



## 宏观研究

## 一样的降息，不一样的信号

2020年03月30日

## 投资要点

## 分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@yqzq.com

## 分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@yqzq.com

## 近期报告

《评美联储降息与QE：零利率时代开启》

2020-03-16

《从螺纹钢到“螺纹金”》2020-03-17

《美元流动性收紧之谜》2020-03-20

《从流动性风险到衰退风险》2020-03-23

《无用的宽松》2020-03-23

## 一样的降息，不一样的信号

今日，央行终于回应了市场降息的期待，将OMO利率下调了20BP。按照以往同步调整的经验来看，未来MLF与LPR利率也将同步下调至少20BP。

这次降息主要着眼于三方面考虑。

第一，落实327政治局会议提出的“引导贷款利率下降”的表述。

第二，应对疫情对国内实体经济的二次冲击。

第三，配合扩张性的财政政策，实现稳增长保就业的政策目标。

对债券市场而言，这次降息在预期内，LPR1年期的利率互换和6个月的期权成交价格已经到了3.85%左右的水平，市场已经定价在未来六个月内，LPR至少会下调30BP。但超预期的是，央行一次性下调了20BP，降息的节奏和幅度要更快。所以国债期货在降息消息出现后，出现了短暂拉升而后又马上跳水（短期利好出尽）的情况。

但除此之外，此次20BP的降息幅度其实也表明了：1）疫情对经济的影响可能超预期，尤其是海外疫情的爆发，可能对出口产生较大的冲击（这可能也是股票市场对更大幅度降息不感冒的主要原因）。我们测算的结果显示，如果全球经济增长下降到0%，那么出口增速可能会下降20%以上；2）央行逆周期调节政策的力度正在加大，进一步宽松可期。

此种情形下，我们预计利率将继续下行，我们建议已经上车的投资者继续保持偏长的久期，但不建议追高。同时，我们也建议投资者关注中短端利率的机会。与2008年危机时期相比，7Y以下的收益率依然偏高，在货币继续宽松的预期下，中短端的利率下行幅度可能要比长期利率更为可观。

## 风险提示

政策力度不及预期



## 图表目录

图表 1：出口增速可能下降 20%以上 .....	4
图表 2：与 2008 年相比，中短端利率偏高.....	4



今日，央行终于回应了市场降息的期待，将 OMO 利率下调了 20BP。按照以往同步调整的经验来看，未来 MLF 与 LPR 利率也将同步下调至少 20BP。

这次降息主要着眼于三方面考虑。

第一，落实 327 政治局会议提出的“引导贷款利率下降”的表述。现在，单纯的降准已经很难引导银行主动下调 LPR 报价，过去两次降准，虽然对银行的负债成本形成了不同幅度的下降。

但，1) 下降幅度有限，银行的负债结构中，存款占据了绝对的主导地位，降准能够释放法定存款准备金，压低同业负债利率，但没有办法压低规模竞争与监管需求共同导致的存款利率，银行的综合负债成本总体降幅非常有限；2) 在经济形势严峻的环境下，银行的资产质量可能会出现下降，银行更需要保证息差与利润来补充资本，以增强自身的拨备与抵御风险能力，这导致即使银行的负债成本出现了一定程度下降，银行也很难愿意主动给实体让利，需要外力在引导银行降低贷款报价。

降息正是这样一个外力。MLF 作为 LPR 的定价基准，它的主动下调，对银行的负债成本减轻并没有多大的作用，它只是意味着即使银行负债成本没有出现明显的下降，银行的 LPR 报价也必须跟随 MLF 下调。

当然，银行保持息差与利润自行做逆周期防御并没有任何问题。根据央行货币政策执行报告，银行的利润超过 70% 用于补充净资本，最终用来支撑贷款端的资本金消耗。换言之，贷款报价坚挺—保持息差—保持利润—补充资本—加大贷款投放力度—保持利润，其实是银行保持有机循环支持实体的策略。在当前表外影子银行主导的非标融资继续压缩的情况下（最近又传出监管机构指导信托融资业务），银行信贷为实体企业提供融资的压力与责任无疑更大。

因此，为更有效的推进实体融资成本下行，保持金融机构对实体的支持力度，除单方面的引导银行下降贷款报价外，监管机构还应该继续想办法减轻银行负债端的压力，下调存款基准利率、加强利率自律机制的约束力、调低存款利率浮动的上限等手段都可能是未来潜在的政策手段。

第二，应对疫情对国内实体经济的二次冲击。一季度新冠肺炎疫情主要发生在国内，企业和居民部门的流动性出现了问题，央行在 2 月 3 日复工的第一天，便主动下调了政策利率并投放大量的流动性来应对。

现在，即将进入二季度，国内企业的复工复产虽然已经慢慢恢复，但，1) 国内部分行业的需求没有恢复，比如旅游、娱乐与餐饮等，由于居民对新冠肺炎疫情的恐惧还未完全消除，所以即使国内疫情基本结束，大家仍然不敢随便出门消费，这些企业的需求与历史同期相比，可能依然存在较大的距离；2) 海外疫情爆发，其他国家正处于我国一季度防疫时期，海外企业与居民的消费受到影响，国内出口链的企业虽然已经复工复产，但却面临着没有订单或订单推后、库存增加的问题，企业的经营性现金流仍然是大问题，依然需要外部融资现金流来偿还到期债务、保持企业正常经营。

企业面临的形势其实与一季度没有本质上的区别，都面临缺乏现金流偿债的问题，所以央行采取了和一季度类似的降息措施，为这些缺乏现金流的企业降低融资成本，减轻未来的债务偿还压力。未来，我们预计政府部门或监管部门会针对这些企业，陆续出台加大补贴、减税降费、定向支持流动性等政策优惠。

第三，配合扩张性的财政政策，实现稳增长保就业的政策目标。327 政治局会议提出，为努力实现社会发展目标，确保全面建设小康社会，今年会扩大财政赤字，加大专项债发行规模，并发行特别国债。也就是说，政府债务在今年可能会出现比较大幅度的



上涨。

现在，中央政府的债务率相对偏低，处于合理位置，偿债压力与风险都不大，但地方债务经过近几年的扩张，即使不考虑隐性债务的规模，其实压力也已经不小。

地方发行的专项债，初始设计，其债务偿还的来源是项目产生的现金流，但实际很多已经建设的项目，回报与现金流并不足以偿还到期的债务，还是需要通过政府基金预算来代替偿还，而近几年，政府基金预算的增长速度已经明显慢于专项债的增长速度，地方债务的风险正在加大。

央行此时下调政策利率，可以在一定程度上压低收益率曲线，降低政府部门加杠杆债务扩张稳经济的成本，适度平衡防风险与稳增长。

对债券市场而言，这次降息在预期内，LPR1 年期的利率互换和 6 个月的期权成交价格已经到了 3.85%左右的水平，市场已经定价在未来六个月内 LPR 至少会下调 30BP。但超预期的是，央行一次性下调了 20BP，降息的节奏和幅度要更快。所以国债期货在降息消息出现后，出现了短暂拉升而后又马上跳水（短期利好出尽）的情况。

但除此之外，此次 20BP 的降息幅度其实也表明了：1）疫情对经济的影响可能超预期，尤其是海外疫情的爆发，可能对出口产生较大的冲击（这可能也是股票市场对更大幅度降息不感冒的主要原因）。我们测算的结果显示，如果全球经济增长下降到 0%，那么出口增速可能会下降 20%以上；2）央行逆周期调节政策的力度正在加大，进一步宽松可期。

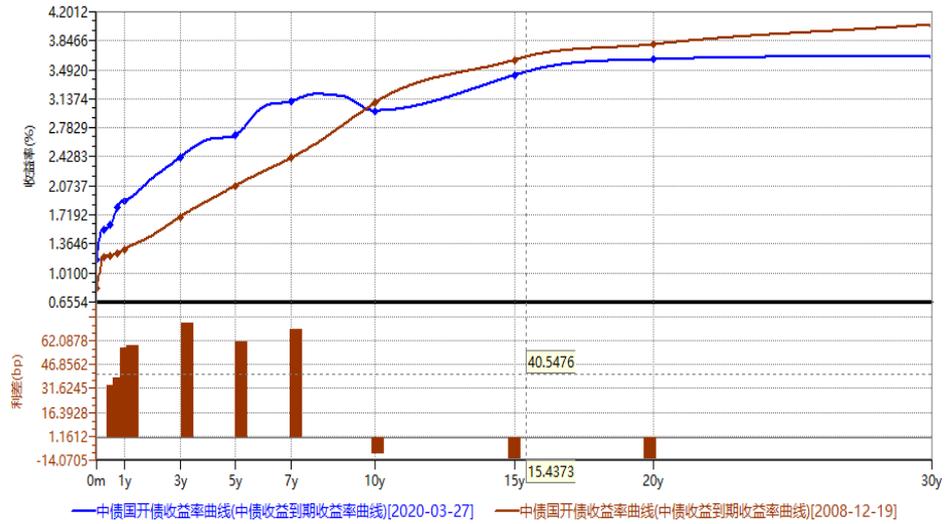
**图表 1：出口增速可能下降 20%以上**

全球 GDP 同比	按线性回归结果预期的出口金额同比	按二阶回归结果预期的出口金额同比
2	-8.2172	-7.7026
1	-16.9044	-15.1672
0	-25.5916	-21.9238
-1	-34.2788	-27.9724
-2	-42.966	-33.313

资料来源：粤开证券测算

此种情形下，我们预计利率将继续下行，我们建议已经上车的投资者继续保持偏长的久期，但不建议追高。同时，我们也建议投资者关注中短端利率的机会。与 2008 年危机时期相比，7Y 以下的收益率依然偏高，在货币继续宽松的预期下，中短端的利率下行幅度可能要比长期利率更为可观。

**图表 2：与 2008 年相比，中短端利率偏高**



资料来源：粤开证券，wind

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\\_6220](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6220)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn