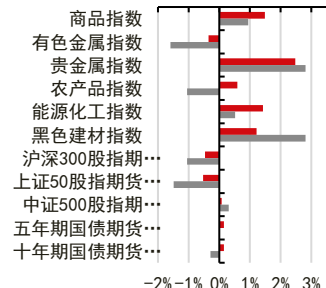


降息落空有他因，宽松基调未改变

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

专题要点

央行5月15日开展的每月MLF操作时，规模减半，且并未如期降息。主要原因有三：一是当前市场流动性合理充裕；二是信贷速度高于贷款需求；三是为“两会”预留空间。在实体经济恢复发展的目标下，宽松的货币政策方向并不会改变，后续降准降息依然有空间。



摘要：

市场一周数据点评：

国内品种：沪银升 8.70%，铁矿升 7.02%，动煤升 4.77%，棕榈升 3.20%，焦煤升 3.17%，连豆跌 4.27%，郑糖跌 3.71%，菜粕跌 3.40%，沪镍跌 2.31%，玉米跌 1.98%，沪深 300 期货跌 0.80%，上证 50 期货跌 1.55%，中证 500 期货升 0.54%，5 年期国债跌 0.11%，10 年期国债跌 0.43%。

国际商品：黄金升 2.47%，白银升 8.19%，铜跌 1.80%，镍跌 3.85%，布伦特原油升 4.94%，天然气跌 9.71%，小麦跌 4.17%，大豆跌 1.41%，瘦肉猪跌 6.40%，咖啡跌 4.30%。

全球股市：标普 500 跌 2.26%，德国 DAX 跌 4.03%，富时 100 跌 2.29%，日经 225 跌 0.70%，上证综指跌 0.93%，印度 NIFTY 跌 1.24%，巴西 IBOVSPA 跌 3.37%，俄罗斯 RTS 跌 2.54%。

外汇市场：美元指数升 0.67%，欧元兑美元跌 0.18%，100 日元兑美元跌 0.38%，英镑兑美元跌 2.37%，澳元兑美元跌 1.82%，人民币兑美元跌 0.39%。

注明：国内期货品种价格均为该品种所有合约的成交量加权指数而非单个合约，涨跌幅均为该指数收盘价的涨跌幅。

宏观综述：国内新闻：(1) 4 月经济指标继续反弹；(2) 中国-欧佩克非正式视频圆桌对话会召开；(3) 中共中央政治局召开会议。国际新闻：(1) 美国 4 月零售销售续刷纪录新低；(2) 欧元区一季度 GDP 跌破记录。

本周重要的经济数据：中国：无；美国：4 月新屋开工，上周季调后初请失业金人数(千人)(至 0516)；欧元区：4 月 CPI，5 月制造业 PMI；英国：4 月失业率，4 月 CPI，5 月制造业 PMI；德国：5 月制造业 PMI；法国：5 月制造业 PMI；日本：一季度 GDP。
本周重要会议和讲话：十三届全国人大三次会议在北京召开；欧洲央行公布货币政策会议纪要；美联储公布会议纪要；鲍威尔和努钦出席参议院金融委员会听证会。

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicisf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
罗会劼
021-60812979
luohuanjie@citicisf.com
从业资格号：F3016675

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、全球宏观综述

国内新闻：

(1) **4月主要经济指标继续反弹**。4月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.9%，环比增长2.27%；1-4月份，全国规模以上工业增加值同比下降4.9%，降幅比1-3月收窄3.5个百分点。4月份，社会消费品零售总额同比下降7.5%，降幅比上月收窄8.3个百分点；1-4月份，社会消费品零售总额同比名义下降16.2%，降幅较1-3月收窄2.8个百分点。1-4月份，全国固定资产投资同比下降10.3%，降幅比1-3月收窄5.8个百分点。4月份，发电量5543亿千瓦时，同比增长0.3%。4月全国城镇调查失业率为6.0%。总体来看，国内疫情防控向好态势持续巩固，复工复产复市扎实推进，生产需求逐步好转，基础产业支撑有力，市场预期总体稳定，新动能逆势增长，经济活跃度提升，主要指标延续了3月份以来恢复改善势头，经济运行正逐步向常态化复苏。同时也要看到，当前境外疫情仍在扩散蔓延，国内经济稳定复苏仍面临诸多挑战。统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，有效扩大国内需求，着力助企纾困，稳住经济基本盘，力促经济平稳健康发展，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。

