

央行全面降准难解供应链问题

摘要

一、央行降准如期而至但幅度不及预期。央行宣布决定4月25日降准0.25BP，同时对符合条件的城商行和农商行再额外降准0.25BP。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约5300亿元。另外，央行4月15日开展1500亿元1年期MLF操作和100亿元逆回购操作，中标利率分别为2.85%和2.10%，均与前值持平。

我们认为央行本次操作明显低于市场预期，在此之前，市场普遍预期央行本次降准大概率全面降准50bp，MLF操作降息10bp。正如央行所表示的，目前流动性已经处于合理充裕水平，市场并不缺钱，此次降准的信号意义更强一些。对于后续货币政策还会不会进一步宽松，央行表示将密切关注物价走势变化，密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡。这意味着在物价中枢逐步抬升，美联储加快收紧货币政策的当下，我国货币政策进一步宽松的空间较为有限，将更多采取结构性政策（如支农支小再贷款、碳减排支持工具以及两项新增工具），同时，引导金融体系合理让利（压缩LPR息差空间等），以加大对实体经济的支持，稳定宏观经济大盘。

二、全国疫情追踪。目前有多达45个城市还处于部分或全部封控之中。此轮疫情严重拖累经济，上半年增长回到目标水平难度较大，不过，当前疫情防控出现改善的迹象，国务院副总理孙春兰表示，上海抗疫已经取得阶段性的成果，疫情的传播指数由当初的2.27下降到现在的1.23，早日实现社会面清零的目标指日可待。随着疫情逐步得到控制，预计二季度扩大投资相关政策加力提速，供应链疏导和消费刺激并举，经济有望迎来快速的修复。

三、美国通胀持续走高。美国3月CPI同比上涨8.5%，超出预期和前值7.9%，环比增长1.2%，其中汽油、住房和食品指数涨幅最大，在剔除食品和能源价格后，核心CPI同比也上升至6.5%，高于2月份的6.4%。CME美联储观察工具显示，市场预计美联储5月加息50BP的概率升至89.9%，或继续推升十年期美债收益率。

四、供应链问题短期依旧无解。国内来看，央行降准如期而至，虽然略低于预期，但表明稳增长力度有增无减，与此同时，上海抗疫取得阶段性成效，各方积极协调助力复工复产，不过，目前有多达45个城市还处于部分或全部封控之中，交通物流仍是制约复工复产的重大问题，有待进一步疏通。海外方面，俄乌双方聚集重兵于顿巴斯地区，决战一触即发，以美国为首的西方国家则加大对乌克兰的军事援助，同时威胁进一步升级对俄罗斯的制裁，全球供应链问题短期依旧无解。总的来看，国际定价的商品面临短强长弱的格局，而国内需求为主的商品则面临短弱长强的格局。

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1、央行降准如期而至但幅度不及预期

4月15日，央行宣布决定4月25日降准0.25BP，同时对符合条件的城商行和农商行再额外降准0.25BP。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约5300亿元。另外，央行4月15日开展1500亿元1年期MLF操作和100亿元逆回购操作，中标利率分别为2.85%和2.10%，均与前值持平。

我们认为央行本次操作明显低于市场预期，在此之前，市场普遍预期央行本次降准大概率全面降准50bp，MLF操作将降息10bp。正如央行所表示的，目前流动性已经处于合理充裕水平，市场并不缺钱，此次降准的信号意义更强一些，一方面，通过降准引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情影响行业和中小微企业，降低金融机构资金成本，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本；另一方面，经过前面几次的宽松，当前银行体系流动性仍较为充裕，但信贷规模增长低于预期，表明货币传导尚不畅通，主因是海外地缘政治因素和国内疫情对市场主体的信心仍有较大的影响，此次降准传递出稳增长力度有增不减的信号，以提振市场信心。

