

广州金控期货有限公司  
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO., LTD.

# 政策研究

——极为克制的宽松，大类资产怎么看？

广金期货政策研究

2022年4月19日 星期二



## 期货研究报告

## 宏观政策研究

广州金控期货研究中心

研究员：李彬联

期货从业资格：F03092822

投资咨询资格：Z0017125

邮箱：libinlian@gzjqh.com

座机：020-88523420

### 相关报告

《1-2月经济数据点评：经济数据超预期，稳增长压力仍大》20220320

《俄乌局势再生波折，大宗商品怎么看？》20220221

《短期利多兑现 收益率面临反弹风险》20220102

《12月PMI数据点评：成本回落、需求改善，企业加快补库存》20211231

《全球疫情跟踪—Omicron影响几何》20211229

《降准迅速落地，大宗商品保持谨慎、利率债增配》20211207

## 极为克制的宽松，大类资产怎么看？

### 【核心观点】

4月13日国常会提及降准措辞，随后两天央行宣布降准0.25个百分点，同时当天MLF续作量平价稳，宣告“双降”落空的同时，降准幅度亦大打折扣，一方面反映中美利差倒挂对国内政策空间造成掣肘，同时暗示当前决策层向稳预期、宽信用倾斜。总结历次国常会式降准后的资产表现，从阶段性胜率角度看，利率债>商品>权益。疫情冲击下，一季度GDP增速小幅超市场预期，但仍显著低于5.5%的增长目标，未来稳增长诉求提升，基建以及房地产是稳增长的两大主要抓手。二季度大类资产配置建议如下：从降准后的历史胜率以及考虑房地产政策的纠偏可能，可重点关注黑色系商品的交易机会，其中关键信号是5年LPR的动向；疫情冲击延长了利率债的筑顶周期，稳增长背景下的宽松环境仍对债市构成较强支撑，不过当前利率债配置价值已不高，交易属性更强；权益类资产进入反复筑底阶段，在当前偏低的估值水平，中长期看，已具备较高的配置价值；贵金属以及有色金属将延续通胀交易主线，同时受美联储紧缩政策带来的困扰，预计价格波动加剧。

## 目 录

一、央行如期降准，但力度低于预期.....	4
1.海内外双重压力是本次宽松的主因.....	4
2.中美利差倒挂，宽松力度受阻.....	5
3.降息落空后，LPR 仍有调降可能.....	6
二、弱式降准后，大类资产怎么看？.....	7
1.一季度大类资产表现：权益弱，商品强.....	7
2.国常会式“降准”后各类资产胜率：债>商品>权益.....	8
3.下一阶段大类资产怎么看？.....	9
免责声明.....	12

4月13日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生……适时运用降准等货币政策工具，引导降低市场主体融资成本。

4月15号，央行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），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，再额外多降0.25个百分点。此次降准共计释放长期资金约5300亿元，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

## 一、央行如期降准，但力度明显低于预期

### 1. 海内外双重压力是本次宽松的主因

今年以来，海内外宏观经济环境不确定加大，外部面临全球供应链紧张、地缘政治危机下大宗商品涨价、美联储快速收紧政策等冲击；国内多地疫情脉冲式冲击对需求和信心均产生明显影响，消费、地产、基建等各方面都面临较大压力，实体经济融资需求进一步转弱，供给与需求的不匹配导致市场资金配置效率较低，3月29日国常会提出“把稳增长放在更加突出的位置”、“稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施”。央行一季度货币政策例会明确提出“加大货币政策实施力度”和“提振信心”，新关注“地缘政治冲突升级”和“国内疫情发生频次有所增多”。

目前国内通胀压力不大，美联储加速紧缩前是难得的宽松窗口。面对内外形势变化，作为相对灵活的逆周期调节手段，货币政策需要有所作为，本次降准有利于提振实体经济信心，稳定基本盘预期。

