

# 后疫情时代下央行放水是否有效

国信期货  
宏观研究员 顾琛

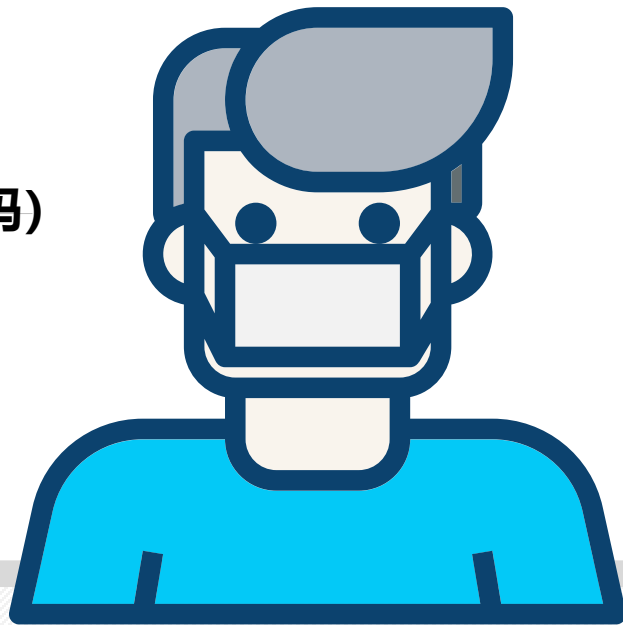
宏观

商品



# 目录

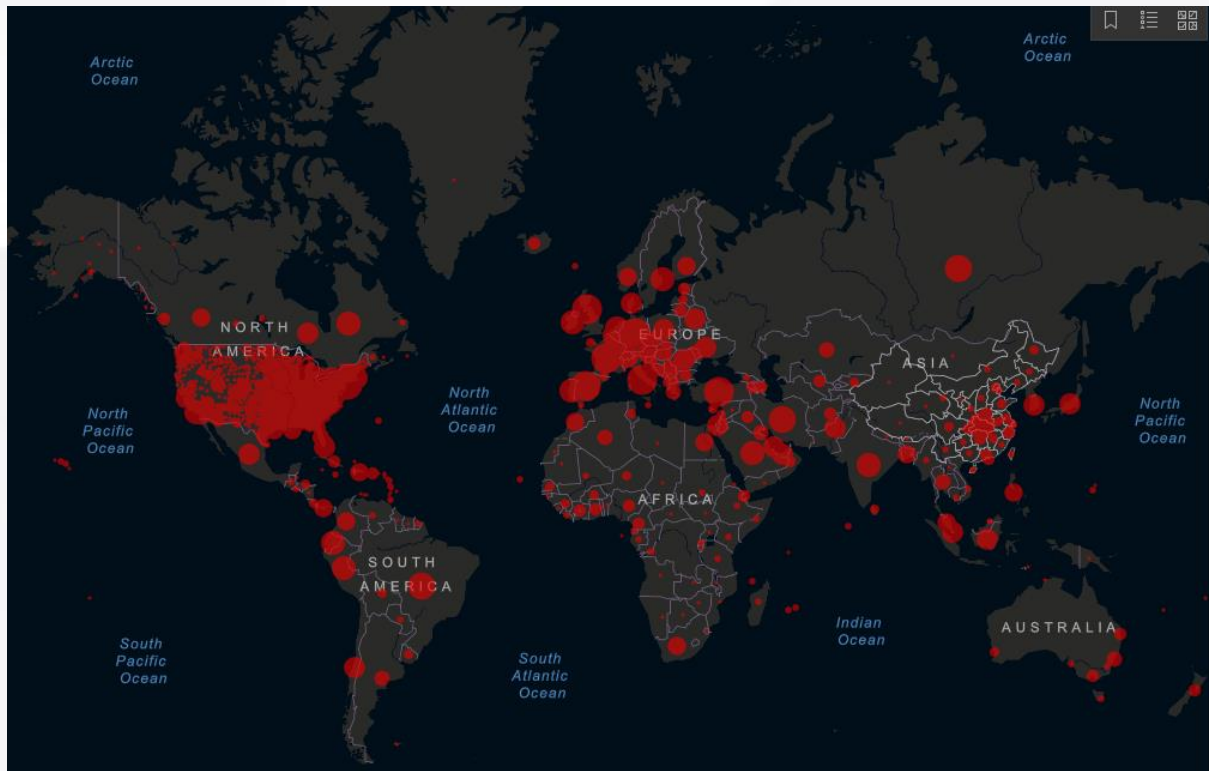
- 1、疫情对于全球经济的影响
- 2、未来央行政策的方向是怎么样的？  
(钱到哪里去了，未来还会继续发钱吗)
- 3、对于大宗商品的影响



