



2021年5月4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

宏观经济内外扰动加剧，政策仍待积极发力

内容提要

宏观经济内外扰动加剧，国内疫情扩散加剧经济下行压力：一方面，海外货币政策收紧仍是国内持续面临的外部压力，另一方面，国内疫情的扩散不仅冲击受社交距离影响的消费和服务业，也向供应链和生产端逐渐传导，三重压力下稳增长目标压力加大，消费、房地产、制造业增速均有明显下滑。往后看，疫情的收敛将是宏观经济的主要边际变量，当前国内疫情形势出现逐渐收敛态势，封控措施严峻下供应链影响仍在发酵，叠加基数抬高影响，二季度 GDP 仍存在放缓压力。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，稳增长政策预期仍待升温。

信用企稳但扩张未至，融资需求仍待改善：当前实体融资需求仍在走弱，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，信贷条件宽松但需求仍显不足，信用企稳但扩张未至。融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，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。

高频数据下的4月经济：1) 疫情方面，4月国内疫情冲高回落，向生产和供应链冲击传导，加剧经济下行压力；2) 需求端，疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱，且人力短缺和物料供应不足拖累地产开工和施工投资；3) 生产端，疫情影响下开工率表现分化，生产端整体偏弱；4) 价格端，疫情扰动下游需求和供应链，4月工业品价格波动加大，国内定价商品多数收跌，全球定价商品震荡为主；5) 通胀端，4月农产品价格指数季节性回落，受收储工作开展、去产能加速及疫情扩散下运输受阻等多个因素的提振，猪价低位反弹。



稳增长政策仍需积极加码：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，政策仍需积极加码。4月央行全面降准体现了稳增长政策框架下货币政策的主动应对，但货币政策仍难解决根本问题，稳增长政策积极加码下宽信用仍然是主线，主体纾困是重心。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。宏观调控重心是保市场主体，疫情下力促供应链畅通，财政政策和金融支持更加直接，预计后续政策仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。政策方面短期仍需关注可能召开的政治局会议所透露出的政策风向，发行特别国债、房地产政策调控松绑、地产城投融资监管松绑等或是主要方向。

资产价格：内外扰动下风险情绪持续承压，股市仍处在寻底过程中。叠加近期中美利差倒挂现象进一步加深，引发汇率贬值和外资流出的持续担忧，股市短期波动仍大，国内疫情形势严峻下仍需观望待政策进一步实质性动向。而对于债市来说，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。

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



目录

一、	疫情冲击加剧经济下行压力.....	3
1.	疫情冲击地产供需两端，地产投资和销售全面下滑.....	6
2.	俄乌冲突和国内疫情冲击供给端，生产端表现偏弱.....	7
3.	疫情冲击打断消费回暖趋势，社经消费大幅下滑.....	9
二、	信用企稳但扩张未至，融资需求仍待改善.....	11
三、	高频数据下的 4 月经济.....	13
1.	疫情：4 月国内疫情冲高回落，向生产和供应链冲击传导.....	13
2.	需求：疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱.....	14
3.	生产：疫情影响下开工率表现分化，生产端整体偏弱.....	15
4.	价格：疫情扰动下游需求和供应链，4 月工业品价格波动加大.....	17
5.	通胀：4 月农产品价格指数季节性回落，猪价低位反弹.....	19
四、	稳增长政策仍需积极加码.....	20
五、	风险提示.....	22
	重要声明.....	23

一、 疫情冲击加剧经济下行压力

今年年初受低基数、稳增长动员等因素提振，1-2 月经济实现开门红，但 3 月份宏观内外扰动加剧，国内疫情冲击及海外俄乌冲突对经济形成附加冲击，三重压力下稳增长目标压力加大，疫情冲击消费和供应链、并形成“疫情-地产”的链条传导，3 月消费、房地产、制造业增速均有明显下滑，工业表现相对好于服务业。

当前疫情的收敛将是宏观经济的主要边际变量，当前国内疫情形势出现逐渐收敛态势，上海本土确诊及无症状人数处在高位回落过程中，仍凸显奥密克戎毒株带来的挑战，封控措施严峻下供应链影响仍在发酵，叠加基数抬高影响，二季度 GDP 仍存在放缓压力。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，稳增长政策预期仍待升温。

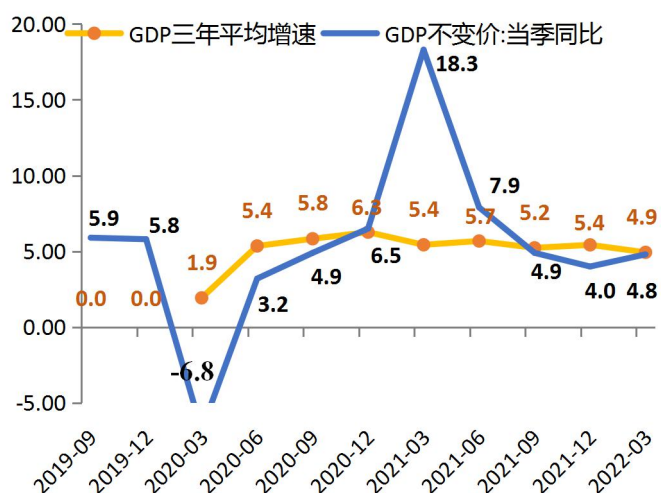


图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05
工业增加值	当月同比% (2020-2021为两年平均)	5.0	7.5		5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6
固定资产投资		6.6	12.2		3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.3	5.7	4.7
基建		8.8	8.1		-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8
房地产		-2.4	3.7		-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0
制造业		11.9	20.9		11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7
社消零售		-3.5	6.7		3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5
出口金额		14.7	6.3		19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.9	15.1	11.1
进口金额		-0.1	15.6		13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.8	18.8	12.5
CPI	当月同比%	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
PPI	当月同比%	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0
M1	%	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1
M2	%	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3
社融	存量同比%	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00
失业率	城镇调查	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0

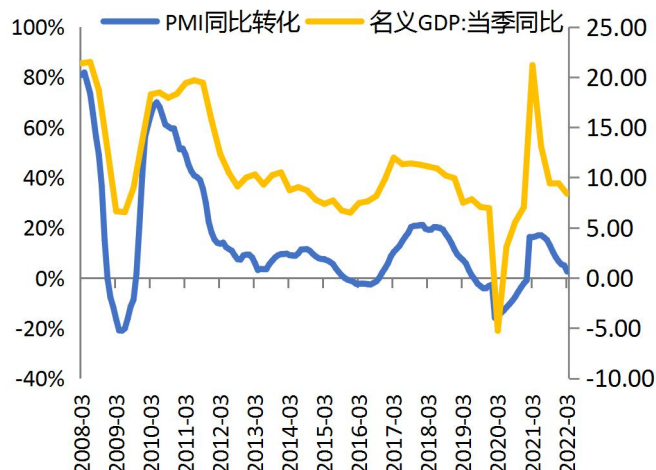
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：GDP 三年复合增速回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

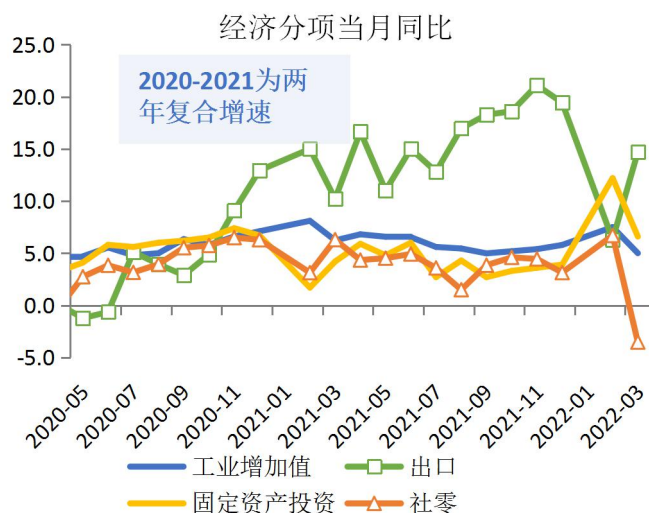
图 3：PMI 同比尚未企稳 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

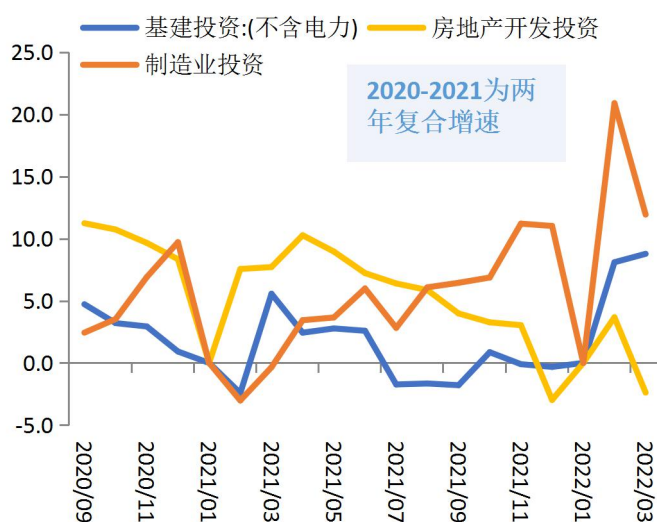


图 4：3 月内需增速回落（%）



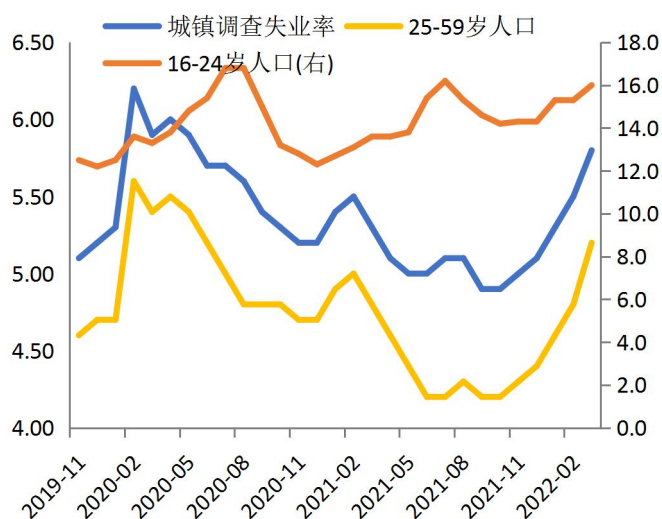
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：制造业和地产投资增速回落（亿元）



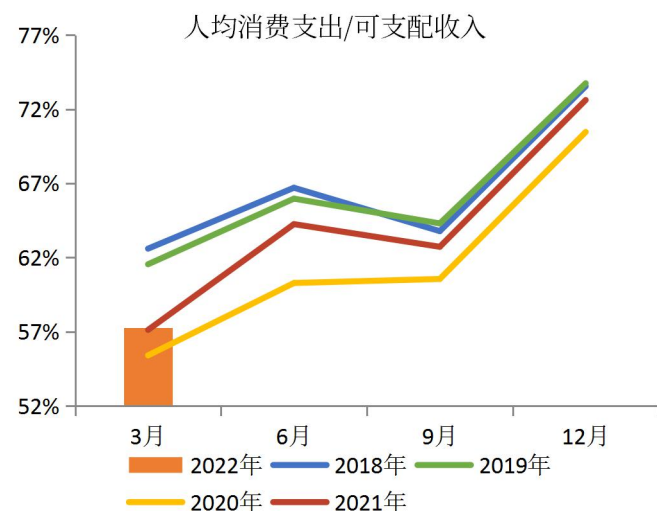
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：各年龄段失业率均明显回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：人均消费支出占可支配收入比重（%）



资料来源：Wind，优财研究院

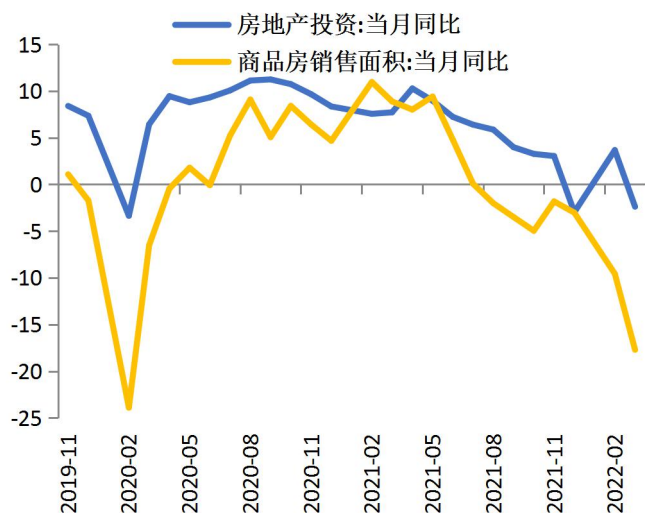


1. 疫情冲击地产供需两端，地产投资和销售全面下滑

疫情冲击下3月房地产投资回落至负增长，当月同比-2.4%，较1-2月降低6.1个百分点，3月商品房销售额同比-26.2%，较1-2月降低6.9个百分点。从结构上看，疫情冲击地产供需两端，房企开工减少、部分项目停缓建，拖累新开工、施工、竣工当月增速较上月均有明显下滑。房企拿地能力和意愿不足下土地成交降幅仍在扩大，作为前瞻性指标，同时制约后续新开工及滞后的土地购置费增速。当前地产端预期走弱仍未改善，房地产供求两端仍未恢复良性循环，房价预期不振叠加疫情冲击销售活动，销售回款不足施压房企现金流，并通过房企现金流收缩影响房企投资和债务。

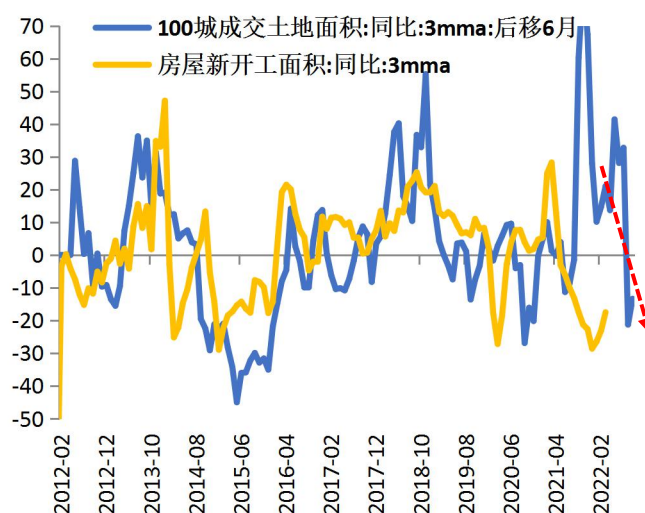
地产端主要矛盾从去年下半年的“供给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”，二季度仍是地产投资探底期，在“稳增长”的宏观主线下，5.5%的GDP目标要求下资本形成拉动仍需发力，叠加地产产业链影响较广，对经济各部门产生传导影响，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

图8：地产投资 VS 销售（20-21 为两年复合增速%）



资料来源：Wind，优财研究院

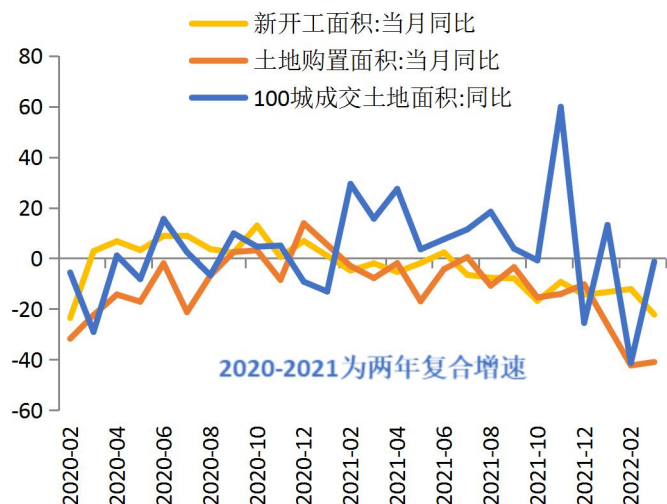
图9：土地成交走弱带动新开工仍在低位（%）



资料来源：Wind，优财研究院

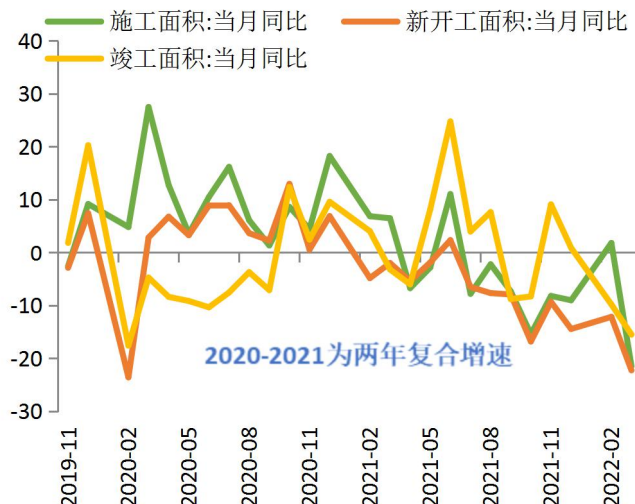


图 10：前瞻指标仍未回暖（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：新开工、施工、竣工增速均明显下滑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

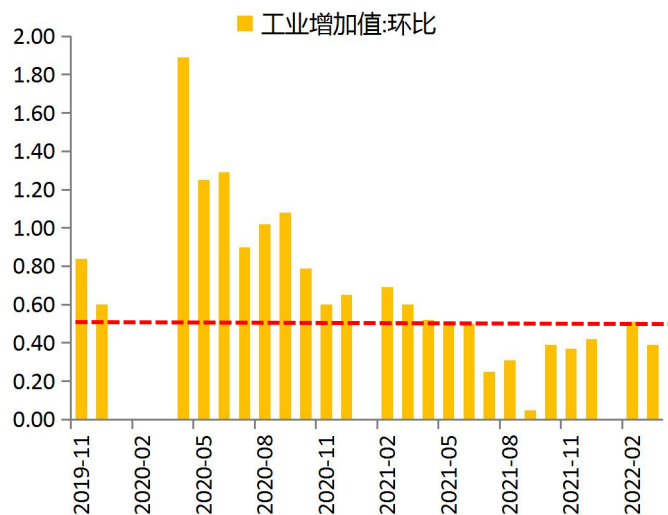
2. 俄乌冲突和国内疫情冲击供给端，生产端表现偏弱

今年 3 月工业增加值同比 5%，较 1-2 月下降 2.5 个百分点，环比增速再度回落至略低于去年四季度的水平，去年基数不高下显示生产端表现偏弱，在能耗双控和缺煤限电的供给约束解除后，俄乌冲突和国内疫情冲击供给端。一方面，俄乌冲突推升输入性通胀压力，对国内生产成本端形成压力，影响上中下游企业景气度的分化水平，并压制企业利润，3 月仅偏中上游的有色、黑色和非金属矿物行业增加值同比较上月小幅走高，其他中下游行业均有所走弱。

另一方面，疫情同时影响封控区生产活动以及供应链传导，影响上下游企业的生产活动，3 月纺织业、汽车制造、通用设备行业增加值同比均明显下滑，当前疫情仍未见顶下对 4 月生产数据也形成明显拖累。而相比工业生产，疫情对服务业的拖累更加显著，3 月服务业生产指数大幅下滑并回落至负值，仅好于 20 年疫情冲击的 2-4 月，彰显本轮疫情对经济基本面的冲击。

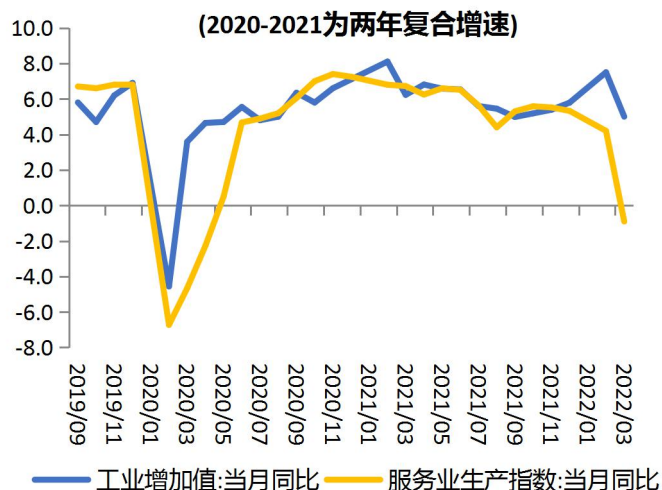


图 12: 工业增加值环比增速回落 (%)



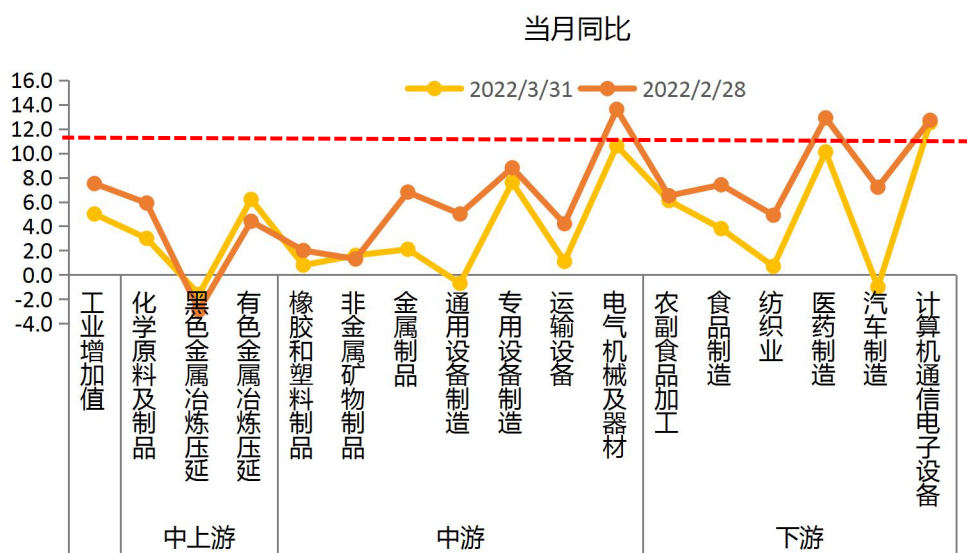
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 服务业生产增速转负 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 成本端压力下工业生产行业分化, 中上游好于下游 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



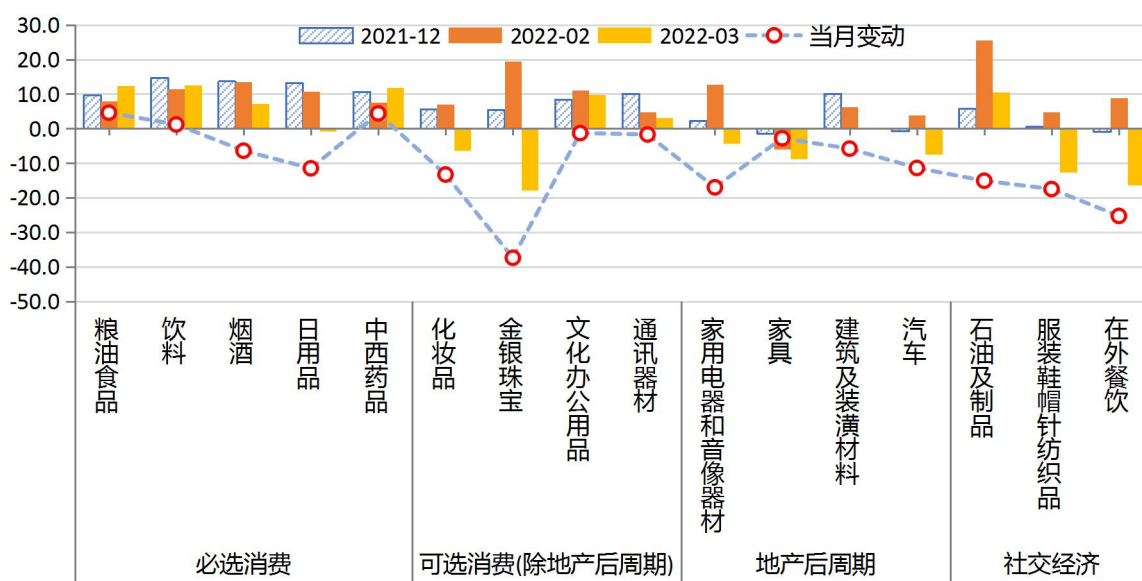
3. 疫情冲击打断消费回暖趋势，社交经济消费大幅下滑

3月社会消费品零售总额同比-3.5%，较1-2月大幅回落10.2个百分点，疫情冲击下打断消费回暖趋势。一方面，线下接触式消费场景缺失，餐饮、服装、汽油等社交经济类消费明显下滑，而必选消费表现仍偏稳定，同时对于疫情封控地区，物流供应链的管控下线上消费场景缺失同样拖累电商消费。

另一方面，疫情形势严峻影响居民就业和收入，3月失业率数据明显回升，可支配收入的减少影响居民消费能力，汽车和家电等可选消费同比降幅较大。同时居民收入预期的走弱也推高预防性储蓄、压低边际消费倾向，央行城镇储户调查显示，今年一季度“更多储蓄”占比54.7%、为历史新高水平。

往后看，疫情仍将是消费的主要边际变量，当前本轮疫情仍处在高点，封锁措施，4月消费仍受明显拖累。而随着本轮疫情的逐步收敛，5月起消费有望逐渐回暖，后续消费回升幅度仍取决于稳增长的力度，但正如我们此前一直所强调的，在疫情影响进一步减退前，消费的恢复仍然存在天花板效应，必选消费或仍优于可选消费。

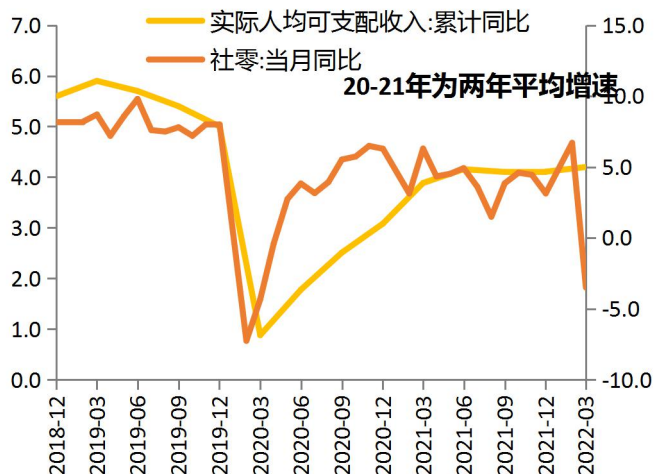
图 15：消费分项当月同比（2021-12 月为两年复合增速，%）



资料来源：Wind，优财研究院

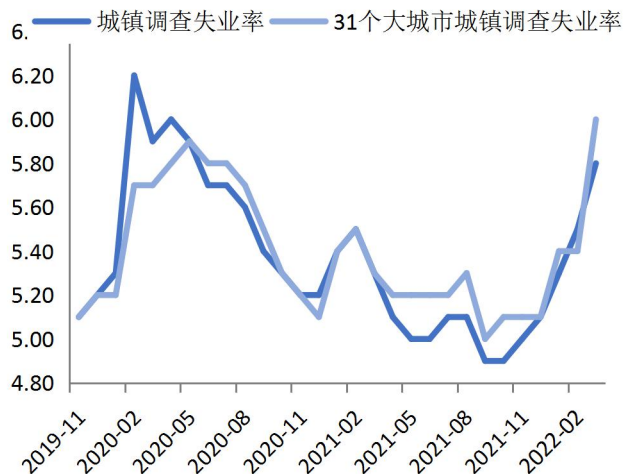


图 16: 消费增速仅次于 20 年疫情期间 (%)



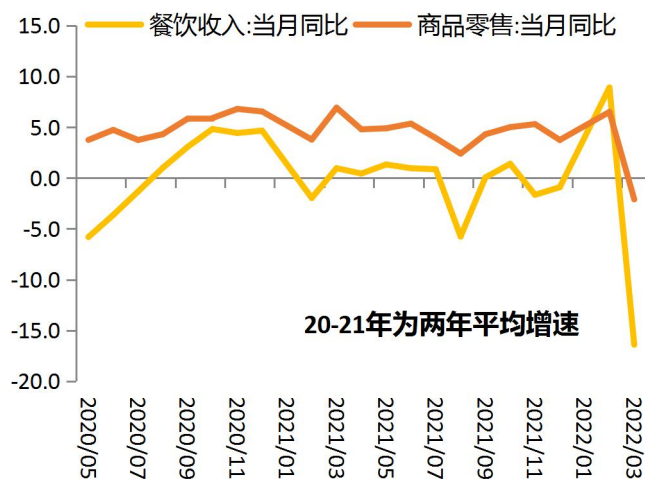
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 疫情冲击下失业率大幅上行 (%)



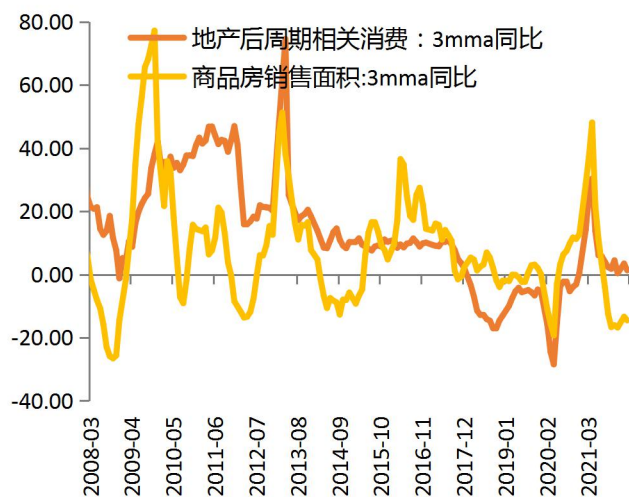
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 餐饮收入下滑幅度大于商品零售 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 收入压力下地产后周期消费仍弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



二、信用企稳但扩张未至，融资需求仍待改善

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，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。当前实体融资需求仍在走弱，“房住不炒”定调不变叠加地方政府隐性债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，信用稳而不宽，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，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。

货币政策宽松支撑融资条件好转，但内生融资需求仍在收缩，社融企稳仍处第一阶段。当前处在社融企稳回升的第一阶段，融资条件边际好转，此时对货币环境敏感的债券融资增速触底回升，但实体融资需求仍然偏弱，在融资主体缺失下，信用易稳难宽。而随着实体顺周期融资的修复，信用扩张将进入回升第二阶段，此时也对应实体经济的回升。根据领先性线性外推，从去年三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约需要3-4个季度左右，意味着信用扩张最快将于二季度末出现。

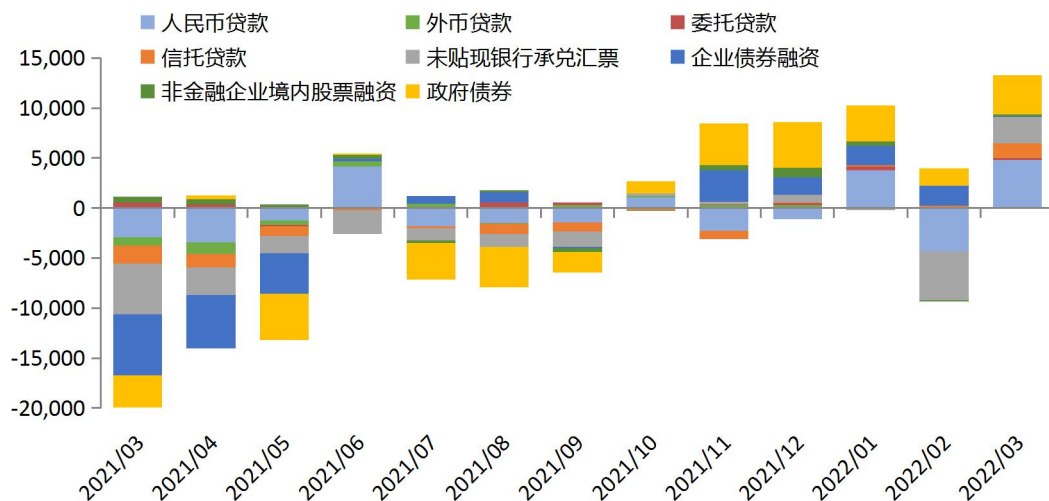


图 20: 金融数据一览 (亿元, %)

	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

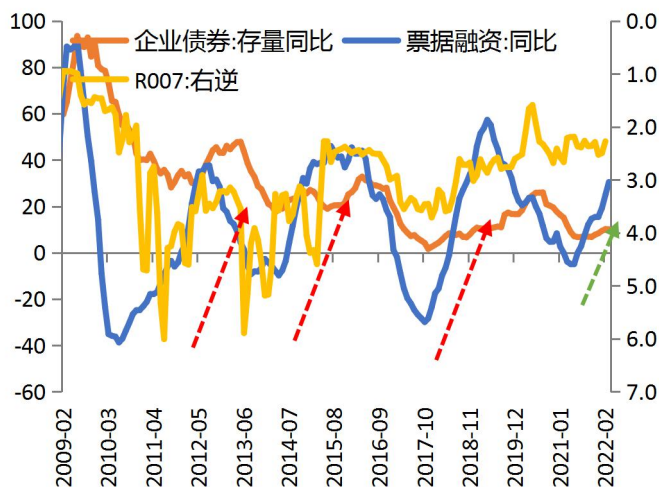
图 21: 当月同比增量贡献 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

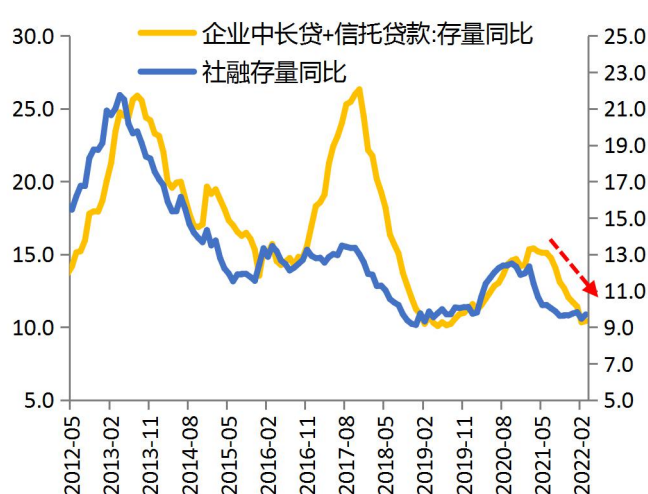


图 22：票据融资、企业债券率先回升（%）



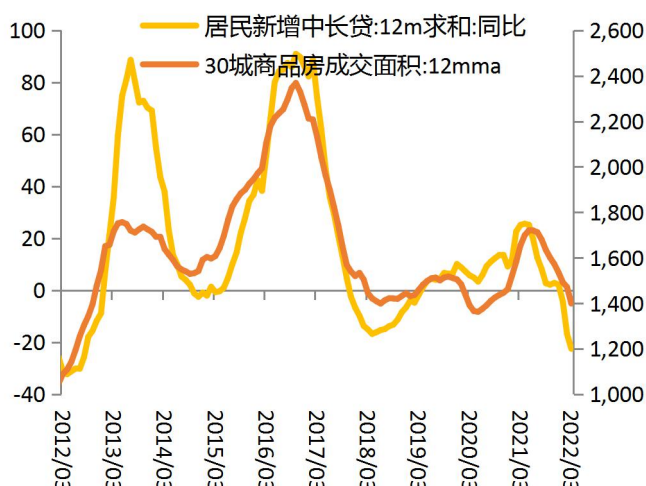
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：实体融资需求仍处回落阶段（%）



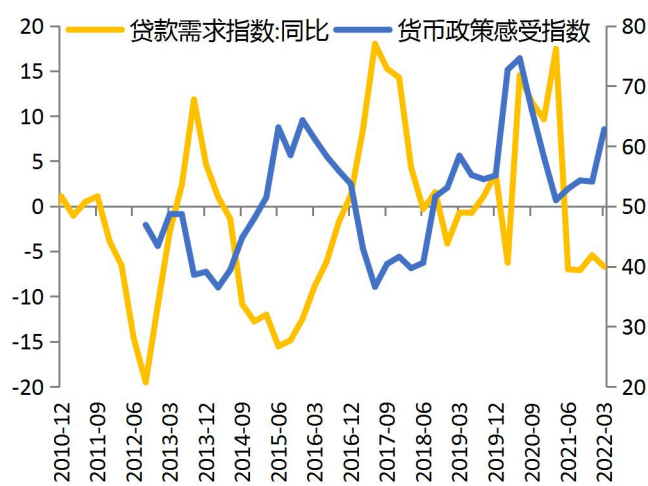
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：贷款需求同比仍在收缩（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、高频数据下的4月经济

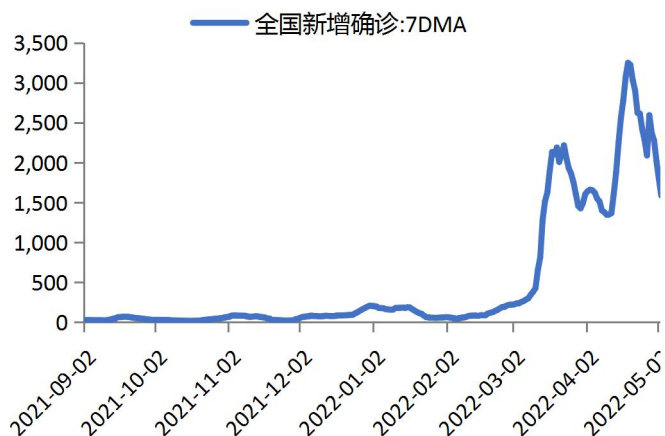
1. 疫情：4月国内疫情冲高回落，向生产和供应链冲击传导

4月国内疫情快速扩散，尤其是上海疫情新增确诊和无症状持续走高，日度新增上破2万例以上，而后4月下旬以来上海疫情逐渐呈现收敛状态。全国拥堵延时指数和地



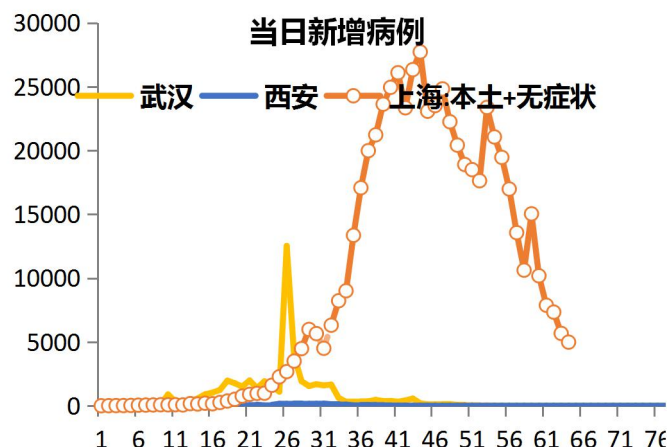
铁客流量维持较低水平，上海地铁客运量持续为零，疫情防控政策下社交活动中断对消费和服务业活动形成冲击，并进一步冲击生产端和供应链，加剧经济下行压力。

图 26：本轮疫情形势远超过去两年本土反复（例）



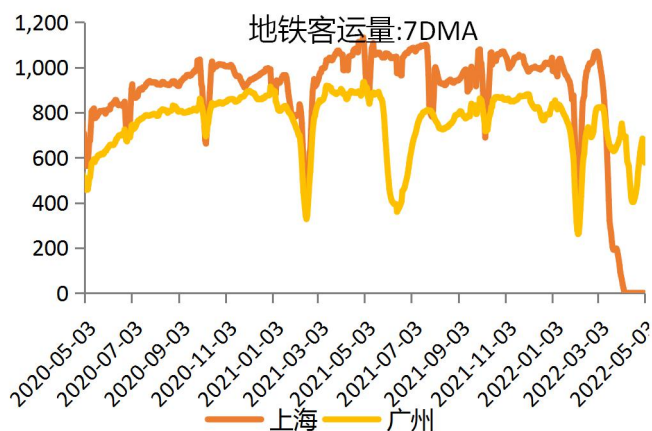
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：上海每日新增确诊仍在高位（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：地铁客运量大幅下降（万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：全国拥堵指数回落



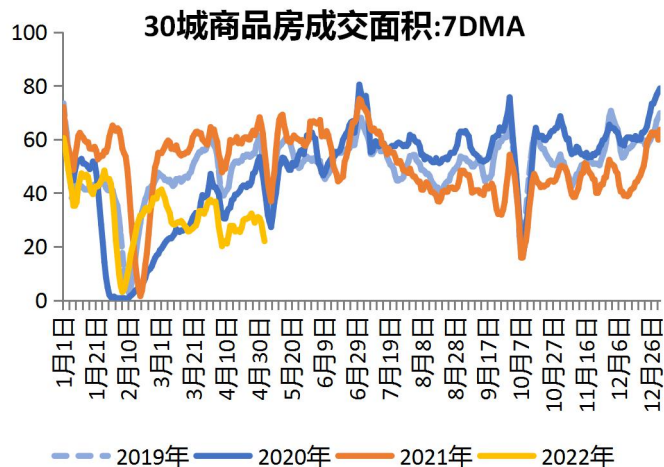
资料来源：Wind，优财研究院

2. 需求：疫情冲击地产供需两端，房地产高频销售持续偏弱

4月商品房销售持续偏低，30城商品房成交面积同比增速-54%，同比降幅较上月继续扩大（3月为-47%），一二三线城市同比均弱，一线城市受疫情防控加码影响较大。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，且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。

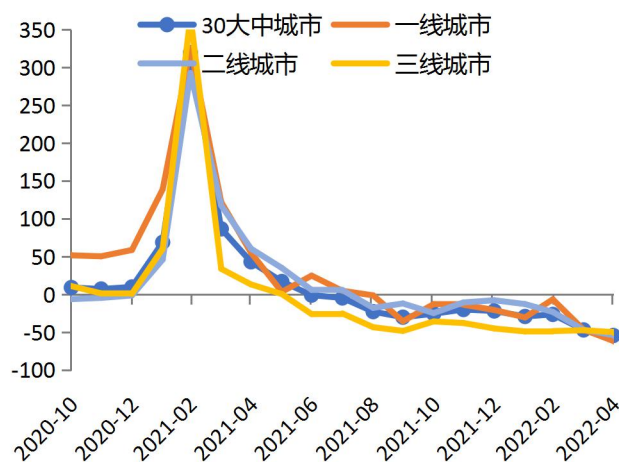


图 30：30 城商品房成交面积（万平方米）



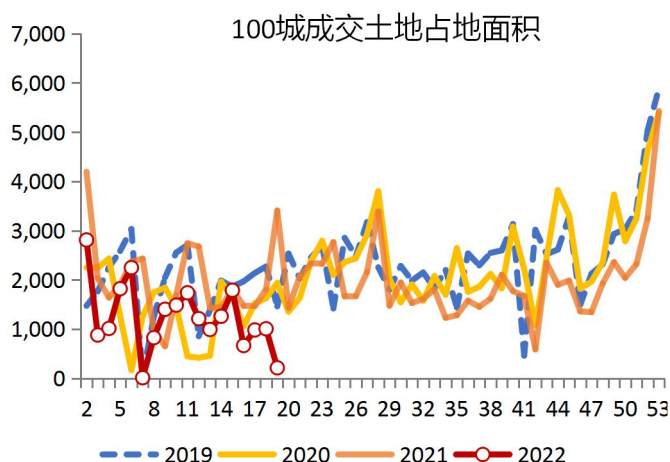
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：30 城商品房成交面积同比（%）



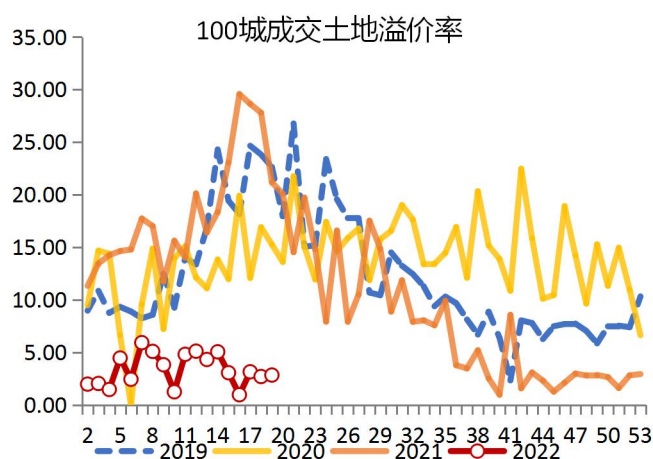
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

