

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

货币政策稳健 流动性紧平衡

2020年9月10日

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

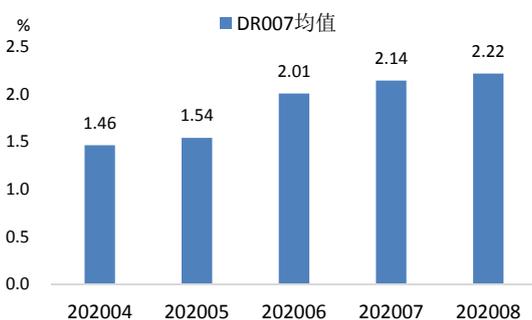
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

OMO



DR007



相关报告

- 《年内通胀下行，再通胀效应或有限》
- 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》

内容提要:

为了应对疫情对经济的不利影响，全球主要国家推出了大规模刺激计划，全球流动性较为充裕，各国经济触底反弹。但在全球疫情仍没有得到有效控制的前提下，经济回暖存在反复的可能，刺激政策立即退出的可能性较小。同时，考虑到持续宽松政策的负面影响，政策进入观察期，以避免出现后续刺激力量不足的情况。

为对冲疫情影响，国内上半年尤其是一季度货币政策宽松力度较大，在二季度经济逐步转正后，货币政策出现了边际调整，引发了市场对流动性收紧的担忧。利率上行除了受经济转好影响外，还主要受货币政策边际收缩与债券供给增加等因素影响。

目前而言，一方面，经济仍在修复的正轨上并逐步向潜在增速靠拢；另一方面，前期经济快速反弹主要靠生产，需求仍然偏弱，叠加海外疫情仍在扩散，经济复苏的基础仍不牢固。同时，虽然海外宽松政策进入观察期，但经济复苏之路仍难一帆风顺，部分国家还存有继续宽松的可能。在这样的情况下，国内货币政策不存在大幅放松可能，亦不会立即大幅收紧。货币政策整体思路从前期应急式宽松转向总体稳健与结构性宽松，稳健操作以及流动性紧平衡将贯穿下半年绝大多数时间。

风险提示: 央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

目录

一、全球货币超发推动流动性宽松	3
1、美国：大幅降息与扩表	3
2、欧洲央行：大幅扩表	3
3、日本央行：更大规模宽松	4
4、新兴市场国家：持续降息	5
5、全球流动性较为充裕	6
6、目前政策进入相对观察期	6
二、中国货币政策从应急式宽松转向总体稳健	8
1、一季度应急式宽松政策祭出，流动性十分宽裕	8
2、二季度进入观察期，流动性总体仍宽裕但边际收缩	10
3、下半年经济回升推动货币政策转向总体稳健	12
4、下半年流动性重回紧平衡	13
5、央行态度有所转变但仍未到变局之时	16
6、结构性问题尚待解决	18

图表目录

图 1: 美国 M2 同比涨幅创历史记录	3
图 2: 今年 3 月后美联储大幅扩表	3
图 3: 欧洲消费者与投资者信心指数仍在低位	4
图 4: 欧元区通胀水平羸弱	4
图 5: 日本二季度 GDP 同比下滑 9.9%	5
图 6: 日本 CPI 仍有通缩之忧	5
图 7: 今年二季度美元 LIBOR 利率与前几次 QE 阶段利率水平相似	6
图 8: TED 利差冲高回落	6
图 9: 近 6 个月美元大幅走弱	6
图 10: 全球经济触底反弹	7
图 11: 美欧制造业 PMI 连续 2 个月在 50% 之上	7
图 12: 新冠疫情仍然在海外地区蔓延	7
图 13: 部分新兴市场国家确诊人数仍然居高不下	7
图 14: 6 月末 M2 高出 2019 年末 2.4 个百分点	9
图 15: 6 月社融增速高出 2019 年末 2.1 个百分点	9
图 16: 上半年 DR007 最低值低于 2019 年末 151bp	9
图 17: 7 天 Shibor 最低值低于 2019 年末 126bp	9
图 18: 今年 6-7 月公开市场累计净回笼近 4000 亿元	11
图 19: 今年 5 月政府债券发行规模大增	11

