



2021年10月31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

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com

国内经济结构分化加大，海外紧缩预期仍待扭转

内容提要

10月资产表现：10月全球权益市场多数上涨，主要发达国家股票指数纷纷回升，月内呈现先跌后涨的走势，分别受到紧缩主线和美欧后续加息节奏有望放缓的两阶段影响，德国DAX和标普500涨幅居前，月内涨幅接近10%，海外股指10月，美国12月加息节奏放缓的预期下美股进入阶段性反弹。而国内三大股指和港股下跌压力较大，受到内外环境的双重扰动，海外紧缩主线仍在、国内经济复苏动能偏弱、疫情多地散点回升，外资流出压力较大。而港股受到的内外负面因素冲击更为明显，恒生指数和恒生科技跌幅居前。

海外继续博弈通胀与衰退：从近期美国公布的数据来看，美国经济仍有韧性，但地产部门录得负增长，且相关通胀指标环比回落，市场预期12月加息节奏放缓，10年期美债收益率一度跌破4.0%。不过当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇。11月议息会议在即，预计美联储将连续第4次加息75个基点，重点关注美联储主席鲍威尔在决议后的讲话，以及美联储经济预测和最新点阵图预测。而欧洲和英国仍是海外经济的脆弱点，通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济衰退风险加剧。

经济结构分化加大，政策驱动强但内生动力弱：政策稳增长支撑三季度GDP同环比同步走高，9月经济继续修复但经济结构分化加大，“基建制造业支撑+地产消费拖累”下经济结构延续“政策驱动强+内生动力弱”的特点。从经济高频数据来看，疫情仍是当前约束经济修复的一大主要因素，10月服务业和制造业PMI双双回落至荣枯线下方，基建和地产施工进度也受到拖累。地产修复缓慢，销售高频依然偏弱，“银十”成色不足，低基数叠加政策效应累积，年底地产销售有望企稳，但房价预期扭转+房企资产负债表和信心重塑仍需要时间，地产投资预计短期仍难走出底部。在“防疫重心不改+地产延续去杠杆+外需弱化压力”的宏观主线下，四季度经济大概率仍将延续弱修复格局。

经济复苏不确定性下货币政策宽松基调有望延续：10月MLF等量平价续做且LPR报价如期持稳，货币目标兼顾内外平衡。往后看，经济复苏力度仍存在较大不确定性，因此偏宽松的货币政策基调仍有望延续。考虑到四季度仍有1.5万亿MLF到期量，叠加配合政金债和地方债发行，四季度仍存在降准置换到期MLF的

请务必仔细阅读正文之后的声明



可能性，不过降准更多是补充流动性缺口的工具，对资金面影响整体偏中性。而受人民币汇率在强美元下承压的影响，货币目标兼顾内外平衡压力下短期 OMO、MLF 降息可能性偏小，后续关键仍需看经济修复和房地产市场恢复情况。

总结：海外发达国家增长下行，但通胀压力未有明显缓解，紧缩预期仍待扭转。而国内疫情和地产低迷仍对经济复苏形成约束，微观主体活力不足下经济供需两端压力均大，消费、地产仍是拖累，出口支撑趋于回落，中国面临的内外部环境仍然较为复杂。未来海外紧缩节奏、国内疫情防控及稳增长政策落地成效，将是市场关注的主要矛盾。

从股市来看，近期调整后 A 股已初步具备底部特征，情绪和估值指标均接近历史低位，宽松货币政策支撑国内无风险利率维持低位，宏观线索处在拐点信号附近下赔率角度处于相对有利的位置，底部隐现。但风险偏好仍然不足，经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，当前主要宏观线索仍然有较大不确定性下股市胜率不高，市场转机仍需要等待主要矛盾的缓解和更多积极的催化剂。

债市近期明显偏强，当前主要面临“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大。我们认为货币宽松下债券没有大的风险，实体融资需求偏弱决定利率中枢呈现向下趋势，短期节奏会受到国内稳增长政策和海外货币政策的扰动，预计长端利率 2.6% 仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近 2.8% 水平仍有配置和交易价值。

风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，美联储加息超预期

一、资产价格回顾：海外紧缩交易放缓，国内内外压力加剧

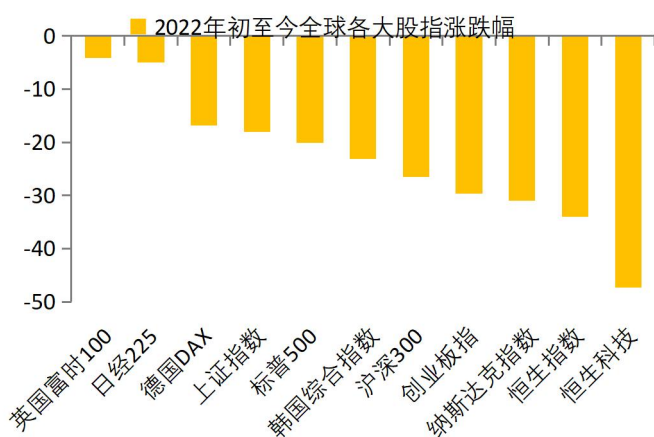
10月全球权益市场多数上涨，主要发达国家股票指数纷纷回升，月内呈现先跌后涨的走势，分别受到紧缩主线和美欧后续加息节奏有望放缓的两阶段影响，德国DAX和标普500涨幅居前，月内涨幅接近10%，海外股指10月，美国12月加息节奏放缓的预期下美股进入阶段性反弹。

而国内三大股指和港股下跌压力较大，受到内外环境的双重扰动，海外紧缩主线仍在、国内经济复苏动能偏弱、疫情多地散点回升，外资流出压力较大。而港股受到的内外负面因素冲击更为明显，恒生指数和恒生科技跌幅居前。

1) 海外股指10月先跌后涨，月初主要受到美欧核心通胀压力持续加大，通胀拐点未至的影响，10Y美债收益率快速冲高至4%以上，并一度突破4.2%一线。而下旬以来，海外股指反弹，受到海外“美联储放缓加息预期+英国新首相上任+欧洲能源危机暂时缓解”等多重因素的支撑，引发美元指数回调+美债收益率下行，分母端压力减轻下推动风险资产上涨。

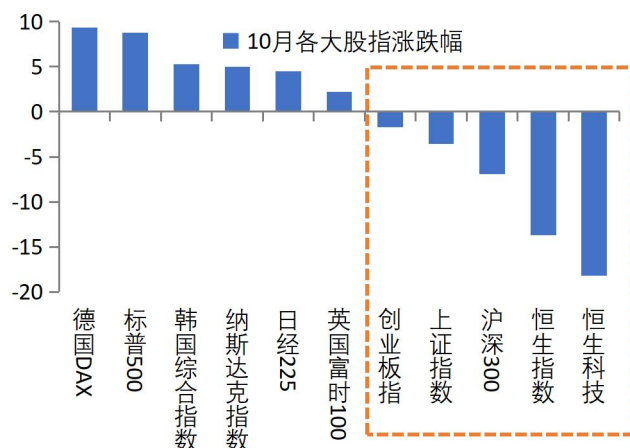
海外控通胀仍是主线，但市场对美欧央行后续加息预期有所下调。美国数据显示经济仍有韧性，但地产部门录得负增长，且相关通胀指标环比回落，市场预期12月加息节奏放缓，10年期美债收益率一度跌破4.0%。欧洲央行10月底议息会议将三大主要利率均上调75个基点，符合市场预期，是连续第二次大幅加息75个基点。欧洲央行行长拉加德表示，欧元区第三季度经济活动可能显著放缓，并可能在第四季度和明年一季度进一步放缓，预计通胀将继续上行，未来几次会议很可能会继续加息，并在12月决定缩减资产购买的关键原则。但欧洲央行“刻意未讨论缩表”，市场对未来加息预期有所下调。

图 1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



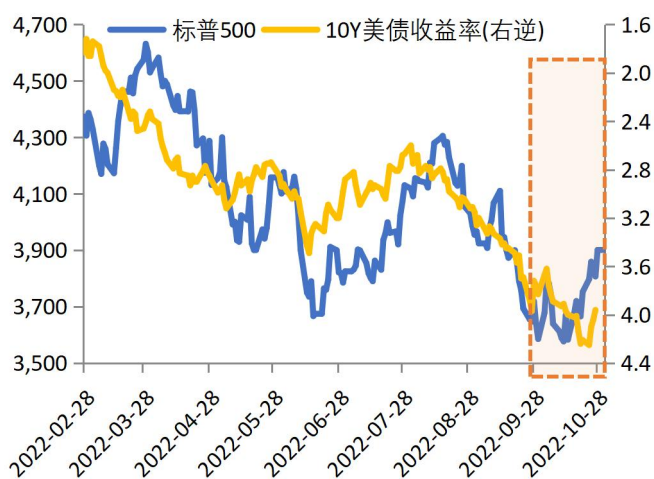
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：10月各大股指涨跌幅（%）



