

2023 年 1 月 15 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



经济修复预期继续增强

内容提要

上周市场仍处在预期和现实的验证阶段，12 月通胀和社融数据均体现经济偏弱的现实，疫情扰动和地产弱需求下融资需求不足。而随着强政策支撑下企业预期呈现边际改善，12 月出行和服务等价格上涨也反映经济活动的逐步重启，从高频数据看，经济修复也正在进入加快回升的过程。本周重点关注 1 月 LPR 报价利率以及 12 月经济数据出炉，预计数据大概率仍在反映偏弱的现实和预期的边际改善。

从经济基本面看，1) 12 月社融总量下行，体现疫情扰动和地产弱需求下的融资需求不足的现实，主要受政府债错峰发行以及理财赎回风波下企业债券融资发行低迷的影响。往后看，央行银保监会信贷座谈会强调“适度靠前发力”，强政策支持下，微观主体活力改善叠加地产政策加码有望支撑居民和企业融资需求回升，2023 年社融增速有望回升至 10% 以上，靠前发力下信贷开门红可期，而后续进一步增长仍需观察疫情冲击后消费的复苏、以及地产修复的情况等。

2) 随着强政策支持以及经济重启下内需逐渐恢复，通胀存在上行压力但整体可控，二季度后核心通胀可能渐进走高。年初发改委研究采取收储调节、养殖利润下降影响补栏进度后，一季度猪肉价格可能重拾涨势，不过预计猪肉价格和核心通胀涨价将呈现错位效应，国内供给链条稳定性强于海外，通胀整体呈现中枢温和抬升的趋势。而随着外需走弱+内需修复，PPI 进入到底部阶段，国内强政策持续推动下，经济重启有望带动内需逐步修复，对大宗商品价格带来上行力量。预计 PPI 到年中仍将持续处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材预计将强于海外定价的商品，后续黑色商品取决于地产政策对复工施工的实际拉动情况，有色与消费和制造业投资更相关，原油需求同时受到国内社交经济修复的支撑和海外衰退下外需回落的拖累。

从高频数据看，1) 地产政策持续放松，需求端小幅回暖；2) 岁末年初工人提前返乡，开工率普遍回落；3) 国内外主要宏观线索主导价格走势，上周主要工业品价格多数上行；4) 农产品价格继续回升，蔬菜价格上涨继续对冲猪肉价格回落；5) 全国主要城市经济活动继续呈现加快修复，10 个主要城市地铁客运量逐步回升至接近本轮疫情前水平，而全国拥堵延时指数已经超出此前水平，反映居民生活活动在逐渐向正常化回归。

上周股债整体均偏于震荡，市场仍处在预期的高频数据验证阶段，高频数据显示主要城市经济活动继续呈现加快修复，但春运人口流动加快仍对疫情存在二次考验，市场预期对此仍存在反复的不确定性。我们认为中期经济底部企稳修复的向好趋势比较确定，经济复苏预期和稳增长政策的持续出台仍是资产价格的主线，股市维持中期向好的判断，债市在前期情绪小幅修复后，十年期国债 2.8% 关口仍面临上行压力。不过短期仍面临修复节奏和政策力度是否超预期的扰动，预计基本面明显修复迹象可能要在春节后 2 周才能确认，节前股债或均难形成明显趋势性力量，重点关注各城市疫情演化、经济活动修复以及春运出行的情况。

风险提示

国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、数据体现弱现实，但预期在边际改善

● 社融总量收缩，政策支撑下预期好转

央行公布 2022 年 12 月金融数据：

- （1）新增人民币贷款 1.4 万亿元，预期 1.24 万亿元，前值 1.21 万亿元；
- （2）社会融资规模增量为 1.31 万亿元，预期 1.61 万亿元，前值 1.99 万亿元；
- （3）社会融资规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.6%，前值 10%；
- （4）中国 M2 同比增 11.8%，预期增 12%，前值增 12.4%；M1 同比增长 3.7%，前值 4.6%。

12 月新增人民币贷款略好于预期，主要受到企业中长贷的支撑，企业中长贷当月新增超 1.2 万亿，同比大幅多增 8717 亿元，较上月幅度继续增加，反映政策驱动的支撑效应。而居民贷款仍然是拖累，信贷结构延续企业强于居民的特点，不过在 11 月稳地产政策持续加码后，居民中长贷同比负增拖累有所缩减。随着疫情和地产两大宏观主线的边际变化，居民部门去杠杆或将度过最严重的阶段。

而受政府债错峰发行以及理财赎回风波下企业债券融资发行低迷的影响，社融总量增速继续下滑，存量同比增速跌破 10%，降至 9.6%，继续创下年内新低，地产和疫情仍是主要拖累。随着今年一季度多地地方债发行较快，政府债同比预计将从负贡献转为正增长。

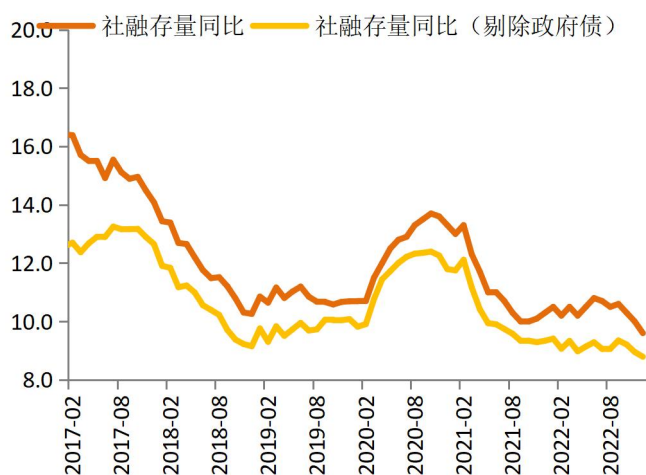
总的来看，12 月社融总量下行，体现疫情扰动和地产弱需求下的融资需求不足的现实，但居民信贷同比降幅收窄，企业信贷延续强势反映强政策以及企业预期的边际改善信号。往后看，1 月 10 日，央行银保监会召开年内首次信贷座谈会，“适度靠前发力，进一步优化信贷结构”是主要方向，今年政策对信贷投放支持力度不小。随着疫情影响逐步消退、微观主体活力改善叠加地产政策加码有望支撑居民和企业融资需求回升，2023 年社融增速有望回升至 10% 以上，靠前发力下信贷开门红可期，而后续进一步增长仍需观察疫情冲击后消费的复苏、以及地产修复的情况等。

