



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



宏观经济尚处稳信用阶段，政策预期升温

内容提要

春节扰动下信贷社融波动较大，2月数据不及市场预期，信贷结构延续1月“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，短贷票据仍是主要增量贡献，而企业中长期贷款依然乏力，政府逆周期加杠杆，居民继续降杠杆，反映信贷条件宽松、但信贷需求不足，实体融资需求仍待改善。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，2月30城商品房成交面积同比-27.3%，降幅基本持平于1月，去年底以来的地产政策放松还未有效改善居民购房意愿。地产政策仍在边际积极调整，后续地产销售何时回暖仍是关键。

当前宏观经济仍处于稳信用阶段，房地产信心还未恢复，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旧经济融资主体仍受束缚，稳增长政策目前见效不足，基建雷声大雨点小，两会后开工旺季或有望逐渐带动融资需求回暖，房地产政策放松效果仍待观察。三重压力应对仍然严峻，实体融资需求不足、俄乌冲突引发资本市场波动、叠加近期国内疫情形势扰动，政策仍需靠前发力，货币政策仍处宽松窗口期，降息降准概率增大。

周五降准降息预期提振下，债市明显上涨，宏观环境尚处经济复苏之前、融资需求仍然偏弱仍对债市形成支撑，短期经济数据不佳下货币政策仍有博弈空间，MLF利率2.85%的水平仍然是十年期国债利率的重要锚，长端利率上行超过2.85%后存在做多空间。海外俄乌冲突、叠加国内疫情反弹扰动，激发市场做多热情。而中期看，稳增长仍是大趋势，长端利率仍将受到政策“宽信用、稳地产、稳经济”的扰动，预计在货币政策维持宽松、宽信用逐步验证的环境下，利率上有顶下有底，2.8%以下空间仍受到约束，货币宽松预期下短端表现或相对更好，收益率曲线陡峭。

A股则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，近期国内疫情多点散发对稳增长逻辑形成压力，而俄乌冲突进一步加剧海外通胀压力，叠加美联储非顺周期加息，全球滞胀风险加大，短期避险情绪及通胀担忧下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

一、宏观经济尚处稳信用阶段，政策仍需靠前发力

1. 融资需求仍然疲弱，政策预期升温

央行公布 2022 年 2 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 12300 亿元，市场预期 14500 亿元，前值 39800 亿元。
- (2) 社会融资规模 11900 亿元，市场预期 22100 亿元，前值 61726 亿元。
- (3) M2 同比 9.2%，市场预期 9.5%，前值 9.8%；M1 同比 4.7%，前值-1.9%。

春节扰动下信贷社融波动较大，2 月数据不及市场预期，合并 1-2 月社融同比较去年多增 4500 亿元，2 月社融存量同比 10.2%，较 1 月回落 0.3 个百分点，基本持平于去年 12 月的 10.3% 的水平，显示当前仍处于稳信用阶段。信贷结构延续 1 月“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，短贷票据仍是主要增量贡献，而企业中长期贷款依然乏力，政府逆周期加杠杆，居民继续降杠杆，反映信贷条件宽松、但信贷需求不足，实体融资需求仍待改善。

房地产信心还未恢复，居民继续降杠杆。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，2 月 30 城商品房成交面积同比-27.3%，降幅基本持平于 1 月，去年底以来的地产政策放松还未有效改善居民购房意愿。地产政策仍在边际积极调整，后续地产销售何时回暖仍是关键。

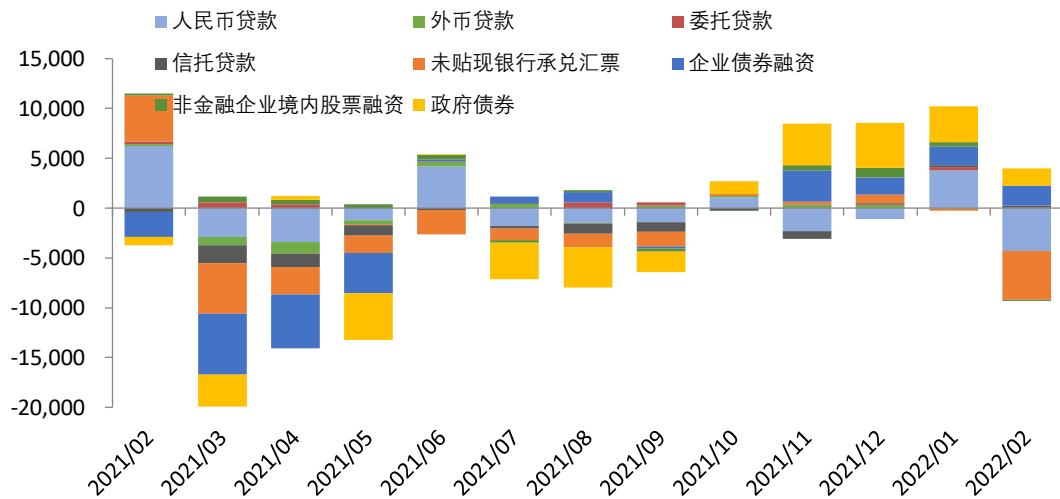
当前宏观经济仍处于稳信用阶段，房地产信心还未恢复，房地产三道红线、以及地方政府隐性债务监管仍严的背景下旧经济融资主体仍受束缚，稳增长政策目前见效不足，基建雷声大雨点小，两会后开工旺季或有望逐渐带动融资需求回暖，房地产政策放松效果仍待观察。三重压力应对仍然严峻，实体融资需求不足、俄乌冲突引发资本市场波动、叠加近期国内疫情形势扰动，政策仍需靠前发力，货币政策仍处宽松窗口期，降息降准概率增大。

图 1: 社融数据一栏 (亿元, %)

	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05
当月新增社融	11900	61726	23682	25983	16176	29026	29893	10752	37017	19522
新增人民币贷款	12300	39800	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000
社融存量同比 (%)	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0
(当月同比变化)										
社会融资规模	-5343	9842	6490	4628	2247	-5667	-5960	-6176	2336	-12385
新增人民币贷款	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208
居民短贷	-220	-2272	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575
居民中长贷	-4572	-2024	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236
企业短贷	1614	4345	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855
企业中长贷	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223
票据融资	4907	3193	746	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48
委托贷款	26	337	143	66	1	295	592	1	10	-135
信托贷款	185	162	67	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958
未贴现票据	-4867	-171	797	242	203	-1489	-1314	-1186	-2411	-1762
企业债券融资	2021	1882	1731	3166	-2	-179	990	733	241	-4048
政府债券	1705	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661

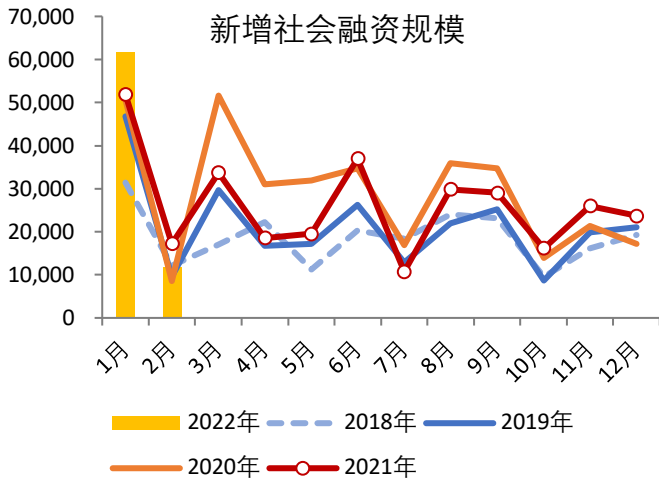
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 社融分项当月同比增量贡献 (亿元)



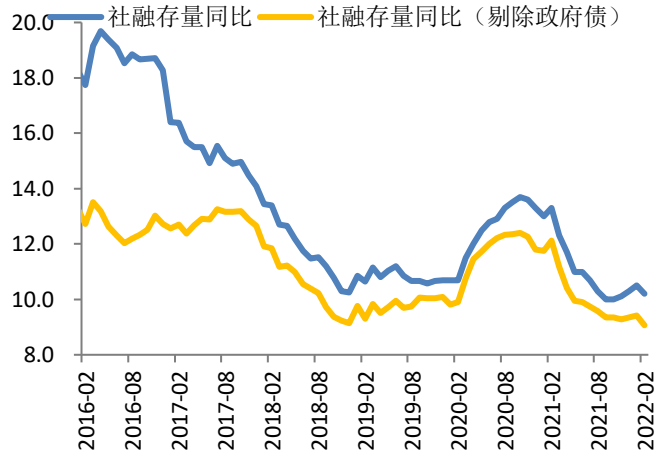
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 当月新增社融 (亿元)



