



2023年2月12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



经济进入疫后修复的早期阶段

内容提要

国内进入疫后复苏期，出行和消费持续恢复，1月信贷实现开门红，但节后复工节奏表现分化，地产成交改善仍未有明显启动，市场对后续复苏斜率仍存在疑虑，尤其是对伴随就业收入恢复、不确定性降低以及信心恢复的内需修复仍存在较大分歧。经济修复方向不变但斜率预期有所降温，前期市场的乐观预期存在一定修正需求，上周资本市场整体呈现波动加大的格局，股市震荡调整，债市小幅上涨，前期过于乐观的工业品价格也面临一定回调压力。

从国内经济修复情况来看，强政策驱动叠加疫后经济活动修复，信贷数据实现开门红，1月企业中长贷大幅多增并创历史最高水平，企业融资需求逐步回暖；同时价格方面也显现出经济重启对于核心通胀的拉动，出行、文娱和服务消费价格恢复较快。但同时，一方面，居民端矛盾仍然突出，居民和企业贷款分化加大，居民提前还贷和贷少存多问题仍未缓解；另一方面，通胀呈现非广泛式上涨，具有收入效应和顺周期特点的价格回升仍然偏慢，经济复苏尚处疫后修复的早期阶段。

从高频数据看，1) 节后主要城市经济活动延续修复趋势，主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数均升至往年较高水平，居民活动恢复至疫情前相当水平；2) 节后30城商品房销售回升仍明显慢于往年；3) 生产端节后缓慢推进复产；4) 工业品价格整体仍偏震荡，国内外主要宏观线索主导价格走势；5) 农产品价格季节性回落，猪肉价格跌至一级预警区间。

总的来看，经济进入疫后修复的早期阶段，预计在强政策驱动叠加节后开工旺季信贷需求的回暖下，信贷有望维持同比多增局面，但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性及地产相关信贷的变化。而由于市场此前预期较为充分，1月信贷开门红数据并没有对资产价格形成明显影响，从经验来看，1-2月合并数据更具意义。近期市场对经济修复方向不变但斜率预期有所降温，股市方面仍面临经济数据好转待验证、缺乏增量资金的问题，叠加海外软着陆预期和紧缩超预期风险的角力，短期或仍偏震荡。而债市方面，短期影响利率运行的主线宏观逻辑都无法证实或证伪，债市或进入一段方向性不强的时段，仍未摆脱震荡走势。

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、经济复苏进入疫后修复的早期阶段

● 强政策驱动叠加疫情高峰回落，1月信贷开门红

央行公布 2023 年 1 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 49000 亿元，市场预期 40800 亿元，前值 14000 亿元。
- (2) 社会融资规模 59800 亿元，市场预期 54000 亿元，前值 13058 亿元。
- (3) M2 同比 12.6%，市场预期 11.5%，前值 11.8%；M1 同比 6.7%，前值 3.7%；M0 同比 7.9%。

1 月金融数据实现开门红，一方面源于疫情影响减弱后经济修复斜率加快的支撑，企业融资需求回暖，同时年初稳增长政策力度偏强，政策动员下银行靠前发力，国有银行和股份行发挥“头雁效应”也支撑信贷加快投放。整体看，新增信贷超预期且结构不差，但居民和企业贷款分化较大，居民提前还贷和贷少存多问题仍未缓解。

强政策驱动下基建制造业发力，1 月企业中长贷同比多增 1.4 万亿，创历史最高水平。而 1 月居民中长贷同比拖累再度扩大，1 月仅新增 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，主因地产销售未见好转，存量贷款利率与新房贷款利率倒挂下居民提前还贷也在加剧。居民储蓄存款 1 月同比多增 7900 亿，贷少存多问题仍未缓解。

而一方面企业债发行遇冷，受到春节影响发行审核节奏以及利率走高转向信贷融资影响，另一方面政府债发行与去年节奏错位，1 月社融同比略有少增，增速有所下滑。不过预计后续在基建重大项目开工支撑下，地方债发行有望加快，预计全年社融增速稳中有升。

往后看，政策强驱动仍将持续，央行明确靠前发力，今年银行信贷预计额度超去年且节奏前置，叠加银行“早投放早收益”的原则，信贷投放仍将维持较强力度。而从需求端来看，疫情影响减弱后经济进入疫后脉冲式修复阶段，企业预期改善下提振信贷需求的逐步回暖，不过居民端矛盾仍然突出，居民融资需求仍待改善。预计在强政策驱动叠加节后开工旺季信贷需求的回暖下，信贷有望维持同比多增局面，但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将

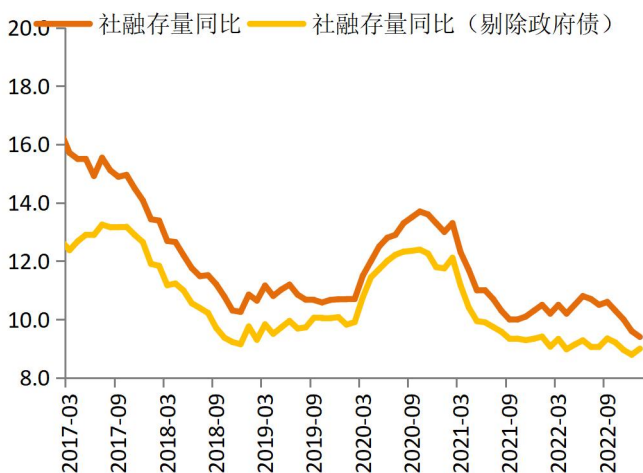
持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性及其地产相关信贷的变化。

图 1：社融信贷分项（亿元，%）

| | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 | 22-08 | 22-07 | 22-06 | 22-05 | 22-04 |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 当月新增社融 | 59800 | 13058 | 19837 | 9134 | 35411 | 24712 | 7785 | 51926 | 28415 | 9327 |
| 新增人民币贷款 | 49000 | 14000 | 12100 | 6152 | 24700 | 12500 | 6790 | 28100 | 18900 | 6454 |
| 社融存量同比 (%) | 9.4 | 9.6 | 10.0 | 10.3 | 10.6 | 10.5 | 10.7 | 10.8 | 10.5 | 10.2 |
| (当月同比变化) | | | | | | | | | | |
| 社会融资规模 | -1950 | -10624 | -6146 | -7042 | 6385 | -5181 | -2967 | 14909 | 8893 | -9243 |
| 新增人民币贷款 | 7312 | 4051 | -1573 | -3321 | 7931 | 631 | -4303 | 7358 | 3936 | -9224 |
| 居民贷款 | -5858 | -1963 | -4710 | -4827 | -1383 | -1175 | -2842 | -203 | -3344 | -7453 |
| 居民短贷 | -665 | -270 | -992 | -938 | -181 | 426 | -354 | 782 | 34 | -2221 |
| 居民中长贷 | -5193 | -1693 | -3718 | -3889 | -1211 | -1601 | -2488 | -989 | -3379 | -5232 |
| 企业短贷 | 5000 | 638 | -651 | -1555 | 4741 | 1028 | -969 | 3815 | 3286 | 199 |
| 企业中长贷 | 14000 | 8717 | 3950 | 2433 | 6540 | 2138 | -1478 | 6130 | -977 | -3953 |
| 票据融资 | -5915 | -2941 | -56 | 745 | -2180 | -1222 | 1365 | -1951 | 5591 | 2437 |
| 委托贷款 | 156 | 315 | -123 | 643 | 1530 | 1578 | 240 | 94 | 276 | 211 |
| 信托贷款 | 618 | 3789 | 1825 | 1000 | 1907 | 890 | 1173 | 218 | 676 | 713 |
| 未贴现票据 | -1770 | 865 | 574 | -1270 | 118 | 3359 | -428 | 1287 | -142 | -405 |
| 企业债券融资 | -4343 | -7054 | -3402 | 152 | -792 | -3137 | -2131 | -1581 | 1443 | 28 |
| 政府债券 | -1886 | -8865 | -1638 | -3376 | -2533 | -6693 | 2178 | 8708 | 3881 | 173 |

