

2022 年 11 月 13 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



## 宏观主要线索发生边际变化

### 内容提要

上周宏观关注重点在于国内宏观数据公布、疫情防控政策、以及海外美联储加息节奏的变化，当前几大宏观主要线索均发生边际变化：

1) 国内疫情防控优化提振市场信心，助力经济基本面复苏和消费回暖。政治局常委会会议研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，在动态清零总方针不动摇下，强调科学和精准的政策优化，主要包括“取消次密接”、“密接隔离期 7+3 改成 5+3”、“取消中风险地区”、“高风险区外溢人员 7 天集中隔离改为 7 天居家隔离”以及“成立整治层层加码工作专班”等等。

2) 房地产政策加码或实现量变到质变的转变，央行民企融资“第二支箭”及房地产政策放松预期，地产行业或逐渐筑底。11 月 8 日，中国银行间交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，也即“第二支箭”，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。同时有消息称金融 16 条措施支持房地产市场平稳健康发展，保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置等。

3) 核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，美国 10 月 CPI 不及预期，市场预期美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，外部流动性收紧压力减轻。根据 CME 数据，当前市场定价 12 月加息 50bp 的概率已经超过 80%，终端利率将升至 4.75~5%（此前为 5~5.25%）。

几大宏观主线的边际改善无疑提振市场预期和风险偏好，风险资产有望受益于三重逻辑改善的共振，而在“扩内需”是主要政策方向下，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。需要注意的是，当前国内疫情仍处在上升阶段，随着防控政策的边际放松，国内疫情仍存在较高的不确定性，居民生活半径或仍存在明显约束，后续预期向现实的传导仍是关键。

当前经济基本面的现实仍然偏弱，外需呈现加快下滑的态势，10 月出口进入负增长，扩内需仍是政策方向，防疫政策有望优化下对未来消费存在支撑，国内通胀放缓叠加社融反复走弱打开信贷和金融政策空间。尽管月初以来央行持续回笼资金，但经济修复仍然缓慢下货币政策并不存在收紧基本，宽松方向下降准降息以及 LPR 调降仍可期待。

### 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、 外需下滑下，国内经济扩内需仍是关键

### ● 信贷小月金融数据弱于预期，政策驱动仍然强于内生动力

央行公布 2022 年 10 月金融数据：

(1) 新增人民币贷款 6152 亿元，市场预期 8242 亿元，前值 24700 亿元。

(2) 社会融资规模 9079 亿元，市场预期 16500 亿元，前值 35271 亿元。

(3) M2 同比 11.8%，市场预期 12.0%，前值 12.1%；M1 同比 5.8%，前值 6.4%；M0 同比 14.3%。

本次数据公布之前，市场对于 10 月金融数据预期本也不乐观，一是，10 月历来是信贷社融的“小月”，9 月末考核压力下银行加强了信贷投放，对 10 月信贷需求明显透支，存在较强的季节性，而且银行也希望为明年留有空间。二是，10 月疫情反复，实体融资需求受到经济活动放缓的拖累，10 月底票据利率一度走低，已经预示信贷需求可能一般。

不过实际数据表现比市场预期更弱，10 月金融数据总量结束连续两个月的改善趋势，信贷结构延续 8-9 月“政策驱动强+内生动能弱”的特征，10 月企业偏强，居民更弱，票据再次冲量。具体来看，1) 稳增长政策及基建配套融资对企业中长贷的支撑仍在，但内生融资需求依然偏弱，企业短贷同比明显负增，票据冲量现象显著。2) 居民贷款则进一步弱化，短贷受到疫情升温对消费的负面影响，而中长贷收缩依然最为明显，10 月房地产销售同比降幅依然显著，居民加杠杆意愿仍未扭转。3) 政府债拖累较大，主要受到去年专项债发行错位的影响，政府债券会继续成为四季度的拖累项。

