货币宽松政策不及预期；欧美济衰退担忧加剧

〈宏观〉2022.04.17

上海大陆期货有限公司

地址：上海市徐汇区凯旋路3131 号明申中心大厦 26 楼

邮编：200030

电话：021-54071958

信箱：dlqhyfb@126.com

研究员

姓名：李迅

投资咨询证号：Z0000029

电话：021-24016033

邮箱：Lexic2004@163.com

主要内容：

3 月信贷结构上仍延续“企业强、居民弱”，“短贷强、长贷弱”，“供给强、需求弱”的特征，**社融存量增速上升**，宽信用取得一定成效。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，但货币政策相对谨慎，**降准不及预期，降息也落空。**市场预期降息概率下降，但二季度政策利率下调的可能性依然存在，考虑到全球主要央行货币政策大多在收紧过程中，国内的政策空间依然受限。

海外方面，美国当周初请失业金人数升至 18.5 万人，仍低于疫情前的平均值 21.8 万，表明劳动力市场**仍缺乏足够的劳动力供应来满足需求。**3 月 PPI 环比升 1.4%，创 2012 年 8 月以来新高；CPI 同比升 8.5%，创 1981 年 12 月以来新高。美联储本周表态偏鹰，**倾向于在 5 月加息 50 个基点。**欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数为-43，创 2020 年 3 月来新低，德国 4 月 ZEW 指数为-41，**未来 6 个月的滞胀前景仍然**存在。

风险点：流动性收紧；海外经济系统性风险；美联储政策变化

一、国债

表 1：国债期货周度行情统计

	合约	周收盘	周涨跌	涨跌幅（%）	周成交量（张）	成交量变化	变化幅度（%）	周持仓量（张）	持仓量变化	变化幅度（%）
	TS00.CFE	101.335	0.030	0.03	77571	46933	153.19	48268	3441	7.68
两年期国债期货	TS01.CFE	101.160	0.060	0.06	1741	702	67.56	6398	436	7.31
	TS02.CFE	101.055	0.065	0.06	200	190	1900.00	186	9	5.08
	TF00.CFE	101.815	0.000	0.00	189786	104491	122.51	107756	2931	2.80
五年期国债期货	TF01.CFE	101.520	0.005	0.00	7564	3572	89.48	7516	416	5.86
	TF02.CFE	101.235	0.050	0.05	281	-227	-44.69	484	26	5.68
	T00.CFE	100.650	-0.130	-0.13	347335	195949	129.44	165571	-3429	-2.03
十年期国债期货	T01.CFE	100.290	-0.155	-0.15	17274	6088	54.43	18612	501	2.77
	T02.CFE	99.960	-0.150	-0.15	2600	1940	293.94	1703	931	120.60

数据来源：Wind 大陆期货研究所

本周期债走势分化，截至上周五，2 年期国债期货主力合约报收 101.335 元，周度上涨 0.03%；5 年期国债期货主力合约报收 101.815 元，周度变化 0%；10 年期国债期货主力合约报收 100.65 元，周度下跌 0.13%。下周机构态度：区间震荡

总体上本周市场交易的主线依然围绕**货币宽松的预期和事实**展开：前半周市场一方面交易落袋为安的心理，另一方面也受通胀和社融数据超预期影响而呈现出偏弱态势；周三国常会预告降准，称“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”；后半周市场总体在各种宽松预期和传言中维持偏强震荡格局，但周五傍晚央行降准 25BP 的消息发布后被市场戏称为“利空式降准”。

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，但货币政策相对谨慎，近期央行宣布**全面降准 0.25 百分点**，释放长期资金 5300 亿元，降准不及预期，降息也落空。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。

后续来看，机构表示，未来降息概率下降，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，下周即将公布 3 月份和一季度经济数据，但在疫情影响之下市场对于数据本身并没有太高的期望，叠加中央对于各地防疫、物流和企业复工复产的重视度逐步抬升，债市或震荡。

二、基本面

国内方面，中国 3 月 M2 同比增长 9.7%，预期 9.1%，前值 9.2%；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。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。结构上仍延续“企业强、居民弱”，“短贷强、长贷弱”，“供给强、需求弱”的特征；一季度社会融资较 2021 年累计多增了 1.73 万亿元，存量增速也从去年四季度的 10.3%升至 10.6%，**宽信用确实取得了一定成效。**

海外方面，美国截至 4 月 9 日当周初请失业金人数升至 18.5 万人，前值 16.6 万人，预期 17.1 万人。尽管最新一周数据显示，初请失业金人数增幅略高于预期，但仍接近本月稍早创下的 54 年低点。前一周初请失业金人数曾降至 1968 年以来最低水平，为 16.7 万人。相比之下，在 2019 年新冠疫情之前，初请失业金人数每周平均新增 21.8 万。然而，初请失业金数据的潜在趋势表明，劳动力市场**仍缺乏足够的劳动力供应来满足需求。**因此，各行业企业的劳动力成本都在上升，并导致通胀进一步飙升。

