



2021年4月17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



经济基本面压力仍未逆转 降准加速落地

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 国常会“预告”后全面降准落地，流动性充裕下幅度减半至 25bp。在疫情的附加冲击以及“疫情-地产”的链条传导下，经济增速目标达成压力加大，因此稳增长政策框架下货币政策更需主动应对，全面降准对金融体系形成充足的流动性支持，以发挥金融支持实体作用和政策信号。而降息仍受中美利差倒挂、美联储加息周期的外部掣肘，降准操作通过降低银行负债成本来一定程度上降低实体融资成本，承担一部分的降息意义。往后看，货币政策无法解决根本问题，央行核心目标仍是宽信用，未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键，财政政策和金融支持更加直接，因此后续仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。

2) 宏观经济仍未转向，社融总量高增下结构仍待改善。3月社融信贷延续1-2月的“总量佳、结构弱”的特征，稳增长政策加力支撑高增量，信贷条件宽松但需求仍显不足，居民加杠杆仍然乏力，实体融资需求仍待改善。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，信用企稳但扩张未至。信用的扩张仍需看到地产政策的进一步放松，疫情外生冲击下政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，房地产需求侧政策调整预期升温。

高频数据显示：1) 国内疫情形势仍在发酵，全国新增确诊再度回升，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，凸显奥密克戎毒株带来的挑战；2) 疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱；3) 疫情影响下生产端开工率仍然偏弱，工业品价格波动加大；4) 农产品价格指数由涨转跌，国内疫情扩散下猪肉终端需求不足，猪价弱势运行；5) 海外10年期美债收益率上行突破2.8%，中美利差倒挂，美元指数持续走强。

对于债市来说，5-7月美联储持续快速加息背景下，货币政策想象空间不足，降息窗口基本关闭，叠加中美利差倒挂下，利率下行空间受到制约。不过基本面对债市仍然有利，疫情冲击消费和供应链，经济基本面压力仍未逆转，宏观环境尚处经济复苏之前、实体融资需求仍然偏弱仍对债市形成支撑。我们此前提出可小幅博弈政策宽松机会，但利率下行空间有限，中长期长端利率仍受稳增长和宽信用大趋势扰动，资金面维持宽松支撑短端强于长端，或可小幅做陡收益率曲线。A股当前政策底强化，但增长底未至，疫情冲击叠加预期转弱，稳增长执行力担忧加大，市场仍处在磨底期。降准对情绪提振预计有限，市场对经济数据观望情绪仍强，同时中美10年国债利差倒挂现象进一步加深，引发市场对于外资流出的担忧，股市短期波动仍大。

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、经济基本面压力仍未逆转，货币政策维持宽松

1. 国常会“预告”后全面降准落地

中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

正如我们此前专题所判断的，当前4月仍处于政策宽松的窗口期，降准概率大于降息，降息仍受中美利差倒挂、美联储加息周期的外部掣肘。国常会“降准预告”后全面降准落地，但此次降准幅度为25bp，幅度上不及市场预期，共释放长期资金约5300亿元，金融机构资金成本每年节约约65亿元，促进降低社会融资成本。

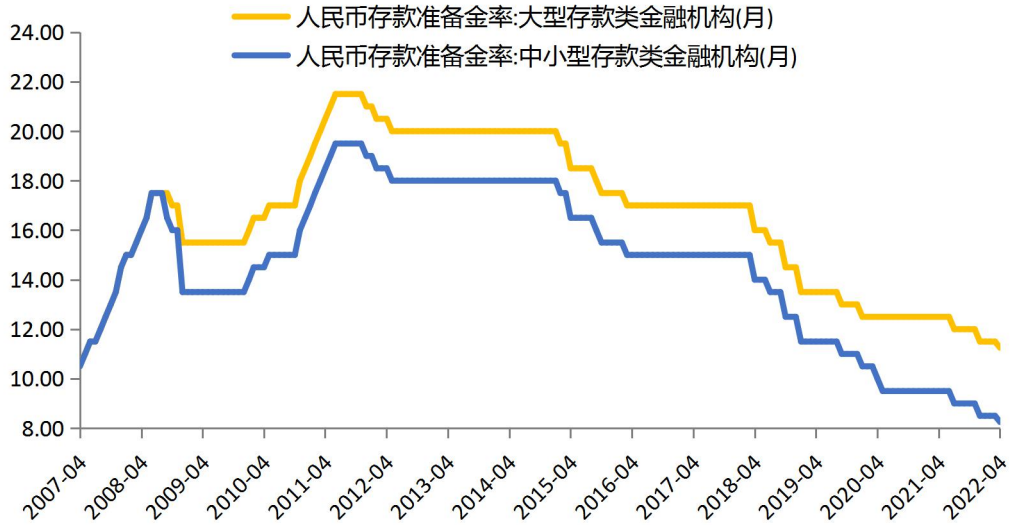
此次降准的宏观环境是在国内疫情严峻的背景下，在疫情的附加冲击以及“疫情-地产”的链条传导下，经济增速目标达成压力加大，因此稳增长政策框架下货币政策更需主动应对，对金融体系形成充足的流动性支持，以发挥金融支持实体作用和政策信号。同时也通过降低银行负债成本来一定程度上降低实体融资成本，承担一部分的降息意义。

不过此次降准幅度低于市场预期和以往降准的幅度，我们认为，一方面，当前流动性整体较为充裕，资金利率也处在较低水平，DR007低于7天逆回购政策利率，流动性缺口有限；另一方面，也体现珍惜货币政策空间的意图，此次降准前金融机构平均存款准备金率仅为8.4%，部分银行准备金率已低至5%，大、中型银行存款准备金率进一步调降的空间有限。

