

中美经济金融态势不同，货币政策自然也不同

——20年3月16日 MLF 操作点评

固定收益简报

◆ 事件

3月16日开展 MLF 操作 1000 亿元，期限为 1Y，中标利率为 3.15%，与上一次持平。

◆ 中美经济金融态势的不同决定了货币政策的差异

我们一直认为，“跟随式降息”的概念本就不存在。中国作为一个世界大国，货币政策一直坚持“以我为主”，并不会因为美联储降息而盲目降息，反而是中国央行的货币政策会影响其余国家央行所采取的措施。从根本上来讲，中国的货币政策主要是由国内的经济金融态势所决定的，中美经济金融态势的不同决定了货币政策的差异。

从基本面的情况来看，中国经济增长长期向好的大趋势并没有因 COVID-19 疫情而改变。从金融部门的情况来看，疫情来临之后，美国债券和股票等资产的价格都出现了较大幅度的下跌，且部分市场曾出现极度缺乏流动性的状况。而中国并不存在这些问题，我国大部分债券的收益率都较年初有所下行，股票市场的运行也明显较美国更加平稳。此外，2月社融存量同比增速为 10.7%，与 1 月持平；2 月 M2 余额同比增速较 1 月和 19 年底均有所提高。很显然，在当前我国经济基本面以及金融体系的情况下，人民银行引导 MLF 利率下行的迫切性并不高。

◆ MLF 利率持平无碍 LPR 下行

我们认为，如果单纯依赖 MLF 利率的降低来降低 LPR，那么就偏离了用改革的办法降低企业融资成本这个初衷。当前，应引导银行体系适当向实体经济让利，降低企业融资成本，激发微观主体活力，畅通经济金融的良性循环。

事实上，今日 MLF 利率没有下降，这并不妨碍 LPR 的下行。第一，MLF（以及 TMLF）在银行体系资金来源中的占比很低，并不影响大局。第二，今天实施的定向降准为银行节约了约 85 亿元资金成本，加上今年 1 月降准所节约的 150 亿元，直接节约的资金成本大致为 235 亿元。第三，3 月至今，银行在货币市场、债券市场的融资利率都较年初和 2 月有明显降低。如果商业银行可以将这些政策红利毫无保留地向下游传导，那么 LPR 和实际贷款利率都可以出现不小幅度的下降。

◆ 风险提示

我们坚信，在党中央的坚强领导下，充分发挥中国特色社会主义制度优势，这场疫情防控阻击战必然可以打赢。但同时也需要清醒地认识到，疫情的发展具有不确定性，要密切监测经济运行状况，聚焦疫情对经济运行带来的冲击和影响。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

危玮肖（执业证书编号：S0930519070001）
010-58452070
weiwx@ebsecn.com

邬亮（执业证书编号：S0930518040003）
010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

