

2021年9月12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

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxinqh.com



PPI-CPI 剪刀差又创新高，严监管弱需求叠加下社融增速下行

内容提要

本周宏观方面主要事件有：1) CPI 和 PPI 分化加剧，CPI 回落、PPI 反弹，剪刀差又创新高。8 月 CPI 受到猪价持续下跌和疫情反弹的压制，9-11 月有望回升，总需求不足下成本压力仍然难以向下游传导，核心 CPI 回升预计仍将缓慢。PPI 供给端因素仍占主导，大宗商品在需求放缓+供给冲击不确定性仍强下维持震荡走势，三季度 PPI 同比仍将维持高位徘徊，9、10 月仍有继续小幅反弹可能性，年底有望回落。PPI-CPI 剪刀差又创新高，制造业成本端压力较大，需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”明显。2) 8 月社融增速延续下行，仍体现“严监管+弱需求”的影响。地产政策和地方隐性债务严监管压制居民和企业中长贷，8 月政府债融资明显加快，体现财政的加快落地，但受去年高基数的压制下当月仍为负贡献。企业短贷低、票据融资高的结构延续，票据冲量也体现了政策的托底意图，8 月下旬央行召开信贷座谈会后 9 月初再次提供 3000 亿支小再贷款，政策层面的积极应对或对信贷内生动力形成一定支撑。随着社融高基数效应的逐渐消退、以及财政加快发力的背景下，社融继续大幅收缩的概率降低，四季度或有望小幅企稳。3) 货币政策司司长孙国峰在国务院政策例行吹风会上表示，在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行。孙司长讲话引发市场货币政策“转鹰”热议，我们认为更多的是市场的断章取义和片面解读，更多的是在强调当前我国流动性和市场利率调控框架的完善，央行当前预期管理效果较好，流动性供求保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动，因此金融机构对预防性流动性的也相应需求降低，使得相应维护货币市场平稳运行所需要的流动性下降。

经济动能趋弱叠加资金面充裕下，债市偏强的局面有所支撑。但过多计入货币政策乐观预期、地方债发行放量、以及净值化改造可能形成的债券赎回与净值下跌的负反馈，均或形成利率形成向上的触发剂，债市扰动逐渐增加，利率的下行空间也较为有限，做多赔率不足，9 月资金面扰动增加下利率面临一定调整压力。不过经济动能放缓决定债市调整空间也相对有限，真正看空的不多，调整后做多意愿仍较强。对于股市来说，经济动能放缓弱化业绩预期，狭义流动性不紧、但广义流动性还不松，难以出现趋势性机会，权益市场三季度仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主，而以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，随着广义流动性回暖下届时指数压力有望逐步缓解。

风险提示

美联储 QE 退出进度超预期，地方债供给节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、CPI 和 PPI 分化加剧，剪刀差又创新高

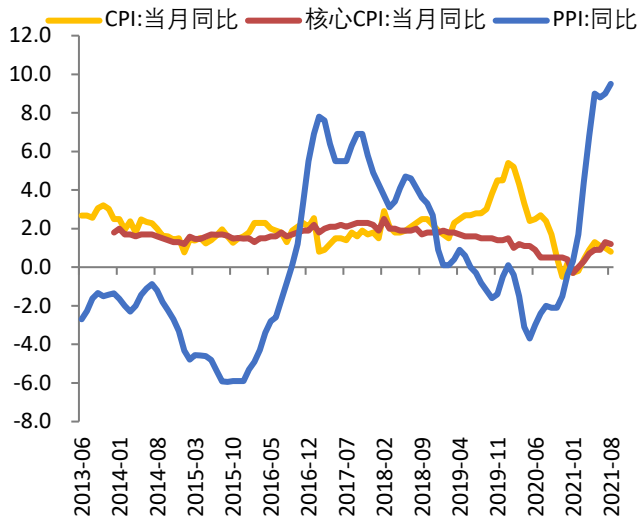
8 月 CPI 同比 0.8%，市场预期 1.0%，前值 1%；环比 0.1%；8 月 PPI 同比 9.5%，创 2008 年 8 月以来新高，市场预期 9.1%，前值 9%；环比 0.7%。

CPI 持续受到猪价下跌的压制，同时 8 月国内疫情反弹也影响非食品和服务价格，大部分分项环比表现均弱于季节性，总需求不足下成本压力仍然难以向下游传导。随着中秋国庆消费高峰的来临，猪肉消费有望对猪价形成支撑，叠加基数效应，食品价格同比有望抬升，而非食品价格短期或也受疫情收敛和双节的提振，9-11 月 CPI 有望回升，但总需求承压下成本端压力仍难向下游传导，核心 CPI 回升预计仍将缓慢。

8 月 PPI 同比增速反弹并创新高，供给端因素仍占主导，煤炭、铝等涨幅较大，原油价格受全球疫情反弹影响回落，黑色金属涨势偏弱。PPI-CPI 剪刀差又创新高，制造业成本端压力较大，需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”明显。我们预计大宗商品在需求放缓+供给冲击不确定性仍强下整体维持震荡走势，三季度 PPI 同比仍将维持高位徘徊，且 9、10 月仍有继续小幅反弹可能性，年底有望回落。

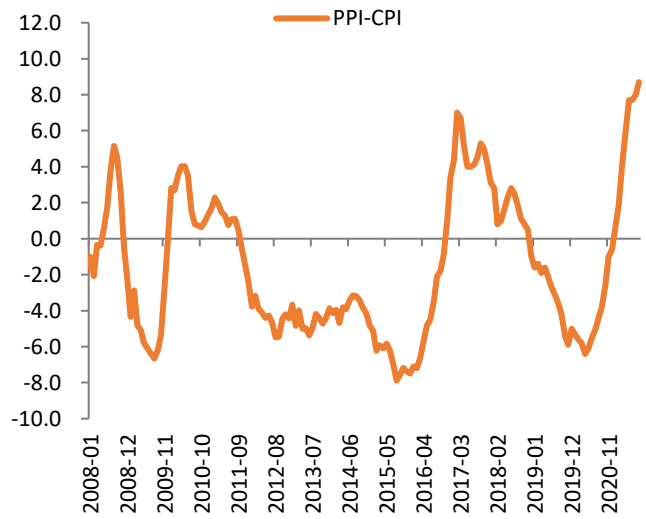
在 PPI-CPI 剪刀差持续创新高、内需不足的宏观环境下，通胀并不是当前政策的主要矛盾，货币政策保持流动性合理充裕取向不变，未来结构性货币政策仍是重点，四季度政府债发行放量叠加 MLF 大量到期下存在再次降准的可能，但经济增速维持潜在增速附近降息缺乏触发剂。周期性风险压力下财政需要更有作为，基建温和托底仍有必要，不过政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，温和托底概率更高，明年大概率财政前置。