# 1.1 海外疫情发酵的风险点在哪里-现状



# 1.1 海外疫情发酵的风险点在哪里-现状



# 1.1 海外疫情发酵的风险点在哪里-两个特点

日本通报第三例与邮轮无关的新冠病毒死亡病例

希腊确诊首例病例

全球疫情发酵

考虑降息

日本厚生相称新冠病毒检测每天做900人份

【美疾控中心：美国确诊数少或因试剂盒出问题，正在为各州提供新版本试剂盒】



1、从死亡率来看：法国14.0%，英国13.5%，意大利13.4%，西班牙10.23%，美国2.5%，德国1%，伊朗6%。



2、从区域传递来看，亚洲-中东/欧洲-美洲-第三世界国家



国信期货  
GUOSEN FUTURES

创造价值·成就你我  
Create Value, Self-realization

数据来源：WIND 国信期货

# 1.1 海外疫情发酵的风险点在哪里-两个黑天鹅

日本通报第三例与邮轮无关的新冠病毒死亡病例

希腊确诊首例病例

全球疫情发酵

考虑降息

日本厚生劳动省称新冠病毒检测每天做900人份

【美疾控中心：美国确诊数少或因试剂盒出问题，正在为各州提供新版本试剂盒】



1、试剂不够，测试人数不完全，潜在感染人数无法估计



2、海外新增病例绝大多数无中国接触史，出现了输入型以外的本土聚集性的流行病例，防控难度增强

# 1.2 疫情下全球市场的表现

图：美国道琼斯工业指数



图：原油价格指数





# 1.2 疫情下全球市场的表现

图：黄金价格指数



# 1.3 原因-波动率交易和流动性陷阱

特点：行情特别大+波动率放大（相较于2008年）

波动率交易



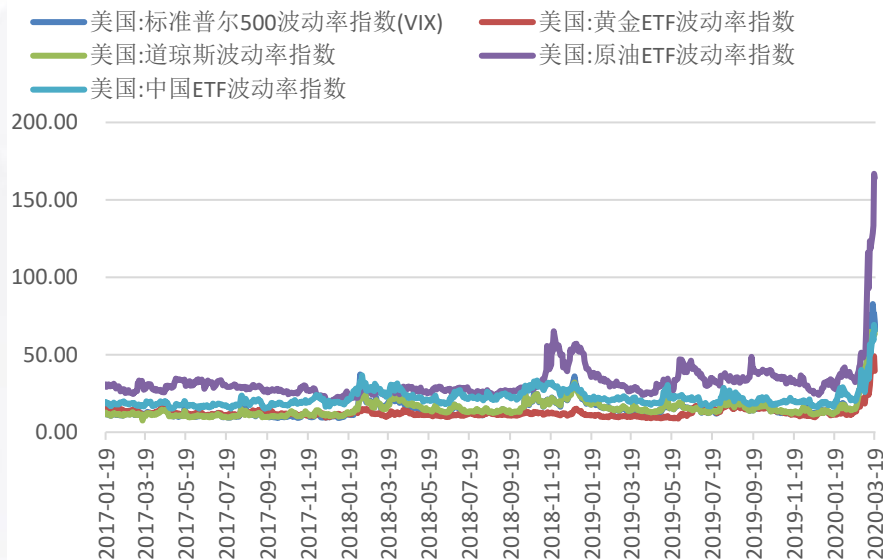
流动性陷阱

# 1.4 市场的表现的原因-波动率交易

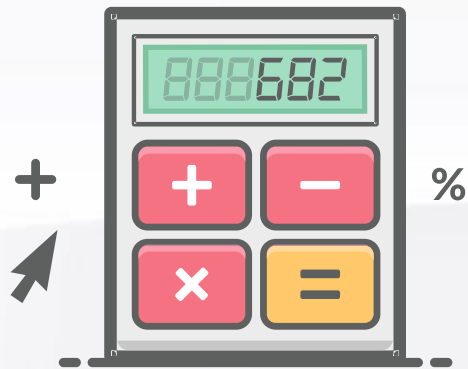
## 波动率交易是市场剧烈变化的原因之一

- 1、波动率指数也迅速攀升，超过了2008年金融危机时候的水平
- 2、全球市场上和波动率挂钩的指标和产品的数量和体量同样远超金融危机时候的水平
- 3、量化盘和波动率交易，解释了全球商品市场的波动在一定程度上偏离了宏观基本面信息应该带来的正常扰动，波动幅度超过市场预期原因。

图：全球市场波动指数ETF



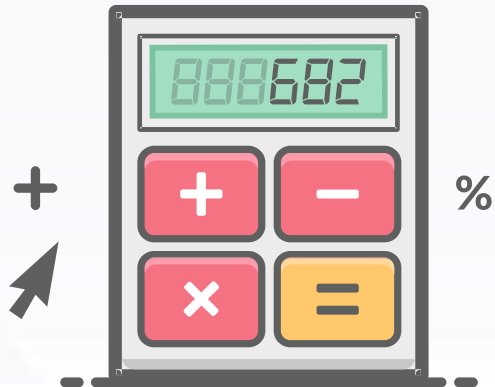
# 1.5 市场的表现的原因-全市场货币宽松



2008年全球降息潮  
当时中国跟随美国，  
降息5次



2020年全球降息潮  
全球已有35个国家降息  
中国尚未跟随，但是利用  
了定向降准，公开市场  
操作等工具



# 1.5 市场的表现的原因-流动性陷阱



## 货币政策的不对称性

- 1、抬高利率，收缩流动性容易
- 2、降低利率，放松流动性很难



## 2.1 国内央行的宽松程度及未来政策方向

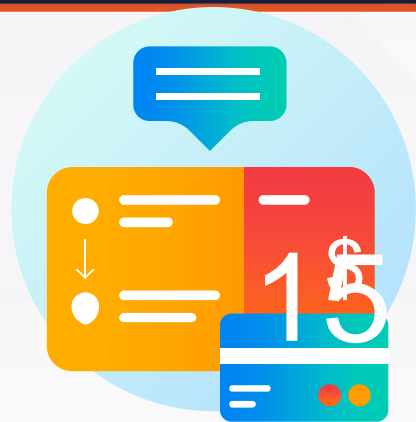
近期央行公开市场操作			
	时间	标的	事件
1	4月25日	TMLF	对当日到期的2,674亿元定向中期借贷便利（TMLF）进行了续做，续做金额缩减至561亿元人民币，一年期利率2.95%，较上次的3.15%下调20个基点（bp）。该利率亦和目前中期借贷便利（MLF）利率持平。
2	4月20日	LPR	4月LPR报价显示，一年期为3.85%，五年期以上品种利率4.65%，较上次的4.05%和4.75%分别下调20个基点（bp）和10个bp，符合市场预期。
3	4月15日	MLF	央行公开市场进行了1,000亿元MLF操作，且利率下调20个基点（bp）至2.95%。
4	4月15日	定向降准	中国央行宣布决定对农村信用社、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，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4,000亿元
5	4月7日	超额准备金	将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
6	3月30日	逆回购操作	央行公开市场3月30日重启逆回购操作，期限七天，中标利率下调20个基点（bp）至2.20%，较上一次10个bp的下调幅度翻倍，也是2015年6月以来最大单次降幅。



## 2.1 国内央行的宽松程度及未来政策方向

### 417政治局会议摘要

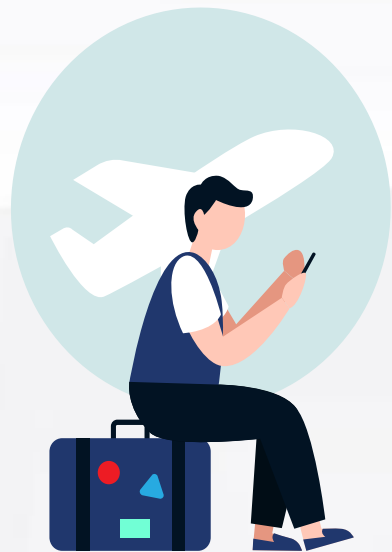
要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要调动民间投资积极性。要支持企业出口转内销。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。



扶贫 内需 旧改  
基建 中小企业 出口转内销



## 2.1 国内央行的宽松程度及未来政策方向



### 旧基建

- 3.4-3.6万亿—带动基建增速7%

### 新基建

- 1.7-2.0万亿—带动基建增速3%

带动GDP增速1.2%左右（基建1%-GDP0.11%）

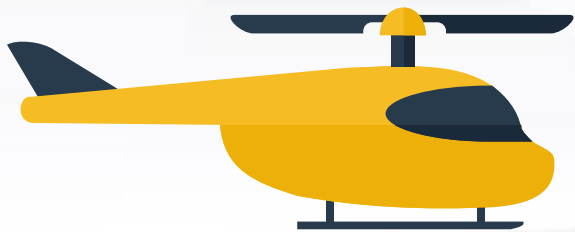
旧改：0.8-1.4万亿-带动固定资产投资增速1左右%



房地产因城施策



## 2.1 美国央行的宽松程度及未来政策方向



### 非常规货币政策：直升机撒钱的四个步骤

1、常规降低短期基准利率到0



2、直接购买长期国债压缩利差  
(量化宽松、QE)



3、直接购买风险资产、压缩风险溢价、压低长期风险利率水平

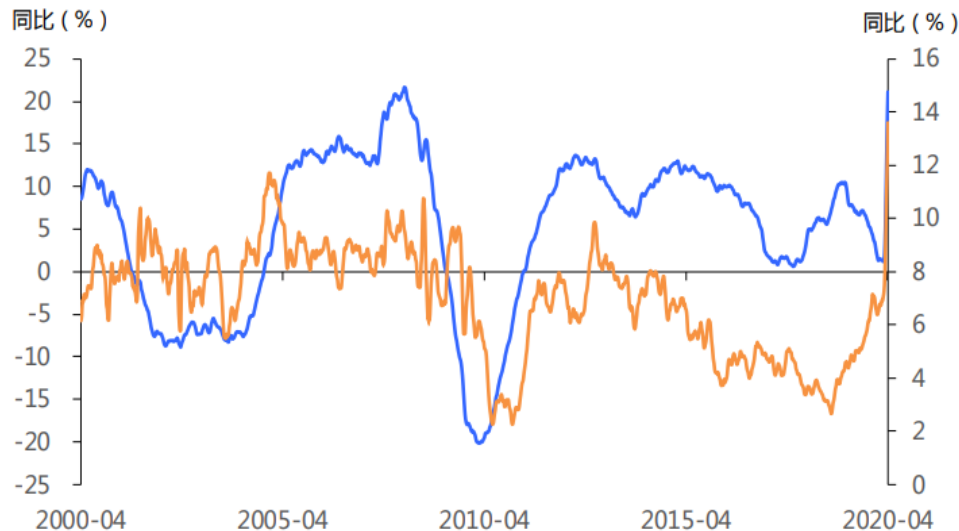


4、大规模减税印钞票 扩张财政支出  
(直升机撒钱，通货膨胀)



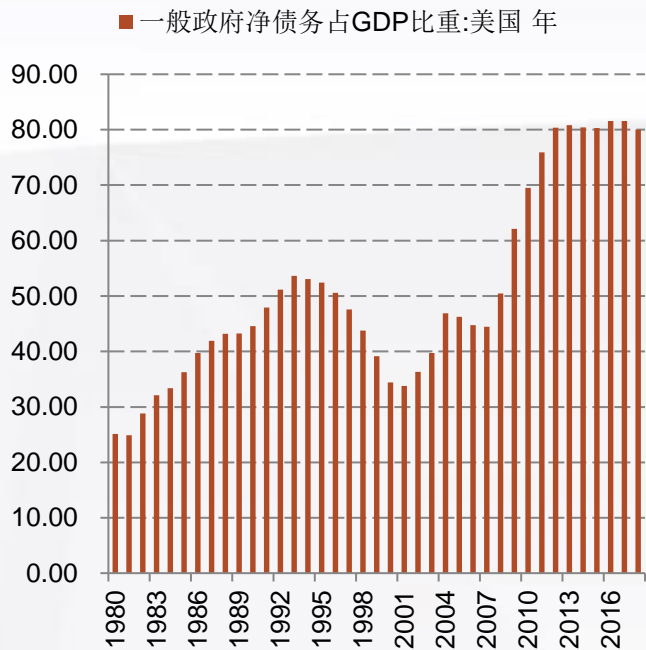
## 2.1 美国央行的宽松程度及未来政策方向

商业银行资产负债表：  
— 工商贷款：1个月移动平均  
— 存款：1个月移动平均



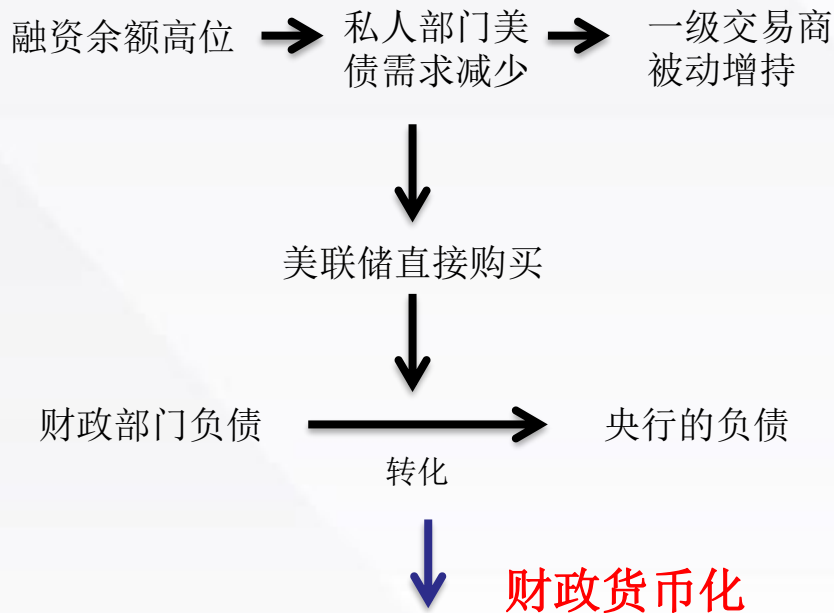
## 2.2美国央行的宽松程度及未来政策方向

图：美国债务率



图：财政货币化：

意指以增发国债为核心的积极财政政策导致经济体系中货币供量的增加



## 2.2 美国央行的宽松程度及未来政策方向

财政货币化的结果（和QE的区别是不考虑退出）

1、1940年大萧条，CPI(17.6%)—1951 CPI (21%)

