

货币政策的定力和底气从哪里来？

——评 2020Q1 货政执行报告

宏观事件点评

2020 年 05 月 11 日

报告摘要：

● 货币政策定力较强

全球疫情蔓延下，主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大，但Q1报告“下一阶段主要政策思路”部分，央行再次强调，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。这一提法在2019Q4报告已经提出，这次是第二次重申，彰显了我国货币政策的定力。

● 底气在于传导效果增强

Q1报告的专栏1和专栏3可以结合起来读，共同论述了LPR改革的成效和货币政策传导效果的增强。最值得称道的是，贷款利率的隐性下限已完全被打破，实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和LPR降幅，每1元流动性投放可支持3.5元的贷款增长（美国为0.3，欧元区为0.4）等。实际上，这正是央行保持较强定力的底气。

● 用市场化方式引导存款利率下降

近期市场一直有降低存款基准利率的预期，但Q1报告对此完全没有提及，再次为“降基准”预期降温。央行指出，LPR改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

● 结构性货币政策工具成为主要看点

Q1报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏2中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至5月5日，第一批3000亿专项再贷款剩余额度307亿元，第二批5000亿再贷款再贴现剩余额度1004亿元，第三批1万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

● 风险提示：全球经济衰退超预期、不良贷款率上升超预期、LPR下调冲击银行利润。

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

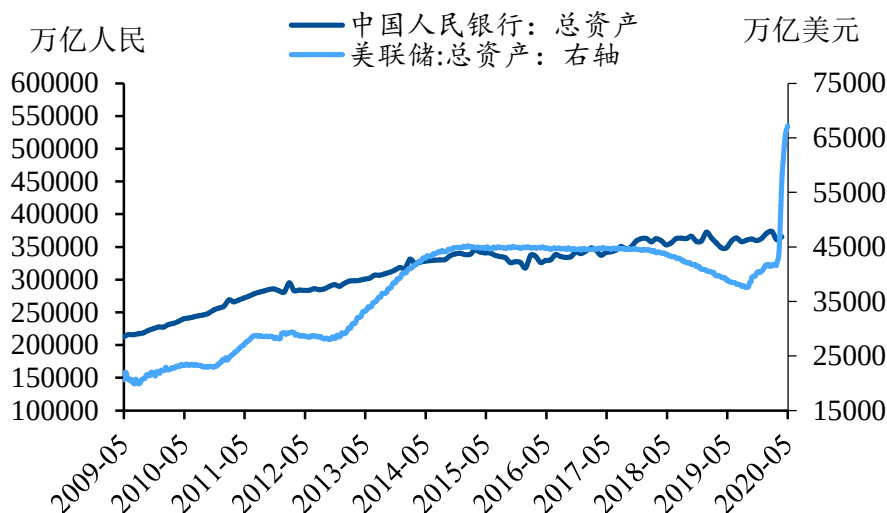
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、货币政策定力较强

全球疫情蔓延下，主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大，但Q1报告“下一阶段主要政策思路”部分，央行再次强调，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。这一提法在2019Q4报告已经提出，这次是第二次重申，彰显了我国货币政策的定力。

图1：疫情以来美联储急速扩表，相比之下我国货币政策保持定力



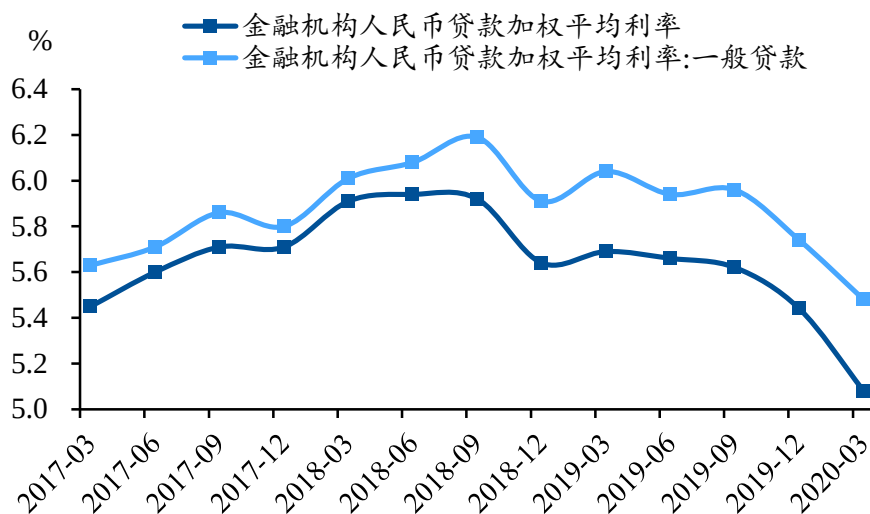
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、底气在于传导效果增强