美国 3 月 PPI 环比升 1.4%，创 2012 年 8 月以来新高，预期升 1.1%，前值升 0.8%；同比升 11.2%，预期 10.6%，前值 10.3%。美国 3 月 CPI 同比升 8.5%，**创 1981 年 12 月以来新高**，预期 8.4%，前值 7.9%；环比升 1.2%，创 2005 年 10 月以来新高，预期 1.2%，前值 0.8%。机构评，当月度数据开始趋平时，有关通胀的讨论将开始改变。就目前情况而言，4 月如果油价维持在 100 美元/桶附近，汽油价格将带来巨大的负面压力。在可预见的未来，二手车价格的下跌也将拖累通胀。

当地时间 4 月 13 日，美联储理事沃勒表示，**倾向于在 5 月加息 50 个基点**，可能在 6 月和 7 月加息更多；希望在今年下半年达到中性利率上方。通货膨胀率很高，但并没有很令人惊讶。预计通胀已经达到峰值，并将要回落。美联储将继续其加息计划，减少宽松政策以控制通胀。

欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数为-43，创 2020 年 3 月来新低，前值-38.7。德国 4 月 ZEW 经济景气指数为-41，创 2020 年 3 月来新低，预期-48，前值-39.3；现况指数为-30.8，预期-35，前值-21.4。德国智库 ZEW 表示，**未来 6 个月的滞胀前景仍然存在。**专家们对目前德国的经济形势感到悲观，认为其将继续恶化。通胀预期的下降，使上月相当大的增幅减少了约一半，这给人们带来了一些希望。

三、资金面

利率市场方面，利率市场方面，整体来看银行间资金面依然保持流动性合理充裕。周度变化方面，截至 4 月 15 日 SHIBOR 隔夜报收 1.339，下降 41.2BP，SHIBOR7 天报收

1.822，下降 16.3BP；R001 报收 1.40，下降 38.6 BP，R007 报收 1.874，下降 13.8BP；DR001 报收 1.344，下降 39BP，**DR007 报收 1.73，下降 21BP。**同时近期各年期债券利率小幅上升，截至 4 月 15 日，十年期国债收益率处在 2.76%水平。

本周央行公开市场累计进行 600 亿元逆回购和 1500 亿元 MLF 操作，同时周中总计 400 亿元逆回购和 1500 亿元 MLF 到期，因此**周度净投放 200 亿元。**尽管最新国常会进一步释放了宽松信号，并明确提及降准，但机构对于降息的预期依旧相对审慎，机构认为本轮新冠疫情对基本面冲击严重，而且仍未看到缓和迹象，政策也必然会发力托底；但目前中国面临的局面极为复杂，并不是无限放松货币政策就可以解决的，考虑到全球主要央行货币政策大多在收紧过程中，国内的政策空间依然受限。

业内人士表示，4 月 MLF 等量续作，叠加部署降准，表明总量型政策保持积极，释放**推进宽信用信号**，有助于降低企业综合融资成本；4 月 MLF 利率保持不变，**降息预期再次落空**；二季度政策利率下调概率依然较高；4 月 LPR 报价将大概率保持不动；货币政策工具箱中不仅仅有 MLF 降息这一个，可能近期还有更多的政策上的或市场机制上的变化值得期待。

四、消息面

1、**【俄罗斯外长：俄寻求终结美国霸权】**俄罗斯外长拉夫罗夫当地时间 11 日在接受俄罗斯媒体采访时表示，俄罗斯的特别军事行动是为了终结美国主导的“世界秩序”，他指出，美国一直在通过实施所谓“特别规则”和违反国际法来寻求霸权。拉夫罗夫表示，俄罗斯的特别军事行动是为了要结束北约肆无忌惮的东扩，并终结美西方肆无忌惮地要在世界舞台上霸占“统治”地位。拉夫罗夫说，这种所谓的“统治地位”是建立在严重违反国际法的基础上，俄罗斯是不愿屈从美国意志的国家之一，俄罗斯将只会是平等国际社会的一部分，不会允许西方国家忽视其合理的安全关切。

2、**【中共中央国务院：加快发展统一的资本市场选择区域性股权市场开展创新试点】**《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》10 日发布。意见指出，加快发展统一的资本市场。统一动产和权利担保登记，依法发展动产融资。强化重要金融基础设施建设与统筹监管，统一监管标准，健全准入管理。选择运行安全规范、风险管理能力较强的区域性股权市场，开展制度和业务创新试点，加强区域性股权市场和全国性证券市场板块间的合作衔接。推动债券市场基础设施互联互通，实现债券市场要素自由流动。发展供应链金融，提供直达各流通环节经营主体的金融产品。加大对资本市场的监督力度，健全权责清晰、分工明确、运行顺畅的监管体系，筑牢防范系统性金融风险安全底线。坚持金融服务实体经济，防止脱实向虚。为资本设置“红绿灯”，防止资本无序扩张。

3、**【工信部：将持续完善国家工业互联网大数据中心建设 支持符合条件的工业互联网企业首次公开发行证券并上市】**工信部印发《工业互联网专项工作组 2022 年工作计划》，将持续完善国家工业互联网大数据中心建设，统筹推进区域和行业分中心建设。具体举措包括，加快 5G 全连接工厂建设。支持工业企业综合运用边缘计算等技术，提升生产各环节网络化水平。持续建设能源工业互联网专网平台体系。基于专网平台，强化能源行业经济、消费指标汇聚。

