



中诚信托研究周报

战略研究部
2019 年第 48 期
总第 72 期
2019/12/31

热点研究

通货膨胀预期差对 2020 年资本市场业务的影响

2019 年 9 月以来，居民消费价格指数（CPI）持续快速攀升，由 3.0% 上升到 10 月份的 3.8% 和 11 月份的 4.5%。市场普遍认为本轮 CPI 快速上行是猪肉价格持续上涨造成的直接影响。不过，猪肉对通胀的扰动可能高估，由于地产调控造成的资金外流也不可能忽视，叠加油价的不确定性因素，机构对通货膨胀的预期差将是影响投资收益的重要因素。

一、当前通货膨胀预期差及其主要表现

（一）市场普遍认为猪肉价格是影响当前 CPI 的主要因素

11 月，CPI 同比上涨 4.5%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。根据国家统计局的测算，2018 年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为 4.5 个百分点。食品价格上涨 19.1%，影响 CPI 上涨约 3.72 个百分点，是此次物价攀升的主要动力，其中，猪肉价格上涨 110.2%，影响 CPI 上涨约 2.64 个百分点。因此，市场也普遍认为猪肉价格是影响 CPI 的主要因素。

目前，为了平抑猪肉价格，政府部门通过投放储备肉、加大进口等方式增加供给；养猪企业及部分社会资本也加大生猪养殖投入。假设在其他价格不变的条件下对猪肉价格变动简单估算，依据猪肉价格变动在 CPI 中的 2.4% 的比重，计算其对 CPI 的影响，最终得出 CPI 的理论值（按照 11 月份的数据，假设除猪肉外其他影响因素对 CPI 影响固定为 1.86%）。这与市场估算的 CPI 前高后低的思路基本一致。根据天风证券的调查，投资者对明年 CPI 高点和中枢显著高于今年的预期比较一致，认为 CPI 高点在 5-6 和 4-5 的各占 49% 和 45%，选择 CPI 中枢在 4-5 和 3-4 的各占 46% 和 40%。

表 1：猪肉对 CPI 影响的理论测算

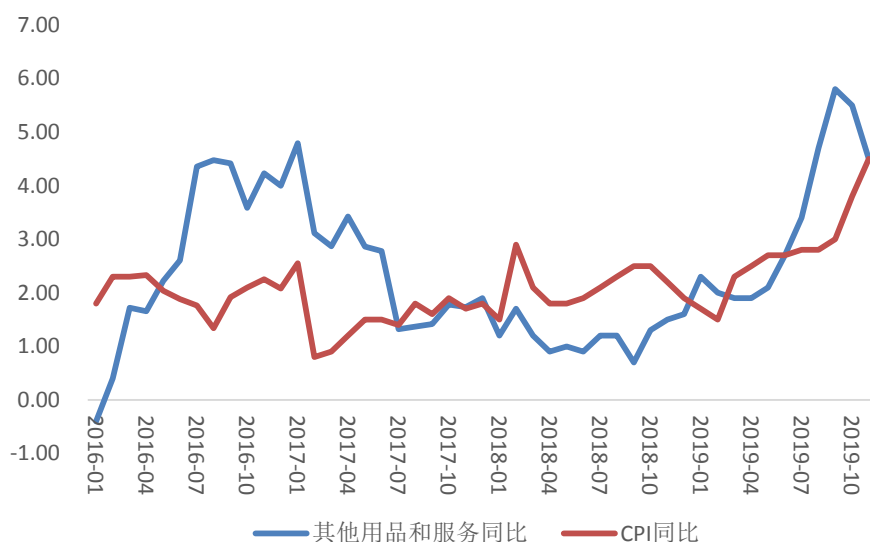
	2019 年平均价格	2020 年估算价格	变动比重	猪肉 CPI 权重	实际影响 CPI 变动	CPI 理论值
1 月	19 元	50 元	163.16%	2.4%	3.92%	5.78%
4 月	21 元	40 元	90.48%	2.4%	2.17%	4.03%
7 月	26 元	30 元	15.38%	2.4%	0.37%	2.23%
9 月	36 元	20 元	-44.44%	2.4%	-1.07%	0.79%

10 月	47 元	20 元	-57.45%	2.4%	-1.38%	0.48%
11 月	47 元	20 元	-57.45%	2.4%	-1.38%	0.48%

（二）其他用品和服务上涨值得警惕

在通胀上行、前高后低，以及稳增长为重的预判下，股票市场聚焦的行业主要在低估值的金融股、周期股、科技股等；债券市场配置则主要认为二季度后，通胀下行，随着稳增长压力增大，货币政策逐步趋于宽松，债券市场迎来向上的机会。

不过，上述判断主要基于猪肉价格对 CPI 扰动。除了猪肉价格外，其他用品和服务上涨 4.5%，成为除猪肉外第二高的项目。根据国家统计局发布的《居民消费支出分类（2013）》，该项目主要包括首饰、手表，箱包、婴儿用品，旅馆服务，美容、美发，金融、保险等项目，该项目在 CPI 中的权重约为 4.4%。该数据与 CPI 走势整体相似，并在近期同步快速攀升。通常来讲，奢侈品消费增加存在通货膨胀引发的货币幻觉因素，但由于该数据可获取的时间较短，难以得出令人信服的结论，但该现象却值得警惕，猪肉对通胀的干扰可能存在高估。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 1：其他商品和服务与 CPI 同步上行

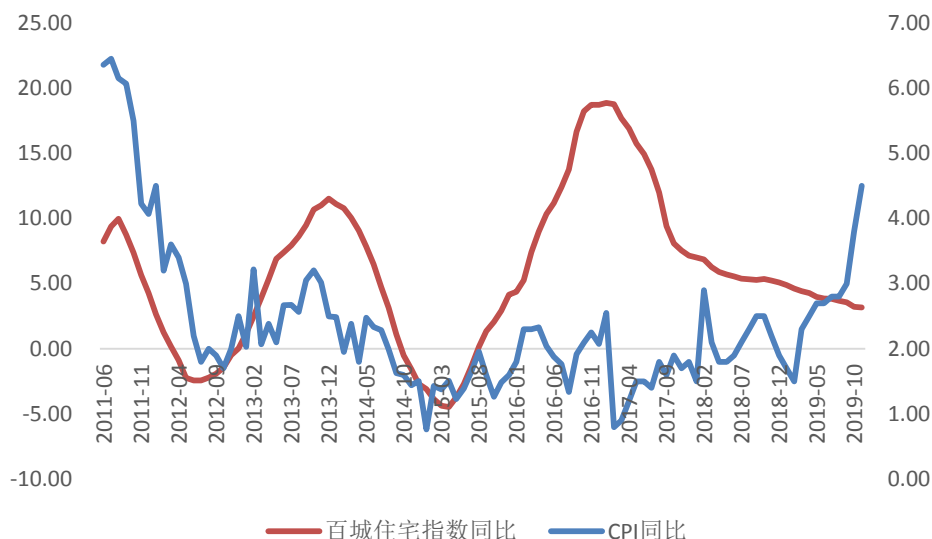
二、通货膨胀预期差的形成因素

若 2020 年通货膨胀不是前高后低，而是全年整体偏高，机构的投资将产生预期差，关于通货膨胀的一致预期将被打破。虽然很多机构认为，猪肉价格上涨影响的只是食品消费，不会造成全面的通胀，但由于房价调控，稳增长通胀容忍度提升等因素作用仍可能会推升整体通胀水平。

（一）因素一：房地产调控导致的资金外溢

在房价快速上升时期，房地产投资吸引着巨大的社会资金，即使 M2 保持高速增长，但整体对物价影响有限。但在房住不炒的调控政策下，房价快速上涨被有效遏制，房地产保有的机会成本高于租金收入，投资收益整体为负，这样将会

导致资金从房地产行业变现后流入其他领域，继续寻求超额收益。根据可获得的数据，2015 年以前，住宅价格与 CPI 基本同步波动，尤其是在 2012 年以前，这主要受房地产行业快速发展，以及 4 万亿的影响所致，通货膨胀曾高达 6.45%。2015 年后，中央开始供给侧改革，消除 4 万亿的影响，房地产行业也开启去库存周期，此时住宅价格上行与 CPI 震荡向下，二者开始出现背离；2017 年执行房住不炒政策以来，住宅价格下行而 CPI 上行，二者呈弱反向关系。