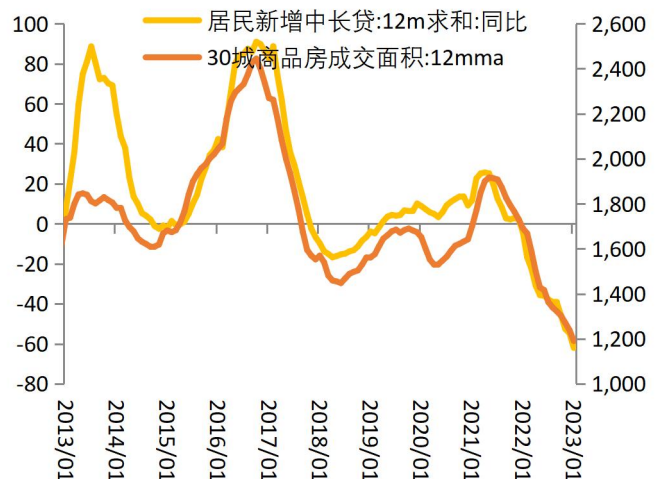
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速回落 (%)



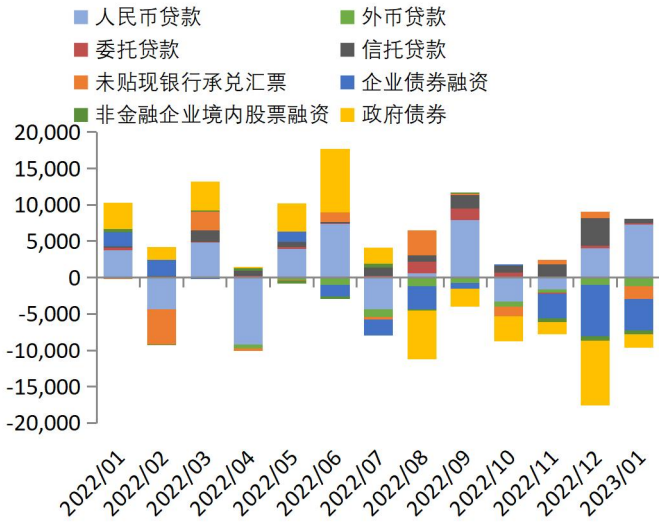
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民贷款仍然是拖累 (%)，万平方米



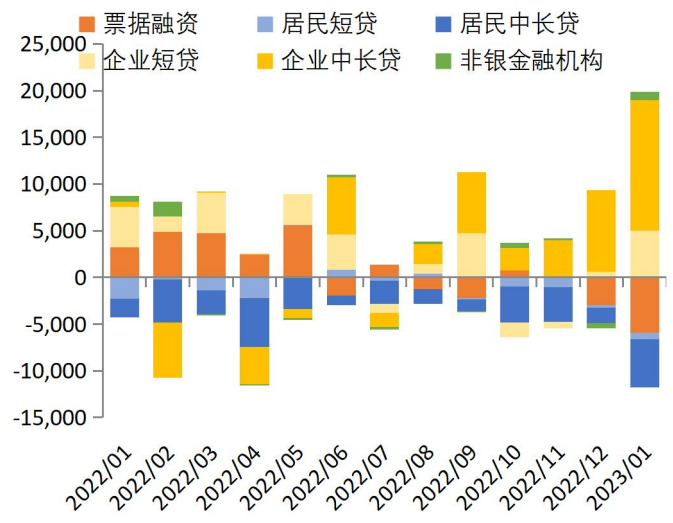
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项当月同比增量（亿元）



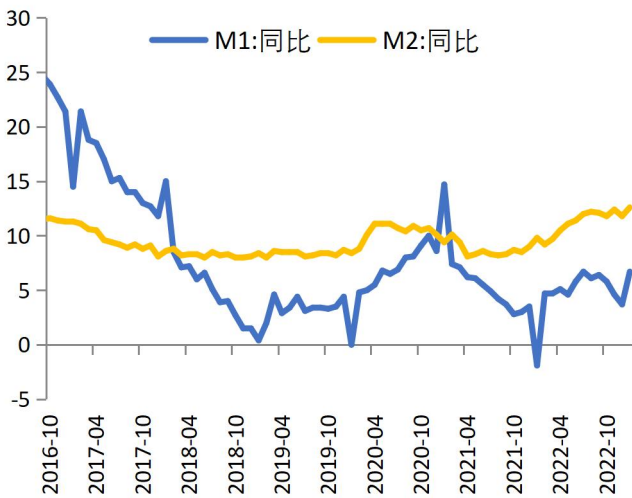
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：贷款分项当月同比增量（亿元）



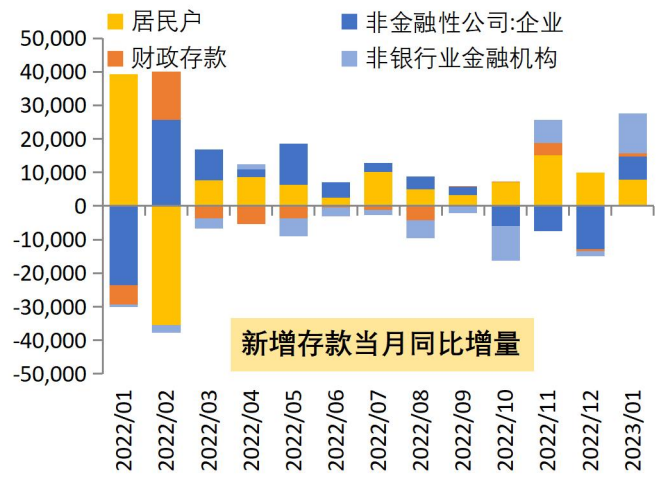
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1 增速回升（%）



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

● 经济重启拉动核心通胀回升，但通胀呈现非广泛式上涨

中国 1 月 CPI 同比涨 2.1%，预期涨 2.3%，前值涨 1.8%。中国 1 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.5%，前值降 0.7%。核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅扩大 0.3 个百分点。

1月CPI食品和非食品价格同步上行，分别受到春节等季节性因素、以及疫情防控优化后出行和娱乐消费需求回升的影响。不过1月整体CPI涨幅低于预期，八大项中仅教育文化和娱乐项环比高于季节性表现，通胀并非呈现出广泛式的上涨，经济重启继续拉动核心通胀回升，但仍不及历史春节季节性。而随着疫情防控政策优化调整，出行和文娱消费需求大幅增加，同时服务价格上涨超预期反映疫情约束减弱后服务需求增加，与春节期间线下旅游和服务消费的较快恢复保持较强的一致性。

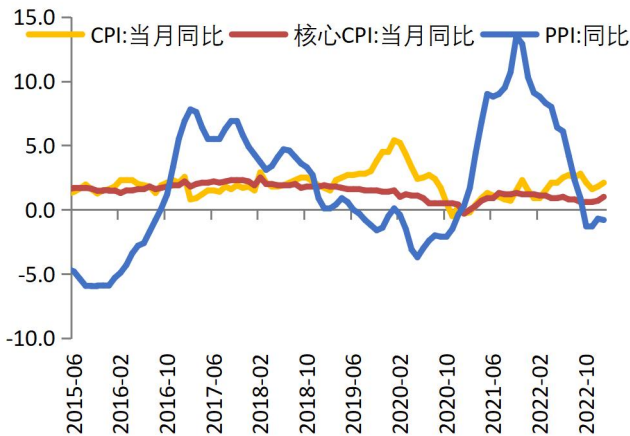
其中食品价格上涨6.2%，涨幅比上月扩大1.4个百分点，春节因素下鲜菜、鲜果、水产品价格上涨加快，不过生猪受制于供给持续增加的影响，同比涨幅继续快速回落。非食品价格1月同比1.2%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，服务和消费品同比涨幅均有所加快。随着疫情防控政策优化调整，出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格继续维持环比较快上涨。同时受节前务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨。

而受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响，工业品价格整体继续下降，PPI同比降幅小幅扩大。从工业品价格来看，1月石油及相关行业价格跌幅较大，而国内需求主导的黑色系商品则上涨较快，受益于国内地产和基建较强的开工预期，有色金属在低库存和内需修复的支撑下同样涨幅居前。

总的来看，1月通胀数据反映经济重启对于出行、文娱和服务消费价格的拉动，核心通胀回升但不及往年春节季节性，经济复苏尚处疫后修复的早期阶段，非广泛式上涨的通胀结构下，通胀存在上行压力但整体可控。预计上半年CPI同比以温和震荡上行为主，核心通胀渐进走高但具有收入效应和顺周期特点的价格回升仍然偏慢。而下半年随着就业和收入改善后，届时需关注广泛性的价格上涨，货币政策或存在中性回归的压力。

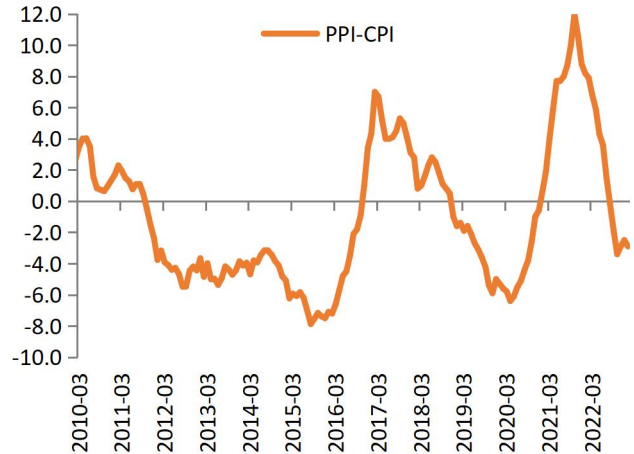
PPI方面，上半年高基数下预计同比增速仍将逐月回落、继续处于通缩区间，预计4-5月PPI将进入底部区域。而随着内需修复+外需走弱，下半年PPI同比大概率逐步底部回升，且国内经济重启及政策支撑内需恢复下，黑色有色建材仍有走强压力，而叠加海外经济衰退压力下原油或以震荡为主。整体看全年PPI压力不大，关注欧美软着陆预期可能带来的大宗商品价格支撑力量。

图 8: CPI VS PPI (%)



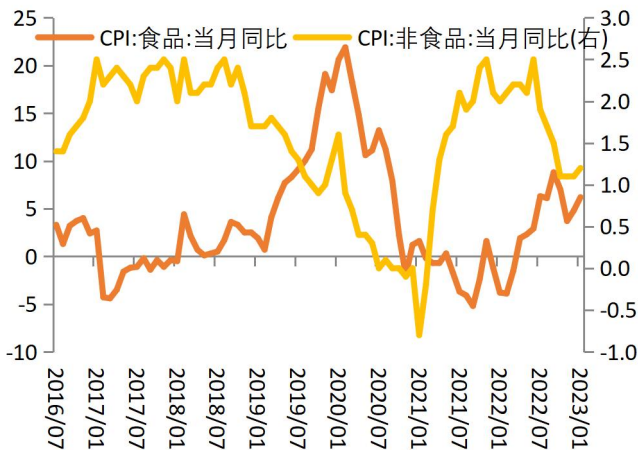
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PPI-CPI 剪刀差 (%)



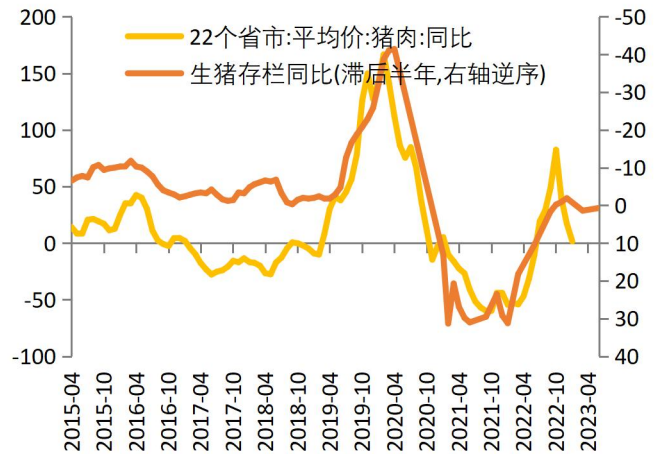
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 食品和非食品价格同步上行 (%)



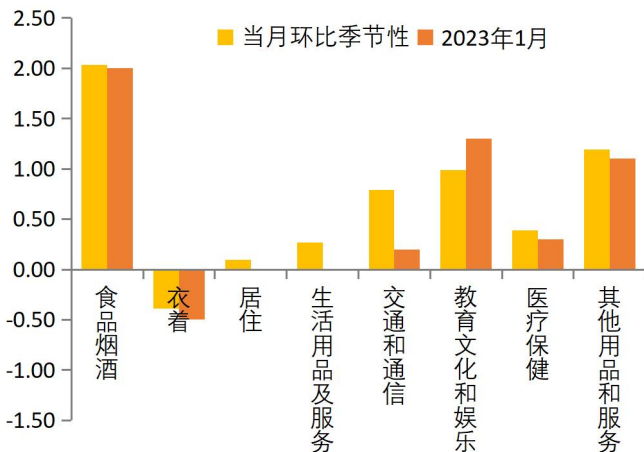
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 猪肉价格和生猪存栏 (%)



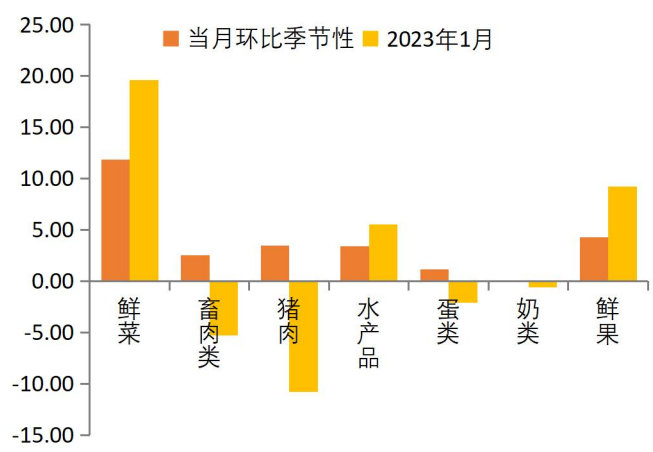
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: CPI 分项环比季节性 (%)



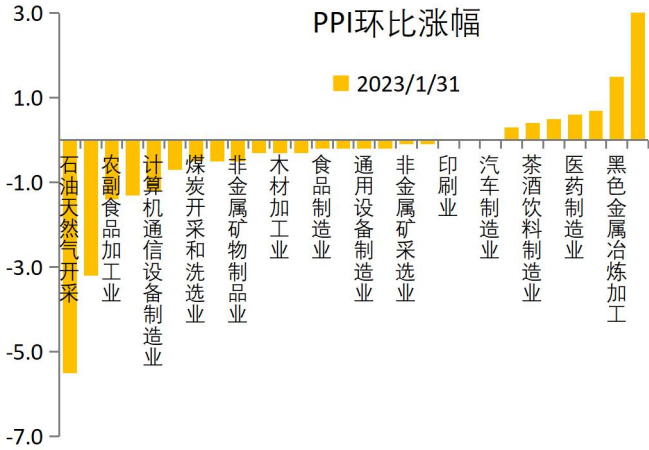
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 食品分项环比季节性 (%)



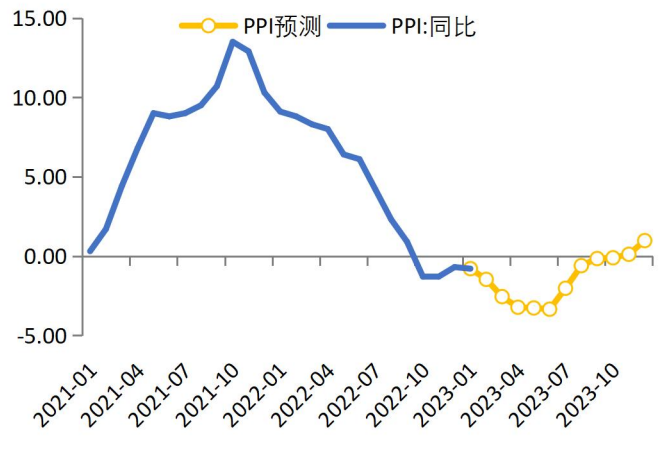
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 石油及相关行业价格跌幅居前 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: PPI 预计到年中持续通缩区间 (%)

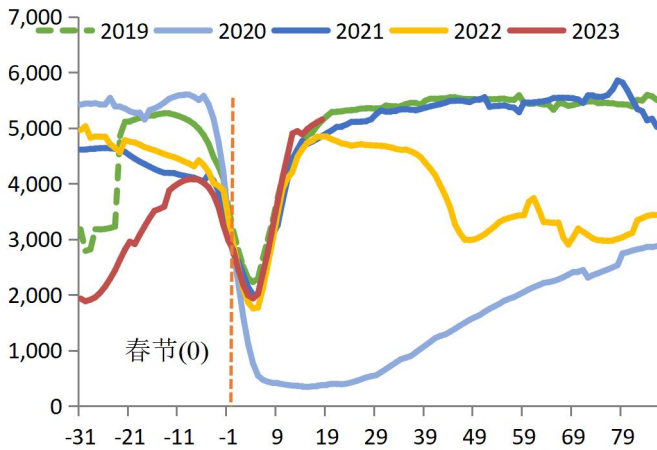


资料来源: Wind, 优财研究院

● 经济进入疫后修复早期阶段

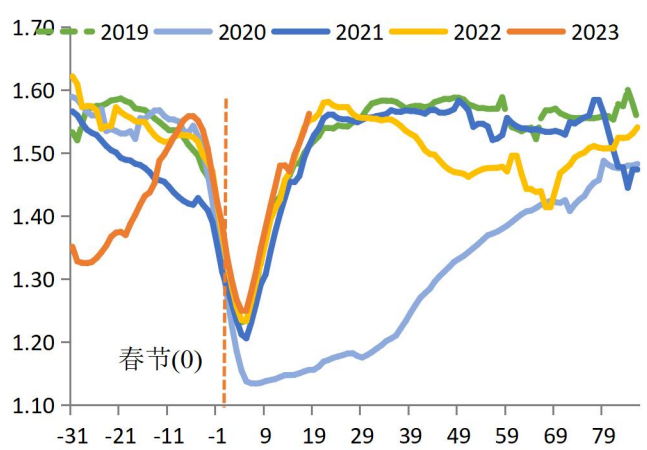
节后主要城市经济活动延续修复趋势，主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数均升至往年较高水平，居民活动恢复至疫情前相当水平。不过节后 30 城商品房销售回升仍明显慢于往年，在经济进入疫后修复早期阶段后，积压需求和场景修复带来一波修复力量，但内需回升的力量仍存在一定不确定性，地产销售仍面临压力。需要重点关注后续内需恢复动能及 3 月窗口期政策发力的节奏。

图 16: 10 个主要城市地铁客运量 (万人次)



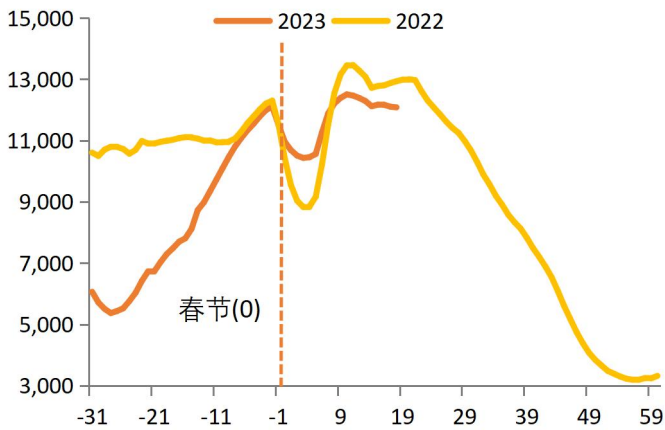
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 全国拥堵延时指数



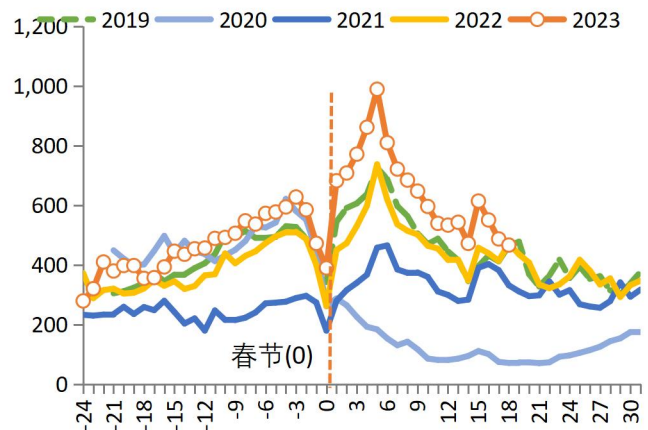
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 国内执行航班(不含港澳台)(架次)



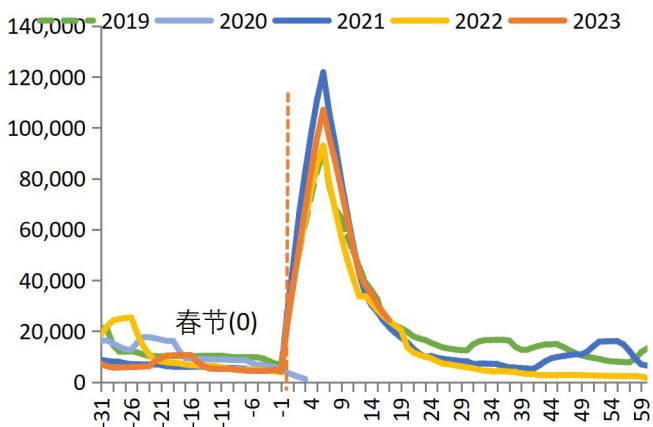
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 百度全国迁徙规模指数



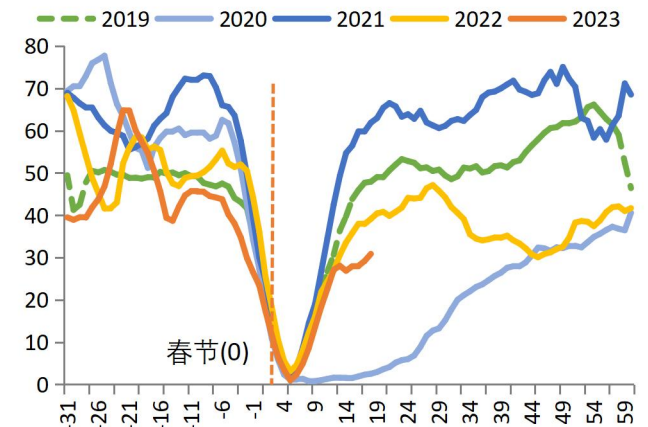
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 当日电影票房:全国:7DMA(万元)



资料来源: Wind, 优财研究院

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

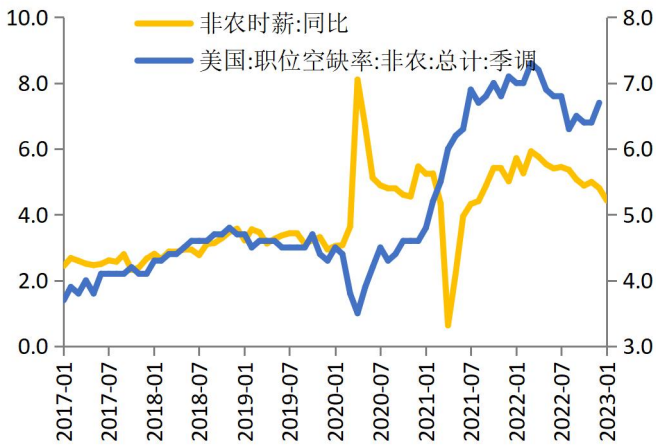
二、海外经济跟踪

美国 1 月新增非农大超预期 (+51.7 万人)，失业率创 53 年新低 (3.4%)。美国 1 月非农大超预期主要受到统计口径调整，基准数据上修等因素的扰动，其中服务业就业是拉动 1 月非农新增的主力，休闲酒店贡献最大，表明服务业复苏仍在延续。供需错配状况改善下薪资增速环比回落，不过低收入行业仍有缺口，职位空缺再度回升，劳动力市场韧性隐忧犹在。

从联储近期表态来看，美联储主席鲍威尔表示通胀已经开始缓解，同时并未展现更鹰派的姿态。美联储主席鲍威尔表示，通胀下降过程已开始，还在早期，限制性利率必须保持些时间；就业超预期强劲可以解释为何联储觉得降低通胀需要很长时间，若就业继续强劲，很可能必须有更多行动，加息可能超出市场定价水平。此外，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利稍早表示，基准利率可能会从目前 4.5%-4.75%的目标区间升至 5.4%。

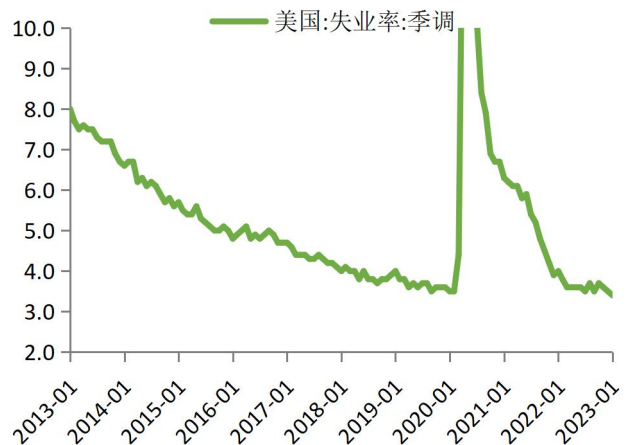
近期欧美经济呈现一定韧性，市场软着陆预期上升，但同时就业数据支撑软着陆的同时，也增加联储排除“工资通胀螺旋”的难度，对应紧缩超预期的风险亦有上行，资产价格波动加大。

图 22：薪资增速放缓 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：失业率保持低位 (%)



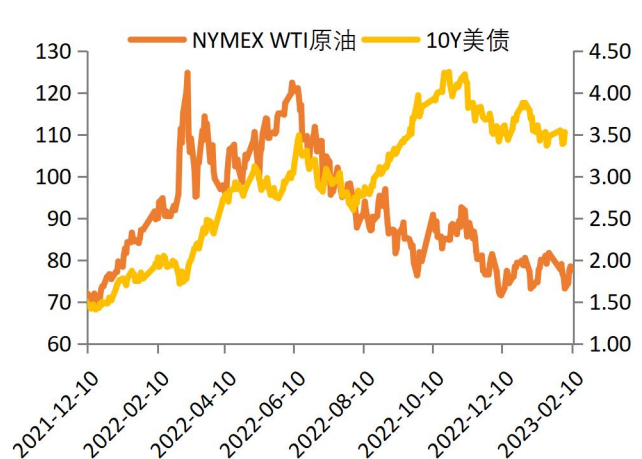
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：美欧差值 VS 美元指数



