

疫情背景下的全球政策宽松

——2020年2月中国宏观政策报告

核心内容:

☆目前,中国抗击疫情的工作已经取得阶段性成绩。根据国家卫健委数据,截至3月8日中国本土以及湖北省武汉以外地区新增病例均实现清零,但疫情在中国之外的世界各国扩散有所加剧。根据新闻数据综合,截至3月8日全球(除中国)新增确诊3719例,为中国的93倍;累计确诊29090例,占中国累计确诊数量的36%,占比提高五个百分点;新增死亡204例,达中国的9.3倍;病亡累计701例,是中国的22%,占比提高六个百分点;病亡率约为2.4%,较中国全境(含湖北)病亡率3.86%低1.46%;较中国不含湖北地区病亡率0.88%显著更高;截至3月8日世界卫生组织表示,全球受新冠疫情影响的国家和地区总数已经破百。

☆在上述背景下,以美联储为首的全球宏观政策当局果断开启政策宽松大潮。美国东部时间3日,美联储宣布降息50BP至1.00-1.25%,这是其自2008年以来的单次最大幅度降息,以此对抗新冠疫情对经济的影响。同时将超额准备金率(IOER)下调50个基点至1.1%,在此基础上美联储还表达了进一步采取宽松行动支持经济扩张的政策态度。同时我们也注意到,世界各国各地区货币当局如澳大利亚央行、马来西亚央行、香港金管局、澳门金管局等也纷纷加入降息行列。结合G7集团财长与央行行长所发布的声明,一时间市场对于全球各国政府和地区携手实施经济刺激的预期大为强化。

☆从降息后美国市场的表现看,市场更多认定联储降息是对于“危机”的确认,因此悲观情绪继续演绎发酵。疫情的进展对全球经济影响的广度和深度目前还难以精确计量,但就目前情况看,中国已采取的高等级应对措施,使疫情才开始得以有效控制,却也为付出较为显著的经济代价。其他国家从政府组织动员能力与经济顾虑来看,很难采取中国同等级的措施,因此疫情全球蔓延的风险依然存在,后续潜在经济损害的程度不容轻忽。

☆我们判断美联储实施负利率政策的可能性不大,但进一步降息可期,同时扩张性财政政策已在议事日程上。目前看在降息推动下,美债收益率将预计继续下滑。但是我们认为,美联储采取负利率政策从而压低美债收益率为负的可能性较小,此次降息更多是从预防角度出发,为了应对疫情冲击所进行的宽松行动。但值得注意的是,美联储已经打破大选年按兵不动的惯例,突发疫情使得2020年货币进一步宽松成为大趋势,考虑到负利率对金融机构利润的负面影响,如果有必要,美国更可能采取继续降息至零利率下限(并不倾向于实施负利率政策),重启量化宽松扩张央行资产负债表,同时采取扩张性财政政策的措施提振经济活力。

☆我们认为,中国货币政策无论存款准备金率与政策利率均有下调空间,但是从央行的角度看对于货币宽松总体仍应坚持稳健的大方向。因为货币宽松并不能解决中国目前所面临的一切问题,在制定应对当前形势的经济政策之前政策当局预计会对以下两点加以考虑:第一,明确当前中国经济运行所受到的冲击的主要矛盾是货币信贷投放不足还是生产生活秩序的扰动。第二,中小企业的融资难、融资贵的老大难问题也难以依靠货币政策的总量扩张加以解决。

☆根据我们的相关测算,统筹考量疫情对经济影响所致的财政收支减收效应,计入非税收入的相应增长,按照5.6%全年经济增速计算,2020年财政收支缺口的总规模大致在5.4万亿元。在此基础上预计2020年全年财政赤字率将较2019年显著上升,突破3%的现有赤字率上限。为缓解财政收支压力,政府将采取多种方式对财政进行支撑,包括调入国有资本经营预算收入,以及发行特别国债等方式。

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) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目 录