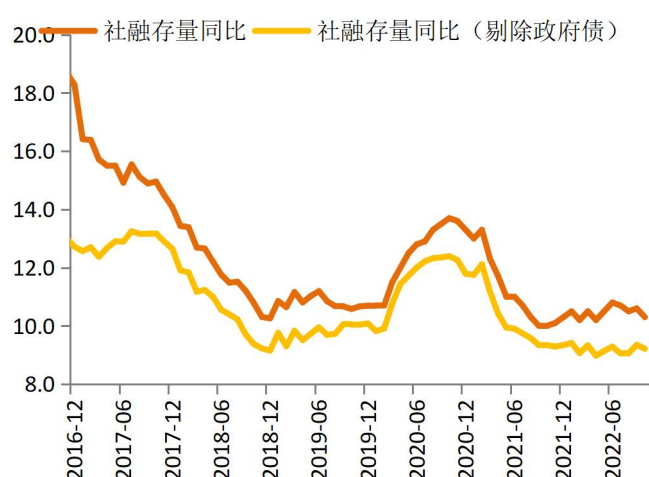
随着“2000 亿设备更新再贷款投放+监管指导大行增加房地产融资+系统重要性银行四季度加大对制造业、基建的贷款投放力度+民企融资第二支箭落地稳定地产行业预期”的落地下，四季度社融仍有政策支撑。但实体融资需求不足依然是主要矛盾，微观主体活力不足下居民和企业预期偏弱，居民去杠杆仍难扭转，政策驱动强于内生动力下四季度社融低位徘徊。

图 1：居民和政府债拖累延续（亿元，%）

|           | 22-10 | 22-09 | 22-08 | 22-07 | 22-06 | 22-05 | 22-04 | 22-03 | 22-02 | 22-01 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 当月新增社融    | 9079  | 35271 | 24608 | 7722  | 51802 | 28363 | 9453  | 46542 | 12274 | 61750 |
| 新增人民币贷款   | 6152  | 24700 | 12500 | 6790  | 28100 | 18900 | 6454  | 31300 | 12300 | 39800 |
| 社融存量同比（%） | 10.3  | 10.6  | 10.5  | 10.7  | 10.8  | 10.5  | 10.2  | 10.5  | 10.2  | 10.5  |
| （当月同比变化）  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 社会融资规模    | -7097 | 6245  | -5285 | -3030 | 14785 | 8841  | -9117 | 12780 | -4969 | 9866  |
| 新增人民币贷款   | -3321 | 7931  | 631   | -4303 | 7358  | 3936  | -9224 | 4780  | -4329 | 3806  |
| 居民贷款      | -4827 | -1383 | -1175 | -2842 | -203  | -3344 | -7453 | -3940 | -4790 | -4270 |
| 居民短贷      | -938  | -181  | 426   | -354  | 782   | 34    | -2221 | -1394 | -220  | -2272 |
| 居民中长贷     | -3889 | -1211 | -1601 | -2488 | -989  | -3379 | -5232 | -2504 | -4572 | -2024 |
| 企业短贷      | -1555 | 4741  | 1028  | -969  | 3815  | 3286  | 199   | 4341  | 1614  | 4345  |
| 企业中长贷     | 2433  | 6540  | 2138  | -1478 | 6130  | -977  | -3953 | 148   | -5948 | 600   |
| 票据融资      | 745   | -2180 | -1222 | 1365  | -1951 | 5591  | 2437  | 4712  | 4907  | 3193  |
| 委托贷款      | 643   | 1530  | 1578  | 240   | 94    | 276   | 211   | 149   | 26    | 337   |
| 信托贷款      | 1000  | 1907  | 890   | 1173  | 218   | 676   | 713   | 1532  | 185   | 162   |
| 未贴现票据     | -1271 | 118   | 3359  | -428  | 1287  | -142  | -405  | 2583  | -4867 | -169  |
| 企业债券融资    | 64    | -952  | -3242 | -2194 | -1705 | 1391  | 154   | -79   | 2358  | 1912  |
| 政府债券      | -3376 | -2533 | -6693 | 2178  | 8708  | 3881  | 173   | 3943  | 1705  | 3589  |

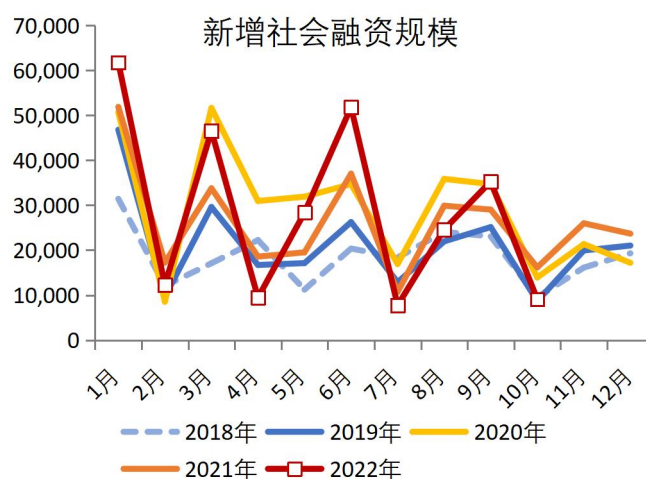
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速回落（%）



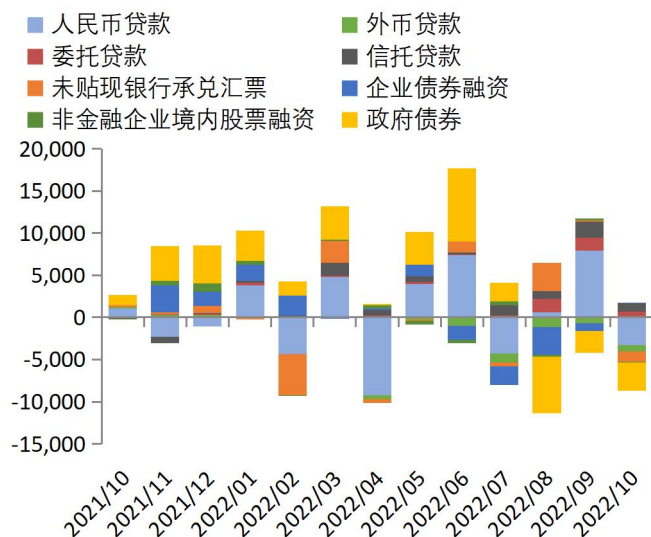
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：10 月新增社融同比转弱（亿元）



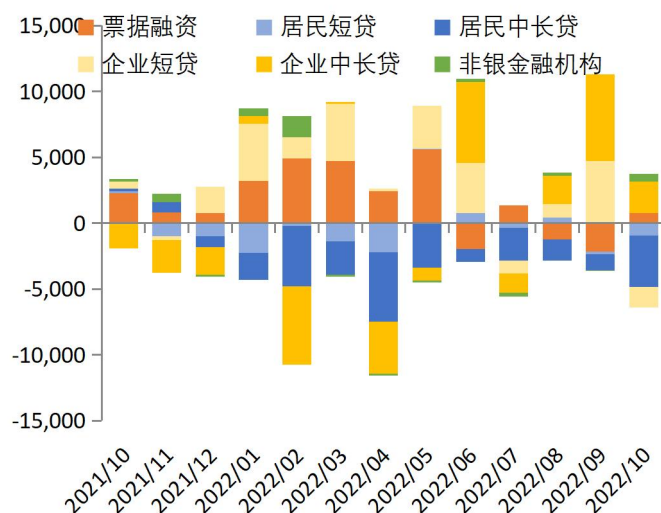
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项当月同比增量（亿元）



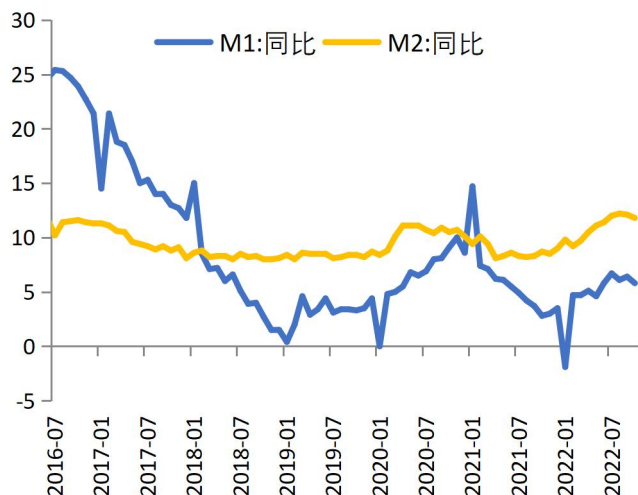
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：贷款分项当月同比增量（亿元）