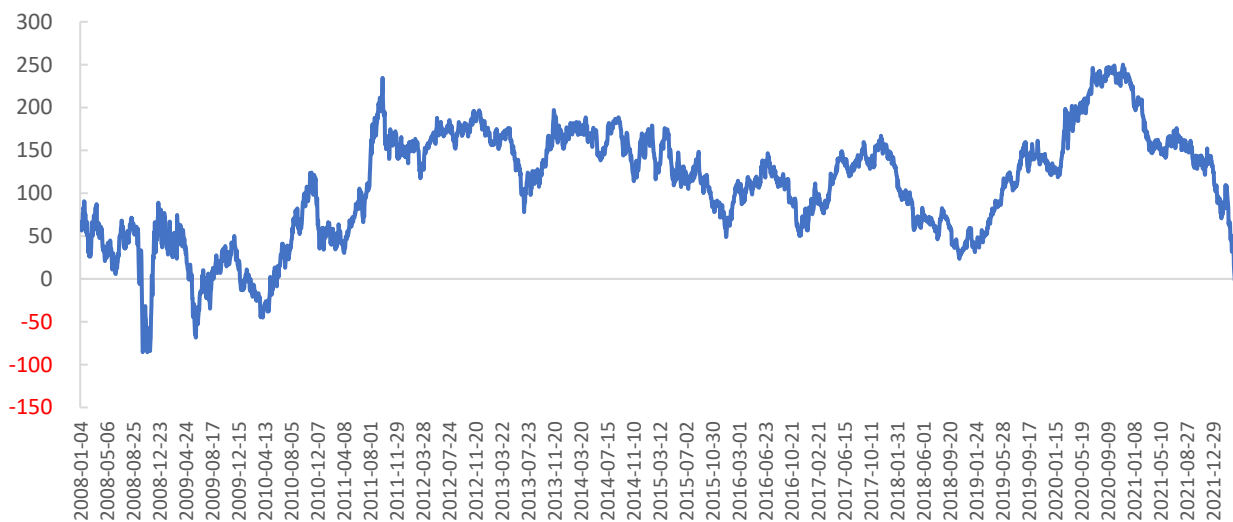
## 2. 中美利差倒挂，宽松力度受阻

当前中美经济周期错位，在需求旺盛、就业市场仍维持强劲的背景下，美联储的核心目标依旧为对抗40年以来的高通胀，5月加息50BP基本成为市场一致预期，届时缩表进程同步启动。多位联储票委先后释放鹰派言论，要求大幅加息甚至超过中性利率以对抗通胀，传统鹰派代表官员布拉德甚至支持将利率从当前的区间上调300个基点。去年年底美债收益率正式进入趋势上行周期，中美利差快速收窄，当前两者接近持平，甚至个别时间出现自2010年以来的中美利差倒挂。

尽管扣除通胀因素后，粗略估计，中美实际利差仍保持在100BP以上，但从历史经验看，美联储历次加息周期中，除2016年3月中国央行仅有的一次调降逆回购利率以及MLF利率外，其余所有时间尚未出现美联储加息、中国央行降息的情境。2022年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，包括疫情防控领先优势可能被打破、资本外流压力加大、出口增速趋于回落、美国货币政策紧于中国，人民币贬值压力开始显现。央行本次宽松操作极为克制，不仅降息落空，甚至降准规模也以

“折半”方式释放，政策空间明显受牵制。

图表 1：10 年期中美利差倒挂（BP）



数据来源：Wind 数据库，广金期货研究中心

### 3. 降息落空后，LPR 仍有调降可能

央行表示当前流动性已处于合理充裕水平，此次降准的目的主要有两个：优化金融机构资金结构，支持受疫情严重影响行业和中小微企业。从金融市场角度看，当前货币市场利率已经处于偏低水平，此次降准可以降低金融机构资金成本每年约 65 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本，因此尽管 4 月 MLF 续作量平价稳，“双降”落空，不过未来 LPR 仍具备调降空间，符合国常会传递“推动银行增强信贷投放能力、降低企业综合融资成本”的政策意图，而且当前正值宽信用发力的关键时间窗口，从稳房贷、优化信贷结构角度看，降低 LPR 对提振实体经济的作用更加直接，不排除 4 月份 1 年 LPR 调降 10BP、5 年 LPR 调降 5BP 的非对称

