

宏观点评

今年“放水”规模会多大？——兼评 OMO 降息 20BP

事件：3月30日央行开展500亿7天期逆回购操作，中标利率2.20%，前值2.40%。

核心结论：进一步“放水”在路上，今年实际赤字有望创历史新高至6万亿以上。

1、市场一致预期的3月MLF和LPR“降息”落空，事后看可能有多重因素，包括：央行可能珍惜货币政策空间；鼓励银行“让利”实体；美元升值下的汇率压力；复工复产尚未完全恢复，利率传导至实体效果有限等等。不过最重要的原因，应是海外疫情超预期恶化，使得决策层需要进一步观望与权衡。毕竟，本轮疫情演化至今，直到3.18政治局常委会会议和3.27政治局会议，才把海外疫情作为经济工作的一大考量。

2、事实上，对比疫情前后和海外疫情发酵前后，3月之后央行还会再降准“降息”，可认为是几成定局：央行分别在去年9月和今年1月初降准，并在去年11月下调MLF利率，表明1月疫情恶化之前我国货币已明显宽松，因此疫情发生后2月再降低MLF利率和3月再降准，实属顺理成章。与此同时，3月以来随着海外疫情加速恶化，全球进入了新一轮降息潮，尤其是美联储于3月3日和16日两次紧急降息后重回零利率。因此，在海外货币环境大幅宽松的背景下，我国货币政策也没道理会收紧。

3、本次调降7天期OMO利率，直观看是随行救市，本质上是落实3.27政治局会议的最新要求。一方面，3月初以来，R007和DR007等各类货币市场利率均大幅下行至2%左右甚至更低，因此本次调降可谓“迟到”的随行就市。另一方面，也是更为本质的，3.27政治局会议要求“引导贷款市场利率下行”（应是政治局会议层面首次提及），按惯例，国常会和政治局会议等高级别会议提了要求，央行基本都会快速响应。

4、往后看，四重因素之下，本次OMO降息将吹响我国货币进一步宽松的“号角”。

稳增长、稳就业压力加大。一季度GDP负增已无悬念，我们测算的可能区间是乐观-5.3%，中性-7.5%，悲观-12.6%。基于复工情况，Q1实际GDP增速更大可能落在中性和悲观之间，若按稳就业（4.9%-5.4%）和保翻番（最低5.53%），后续Q2-Q4的GDP增速可能需9%以上（详见《一季度GDP可能负增，然后呢？》）。

我国降息制约有所缓解，且后续有较大突破空间。1) 对于货币政策空间，央行短期不会搞竞争性零利率，但已为零利率甚至负利率做好理论和心理准备。2) 2019年以来，LPR下行幅度超过MLF，银行“让利”非长久之计。3) 下半年猪价下行将缓解CPI结构性通胀，油价下行和疫情影响也将持续拖累PPI，通胀对利率制约逐渐下降。4) 美联储宽松加码，利于缓解流动性紧张带来的美元“逆势升值”，对人民币打压也将有所缓解。5) 截至3月27日数据显示整体复工率已有八九成，预计4月复工将显著改善，提升实体融资需求，有利于宽松流动性从银行间向实体传导。（前3小点见《存款基准利率会降吗？》）
对内：货币政策需注重支撑实体，并与财政政策协调。3.27政治局会议除了提出“引导贷款市场利率下行”，还部署了提高赤字率、发特别国债和地方专项债扩容的要求，货币政策也要为政府发债降成本做一定准备，以实现财政和货币更好的配合。OMO降息正是体现了给实体企业和政府发债降成本的要求，也是政策加码的第一环。

对外：海外降息空间打开，国际间货币政策也应做好协调。除了前文提及的全球低利率/负利率环境为我国降息创造了条件，3.23 G20 央行行长会议和3.27 IMF 会议提出各国加强政策协调的倡议，客观上也需要我国货币保持同步宽松。

5、下一步我国货币宽松的节奏与幅度：鉴于本次7天OMO利率下调了20BP，从利率联动来看，预计MLF/LPR降息步伐将加快：我们预计，往后看到全年，MLF利率有望至少再下调20-40BP（4月17日有2000亿MLF到期，可能降15-20BP），LPR有望再下调至少20-30BP（4月20日可能降10-20BP），也继续提示存款基准利率下调为大概率事件。此外，鉴于国家已明确要发特别国债，可能需更大的降准力度，预计年内有望再降准100-200BP（此前我们预期是50-100BP），时点上预计4月就可看到。一句话，4月有可能“双降”。

6、财政扩张更加值得期待，今年实际赤字规模有望创历史新高至6万亿以上。维持3月初《疫情下积极财政的空间和发力点》和《政策的底线与方向——逐句解读3.27政治局会议》的判断：今年预算赤字率有望3.2%以上（19年2.8%），新增专项债规模有望3.5万亿以上（19年2.15万亿），特别国债有望6000-8000亿元甚至更高；政策性金融债净融资额同比增加4000-6000亿；PSL新增6000亿元以上。据此大体估算，今年实际赤字规模可能超过5.8万亿（19年4.8万亿，过去5年平均3.4万亿），今年实际赤字率5.5%以上（19年4.9%，已是1952年以来最高）。

风险提示：政策效果不及预期；疫情演化超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

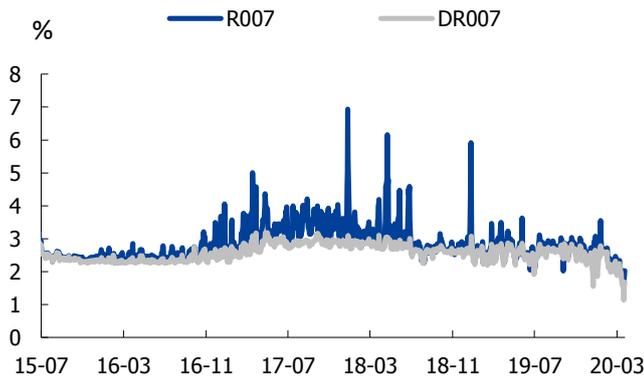
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《疫情防控常态化—7 指标跟踪复工·第 7 期》
2020-03-28
- 2、《政策的底线与方向——逐句解读 3.27 政治局会议》
2020-03-28
- 3、《宏观专题：存款基准利率会降吗？》2020-03-25
- 4、《一季度 GDP 可能负增，然后呢？》2020-03-16
- 5、《宏观专题：疫情下积极财政的空间和发力点》
2020-03-08

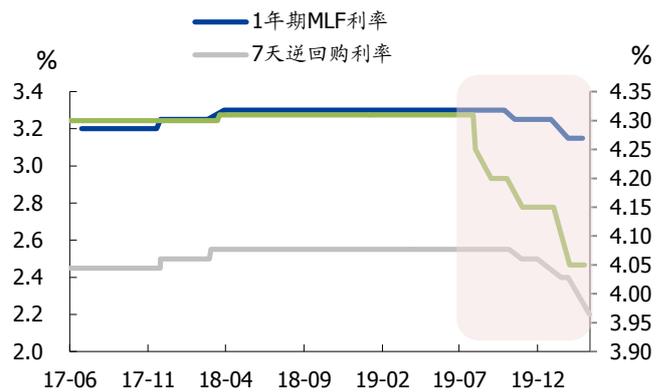


图表1: 货币市场利率已经下行到较低位置



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 引导贷款利率下行需要进一步降政策利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 全年经济增速测算

假设 Q1 增速	-10%	-5%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%
5.53%(翻番)目标下 Q2-Q4 平均增速	9.9%	8.5%	8.0%	7.4%	7.1%	6.8%	6.5%	6.2%
5%增速目标下 Q2-Q4 平均增速	9.3%	7.8%	7.3%	6.7%	6.4%	6.1%	5.9%	5.6%
4.5%增速目标下 Q2-Q4 平均增速	8.6%	7.2%	6.6%	6.1%	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%
4%增速目标下 Q2-Q4 平均增速	8.0%	6.6%	6.0%	5.4%	5.1%	4.9%	4.6%	4.3%
3%增速目标下 Q2-Q4 平均增速	6.7%	5.3%	4.7%	4.1%	3.9%	3.6%	3.3%	3.0%

资料来源: 国盛证券研究所测算

图表4: 疫情下2020年积极财政的空间和发力点预测

	预算/决算财政赤字率 (%)	实际赤字率 (%)	一般公共预算收入增速 (%)	一般公共预算支出增速 (%)	地方政府新增专项债 (亿元)	政策性金融债净融资额 (亿元)	新增抵押补充贷款 (PSL) (亿元)	特别国债 (亿元)
2014	2.1	1.8	8.6	8.3		10500	3831	
2015	2.4	3.4	8.5	15.9		10678	6981	
2016	2.9	3.8	4.8	6.8	4000	14599	9714	1998-2008 发行
2017	2.9	3.7	8.1	8.2	8000	12023	6350	11300 亿元
2018	2.6	4.1	6.2	8.8	13500	9903	6920	
2019	2.8	4.9	3.8	8.1	21500	13853	2670	
2020E	3.2	5.5	2.8	6.3	35000	18853	6000	6000-8000 亿元

资料来源: 财政部, wind, 国盛证券研究所预测 注: 2020年红字为预测值。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_6172



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>