

主要结论

央行有序引导市场利率下行：近期央行充分的运用了公开市场操作工具，例如7天逆回购操作利率、调低银行超额准备金、定向降准、MLF、LPR、TMLF等工具引导市场利率下行。体现了4月政治局会议中积极的财政政策更加积极，灵活的货币政策更加灵活的意图，当前市场的流动性较为充裕，二级市场资金利率较低。同时政治局常委明确提出降息降准工具的运用，中国央行也明确表示，在当前情况下应当允许宏观杠杆率有一定阶段性的上升，以扩大金融体系对实体经济的信用支持。所以当前市场对于未来货币政策宽松的预期依然存在，未来市场利率有进一步下行的可能。但同时值得注意的是，政治局会议上重申“房住不炒”的基调后，传统的信用货币派生的途径或被阻断，未来政策的发力点或着重于未来政策的发力点或将倾向于扶贫、旧改、基建和扩大内需等领域。

此次刺激计划和08年四万亿刺激不同：首先受疫情影响，1-3月财政支出中卫生健康支出同比增速达到22.7%，但是由于居民可选消费和企业进出口订单的减少，财政收入下降也较为明显。所以此次提高赤字率、发行特别国债等举措，预计将有一部分是用于补贴防疫方面的支出，而不是全部用于经济刺激，此次政策对于经济刺激力度是小于2008年的四万亿。其次2020年的宏观环境和2008年不同，2008年是由美国金融泡沫破灭引发的全球金融危机，积极的货币和财政政策对于金融系统出现的问题是有效的，但对疫情是无效的，只能起到稳定市场情绪和补充流动性的应急作用。在信用派生方面，虽然央行为市场注入了大量的流动性，但是商业银行愿意承受较低的基准利率，也不愿意将钱贷给风险较大的中小企业，产生了流动性堰塞湖，中小企业贷款难的问题并没有完全解决，同时当前开工复工的进度也不及2008年，产能过剩的情况较难产生。总体来看，当前的逆周期调节政策虽然力度上近似于2008年，但是效果是不及2008年的四万亿刺激政策。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

新一轮强力的刺激政策下对国内商品市场的影响：品种走势方面还是会有所分化：对于刚性需求较强的农产品，疫情推动了必需品的囤货需求，例如玉米、豆粕有进一步上涨的空间。对于进口依存度较高的品种，例如可选消费中的棉花、棉纱，国内库存处于历史较高水平，但由于全球成衣需求的下降以及大厂的订单减少，价格有进一步回落的可能。化工产业方面受沙俄冲突和减产协议的影响，原油供需结构错配依然存在，当前化工产业链中商品价格对于宏观消息冲击的敏感程度变高，波动幅度有扩大的可能，提醒投资者注意仓位控制风险。

一、全球宏观经济概述

1、央行有序引导市场利率下行 允许宏观杠杆率适度上升

近期央行充分的运用了公开市场操作工具，例如 7 天逆回购操作利率、调低银行超额准备金、定向降准、MLF、LPR、TMLF 等工具引导市场利率下行。充分体现了 4 月政治局会议中积极的财政政策更加积极，灵活的货币政策更加灵活的意图，当前市场的流动性较为充裕，公开市场操作工具的使用较为连续，二级市场资金利率较低。但值得注意的是，政治局常委明确提出降息降准，中国央行也明确表示，在当前情况下应当允许宏观杠杆率有一定阶段性的上升，以扩大金融体系对实体经济的信用支持。所以当前市场对于未来货币政策宽松的预期依然存在，未来市场利率有进一步下行的可能。

同时我们也注意到，虽然央行有序的引导市场整体利率下行，资金面较为宽裕，但通过观察市场经济数据和资本市场的表现，当前资金向实体经济派生的渠道还是有一定阻塞，举例来说，在央行意外降低超额存款准备金利率后，隔夜质押式回购利率一度跌至 0.7865%，创纪录新低，但中小微企业由于风险相对较高，银行相对来说还是倾向于将钱贷给资质较好的个人及大型企业，但预计随着疫情的控制，生产经营活动的逐渐恢复，中小企业和银行的风险也将逐渐收敛。政治局会议上重申“房住不炒”的基调后，传统的信用货币派生的途径或被阻断，未来政策的发力点或着重于未来政策的发力点或将倾向于扶贫、旧改、基建和扩大内需等领域。

图：近期央行公开市场操作

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。

数据来源：wind 国信期货

2、政治局会议明确提出将推出一揽子包括发行特别国债的刺激政策 和 08 年的四万亿相比有何不同

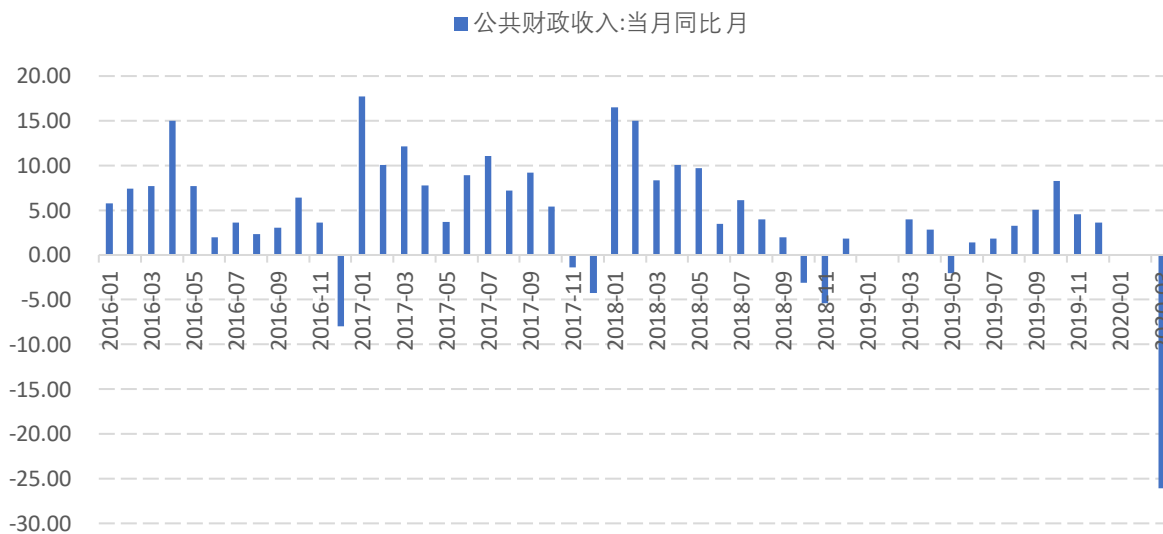
中央政治局召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，并传达了积极的财政政策更加积极，灵活的货币政策更加灵活等提振市场信心的信号。我们认为，此次政治局会议中逆周期调节的政

策可能并不能像2008年的四万亿那样起到立竿见影的效果，主要有两个原因：

首先受疫情影响，1-3月财政支出中卫生健康支出同比增速达到22.7%，但是由于居民可选消费和企业进出口订单的减少，财政收入下降也较为明显。所以此次提高赤字率、发行特别国债等举措，预计将有一部分是用于补贴防疫方面的支出，而不是全部用于经济刺激，此次政策对于经济刺激力度是小于2008年的四万亿。

其次2020年的宏观环境和2008年不同，2008年是由美国金融泡沫破灭引发的全球金融危机，积极的货币和财政政策对于金融系统出现的问题是有效的。同时，2008年中国的需求较为旺盛，房地产市场和基建市场的空间较大，货币和信用派生的渠道较为畅通，所以4万亿刺激对于2008年的市场来说有着立竿见影的效果。但是反观2020年，当前流动性危机是由疫情发酵和市场恐慌情绪共同推动产生的，货币和财政政策对于病毒来说的话是无效的，只能起到稳定市场情绪和补充流动性的应急作用。在信用派生方面，虽然央行为市场注入了大量的流动性，但是商业银行情愿承受较低的基准利率，也不愿意将钱贷给风险较大的中小企业，产生了流动性堰塞湖，中小企业贷款难的问题并没有完全解决，同时当前开工复工的进度也不及2008年，产能过剩的情况较难产生。总体来看，当前的逆周期调节政策虽然力度上近似于2008年，但是效果是不及2008年的四万亿刺激政策。

图：1-3月财政收入骤减



数据来源：wind 国信期货

3、新一轮强力的刺激政策下，对国内商品及A股市场有何影响

新一轮强刺激举措有利于提高市场信心，当前市场整体估值处于底部区间，市净率仅为1.86，接近2005、2009、2016年牛市启动前的水平。当前全球各国相继推出流动性支持政策，投资者对于国内货币政策宽松的预期增强，市场风险偏好有所上升。相较于海外市场，中国疫情的控制相对来说较好，对于外资的吸引里相对来说较强。不同于IH中金融和地产的比重较高，中证500中权重较大的是科技含量更高的行业，更加符合国家未来产业升级、科技创新的定位，是创业就业的主要领域，技术创新的主要主题，是未来政策主要的发力点和扶持对象，所以从政策面的角度来看，中证500更具有投资价值。

