

中国央行先动，全球央行一致转向宽松

一、中国央行先动，全球央行一致转向宽松

■ 海外疫情愈发严重，多国央行发表声明将在适当时候采取应对措施。3月5日，全球新冠肺炎确诊（不含中国）16044例，相对2月底增加127%，确诊病例持续增加，其中韩国6088例，意大利3089例，伊朗2922例，日本1036例。随着疫情的逐步严重，对经济的负面冲击开始显现，全球重要央行发表声明，将在适当时候采取应对措施。全球央行迎来宽松潮，美债收益率降至历史低位。3月3日，继马来西亚央行降息25bp至2.50%，澳大利亚央行降息25bp至0.50%之后，美联储紧急降息50bp，为2008年金融危机以来首次紧急降息。次日，加拿大央行降息50bp至1.25%，全球多个央行开始降息，预计下周（3月12日）欧央行将降息10bp，英国央行（3月26日）也有降息可能，且不排除英国央行提前降息可能，日本央行虽降息可能性不大，但可能通过加大资产购买等方式来提供流动性。2月20日至3月4日，全球债券收益率也持续走低，10年期美债收益率由1.52%降至1.02%，降至历史低位。美债期限利差（以10年期美债与2年期美债之差来衡量）由-6bp回升至30bp，收益率曲线回归正常化，通常短端收益率曲线相对较低，长端收益率曲线相当于预期未来短期收益率的均值与期限溢价之和，长端收益率相对更高，倒挂的收益率往往意味着较低预期未来短期收益率，表明市场对未来经济不乐观，美联储降息也是收益率进一步走低的原因。其他国家收益率也明显走低，3月4日，以10年期国债收益率来衡量，日本降至-0.136%，德国降至-0.64%，英国降至0.46%。与此同时，伦敦现货黄金价格升至1641美元/盎司，显示了避险情绪的升温。全球央行宽松下，我国央行降息空间进一步打开，且我国金融资产吸引力上升。首先，我国央行降息空间进一步打开。从主要央行来看，当前美国政策利率为1.0-1.25%，日本央行为-0.1%，欧央行为-0.5%，相比较而言，我国1年期MLF利率为3.15%，货币政策明显更具有空间。且随着全球央行一致转向宽松，汇率贬值压力对中国货币政策影响削弱，我国降息的空间也明显打开。其次，中国金融资产吸引力上升。一方面，中国的疫情已经基本得到控制，对宏观经济的冲击也在逐渐削弱；另一方面，中国的政策空间相对更大，A股和国债的估值优势也进一步加强。第三，中美经贸摩擦短期进一步升温的可能性下降。在全球经济均受到疫情冲击的背景下，中美货币政策趋同，稳定经济增长和资本市场是一致共识，短期经贸摩擦升温的概率明显下降。中国央行的货币政策也将保持宽松，降成本和定向宽信用是货币政策操作的重心。降成本压力下，人民银行将继续下调逆回购和MLF利率，预计后续还将有降准操作。从资产配置角度来看，疫情对资本市场的负面影响将逐渐弱化。预计债券收益率进一步下行空间有限，工业品价格有望企稳回升，黄金价格在年内高位震荡概率较高。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 美联储：紧急降息50bp，联邦基金利率目标区间为1.00-1.25%。
- 欧央行：部分委员表示随时准备调整所有政策工具。
- 日本央行：黑田东彦表示将通过适当操作维持金融市场稳定。
- 其他央行：马来西亚、澳大利亚、中国香港、加拿大央行降息。

三、文献推荐

- 美联储“充裕储备金”框架实施货币政策；通货紧缩对消费者数字化访问服务的影响越来越大；充裕准备金下的货币政策（FED）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；美联储常规货币政策空间相对有限。

正文如下：

一、中国央行先动，全球央行一致转向宽松

海外疫情逐级升级，多国央行发表声明将在适当时候采取应对措施。3月5日，全球新冠肺炎确诊（不含中国）16044例，相对2月底增加127%，确诊病例持续增加，其中韩国6088例，意大利3089例，伊朗2922例，日本1036例。随着疫情的逐步严重，对经济的负面冲击开始显现，全球重要央行发表声明，将在适当时候采取应对措施。2月28日，美联储主席鲍威尔表示“美联储正密切关注事态发展及其对经济前景的影响，将采取适当的行动来支持经济”，3月2日，日本央行行长黑田东彦表示，“日本央行将密切关注疫情发展，将通过适当的市場操作和资产购买，努力提供充足的流动性，确保金融市场稳定”，3月2日，欧央行行长拉加德表示“欧央行正在密切监视疫情发展及其经济影响，随时准备采取必要的针对性措施”。此外，3月3日，G7国家财长和央行行长也发布声明将采取政策措施予以应对经济负面冲击。

