



2022年3月1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



## 稳增长发力下需求仍待恢复，俄乌冲突抬升全球通胀压力

### 内容提要

**国内宏观：**当前宏观经济仍处于稳增长政策动员之后、经济复苏企稳之前，在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力下，经济仍在惯性下滑、实体融资需求依然偏弱，需求不足是当前经济的主要矛盾。社融回升反映稳增长政策的初步见效，信贷总量先行后结构仍待改善。节奏上来看的话，我们认为一季度基建和制造业回升的概率较高，出口大概率同比回落，消费依然偏弱，经济整体依然独木难支，环比略有放缓，但同比可能较4季度有所回升。二季度可能会正式见到稳增长的效果，经济环比可能加速。房地产高频销售依然偏弱，需求端政策逐渐松绑，广州苏州南宁等多地下调首付比例和房贷利率，因城施策仍将是主要方向。

**货币政策：**货币政策进入观察期，从节前“货币先行”阶段转向“为宽信用保驾护航”的阶段，短期进一步宽货币的急迫性有所降低，但尚未走出宽松窗口期。往后看，稳中偏松的格局+结构性政策仍然主导，降准仍将作为流动性补缺工具出现，宏观经济仍面临“三重压力”下降息窗口并未完全关闭，关键仍在于经济增速能否企稳。

**海外宏观：**2月全球疫情出现拐点迹象，欧美疫情缓和，但俄乌冲突下地缘政治冲突升温，短期避险情绪主导市场，并带来全球通胀压力的抬升。原油价格的快速上涨也将加剧美国通胀担忧，3月美联储加息几乎板上钉钉，而冲突也或弱化美国经济预期并带来滞涨风险，联储“骑虎难下”。俄乌冲突对市场的影响短期表现为风险偏好的回落，长期表现为通胀预期的上升，在全球央行货币政策收敛的背景下，此次冲突延缓但不能逆转全球紧缩过程，预计美股波动加大，美债曲线熊平概率加大，美元短期震荡偏强。

国内债券在货币政策维持宽松、宽信用逐步验证的环境下，利率面临上有顶下有底，2.8%左右的长端利率水平处于相对平衡的位置，短期无明显趋势。货币政策宽松是支撑，但“宽信用、稳地产、稳经济”是扰动，预计债市短期将呈现底部震荡格局，货币仍未走出宽松窗口期，短期利率调整空间不大，资金面向好对短端利率仍有支撑，而长端利率则受到宽信用预期的不时扰动，曲线或偏陡峭。A股同时受到国内稳增长、海外流动性收敛、以及地缘政治冲突的影响，但在国内数据空窗期受外部扰动影响较大，短期避险情绪主导下A股仍处在磨底阶段。

### 风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 目录

一、 国内宏观：总需求不足仍是主要矛盾 .....	2
1. 信贷 1 月实现开门红，总量先行、结构仍待改善 .....	4
2. CPI、PPI 涨幅双降 .....	7
二、 货币政策持续稳中偏松，从“货币先行”到“宽信用重心” .....	9
三、 美联储 3 月加息几乎板上钉钉，俄乌冲突加剧通胀压力 .....	11
四、 经济高频观察 .....	14
五、 风险提示 .....	18
重要声明 .....	19

## 一、国内宏观：总需求不足仍是主要矛盾

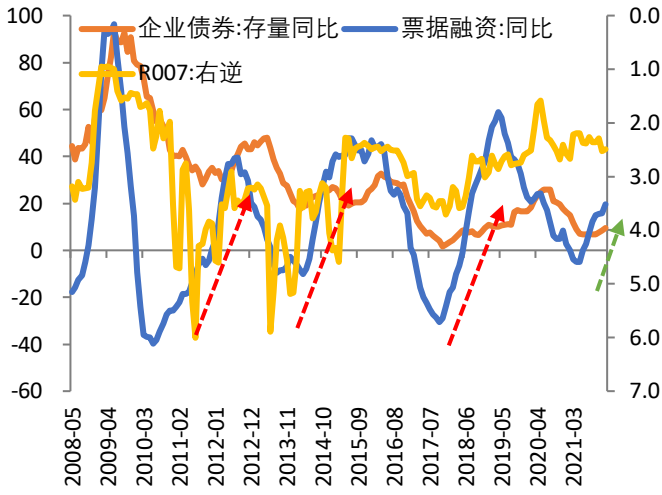
当前处于稳增长政策动员之后、经济复苏企稳之前，宏观经济仍面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，经济仍在惯性下滑、实体融资需求依然偏弱，需求不足是当前经济的主要矛盾。社融回升反映稳增长政策的初步见效，信贷总量先行后结构仍待改善。1月信贷社融超预期反映稳增长政策的初步见效，但更多地体现了政策的前置发力，政府债、企业债券、票据融资和企业短贷支撑明显，而企业中长期贷款表征的实体融资需求仍然偏弱，信贷结构尚不算理想，这也符合社融企稳回升的第一阶段的结构。社融的进一步回升还有待实体顺周期融资的修复，第二阶段也对应实体经济的回升。

节奏上来看的话，我们认为一季度基建和制造业回升的概率较高，出口大概率同比回落，消费依然偏弱，经济整体依然独木难支，环比略有放缓，但同比可能较4季度有所回升。二季度可能会正式见到稳增长的效果，经济环比可能加速。

房地产高频销售依然偏弱，需求端政策逐渐松绑，广州苏州南宁等多地下调首付比例和房贷利率，因城施策仍将是主要方向。2月30大中城市商品房成交面积同比增速-30%，与12月相当，二三线城市需求偏弱是主要拖累，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。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”，预计地产政策仍有放松空间，年初以来个别城市出现放松首付比例和利率等的政策，因城施策仍将是主要方向，地产下行压力和政策调控动态博弈。稳增长政策仍需靠前发力，地产需求侧政策的边际调整仍将逐步出台，预计随着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。

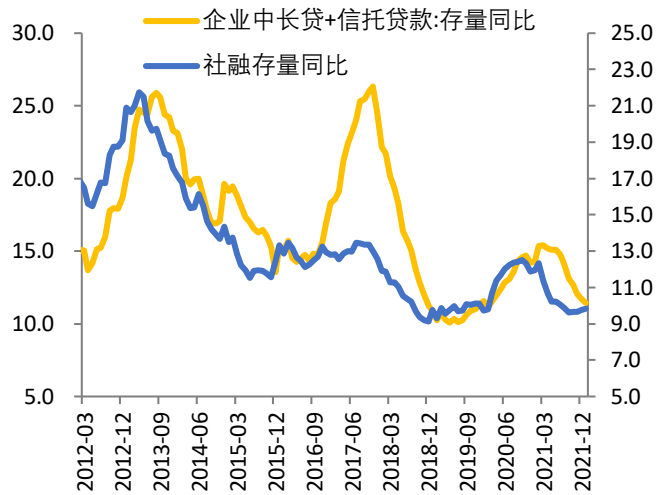
在这个阶段，货币政策尚未走出宽松窗口期，但1月信贷超预期、叠加海外美联储加息预期走高的两大边际变化下，短期进一步宽货币的急迫性有所降低，月中央行MLF续作价平量增也有所反映。货币政策进入观察期，从节前“货币先行”阶段转向“为宽信用保驾护航”的阶段，稳中偏松的格局+结构性政策仍然主导，降准仍将作为流动性补缺工具出现，宏观经济仍面临“三重压力”下降息窗口并未完全关闭，后续关键仍在于经济增速能否企稳。

图 1：票据融资、企业债券率先回升（%）



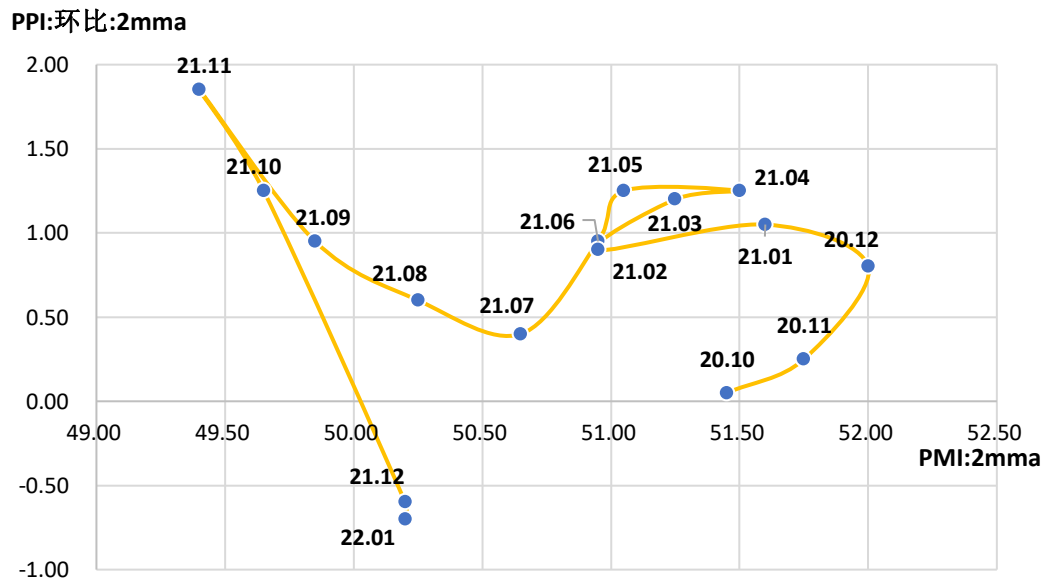
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：实体融资需求仍处回落阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：经济运行轨迹从“类滞胀”到“类衰退”（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 1. 信贷 1 月实现开门红，总量先行、结构仍待改善

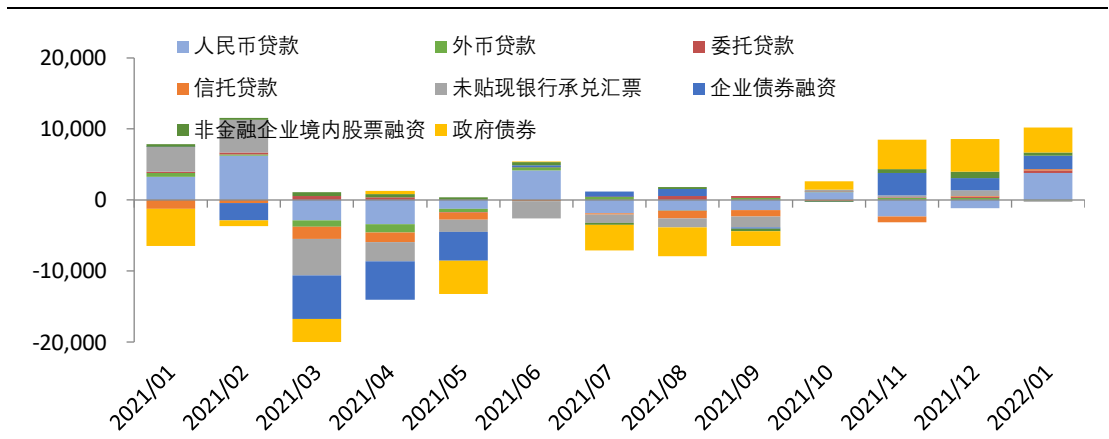
政策前置发力下 1 月社融实现开门红，社会融资规模 6.17 万亿元，同比多增 9842 亿，明显超出市场预期，存量同比继续回升 0.3 个百分点至 10.5%，主要受到政府债、企业债券以及人民币贷款的提振。社融高增反映宽财政与宽货币的同时发力，政府

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。

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 4：社融当月同比增量贡献（亿元）



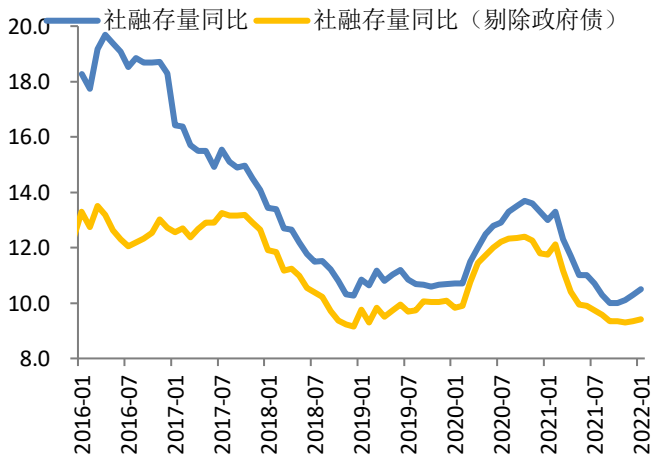
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：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
<b>(当月同比变化)</b>										
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

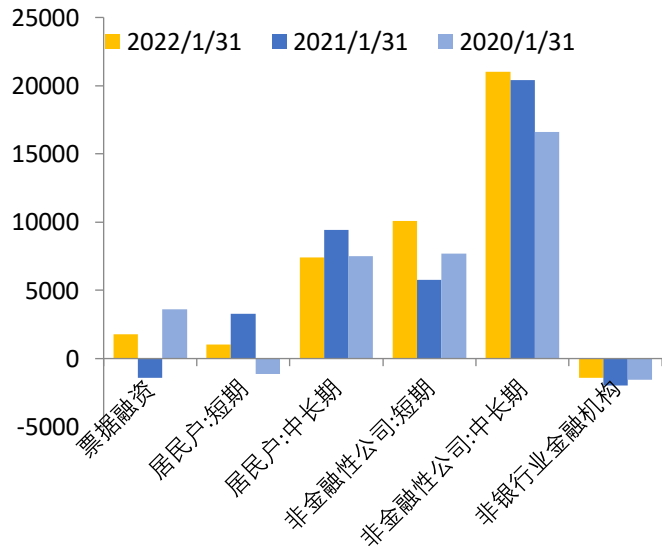
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：社融存量增速回升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：短贷好于长贷、企业强于居民 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院



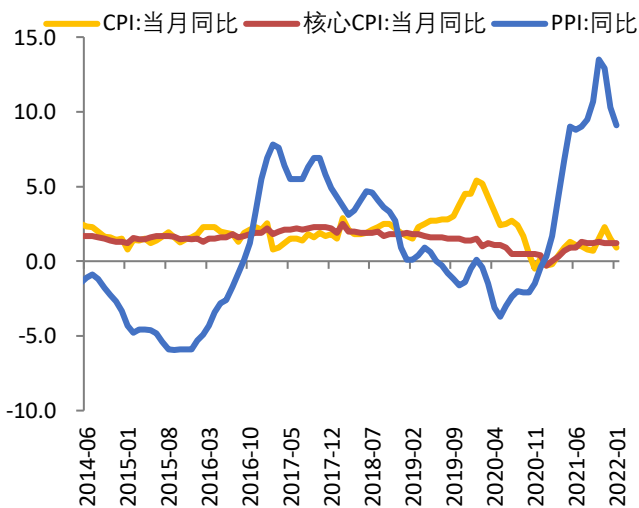
## 2. CPI、PPI 涨幅双降

1 月 CPI 同比 0.9%，市场预期 1.1%，前值 1.5%，环比 0.4%，核心 CPI 同比连续第三个月维持在 1.2%；1 月 PPI 同比 9.1%，市场预期 9.2%，前值 10.3%，环比-0.2%。

1 月 CPI 与 PPI 继续回落，CPI 同比受到食品价格的拖累，非食品涨幅也弱于季节性，核心 CPI 维持 1.2%低位徘徊，显示总需求不足依然是宏观经济主要矛盾；PPI 同比回落主因基数影响，海外疫情影响钝化、地缘因素和国内稳增长政策预期下生产资料价格环比降幅收窄。

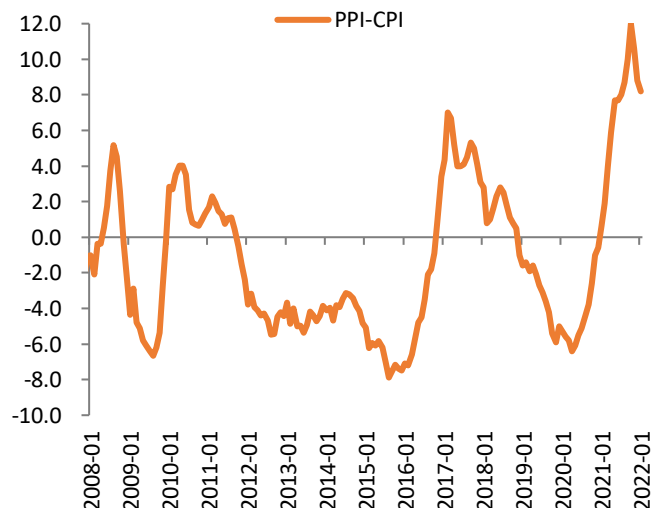
预计 CPI 短期仍将维持低位，节后供给过剩压力较大下猪肉价格偏弱压制食品通胀，同时疫情反复制约服务价格修复，预计随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏、以及油价随社交经济恢复而慢涨下，CPI 走势将前低后高。而 PPI 前三季度将继续下行，供给端约束缓解后，需求端受到国内经济下行以及海外流动性收紧的抑制，不过大宗商品的短期反弹或使得 PPI 下行斜率有所放缓。

图 8：CPI VS PPI (%)



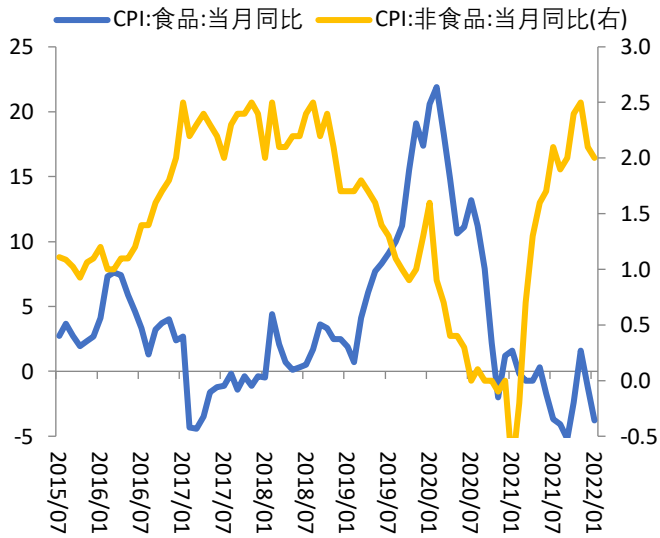
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：PPI-CPI 剪刀差 (%)



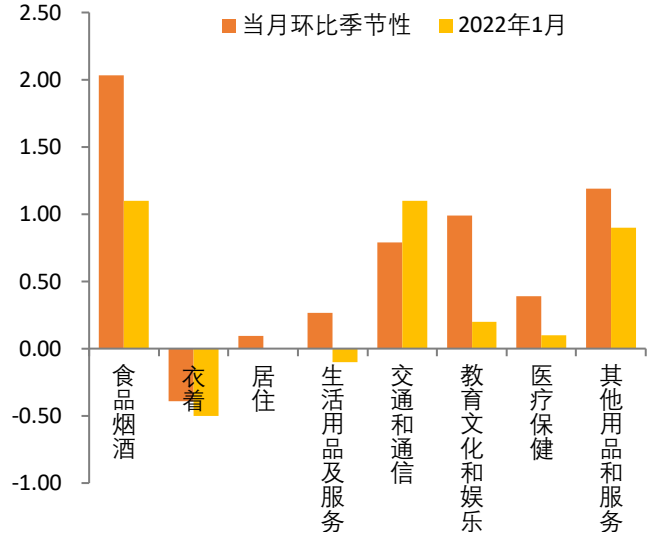
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



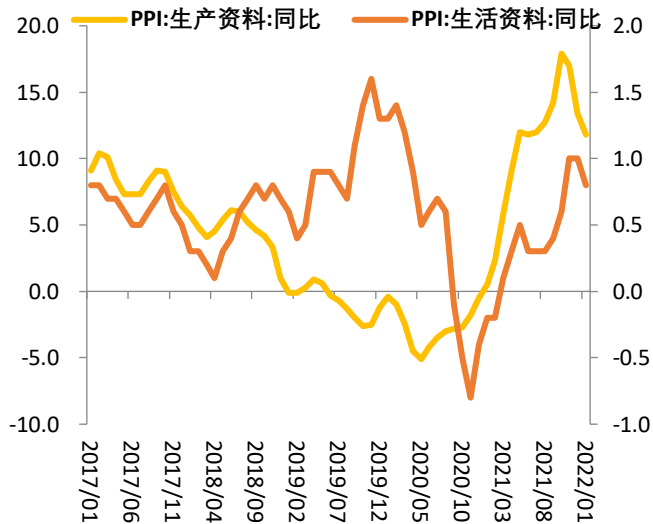
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: CPI 环比季节性 (%)



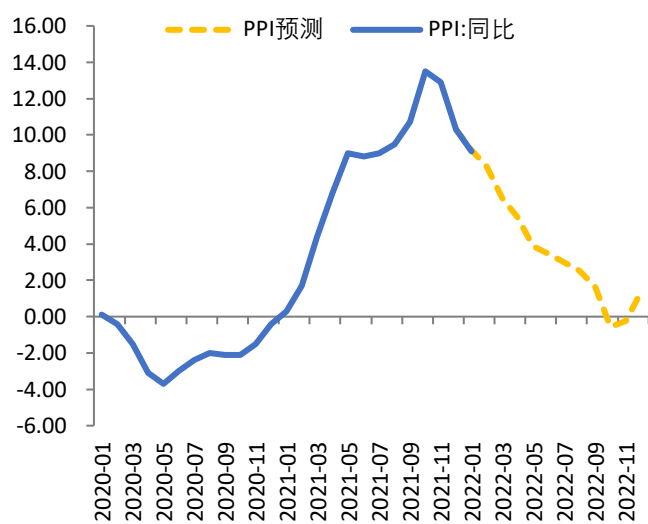
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 上游生产资料回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: PPI 进入下行周期, 四季度有望企稳 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



## 二、货币政策持续稳中偏松，从“货币先行”到“宽信用重心”

2月央行公开市场操作持续削峰填谷，资金面维持稳中偏松，流动性预期整体平稳。春节后流动性回流至银行间市场，央行月初持续大额净回笼无碍资金面宽松，资金利率回到政策利率之下并且保持平衡偏松态势。而后随着月度缴税因素扰动，流动性逐渐收敛，资金利率明显回升，但央行随即加大逆回购投放力度，市场流动性预期整体平稳，资金利率中枢围绕政策利率波动。

2月央行MLF续作价平量增，在1月信贷超预期、叠加海外美联储加息预期走高的两大边际变化下，短期进一步宽货币的急迫性有所降低，央行连续降息概率不大，市场对此已有预期。而从量上来看，净投放1000亿元MLF仍显示央行对于中长期资金面的呵护态度，继续传递货币政策稳中偏松的取向，也助力信贷增长的稳定性。

货币政策进入观察期，从节前“货币先行”阶段转向“为宽信用保驾护航”的阶段，短期进一步宽货币的急迫性有所降低，但尚未走出宽松窗口期。往后看，稳中偏松的格局+结构性政策仍然主导，降准仍将作为流动性补缺工具出现，宏观经济仍面临“三重压力”下降息窗口并未完全关闭，关键仍在于经济增速能否企稳。

图 14: DR007 围绕 OMO 政策利率波动 (%)

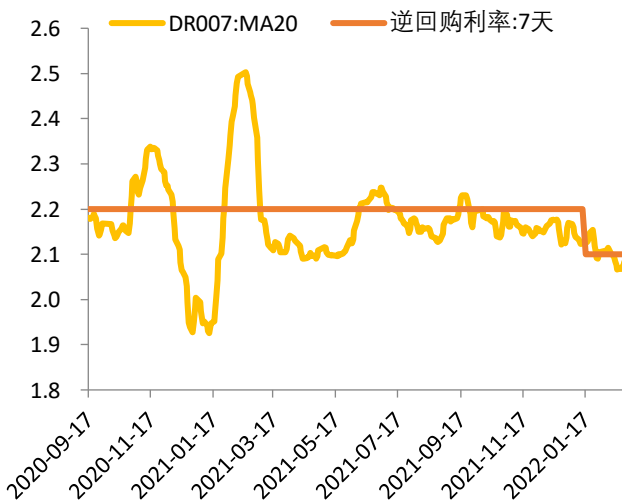
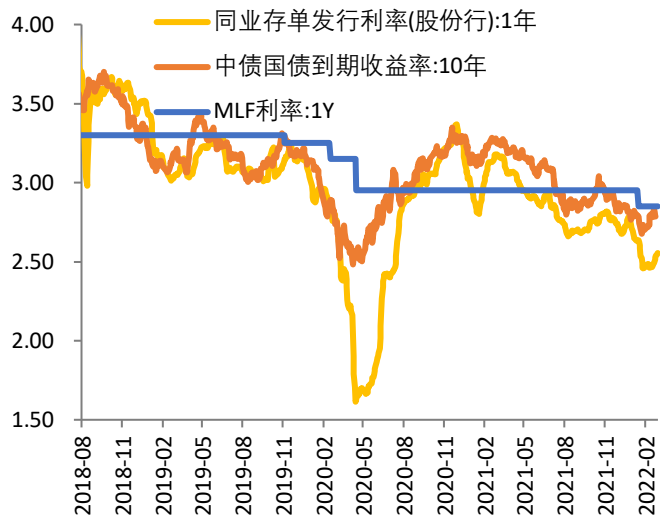
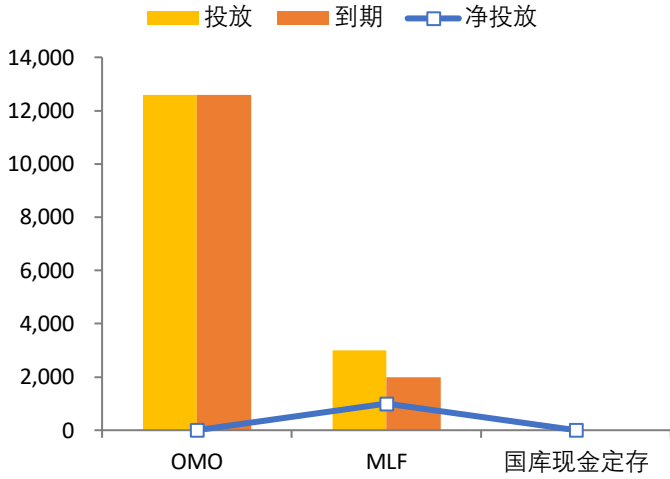


图 15: 同业存单与 MLF 利差较大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

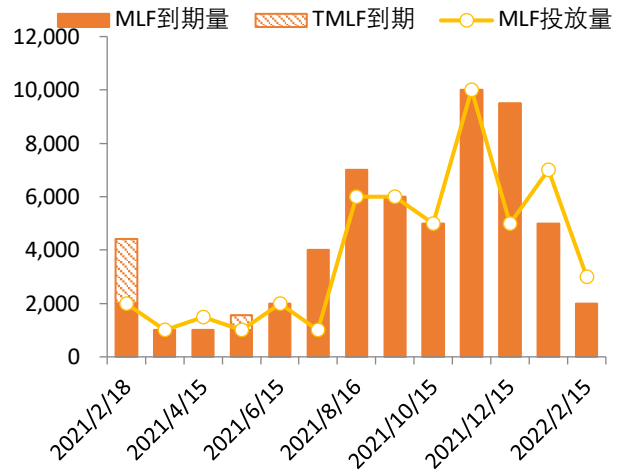
图 16: 央行操作 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

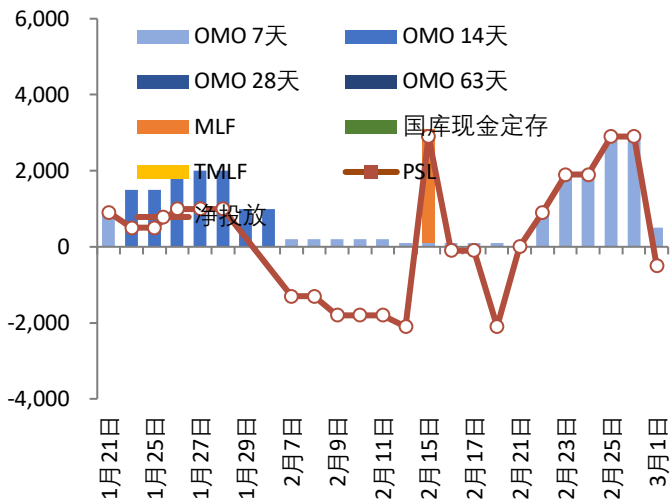
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: MLF 操作 (亿元)



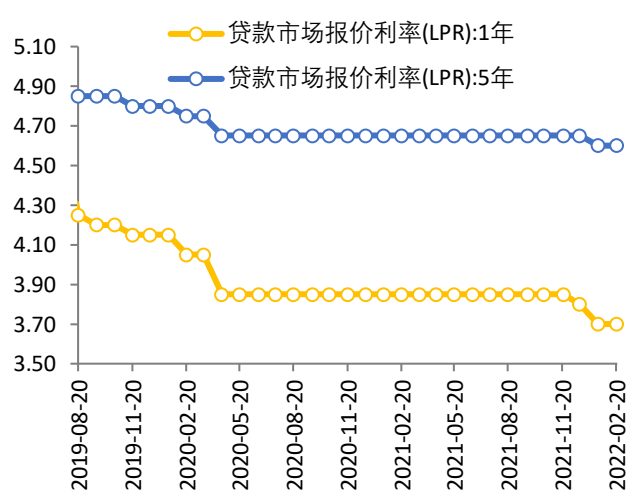
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 央行操作 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: LPR 报价利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

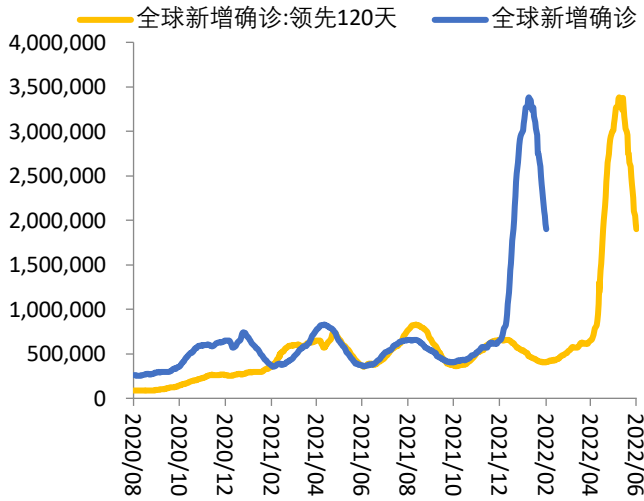
### 三、美联储 3 月加息几乎板上钉钉，俄乌冲突加剧通胀压力

2 月全球疫情出现拐点迹象，欧美疫情缓和，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，经济重启下美欧服务业 PMI 反弹。美国国内通胀仍然高企，国内消费不弱，但居民收入同比减速叠加高通胀影响消费持续性。

俄乌冲突下地缘政治冲突升温，短期避险情绪主导市场，避险情绪利好短期黄金价格，而俄乌两国作为能源、金属、农产品等商品的重要出口国，俄乌冲突也带来了全球通胀压力的抬升，尤其是原油价格的快速上涨也将加剧美国通胀担忧，供给端的冲击或也将影响全球关键产业供应链。不过战争对大类资产的冲击更多地集中于开战前和战争初期，后续制裁等带来的潜在冲击更为关键。对市场的**影响短期表现为风险偏好的回落，长期表现为通胀预期的上升**，在全球央行货币政策收敛的背景下，此次冲突延缓但不能逆转全球紧缩过程。

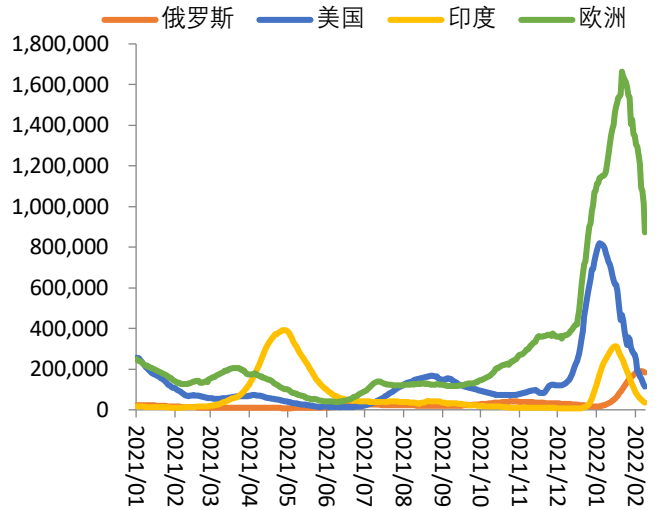
美国国内通胀高企下 3 月美联储加息几乎板上钉钉，俄乌冲突加剧通胀压力，**联储“骑虎难下”**。美股波动加大，美债曲线熊平概率加大，美元短期震荡偏强。当前市场分歧在于今年的加息次数以及幅度，2 月发布的美联储会议纪要鹰派不及预期，3 月加息 50 个基点的概率明显回落，而俄乌冲突带来的供应冲击加剧美国短期通胀压力，同时弱化经济预期，带来滞涨风险。美债长端收益率上行空间或受限制，收益率曲线熊平概率加大，加息在即叠加避险需求下美元短期偏强震荡，但中期欧央行正预期转鹰或成为美元的扰动。

图 20: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



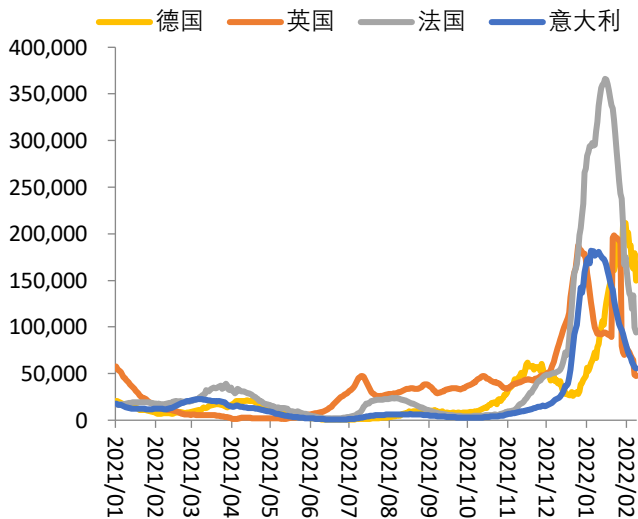
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



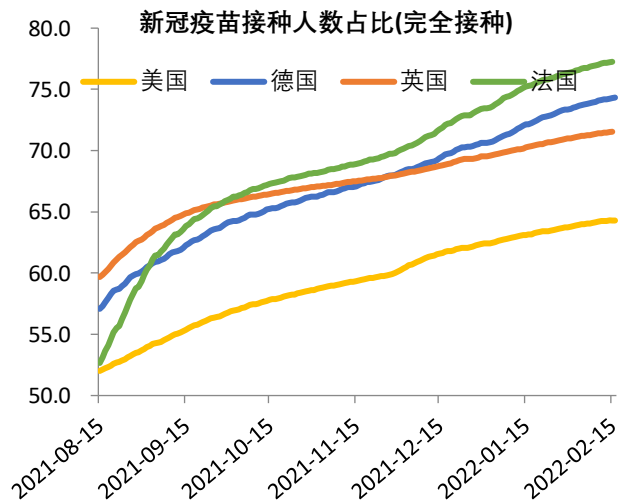
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



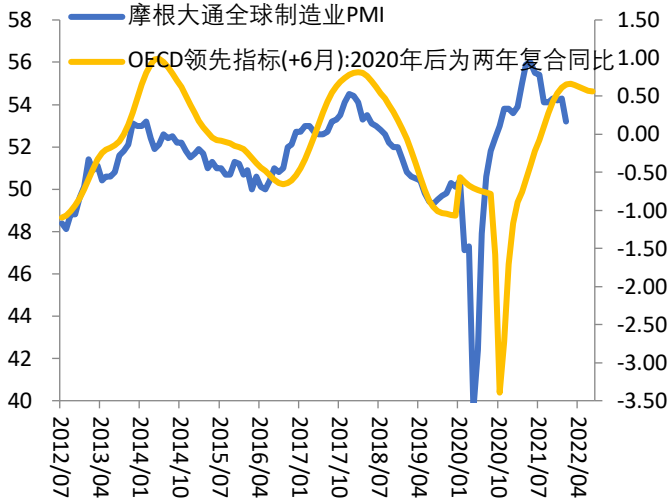
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



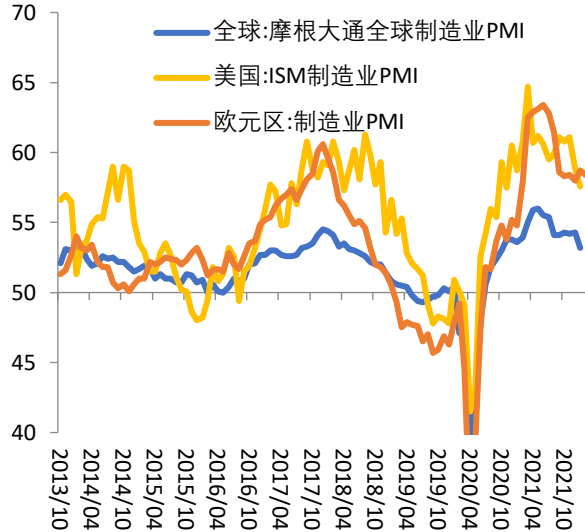
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 全球景气度指数高位回落



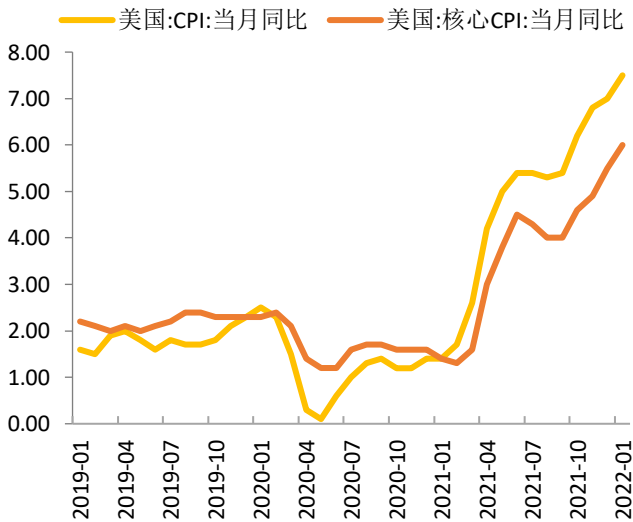
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 全球制造业 PMI



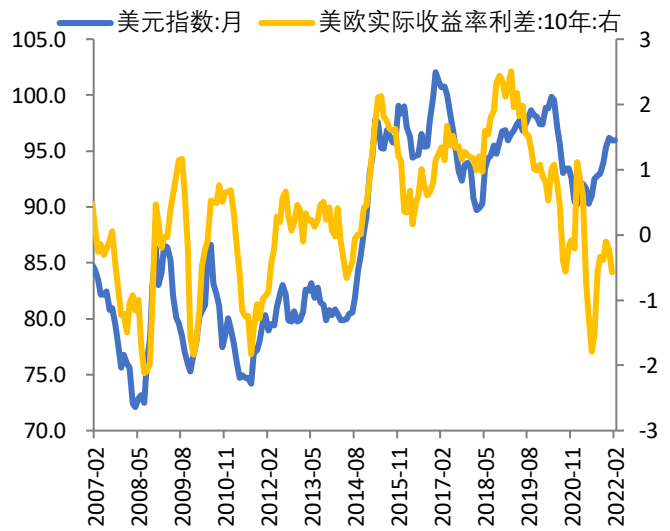
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 美国 CPI 继续攀升 (%)



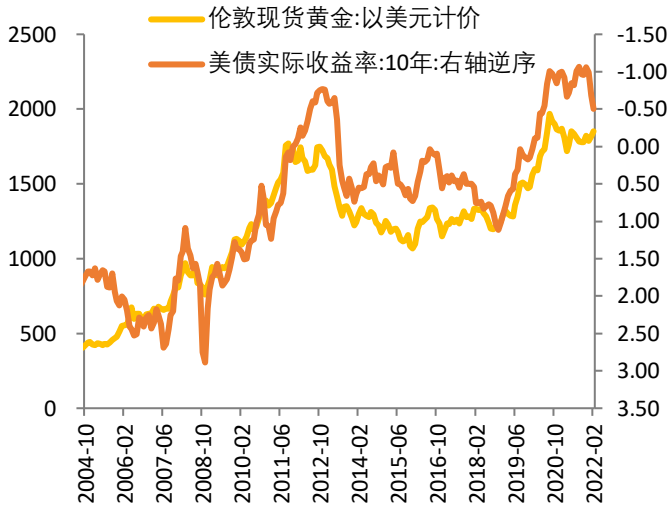
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 美元指数保持偏强震荡 (%)



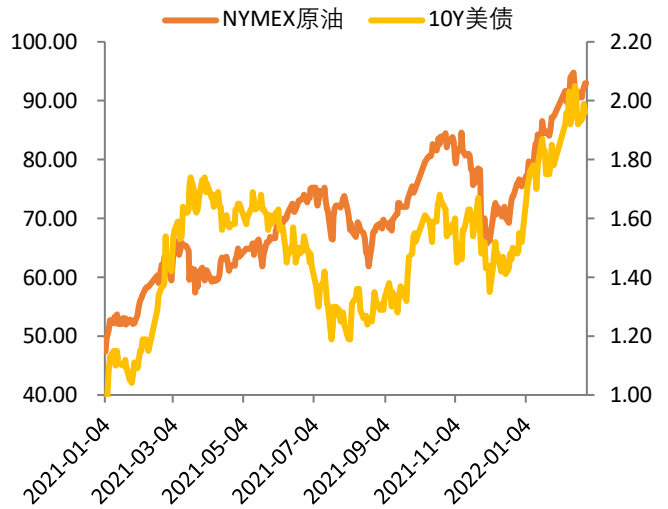
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)

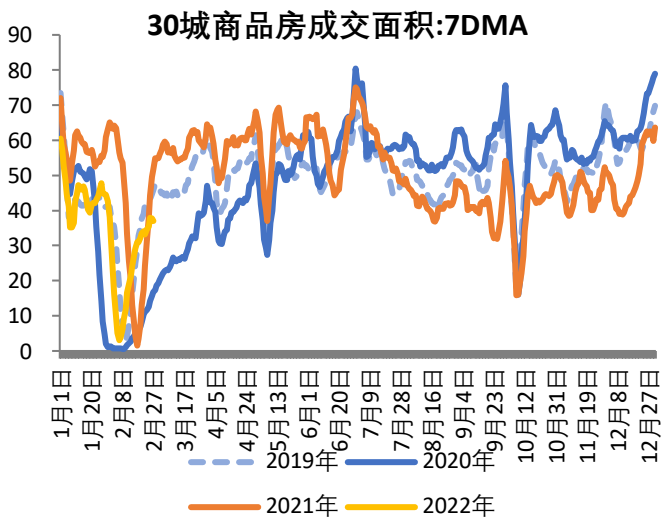


资料来源: Wind, 优财研究院

## 四、经济高频观察

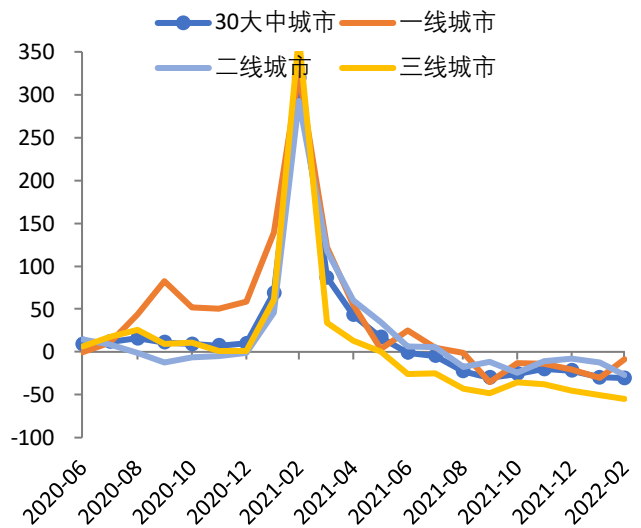
### 1. 商品房销售仍然偏弱, 需求端仍待恢复, 需求侧政策边际放松

图 30: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



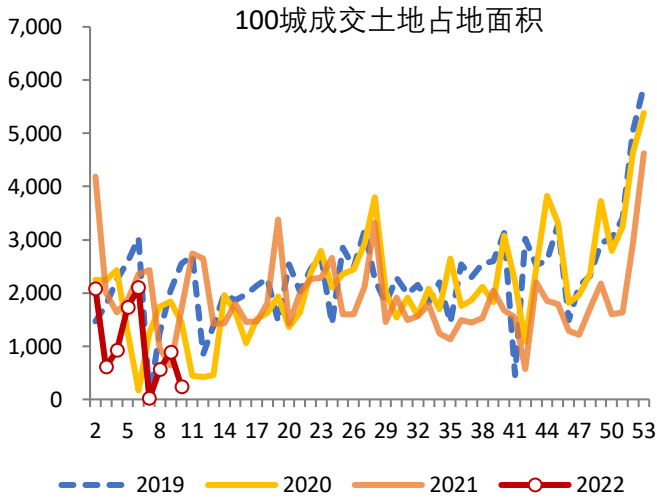
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 30 城商品房成交面积同比 (%)



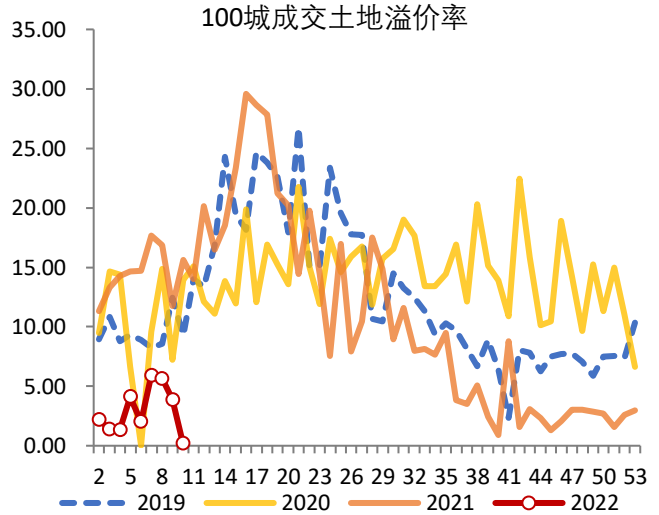
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

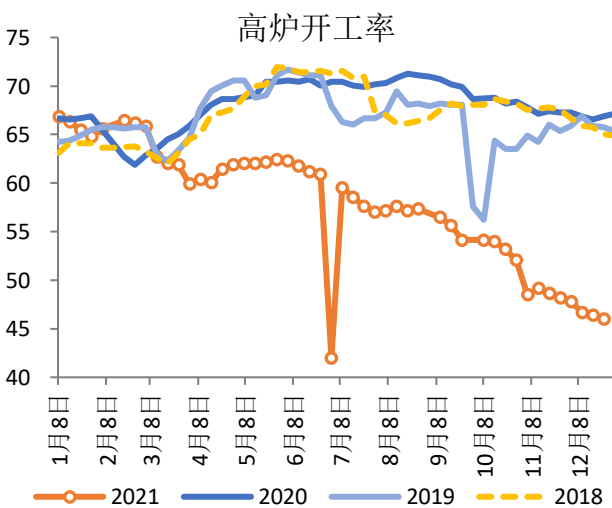
图 33: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

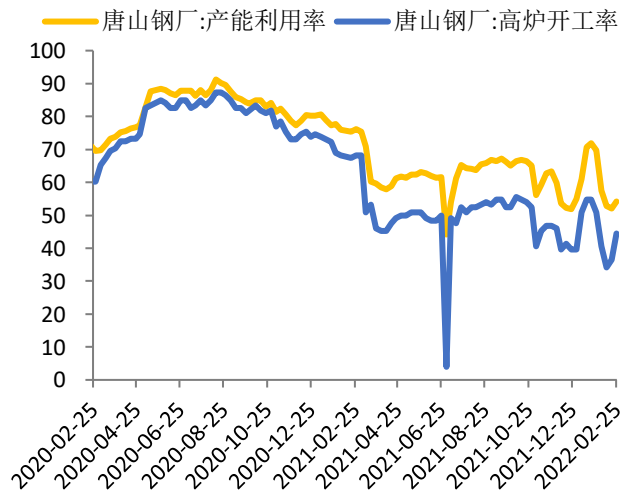
## 2. 北方天气因素叠加冬奥会影响节后复产，上游生产偏弱

图 34: 高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

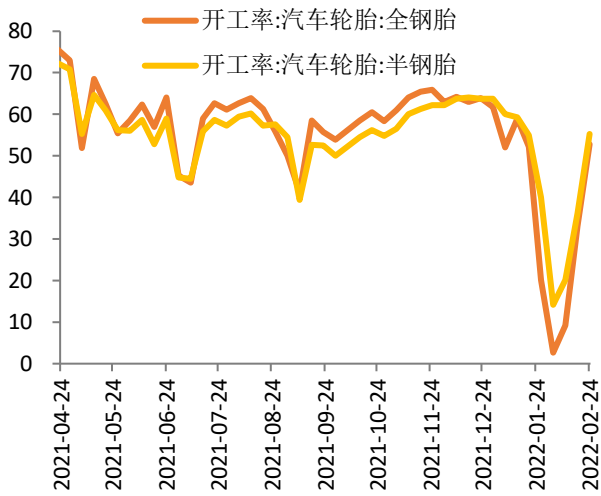
图 35: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

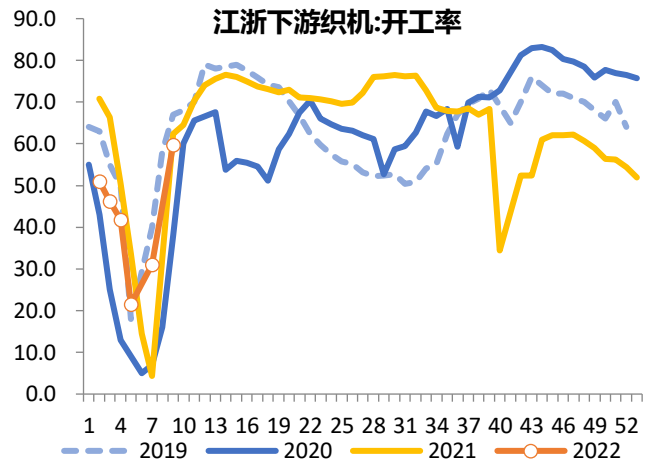


图 36: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

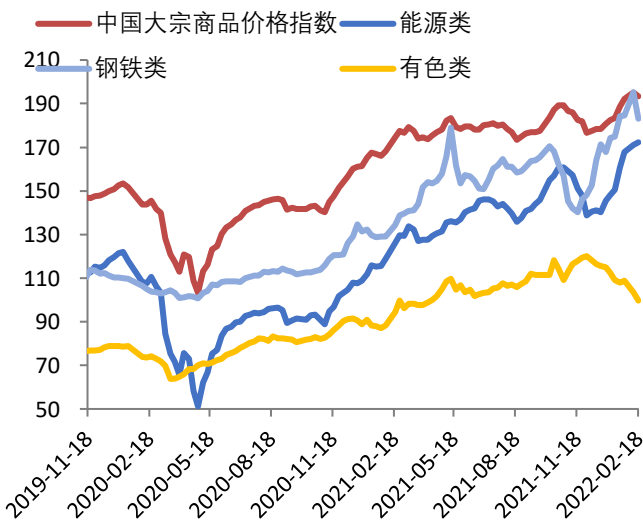
图 37: 江浙下游织机:开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

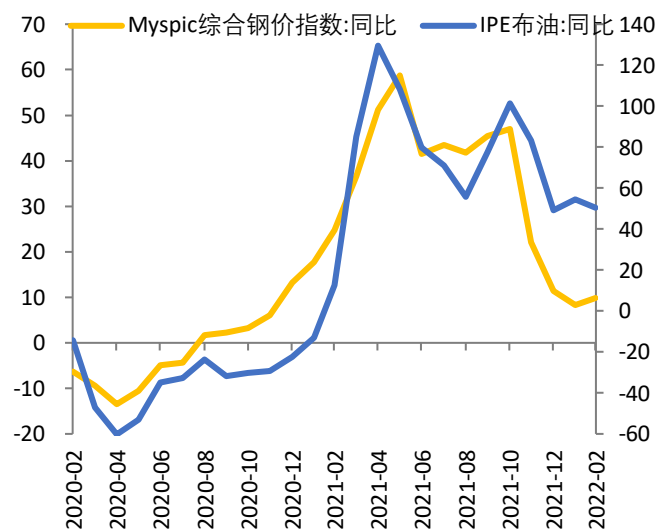
3. 节后下游需求尚未完全启动, 工业品价格分化, 俄乌冲突下原油价格破百

图 38: 大宗商品价格指数



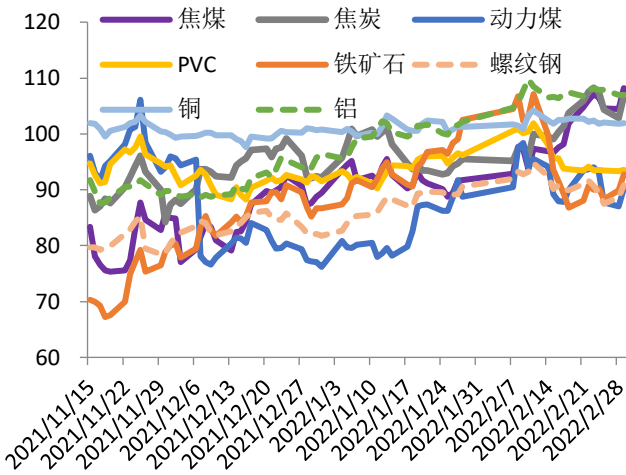
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 钢价指数&布油同比 (%)



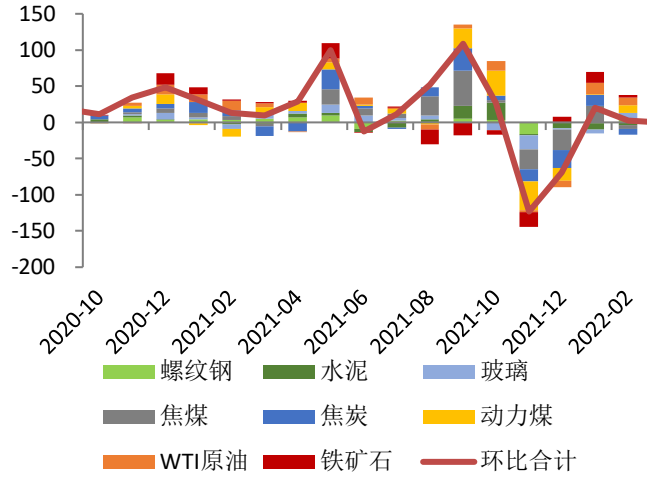
资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

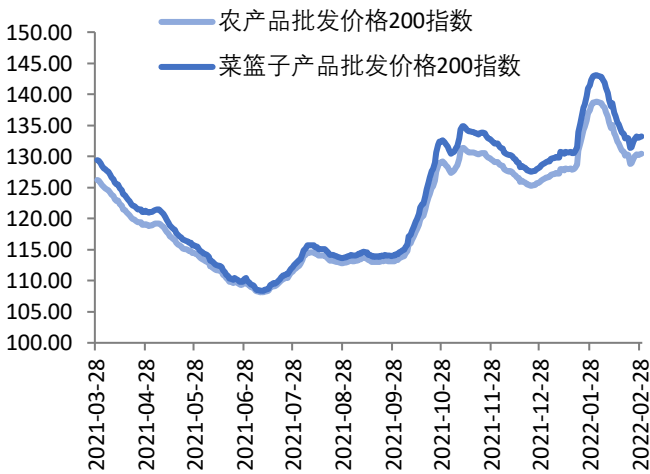
图 41: 工业品价格月度环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

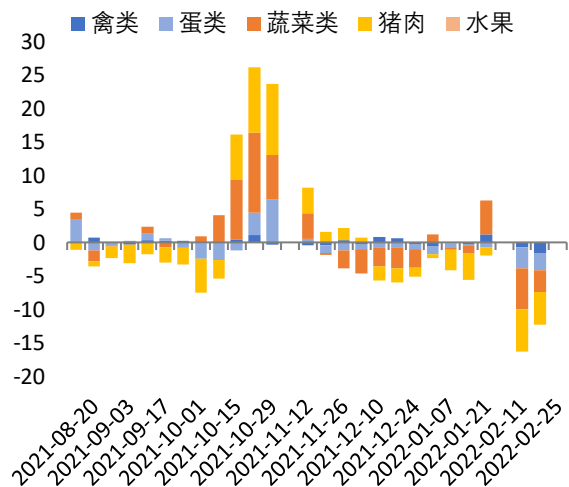
4. 通胀: 节后消费走弱下供给过剩压力较大, 猪肉和蔬菜价格回落明显

图 42: 农产品批发价格 200 指数



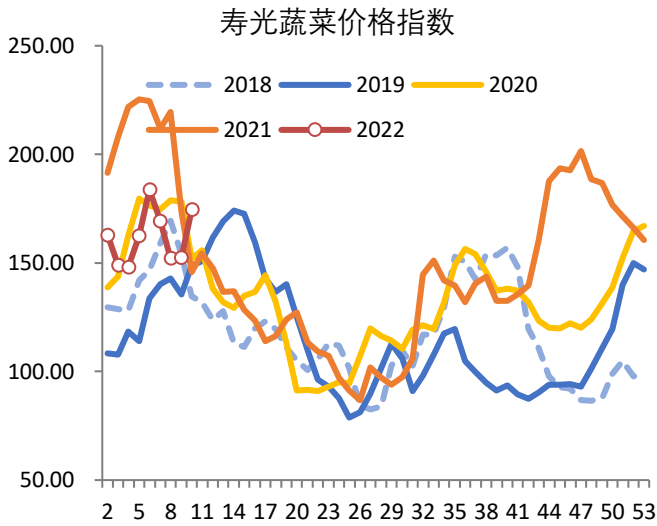
资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



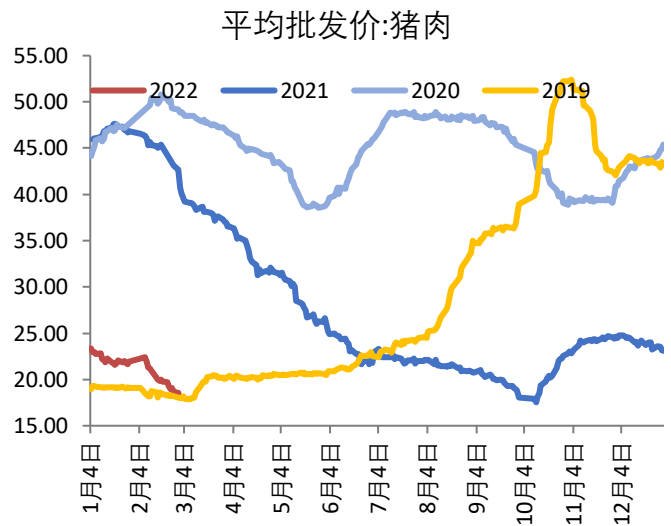
资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 45: 猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 五、风险提示

房地产政策超预期, 美联储收紧货币超预期, 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/>