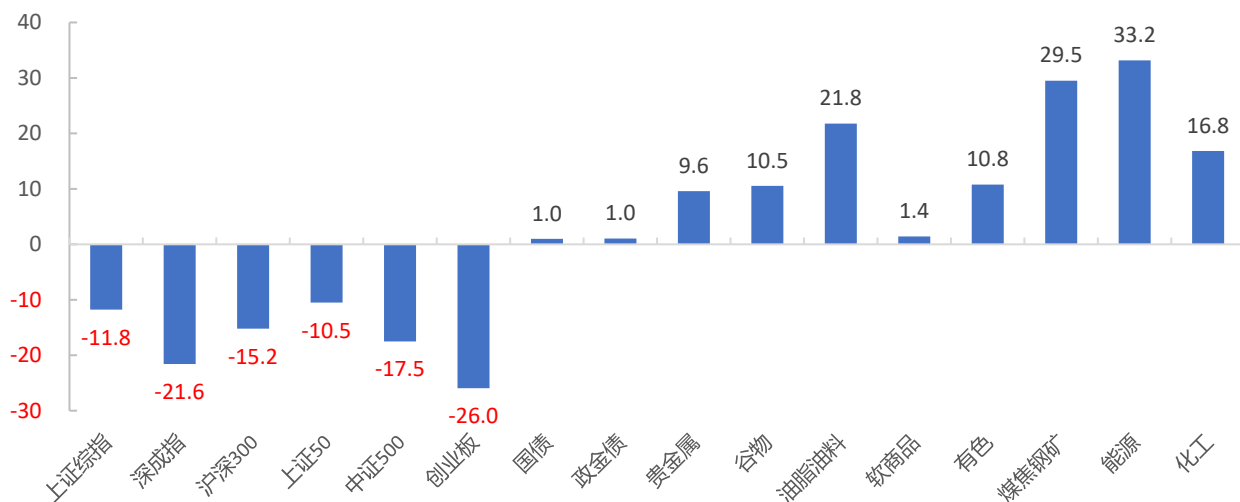
调整可能。

## 二、弱式降准后，大类资产怎么看？

### 1. 一季度大类资产表现：权益弱，商品强

一季度主要受海外地缘政治风险、疫情反弹、全球主要经济体流动性转向等冲击，大类资产总体表现为权益弱、商品强的格局。俄乌冲突扰乱全球经济复苏节奏，叠加国内疫情超预期多地爆发，权益类资产首当其冲受到波及，A股市场大幅下挫，主要宽基指数跌幅均超10%，创业板指甚至下跌26%。同时俄乌作为主要大商品的供应国，供应中断忧虑再次推动原物料价格大幅上涨，以原油为代表的能源类商品涨超30%，黑色产业链、化工、油脂油料以及谷物类商品亦达到两位数涨幅。基本面下行压力以及避险情绪助力，贵金属以及债券亦表现不俗。