图 1：社融信贷分项（亿元，%）

	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03
当月新增社融	13100	19874	9141	35398	24622	7596	51893	28389	9295	46372
新增人民币贷款	14000	12100	6152	24700	12500	6790	28100	18900	6454	31300
社融存量同比 (%)	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5
(当月同比变化)										
社会融资规模	-10582	-6109	-7035	6372	-5271	-3156	14876	8867	-9275	12610
新增人民币贷款	4004	-1573	-3321	7931	631	-4303	7358	3936	-9224	4780
居民贷款	-1963	-4710	-4827	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940
居民短贷	-270	-992	-938	-181	426	-354	782	34	-2221	-1394
居民中长贷	-1693	-3718	-3889	-1211	-1601	-2488	-989	-3379	-5232	-2504
企业短贷	638	-651	-1555	4741	1028	-969	3815	3286	199	4341
企业中长贷	8717	3950	2433	6540	2138	-1478	6130	-977	-3953	148
票据融资	-2941	-56	745	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712
委托贷款	314	-123	643	1530	1578	240	94	276	211	149
信托贷款	3789	1825	1000	1907	890	1173	218	676	713	1532
未贴现票据	867	573	-1270	118	3359	-428	1287	-142	-405	2583
企业债券融资	-4876	-3410	159	-804	-3227	-2320	-1614	1417	-4	-250
政府债券	-8893	-1638	-3376	-2533	-6693	2178	8708	3881	173	3943

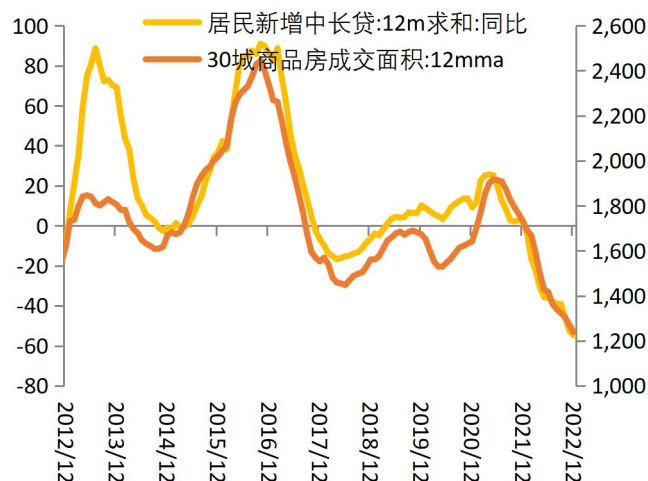
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速回落 (%)



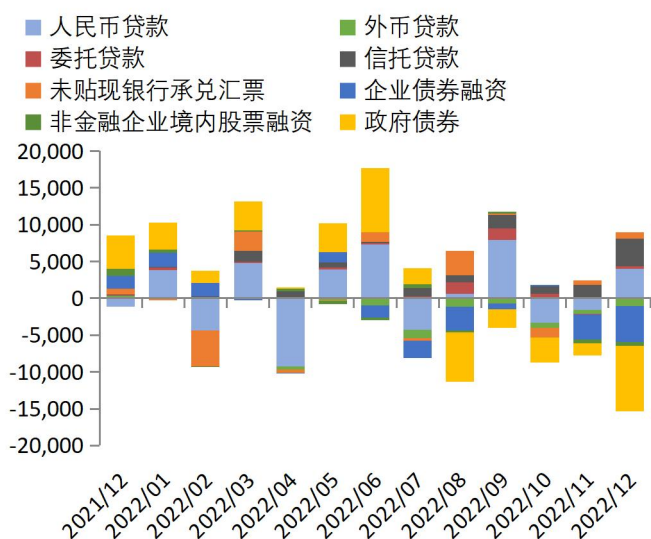
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民贷款仍然是拖累 (%)，万平方米



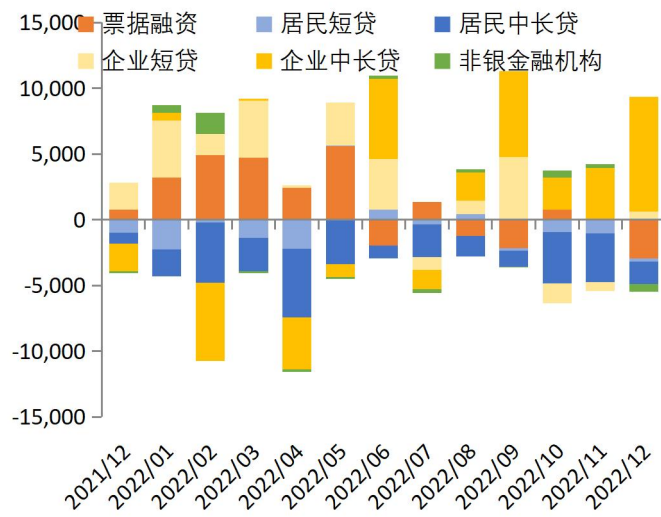
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项当月同比增量（亿元）



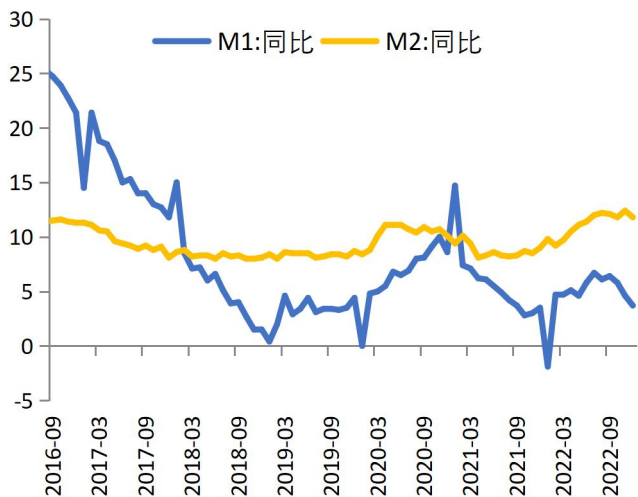
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：贷款分项当月同比增量（亿元）



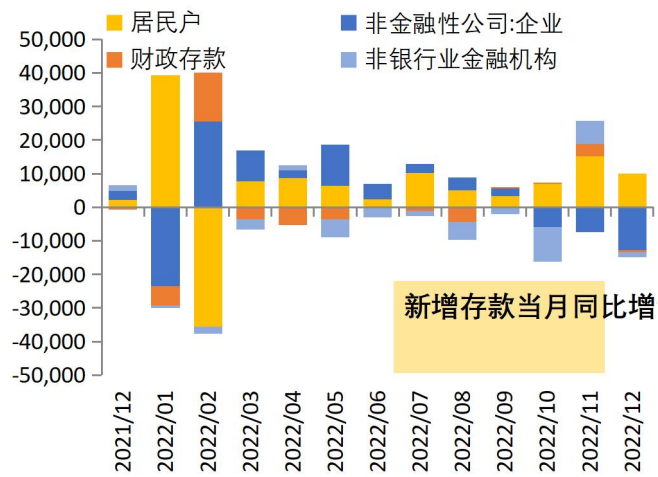
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1 增速仍然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：居民存款仍在多增（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

● 关注经济重启后内需回升对通胀的拉动

12 月 CPI 同比 1.8%，预期涨 1.9%，前值涨 1.6%；12 月 PPI 同比降 0.7%，预期降 0.3%，前值降 1.3%。

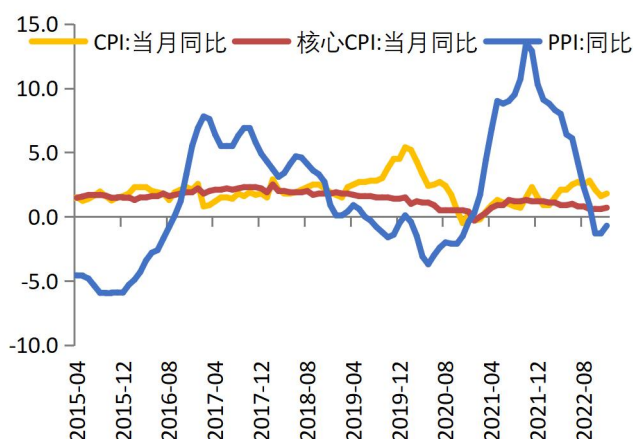
12 月 CPI 由下降 0.2% 转为持平，同比涨幅略有扩大，但环比仍弱于季节性，主要受到食品、交通通信和居住价格弱于季节性表现的拖累，12 月猪肉价格下跌对冲鲜菜水果价格上行，且国际油价下行拖累交通通信分项明显回落。而在疫情防控政策优化调整下，12 月出行及娱乐活动逐步恢复，衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐、其他用品和服务等价格均强于季节性，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比均有明显上涨，反映多地疫情达峰后经济重启对通胀的拉动，核心通胀低位小幅回升。

12 月 PPI 环比由涨转降，主要受到石油及相关行业价格下降的影响，不过同期基数走低下同比降幅有所收窄。总的来看，12 月大宗商品价格走势分化，原油价格吓得，金属和煤炭价格有所上涨，黑色上涨，建材中水泥跌、玻璃涨。国内强政策主导内需定价产品，经济修复预期增强下黑色系商品价格偏强，而海外衰退交易升温叠加国内疫情和出行活动减弱影响油价。

总的来看，12 月通胀数据仍体现经济偏弱的现实，但出行和服务等价格上涨也反映经济的逐步重启，预计后续内需回升将是对通胀的主要带动。随着强政策支持以及经济重启下内需逐渐恢复，通胀存在上行压力但整体可控，二季度后核心通胀可能渐进走高。年初发改委研究采取收储调节、养殖利润下降影响补栏进度后，一季度猪肉价格可能重拾涨势，不过预计猪肉价格和核心通胀涨价将呈现错位效应，国内供给链条稳定性强于海外，通胀整体呈现中枢温和抬升的趋势。

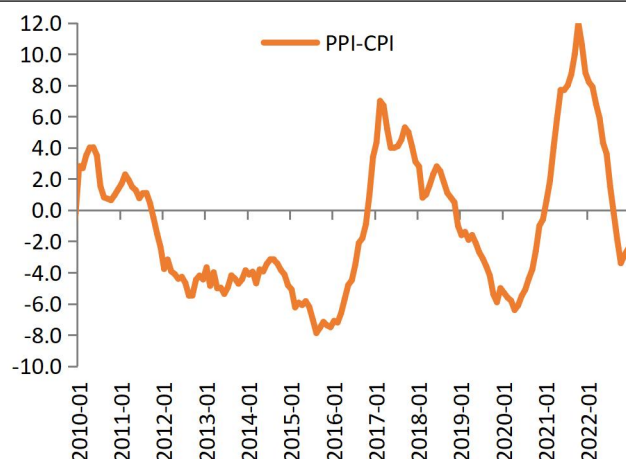
而随着外需走弱+内需修复，PPI 进入到底部阶段，国内强政策持续推动下，经济重启有望带动内需逐步修复，对大宗商品价格带来上行力量。预计 PPI 到年中仍将持续处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材预计将强于海外定价的商品，后续黑色商品取决于地产政策对复工施工的实际拉动情况，有色与消费和制造业投资更相关，原油需求同时受到国内社交经济修复的支撑和海外衰退下外需回落的拖累。

图 8: CPI VS PPI (%)



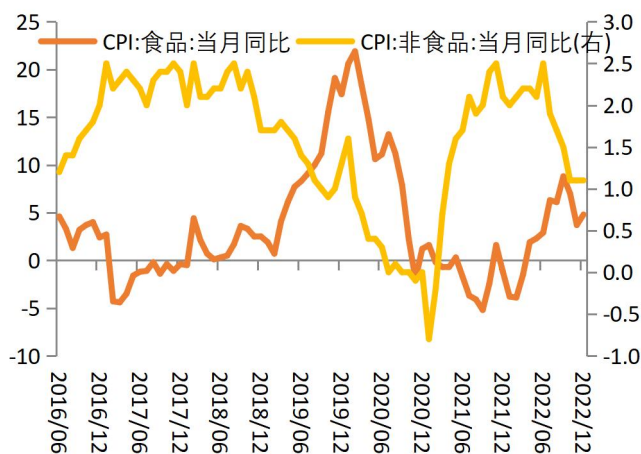
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PPI-CPI 剪刀差 (%)



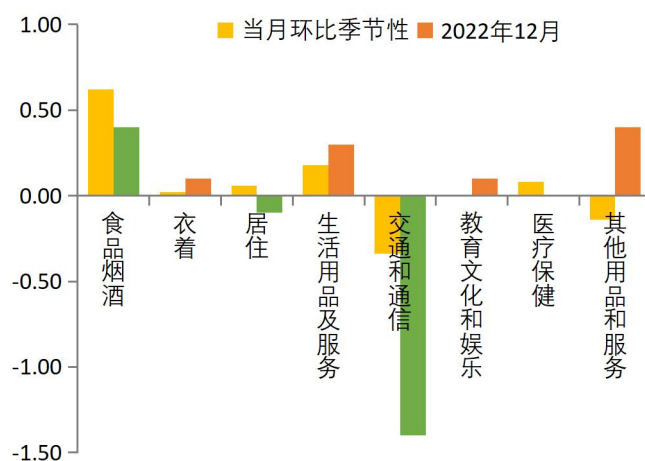
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 食品价格增速小幅回升 (%)



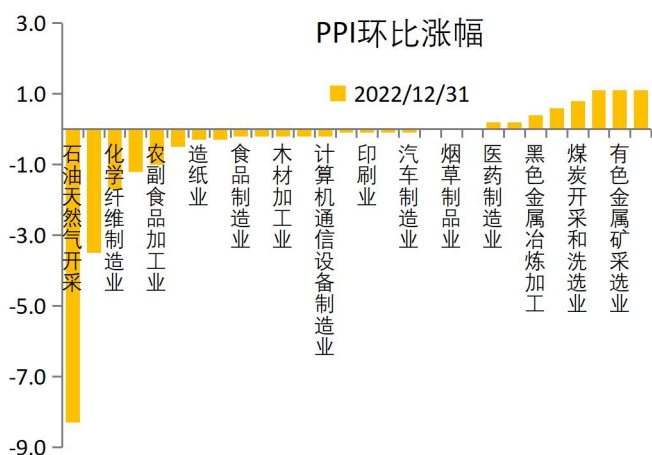
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: CPI 分项环比季节性 (%)



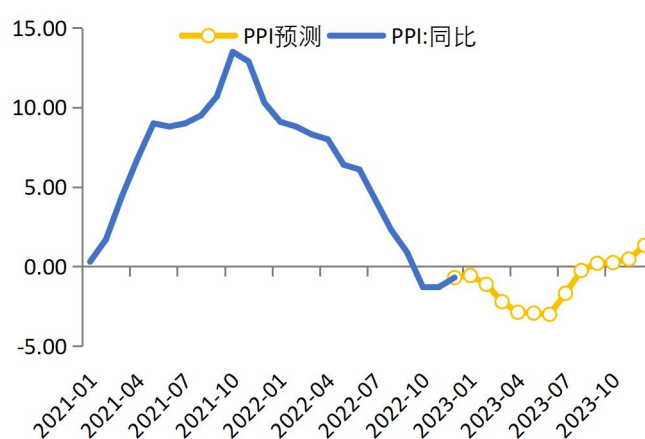
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 石油及相关行业价格跌幅居前 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: PPI 预计到年中持续通缩区间 (%)

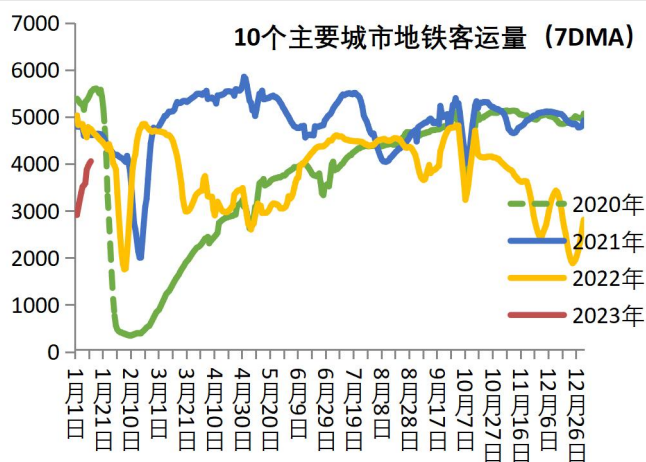


资料来源: Wind, 优财研究院

● 城市活动继续加快修复

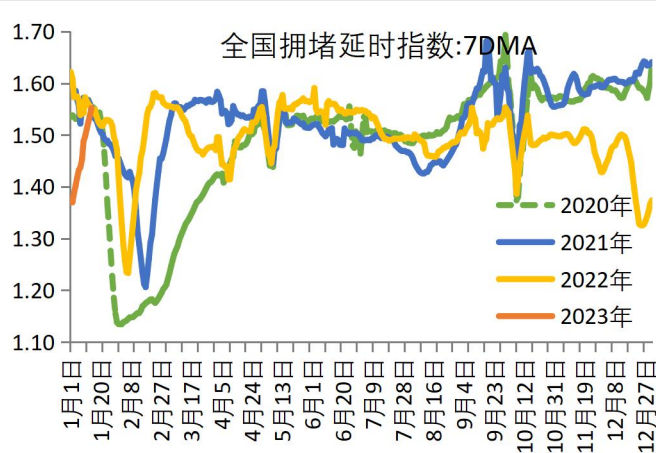
全国主要城市经济活动继续呈现加快修复，10个主要城市地铁客运量逐步回升至接近本轮疫情前水平，而全国拥堵延时指数已经超出此前水平，反映居民生活活动在逐渐向正常化回归。主要一线城市中，北京深圳恢复程度相对较快，而上海广州修复速度仍慢于其他城市。反映跨区域活动的迁徙指数和国内执行航班继续回升。

图 14：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



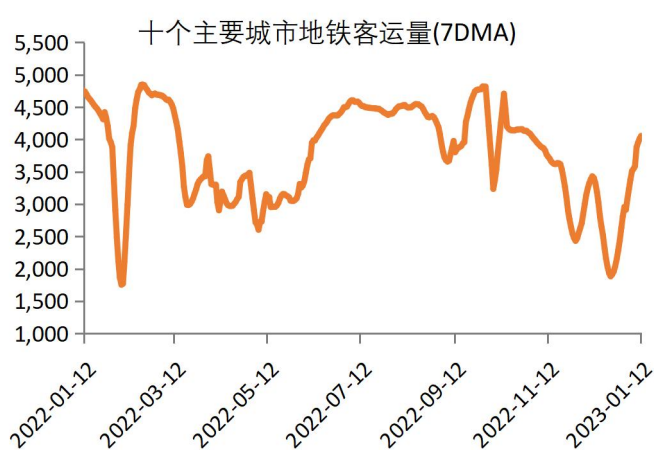
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：全国拥堵延时指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



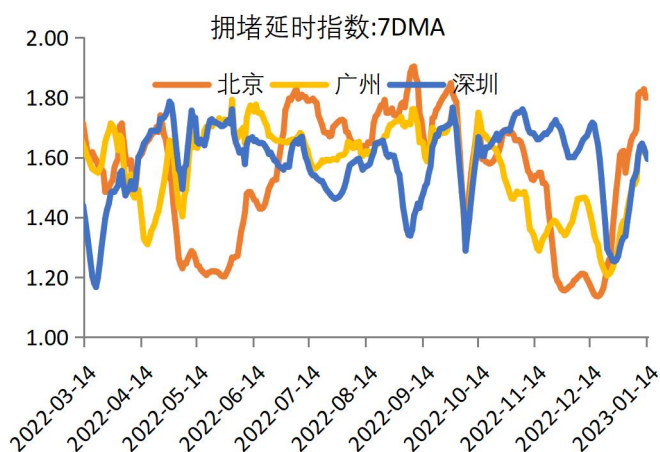
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：全国拥堵延时指数



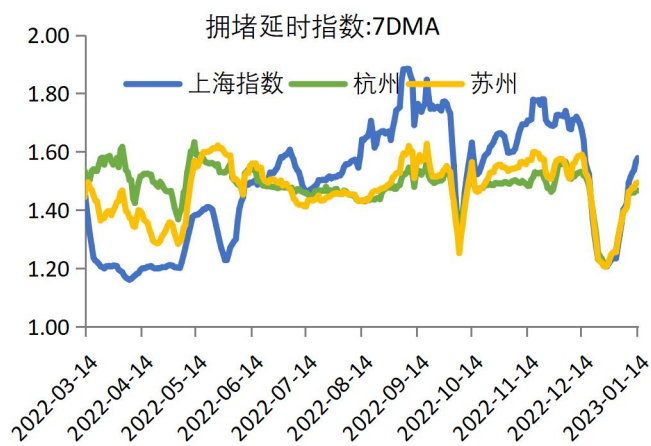
资料来源：Wind，优财研究院

图 18: 拥堵延时指数



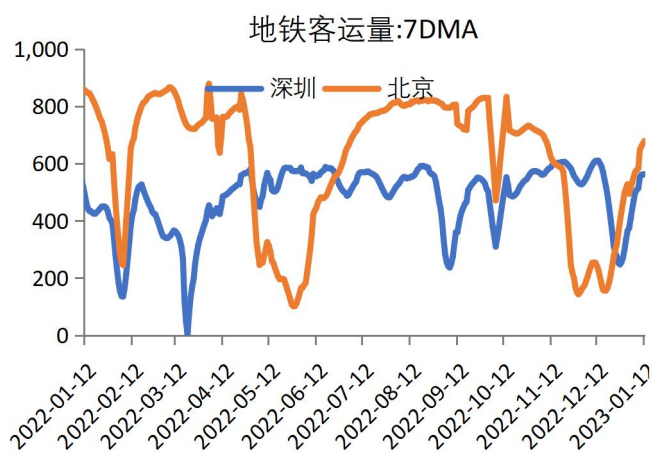
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 拥堵延时指数



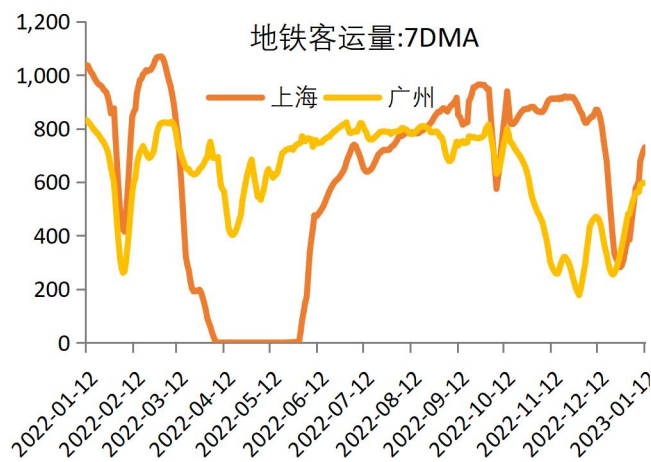
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 地铁客运量 (万人次)



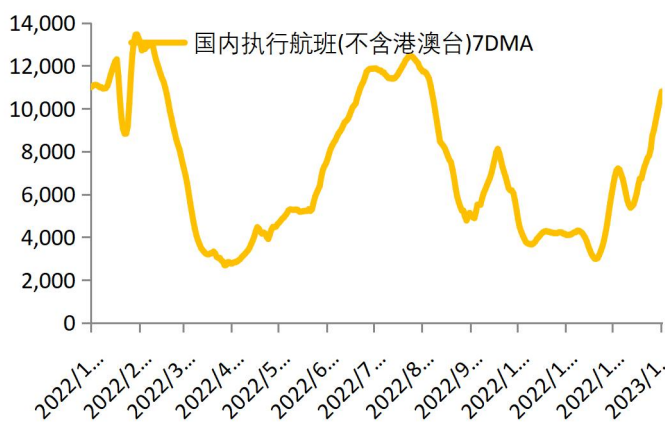
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 地铁客运量 (万人次)



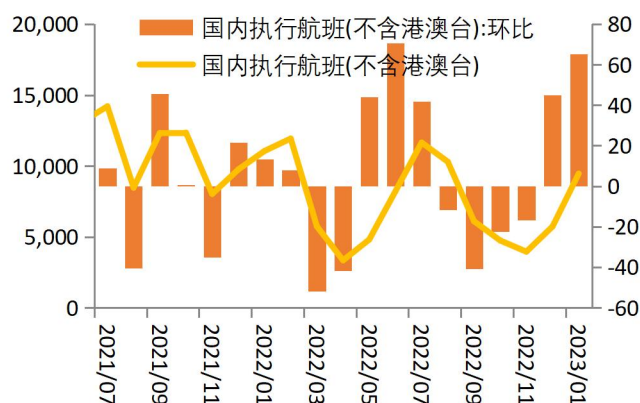
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



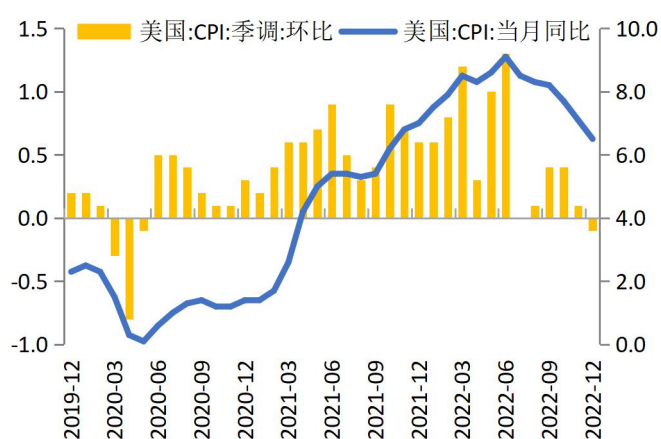
资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外经济跟踪

美国 2022 年 12 月 CPI 同比上涨 6.5%，符合市场预期，涨幅创 2021 年 10 月以来最小；环比则下降 0.1%，为两年半来首次环比下降。12 月核心 CPI 同比上涨 5.7%，创 2021 年 12 月以来最低水平。同时公布的上周初请失业金人数录得 20.5 万，低于预期的 21.5 万，显示劳动力市场依然强劲。掉期交易市场显示，交易员押注美联储 2 月和 3 月两次会议累计加息将不到 50 个基点。美联储哈克表示，是时候将未来加息幅度调整为 25 个基点。

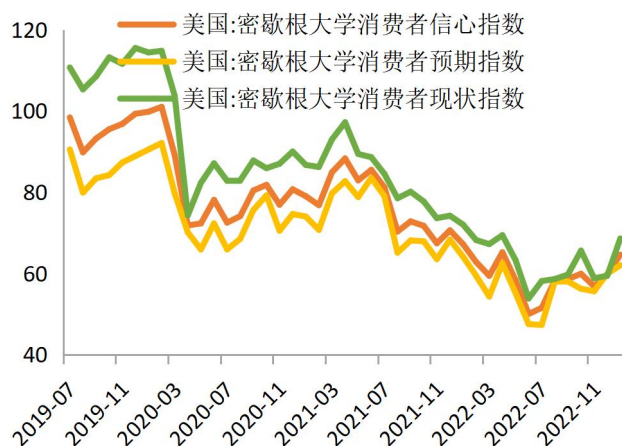
美国经济软着陆预期升温，主要受劳动力市场持续强劲+工资增速放缓的支撑，投资者交易通胀持续降温+失业未大幅上行的“软着陆”前景。美国当前通胀已确认下行趋势，但斜率仍有不确定性，核心矛盾在于“工资-通胀”螺旋何时降温，低失业+高通胀的组合意味着联储紧缩节奏放缓后仍难转向宽松，仍需重点关注本月 CPI 数据。衰退从预期逐渐走向现实，美债好于美股，美股中期仍面临流动性和盈利下行的压力。

图 24：美国通胀继续下行（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：美国消费者信心指数有所回升（%）



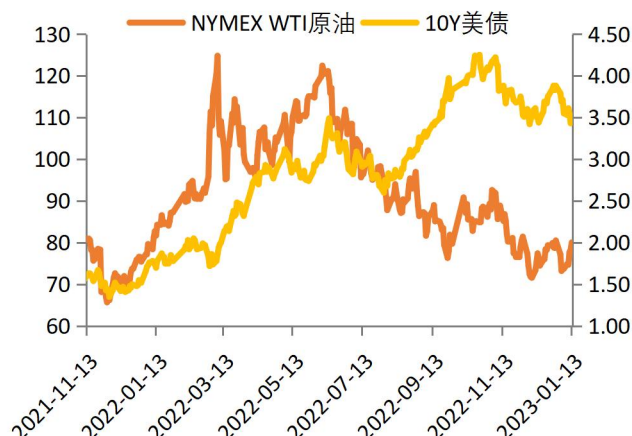
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 美欧差值 VS 美元指数



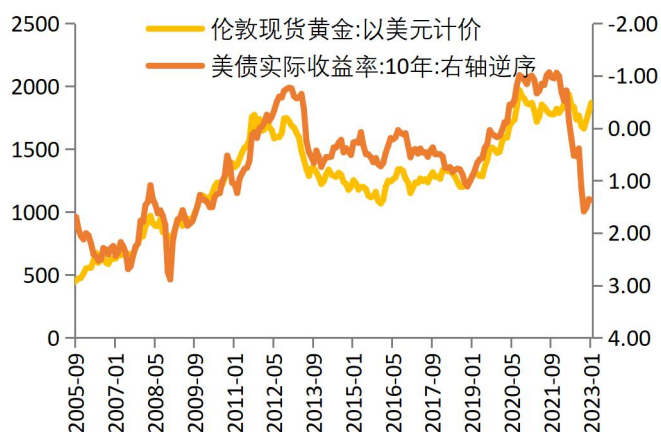
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



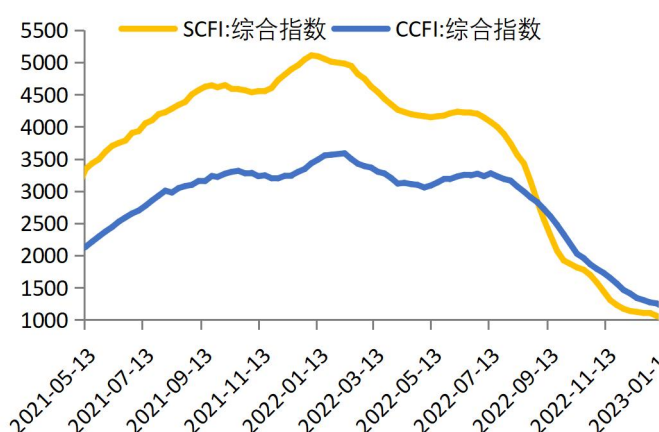
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 运价指数



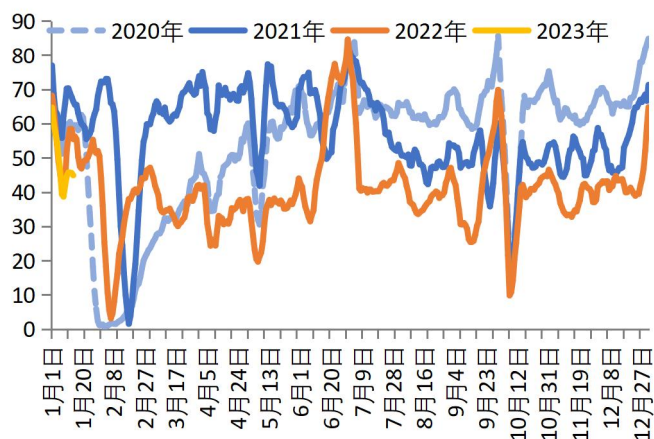
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求: 地产政策持续放松, 需求端小幅回暖

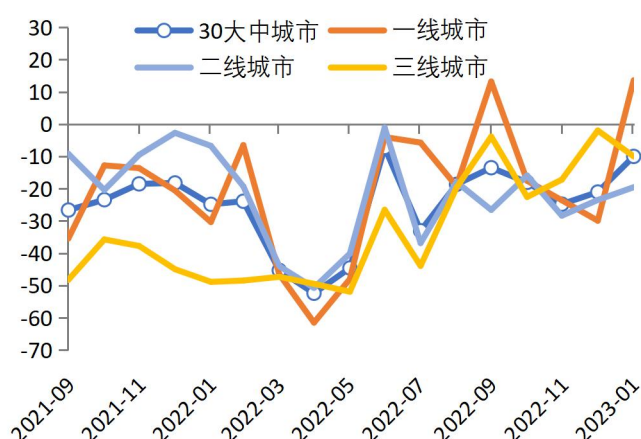
不过地产销售端仍未有明显起效, 截至1月14日, 30大中城市商品房日均销售面积为42.14万平方米, 较前一周小幅回升(至1月7日为39.35万平方米), 较上月环比回落(12月为45.9万平方米), 受一线城市销售小幅回暖的支撑, 1月同比降幅收窄(-10%)。

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（%）

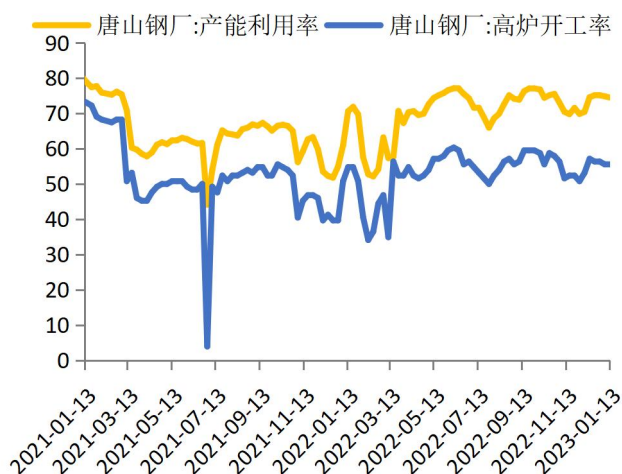


资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：岁末年初工人提前返乡，开工率普遍回落

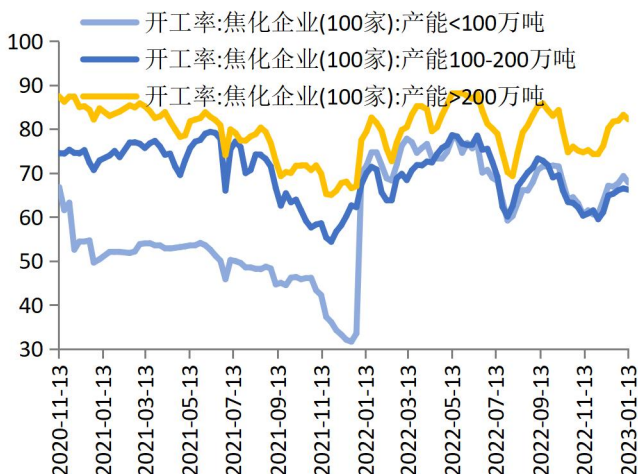
上周开工率普遍回落，或受到工人提前返乡影响，其中日耗偏弱震荡，高炉开工率偏弱运行，轮胎开工率和江浙地区涤纶长丝开工率持续回落。

图 32：唐山钢厂高炉开工率（%）



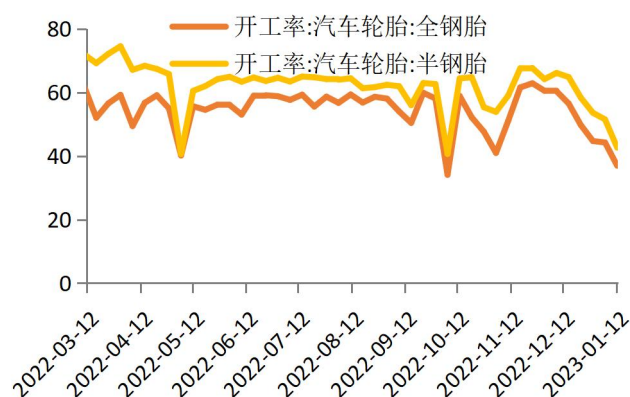
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：焦化企业开工率（%）



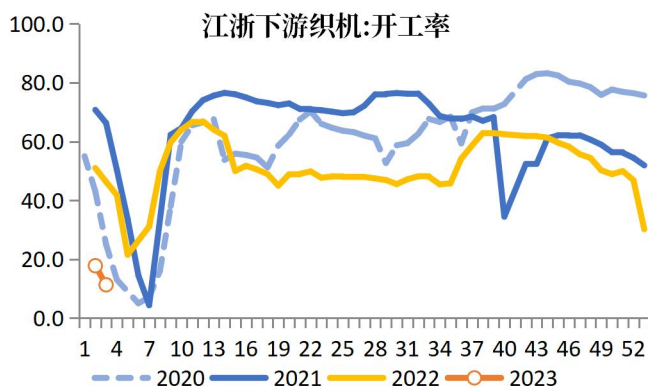
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



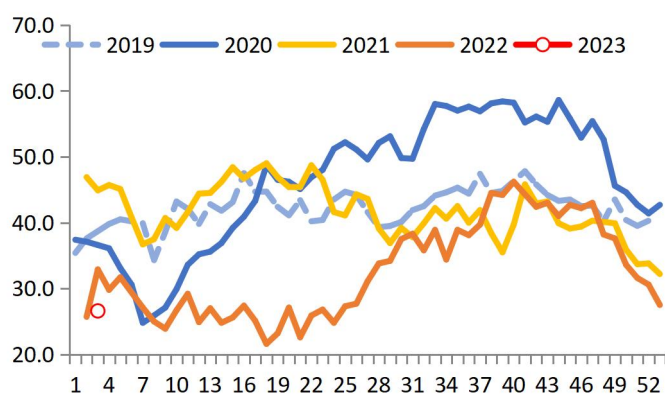
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：江浙下游织机开工率（%）



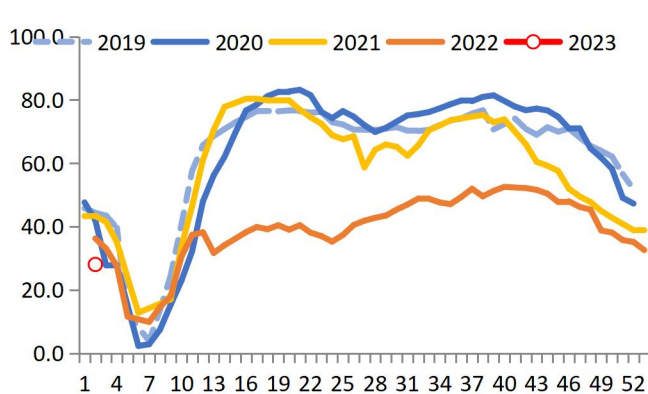
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：石油沥青装置开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 37：全国水泥发运率（%）

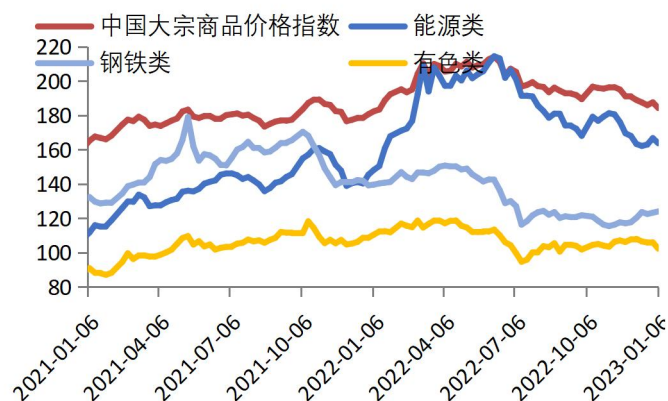


资料来源：Wind，优财研究院

3. 工业品价格：国内外主要宏观线索主导价格走势

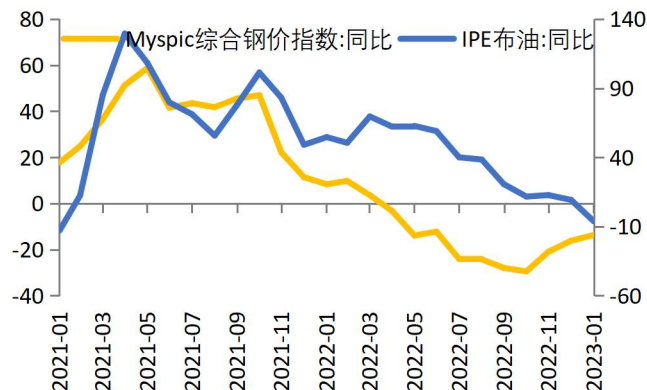
上周主要工业品价格多数上行，受市场预期美联储2月加息幅度继续放缓至25bp影响，叠加市场交易美国经济软着陆预期，原油价格上周迎来反弹，而国内经济修复预期增强下黑色系商品继续保持强势，而铜铝价格也在减产预期下快速回升。

图 38：大宗商品价格指数



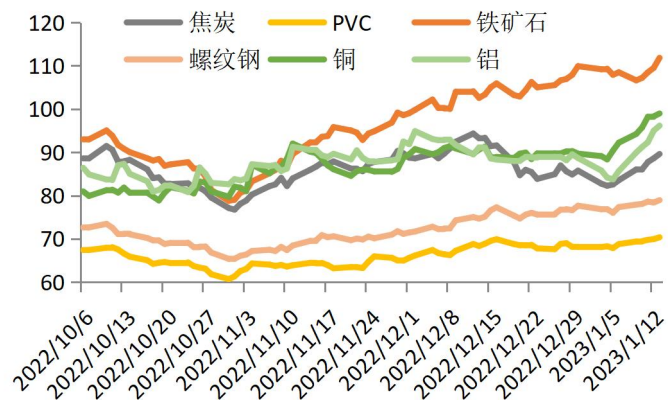
资料来源：Wind，优财研究院

图 39：钢价指数&布油同比 (%)



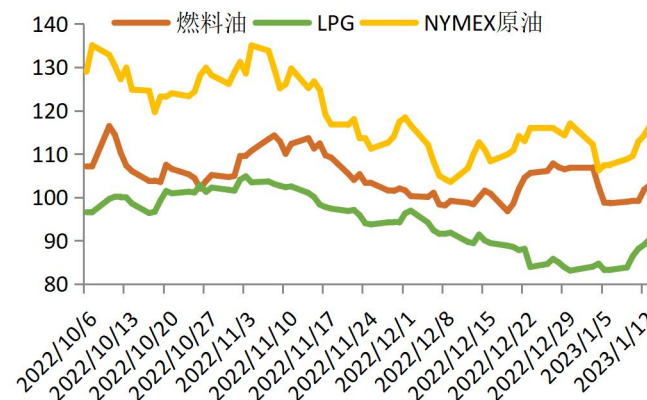
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：工业品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

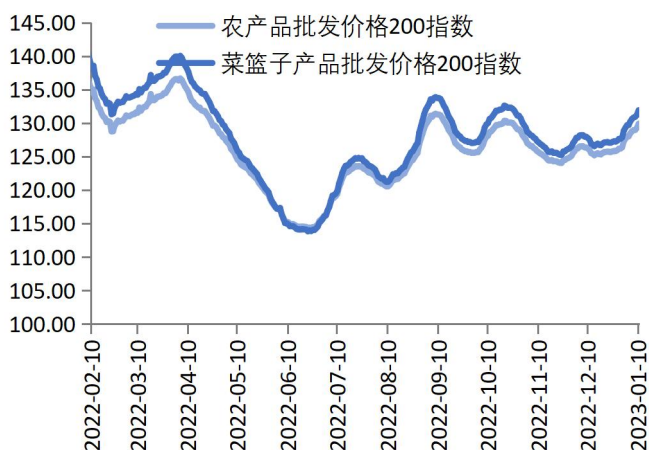
图 41：工业品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

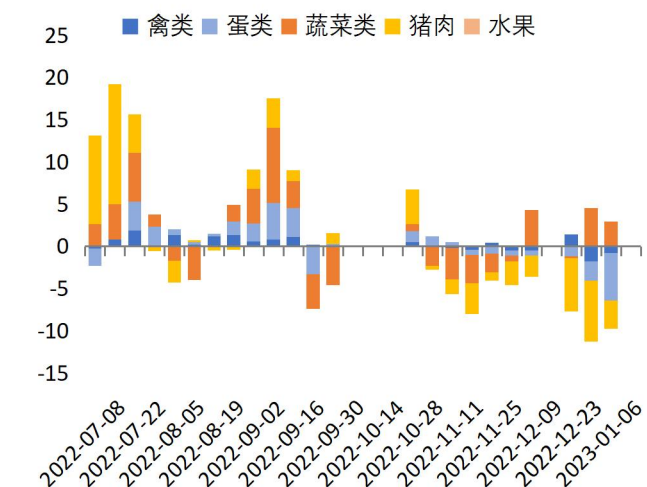
4. 通胀：农产品价格继续回升，蔬菜价格上涨继续对冲猪肉价格回落

图 42：农产品批发价格 200 指数



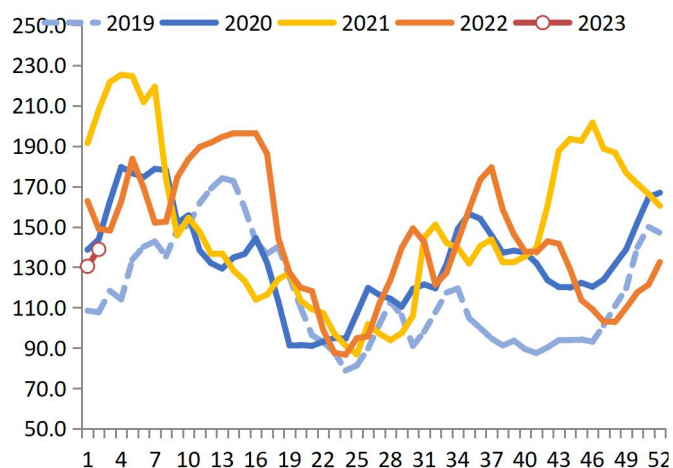
资料来源：Wind，优财研究院

图 43：食用农产品价格指数:周环比 (%)



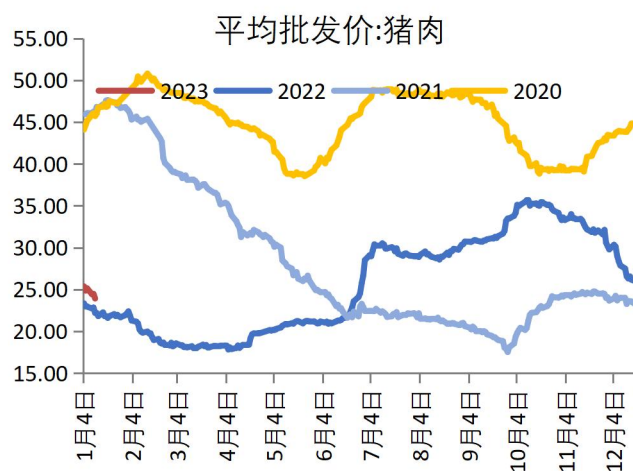
资料来源：Wind，优财研究院

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

四、 风险提示

国内疫情超预期，政策力度不及预期，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/>