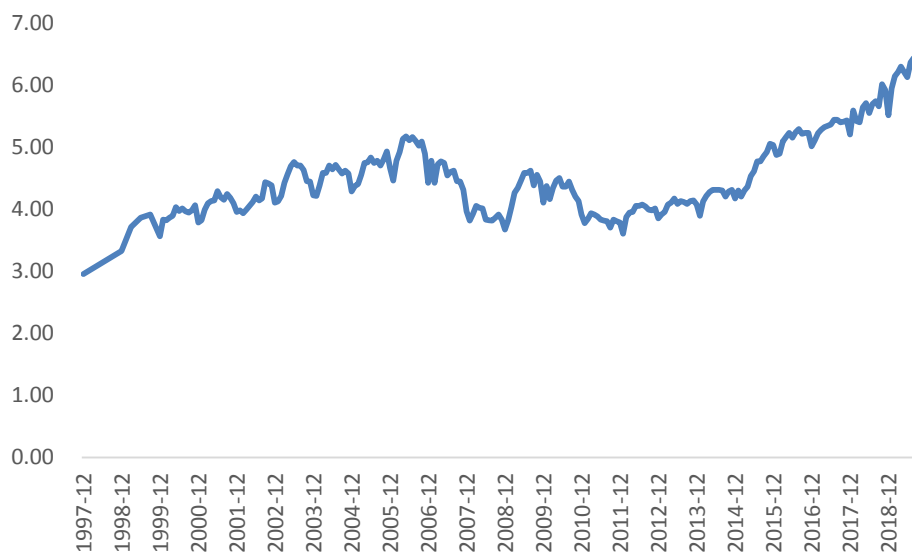


数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 2：2016 年以来住宅价格与 CPI 呈弱反向关系

（二）因素二：稳增长将提升通胀的容忍度

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，稳增长将是主要任务。11 月，财政部已提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，相关项目储备已准备就绪，建设重点将是交通基础设施、城乡电网、水利工程等领域，基础设施建设拖地，经济实现开门红难度不大。为配合专项债发行，降低小微企业融资成本，降准和定向降准、再贷款和再贴现等仍是重要的政策选项。不过，目前货币乘数已经处于历史高位，继续降准可能会提升货币供给进而推升通胀。在稳增长和控通胀的两难选择中，短期收紧货币，长期提升通胀容忍度是可能的选项。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 3：货币乘数处于高位

（三）因素三：商品价格上涨可能是黑天鹅因素

国际油价在 2018 年底跌至 2017 年 7 月以来的低点，2019 年上半年大幅波动后，下半年呈窄幅区间波动。随着 12 月份欧佩克和伙伴国就减产释放更加积极的信号，油价开始出现显著反弹。2020 年，国际油价仍受国际需求、欧佩克减产以及地缘政治等多种不确定性因素的影响，甚至不排除擦枪走火的可能性。由油价造成的输入型通货膨胀，并形成猪油共振的风险仍在。此外，由于国内经济短期预期向上，受需求提升和铜原料谈判小组减产的影响，铜价格近期不断上涨，若上涨幅度超出合理水平也可能会对通胀造成一定的影响。

三、通货膨胀预期差对信托公司资本市场业务的影响

由于对通货膨胀可能存在的预期差，信托公司在开展资本市场业务时需紧密跟踪通货膨胀数据，及时调整业务策略，防范相关风险。

（一）股票市场需防范企业盈利回调风险

若 2020 年经济整体呈现前高后低，下行压力不减，并伴随通胀走高，由于成本提升，企业盈利将会再次受到冲击，股票市场有进一步下探的风险。从近期的 A 股市场走势来看，有色金属行业走势强劲，以新能源汽车相关的行业为龙头持续上行。信托公司可采取增加大宗商品相关标的配置，提升收益水平。