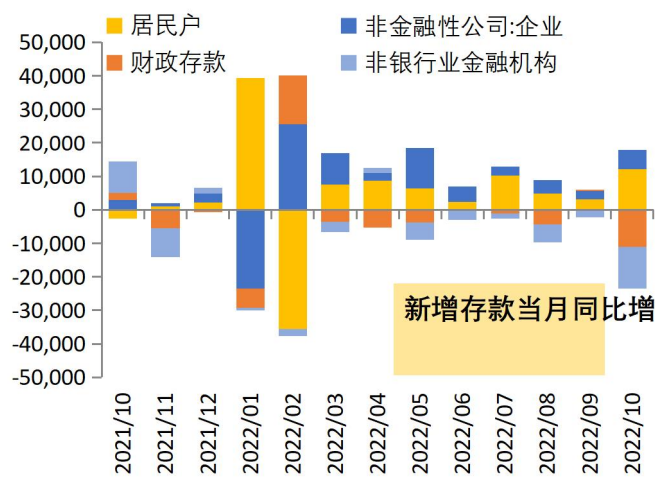
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1、M2 增速差略有收敛（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：居民延续“存多贷少”（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

## ● CPI 回落超预期，PPI 进入通缩区间

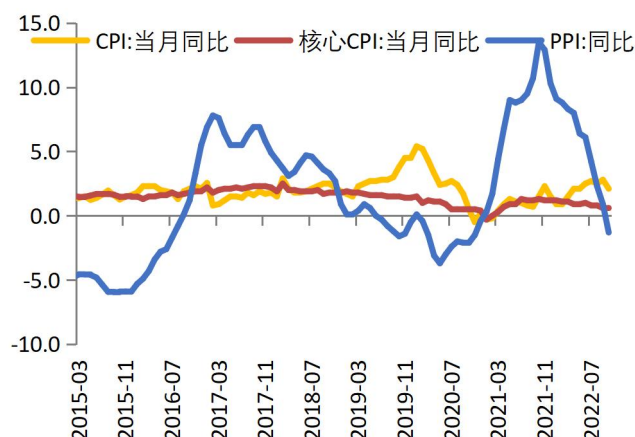
中国 10 月 CPI 同比上涨 2.1%，较上月回落 0.7 个百分点，并低于预期（2.4%），环比上涨 0.1%，较上月回落 0.2 个百分点，核心 CPI 维持 0.6% 不变。

中国 10 月 PPI 同比由上月上涨 0.9% 转为下降 1.3%，回落 2.4 个百分点，环比 0.2%。生产资料价格由上涨 0.6% 转为下降 2.5%；生活资料价格上涨 2.2%，涨幅扩大 0.4 个百分点。

CPI 同比增速快速回落主要受到去年同期基数走高的影响，但回落幅度超出市场预期，反映节后消费需求回落的影响。食品和非食品价格增速均有所回落，尽管 10 月猪肉价格涨幅显著超出季节性，但新季上市下鲜菜、鲜果和水产品价格由涨转降，对冲食品端猪价上涨压力。同时衣着、居住、交通通信和医疗保健项持续弱于季节性，反映疫情反复和地产周期下行仍在约束内需，居民出行半径明显缩短，核心通胀维持低位。往后看，当前通胀并非市场主要矛盾，猪肉价格仍在上行周期，年底猪油共振或推升 CPI，但内需乏力下核心通胀依然低迷，叠加高基数背景下 CPI 破 3 概率不高。明年上半年关注猪周期上行叠加经济修复推升核心通胀的压力。

