



2022年1月17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



需求收缩下稳增长仍是主线，政策靠前发力对应降息落地

内容提要

政策靠前发力，降息时点和幅度略超预期：央行超额续作 MLF 和 OMO 到期，并同时下调政策利率 10bp，“经济增速低于潜在水平+稳增长压力下政策适度加码+PPI 见顶回落”的宏观背景下，降息存在其必要性，经济下行压力下稳增长政策仍是宏观主要逻辑，此次降息延续了去年四季度央行例会“跨周期与逆周期结合、总量和结构双重功能”政策目标下对货币政策的积极定调，市场对此也已有较为充分的一致预期。除此之外，本次降息时点略超预期，符合中央经济工作会议“政策发力适当靠前”的要求，另一方面也或是为了应对美联储加息预期提前下国内货币宽松窗口缩短的情境，同时 10bp 的利率下调幅度也更符合以稳增长为目标的政策调整力度以及中美政策错位的背景。

需求端收缩压力仍大，稳增长仍是主线：四季度经济数据略超预期，在政策纠偏带来的供给约束减弱后，经济存在一定环比边际修复，工业生产去年 9 月以来逐月回升，出口和制造业的高景气度也对冲地产端下行压力。但需求端收缩压力仍存，生产扩张+需求收缩的结构反映供给端矛盾向需求不足切换。出口与制造业链条是当前经济的主要支撑力量，但景气度逐渐筑顶，而房地产景气仍未见底，“政策底”到“市场底”仍需要时间，冬季疫情反弹叠加居民就业收入压力仍制约消费复苏，经济下行压力下稳增长仍是主线，政策发力靠前下降息操作已快速落地，财政和基建将是一季度稳增长重心。

债市小幅利好，股市情绪略有提振：近期市场已对货币宽松有较强预期，前期长端收益率下行已对此有所“预支”，因此利好落地后债市仅有小幅上涨，冲高回落。不过此次降息时间靠前、幅度略超预期，对市场影响整体偏正面，债市后续走势关键仍在于宽信用的效果。当前“宽信用”进程仍然较慢、实体融资需求仍然偏弱的宏观背景决定债市短期风险不大，债市环境依然向好。但降息落地后，政策的想象力将有所弱化，叠加利率债供给前置、美联储加息渐行渐近，约束中期利率下行空间，预计货币易松难紧+经济稳增长预期下收益率曲线或有所陡峭。而股市情绪预计将受到降息操作的提振，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，股指整体压力不大。但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，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

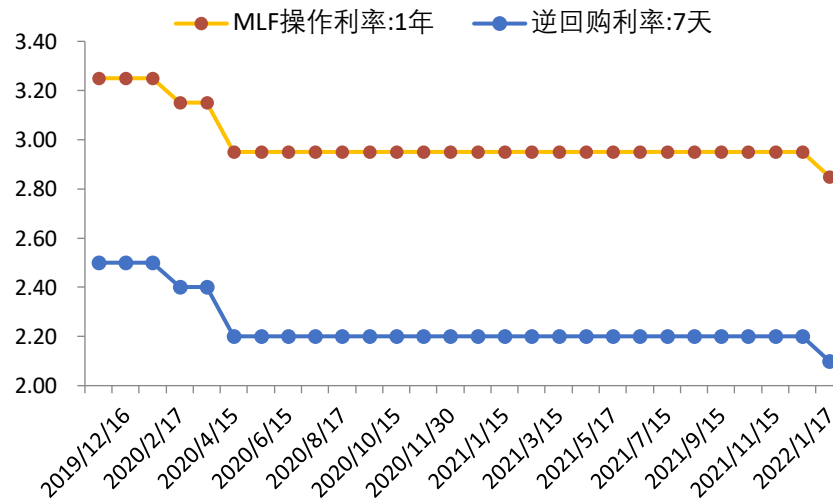
一、事件

央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，1月17日开展7000亿元1年期MLF操作和1000亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.85%、2.10%，中标利率均下降10个基点。周一有100亿元逆回购和5000亿元MLF到期，逆回购和MLF操作均加量投放。

国家统计局发布去年12月经济数据：

1) 2021年四季度GDP同比4%，两年复合增长5.2%；2021年GDP同比8.1%，两年复合增长5.1%；2) 12月工业增加值同比4.3%，两年复合增长5.8%；3) 去年1-12月固定资产投资累计同比4.9%，两年复合增长3.9%，其中制造业投资累计同比13.5%，两年复合增长5.4%；基建投资同比0.4%，两年复合增长0.6%；房地产投资同比4.4%，两年复合增长5.7%；4) 12月社会消费品零售总额同比1.7%，两年复合增长3.9%。

图1：MLF和OMO利率调降（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：宏观经济热力图

指标	同比	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	
工业增加值	当月同比% (两年平均)	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1	
固定资产投资		3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7	
基建		-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4	
房地产		-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6	
制造业		11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0	
社消零售		3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1	
出口金额		19.5	21.3	18.7	18.4	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	
进口金额		13.4	17.3	12.4	15.5	14.4	12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	
CPI		当月同比%	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2
PPI		当月同比%	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7
M1	%	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	
M2	%	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	
社融	存量同比%	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	
失业率	城镇调查	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	

资料来源：Wind，优财研究院

二、 点评

1. 政策靠前发力，降息时点和幅度略超预期

1. 此次降息市场已有预期，1、2 月份是降息窗口期。

经济下行压力下稳增长政策仍是宏观主要逻辑，央行四季度例会“跨周期与逆周期结合、总量和结构双重功能”的定调下货币政策基调更偏积极，降准降息的总量工具运用概率较此前提升，市场对于降息已有较为充分的一致预期，长端利率节前快速下行突破 2.8% 利率关口。

2. 经济增速低于潜在水平+稳增长压力下政策适度加码+PPI 见顶回落，本次降息存在其必要性。

一方面，当前经济下行压力仍大，经济增速已低于潜在增速水平，经济主要矛盾从供给端向需求端切换，总需求不足下政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币政

策易松难紧。另一方面，微观主体活力与信心不足下降息操作有助于企业降成本。同时 PPI 见顶回落进入下行周期，通胀对货币政策掣肘也明显减弱，叠加房地产预期持续偏弱、以及冬季国内疫情反复，货币政策需要积极发力。

3. 降息时点略超预期，此前市场预期更倾向于 2 月，以观测 1 月信贷数据后决定政策力度。

我们认为，一方面 1 月降息符合中央经济工作会议“政策发力适当靠前”的要求，另一方面，近期美联储加息预期提前，3、4 月份加息的概率走高，国内货币宽松窗口因此缩短。而 17 日当日有 5000 亿 MLF 到期，叠加春节临近，资金需求增加，成为 1 月的主要观测窗口。

4. 利率下调幅度为 10bp，略超市场多数预期的 5bp。

从以往经验来看，10bp 的利率下调幅度更符合以稳增长为目标的政策调整，当前经济形势需要一定的政策力度。同时，在海外货币收紧、美联储加息临近的政策错位下，尽管国内货币政策“以我为主”，但“兼顾外部平衡”仍会制约货币宽松节奏，“小步慢跑”的时间窗口或不足。

5. 债市小幅利好，股市情绪略有提振。

近期市场已对货币宽松有较强预期，前期长端收益率下行已对此有所“预支”，从 MLF 与存单利差来看市场已经隐含了不止一次的降息预期，因此利好落地后债市仅有小幅上涨，冲高回落。不过此次降息时间靠前、幅度略超预期，对市场影响整体偏正面，并不对应利好出尽，债市后续走势关键仍在于宽信用的效果。当前“宽信用”进程仍然较慢、实体融资需求仍然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。但降息落地后，政策的想象力将有所弱化，叠加利率债供给前置、美联储加息渐行渐近，约束中期利率下行空间，预计货币易松难紧+经济稳增长预期下收益率曲线或有所陡峭。

而股市情绪预计将受到降息操作的提振，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。但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，股市更好的表现需要看到信用环境进一步实质性的改善。

2. 需求端收缩压力仍大，稳增长仍是主线

四季度经济数据略超预期，在政策纠偏带来的供给约束减弱后，经济存在一定环比边际修复，工业生产去年 9 月以来逐月回升，出口和制造业的高景气度也对冲地产端下行压力。但需求端收缩压力仍存，生产扩张+需求收缩的结构反映供给端矛盾向需求不足切换。出口与制造业链条是当前经济的主要支撑力量，但景气度逐渐筑顶，而房地产景气仍未见底，“政策底”到“市场底”仍需要时间，冬季疫情反弹叠加居民就业收入压力仍制约消费复苏，经济下行压力下稳增长仍是主线，政策发力靠前降息操作已快速落地，财政和基建将是一季度稳增长重心。

1. 房地产景气仍未见底，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”。

12 月房地产开发投资同比-13.9%、两年复合增速为-3%，较前值分别回落 9.6 和 6 个百分点。12 月商品房销售额同比-17.8%、两年复合增速为-1.1%，较前值分别回落 1.5 和 0.7 个百分点。地产投资、销售仍在下滑，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”，房地产企业补库意愿不足，购地和新开工仍深度负增长，政策着力于保竣工交房下仅有竣工增速为正。

尽管房地产“政策底”已现，但地产销售端的矛盾正由“供给端的房贷额度不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，高频数据显示年初商品房销售仍弱，房地产“市场底”仍有距离。当前居民房价预期偏弱，叠加房产税等不确定性，居民主动加杠杆动力不强，房地产企业补库意愿不足仍是主要矛盾，预计一季度地产投资仍将维

持较大降幅。

往后看，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。

2. 基建投资仍在蓄力，预计一季度有望提速

12月基建投资（不含电力）累计同比-0.6%，两年复合增速为-0.3%，较前值分别回升3.0和回落0.2个百分点。基建投资同比降幅小幅收窄，但两年复合增速仍未改低迷，基建投资仍在蓄力。预计一季度基建投资有望提速，一方面去年四季度超万亿的专项债发行将主要在今年年初形成实物工作量，今年1.46万亿提前批专项债也将形成叠加效应；另一方面，地方动员提前下重大项目开工提速，项目投资效率有望提升。不过年内隐性债务约束仍在，一季度基建增速或升至5%-8%左右。

3. 制造业投资改善阻力增大、逐渐筑顶

12月制造业投资同比11.8%、两年复合增速为11%，较前值分别回升1.8和回落0.2个百分点。预计一季度制造业投资增速仍高，但改善阻力逐渐增大，制造业逐渐向主动去库存切换，房地产景气度下行叠加基建回升力度仍弱，总需求不足下扩产动力较弱，而制造业利润压力也制约企业资本开支能力，制造业投资逐渐筑顶。

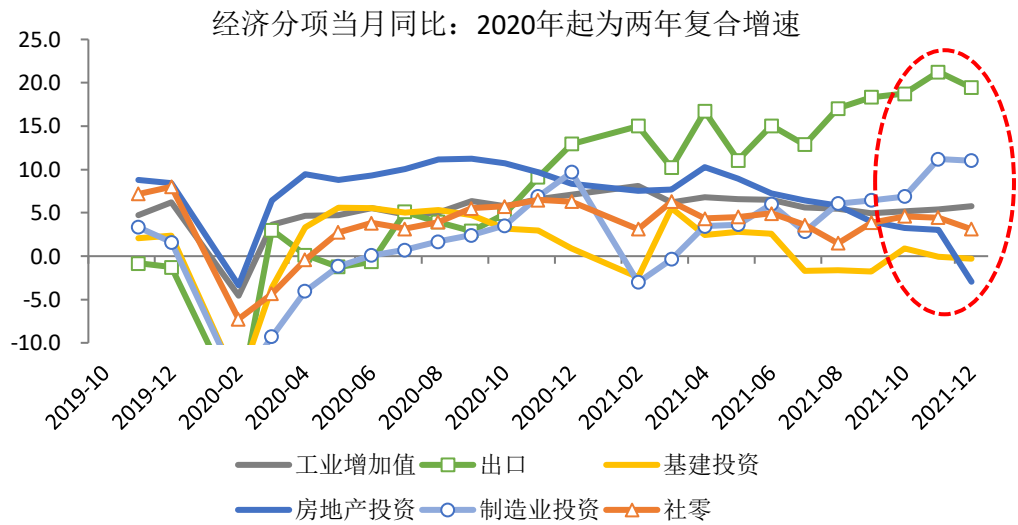
4. 疫情及就业收入压力制约消费复苏

12月社会消费品零售总额同比1.7%，明显不及预期，两年复合增速为3.9%，较前值分别回落2.2和0.5个百分点。冬季疫情反弹叠加居民就业收入压力仍制约消费复苏，可选消费表现较弱，必选消费相对稳定。

消费仍处于慢复苏路径中，疫后人均可支配收入增速仍显著低于疫情前水平，同时储蓄倾向走高+消费意愿回落下消费仍难回到疫情前水平，疫情的反复也阶段性

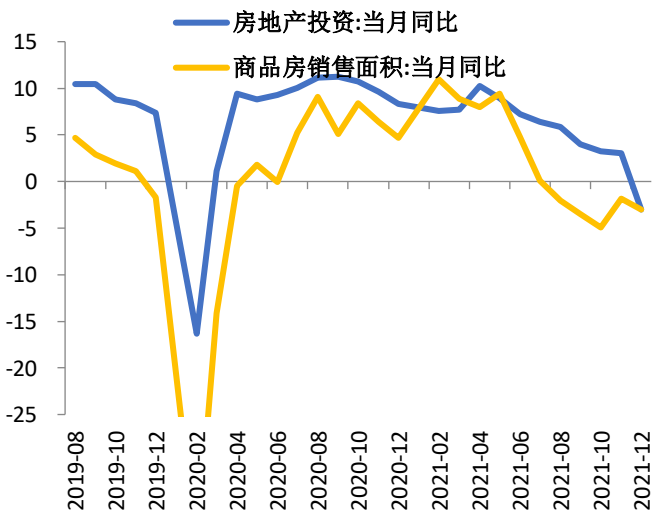
打断消费复苏的趋势。冬季疫情+房地产下行冲击+收入压力下，短期消费修复阻力仍存，中长期仍有待疫情影响收敛下社交经济的正常化、经济预期改善下居民储蓄释放、以及芯片供应改善等因素的提振。

图 3：内外动能持续分化 (%)



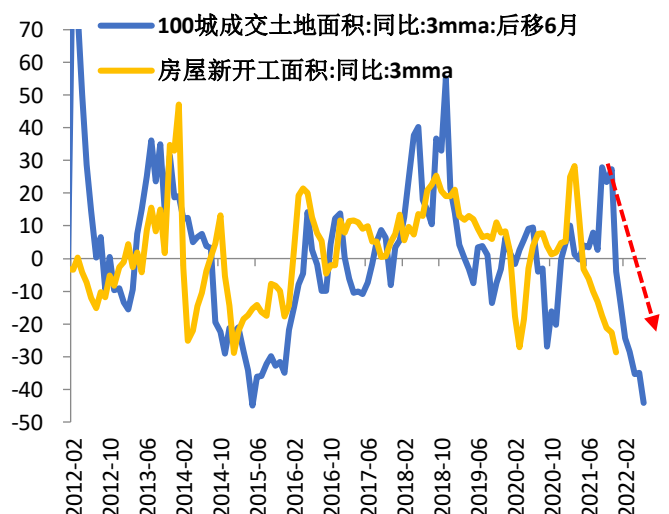
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：地产投资和销售继续下行（两年复合增速%）



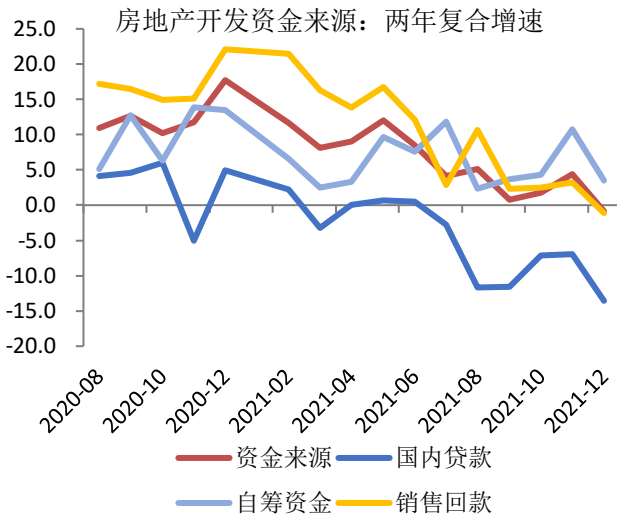
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：土地成交走弱带动新开工持续向下 (%)



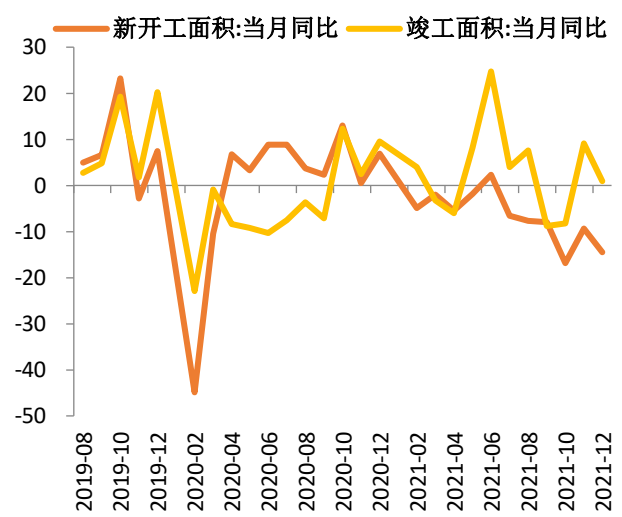
资料来源：Wind，优财研究院

图 6: 资金来源增速降至负值 (%)



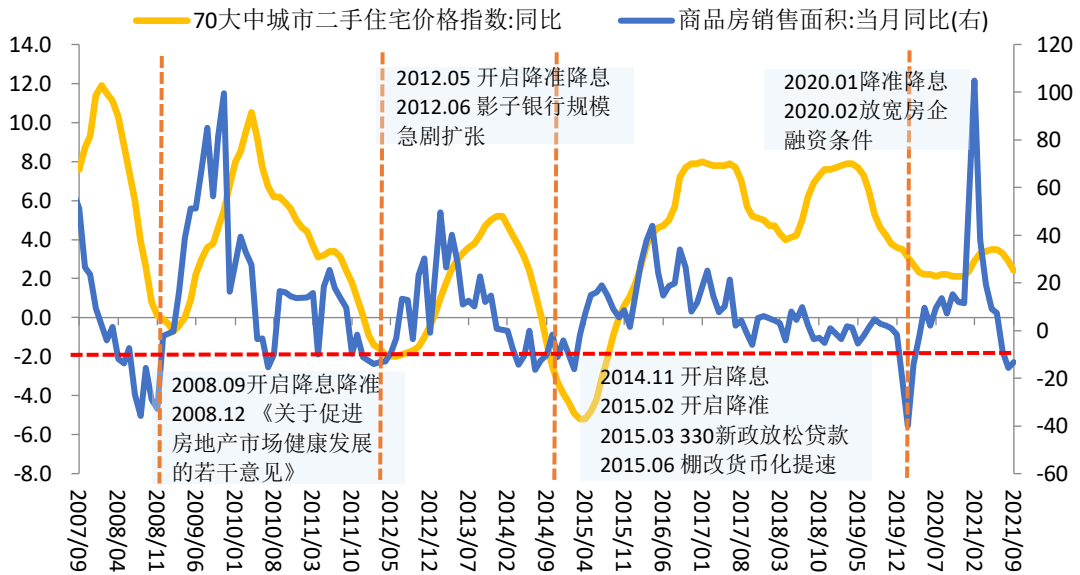
资料来源：Wind，优财研究院

图 7: 新开工增速仍深度负增长 (两年复合增速%)



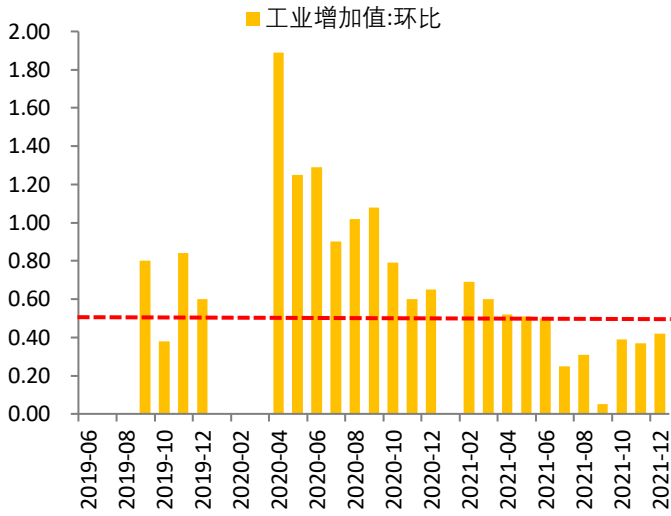
资料来源：Wind，优财研究院

图 8: 房价和商品房销售增速降至低位时通常伴随政策相应松动 (%)



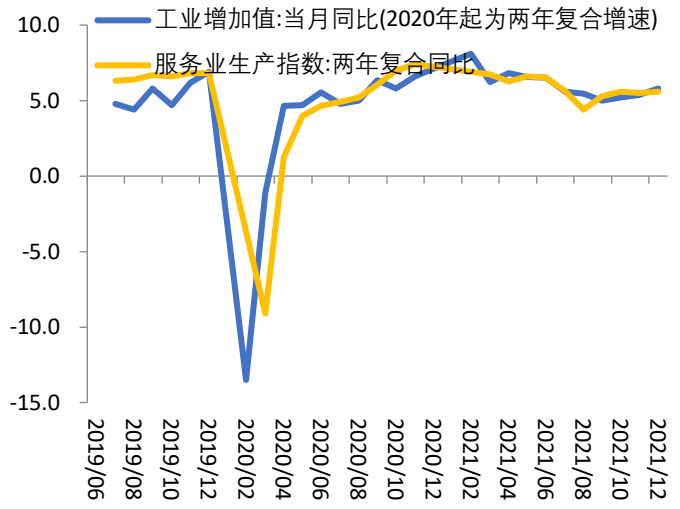
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：工业增加值环比增速回升 (%)



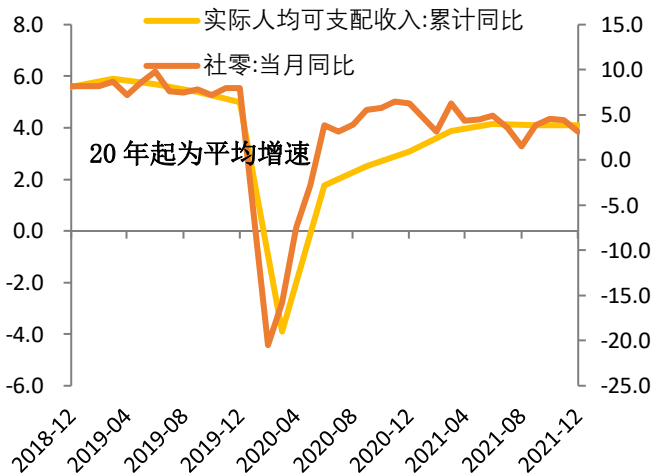
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：工业和服务业生产 (%)



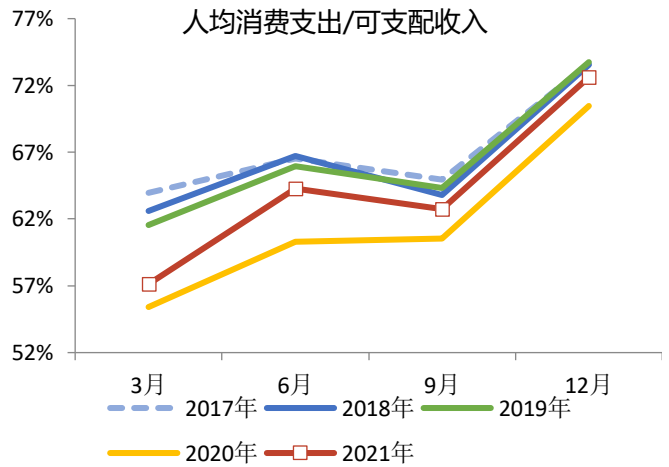
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：可支配收入增速明显低于疫情前 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：消费支出意愿偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

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/>