

我国央行的类“QE”实践

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

相关报告

- 1 宏观专题 20220116: 缩债还有缩表，美债由谁来买？
- 2 宏观专题 20220125: 地方经济工作焦点何在？
- 3 宏观专题 20220207: 应该担心人民币汇率贬值么？
- 4 宏观专题 20220213: 美国劳动参与率能恢复到什么程度？
- 5 宏观专题 20220220: 战火之下，大类资产有何表现？
- 6 宏观专题 20220301: “两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻
- 7 宏观专题 20220305: 5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点
- 8 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件？
- 9 宏观专题 20220315: 持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望
- 10 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么？
- 11 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行？
- 12 宏观专题 20220419: 食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一
- 13 宏观专题 20220502: 关于缩表，需要担心什么？

投资要点

- **宏观交流与思考：我国央行的类“QE”实践**
- **QE 的两大特征：利率政策受限，宽松扩量稳价。**去年下半年以来，美联储货币政策收紧的预期就引发不少经济体开始预防性加息，不过，东亚经济体多数并未跟随美联储提前或者同步紧缩，而与此同时，一场类“QE”实践在我国悄然展开。QE 政策由日本率先付诸实施，往往会伴随着两大特征：一是传统利率政策受到约束；二是货币宽松“扩量稳价”。
- **贷款利率历史新低，下限约束的确存在。**我国货币政策也正符合特征。一方面，政策利率水平虽然远高于零，但我国和发达经济体发展阶段不同，并不能以零利率作为政策指引，而我国贷款利率多数指标已达历史低点。在全球加息潮开启的背景下，利率面临着下限约束。
- **扩量稳价意图已显，特别国债或有安排。**当前货币政策已经显现出“扩量稳价”的宽松意图。由于利率下限约束的存在，货币宽松着力于打通融资需求堵点，特别强调信贷规模的增长，专项再贷款成为主要手段之一。在信贷增长之外，政府融资也可能有所加码。考虑到今年3月以来国内疫情态势有所恶化，加之特别国债有接近1万亿美元的到期量，很可能会安排其续发或适度新增。“稳价”的同时信贷与政府融资双双“扩量”，和海外实施的QE有着异曲同工之妙。
- **“购买”贷款而非债券，利率上行保持警惕。**但我国和海外QE并不完全等同。除去宽松规模和程度之外，我国央行事实上“购买”的是贷款而非像海外央行QE采用的购进债券（多数是国债）的形式。这意味着，我国的类“QE”实践旨在压低企业融资成本进而增加贷款需求，并没有压低债券收益率的效果。恰恰相反，央行着力于“扩量”的宽松举措在某种程度上存在着削弱商业银行对于国债需求的风险，需要保持对于债市收益率上行的警惕。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内疫情整体趋稳，美国疫情反弹。**截至5月5日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超4600万例和14.4万例。目前，全国疫情防控形势整体趋稳，但仍复杂严峻，存在反弹风险，需要加快局部聚集性疫情处置，及时完善防控措施，做好疫情的应对准备。最近一周，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约371万，相较前一周下降16.5%。美国新一波疫情高峰或将到来。全球新冠肺炎新增死亡病例约1.4万人，较上周大幅下降18.2%。美国新增死亡大幅上升，泰国拐点初显。韩国首次报告BA.2.12.1变异毒株病例。美国重提交通口罩禁令，全球加强疫苗接种稳步推进。新冠疫苗知识产权豁免谈判取得新进展。
- **海外：美联储加息50bp，美国就业继续向好。**美联储公布5月利率决议，将基准利率上调50个基点，并于6月开始实施缩表。美联储主席鲍威尔表示，75个基点的加息并不值得考虑。但美联储巴尔金和布拉德则表示，一次性加息75个基点也应纳入考虑。日本坚持超宽松货币政策。欧洲央

行执委施纳贝尔和霍尔茨曼预计，欧洲央行将在夏季或秋季加息。本周，英国、印度、巴西等多国央行迎来加息。对俄新制裁或将到来。美国就业继续向好。美国失业率较上月持平，劳动力市场偏紧。运输仓储新增就业大幅上升。非农时薪同比、环比略微回落。非农数据或支持美联储进一步收紧。美国制造业 PMI 指数续创新低。

