



2022年10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

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



经济弱复苏下政策驱动加强，海外紧缩交易仍是主线

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 社融改善“政策驱动强于市场驱动”。9月信贷社融高增，延续8月以来政策驱动的效应，政策性金融债和政策性银行信贷额度支撑下企业中长贷同比扩张明显放量，而居民去杠杆仍未逆转，房价下跌预期和期房交付担忧情绪抑制居民加杠杆意愿。往后看，政策性金融工具投放、地产需求端政策持续放松、以及5000亿专项债专项限额的发行，四季度社融增长存在一定支撑，但社融改善仍呈现“政策驱动强于市场驱动”的特征，持续性仍有待观察。2) CPI年内破3%风险基本解除，PPI延续下行通道。9月CPI同比回升主要受到基数效应和食品项上涨的拉动，而疫情反复和地产压力仍在压低经济修复斜率，内需乏力下核心通胀低位继续回落。随着鲜菜水果价格回落有助于对冲猪价上涨压力，年内CPI破3%风险基本解除。而外需走弱叠加美元双重压力、叠加四季度高基数效应，PPI同比仍处下行通道，四季度或降至0以下，核心CPI低位+PPI回落下，通胀并非当前市场主要矛盾。3) 美国9月CPI再超预期，紧缩交易依然是市场交易主线。9月核心服务通胀的进一步走高或推动市场再次重估通胀路径，我们认为当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋未打破下美联储紧缩步伐难以放缓，终点利率高+持续时间长的预期得到强化。预计短期在“核心通胀顶点渐进”的预期下美股可能迎来熊市反弹，但紧缩交易依然是市场交易主线，美联储逆转紧缩政策需要失业率明显上行或金融危机等意外冲击。而美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。

高频数据显示：1) 十一假期以来全国疫情再起，居民生活半径有所收窄；2) 30城商品房成交面积回升但仍低于季节性表现，居民和房企信心不足的主要矛盾仍未改善，地产政策放松效果尚待进一步传递；3) 节后生长端整体平稳，开工率窄幅波动，而随着基建开工的加快落地，石油沥青开工率和水泥发运率继续上行，助力实物工作量形成；4) OPEC+减产下原油价格短期有所反弹，供给端扰动下大宗商品价格偏于震荡；5) 散户猪场出栏意愿偏差，供给紧缺下猪肉价格加速上行，极端高温天气消退叠加新季上市，鲜菜水果价格低于季节性回落。

资产价格方面，当前股市估值和情绪指标已处于底部区域，宏观流动性充裕也形成底部支撑，但经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，股市仍待流动性改善叠加盈利预期转向的合力支撑，短期缺乏主线下整体仍以震荡为主。而债市当前的主要逻辑体现为“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大。短期宏观稳增长、政策性金融工具加快投放、叠加地产边际放松加快，债市扰动加大，但9月调整压力已有所释放，长端利率或进入震荡区间。本周重点关注9月经济数据和三季度GDP，周一MLF5000亿到期仍需关注央行操作，同时需重点关注20大盛会可能传递的政策信号。

风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、中美经济和政策周期持续分化

● 社融改善“政策驱动强于市场驱动”

央行公布 2022 年 9 月金融数据：（1）新增人民币贷款 24700 亿元，市场预期 18000 亿元，前值 12500 亿元。（2）社会融资规模 35300 亿元，市场预期 27250 亿元，前值 24300 亿元。（3）M2 同比 12.1%，市场预期 11.9%，前值 12.2%；M1 同比 6.4%，前值 6.1%；M0 同比 13.6%。

图 1：企业贷款和非标融资是当月社融主要贡献（亿元，%）

	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12
当月新增社融	35300	24322	7620	51797	28358	9420	46525	12279	61750	23682
新增人民币贷款	24700	12500	6790	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300
社融存量同比 (%)	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3
(当月同比变化)										
社会融资规模	6274	-5571	-3132	14780	8836	-9150	12763	-4964	9866	6490
新增人民币贷款	7964	631	-4303	7358	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108
居民贷款	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919
居民短贷	-181	426	-354	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985
居民中长贷	-1211	-1601	-2488	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834
企业短贷	4741	1028	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043
企业中长贷	6540	2138	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107
票据融资	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746
委托贷款	1529	1578	240	94	276	211	149	26	337	143
信托贷款	1906	890	1173	218	676	713	1532	185	162	67
未贴现票据	120	3358	-428	1287	-142	-405	2583	-4867	-169	797
企业债券融资	-261	-3501	-2296	-1710	1385	121	-96	2363	1912	1731
政府债券	-2541	-6693	2178	8708	3881	173	3943	1705	3589	4548

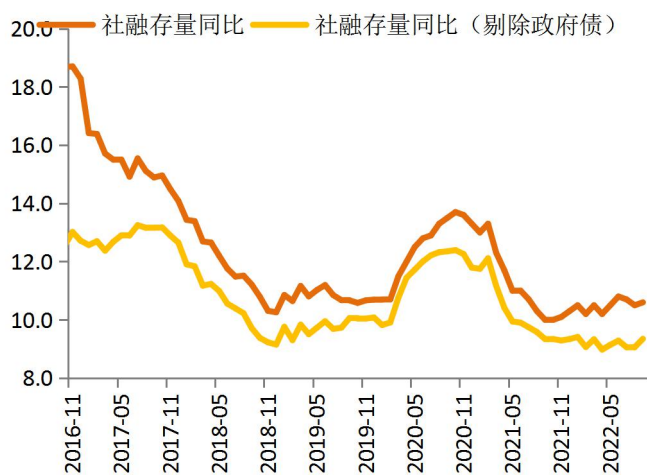
资料来源：Wind，优财研究院

9 月信贷社融高增，继续体现政策支撑效果，延续 8 月以来政策驱动的效应，政策性金融债和政策性银行信贷额度支撑下企业中长贷同比扩张明显放量。此前推出的 3000+3000 亿政策性金融工具在 9 月份基本投完，叠加 2000 亿保交房专项借款，均指向政策性银行对稳信贷的重要支撑作用，基建和保交楼是主要方向。但居民去杠杆仍未逆转，在去年同期贷款额度不足及购房政策收紧导致的低基数背景下，9 月居民中长贷同比依然明显少增。居民预期偏弱矛盾仍未改善，房价下跌预期和期房交付担忧情绪抑制居民加杠杆意愿，融资需求依然疲弱。近期地产政策边际放松持续，9 月底地产政策三