4、**【央行：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支持力度】**中国人民银行今日（14 日）召开 2022 年一季度金融统计数据新闻发布会，中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示，今年以来，货币政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健货币政策灵活适度，政策发力适当靠前，加大金融对实体经济的支持。下一步，中国人民银行将继续贯彻党中央、国务院决策部署，落实中央经济工作会议精神和《政府工作报告》举措，按照国务院常务会议要求，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。

五、股指

表 2：股指现货周度行情统计

指数	代码	周收盘	周涨跌	周涨跌幅(%)	周成交量(亿股)	成交量变化	周成交额（亿元）	成交额变化
上证综指	000001.SH	3225.64	-11.05	-0.34	1604.88	358.79	16569.94	4113.18
深证成指	399001.SZ	11714.62	-257.41	-2.15	1758.51	333.02	19666.93	3968.97
沪深300指数	000300.SH	4191.57	-17.53	-0.42	542.37	105.59	9853.30	2855.61
上证50指数	000016.SH	2928.60	26.11	0.90	129.73	17.28	2731.24	660.19
中证500指数	000905.SH	6126.49	-95.10	-1.53	677.64	106.07	6079.93	1154.87
中小板综指	399101.SZ	11702.36	-303.00	-2.52	726.39	153.22	7892.09	1731.61
创业板指数	399006.SZ	2466.29	-112.24	-4.35	408.44	67.35	6428.57	1146.58

数据来源：Wind 大陆期货研究所

表 3：股指期货周度行情统计

	合约	周收盘	周涨跌	涨跌幅（%）	周成交量（手）	成交量变化	变化幅度（%）	周持仓量（手）	持仓量变化	变化幅度（%）
沪深300期货	IF00.CFE	4194.40	-39.40	-0.93	353255.00	116983.00	49.51	0.00	-88912.00	-100.00
	IF01.CFE	4182.40	-41.00	-0.97	188206.00	173344.00	1166.36	76695.00	66214.00	631.75
	IF02.CFE	4165.60	-30.40	-0.72	139806.00	76950.00	122.42	83586.00	6518.00	8.46
	IF03.CFE	4110.40	-23.60	-0.57	44170.00	25824.00	140.76	39540.00	5738.00	16.98
上证50期货	IH00.CFE	2935.00	7.00	0.24	158181.00	46153.00	41.20	0.00	-35050.00	-100.00
	IH01.CFE	2941.40	16.40	0.56	79414.00	71046.00	849.02	34165.00	30318.00	788.09
	IH02.CFE	2936.00	15.40	0.53	70389.00	34930.00	98.51	37849.00	3708.00	10.86
	IH03.CFE	2900.60	20.00	0.69	32751.00	19878.00	154.42	25219.00	5493.00	27.85
中证500期货	IC00.CFE	6088.20	-121.80	-1.96	294939.00	106087.00	56.17	0.00	-91359.00	-100.00
	IC01.CFE	6018.00	-159.00	-2.57	212908.00	187351.00	733.07	100720.00	79543.00	375.61
	IC02.CFE	5977.60	-147.60	-2.41	144233.00	86031.00	147.81	128044.00	9248.00	7.78
	IC03.CFE	5868.80	-147.60	-2.45	56095.00	23937.00	74.44	103008.00	4760.00	4.84

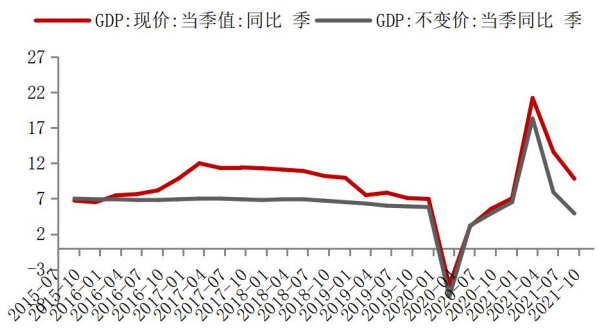
数据来源：Wind 大陆期货研究所

上周股指走势分化，截至上周五，沪深 300 主力合约下跌 0.93%报收 4194.4 点，上证 50 主力合约上涨 0.24%报收 2935 点，中证 500 主力合约下跌 1.96%报收 6088.2 点。下周机构态度： 区间震荡。

央行召开第一季度金融统计数据新闻发布会，提出下一步将适时运用降准等货币政策工具，灵活运用多种货币政策工具，近期各项政策会议密集召开，政策预期较强，利好期指。目前国内风险因素主要在疫情影响，国外风险因素主要在地缘因素以及货币环境，对市场情绪方面仍有所压制。

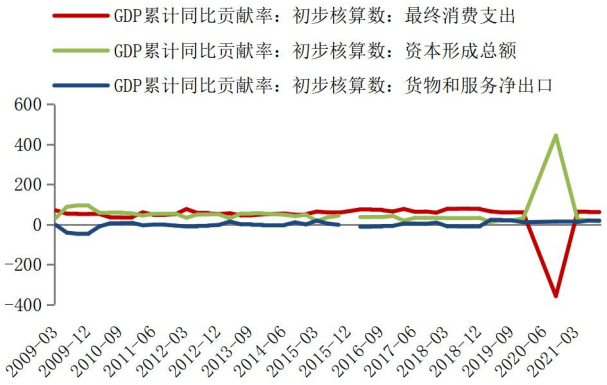
附录：

图 1： GDP：当季同比 (%)



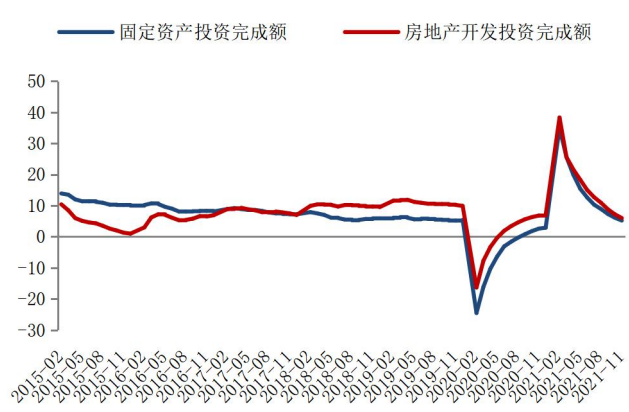
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 2： GDP 累计贡献率（%）



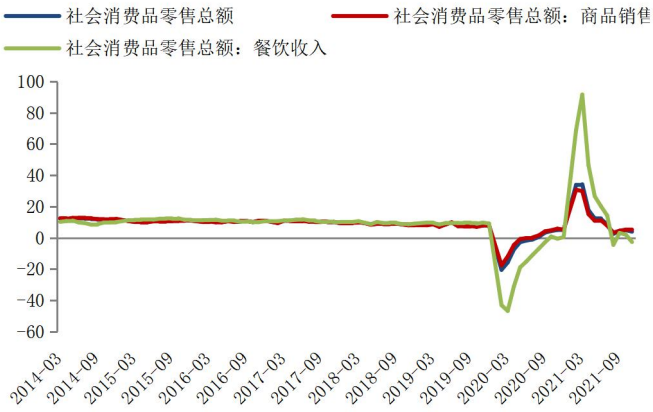
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 3： 固定资产投资：月度累计同比（%）



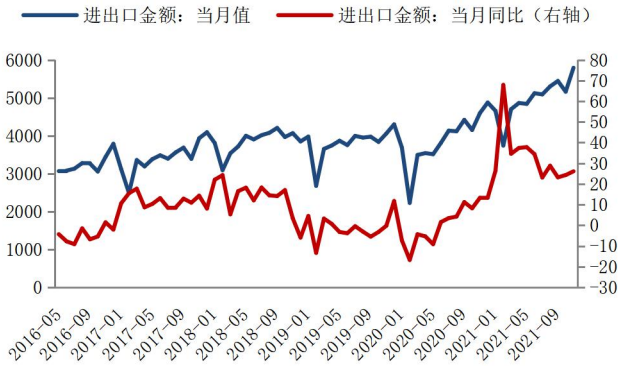
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 4： 社会消费品零售总额：当月同比(%)



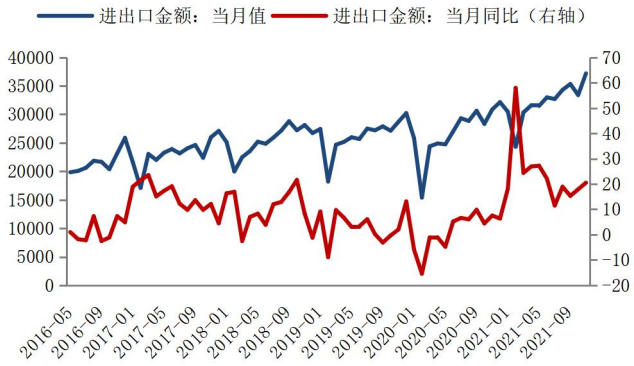
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 5： 国家进出口（亿美元 %）



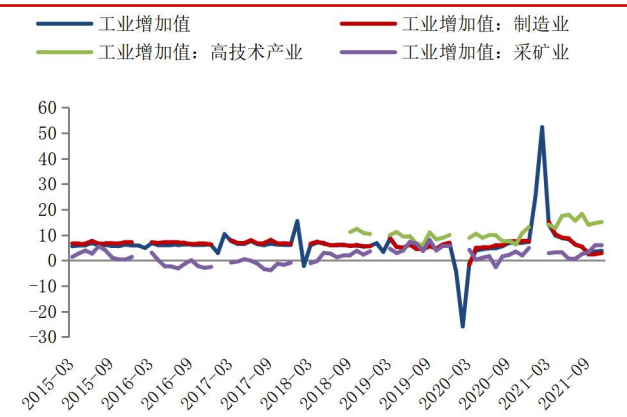
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 6： 国家进出口（亿元人民币 %）



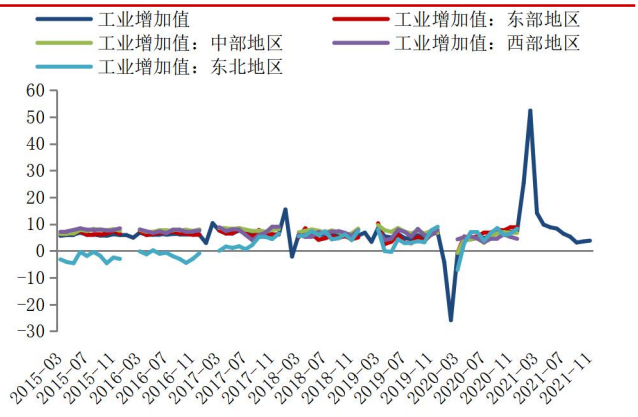
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 7： 工业增加值：分行业：当月同比（%）



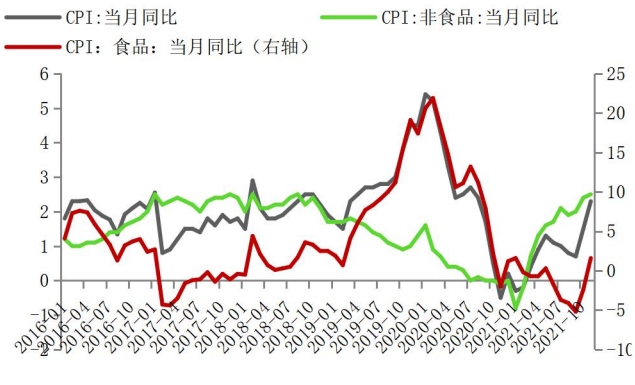
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 8： 工业增加值：分地区：当月同比(%)



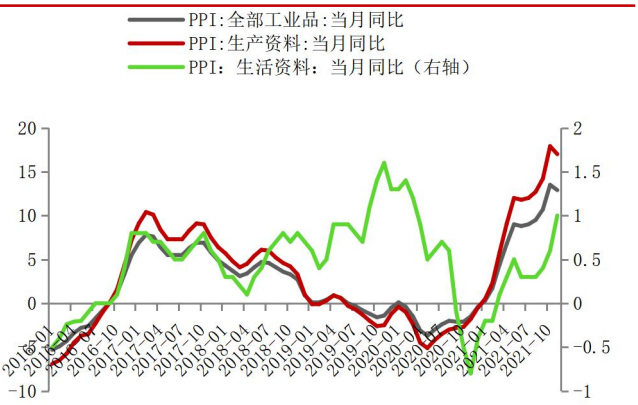
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 9： CPI 数据：当月同比(%)



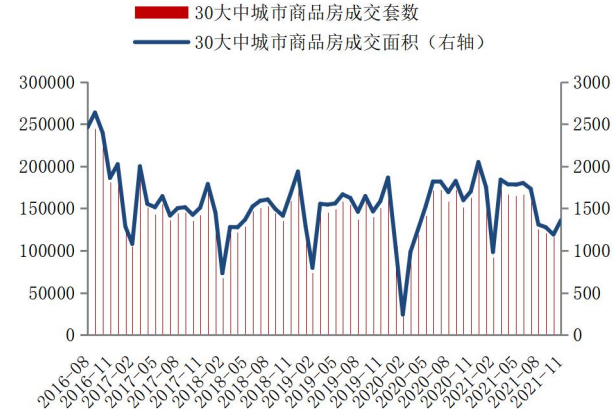
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 10： PPI 数据：当月同比(%)



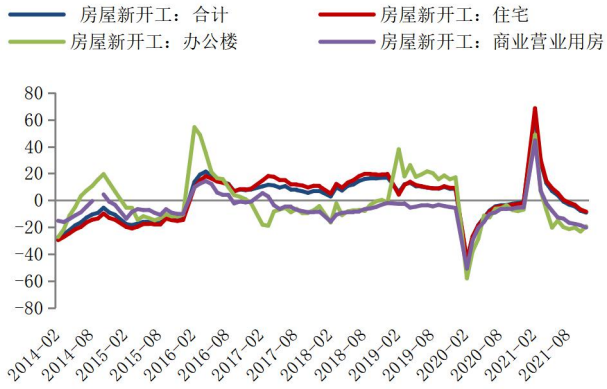
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 11：30 大中城市商品房成交(套 万平方米)



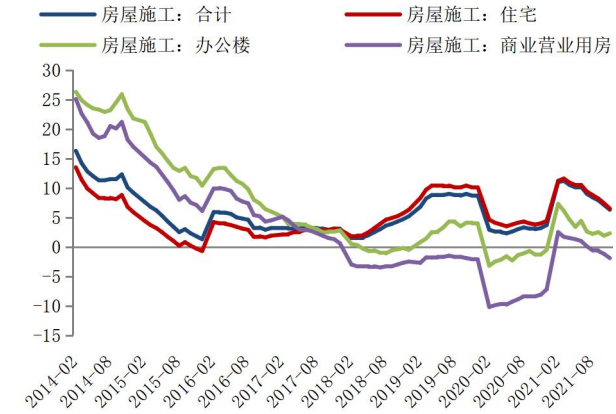
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 12：房屋新开工情况：月度累计同比（%）



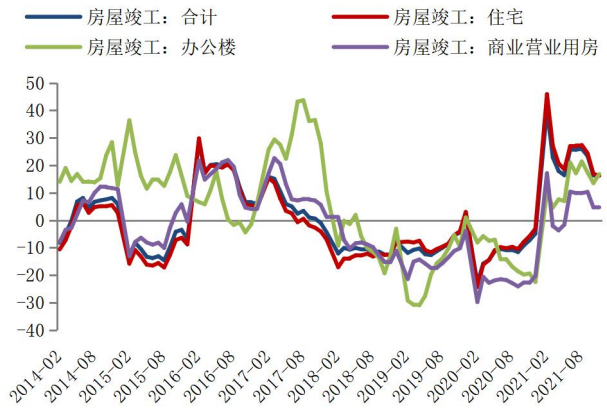
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 13：房屋施工情况：月度累计同比（%）



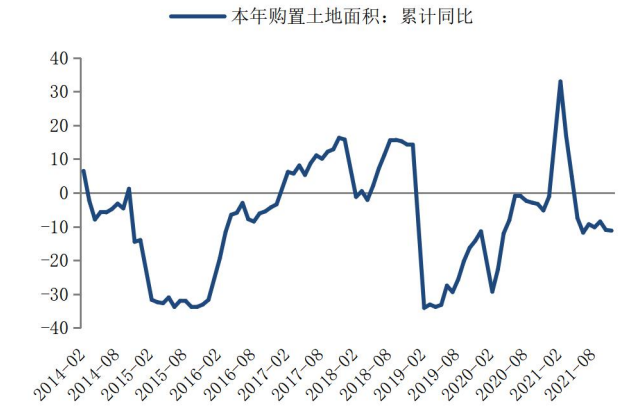
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 14：房屋竣工情况：月度累计同比（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 15：土地购置情况：月度累计同比（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 16：6 大发电集团日均耗煤(万吨)

数据来源：Wind 大陆期货研究所

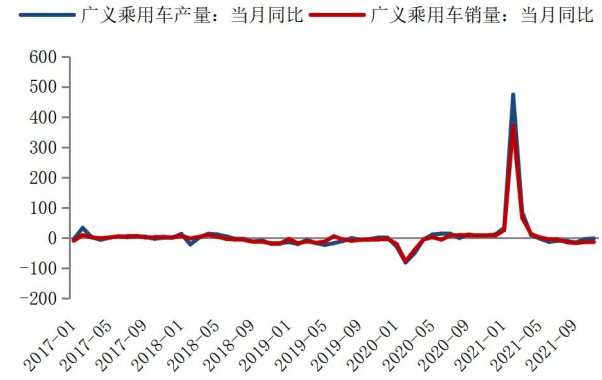
图 17：猪肉平均批发价格（元/千克）

数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 18：蔬菜平均批发价格（元/千克）

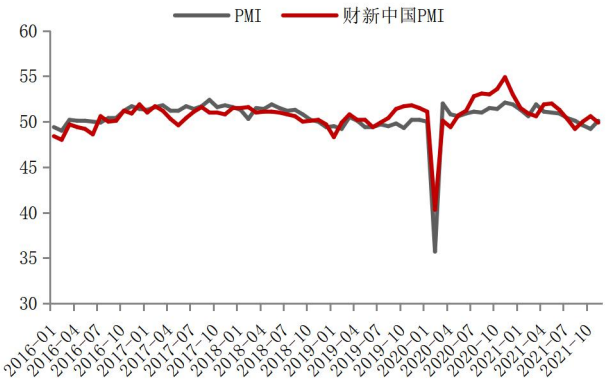
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 19：广义乘用车产销情况（%）



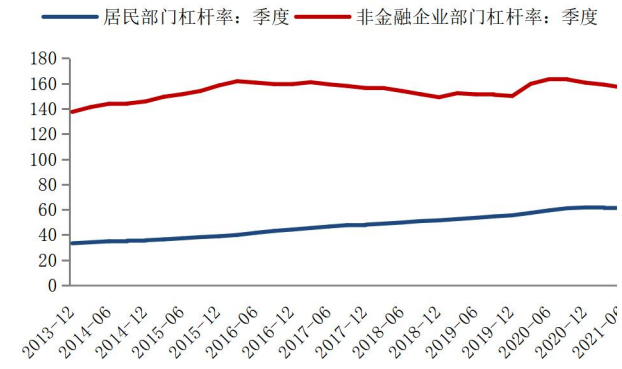
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 20：制造业 PMI (%)



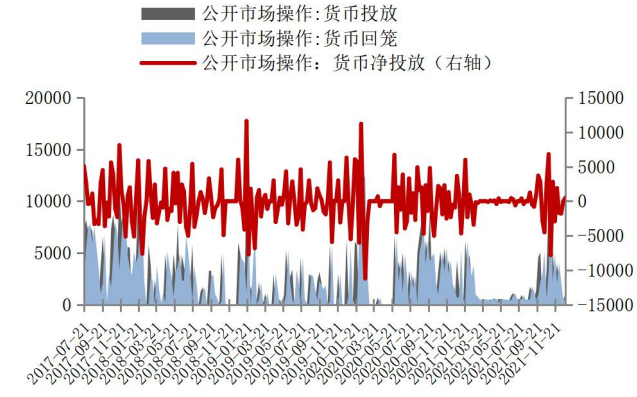
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 21：部门杠杆率情况（%）