图 1: CPI 和 PPI 分化加剧 (%)



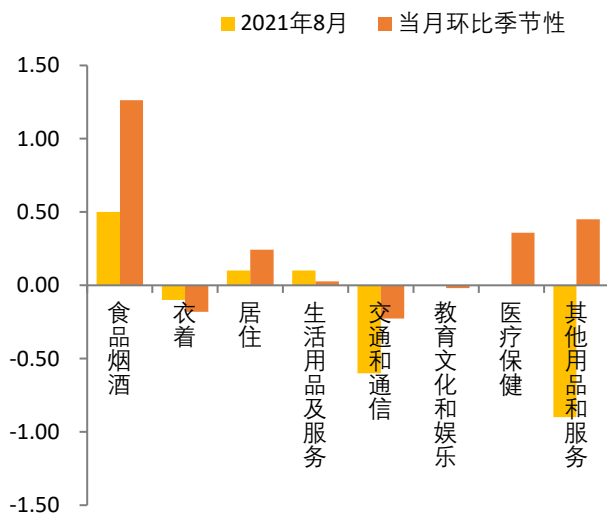
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: PPI-CPI 剪刀差又创新高 (%)



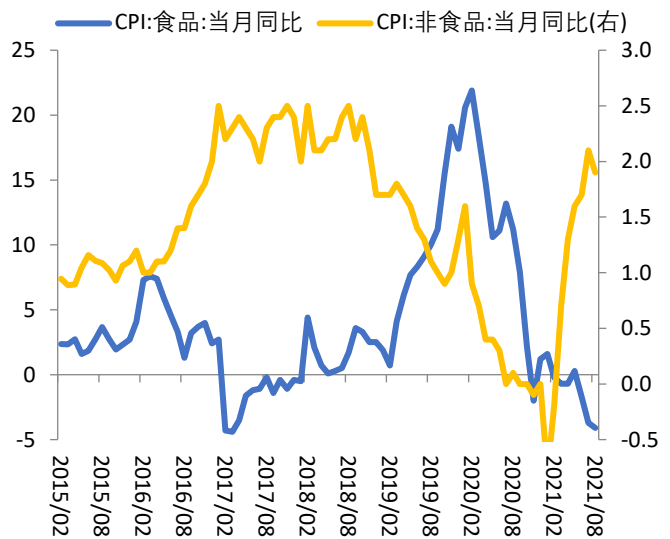
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 大部分分项环比表现均弱于季节性 (%)



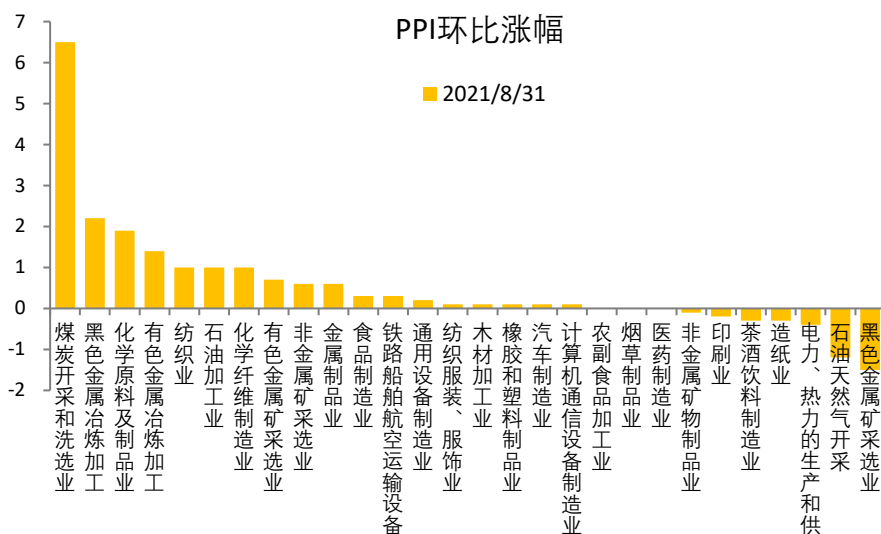
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



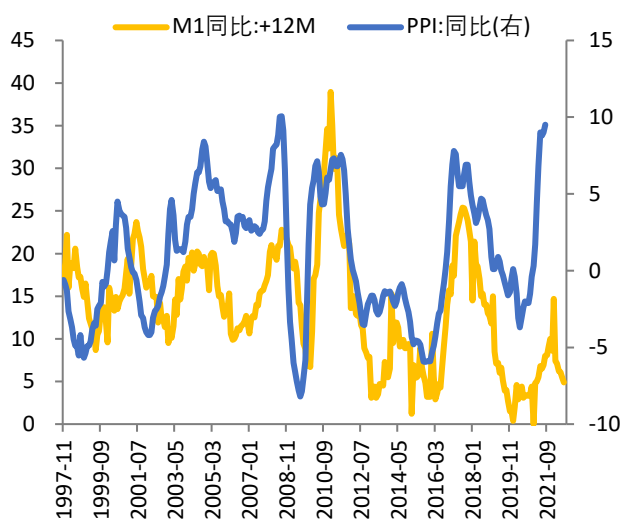
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 上游煤炭价格涨幅居前 (%)



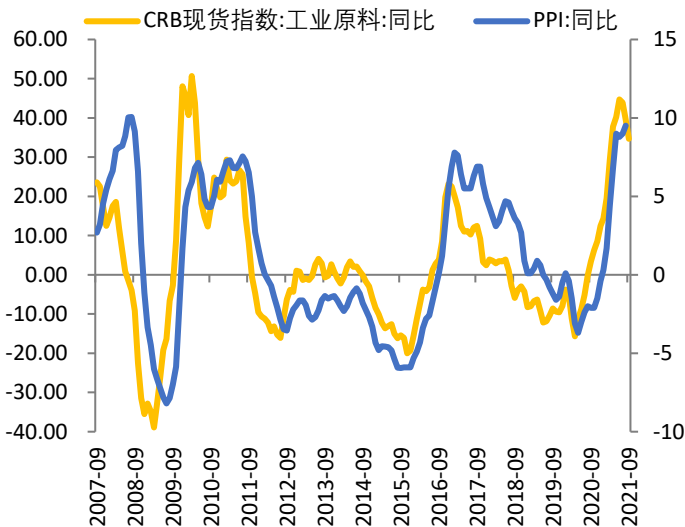
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: M1 与 PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 工业品价格高位震荡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、社融增速延续下行，“严监管+弱需求”叠加

央行公布 2021 年 8 月金融数据:

(1) 新增人民币贷款 12200 亿元，市场预期 14100 亿元，前值 10800 亿元。

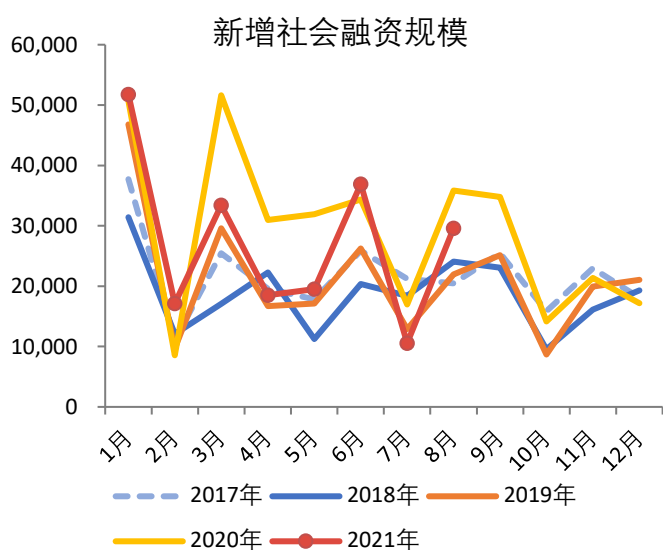
(2) 社会融资规模 29600 亿元，市场预期 28600 亿元，前值 10566 亿元。

(3) M2 同比 8.2%，市场预期 8.3%，前值 8.3%；M1 同比 4.2%，前值 4.9%。

8 月社融增速延续下行，仍体现“严监管+弱需求”的影响，政府债、居民、企业中长贷及非标均有拖累。1) 8 月政府债融资明显加快，体现财政的加快落地，但受去年高基数的压制下当月仍为负贡献；2) 地产政策持续趋严下需求端有所降温，对居民部门贷款形成抑制；3) 而在经济放缓和地方隐性债务严控的背景下，企业中长贷同比少增幅度也有所扩大。4) 信托贷款和委托贷款延续今年以来的整体收缩格局。

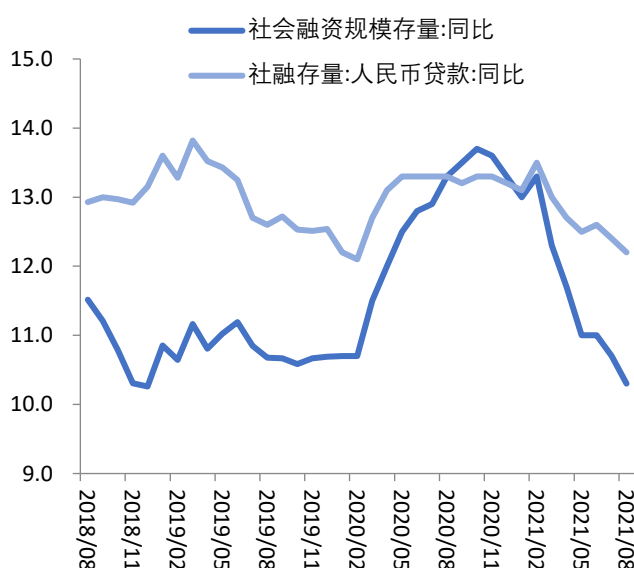
企业短贷低、票据融资高的结构延续，8 月票据融资继续大幅多增，体现在银行信用供给充裕但金融政策偏紧的环境下，银行采取票据冲量的方式冲抵信贷额度。这同时也显示了政策的托底意图，8 月 23 日央行信贷形势分析座谈会提出“保持信贷平稳增加仍需努力”，9 月份又新增 3000 亿元再贷款，政策层面的积极应对或对信贷内生动力形成一定支撑。随着社融高基数效应的逐渐消退、以及财政加快发力的背景下，政府债发行有望保持较高水平，社融继续大幅收缩的概率降低，随着四季度政府债同比增量的逐渐扩大，社融增速或有望小幅企稳。

图 8：新增社融规模（亿元）



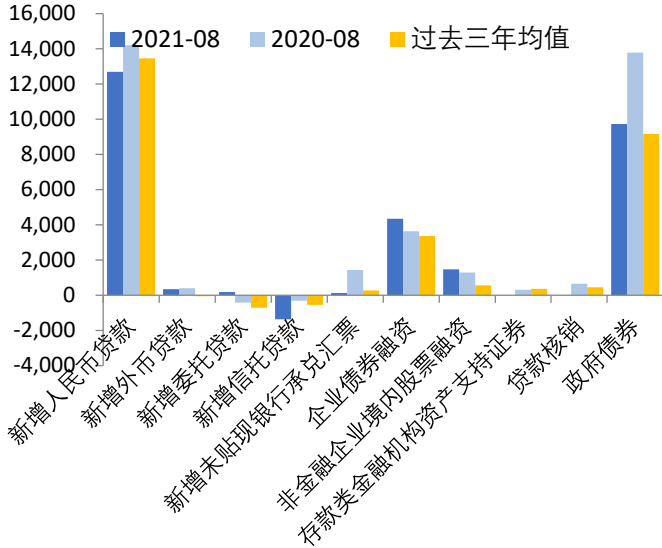
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：社融存量增速延续回落（%）



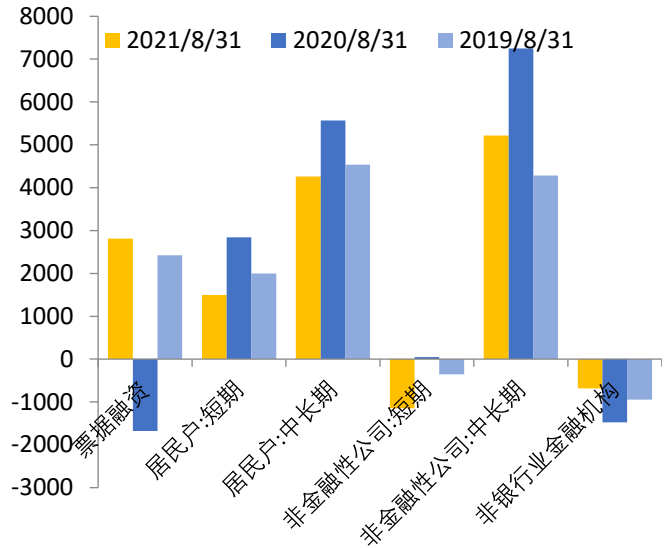
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 社融分项 (亿元)



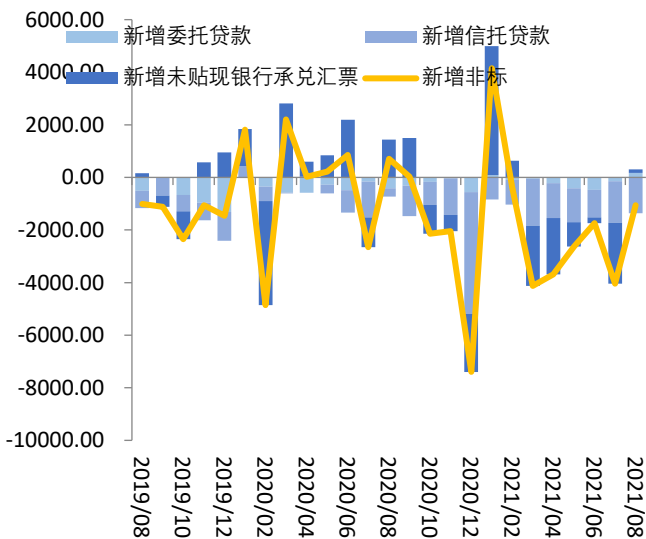
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 居民、企业中长贷同比均走弱 (亿元)



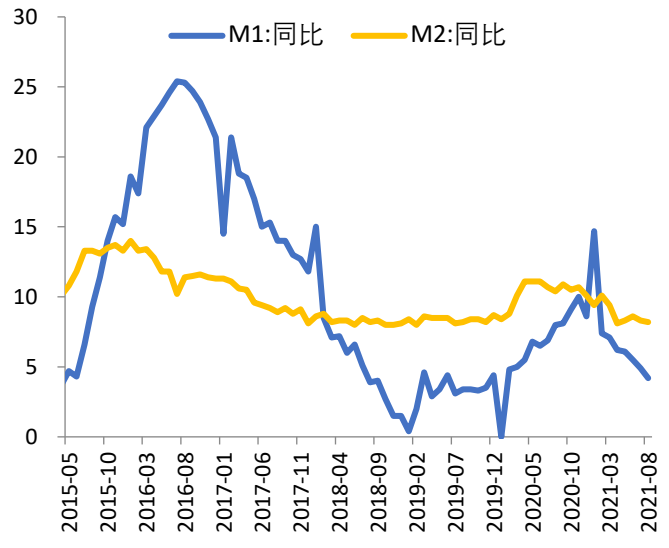
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 非标融资延续年内收缩格局 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: M1、M2 (%)



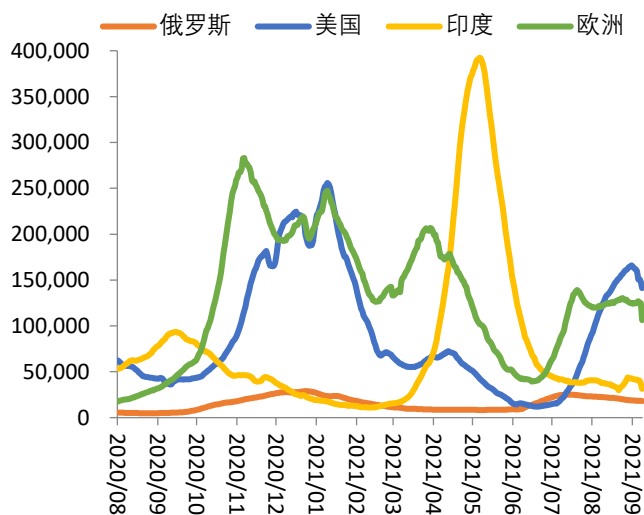
资料来源: Wind, 优财研究院

三、海外疫情和经济活动跟踪

英国新增确诊病例仍在回升。受 Delta 变种病毒影响全球疫情当前不确定性仍强，8 月英美新增确诊病例仍在回升，全球经济复苏步伐一定放缓迹象，不过考虑到当前欧美疫苗完全接种比例已超 50%，对病毒的进一步传播存在较好的阻断效应，预计本轮疫情反弹对市场风险情绪影响不大。

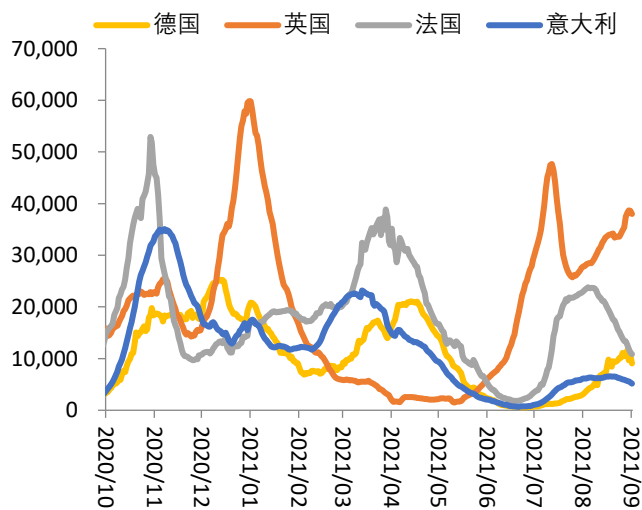
美国经济温和增长，市场关注聚焦美联储缩表进程。美联储褐皮书显示，从 7 月初到 8 月，美国经济增长略微放缓至温和水平。大部分地区的企业对近期前景仍持乐观态度。几个地区表示，企业预计未来几个月销售价格将大幅上涨。通胀持续快速上行势头开始放缓，结束近 4 个月以来通胀连续超预期、美联储提前减码的担忧。就业方面，美国至 9 月 4 日当周初请失业金人数录得 31 万人，低于预期的 33.5 万人。美联储理事鲍曼表示如果数据符合预期，今年可能会开始缩减资产购买，美国财长耶伦再次督促国会尽快就债务上限采取行动。

图 14：新冠疫情当日新增确诊病例



资料来源：Wind，优财研究院

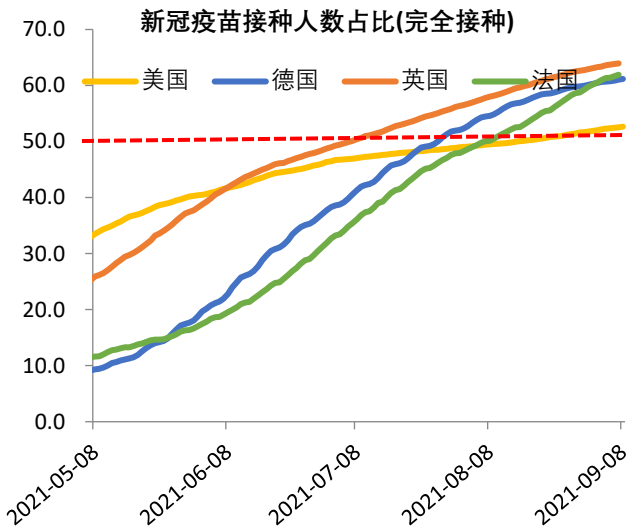
图 15：欧洲主要国家当日新增



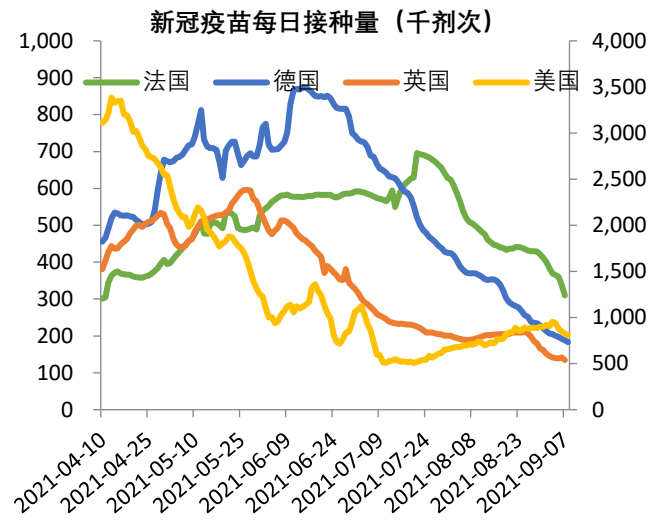
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：新冠疫苗完全接种人数占比 (%)

图 17：新冠疫苗每日接种量 (千剂次)

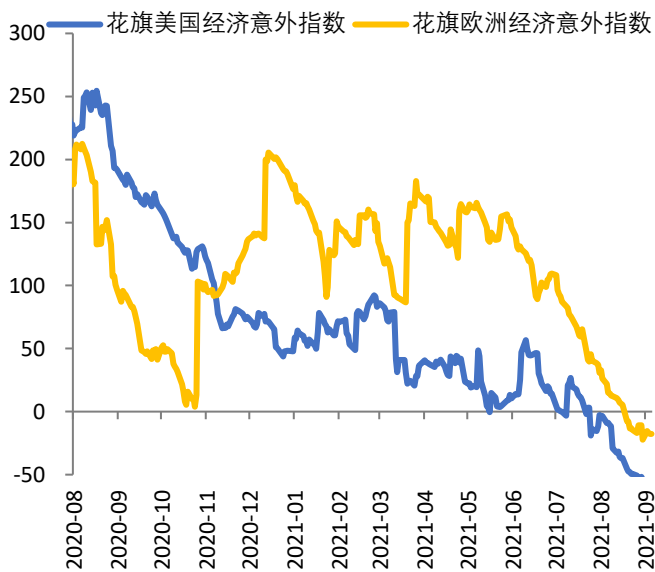


资料来源: Wind, 优财研究院



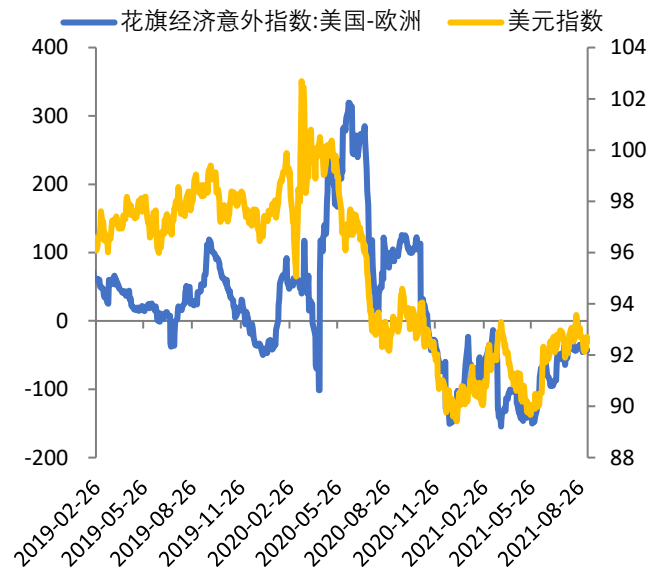
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 欧美经济意外指数持续走弱



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美欧差值 VS 美元指数



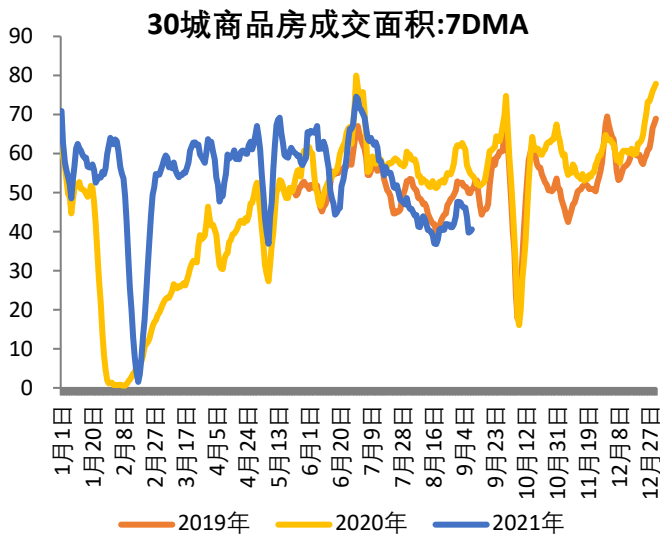
资料来源: Wind, 优财研究院

四、经济高频观察

1. 需求：9月初30大中城市商品房销售再度回落，同比降幅较上月扩大

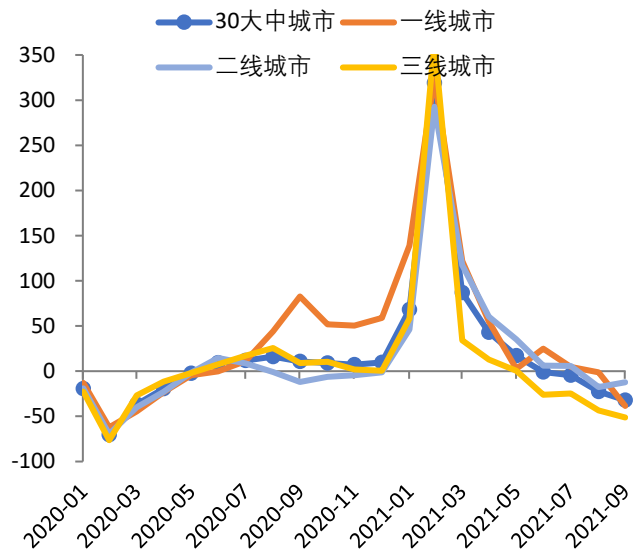
9月初30大中城市商品房销售再度回落，截止至9日，同比降幅继续较8月扩大（-32%，8月-22.7%），其中一线城市降幅明显扩大，三线城市保持偏弱。

