

央行下调政策利率的六个原因

宏观事件点评

2020年3月31日

报告摘要：

3月30日，央行开展公开市场逆回购操作500亿元，并下调OMO利率20BP

● 央行下调OMO利率，可能有以下六个原因：

- 一、现阶段下调政策利率，正好避开通胀高点
- 二、现阶段下调政策利率，人民币贬值压力较小
- 三、现阶段下调政策利率，对经济提振作用较之前更大
- 四、现阶段下调政策利率，是对政治局会议精神的落实
- 五、现阶段下调政策利率，能够有效引导LPR下行
- 六、现阶段下调政策利率，体现了财政政策和货币政策的协同

● 下调OMO利率的影响和后市展望：

有必要降低存款基准利率，但可能没那么快。当前来看，疫情在海外扩散，今年二季度全球经济技术性衰退已成定局，海外央行普遍降息以对冲经济衰退影响。在此背景下，进一步降息以降低实体企业融资成本很有必要。但随着银行净息差收窄，依靠银行主动压缩LPR报价利差难度较大，且会损害到银行资产质量。要想进一步降低LPR，则有必要下调存款基准利率。近日市场对下调存款基准利率有一定预期，从政治局会议继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”来看，我们认为，降存款基准利率还是有可能的，但可能没那么快。

流动性持续宽松，利好利率债行情平稳。央行续作逆回购和下调政策利率，有利于引导资金利率中枢下行，保障了流动性持续宽松。在复工率还没有完全恢复至正常水平之前，实体企业融资需求或继续低于往年同期，这能够抵消特别国债等积极财政政策所吸收的流动性，银行间流动性有望持续宽裕。M2和社融的剪刀差或继续收窄，利好利率债行情平稳。

● 风险提示：国内疫情二次爆发、海外疫情扩散超预期、财政政策力度超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

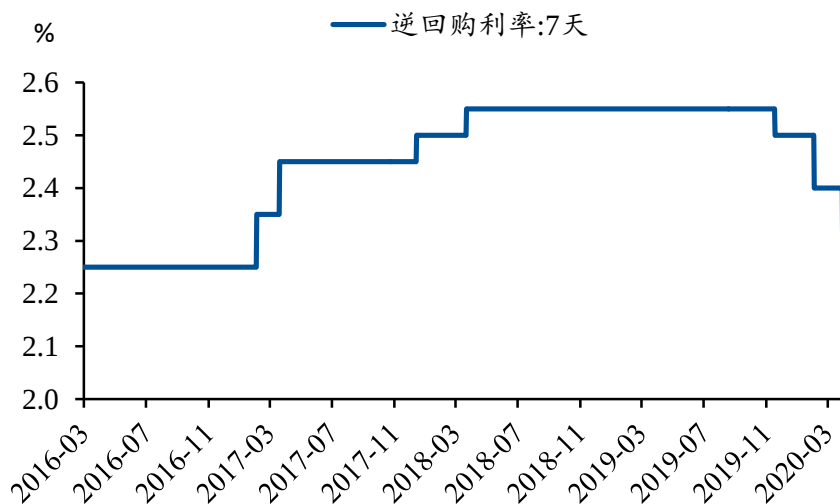
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、央行下调 OMO 利率 20BP，下调幅度创近五年新高

3 月 30 日，央行开展公开市场逆回购操作 500 亿元，并下调 OMO 利率 20BP，下调幅度为 2015 年股灾之后最高水平（图 1）。充分体现了央行对政治局会议精神的贯彻，也体现了我国加大货币政策逆周期调节的决心。

图 1：央行下调 OMO 利率 20BP，下调幅度创近五年新高



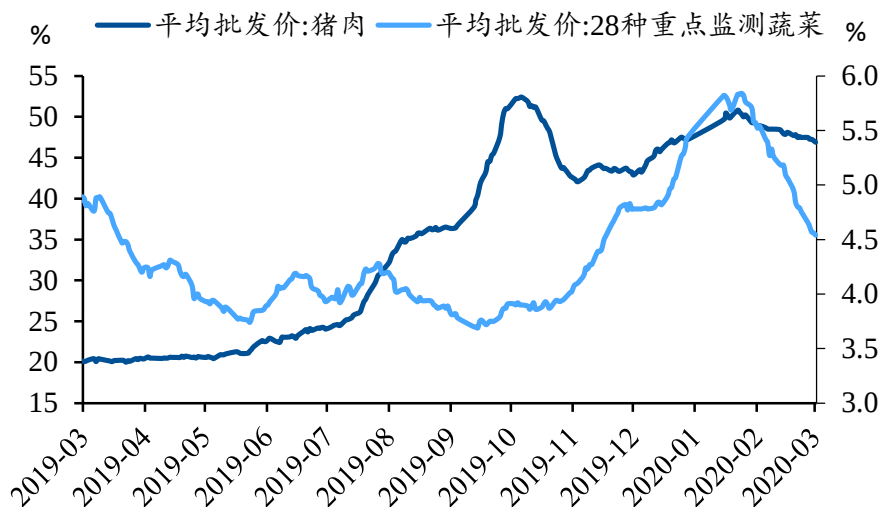
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、为什么央行在这个时间点下调政策利率

（一）现阶段下调政策利率，正好避开通胀高点

受疫情影响，CPI 高点从 1 月延后到 2 月。2 月 CPI 为 5.1%，处于较高位置，宽松的货币政策仍有可能带来通胀预期。3 月 30 日下调政策利率，可以较好的避开通胀高点。首先，3 月以来，之前拉动 CPI 上升最大的两个食品项——猪肉和蔬菜价格均有所回落，预计这将带动 3 月份 CPI 环比下降（图 2）。其次，去年 3 月之后的 CPI 基数逐渐走高，在高基数的作用下今年 4 月份开始 CPI 同比将逐渐走低。另外，随着国内疫情得到控制，疫情管制带来的食品结构性上涨将消失，由于需求收缩，此阶段工业品有通缩压力。

图 2：3 月以来猪肉和蔬菜价格有所回落

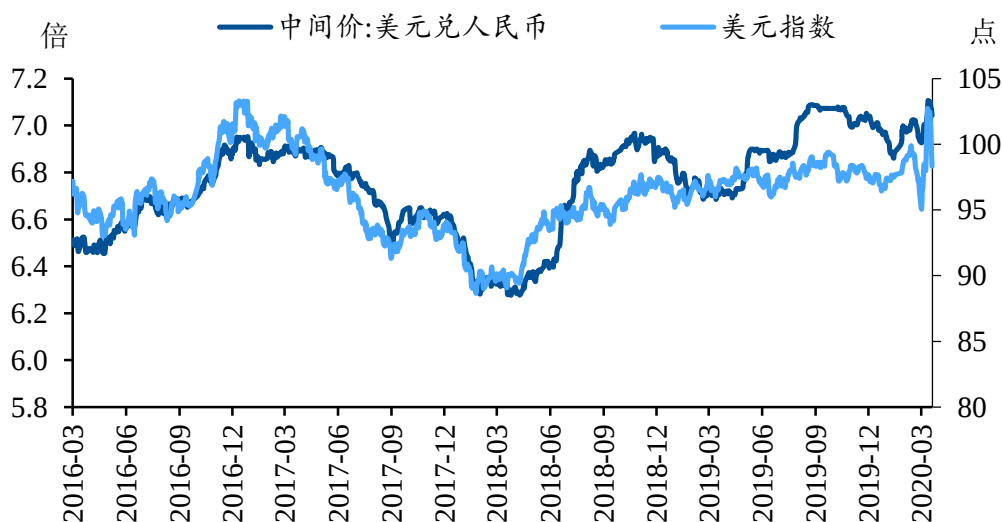


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）现阶段下调政策利率，人民币贬值压力较小

3 月以来，由于美国流动性危机，美元指数大幅上涨，冲至 102 上方，造成人民币一定贬值压力。但随着美联储出台无限 QE 政策，美国流动性问题有所缓解，美元指数高位回落，人民币贬值压力减小（图 3）。因此现在下调政策利率，不会对人民币汇率造成较大贬值压力，可以实现汇率稳定的目标。

图 3：美元指数高位回落，人民币贬值压力减小



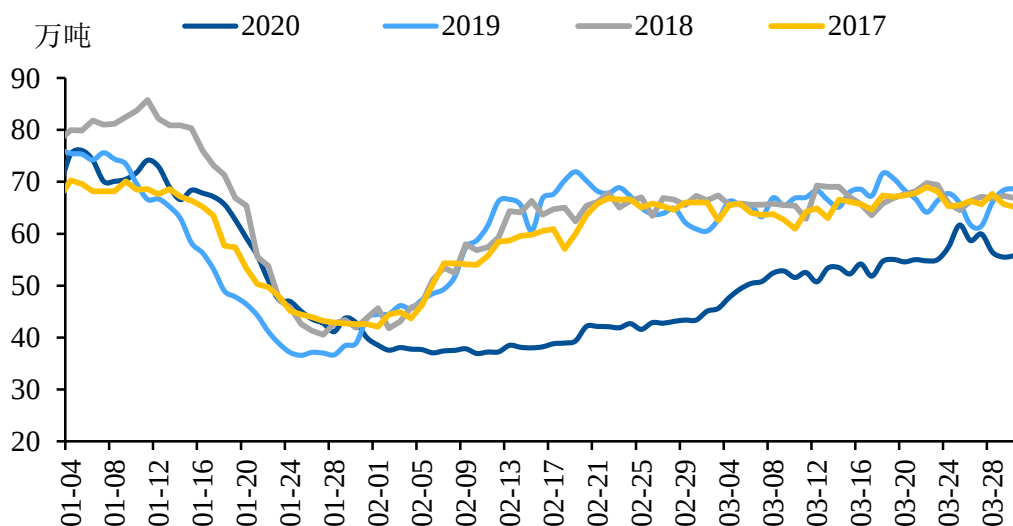
资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）现阶段下调政策利率，对经济提振作用较之前更大

春节收假以来，从高频指标来看，复工率明显低于往年预期。如果在一个月前下调政策利率，只会起到降低银行间融资成本的作用，对降低实体企业融资成本帮助不大。因为之前疫情

对经济的冲击更多是供给端，货币宽松只能刺激需求端，对供给端无能为力。而需求端则受制于疫情管制，政策刺激作用有限。当随着国内疫情逐渐得到控制，管制有所放松，复工率有所回升（图 4），此时下调政策利率，相比之前能起到更好的效果。

图 4：复工率有所回升，货币宽松相比之前能起到更好效果



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）现阶段下调政策利率，是对政治局会议精神的落实

3.27 政治局会议提出引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕，充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。央行公告本次操作的目的在于“维护银行体系流动性合理充裕”，体现了对政治局会议精神的迅速落实。

（五）现阶段下调政策利率，能够有效引导 LPR 下行

今年 1 月和 3 月两次降准，LPR 报价都保持不变。主要是由于 LPR 系由 18 家报价行以 5BP 为最小步长报价得出，这两次降准虽使部分报价行下调了报价，但未达到 LPR 整体下调的阈值。OMO 利率和 MLF 利率联动，下一步 MLF 利率预计也将下调 20BP。相比降准而言，降政策利率能更有效地引导 LPR 下行，有效降低实体企业融资成本。

（六）现阶段下调政策利率，体现了财政政策和货币政策的协同

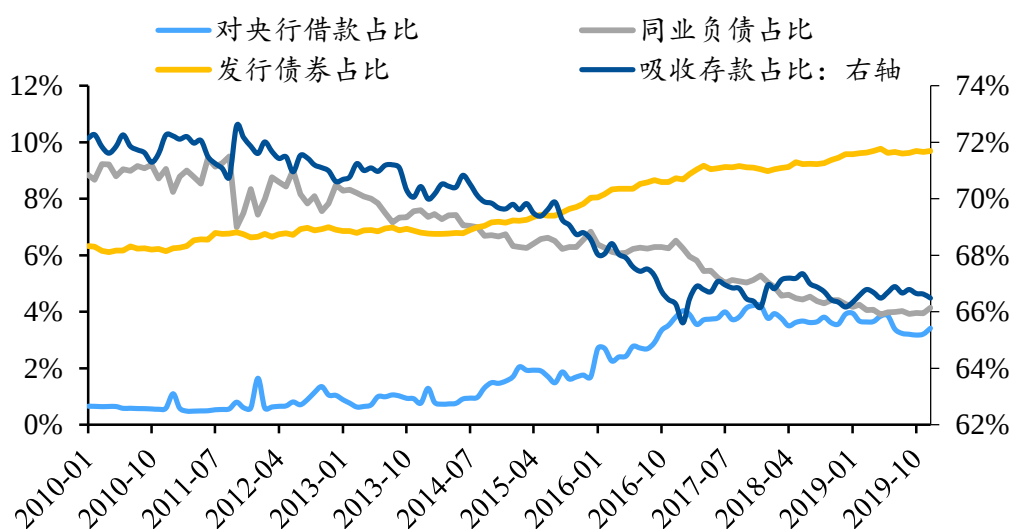
3.27 政治局会议对财政政策基调的表述是“积极的财政政策要更加积极有为”，具体措施上有三大看点：其一，适当提高财政赤字率，我们预计赤字率将不低于 3.5%；其二，发行特别国债，我们 2.21 政治局会议点评已经提出，发行特别国债的可能性非常高，预计特别国债规模不低于 1 万亿；其三，增加地方政府专项债券规模，预计全年额度不低于 3.5 万亿。本次下调政策利率，引导市场利率中枢进一步下行，有利于降低特别国债和地方专项债融资成本，形成财政政策和货币政策协调配合的合力优势。

三、下调 OMO 利率的影响和后市展望

（一）有必要降低存款基准利率，但可能没那么快

当前来看，疫情在海外扩散，今年二季度全球经济技术性衰退已成定局，海外央行普遍降息以对冲经济衰退影响。在此背景下，进一步降息以降低实体企业融资成本很有必要。但随着银行净息差收窄，依靠银行主动压缩 LPR 报价利差难度较大，且会损害到银行资产质量。由于存款占银行负债主要比重，要想进一步降低 LPR，则有必要下调存款基准利率（图 5）。近日市场对下调存款基准利率有一定预期，从政治局会议继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”来看，我们认为，降存款基准利率还是有可能的，但可能没那么快。

图 5：由于存款占银行负债大头，如欲进一步降低 LPR，须下调存款基准利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）流动性持续宽松，利好利率债行情平稳

央行续作逆回购和下调政策利率，有利于引导资金利率中枢下行，保障了流动性持续宽松。在复工率还没有完全恢复至正常水平之前，实体企业融资需求或继续低于往年同期，这能够抵消特别国债等积极财政政策所吸收的流动性，银行间流动性有望持续宽裕。M2 和社融的剪刀差或继续收窄，利好利率债行情平稳。

风险提示

国内疫情二次爆发、海外疫情扩散超预期、财政政策力度超预期等。

插图目录

图 1: 央行下调 OMO 利率 20BP, 下调幅度创近五年新高	2
图 2: 3 月以来猪肉和蔬菜价格有所回落	3
图 3: 美元指数高位回落, 人民币贬值压力减小	3
图 4: 复工率有所回升, 货币宽松相比之前能起到更好效果	4
图 5: 由于存款占银行负债大头, 如欲进一步降低 LPR, 须下调存款基准利率	5

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_6175