对于国内商品市场来说，品种走势方面还是会有所分化：对于刚性需求较强的农产品，疫情推动了

必需品的囤货需求，例如玉米、豆粕有进一步上涨的空间。对于进口依存度较高的品种，例如可选消费中的棉花、棉纱，国内库存处于历史较高水平，但由于全球成衣需求的下降以及大厂的订单减少，价格有进一步回落的可能。化工产业方面受沙俄冲突的影响，原油供需结构错配依然存在，当前化工产业链中商品价格对于宏观消息冲击的敏感程度变高，波动幅度有扩大的可能，提醒投资者注意仓位控制风险。

图：上证指数市盈率



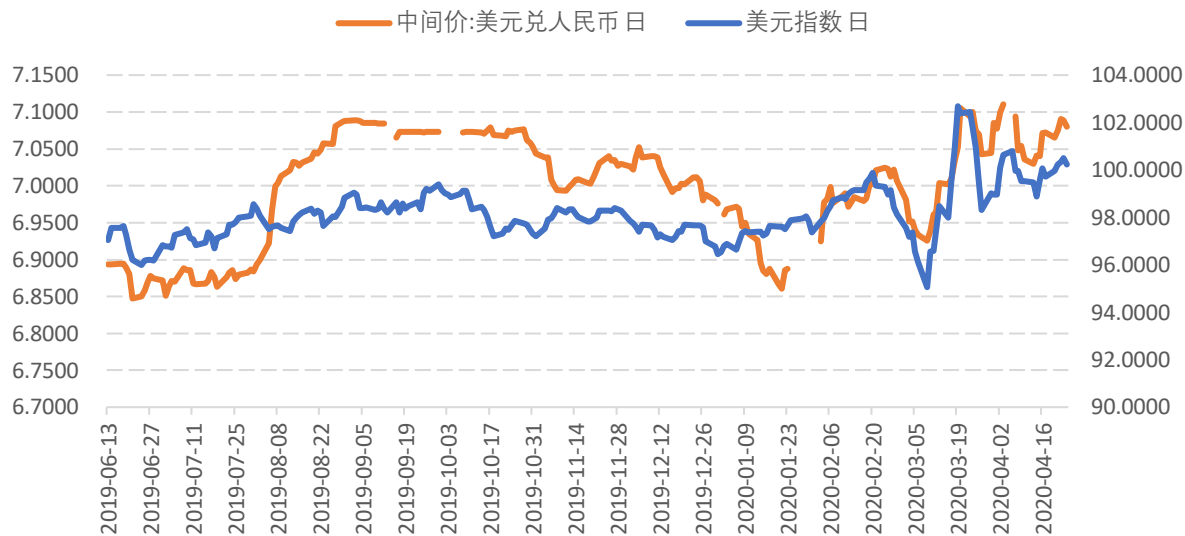
数据来源：wind 国信期货

4、美元指数攀升或难延续 人民币或将维持在7关口震荡

美元指数自疫情攀升后持续上涨，主要有两个原因，首先海外疫情持续攀升，根据历史经验，当海外市场不确定性攀升时，美元指数通常表现都较为强势，在全球疫情没有出现明确的拐点之前，预计短期内美元都会保持高位盘整。其次，但是我们还是要看到美联储近期宽松货币和财政政策的后劲，随着疫情的好转，降息对于美元指数的作用将会体现，美元回落，由牛转熊的节点或将与疫情的拐点吻合。

对于人民币来看，近期人民币的波动受美元指数影响较大，但还有两个因素对于人民币的走势起着较大的影响作用，分别是中美利差和贸易顺差。当前中美利差持续扩大，对于人民币汇率有一定的提振作用，但同时注意到受全球疫情影响，中国1季度贸易顺差有减少的可能，对于人民币汇率有一定的拖累作用，当前看对于人民币汇率来说，利好利空因素均存在，大概率维持在7关口震荡为主。

图：美元指数和人民币中间价



数据来源: wind 国信期货

二、国内经济概述

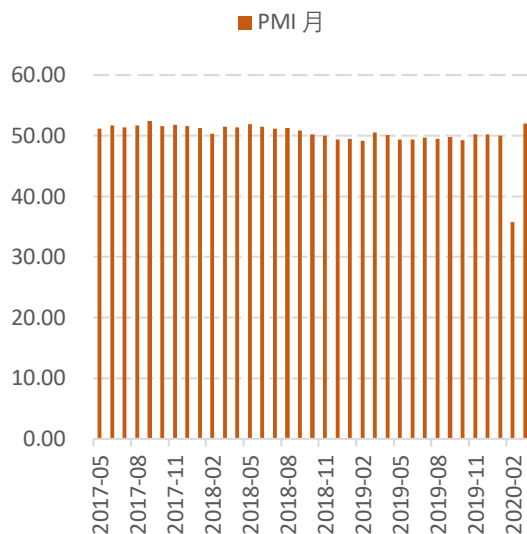
1、制造业数据：超预期回升

3月份制造业PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点；非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点；综合PMI产出指数为53.0%，比上月回升24.1个百分点。

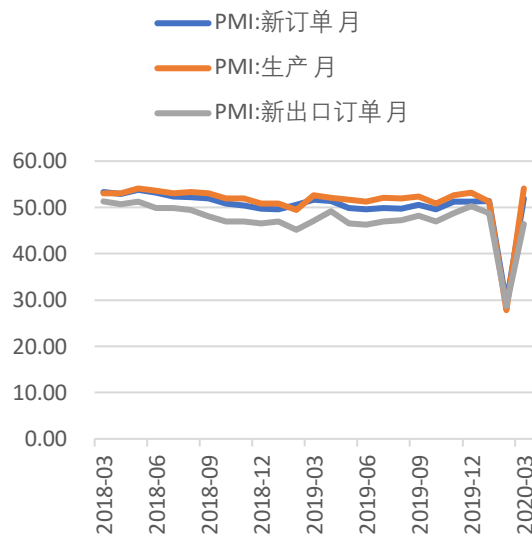
3月数据有两点值得关注：1、采购经理指数是环比指数，反映的是本月比上月发生的经济变化情况，变化幅度与上月基数有很大关系。2月份PMI受疫情影响处于历史低点，但是随着3月份复工复产和疫情防控取得积极成效，3月PMI指数在2月份下降的基数上大幅度的环比回升。但是根据统计局的统计口径来看，仅仅单月的数据回升并不能说明生产经营状况的复苏，起码需要3个月的连贯数据来说明经济运行的趋势性变化。所以未来还需要持续跟踪未来两个月的数据变化。2、从细分数据来看，当前大中型企业复工达到了96.6%，从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为52.6%、51.5%和50.9%，比上月回升16.3、16.0和16.8个百分点，说明政策对于中小企业的政策扶持力度在增强。预计随着四月份海外疫情的逐步控制以及复工复产情况的继续好转，4月份PMI数据有继续回升的可能。

