



2021年4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

作者：姚兴航

·从业资格编号 F3073320

·投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

## 政策仍处窗口期，降准或“箭在弦上”

### 内容提要

当前宏观两大主线仍是“国内稳增长”以及“海外抗通胀及美联储加息”，同时宏观面新增“国内疫情”和“俄乌冲突”两大扰动。3月以来，国内疫情呈现多点散发、蔓延之势，扩散范围和累计确诊仅次2020年3月，对消费端和供应链均造成明显冲击，加剧经济“三重压力”中预期走弱的压力，经济短期压力进一步加大。国内疫情升温除了冲击消费端和服务业表现，同时还将通过交通物流、地产销售等环节向制造业和建筑业传递。一方面，建筑业生产活动受到疫情防控和封锁措施的影响。人工和物流链导致材料紧缺是影响施工的主因；另一方面，疫情导致销售活动受限拖累房地产销售，并通过房企现金流收缩影响房企投资和债务，同时通过较长的地产业产业链传递至其他行业，放大疫情对经济基本面的冲击。

疫情的附加冲击以及“疫情-地产”的链条传导大概率将带来稳增长政策的进一步升温，5.5%的GDP目标要求下资本形成拉动仍需发力，地产端和信用端政策预计也将积极发力。同时疫情冲击引发央行担忧，叠加房地产下行周期下，稳增长政策框架下货币政策更需主动应对，货币政策仍处于宽松窗口期。作为补充流动性缺口、提振市场信心、支持地方债发行的工具，4月流动性缺口下降准概率加大，而降息仍受中美利差倒挂、以及美联储加息周期的制约，同时房地产LPR加点下调也有降息意义，降息必要性低于降准，但一季度经济数据公布窗口期叠加美联储加息空档期下降息仍可适当博弈。

国常会降准预告“适时运用降准等货币政策工具”，预计在国内疫情冲击叠加海外俄乌冲突加剧经济下行压力的背景下，全面降准或很快落地，纾困稳增长力度加大，不过当前金融机构平均存款准备金率仅为8.4%，大、中型银行存款准备金率进一步调降的空间收窄。

不过货币政策仍无法解决根本问题，货币政策呵护下财政及信贷政策对疫情冲击更直接有效。在“房地产三道红线+地方政府隐债不增+国企央企去杠杆”政策底线以及全社会总需求不足的环境下，仍需政府部门主动加杠杆创造需求，财政政策仍是重心，货币政策除去适时适度降准降息外，重点仍在于结构性政策撬动银行信贷，避免资产负债表衰退。

### 风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

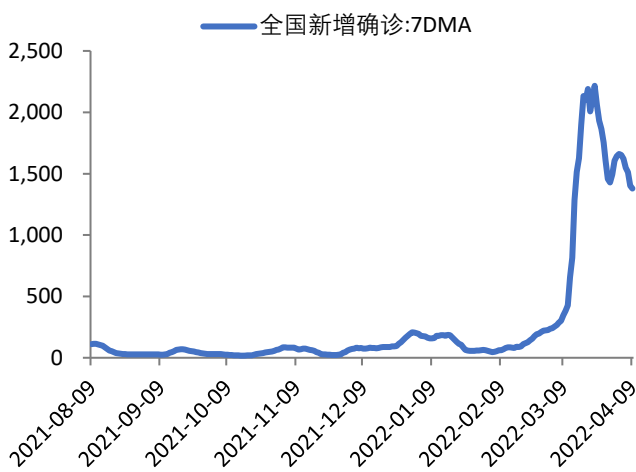


## 一、疫情升温打断经济复苏势头

当前宏观两大主线仍是“国内稳增长”以及“海外抗通胀及美联储加息”，同时宏观面新增“国内疫情”和“俄乌冲突”两大扰动。疫情成为国内经济边际主导因素，在宏观经济处在衰退后期、复苏未至的阶段下，对经济基本面形成附加冲击，稳增长目标压力加大。宏观经济“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力仍在延续，房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱，经济惯性下滑压力下需求不足仍是当前经济的主要矛盾。疫情的附加冲击以及“疫情-地产”的链条传导大概率将带来稳增长政策的进一步升温，5.5%的GDP目标要求下资本形成拉动仍需发力，货币政策仍处于宽松窗口期，地产端和信用端政策预计也将积极发力。

