



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，政策端靠前发力

### 内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 1) 政策靠前发力，政策利率下调引导 LPR 报价下降。上周一央行超额续作 MLF，并下调政策利率 10bp，降息时点和幅度略超预期，同时引导本月 1 年期和 5 年期 LPR 分别下调 10 和 5bp。“经济增速低于潜在水平+政策适度加码+PPI 见顶回落”的宏观环境下，稳增长政策仍是宏观主要逻辑，降息存在必要性，货币政策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”的积极定调，美联储加息预期提前下政策靠前发力。往后看，宏观政策将继续靠前发力，货币政策勇于担当，结构性货币政策依然是主要着力点，撬动信贷及信用端，而随着一季度政府债前置发行，资金缺口下降准补缺或仍有可能出现，而财政、基建、地产政策仍是重点，需求端政策更为关键，房地产下行压力较大下政策仍有边际放松空间。2) 需求端收缩压力仍大，稳增长仍是主线。政策纠偏下供给约束减弱，四季度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。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，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”，“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。

**从经济高频观察来看：**1) 全球新增确诊病例仍在快速攀升，但美欧新增确诊似乎出现拐头迹象，近期海外美联储加息和缩表节奏是市场主要关注重心，美债收益率突破 1.8%；2) 国内需求端，商品房销售仍在下滑，“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”；3) 春节临近电厂日耗继续下降，工业品价格逐渐企稳；4) 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) 税期走款影响下流动性先松后收敛，央行加量降价投放助力资金面整体平衡。

上周降息落地叠加央行发布会宽松表态，市场进一步宽松预期下债市表现强势，LPR 报价双双下调有助于信用向宽，但融资主体依然受限下信用易稳难宽，经济下行压力弱化业绩预期，股市表现仍偏震荡。往后看，经济仍在惯性下滑、实体融资需求依然偏弱，债市短期风险不大，货币宽松也支撑债市环境向好。但从空间上看，存单利率下行至 2.4%，透支进一步宽松对利率下行的推动力量，利率继续下行缺少强有力触发剂。后续债市走势关键在于宽信用的效果，收益率曲线或仍继续陡峭，而股市短期仍以结构性机会为主，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、国内确保一季度经济平稳开局，

### 1. 需求端收缩压力仍大，稳增长仍是主线

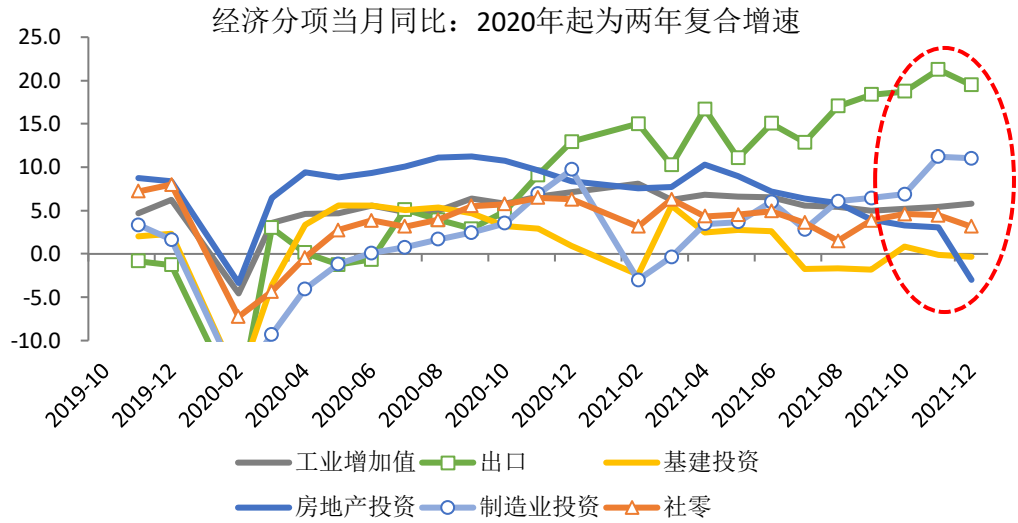
四季度经济数据略超预期，在政策纠偏带来的供给约束减弱后，经济存在一定环比边际修复，工业生产去年 9 月以来逐月回升，出口和制造业的高景气度也对冲地产端下行压力。但需求端收缩压力仍存，生产扩张+需求收缩的结构反映供给端矛盾向需求不足切换。出口与制造业链条是当前经济的主要支撑力量，但景气度逐渐筑顶，而房地产景气仍未见底，地产销售端的矛盾由“供给端的房贷额度不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，“政策底”到“市场底”仍需要时间，冬季疫情反弹叠加居民就业收入压力仍制约消费复苏，经济下行压力下稳增长仍是主线，政策发力靠前下降息操作已快速落地，财政和基建将是一季度稳增长重心。

图 1：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		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	当月同比%	-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	(两年平均)	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

图 2：内外动能持续分化（%）

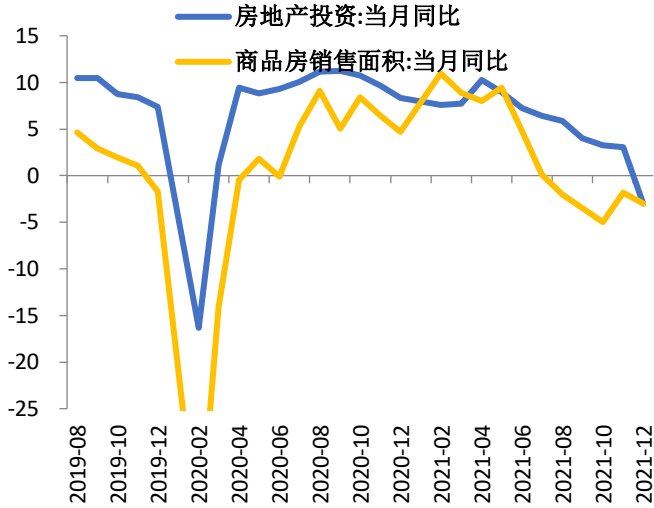


资料来源：Wind，优财研究院

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”。地产投资、销售仍在下滑，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。

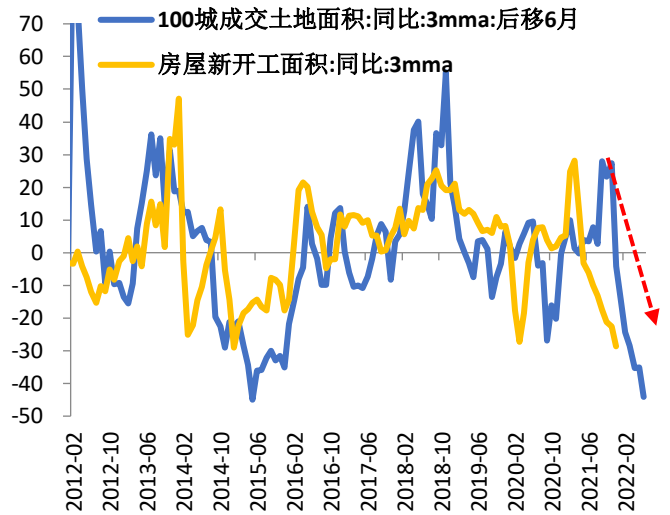
往后看，预计地产政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，随着一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力，届时政策定力或受考验。

图 3：地产投资和销售继续下行（两年复合增速%）



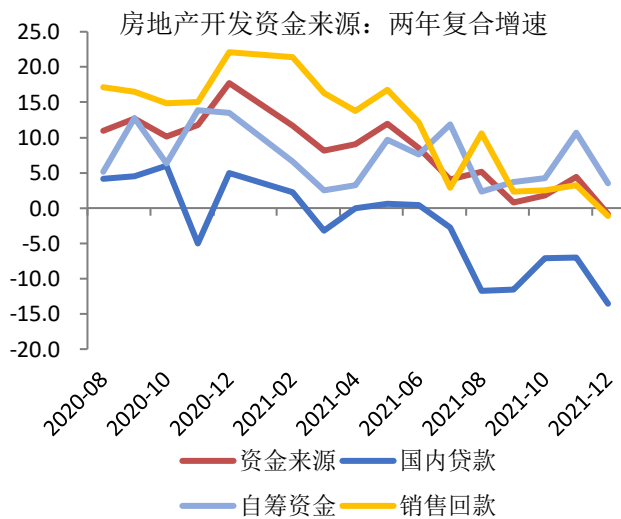
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：土地成交走弱带动新开工持续向下（%）



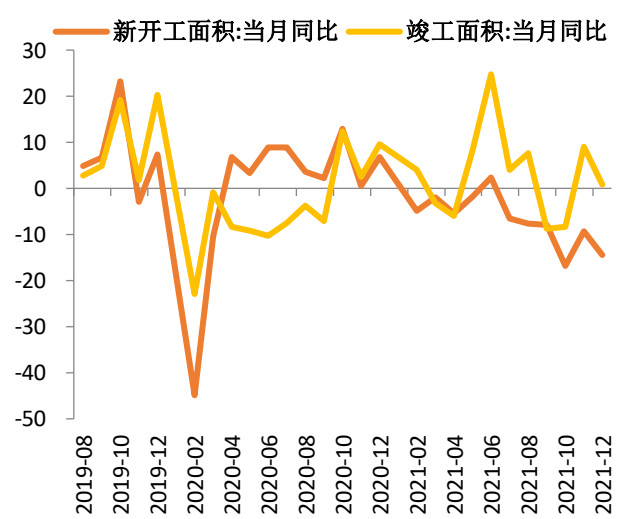
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：资金来源增速降至负值（%）



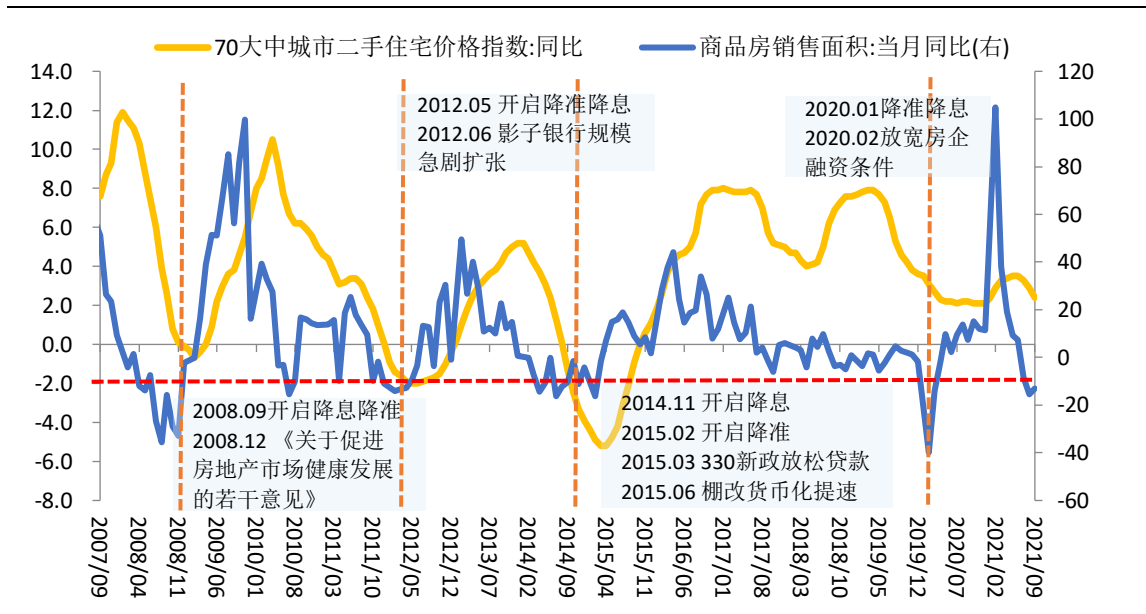
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：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 7：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

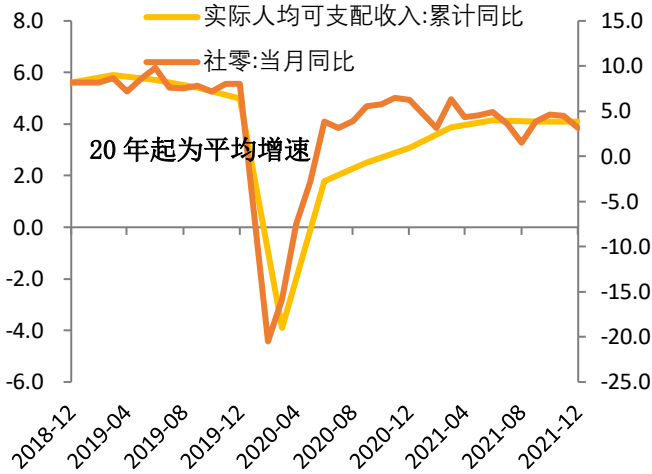
**基建投资仍在蓄力，预计一季度有望提速。**一方面去年四季度超万亿的专项债发行将主要在今年年初形成实物工作量，今年 1.46 万亿提前批专项债也将形成叠加效应；另一方面，地方动员提前下重大项目开工提速，项目投资效率有望提升。不过年内隐性债务约束仍在，一季度基建增速或升至 5%-8% 左右。

**制造业投资改善阻力增大、逐渐筑顶。**预计一季度的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。

**疫情及就业收入压力仍制约消费复苏。**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

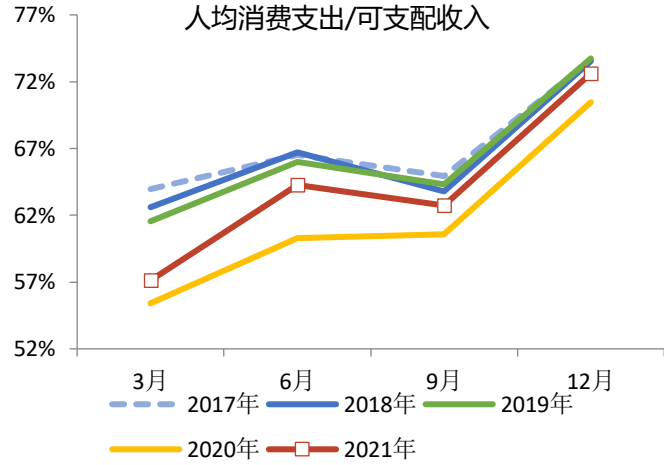
下居民储蓄释放、以及芯片供应改善等因素的提振。

图 8：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 9：消费支出意愿偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 政策靠前发力，政策利率下调引导 LPR 报价下降

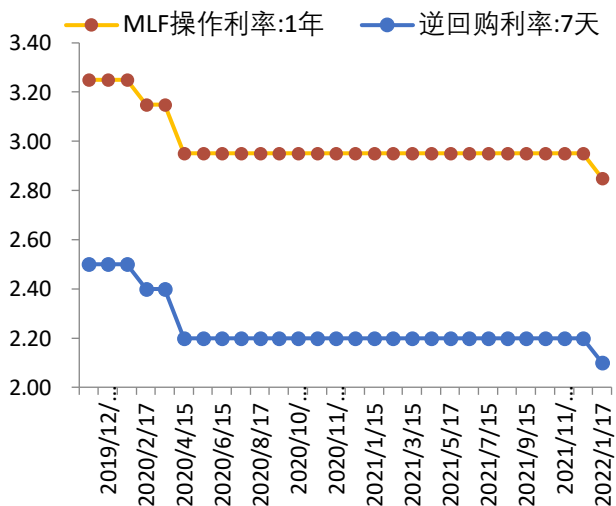
为维护银行体系流动性合理充裕，央行 1 月 17 日开展 7000 亿元 1 年期 MLF 操作和 1000 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为 2.85%、2.10%，中标利率均下降 10 个基点。1 月 20 日，LPR 报价双双下调，1 年期 LPR 报 3.70%，上次为 3.80%；5 年期以上品种报 4.60%，上次为 4.65%。

在“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，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。

同时政策利率下调引导 LPR 报价下降，有助于降低实体经济综合融资成本，央行稳增长意愿走高下 5 年期 LPR 如期调降。在上月 1 年期 LPR 报价下降 5BP 之后，本月 LPR 报价继续下降 10BP，本月 5 年期以上 LPR 比上月报价下降 5BP，为 2020 年 4 月下降后，连续保持 20 个月不变之后的首次下降，整体符合市场预期。当前 MLF → LPR 的传导机制基本成型，周一 OMO、MLF 政策利率调降后，叠加周二央行“LPR 会及时充分反映市场利率变化，引导企业贷款利率下行”的发言，市场对于 LPR 降息基本已在预期之内，而在央行“稳本身就是最大的进，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”的表述下，5 年期 LPR 5bp 调降力度较之前有所突破。

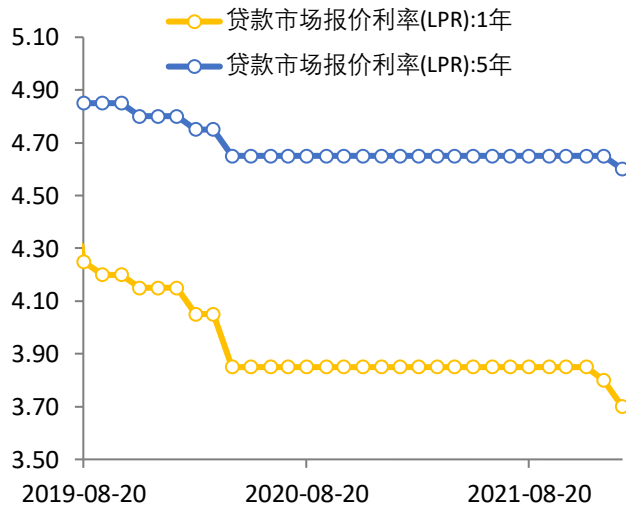
宏观政策靠前发力，财政、基建、地产政策仍是重点。往后看，我们认为接下来结构性货币政策依然是政策重点，将直接撬动起信贷以及信用端的效果，而随着一季度政府债前置发行，资金缺口下降准补缺或仍有可能出现。下一阶段宏观政策将继续靠前发力，货币政策勇于担当后，财政和基建仍是政策重心，需求端政策更为关键，房地产下行压力较大下政策仍有边际放松空间。

图 10: MLF 和 OMO 利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: LPR 报价利率 (%)

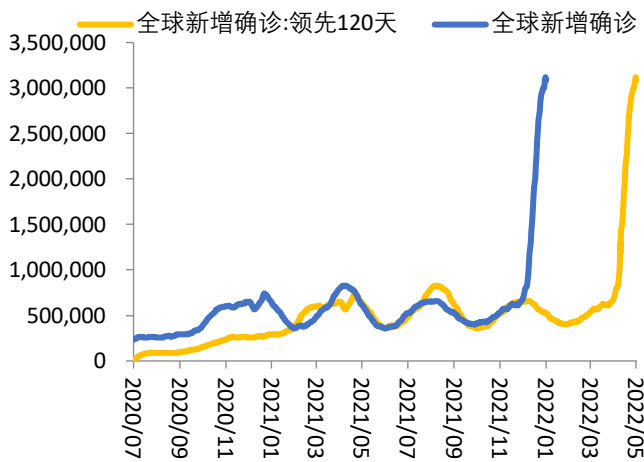


资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、海外疫情和经济活动跟踪

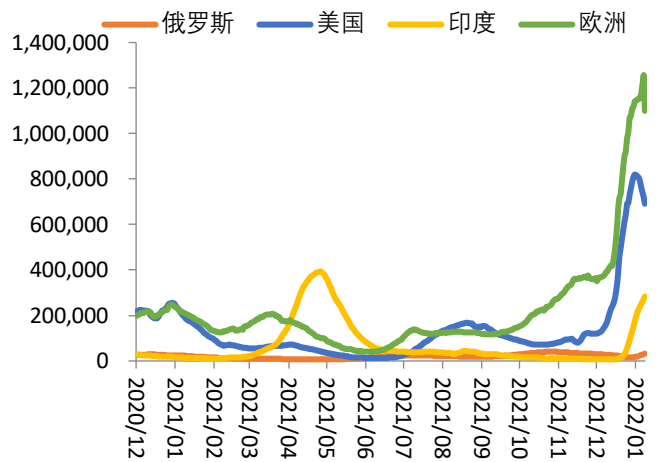
全球新增确诊病例仍在快速攀升，全球日均新增确诊病例已超 300 万例，远超以往高峰，不过美欧新增确诊似乎出现拐头迹象。受 Omicron 变异病毒致死率偏低影响，海外市场疫情担忧明显缓解，市场关注焦点在于美联储加息和缩表节奏，近期美债收益率上行突破 1.8%。美国高通胀的持续性或为联储收紧节奏的主要影响变量，随着加息后缩表的开始，长端收益率上行空间将被打开，对美股成长板块也或将造成一定冲击。

图 12: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



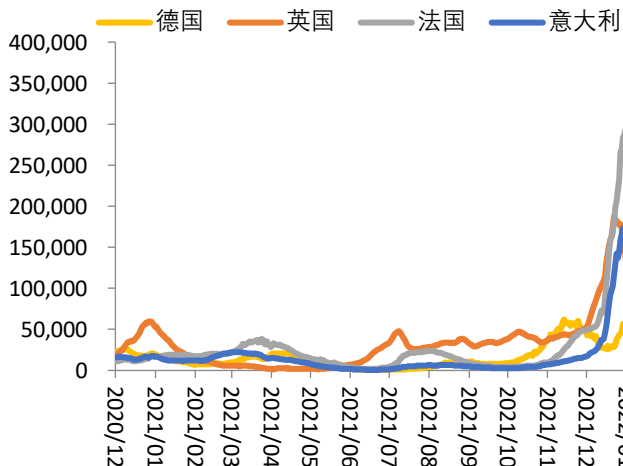
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



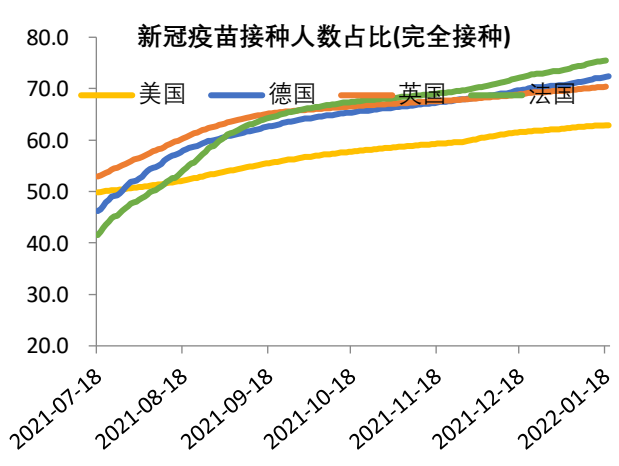
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

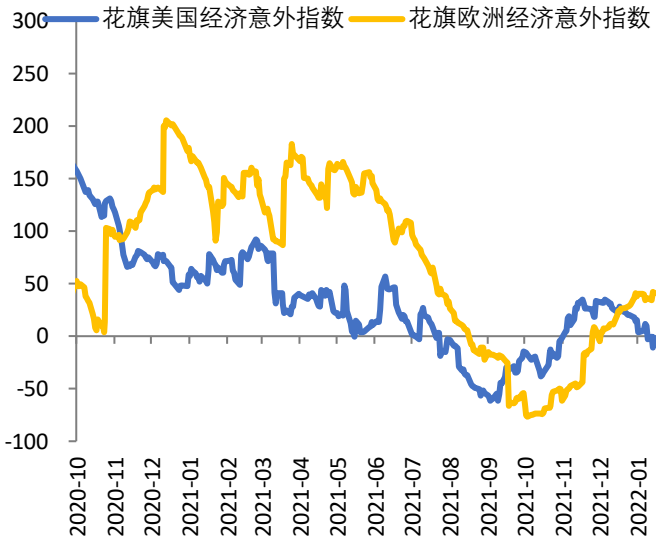
图 15: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



图 16: 美欧洲经济意外指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 美欧差值 VS 美元指数



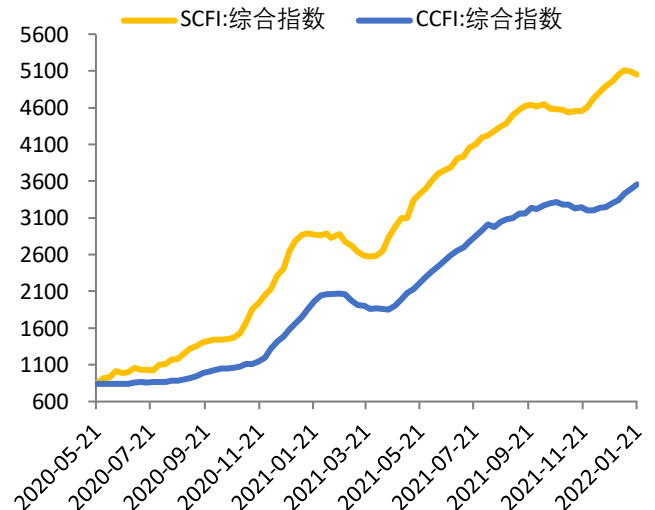
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

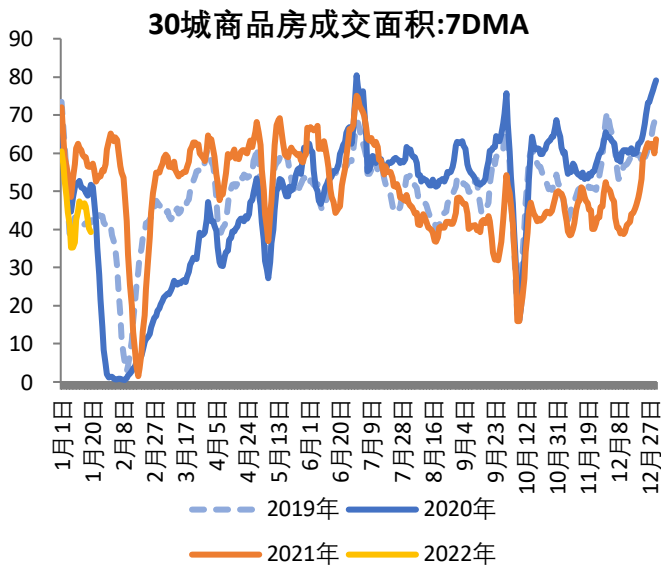
### 三、经济高频观察

### 1. 需求：商品房销售仍在下滑，“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”

商品房销售仍在下滑，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”，1月1日至19日，30大中城市商品房日均销售面积为39.3万平方米，同比增速录得-30.5%，降幅较去年12月继续扩大，三线城市表现尤其偏弱。

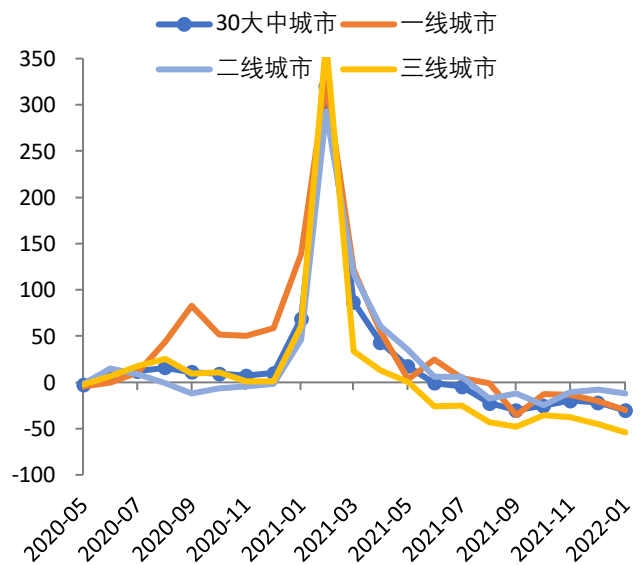
尽管房地产“政策底”已现，但房地产“市场底”仍有距离，当前居民房价预期偏弱、房地产企业补库意愿不足仍是主要矛盾。预计地产政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，随着一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力，届时政策定力或受考验。

图 20：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

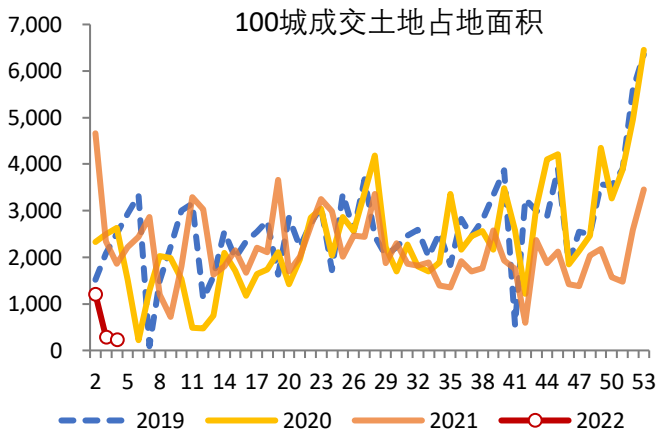
图 21：30 城商品房成交面积同比（%）



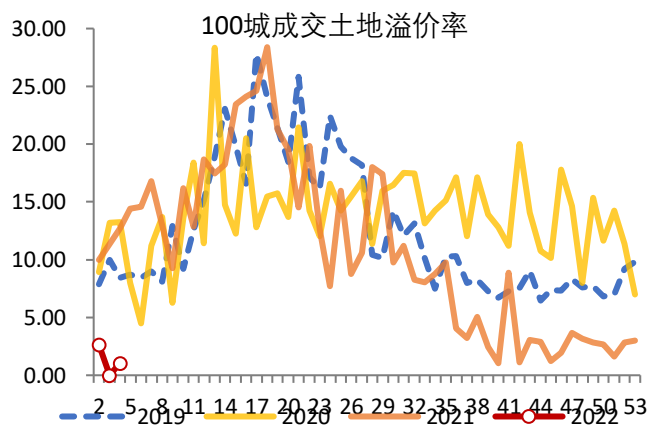
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：百城土地成交面积（万平方米）

图 23：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院



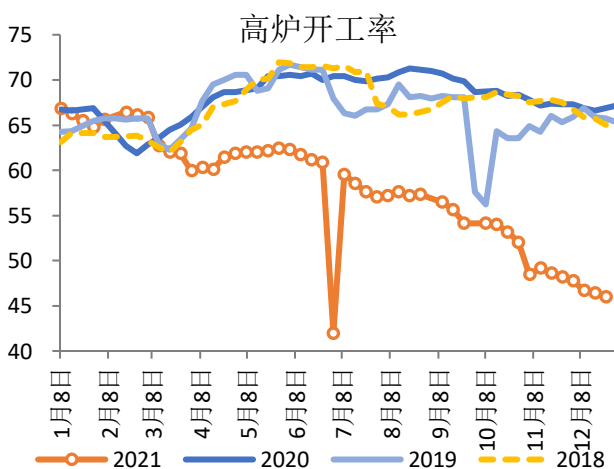
资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 生产：春节临近电厂日耗继续下降，工业品价格逐渐企稳

随着春节将至，电厂日耗继续下降，而环保因素导致的限产解除后，1月唐山钢厂开工率和开工率快速回升，汽车轮胎和江浙地区织机开工率仍小幅下行。

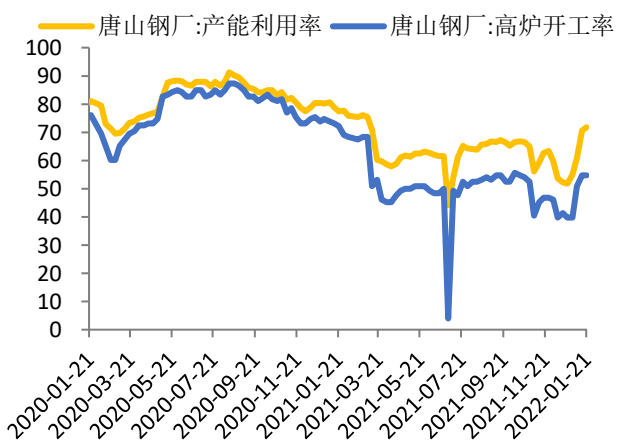
1月焦煤、焦炭、铁矿石、原油价格环比转为回升，钢价仍小幅波动，钢材库存继续回升，而受房地产悲观预期有所修复、市场节后需求回暖预期影响，玻璃下游备货需求支撑价格触底回升，而建筑工地停工对水泥需求持续走弱，水泥价格连续第三个月下跌。

图 24：高炉开工率（%）



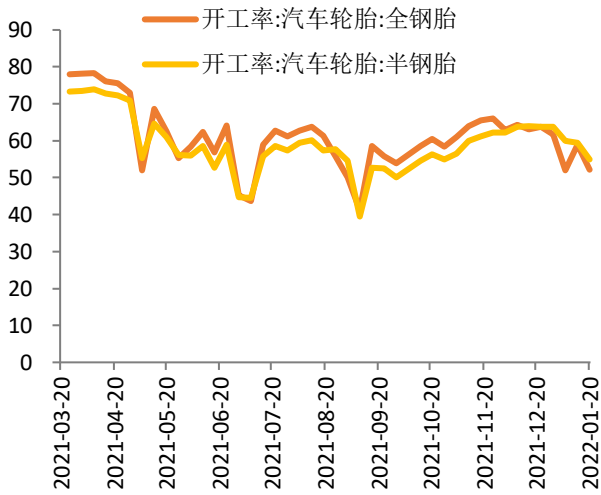
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：唐山钢厂高炉开工率（%）



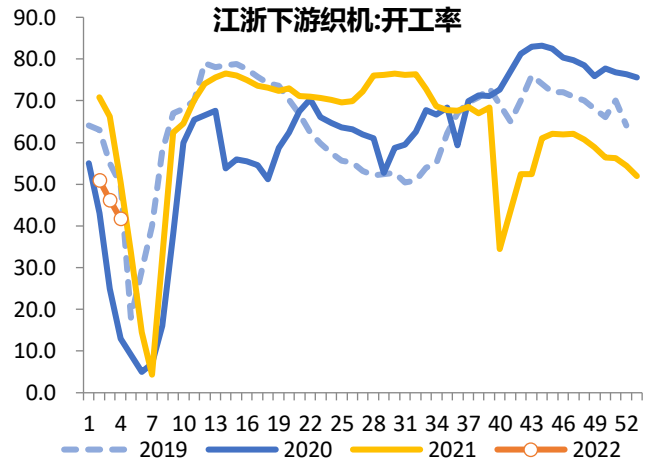
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



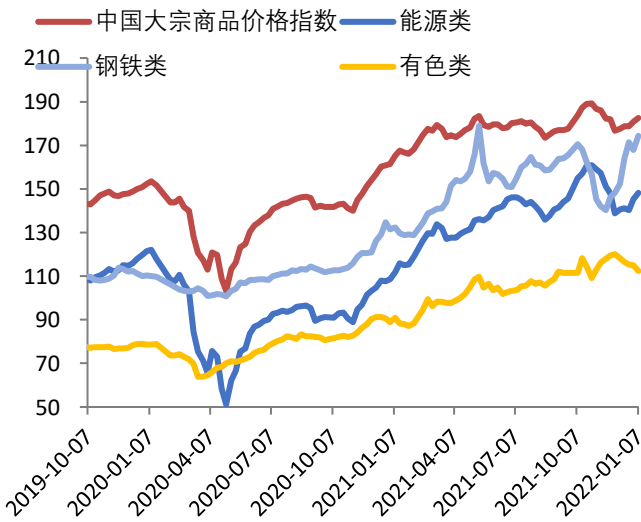
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 江浙下游织机:开工率 (%)



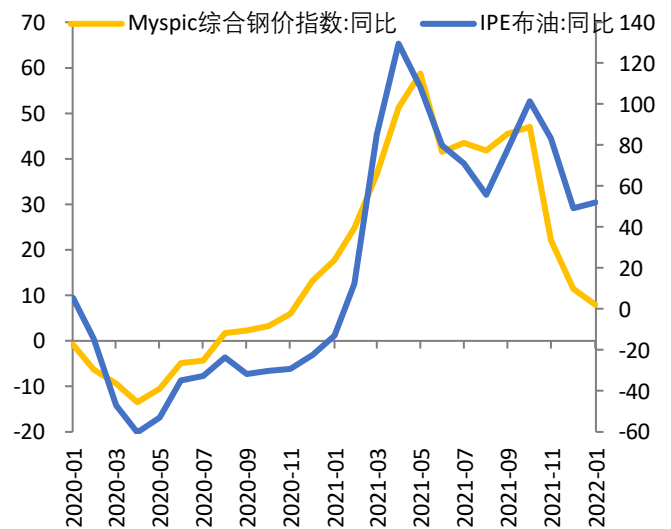
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 大宗商品价格指数



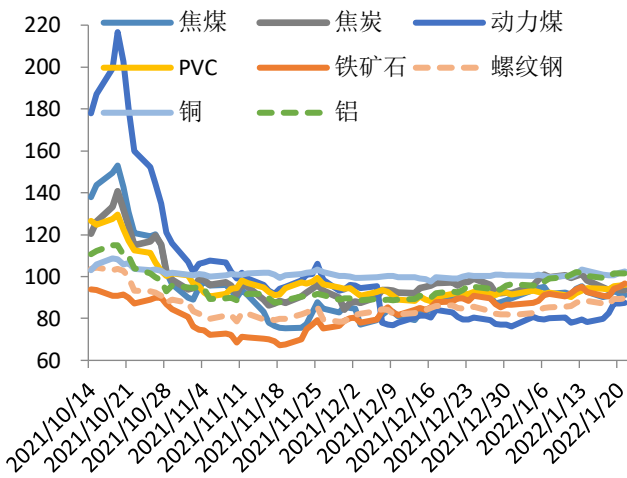
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 钢价指数&布油同比 (%)



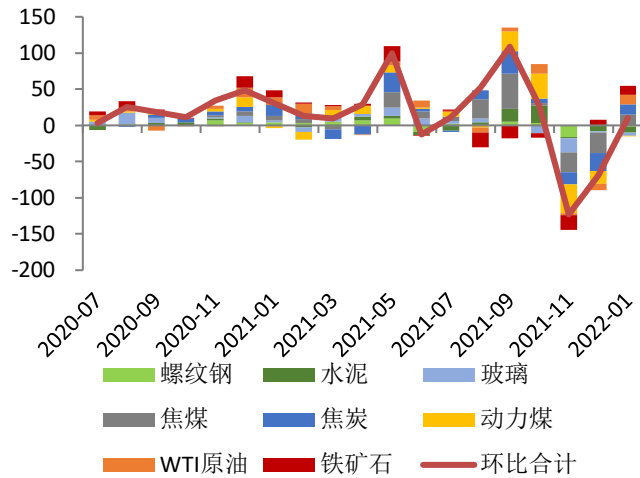
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 31：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

农产品批发价格指数环比继续小幅回升，菜价环比有所回升，但同比来农产品批发价格指数仍下跌 6.6%，不及季节性表现。猪肉价格仍然偏弱，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 32：农产品批发价格 200 指数

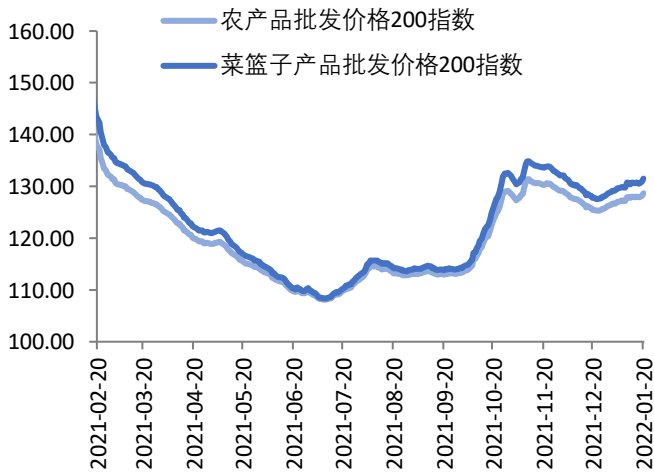
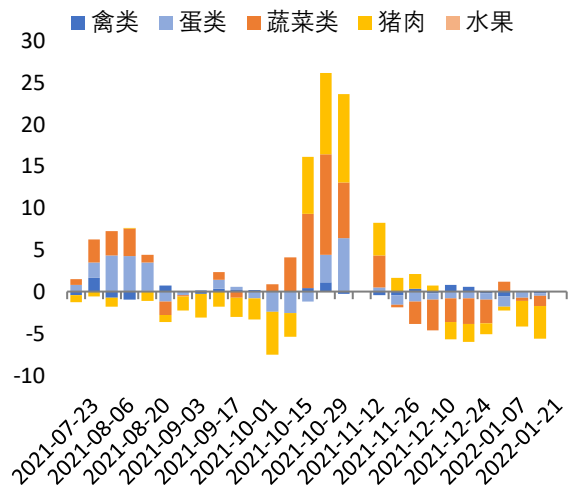
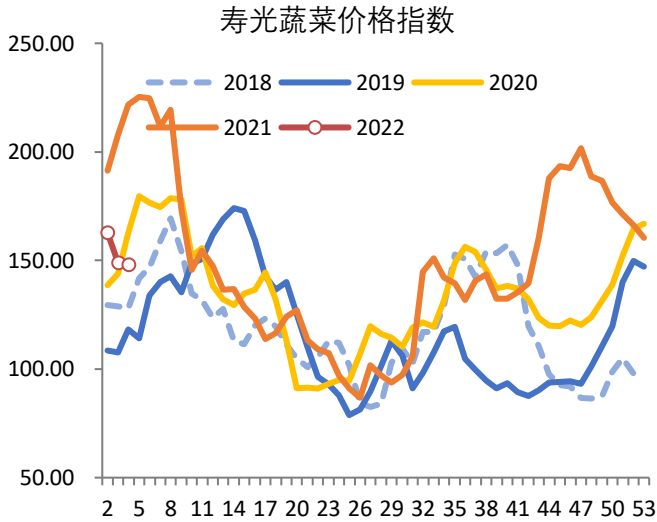


图 33：食用农产品价格指数:周环比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

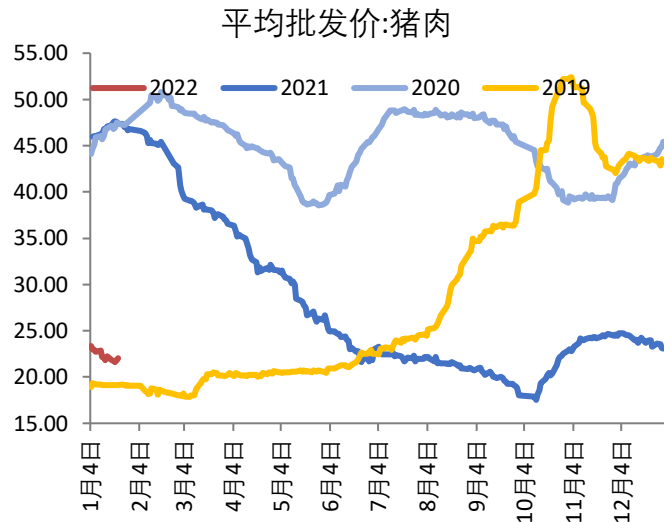
图 34：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 35：猪肉平均批发价（元/千克）



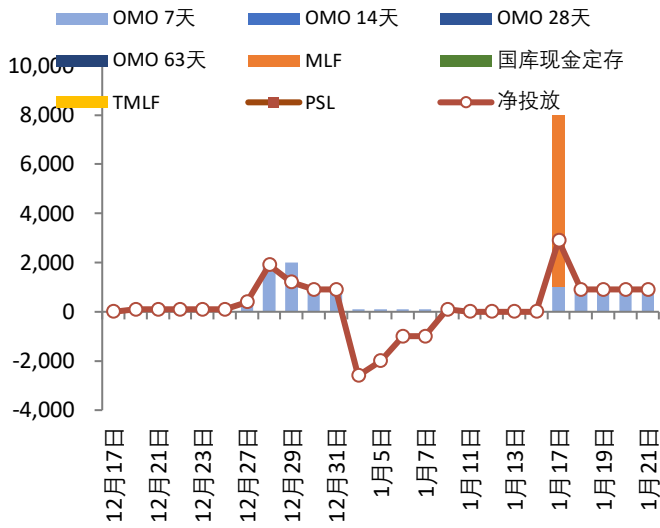
资料来源：Wind，优财研究院

#### 4. 资金面：税期走款影响下流动性先松后收敛，央行加量降价投放助力资金面整体平衡

央行公开市场上周共进行了 5000 亿逆回购操作和 7000 亿元 MLF 操作，当周累计有 500 亿元逆回购和 5000 亿元 MLF 到期，因此央行公开市场全口径净投放 6500 亿元。

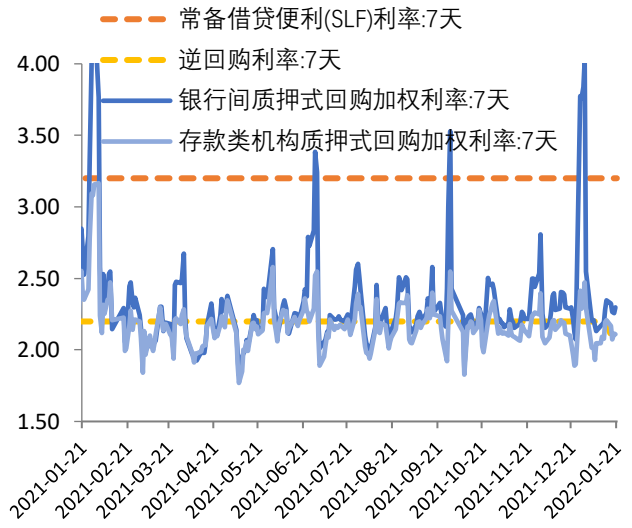
资金面周内先松后收敛，税期走款影响下资金供给收缩，资金利率略有走高，但央行加量降价续作 MLF、叠加持续千亿逆回购操作，支撑市场资金面整体平衡。随着税期结束，以及央行临近春节维稳操作，资金面预计逐步好转，经济下行压力下货币政策易松难紧。

图 36: 央行逆回购加量投放 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 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/>