- **物价：猪肉价格上涨，国际油价回升。**本周农业部农产品批发价格指数环比下行。本周猪肉价格延续上涨。本周布伦特原油和 WTI 原油均价环比均有所回升，国内螺纹钢均价上行。
- **流动性：资金利率分化，美元指数上行。**本周短端资金利率分化，DR001 周度均值环比上行 13.4bp，DR007 周度均值环比下行 1.6bp；3 个月 Shibor 利率和 3 个月存单发行利率周度均值下行。票据利率上行，国股银票 1 个月、6 个月和 1 年转贴现利率周度均值回升。本周央行公开市场共进行了 300 亿元逆回购操作，央行公开市场累计有 600 亿元逆回购到期；下周央行公开市场将有 200 亿元逆回购到期。本周美元指数均值上行，人民币延续贬值。
- **大类资产表现：全球股市多数下跌，国债收益率下行。**本周日经 225 上涨，全球其他市场多数下跌，其中港股跌幅较大，美股小幅下行，A 股（仅 2 个交易日）主要指数中，创业板指下跌幅度最大。本周国内股票涨幅前三的行业分别为国防军工、纺织服装和家用电器。本周 10 年期国债收益率周度均值下行 0.6bp，10 年期国开债收益率周度均值下行 0.2bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：我国央行的类“QE”实践.....	- 6 -
2. 疫情：国内疫情整体趋稳，美国疫情反弹.....	- 7 -
3. 海外：美联储加息 50bp，美国就业继续向好	- 11 -
4. 物价：猪肉价格上涨，国际油价回升	- 15 -
5. 流动性：资金利率分化，美元指数上行	- 17 -
6. 大类资产表现：全球股市多数下跌，国债收益率下行	- 19 -

图表目录

图表 1: DR007 和 7 天逆回购利率水平 (%)	- 6 -
图表 2: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 4: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 5: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 6: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 7: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 8: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 9: 各经济体加强针接种率 (%)	- 11 -
图表 10: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 12 -
图表 11: 衡量美国劳动力市场松紧度的指标	- 12 -
图表 12: 运输仓储业新增就业和平均时薪同比	- 13 -
图表 13: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 13 -
图表 14: 各行业平均时薪同比增长 (%)	- 14 -
图表 15: 市场预期美联储 6 月单次加息点数 (bp)	- 14 -
图表 16: 主要经济体制造业 PMI 指数	- 15 -
图表 17: 农产品批发价格 200 指数	- 15 -
图表 18: 食用农产品价格指数	- 15 -
图表 19: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 16 -
图表 20: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 16 -
图表 21: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 17 -
图表 22: R001 和 DR001 利率 (%)	- 17 -
图表 23: R007 和 DR007 利率 (%)	- 17 -
图表 24: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 18 -
图表 25: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 18 -
图表 26: 央行公开市场操作 (亿元)	- 18 -
图表 27: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 19 -
图表 28: 美元指数	- 19 -
图表 29: 全球主要股指表现 (%)	- 19 -
图表 30: 申万行业表现 (%)	- 20 -
图表 31: 国外主要商品期货表现 (%)	- 20 -
图表 32: 国内主要商品期货表现 (%)	- 21 -
图表 33: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 21 -