往后看，货币政策无法解决根本问题，央行核心目标仍是宽信用，未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键，财政政策和金融支持更加直接，因此后续仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。



图 1：存款准备金率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：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



2. 3月社融总量高增，但结构仍待改善

央行公布 2022 年 3 月金融数据：1) 中国 3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿元，比上年同期多 1.28 万亿元，预期增 3.63 万亿元，前值 1.19 万亿元；3 月末，社会融资规模存量为 325.64 万亿元，同比增长 10.6%；2) 中国 3 月新增人民币贷款 3.13 万亿元，预期 2.64 万亿元，前值 1.23 万亿元；3) M2 同比 9.7%，市场预期 9.1%，前值 9.2%；M1 同比 4.7%，前值 4.7%。

3 月社融信贷延续 1-2 月的“总量佳、结构弱”的特征，稳增长政策加力支撑高增量，信贷条件宽松但需求仍显不足，企业短贷和票据融资冲量仍是信贷多增主要贡献，企业中长期贷款边际略有好转，居民新增中长贷转正但加杠杆仍然乏力，实体融资需求仍待改善。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，信用企稳但扩张未至。

往后看，信用的扩张仍需看到地产政策的进一步放松，疫情外生冲击下政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，房地产需求侧政策调整预期升温，货币政策仍处于宽松窗口期。

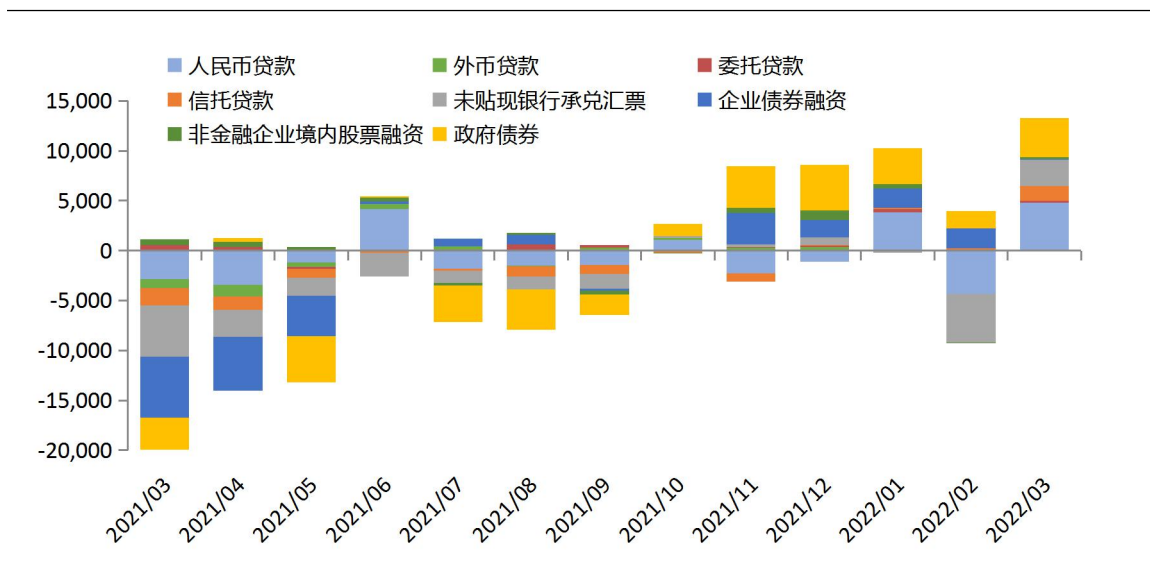
图 3：金融数据一览（亿元，%）

	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06
当月新增社融	46500	11928	61750	23682	25983	16176	29026	29893	10752	37017
新增人民币贷款	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200
社融存量同比 (%)	10.6	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0
(当月同比变化)										
社会融资规模	12738	-5315	9866	6490	4628	2247	-5667	-5960	-6176	2336
新增人民币贷款	4817	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153
居民短贷	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100
居民中长贷	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193
企业短贷	4341	1614	4345	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960
企业中长贷	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019
票据融资	4712	4907	3193	746	801	2284	3985	4489	2792	4851
委托贷款	148	26	337	143	66	1	295	592	1	10
信托贷款	1532	185	162	67	-803	-186	-939	-1046	-204	-194
未贴现票据	2582	-4867	-169	797	242	203	-1489	-1314	-1186	-2411
企业债券融资	87	2021	1912	1731	3166	-2	-179	990	733	241
政府债券	3921	1705	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58

资料来源：Wind，优财研究院

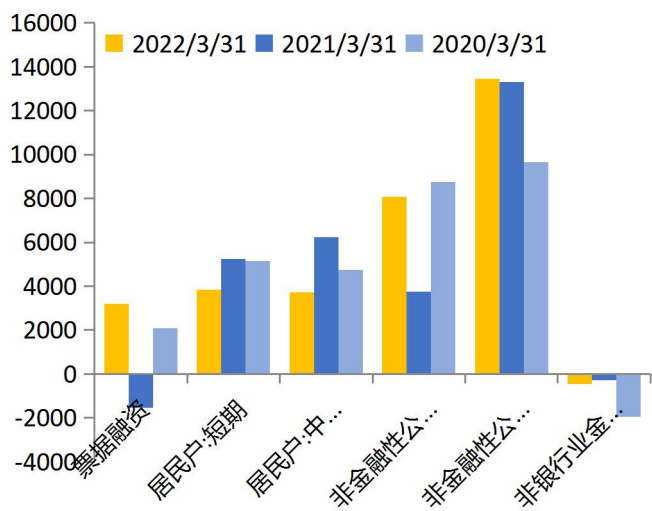


图 4: 当月同比增量贡献 (亿元)



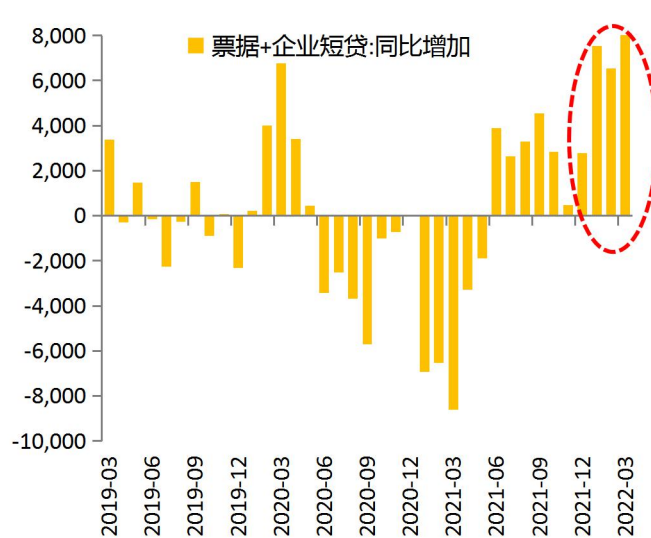
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 短贷好于长贷、企业强于居民 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

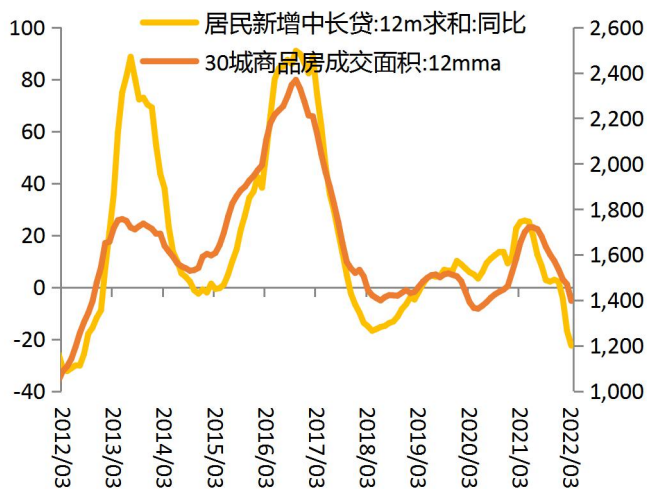
图 6: 企业融资结构仍偏向短期化 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

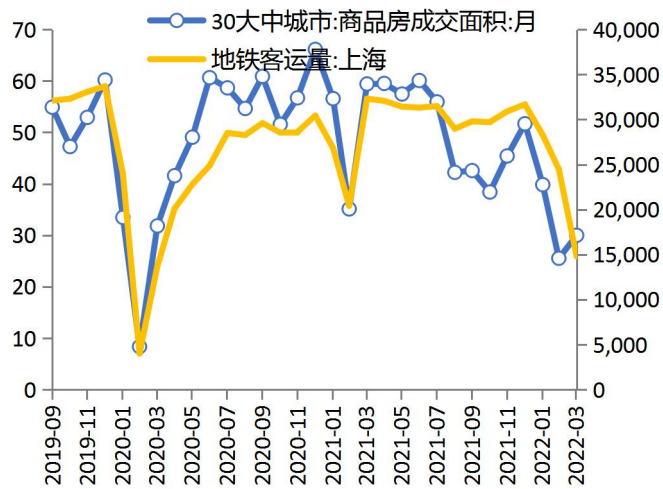


图 7：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：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

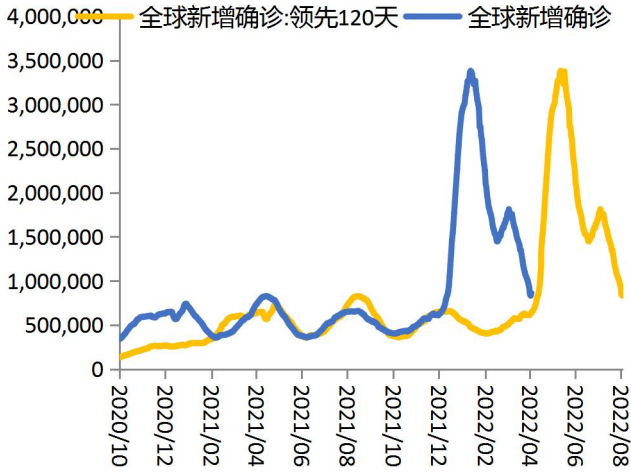
二、海外疫情和经济活动跟踪

欧洲疫情继续向下收敛，德国法国新增确诊高位回落，本轮疫情对海外冲击逐渐减弱。但海外主要扰动仍在于俄乌冲突、以及海外抗通胀和美联储加息，俄乌冲突的不确定性加剧海外通胀压力，全球收紧货币应对通胀持续上行，美联储当前仍处于快速持续加息的时间窗口，但偏后周期的加息周期下经济走弱压力也在酝酿，供给端矛盾难以缓解下全球经济面临滞胀风险。

近期美债收益率持续快速上行，10 年期美债收益率上行突破 2.8%，中美利差倒挂，且美元指数仍在走强，美债 10 年和 2 年的利差略有走阔但仍低于 40bp，从历史经验来看，其利差收窄至 25bp 以内时预示着美国经济陷入衰退的概率显著上升，而 10Y 和 2Y 收益率曲线倒挂往往预示美国经济的衰退，长债收益率往往先于短债收益率见顶。