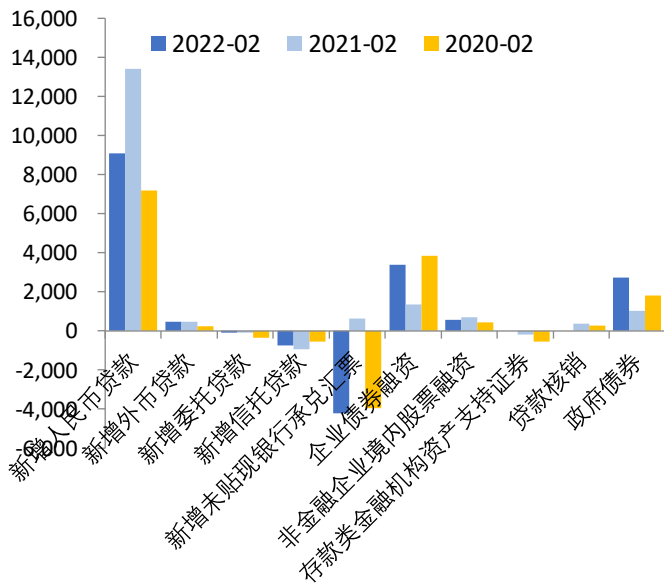
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 社融存量增速 (%)



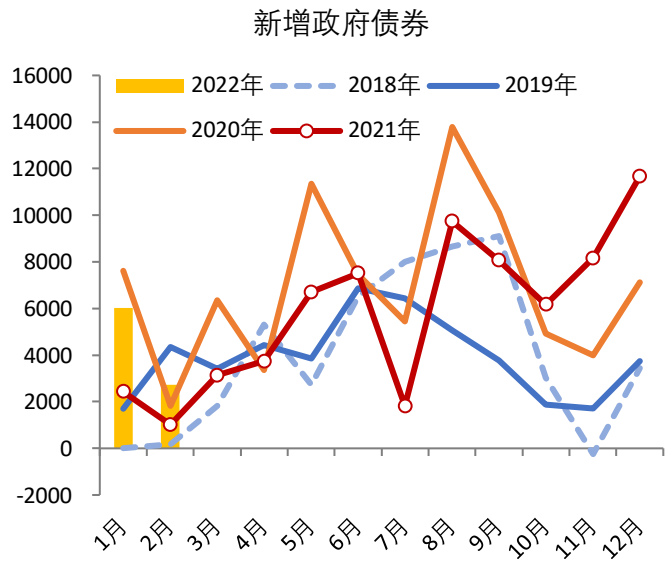
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 社融分项 (亿元)



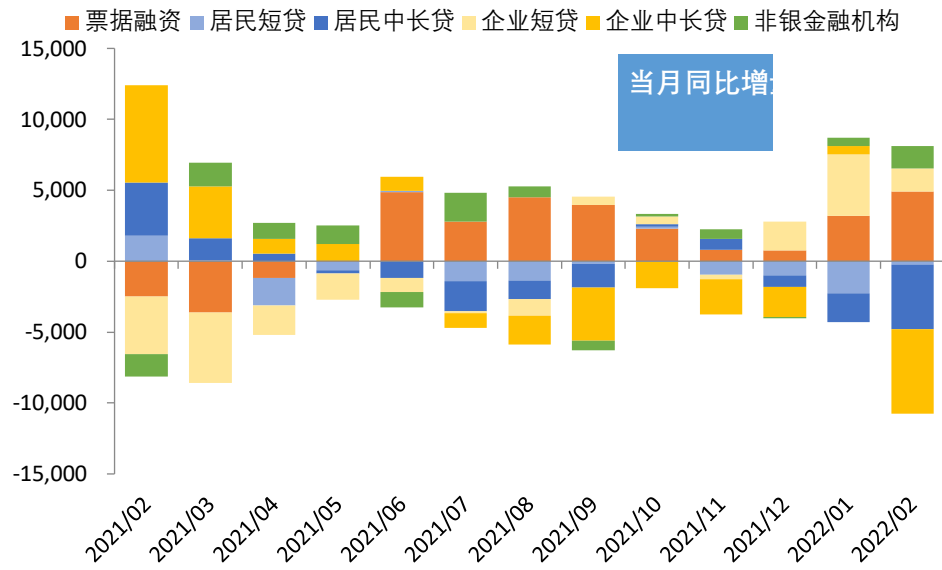
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 政府部门加杠杆 (亿元)



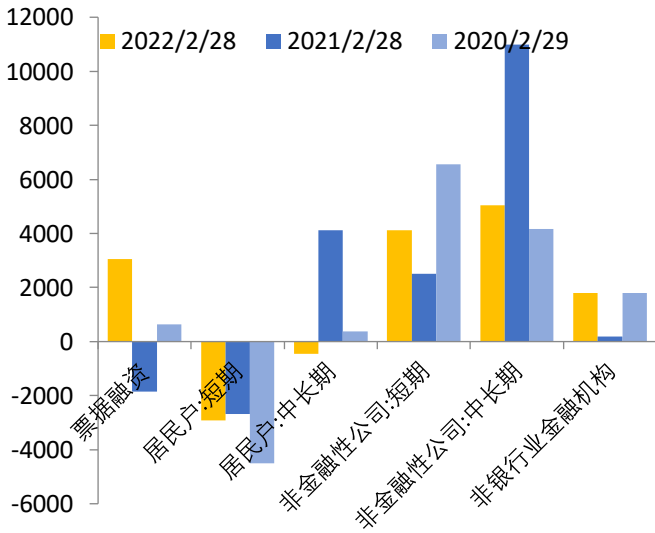
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7：人民币贷款当月同比增量贡献（亿元）



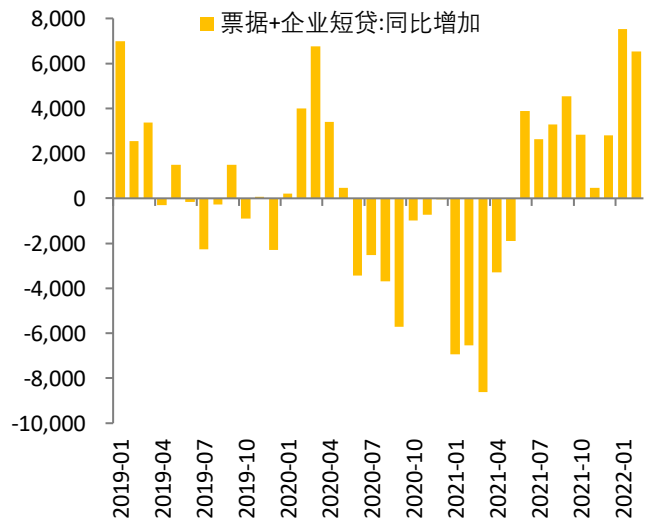
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：短贷好于长贷、企业强于居民（亿元）



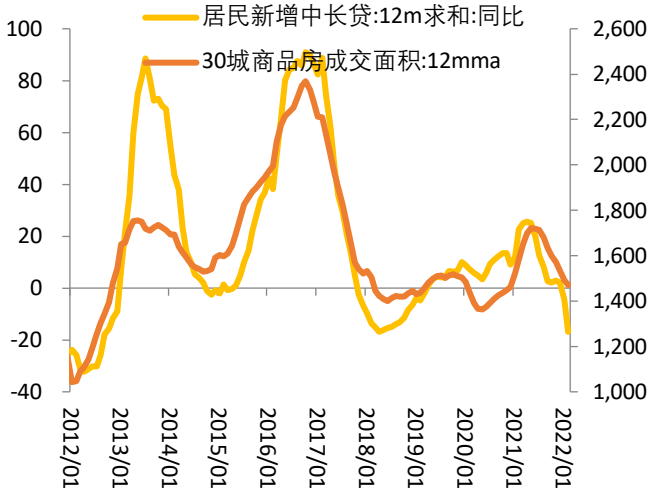
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：融资结构偏向短期化（亿元）



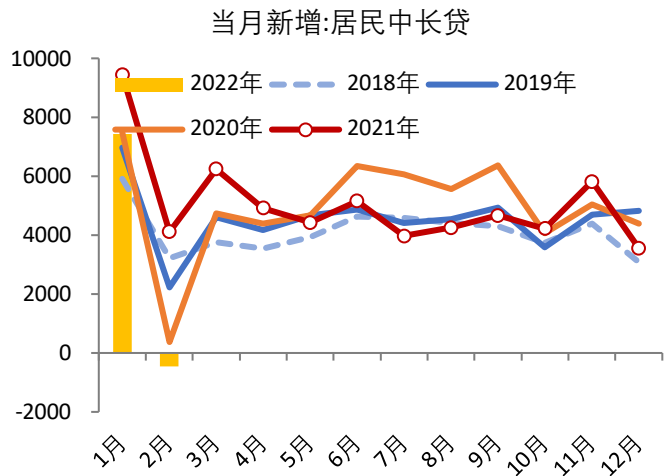
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 房贷增速仍在向下 (%，万平方米)



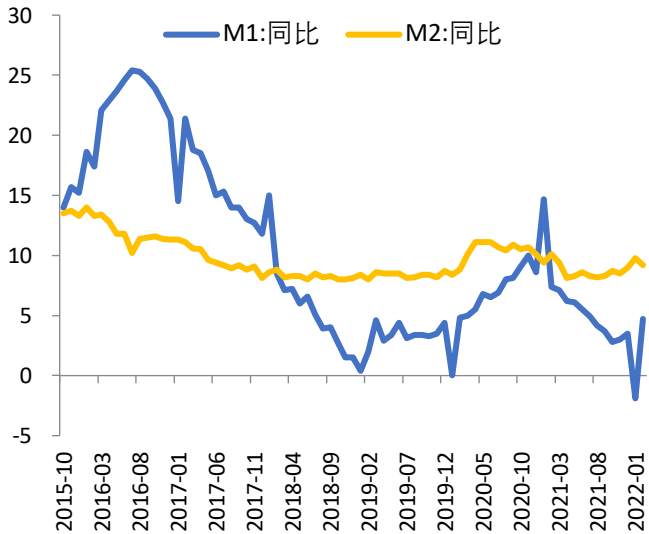
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 居民部门去杠杆 (亿元)



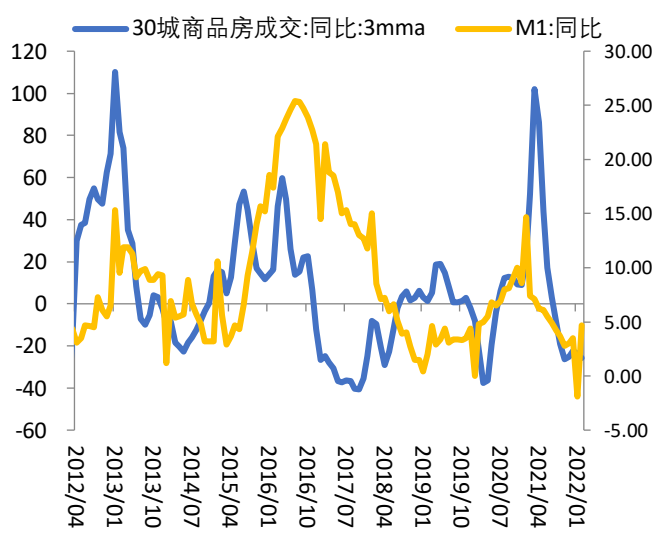
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: M1、M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 地产销售 VS M1 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 核心 CPI 走弱显示内需偏弱，输入性通胀压力抬升

央行公布 2022 年 2 月通胀数据: 2 月 CPI 同比 0.9%，市场预期 0.8%，前值 0.9%；

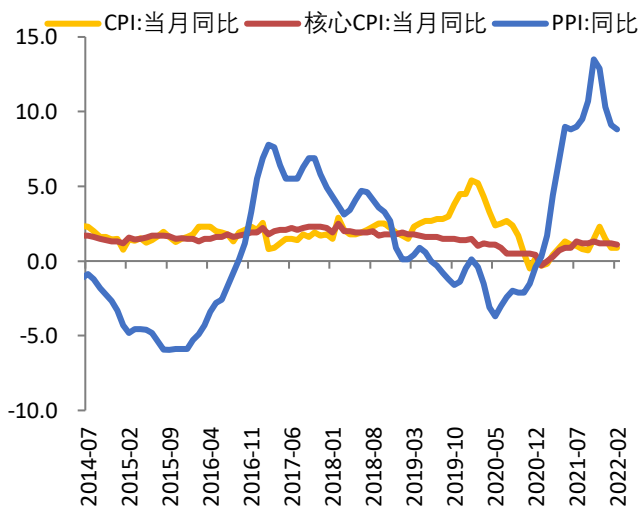
环比 0.6%；2 月 PPI 同比 8.8%，市场预期 8.7%，前值 9.1%；环比 0.5%。

2月CPI同比持平0.9%，分别受到食品价格的拖累、以及非食品价格端油价上涨的拉动，核心CPI回落显示内需仍然偏弱，国内疫情反弹拖累服务消费和价格。PPI延续去年四季度以来的同比回落趋势，但受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素的拉动，PPI环比由负转正，同比下行斜率有所放缓。2月油气开采、石油加工、黑色、有色开采及金属冶炼加工价格涨幅居前。

往后看，油价上涨拉动下3月CPI同比或反弹至1%以上，但食品端拖累叠加国内疫情制约服务价格修复，CPI短期仍将维持低位，而随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏、以及油价上涨下，CPI全年前低后高，下半年同比存在破3%风险，但全年中枢可控。俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，PPI下行趋势短期受扰动，输入性通胀压力抬升，3-4月PPI同比或有高位反复。而下半年全球需求回落叠加海外货币收紧下，PPI或重回加速回落。

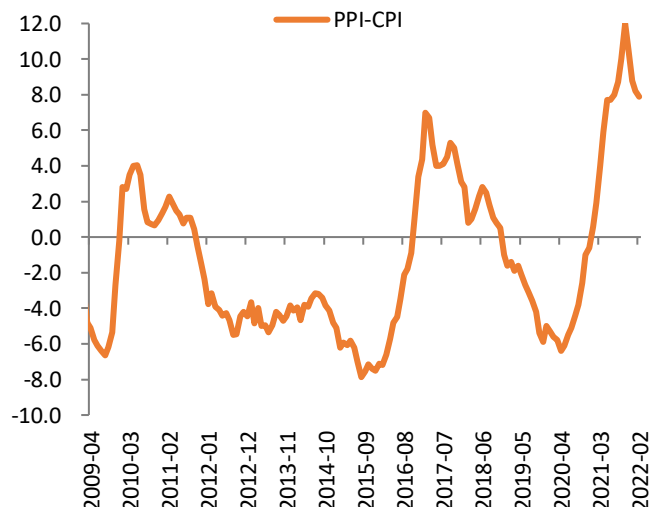
当前核心CPI走弱反映内需仍然偏弱，宏观环境仍处在衰退后期、经济复苏之前，三重压力应对仍然严峻，经济增速目标彰显政策决心，稳增长政策仍是重心，货币政策仍需保驾护航。上半年2%以下的CPI水平下政策空间不存在明显限制，人民币汇率偏强是政策“以我为主”的核心，而在面对PPI输入性通胀风险下，企业成本端压力更需要政策呵护，降准降息窗口仍未关闭。

图 14: CPI VS PPI (%)



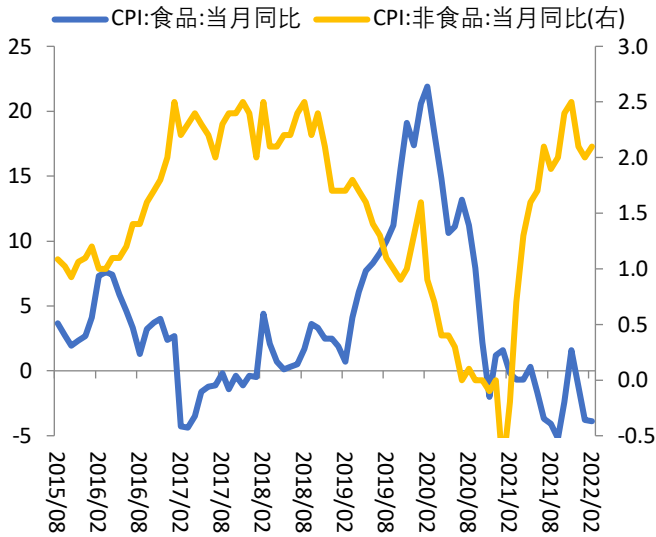
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: PPI-CPI 剪刀差 (%)



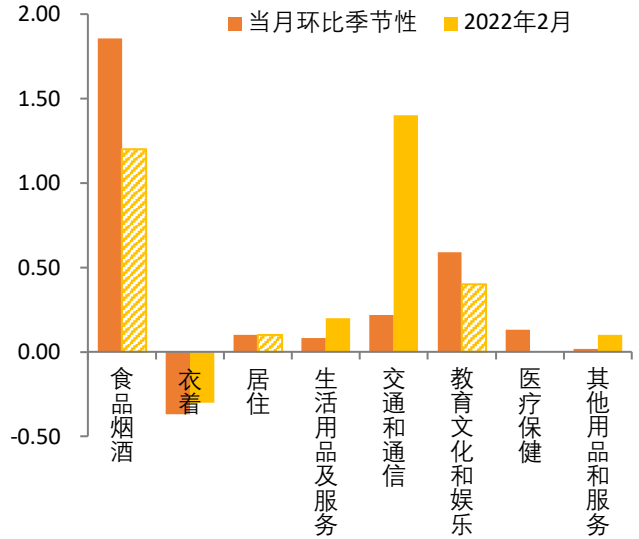
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



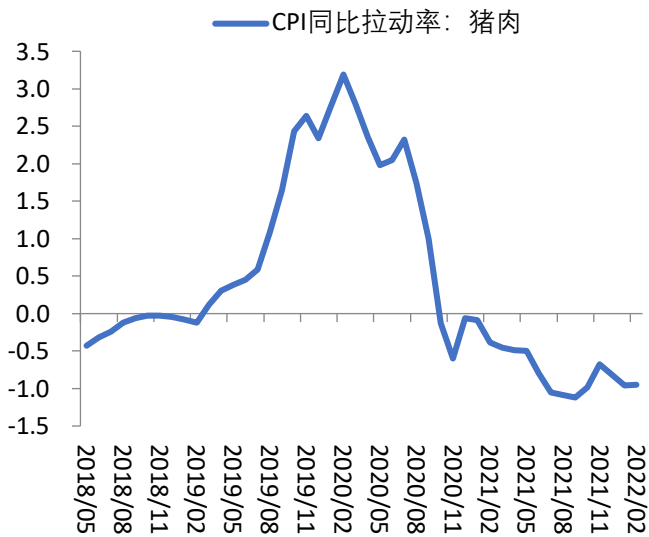
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: CPI 环比季节性 (%)



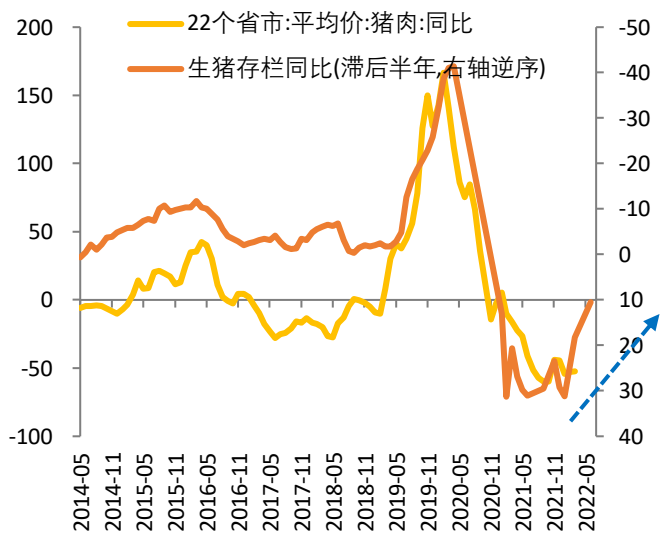
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 猪肉价格仍然偏弱, 拖累食品端价格 (%)



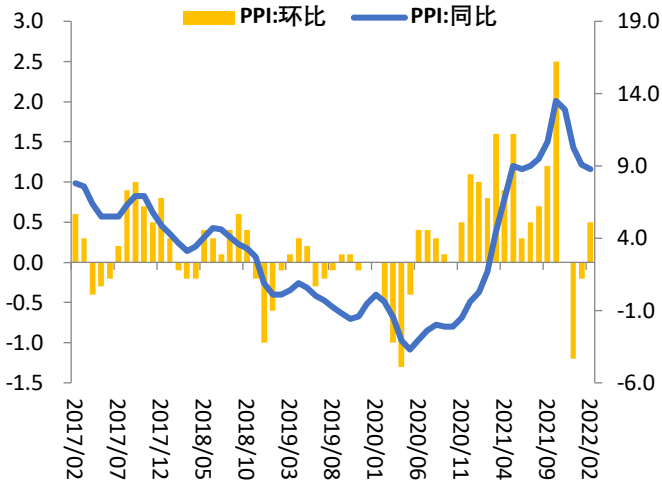
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 猪周期预计年内逐步见底 (%)



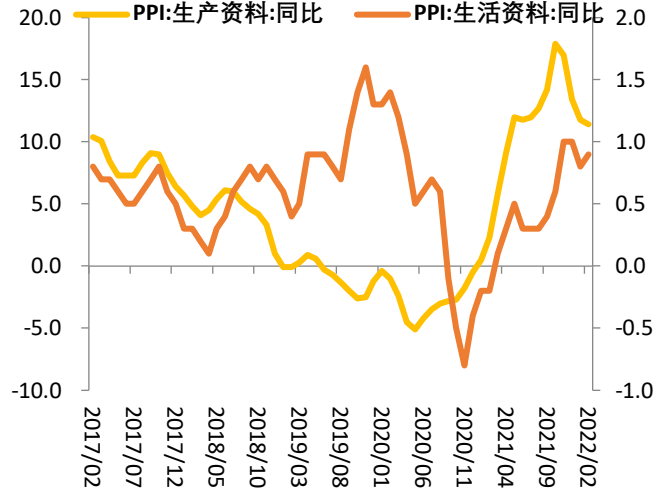
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: PPI 环比增速由负转正 (%)



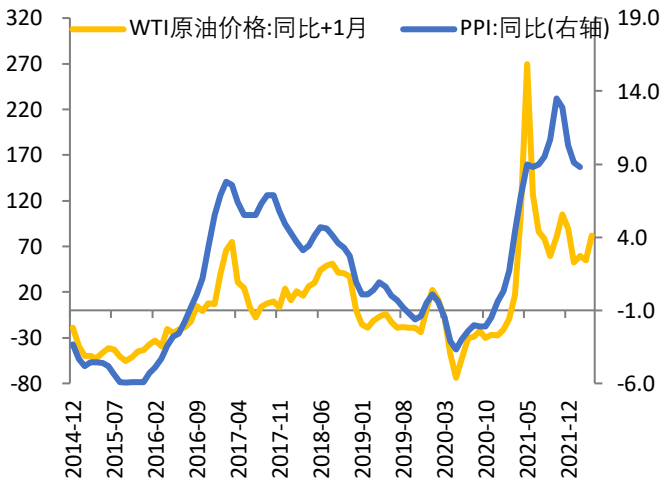
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: PPI 生产资料&生活资料 (%)



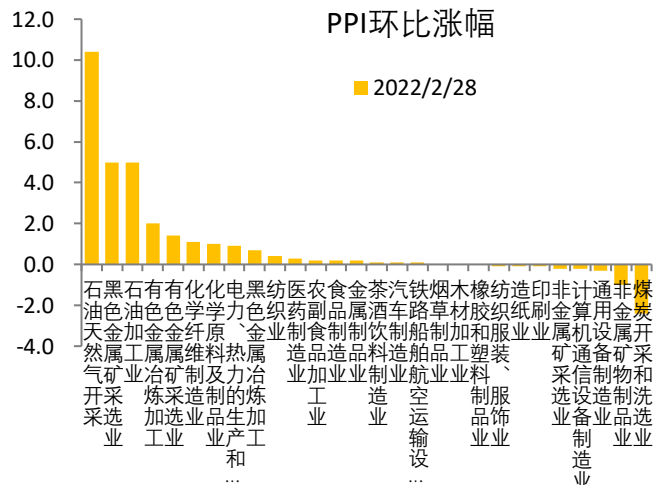
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: WTI 原油价格 VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: PPI 分项环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

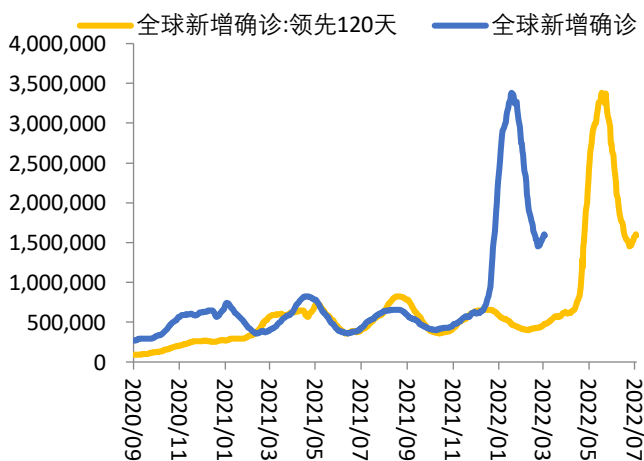
二、海外疫情和经济活动跟踪

全球疫情影响减退下海外社交经济持续修复，叠加俄乌冲突冲击供给，原油供需矛盾推升近期价格快速上涨，俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，带来全球通胀压力的抬升，并加剧全球产业链原料短供问题，全球经济滞胀风险加大。本周随着俄乌冲突有所缓和，原油黄金价格高位回落。