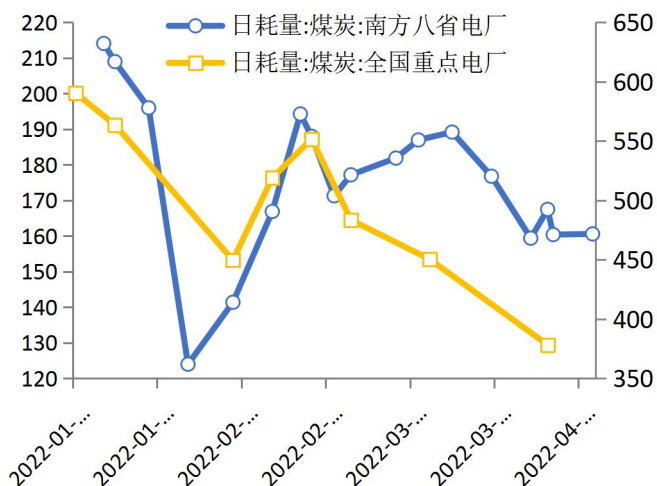
3. 生产：疫情影响下开工率表现分化，生产端整体偏弱

居民用电季节性淡季叠加国内疫情冲击，下游工业耗煤需求偏弱，4 月初发电煤南方八省电厂煤炭日耗量快速回落，并在月内维持低位。受疫情影响，生产端开工率表现分化，唐山高炉开工率整体高位运行，后半月小幅回落；石油沥青装置开工率较 3 月底低位继续下行，而受政策确保货运物流保通保畅的支持下，全国水泥发运率 4 月则逐周



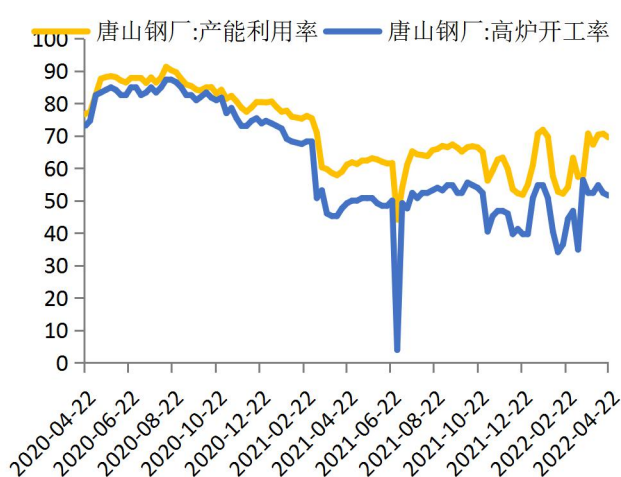
小幅回升；下游汽车半钢胎开工率从3月底的年内高点逐周回落，而全钢胎开工率持续波动，整体变动不大，下游江浙织机开工率4月则保持下行趋势。

图 34：疫情冲击下发电煤耗放缓（%）



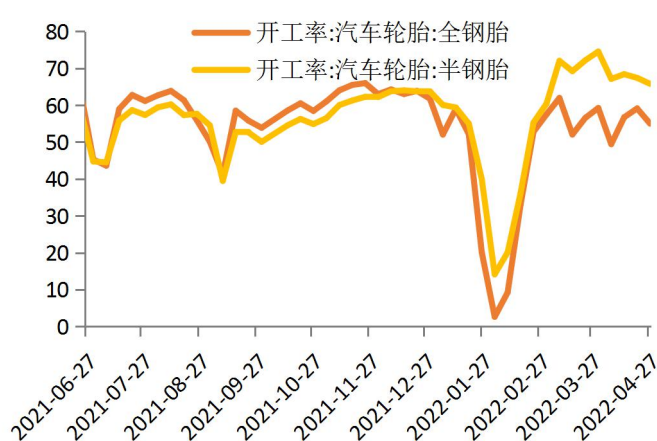
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：唐山钢厂高炉开工率（%）



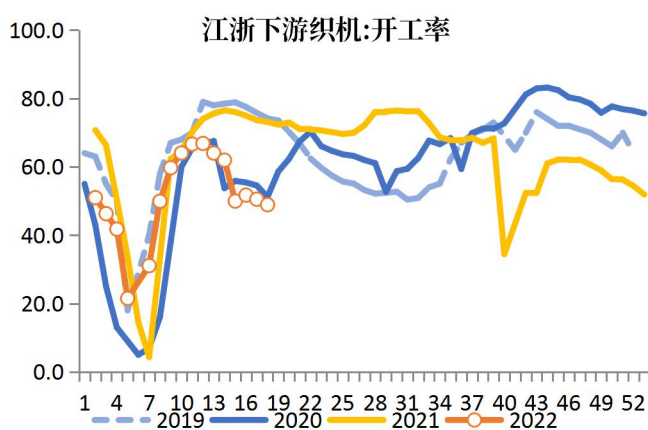
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：汽车全钢胎和半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

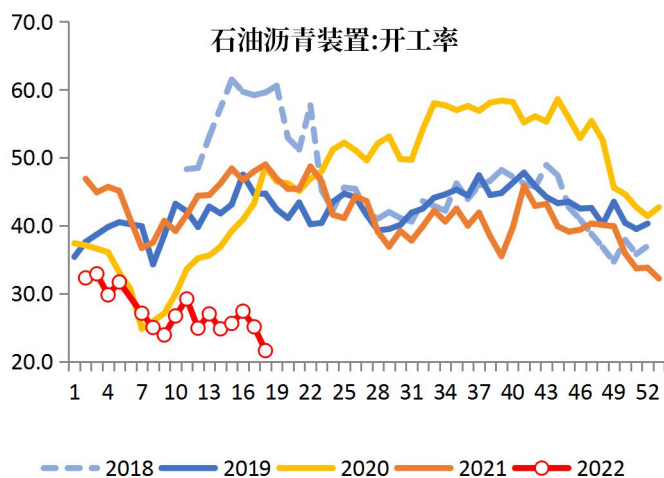
图 37：江浙下游织机:开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

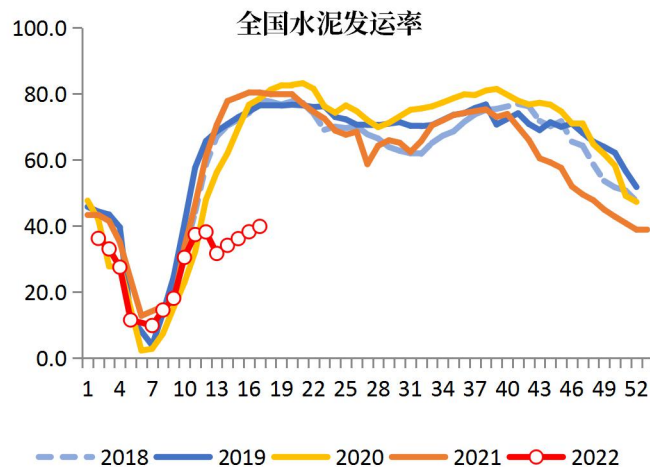


图 38: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 全国水泥发运率 (%)



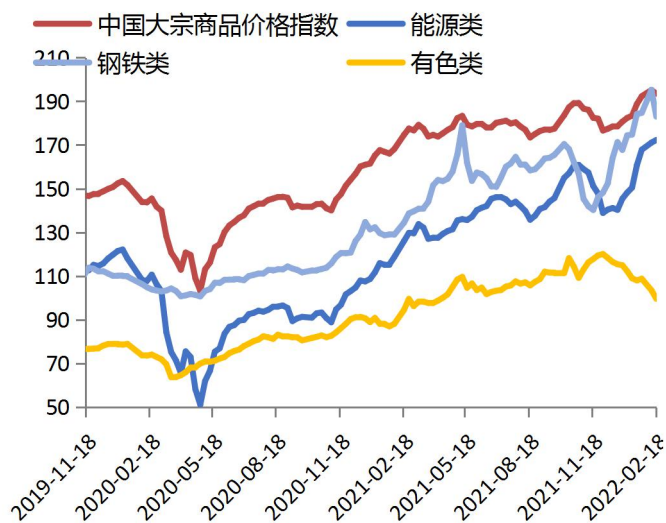
资料来源: Wind, 优财研究院

4. 价格: 疫情扰动下游需求和供应链, 4月工业品价格波动加大

4月工业品价格波动加大, 疫情扰动需求下国内定价商品多数收跌, 全球定价商品震荡为主。1) 其中全球定价商品月内震荡为主, 原油价格同时受到俄乌谈判僵局冲击供给端、以及全球原油需求增长预期下调的影响, 供需双降下4月震荡为主, 截至4月28日布油价格环比上涨0.1%。2) 化工品价格小幅回落, 一方面成本端原油价格高位震荡, 另一方面下游需求受到疫情扰动, 需求端偏弱。3) 美联储货币政策收紧预期, 叠加疫情扰动供应链和下游需求下, 4月有色金属多数收跌, LME现货铜较3月末环比回落5.1%, 铝的跌幅大于铜, 环比下跌12.5%。4) 而国内内需定价为主的商品多数收跌, 黑色系商品月内高位震荡后快速回落, 国内疫情形势严峻冲击下游需求和供应链, 焦煤、焦炭、铁矿石上半月维持高位震荡, 4月下旬价格加速回落。

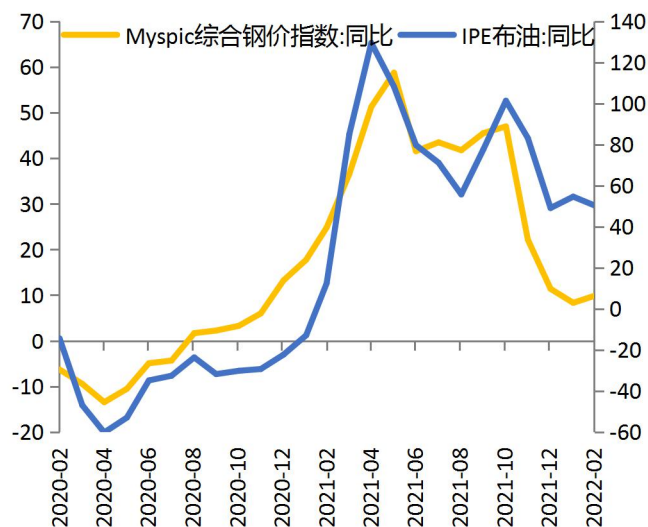


图 40：大宗商品价格指数



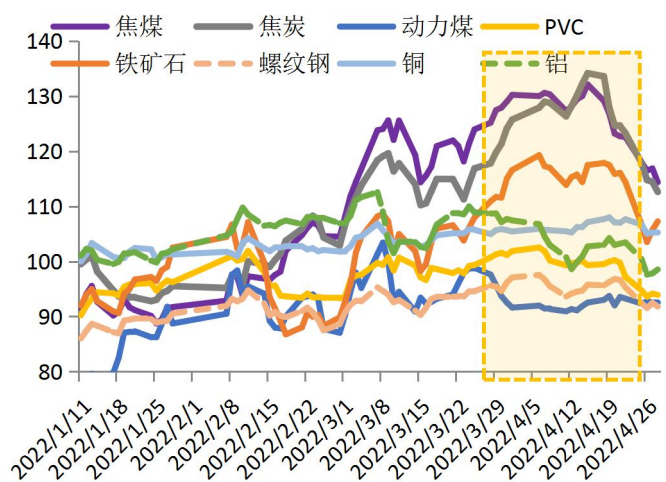
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：钢价指数&布油同比（%）



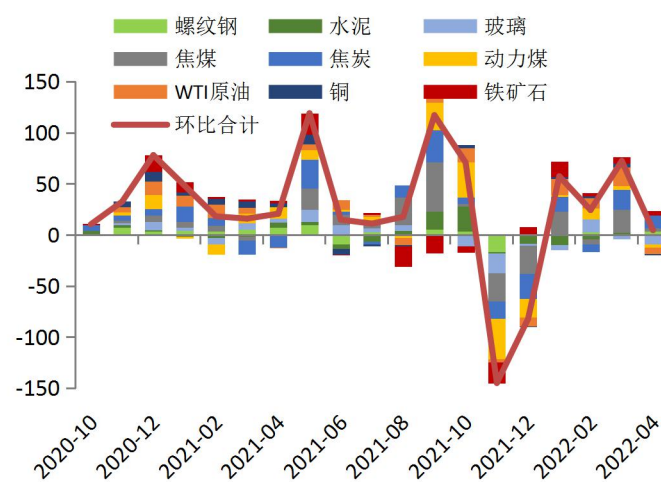
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：上游高耗能产品价格（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 43：工业品价格月度环比（%）



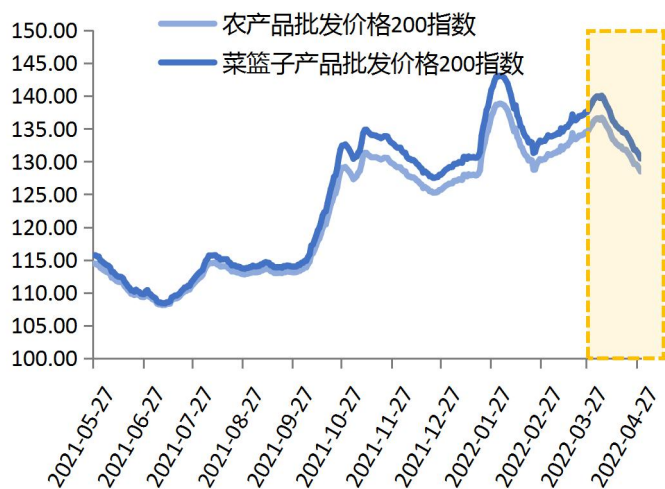
资料来源：Wind，优财研究院



5. 通胀：4月农产品价格指数季节性回落，猪价低位反弹

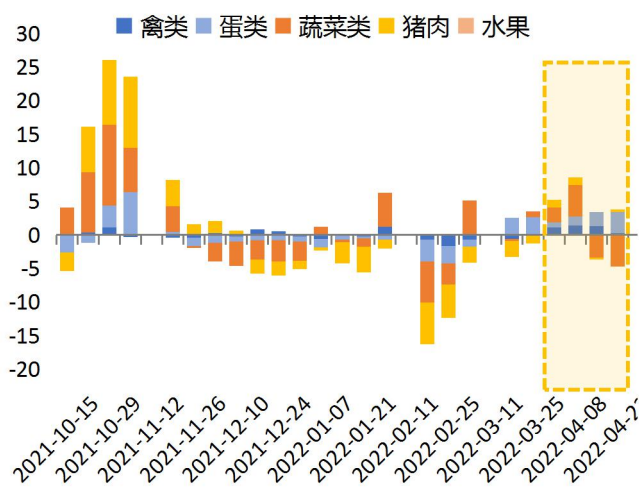
4月农产品价格指数季节性回落，全国蔬菜供应偏松下蔬菜价格指数高位显著回落，仅有鸡蛋禽类仍有上涨。猪肉价格低位反弹，受到收储工作开展、去产能加速及疫情扩散下运输受阻等多个因素的提振，全国能繁母猪存栏自去年三季度开始持续去化，生猪出栏量自今年二季度开始逐步减少，未来生猪供应压力将边际下降。

图 44：农产品批发价格 200 指数



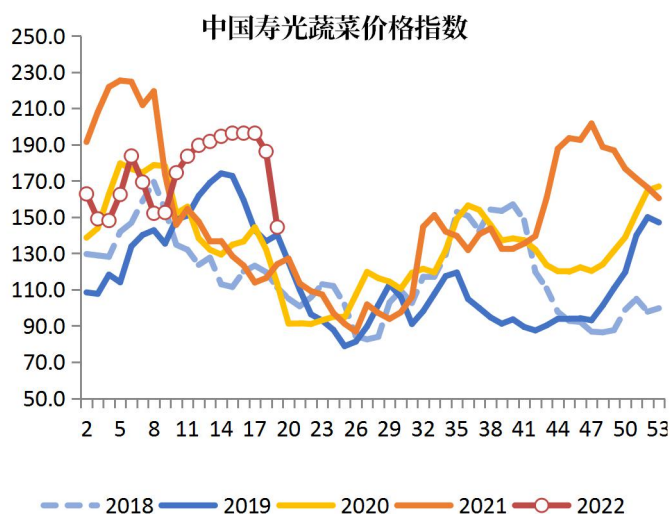
资料来源：Wind，优财研究院

图 45：食用农产品价格指数:周环比 (%)



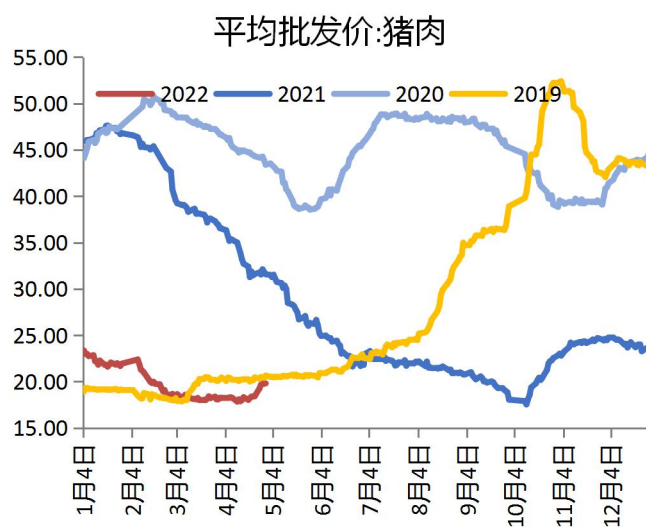
资料来源：Wind，优财研究院

图 46：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 47：猪肉平均批发价（元/千克）



资料来源：Wind，优财研究院



四、稳增长政策仍需积极加码

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。

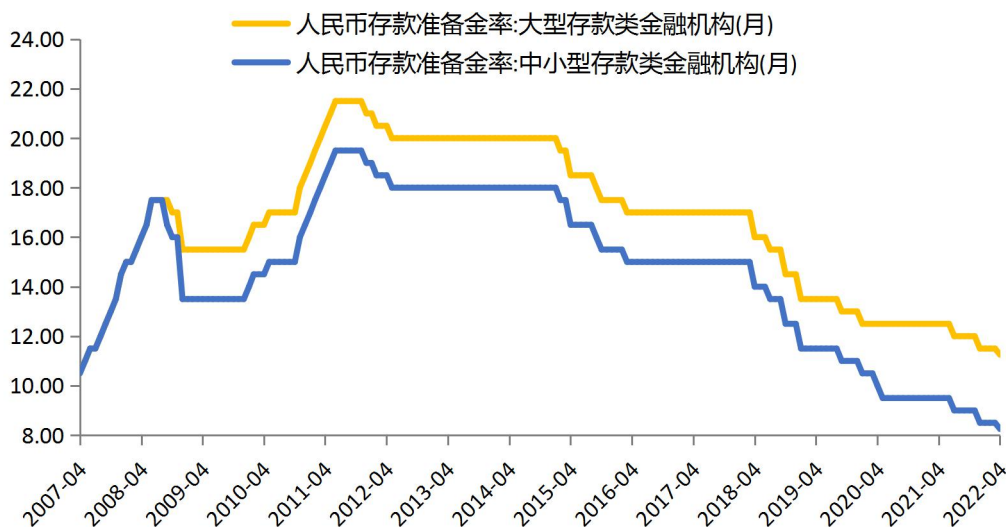
4月央行全面降准体现了稳增长政策框架下货币政策的主动应对，但货币政策仍难解决根本问题，稳增长政策积极加码下宽信用仍然是主线，主体纾困是重心。未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键。宏观调控重心是保市场主体，疫情下力促供应链畅通，财政政策和金融支持更加直接，预计后续政策仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。政策方面短期仍需关注可能召开的政治局会议所透露出的政策风向，发行特别国债、房地产政策调控松绑、地产城投融资监管松绑等或是主要方向。

近期国务院常务会议决定加大稳岗促就业政策力度，强调要推进企业在做好疫情防控条件下复工达产，特别要保障产业链供应链重点企业、交通物流企业、关键基础设施等正常运转；阶段性缓缴养老、失业、工伤保险费政策扩大到受疫情影响的所有困难中小微企业、个体工商户，将失业保险稳岗返还比例最高提至90%。同时，全国地产政策因城施策调整也在加快，除南京非本市户籍居民家庭申请购房条件有所调整外，扬州、淮安、芜湖纷纷调整住房公积金贷款政策，分别对公积金贷款限额或首付比例进行了调整。

宏观经济当前仍面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，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是当前经济的主要矛盾。政策仍需继续在地产端和信用端积极发力，未来国内疫情拐点、地产政策进一步放松、信贷结构、俄乌冲突演绎等是关注重点。

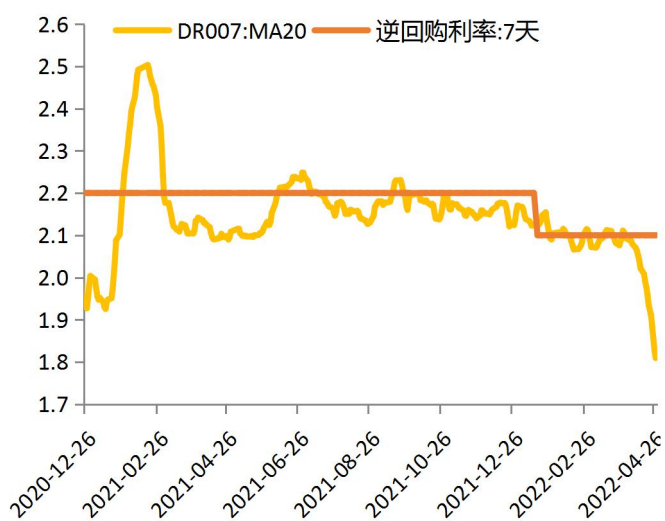


图 48: 存款准备金率 (%)



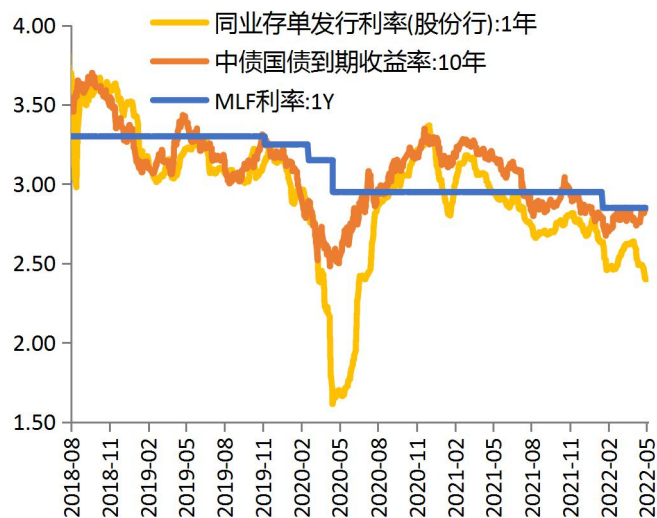
资料来源: Wind, 优财研究院

图 49: 4 月银行间流动性极度宽松 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

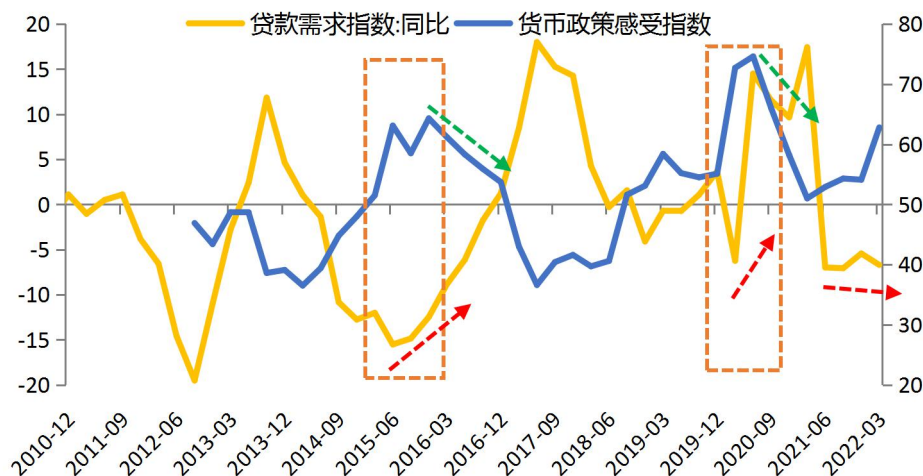
图 50: 同业存单与 MLF 利差较大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

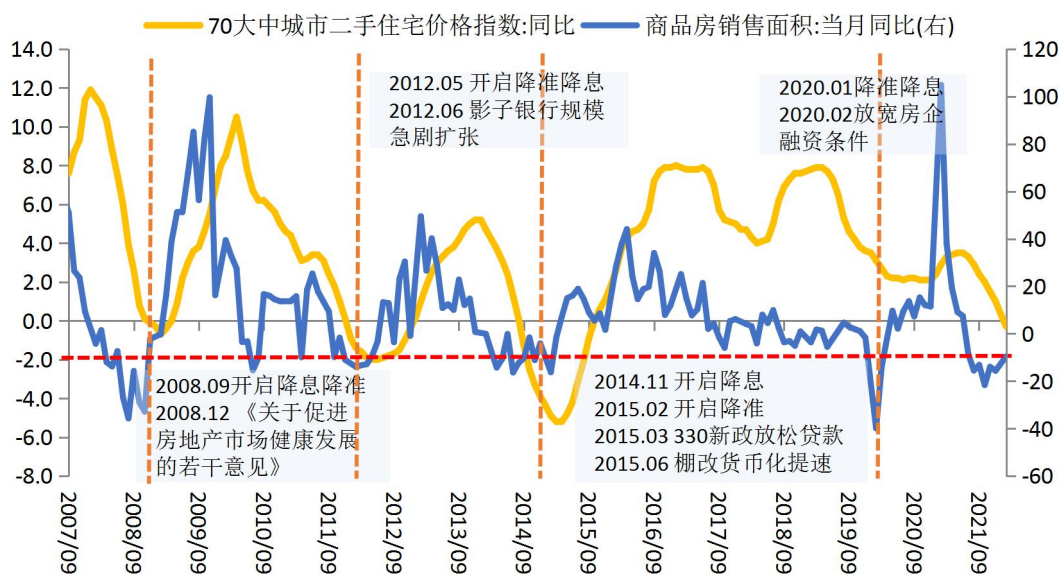


图 51：货币政策收紧仍需首先看到贷款需求的回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 52：房价和商品房销售增速降至低位时通常伴随政策相应松动（%）



资料来源：Wind，优财研究院

五、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/>