

宏观周报

近期政策面观察：货币宽松先行，财政逐步发力

■ 核心观点

第一，3.27 政治局会议之后，货币政策宽松力度加大节奏加快。3 月 30 日央行下调公开市场操作利率 20BP；3 月 31 日的国常会表示，增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度 1 万亿元；4 月 3 日，央行决定对中小银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，释放长期资金约 4000 亿元。同时，决定自 4 月 7 日起将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。预计 4 月份的 MLF 利率有望继续下调 20BP，从而推动 4 月 20 日的 LPR 报价下行 20BP。

第二，超额存款准备金利率时隔 12 年下调 37BP，下调幅度超过 2008 年，目的在于倒逼商业银行提高资金使用效率，扩大信贷投放。此外，最近 DR007 持续低于 7 天逆回购利率，超额准备金利率实际发挥利率走廊下限的功能。利率走廊下限的调整，有助于进一步推动利率重心的下移。

第三，存款基准利率作为潜在的政策选择，下调较为审慎。降低存款基准利率一方面与利率市场化的方向不一致，另一方面会降低储蓄者的福利，这是导致央行对降低存款基准利率较为审慎的主要因素。但是，我国商业银行的负债超过 60% 为存款，在 LPR 利率持续下行，而负债成本保持相对刚性下，商业银行进一步扩大信贷投放的意愿也不高。根据 4 月 3 日国新办发布会表示，存款基准利率作为潜在的政策选择，其调整需要综合评估疫情的冲击程度、物价的变化以及对汇率的影响。

第四，货币政策的大幅宽松一方面可以降低未来财政发债的成本，另一方面也可以减轻债券供给大幅增加对金融市场流动性的冲击，体现了财政货币相互配合思路。提高财政赤字率、扩大专项债的规模以及发行特别国债的具体落实，需要提交人大常委会的批准，因此财政的发力略微滞后。货币先行，为财政发力营造良好的货币环境。

本周市场重点

本周货币政策加快宽松，是对 3.27 政治局会议要求抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施的具体落实。3.27 政治局会议标志着中国开始加大逆周期调控力度。3 月 30 日央行下调公开市场操作利率 20BP；3 月 31 日的国常会表示，增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度 1 万亿元，用于扩大涉农、外贸和后疫情影响较重产业的信贷投放；4 月 3 日，央行决定对农村信用社、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 4000 亿元。同时，决定自 4 月 7 日起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%。货币政策的密集出台，释放了如下信号：

第一，货币政策的宽松呈加快态势。从流动性数量来看，2 月份成立的 3000 亿元再贷款主要用来支持与疫情相关的行业和企业，体现精准支持；之后增加的 5000 亿元再贷款主要用来支持重点领域的中小微企业复工复产；本次增加的 1 万亿再贷款、再贴现额度，用来帮助点多面广、市场融资成本较高的中小微企业获得政策支持。再贷款再贴现的额度不断提升，支持的范围也不断扩大。从流动性价格来看，春节后首个交易日银行间市场逆回购利率下调 10 个 BP，本周下调 20 个 BP，预计 4 月份的 MLF 利率有望继续下调 20BP，从而推动 4 月 20 日的 LPR 报价下行 20BP。

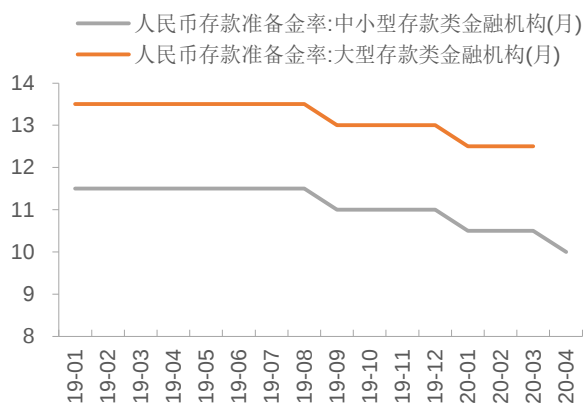
第二，**超额存款准备金利率下调，意味着利率走廊下限下降，倒逼资金流向实体经济**。超额准备金利率是人民银行对商业银行超额准备金支付的利息，2008 年从 0.99% 下调至 0.72% 后，一直未做调整。此次央行将超额准备金利率由 0.72% 下调至 0.35%，下调幅度 37BP 超过 2008 年国际金融危机调整的 27BP，目的在于倒逼商业银行提高资金使用效率，扩大信贷投放。此外，最近 DR007 持续低于 7 天逆回购利率，超额准备金利率实际发挥利率走廊下限的功能。利率走廊下限的调整，有助于进一步推动利率重心的下移。

第三，**存款基准利率作为潜在的政策选择，下调较为审慎**。我国商业银行的负债超过 60% 为存款，在 LPR 利率持续下行，而负债成本保持相对刚性下，商业银行进一步扩大信贷投放的意愿也不高，息差的持续收窄会增大部分盈利能力较弱银行的经营压力。至于存款基准利率是否会调整？4 月 3 日的国务院新闻发布会央行刘国强副行长表示，一方面央行通过提供低成本资金，加大对银行的支持力度，缓解银行利差缩小的压力；另一方面表示，存款利率是中国利率体系的压舱石，是潜在的政策工具，但其使用需要综合评估疫情的冲击程度、物价的变化以及对汇率的影响。

关于疫情在海外蔓延对经济的影响，刘国强副行长表示疫情会通过工业链渠道、贸易渠道以及预期渠道影响全球经济，但影响到底多大，目前还是不确定性的。当前 CPI 通胀水平显著高于一年期存款利率，如果进一步下调存款基准利率，会降低居民的福利水平。因此，是否调整存款基准利率将会比较审慎，政策宽松的优先顺序还是降准、下调 OMO-MLF 操作的利率。

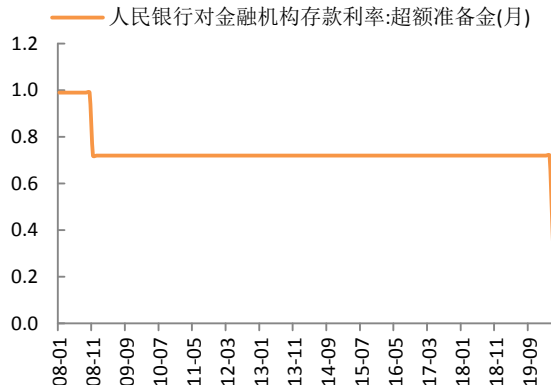
第四，**货币的大幅宽松有助于减轻财政发力对金融市场流动性的冲击，体现了财政货币相互配合思路**。3.27 的政治局会议明确提出要提高财政赤字率、扩大专项债的规模以及发行特别国债，但财政政策的具体落地需要人大常委会的批准，因此财政的发力略微滞后。货币政策的大幅宽松一方面可以降低未来财政发债的成本，另一方面也可以减轻债券供给大幅增加对金融市场流动性的冲击。4 月 3 日的国新办发布会表示，将部署再提前下达一批地方政府专项债券的额度，这是今年第三次将专项债额度提前下放，并明确专项债额度不能用于土地收储和房地产相关，将老旧小区改造纳入专项债使用范围。整体来看，3.27 政治局会议之后我国货币政策宽松幅度加大节奏加快，财政政策也将会逐渐落地。货币先行，为财政发力营造良好的货币环境。

图表1 截至目前 2020 年准备金率三次下调 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 超额存款准备金利率下调 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 3 月份 PMI 数据发布

事件：3 月 31 日，国家统计局与中国物流与采购联合会公布：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。

点评：3 月份采购经理指数回升至临界点以上是 2 月份大幅下降后的反弹，更多反映的是一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善，并不能代表我国经济运行已恢复正常水平。3 月制造业 PMI 主要表现为：一是复工复产进度加快，生产与内需逐渐恢复，需求的扩张主要由内需新订单拉动。二是高技术行业恢复较快。三是各类型企业生产活动均有所恢复，大型企业景气度要好于中小企业，这与大型企业复工复产情况较好有关，疫情对中小企业的负面冲击更大。外贸景气度边际改善但仍位于枯荣线以下，这可能与国内疫情影响逐渐缓释，但海外疫情恶化，对外贸易受境外负面因素影响加剧有关。3 月份 PMI 的大幅好转意味着中国经济已经走出最低点，但我们仍要看到经济存在的隐忧：外需疲弱、制造业通缩压力加大以及服务业反弹较弱，经济下行压力较大。未来经济是否会出现趋势好转将更多的依赖政策刺激的力度。

■ 监管下发关于今年小微企业金融“增量扩面，提质降本”有关工作的通知

事件：4 月 2 日，监管下发关于今年小微企业金融“增量扩面，提质降本”有关工作的通知。其中备受银行机构关注的是“扩面”这一考核要求，该指标要求着力提高当年新发放小微企业贷款户数中“首贷户”占比。另外，在进一步推动降低融资成本上，监管鼓励银行机构对小微企业让利，要求以贷款市场报价利率(LPR)形成机制为基础，用好普惠金融定向降准政策，合理确定小微企业贷款利率，力争 2020 年普惠型小微企业贷款综合融资成本在 2019 年基础上再有较大幅度下降。

■ 央行宣布定向降准

事件：4 月 3 日，中国人民银行 4 月 3 日宣布，决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%。

点评：针对此次定向降准，我们有如下观点：其一，定向降准的主要目的在于增强中小金融机构信贷投放能力，以此来为中小企业提供流动性支持。由于中小银行难以通过公开市场操作以及流动性便利等工具获取低价流动性，更多只能通过同业市场从大行拆借资金，提高了流动性成本。而定向降准是中小金融机构获取低成本流动性的最佳方式，此次定向降准是继本周国常会提出将进一步增加 1 万亿元的针对中小微企业的再贷款、再贴现额度之后又一次将政策重点放在缓解中小企业融资压力方面。其二，此次定向降准显示政策节奏有所加快，距离 3 月 13 日降准仅有 21 天，距离 3 月 30 日 OMO 利率下调 20BP 仅有 4 天。在海外疫情加速恶化的背景下，出口导向的中小企业生产经营将面临不小的挑战，定向降准有利于为中小企业生产经营提供支持并以此来达到稳就业的目的。随着存款准备金率降至较低水平，为了进一步为实体经济提供低成本的长期资金，预计后续货币政策有可能通过调整存款基准利率，降低银行负债成本，提高商业银行进一步扩大信贷投放的意愿来加以配合，但还需综合评估疫情的冲击程度、物价的变化以及对汇率的影响。

重要数据跟踪

图表3 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.04.02)	最新值分位	本周均值 (2020.03.29-04.02)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.05	67.1%	1.41	70.6%	45.04	-9.80
R007	1.59	61.8%	2.00	65.9%	23.32	-31.28
SHIBOR:3M	1.84	75.0%	1.91	75.0%	-10.98	-26.94
1 年期国债收益率	1.65	67.2%	1.68	67.4%	-9.46	-20.08
10 年期国债收益率	2.60	63.8%	2.59	63.7%	-3.03	-7.29
1 年期国开债收益率	1.73	65.2%	1.78	65.0%	-14.39	-29.43
10 年期国开债收益率	2.95	64.1%	2.95	63.9%	-6.39	-13.04
美元兑人民币:中间价	7.11	73.1%	7.08	72.9%	0.10%	1.20%
美元指数	100.63	71.6%	99.53	65.7%	-3.20%	3.60%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_6059