图表 2：一季度各类资产表现（%）

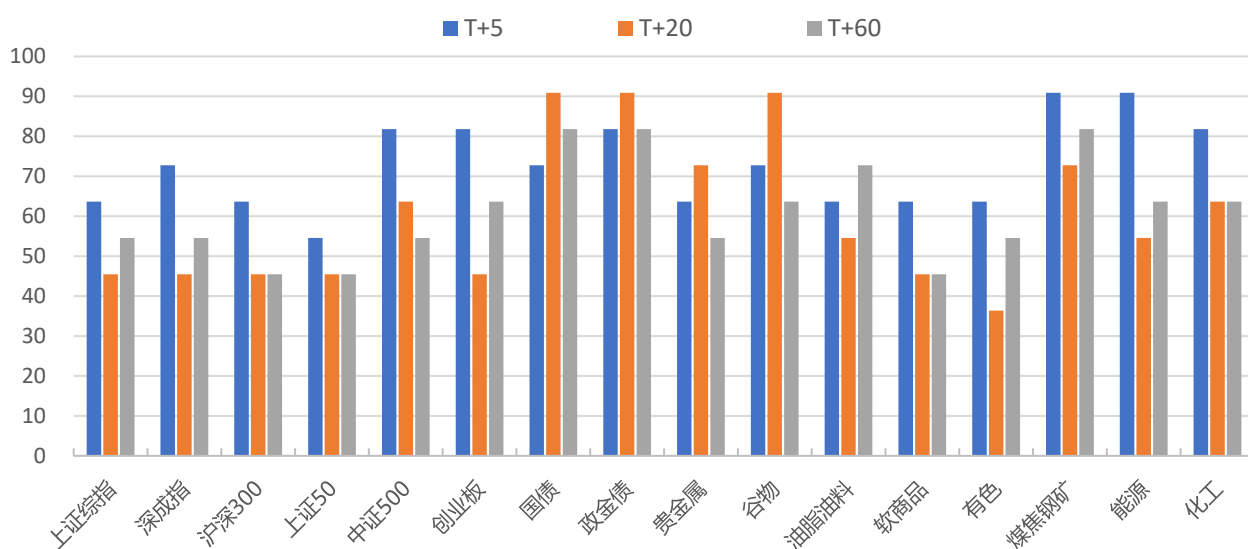


数据来源：Wind 数据库，广金期货研究中心，截至 2022 年 4 月 15 日。

## 2. 国常会式“降准”后各类资产胜率：债>商品>权益

自2017年9月末的国常会提及降准降息后，央行便开启了国常会式降准的“常规操作”。2017年9月30日至今，国常会共计13次提及降准降息等措辞，其中12次在会议不久后央行果断推出宽松政策，唯一的例外是2020年6月7日国常会提出“要综合运用降准、再贷款等工具”后，降准政策缺席。

图表3：历次国常会降准后各类资产胜率（%）



数据来源：Wind 数据库，广金期货研究中心，截至2022年4月15日。

注：胜率指统计期内最终录得上涨次数的比例。

统计近11次国常会降准后的资产表现（图表3），从概率角度来看，降准后一周（T+5），所有类别的资产均实现了50%以上的胜率，其中黑色系、能源商品上涨概率超过90%；降准后一个月（T+20），权益类资产表现欠佳，除中证500指数胜率略超过60%外，其余宽基指数胜率均不足一半，而利率债以及谷物类商品胜率超过



90%；降准后一个季度（T+60），国债、政金债以及黑色系商品保持良好表现，胜率保持 80%以上，唯以蓝筹股为主的上证 50 指数和沪深 300 指数，胜率不足五成。总体而言，历次国常会式降准后，从大类资产胜率的角度看，利率债>商品>权益。

### 3. 下一阶段大类资产怎么看？

#### (1) 权益资产：反复构筑底部，但具备较高的配置价值

去年 12 月政治局会议确认“稳增长”基调之后，相关货币、财政及结构性政策逐步落地，尽管市场对政策支持 and 经济增长的信心也有所修复，但受海内外风险冲击，一季度权益市场仍经历了明显的调整，在所有的大类资产中调整幅度最大。3 月 21 日国常会部署综合施策稳定市场预期，保持资本市场平稳健康发展，政策底正式确立。

图表 4：历次“政策底-市场底”复盘

政策底时间	市场底时间	政策底低点	市场底低点	政策底后最大跌幅
2005 年 1-4 月	2005 年 6 月	1162	998	-14.1%
2008 年 9 月	2008 年 10 月	1802	1665	-7.6%
2012 年 8-10 月	2013 年 7 月	1999	1949	-2.5%
2015 年 6-7 月	2015 年 8 月	3373	2580	-23.5%
2018 年 10 月-2019 年 1 月	2019 年 1 月	2449	2441	-0.3%

资料来源：广金期货研究中心整理，以上证综指为例。

复盘 2005 年以来的五轮“政策底-市场底”经验，一个显著的特征是市场底总滞后于政策底，但间隔期差别较大，分别在 2-12 个月不等。此外，政策底出现后，

权益市场仍会惯性下跌，不过除 2015 年的极端系统性风险外，其余四轮政策底继续下跌的风险较为有限。从估值角度看，当前上证指数、深成指估值分别处于 1999 年以来的 84%、56% 的分位数，沪深 300、上证 50 估值均处于数据记录以来的 69% 分位数，中证 500 估值甚至处于 98% 分位数的极低位置，中长期角度而言，大部分指数已经极具配置价值。二季度权益资产仍将处于反复筑底阶段，但配置窗口逐步打开。