图：PMI 数据

图：PMI 数据细分项



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

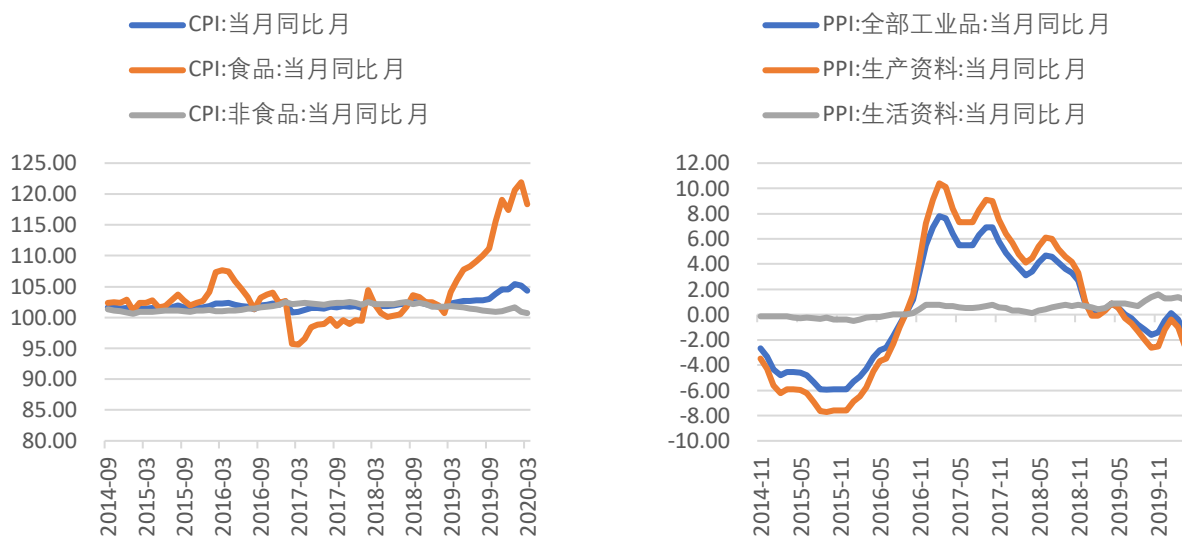
2、通胀数据: CPI或将逐步回落 PPI回升动力不强

2020年3月份,全国居民消费价格同比上涨4.3%。其中,城市上涨4.0%,农村上涨5.3%;食品价格上涨18.3%,非食品价格上涨0.7%;消费品价格上涨6.2%,服务价格上涨1.1%。一季度,全国居民消费价格比去年同期上涨4.9%。2020年3月份,全国工业生产者出厂价格同比下降1.5%,环比下降1.0%;工业生产者购进价格同比下降1.6%,环比下降1.1%。一季度,工业生产者出厂价格比去年同期下降0.6%,工业生产者购进价格下降0.8%。

3月通胀数据有两点值得关注:1、CPI方面,从细分项来看,畜肉类价格的上涨依然是影响CPI上涨的主要因素,食品中,畜肉类价格上涨78.0%,影响CPI上涨约3.44个百分点,其中猪肉价格上涨116.4%,影响CPI上涨约2.79个百分点。其他七大类价格同比四涨三降。其中,其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨5.3%和2.5%,医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨2.2%和0.3%;交通和通信、衣着、居住价格分别下降3.8%、0.3%和0.1%。2、PPI方面,工业生产者出厂价格中,生产资料价格同比下降2.4%,降幅比上月扩大1.4个百分点,影响工业生产者出厂价格总水平下降约1.79个百分点。生活资料价格同比上涨1.2%,涨幅比上月回落0.2个百分点,影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.32个百分点。总体来看,随着疫情控制的好转,物流恢复的推进,食品价格的涨幅有一定的回落,同时受全球疫情升温的影响,全球需求走弱,PPI未来或有继续回落的可能。展望未来,受国内疫情逐步控制,以及生猪存栏逐步增加的影响,未来食品价格又进一步回落的可能,PPI或将持续低位震荡,未来将持续观测通胀数据的走向,如果持续走低,叠加疫情持续发酵,预计未来有进入通缩的可能。

图: CPI 数据

图: PPI 数据



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

3、3月社融数据点评: 社融回暖

3月社会融资规模增量51627亿元, 同比多增22025亿元, 前值8554亿元。3月社融存量262万亿元, 同比增长11.5%, 前值10.7%。3月新增人民币贷款28500亿元, 同比多增11600亿元, 前值9057亿元。3月M2货币供应同比10.1%, 前值8.8%。3月M1货币供应同比5.0%, 前值4.8%。3月M0货币供应同比10.8%, 前值10.9%。

3月社融数据有两点值得关注: 首先, 新增社融创历史细分项来看创历史新高, 受到疫情逐渐消退和复工复产的影响, 根据积极的财政政策更加积极, 灵活的货币政策更加灵活的基调, 货币政策边际效应放松的较为明显, 信贷增量较为显著。从细分项来看, 居民端来看, 3月居民贷款新增9892亿元, 同比多增984亿元, 前值为-4133亿元。其中, 居民短期贷款新增5144亿元, 同比多增850亿元; 居民中长期贷款新增4738亿元, 同比多增133亿元。企业端来看, 3月企业端贷款新增20500亿元, 同比多增9841亿元, 前值为11300亿元。其中, 企业短期贷款新增8752亿元, 同比多增5651亿元; 票据融资新增2075亿元, 同比多增1097亿元; 企业中长期贷款新增9643亿元, 同比多增3070亿元。居民端来看受益于疫情好转后短暂性报复性消费复苏的影响, 短期贷款修复能力较强, 同时房地产成交量的小幅复苏, 也体现在居民中长期的贷款也小幅增加。企业端方面, 由于企业复工复产持续推进, 企业票据和贷款出现了好转。其次, M2增速持续回升, 3月新增人民币存款增加幅度较大, 但值得注意的是, M2和M1的增速出现了不匹配, 说

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5592

