

货币政策相对谨慎，债市上涨难持续



走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2022年4月16日

★货币政策相对谨慎，目的是宽信用

近期货币政策大量出台，包括降准、鼓励中小银行下调存款利率浮动上限和再贷款等，但降息未落地。综合来看：1) 货币政策相对谨慎，降准不及预期，降息也落空；2) 降低银行负债成本是货币政策的一条主线；3) 宽货币的目的是宽信用。

具体来看，为应对疫情冲击、支持特定行业和中小微企业、降低融资成本，降准是有必要的。但流动性已处于合理充裕水平，且我国法定存款准备金率已经不高，降准幅度不宜过大。

降息约束较多，包括：1) 海外货币政策收紧；2) 降息对于稳信用的效果可能不明显；3) 近期通胀超预期。

鼓励部分中小行下调存款利率上限能够降低银行负债成本，并将进一步传导到资产端，从而对实体经济形成支持。再贷款等结构性的货币政策能够精准支持特定行业和中小微企业，是近期货币政策发力的主要方向之一。

★降息概率大幅下降，债市上涨难持续

未来降息概率下降：其一，疫情对4月经济的冲击可能大于此后月份；其二，5月美联储大概率加息50bp并缩表，外部约束强于4月；其三，越往后出口对于人民币汇率的支撑就越低。

LPR利率可能下降。下调存款利率浮动上限能够直接使得银行存款成本降低，且本次降准也能够起到降低银行负债成本的作用，因此有可能在政策利率不变的情况下，LPR利率下降。

债市面临调整，建议多头减仓。在降准降息均不及预期的情况之下，债市可能会面临调整。在调整之后的短期内，货币政策虽然想象空间不足，但疫情对于经济的影响还会显现，债市或震荡。从中长期来看，稳增长是能够实现的，利率或趋势性上行。

★风险提示：

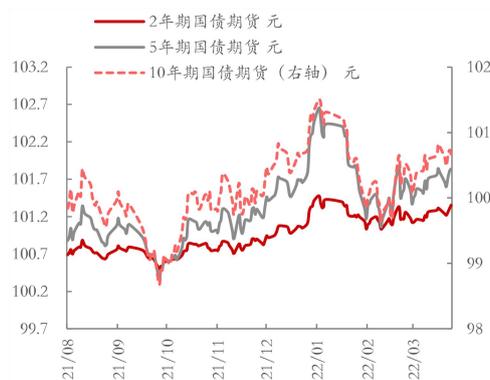
货币政策超预期变动，信用指标超预期。

徐颖 FRM 资深分析师（贵金属）
从业资格号： F3022608
投资咨询号： Z0013609
Tel: 8621-63325888-1610
Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人

张桑东 分析师（国债）
从业资格号： F3085356
Tel: 8621-63325888-4110
Email: candong.zhang@orientfutures.com

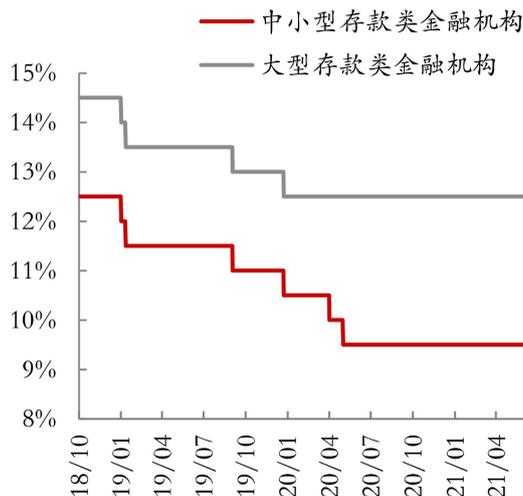
主力合约行情走势图



1、货币政策相对谨慎，目的是宽信用

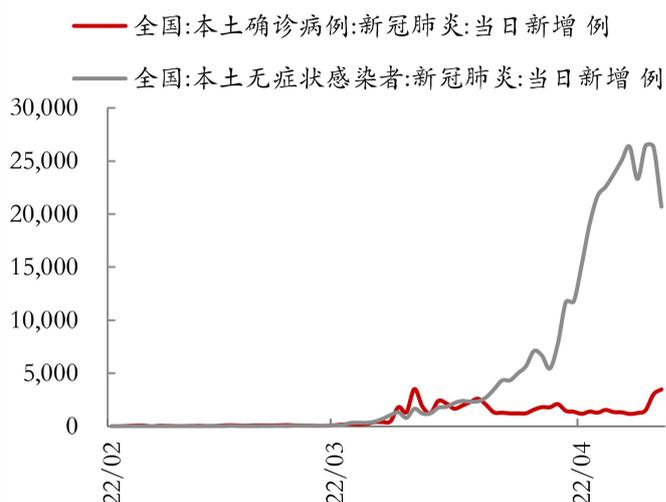
近期货币政策变动大，成为债市最为关注的因素。其一，4月15日央行宣布降准：除已执行5%存款准备金率的部分法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.25个百分点。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点，而市场预期降准50BP；其二，财新消息称：近日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行存款利率浮动上限下调10个BP左右；其三，结构性货币政策也在加码：4月6日的国常会宣布新设科技创新和普惠养老两项专项再贷款。但是政策利率并未下调。密集的货币政策使得市场预期不断变化，债市波动有所加大。