## **(2) 债市：疫情延长筑顶阶段，“交易”优于“配置”**

3 月全国疫情反弹，动态清零的防控政策不可避免地影响经济活动，居民收入和消费的恢复受到制约，疫情防控压力较大、房地产销售仍然低迷是现阶段经济面临的主要挑战，一季度 GDP 增速虽然明显高于市场预期，不过要完成全年 5.5% 的增长目标，稳增长诉求较高，二季度货币政策有必要维持相对宽松的格局，利率上行风险不大，但受中美利差倒挂约束，利率下行空间也非常有限。上周降息落空，降准力度“打折”，侧面反映央行在宽松政策方面表现得极为克制，尤其央行对“当前流动性已处于合理充裕水平”的表态，暗示未来的宽货币明确指向宽信用。总体而言，二季度利率债仍受益于稳增长压力下的宽松环境，筑顶阶段被动延长，不过收益率进一步大幅下行的空间有限，交易属性优于配置价值。

## **(3) 大宗商品：关注黑色系商品机会，贵金属、有色**

## 延续通胀逻辑

二季度大宗商品预计延续波动分化格局，重点关注稳增长背景下黑色系商品的阶段性机会。从稳增长路径看，除了基建作为主要抓手之一，房地产政策纠偏可能是今年稳增长的另一主要途径。4月14日央行金融市场司司长邹澜表示，3月份以来，由于市场需求减弱，全国已经有100多个城市的银行自主下调房贷利率，平均幅度在20个到60个基点不等，预示下阶段房地产政策边际调整概率加大，结合降准后黑色系的高胜率规律，二季度可重点关注焦煤钢矿的交易机会，尤其密切留意5年LPR的动向，一旦出现调整，房地产放松信号便愈发明显。

贵金属以及有色金属将延续全球通胀逻辑。3月美国通胀已攀升至40年以来新高，尽管多数经济学家预期通胀见顶，但通胀惯性迫使物价水平要回落至美联储2%的目标仍有相当长的一段距离。通胀主线支撑贵金属以及有色金属维持高位震荡，不过美联储政策紧缩带来的不确定性较大，尤其缩表周期将加速推升10年美债收益率，从而加剧贵金属以及有色金属价格的波动幅度。

总体而言，二季度大宗商品的投资机会依次为：黑色系>贵金属>有色金属。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路191号中石化大厦B塔25层2501-2524单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：[www.gzjkqh.com](http://www.gzjkqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

<p>• 广州营业部</p> <p>地址：广州市海珠区新港东路1088号 中洲交易中心1105单元</p> <p>电话：020-38298555</p>	<p>• 佛山营业部</p> <p>地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号 龙汇大厦1720-1722单元</p> <p>电话：0757-85501836</p>
<p>• 大连营业部</p> <p>地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦 2311房间</p> <p>电话：0411-84806645、0411-84995079</p>	<p>• 山东分公司</p> <p>地址：山东省济南市市中区英雄山路129号祥泰广 场1号楼2403室</p> <p>电话：0531-55554330</p>
<p>• 梅州营业部</p> <p>地址：广东省梅州市梅江区正兴路和兴园25-26号 店及夹层</p> <p>电话：0753-2185061</p>	<p>• 杭州分公司</p> <p>地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室</p> <p>电话：0571-87251385</p>
<p>• 福州营业部</p> <p>地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路29号 左海综合楼2楼B区201室</p> <p>电话：0591-87800021</p>	<p>• 保定营业部</p> <p>地址：河北省保定市复兴中路3108号 康泰国际15楼1单元1509室</p> <p>电话：0312-3135300</p>
<p>• 唐山营业部</p> <p>地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼 1607、1608号</p> <p>电话：0315-5266603</p>	<p>• 河北分公司</p> <p>地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号 东胜广场三单元1406</p> <p>电话：0311-83075314</p>
<p>• 广东分公司</p> <p>地址：广州市南沙区黄阁镇望江二街5号（中惠国 际金融中心12栋）2101、2102、2103</p> <p>电话：020-39393079</p>	<p>• 淮北营业部</p> <p>地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号 金冠紫园6幢105</p> <p>电话：0561-3318880</p>
<p>• 太原营业部</p> <p>地址：山西省太原市万柏林区长风街道 长兴路1号4幢11层1123号、1124号</p> <p>电话：0351-7876105</p>	