

证券研究报告 / 宏观数据

货币加码不会缺席

——逆回购利率下调点评

报告摘要：

降息靴子提前落地。继 2 月 17 日之后，央行于 3 月 30 日重启 500 亿元 7 天逆回购操作，同时下调中标利率 20BP 至 2.20%，下调幅度均高于前两次。

OMO 利率的下调时点是对上周三大会议的积极回应。上周三大会议均在强调会继续加大宏观调控力度，采取积极有效的财政和货币政策，要“继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力”、“引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕”。当前积极财政的扩张信号已经释放，后续货币政策的重心实质上已经转向配合积极财政的使用，低利率环境无疑是最好的辅助剂。因此，在财政落地之前，降息需要前行一步，OMO 利率的下调也是后续政策利率陆续调降的先行军。

当前的流动性环境也是导致 OMO 利率先行下调的原因。流动性已经走出 3 月中下旬极度充裕的时期，季末流动性明显收紧，4 月中下旬受企业集中缴纳所得税、4674 亿元的 MLF 及 TMLF 到期，流动性缺口相对较大。央行在补充流动性同时进一步调降利率也较为适宜。同时，当前企业复工复产在逐步推进，中小企业开工率也明显修复，近期各地汽车消费政策也在逐步推出，此时通过进一步的宽货币向宽信用传导的政策效果更佳。

市场利率已经走在前面，下调 OMO 利率更多是一种政策的回应。3 月前四周，1 周 Shibor 与 7 天逆回购利率持续倒挂。2 月及 3 月，1 周 Shibor 利率均值为 2.3%、2%，均低于此前 7 天 OMO 利率。

OMO 利率调降，意味着新一轮货币工具窗口的开启，宽货币仍在路上。前期国内货币政策侧重于审慎性考量，政策制定着重于国内经济形势，强调以我为主。而近期海外疫情加速蔓延，美国更是成为全球疫情的震中，国际宏观政策协同的意义重大。

本次 OMO 利率的调降，显然将带来 4 月 17 日 MLF 及 4 月 20 日 LPR 报价的相应下调，我们预计 4 月 MLF 利率将下调 15-20BP，LPR 报价下调幅度将超过 10BP。无论从银行息差压降还是从存贷款利率倒挂情况来看，二者都指向存款基准利率下调的必要性。我们预计存款端同步行动的概率加大，或将提前至 4 月到来。

风险提示：货币政策不及预期。

相关数据



相关报告

《料 4 月流动性中性偏松，货币政策重在宽信用——3 月流动性观察及展望》

20200330

《债市恐慌情绪缓和，4 月降息预期升温——流动性周度观察（2020 年第 12 周）》

20200323

《全球流动性风险攀升，货币宽松加码在即——流动性周度观察（2020 年第 11 周）》

20200316

《全球降息持续加码，国内利率有望继续下探——流动性周度观察（2020 年第 10 周）》

20200309

《预计 3 月流动性仍充裕，短期债牛行情延续——2 月流动性观察及展望》

20200302

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 降息靴子提前落地，OMO 利率下调 20BP

继 2 月 17 日之后，央行于 3 月 30 日再次重启 500 亿元 7 天逆回购操作，同时下调中标利率 20BP 至 2.20%。此前央行于 2019 年 11 月 18 日及 2020 年 2 月 3 日，分别下调 OMO 利率 5BP 和 10BP，1 年期 MLF 利率也随之下调相同幅度。

由于 3 月份 MLF 利率未动，加之上周会议也释放出货币政策继续加码的信号，市场普遍预期央行将于 4 月份采取降息操作。此次降息属于市场预期之外，靴子落地后，国债期货直线拉升，10 年期主力合约涨 0.20%，5 年期主力合约涨 0.20%，2 年期主力合约涨 0.24%。

2. OMO 利率的下调时点是对上周三大会议的积极回应

上周三大会议均在强调会继续加大宏观调控力度，采取积极有效的财政和货币政策，对冲疫情对于经济的影响，支持实体经济的恢复发展。3 月 26 日晚，G20 峰会指出，加强国际宏观经济政策协调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

“疫情对全球生产和需求造成全面冲击，各国应该联手加大宏观政策对冲力度，防止世界经济陷入衰退。要实施有力有效的财政和货币政策，促进各国货币汇率基本稳定”。同日，央行一季度例会召开，指出要“继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力”。3 月 27 日，政治局会议指出要“引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕”，同时中国下一步财政刺激的路径也逐渐清晰，总体呈现四支柱：减税降费、特别国债、赤字率、地方专项债。

当前政策重心转向支持实体经济恢复，积极财政的扩张信号已经释放，后续货币政策的重心实质上已经转向配合积极财政的使用。低利率环境无疑是最好的辅助剂，可以有效降低政府债券的融资成本，缓解后续财政还款的压力，避免杠杆率的过快上升。因此，在财政落地之前，降息需要前行一步，OMO 利率的下调也是后续政策利率陆续调降的先行军。