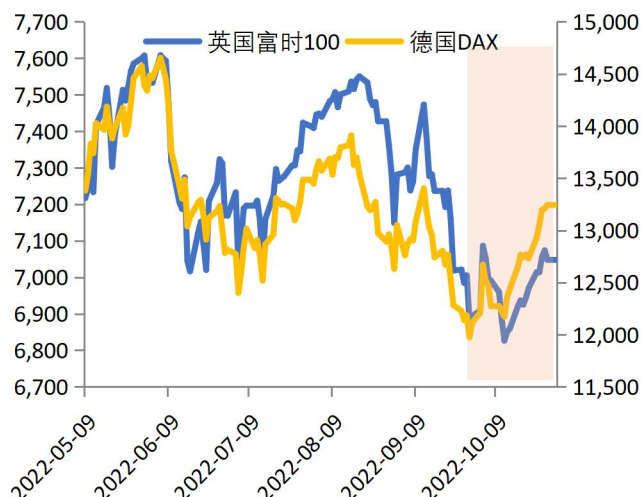
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：美股美债反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：欧洲股市下半月反弹（%）

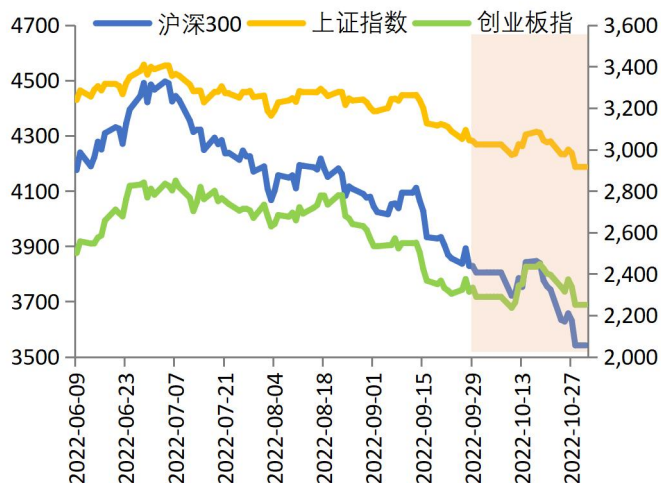


资料来源：Wind，优财研究院

2) 国内股市仍面临内外环境的双重扰动，海外紧缩主线仍在，叠加国内经济复苏动能偏弱、疫情多地散点回升，外资流出压力较大，权益资产底部隐现、但缺乏合力，国内股市下跌压力较大。上半月三大指数整体维持震荡走势，而月中以来跌势加快，估值、成交量等指标显示股指处于历史底部区域，但业绩走弱仍是股指上行的压力。

从估值角度看，股市处于底部区间。10月A股主要指数PE有所分化，沪深300和上证指数均小幅回落，万得全A整体维持震荡，而中证500PE则小幅回升，上证风险溢价ERP继续回升，10月底上证综指PE和ERP分别为11.41和5.90(上月底11.82, 5.70%)。从股债比价来看，股债相对回报率明显走高并冲破历史区间上沿，显示当前股市性价比明显占优。

图 5: A 股三大指数月内纷纷下跌 (%)



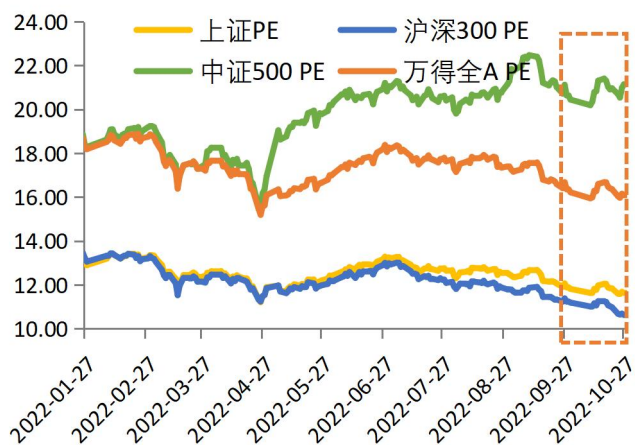
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 上证风险溢价 ERP 升至历史高位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: A 股主要指数 PE 有所分化, 整体下行 (%)



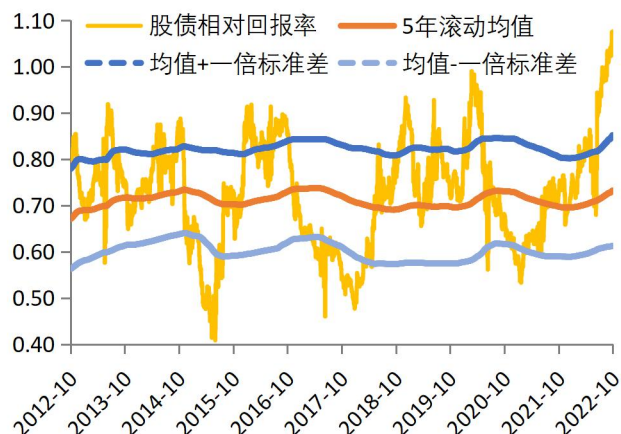
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 沪深 300 下跌压力较大 (%)



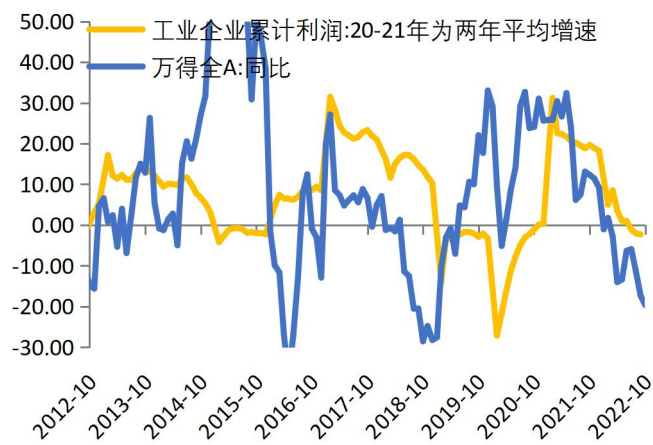
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 股票相对性价比比较债市明显占优



资料来源: Wind, 优财研究院

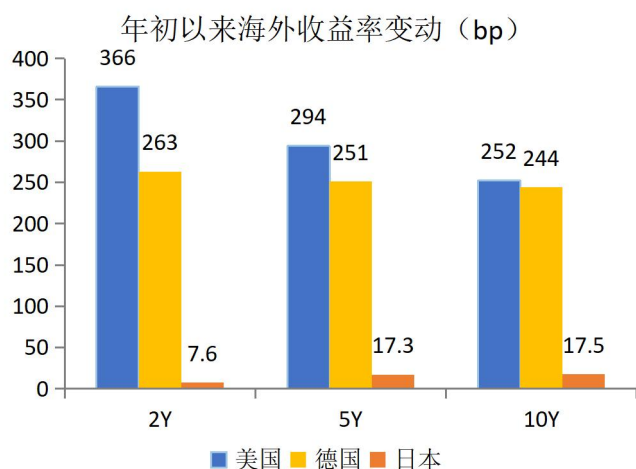
图 10: 股市业绩走弱压力仍然较大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

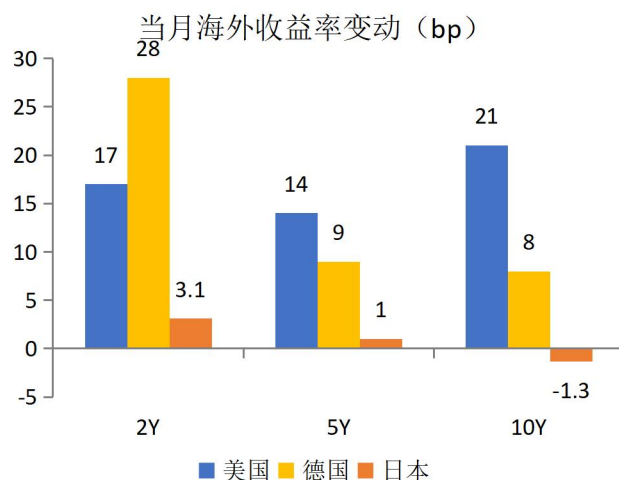
10月月内市场交易主线从紧缩加快转向加息节奏放缓，海外收益率先上后下，全月债市整体下跌，10Y美债和德债月内分别上行约21bp和8bp。而国内在经济弱复苏、疫情反弹、叠加货币宽松下支撑债市震荡偏强，10Y国债收益率下行约10bp，债市当前的主要逻辑体现为“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大，2.6-2.8%仍是震荡区间。

图 11: 年初以来海外收益率变动 (bp)



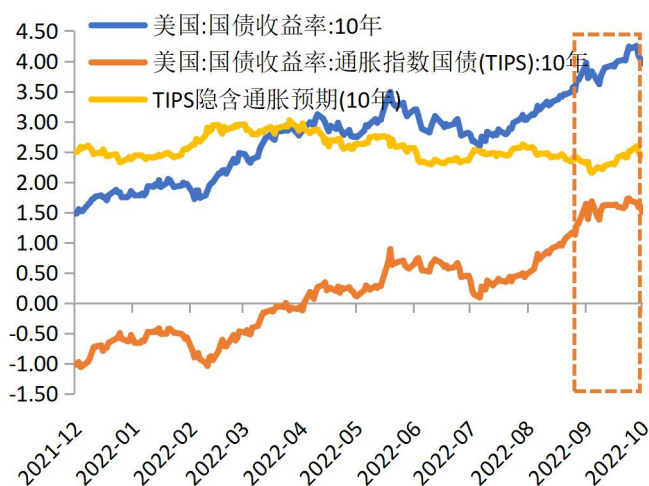
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 8月海外收益率变动 (bp)



