



# 管涛：央行为何“爽约” 三月份降息



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

近期国常会和金融委会议对货币政策的要求都是，新增贷款要保持适度增长，而没有直接提降准降息。况且，疫情持续发展演变对各行各业、各地区各部门造成的冲击是非对称的，有时候结构性工具比总量工具更能够精准滴灌，起到少花钱多办事的效果。



2 月份货币信贷和社融数据疲软，3 月份国内资本市场震荡加剧，引发了市场对于央行降息的憧憬。然而，3 月 15 日，MLF 和 7 天逆回购利率未做调整；3 月 21 日，LPR 利率也未下调。市场的降息预期落空。以下，本文拟对央行 3 月份利率按兵不动的原因加以分析。

人民币汇率并非央行降息的掣肘

2月24日俄乌冲突全面爆发后，全球避险情绪上升，国际资本纷纷逃向美元、美债和黄金等安全资产。这一黑天鹅事件发生后，中国也遭遇了境外减持人民币债券和股票，但人民币汇率依然保持坚挺。

2月份，日均10年期中美国债收益率差为84BP，环比回落15BP，接近80~100BP所谓舒适区的下限。同期，境外净减持境内人民币债券803亿元，其中净减持人民币国债354亿元，二者均为史上单月净减持最多。中外利差收敛仅能部分解释境外减持人民币债券的行为。如1月份日均10年期中美国债收益率差收窄38BP，境外仍净增持人民币债券662亿元，尽管其环比和同比分别减少5%和70%。市场对于俄乌冲突引发的地缘政治风险外溢，应是主要诱因。

2月份，陆股通项下，外资累计净买入40亿元，其中2月24~28日累计净买入51亿元。进入3月份以后，随着俄乌冲突引发的地缘政治风险进一步外溢，加之中概股被进一步针对，中概股、港股大幅下挫，引发外资加快抛售A股。到3月15日，3月份陆股通项下累计净卖出645亿元，其中11~15日累计净卖出355亿元。

在美联储紧缩、俄乌冲突的背景下，人民币汇率走势坚挺。到3月10日，洲际交易所（ICE）美元指数较2月23日上涨2.4%，境内人民币汇率中间价和下午四点半收盘价分别上涨0.3%和下跌0.1%，万得人民币汇率预估指数上涨3.2%。其间，人民币汇率还刷新了2018年4月底以来的新高。人民币一度被称为“避险货币”。



只是当地时间 3 月 10 日美方宣布将 5 家中概股公司纳入“预退市名单”以后，因为境外大幅减持人民币股票后在离岸市场购汇，推动 CNH 相对 CNY 持续偏弱。3 月 11~15 日，日均境内外汇差扩大至约两分钱。这带动 CNY 走低，到 3 月 15 日，人民币汇率中间价和收盘价均抹去今年以来的所有涨幅。即便如此，人民币对美元双边汇率较去年下半年以来的全面降准降息前夕总体保持了基本稳定，人民币多边汇率走势则依然偏强。

2 月份，银行即远期（含期权）结售汇逆差 65 亿美元，为去年 8 月份以来再度逆差，但不改境内外汇供求基本平衡、外汇市场平稳运行的总态势。甚至可以说，人民币汇率的双向波动正是各方所乐见的，有助于避免汇率超调、吸收内外部冲击。这也是利率政策负责对内平衡、汇率政策负责对外平衡，货币政策坚持“以我为主”的底气所在。

### 降息恐非提振资本市场的良药

近期，国内资本市场遭遇了外资减持，股指下跌较多，市场信心受挫（见表 1）。然而，笔者以为，当下用降息救市的效果存疑。

2015 年 6 月底，当 2014 年下半年起一路高歌猛进的 A 股刚开始调整，就出台了下调存贷款基准利率的大招，却未能阻止之后股市异动。因为当时的主要矛盾是，场外配资加杠杆滋生了估值泡沫，降息难以阻止丰厚的获利盘逢高离场。这导致多头踩踏、多股跌停，酿成了预期自我强化、自我实现的股市“流动性螺旋”。

此轮 A 股调整并非市场流动性不足,而是包括但不限于以下原因所致:一是美联储紧缩叠加俄乌冲突升级,导致市场风险偏好下降,外围市场巨震引发传染效应;二是俄乌冲突爆发后,美国联合西方抹黑中国,威胁对中国进行制裁,并进一步收紧中概股监管政策,刺激外资减持人民币资产;三是节后内地疫情多点散发,防疫政策收紧,引发市场对于稳增长的担忧,而忽视了头两个月经济数据回暖的超预期表现。

前述问题都不是靠央行降息可以有针对性地加以解决的,恰恰是 3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议,及时回应了宏观经济稳增长、房地产企业调控、平台经济治理、中概股跨境审计、香港金融市场稳定等市场关切的热点问题。会议还特别强调,积极出台对市场有利的政策,慎重出台收缩性政策,对市场关注的热点问题要及时回应,凡是对资本市场产生重大影响的政策,应事先与金融管理部门协调,保持政策预期的稳定和一致性。

之后,“一行两会一局”立即开会贯彻落实会议精神,推出具体工作部署。这改善了各界对资本市场前景的预期,提振了境内外投资者的信心。3 月 16~18 日,内地股市止跌回升,外资重新回流,陆股通项下累计净买入 137 亿元,且陆股通日均成交额占 A 股成交额之比,较前三个交易日均值高出 1.2 个百分点(见表 1)。同期,香港恒生指数也在 3 月 11~15 日连跌 11.8%之后,累计反弹了 16.3%。

预计,即使央行降准降息,也未必能够取得如此效果。

## 货币政策要“好钢用在刀刃上”

由于新冠疫情暴发以来,中国疫情防控基本有效,经济率先复工复产,财政货币政策均保持了克制。中国成为少数货币政策处于正常状态的主要经济体,同时保持了国内物价基本稳定。故去年下半年以来,当包括美联储在内的大多数主要央行被迫改口“通胀暂时论”,加快货币紧缩步伐之际,中国央行根据稳增长的要求,跨周期与逆周期调节有机结合,综合运用价格和数量手段、总量和结构工具,加大稳健货币政策的实施力度,保持市场流动性合理充裕,为实体经济提供更有力的支持。到今年3月底,中国央行在继续使用各种结构性货币政策工具的同时,已有两次全面降准、一次全面降息。

这些政策措施的积极效果正在逐步释放。到今年2月底,M2同比增长9.2%,较去年月平均增速高出0.5个百分点。其中,受益于存款准备金率下调,货币乘数由6.95升至7.43倍,同比增长6.8%,贡献了M2同比增速的75%;受益于央行资产负债表扩张,基础货币余额同比增长2.2%,贡献了M2同比增速的25%。

**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\\_39682](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39682)

