



2022年2月13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

1月信贷实现开门红，货币政策重心转向“宽信用”

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 政策前置发力下1月社融实现开门红，反映稳增长政策的初步见效，但结构仍待改善。1月社会融资规模6.17万亿元，同比多增并明显超出市场预期，社融高增反映宽财政与宽货币的同时发力，政府类融资仍是主要支撑，信贷呈现“短贷好于长贷、企业强于居民”，结构仍不算理想，居民融资持续疲弱，实体融资需求仍待改善。往后看，温和宽信用基本确立，考虑到各地项目增多，基建配套融资回升、节后开工旺季有望带动融资需求，以及房地产需求侧政策的边际调整，信贷有望维持同比多增局面。不过在房地产三道红线、以及地方政府隐性债务监管仍严的背景下，融资主体约束仍在，宽信用的持续性仍需要观察，政策仍需积极靠前发力。2) 央行四季度货币政策执行报告重点转向“宽信用”。宏观形势再次强调国内经济的三重压力，并指出海外疫情、通胀和发达经济体货币政策调整增加了外部环境的不确定性。对于货币政策表述较三季度更为积极但重心在宽信用，延续上月金融数据发布会上“充足、精准、靠前发力”以及“有力扩大贷款投放”的表述，宽信用仍是政策重心，实现信贷总量稳定增长、结构稳步优化，且重申“不搞大水漫灌”，货币政策进入保驾护航阶段，稳中偏松加结构性政策仍然主导，房地产金融策略略积极，当前流动性下充裕降准短期必要性不强，降息外部制约有所加大。

从经济高频观察来看：1) 全球疫情出现拐点迹象，美国通胀数据继续超预期推升3月加息概率，10年期美债利率继续向上突破2%，美联储加息和缩表节奏仍是市场关注重点；2) 国内需求端，春节因素拖累商品房销售，需求端仍待恢复；3) 生产端，春节假期影响下开工率普降后回升，节后下游需求逐步释放带动工业品价格回升；4) 农产品价格指数小幅回落，猪价仍偏弱运行；5) 节后流动性回流至银行间市场，央行削峰填谷下大额净回笼无碍资金面宽松。

对于利率来说，当前处在宽货币逐渐向宽信用传导的过程中，利率下行的空间正在逐步收敛，长端利率大概率已进入底部徘徊区域，金融数据开门红使得市场宽信用预期进一步升温，利率波动将逐渐放大。不过社融回升到经济企稳仍需要时间传导，且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，仍处在稳增长政策落地、但经济复苏仍未见效的时点，货币仍未走出宽松窗口期，利率调整空间不大。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，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，继续关注稳增长、银行、保险、地产等板块。

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、社融回升反映稳增长政策初步见效，结构仍待改善

政策前置发力下1月社融实现开门红，社会融资规模6.17万亿元，同比多增9842亿，明显超出市场预期，存量同比继续回升0.3个百分点至10.5%，主要受到政府债、企业债券以及人民币贷款的提振。社融高增反映宽财政与宽货币的同时发力，政府部门逆周期加杠杆下政府债同比明显多增，人民币贷款新增3.98万亿，创历史新高，符合央行货币政策“充足、精准、靠前发力”的要求。

除了政策前置发力，银行年初开门红意愿较强、以及去年底项目推迟投放也支撑了1月信贷的高增，因此并不能完全反映当月需求强度，从结构上看，信贷结构仍不算理想，呈现“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，企业短贷和票据冲量的情况仍有存在，房地产仍未企稳、房价预期偏弱下居民加杠杆意愿不强，居民融资持续疲弱，实体融资需求仍待改善。

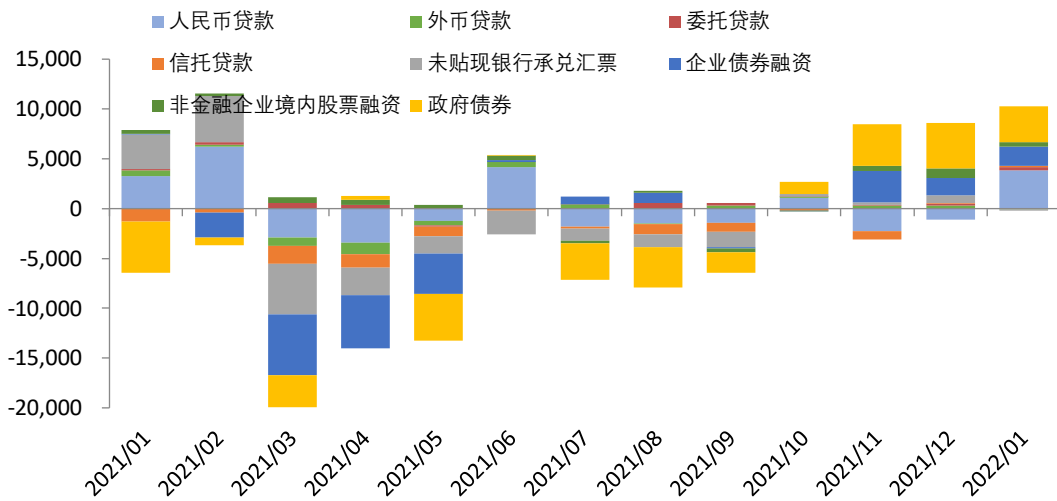
图1：金融数据一览（亿元，%）

	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04
当月新增社融	61700	23682	25983	16176	29026	29893	10752	37017	19522	18570
新增人民币贷款	39800	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000	14700
社融存量同比（%）	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0	11.7
（当月同比变化）										
社会融资规模	9816	6490	4628	2247	-5667	-5960	-6176	2336	-12385	-12371
新增人民币贷款	3818	-1108	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208	-3399
居民短贷	-2272	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575	-1915
居民中长贷	-2024	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236	529
企业短贷	4345	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855	-2085
企业中长贷	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223	1058
票据融资	3193	746	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48	-1199
委托贷款	337	143	66	1	295	592	1	10	-135	366
信托贷款	162	67	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958	-1351
未贴现票据	-171	797	242	203	-1489	-1314	-1186	-2411	-1762	-2729
企业债券融资	1882	1731	3166	-2	-179	990	733	241	-4048	-5391
政府债券	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661	382

资料来源：Wind，优财研究院

社融回升反映稳增长政策初步见效，往后看，温和宽信用基本确立，考虑到各地项目增多，基建配套融资回升、节后开工旺季有望带动融资需求，以及房地产需求侧政策的边际调整，信贷有望维持同比多增局面。不过在房地产三道红线、以及地方政府隐性债务监管仍严的背景下，融资主体约束仍在，宽信用的持续性仍需要观察，政策仍需积极靠前发力。对于货币政策来说，尚未走出宽松窗口期，但信用温和回升、叠加3月美联储加息在即，短期进一步宽货币的急迫性或在降低。

图 2：当月同比增量贡献（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：当月新增社融（亿元）

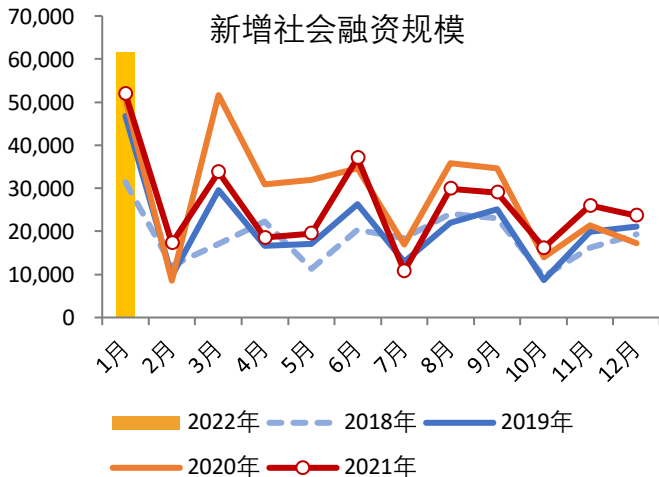
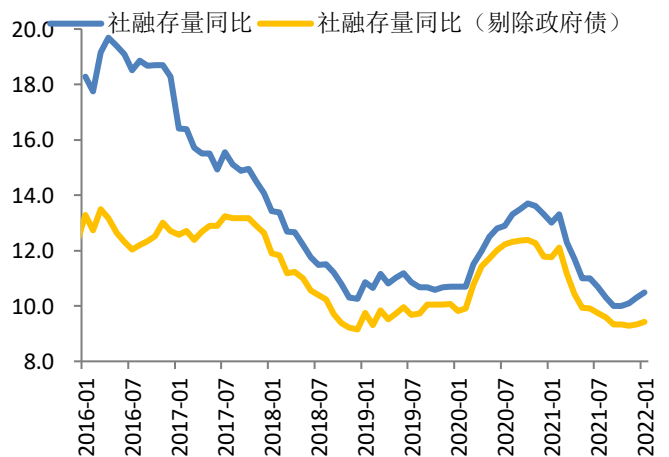
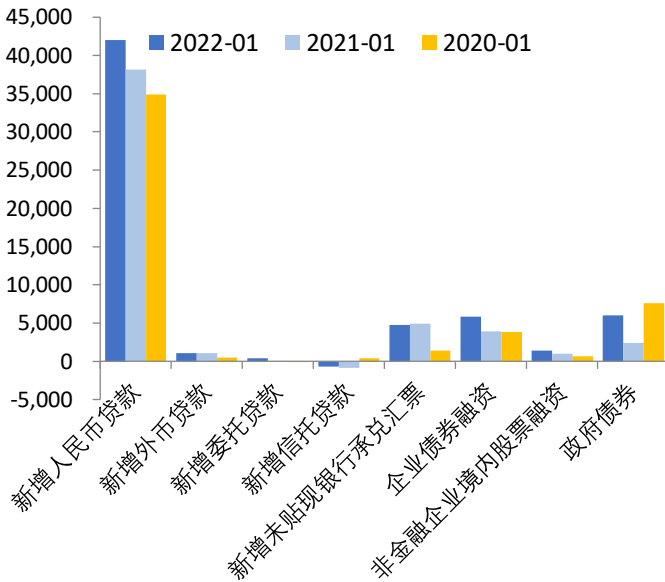


图 4：社融存量增速回升（%）



资料来源: Wind, 优财研究院

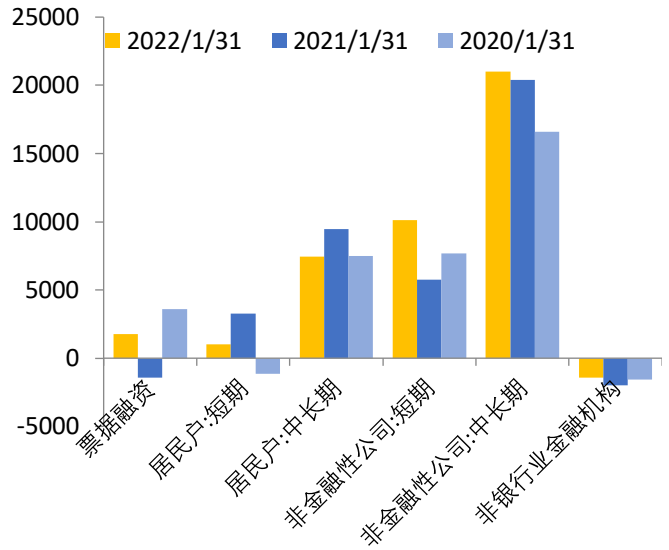
图 5: 社融分项 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

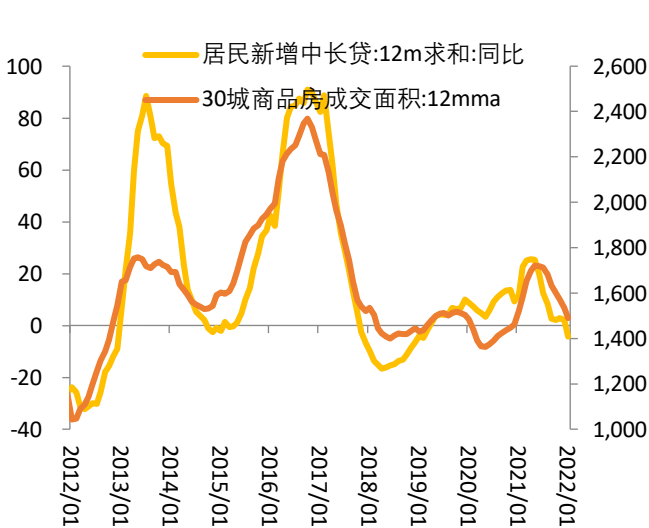
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 短贷好于长贷、企业强于居民 (亿元)



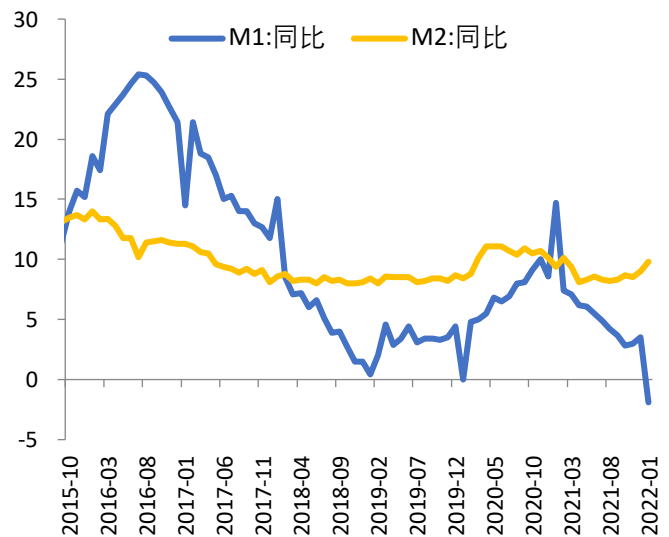
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 房贷增速仍在向下 (%，万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: M1 受房地产和春节错位拖累 (%)

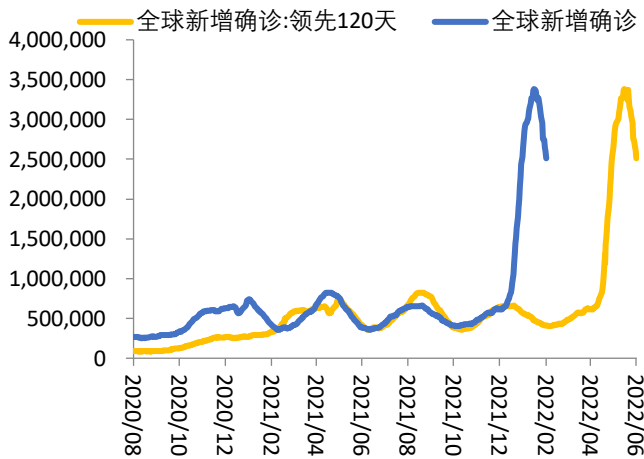


资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

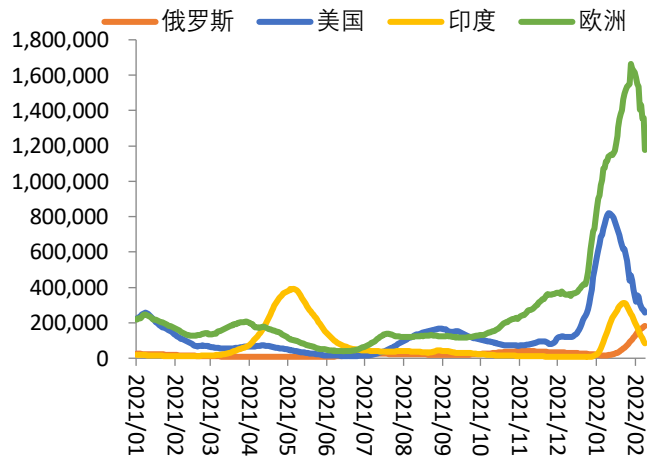
近期全球疫情出现拐点迹象，欧洲美国等国家新增确诊病例均开始高位回落，疫情影响进一步消退。市场关注焦点仍在美联储加息和缩表节奏，美国通胀数据持续超预期推升美联储3月加息预期，本周1月CPI数据再超预期，价格普涨压力上行，美联储3月加息50个基点概率急升，美国资产价格大幅波动，10年期美债利率继续向上突破2%，对股市成长板块仍形成持续冲击。