3. 当前的流动性环境也是导致 OMO 利率先行下调的原因

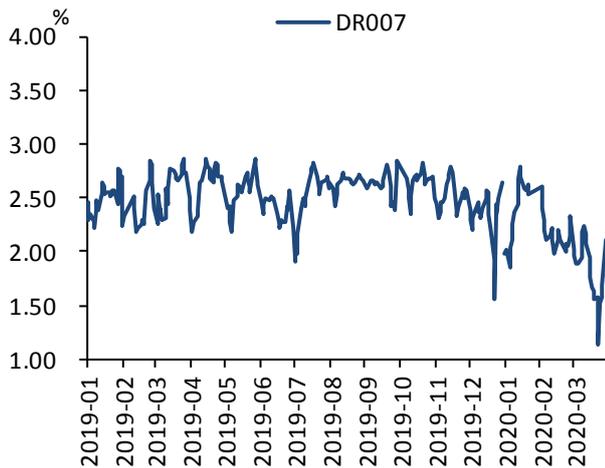
本次逆回购利率的下调，打破了前期量升价平的格局。主因在于当前流动性环境已经走出 3 月中下旬极度充裕的时期，季末流动性明显收紧，上周 R007 及 DR007 较前一周大幅上行 37.47BP、11.29BP 至，GC001 也大幅跳升 126BP。同时 4 月中下旬受企业集中缴纳所得税、4674 亿元的 MLF 及 TMLF 到期，流动性缺口相对较大。央行在补充流动性同时进一步调降利率也较为适宜。

同时，当前企业复工复产在逐步推进，中小企业开工率也明显修复。此时通过进一步的宽货币向宽信用传导的政策效果更佳，也避免流动性淤积在银行间市场，持续压低资金利率。截至 3 月 28 日，全国规模以上工业企业平均开工率为 98.6%，人员平均复岗率为 89.9%，中小企业复工率已达到 76%。上周发电耗煤数据已经恢复至上年同期的 85% 水平。同时，地产销售端逐步改善，上周 30 城房地产成交面积也

回升至上年同期 60%以上。

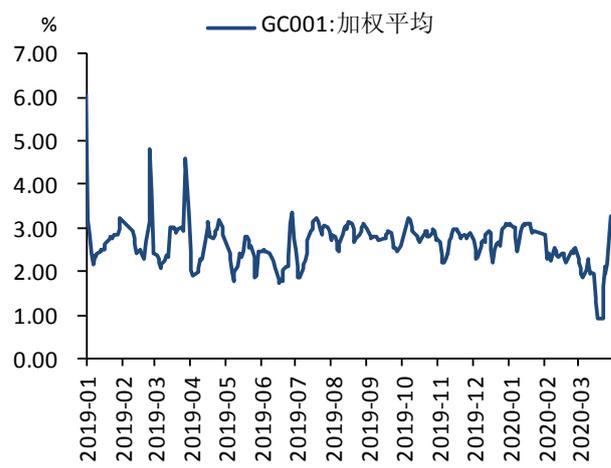
近期各地陆续出台消费刺激政策，尤其是**汽车消费政策的逐步推出，也需要降息的有效配合**。3月30日，工信部称，“目前已有广东、山东、吉林、海南和深圳、宁波、杭州、南昌等省市出台了促进汽车消费的具体政策，未来将督促各地区加快出台促进汽车消费的政策措施。”

图 1: DR007 季末跳升



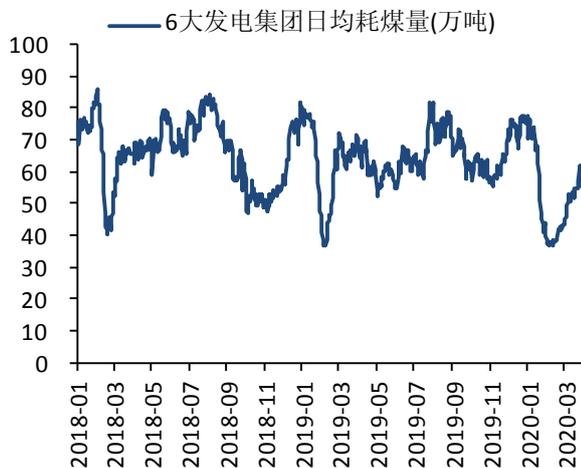
数据来源：东北证券，Wind

图 2: GC001 季末跳升



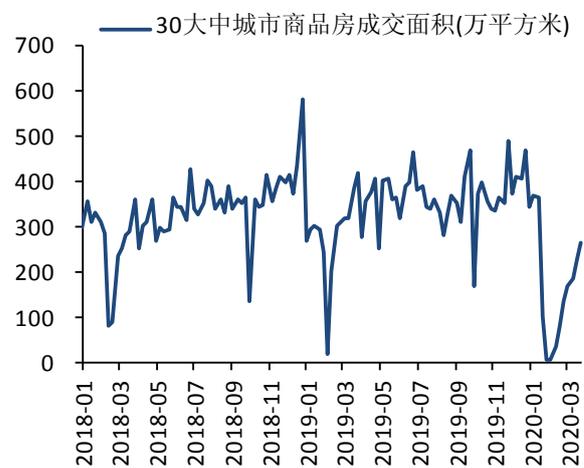
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 发电耗煤量逐步修复



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 房地产成交逐步回温



数据来源：东北证券，Wind

4. 降息只会迟到不会缺席，新一轮货币工具窗口开启

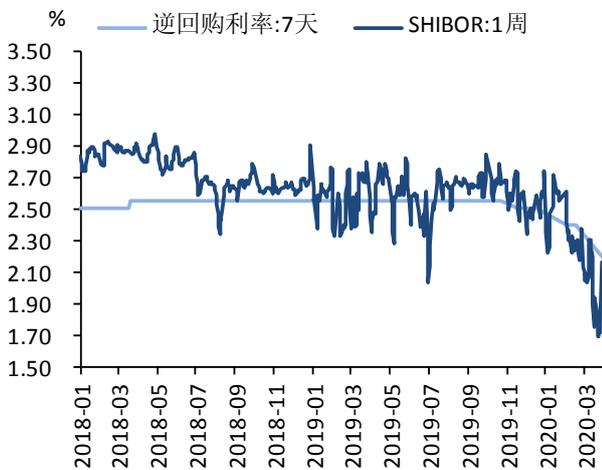
OMO 利率的调降也是跟进市场利率的一种表现。3月前三周，银行间资金利率持续走低，导致 1 周 Shibor 与 7 天逆回购利率持续倒挂。2、3 月，1 周 Shibor 利率均值为 2.3%、2%，均低于此前 2.4% 的 7 天 OMO 利率。市场利率已经走在前面，下调 OMO 利率更多是一种政策的回应。

OMO 利率调降，也意味着新一轮货币工具窗口的开启，宽货币仍在路上。前期国内货币政策侧重于审慎性考量，政策制定着重于国内经济形势，强调以我为主。而近期海外疫情加速蔓延，美国更是成为全球疫情的震中，G20 会议的召开也说明国际协同合作的意义重大。此次 OMO 利率下调的幅度远高于前两次，其实也是在侧面显示出当前全球经济金融形势的恶化导致国内市场相应承压。在美联储步入兜底模式的同时，也相应打开了国内货币政策全面放松的空间。

当前政策重心仍在于引导 LPR 的下行，进而传导至宽信用。OMO 和 MLF 利率的下调是带动 LPR 下行的快速有效措施。3 月 MLF 与 LPR 报价未降，当月实施的定向降准暂未触发 LPR 下调 5BP 的阈值，说明从定向降准角度来降低银行融资成本，并未能在短期内创造出足够的降息空间。

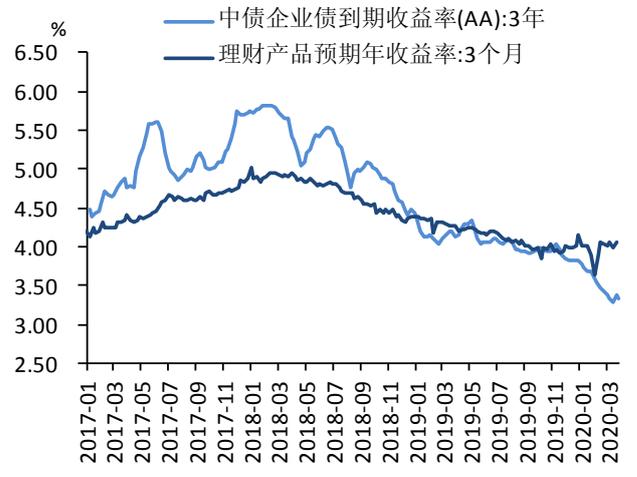
本次 OMO 利率的调降，显然将带来 4 月 17 日 MLF 及 4 月 20 日 LPR 报价的相应下调，我们预计 4 月 MLF 利率将下调 15-20BP，LPR 报价下调幅度将超过 10BP。贷款利率的持续下调，一方面将压降银行息差，影响银行后续资本金的补充；另一方面，将持续加重存贷款利率的倒挂情况，3 月以来，3 年期 AA 级企业债与 3 个月理财产品收益率的倒挂程度接近 70BP，存款利率的不变使得理财产品收益率表现相对刚性。二者都指向存款基准利率下调的必要性。我们预计存款端同步行动的概率加大，或将提前至 4 月到来。

图 5: 逆回购利率与 shibor 持续倒挂



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 存贷款利率持续倒挂



数据来源：东北证券，Wind

风险提示：货币政策不及预期。

分析师简介:

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野: 美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

曹哲亮: 北京大学金融学硕士, 武汉大学数理金融本科, 现任东北证券宏观组研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰: 上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究人员。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客

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_6166