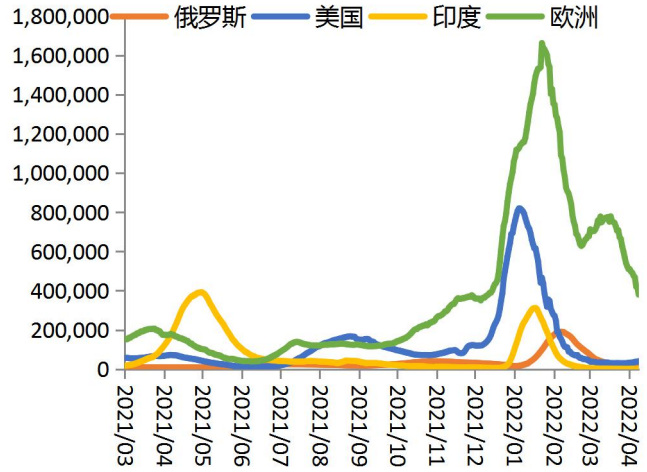


图 9：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



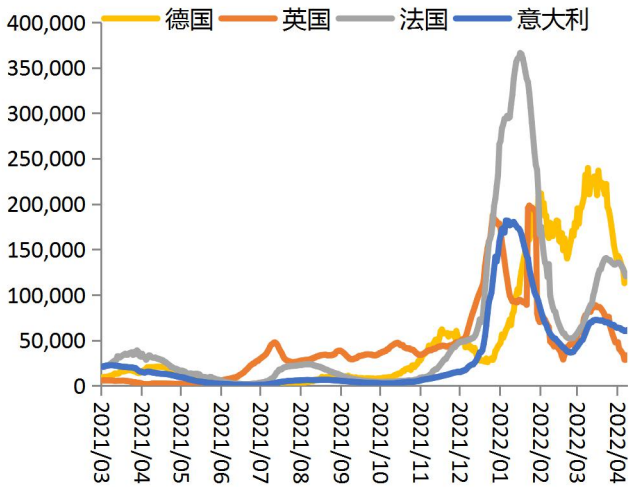
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



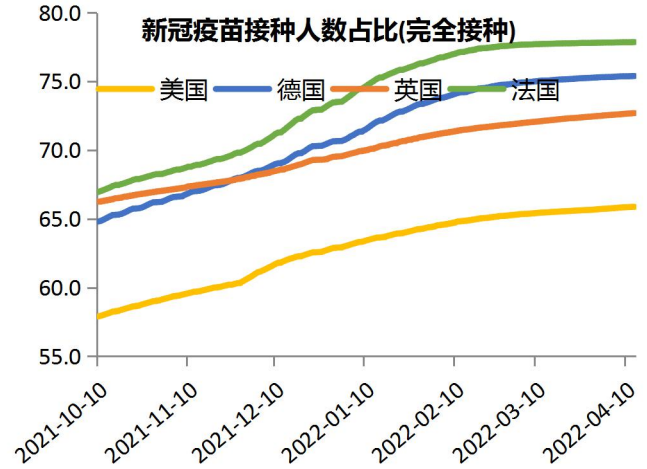
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：新冠疫苗完全接种人数占比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

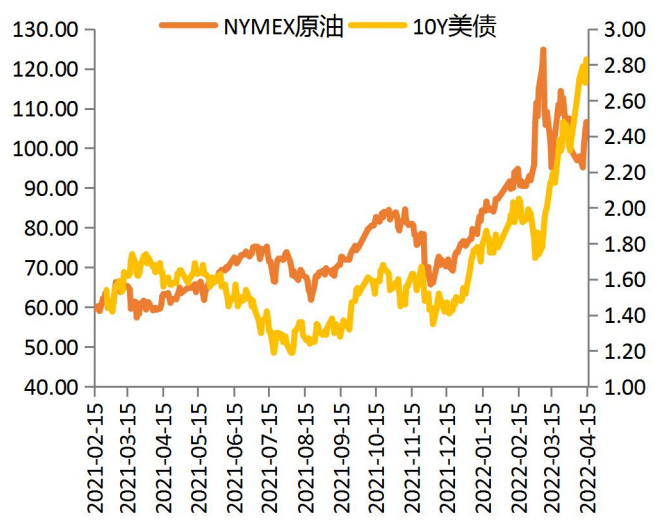


图 13: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



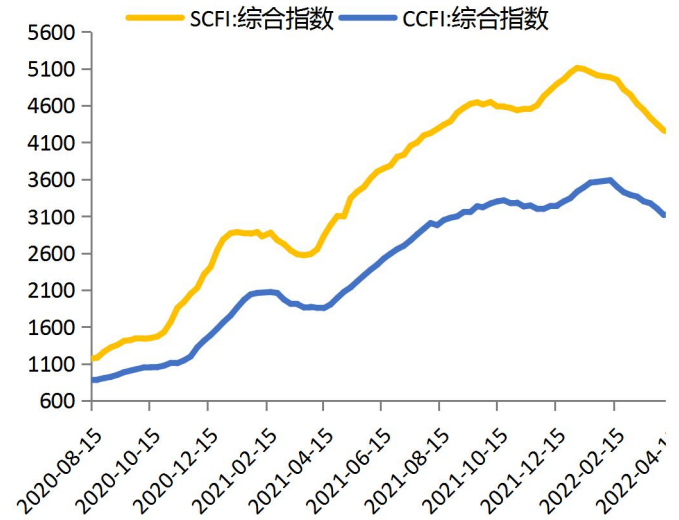
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院



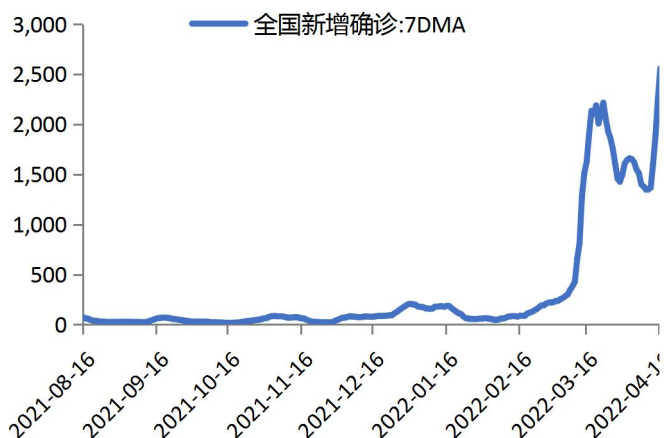
三、经济高频观察

1. 国内疫情形势仍在发酵

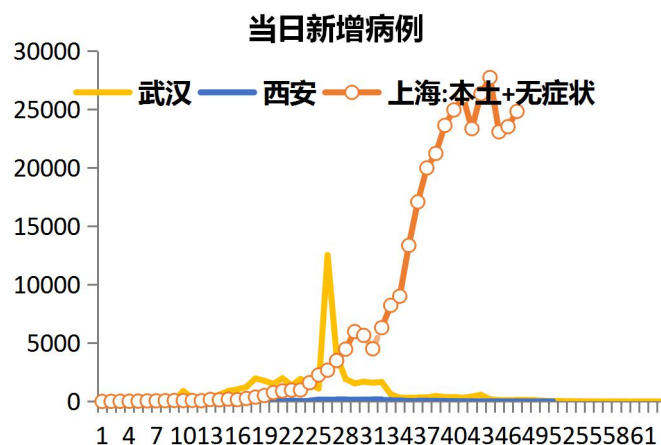
上周全国新增确诊再度回升，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，日新增超2万多例，疫情仍未见收敛信号，远超出过去两年国内几轮疫情反复的水平，凸显奥密克戎毒株带来的挑战。国内疫情呈现多点散发、蔓延之势，本轮疫情影响或仅次于第一轮，对经济形成附加冲击，居民生活半径缩短拖累消费和服务业活动，经济短期压力进一步加大。

图 17：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）

图 18：上海每日新增确诊仍在高位（例）



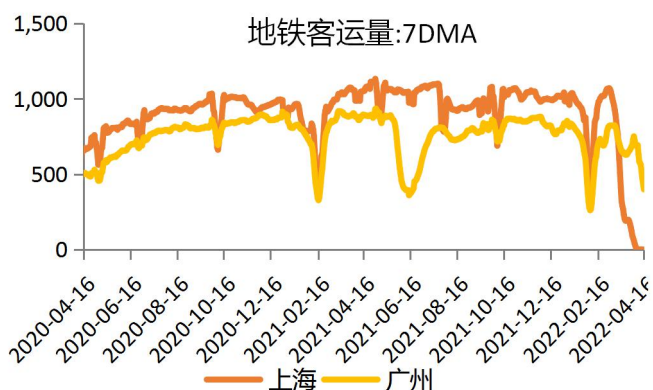
资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：地铁客运量大幅下降（万人次）

图 20：全国拥堵指数回落



资料来源：Wind，优财研究院



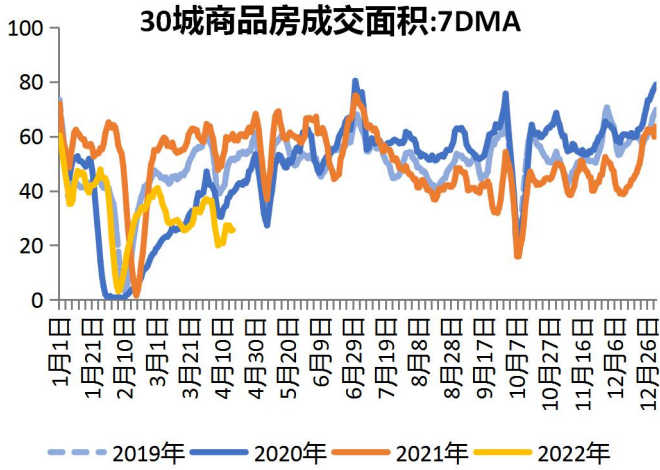
资料来源：Wind，优财研究院



2. 需求：疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱

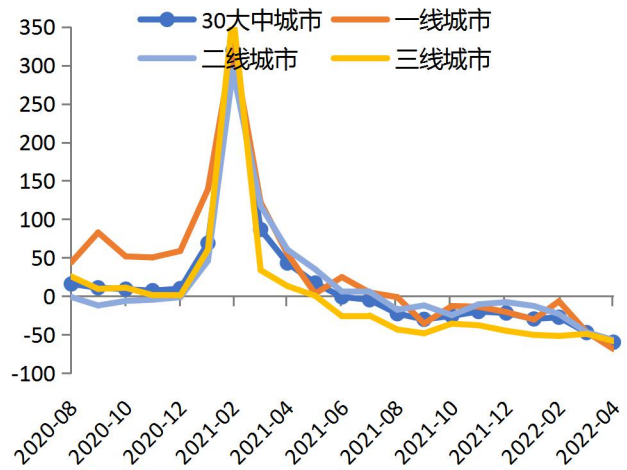
上周商品房销售小幅回升，但仍处于较弱水平，同比降幅仍大，4月截至16日，30城商品房成交面积同比增速-60%（上周为-62%，3月为-47%），一二三线城市同比均弱，疫情防控加码下一线城市降幅显著扩大。3月初以来全国疫情形势严峻下，各地防控措施升级影响商品房销售活动，同时，部分地产项目也受人力短缺和物料供应不足影响停工，拖累地产开工和施工投资。

图 21：30 城商品房成交面积（万平方米）



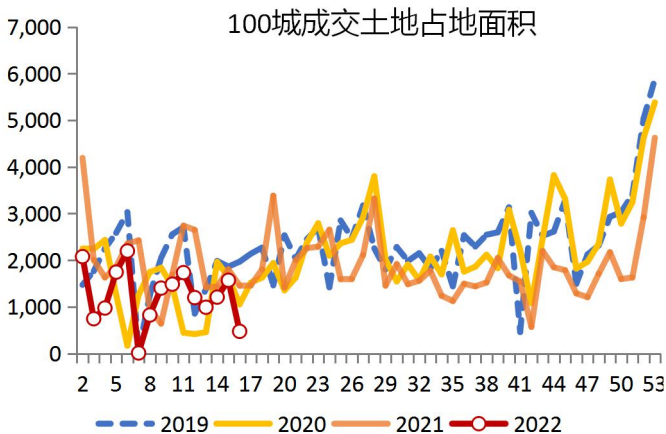
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：30 城商品房成交面积同比（%）



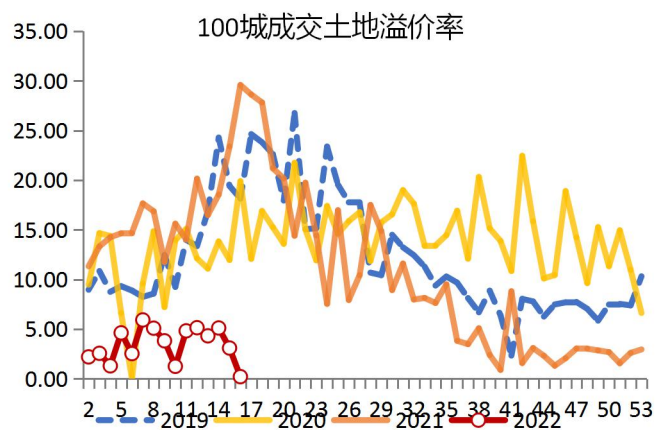
资料来源：Wind，优财研究院

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

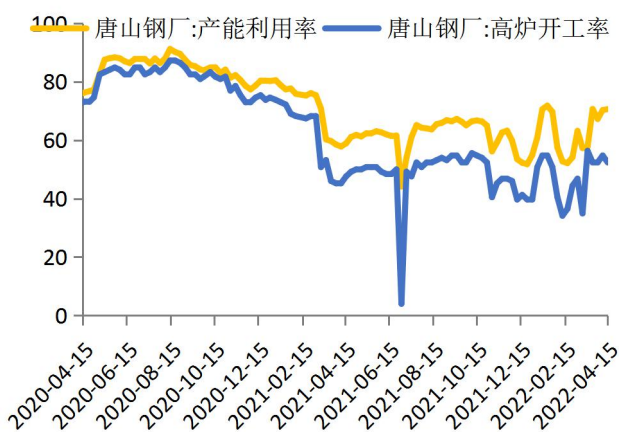


2. 生产：疫情影响下生产端开工率仍然偏弱，工业品价格波动加大

上周开工率小幅波动，江浙地区涤纶长丝开工率、石油沥青装置开工率、及全国水泥发运率均小幅回升，但受疫情影响仍明显低于往年同期，而随着唐山部分地区解封，唐山钢厂开工率回升。

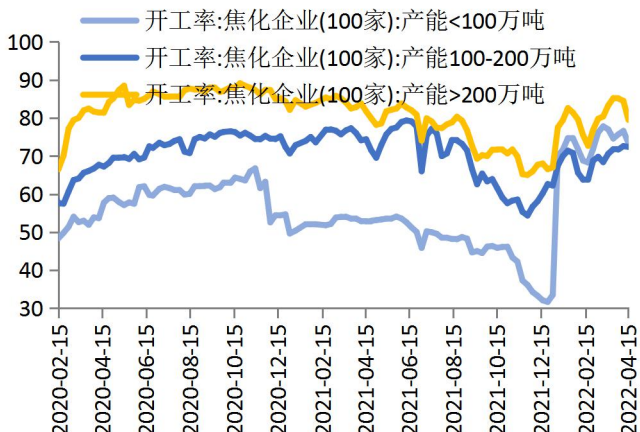
工业品价格波动加大，焦炭焦煤铁矿石等价格高位运行、先跌后涨，有色化工整体持平，玻璃价格震荡运行，水泥价格反季节性调整。中长期看俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，带来全球通胀压力的抬升，并加剧全球产业链原料短供问题，全球经济滞涨风险加大。

图 25：唐山钢厂高炉开工率（%）



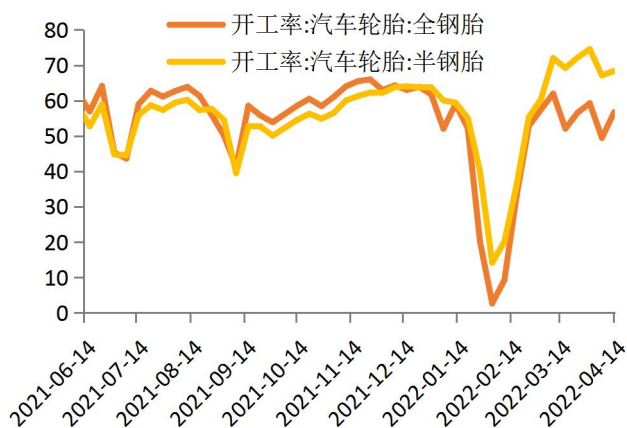
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：焦化企业开工率（%）