图 20: 金融机构超储率趋于下降	11
图 21: 今年二季度末超储率是近 9 年次低水平	11
图 22: 6 月末 10 年期国债收益率较 3 月末上升 23bp	12
图 23: 年中 R007 与 DR007 之差有所扩大	12
图 24: 二季度国内经济大幅反弹	13
图 25: 宽松政策推动基建投资回升至疫情前水平	13
图 26: DR007 继 6 月大幅上行后 7-8 月小幅抬升	13
图 27: 今年 8 月 DR007 均值仍为近几年以来最低	13
图 28: 今年 5 月与 8 月政府债券净融资额大幅增加	14
图 29: 今年前 7 个月政府债券融资额大幅增长	14
图 30: 4-8 月 MLF 操作缩量 5,900 亿元	15
图 31: 4-8 月公开市场净投放 4,435 亿元	15
图 32: 2017 年后银行结构性存款规模上升较快	15
图 33: 今年 5-7 月结构性存款规模下降较快	15
图 34: 近期同业存单利率较年内低点升幅超过 110bp	16
图 35: 今年 9-10 月同业存单到期压力较往年增大	16
图 36: 中小企业贷款需求旺盛	19
图 37: 流动性分层问题仍然存在	19
图 38: 今年四季度有 1.4 万亿 MLF 到期需要适度对冲	20
图 39: 通胀向下为货币政策稳健操作提供便利	20
表 1: 结构性存款规模变化及年内压降规模 (单位: 万亿元)	16
表 2: 近 3 个月来货币政策相关表述	17

一、全球货币超发推动流动性宽松

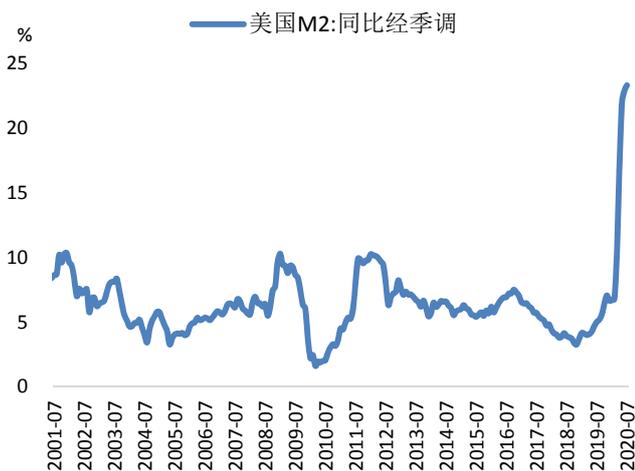
针对疫情对经济的不利影响，今年3月以来全球主要国家相继开始实施大规模的宽松政策。

1、美国：大幅降息与扩表

美国方面，3月3日与3月15日美联储接连2次降息共计150bp，最终将联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%（其中部分是为了缓解美元流动性紧张问题）。3月特朗普还签署了2.2万亿美元的《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES法案），为美国企业、个人和家庭制定了多项税收救济与税收优惠措施，其中包括扩大失业救济、向小企业提供贷款、直接向每人发放1200美元的支票等。据美国税务局的数据，在Cares法案实施纾困支票计划的前4个星期中，大约有1.3亿人收到了支票，在6月初已有逾1.6亿美国人收到了支票。为此，3-5月美联储扩表70%，6月M2同比增长22.9%并创下1960年有数据以来的历史新高。此外近期美国希望推出第二轮刺激计划，但两党对于刺激规模、资金投向等内容还有分歧，至今还在讨论之中。

