

宏观点评报告

2020 年 3 月 30 日

顺势而为 情理之中**——央行公开市场操作利率调降点评****核心内容：**

★2020 年 3 月 30 日，央行开展 500 亿元 7 天逆回购操作，中标利率为 2.2%，较前期下行 20bps；当日无逆回购到期，实现流动性净投放 500 亿元。本次操作是近期高层密集政策宣示之后（G20、政治局会议等），央行最新的宽松举措，表明了央行在当前复杂的内外形势下继续执行适度宽松货币政策，引导降低社会融资成本的政策导向。

★截至目前，全球新冠肺炎感染人数已经超过 64 万，美国病例超过 14 万，世界 200 多个国家和地区受到影响。随着疫情不断恶化，各国的防疫措施也相继升级，越来越多国家采取“社交隔离”（Social Distancing）措施对抗疫情，封城封区、停工在家的状态也越来越普遍。全球经济贸易显著受到停滞性危机的冲击，供应链运转面临严峻挑战。根据 IMF 最新判断，2020 年全球经济可能陷入衰退。

★全球低增长、低利率、低通胀的宏观经济格局进一步固化、深化。在此背景下，中美利差安全边际充足，国内货币政策获得较为舒适的宽松空间，为我中国货币政策后续宽松行动铺垫了很好的外部环境基础。

★从货币政策空间看，中国央行无论在货币价格还是货币数量调节的常规工具方面都还有较大回旋余地，与西方国家央行已经耗尽空间的常态化利率政策与饮鸩止渴一般运用资产负债表工具（量化宽松资产购买）的货币政策实践有较大差异。目前，一季度经济虽然大概率陷入同比收缩，但是由于复工复产进程在逐步推进，二季度中国经济生产秩序有望回复常态，因此大水漫灌的强刺激很难在央行当下决策视野内。货币政策更多是在适度宽松的态势下，“数据依赖”边走边看的过程，但是坚持引导融资利率水平降低的大方向已经确立，后续降准降息仍有空间。

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 6656 1871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

实习研究助理姚昕言对本报告有所贡献

顺势而为 情理之中

2020年3月30日，央行开展500亿元7天逆回购操作，中标利率为2.2%，较前期下行20bps；当日无逆回购到期，实现流动性净投放500亿元。

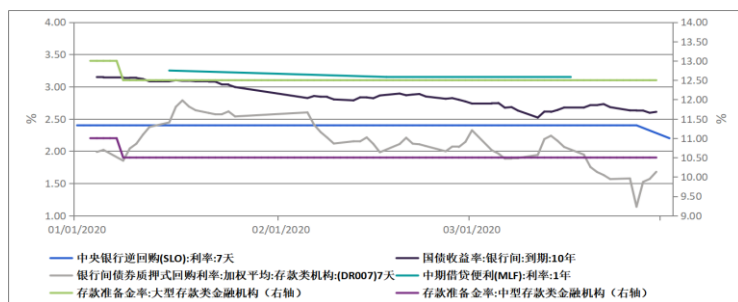
一、顺势而为 稳定预期

本次操作是近期高层密集政策宣示之后（G20、政治局会议等），央行最新的宽松举措，表明了央行在当前复杂的内外形势下继续执行适度宽松货币政策，引导降低社会融资成本的政策导向。

从经济基本面来看，一季度经济同比收缩已是大概率事件，决策层以“六稳”为抓手稳增长、稳就业的决心凸显。受疫情冲击，1-2月工业增加值累计同比增速为-13.5%；供需两弱，通缩风险加剧，2月份PPI同比下降0.4%；企业经营状况压力显著增大，工业企业利润大幅下滑，1-2月规模以上工业企业利润总额同比下降38.3%。同时，全球疫情蔓延迅速，IMF估计全球2020年经济可能陷入衰退，我国经济运行外部需求压力骤增。在此背景下，决策层有意通过扩张性财政与货币政策，托底经济增长，稳定就业。央行以进一步降准降息操作引导社会融资成本下行就成为情理之中的事。

本次公开市场降息操作，意在更好地实施适度宽松的货币政策，对冲经济持续下行风险，通过维持货币市场利率平稳预期，进一步引导融资利率下行，降低社会融资成本，体现出高层近期宣示的政策托底基调。事实上，近期银行间市场资金面本来已较为宽松，央行本次调降逆回购利率，可以看作顺势而为为进一步稳定市场流动性宽松预期的举措。

图1：存款准备金率及若干重要利率近期走势



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

二、全球衰退预期下 各国货币政策协同宽松

截至目前，全球新冠肺炎感染人数已经超过 64 万，美国病例超过 14 万，世界 200 多个国家和地区受到影响。随着疫情不断恶化，各国的防疫措施也相继升级，越来越多国家采取“社交隔离”（Social Distancing）措施对抗疫情，封城封区、停工在家的状态也越来越普遍。全球经济贸易显著受到停滞性危机的冲击，供应链运转面临严峻挑战。根据 IMF 最新判断，2020 年全球经济可能陷入衰退。

疫情全球大流行以后，叠加对疫情及各国防疫不力的恐慌、石油价格暴跌带来的冲击、以及对于全球债务资质下沉与违约风险加剧的悲观预期，全球各类资产均发生大幅动荡，投资者陷入极度风险偏好所致安全资产缺乏型流动性陷阱，美元流动性危局显现。

此后，美联储大幅降息至零利率下限（ZLB），开启史无前例规模的量化宽松资产购买和一系列借贷便利操作，宣告美国货币政策大宽松周期的再次开启，同时引领了全球货币政策基调进一步趋于一致，全球低增长、低利率、低通胀的宏观经济格局进一步固化、深化。在此背景下，中美利差安全边际充足，国内货币政策获得较为舒适的宽松空间，为我中国货币政策后续宽松行动铺垫了很好的外部环境基础。

三、政策空间虽大 但仍难大水漫灌

从货币政策空间看，中国央行无论在货币价格还是货币数量调节的常规工具方面都还有较大回旋余地，与西方国家央行已经耗尽空间的常态化利率政策与饮鸩止渴一般运用资产负债表工具（量化宽松资产购买）的货币政策实践有较大差异。

目前，一季度经济虽然大概率陷入同比收缩，但是由于复工复产进程在逐步推进，二季度中国经济生产秩序有望回复常态，因此大水漫灌的强刺激很难在央行当下决策视野内。货币政策更多是在适度宽松的态势下，“数据依赖”边走边看的过程，但是坚持引导融资利率水平降低的大方向已经确立，后续降准降息仍有空间。

值得一提的是，在全球货币宽松依赖加剧，主要发达经济体不同程度面临负利率前景的时刻，中国经济的逐步修复前景、政策空间的回旋余地、以及资产收益率水平的相对优势，将使得中国资产的国际吸引力有所上升。后续如何进一步通过金融体系的改革开放，提升中国金融市场的市场化水平，同时完善一系列法律体系、多层次市场体系、产品体系、国际化的征信和信用评价体系、国际化的研究定价和估值体系、资本流动和换汇便利等方面的配套机制，实现中国金融体系更高水平的市场化、法制化与国际化，以吸引全球投资者，构建新的全球安全资产中心，将会是摆在我们面前的重大课题。

作者简介与承诺

张宸, 宏观研究员, 财政部中国财政科学研究院应用经济学博士。2015 年 4 月加入中国银河证券研究院至今, 主要负责宏观经济与政策研究。

余逸霖, 宏观助理研究员, 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2018 年 4 月加入中国银河证券研究院。

张宸 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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_6168

