

疫情演绎下宽货币和宽信用趋势如何？

报告导读

近期国内疫情多发，加剧基本面不确定性，上周国常会提出“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”，我们认为当前货币政策仍以稳增长为首要目标，货币政策仍有宽松空间。4月初至今，DR007连日录得2.1%下方数值，多数日期在1.9%附近低位波动，我们重点提示4月15日至5月16日是央行降息窗口期，央行存在较大降息概率，考虑到联储加息等因素，降息幅度不宜过大，预计降息10BP左右。降息目的在于：1、助企纾困，降低企业融资成本；2、降低融资成本也将刺激实体部门贷款需求，“宽货币”配合“宽信用”，维稳经济基本面。央行降低政策利率后，LPR也将随之下降。除降息外，我们也判断二季度仍有降准概率。当前中美利差已经倒挂，但国际收支平衡压力短期相对可控，我们提示二季度国际收支进入观察期，若其面临失衡压力，可能成为货币政策的重要考量因素。

对于市场的影响，若央行降息，货币政策延续“宽货币+宽信用”组合，叠加我们预计一季度GDP实际同比增速或可大幅超市场预期达5.4%的判断，权益市场仍看好稳增长板块；预计10年期国债收益率维持在2.7%-2.9%区间震荡，二季度高点看到2.9%，国债收益率曲线重回陡峭化。

□ 一、4月以来DR007低位运行，预计4月15日至5月16日是降息窗口期

4月初至今，DR007连日录得2.1%下方数值，多数日期在1.9%附近低位波动，我们重点提示4月15日至5月16日是央行降息窗口期，央行存在较大降息概率，考虑到联储加息等因素，降息幅度不宜过大，预计降息10BP左右。

我们持续强调DR007是跟踪央行降息的核心前瞻性高频指标，央行对政策利率的调整往往是先动量、后动价，即若央行主动增加流动性投放，DR007表现为持续明显低于7天逆回购利率，则央行存在降息的空间进行“随行就市”，持续的时间我们认为在1-2周为宜，且需注意剔除月内流动性状况的自然律动。4月首个工作日周，DR007持续低于7天逆回购利率2.1%，最低于4月2日收于1.79%，这部分受跨季因素消退影响，但11、12日继续维持低位运行，4月以来中枢整体下移，与政策利率拉开明显利差，我们认为或体现央行主动流动性调控意图，降息概率正在加大。这与1月初情形极为相似，通过对DR007的跟踪，我们当时准确预判了1月降息。

我们提示4月15日至5月16日是央行降息窗口期，之所以不是具体的日期是因为，MLF和逆回购利率的调降没有明确的先后顺序。我们梳理2016年至今央行调整政策利率的历史，逆回购利率与MLF利率同步调整的案例3次，逆回购利率先于MLF利率调整的案例3次，MLF利率先于逆回购利率调整的案例2次，两者先后顺序不完全固定，但多数是两者同步或OMO先于MLF，少数情形出现在央行从维稳流动性的角度阶段性暂停OMO操作，使得其利率调整滞后公布。当前央行固定于每月15日续作MLF（遇节假日顺延），我们判断，本月和下月的MLF续作日，即4月15日至5月16日时间区间内，均是降息窗口。

□ 二、降息意在帮助企业纾困，降低企业融资成本，刺激信贷需求

近期国内疫情多发，全国聚集性疫情多点频发，是继武汉疫情以来最大规模的局部爆发，在清零方针的指引下，各城市均采取严格的封控措施予以应对，消费及相关市场主体受到较大冲击。本次国常会指出“国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加”，“必须加大纾困和就业兜底等保障力度”。我们认为降息意在：1、帮助企业纾困，降低企业融资成本，保市场主体就是保就业；2、降低融资成本也将刺激实体部门贷款需求，“宽货币”配合“宽信用”，有效维稳经济基本面。