邵闯（执业证书编号：S0930519050004）
021-52523677
shaocuang@ebsecn.com

联系人

李枢川
010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

相关报告

三维度评价地方政府综合实力——地方债研究专题之二
..... 2019-10-21

探索各省地方债收益率差异的“秘密”——地方债研究专题
..... 2018-11-21

“稳增长”还是“去杠杆”？——7月30日政治局会议感触：
..... 2019-07-30

包商银行破产处置方案引发的思考——用 TLAC 解决负向宏观外溢性
..... 2019-07-26

债券市场以稳为主——光大证券 2019 年下半年利率债投资策略
..... 2019-06-19

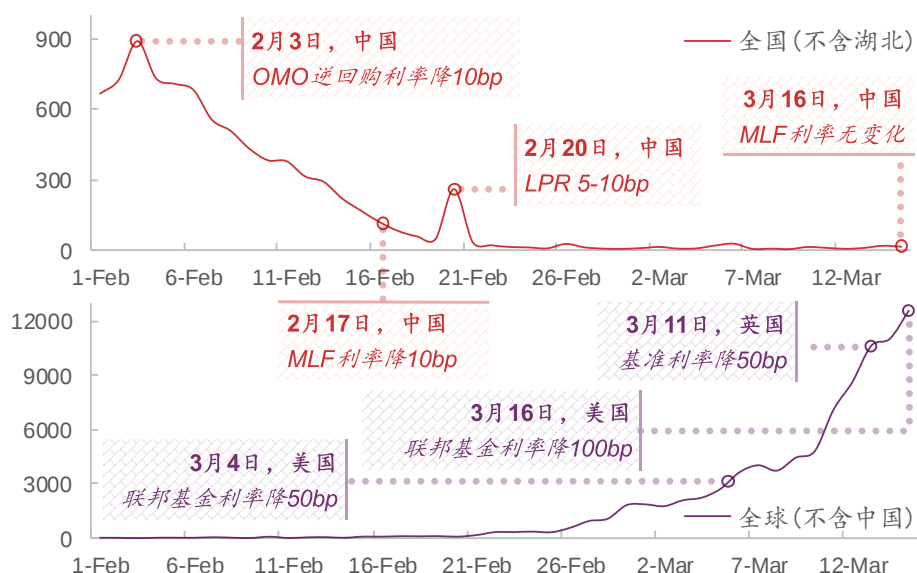
事件：

3月16日开展MLF操作1000亿元，期限为1Y，中标利率为3.15%，与上一次持平。

1、中美经济金融态势的不同决定了货币政策的不同

2月3日，人民银行引导OMO逆回购中标利率下降了10bp；随后，MLF中标利率和LPR也出现了下降。3月4日，美联储跟随中国央行的步伐下调了联邦基金利率目标区间和IOER各50bp；今日（3月16日），美联储再度下调基准利率100bp。几个小时后，中国的1Y MLF中标利率并没有跟随美联储降息而降低，仍为3.15%，超出了一些投资者的预期。

图表 1：新增 COVID-19 确诊病例人数以及部分国家和地区的利率政策

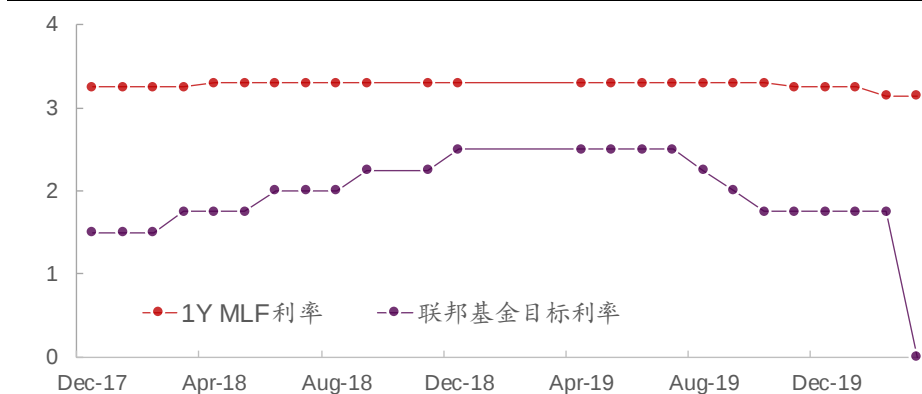


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：人 病例数据截至：2020年3月15日

我们一直认为，“跟随式降息”的概念本就不存在。中国作为一个世界大国，货币政策一直坚持“以我为主”，并不会因为美联储降息而盲目降息，反而是中国央行的货币政策会影响其余国家央行所采取的措施。从根本上讲，中国的货币政策主要是由国内的经济金融态势所决定的，中美经济金融态势的不同决定了货币政策的不同。

我们观察到，中美货币政策之间的“独立”在近几年内并不少见。例如，人民银行既没跟随美联储在2018年的最后三次加息，避免了货币政策过紧，也没大幅跟随美联储2019年三次降息，避免了政策过松，在国际货币政策协调中保持了定力。

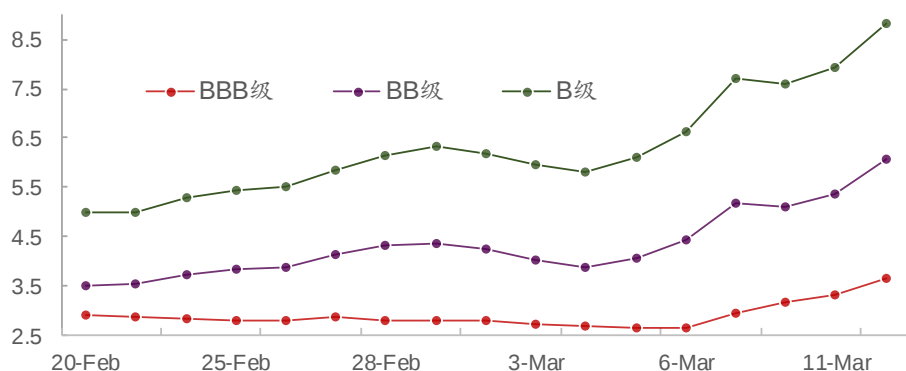
图表 2：中美两国的政策利率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 数据截至：2020年3月16日

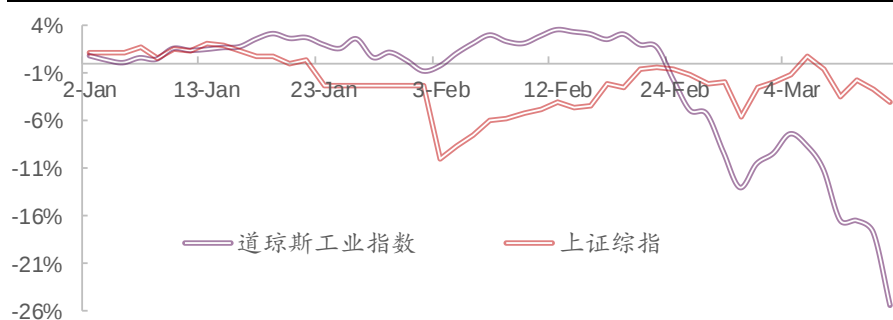
目前亦是如此。从基本面的情况来看，中国经济增长长期向好的大趋势并没有因 COVID-19 疫情而改变。从金融部门的情况来看，疫情来临之后，美国债券和股票等资产的价格都出现了较大幅度的下跌，且部分市场曾出现极度缺乏流动性的状况。而中国并不存在这些问题，我国大部分债券的收益率都较年初有所下行，股票市场的运行也明显较美国更加平稳。此外，2 月社融存量同比增速为 10.7%，与 1 月持平；2 月 M2 余额同比增速较 1 月和 19 年底均有所提高。很显然，在当前我国经济基本面以及金融体系的状况下，人民银行引导 MLF 利率下行的迫切性并不高。

图表 3：美国企业债收益率



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：% 数据截至：2020年3月12日

图表 4：年初以来道琼斯工业指数与上证综指的累计涨幅



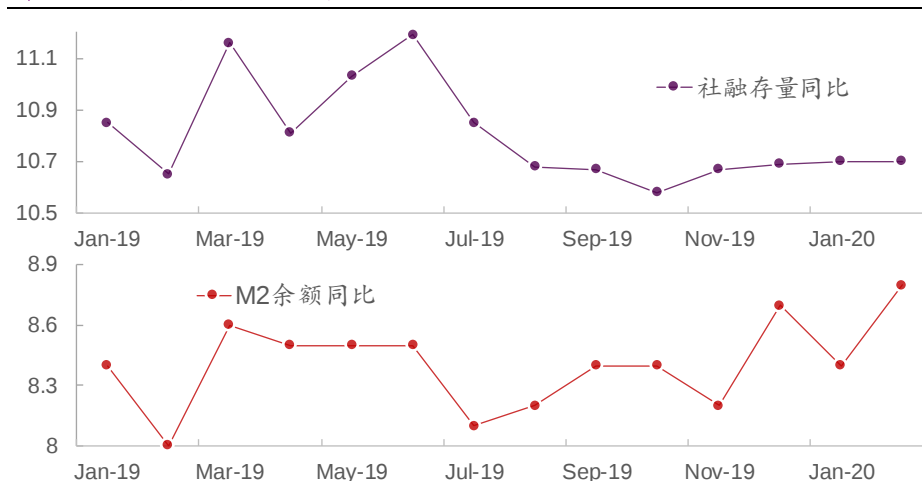
资料来源：Wind，光大证券研究所 数据截至：2020年3月12日

图表 5：当前国债和中短期票据收益率较上年末下降的幅度

	国债	AAA级	AAA-级	AA+级	AA级	AA-级
1Y	44.0	58.2	58.2	55.2	54.2	50.2
2Y	31.9	48.3	48.3	45.3	51.3	47.3
3Y	47.5	40.4	40.4	39.4	46.4	41.4
4Y	42.8	43.0	44.0	50.0	52.0	47.0
5Y	35.2	41.9	43.9	55.9	52.9	47.9
6Y	30.6	47.5	51.5	54.5	57.5	
7Y	34.0	48.6	52.6	55.6	58.6	
8Y	39.8	40.1	44.1	47.1	50.1	
9Y	43.3	43.5	47.5	50.5	53.5	
10Y	46.1	43.8	47.8	50.8	53.8	

资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：bp 数据截至：2020年3月13日

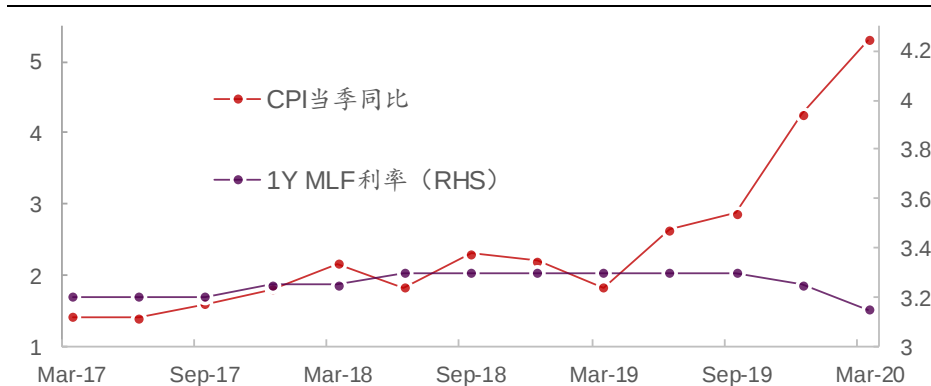
图表 6：社融和 M2 同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 数据截至：2020年2月

从另一角度讲，货币政策仍在一定程度上面临通胀的约束。静态地看，今年2月CPI累计同比涨幅为5.3%，而目前（3月15日）的1Y MLF利率为3.15%，以这两者衡量的实际利率已经为-2.15%。动态地看，去年四季度以来，CPI同比涨幅快速上升，而1Y MLF利率出现了下降，两者的走势形成了背离。

图表 7：中国的 CPI 和 MLF 利率

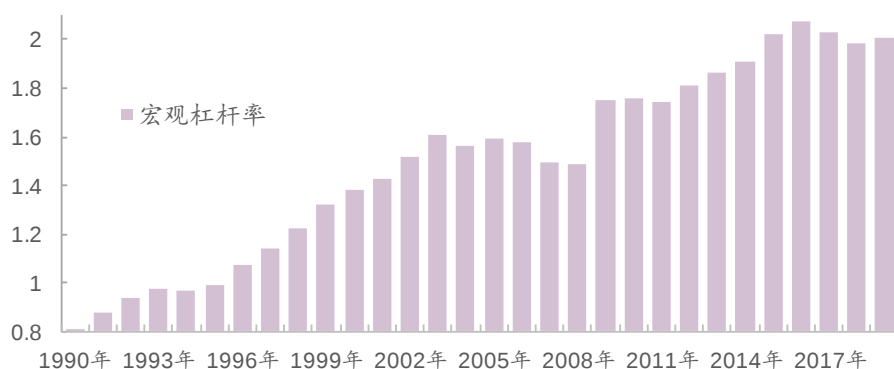


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 数据截至：2020年3月12日

此外，货币政策还面临着其他一些约束，如宏观杠杆率、债券市场的中观杠杆率、信用债市场的违约率。孙国峰司长在《2019 年货币政策回顾与 2020 年展望》中写道：“宏观杠杆率仍处在高位，放松货币政策会放大金融风险 and 固化结构扭曲。”

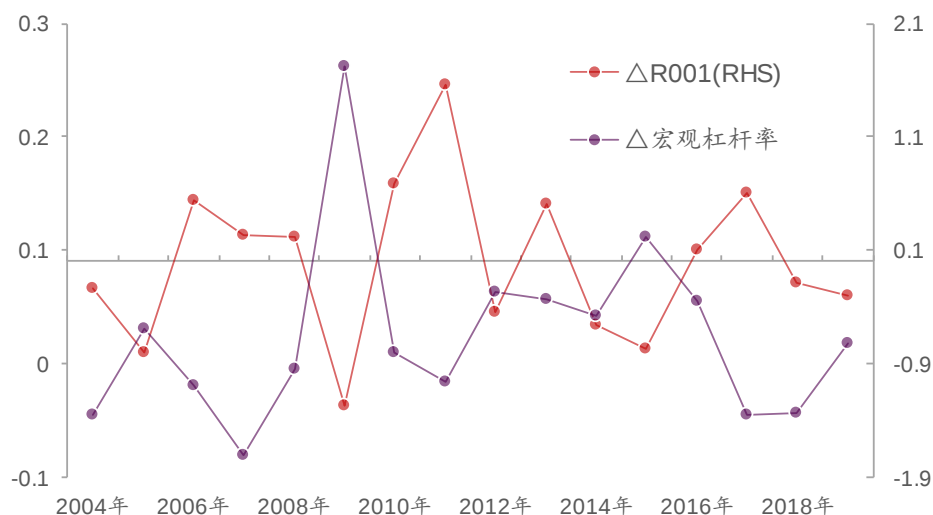
2019 年，我国宏观杠杆率为 200.5%，较 2018 年的 198.7%略有上升，但是相差不大，实现了宏观杠杆率的基本稳定。（注：宏观杠杆率=M2/GDP。）事实上，宏观杠杆率的变动与 R001 的波动呈现出显著的负相关，2004-2019 年间上述两个变量的 Pearson 相关系数为-0.58。很显然，如果 R001 持续处于低位，则不利于宏观杠杆率的稳定。