战争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。美股波动加大，美债曲线熊平概率加大，美元震荡偏强。

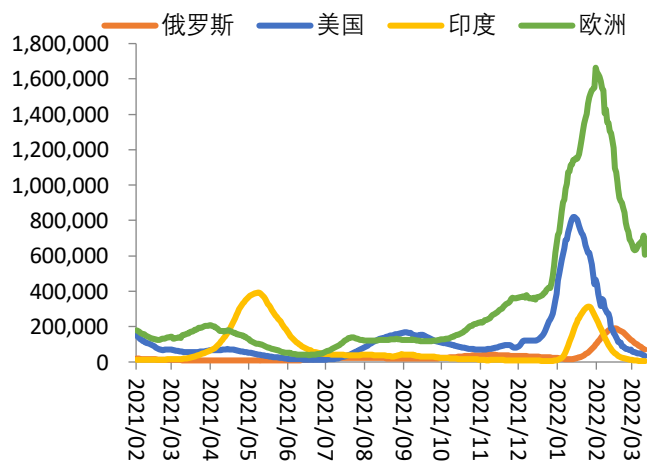
俄乌冲突后3月美联储加息25bp已成市场共识，但地缘冲突加剧全球通胀风险，并带来经济滞胀风险，长端通胀预期回升，TIPS 隐含10年期通胀预期较冲突爆发前上行近30bp，市场全年加息次数预期也较一周前再度上行。美国2月CPI环比+0.8%，同比增速升至7.9%，在2月CPI数据公布后，联邦基金利率期货价格隐含到3月份+26bp、到5月份+63bp、6月份+92bp、到9月份+134bp，2022全年加息+167bp

图 24：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



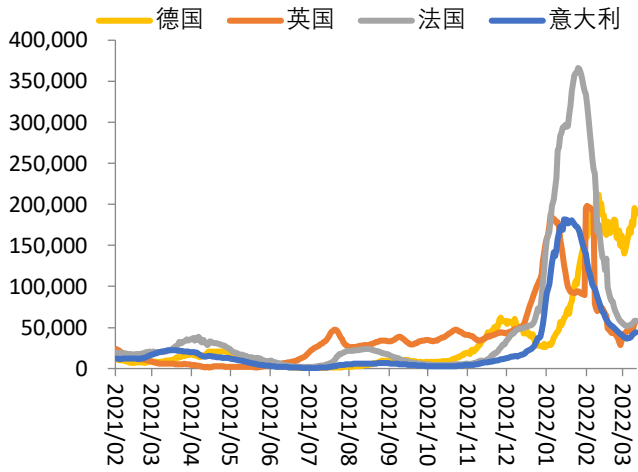
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



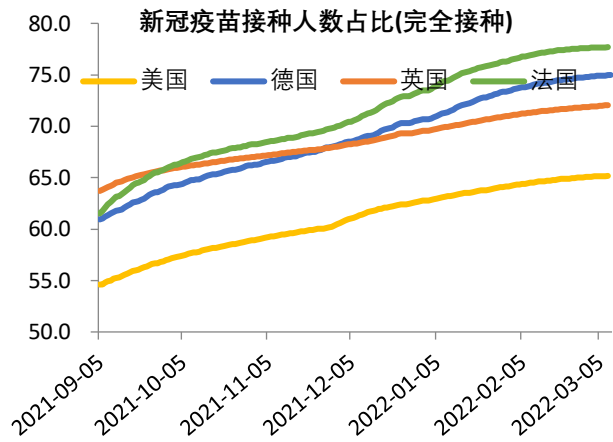
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



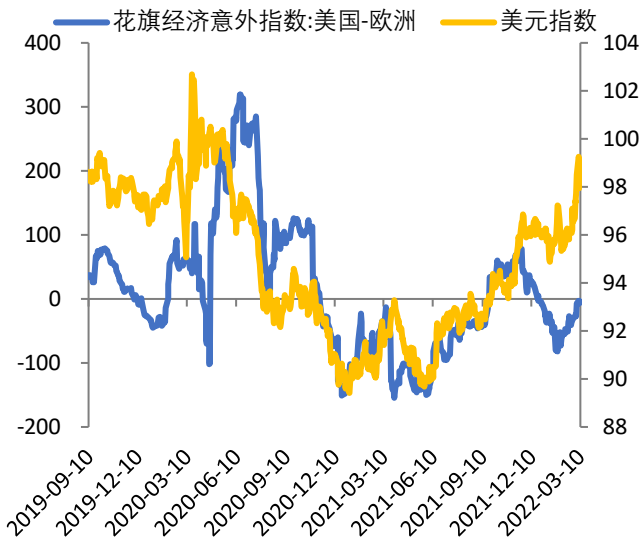
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



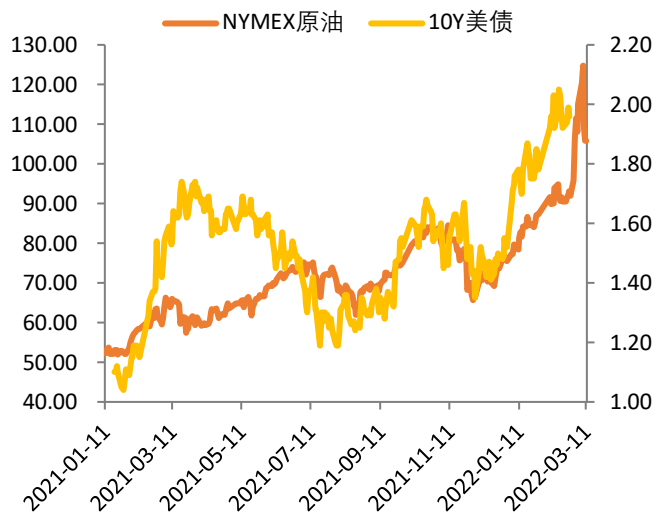
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 美欧差值 VS 美元指数



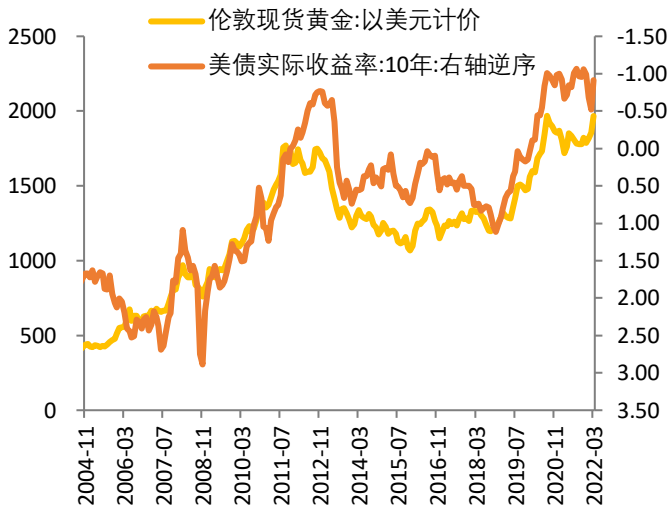
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



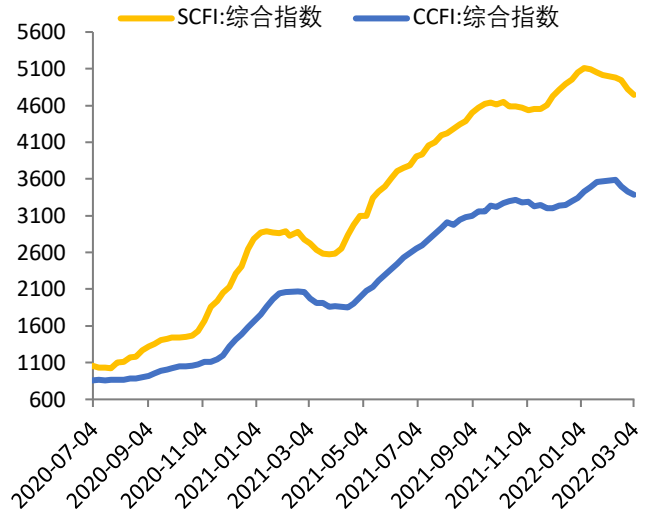
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 美债实际收益率 VS 黄金