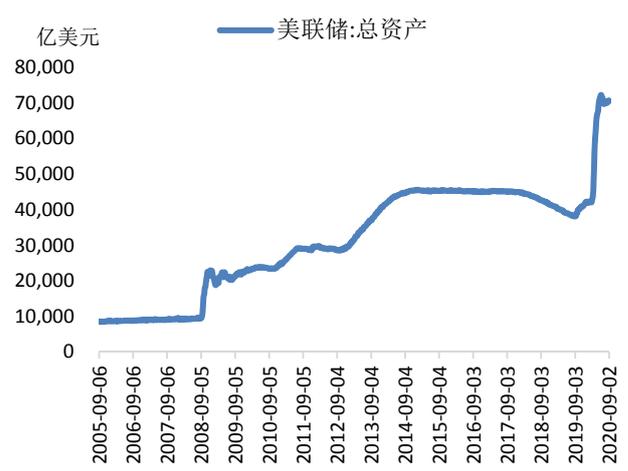
同时，美联储货币政策框架有了一定的变化，承诺未来数年维持低利率。鉴于目前美国的通胀率在1%左右，失业率还维持在较高水平，美联储可能需要比较长的时间才能达到“平均通胀”目标，即容忍甚至希望通胀高于美联储通常设定的2%。

图1：美国M2同比涨幅创历史记录



资料来源：Wind，国开证券研究部

图2：今年3月后美联储大幅扩表



资料来源：Wind，国开证券研究部

2、欧洲央行：大幅扩表

欧洲方面，3月18日欧洲央行宣布了一项新的应对疫情紧急采购计划，

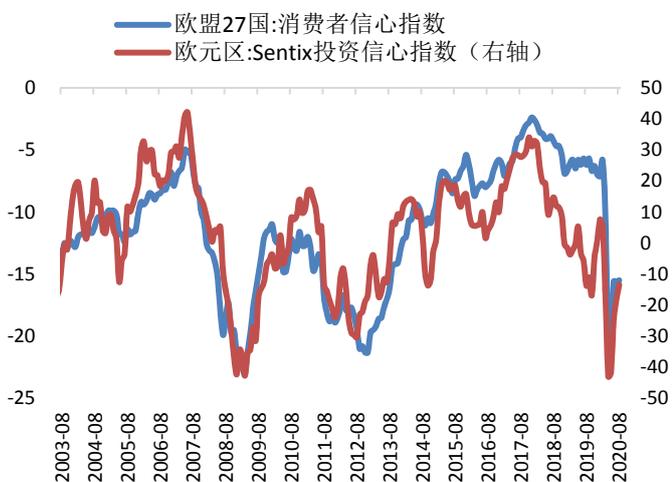
该计划将安排 7,500 亿欧元（约合 5.78 万亿元人民币）来购买私人 and 公共部门的证券，以支持欧洲经济。

6 月 4 日，欧洲央行将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模进一步扩大 6000 亿欧元，紧急抗疫购债计划至少延长至 2021 年 6 月，紧急抗疫购债计划总量已经达到 1.35 万亿欧元。

根据 7 月欧洲央行决议，其资产购买计划下的净购买额将为每月 200 亿欧元，且在年底前进行规模 1,200 亿欧元的临时购买。将紧急抗疫购债计划购维持在 1.35 万亿欧元。各项措施使得欧洲央行能够有效规避风险，实现货币政策的平稳传导。决议还称，PEPP 计划将至少运行到 2021 年 6 月底，至少在 2022 年底前再投资到期的债券。PEPP 在时间、资产类别和国家方面是灵活的。无论如何，未来对 PEPP 投资组合的调整都将设法避免采取适当的货币政策立场进行干预。

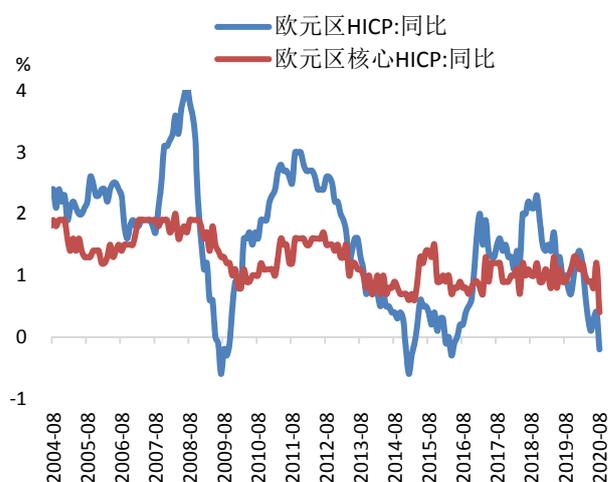
考虑到当前欧洲消费者与投资者信心指数仍在低位，通胀水平远低于 1%，叠加疫情在部分国家（西班牙与法国等）再度扩散，宽松政策一时间难以退出。

图 3: 欧洲消费者与投资者信心指数仍在低位



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 欧元区通胀水平羸弱



资料来源: Wind, 国开证券研究部

3、日本央行: 更大规模宽松

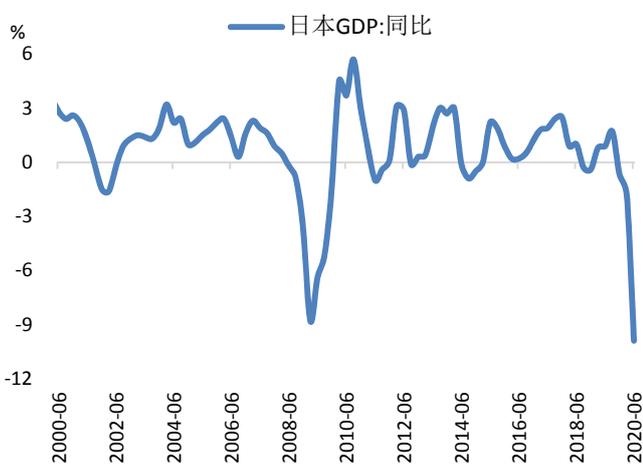
日本刺激方案规模更为庞大。日本内阁会议 4 月 7 日通过史上最大规模经济刺激计划，总额达 108 万亿日元（约合人民币 7 万亿元）。在此项经济刺激计划中，财政支出达 39.5 万亿日元。这些资金将主要用于向营业额大幅下降的中小企业提供最高 200 万日元的补贴，向收入大幅减少的个体经营者发放最高 100 万日元的补贴，对符合条件的家庭发放生活援

助补贴等。

同时，日本央行5月推出新的小企业贷款计划，新的融资措施规模约为30万亿日元，以0%的贷款利率提供最多1年的资金，加上先前的贷款计划以及公司债和商业票据的购买规模，日本央行表示疫情应对措施规模目前总计已达到75万亿日元。新的贷款计划通过商业银行和其他金融机构引导资金流入企业。该计划将向金融机构提供无息贷款，然后就贷出的资金向他们支付0.1%的利息，从而鼓励金融机构向企业放款。此外，日本央行把抗疫贷款计划的贷款期限由3个月延长至6个月，把抗疫贷款计划提供贷款的市场操作，将从6月至8月每月进行两次，调整为从9月起每月进行一次。日本央行还将其为抗击病毒影响而采取的一系列措施的最后期限延长至2021年3月，包括加速购买公司债券等。

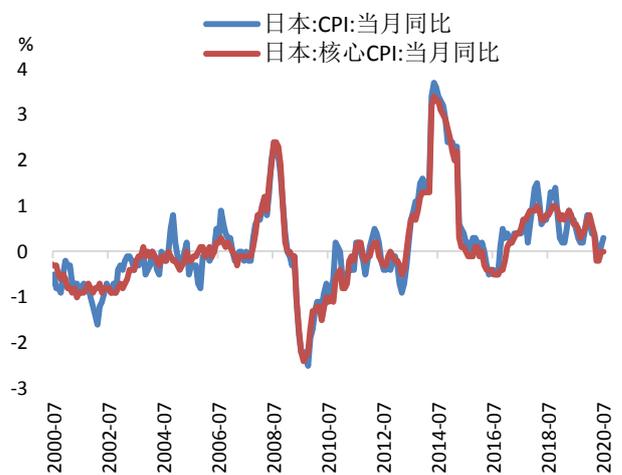
虽然宽松政策规模庞大，但日本经济并没有多大起色。2季度日本GDP同比下滑9.9%，创近60多年来最差表现。在3季度加大复工后，新冠确诊患者单日新增大幅上升，8月峰值在1600例左右，9月初仍有500例左右，加大经济复苏难度。此外，日本CPI仍然低迷，4-5月核心CPI转负，6-7月小幅反弹但仍未转正。对此，日本央行未来可能需要进一步采取行动。

图 5: 日本二季度 GDP 同比下滑 9.9%



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 日本 CPI 仍有通缩之忧



资料来源: Wind, 国开证券研究部

4、新兴市场国家：持续降息

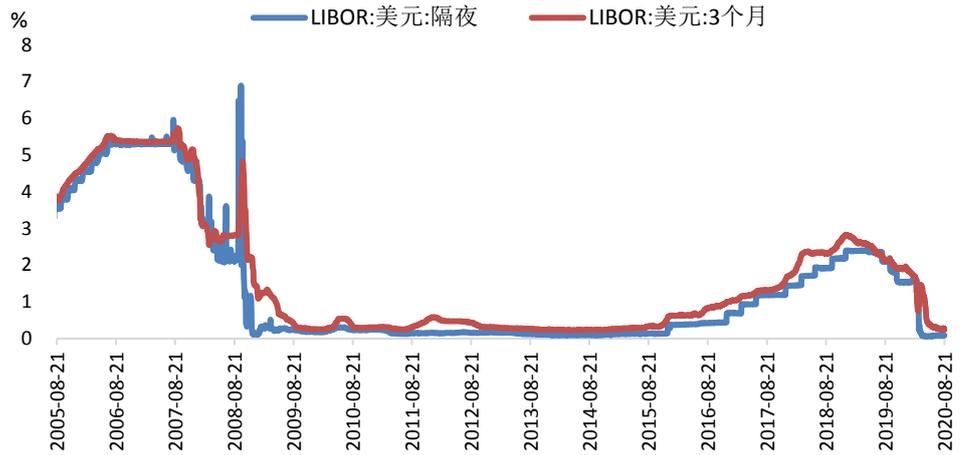
与此同时，其他国家亦纷纷采取宽松政策对冲经济下行。其中，巴西央行连续4次降息合计达到225个基点至2.25%，其自去年7月以来连续8次降息，利率水平再创1999年以来新低；印度央行连续下调基准回购

利率 115 个基点至 4%，创 2009 年以来最低；俄罗斯央行连续 2 次下降基准利率 150 个基点至 4%。

5、全球流动性较为充裕

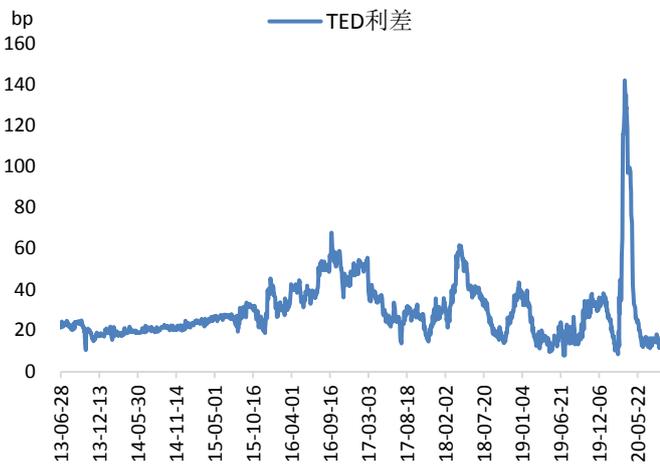
在全球大规模放水的推动下，流动性较为充裕，美元指数也因为美联储超宽松的货币政策趋于下跌。