图表1：法定存款准备金率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：近期疫情再度蔓延

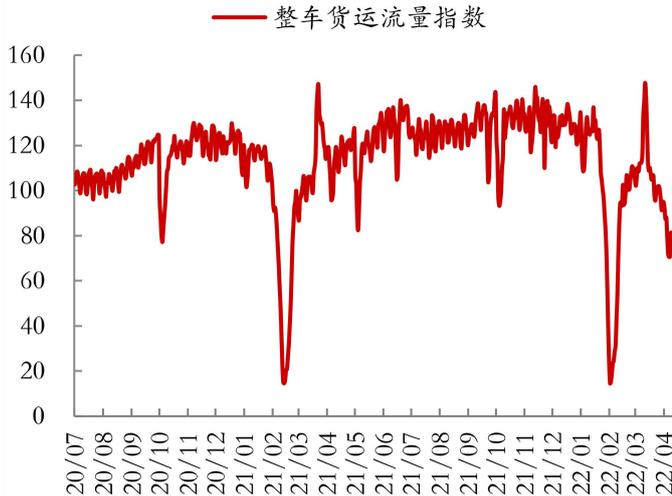


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

降准是情理之中，但当前降准的稳信用意义强于宽货币。疫情冲击之下，降准存在必要性。自3月以来，疫情先后在吉林、上海等多个地区蔓延。综合确诊病例数量、疫情涉及范围和各地防控政策力度等指标来看，本轮疫情对于经济的冲击仅次于2020年初，疫情使得本就存在的“三重压力”进一步加剧。为稳经济，货币政策有必要加码。降准能够优化金融机构资金结构，支持银行进行信用创造；也能对特定行业和小微企业提供支持；还能引导社会综合融资成本下降，因此有一定的必要性。前述三点必要性，均指向降准是为了稳信用。事实上在“结构性流动性短缺”的框架下，央行每隔一段时间就需要降准，降准的宽货币意义已经不强。

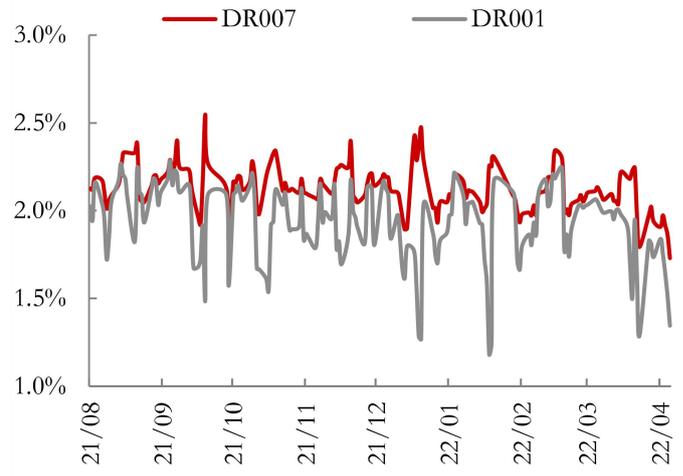
流动性已处于合理充裕水平，降准不及预期。补充流动性是降准最重要的作用之一，但央行表示，“当前流动性已处于合理充裕水平”，因此大幅降低法定存款准备金率必要性不大。另外，降准之前我国金融机构平均存款准备金率是8.4%，这一水平已经处于历史低位，可调整的空间也比较小。

图表3: 疫情严重冲击交运行业



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

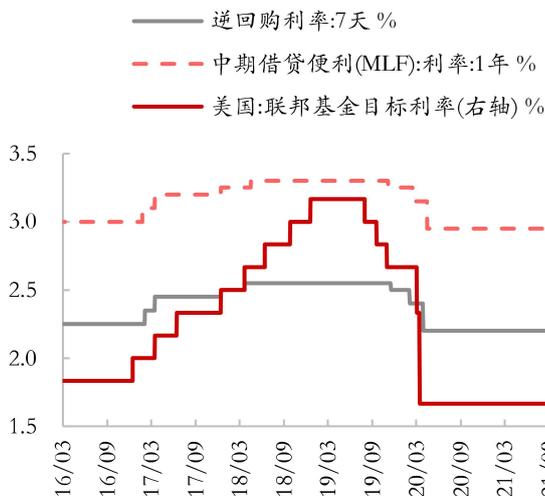
图表4: DR001 和 DR007 均处于低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