一、世界各国的疫情发展以及政策宽松潮	2
1. 新冠疫情在全球的发展难言乐观	2
2. 世界宏观政策当局开启宽松大潮	3
二、中国宏观政策将着力对冲疫情影响	6
1. 世界货币宽松潮下的中国货币政策	6
2. 有待进一步扩张的中国财政政策 关注广义的新基础设施建设	8
(1) 2019 年中国财政收支压力明显加剧	8
(2) 财政政策仍是本轮逆周期调节的重点 应注重广义的新基础设施建设	8
(3) 财政预计进一步扩张 赤字率预计突破 3%	10

图 表 目 录

图 1. 中国境外新冠病毒确诊病例数量（截至 3 月 8 日）	2
图 2. 中国境外新冠疫情致病亡情况（截至 3 月 8 日）	3
图 3. 中国境内累计病亡率（截至 3 月 8 日）	3
图 4. 发达国家（美、英、日、法、澳、瑞士）10 年期国债平均收益率（截至 3 月 6 日）	4
图 5. 美国企业部门宏观杠杆率已创历史新高	5
图 6. 中国存款准备金率水平变化	6
图 7. 中国若干关键利率变化	7

疫情背景下的全球政策宽松

——2020年2月宏观政策报告

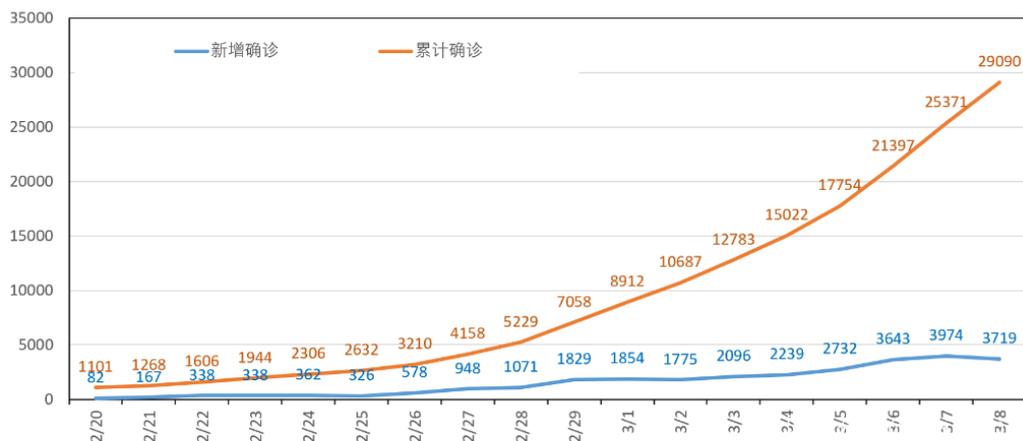
一、世界各国的疫情发展以及政策宽松潮

1. 新冠疫情在全球的发展难言乐观

目前，中国抗击疫情的工作已经取得阶段性成绩，根据国家卫健委数据，截至3月8日中国本土以及湖北省武汉以外地区新增病例均实现清零，但疫情在中国之外的世界各国扩散有所加剧（图1、2）。根据新闻数据综合，截至3月8日全球（除中国）新增确诊3719例，为中国的93倍；累计确诊29090例，占中国累计确诊数量的36%，占比提高五个百分点；新增病亡204例，达中国的9.3倍；病亡累计701例，是中国的22%，占比提高六个百分点；病亡率约为2.4%，较中国全境（含湖北）病亡率3.86%低1.46%；较中国不含湖北地区病亡率0.88%显著更高（图3）；截至3月8日世界卫生组织表示，全球受新冠疫情影响的国家和地区总数已经破百。

