菜价也偏弱，蛋类和禽类小幅下跌。

图 31：农产品批发价格 200 指数



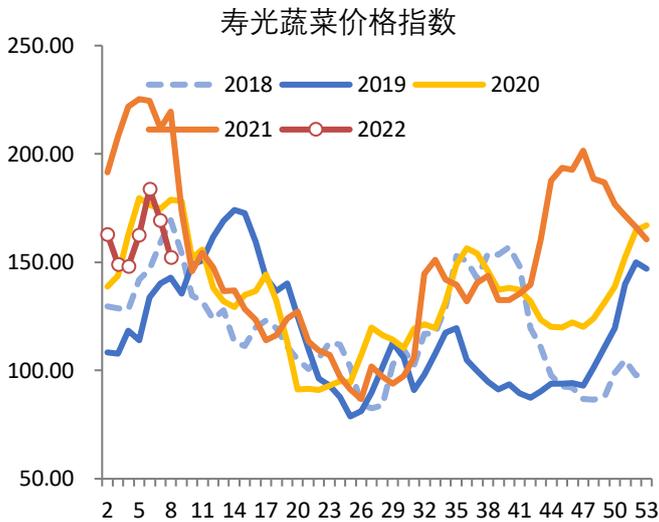
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：食用农产品价格指数:周环比（%）



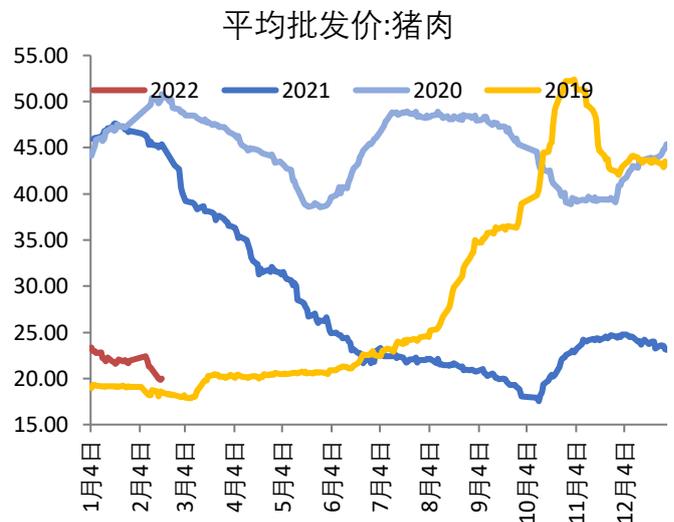
资料来源：Wind，优财研究院

图 33: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源: Wind, 优财研究院

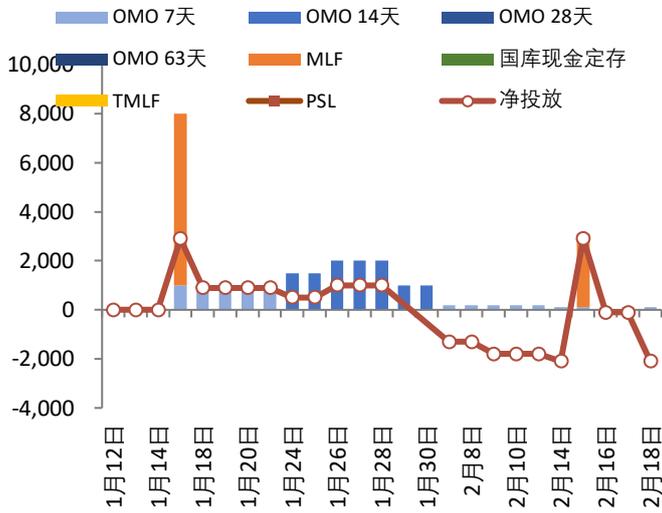
4. 资金面：央行 MLF 续作价平量增，货币政策保持平稳宽松

本周央行公开市场共进行了 500 亿元逆回购和 3000 亿元 MLF 操作，当周共有 3000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，因此实现全口径净回笼 1500 亿元，操作利率保持不变。资金面整体保持平衡偏松，银行间资金供给持续充裕，隔夜和七天回购利率双双回落，货币政策平稳宽松预期下，市场流动性整体无忧。

2 月央行 MLF 续作价平量增，在 1 月信贷超预期、叠加海外美联储加息预期走高的两大边际变化下，短期进一步宽货币的急迫性有所降低，央行连续降息概率不大，市场对此已有预期。而从量上来看，净投放 1000 亿元 MLF 仍显示央行对于中长期资金面的呵护态度，继续传递货币政策稳中偏松的取向，也助力信贷增长的稳定性。当前来看，货币政策从节前“货币先行”阶段转向“为宽信用保驾护航”的阶段，1 月社融信贷的超预期下货币政策进入观察期，稳中偏松加结构性政策仍然主导，降准仍将作为流动性补缺工具出现，短期流动性下充裕必要性不强。美联储加息时点

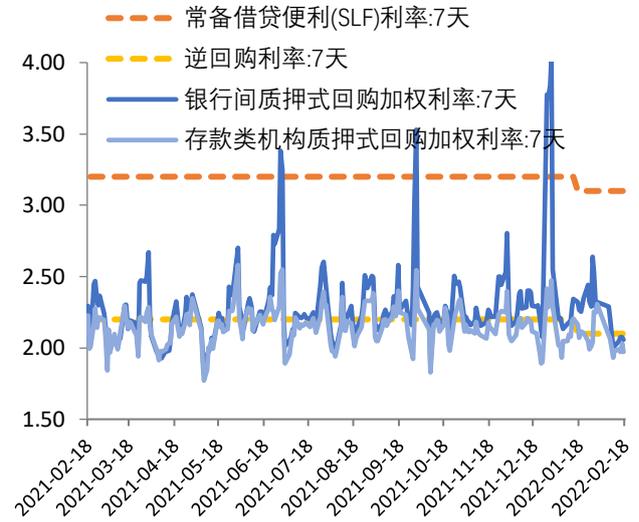
临近降息的外部制约加大，但宏观经济仍面临“三重压力”下降息窗口并未完全关闭，后续关键仍在于经济增速能否企稳。

图 35: 央行逆回购加量投放 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 资金利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期

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/>