

IMI 宏观经济 月度分析报告

2020 年第 3 期（总第 35 期）



- **海 外：**疫情造成严重冲击，各国出台政策对冲
- **宏 观：**经济受疫情冲击明显，控制后陆续复工
- **机 构：**多措并举渡难关，银行调整业务巧配合
- **市 场：**A 股探底回升，债市或迎来估值修复

本期推荐：A 股探底回升，债市或迎来估值修复
——金融结构与杠杆率关系的检验

中国人民大学国际货币研究所

2020 年 3 月

学术指导：（按姓氏音序排列）：

贲圣林 曹 彤 管清友 瞿 强 涂永红

魏本华 张之骧 赵锡军

主 编：宋 科

执行主编：彭俞超

编 委（按姓氏音序排列）：

芦 哲 彭俞超 宋 科 孙 超

王 剑 熊 园 张 瑜 朱霜霜 朱 凯

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析	- 1 -
2. 汇率展望：美元流动性改善后美元指数回落，人民币汇率以“稳”为首	- 4 -
(二) 国内宏观	- 4 -
1. 经济：一季度经济或受疫情冲击明显	- 6 -
2. 通胀：CPI 小幅下行，PPI 再度进入负值	- 9 -
3. 金融：金融数据短期受疫情影响表现不及预期	- 11 -
(三) 商业银行	- 5 -
1. 金融政策当局通过多项举措支持实体共度疫情难关	- 13 -
2. 2020 年 2 月货币金融数据分析	- 13 -
(四) 资本市场	- 16 -
1. 股市：A 股探底回升，投资情绪略有降温	- 16 -
2. 债市：信用债利率整体下行，债市或迎来估值修复	- 16 -
二、降低间接融资占比有助于去杠杆吗？——金融结构与杠杆率关系的检验	- 17 -
(一) 内容摘要	- 20 -
(二) 引言	- 20 -
(三) 间接融资占比与杠杆率之间关系的理论分析	- 25 -
(四) 间接融资占比与杠杆率的关系检验：一个 U 型关系	- 28 -
(五) U 型曲线拐点值的进一步分析	- 34 -
(六) 对中国高杠杆问题的启示	- 39 -
(七) 主要结论与政策建议	- 43 -
三、主要经济数据	- 46 -

图表目录

图 1：固定资产投资大幅下降	- 7 -
图 2：食品价格支撑下 CPI 小幅下行	- 10 -

表格目录

表 1：2 月 M2 增量的结构	- 15 -
表 2：经济数据一览	- 46 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

3月疫情对海外经济与金融市场的冲击爆发，全球资产价格普跌，各国纷纷出台财政、货币政策对冲。3月海外疫情迅速发酵引发市场悲观情绪，叠加OPEC减产协议破产，全球股市、大宗商品等资产普遍下跌，进而引发全球美元流动性紧缺问题。而金融市场动荡之外，海外经济也受疫情冲击损伤较大，目前3月经济数据尚未公布，仅公布了部分国家的PMI初值以及消费、投资信心指数，从这些软数据来看经济下行幅度较大，且主要冲击集中在服务业，尽管目前已公布的2月数据走势较好，但对未来海外经济的走势已无参考意义，预计3月海外各国消费、工业产出、就业等数据均将出现显著下滑。而在经济与金融市场大幅动荡下，海外各国央行一改此前偏鹰的表态，纷纷降息并启动资产购买计划，各国政府也出台了大规模的财政刺激计划。

(1) 失业率料将大幅提升，美联储祭出货币政策组合包

美国3月失业率料将大幅提升，美联储1月内推出大量货币政策工具。疫情对美国的冲击首先体现在金融市场中，美股的暴跌引发了美国金融市场的动荡，进而诱发潜在的美元流动性危机。近期随着3

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

月数据逐步出炉，疫情对经济的影响也显露出来，一方面，美国3月Markit制造业PMI初值49.2，预期42.8，前值50.7；服务业PMI初值39.1，预期42，前值49.4；另一方面美国公布截至3月21日当周初请失业金人数，数据录得328.3万人，前值由28.1万上修至28.2万；323.3万的人数相当于美国2%的就业人口，而圣路易斯联储行长也预计美国二季度失业率可能上升至30%，就业的大幅恶化或将冲击到消费这一美国经济的基石。受此影响，预计美国二季度经济增速将大幅回落，高盛预计二季度GDP环比折年率萎缩幅度将达到-24%，摩根士丹利则预计萎缩幅度为-30%。

为缓和金融市场动荡，并呵护企业、消费者等私人部门的资金供给，美联储启动无限量QE，降低贴现窗口利率并延长其期限，推出PDCF、MMLF、CPFF、TALF、PMCCF、SMCCF等货币政策工具，并于海外央行签订美元流动性互换协议，以向金融市场各类机构注入流动性。财政政策方面，目前美国已通过2万亿美元抗疫刺激法案，其中包含2500亿美元作为失业救助，1300亿美元为医院提供协助。为航空业提供约500亿美元，该项财政刺激政策占美国GDP的比重达9%。