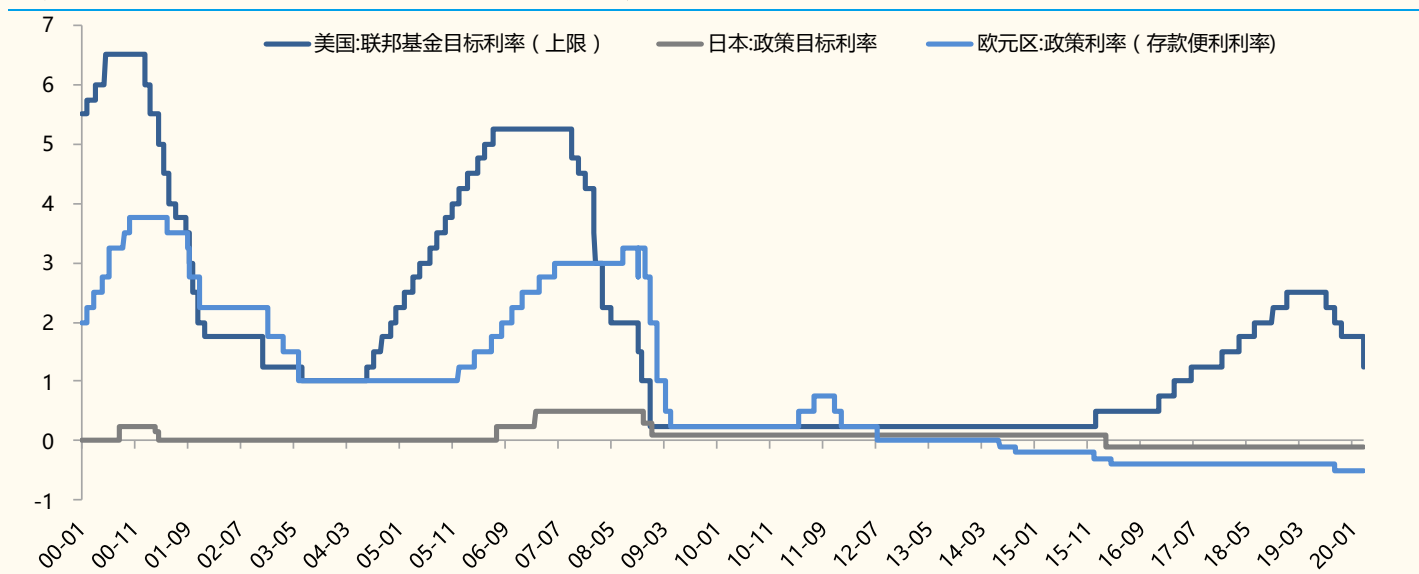
全球央行迎来宽松潮，美债收益率降至历史低位。3月3日，继马来西亚央行降息25bp至2.50%，澳大利亚央行降息25bp至0.50%之后，美联储紧急降息50bp，为2008年金融危机以来首次紧急降息。次日，加拿大央行降息50bp至1.25%，全球多个央行开始降息，预计下周（3月12日）欧央行将降息10bp，英国央行（3月26日）也有降息可能，且不排除英国央行提前降息可能，日本央行虽降息可能性不大，但可能通过加大资产购买等方式来提供流动性。2月20日至3月4日，全球债券收益率也持续走低，10年期美债收益率由1.52%降至1.02%，降至历史低位。美债期限利差（以10年期美债与2年期美债之差来衡量）由-6bp回升至30bp，收益率曲线回归正常化，通常短端收益率曲线相对较低，长端收益率曲线相当于预期未来短期收益率的均值与期限溢价之和，长端收益率相对更高，倒挂的收益率往往意味着较低预期未来短期收益率，表明市场对未来经济不乐观，美联储降息也是收益率进一步走低的原因。其他国家收益率也明显走低，3月4日，以10年期国债收益率来衡量，日本降至-0.136%，德国降至-0.64%，英国降至0.46%。与此同时，伦敦现货黄金价格升至1641美元/盎司，显示了避险情绪的升温。但在央行降息带动下，市场风险溢价有所降低，美国高收益企业债利差由5.06%降至4.84%，VIX指数由40.11降至31.99。降息当天美股大跌，3月4日，美股也开始恢复上涨。从经济基本面数据来看，中国2月PMI大幅下降，特别是非制造业（服务业与建筑业）PMI降至29.6，为历史上首次跌破50临界值，显示了在区域防控政策下，疫情对非制造业的冲击相对更加明显。美国PMI有所回落，但降幅有限，中国和海外疫情严重时期的相对错位是重要原因，当前在我国疫情开始逐步好转之际，海外疫情正逐步升温，是当前多个央行采取降息的重要原因。美国数据来看，2月美国制造业PMI为50.1，相对前值下降0.8个百分点，非制造业PMI为57.3，相对前值上升1.8个百分点，但Makit服务业PMI明显回落至49.4，相对前值下降4个百分点。

全球央行宽松下，我国央行降息空间进一步打开，且我国金融资产吸引力上升。首先，我国央行降息空间进一步打开。从主要央行来看，当前美国政策利率为1.0-1.25%，日本央行为-0.1%，欧央行为-0.5%，相比较而言，我国1年期MLF利率为3.15%，货币政策明显更具有空间。且随着全球央行一致转向宽松，汇率贬值压力对中国货币政策影响削弱，我国降息的空间也明显打开。其次，中国金融资产吸引力上升。一方面，中国的疫情已经基本得到控制，对宏观经济的冲击也在逐渐削弱；另一方面，中国的政策空间相对更大，A股和国债的估值优势也进一步加强。第三，中美经贸摩擦短期进一步升温的可能性下降。在

全球经济均受到疫情冲击的背景下，中美货币政策趋同，稳定经济增长和资本市场是一致共识，短期经贸摩擦升温的概率明显下降。中国央行的货币政策也将保持宽松，降成本和定向宽信用是货币政策操作的重心。降成本压力下，人民银行将继续下调逆回购和 MLF 利率，预计后续还将有降准操作。

对于资产配置的意义：疫情对资本市场的负面影响将逐渐弱化。不论是 2 月初中国的资本市场，还是此前的海外资本市场，都对疫情进行了较高度度的定价。但随着疫情局势逐渐得到控制，资本市场受到疫情的影响将逐渐淡化。第一，**债券收益率进一步下行空间有限。**市场对欧美日货币宽松的定价较高，市场对美联储 2020 年降息三次、75 基点的定价在 80% 以上，同时对欧央行在近期降息 10bp 的预期也相对较高。因此，我们认为，市场对货币宽松的定价已经较为充分。同时，通胀预期、风险偏好进一步下行的概率也不高。整体来看，长端利率进一步下行空间有限。**第二，工业品价格有望企稳回升。**随着疫情影响逐渐得到控制，以及复工进度的加快、政府为对冲疫情带来的经济下行而加大基建投资力度，原油、铜等国际定价的大宗商品和黑色系等国内定价的大宗商品的需求预期有望企稳回升，从而带动价格上行。**第三，黄金价格在年内高位震荡概率较高。**本次黄金的避险功能有所削弱，部分原因可能在于通缩预期的上升。从全年的角度来看，疫情的不确定性仍对金价产生支撑，但美国实际利率下行对金价的支撑可能逐渐削弱，金价在 1600 美元/盎司震荡的概率较高。

图表 1：2000 年以来美国、欧元区、日本政策利率的对比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 美联储：紧急降息 50bp，联邦基金利率目标区间为 1.00-1.25%

3月3日，美联储紧急降息 50bp，当前联邦基金利率目标区间为 1.00-1.25%。

美联储主席鲍威尔表示，疫情的爆发扰乱了许多国家的经济，对经济影响仍然不确定；美联储认为经济前景面临风险，因此选择采取行动。美联储将做好该做的事情以保持经济强劲，将适当使用工具和行动以支撑经济；美将继续关注病毒的扩散并相应地调整政策；财政当局可能提供支持；我们认为一次降息不足以解决供应链问题；目前还没有考虑其他措施；降息可以避免金融环境收紧。芝加哥联储主席埃文斯表示，预计疫情拖累 GDP 增速零点几个百分点；除非疫情持续时间较预期长，预计经济将回升；不认为疫情对企业和消费者信心造成长期影响；此次降息是谨慎的决定。

克利夫兰联储主席梅斯特表示，美国旅游人数下降和社交聚会减少，对美国产生了实质性影响；新冠肺炎疫情过去后，预计利率将会上升；将尽一切努力提振市场信心。

2. 欧央行：部分委员表示随时准备调整所有政策工具

欧洲央行副行长金多斯表示，对新冠肺炎疫情作出反应的问题并不在于欧央行是否有足够的空间，最重要的是，欧央行需要做出正确的选择。重要的是，欧洲央行不要在短期内做出过度反应；在经过 2018 年的持续减速后，欧元区的经济增长前景显示出企稳的迹象；欧央行管委会随时准备调整所有可用的工具，以确保通胀目标的实现。

欧洲央行管委维勒鲁瓦表示，欧央行在面对新冠肺炎疫情时是谨慎的；呼吁保持冷静，央行采取任何行动都必须是适度的。

3. 日本央行：黑田东彦表示将通过适当操作维持金融市场稳定

日本央行行长黑田东彦表示，疫情对日本经济的影响取决于限制其蔓延的时间，不过现在已经导致了商店零售的大幅下滑；如果疫情持续，日本的生产将会受到影响；将密切监视未来的发展，并将努力通过适当的市场操作和资产购买来提供充足的流动性并确保金融市场的稳定。

4. 其他央行：马来西亚、澳大利亚、中国香港、加拿大央行降息

3月3日，马来西亚央行降息 25bp 至 2.50%；中国香港降息 50bp 至 1.50%；澳大利亚央行降息 25bp 至 0.50%。

3月4日，加拿大央行降息 50bp 至 1.25%。

三、文献推荐

1. 美联储“充裕准备金”框架实施货币政策

Jane Ihrig, Zeynep Senyuz, Gretchen C. Weinbach

(来源: FED, 地址:

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020022pap.pdf>)

我们描述了美联储在充足准备金制度下实施货币政策的方法。我们使用程式化模型来解释美联储考虑的因素,以及当准备金充裕时用于确保利率控制的工具。然后,我们仔细研究美联储在后危机时期在该制度下的运作经验,包括提升利率与降低利率的操作。展望未来,我们着重强调一些与保持储备水平相关的影响因素,使其与货币政策的有效实施相一致,并在最后总结充裕准备金制度的益处。考虑到政策环境的最新发展,与此主题相关的许多资源可能已经过时,本文旨在加强对美联储关于货币政策实施的行动和沟通的讨论和理解,

2. 通货紧缩对消费者数字化访问服务的影响越来越大

David M. Byrne, Carol A. Corrado

(来源: FED, 地址:

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020021pap.pdf>)

消费者数字访问服务(互联网,移动电话,有线电视和流媒体)在2018年占美国家庭消费的2%以上。我们使用直接量(数据传输,通话时间和编程时间)来确定这些服务的价格。从1988年到2018年,相关价格指数每年下降12%,而官方价格则小幅上涨。通过我们的数字服务指数,我们估计自2008年以来,个人消费总支出(PCE)价格的增长速度比官方指数低了近1/2个百分点。重要的是,随着时间的推移,替代价格与官方PCE价格通胀之间的价差已显著增加。

3. 充裕准备金下的货币政策

Gara Afonso, Kyungmin Kim, Antoine Martin, Ed Nosal, Simon Potter, Sam Schulhofer-Wohl

(来源: FED, 地址:

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2020020pap.pdf>)

货币政策的实施方法在不断变化。储备供应的水平(稀缺,充足或介于两者之间)对实施制度的效率和效力有一定影响。2019年9月的货币市场事件凸显出我们需要一个分析框架来更好地理解制度。我们使用简约框架并结合自2007至2009年金融危机以来美国的经验,讨论并选择与实施制度相关的主要问题。我们发现,储备供应的最佳水平可能介于稀缺储备和丰富储备之间,从而突出了实施所谓的“充裕”储备所带来的好处。美联储在2019年10月宣布将维持高于9月初的储备供应水平,这与我们框架的意见相一致。

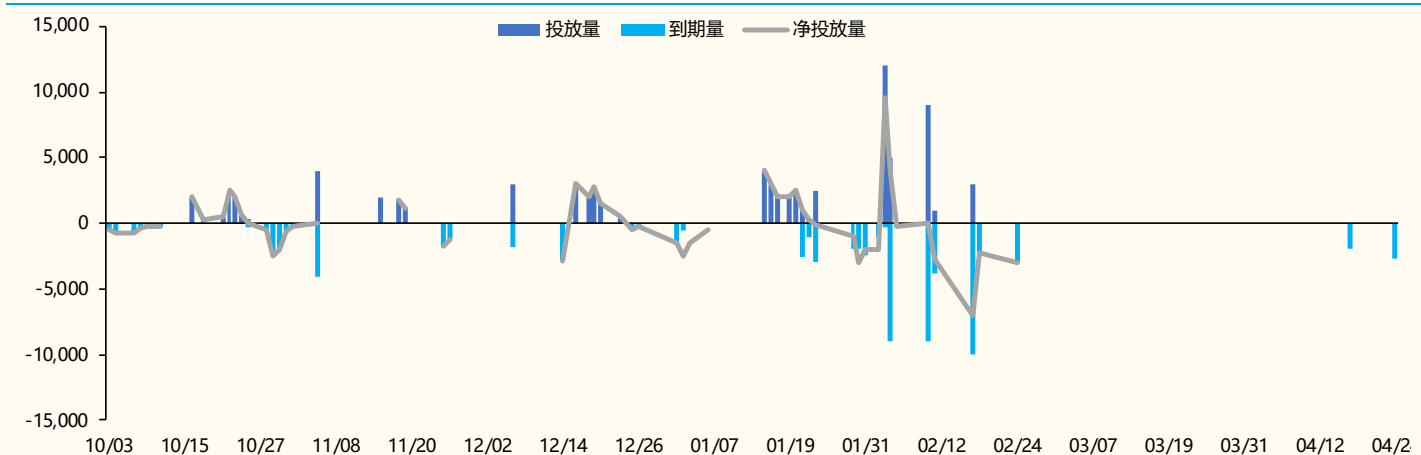
图表 2：2019 年 4 月以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家/地区	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	20-01	20-02	20-03	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率					-0.25	-0.25	-0.25					-0.50	1.00-1.25
	欧元区:存款便利利率						-0.10							-0.50
	巴西:隔夜利率					-0.50	-0.50	-0.50		-0.50		-0.25		4.25
	泰国:隔夜利率					-0.25			-0.25			-0.25		1.00
	中国香港:贴现窗利率					-0.25	-0.25	-0.25					-0.50	1.50
	土耳其:一周回购利率				-4.25		-3.25	-2.50		-2.00	-0.75	-0.50		10.75
	韩国:基准利率				-0.25			-0.25						1.25
	马来西亚:隔夜利率		-0.25								-0.25		-0.25	2.50
	菲律宾:隔夜借款利率		-0.25			-0.25	-0.25					-0.25		3.75
	印尼:基准利率				-0.25	-0.25	-0.25	-0.25				-0.25		4.75
	印度:基准回购利率	-0.25		-0.25		-0.35		-0.25						5.15
	南非:再回购利率				-0.25							-0.25		6.25
	俄罗斯:关键利率			-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		-0.25		-0.25		6.00
	澳大利亚:隔夜利率			-0.25	-0.25			-0.25					-0.25	0.50
	新西兰:基准利率		-0.25			-0.50								1.00
	冰岛:基准利率		-0.50	-0.25		-0.25		-0.25	-0.25			-0.25		2.75
	乌克兰:贴现利率	-0.50			-0.50		-0.50	-1.00		-2.00				13.50
	智利:隔夜利率			-0.50			-0.50	-0.25						1.75
	墨西哥:基准利率					-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.25		7.00
	埃及:贴现利率					-1.50	-1.00		-1.00					12.75
不变	丹麦:基准利率						-0.10							-0.75
	加拿大:隔夜目标利率												-0.50	1.25
	日本:政策目标利率													-0.10
	英国:再回购利率													0.75
	中国台湾:担保放款利率													1.75
	瑞士:3M LIBOR 利率													-0.75
	保加利亚:基本利率													0.01
	匈牙利:基准利率													0.90
加息	波兰:28 日再回购利率													1.50
	以色列:基准利率													0.25
	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25							1.50
	瑞典:再回购利率													-0.25
	捷克:2 周再回购利率		+0.25									+0.25		2.25

来源：Wind，国金证券研究所整理

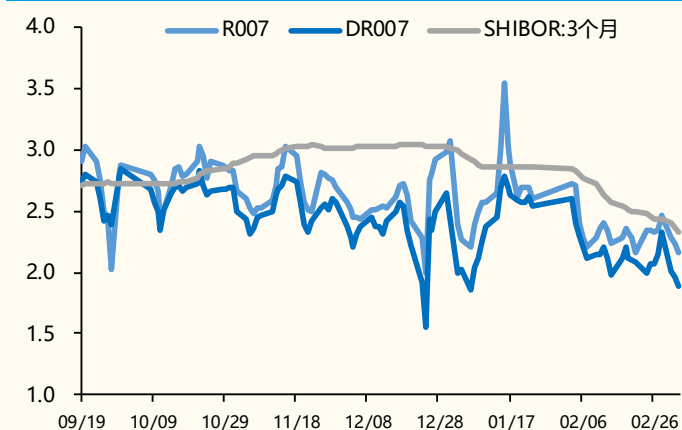
¹ 截至 2020 年 3 月 5 日

图表3：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



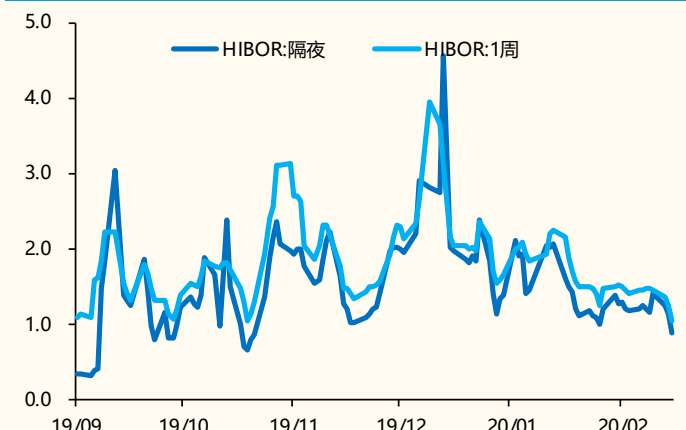
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：国内货币市场利率总体回落（%）



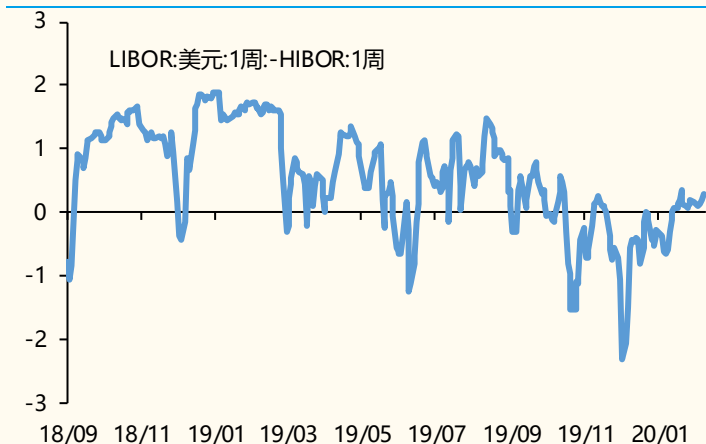
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：香港货币市场利率有所回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：Libor-Hibor 利差有所回升（%）



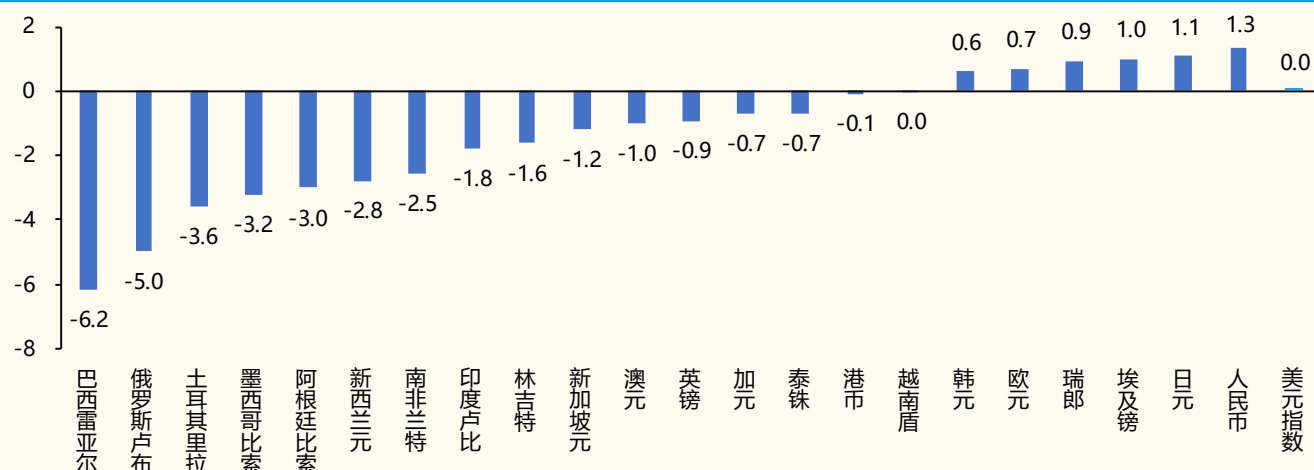
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：CME 数据显示的美联储利率概率（2020.3.5）

FOMC 会议时间	联邦基金利率（当前为 100-125bp）				
	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125
2020/3/18					100.0%
2020/4/29			0.0%	68.6%	31.4%
2020/6/10	0.0%	0.0%	28.4%	53.2%	18.4%
2020/7/29	0.0%	6.0%	33.6%	45.9%	14.5%
2020/9/16	0.8%	9.8%	35.3%	41.5%	12.5%
2020/11/5	0.9%	10.1%	35.4%	41.1%	12.4%
2020/12/16	1.7%	12.3%	35.9%	38.8%	11.3%

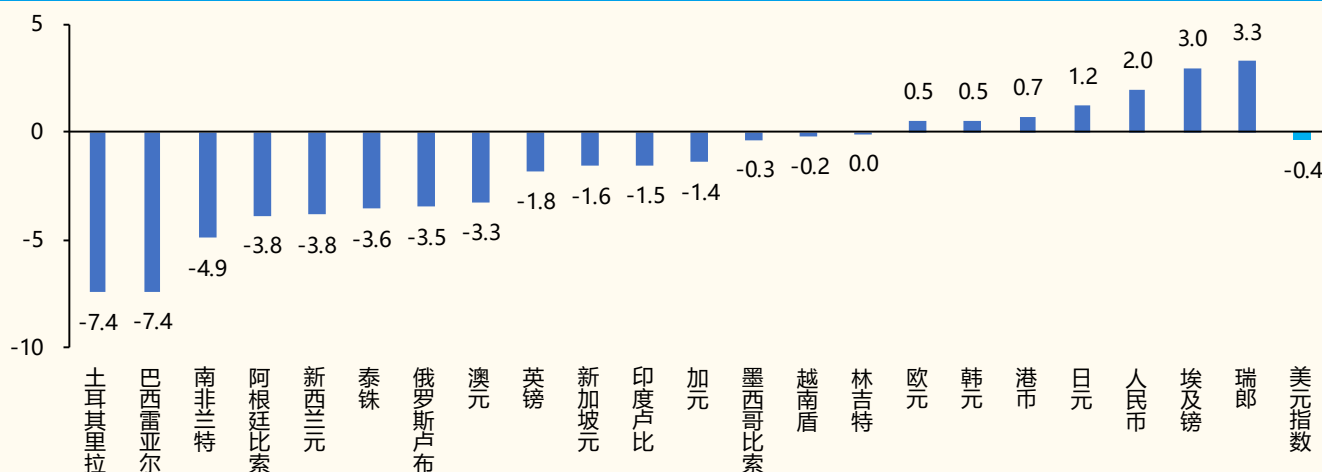
来源：CME，国金证券研究所

图表 8：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



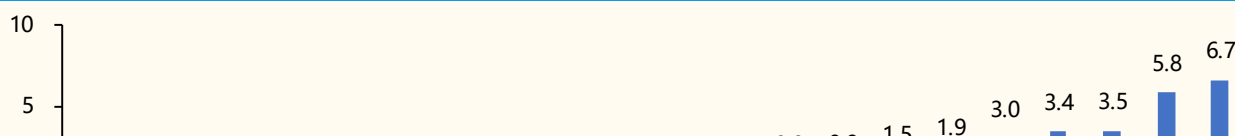
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



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_6757