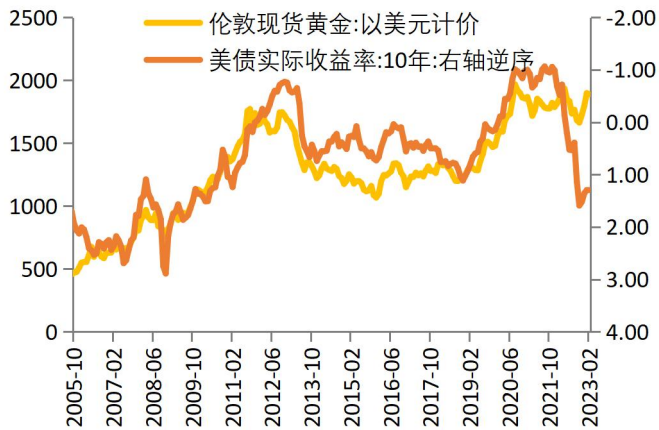
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



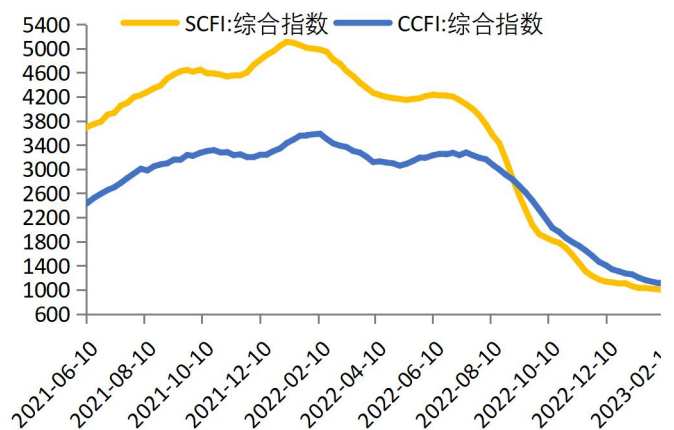
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 运价指数



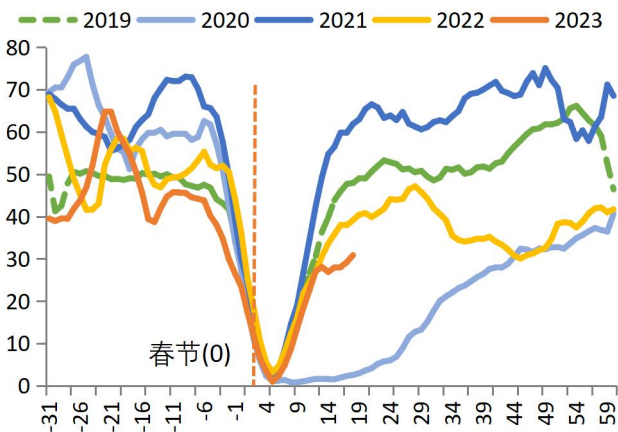
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求: 节后 30 城商品房销售回升仍明显慢于往年

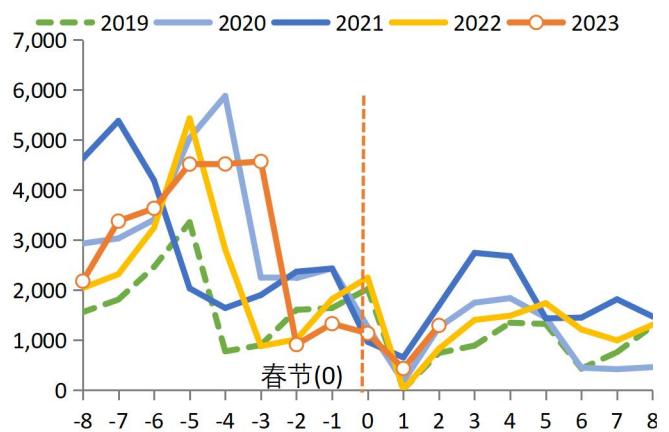
2 月以来 30 城商品房成交面积逐渐回升, 截至 2 月 9 日, 30 大中城市商品房月内日均销售面积为 31.28 万平方米, 较 1 月环比小幅回升, 同比增速也有明显回升, 录得 2.26%, (1 月为 28.08 万平方米, -40%)。但与往年春节节后相比, 30 城商品房销售回升仍然偏慢, 仍明显弱于往年节后恢复情况, 地产销售仍面临一定压力, 后续需要重点关注内需恢复动能及 3 月窗口期政策发力的情况。

图 28: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



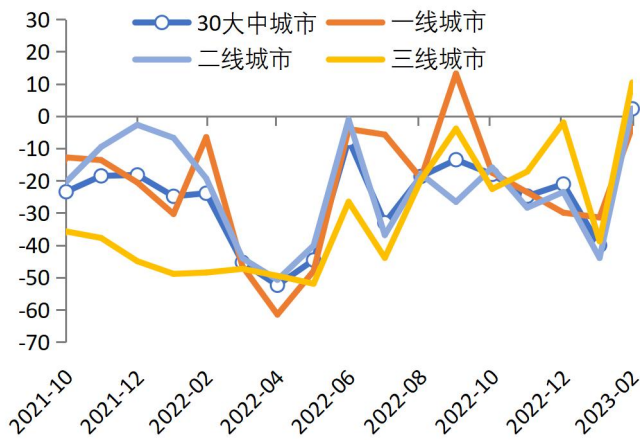
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 百城土地成交面积 (万平方米)



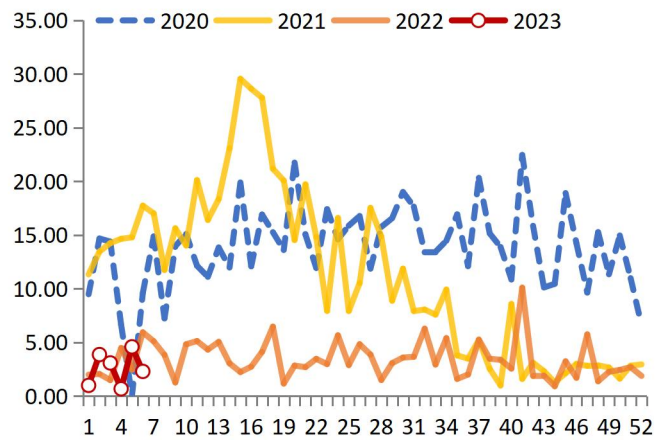
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 30 城商品房成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 百城土地成交溢价率 (%)