图 20：30 城商品房成交面积（万平方米）



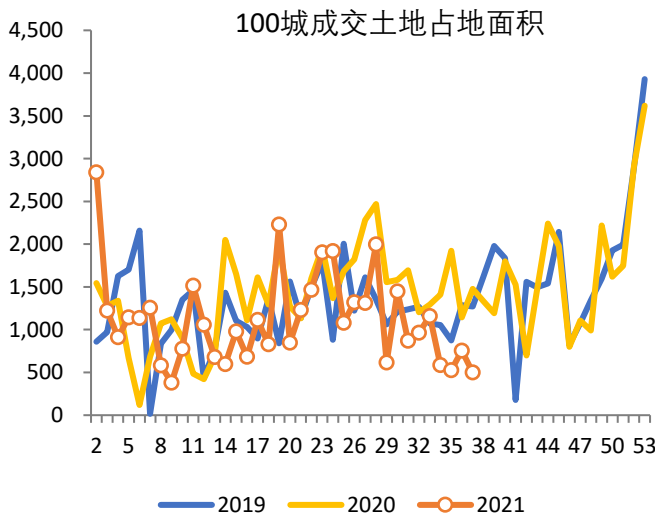
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：30 城商品房成交面积同比（%）



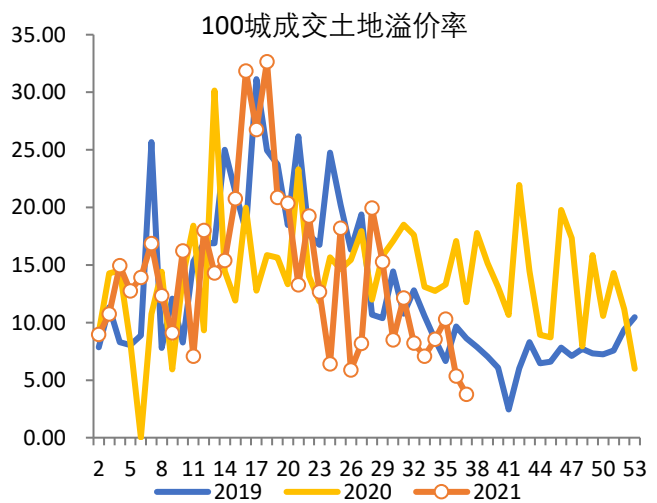
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：百城土地成交溢价率（%）



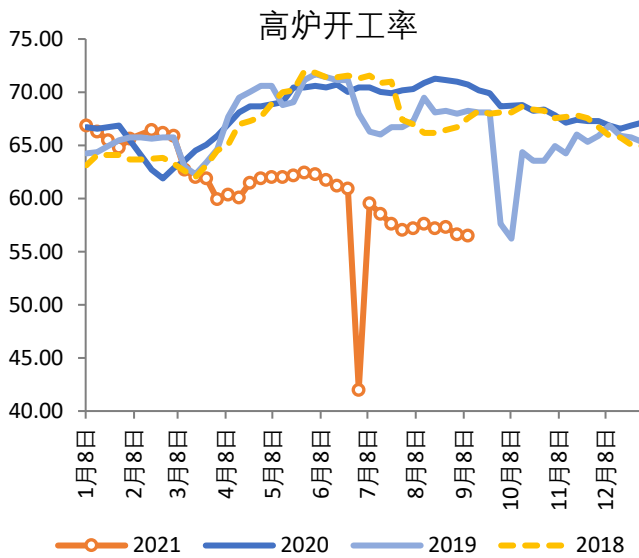
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：开工率回落，近期煤价和水泥价格加速上涨

生产端总体平稳，电厂日耗高位震荡，高炉开工整体持稳，产能利用率也小幅走高，汽车钢胎开工率延续下降趋势。

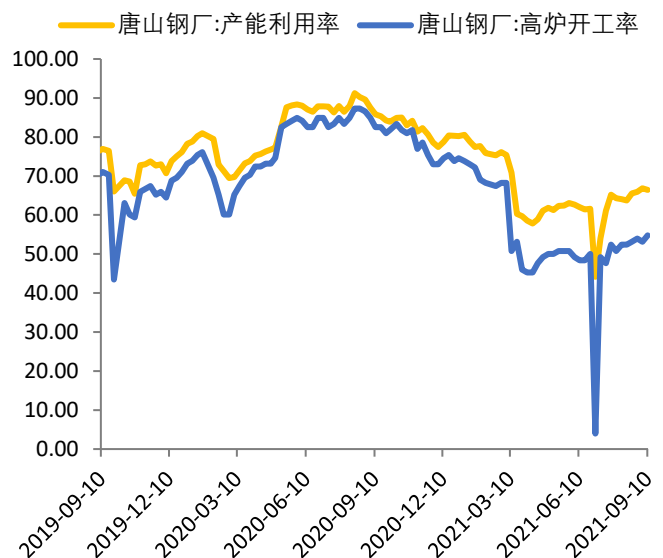
价格方面，焦炭和水泥是主要涨价部分，供给端约束下焦炭价格大幅上涨，水泥价格受旺季提振上涨加速，其他价格波动较小，钢材价格小幅上涨，玻璃价格有所反弹。

图 24：高炉开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

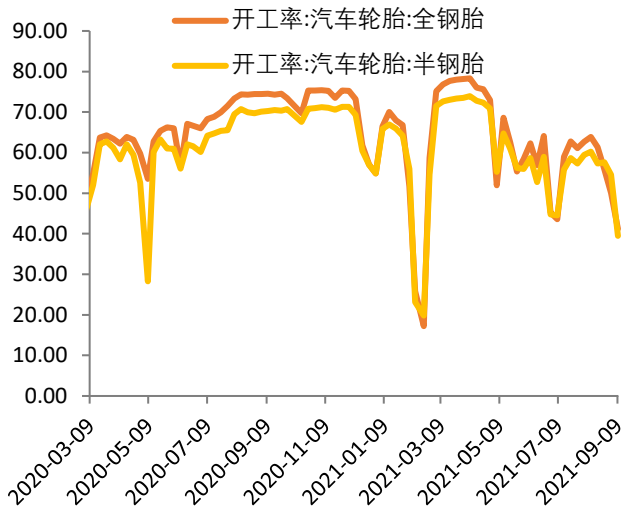
图 25：唐山钢厂高炉开工率（%）



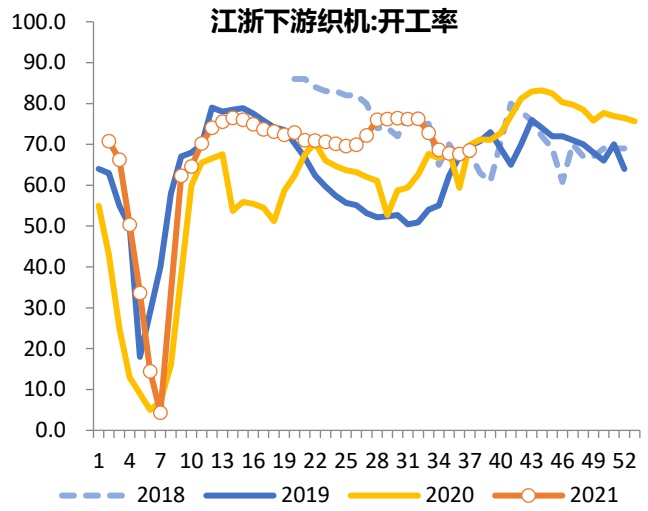
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升（%）