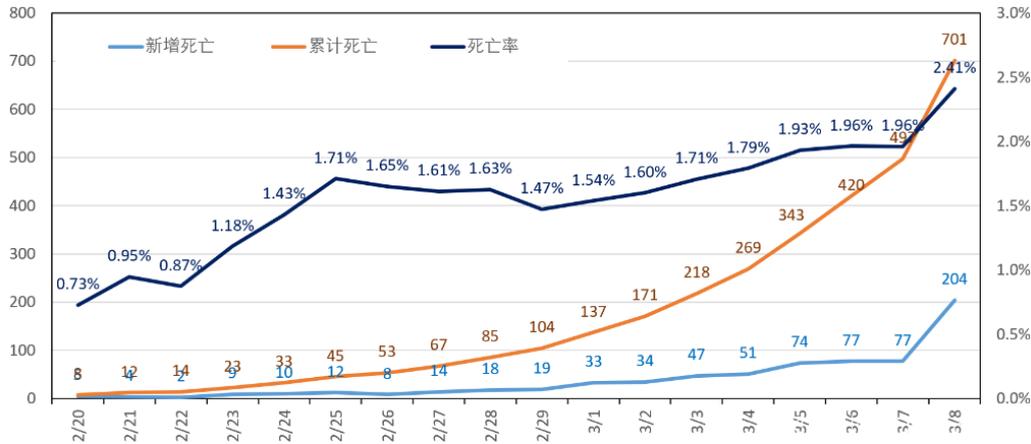
目前世界卫生组织暂未宣布新冠病毒（COVID-19）肺炎疫情为全球大流行病，但是WHO总干事谭德塞博士3月5日也对一些国家不够重视抗击疫情表示担心。世界卫生组织卫生紧急项目执行主任迈克尔·瑞安6日在日内瓦同时表示，对于COVID-19在夏季自行消失不可过于乐观。世界卫生组织呼吁各国坚定采取迅速和大规模行动。从世界卫生组织相关判断来看，疫情的在全球范围内的进一步扩散风险客观存在。

图1. 中国境外新冠病毒确诊病例数量（截至3月8日）



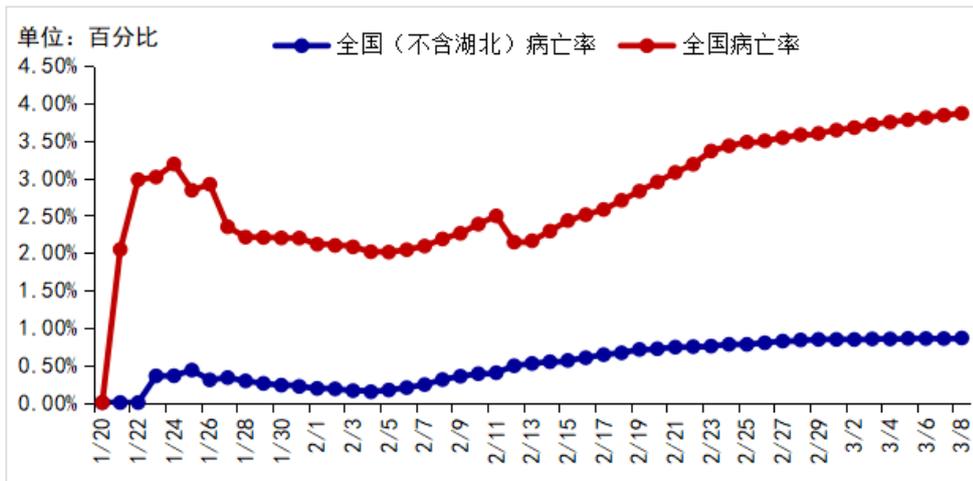
资料来源：综合新闻信息，中国银河证券研究院

图 2. 中国境外新冠疫情致病亡情况（截至 3 月 8 日）



资料来源：综合新闻信息，中国银河证券研究院

图 3. 中国境内累计病亡率（截至 3 月 8 日）



资料来源：国家及湖北卫健委，中国银河证券研究院

2. 世界宏观政策当局开启宽松大潮

在上述背景下，以美联储为首的全球宏观政策当局果断开启政策宽松大潮。美国东部时间 3 日，美联储宣布降息 50BP 至 1.00-1.25%，这是其自 2008 年以来的单次最大幅度降息，以此对抗新冠疫情对经济的影响。同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%，在此基础上美联储还表达了进一步采取宽松行动支持经济扩张的政策态度。同时我们也注意到，世界各国各地区货币当局如澳大利亚央行、马来西亚央行、香港金管局、澳门金管局等也纷纷加入降息行列。结合 G7 集团财长与央行行长所发布的声明，一时间市场对于全球各国政府和地区携手实施经济刺激的预期大为强化。