（二）债券市场需防范利率上行风险

虽然政府部门维持经济稳增长将会提升对通胀的容忍度，但若通胀快速上行，不排除短期内货币政策收紧以遏制通胀攀升的可能。若货币政策短期收紧，资金利率水平提高，将造成债券市场价格下挫。由于不能使用加杠杆方式，信托公司债券投资主要以拉长久期和信用下沉两种方式提升收益水平，虽然冲击相对较小，但不排除损失的可能。信托公司在开展债券投资和现金管理类业务时，需密切关注相关指标，必要时控制业务规模，缩短久期。

（三）国际业务需注意汇率波动风险

本次人民币兑美元贬值是受中美贸易摩擦影响，随着中美贸易争端的缓和，在全球货币宽松的条件下，人民币并不具备大幅贬值的基础，兑其他货币还有所升值。若国内经济短期企稳，不排除具有升值的可能；而若 2020 年下半年经济下行压力增大，通胀上行，人民币则重回贬值区间。信托公司国际业务需关注汇率波动所造成的汇兑风险。

执笔人：杨晓东

宏观形势

国家将进一步研究采取多种措施缓解小微企业融资难融资贵

国务院总理李克强在成都考察时表示，国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，降低实际利率和综合融资成本，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解。

存量浮动利率贷款将以 LPR 为定价基准

根据央行公告，自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率；定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换；已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换；存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。

中国 11 月规模以上工业企业利润同比增长 5.4%

中国 11 月规模以上工业企业利润同比增长 5.4%，前值降 9.9%。1-11 月累计利润同比下降 2.1%，降幅比 1-10 月收窄 0.8 个百分点。国家统计局表示，11 月工业企业利润增速由负转正的主要原因，一是工业生产和销售增长明显加快；二是工业品出厂价格降幅收窄。

同业动态

2019 年中国信托业年会在东莞召开

2019 年 12 月 25 至 26 日，2019 年中国信托业年会在广东省东莞市召开，今年年会的主题是“弘扬信托文化、强化合规建设”。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视文化建设。监管人士提出信托文化建设 5 年计划，强调信托文化是转型发展的动力，“受托人责任”即是信托文化核心。监管层人士表示，信托文化的本质特征包括，忠诚守信文化（受托人以受益人利益为最高目标）、持续稳定（跨越周期）、财产独立、创新灵活等。长久以来，中国信托业还具备包括：服务实体经济宗旨；满足人民需求宗旨；推动社会发展责任文化；依法合规经营底线文化；坚定职业操守品质文化等多项特质。

今年信托平均预期年收益可能突破 8%

近期发布的《2019 下半年信托投资策略报告》认为，今年信托投资的平均预期年收益率将继续提高，可能突破 8%，但全年最高平均收益难以突破 9%。2019 年，根据用益监测到的数据显示，信托投资的平均预期年收益率从去年年初的 6.39% 涨到了年底的 7.75%，上涨了 1.36 个百分点，涨幅高达 21.28%。

国内首个保险金信托服务标准出炉，国内已经有 10 多险企参与

12 月 20 日，中信信托、中信信托联合中信保诚人寿、友邦保险、泰康人寿等 11 家合作保险公司发布了国内首个保险金信托的服务标准。根据服务标准明确定义，保险金信托是家族财富管理服务的一种，是以财富的保护和传承为目的，为保险投保人提供信托法律架构服务，将保险与信托相结合的一种跨领域的信托服务，它不是一款理财产品。据不完全统计，目前国内已经有 10 多家寿险公司与信托公司携手推出了保险金信托。信托公司方面，除中信信托外，今年 9 月，平安信托、平安人寿、平安银行联合成立了国内首只总保额超亿元的保险金信托。

牵手中融信托，Distrii 办伴打造黄浦区智慧城市更新标杆

近日，中新合资的智慧新办公领军企业 Distrii 办伴成功牵手中融国际信托有限公司（以下简称：中融信托），就永银大厦达成项目合作，共同打造淮海中路商圈城市更新的智慧典范，引领“上海时尚中心”的未来办公变革。本次合作，Distrii 办伴将入驻永银大厦裙楼三至五层，项目面积近 10,000 平方米。据了解，该项目为 Distrii 办伴首次进驻黄浦区核心地段而打造的力作，也将成为 Distrii 办伴目前在上海经营的单体体量最大的智慧办公空间。

地产信息

12 月房地产市场：楼市整体成交稳中有升；土地整体供应量同比走高

中指研究院报告显示，12 月楼市整体成交稳中有升，各线代表城市环比均不同程度上升，同比一线下行二三线代表城市上行。土地整体供应量同比走高，成交量及收金环比上行。

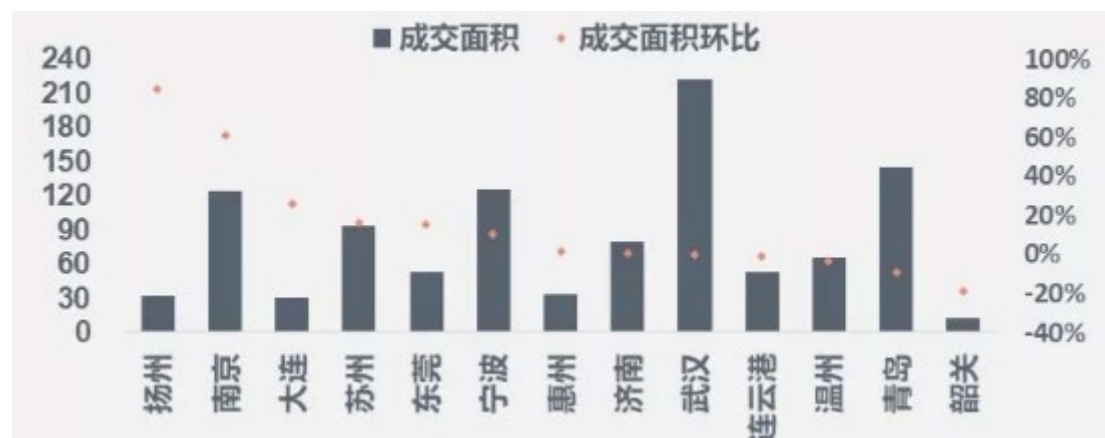
	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	+1.7%	-16.9%
二线城市	+6.7%	+13.6%
三线城市	+2.1%	+14.8%

12 月一线城市成交量整体环比上升 1.7%，北京升幅较大，为 68%；而上海和广州环比均有不同程度回落。同比来看，整体成交下降 16.9%，其中广州降幅较明显，近 50%；上海较去年同期基本持平，另外北京、深圳正常回升，升幅超 10%。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
----	-----------	------	------

北京	74.85	+68%	+10%
上海	97.38	-22%	0%
广州	77.58	-9%	-50%
深圳	41.95	+27%	+21%

二线代表城市成交量环比上升 6.7%，同比上升 13.6%。环比上升的城市中，南京升幅较大，超六成；环比下降的城市中，青岛降幅相对较高，约 9.8%。三线代表城市成交量环比上升 12.1%，扬州升幅较大，约为 84.2%；韶关则降幅显著，近 20%。同比来看，整体上升 14.8%。



图： 12 月二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，12 月全国土地市场整体供应量同环比上涨，各线城市供应同环比均增。成交方面，整体成交量环比增逾六成，成交均价环比微跌，出金总额环比增加近六成。一线城市供求两端同环比走高，出让金总额环比增逾九成，广州揽金近 524 亿居首；二线城市供应量环比增逾六成，成交方面环比量涨价跌，出让金总额同比走高；三四线城市供应量环比上涨近八成，成交量及收金走高，溢价率环比微涨。

全面调整大城市落户限制

中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》（下称《意见》）。《意见》指出，全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万到 500 万的大城市落户条件；完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，确保社会保险缴纳年限分数占主要比例。推进基本公共服务均等化，常住人口享有与户籍人口同等的教育、就业创业、社会保险、医疗卫生、住房保障等基本公共服务。全面落实支持农业转移人口市民化的财政政策，推动城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户数量挂钩。

《意见》要求推进新型城镇化建设和乡村振兴战略实施。统筹区域协调发展，促进区域间流动机会均衡。以中心城市和城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展格局，拓宽城市间流动空间。