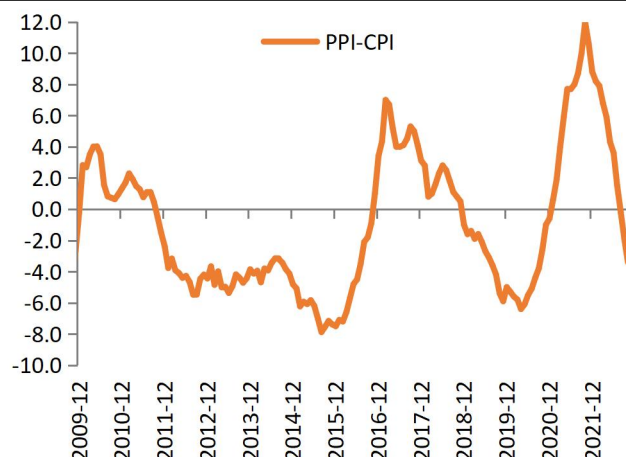
PPI 同比如期转负，由上月上涨 0.9% 转为下降 1.3%，主要受去年同期对比基数较高影响。从结构来看，受供给端因素扰动和对美联储加息节奏边际放缓的预期影响下，10 月全球定价的商品价格走势偏强，而国内定价的黑色商品走势偏弱，建筑旺季接近尾声叠加地产前端开工依然偏弱是主导需求端走弱的主因。往后看，外需继续走弱+内需弱修复，叠加高基数效应，PPI 预计到明年年中将持续处于通缩区间。海外衰退渐进拖累需求走弱，但 OPEC 减产、库存偏紧、天气扰动等供给端因素的扰动仍将持续，能源有色或震荡偏强。而国内内需定价的商品短期或受制于秋冬季开工不确定性，内需修复节奏是关键。

图 8: CPI VS PPI (%)



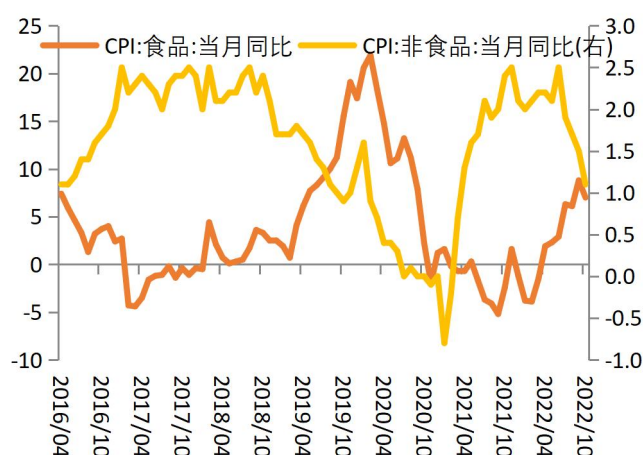
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PPI-CPI 剪刀差 (%)



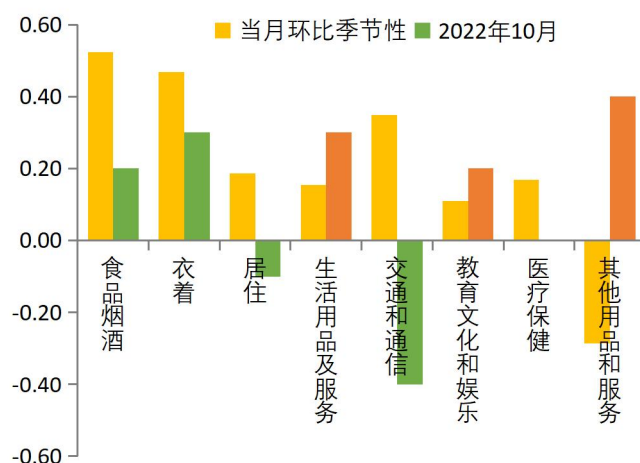
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 食品和非食品价格增速均回落 (%)