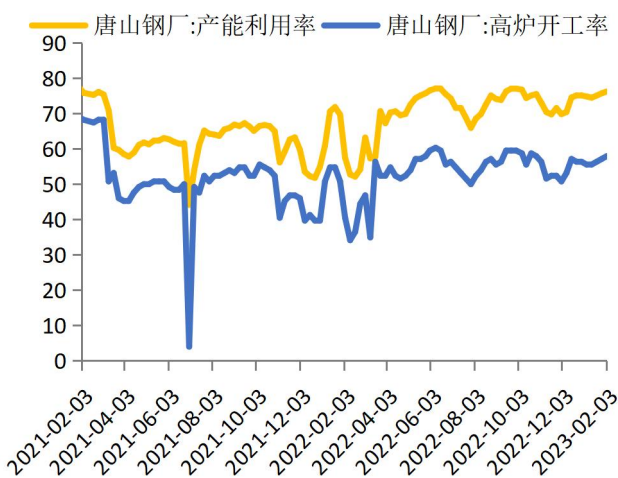


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产：生产端节后缓慢推进复产

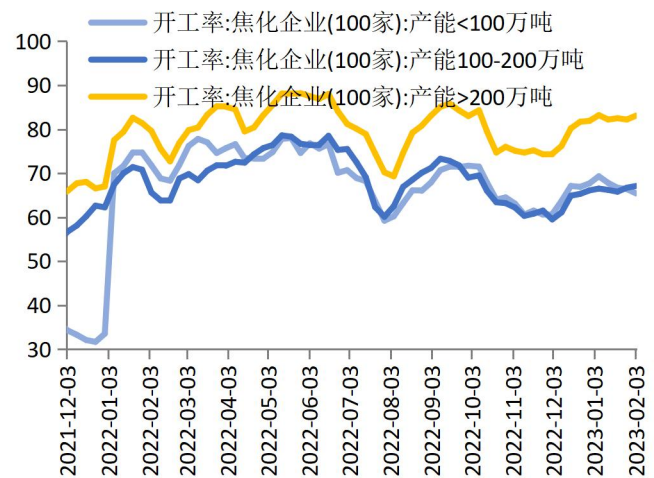
生产端节后延续缓慢推进复产的节奏。上周高炉开工率缓慢回升，轮胎开工率则显著回升，各轮胎企业按计划复工复产，部分企业已提升至常规水平，江浙地区涤纶长丝开工率小幅回升。而从建筑行业高频指标来看，石油沥青装置开工率和全国水泥发运率仍处在偏低水平，节后建筑业开工和施工节奏仍然偏慢。

图 32: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



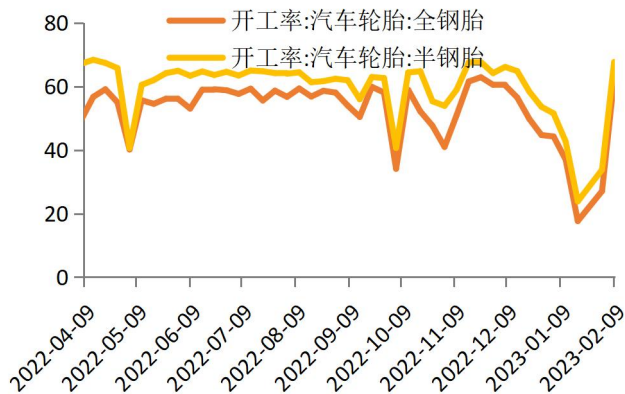
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 焦化企业开工率 (%)



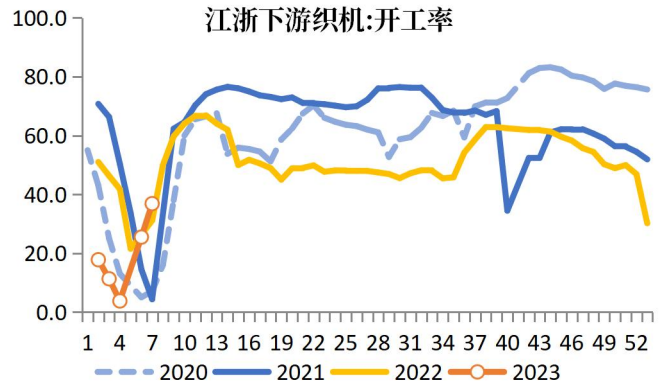
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 汽车全钢胎和半钢胎开工率 (%)



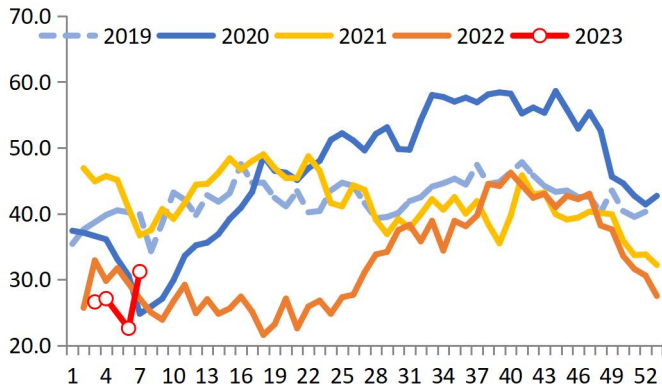
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 江浙下游织机开工率 (%)



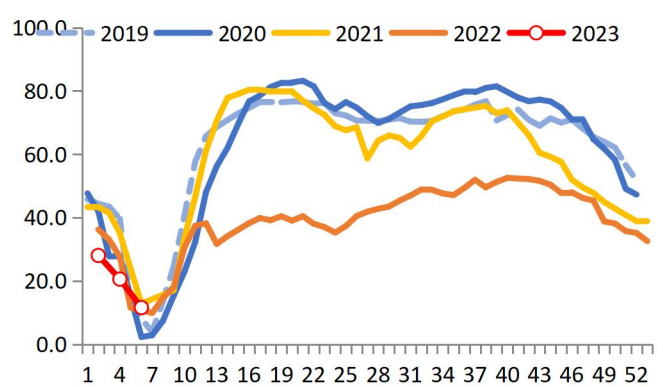
资料来源: Wind, 优财研究院

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: 工业品价格整体仍偏震荡, 国内外主要宏观线索主导价格走势

上周黑色系在调整后迎来一定反弹行情, 宏观驱动仍然偏强, 尤其是受钢厂铁元素低库存支撑的铁矿价格相对偏强, 后续下游需求恢复成色将进入验证期; 铜铝价格有所下跌, 尤其是铝价受到铝加工企业复工进度加快的影响。

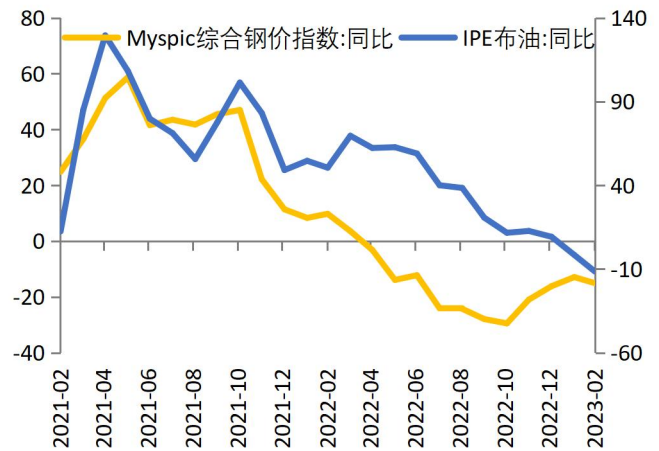
而海外方面, 美联储主席鲍威尔表示通胀已经开始缓解, 缓解了市场对于未来加息的担忧, 且土耳其地震后主要石油出口码头关闭引发供应短缺担忧, 地震事件影响以及宏观避险情绪缓和下, 油价上周低位反弹。预计原油价格在中国需求预期转好和海外衰退预期的权衡下, 仍将呈现宽幅震荡。