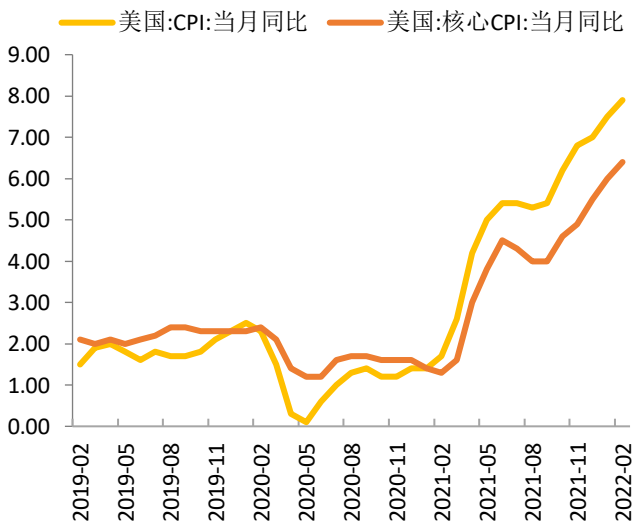
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 运价指数



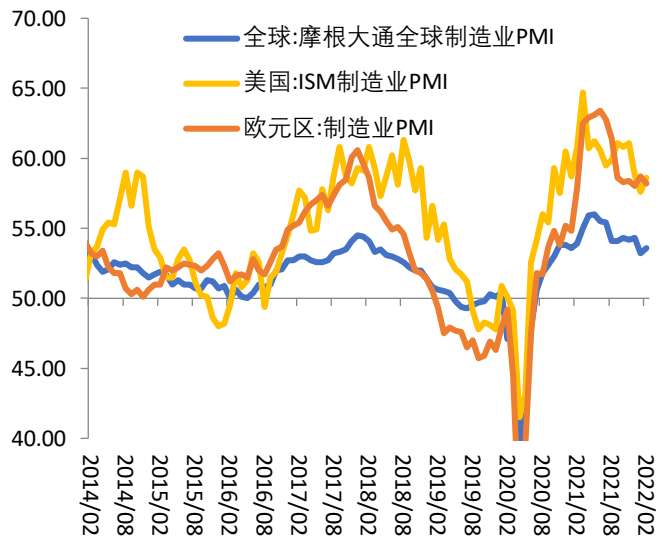
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 美国 CPI 继续攀升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 全球景气度 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

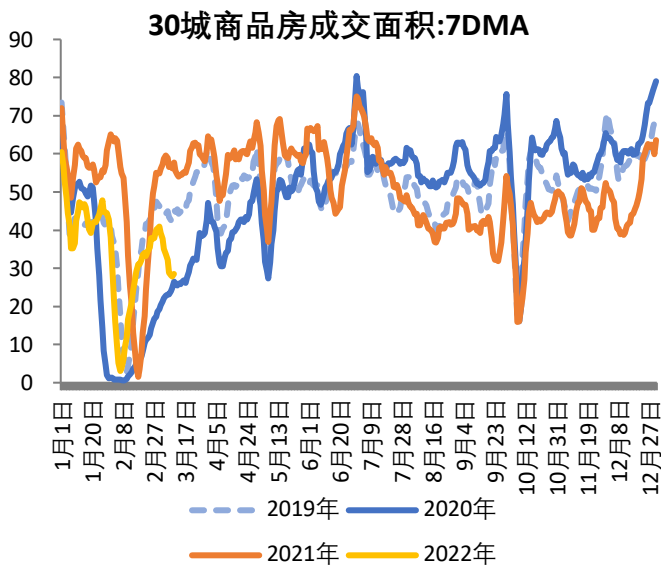
1. 需求：商品房销售持续下滑，地产需求侧政策仍待松绑

3月初以来，商品房销售持续下滑，同比降幅较上月继续扩大，截至至10日，3月30城商品房成交面积同比增速-49%（上月-27%），一二三线城市同步走弱，土地溢价率仍处在底部。

近期地产需求侧政策边际放松，多地频频松绑地产政策，广州、佛山等地通过压缩LPR加点的方式下调房贷利率，菏泽、重庆等地下调首套房首付比例后，近日郑州出台了房地产新政19条，引导在郑金融机构加大个人住房按揭贷款投放，下调住房贷款利率、提出认贷不认房等，成为今年全国第一个在限购限贷方面全面放松的城市。

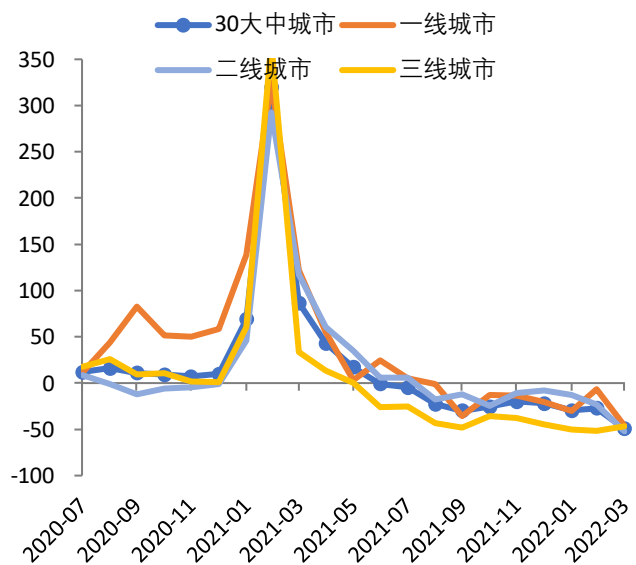
往后看，房地产供需两端显然仍未恢复良性循环，当前地产端主要矛盾从“供给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”，房地产依然处在惯性下滑的过程中，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍有边际放松的诉求，一季度仍是政策出台期。

图 34：30 城商品房成交面积（万平方米）



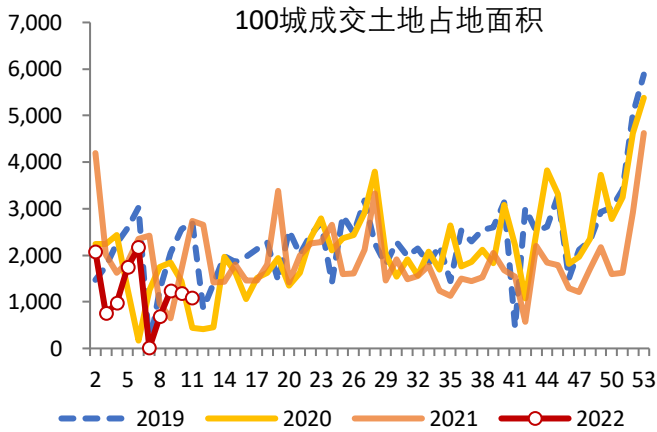
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：30 城商品房成交面积同比（%）



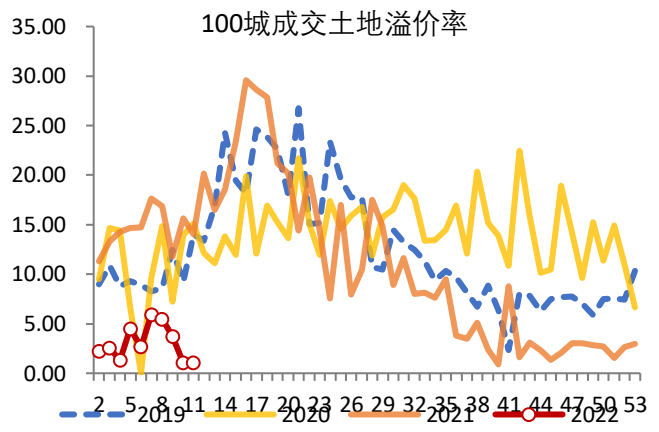
资料来源：Wind，优财研究院

图 36: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产: 上游生产仍然偏弱, 俄乌冲突有所缓和下油价高位回落

生产端, 冬奥会闭幕后, 北方钢厂进入复产期, 但唐山钢厂仍然处于采暖季限产期间, 生产强度仍然偏低。汽车轮胎开工率继续回升, 江浙地区涤纶长丝开工率小幅回升,

上周俄乌冲突有所缓和, 油价高位回落, 动力煤、铁矿石等均高位有所回落。中长期看俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击, 带来全球通胀压力的抬升, 并加剧全球产业链原料短供问题, 全球经济滞涨风险加大。

图 38: 高炉开工率 (%)