政策利率并未下调, 盖因约束较多。其一, 美联储已经开始加息, 且5月大概率要加息50bp 并进行缩表操作, 中国央行降息可能会加剧人民币贬值的压力, 历史上我国从未在美联储加息时降息; 其二, 降息对于稳信用的效果可能不明显。当前居民部门已经呈现出“负债最小化”的倾向, 只有降息一种政策工具或难以提振居民部门的加杠杆意愿; 其三, 央行对于通胀的关注度有所提升。疫情冲击叠加俄乌冲突, 3月通胀数据超预期, 而上述两大因素目前尚没有消失, 未来PPI 同比下行的速度将会减缓, CPI 同比也将上行。因此央行表示, “密切关注物价走势变化, 保持物价总体稳定”。

图表5: 中美政策利率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表6: 出口与人民币汇率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

鼓励部分中小行下调存款利率上限能够降低银行负债成本。稳定银行负债成本是近期政策发力的方向之一，去年6月央行便指导了市场利率定价自律机制改革，存款利率自律上限由基准利率一定倍数改为加点，此举降低了中小银行的负债成本。而央行货币政策委员会一季度例会也指出，“稳定银行负债成本”，下调存款利率上限正是这种政策思路的具体实施形式。中小行下调存款利率上限后，负债成本的下降会进一步传导到资产端，从而对实体经济形成支持。

结构性货币政策工具一直是货币政策发力的工具，其稳信用效果更为精准。再贷款利率普遍较低，能够精准扶持相关行业和小微企业。另外，再贷款等结构性货币政策工具采用“先贷后借”的方式，能够确保政策资金的精准和直达作用。我国陆续设立了支小支农、扶贫、煤炭清洁高效利用、科技创新以及普惠养老等多种类型的再贷款，涉及领域不断增多，稳信用、稳经济的效果也将逐渐变强。

综合来看，近期的货币政策呈现出以下特征：1) 货币政策总体较为谨慎，降息并未落地，降准幅度也低于市场预期的50bp；2) 货币政策降低银行负债成本是相对清晰的主线，降准和下调存款利率浮动上限均能起到降低银行负债成本的作用；3) 宽货币的目的是宽信用。降准、鼓励部分中小行下调存款利率上限和再贷款均指向稳信用、稳经济。

2、降息概率大幅下降，债市上涨难持续

未来一段时间，降息的可能性大幅下降，预计货币政策的发力形式可能包括LPR利率下调和结构性货币政策。另外，近期货币政策的“组合拳”也体现出了经济金融管理当局稳经济的意愿，预计地产、财政等政策也将配合货币政策。

4月不降息，之后降息的概率更小。其一，疫情对4月经济的冲击可能大于此后月份。本轮疫情在吉林和上海两地集中爆发，而目前长春部分城区基本实现社会面动态清零，上海疫情传播指数也由当初2.27下降到现在的1.23，疫情是在边际缓解的，其对于5月及之后月份经济的影响大概率小于4月和3月。其二，5月美联储大概率加息50bp并且缩表，外部约束强于4月；其三，当前人民币汇率保持相对强劲是因为出口存在韧性，而出口已经呈现出边际转弱态势，越往后出口对于人民币的支撑就越低；其四，中央多次要求政策靠前发力，5月、6月已经较难理解为“靠前”。

虽然政策利率难下降，但不能排除LPR利率下降的可能。从历史经验来看，一般在降准两次之后，银行负债成本下降的幅度能够达到5bp。1月降息后央行虽只降准1次，但下调存款利率浮动上限能够直接使得银行最主要的负债——存款成本降低，因此LPR利率存在下降的可能。但值得注意的是，下调存款利率上限的主体多为中小银行，若LPR报价行不下调存款利率，或者不主动下调报价，LPR利率也难以下降。

结构性货币政策工具一直是货币政策发力的主要方向，预计未来或有进一步的发力空间，形式可能包括增加再贷款、再贴现额度以及下调结构性货币政策工具的利率等。

货币政策的放松不宜孤立看待，地产和财政政策也将配合货币政策共同稳增长。除央行外，财政部和多个地方政府也分别增加了财政政策和地产刺激的力度。在当前有效需求不足、居民资产负债表呈现出类衰退特征的情况之下，地产和财政政策的效果或强于货币政策。向前看，预计各地将在“因城施策”的框架下，进一步放开限购限售，为楼市松绑；减税降费和基建是财政政策发力的两大方向，预计政策节奏还会加快。在多种政策的共同发力下，今年5.5%的增速目标有望实现。

债市面临调整，建议多头减仓。在降准降息均不及预期的情况之下，债市可能会面临调整。在调整之后的短期内，货币政策虽然想象空间不足，但疫情对于经济的影响还会显现，债市直接走熊可能性不大，更有可能呈现震荡走势，建议缩短久期进行交易。从中长期来看，稳增长是能够实现的，待到经济增速企稳回升后，利率或趋势性上行，届时会为配置盘带来更好机会。

3、风险提示

货币政策超预期变动，信用指标超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金23亿元人民币，员工近600人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有33家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有134个证券IB分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自2008年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

徐颖、张燊东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com