图 38: 大宗商品价格指数



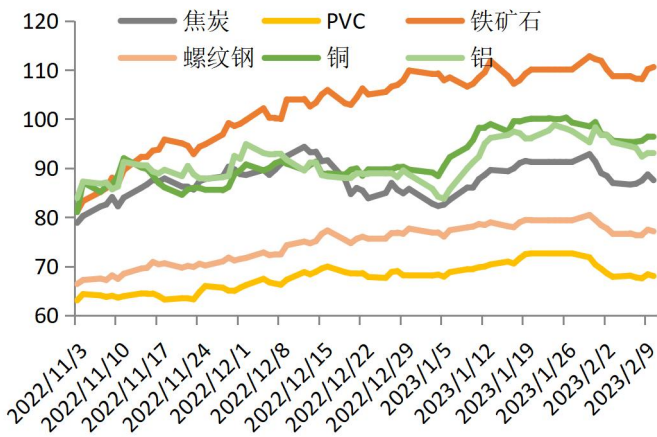
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 钢价指数&布油同比 (%)



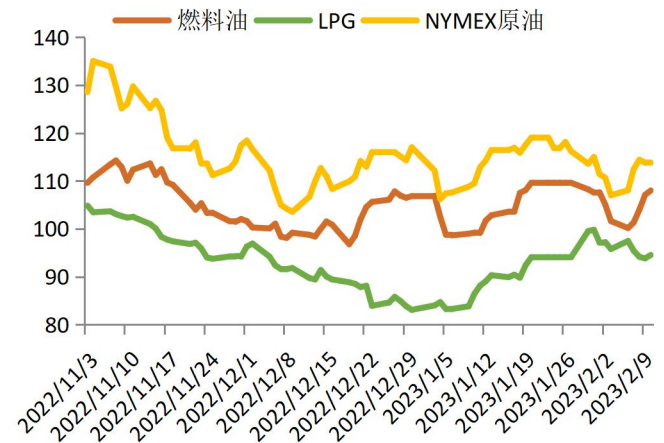
资料来源: Wind, 优财研究院

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)

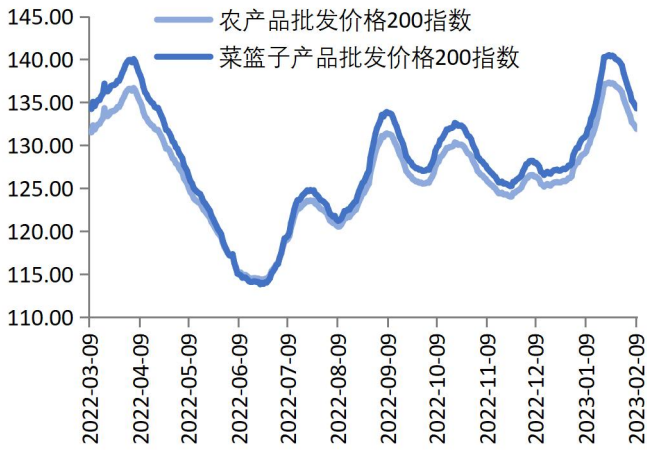


资料来源: Wind, 优财研究院

4. 通胀: 农产品价格季节性回落, 猪肉价格跌至一级预警区间

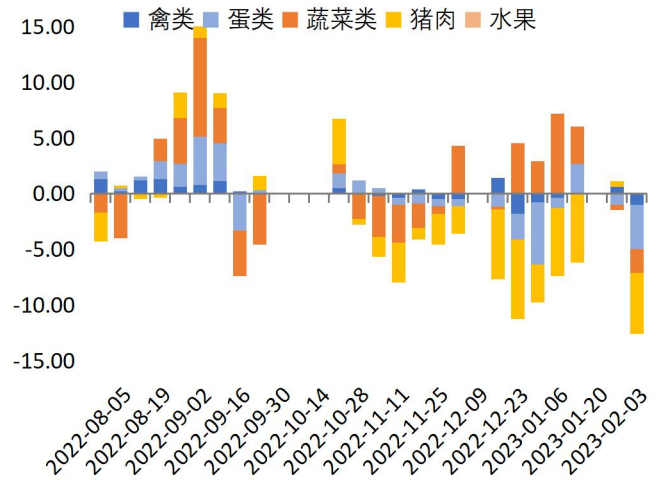
2月7日, 猪肉平均批发价为21.6元/公斤, 较1月31日下跌4.5%。据发改委监测, 1月30日~2月3日当周全国平均猪粮比价为4.96:1, 进入过度下跌一级预警区间, 发改委表示将会同有关部门启动中央冻猪肉储备收储工作, 并指导各地同步收储。

图 42: 农产品批发价格 200 指数



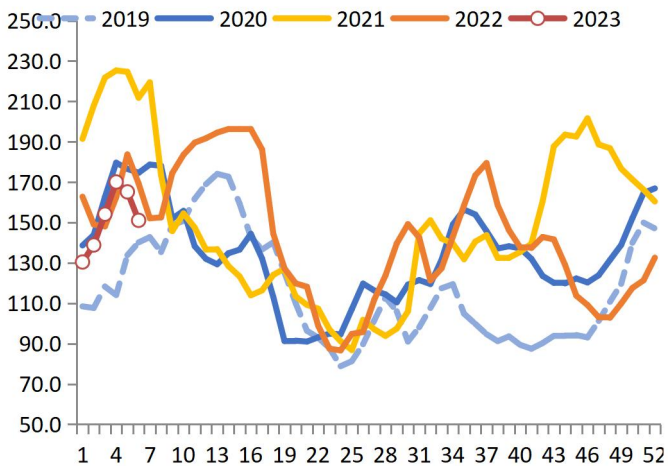
资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



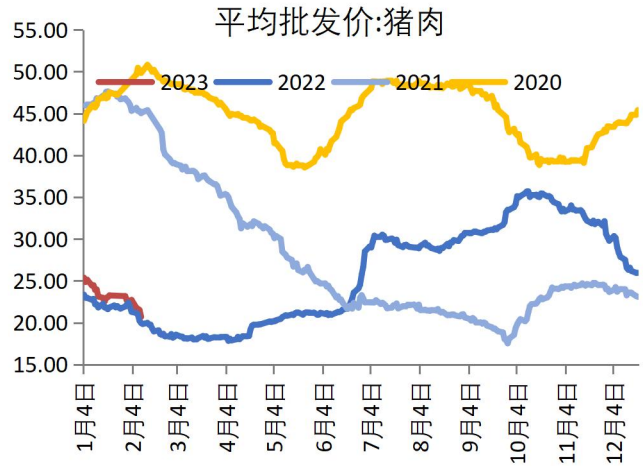
资料来源: Wind, 优财研究院

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/>