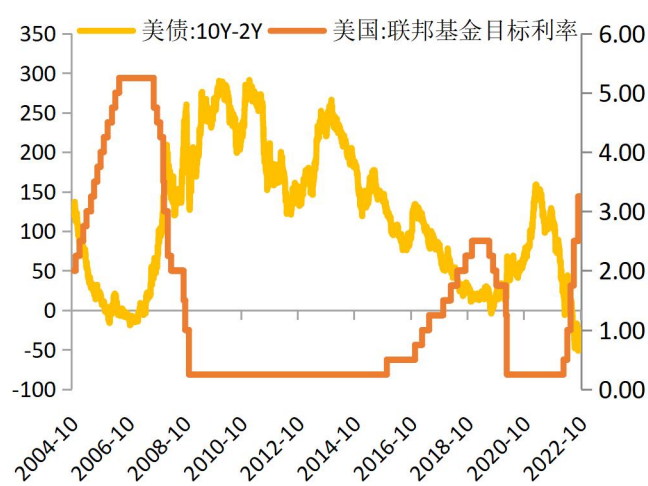
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美债收益率反弹 (%)



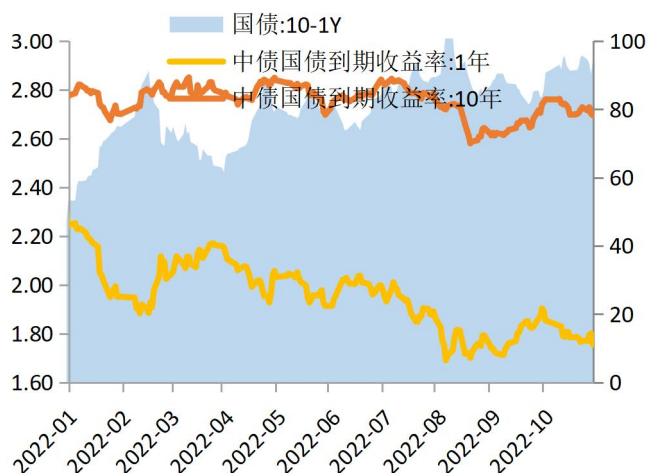
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美债 10-2Y 收益率曲线倒挂 (bp, %)



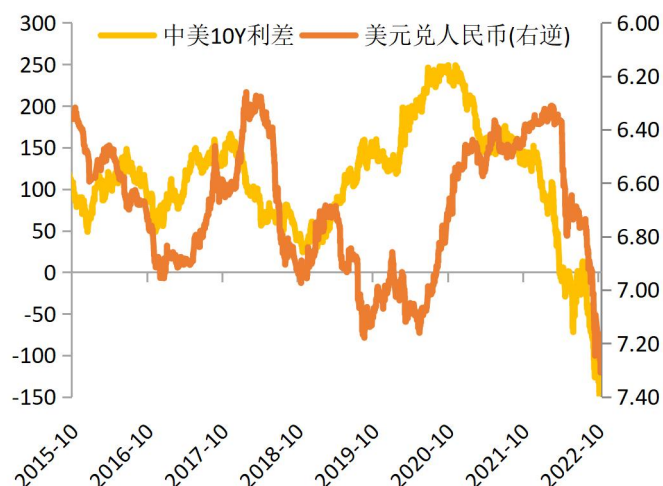
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 国内收益率震荡区间小幅下行 (% , bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 中美利差倒挂加剧下人民币贬值加快 (bp)

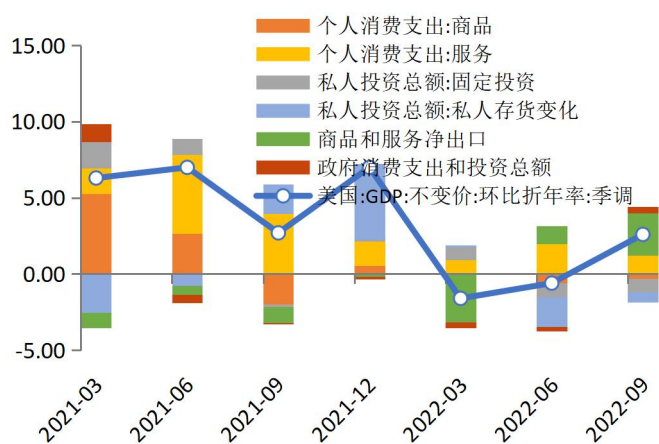


资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外继续博弈通胀与衰退

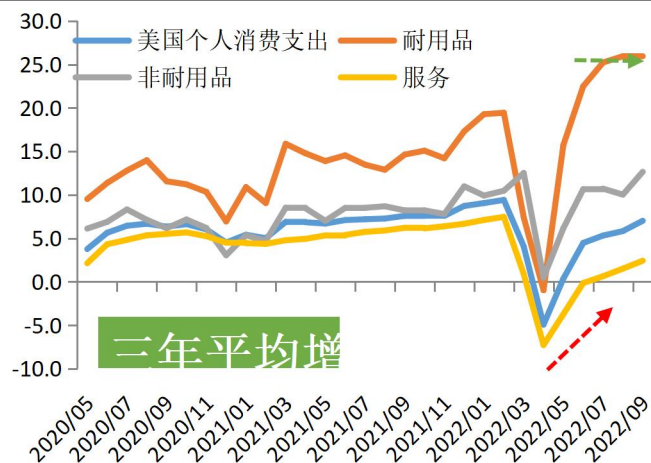
从近期美国公布的数据来看，美国经济仍有韧性，但地产部门录得负增长，且相关通胀指标环比回落，市场预期 12 月加息节奏放缓，10 年期美债收益率一度跌破 4.0%。美国三季度实际 GDP 年化环比上升 2.6%，高于市场此前预期的 2.4%，在连续两个季度萎缩后重回正增长。但美国第三季度核心 PCE 物价指数年化环比升 4.5%，较前值 4.7% 小幅回落。三季度实际个人消费支出环比增 1.4%，好于预期的 1%，前值为 2%。美国 9 月耐用品订单初值环比升 0.4%，低于预期。

图 17: 美国三季度 GDP 重回正增长 (%)



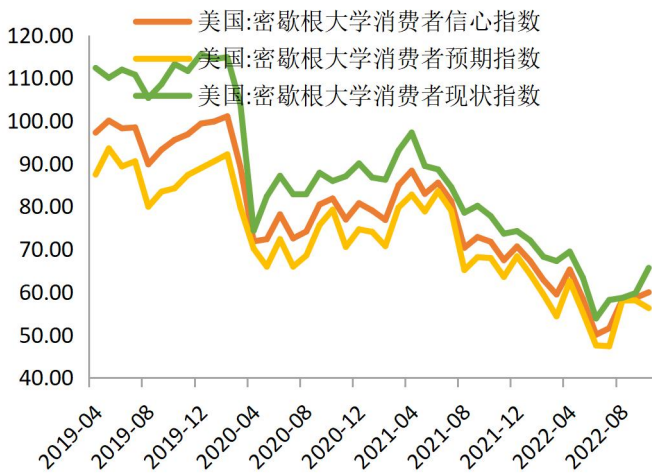
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美国个人商品消费向服务消费切换 (%)



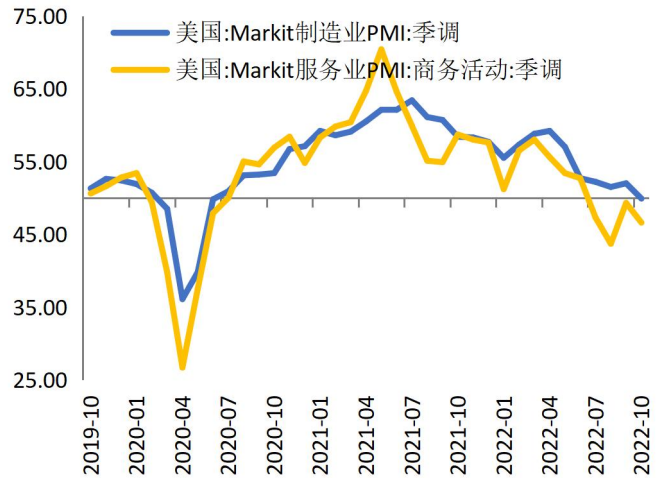
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美国消费者信心 (%)



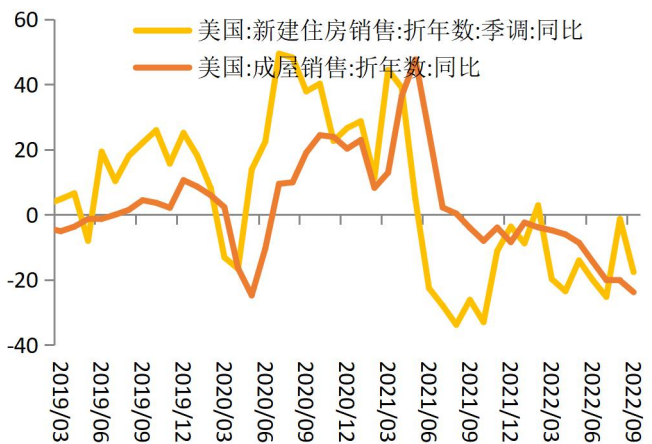
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 经济先行指标减速较快 (%)



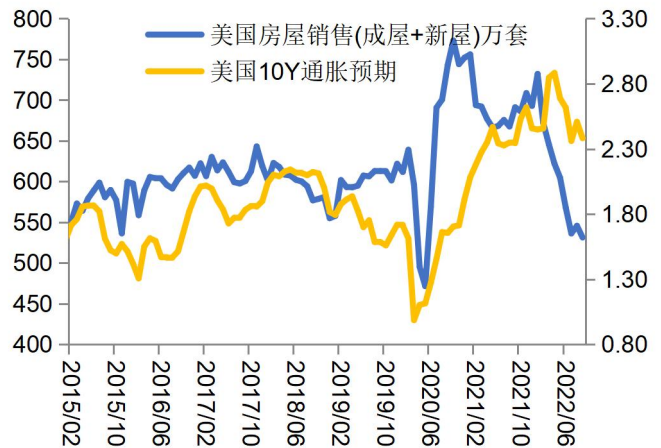
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 美国房屋销售负增长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 美国房屋销售回落制约通胀预期 (万套, %)



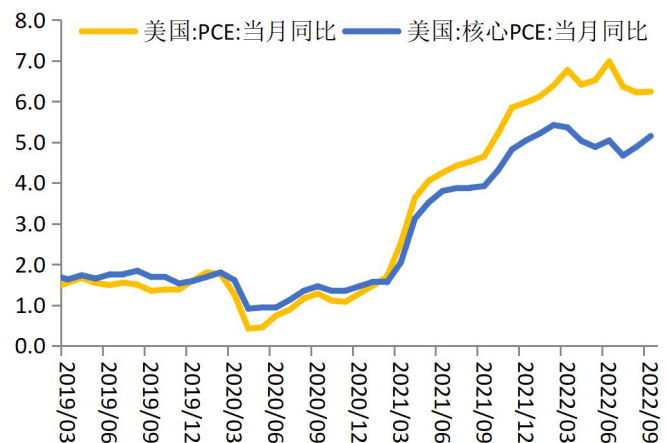
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 市场再次交易加息节奏放缓 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

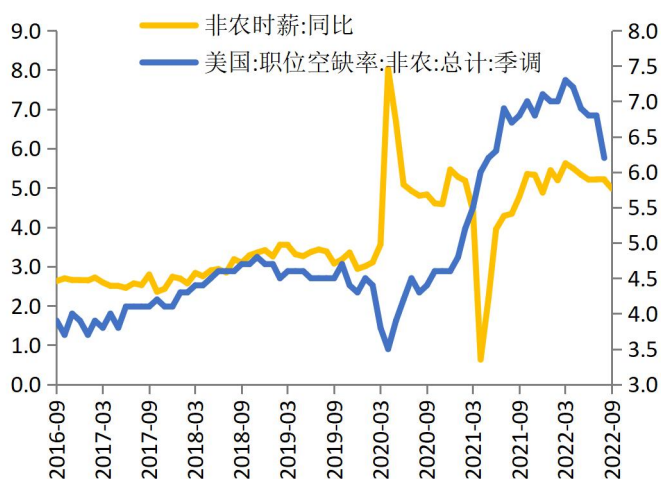
图 24: PCE 物价指数回落但核心仍未现拐点 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

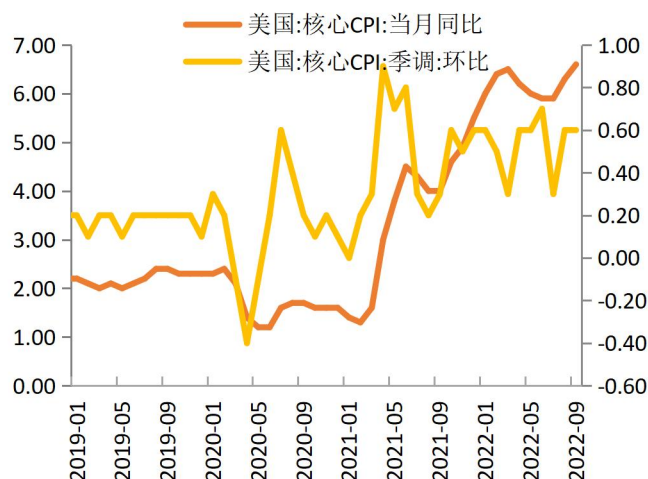
不过当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇。偏紧的劳动力市场强化了工资——通胀的螺旋上升风险，粘性通胀高企下通胀水平下降或慢于预期，核心通胀可能在相当长一段时间内远高于联储目标值。往后看，美联储抗通胀立场短期仍难动摇，衰退担忧暂难逼退紧缩步伐，对潜在的经济衰退容忍度在上升。在通胀压力缓解缓慢的情况下，美联储逆转紧缩政策需要失业率明显上行或金融危机等意外冲击。11月议息会议在即，预计美联储将连续第4次加息75个基点，重点关注美联储主席鲍威尔在决议后的讲话，以及美联储经济预测和最新点阵图预测。

图 25：偏紧的劳动力市场强化了薪资高增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

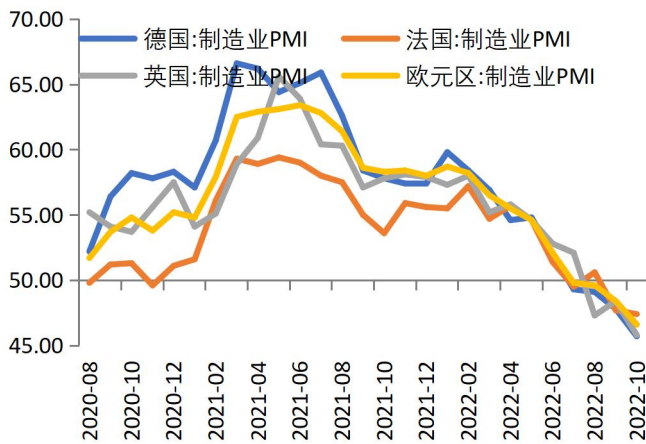
图 26：核心通胀仍在走高（%）



资料来源：Wind，优财研究院

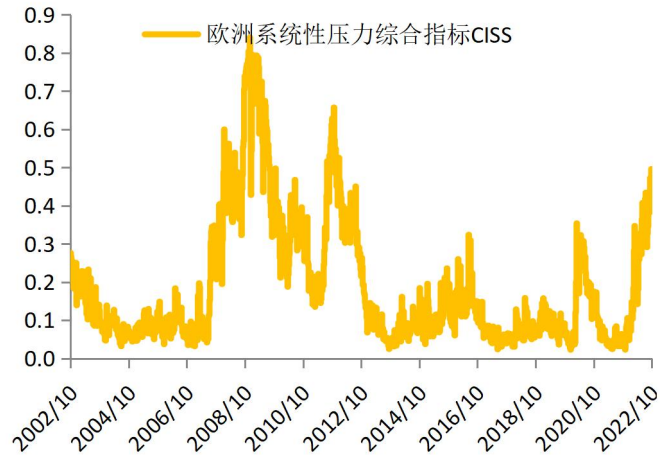
当前欧洲和英国仍是海外经济的脆弱点，尽管英国新首相上任+欧洲能源危机暂时缓解，欧洲风险有所解除，但往后看，欧洲通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济衰退风险加剧。欧央行仍面临滞后于美联储紧缩周期的风险，欧元下行压力仍大，全球比差逻辑下年内美元仍有支撑，美元强势格局待美联储进入紧缩周期尾声、欧洲能源风险降温后才能打破。

图 27：能源成本走高下欧洲制造业压力加大（%）



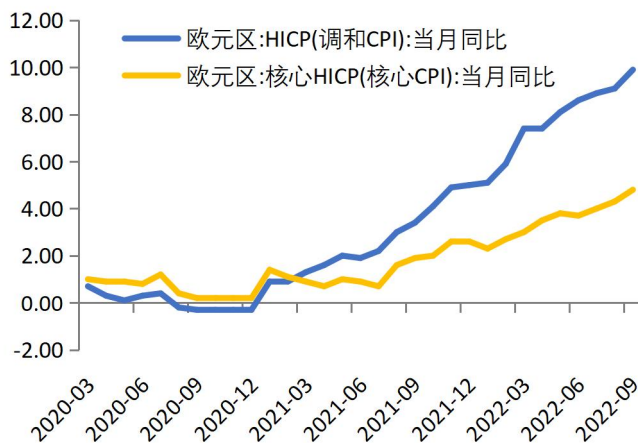
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：欧洲系统性压力综合指标已接近危机时刻



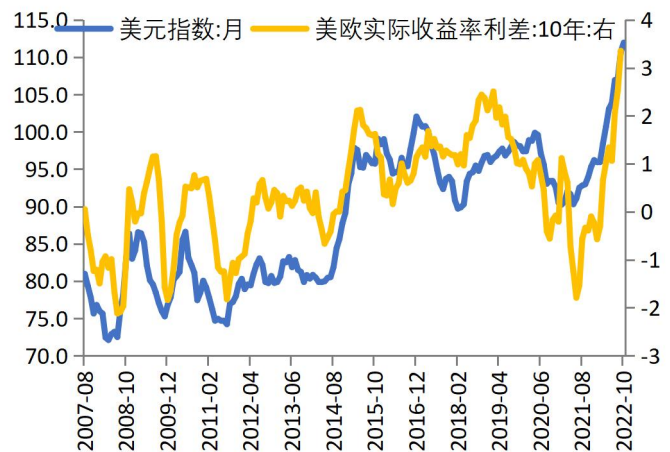
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：欧元区通胀仍在创新高（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：美欧实际收益率利差仍在走扩（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、经济结构分化加大，政策驱动强但内生动力弱

政策稳增长支撑三季度 GDP 同环比同步走高，9 月经济继续修复但经济结构分化加大，“基建制造业支撑+地产消费拖累”结构延续。未来经济结构仍将延续“政策驱动强+内生动力弱”的特点，四季度国内宏观主线是“防疫重心不改+地产延续去杠杆+外需弱化压力”，稳增长发力效应叠加低基数将继续支撑经济的弱企稳格局，四季度经济增速或将持平或略超过三季度，地产需求端对政策放松钝化下筑底时间拉长，投资弹性更弱，而外需仍是变数，地产下行矛盾和微观主题活力问题仍待扭转。

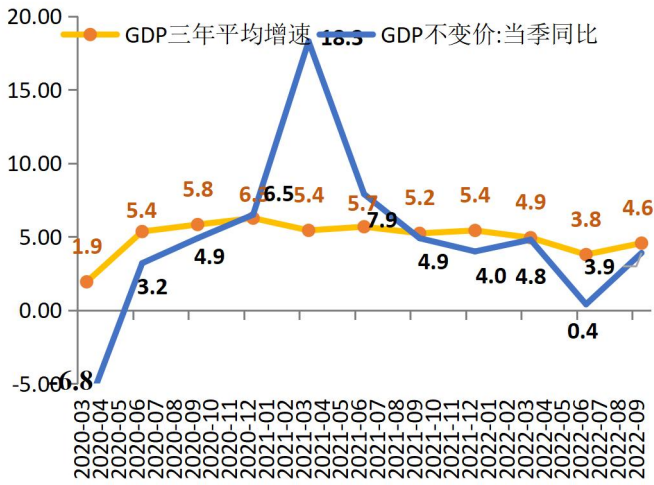
三季度 GDP 同比增速较二季度提高 3.3 个百分点至 3.9%，建筑业是主要上行拉动，基建偏强对冲地产投资下滑，同时制造业继续受到出口偏强和政策的支撑，疫情散点冲击下服务业仍是主要拖累。9 月经济数据方面，生产端修复是主线，一方面，去年同期受到能耗双控和缺煤限电的影响，低基数效应显著；另一方面，前期高温天气逐渐消散，生产端环比也有所修复。除此之外，9 月数据继续呈现“基建制造业支撑+地产消费拖累”的结构，经济受到政策稳增长叠加低基数效应的支撑，而出口逐渐显现高位回落的趋势。

图 31：宏观经济热力图

指标	同比	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11
工业增加值		6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4
固定资产投资		6.7	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6
基建(不含电力)		10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1
房地产	当月同比%	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0
制造业	(2021为两年平均)	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2
社消零售		2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4
出口金额		5.7	7.1	17.9	17.4	16.3	3.5	14.4	6.0	23.9	19.4	21.1
进口金额		0.3	0.3	2.2	0.8	3.9	0.1	18.3	15.3	24.7	13.5	17.2
CPI	当月同比%	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3
PPI	当月同比%	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9
M1	%	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0
M2	%	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5
社融	存量同比%	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1
失业率	城镇调查	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0
GDP	当季同比%	3.9			0.4			4.8			4.0	

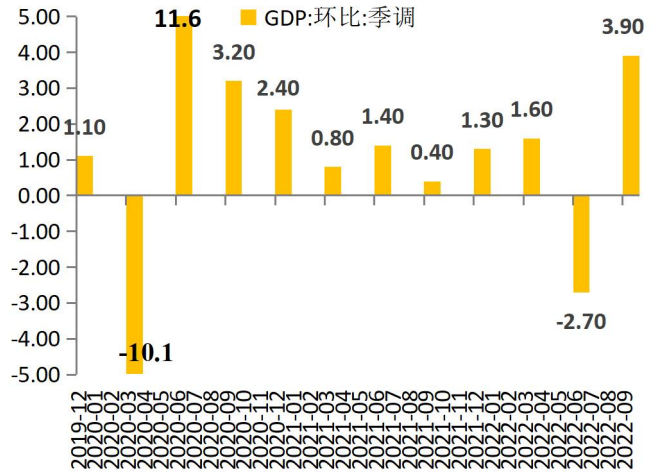
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：三季度 GDP 回升 (%)



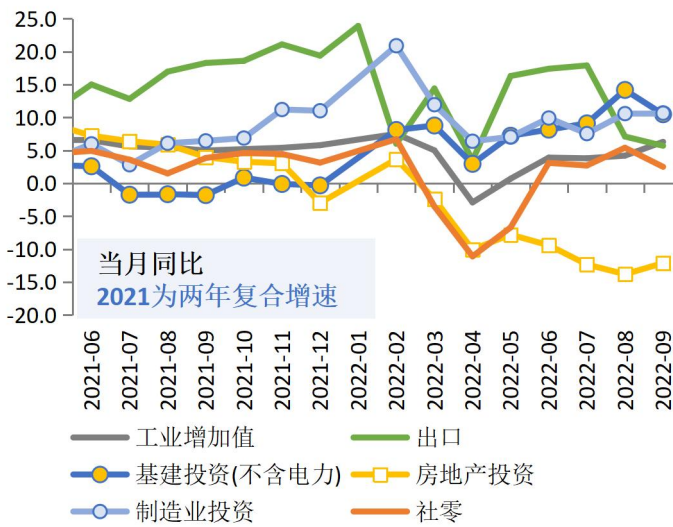
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：三季度 GDP 环比回升 (%)



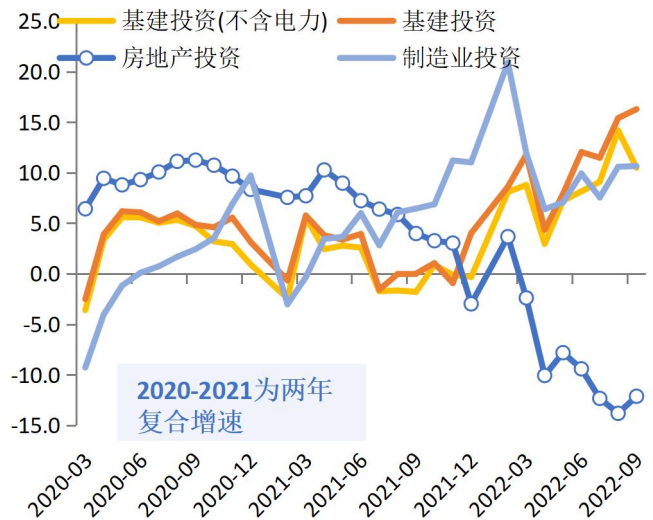
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：经济结构分化加大 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

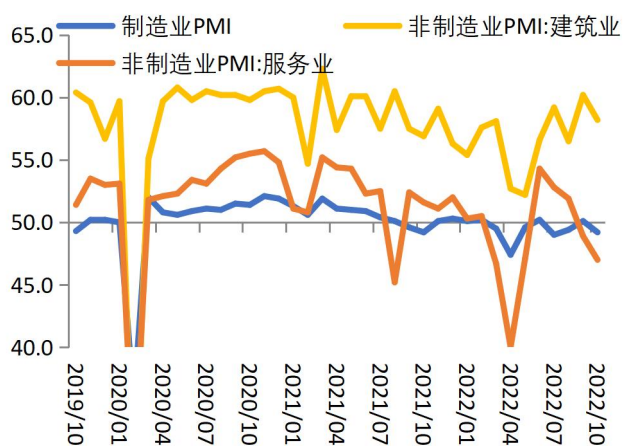
图 35：地产投资底部弱企稳 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

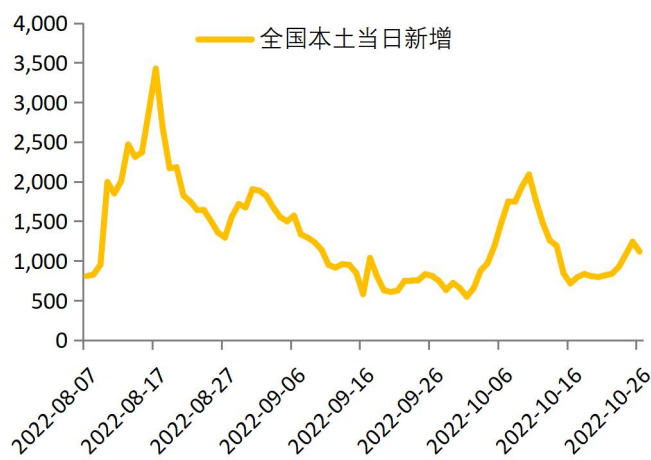
受国内疫情多发散发等影响，中国采购经理指数有所回落，服务业和制造业 PMI 双双回落至荣枯线下方，疫情影响施工进度下建筑业景气度也呈现高位回落。从结构来看，生产新订单指数双双下行，供需两端同步回落，同时需求走弱叠加库存回升，制造业企业呈现被动补库特征，经济动能回落。价格指数回升下制造业成本压力有所增加，企业利润空间再度压缩。

图 36: 服务业和制造业 PMI 双双收缩 (%)



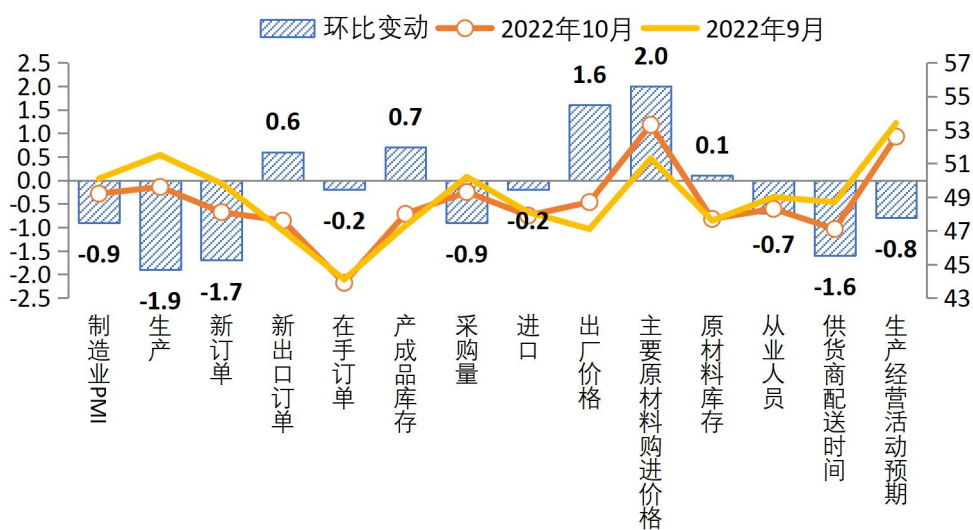
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 主要城市当日新增确诊+无症状 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

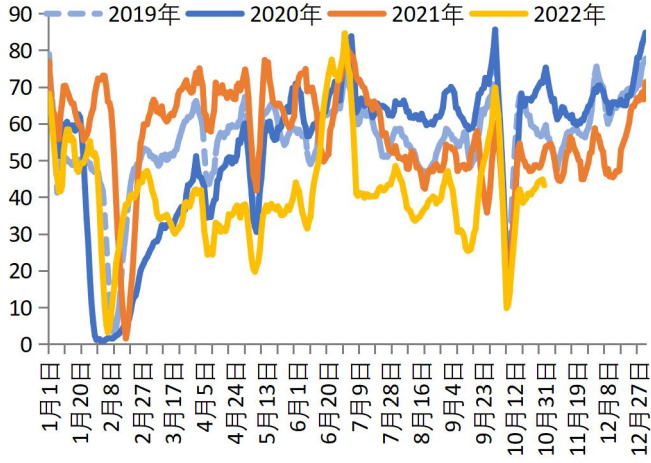
图 38: 官方制造业 PMI 分项 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

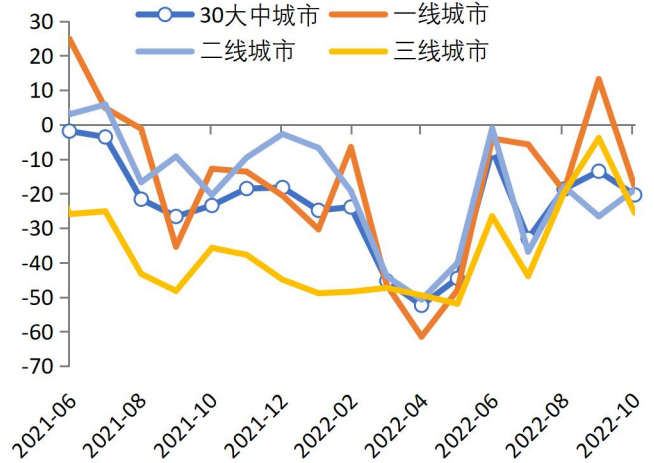
从经济高频数据来看, 疫情仍是当前约束经济修复的一大主要因素, 地产修复缓慢, 销售高频依然偏弱, “银十”成色不足, 低基数叠加政策效应累积, 年底地产销售有望企稳, 但房价预期扭转+房企资产负债表和信心重塑仍需要时间, 地产投资预计短期仍难走出底部。在“防疫重心不改+地产延续去杠杆+外需弱化压力”的宏观主线下, 四季度经济大概率仍将延续弱修复格局。

图 39: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



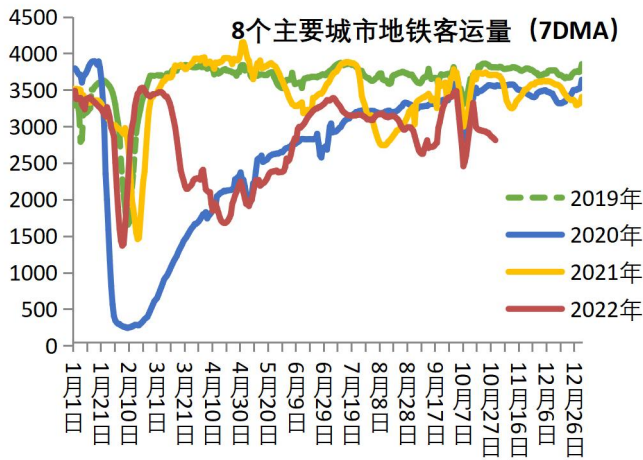
资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 30 城商品房成交面积同比 (%)



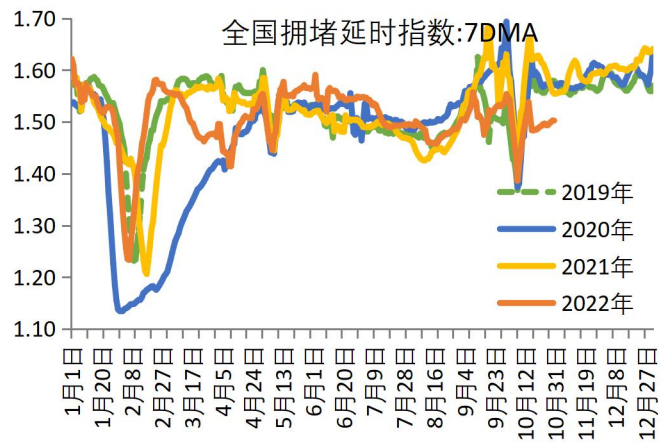
资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 8 个主要城市地铁客运量 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 全国拥堵延时指数



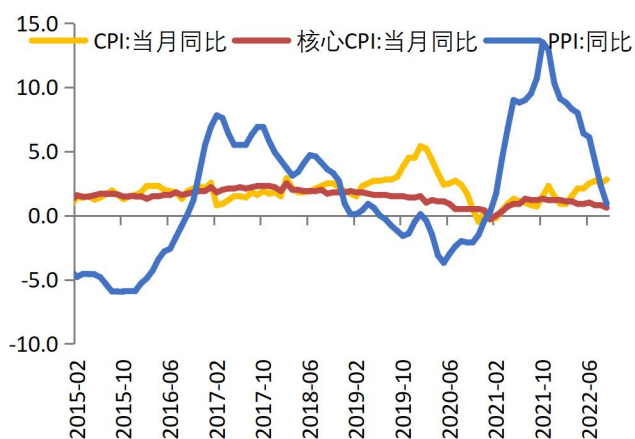
资料来源: Wind, 优财研究院

四、通胀：CPI 年内破 3% 风险基本解除，PPI 延续下行通道

9 月 CPI 同比回升主要受到基数效应和食品项上涨的拉动，而除食品外的其余七大项环比增速均弱于季节性，疫情反复和地产压力仍在压低经济修复斜率，内需乏力下核心通胀低位继续回落，年内 CPI 破 3% 风险基本解除，通胀并非当前市场主要矛盾。往后看，猪肉价格仍在上行周期，10 月前两周猪肉价格已环比上涨近 5%，但进入秋季，极端高温天气消退叠加新季上市，鲜菜水果价格环比低于季节性增长有助于对冲猪价上涨压力。同时内需乏力下核心通胀压力不大，10-11 月基数偏高下 CPI 同比预计有所回落。不过明年上半年仍需关注猪周期上行叠加经济修复推升核心通胀的压力。

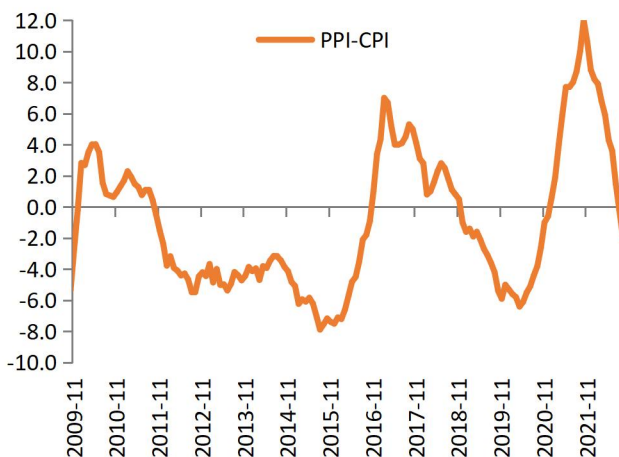
9 月 PPI 同比继续回落，工业品价格增速延续下行趋势，能源、黑色、化工环比跌幅居前，建材价格跌幅降幅收窄，反映外需放缓、基建和地产竣工偏强、地产开工仍弱的结构。往后看，外需走弱压力叠加强美元双重压力，PPI 仍处于下行通道，四季度或降至 0 以下。当前大宗商品面临外需走弱和强美元的双重压力，同时去年四季度国内缺煤限电导致工业品价格飙升，高基数效应下 PPI 回落速度加快。而 OPEC 减产、俄乌冲突升级等供给端因素对能源价格的扰动或将持续，国际大宗偏于震荡。预计 PPI 同比到明年年中将持续维持负值区间，而国内基建落地叠加地产竣工支撑下内需定价的黑色建材或好于海外定价的能源有色。

图 43: CPI VS PPI (%)



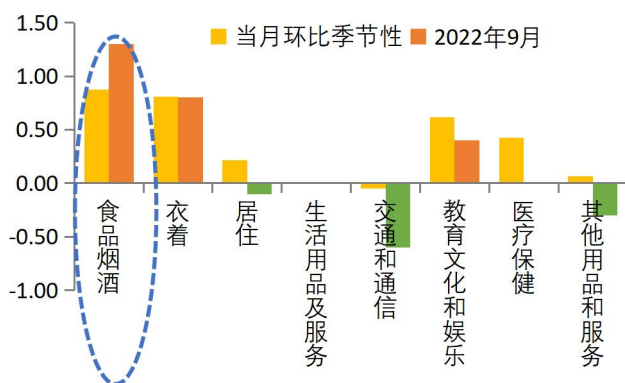
资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: PPI-CPI 剪刀差 (%)



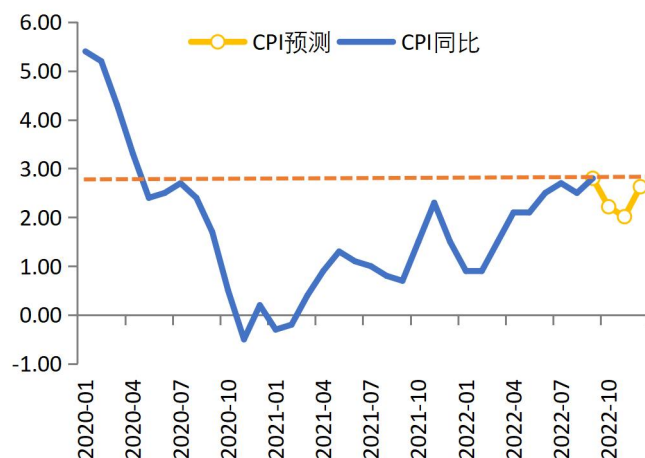
资料来源: Wind, 优财研究院

图 45: 非食品价格环比增速均弱于季节性 (%)



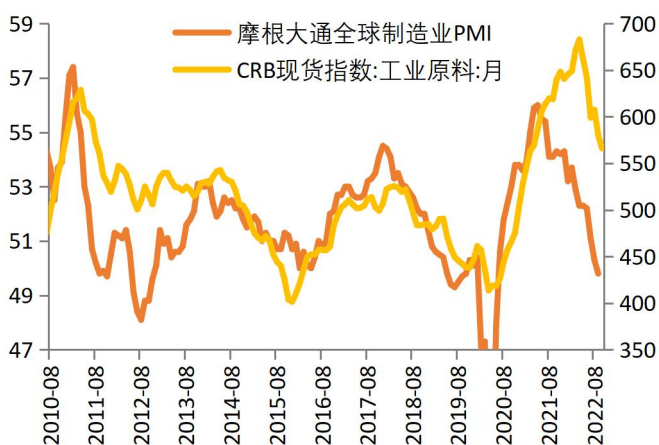
资料来源: Wind, 优财研究院

图 46: CPI 破 3% 风险暂时解除 (%)



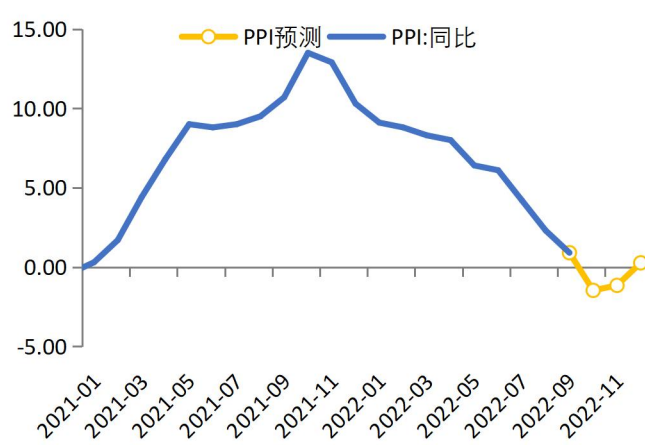
资料来源: Wind, 优财研究院

图 47: 宏观需求走弱主导工业品价格走势 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 48: 四季度 PPI 或降至 0% 以下 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

五、信用：社融改善“政策驱动强于市场驱动”

9 月信贷社融高增，继续体现政策支撑效果，延续 8 月以来政策驱动的效应，政策性金融债和政策性银行信贷额度支撑下企业中长贷同比扩张明显放量。非标融资也受到基建稳增长的支撑，而居民去杠杆仍未逆转，低基数背景下居民中长贷持续少增。社融改善仍呈现“政策驱动强于市场驱动”的特征，持续性仍有待验证。

此前推出的 3000+3000 亿政策性金融工具在 9 月份基本投完,叠加 2000 亿保交房专项借款,均指向政策性银行对稳信贷的重要支撑作用,基建和保交楼是主要方向。但居民去杠杆仍未逆转,在去年同期贷款额度不足及购房政策收紧导致的低基数背景下,9 月居民中长贷同比依然明显少增。居民预期偏弱矛盾仍未改善,房价下跌预期和期房交付担忧情绪抑制居民加杠杆意愿,融资需求依然疲弱。近期地产政策边际放松持续,9 月底地产政策三箭齐发,10 月初监管又指导银行加大房地产融资支持力度,但地产销售高频数据仍未好转,政策效果尚待进一步传递。

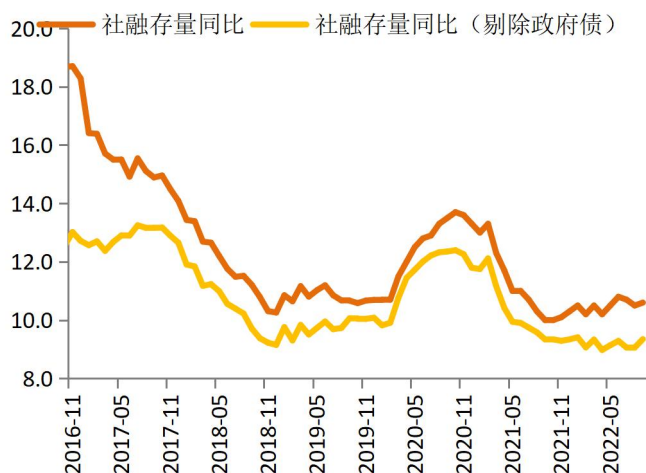
往后看,社融的政策驱动特点仍将持续,政策性金融工具投放完毕后拉动的配套贷款规模,仍将对年内企业信贷形成支撑。同时地产需求端政策持续放松有望对居民信贷,叠加 5000 亿专项债专项限额 10 月发行渐进,四季度社融增长存在一定支撑。但当前社融企稳仍呈现出政策驱动>市场驱动的结构,居民去杠杆仍未逆转,市场融资需求疲弱的矛盾依然,社融持续改善的持续性仍有待观察,市场情绪或偏观望。

图 49: 企业贷款和非标融资是当月社融主要贡献 (亿元, %)

	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12
当月新增社融	35300	24322	7620	51797	28358	9420	46525	12279	61750	23682
新增人民币贷款	24700	12500	6790	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300
社融存量同比 (%)	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3
(当月同比变化)										
社会融资规模	6274	-5571	-3132	14780	8836	-9150	12763	-4964	9866	6490
新增人民币贷款	7964	631	-4303	7358	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108
居民贷款	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919
居民短贷	-181	426	-354	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985
居民中长贷	-1211	-1601	-2488	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834
企业短贷	4741	1028	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043
企业中长贷	6540	2138	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107
票据融资	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746
委托贷款	1529	1578	240	94	276	211	149	26	337	143
信托贷款	1906	890	1173	218	676	713	1532	185	162	67
未贴现票据	120	3358	-428	1287	-142	-405	2583	-4867	-169	797
企业债券融资	-261	-3501	-2296	-1710	1385	121	-96	2363	1912	1731
政府债券	-2541	-6693	2178	8708	3881	173	3943	1705	3589	4548

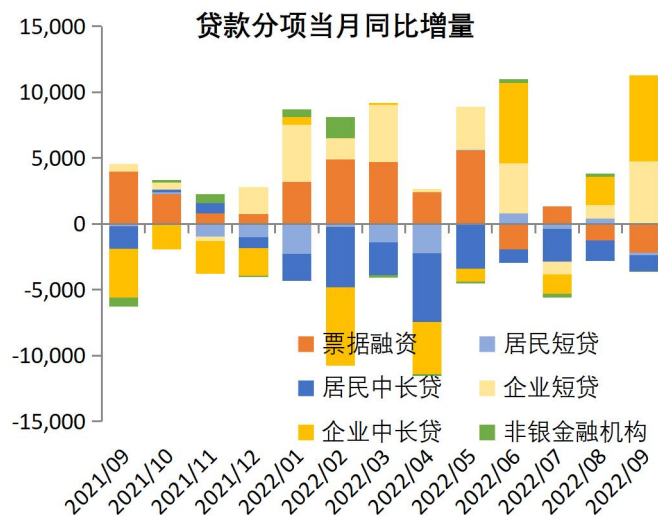
资料来源: Wind, 优财研究院

图 50：社融存量增速低位企稳（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 51：居民部门仍在降杠杆（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

六、政策：货币目标兼顾内外平衡

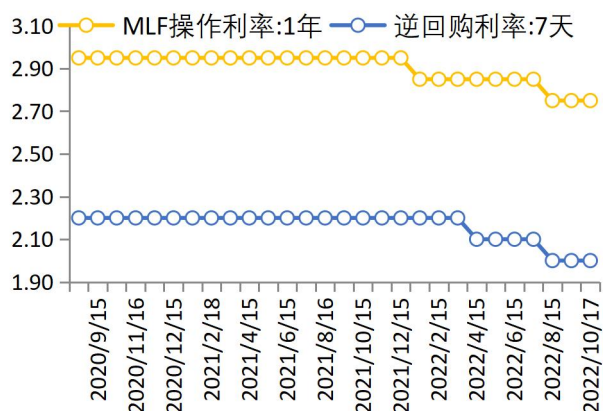
10月MLF等量平价续做且LPR报价如期持稳，货币目标兼顾内外平衡。央行10月17日开展5000亿元MLF操作，实现等量平价续做，结束此前连续两个月的缩量操作。此前，8月和9月的MLF到期量各为6000亿元，央行均进行了4000亿元的缩量续做，8月并意外降息10bp。而在10月MLF利率保持不变下，中国10月LPR报价持稳，1年期LPR报3.65%，5年期以上品种报4.30%，符合市场预期。

经济复苏不确定性下货币政策宽松基调有望延续，四季度存置换式降准落地可能，但中美货币政策分化下短期OMO、MLF降息可能性偏小。二十大期间央行维稳为首要目标，在当前流动性充裕的背景下，央行等量平价续作传递货币政策兼顾内外平衡的取向。往后看，经济复苏力度仍存在较大不确定性，因此偏宽松的货币政策基调仍有望延续。考虑到四季度仍有1.5万亿MLF到期量，叠加配合政金债和地方债发行，四季度仍存在降准置换到期MLF的可能性，不过降准更多是补充流动性缺口的工具，对资金面影响整体偏中性。而受人民币汇率在强美元下承压的影响，货币目标兼顾内外平衡压力下短期

OMO、MLF 降息可能性偏小。后续在商业银行下调存款利率、压降负债成本的情况下，LPR 仍有下降空间，不过九月末地产政策“三箭齐发”，短期仍处政策效果观察期，后续关键仍需看经济修复和房地产市场恢复情况。

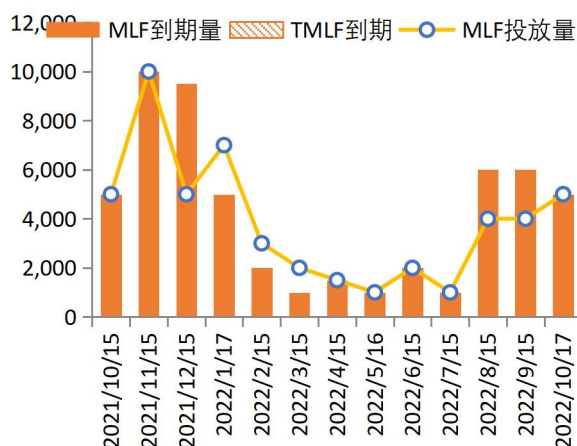
近期临近月末叠加税期缴款，银行间资金面快速收敛，DR007 回到 7 天逆回购利率附近，不过由于信贷需求不足，银行积极向非银拆借资金，资金面整体依然充裕，央行逆回购加量也助力资金面改善，跨月后资金利率有望回落。

图 52：政策利率维持不变 (%)



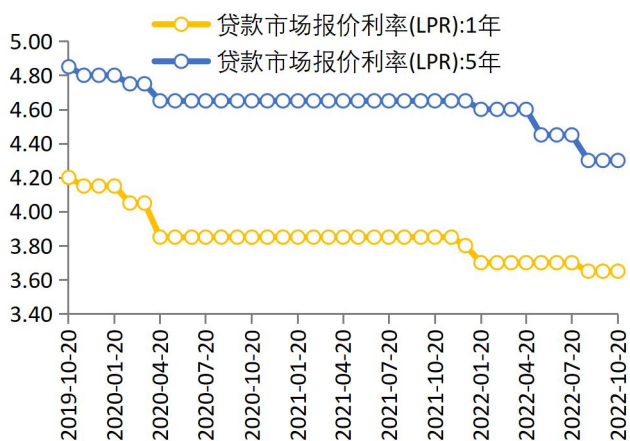
资料来源：Wind，优财研究院

图 53：MLF 等量平价续做 (亿元)



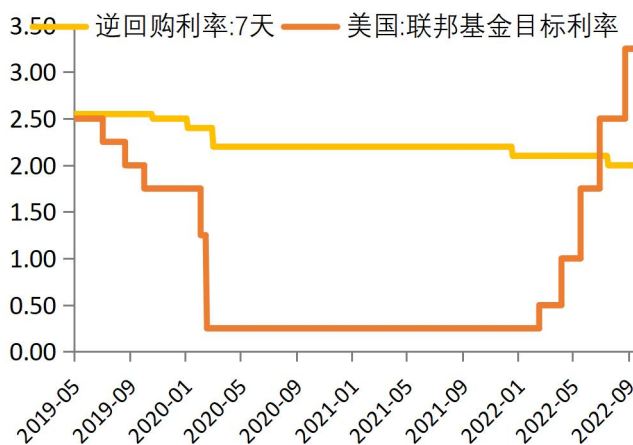
资料来源：Wind，优财研究院

图 54：LPR 报价利率如期持稳 (%)



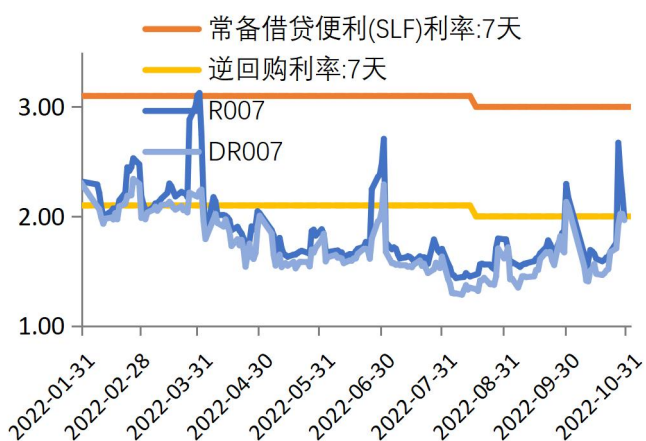
资料来源：Wind，优财研究院

图 55：货币目标仍需兼顾内外平衡 (%)



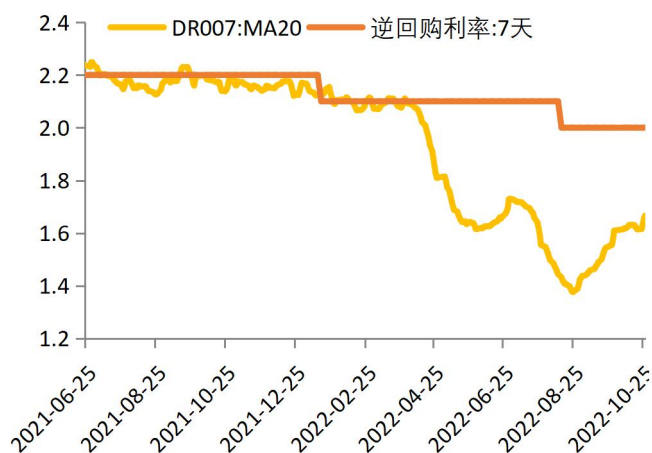
资料来源：Wind，优财研究院

图 56: 月末资金利率收敛 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 57: 流动性整体然然平衡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

七、风险提示

国内疫情反复超预期, 政策力度不及预期, 美国通胀超预期, 美联储加息超预期

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/>