本次降息之前，G7 集团发表声明称，为应对新冠肺炎疫情带来的影响，准备在必要的时刻采取所有适当的政策工具防止经济下行。G7 各国央行将在保持金融体系弹性的同时，支持价格稳定和经济增长，

并随时准备在及时有效的措施上进一步合作。值得注意的是，前两次多国央行联手是在 2008 年次贷危机和 9•11 事件时期。因此此次各国携手共同应对新冠肺炎疫情将成为过去 10 年以来全球经济合作的最大政策联合行动，全球货币宽松大潮可期。

图 4. 发达国家（美、英、日、法、澳、瑞士）10 年期国债平均收益率（截至 3 月 6 日）



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

G7 当前的宏观政策态度首先反映了各国对于疫情的担忧。从目前各国公布的数据来看，除中国外各国疫情进展基本上均处于爬坡态势，意大利、韩国、伊朗、日本、美国等国的情况均难言乐观。以美国为例，在美联储降息前的 3 月 2 日累计病亡率已达 5.88%，3 日该数据竟达 7.63%，显著高于中国的累计病亡率，截至 3 月 8 日美国的病亡率仍有 3.85%，说明做分母的已确诊病例难以反映真实疫情流行情况，检测不到位是一个最为关键的可能因素。当前，美国政府已经筹集更多资源令医生可以根据自己的判断为病人进行及时检测，全面扩大检测范围。美国确诊数量近期出现较明显上升，未来可能继续出现显著上升以反映真实的疫情现状。基于实际疫情严重程度可能大大超过目前已披露的状况，G7 各国的激进宽松政策态度就不难理解了。截至 3 月 6 日，发达国家 10 年期政府债券平均收益率已经跌至 120 年来低位（图 4）。

美联储降息前，美国经济基本面仍然总体健康，美联储的举动更应从预防性紧急降息的角度来理解。此前市场预期是在 3 月中下旬美联储将会采取行动，但其在 3 月 3 日便大手笔降息 0.5%，超过市场预期。从已经公布的美国制造业 PMI、非农就业等多项指标显示，美国经济现在仍然处于温和增长中，因此紧急降息显然不是数据依赖的产物，充分估计新冠疫情对美国乃至全球经济的潜在冲击，以及由此引起的政治和市场压力才是关键考量。

但是，不可否认美国经济和金融市场存在一些固有的脆弱性因素，在疫情发展的催化之下，可能引发金融市场的动荡，从而使得美国经济周期尾声进程加速走向衰退。从杠杆率角度看，当前美国企业部门整体的债务/GDP 比例为 74%，创历史新高。上市公司层面非金融板块各项财务杠杆率（如总负债、有息负债以及净负债）也都接近或者超过 2008 年金融危机高点（图 5）。

图 5. 美国企业部门宏观杠杆率已创历史新高



资料来源：BIS，中国银河证券研究院

从降息后美国市场的表现看，市场更多认定联储降息是对于“危机”的确认，因此悲观情绪继续演绎发酵。疫情的进展对全球经济影响的广度和深度目前还难以精确计量，但就目前情况看，中国已采取的高等级应对措施，使疫情才开始得以有效控制，却也为此付出了较为显著的经济代价。其他国家从政府组织动员能力与经济顾虑来看，很难采取中国同等级的措施，因此疫情全球蔓延的风险依然存在，后续潜在经济损害的程度不容轻忽。因此，虽然目前难以判断世界性经济危机可能发生，但风险客观存在。从美国市场反应来看，投资者主要顾虑在于美国本轮宽松周期的起点已经太低，和次贷危机时期及以前相比，美联储降息空间仅有1个百分点，宽松深度有限，市场对此存有忧虑，对货币政策宽松的效果存在怀疑。与此同时，美国财长也已表明疫情有可能对美国经济造成较大影响。因此，我们预计疫情可能在经济周期的末尾成为引发美国经济加速调整的重要推手。

我们判断美联储实施负利率政策的可能性不大，但进一步降息可期，同时扩张性财政政策已在议事日程上。目前看在降息推动下，美债收益率将预计继续下滑。但是我们认为，美联储采取负利率政策从而压低美债收益率为负的可能性较小，此次降息更多是从预防角度出发，为了应对疫情冲击所进行的宽松行动。但值得注意的是，美联储已经打破大选年按兵不动的惯例，突发疫情使得2020年货币进一步宽松成为大趋势，考虑到负利率对金融机构利润的负面影响，如果有必要，美国更可能采取继续降息至零利率下限（并不倾向于实施负利率政策），重启量化宽松扩张央行资产负债表，同时采取扩张性财政政策的措施提振经济活力。

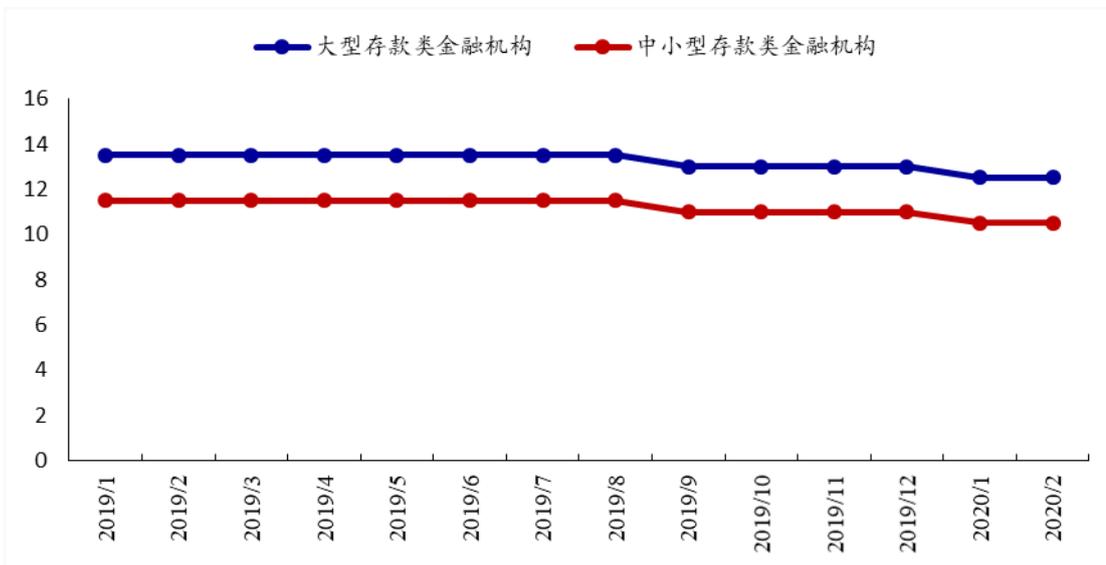
二、中国宏观政策将着力对冲疫情影响

1. 世界货币宽松潮下的中国货币政策

美联储引领世界范围内的财政与货币扩张无疑为中国后续宽松政策打开了更大空间，预计中国宏观政策将在以我为主的前提下，继续宽松以对冲疫情对经济的影响。目前，疫情防控与稳定经济社会发展的突出压力已经成为宏观政策逆周期调节的现实动力。疫情发生以来，央行已经加大了逆周期调节力度，春节后创纪录开展逆回购操作投放流动性的同时调降利率，公开市场操作量增价降，成为突发形势下货币政策实施应急干预、稳定经济金融的标志。2月DR007的均值水平为2.17%，较央行逆回购利率低20个基点以上，表明在节后现金回笼等因素支持下，流动性仍旧维持合理充裕，也表明市场对利率中枢水平继续下移存在预期。公开市场操作利率与贷款市场报价利率（LPR）的下降，进一步反映政策利率在引导市场整体利率水平下降中的基础性作用。

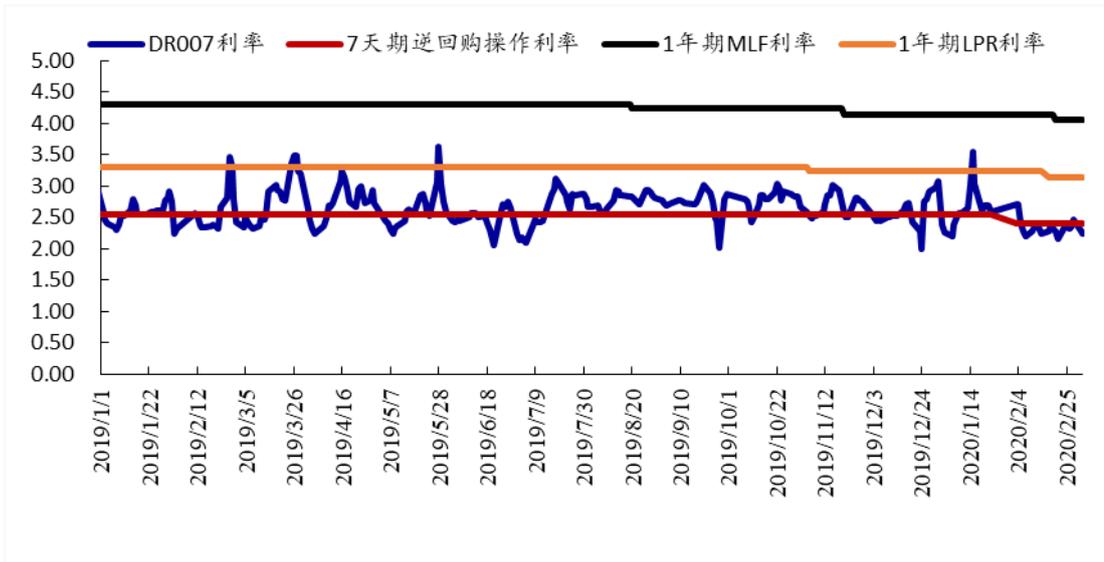
我们预计央行将继续通过调降政策利率引导整体市场利率继续下行，降低企业的融资成本。全球范围内央行的宽松浪潮也为中国央行后续行动打开了空间，美联储降息后人民币汇率有所上行便说明了这一点。对于新兴市场国家而言，国际流动性环境无疑进入了有利的时期。近期货币市场利率持续低于公开市场操作利率，为后者继续调降铺平了道路，月内央行继续“降息”或降准的可能性客观存在。

图6. 中国存款准备金率水平变化



资料来源：万得资讯，中国银河证券研究院

图 7. 中国若干关键利率变化



资料来源：万得资讯，中国银河证券研究院，截止日期：2020 年 3 月 1 日

我们认为，无论存款准备金率与政策利率均有下调空间（见图 6、7），但是从央行的角度看对于货币宽松总体仍应坚持稳健的大方向，因为货币宽松并不能解决中国目前所面临的一切问题，在制定应对当前形势的经济政策之前政策当局预计会对以下两点加以考虑：

第一，明确当前中国经济运行所受到的冲击的主要矛盾是货币信贷投放不足还是生产生活秩序的扰动。疫情及防疫各项措施对经济秩序的扰动带来的影响并非简单通过释放货币信贷供给就可以解决。对冲当前经济下行关键还是要合理设计防疫政策和地方政府的考核激励机制，引导地方政府在坚持防控疫情的阻击战、持久战的基础上，提高防疫政策落实的科学性，尽全力尽可能恢复正常生产生活秩序。根据我们对往年经济数据的评估，一季度经济产出对于经济的平均贡献不超过全年的 20%，而考虑到春节影响之后，一季度经济产出当中又以 1 月与 3 月为主要产出来源。不难发现，3 月生产生活秩序能否尽可能恢复事关一季度及全年经济稳定大局，必须高度重视。如果不能尽快全面恢复生产生活秩序，保证供应链上下游生产经营活动的正常运转，总需求收缩的情况很难因为货币信贷供给的增加而有实质改善。

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_6629



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>