(2) **中国-欧佩克非正式视频圆桌对话会召开**。中国国家能源局局长章建华与欧佩克秘书长巴尔金都共同主持召开中国-欧佩克非正式视频圆桌对话会，中国常驻维也纳联合国和其他国际组织代表团常驻代表王群大使参加会议。会议就新冠肺炎疫情流行对全球经济和石油市场的影响、全球石油供需再平衡过程、疫情对中国石油市场的影响和中国应对措施、优化油气贸易体系等议题进行了交流，双方还就共同维护能源市场稳定和能源安全、支持和推动国际多边主义及全球化趋势达成共识。

(3) **中共中央政治局召开会议**。会议指出，今年下一阶段，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，就业优先政策要全面强化。要加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业。要依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能。要实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。会议指出坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，坚定实施扩大内需战略维护经济发展和社会稳定大局。要推进更高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。

国际新闻：

(1) **美国4月零售销售续刷纪录新低**。美国4月零售销售环比下降16.4%，为1992年有记录以来最大降幅，预期下降12%，前值-8.4%。创历史新低，在新

冠病毒大流行的影响下，美国经济的支柱出现了收缩。在美国 21.5 万亿美元的经济总量中，约 68%来自个人消费支出，今年第一季度个人消费支出下降 7.6%，而与此同时，旨在遏制病毒传播的社交距离限制措施开始生效。周五公布的数据显示，随着裁员开始增加，社会进入封锁状态，经济放缓延续到了第二季度之初。

(2) 欧元区一季度 GDP 跌破记录。欧元区一季度 GDP 季环比初值-3.8%，预期-3.8%，前值-3.8%；同比初值-3.2%，预期-3.3%，前值-3.3%。欧元区一季度 GDP 较上季度录得有史以来最严重的萎缩，与市场预期相符。而与上年同期相比，这是自 2009 年第三季度以来的最大降幅。

二、全球宏观经济数据预期

日期	北京时间	国家/地区	数据名称	周期	前值	预期	主要货币/财政政策动态
5月18日	7:50	日本	第一季度名义GDP年化(十亿日元)初值	季	549920.9	—	国家统计局发布70个大中城市住宅销售价格月度报告
			第一季度实际GDP(季率)初值	季	-1.8%	-1.1%	
			第一季度实际GDP(十亿日元)初值	季	529883	—	
			第一季度实际GDP年化季率初值	季	-7.1%	-4.5%	
	22:00	美国	5月NAHB房价指数	月	30	35	
5月19日	16:30	英国	3月至三个月ILO失业率	月	4.0%	4.6%	澳洲联储公布货币政策会议纪要;美联储主席鲍威尔和美国财长努钦将通过视频出席参议院金融委员会听证会,向国会通报应对新冠疫情的经济措施
	17:00	德国	4月失业率	月	3.5%	—	
	20:30	美国	5月ZEW经济景气指数	月	28.2	31	
			4月新屋开工(年化月率)	月	-22.3%	-	
5月20日	14:00	英国	4月未季调生产者输出物价指数(年率)	月	0.3%	—	英国央行行长贝利、副行长布罗德班特、坎利夫出席财政部委员会将发表讲话
			4月未季调生产者输入物价指数(年率)	月	-2.9%	—	
	17:00	欧元区	4月CPI(年率)	月	1.5%	0.9%	
			4月CPI(年率)终值	月	0.4%	0.4%	
			4月CPI(月率)终值	月	0.7%	0.4%	
	20:30	加拿大	4月核心CPI(年率)	月	1.7%	—	
4月CPI(年率)			月	0.9%	—		
5月21日	16:30	英国	5月Markit/CIPS制造业PMI初值	月	32.6	33.5	美联储公布会议纪要;纽约联储主席威廉姆斯将发表讲话,讨论纽约联储在疫情期间如何向家庭、企业和美国整体经济提供信贷支持
	20:30	美国	上周季调后初请失业金人数(千人)(至0516)	周	2981	—	
	22:00		4月NAR季调后成屋销售(年化月率)	月	-8.5%	-	
5月22日	7:30	日本	4月全国CPI(年率)	月	0.4%	-0.1%	十三届全国人大三次会议在北京召开;美联储副主席克拉里达参与关于美国经济的视频会议讨论;美联储主席鲍威尔在“美联储倾听”活动中致开幕词,美联储理事布雷
	14:00	英国	4月季调后零售销售(月率)	月	-5.1%	-	
	15:15	法国	5月Markit/CDAF制造业PMI初值	月	31.5	35.5	
	15:30	德国	5月Markit/BME制造业PMI初值	月	34.5	38	

16:00	欧元区	5月 Markit 制造业 PMI 初值	月	32.4	37	纳德将发表讲话；欧洲央 行公布货币政策会议纪要
20:30	加拿大	3月零售销售(月率)	月	0.3%	—	

三、各国央行近期加、降息情况汇总

时间	央行	央行动态
2020/5/15	墨西哥	将隔夜利率从 6.00% 下调至 5.50%
2020/5/14	埃及	维持隔夜贷款利率在 10.25% 不变，维持关键利率和隔夜存款利率不变
2020/5/13	白俄罗斯	将基准利率由 8.75% 下调至 8.00%
2020/5/13	新西兰	将基准利率维持在 0.25% 不变
2020/5/12	越南	把再融资利率从 5% 下调至 4.5%，将把贴现利率从 3.5% 下调至 3%
2020/5/08	秘鲁	参考利率保持在 0.25%
2020/5/07	捷克	降息至 0.25%，将 Lombard 利率下调至 1%，贴现率维持在 0.05% 不变
2020/5/07	塞尔维亚	维持基准利率在 1.50% 不变
2020/5/07	挪威	下调基准利率 0.25 个百分点至 0.00%
2020/5/07	英国	维持基准利率在 0.1% 不变
2020/5/05	马来西亚	将隔夜政策利率从 2.50% 下调至 2.00%，为 2009 年以来最大降息幅度
2020/5/01	刚果（民）	将基准利率维持在 7.5%
2020/5/01	哥伦比亚	将贷款利率从 3.75% 下调至 3.25%
2020/4/30	美联储	将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，将超额准备金利率维持在 0.1% 不变
2020/4/30	欧洲	维持三大关键利率不变
2020/4/29	格鲁吉亚	下调关键再融资利率从 9% 至 8.5%
2020/4/29	肯尼亚	将基准利率从 7.25% 下调至 7%
2020/4/28	瑞典	维持基准利率不变
2020/4/28	南苏丹	将基准利率从 15% 下调至 13%
2020/4/28	匈牙利	维持基准利率在 0.9% 不变
2020/4/27	日本	将 10 年期国债收益率目标维持在 0% 附近不变，将基准利率维持在 -0.1% 不变
2020/4/27	哈萨克斯坦	维持政策利率在 9.5% 不变
2020/4/24	俄罗斯	将基准利率从 6% 下调至 5.5%
2020/4/22	土耳其	将基准利率从 9.75% 下调至 8.75%
2020/4/22	墨西哥	降息 50 个基点
2020/4/16	莫桑比克	将关键贷款利率下调 150 个基点至 14.25%
2020/4/16	毛里求斯	将基准利率从 2.85% 下调至 1.85%
2020/4/16	巴基斯坦	下调政策利率 200 个基点
2020/4/16	菲律宾	将基准利率下调 50 个基点至 2.75%
2020/4/16	斯里兰卡	下调银行间利率 500 个基点至 10%
2020/4/15	加拿大	维持基准利率在 0.25% 不变
2020/4/15	纳米比亚	将基准利率调降 100 个基点至 4.25%
2020/4/14	南非	将基准利率从 5.25% 下调至 4.25%
2020/4/10	秘鲁	将基准利率下调 100 个基点至 0.25%
2020/4/09	塞尔维亚	下调一周回购利率至 1.50%
2020/4/09	韩国	维持关键利率在 0.75% 不变
2020/4/07	匈牙利	维持基准利率和隔夜存款利率不变，将隔夜担保贷款利率上调至 1.85%
2020/4/07	澳大利亚	将现金利率目标维持在 0.25% 不变

四、降息落空有他因，宽松基调未改变

5月15日，央行按惯例开展每月的中期借贷便利（MLF），本次1年期MLF新作规模1000亿元，维持2.95%利率不变，当天无逆回购操作。与此同时，最新一次降准的第二次存款准备金率调整也在同一天落地，释放长期资金约2000亿元。当天实现流动性净投放3000亿元。

一、降息“意外”落空

5月14日，央行已有2000亿元MLF到期，但并未开展续作。相较于到期规模，央行此次新作MLF规模减半缩量。在国内宏观政策逆周期调节需求增大，全球货币政策急剧转向宽松的背景下，市场原本对5月MLF继续降息抱有较高期待。但此次央行并未如市场预期的再次降息，引发市场诸多猜测，尤其是货币政策可能收紧的观点逐渐增多。事实上，此次央行的“按兵不动”有几方面的原因。