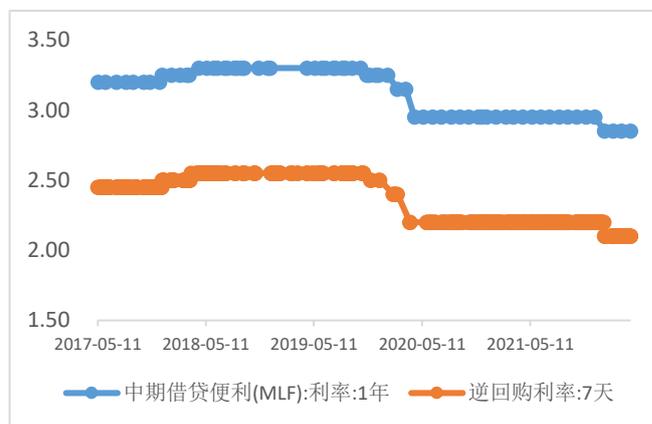
对于货币政策后续还会不会进一步宽松，央行表示将密切关注物价走势变化，密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡。这或意味着在物价中枢逐步抬升，美联储加快收紧货币政策的当下，我国货币政策进一步宽松的空间较为有限，将更多采取结构性政策（如支农支小再贷款、碳减排支持工具以及两项新增工具），同时，引导金融体系合理让利（压缩LPR息差空间等），以加大对实体经济的支持，稳定宏观经济大盘。

图表 1：存款准备金率下调



数据来源：WIND

图表 2：MLF 利率维持不变



数据来源：WIND

2、政策举措或加大力度

面对地缘政治风险以及国内疫情持续蔓延的冲击，国内经济下行压力进一步加大，近两周时间，国务院总理密集部署稳增长的政策措施：

1) 4月6日李克强总理主持召开国常会判断，国内外形势发展“超出预期”，“新的下行压力进一步加大”，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”。

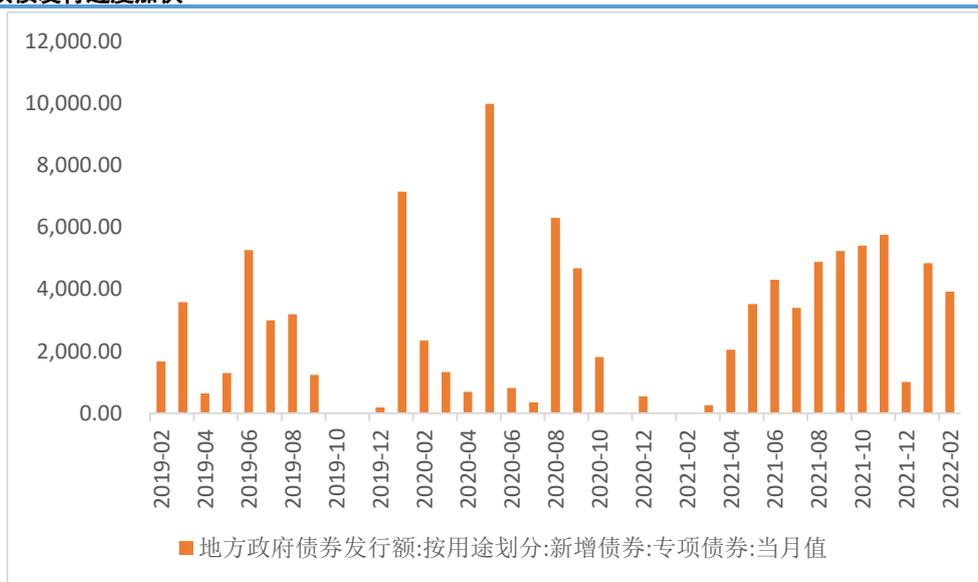
2) 4月7日李克强总理主持召开专家和企业家座谈会，提出“政策要靠前发力，适时加力，并研究新预案。”

3) 4月11日李克强总理在江西主持召开经济形势部分地方政府主要负责人座谈会，会议指出“退税减税降费、金融支持实体经济、专项债发行使用、重点项目开工建设、支持企业稳岗等政策的实施，都要靠前安排和加快节奏，上半年要大头落地，形成更多实物工作量。”

4) 4月11-12日李克强总理在江西考察时强调“加快已定助企纾困等政策举措实施进度，要抓紧研究缓解资金压力的金融支持措施。”

目前各项政策措施正在逐步落地之中，除了上文提到的央行续作MLF、正式宣布全面降准外，财政政策也在加快发力，去年12月财政部下达2022年新增专项债券额度1.46万亿，目前提前批专项债发行已接近尾声，截至3月末，各省份累计发行约1.25万亿元，占提前下达额度的86%，且各级财政部门累计向项目单位拨付债券资金8528亿元，占已发行新增专项债券的68%，预计5月底前能够完成去年提前下达的专项债发行，并尽早形成实物工作量。

图表3：地方专项债发行进度加快



数据来源：wind

3、全国疫情追踪

国家卫健委通报，4月16日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增新冠肺炎确诊病例3529例。其中境外输入病例25例，含1例由无症状感染者转为确诊病例（在广西）；本土病例3504例，含1224例由无症状感染者转为确诊病例。无新增死亡病例。无新增疑似病例。其中：

1) 上海新增本土确诊病例3238例，上海新增本土无症状感染者21582例。上海经信委4月16日消息，上海有力有序有效推动企业复工复产！指导企业“一企一策”，切实做好疫情防控工作。

2) 深圳新增本土确诊病例6例，深圳新增本土无症状感染者2例。4月16日，广东省人民政府

网站更新最新《深圳市出行防疫政策》。

广州新增本土确诊病例 21 例，广州新增本土无症状感染者 6 例。4 月 16 日，广州最新防疫措施，番禺区、白云区再调整防控措施！地铁 16 个站点停止对外服务。

苏州新增本土无症状感染者 39 例。4 月 16 日，苏州市全面加强社会面管控，吴江区、吴中区、相城区、姑苏区、苏州工业园区和虎丘区(苏州高新区)进一步升级疫情防控措施。高三年级全封闭住校。

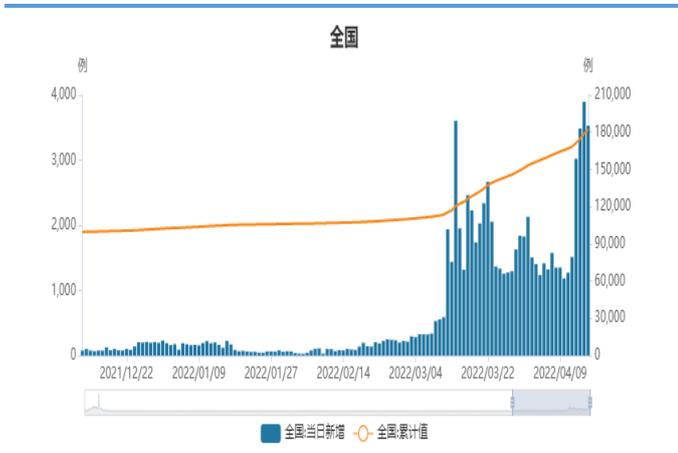
吉林新增本土确诊病例 167 例，广州新增本土无症状感染者 525 例。4 月 17 日，吉林省卫生健康委员会消息，长春市梯次有序放开。

西安新增本土确诊病例 2 例，西安新增本土无症状感染者 1 例。西安市疫情防控指挥部决定从 4 月 16 日凌晨至 19 日 24 时，实行临时管控措施。

太原新增本土确诊病例 8 例，太原新增本土无症状感染者 36 例。4 月 16 日 太原将动态调整封、管、防“三区”范围，有序恢复生产生活秩序！

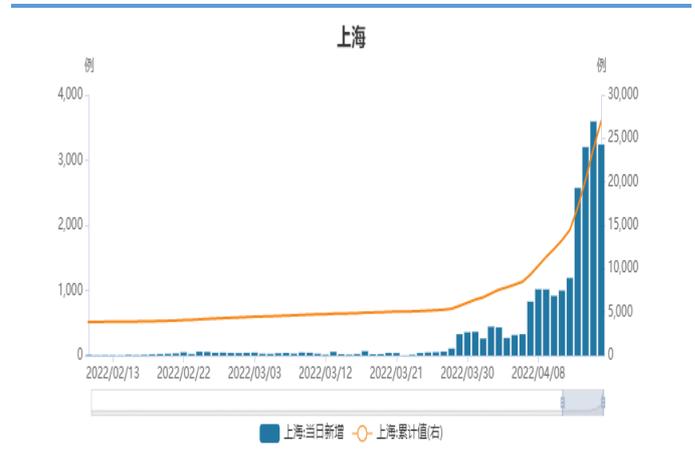
据统计，目前有多达 45 个城市还处于部分或全部封控之中。此轮疫情严重拖累经济，上半年增长回到目标水平难度较大，不过，当前疫情防控出现改善的迹象，国务院副总理孙春兰表示，上海抗疫已经取得阶段性的成果，疫情的传播指数由当初的 2.27 下降到现在的 1.23，早日实现社会面清零的目标指日可待。随着疫情逐步得到控制，预计二季度扩大投资相关政策加力提速，供应链疏导和消费刺激并举，经济有望迎来快速的修复。

图表 4：全国新增确诊病例



数据来源：WIND

图表 5：上海新增确诊病例



数据来源：WIND

4、美国通胀持续走高

当地时间 4 月 12 日，美国劳工部统计局数据显示，美国 3 月 CPI 同比上涨 8.5%，超出预期和前置 7.9%，环比增长 1.2%，其中汽油、住房和食品指数涨幅最大，在剔除食品和能源价格后，核心 CPI 同比也上升至 6.5%，高于 2 月份的 6.4%。CME 美联储观察工具显示，市场预期美联储 5 月加息 50BP 的概率升至 89.9%，或继续推升十年期美债收益率。

未来一段时间内美国通胀或继续升高，主要原因是：首先，供应恢复不及预期而需求则保持强劲，

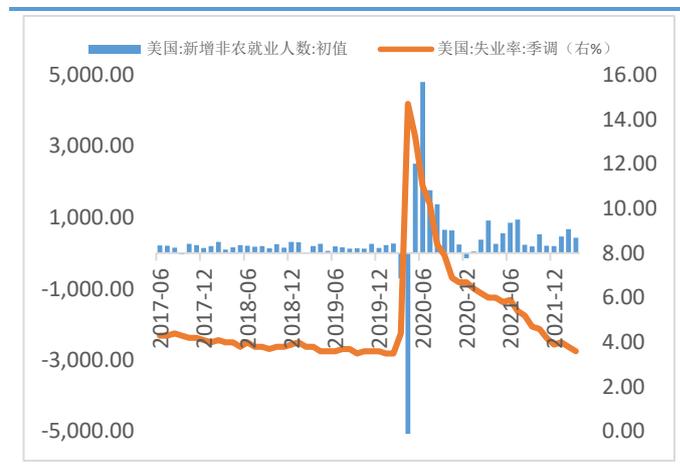
这将持续影响商品价格；其次，不断上升的工资水平或与通胀构成螺旋式上升态势；最后，俄乌冲突不断升级，给能源、农产品等价格带来较大的影响。劳动力市场方面，1月份以来美国劳动力市场维持强劲，就业人数中枢逐渐回落但持续高于疫情前水平，失业率降至绝对低点，工资上涨压力进一步增加，叠加通胀尚未见顶，企业面临的工资成本压力增加，但居民工资增速依旧跑输通胀。

图表 6：美国工资与通胀螺旋上升



数据来源：wind

图表 7：美国劳动力市场持续恢复



数据来源：wind

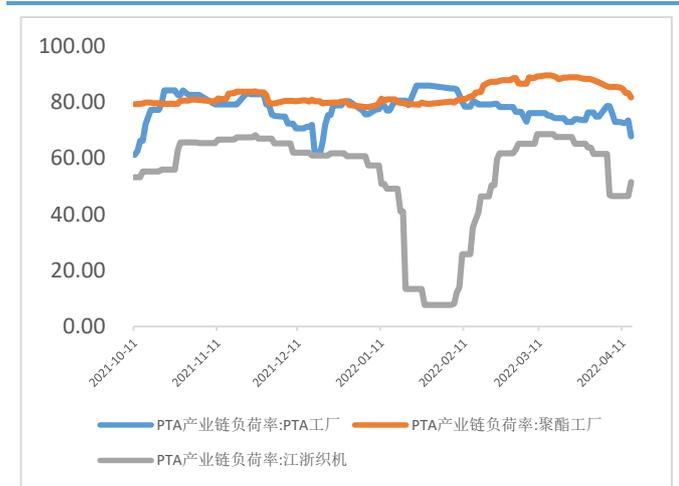
二、高频数据跟踪

1) 工业生产逐步恢复

化工：需求走弱，价格下跌。需求方面，下游需求持续走弱，聚酯产业链多数产品价格继续下跌，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率均下滑，其中，PTA 开工率小幅回落 72.64%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 83.34%，江浙织机负荷率回落至 46.55%。

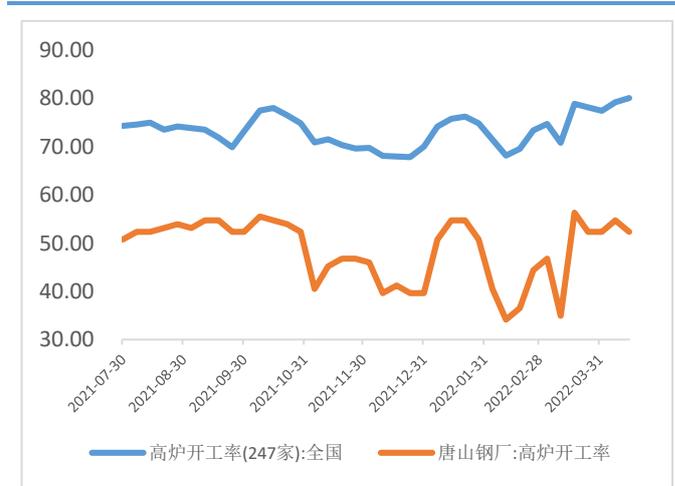
钢铁：生产持续回升，需求继续走弱。今年限产管控趋松，钢厂开工率持续回升，全国高炉开工率升至 80.11%。短期来看，今年稳增长压力较大，限产力度或低于去年，而两会放松能耗双控的目标要求，意味着今年产量不会继续大幅收缩。本周钢材表需有所改善，库存小幅去化。

图表 6：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 7：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

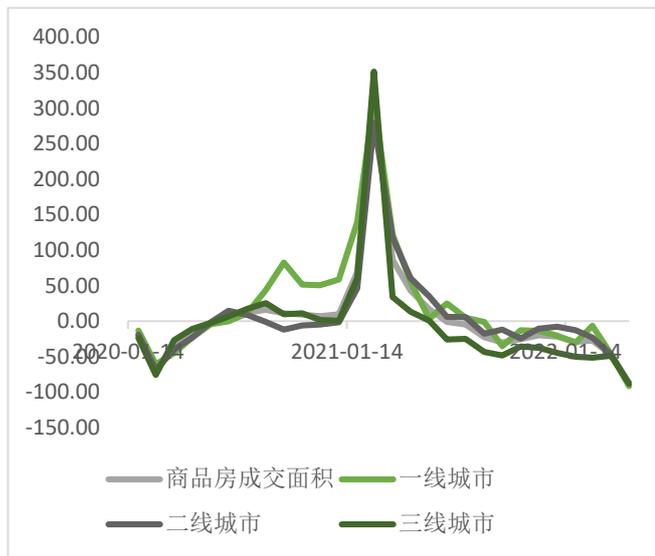
2) 地产销售周环比回升，汽车零售表现不佳

房地产销售周环比回升。截至 4 月 13 日，30 大中城市商品房成交面积周环比回升 121.05%，4 月月环比回落 25.27%，月同比下降 60.70%，其中，一、二、三线城市 4 月同比增速分别为-69.20%、-57.31%和-60.66%。土地市场方面，上周 100 个大中城市成交土地面积环比增速-70.16%，土地成交规模同比改善，但跌幅仍深。

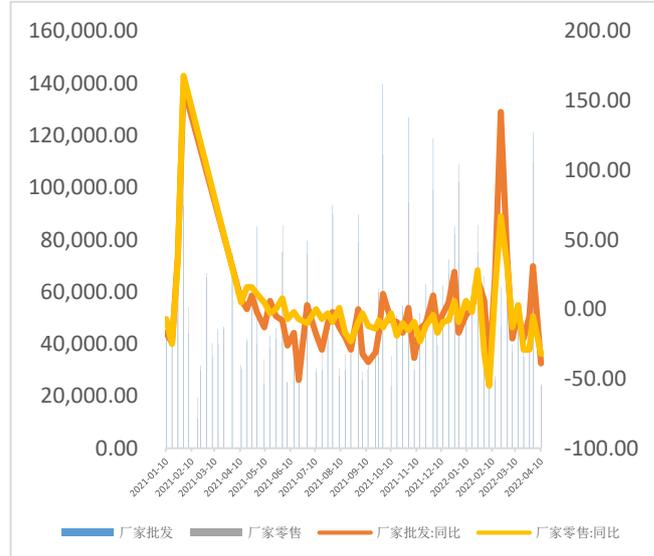
乘用车零售表现不佳。4 月 13 日，乘联会发布了 2022 年 4 月 1 日-4 月 10 日车市概述。4 月 1 日-10 日，乘用车零售 24.6 万辆，同比下降 32%，环比上周下降 67%，较上月同期下降 39%；乘用车批发 24.2 万辆，同比下降 39%，环比上周下降 72%，较上月同期下降 45%。生产端来看，受疫情影响，原材料运输困难，汽车生产短期受限，截至 4 月 14 日，当周半钢胎开工率回落至 68.38%。

图表 8：30 大中城市地产销售：当月同比

图表 9：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind



数据来源: Wind

三、物价：国内 CPI 中枢或抬升，但压力可控

1) 消费淡季来临，食品价格周环比继续回落。随着需求走弱，食品价格逐步回落，本周蔬菜均价环比继续下跌 8.29%、猪肉均价环比下跌 1.50%。

2) CPI 中枢有所抬升，但压力可控。受节后消费需求走弱的影响，食品价格集体回落，环比下跌 1.2%；同时，尽管疫情冲击之下，服务价格环比下跌 0.2%，但是地缘政治风险发酵，能源价格大幅上涨带动非食品价格环比延续回升，非食品价格同比涨幅扩大至 2.2%。往后看，猪肉供给仍然过剩，在产能明显去化之前，价格或继续保持低位，不过，地缘政治因素加剧全球供应链紧张的担忧，大宗商品价格上涨带动工业消费类非食品价格保持高位或继续支撑非食品价格。总体上来看，上半年“猪油对冲”，CPI 中枢小幅抬升，但压力较为可控。重点关注下半年猪周期的上行情况以及地缘政治因素对能源价格的持续拉动情况。

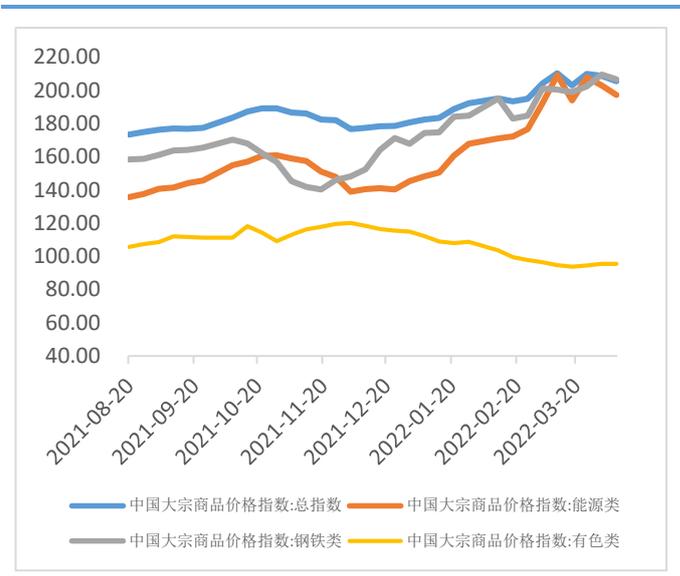
3) PPI 同比增速料将逐季回落。短期受俄乌地缘政治因素的冲击，能源、金属等大宗商品价格大幅上涨，PPI 环比涨幅扩大至 1.1%，不过，去年高基数的影响，同比增速延续缓慢回落至 8.3%。往后看，供应链问题迟迟未能得到解决，预计短期将继续支撑大宗商品价格，中长期来看，全球经济复苏放缓叠加高物价对需求的负面冲击逐步显现，需求端对商品的支撑减弱，后续随着局势的缓和以及海外产能的恢复，预计供应偏紧的局势将得到改善，大宗商品的涨幅将放缓，叠加高基数的影响，我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 10：食品价格高位回落

图表 11：中国大宗商品价格指数



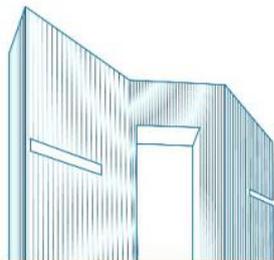
数据来源: Wind



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