图表 34: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) - 21 -

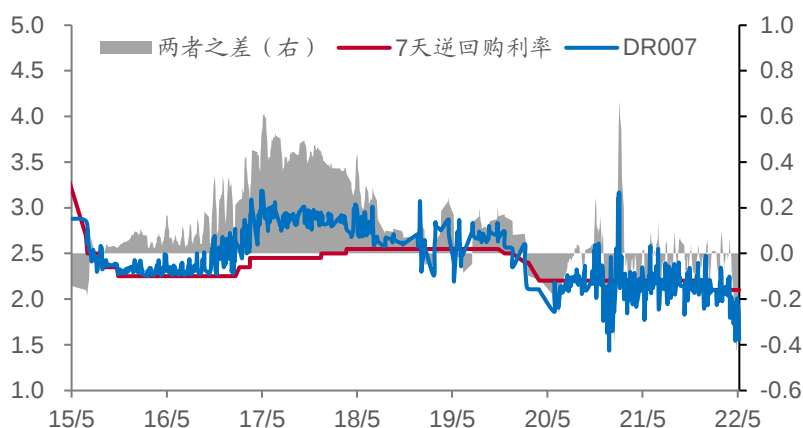
1. 宏观交流思考：我国央行的类“QE”实践

东亚多数并未收紧，类“QE”实践悄然展开。新冠疫情以来美联储轰轰烈烈的 QE（量化宽松）操作已于今年一季度结束，5 月美联储议息会议宣布 6 月开始缩表，回收其投放的过量流动性。从去年下半年以来，美联储货币政策收紧的预期就引发不少经济体开始预防性加息，带来全球新一轮加息潮。不过，我们发现，东亚经济体多数并未跟随美联储提前或者同步紧缩，如日本继续维持其宽松货币政策立场，QQE 的收益率曲线控制也依然存在，印尼、泰国、菲律宾、马来西亚和越南均保持了政策利率水平不变。与此同时，一场类“QE”实践也在我国悄然拉开帷幕。

QE 的两大特征：利率政策受限，宽松扩量稳价。 QE 政策由日本率先付诸实施，其推出的初衷即在于应对名义利率降至接近零时，由于利率水平无法继续下降，或者说“流动性陷阱”的存在使得利率下降对于经济的提振可能也于事无补。在这样的情况下，通过非常规政策手段扩充货币供给，进而达到继续刺激经济的目的。由此可见，QE 政策往往会伴随着两大特征：一是传统利率政策受到约束；二是货币宽松“扩量稳价”。

贷款利率历史新低，下限约束的确存在。而我国货币政策可能也正面临着和“QE”环境类似的特征。一方面，政策利率水平虽然远高于零，但由于我国和发达经济体的发展阶段截然不同，并不能够以零利率作为政策实践的指引，事实上，我国贷款利率指标多数已达到或接近历史低点。比如，即便考虑到过去的贷款基准利率，1 年期 LPR 最新报价 3.7%，也是创下历史新低，对应着去年末金融机构贷款平均利率 4.76%，这是有数据统计以来的新低，今年一季度末新发企业贷款利率 4.37%，较去年四季度继续下降，同样是该数据统计新低。从 DR007 和政策利率的偏离度上来看，当前也基本接近 2015 年以来的最低水平。因此，在以美国为代表的发达经济体开启全球加息潮的背景下，利率面临着下限约束。

图表 1：DR007 和 7 天逆回购利率水平（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

扩量稳价意图已显，专项再贷款设立频频。另一方面，当前货币政策已经显现出“扩量稳价”的宽松意图。由于利率下限约束的存在，我国持续降息的空间受制，4 月史上力度最低降准后，也并未见后续降息操作，虽然这可能并不意味着降息窗口的完全关闭，但或已经步入尾声。与此同时，货币

宽松政策着力于打通融资需求堵点，特别强调信贷规模的增长，而专项再贷款成为主要手段之一，近期央行相继设立普惠养老和科技创新再贷款，新增1000亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，并且还要推出1000亿元再贷款支持物流仓储企业融资。

政府融资可能加码，特别国债或有安排。在信贷增长之外，政府融资也可能有所加码。年初财政预算报告中，安排的财政赤字率较去年有所下调，而地方政府专项债规模和去年持平。考虑到今年3月以来国内疫情态势有所恶化，冲击经济增长制约财政收入的同时，所需要的抗疫等相关支出也有被动增加，加之特别国债有接近1万亿美元的到期量，因此很可能会安排特别国债的续发或适度新增。“稳价”的同时信贷与政府融资双双“扩量”，和海外实施的QE有着异曲同工之妙。

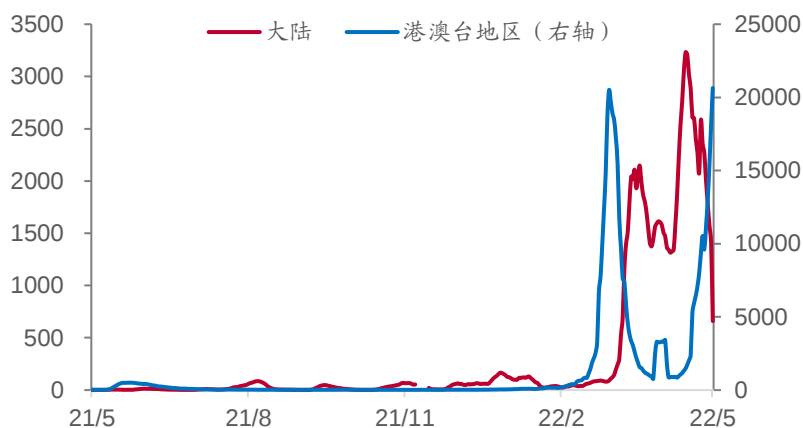
“购买”贷款而非债券，实践存在关键区别。但需要特别注意的是，我国后续货币宽松举措和QE也并不能够完全等同，因此我们把其称之为类“QE”实践。除去宽松规模和程度之外，主要区别在于我国央行事实上“购买”的是贷款而非像海外央行QE采用的购进债券（多数是国债）的形式。这意味着，我国的类“QE”实践旨在压低企业融资成本进而增加贷款需求，并没有通过压低债券特别是国债收益率，从而达到收益率曲线控制的目的。

利率上行保持警惕，减税好于支出扩张。恰恰相反的是，由于我国商业银行作为国债的主要购买者之一，央行着力于“扩量”的宽松举措在某种程度上存在着削弱商业银行对于国债需求的风险，这和海外QE政策实施后的结果全然不同，需要保持对于债市收益率上行的警惕。此外，考虑到我国财政支出乘数明显低于发达经济体，政府融资加码所筹集来的资金，用于减税降费或将比单扩大支出对于经济的提振效果更为显著。

2. 疫情：国内疫情整体趋稳，美国疫情反弹

国内疫情整体趋稳。截至5月5日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超4600例和14.4万例。除我国港澳台地区外，现存114个中高风险地区。5月6日，在国务院联防联控机制新闻发布会上，国家卫生健康委新闻发言人、宣传司副司长米锋介绍，目前，全球疫情仍处于高位，病毒还在不断变异。5月以来，**全国疫情防控形势整体趋稳，但仍复杂严峻，存在反弹风险**，需要加快局部聚集性疫情处置，及时完善防控措施，做好疫情的应对准备。上海市疫情近期每日新增感染者数持续下降，疫情防控形势持续趋稳，吉林省疫情仍处于扫尾阶段，隔离点和封控区以外的风险已经基本控制。北京市疫情通过区域核酸检测和密接排查管控，扩散风险已有所降低。辽宁、浙江、河南等地近期新发感染来源不明的疫情，存在隐匿传播风险，溯源调查和管控防范难度增大。

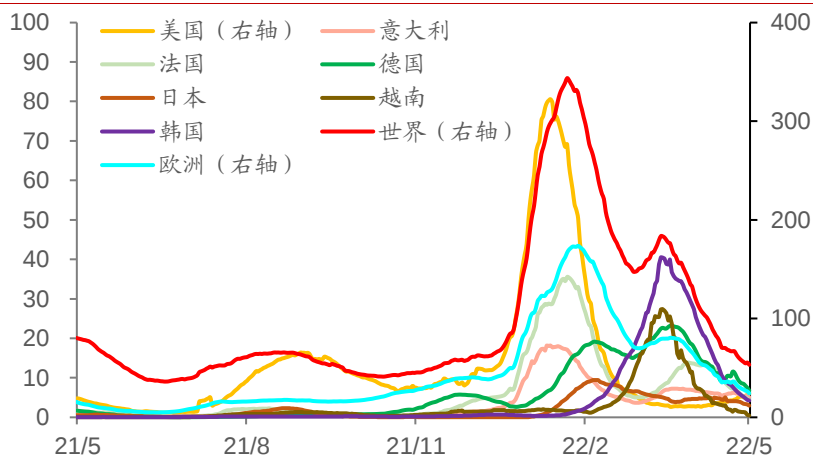
图表 2：中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

美国新一波疫情高峰恐将到来。截至 5 月 5 日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 371 万，相较前一周下降 16.5%。欧洲本周新增 169 万，较上周下降 26.9%。美国本周新增约 42 万，较上周大幅上行 30.8%，美国疾病控制与预防中心对此表示担忧，并称美国目前很可能正处于新一波新冠疫情之中。亚洲方面，日本本周新增 21 万，较上周下降 27%，疫情状况持续好转。韩国本周新增 29.4 万，较上周大幅下降 37.4%。

图表 3：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



来源：CEIC，中泰证券研究所

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_41328