Q1报告的专栏1和专栏3可以结合起来读，共同论述了LPR改革的成效和货币政策传导效果的增强。最值得称道的是，贷款利率的隐性下限已完全被打破，实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和LPR降幅，每1元流动性投放可支持3.5元的贷款增长（美国为0.3，欧元区为0.4）等。实际上，这正是央行保持较强定力的底气。

3月，贷款加权平均利率为5.08%，比上年12月下降0.36个百分点，同比下降0.61个百分点。降幅明显大于同期LPR降幅，反映LPR改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、疏通市场利率传导机制的作用正在发挥。其中，一般贷款加权平均利率为5.48%，比上年12月下降0.26个百分点，同比下降0.56个百分点。4月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率0.9倍的贷款占比为28.9%，是LPR改革前2019年7月的3倍，贷款利率的隐性下限已完全被打破，贷款利率定价的市场化程度明显提高。随着未来存量贷款将继续转换为LPR定价，预计贷款加权平均利率仍有下降空间。

图 2：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显

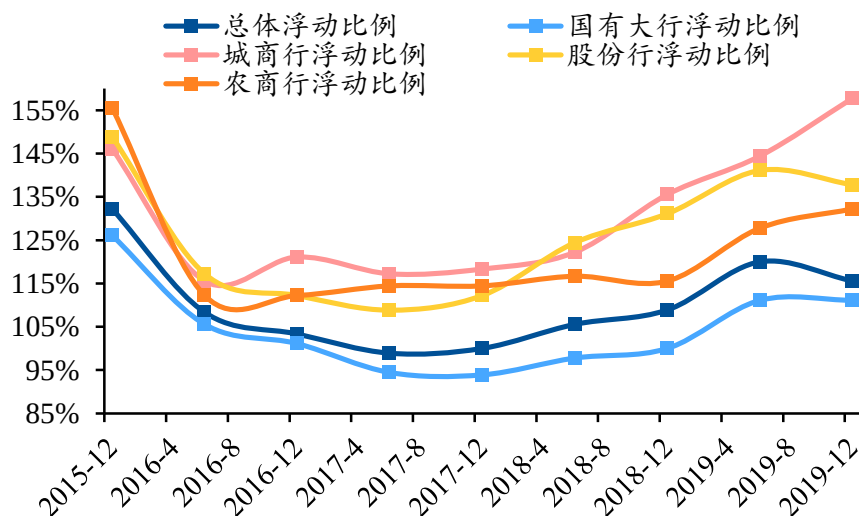


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、用市场化方式引导存款利率下降

近期市场一直有降低存款基准利率的预期，但 Q1 报告对此完全没有提及，再次为“降基准”预期降温。央行指出：随着 LPR 改革深入推进，贷款利率实现和市场利率并轨，市场化水平明显提高。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行。LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

图 3：，银行存款利率上浮比例有下压空间

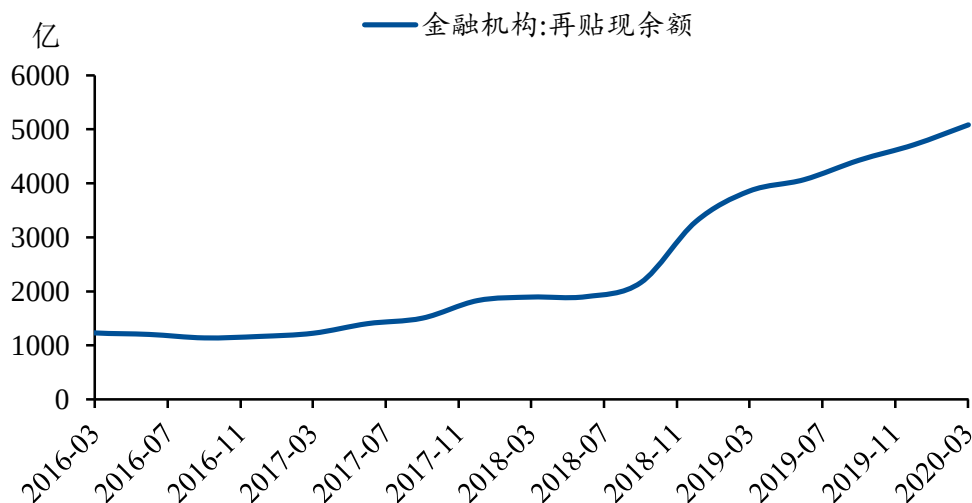


资料来源：Wind、融 360，民生证券研究院

四、结构性货币政策工具成为主要看点

Q1 报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏 2 中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至 5 月 5 日，第一批 3000 亿专项再贷款剩余额度 307 亿元，第二批 5000 亿再贷款再贴现剩余额度 1004 亿元，第三批 1 万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

