

## 还是相机抉择

### ——2019年一季度货币政策执行报告点评

宏观简报

#### ◆ 要点:

一季度的金融环境有力扭转去年信用一再收缩的趋势，与今年以来银行的流动性、资本和利率约束缓解密切相关。3月银行贷款利率较去年12月略抬升，或由于年初银行对公信贷投放占比较高所致。央行提出会通过稳妥推进利率并轨，为降低企业融资成本创造有利条件。一季度银行净息差处在过去两年的较高水平，也高于英日法等国家，具备一定的下行空间。而如能适度提高银行法定和超额存款准备金利率，也可有效降低实体经济融资成本。

未来通胀和汇率或影响货币政策节奏和力度，但最重要的还是国内经济形势的演变。结构性去杠杆仍将继续，金融监管“回头看”或影响非标社融增速，但当前社融更多依赖信贷拉动，预计年底人民币信贷增速大概率在12.5%以上，社融增速可能不低于10.7%。而去年二季度非标社融大幅下降带来的低基数，使得二季度社融增速或触及11%的年内高点。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号: S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

邓巧锋 (执业证书编号: S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcn.com)

5月17日晚央行发布一季度货币政策执行报告，对此我们点评如下：

### 银行信贷扩张三约束缓解

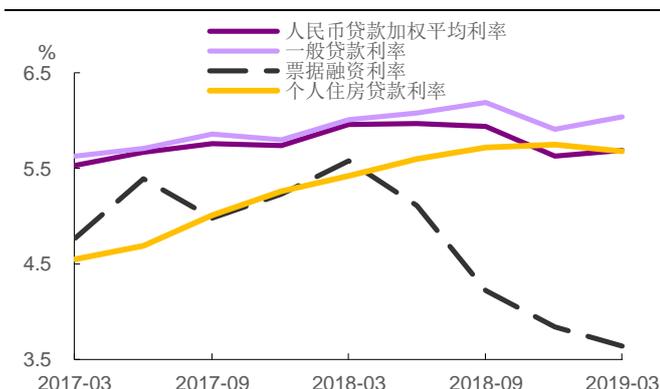
一季度的金融环境有力扭转了去年信用一再收缩的趋势，保障了实体经济的融资需求，这与今年以来银行的流动性、资本和利率约束缓解有较大关系。流动性方面，一季度央行释放8000多亿中长期流动性，同时央行指出适当增加了MPA同业负债占比考核弹性，一般性存款吸收能力较差的中小银行批发融资约束或有边际改善，一季度银行超额备付金率1.74%（较去年同期提高23bp），流动性比例56.8%（同比环比均提高）印证流动性改善；资本方面，截至5月18日今年银行资本补充工具净发行规模已有4997亿，银行资本补充压力有所缓解；而利率约束方面，央行降准、TMLF投放有助降低银行资金成本，一季度DR007较上季度小幅下行。

### 将继续引导实体融资成本下行

实体融资成本方面，3月或由于季节性因素银行贷款利率略抬升。3月贷款加权平均利率由去年12月的5.64%上升0.05pct至5.69%，央行称季调后会较12月略有下降，我们认为这或与年初银行对公信贷投放（利率高于居民住房贷款利率）占比较高有关。我们认为信贷结构仍有待改善。一季度房地产贷款增速虽放缓但仍高于整体贷款增速（13.7%），虽然一季度银行制造业信贷投放情况尚不明，但过去连续3年制造业在银行信贷结构中占比下降、不良率提升（图2-3），一季度银行对整体制造业的支持可能以短期信贷为主，近期制造业投资增速显著下行（最主要原因还是制造业自身盈利增速下降），或表明制造业信贷供需均不旺。