图 27：江浙下游织机：开工率（%）



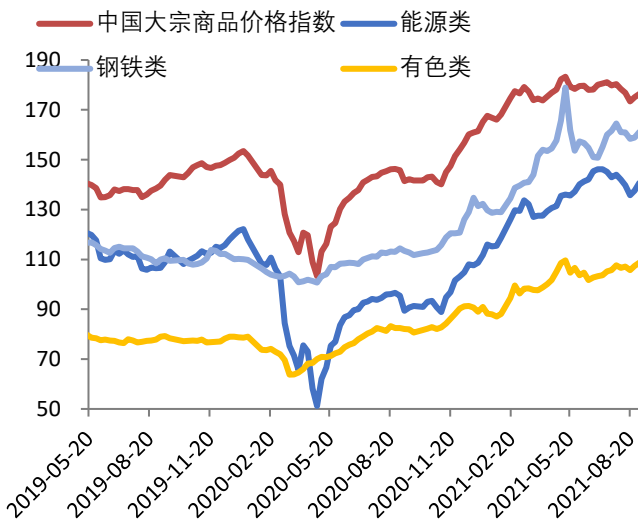
资料来源：Wind，优财研究院



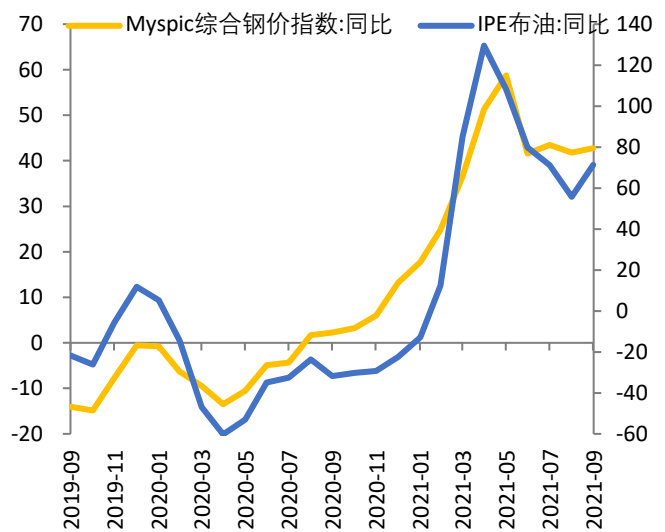
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：大宗商品价格指数

图 29：钢价指数&布油同比 (%)

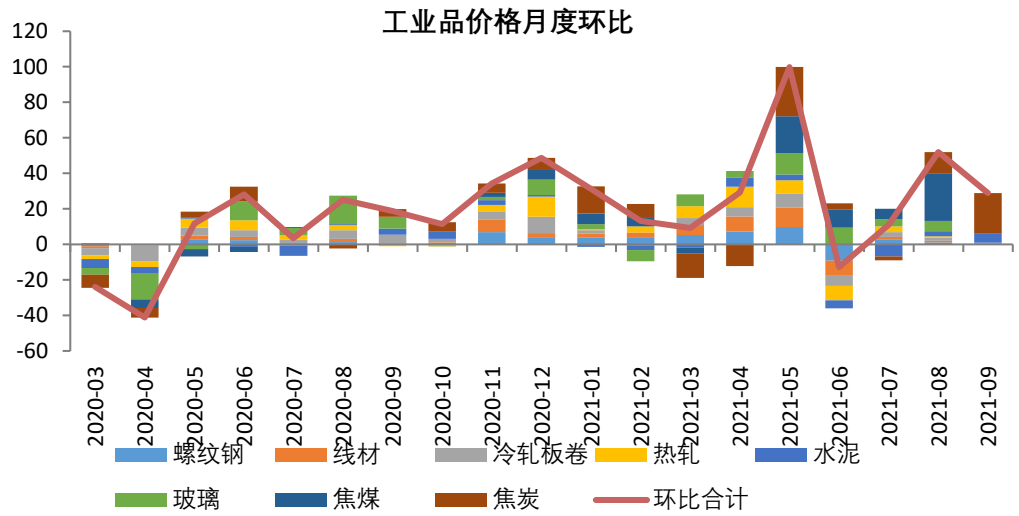


资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：工业品价格月度环比



3. 通胀：食品价格指数小幅回升，猪肉价格仍在下滑

本周农产品价格指数小幅回升，水果价格小幅反弹，牛羊肉也小幅回升，但猪肉价格仍在下滑，9月猪肉同比下跌56.2%（前值-55.7%），猪肉价格仍是CPI食品端的主要拖累。

图 31：农产品批发价格 200 指数

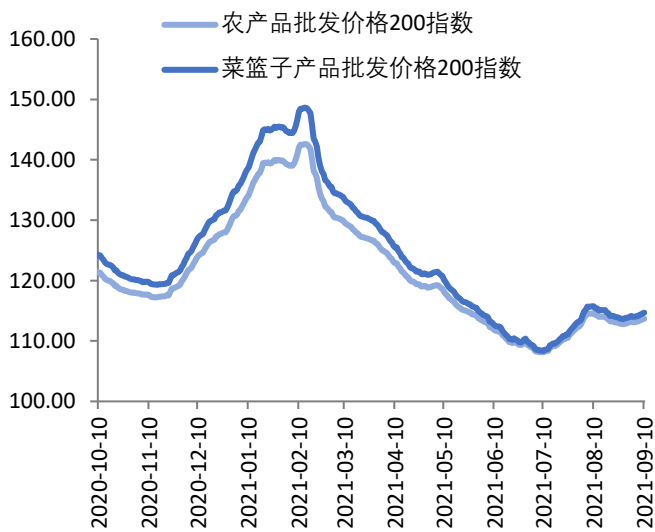


图 32：食用农产品价格指数:周环比 (%)

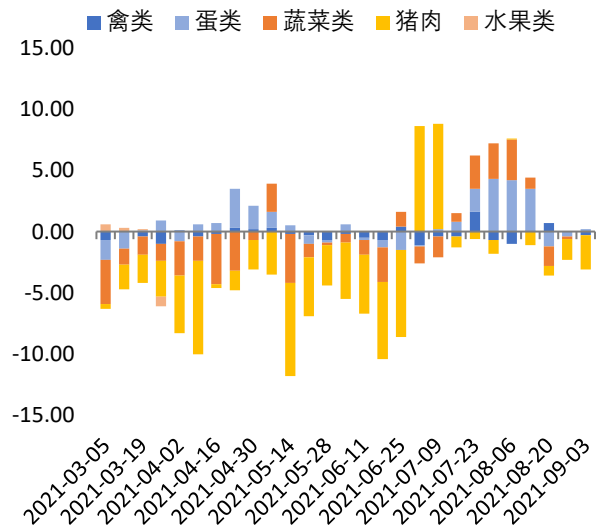
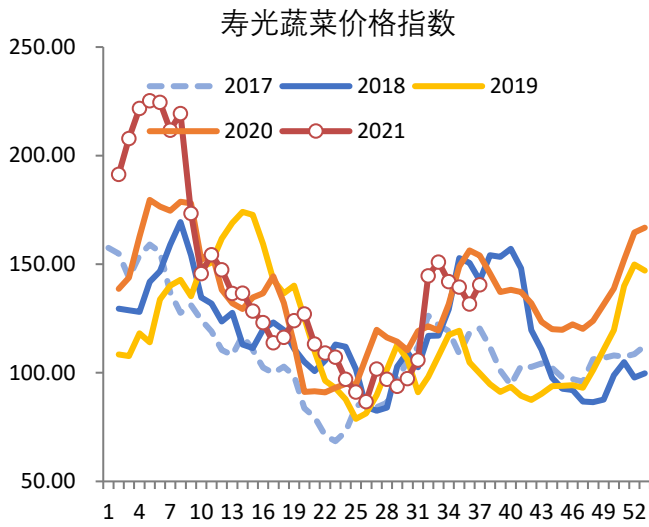
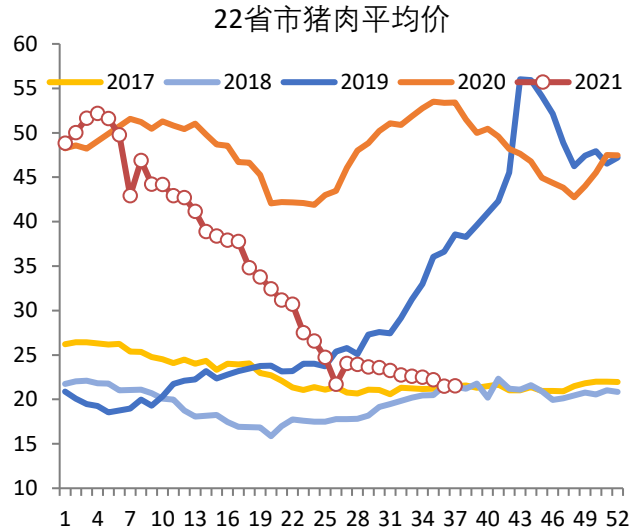


图 33: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



资料来源: Wind, 优财研究院

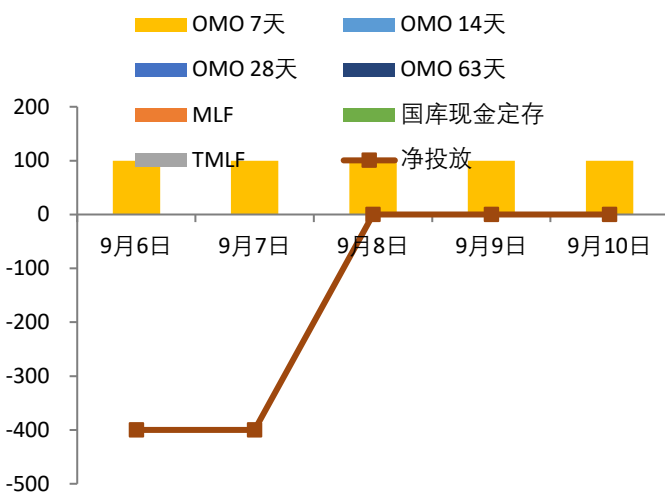
4. 资金面：银行间资金面均衡偏松，大行出资稳定性降低下市场情绪谨慎

银行间资金面均衡偏松，大行出资稳定性降低叠加下周 MLF 大量到期，市场情绪谨慎。本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购操作，本周共有 1300 亿元逆回购到期，因此净回笼 800 亿元。资金面整体均衡偏松，周内回购利率普遍小幅上行，DR007 回到 2.2% 附近，但近期大行出资稳定性降低下市场情绪有所谨慎，9 月政府债大量发行，叠加下周有 6000 亿元 MLF 到期，资金面扰动增加，流动性整体充裕下稳中有松，但资金利率或不会过低，资金利率波动或较前几个月增大。

在周二国新办举行的支持中小微企业发展政策例行吹风会上，货币政策司司长孙国峰则表示，今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行。市场不宜简单根据银行体系流动性或者超额准备金率判断流动性松紧程度，判断流动性最重要的指标是观察市场利率，特别是 DR007。

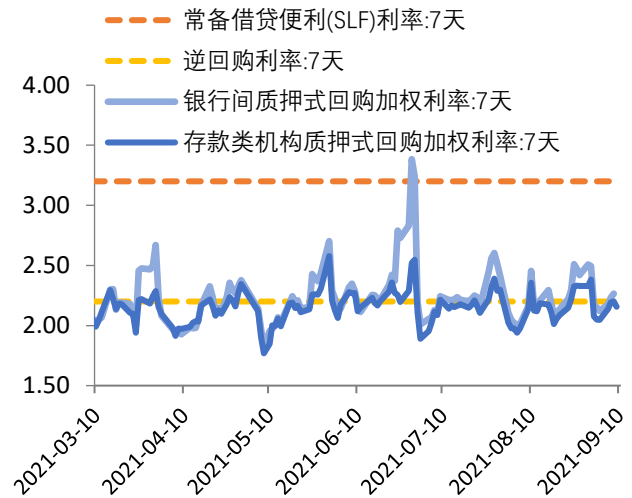
孙司长讲话引发市场货币政策“转鹰”热议，但我们认为更多的是市场的断章取义和片面解读，更多的是在强调当前我国流动性和市场利率调控框架的完善，央行预期管理效果较好，金融机构预防性流动性需求降低，使得相应维护货币市场平稳运行所需要的流动性下降。

图 35：央行本周加量投放逆回购（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 36：本周资金面收敛（%）



资料来源：Wind，优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 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，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

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/>