2、货币总量永久增加

3、准备金的付息成本接近或超过国债

\* 货币信用的下降



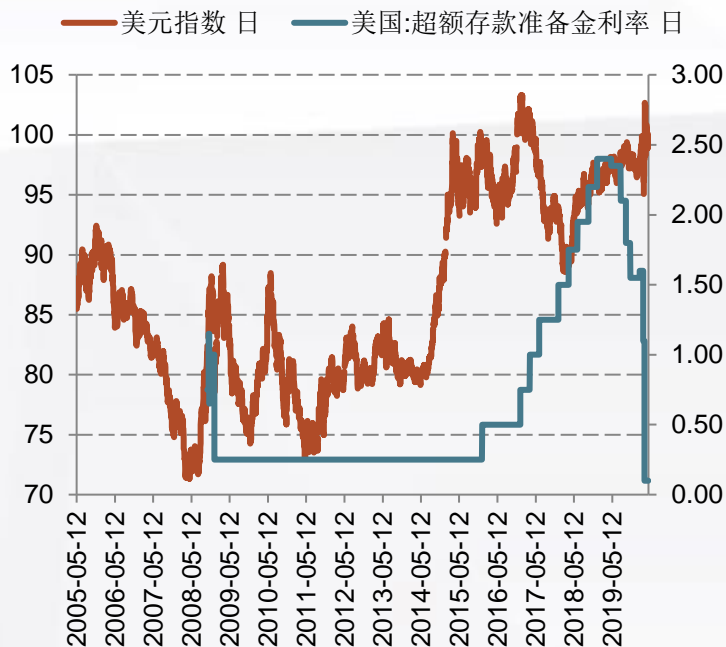
## 2.2 美国央行的宽松程度及未来政策方向

- ✂ 美元指数每8年左右会经历一次趋势性行情
- ✂ 本次美元上涨的趋势性行情从2009年开始，到2019年结束。2020年或开始新的下行趋势性行情



## 2.2 美国央行的宽松程度及未来政策方向

图：美元指数和美国超额存款准备金率比较



1、美元回落的幅度（持续时间4年）

2、比较确定的是在一定程度上提振了大宗商品

\*如果疫情持续发酵，疫情需求减少对于商品的影响可能会大于美元指数下行对于商品的影响。



# 3.1 未来全球央行的政策方向

出来混，未来都是要还的  
借的钱，未来也是要还的



## 要点



货币政策：直升机撒钱



扩大财政政策



美联储：或开启直升机撒钱Helicopter Drops，直接购买底层资产



各国突破财政政策的限制，但是欧洲比较困难



各国财政负债表或持续攀升，或将引发更深的经济矛盾



国信期货  
GUOSEN FUTURES

创造价值·成就你我  
Create Value, Self-realization

数据来源：wind 国信期货

## 3.2 对于大宗商品的影响

可能的黑天鹅冲击			
国家	事件	可能性	影响品种
全球疫情持续发酵	恐慌情绪发酵	80%	全品种
沙特	全面油价战争	70%	原油+化工产业链
伊朗	OPEC第二大石油输出国的供给减少	60%	原油+化工产业链
美国	特朗普输掉美国总统大选	40%	全品种（黄金）
中美	受美国经济影响，重启贸易谈判	40%	全品种（黄金、农产品、软商品）
意大利	受疫情影响欧洲债务主权危机	30%	全品种（黄金）
日本	奥运会推迟，日本经济	20%	黄金，全球需求-全品种





## 3.2 对于大宗商品的影响



### 要点



利好债券市场



大宗商品出现分化



持续看好黄金



中国跟随全球降息



大宗商品市场出现分化，受国内通胀影响的农产品，以及和欧美日韩影响较大的工业品和化工品



全年持续看好黄金，疫情只是加大了经济下行的压力，并没有改变趋势，除了疫情以外，还有许多黑天鹅



国信期货  
GUOSEN FUTURES

创造价值·成就你我  
Create Value, Self-realization

数据来源: wind 国信期货

# 总结论回顾

**全球疫情对于经济的影响可能超出市场预期，提醒投资者注意风险控制。**



当前市场的波动率  
超过2008年，宽松  
程度接近2008年

- 1、波动率交易
- 2、流动性陷阱

或有央行会出现直升机撒钱的操作，财政赤字红线或被突破。美元大概率回落  
看好国内债市表现，大宗商品走势或出现较大分化，持续看多黄金投资机会

## 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货  
GUOSEN FUTURES

创造价值 · 成就你我  
Create Value, Self-realization