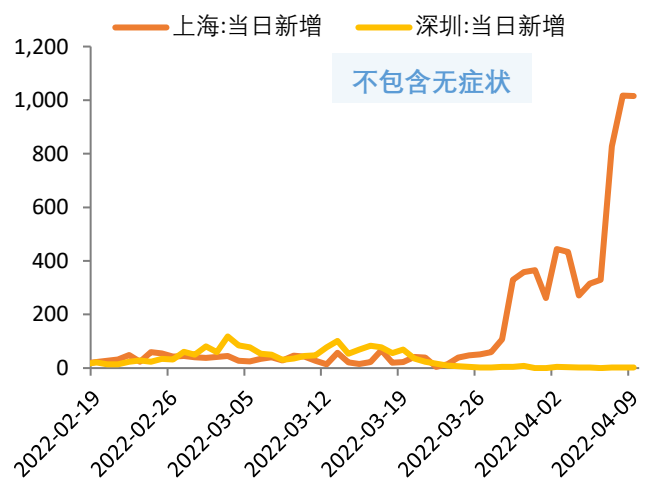
3月以来，国内疫情呈现多点散发、蔓延之势，扩散范围和累计确诊仅次于2020年3月，对消费端和供应链均造成明显冲击，加剧经济“三重压力”中预期走弱的压力，经济短期压力进一步加大。疫情防控政策下社交活动中断，全国拥堵延时指数快速回落，地铁客流量大幅回落，居民生活半径的缩短无疑对消费和服务业活动形成冲击。目前上海疫情仍未出现拐点，考虑到疫情拐点到平息的时滞，疫情影响短期内难以消退，全年经济增速目标实现难度加大。

图 1：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）



资料来源：Wind，优财研究院

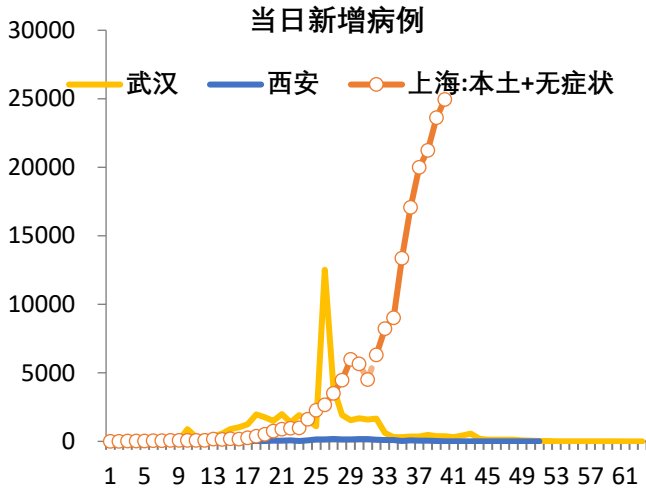
图 2：上海新增确诊仍在持续上升（例）



资料来源：Wind，优财研究院

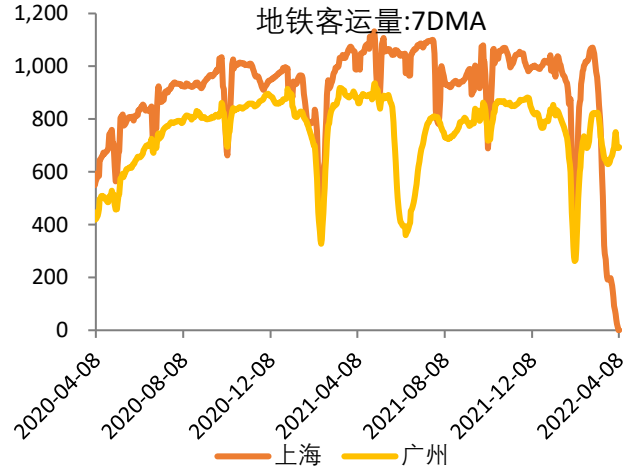


图 3: 本轮疫情无症状确诊病例较高 (例)



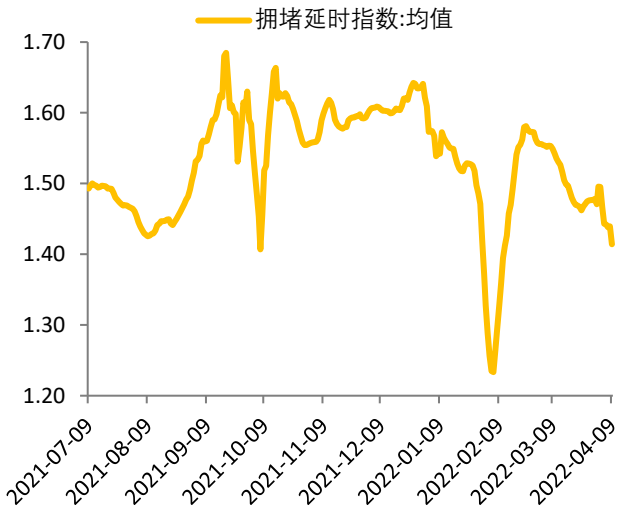
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 地铁客运量大幅下降 (万人次)



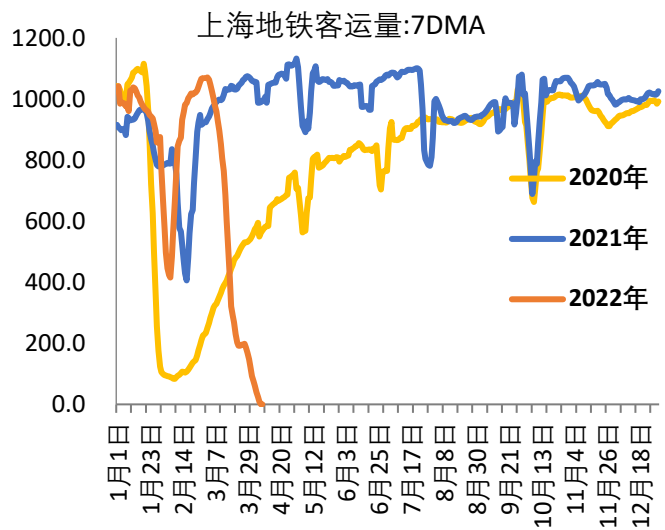
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 本全国拥堵指数回落



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 上海地铁客运量降至 0 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、疫情冲击建筑业和房地产

国内疫情升温除了冲击消费端和服务业表现，同时还将通过交通物流、地产销售等环节向制造业和建筑业传递。

一方面，建筑业生产活动受到疫情防控和封锁措施的影响。人工和物流链导致的材料紧缺是影响施工的主因，从高频数据来看，近期石油沥青装置开工率和水泥发运率均明显低于往年同期，疫情升温拖累开工率走弱，生产端均有所放缓。

图 7：石油沥青装置开工率 (%)

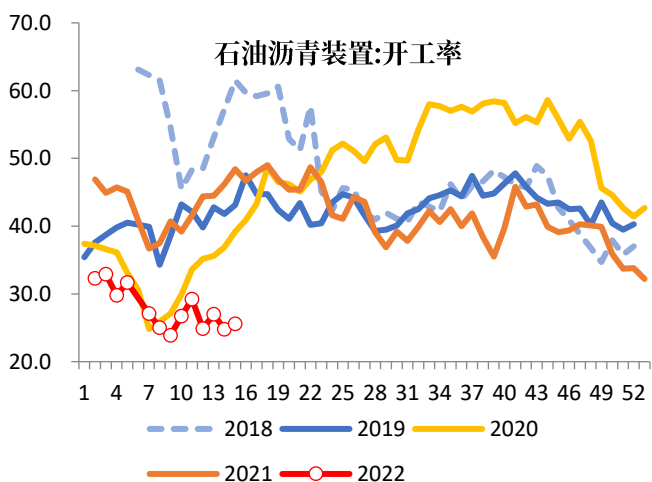
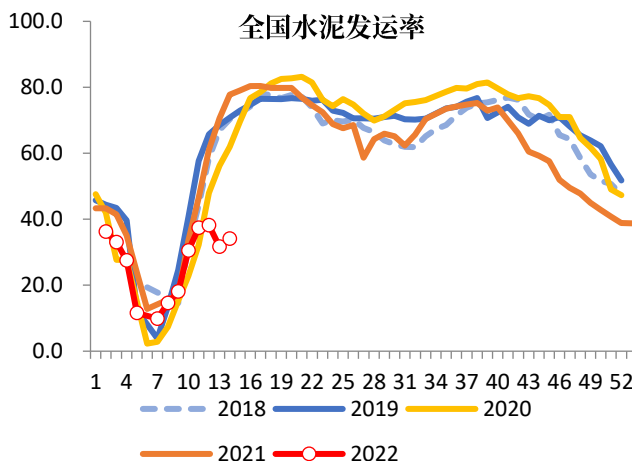


图 8：全国水泥发运率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 9：建筑业新订单及业务活动预期走弱

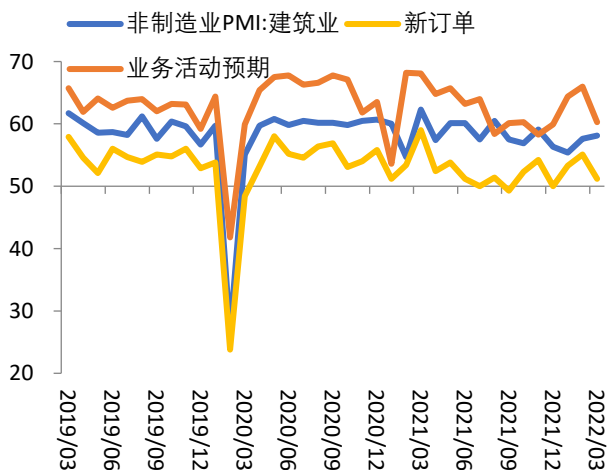
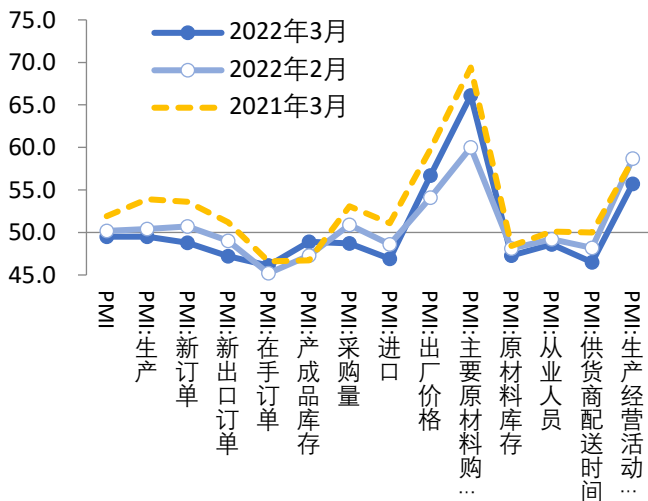


图 10：从业人员指数收缩区间继续回落



资料来源：Wind，优财研究院

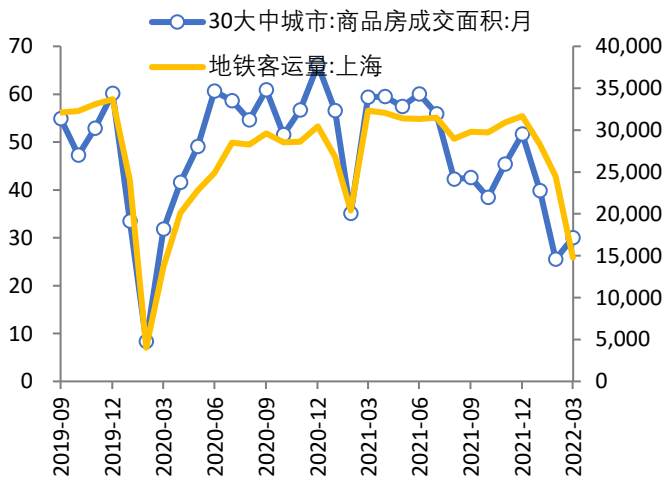
资料来源：Wind，优财研究院

另一方面，疫情导致销售活动受限拖累房地产销售，并通过房企现金流收缩影响房企投资和债务，同时通过较长的地产产业链传递至其他行业，放大疫情对经济基本面的冲击。

3月以来，房地产高频销售持续放缓，3月30城商品房成交面积同比增速-47%，降幅明显扩大（2月-27%），4月初以来同比增速继续回落至-60%，主要受到疫情防控加码的拖累，一线城市降幅明显扩大。以地铁客运量作为居民生活半径的观测指标，我们可以发现其波动高度同步于30城地产销售。

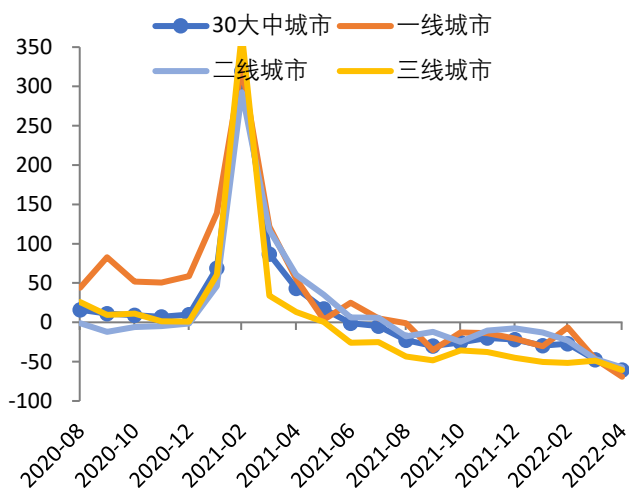
3月地产投资可能回落至负增长、二季度仍将是探底期，在“稳增长”的宏观主线下，5.5%的GDP目标要求下资本形成拉动仍需发力，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

图 11：地产成交 vs 地铁客运量（万方，万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：30 城地产成交降幅扩大（%）



资料来源：Wind，优财研究院



### 三、 货币政策仍处宽松窗口期

国内经济“三重压力”下新增疫情扰动，疫情对经济的冲击引发央行担忧，叠加房地产下行周期下，稳增长政策框架下货币政策更需主动应对。从“加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”到“强化跨周期和逆周期调节”，逆周期调节重要性明显提高，“加大稳健的货币政策实施力度”和“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的要求下总量工具发力空间加大。

4月流动性缺口下降准概率加大，多重掣肘下降息必要性低于降准，但经济数据窗口期叠加美联储加息空档期下降息仍可适当博弈。降准仍作为补充流动性缺口、提振市场信心、支持地方债发行的工具，2019年中美货币政策背离阶段时央行也曾降准应对经济压力，4月流动性消耗加大、叠加季节性财政存款回笼大月，流动性缺口下降准存在可能性。降息仍受中美利差倒挂、以及美联储加息周期的制约，同时房地产LPR加点下调也有降息意义，降息必要性低于降准，但一季度经济数据公布窗口期叠加美联储加息空档期下降息仍可适当博弈。

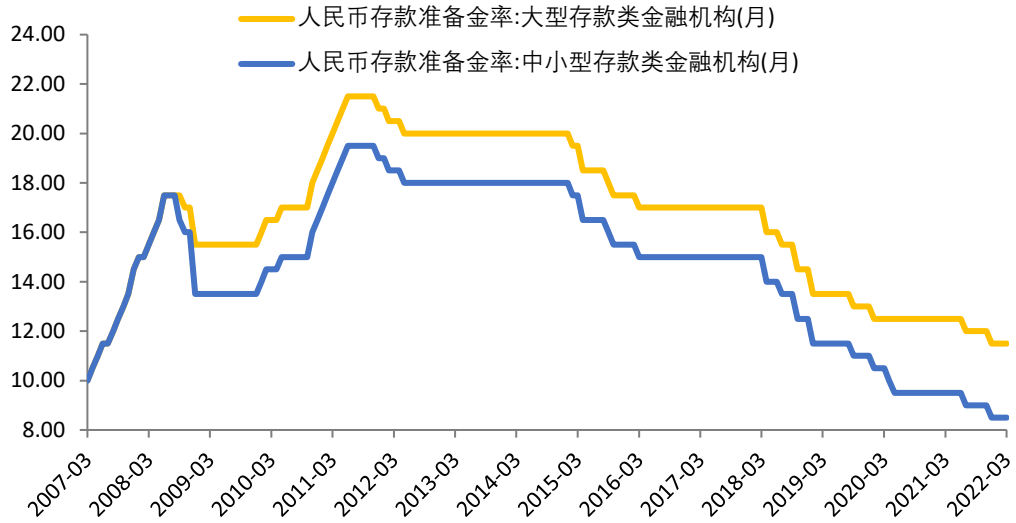
国常会降准预告后全面降准短期或至，纾困稳增长力度加大。4月13日国常会指出，适时运用降准等货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本。这是继去年7月7日之后，国常会再次提及“适时运用降准等货币政策工具”。在国内疫情冲击叠加海外俄乌冲突加剧经济下行压力的背景下，国常会降准预告后全面降准或很快落地，不过当前金融机构平均存款准备金率仅为8.4%，大、中型银行存款准备金率进一步调降的空间收窄。

但货币政策无法解决根本问题，货币政策呵护下财政及信贷政策对疫情冲击更直接有效。在“房地产三道红线+地方政府隐债不增+国企央企去杠杆”政策底线以及全社会总需求不足的环境下，仍需政府部门主动加杠杆创造需求，财政政策仍是重心，货币政策除去适时适度降准降息外，重点仍在于结构性政策撬动银行信贷，避免资产负债表衰退。





图 13: 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

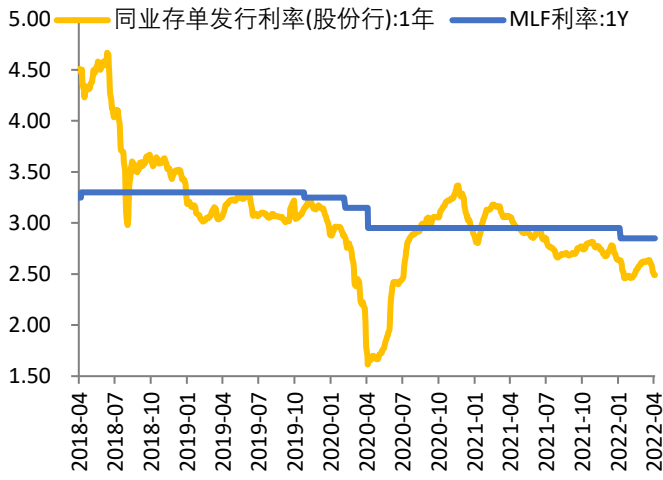
图 14: 国常会“降准预告”后央行或加快落地 (%)

预告日	国常会等表述	降准公告日	央行公告
2018年6月20日	运用定向降准等货币政策工具, 增强小微企业信贷供给能力	2018年6月24日	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点
2018年12月24日	完善普惠金融定向降准政策	2019年1月4日	下调金融机构存款准备金率1个百分点, 其中, 2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点
2019年4月17日	抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架, 要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款	2019年5月6日	对聚焦当地、服务县域的中小银行, 实行较低的优惠存款准备金率。对仅在本县级行政区域内经营, 或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行, 执行与农村信用社相同档次的存款准备金率, 该档次目前为8%。
2019年9月4日	及时运用普遍降准和定向降准等政策工具, 加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度	2019年9月6日	全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点; 对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点, 于10月15日和11月15日分两次实施到位, 每次下调0.5个百分点。
2020年3月10日	抓紧出台普惠金融定向降准措施, 并额外加大对股份制银行的降准力度	2020年3月13日	决定于2020年3月16日定向降准, 释放长期资金5500亿元
2020年3月31日	增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元, 进一步实施对中小银行的定向降准	2020年4月3日	对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点, 于4月15日和5月15日分两次实施到位
2020年6月17日	综合运用降准、再贷款等工具, 保持市场流动性合理充裕	未降准	
2021年7月7日	适时运用降准等货币政策工具, 促进综合融资成本稳中有降	2021年7月9日	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)
2021年12月3日	国务院总理李克强视频会见IMF总裁时表示, 适时降准, 加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度	2021年12月6日	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)
2022年4月13日	适时运用降准等货币政策工具, 进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户支持力度, 向实体经济合理让利, 降低综合融资成本。		

资料来源: Wind, 优财研究院

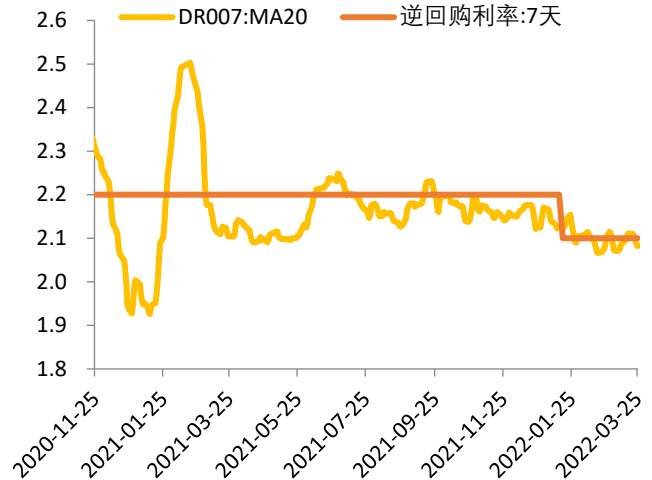


图 15: 同业存单利率隐含市场降息预期 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: DR007 围绕逆回购利率波动 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 四、风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期





## 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/>