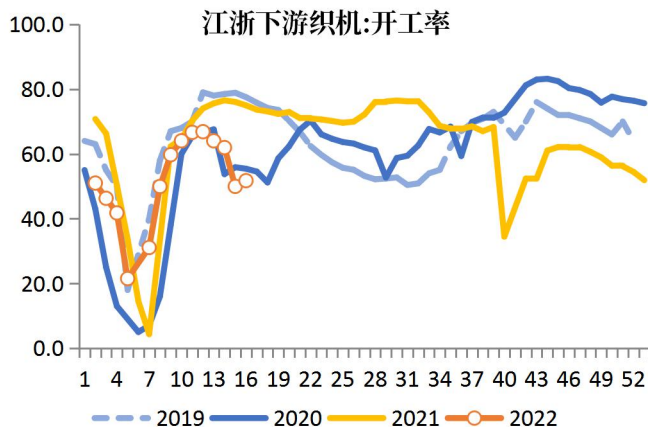
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

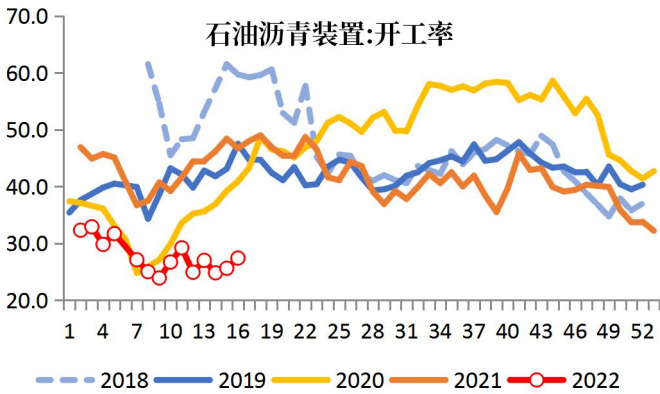
图 28：江浙下游织机开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

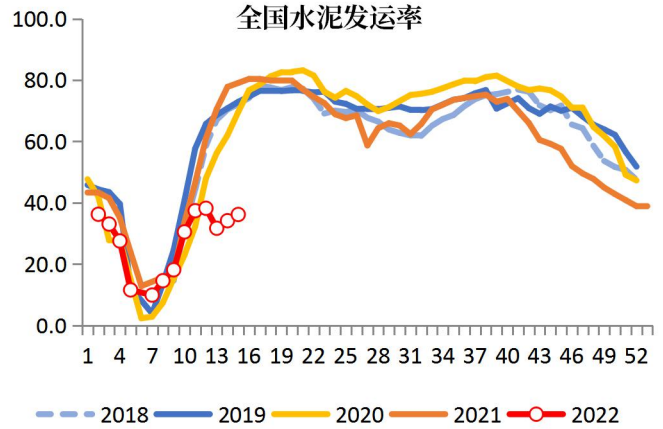


图 29: 石油沥青装置开工率 (%)



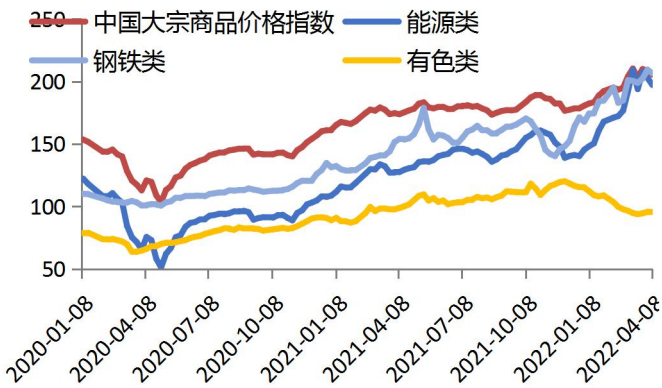
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 全国水泥发运率 (%)



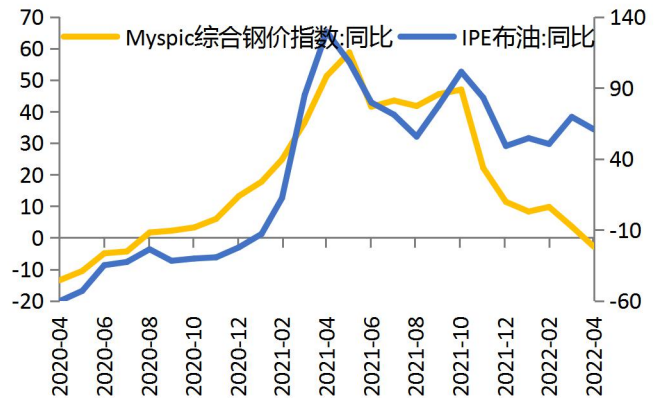
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 大宗商品价格指数



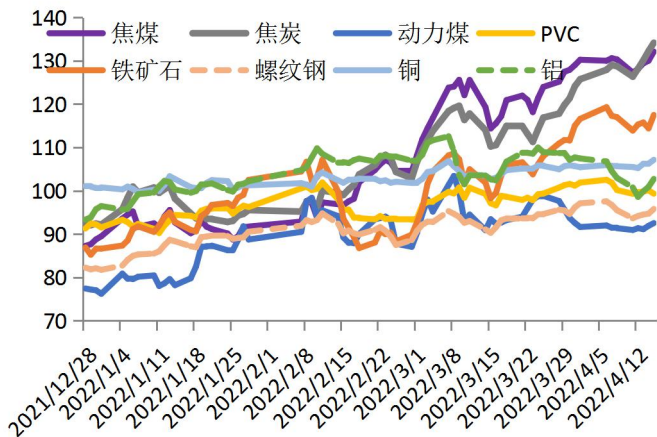
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 钢价指数&布油同比 (%)