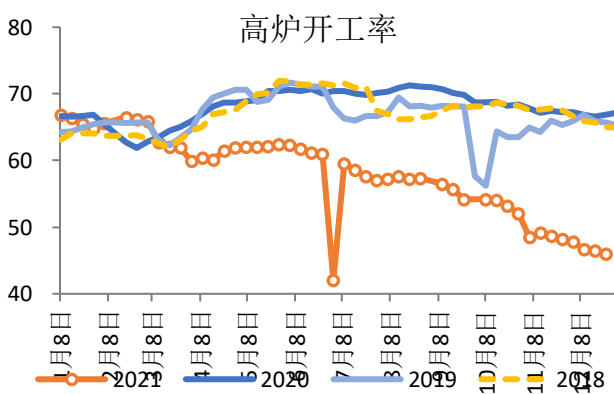
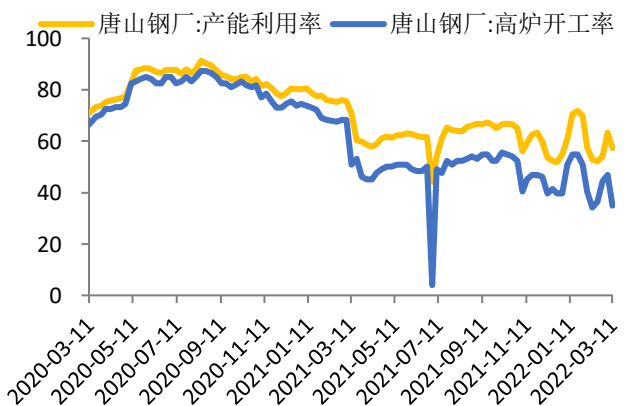
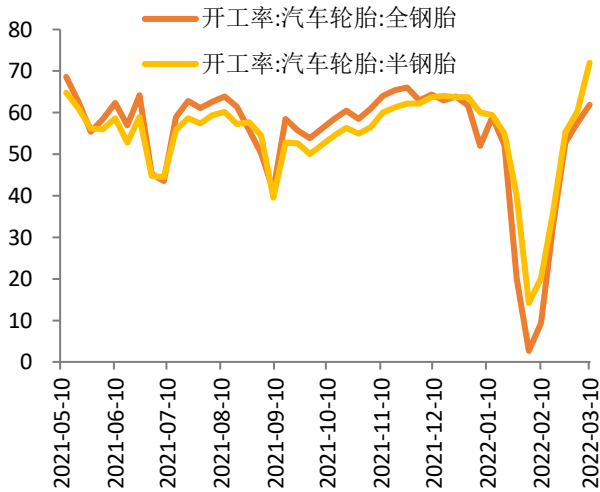


图 39: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

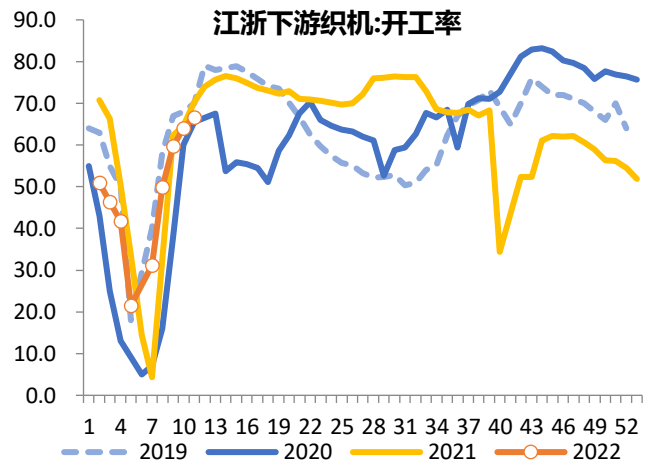
图 40：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

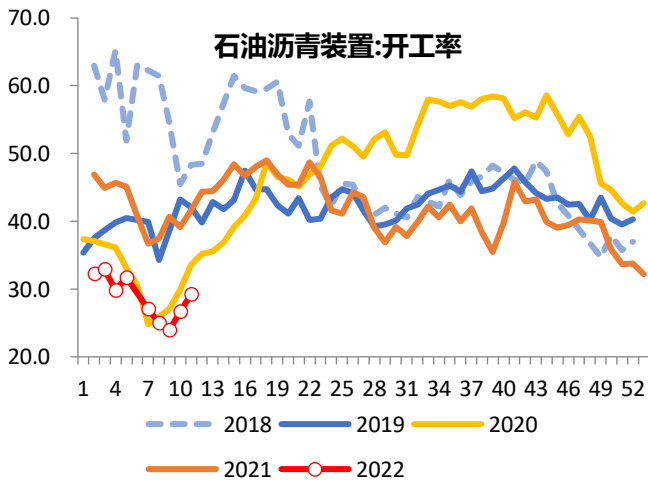
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：江浙下游织机开工率（%）



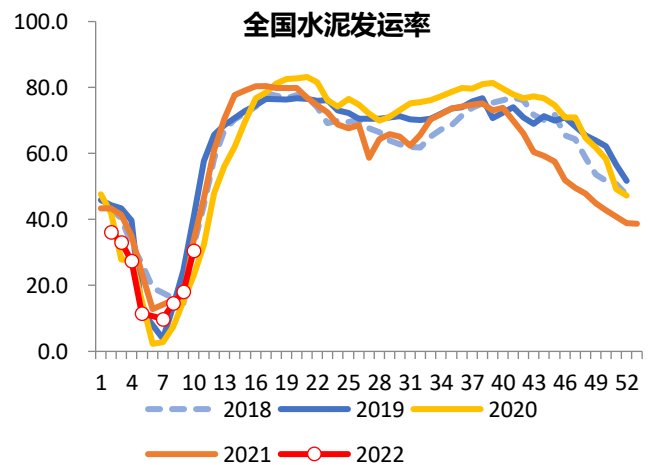
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：石油沥青装置开工率（%）



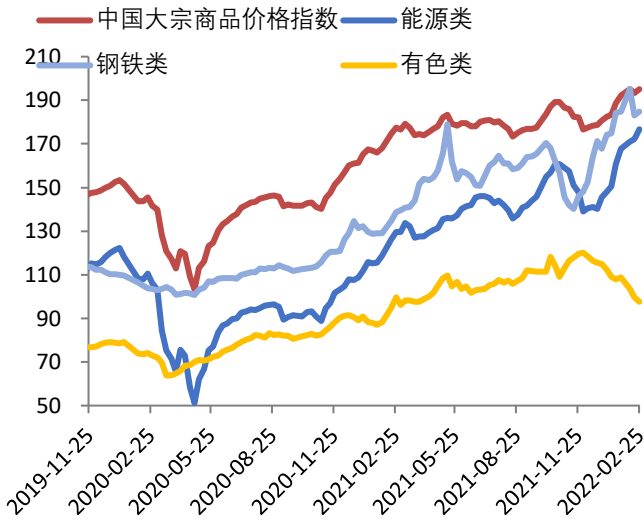
资料来源：Wind，优财研究院

图 43：全国水泥发运率（%）



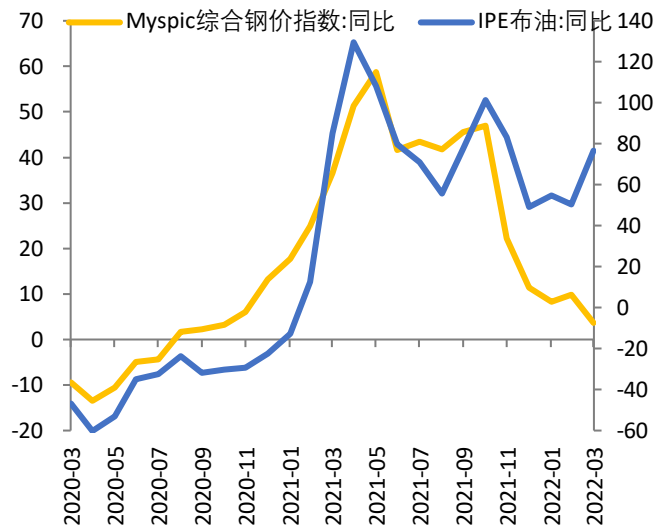
资料来源：Wind，优财研究院

图 44：大宗商品价格指数



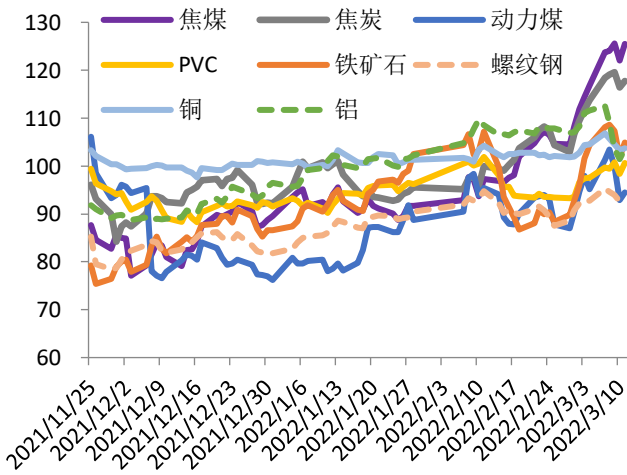
资料来源：Wind，优财研究院

图 45：钢价指数&布油同比 (%)



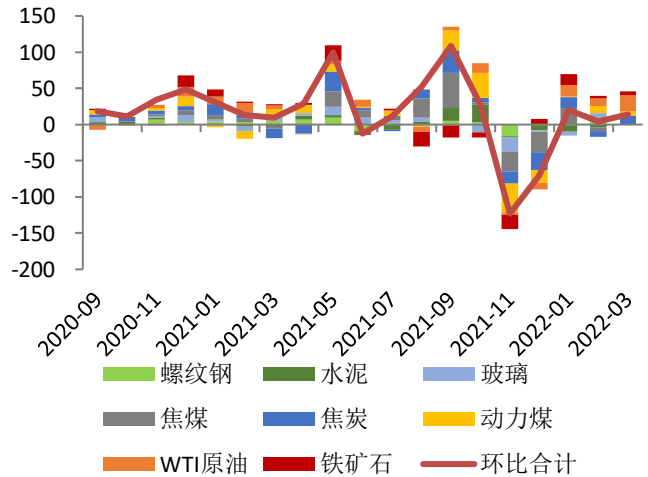
资料来源：Wind，优财研究院

图 46：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 47：工业品价格月度环比 (%)



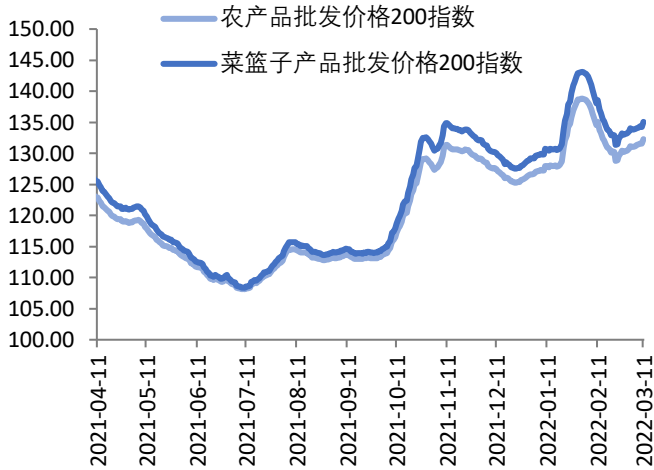
资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：猪肉价格持续弱势运行，蔬菜价格有所反弹

上周农产品批发价格继续反弹，蔬菜价格继续回升，而猪肉供应充足叠加消费淡季下猪肉价格弱势运行，生猪出栏仍在惯性增长，猪粮比价已跌入一级预警区间，

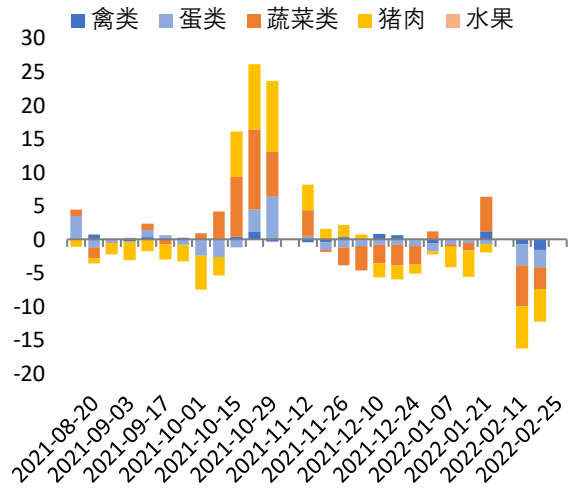
第二轮中央储备冻猪肉收储工作将于3月10日展开，但目前来看收储工作对市场提振效果一般。

图 48：农产品批发价格 200 指数



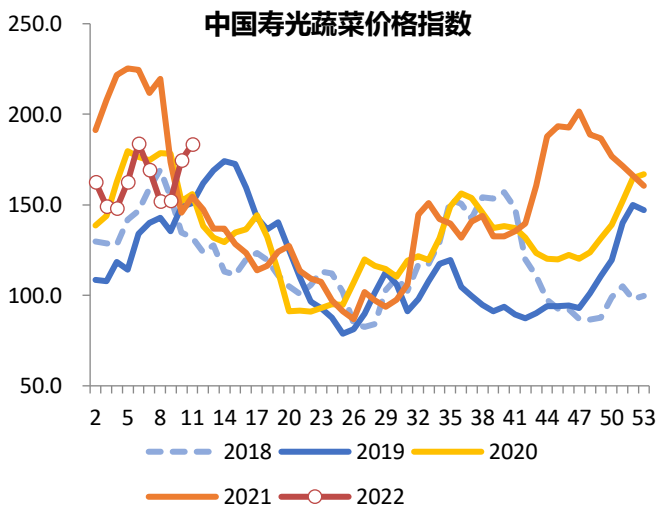
资料来源：Wind，优财研究院

图 49：食用农产品价格指数:周环比 (%)



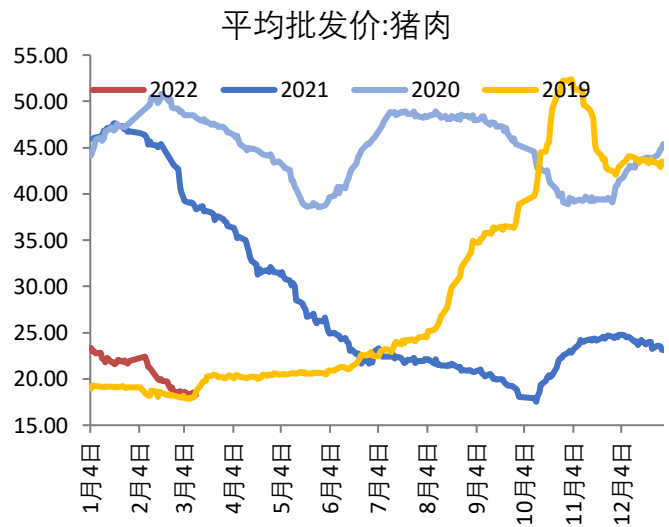
资料来源：Wind，优财研究院

图 50：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 51：猪肉平均批发价（元/千克）



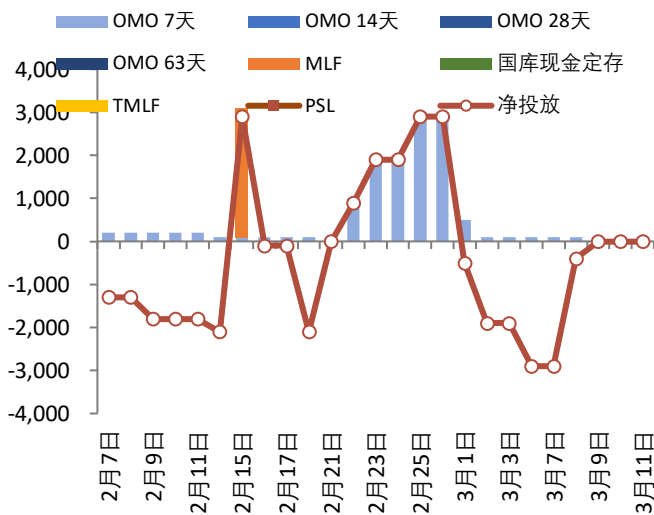
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：央行持续净回笼，资金面略有收敛仍然平稳

上周央行公开市场共有 3800 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 3300 亿元。

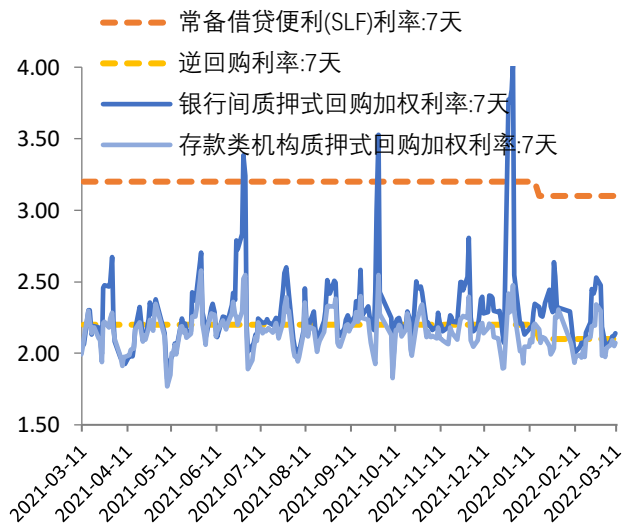
央行连续第二周净回笼影响下，资金面宽松程度并不如前，但整体仍属平稳，资金面暂时无明显扰动因素。在两会强调经济稳增长基调下流动性将偏宽护航，市场预期较为平稳。关注月中 MLF 续做情况，

图 52：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 53：资金利率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期

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、修改或以其他任何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/>