



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：

政策仍处窗口期，降准或“箭在弦上”

内容提要

2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 / / 年 2 月，对消费端和供应链均造成明显冲击。同时还将通过交通物流、地产销售等环节向制造业、建筑业等传导。一方面，疫情对生产活动造成阶段性、局部性的影响，另一方面，疫情冲击了居民消费信心和消费意愿，导致居民消费意愿下降，进而影响地产销售，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。

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，44 的 目标要求下资本形成拉动经济增长的在端和终端融资需求也将积极发力。同时疫情冲击引发央行担忧，叠加房地产下行周期下，稳增长政策短期难以有效传导至实体经济，常规货币政策传导效率下降，且稳增长政策需要提振市场信心、支持地方债发行的工具，3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 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。经济稳增长力度加大，不过当前金融机构平均存款准备金率仅为 3%，大、中型银行存款准备金率进一步调降的空间有限。

不过货币政策仍难以对冲压力缓解，货币工具传导至实体经济传导效率更直接有效。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。



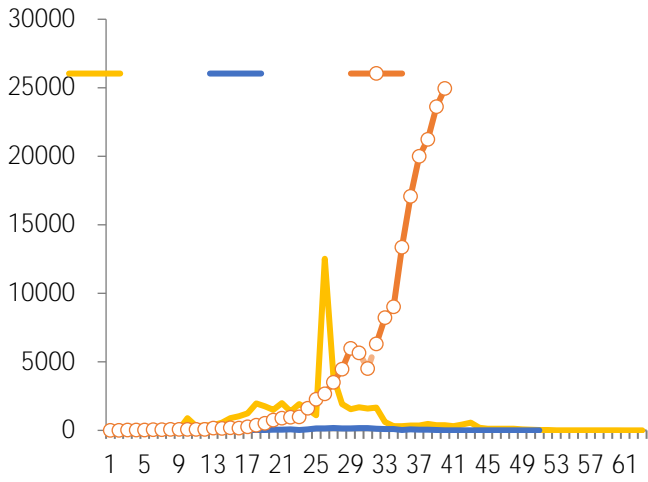


一、疫情冲击下中国经济企稳转弱

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，在经济企稳与疫情后期，复苏态势在稳增长、稳增长压力下有所转弱，稳增长压力下压力加大。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，信贷需求依然偏弱，稳增长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

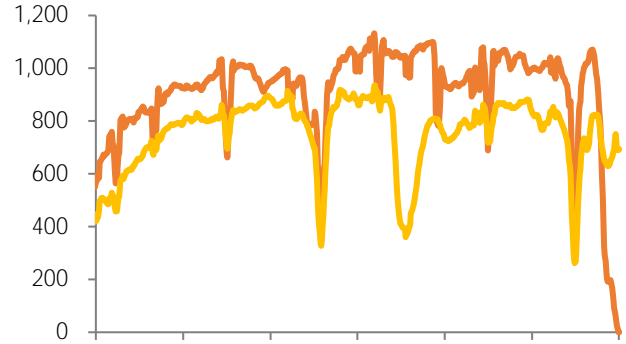


图 3: 本轮疫情无症状确诊病例较高 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4:



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

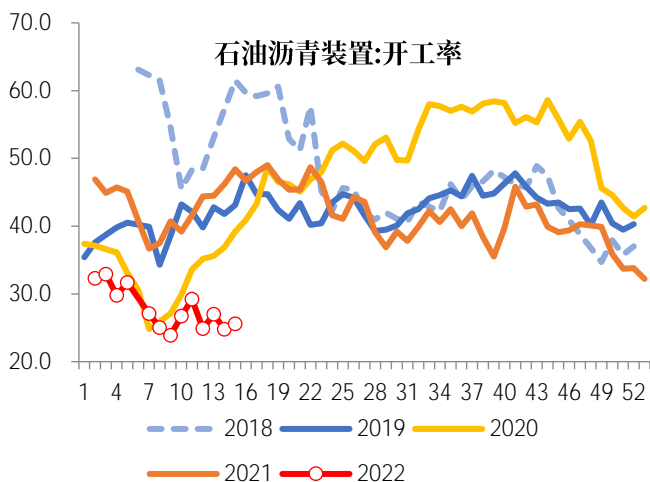
二、疫情冲击建筑业和房地产

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。人工和物流等导致的材

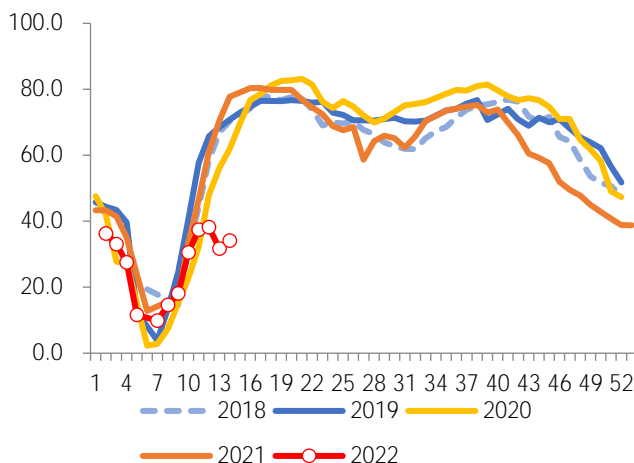
料供应紧张。从高频数据来看，近期石油沥青装置开工率和水泥发运率均明显低于往年同期，疫情升温拖累开工率走弱，生产端均有所放缓。

图 7：石油沥青装置开工率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：全国水泥发运率 (%)



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

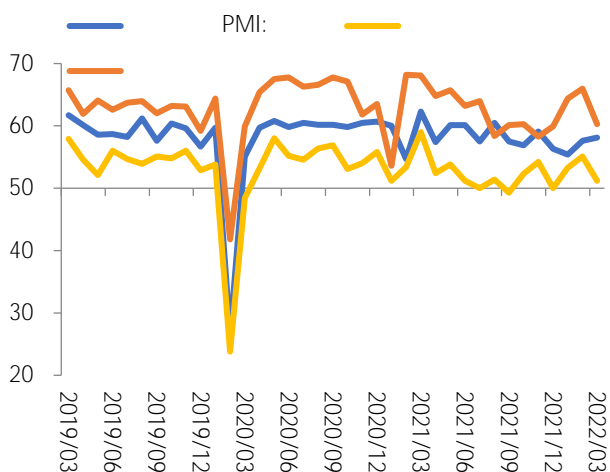
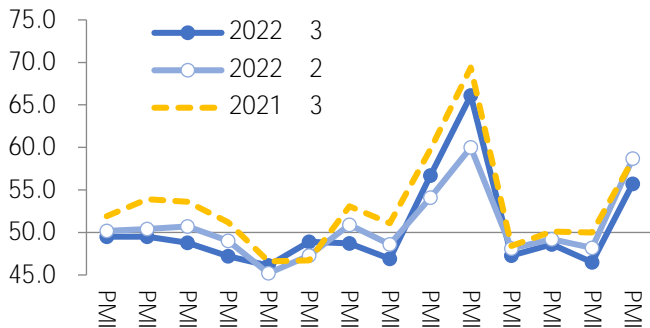


图 10：从业人员指数收缩区间继续回落



资料来源：Wind，优财研究院

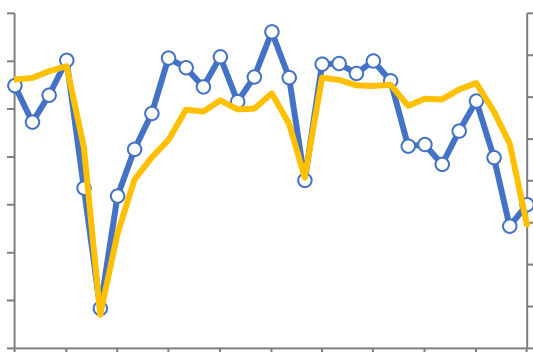
资料来源：Wind，优财研究院

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地产投资，给经济带来了前中期经济企稳复苏的冲击。

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

国内稳增长政策窗口期叠加美国货币政策调整窗口期，在稳增长政策框架下，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。

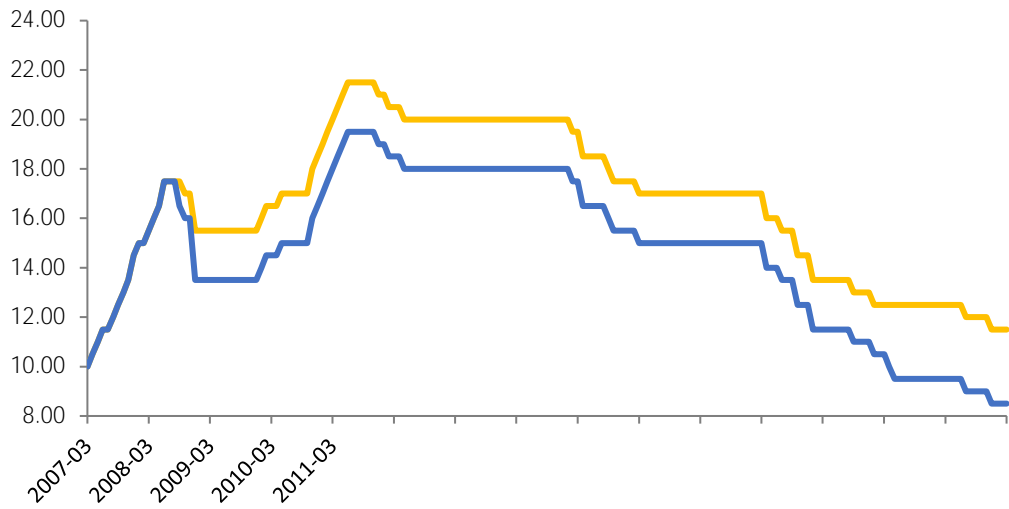
4月流动性缺口下降概率加大，降准对于降息的重要性下降。降准窗口期叠加美联储加息空档期下降息仍可适当博弈。降准仍作为补充流动性缺口、提振市场信心、支持地方债发行的工具，2020年中美货币政策背离阶段时央行也曾降准应对经济压力，4月流动性缺口加大，叠加季节性财政存款回笼充足，流动性缺口下降存在可能性。降准对于稳增长的意义弱于非理性宽货币增加信贷投放，降准对于LPR加点下调也有降息意义，降息必要性低于降准，但一季度经济数据公布窗口期叠加美联储加息空档期下降息仍可适当博弈。

国常会降准预告后全面降准短期或至，经济稳增长力度加大。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”。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%，大中银行存款准备金率，也遇降的空间收窄。

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+地方债发行不增+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 (%)



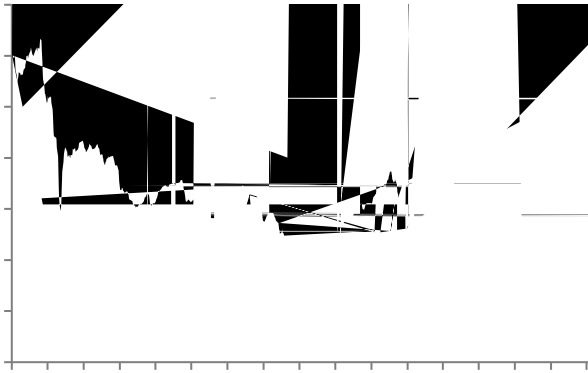
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 国常会“降准预告”后央行或加快落地 (%)

资料来源: Wind, 优财研究院

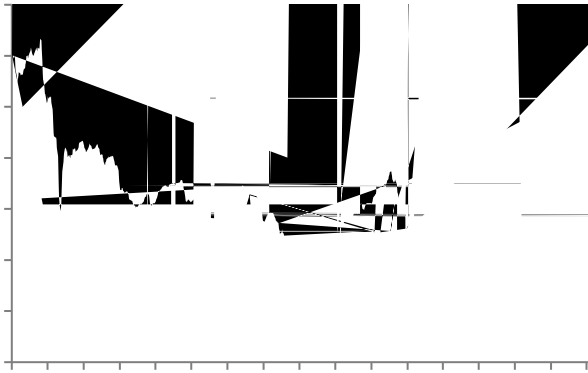


图 15: 同业存单利率隐含市场降息预期 (%)



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

疫情反复超预期、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。

本报告所载信息均来源于公开渠道，本报告所载信息不构成任何投资建议，也不对任何投资者构成任何投资建议，本报告所载信息仅供投资者参考，不作为任何投资建议的依据。

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。本公司不对本报告所载信息的准确性、完整性、及时性、有效性做任何保证。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担投资者一定获利，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。

本报告所载信息或其他任何信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、及时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立基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、价值及投资收益可能会波动，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，且本报告所载信息如有更新，本公司将及时予以更新。投资者应当自行关注信息的更新或修改，新

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、财务状况或特殊需求，投资者应当根据自身实际情况，谨慎使用本报告所载信息，并自行承担投资风险。本报告所载信息仅供投资者参考，不作为任何投资建议的依据。投资者应当自行关注信息的更新或修改，新

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、传播或以其他任何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：