图 7：今年二季度美元 LIBOR 利率与前几次 QE 阶段利率水平相似



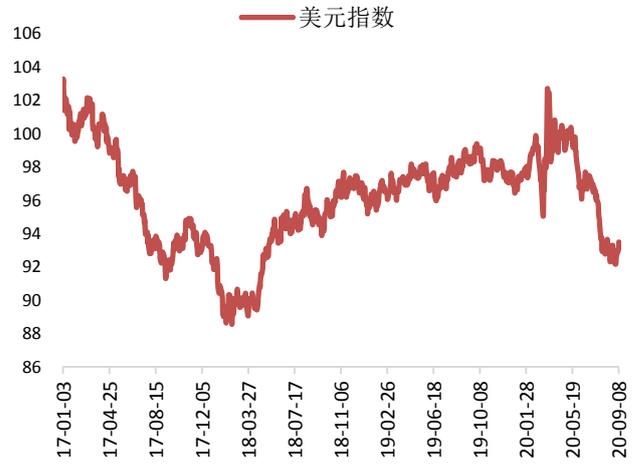
资料来源：Wind、国开证券研究部

图 8：TED 利差冲高回落



资料来源：Wind、国开证券研究部

图 9：近 6 个月美元大幅走弱



资料来源：Wind、国开证券研究部

6、目前政策进入相对观察期

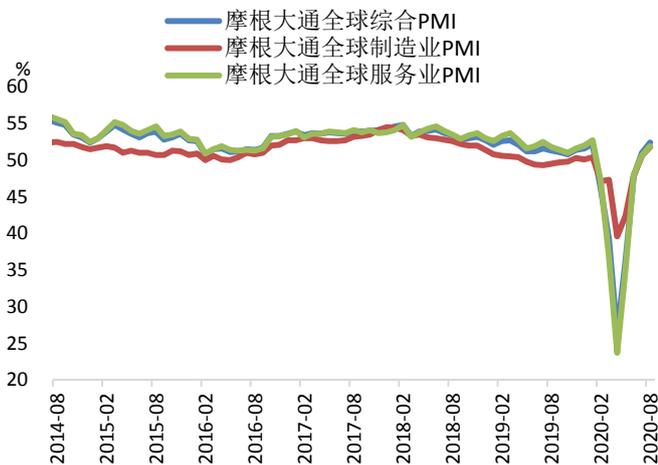
为了应对疫情对经济的不利影响，全球主要央行推出了大规模刺激计划，叠加 5 月后重启复工复产，各国经济都有了不同程度的回升。在度过最困难的阶段后，各个国家开始考虑大规模宽松的后遗症以及宽松对财政

缺口的压力问题。

美国方面，虽然第二轮刺激计划或在9月底前通过，但无论是规模还是指向范围都弱于第一轮。欧洲方面，有关欧洲复苏基金的讨论似乎也正接近达成一致，欧洲央行采取进一步刺激政策的压力有所减轻。现在其需要评估购债行动，仔细研究应对危机措施的有效性以及产生的任何不良后果，以决定未来几个月政策应该有多大程度的弹性。因此短期欧洲央行暂时不会推出进一步宽松政策，而且规避加大负利率区间的可能。

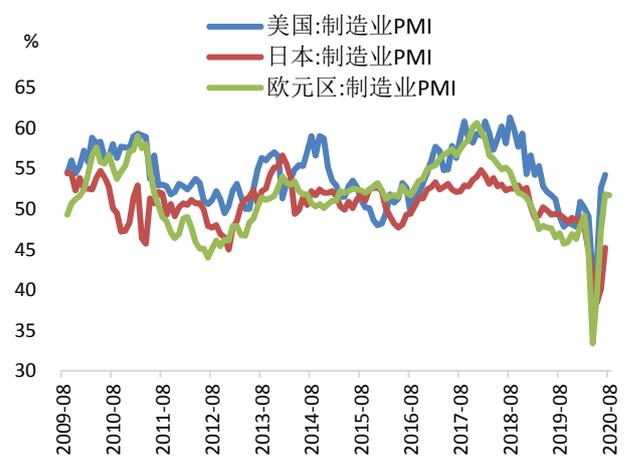
综合而言，虽然当前各国经济触底反弹，但在全球（除中国）疫情仍未得到有效控制的前提下，回升力度有限且存在反复的可能，刺激政策立即退出的可能性较小。同时，考虑到持续宽松政策的负面影响，政策进入观察期，以避免出现后续刺激力量不足的情况。

图 10: 全球经济触底反弹



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 11: 美欧制造业 PMI 连续 2 个月在 50% 之上



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 12: 新冠疫情仍然在海外地区蔓延

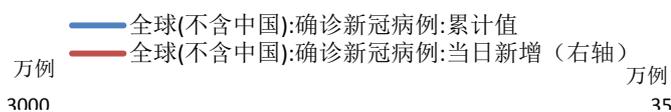


图 13: 部分新兴市场国家确诊人数仍然居高不下



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_2493