（2）欧元区经济大幅下滑，各国已放开财政政策约束

欧元区3月PMI与投资消费信心指数均大幅回落，为对冲疫情影响，各国已放开财政政策约束，加大财政刺激。欧元区3月制造业PMI初值44.8，预期39，前值49.2；3月服务业PMI初值28.4，预期39，前值52.6。其中法国、德国制造业PMI初值分别为42.9、45.7，

预期 40、39.6，前值 49.8、48；服务业 PMI 初值分别为 29、34.5，预期 42、42.3，前值 52.5、52.5。而欧元区消费者信心指数下滑至-11，前值-6.6，投资者信心指数下滑至-17.2，前值 5.2，反映后续欧元区经济前景也堪忧。为对冲疫情冲击，欧央行首先采取措施，推出长期再融资操作（LTRO），期限为 3 个月，以增加私人部门信贷支持；同时启动 7500 亿欧元的紧急资产购买计划（PEPP），购买范围为当前 QE 操作中所有的资产类别，该操作将持续到 2020 年底。而同时欧洲各国也在放开其财政政策限制，德国已通过一项 7500 亿欧元财政刺激计划（占 GDP 比重 22%），法国、意大利也分别出台总计 3450 亿欧元、260 元的财政刺激计划，分别占其 GDP 比重的 14%、1.5%。

（3）日本 PMI 大幅回落，奥运会延期后经济雪上加霜

日本 3 月制造业 PMI 初值大幅回落，奥运会延期后经济雪上加霜。日本 2 月服务业 PMI 已由 1 月的 51 回落至 46.8，为 2014 年以来新低，而 3 月制造业 PMI 初值则由 2 月的 47.8 回落至 44.8，服务业 PMI 初值更是落到 32.7，疫情对实体经济的冲击愈发显著。而日本奥运会延期将对经济雪上加霜，日本关西大学教授预测此举将给日本带来约 6410 亿日元的经济损失，巴克莱银行则因奥运会延期而将日本 2020 年 GDP 增速由-1.6%下调至-2.6%。

货币政策加大资产购买力度，财政政策或将大幅发力。为了对冲疫情对经济的冲击，3 月日央行议息会议加大资产购买规模，将每年 ETF 的增持规模从 6 万亿日元提升至 12 万亿日元，将购买商业票据和公司债券的上限分别提高 1 万亿日元至 3.2 万亿、4.2 万亿日元。

另外目前推出合计 40.99 亿美元的财政计划，占 GDP 的比重为 0.08%，但日本政府考虑制定规模超过 56 万亿日元财政刺激计划，其中包括向受疫情冲击的家庭发放现金，预计最早将于 4 月批准，若此项计划通过，则日本针对疫情的财政刺激计划占 GDP 的比重将达到 10.19%。

2. 汇率展望：美元流动性改善后美元指数回落，人民币汇率以“稳”为首

(1) 美元：美元流动性改善后美元指数回落

全球金融市场出现大幅波动后，美元流动性出现极度短缺，反映为 Libor-OIS、TED Spread 和 FRA-OIS 利差大幅走阔；且美元短缺在离岸市场中更为显著，反映为离岸美元掉期点大幅走阔，甚至超过 2011 年欧债危机时期。美元流动性的收紧引发了美元指数一度大幅升值。但随着美联储有针对性的流动性释放，美元流动性紧缺问题已有所恢复，尤其是离岸美元市场，因此美元指数也呈现了显著回落。未来美元定价还将回到基本面的相对强弱以及避险情绪的波动上。

(2) 人民币：短期面临贬值压力，但冲击情况好于欧日

人民币短期面临贬值压力，但冲击情况好于欧日。好的一方面来看，因疫情出境游停止，预计形成每个季度 4000 亿人民币左右的缓冲池（服务逆差中，旅行项每个季度 600 亿美金左右），2015 年 811 汇改后我们资本外流压力最大的时候单季资本外流 2000-3000 亿体量，可见缓冲池可以对冲一定的风险。

贬值波动的方面，复工后很多企业开始重新海外采购增加了购

汇、中美第一阶段贸易协议或也随着复工开始了执行也有购汇需求、原油价格暴跌下我国增加原油战略储备进口、中间价定价机制上的响应（美元升，维持一篮子稳定需要中间价对应弹性贬值）。可以看到近期的贬值主要原因并不是外资流出（全球其他汇率贬值都是这个原因）而是我们增加购买。而近期逆周期因子估算值也显示逆周期因子起到了过滤贬值幅度的作用，我们认为决策层也并不想刻意主动贬值，反而是控制贬值幅度的。

（二）国内宏观²

3月16日国家统计局公布了我国1-2月经济数据，受疫情冲击影响，规模以上工业增加值、固定资产投资增速以及社零增速较上期均出现大幅下滑，其中1-2月工业增加值同比增速为-13.5%，固定资产投资增速为-24.5%，社零增速为-20.5%，疫情冲击将对一季度经济增速产生巨大冲击。而随着国内疫情有所好转，3月份企业复工复产有序进行，国内经济在二季度经济有望迎来反弹。2月CPI小幅下行至5.2%，仍处于较高水平，但核心CPI为1%，较前值继续收缩，在国内经济下行压力加大情况下，CPI不会成为货币政策的掣肘。2月金

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_6017