1. 当前市场流动性合理充裕。在经过2月以来的持续降息降准以及大规模流动性注入之后，货币市场利率显著下移，当前市场流动性已处于较高水平。与此同时，央行也在近期连续暂停逆回购操作，意味着监管层已认为当前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，短期内进一步引导资金利率下行的需求较低。并且MLF利率的下调则会直接带动货币市场利率的下行，因此必须谨慎应对。

2. 信贷速度高于贷款需求。一季度贷款审批指数环比快速上升14.1个百分点至64.7%，已明显高于2009年二季度的上一个高点水平（57.2%），表明当前信贷环境已明显改善，但一季度贷款需求指数环比仅上升0.7个百分点至66.0%。意味着经济的贷款需求并未随着信贷环境改善而同步上升。由此，当前宏观政策的侧重点或是通过强有力的财政政策、产业政策拉动消费和投资，带动企业贷款需求明显上升，从而充分发挥现有灵活货币政策在提振短期经济增长动能方面的潜力。当前货币政策边际宽松节奏会受到一定控制。否则，货币宽松没有实体经济资金需求配合，易于引发金融空转套利抬头，甚至房地产泡沫快速膨胀。

3. 为“两会”预留空间。由于疫情，2020年的两会推迟到下周召开。在“疫情”大背景下的两会，宏观刺激政策如何助力经济复苏将是会上讨论以及市场关注的重中之重。因此，将进一步宽松的财政货币政策预留到两会也是合情合理的。

二、宽松基调未变

近期，短期货币政策操作较显平淡，但在实体经济恢复发展的目标下，宽松的货币政策方向并不会改变，后续降准降息依然有空间。

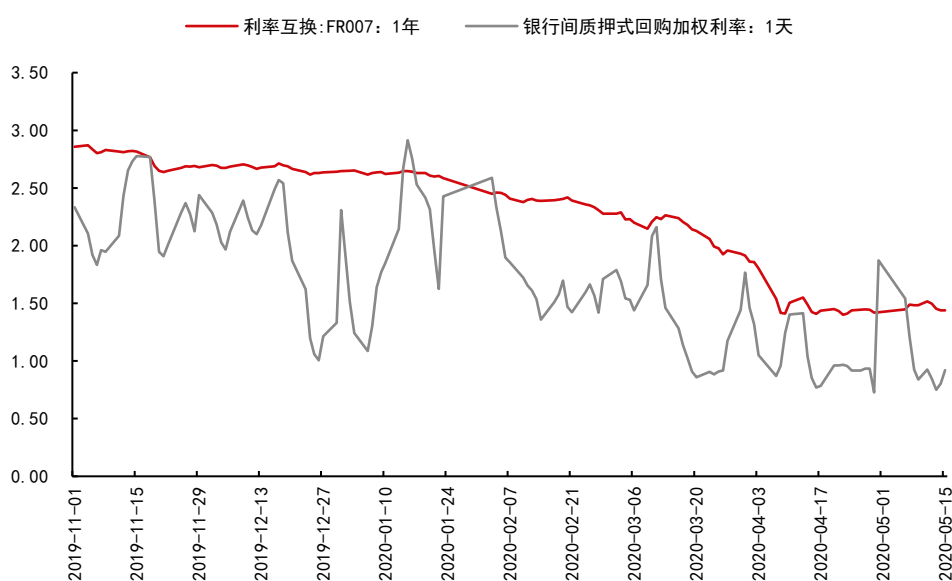
一方面，相比金融危机时国内的政策宽松力度（规模达GDP的10%左右），以及美国和其他主要经济体本次疫情期间出台的政策支持规模，目前中国已宣布的政策支持力度较为温和。

另一方面，从周五刚刚公布的经济数据来看，二季度，全球疫情未有实质性的改变是国内经济进一步复苏的最大制约。而迄今为止的政策支持力度主要是针对提高内需，应对外需冲击未来有望进一步加码。

此外，相比货币的宽松，财政政策受益范围更大，可以直接惠及中小企业和家庭，针对性更强，货币政策更多起到补充、配合的作用。因此，下一步对于财政的宽松应大于货币。

图表 1：资金利率不再下行

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

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_5104



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn