



2021年11月14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

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

结构性货币政策是主导，信用易稳难宽

内容提要

本周宏观方面主要事件有：1) 社融增速阶段性见底，信用易稳难宽。10月社融增速如期企稳，受到政府债发行加快以及居民积压贷款释放的提振。随着“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”，社融短期阶段性见底的积极因素增多，但实体融资需求仍处走弱阶段，地产融资政策边际放松更多地体现“防风险”诉求，“房住不炒”长期政策定位下信用端可能更多地是企稳而非大幅扩张，社融稳而未宽。2) PPI继续冲高，CPI回升但内部分化。10月CPI回升超预期，主要受到鲜菜以及能源涨价的推动，短期疫情叠加冷冬因素推升食品价格，CPI中枢温和抬升，但猪肉产能过剩的局面仍未改变，内需不足仍压制全面通胀风险。PPI 10月续创新高，保供稳价政策下煤价及上游工业品价格大跌，供给端约束或边际缓解，随着需求端进一步走弱，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓，预计PPI年底有望拐点回落。3) 碳减排支持工具正式推出，结构性货币政策工具是主导。采取“先贷后借”的直达机制，通过向全国性金融机构提供贷款本金60%的低成本资金引导相关重点领域的贷款投放，是结构性货币政策思路的延续，并进一步推进结构性宽信用。预计短期对总需求的拉动作用相对有限，信用有望企稳但难以明显扩张，年底或是稳增长政策全面推出的关键窗口期。

从经济高频观察来看：1) 全球疫情继续处于第四波回落过程中，疫苗完全接种比例回升下疫情影响或将趋于收敛，美国经济表现改善快于欧洲，美元指数有所升值；2) 国内需求端，30城销售仍然偏弱，信贷放松对需求端的效果仍待观察；3) 采暖季下环保限产制约钢厂开工，部分上游工业品初现止跌迹象，黑色系商品持续偏弱；4) 价格端，菜价高位小幅回落，需求季节性改善叠加收储支撑猪价反弹；5) 央行维持每日1000亿逆回购投放规模，月初以来央行两次加码逆回购投放，流动性呵护态度不变，资金面保持平稳，关注下周月中缴税期及MLF大量到期来临下的央行操作。

资产价格方面，当前债市仍面临保供政策成效+社融增速企稳预期+利率债供给小高峰的扰动，近期地产政策边际松动预期也助推市场宽信用情绪，长端收益率短期面临一定调整风险。不过“货币政策以稳为主+经济动能趋弱”对债市仍形成支撑，长端利率中长期下行趋势仍在，利率并不存在大幅回调的风险，预计2.95%-3.0%一线仍是长端收益率上行约束，维持债市调整就是机会的判断。房地产风险下资金面平稳偏松支撑短端收益率，收益率曲线趋陡。股市方面，短期市场宽信用预期对股市形成正面提振，但信用易稳难宽，M1增速持续下行下实体流动性仍然偏弱，叠加经济下行压力弱化股市业绩预期，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会，股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解。

风险提示

通胀持续超预期，货币政策变化超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 货币政策延续结构性特征，信用稳而不宽

1. 社融增速阶段性见底，信用易稳难宽

10月新增人民币贷款8262亿元，市场预期7240亿元，前值16630亿元；社会融资规模15900亿元，市场预期15800亿元，前值29018亿元；M2同比8.7%，市场预期8.4%，前值8.3%；M1同比2.8%，前值3.7%。

10月信贷社融好于季节性，社融增速如期止跌企稳并持平前值，主要受到政府债发行同比多增以及居民积压按揭贷款释放的提振，随着“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”，社融短期阶段性见底的积极因素增多。但中期实体融资需求依然偏弱，企业融资结构仍呈现短期化特征，企业中长贷仍然乏力。9月以来房地产融资政策的边际放松主要体现“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标，叠加地方政府隐形债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，且当前核心问题在于房地产需求下降、去化放缓，银行风险偏好仍低，民营房企困境缓解效果不宜高估，社融更多地是企稳而非大幅扩张。

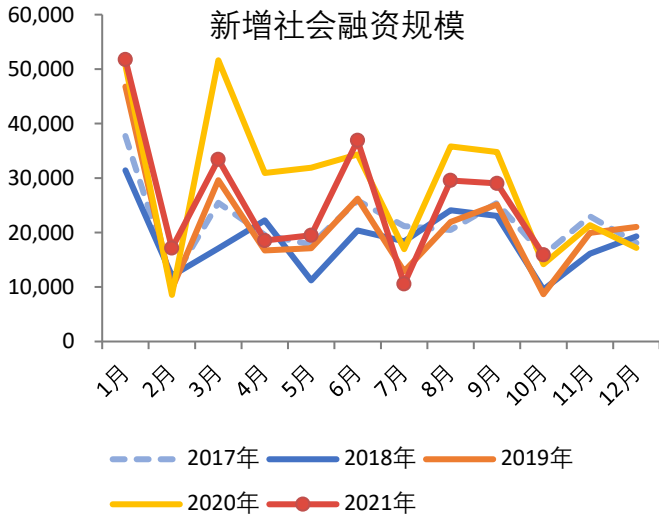
1. 地产政策纠偏下前期积压的在途按揭贷款释放提振10月居民中长期贷款，但积压房贷释放不表征当期需求的恢复，融资政策的边际放松体现政策“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标。

2. 票据冲量支撑企业融资企稳，信贷结构持续呈现短期化特征，流动性压力大于资本开支意愿，实体融资需求依然偏弱。

3. M1与M2增速继续分化，实体流动性持续偏弱，财政存款同比显著高增，隐债严监管叠加基建项目不足约束财政支出进度。

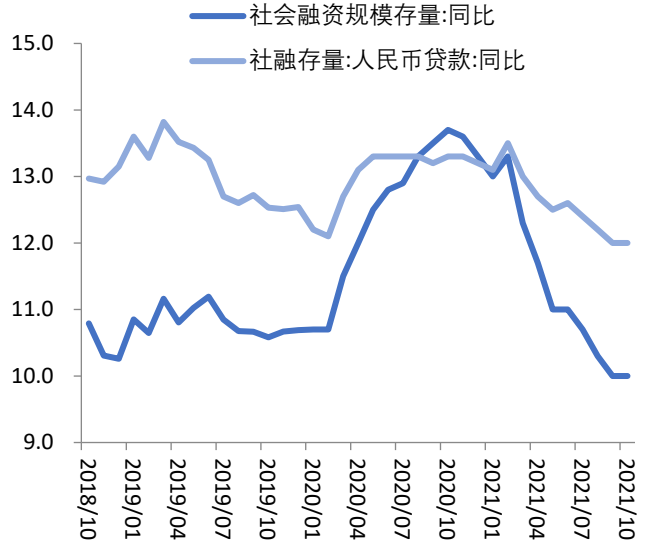
4. 基数回落+财政后置+政策结构性宽信用，社融增速阶段性见底，但实体融资需求仍处走弱阶段，信用端可能更多地是企稳而非大幅扩张，社融稳而未宽。

图 1：10 月社融略好于预期（亿元）



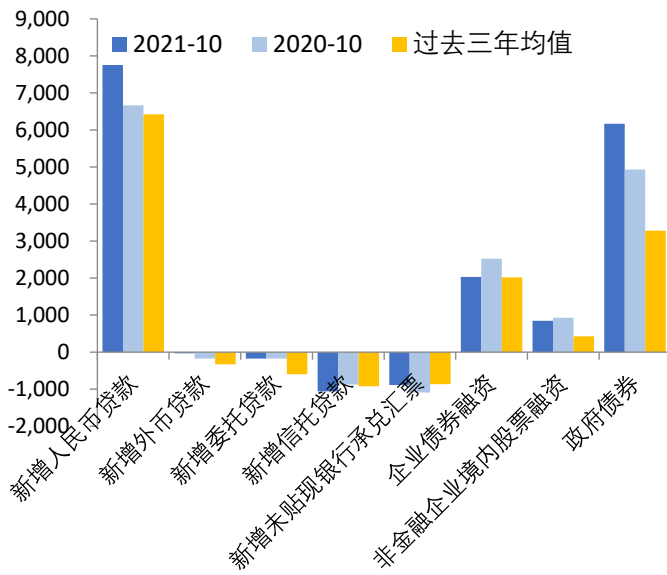
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速持平前置（%）



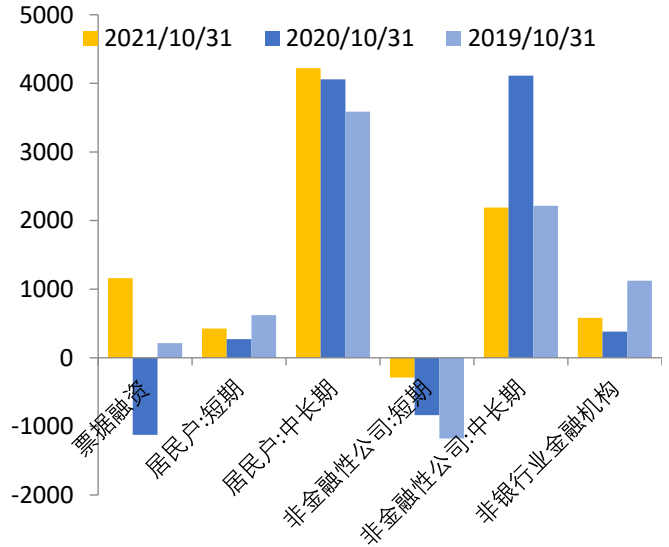
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：社融分项（亿元）



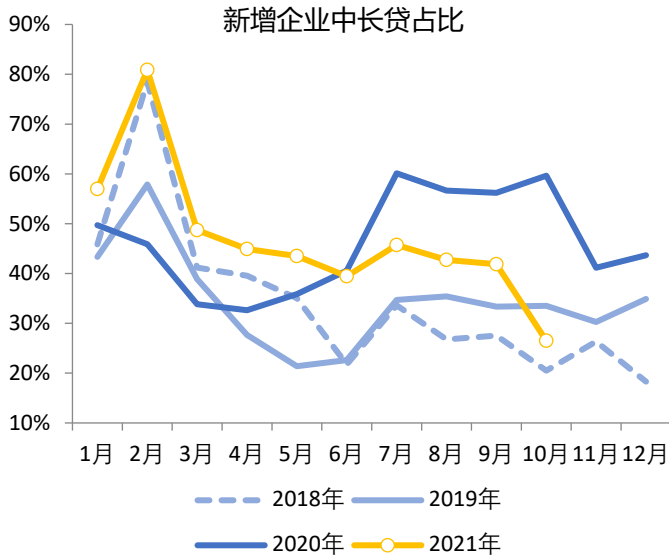
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：融资结构偏向短期化（亿元）



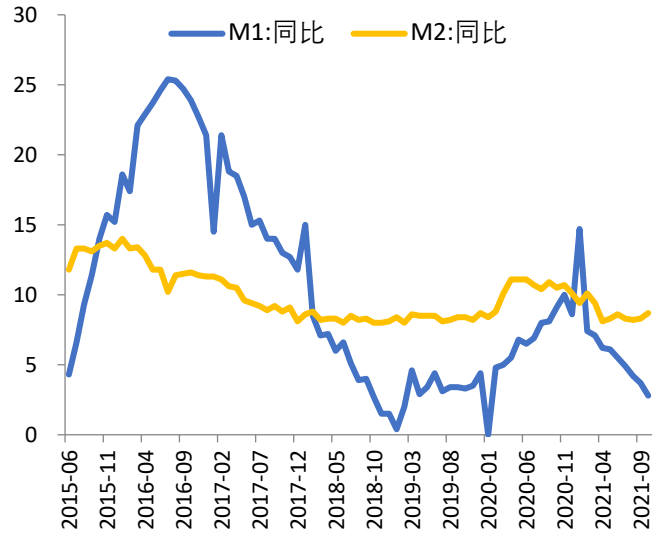
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：企业中长贷占比快速走低（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M2-M1 剪刀差继续扩大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

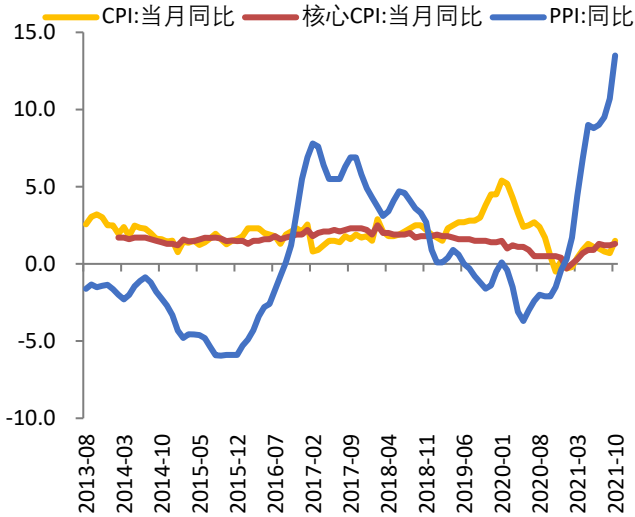
2. PPI 继续冲高，CPI 回升但内部分化

10月CPI同比1.5%，市场预期1.3%，前值0.7%；环比0.7%；10月PPI同比13.5%，市场预期12%，前值10.7%；环比2.5%。

10月CPI回升超预期，主要受到鲜菜以及能源涨价的推动，鲜菜价格涨幅显著大于季节性，主要是受到洪涝灾害等气候扰动的影响，同时近期猪肉价格跌幅收窄，猪肉需求季节性改善叠加国家收储支撑价格反弹，而涨价情绪下压栏也助推价格上涨。短期疫情叠加冷冬因素推升食品价格，CPI或继续走高，中枢温和抬升，但猪肉产能过剩的局面仍未改变，内需不足仍压制全面通胀风险，可选消费品价格受内需不足拖累、服务价格恢复仍缓慢。

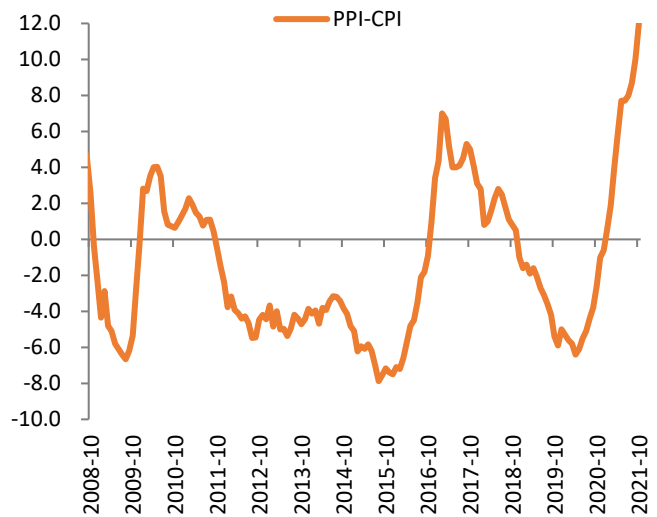
PPI 10月续创新高，近期保供政策及价格调控下煤价及上游工业品价格大跌，供给端约束或边际缓解，随着需求端进一步走弱，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓，预计11月高位徘徊后年底有望拐点回落，冷冬带来的油价超预期上涨及冬季环保限产超预期是PPI短期风险。

图 7: CPI 和 PPI 分化继续加剧 (%)



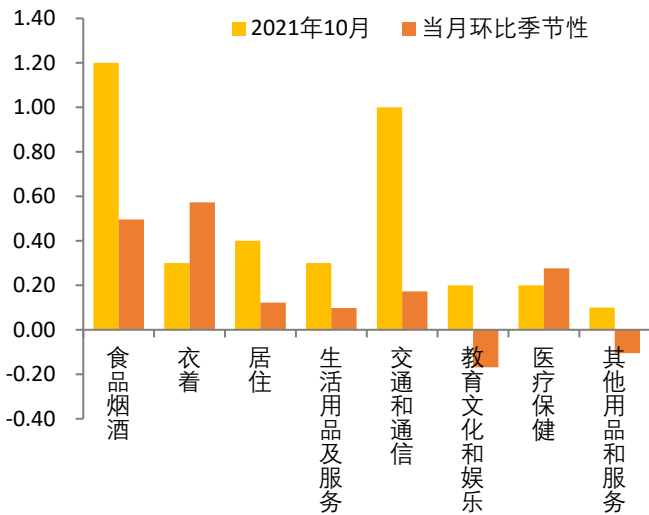
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: PPI-CPI 剪刀差再创新高 (%)



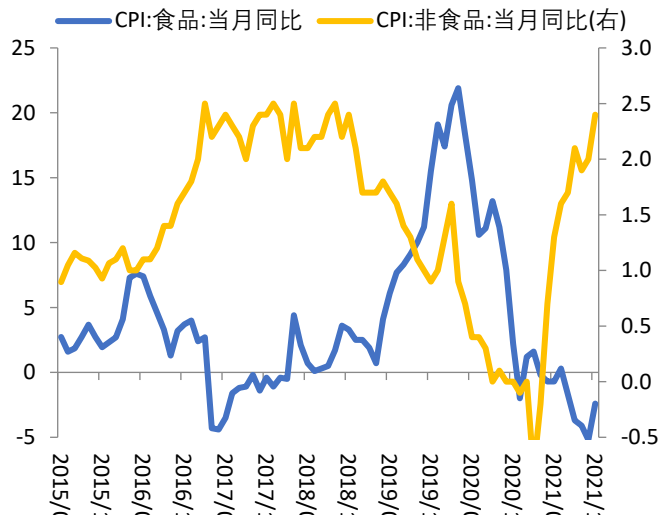
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: CPI 8 大分项环比季节性 (%)



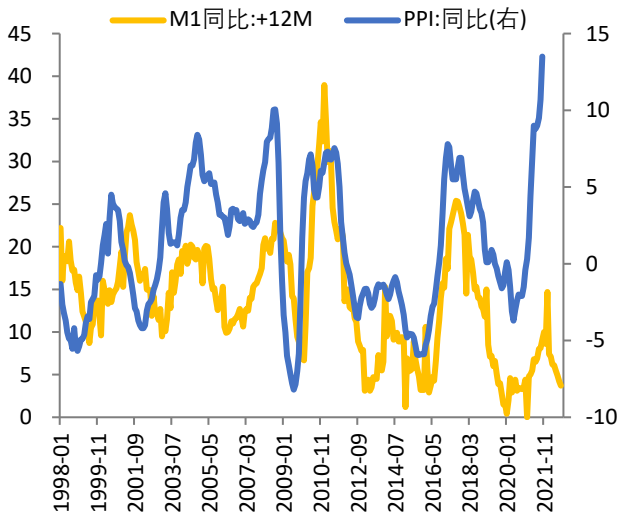
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



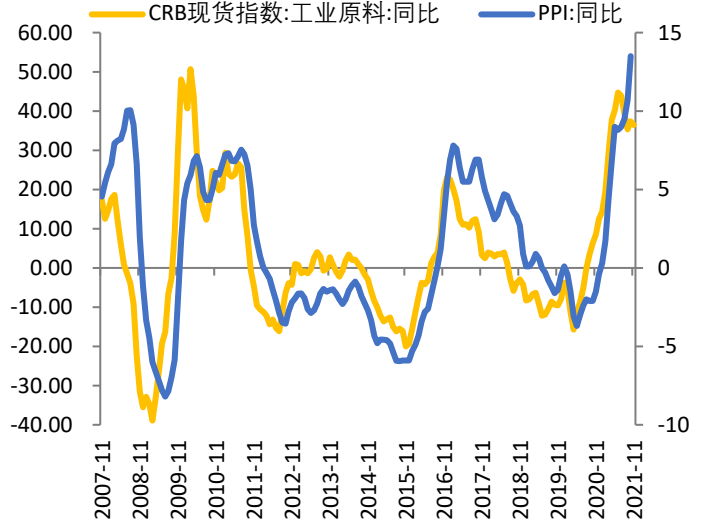
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: M1 与 PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 工业品价格高位震荡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 碳减排支持工具正式推出，结构性货币政策工具是主导

11月8日，人民银行发布公告称：“创设推出碳减排支持工具这一结构性货币政策工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。”

1. 从年初起关于“设立碳减排支持工具”政策表述较多，市场对此预期较为充分，在实际操作中，央行采取“先贷后借”的直达机制，通过向全国性金融机构提供贷款本金60%的低成本资金（利率为1.75%，期限1年，可展期2次），引导金融机构以接近同期限LPR的利率水平向清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域加大贷款投放。

2. 碳减排支持工具是结构性货币政策思路的延续，并进一步推进结构性宽信用。一方面，其使用中对应了央行投放基础货币的过程，但“先贷后借”的模式利好明显低于直接降准，且结构性货币政策对总量层面工具也可能形成一定替代效应，其对狭义流动的“宽松”意味不如传统货币政策工具，整体力度相对温和。另一方

面，碳减排支持工具也可能承担一部分逆周期调节功能，一定程度上起到宽信用的效果，对社融增速和经济也将起到积极作用，不过结构性宽信用工具的运用也意味着地产融资和地方债务仍受到严格管控，信用端可能更多地是企稳而非大幅扩张。

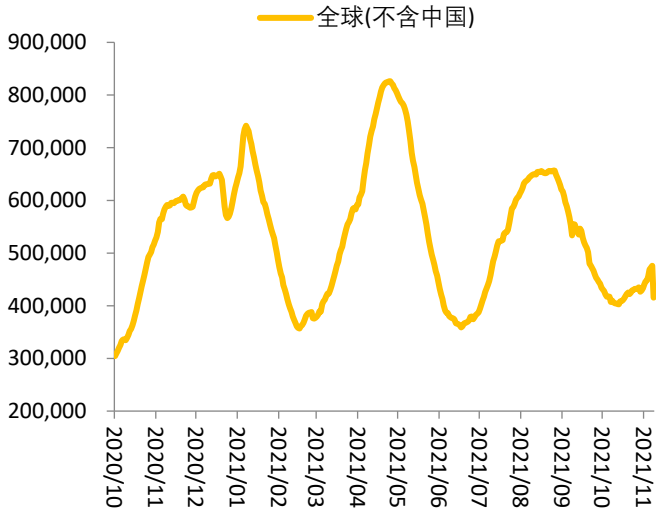
3. **短期碳减排支持工具对总需求的拉动作用相对有限，其实际支撑效果要视其执行速度和传导效率而定**，预计四季度相关重点领域企业贷款发放仍然有限，信用有望企稳但难以明显扩张，但碳减排支持工具的更主要的意义主要在于中长期，未来一系列金融支持“碳达峰、碳中和”的政策将有望逐渐出台。三季度以来经济下行压力明显加大，制造业 PMI 连续两月位于收缩区间，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。**政策稳增长预期也相应升温，年底 PPI 拐点回落叠加外需压力加大下或是政策转向全面稳增长的时点，年底政治局会议和中央经济工作会议是重要的观测窗口。**

二、海外疫情和经济活动跟踪

全球疫情继续处于第四波回落过程中，从主要国家来看，美国新增确诊病例延续下行，英国日度新增确诊病例也开始高位回落，但近期德国日均新增病例有所加快。疫情收敛的过程较为缓慢，但考虑到疫苗完全接种率的回升下，海外也在不断接近群体免疫状态，疫情影响或将趋于收敛，海外主要国家疫苗完全接种人数占比已超出 50%，欧洲超出 60%。

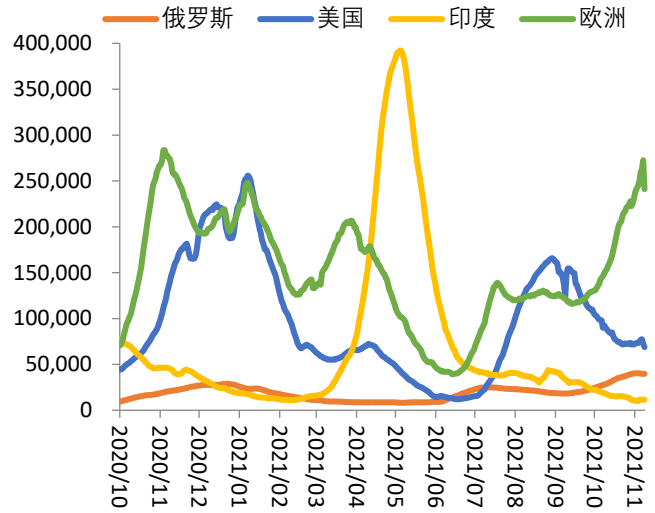
近期美国经济表现持续改善，经济意外指数回升至转正，美欧经济意外指数差值上升下，美元指数本周升值。由于今年美联储偏鹰、而欧洲央行偏鸽，美欧货币政策节奏差异提振美元指数，欧洲央行 10 月利率决议仍表示紧急抗疫购债计划(PEPP)将至少持续至 2022 年 3 月底，但将于今年 Q4 放缓购债速度，而美联储短期暂不会加息，因此随着四季度欧洲货币政策正常化逐步开启，美欧货币政策的收敛将推动美元重回贬值通道。

图 13: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



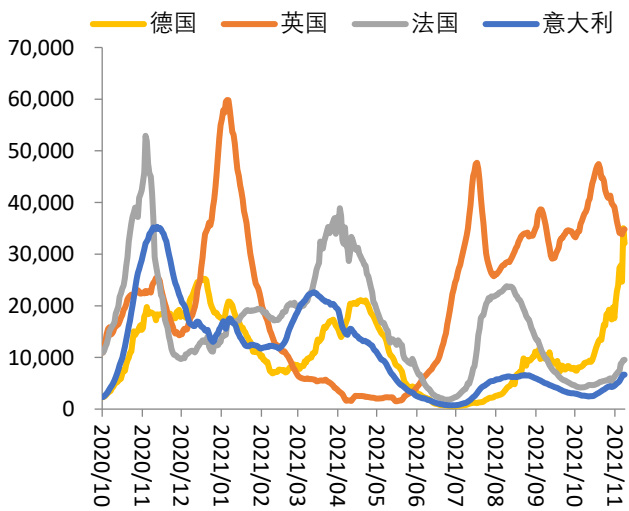
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