预计二季度仍有降准概率。疫情加剧基本面的不确定性，经济下行压力加大，当前货币政策仍以稳增长为首要目标，发力重点仍是信贷，信贷是宽信用最有效手段，是推进企业扩大资本开支、防止金融空转的有效途径，国常会提出“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”，向前追溯，今年3月初，“扩大新增贷款规模”首次出现在政府工作报告中，体现政

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

策层对于稳信贷、稳信用的决心，因此我们继续强调二季度仍有降准概率。

降准时点如何判断？我们提示通过 3 个信号进行前瞻性观察：1、国常会释放信号；2、二季度金融数据不及预期；3、股市再次触碰政策底。

对于宽信用的载体，我们认为制造业、地产、基建等方向会继续发力宽信用，相关逻辑在于：

1、“新制造稳增长”格局下，预计制造业投资将替代传统的基建、地产投资，成为经济的核心驱动力，主要受强链补链及产业基础再造尤其是产业新能源化的逻辑支撑，在此过程中将形成大量的设备更新、技术改造领域的增量投资需求，去年末央行创设碳减排政策工具，对碳减排领域提供针对性资金支持。1-2 月制造业投资同比增长 20.9% 已有兑现，我们预计全年增速有望达 11.1%。

2、预计房地产投资保持韧性，全年增速可达 5.4%，城市更新蕴含重大机遇，也是市场重大预期差；基建领域，2022 年地方重大项目投资规模加码、节奏前置，投资规模上半年发力也有助于信用释放。

□ 三、国际收支平衡压力短期相对可控，但预计二季度进入观察期

随着美债收益率快速上行，中美利差自去年末以来持续收窄，4 月 11 日降至 -2BP，出现了自 2010 年 6 月以来的首次倒挂。市场担心内外失衡会否扰动国内宽松的货币政策，我们认为短期看影响可控：1、我国货币政策大概率“以我为主”，在内外失衡时往往首要解决内部问题；2、人民币汇率加大双向波动，也可起到内外自动平衡器作用，为国内政策宽松留空间；3、截至 3 月末，我国官方外汇储备 31879.9 亿美元，距离 3 万亿美元警戒线仍有安全边际，从外储的安全性来看，我国国际收支维持基本平衡，短期压力相对可控。

但二季度整体看，我们预计人民币汇率波动幅度较当前有所加大，提示国际收支二季度进入观察期，若资本流出与人民币汇率贬值形成相互强化的负循环，使得外储出现跌破 3 万亿美元关口风险，我们认为国际收支可能成为货币政策的重要考量因素，扰动政策决策。

□ 四、预计 LPR 同比下降，降息向实体部门传导

若央行降低政策利率，由于 1 年期 LPR 与 1 年期 MLF 利率挂钩，预计 LPR 将随之下调，1 年期和 5 年期以上 LPR 均可能下降，但 5 年期以上 LPR 下降幅度可能仍低于 1 年期。但即便 5 年期以上 LPR 下调幅度不大，仍将对地产领域有较强利好，个人按揭贷款利率将随之下调，进而拉动地产销售，制造业中长期贷款、固定资产投资贷款利率也参考 5 年期以上 LPR 定价，利率调降也有利于提高企业中长期资本开支意愿、拉动固定资产投资。

□ 五、对市场的影响：预计 10 年期国债收益率维持在 2.7%-2.9% 区间震荡

若央行降息，货币政策将延续“宽货币+宽信用”组合，叠加我们预计一季度 GDP 实际同比增速或可大幅超市场预期达 5.4%，权益市场仍看好稳增长板块，如金融、地产、建筑、建材等；对于固收市场，在以上逻辑下，预计 10 年期国债收益率维持在 2.7%-2.9% 区间震荡，二季度高点看到 2.9%，而降息对短端利率牵引力更大，即短期利率回落幅度更大，预计国债收益率曲线重回陡峭化，尤其是，若 LPR 不同期限间进行非对称降息，也将加码收益率曲线陡峭化过程。

风险提示：国际收支二季度进入观察期，若中美利差进一步大幅倒挂，引发大规模资本流出及汇率贬值负循环，货币政策或重点关注国际收支平衡。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_40300