六部门发文规范住房租赁市场

住房和城乡建设部、国家发改委、公安部、市场监管总局、银保监会、国家网信办等 6 部门印发《关于整顿规范住房租赁市场秩序的意见》（以下简称《意见》），规范住房租赁市场主体经营行为，保障住房租赁各方特别是承租人的合法权益。《意见》主要内容包括：

1、加强从业主体管理。房地产经纪机构和住房租赁企业在经营范围中注明“房地产经纪”或“住房租赁”，转租住房 10 套（间）以上的单位或个人，依法办理市场主体登记。住房租赁企业开业前向住房和城乡建设部门推送开业信息。

2、加强房源信息发布管理。房源信息应当满足真实委托、真实状况、真实价格的要求。网络信息平台应当核验房源信息发布主体资格的房源必要信息。

3、规范租赁服务收费。各地房地产经纪机构、住房租赁企业应当实行明码标价。房地产经纪机构不得赚取住房出租差价，住房租赁合同期满承租人和出租人续约的，不得再次收取佣金。

4、防范住房租赁金融风险。对住房租赁贷款业务的贷款期限、贷款额度作出明确要求。加强对采取“高进低出”、“长收短付”等经营模式的住房租赁企业的监管。指导住房租赁企业在银行设立租赁资金监管账户。

5、建设住房租赁管理服务平台。直辖市、省会城市、计划单列市以及其他租赁需求旺盛的城市应当建设完成住房租赁管理服务平台。平台应当具备机构备案和开业报告、房源核验、信息发布、网签备案等功能。

6、建立住房租赁常态化管理机制。各地住房和城乡建设发展改革、公安、市场监管、银保监、网信等部门要建立协同联动机制。建立多层次住房租赁纠纷调处机制。

另外，《意见》还对推行住房租赁合同范本、保障租赁房屋安全、加强行业自律、发挥舆论引导作用等内容作出要求。

住建部定调 2020 年楼市：房住不炒

全国住房和城乡建设工作会议在京召开。住房和城乡建设部党委书记、部长王蒙徽全面总结 2019 年住房和城乡建设工作，分析面临的形势和问题，提出 2020 年工作总体要求，对重点工作任务作出部署：

1、着力稳地价稳房价稳预期，保持房地产市场平稳健康发展。长期坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位。不把房地产作为短期刺激经济的手段，继续稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案，着力建立和完善房地产调控的体制机制。

2、着力完善城镇住房保障体系，加大城市困难群众住房保障工作力度。进一步规范发展公租房，强化对环卫、公交等行业困难群体的精准保障。严格把握棚改范围和标准，稳步推进棚户区改造。做好城镇老旧小区改造工作。改革完善住房公积金制度。

3、着力培育和发展租赁住房，促进解决新市民等群体的住房问题。进一步

培育机构化、规模化租赁企业，加快建立和完善政府主导的住房租赁管理服务平台。重点发展政策性租赁住房，探索政策性租赁住房的规范标准和运行机制。

- 4、着力提升城市品质和人居环境质量，建设“美丽城市”。
- 5、着力改善农村住房条件和居住环境，建设“美丽乡村”。
- 6、着力推进建筑业供给侧结构性改革，促进建筑产业转型升级。
- 7、着力深化工程建设项目审批制度改革，持续优化营商环境。
- 8、着力开展美好环境与幸福生活共同缔造活动，推进“完整社区”建设。
- 9、着力加强党的建设，为住房和城乡建设事业高质量发展提供坚强整治保障。

存量房贷利率定价基准转换为 LPR 加点模式

央行就存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 有关事宜公告：自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。自 2020 年 1 月 1 日起，各金融机构不得签订参考贷款利率定价的浮动利率贷款合同。对于 LPR 加点，央行要求，加点数值应等于原合同最近的执行利率水平与 2019 年 12 月发布的相应期限 LPR 的差值。

具体到房贷利率来说，对于近两个月贷款利率，已经采用 LPR+加点方式计算利息的没有变化。之前利率采用基准利率打折或者上浮的购房利率需要转换成 LPR+加点方式（加点可为负值）。加点数值为原合同最近的执行利率与 2019 年 12 月 LPR 的差值（可为负值），在合同剩余期限内固定不变；转换时点利率水平保持不变；借贷双方可重新约定重定价周期和重定价日，重定价周期最短为一年。