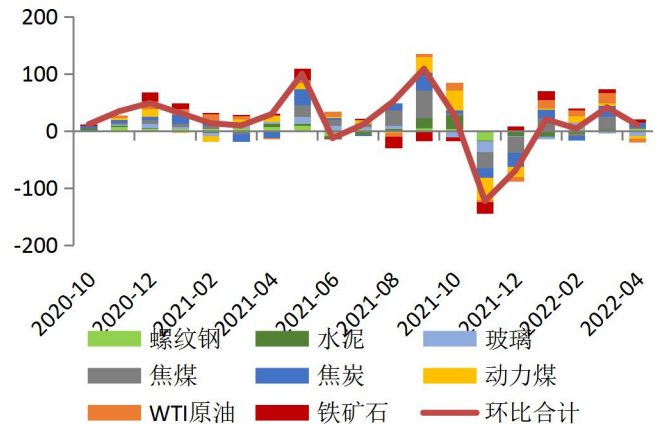
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 上游高耗能产品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 工业品价格月度环比 (%)



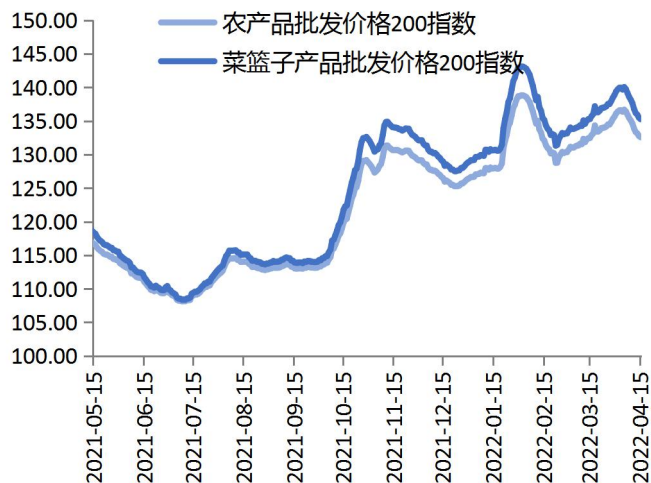
资料来源: Wind, 优财研究院



3. 通胀：农产品价格指数由涨转跌，猪价弱势运行

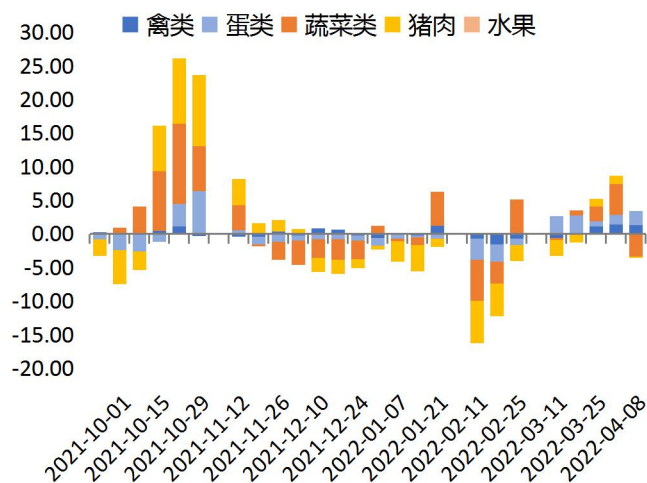
农产品价格指数回落，由涨转跌，近期蔬菜价格高位回落，鸡蛋禽类小幅上涨，而猪肉价格延续偏弱震荡，国内疫情扩散下猪肉终端需求疲软运行。

图 35：农产品批发价格 200 指数



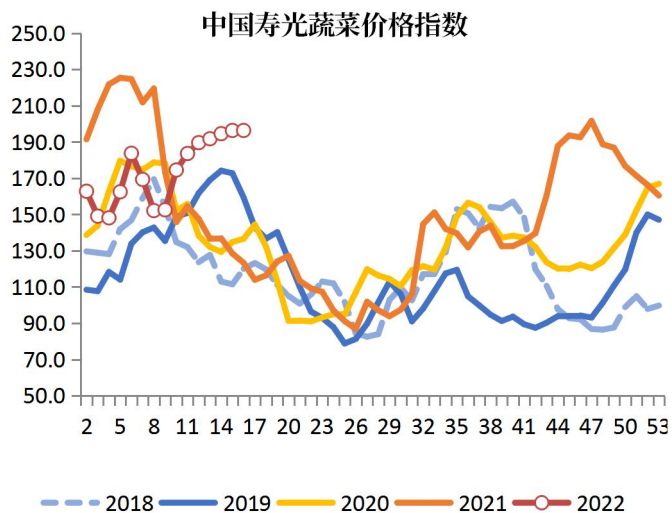
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：食用农产品价格指数:周环比 (%)



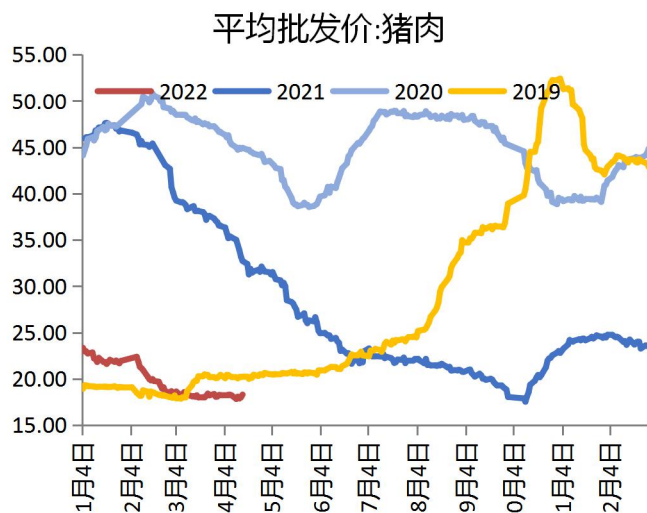
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：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

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/>