图 4：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力

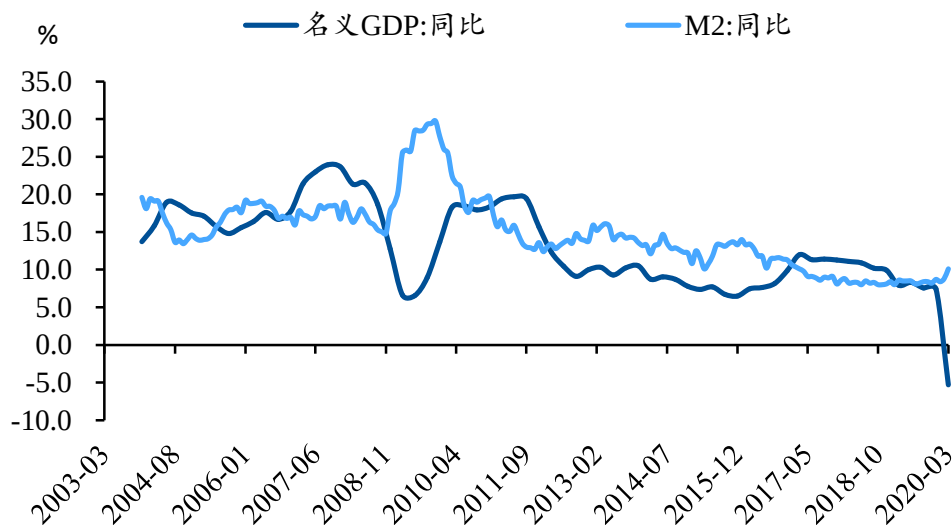


资料来源：Wind，民生证券研究院

五、稳健的货币政策更加灵活适度

央行在报告中指出：下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕。加强对流动性供求和国内外市场的监测，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，**保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高**。增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性，进一步把握好流动性投放的力度和节奏，维护货币市场利率在合理区间平稳运行。在多重目标中寻求动态平衡，更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响，为有效防控疫情、支持实体经济恢复发展营造适宜的货币金融环境。

图 5：长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高

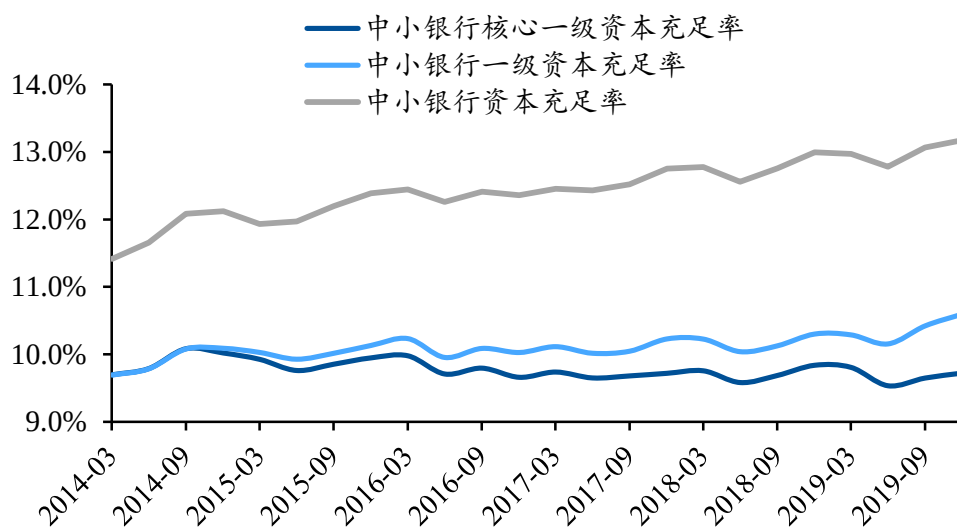


资料来源：Wind，民生证券研究院

六、商业银行补资本取得一定进展

为提升银行永续债的市场流动性，支持银行发行永续债补充资本，央行连续开展央行票据互换（CBS）操作。2020 年第一季度中国人民银行以每月一次的频率开展了 3 次、共 160 亿元 CBS 操作，期限均为 3 个月，费率均为 0.10%。换入债券既有国有大行、股份制银行发行的永续债，也有城商行发行的永续债，体现了央行对中小银行发行永续债补充资本的支持。2019 年至 2020 年 4 月银行已发行永续债 7186 亿元，有效补充了一级资本。

图 6：中小银行急需提供发行永续债补充一级资本



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

全球经济衰退超预期、不良贷款率上升超预期、LPR 下调冲击银行利润。

插图目录

图 1：疫情以来美联储急速扩表，相比之下我国货币政策保持定力	2
图 2：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显	3
图 3：，银行存款利率上浮比例有下压空间	3
图 4：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力	4
图 5：长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高	5
图 6： 中小银行急需提供发行永续债补充一级资本	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_5308