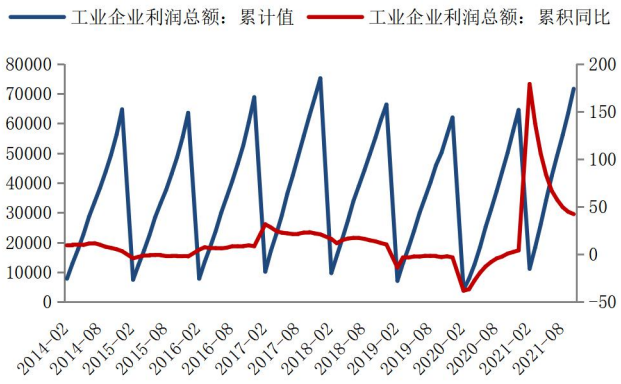
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 22：公开市场操作（亿元）



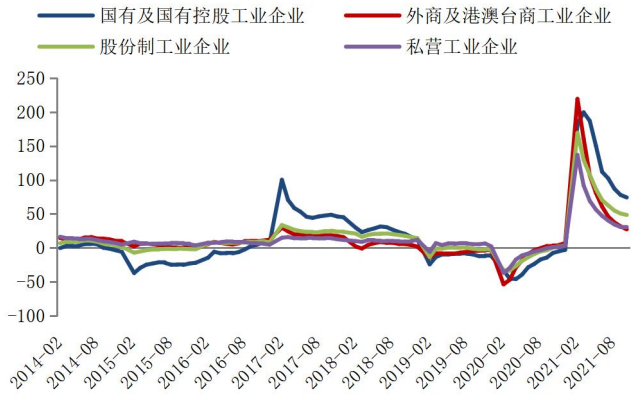
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 23：工业企业利润情况（亿元 %）



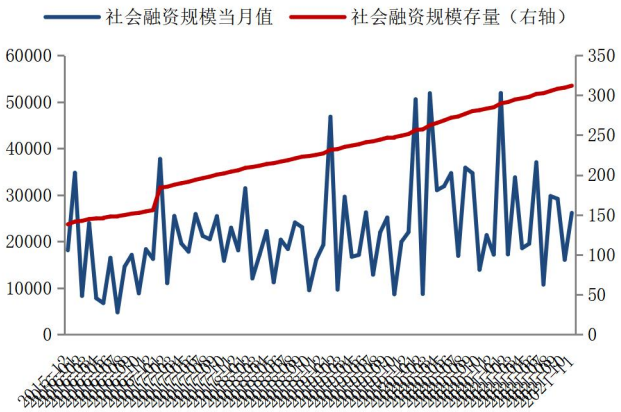
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 24：各类型工业企业利润累计同比（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 25：社会融资规模情况（亿元）

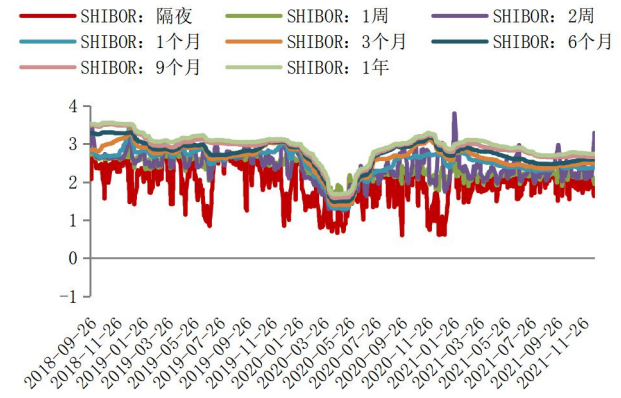


数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 26：M1、M2 增速（%）

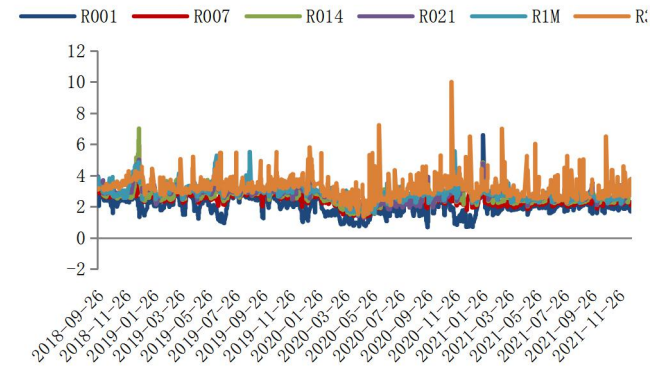
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 27：SHIBOR 利率（%）



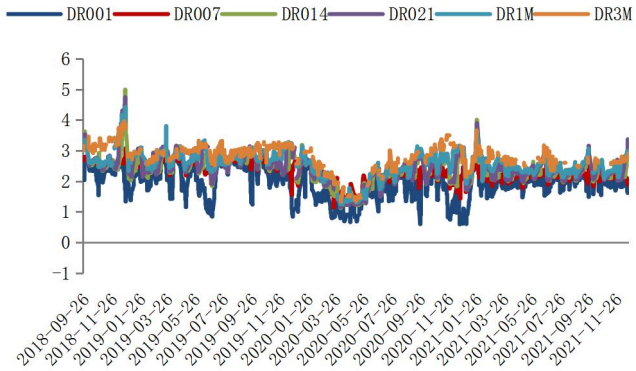
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 28：R 利率（%）



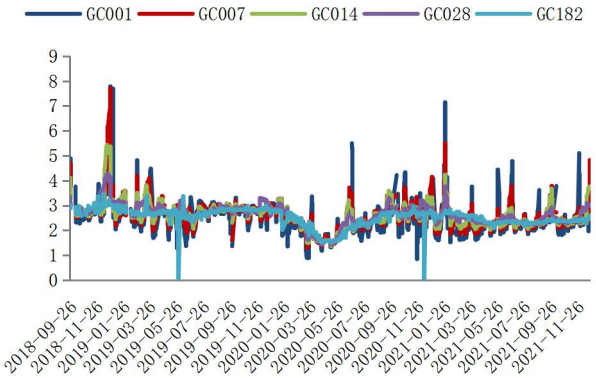
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 29：DR 利率（%）



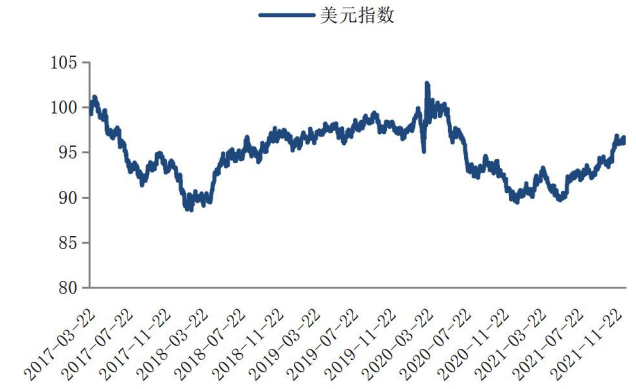
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 30：GC 利率（%）



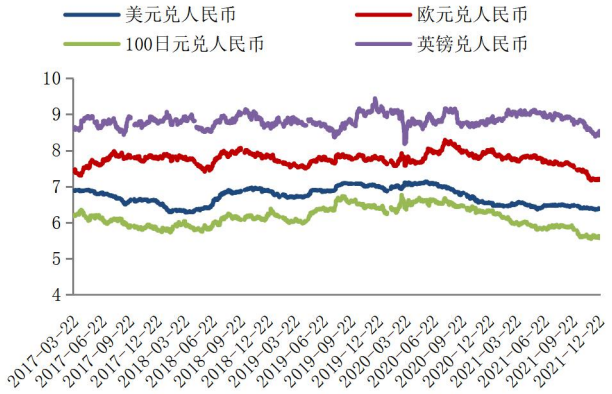
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 31：美元指数



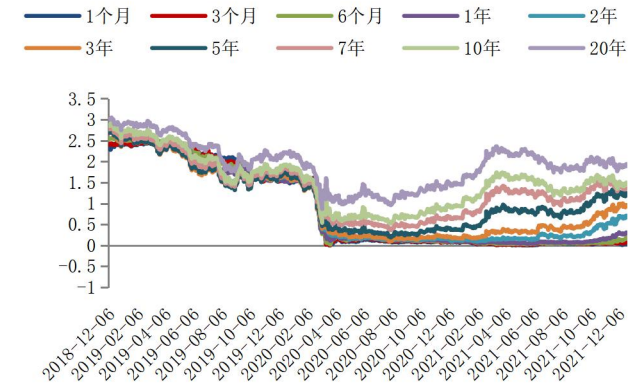
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 32：人民币汇率



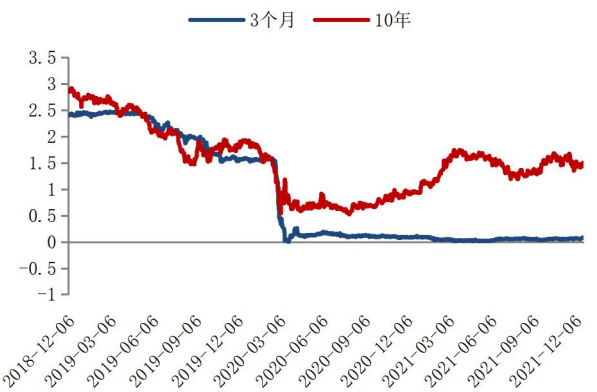
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 33：美国国债收益率（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 34：美债长短端利率（%）

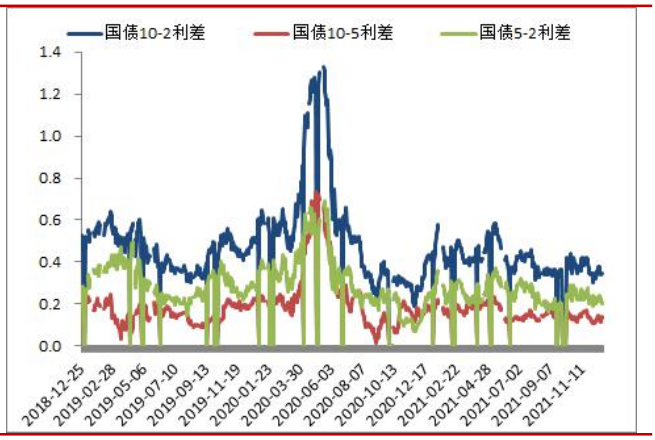


数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 35：国债到期收益率（%）

数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 36：国债收益率利差（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 37：中债国开债到期收益率（%）

数据来源：Wind 大陆期货研究所

联系我们

大陆期货研究所

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼

电话：021-54071958

微信：DLQH-YJS

微博：大陆期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。