

2020 年 5 月 19 日

中国宏观观察

中国讨论“财政赤字货币化”为时过早

- ④ 市场对于“财政赤字货币化”讨论热烈。政府在财政状况严重恶化的情况下，通过让央行永久持有政府发行的债券的方式为赤字融资被称之为“财政赤字货币化”。传统方式向市场发债需要在期限内偿还本金及支付利息，因此对赤字形成了天然的约束。然而“财政赤字货币化”突破了该种约束机制，将导致货币超发并引发通货膨胀或是资产价格泡沫；此外，政府财政支出可能会因丧失限制致其占用过量资源，对企业部门的经济活动造成影响。
- ④ 对“财政赤字货币化”持反对态度者认为该政策放弃了对政府财政行为的最后防线，将导致央行货币政策纪律收到损害。虽然疫情对经济和财政状况产生了短期的负面影响，但在目前国内疫情已经得到控制、经济持续复苏的情况下，没有必要进行可能增加长期金融风险的“财政赤字货币化”。如今两会在即，今年会议的一大关注点在于如何进一步加强宏观政策逆周期调控以实现经济稳增长目标。虽然当前“财政赤字货币化”没有必要性，但相信在疫情冲击下，财政与货币政策协调将进一步加强。
- ④ 目前银行流动性处于合理充裕水平，SHIBOR 利率低位运行。4 月以来，逆回购资金投放始终处于暂停状态。5 月 15 日，央行缩量续作 1000 亿元（人民币，下同）一年期 MLF 操作，利率与前次持平，预计 LPR 报价也将大概率持平。我们认为，央行维持利率不变的主要原因在于当前银行间流动性较为充裕，若释放过强的宽松信号，将促使金融机构提高杠杆并催生资产泡沫。此外，整体好转的经济形势使得货币政策无需保持在持续高密度的宽松状态。考虑到海外疫情的反复，保持适度的宽松及保留政策空间将能更好的应对外部风险。

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

彭非

fei.peng@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

“财政赤字货币化”引发关注

4 月 27 日，中国财政科学研究院院长刘尚希在会议上表示，“财政赤字货币化”具有合理性、可行性和有效性，从而引发了市场对于“财政赤字货币化”的热烈讨论。政府在财政状况严重恶化的情况下，不是通过向市场发债的传统方式来为赤字融资，而是通过让央行永久性地持有政府发行的债券的方式。由于通过传统方式向市场发债需要在期限内偿还本金及支付利息，因此对赤字形成了天然的约束。然而“财政赤字货币化”突破了该种约束机制，将导致货币超发并引发通货膨胀或是资产价格泡沫。此外，政府财政支出可能会丧失限制导致其占用过量资源，对企业部门的经济活动造成一定影响。历史上，“财政赤字货币化”的案例如前国民政府发行金银券，委内瑞拉石油产业崩溃后印钞等，最后都发生了恶性通胀。

对“财政赤字货币化”持反对态度者认为，该政策打破了对政府财政行为的最后防线，将导致央行货币政策纪律受损。目前国内疫情已经得到控制，企业逐步复产，经济 2 季度以来持续复苏。4 月经济数据也显示工业生产、投资、消费等较 1 季度均有明显回升。虽然疫情对经济和财政状况产生了短期的负面影响，但是当前没有必要进行可能增加长期金融风险的“财政赤字货币化”。

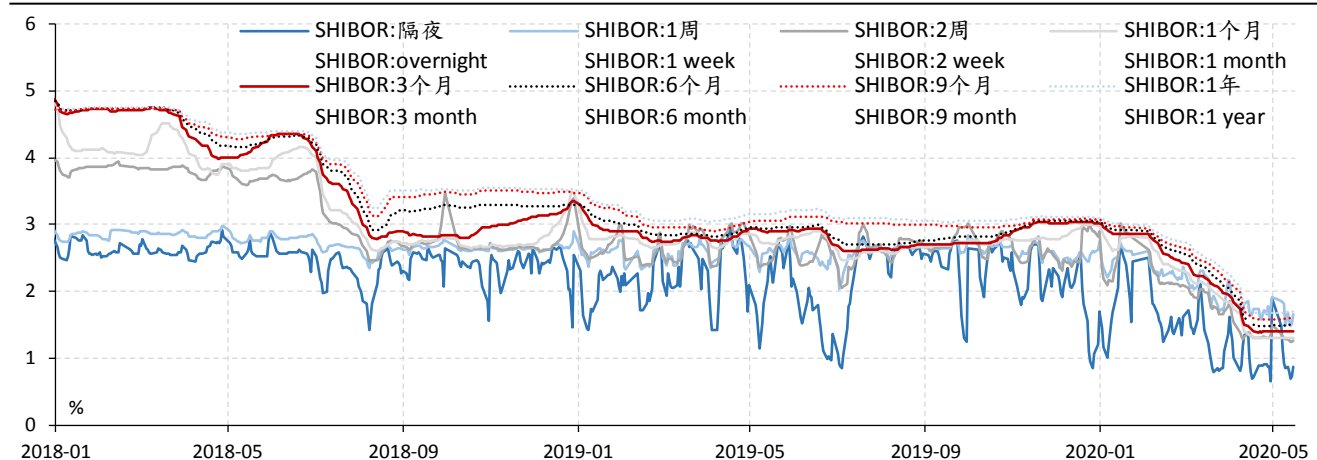
如今两会在即，今年会议的一大关注点在于如何进一步加强宏观政策逆周期调控以实现经济稳增长目标。此前包括“提升财政赤字率、新增地方政府专项债、发行特别国债”等在内的一系列财政货币政策已经得到明确。虽然当前“财政赤字货币化”还没有必要性，但相信在疫情冲击下，财政与货币政策协调将进一步加强。

流动性充裕，5 月 LPR 大概率持平

央行上周继续暂停逆回购操作，公开市场逆回购处于零投放、零回笼的状态。4 月以来，逆回购资金投放始终处于暂停状态，创下 2019 年以来最长操作空窗记录。目前银行流动性处于合理充裕水平，SHIBOR 利率低位运行。5 月 15 日，央行缩量续作 1000 亿元一年期 MLF 操作，操作利率 2.95%，与前次持平，预计 LPR 报价也将大概率持平。同时，15 日亦是央行针对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行下调存款准备金率 0.5 个百分点第二次实施的日期，释放长期资金约 2000 亿。我们认为央行新作 MLF 维持利率不变的主要原因在于当前银行间流动性较为充裕，下调 MLF 利率动力不足，若密集“降息”或释放过强的宽松信号，促使金融机构提高杠杆并催生资产泡沫。此外，随着国内疫情得到控制，整体好转的经济形势使得货币政策不再需要保持在持续高密度的宽松状态。考虑到海外疫情的反复及其复工速度的不确定性，保持适度的宽松及保留政策空间将能更好的应对外部风险。

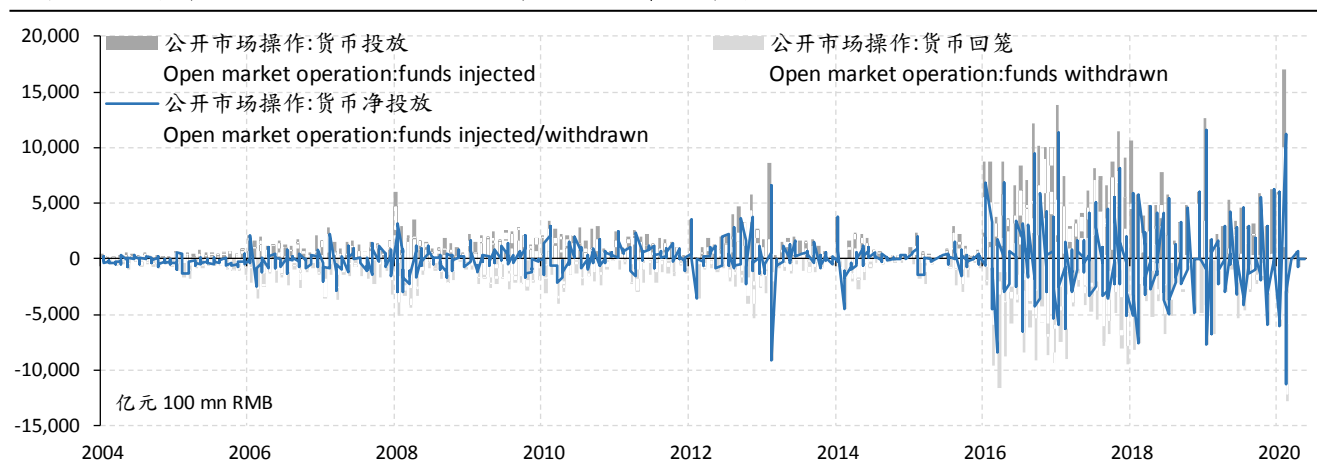
图表 1: SHIBOR 利率低位运行，短端利率略有回升，长端利率保持稳定

周度	上周	本周	增量	环比涨幅
	2020-05-09	2020-05-15		
SHIBOR 隔夜	0.850%	0.864%	0.014%	1.6%
SHIBOR 1 周	1.481%	1.657%	0.176%	11.9%
SHIBOR 2 周	1.279%	1.259%	-0.020%	-1.6%
SHIBOR 1 个月	1.300%	1.300%	0.000%	0.0%
SHIBOR 3 个月	1.399%	1.399%	0.000%	0.0%
SHIBOR 6 个月	1.493%	1.493%	0.000%	0.0%
SHIBOR 9 个月	1.592%	1.599%	0.007%	0.4%
SHIBOR 1 年	1.686%	1.700%	0.014%	0.8%



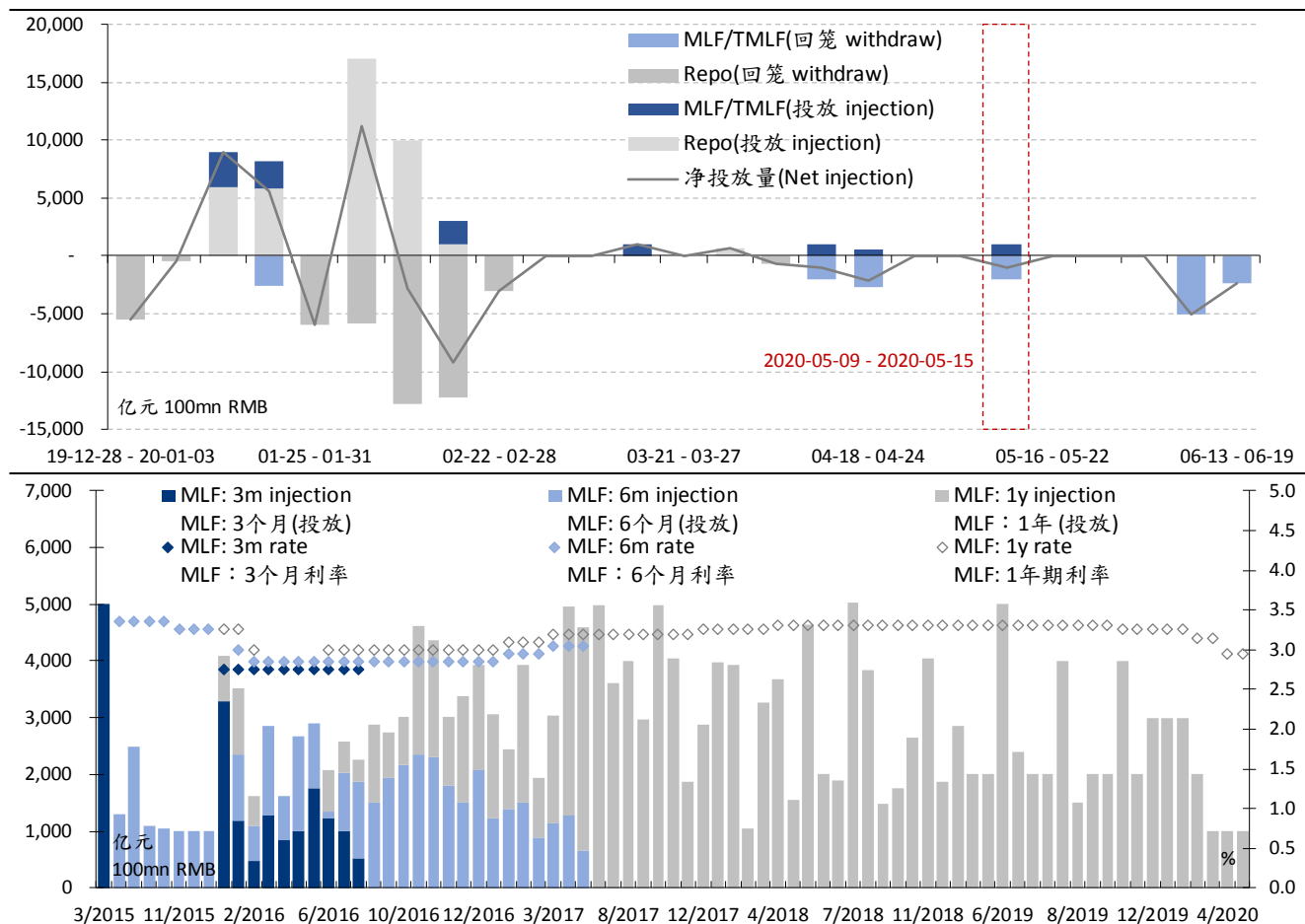
资料来源: 万得, 交银国际预测

图表 2: 当周 (2020-05-11 - 2020-05-15) 无公开市场操作



资料来源: 万得, 交银国际预测

图表 3: 5 月 15 日，央行开展 1000 亿元一年期 MLF 操作，操作利率 2.95%，与前次持平；2000 亿元 MLF 于 5 月 14 日到期，央行并未续作



资料来源: 万得, 交银国际预测

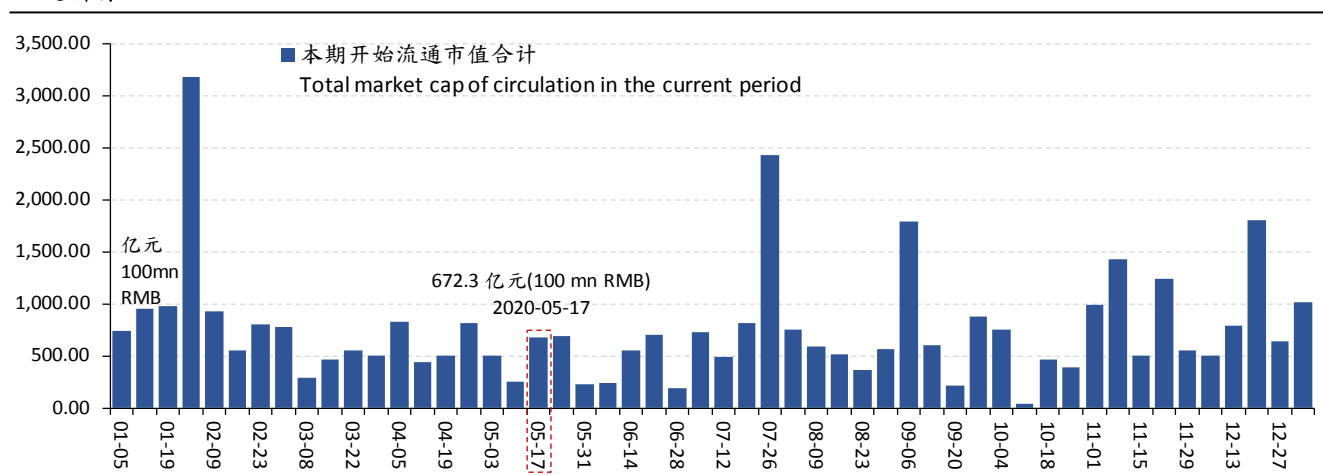
A 股流动性

股市成交量依然低迷，换手率下降。融资余额小幅回升；从两融标的股票分行业融资净买入额比例来看，食品与主要用品零售Ⅱ、汽车与汽车零部件、软件与服务等行业居前。5 月以来，北上资金维持流入趋势，本月资金累计净流入 69.19 亿元。当周沪深两市表现分化，沪股通呈净流出，而深股通资金则录得净流入 41.64 亿元。另一方面，资金南下热情升温，港股通资金加速流入。

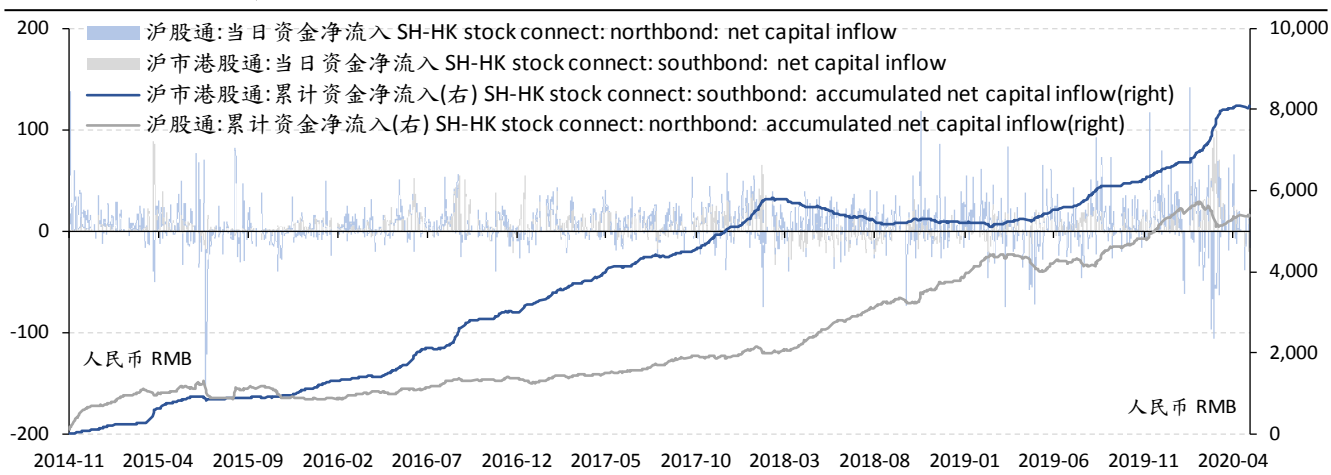
图表 4: 融资余额小幅回升：截至周五（2020-05-15），A 股融资余额为 10,543.12 亿元，较上周五（2020-05-08）增加 133.72 亿元；其中，沪市融资余额为 5550.67 亿元，较上周五（2020-05-08）增加 50.12 亿元；深市融资余额为 4992.45 亿元，较上周五（2020-05-08）增加 83.45 亿元



图表 5: A 股解禁：本周共有 672.3 亿元市值 A 股解禁；下周解禁压力持平，将有约 685.4 亿元市值的 A 股解禁

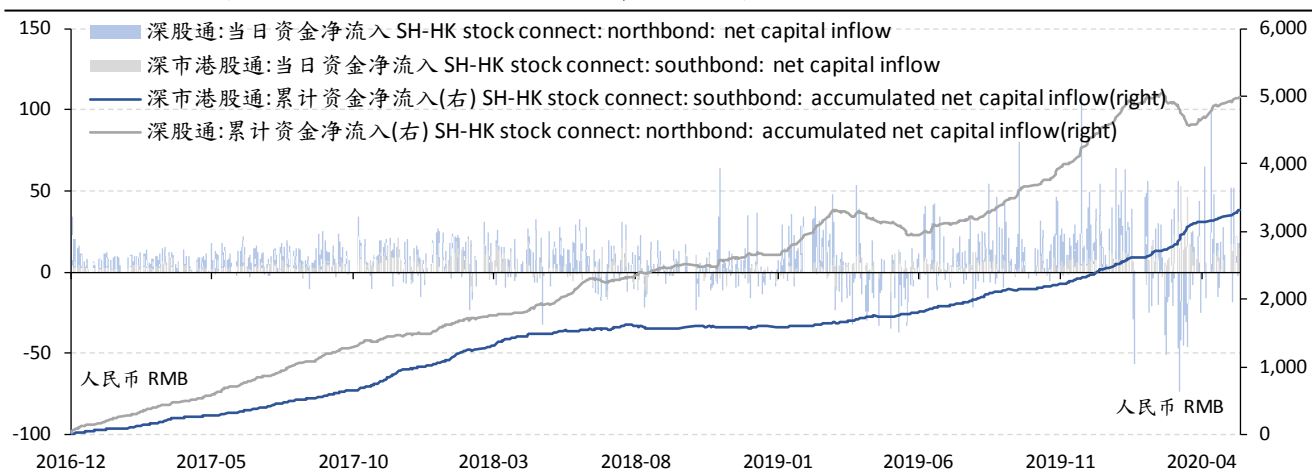


图表 6: 当周（2020-05-11 - 2020-05-15），沪股通资金累计流出 1.02 亿元，日均净流出规模缩减 7.51 亿元，沪市港股通资金转为净流入，累计流入 30.04 亿元；沪股通开通至今，沪股通累计净流入 5,369.03 亿元，沪市港股通累计净流入 8,081.95 亿元



资料来源: 万得, 交银国际预测

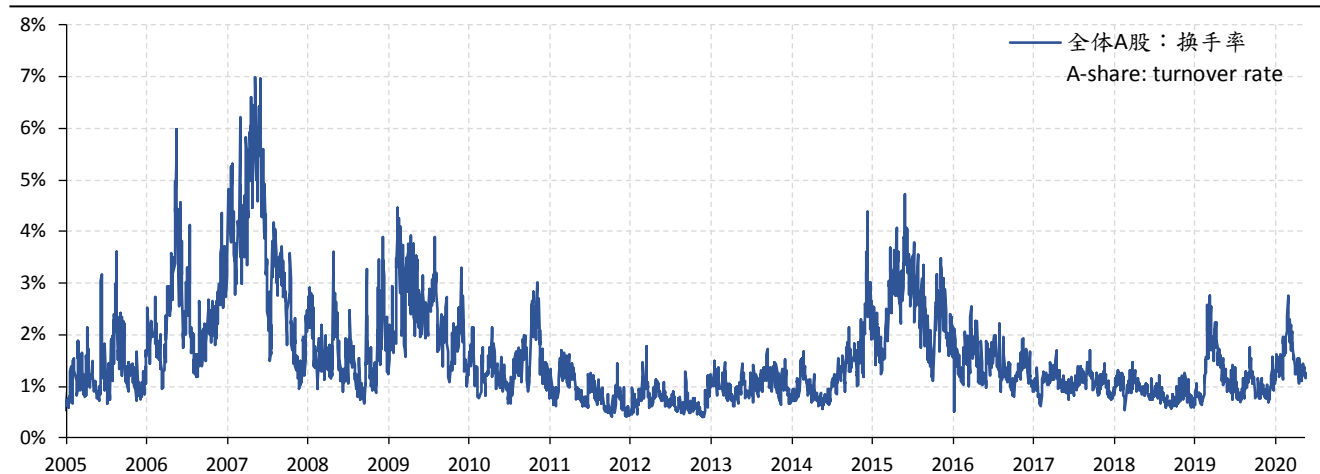
图表 7: 当周（2020-05-11 - 2020-05-15），深股通资金累计流入 41.64 亿元，日均净流入规模缩减 8.91 亿元，深市港股通资金累计流入 59.25 亿元，日均净流入规模较上周缩减 3.89 亿元；深股通开通至今，深股通累计净流入 4,988.54 亿元，深市港股通累计净流入 3,322.43 亿元



资料来源: 万得, 交银国际预测

图表 8: A 股换手率为 1.24%，较上周有所下滑，沪深两市交易持续情绪低迷

换手率：日度	上周 2020-05-08	本周 2020-05-15	增量	环比涨幅
换手率：全体 A 股	1.39%	1.24%	-0.15%	-10.6%
换手率：上证综合指数	0.64%	0.54%	-0.10%	-14.9%
换手率：深证综合指数	1.99%	1.82%	-0.17%	-8.7%
换手率：中小板综指	2.34%	2.08%	-0.27%	-11.3%
换手率：创业板指数	2.42%	2.21%	-0.21%	-8.8%



资料来源：万得，交银国际预测

外汇市场

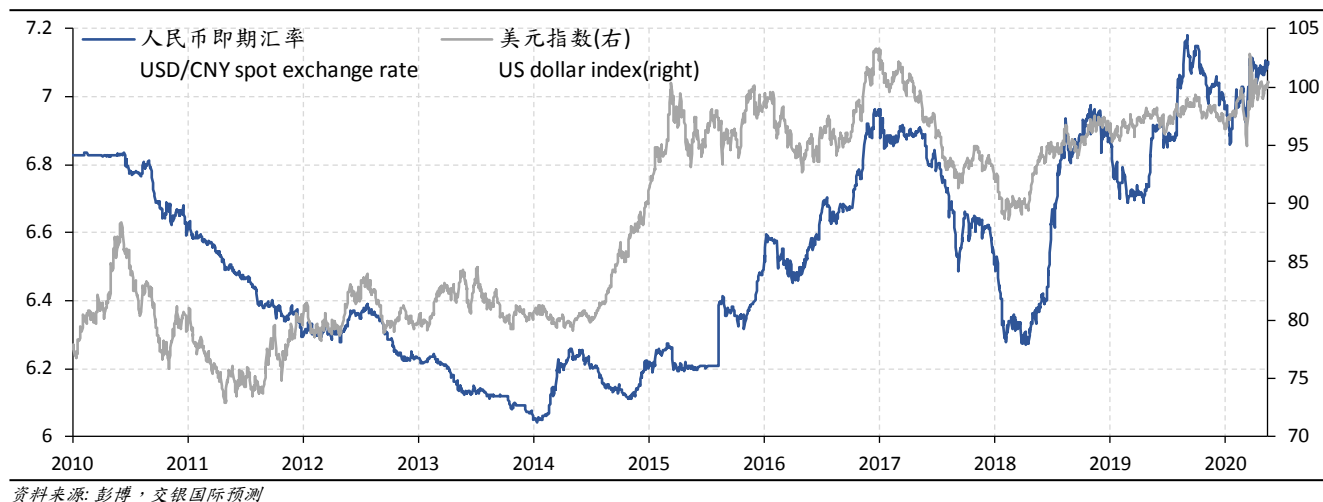
由于近期市场维持较高的避险需求，美元指数于 5 月 14 日创下近四周内的新高。当周累计上升 0.6%，整体呈现窄幅震荡。投资者普遍担忧新冠疫情及中美贸易紧张关系的影响下，经济将呈现长期疲软的态势。针对负利率的讨论，美联储主席鲍威尔于 5 月 13 日明确表示，虽然疫情导致经济下行风险加大，但负利率政策并不在美联储考虑范围之内。此前在疫情全球蔓延及石油价格战的双重压力下，全球金融市场动荡造成严重的流动性危机。美联储采取无限 QE 的宽松政策缓解流动性风险。尽管随着流动性总体趋近平稳，其资产购买规模已经逐步放缓，国债购买速度已由 80 亿美元每天下调至 70 亿美元，但前期大规模的美元供给或将使得美元的长期走势承压。

尽管中国的疫情已经得到较好的控制，但当前中美贸易关系的不确定性日渐升级，短期内人民币汇率或面临贬值压力。5 月 14 日，中国人民银行于香港发行 2020 年第四期 200 亿元和第五期 100 亿元中央银行票据。香港人民币央行票据是有效的人民币流动性管理工具。其通过降低离岸市场的人民币流动性，提高人民币做空成本。央行近期多轮的央票发行，向市场传递了稳定汇率信号。

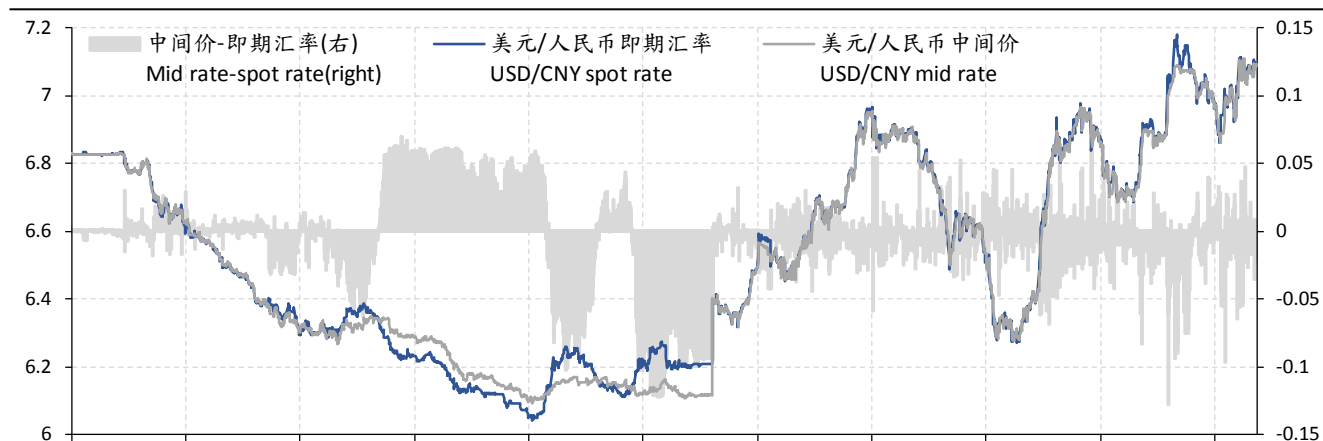
2020 年 5 月 19 日

中国宏观观察

图表 9: 当周 (2020-05-11 - 2020-05-15) 美元指数累计上升 0.6%；美元指数近期呈窄幅波动，美联储主席鲍威尔表示不考虑负利率政策，更倾向于采取如前瞻性指引和大规模资产购买等措施后，美元指数反弹上涨



图表 10: 人民币中间价累计调升 148 基点至 7.0936



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_5069