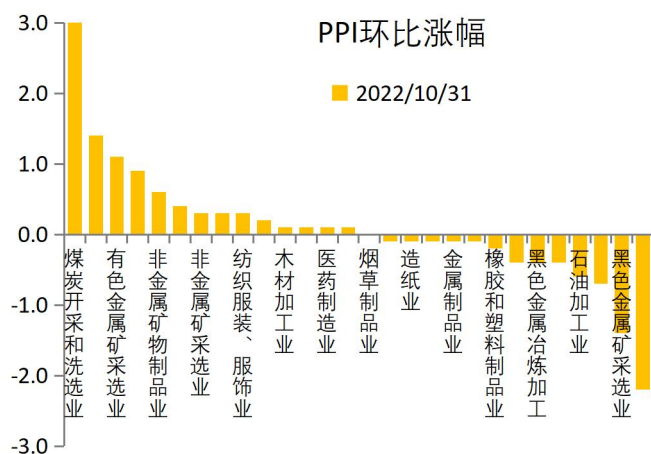
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: CPI 分项环比季节性 (%)



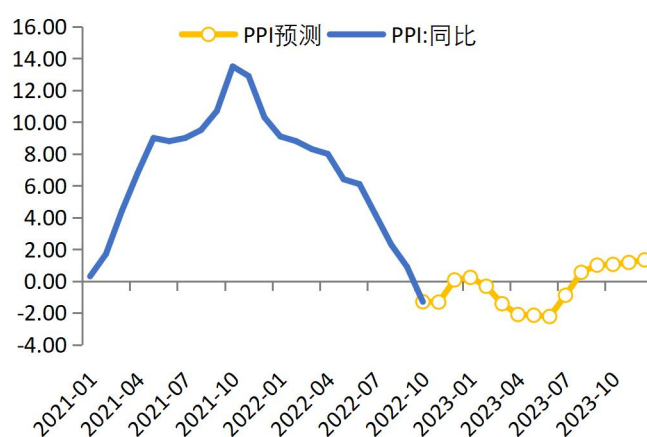
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 煤炭有色价格偏强, 黑色偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: PPI 预计到明年年中持续通缩区间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

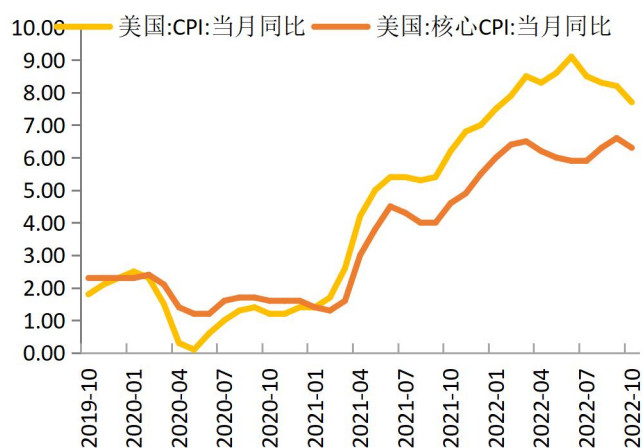
## 二、核心通胀见顶回落下美联储紧缩预期弱化

核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，美国 10 月 CPI 不及预期，市场预期美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，外部流动性收紧压力减轻。根据 CME 数据，当前市场定价 12 月加息 50bp 的概率已经超过 80%，终端利率将升至 4.75~5%（此前为 5~5.25%）。

美国 10 月 CPI 同比 7.7%（预期 7.9，前值 8.2），核心 CPI 6.3%（预期 6.5，前值 6.6）。其中房租价格保持韧性，而核心商品、除房租外服务不及预期。随着新租约价格已经放缓，CPI 房租项韧性较强但或逐渐走弱，美国通胀继续降温概率较高，不过预计降幅仍然偏慢。

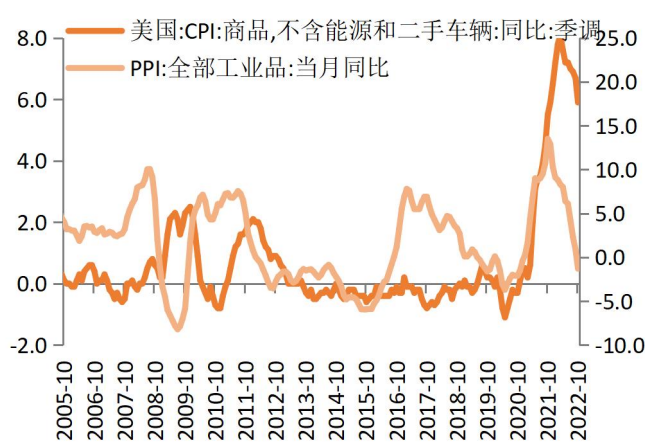
上周美股快速上涨，美债收益率大幅下行，美元指数跌破 107，非美货币均大幅上涨，美元兑人民币回落至 7.09 左右。美联储可能会在 12 月的议息会议上再次加息 50 个基点，但考虑暂停加息还为时过早，美联储加息尾声或需等到明年上半年，不过距离降息还有距离。通胀和就业数据能会迫使美联储在更长时间内将利率维持在高位。

图 14：美国 10 月 CPI 不及预期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：美国核心商品通胀预计仍将向下（%）



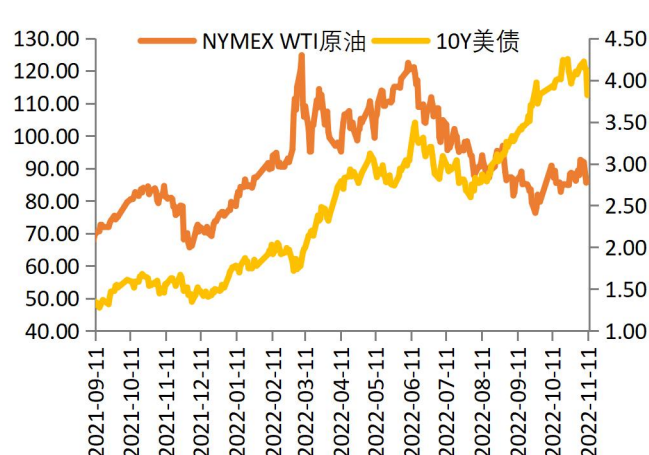
资料来源：Wind，优财研究院

图 16: 美欧差值 VS 美元指数



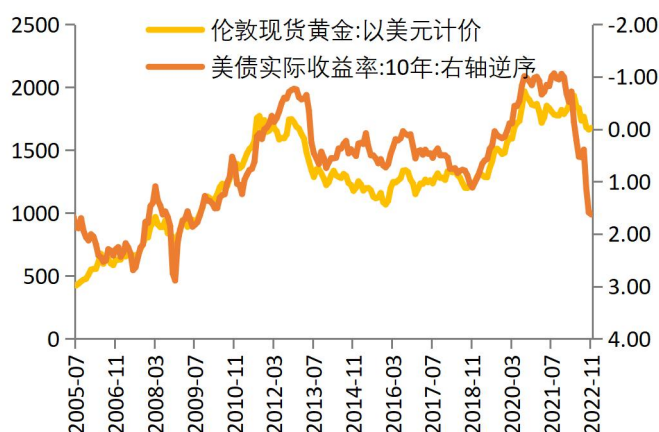
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



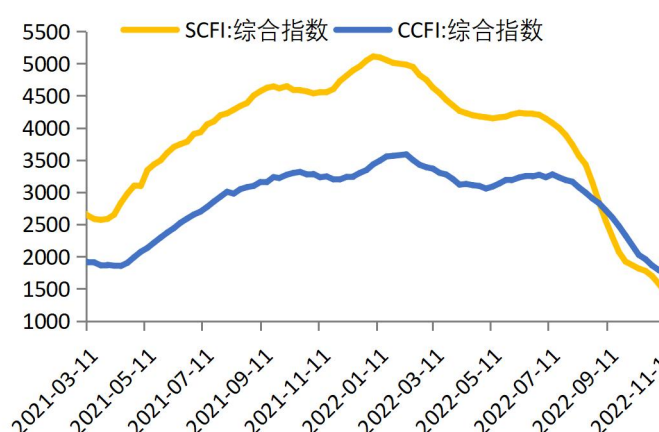
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_48815](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48815)