图表 8：中国的宏观杠杆率（M2/GDP）



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：倍 数据截至：2019 年

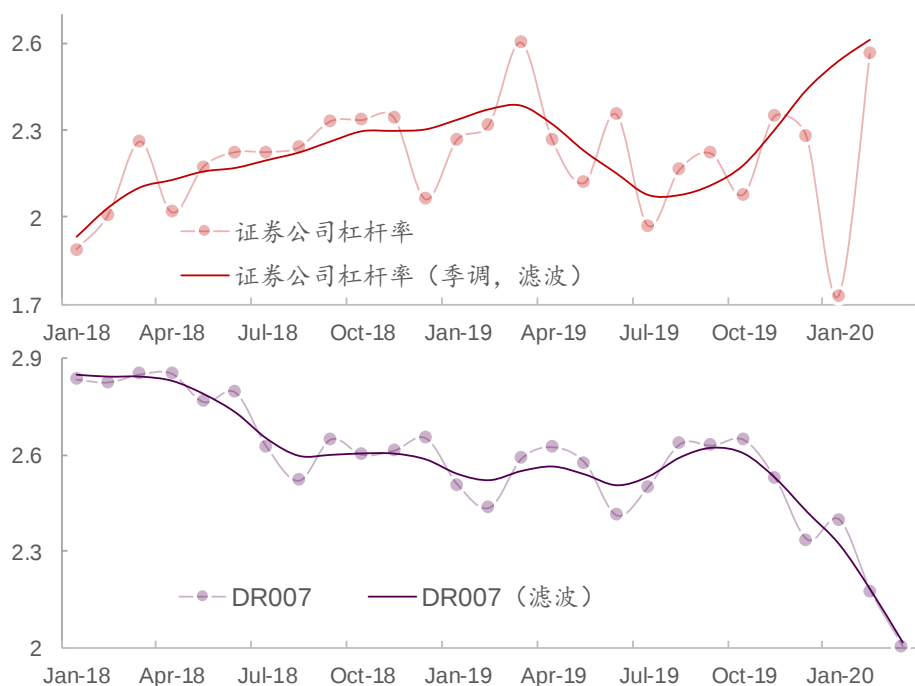
图表 9：中国的 R001 和宏观杠杆率的一阶差分



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：倍；右轴：% 数据截至：2019 年

此外，过低的利率水平有可能放大金融风险。债券市场中，投资者的杠杆率与资金利率之间呈现负向相关性，这个现象在证券公司自营投资中的体现最为明显。（注：此处的杠杆率=待回购债券余额/债券托管量。）2020 年 2 月证券公司季调且滤波后的杠杆率为 259%，明显超过了 2018 年初以来 222% 的平均值，成为了这段时间的最高值。

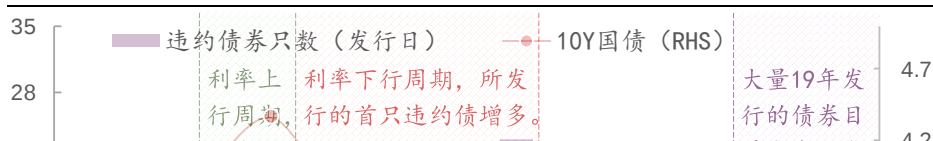
图表 10：证券公司在债券市场的杠杆率与 DR007（中国）



资料来源：Wind，光大证券研究所 上图：倍；下图：% 数据截至：20年2月

过低利率水平滋生的金融风险不仅体现在债券杠杆率上，也体现在了信用债市场。我们找出了每家发行人的首只违约债券，发现其发行日期与10Y国债收益率之间存在这样的关系：10Y国债收益率越低，该阶段发行的首只违约债越多，两个变量之间的Pearson相关系数为-0.53。（注：发行人的某只债券违约后，该发行人后续到期的债券大概率也会违约，故我们更为关注首只违约债。）例如，16年下半年10Y国债收益率的均值为2.83%，这半年所发行的债券中有23只成为了首只违约债。显然，持续过低的利率环境会使企业忽视未来的再融资风险，并产生过度融资、过快扩张的冲动，从而累积下风险。

图表 11：中国 10Y 国债收益率与首次违约债券只数



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_6503