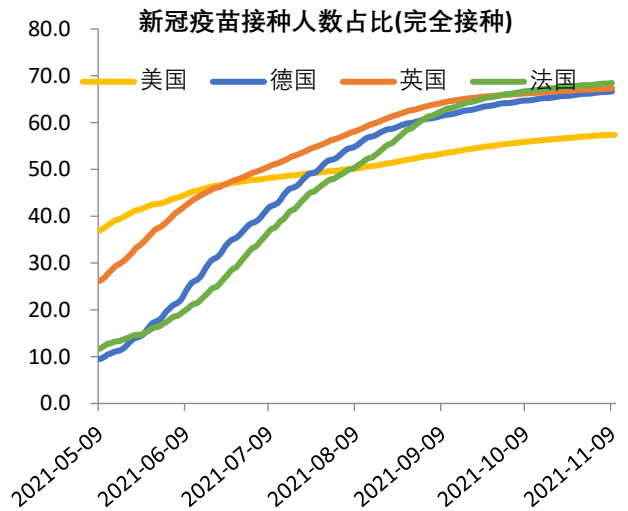
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 新冠疫情当日新增确诊病例 (例)



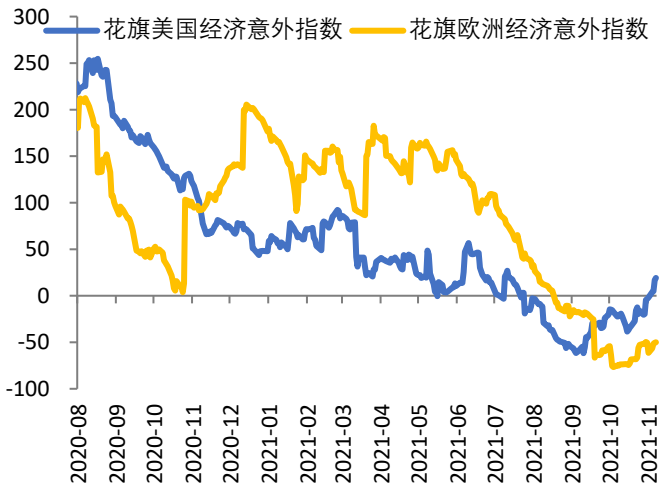
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 新冠疫苗完全接种人数占比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 美欧洲经济意外指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美欧差值 VS 美元指数



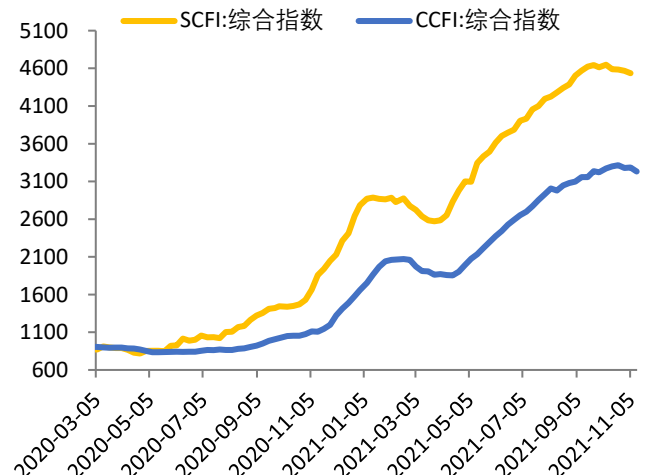
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

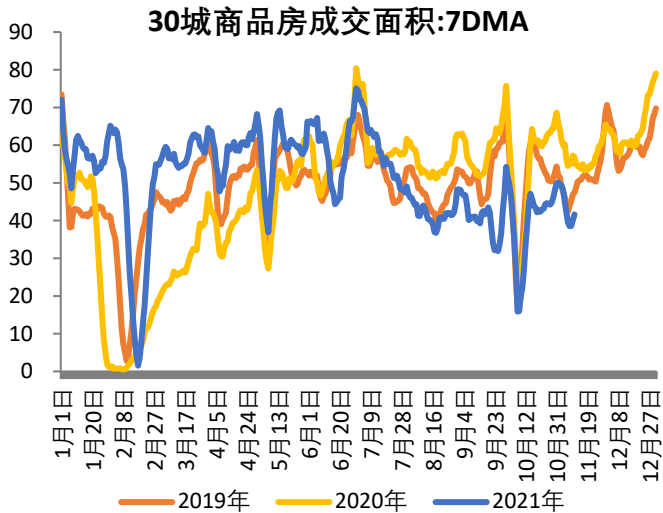
三、经济高频观察

1. 需求: 30 城销售仍然偏弱, 信贷放松对需求端的效果仍待观察

11 月至今 30 城商品房销售仍然偏弱, 1-11 日 30 城商品房销售日均成交面积 42.72 万平方米, 较 10 月年内次低位略有回升 (38.4 万平方米), 但仍处于年内低位, 同比增速仍录得-24.7%, 和上月降幅大致相当, 尤其三线城市拖累较大。

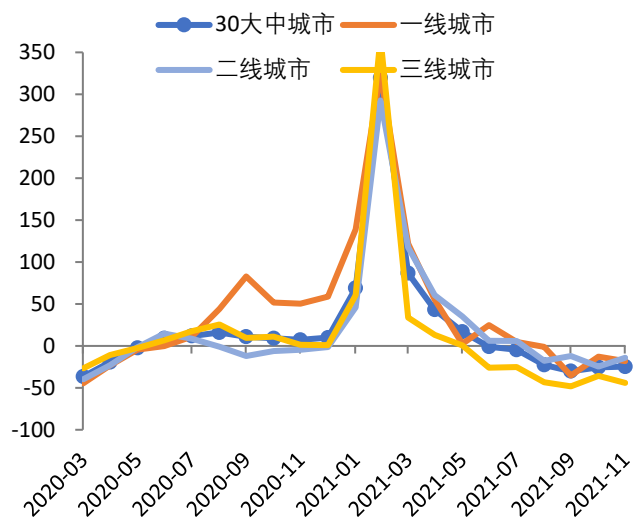
近期地产政策存在一定边际松动，主因信用风险升温下严监管的适度纠偏，地产融资端也有所恢复，银行对房企和居民端的信贷出现一定积极变化。但房地产去金融化仍是长期政策目标，地产政策预计仍将保持定力，信贷放松对于需求提振的进一步效果仍有待观察。

图 21：30 城商品房成交面积（万平方米）



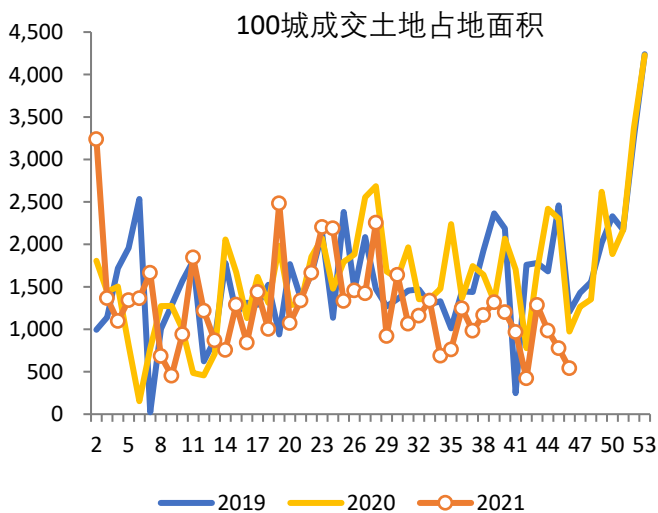
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：30 城商品房成交面积同比（%）



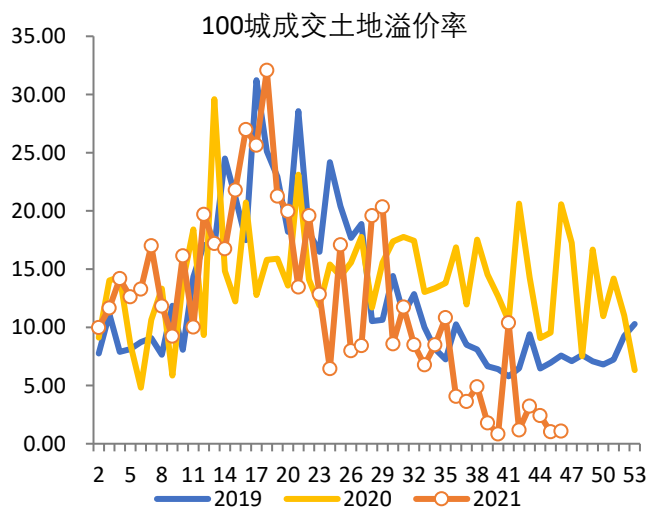
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：百城土地成交溢价率（%）



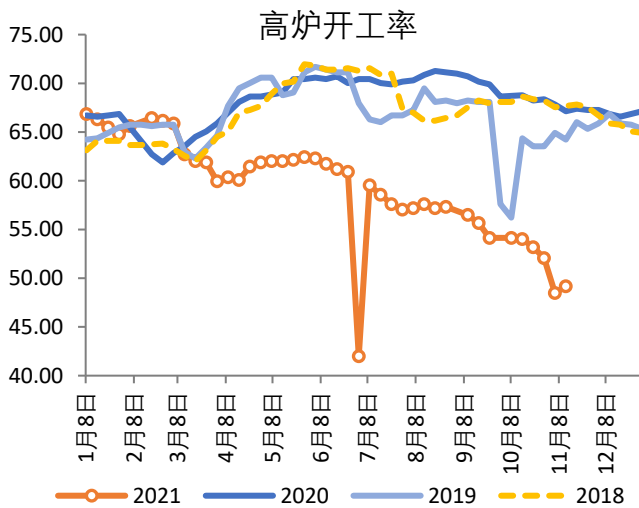
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：采暖季下环保限产制约钢厂开工，黑色系商品持续偏弱

生产端延续偏弱，采暖季来临下环保限产制约钢厂开工，全国钢厂高炉开工率降至年内低点，唐山高炉开工率和产能利用率均有明显回落，而近期电厂日耗则有所回升，汽车轮胎开工率也有小幅回升。

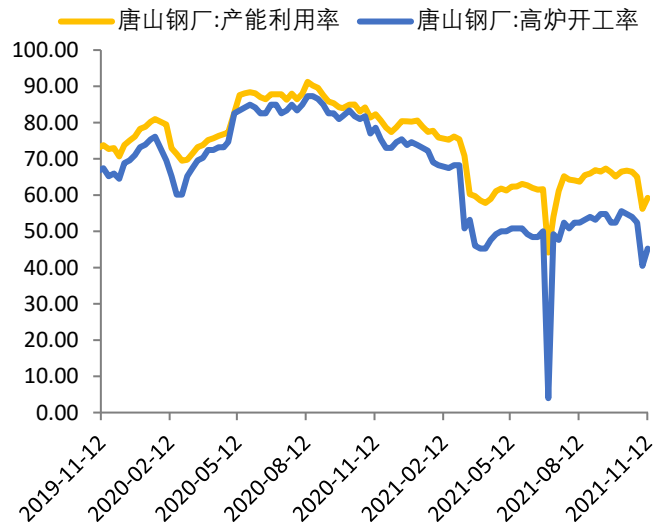
持续下跌后本周上游大宗商品开始出现止跌迹象，PVC、铜、铝价格均有小幅回升，但黑色系商品仍然偏弱，焦煤、焦炭、动力煤仍延续下行，铁矿石和螺纹钢价格也偏弱，近期钢材降速趋缓，水泥价格小幅下跌，玻璃价格止跌。

图 25：高炉开工率（%）



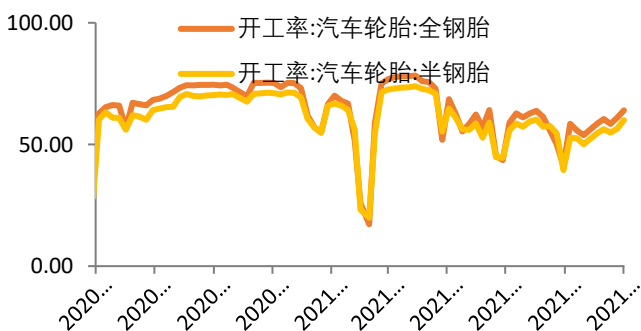
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：唐山钢厂高炉开工率（%）



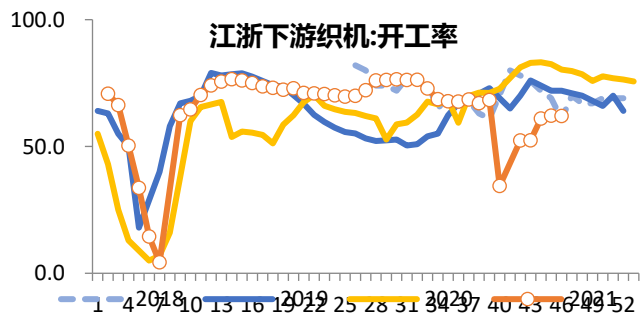
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升（%）



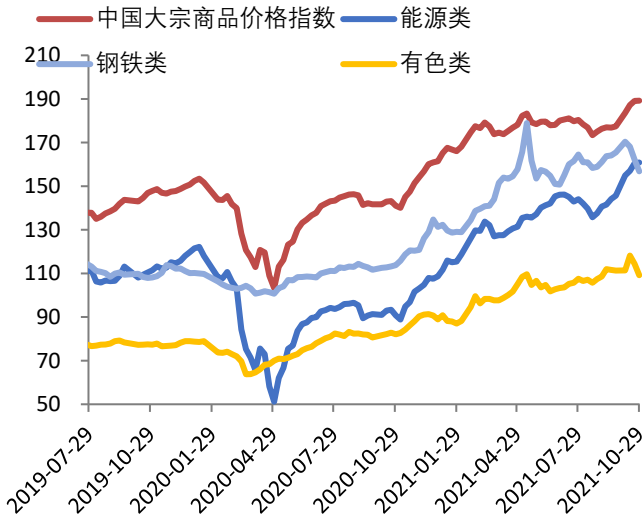
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：江浙下游织机:开工率（%）



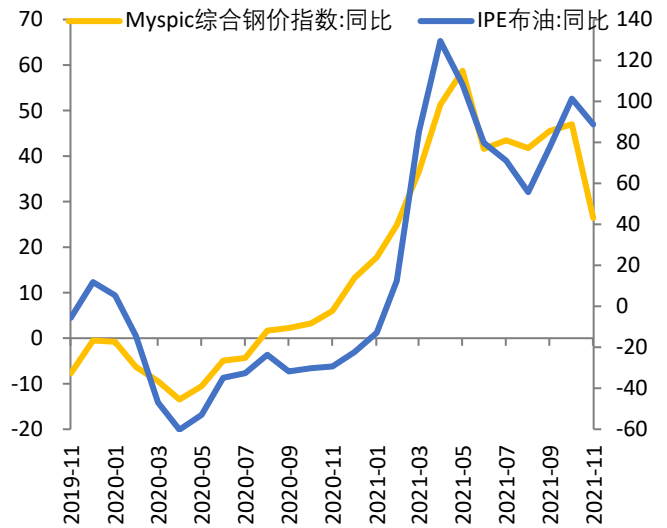
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：大宗商品价格指数



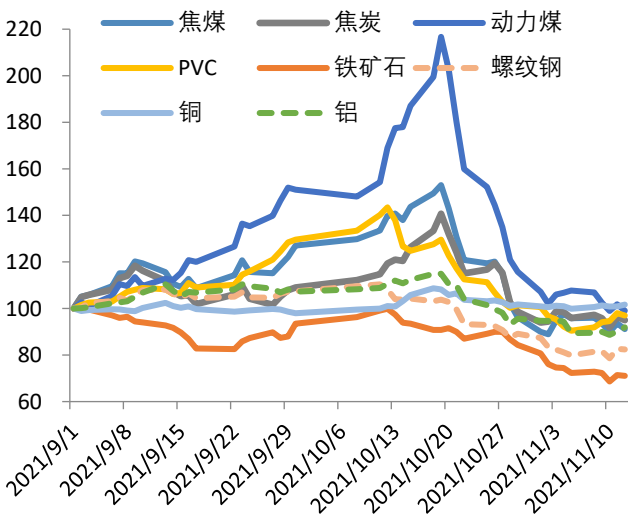
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：钢价指数&布油同比 (%)



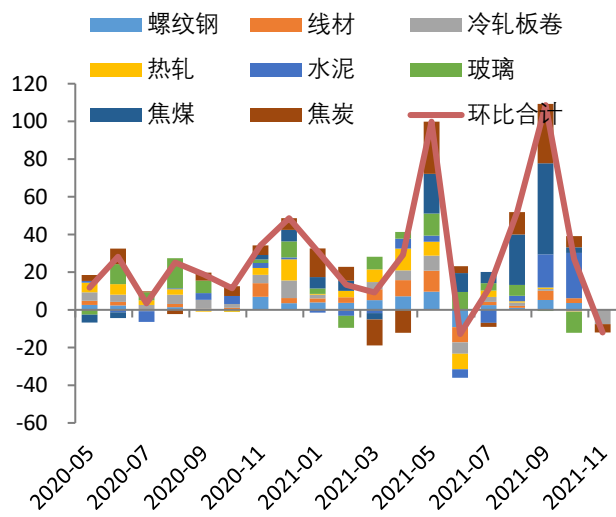
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：上游高耗能产品价格快速回落（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：工业品价格月度环比 (%)

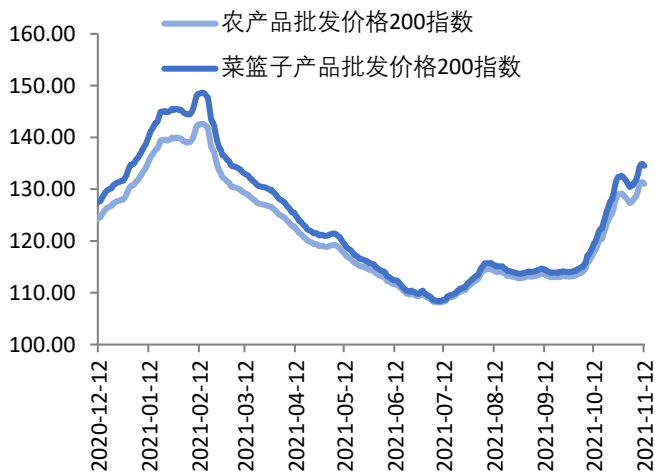


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：菜价高位小幅回落，需求季节性改善叠加收储支撑猪价反弹

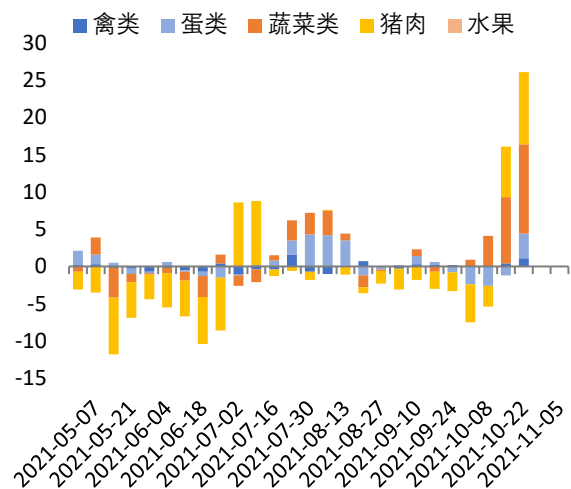
本周农产品价格指数继续上行，猪价延续反弹，猪肉需求季节性改善叠加国家收储支撑价格反弹，而涨价情绪下压栏也助推价格上涨，而蔬菜价格涨势放缓小幅回落。短期疫情叠加冷冬因素推升食品价格，但猪肉产能过剩的局面仍未改变，内需不足仍压制全面通胀风险。

图 33：农产品批发价格 200 指数



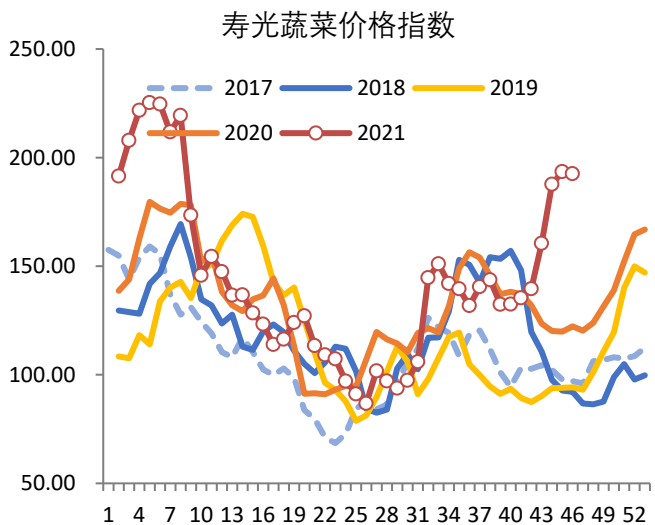
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：食用农产品价格指数:周环比 (%)



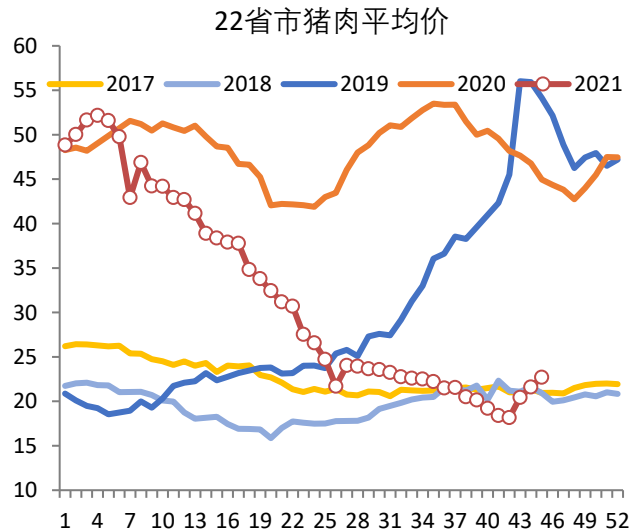
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 36：22 省市猪肉平均价（元/千克）



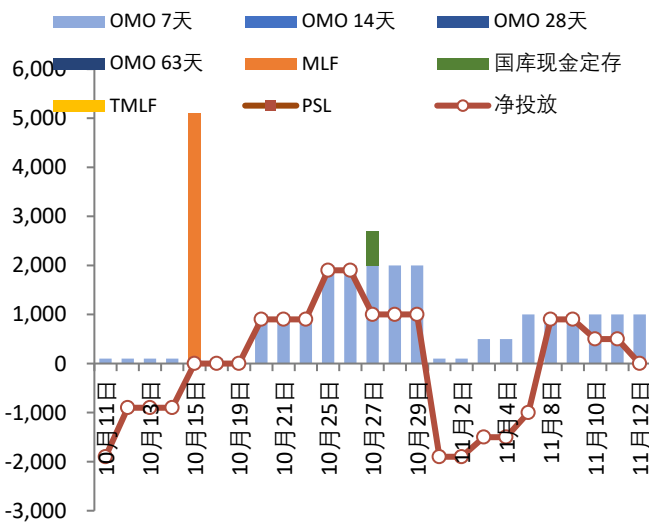
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：央行操作维持流动性呵护态度，资金面保持平稳

本周央行操作维持呵护态度，维持每日 1000 亿逆回购投放规模，月初以来央行公开市场两次加码逆回购投放稳定市场流动性，当周净投放 2800 亿元。银行间资金供求整体均衡，流动性保持平稳，随着月中缴税期临近，叠加下周 8000 亿元大额 MLF 到期以及月底 2000 亿元 MLF 到期，央行 MLF 续作将是观察央行货币政策态度的重要窗口。

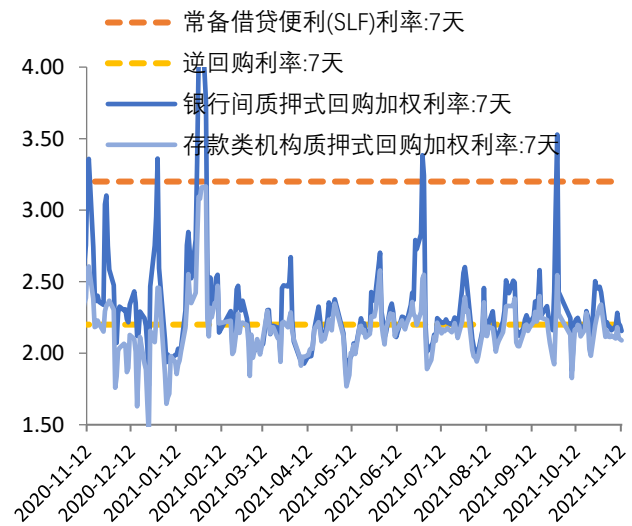
当前货币政策在经济“类滞胀”带来的两难境地下，“降准预期落空+央行逆回购积极投放”体现了央行以补缺口为主的流动性投放思路，预计后续央行仍将根据流动性形势变化精准开展操作，流动性合理充裕局面不变，货币市场利率仍将围绕央行操作利率平稳运行。

图 37：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：资金利率小幅下行（%）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 总结

资产价格方面，当前债市仍面临保供政策成效+地产信贷政策小幅放松、社融增速企稳预期+利率债供给小高峰的扰动，尤其是在基数回落+财政后置+结构性宽信用政策下，社融企稳的积极因素增多，近期房地产政策边际松动预期也助推市场宽信用情绪，在经济基本面担忧加剧支撑近期债市走强后，长端收益率短期面临一定调整风险。不过“货币政策以稳为主+经济动能趋弱”对债市仍形成支撑，长端利率中长期下行趋势仍在，利率并不存在大幅回调的风险，预计 2.95%-3.0% 一线仍是长端收益率上行约束，维持债市调整就是机会的判断。同时在房地产风险仍在发酵的背景下，资金面预计将保持稳定偏松概率，近期央行加量积极操作也显示流动性呵护态度，短端收益率或保持相对稳定，收益率曲线趋陡。

股市方面，短期市场宽信用预期对股市形成正面提振，但信用易稳难宽，M1 增速持续下行下实体流动性仍然偏弱，叠加经济下行压力弱化股市业绩预期，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会，股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解。

五、 风险提示

通胀持续超预期，货币政策变化超预期

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/>