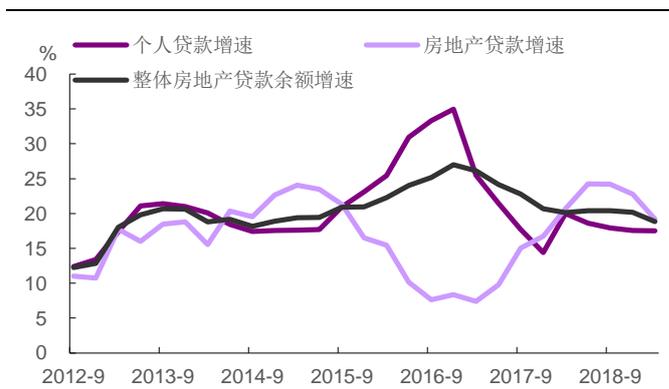
央行提出未来会通过稳妥推进利率并轨，为降低企业融资成本创造有利条件。具体做法包括充分发挥Shibor、LPR、MLF等利率的市场化定价参考作用，继续发挥好市场利率定价自律机制作用，并保持银行负债端成本基本稳定。美国、日本、中国香港等均有最优惠贷款利率制度，多应用于中小企业和居民按揭贷款，该利率的制定多以央行基准利率或市场利率为参考，变动灵活性较强。

图1：3月人民币贷款加权平均利率较12月小幅上行



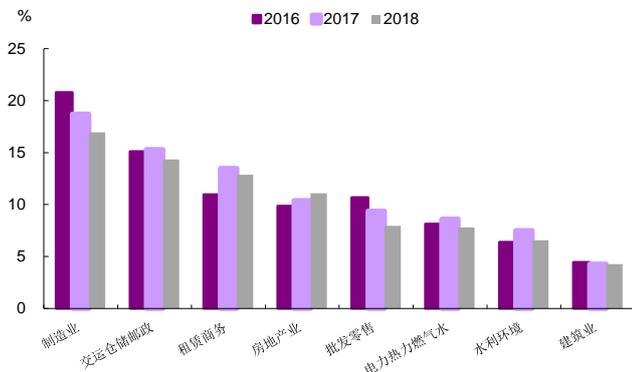
资料来源：Wind

图2：房地产贷款增速放缓，但仍高于贷款整体增速



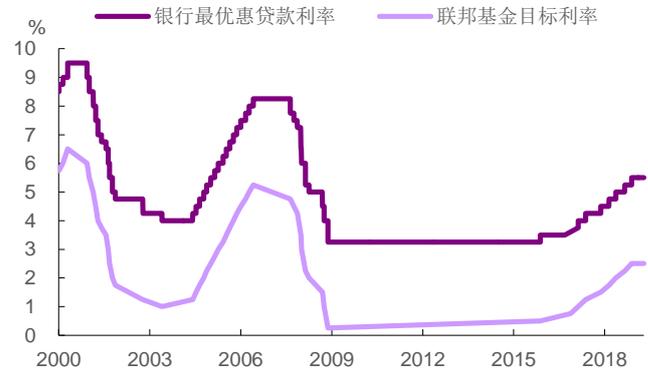
资料来源：Wind，时间截至2019年1季度末

图 3：制造业在银行信贷结构中占比连年下降



资料来源：上市银行年报，光大证券研究所整理。注，不含交行、中行、华夏、北京、宁波和南京银行（未披露信贷行业投向）。

图 4：美国：最优惠贷款利率通常高于联邦基金目标利率 300-350bp



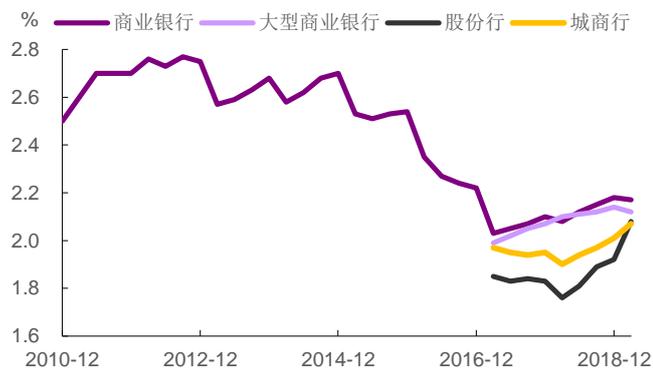
资料来源：Wind

银行净息差有小幅下行空间，但未来利率市场化的节奏或不会太快。去年央行在四个季度的货币政策报告中均提及利率市场化，诸如“探索利率走廊机制，发挥政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用，推进利率市场化”等，但进展似乎未提速。目前国内利率走廊上下限分别是常备借贷便利 SLF 和超额存款准备金利率，但变动频率低，OMO 利率也变动较少。未来利率走廊机制的完善、贷款指导利率的应用均需要逐步推进。

今年一季度我国商业银行的净息差为 2.17%，为过去两年来的较高水平，也高于英日法等国家，具备下行空间（图 5-6），而美国银行的净息差较高，一定程度与较低存款准备金率且对准备金支付较高利息（目前为 2.35%）有关。但考虑到银行利润是其补充一级资本的重要来源，若要银行保持较高的信贷增速，除非银行多发行权益工具或永续债，否则净息差下行幅度不会太大。此外，近期央行前行长戴相龙有建议<sup>1</sup>，“央行根据宏观金融调控的需要建立法定存款准备金制度是必要的，但长期以来央行支付给银行的利率仅为 1.62%（另超额存款准备金利率为 0.72%），建议可以逐步把支付的利息提高到不低于商业银行吸收存款的平均利率”。适度提高银行法定和超额存款准备金利率，也可以有效降低实体经济融资成本。

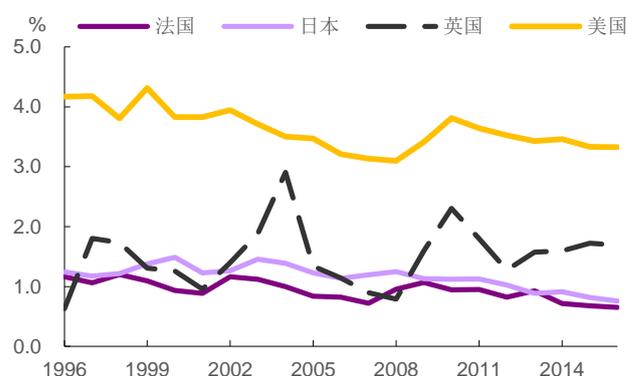
<sup>1</sup> <http://news.cnstock.com/news,bwqx-201903-4348739.htm>

图 5：我国商业银行的净息差变动情况



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 1 季度末

图 6：利率市场化程度较高国家的银行净息差水平



资料来源：World Bank Global Financial Development Database，时间截至 2016 年

### 未来货币政策展望

展望未来，通胀和汇率或影响货币政策节奏和力度，但最重要的还是国内经济形势的演变。4 月经济数据显示经济尚待企稳，4 月以来政府专项债发行进度有所放缓，基建增速反弹较慢，制造业投资面临较大下行压力，均需要货币政策有所支持，并持续改善银行的流动性、资本和利率约束。央行在报告中指出会保持流动性合理充裕，并进一步促进结构优化，服务实体经济。

结构性去杠杆仍将继续，金融监管“回头看”。“结构性去杠杆”一词在过去 2 个季度的货币政策报告表述中有所弱化，而本次报告则多次重申，彰显了政策层继续做好供给侧结构性改革的决心，这也与今年 4 月 19 日的中央政治局会议精神相一致。此外 5 月 17 日银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，有关负责人在答记者会上指出，过去两年的金融监管取得显著成效，但目前传统存贷款和票据业务违规行为、资金投向违反宏观政策、同业领域监管套利、违规掩盖或处置不良资产等问题还较为突出。

金融监管“回头看”行动，或带来委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外社融项目年内较低增长甚至小幅负增长，但由于银行信贷在社融中继续发挥最重要作用，年底人民币信贷增速大概率能在 12.5% 以上（今年 4 月末为 13.4%），社融增速可能不低于 10.7%。而去年二季度非标社融大幅

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\\_12464](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12464)