箭齐发，10月初监管又指导银行加大房地产融资支持力度，但地产销售高频数据仍未好转，政策效果尚待进一步传递。

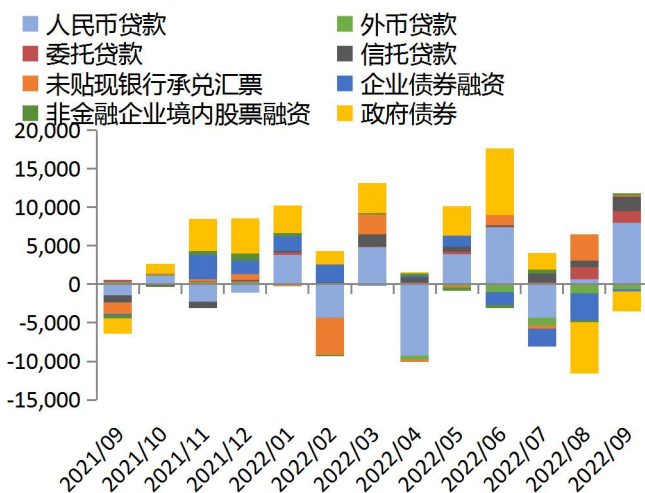
往后看，社融的政策驱动特点仍将持续，政策性金融工具投放完毕后拉动的配套贷款规模，仍将对年内企业信贷形成支撑。同时地产需求端政策持续放松有望支撑居民信贷，叠加5000亿专项债专项限额10月发行渐进，四季度社融增长存在一定支撑。但当前社融企稳仍呈现出政策驱动大于市场驱动的结构，居民去杠杆仍未逆转，市场融资需求疲弱的矛盾依然，社融持续改善的持续性仍有待观察，市场情绪或偏观望。

图 2：社融存量增速低位企稳 (%)



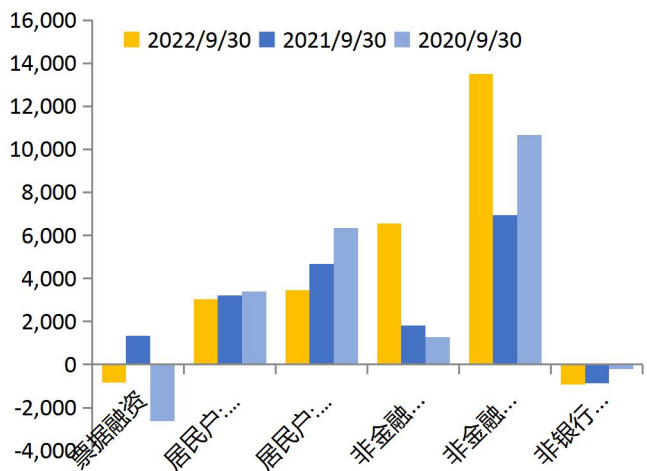
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：社融分项当月同比增量 (亿元)



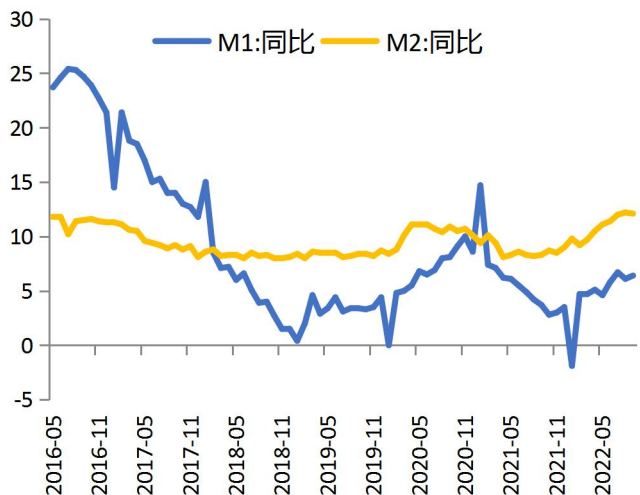
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：居民部门仍在降杠杆 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：M1、M2 增速差略有收敛 (%)

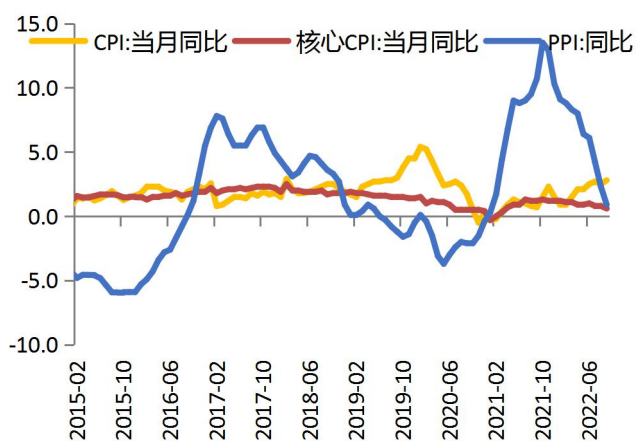


资料来源：Wind，优财研究院

● CPI 年内破 3% 风险基本解除，PPI 延续下行通道

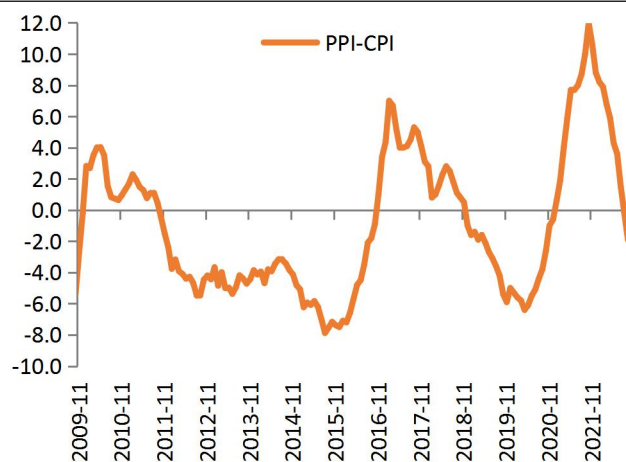
国家统计局发布 2022 年 9 月通胀数据：（1）9 月 CPI 同比 2.8%，市场预期 3.0%，前值 2.5%；环比 0.3%。（2）9 月 PPI 同比 0.9%，市场预期 1.1%，前值 2.3%；环比 -0.1%。（3）9 月核心 CPI 同比上涨 0.6%，前值 0.8%。

图 6: CPI VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: PPI-CPI 剪刀差 (%)



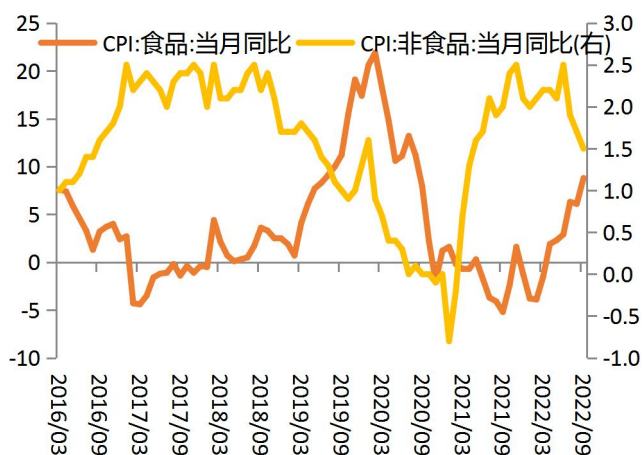
资料来源: Wind, 优财研究院

9 月 CPI 同比回升主要受到基数效应和食品项上涨的拉动，而除食品外的其余七大项环比增速均弱于季节性，疫情反复和地产压力仍在压低经济修复斜率，内需乏力下核心通胀低位继续回落，年内 CPI 破 3% 风险基本解除，通胀并非当前市场主要矛盾。往后看，猪肉价格仍在上行周期，10 月前两周猪肉价格已环比上涨近 5%，但进入秋季，极端高温天气消退叠加新季上市，鲜菜水果价格环比低于季节性增长有助于对冲猪价上涨压力。同时内需乏力下核心通胀压力不大，10-11 月基数偏高下 CPI 同比预计有所回落。不过明年上半年仍需关注猪周期上行叠加经济修复推升核心通胀的压力。

9 月 PPI 同比继续回落，工业品价格增速延续下行趋势，能源、黑色、化工环比跌幅居前，建材价格跌幅降幅收窄，反映外需放缓、基建和地产竣工偏强、地产开工仍弱的结构。往后看，外需走弱压力叠加强美元双重压力，PPI 仍处于下行通道，四季度或

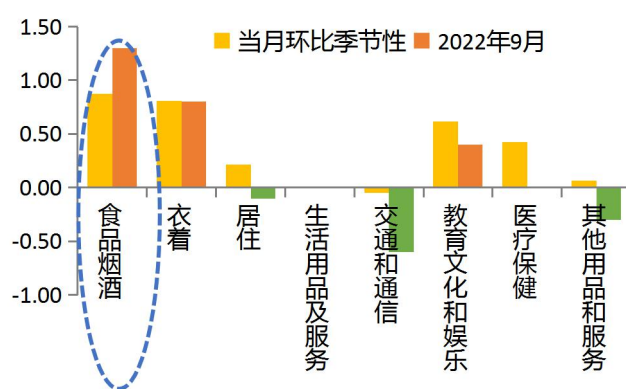
降至 0 以下。当前大宗商品面临外需走弱和强美元的双重压力，同时去年四季度国内缺煤限电导致工业品价格飙升，高基数效应下 PPI 回落速度加快。而 OPEC 减产、俄乌冲突升级等供给端因素对能源价格的扰动或将持续，国际大宗偏于震荡。预计 PPI 同比到明年年中将持续维持负值区间，而国内基建落地叠加地产竣工支撑下内需定价的黑色建材或好于海外定价的能源有色。

图 8：食品价格上涨是主要支撑 (%)



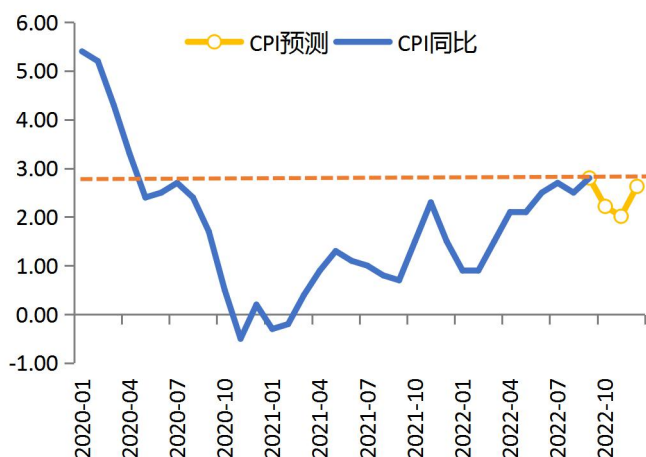
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：除食品外各项环比增速均弱于季节性 (%)



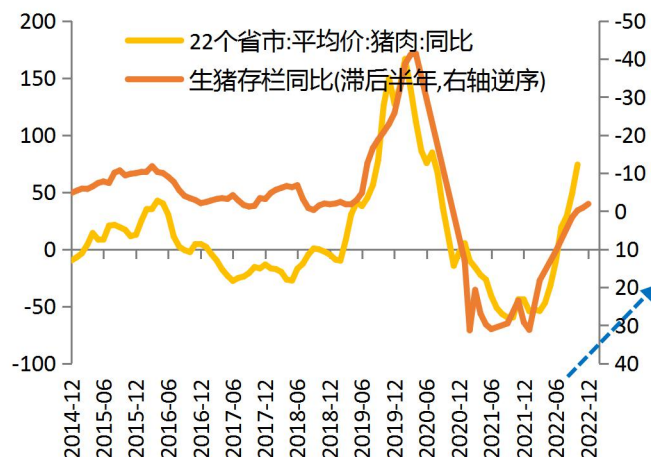
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：CPI 破 3% 风险暂时解除 (%)



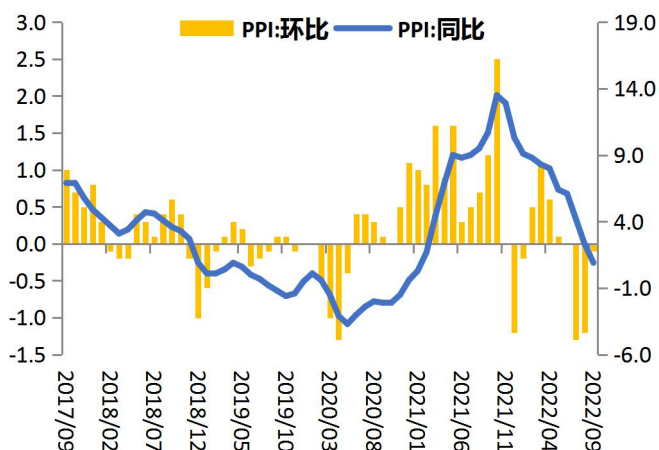
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：猪周期仍处上行周期 (%)



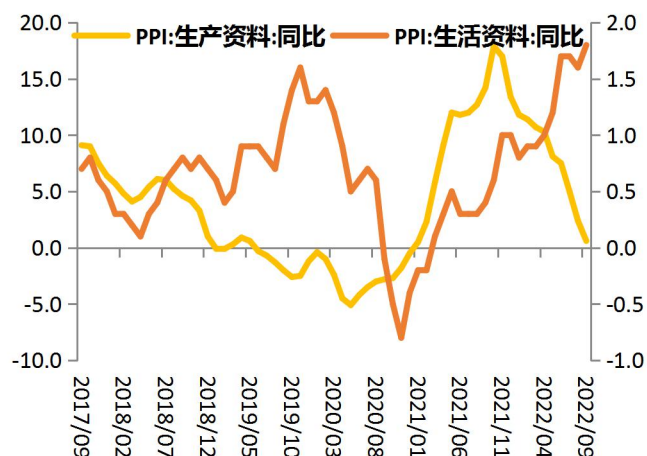
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: PPI 仍在回落通道 (%)



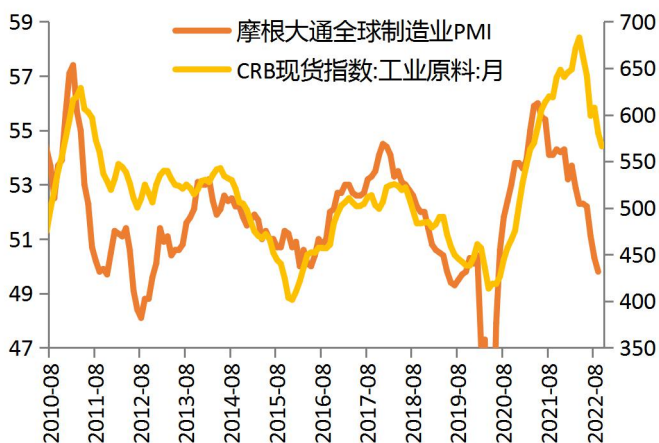
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: PPI 生产资料&生活资料 (%)



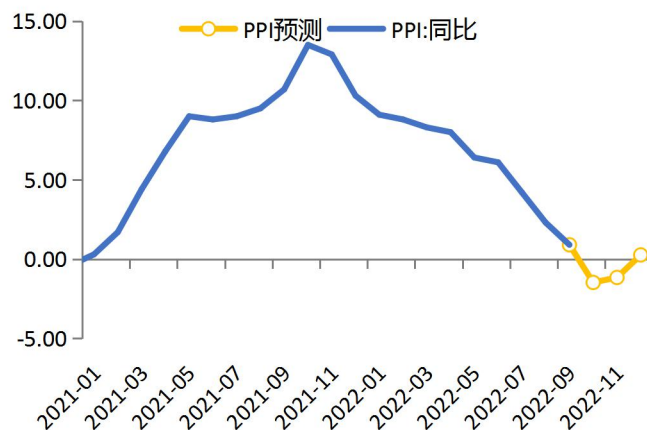
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 宏观需求走弱主导工业品价格走势 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 四季度 PPI 或降至 0% 以下 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外经济活动跟踪

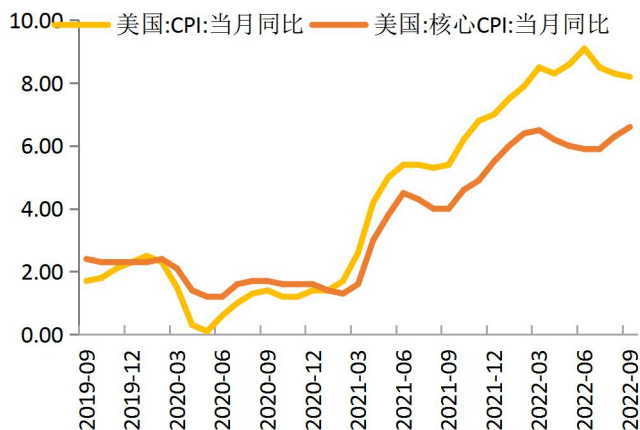
美国劳工部发布数据显示,美国9月末季调CPI同比升8.2%,较前值8.3%有所回落,但仍高于预期的8.1%。未季调核心CPI同比升6.6%,创1982年8月以来新高;季调后CPI环比0.4%,核心CPI环比上升0.6%,也均超市场预期。数据出炉后,掉期市场完全定价美联储11月将加息75个基点,加息100个基点预期也再次出现。

美国9月CPI再次超出市场预期,在能源商品环比下跌-4.7%的情况下,整体CPI环比仍录得0.4%,而核心服务通胀的进一步走高或推动市场再次重估通胀路径。核心服务环比0.8%,再次刷新本轮通胀的核心服务环比记录,租金和等价租金环比进一步上行至0.8%,与工资相关的医疗保健服务价格环比也进一步上行至1.0%。

我们认为当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺,偏紧的劳动力市场强化了工资和通胀的粘性,通胀拐点逐步确认但粘性通胀超预期,尽管二手车、房租、工资等多方面的领先指标预示核心通胀放缓或也在即,但预计仍将在相当长一段时间内远高于联储目标值。在通胀下行趋势变得更加清晰之前,美联储不太可能放弃其激进的货币紧缩路线,而对潜在的经济衰退容忍度在上升。后续加息节奏的放缓仍需要经济进一步走弱、劳动力市场降温、通胀拐点确认等多方面数据共同配合,终点利率高+持续时间长的预期得到强化。

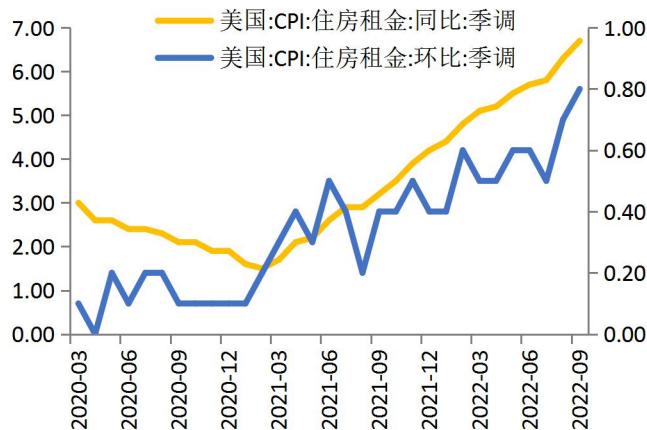
预计短期在“核心通胀顶点渐进”的预期下美股可能迎来熊市反弹,但紧缩交易依然是市场交易主线,在通胀压力缓解缓慢的情况下,美联储逆转紧缩政策需要失业率明显上行或金融危机等意外冲击。而美元强势格局仍待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。

图 16: 美国核心通胀仍在走高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 租金价格仍在推动核心服务通胀走高 (%)



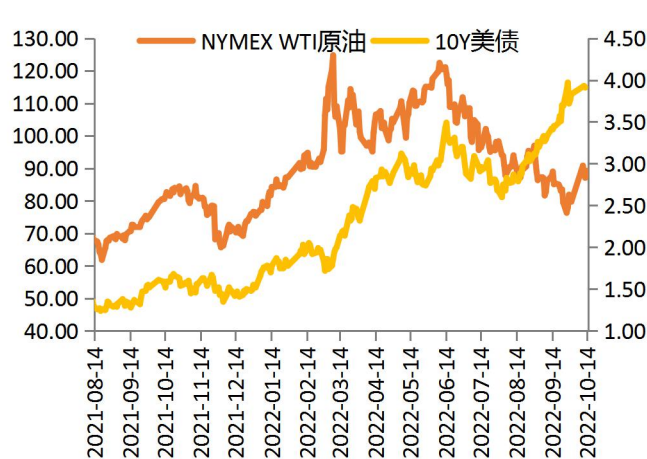
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美欧差值 VS 美元指数



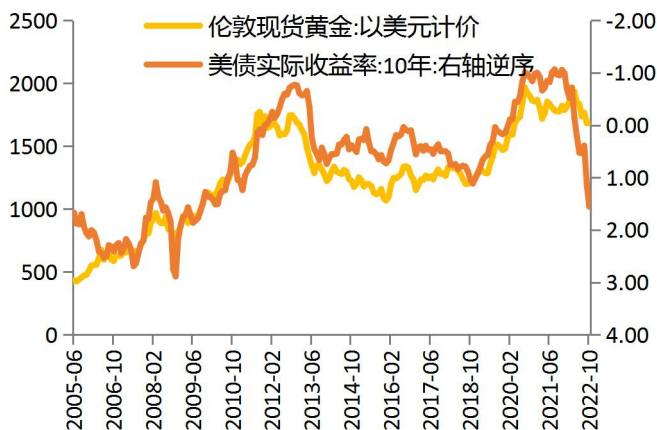
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



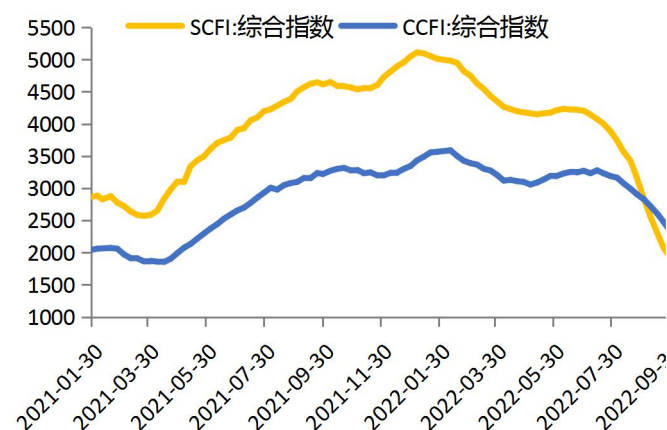
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 疫情：

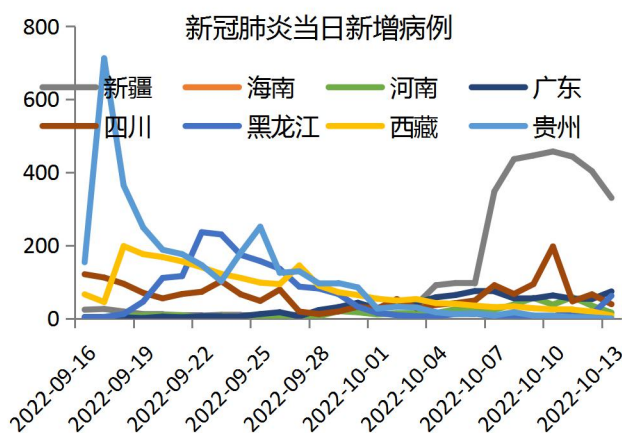
十一假期以来全国疫情再起，人员流动加大地区疫情散发特征，局部地区疫情如新疆有所升温，居民生活半径有所收窄，主要城市地铁客运量和拥堵延时指数略低于季节性表现。

图 22：全国当日新增确诊（例）



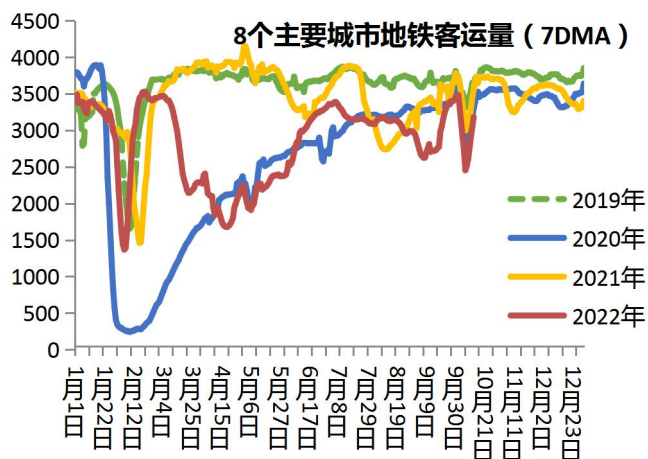
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：主要城市当日新增确诊+无症状（例）



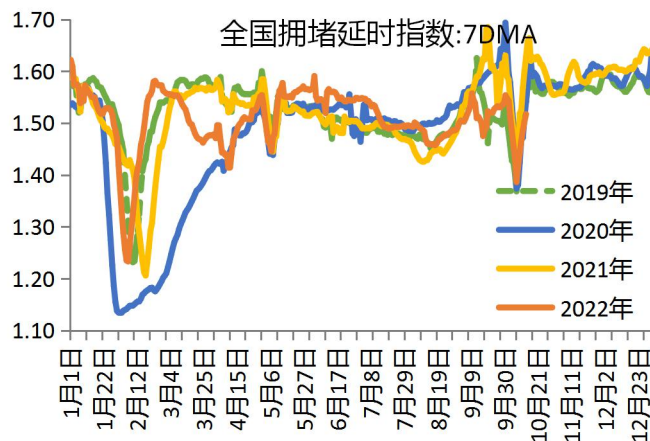
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



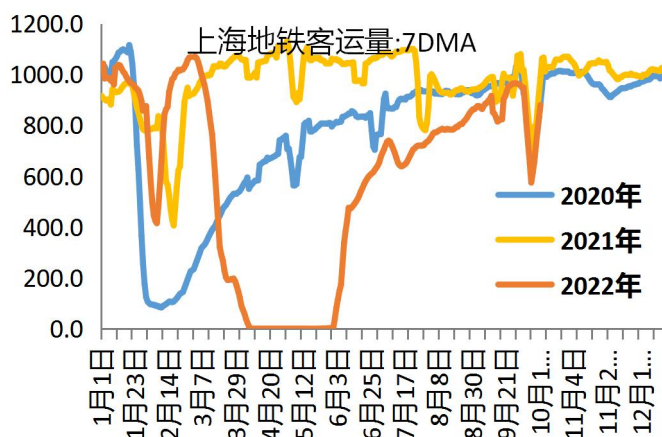
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：全国拥堵延时指数



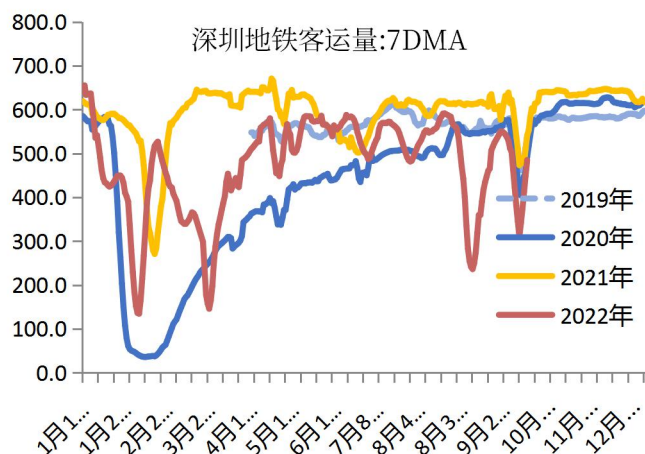
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 上海地铁客运量 (万人次)



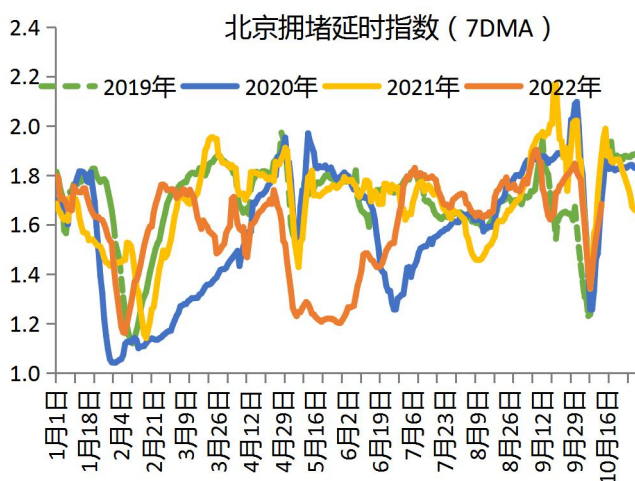
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 深圳地铁客运量 (万人次)



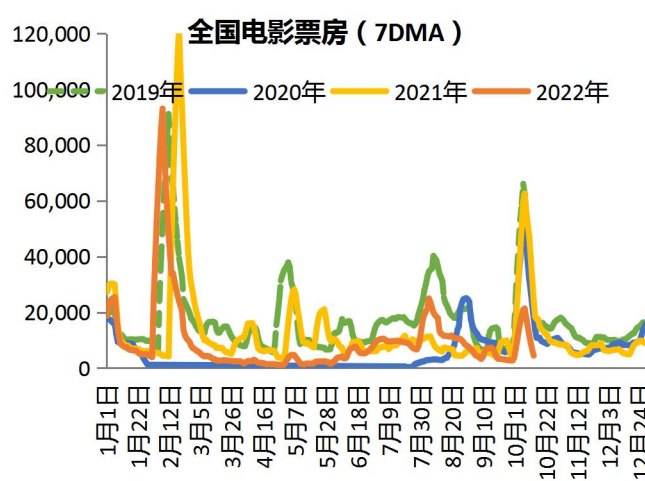
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 北京拥堵延时指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 全国电影票房 (万元)

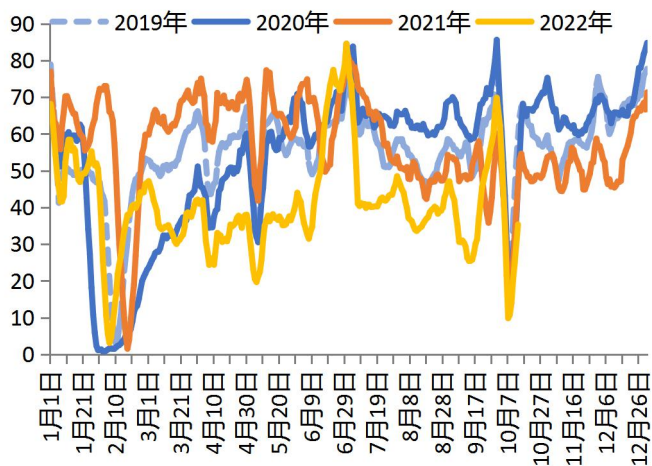


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 需求:

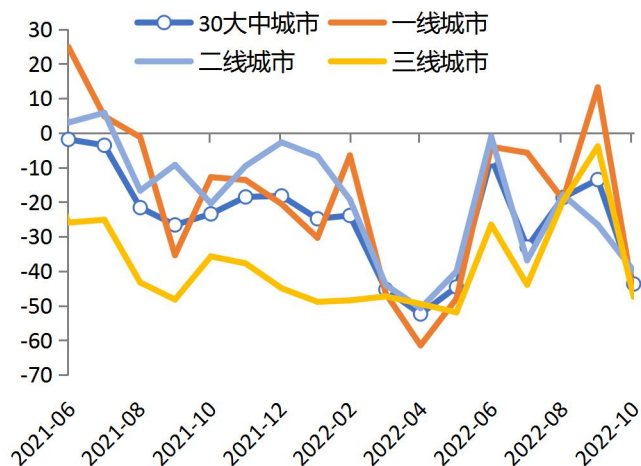
假期前地产政策三箭齐发, 包括差异化房贷政策、住房置换个税退税优惠、首套房公积金贷款利率下调, 近期 30 城商品房成交面积与土地成交等高频数据有所回升, 但仍显著低于季节性表现, 截止至 10 月 13 日, 30 大中城同比降幅再度扩大至-43.7%, 居民和房企信心不足的主要矛盾仍未改善, 房价预期偏弱叠加收入增速走弱下居民加杠杆动力不足, 地产政策放松效果尚待进一步传递。

图 30: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



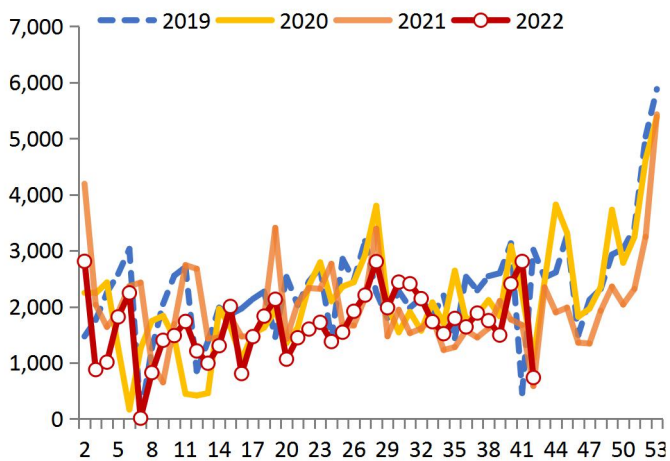
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 30 城商品房成交面积同比 (%)



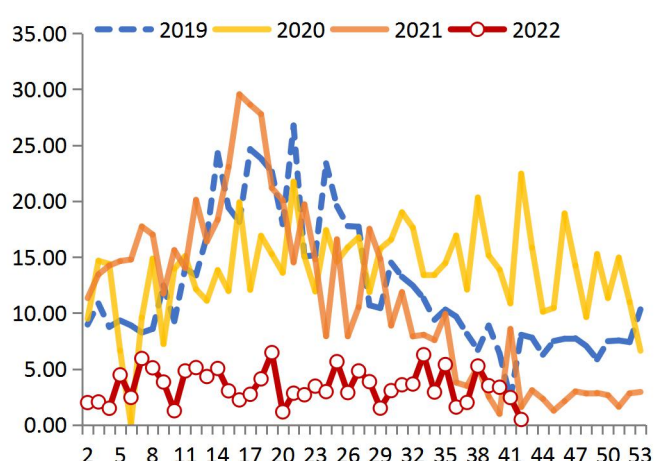
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 百城土地成交溢价率 (%)

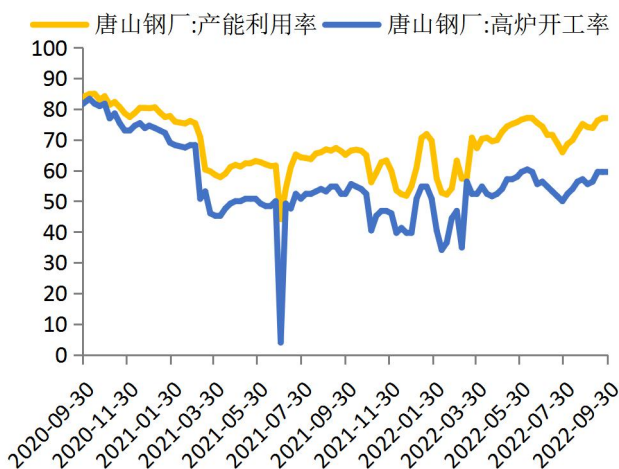


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 生产:

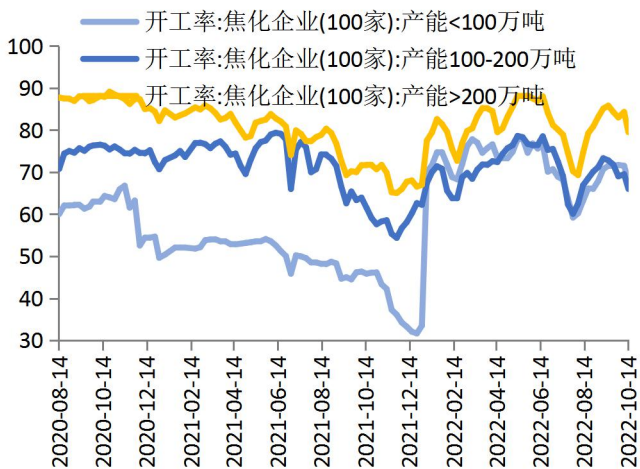
节后生长端整体平稳, 开工率窄幅波动, 而随着基建开工的加快落地, 石油沥青开工率和水泥发运率继续上行, 助力实物工作量形成。

图 34: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



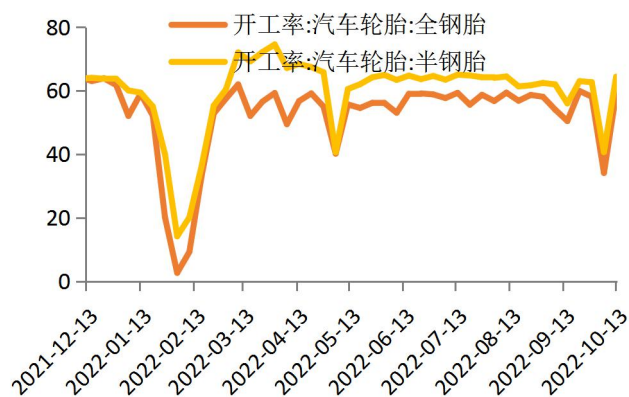
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 焦化企业开工率 (%)



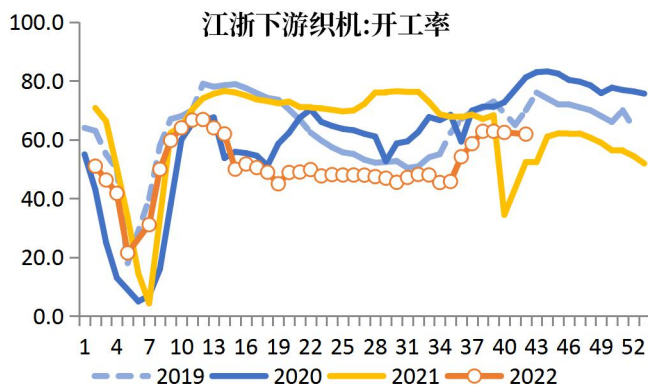
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



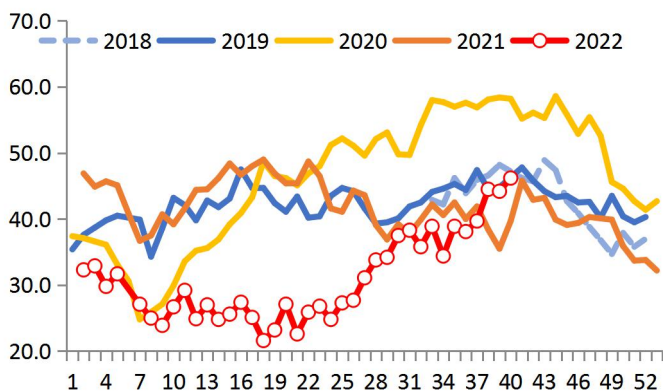
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 江浙下游织机开工率 (%)



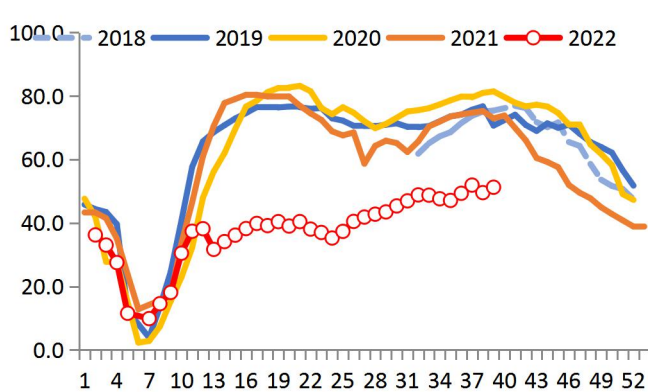
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 全国水泥发运率 (%)

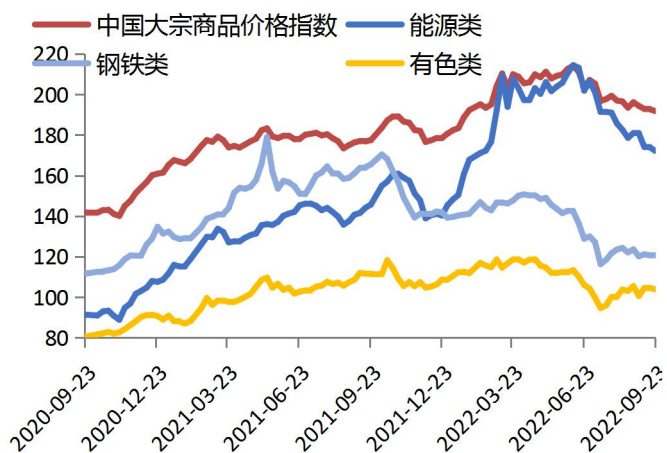


资料来源: Wind, 优财研究院

4. 工业品价格:

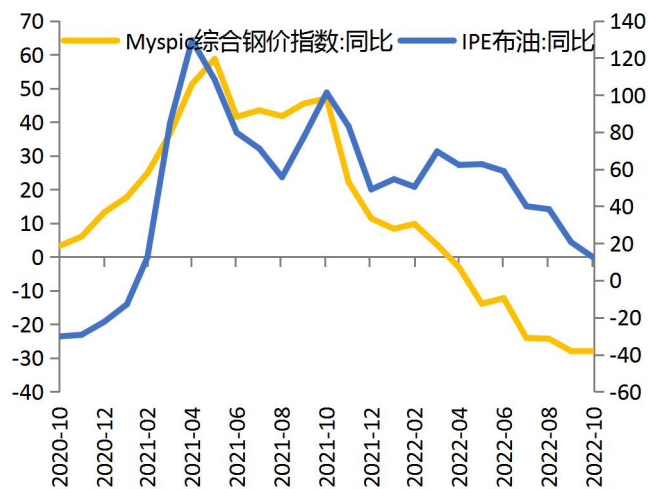
OPEC+减产下原油价格短期有所反弹，供给端扰动下大宗商品价格偏于震荡。

图 40: 大宗商品价格指数



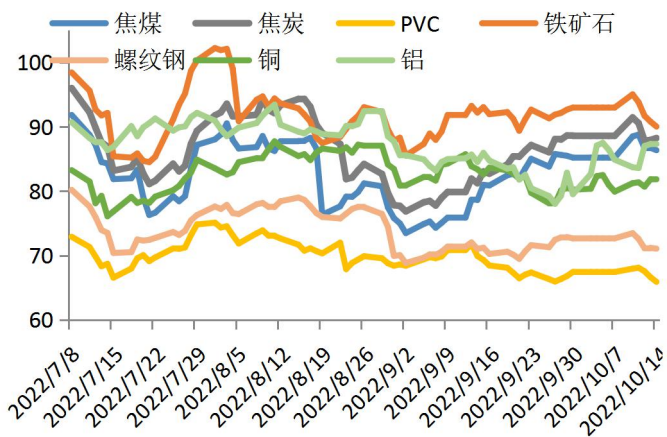
资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 钢价指数&布油同比 (%)



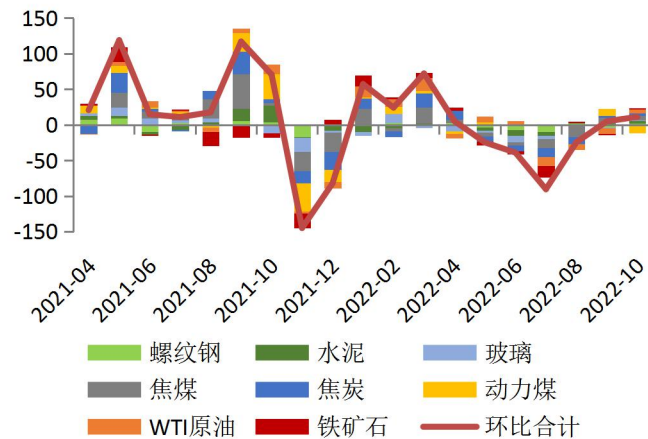
资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 工业品价格月度环比 (%)

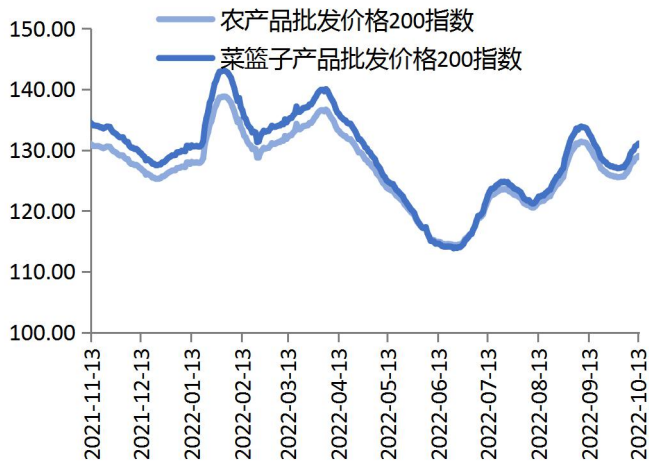


资料来源: Wind, 优财研究院

5. 通胀：

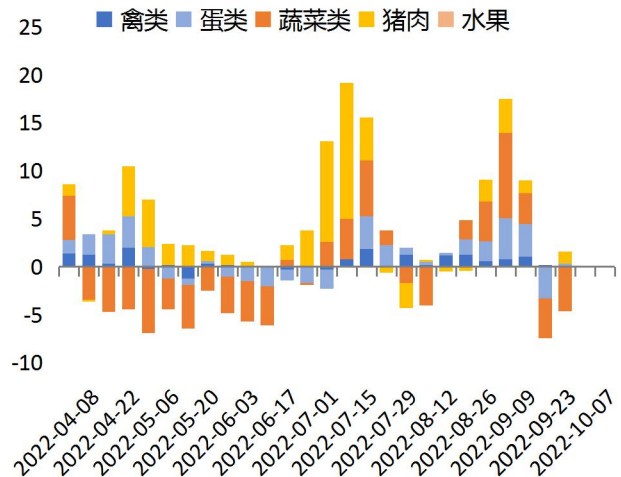
节后消费支撑减弱，但散户猪场出栏意愿偏差，供给紧缺下猪肉价格加速上行，而进入秋季，极端高温天气消退叠加新季上市，鲜菜水果价格低于季节性回落。

图 44：农产品批发价格 200 指数



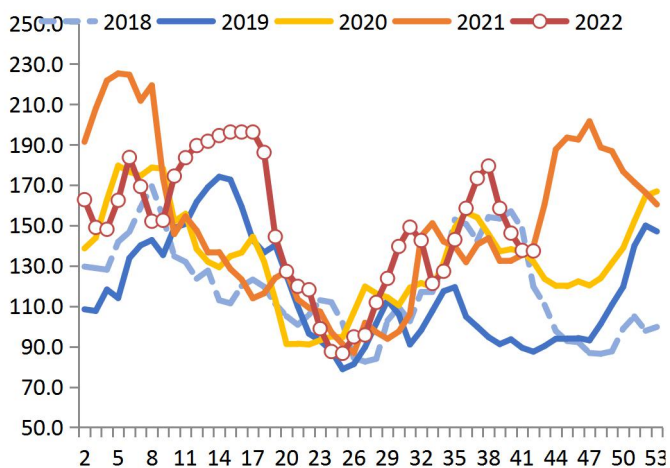
资料来源：Wind，优财研究院

图 45：食用农产品价格指数:周环比 (%)



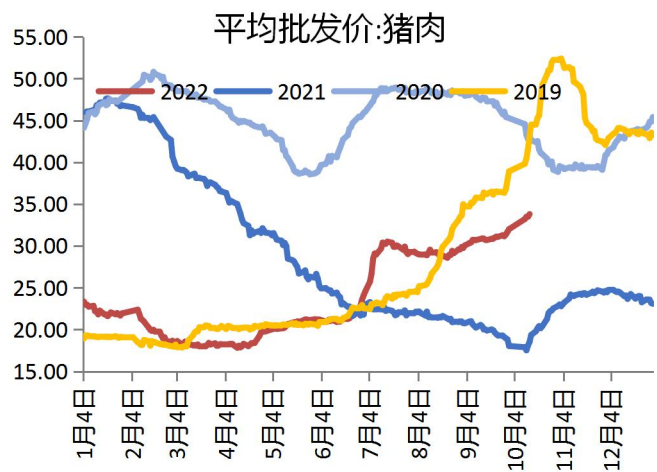
资料来源：Wind，优财研究院

图 46：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 47：猪肉平均批发价（元/千克）



资料来源：Wind，优财研究院

四、风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

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/>