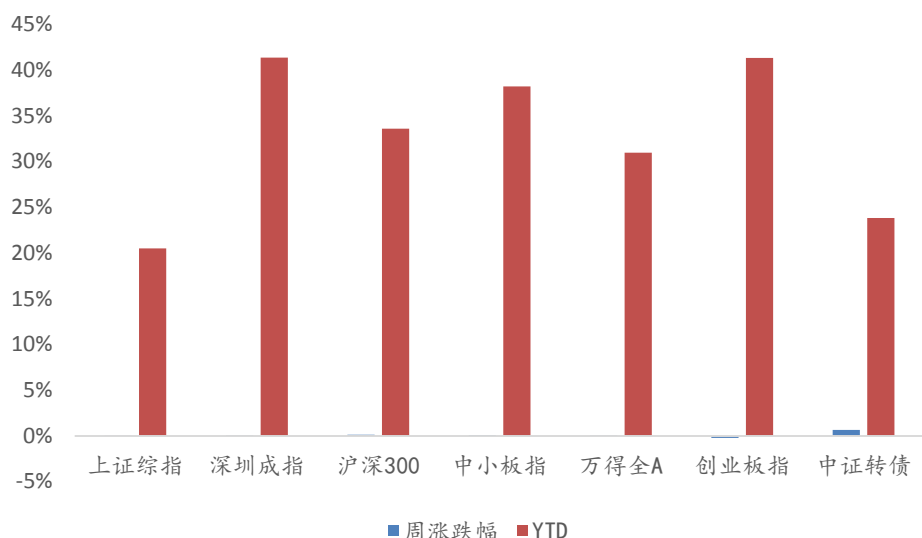
资本市场

股票市场

本周（12.23-12.27），三大指数均收下十字星基本保持平盘，周线均为 4 连阳。具体来看，上证综指报收于 3005.04 点，上涨 0.00%；深证成指报收于 10233.77 点，上涨 0.04%；沪深 300 报收于 4022.03 点，上涨 0.12%；创业板指报收 1767.58 点，下跌 0.23%；中证转债指数报收于 346.20 点，上涨 0.64%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,005.04	0.00%	20.50%
深圳成指	10,233.77	0.04%	41.35%
沪深 300	4,022.03	0.12%	33.59%
中小板指	6,500.48	0.08%	38.22%
万得全 A	4,249.51	0.04%	30.96%

创业板指	1,767.58	-0.23%	41.35%
中证转债	346.20	0.64%	23.82%



债券市场

本周，临近年末财政支出力度加大，银行体系流动性总量处于较高水平，多数价格下行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 1.0750，下跌 48.20BP；7 天 SHIBOR 报收 2.5790，上涨 12.60BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别下行 19.68BP、18.38BP、17.39BP 和 9.73BP、7.26BP。3 个月短融和国债分别下行 6.86BP 和 22.86BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	1.5570	1.0750	-48.20
1 周	2.4530	2.5790	12.60
CDAAA1M	3.0000	2.8032	-19.68
CDAAA3M	3.0216	2.8378	-18.38
CDAAA6M	3.0387	2.8648	-17.39
CDAAA9M	3.0518	2.9545	-9.73
CDAAA1Y	3.0863	3.0137	-7.26
短融 3 个月	3.0937	3.0251	-6.86
国债 3 个月	2.3038	2.0752	-22.86
国债 1 年期	2.5545	2.3788	-17.57
国债十年期	3.1661	3.1292	-3.69
国开债十年期	3.5784	3.5689	-0.95

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周公开市场累计开展逆回购 500 亿元，共有 800 亿元逆回购到期，共实现资金净回笼 300 亿元。

	上周 (12.14-12.20)		本周 (12.21-12.27)	
	到期	投放	到期	投放

逆回购		6300 亿元	800 亿元	500 亿元
MLF	2860 亿元	3000 亿元		
SLF				
SLO				
合计	净投放 6440 亿元		净回笼 300 亿元	