图9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



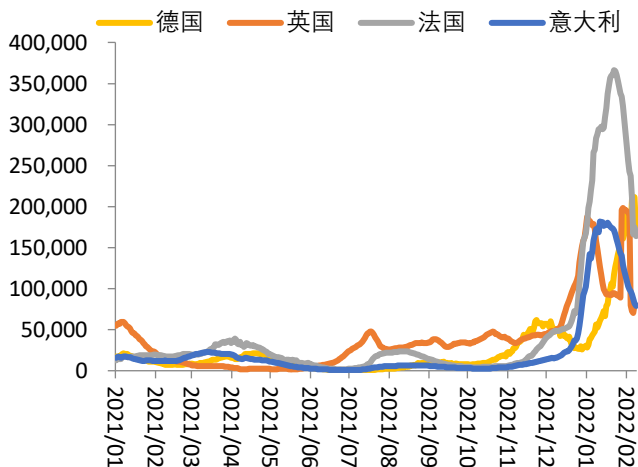
资料来源：Wind，优财研究院

图10：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



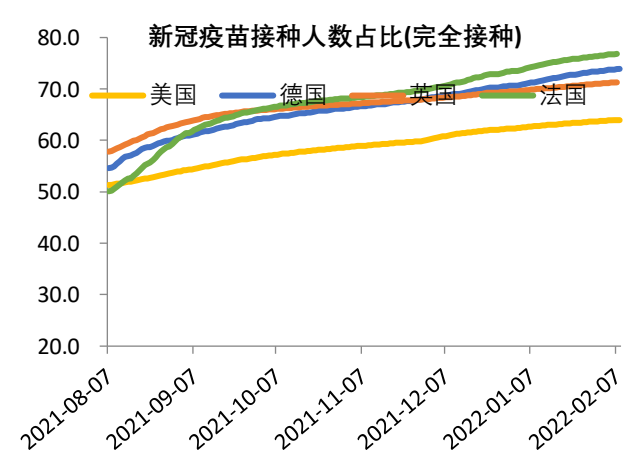
资料来源：Wind，优财研究院

图11：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



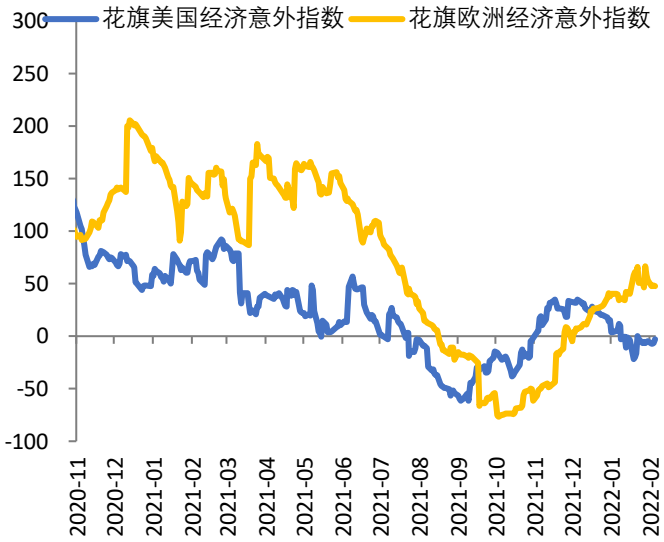
资料来源：Wind，优财研究院

图12：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 美欧洲经济意外指数



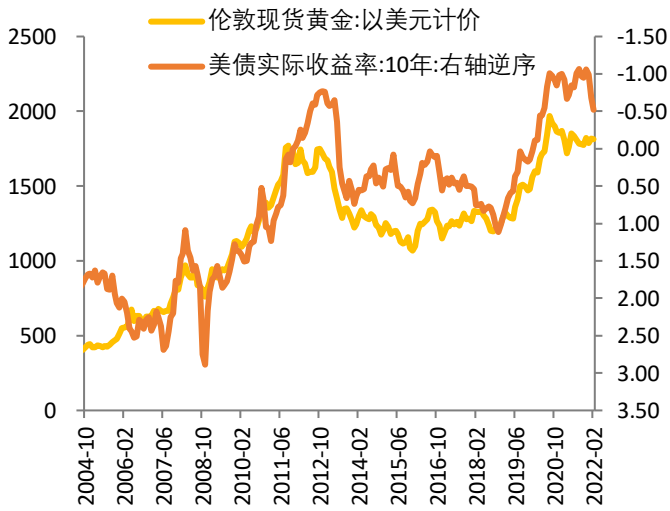
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美欧差值 VS 美元指数



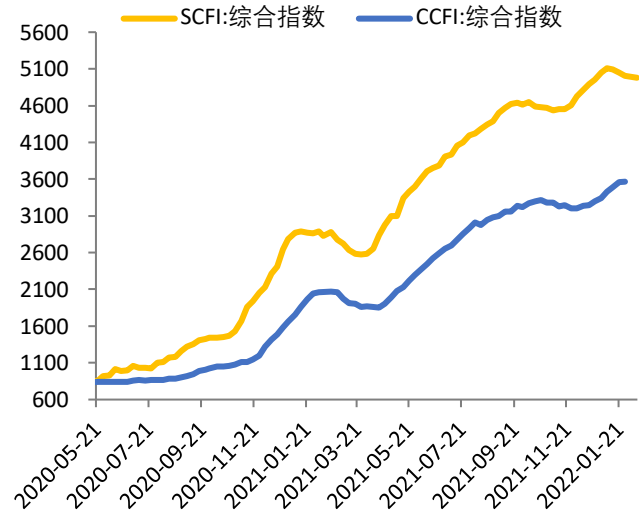
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

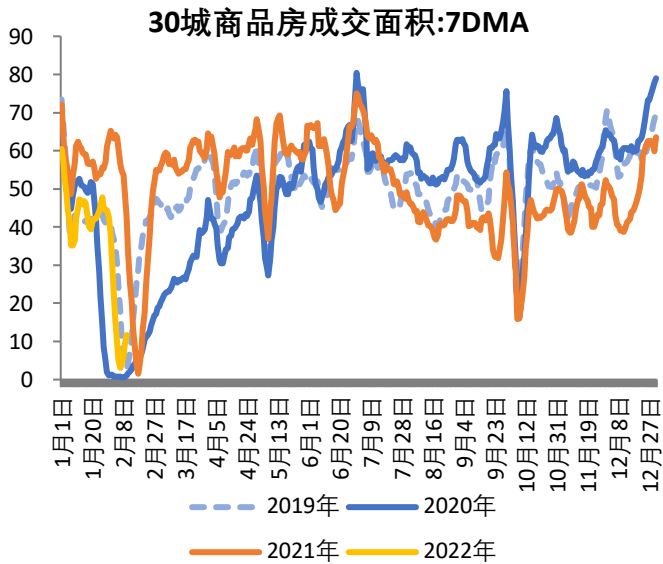
三、经济高频观察

1. 需求：春节因素拖累商品房销售，需求端仍待恢复

春节假期因素影响下 2 月商品房销售持续下滑，同比降幅较大或一定程度上受到春节错位的影响，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。

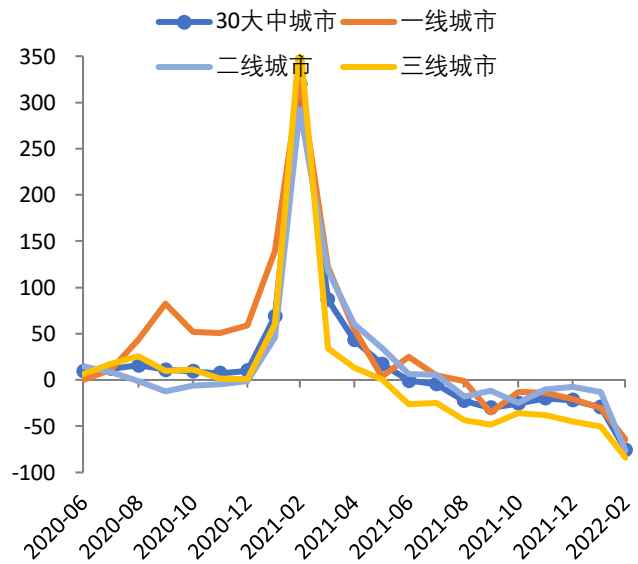
预计地产政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，随着一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力。

图 17：30 城商品房成交面积（万平方米）



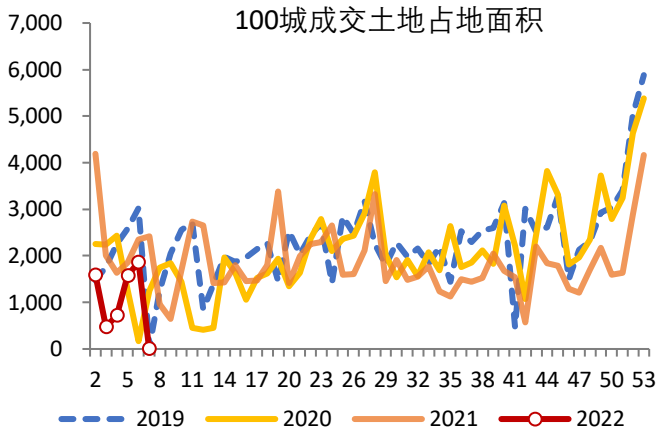
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：30 城商品房成交面积同比（%）



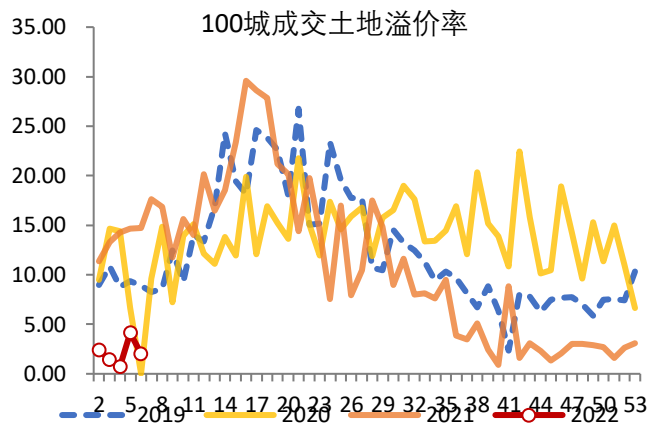
资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产: 春节假期影响下开工率普降后回升, 节后下游需求逐步释放带动工业品价格回升

春节期间停工停产下开工率普降, 节后小幅回升, 汽车轮胎开工率和江浙地区涤纶长丝开工率本周低位回升, 电厂日耗春节前持续下行。

节后下游需求逐步释放, 生产需求回升, 工业品价格也逐渐底部回升, 动力煤、铁矿石、原油价格偏强, 钢价偏强运行, 房地产悲观预期修复、叠加开工和下游备货需求, 玻璃价格快速上行, 水泥价格则跌幅放缓。

图 21: 高炉开工率 (%)

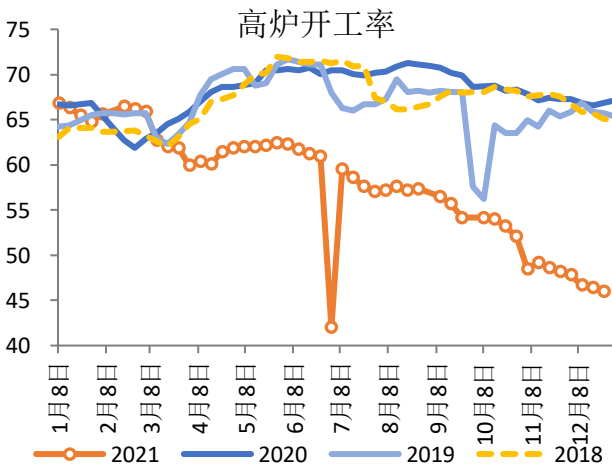
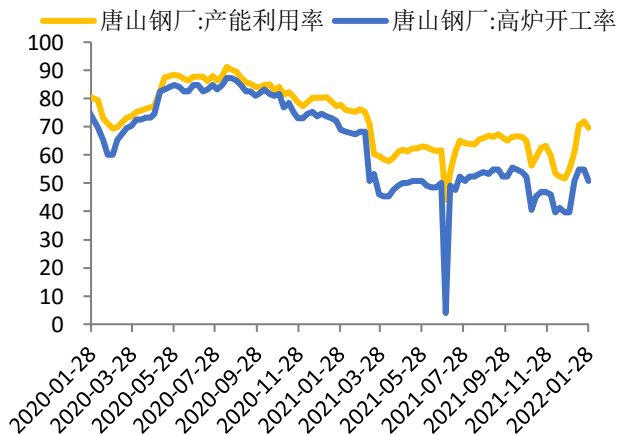
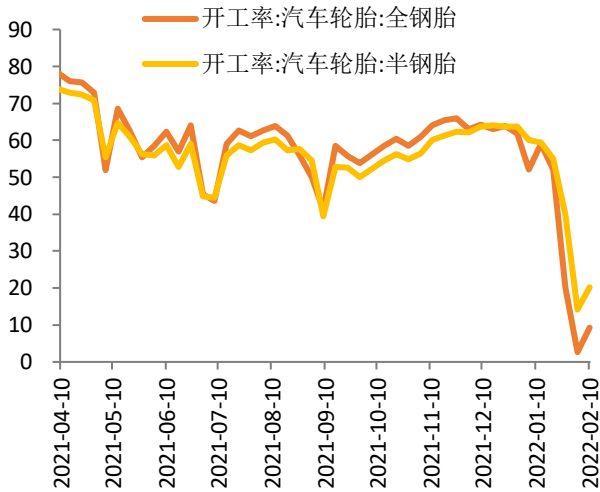


图 22: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

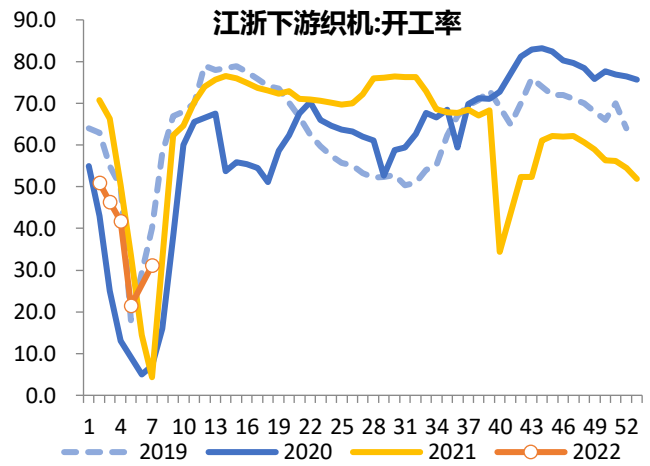
图 23: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

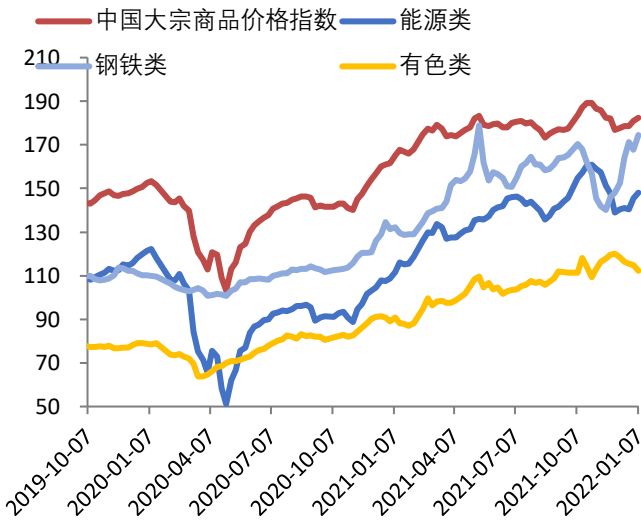
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 江浙下游织机:开工率 (%)



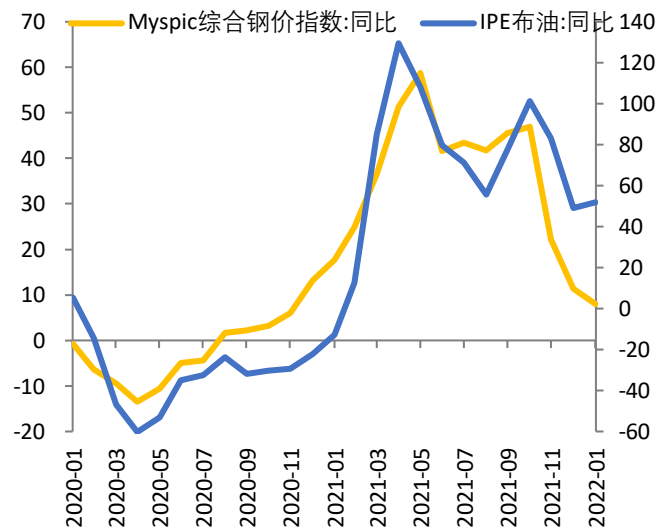
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 大宗商品价格指数



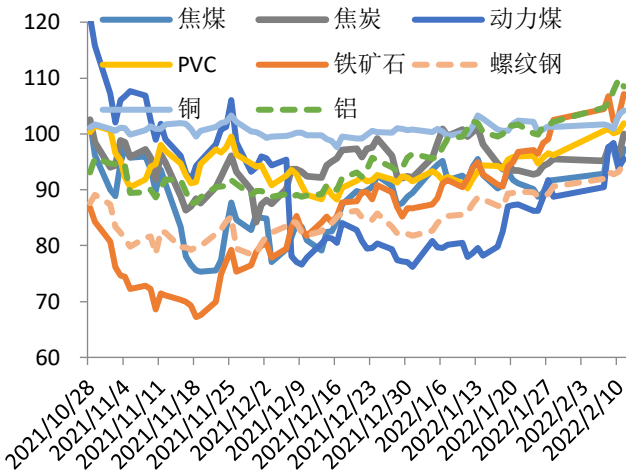
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 钢价指数&布油同比 (%)



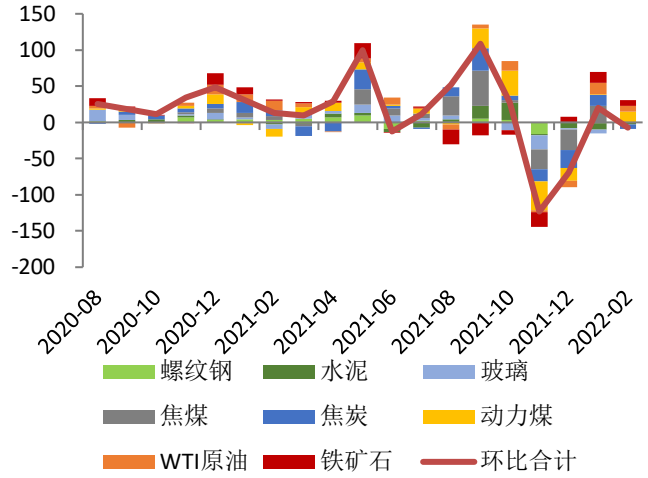
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：工业品价格月度环比（%）

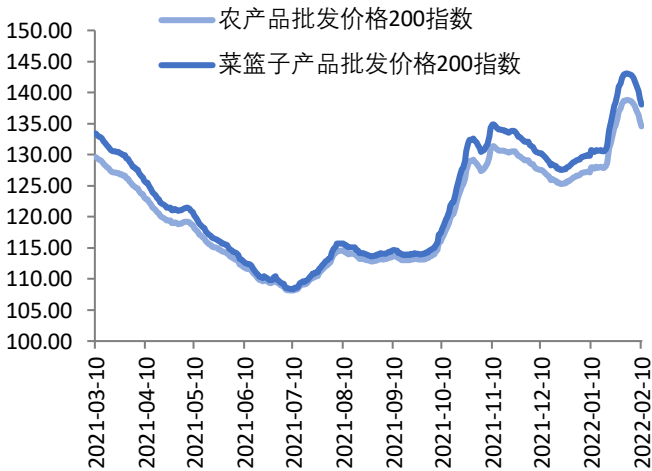


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：农产品价格指数小幅回落，猪价仍偏弱运行

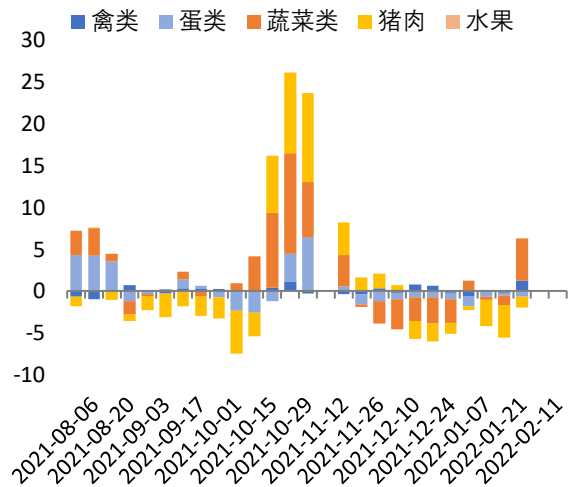
农产品价格指数小幅回落，仍猪价偏弱运行。春节后猪肉需求进入传统淡季，而供给端出栏恢复正常，猪源充足，预计猪价维持弱势。

图 29：农产品批发价格 200 指数



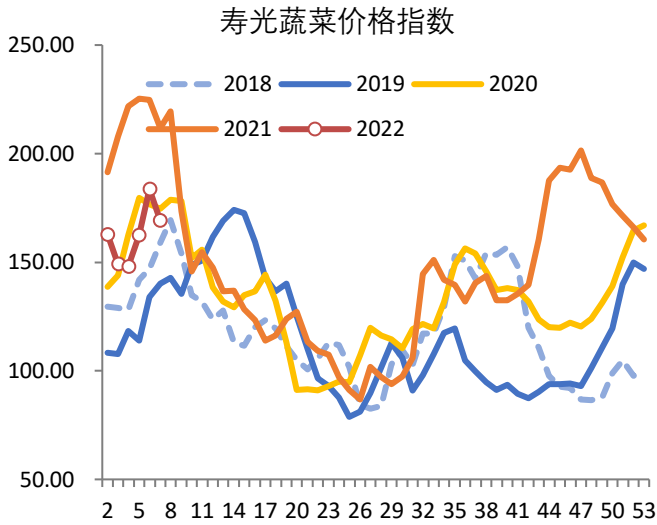
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：食用农产品价格指数:周环比（%）



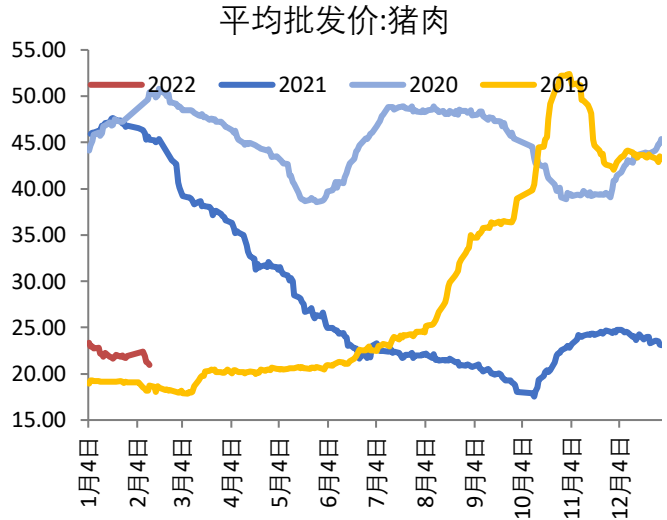
资料来源：Wind，优财研究院

图 31: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 猪肉平均批发价 (元/千克)



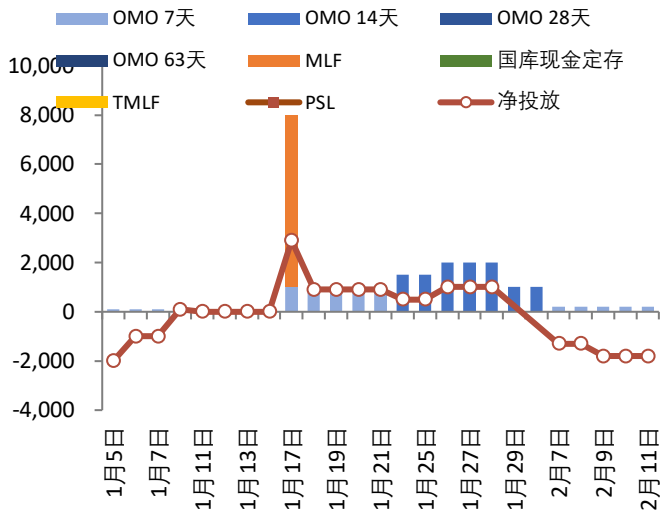
资料来源: Wind, 优财研究院

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

本周央行公开市场累计进行了 1000 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 9000 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净回笼 8000 亿元。

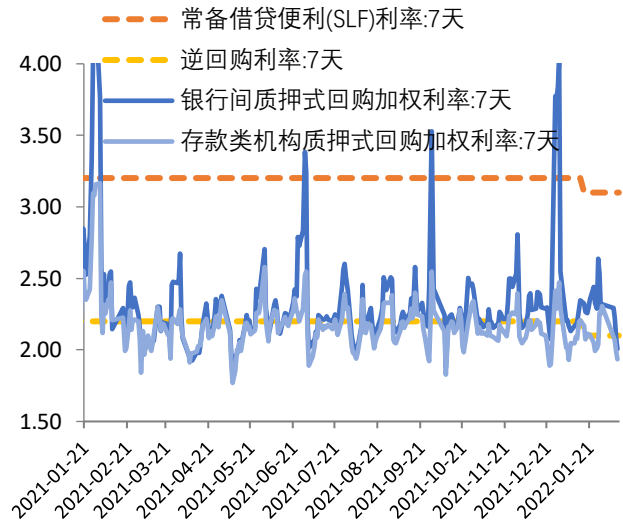
春节后流动性回流至银行间市场，央行持续大额净回笼无碍资金面宽松，资金利率较节前明显回落，本周 DR007 运行在 1.93-2.09% 的范围，央行持续“削峰填谷”，2 月资金需求不高下流动性整体无忧。

图 33: 央行逆回购加量投放 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 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/>