

《2020年第一季度货币政策执行报告》解读

货币保持宽松，基准利率下调概率降低

■ 核心观点

第一，海外形势方面，2020年全球经济衰退已成定局。发达经济体增速面临下跌，欧元区经济下滑程度令人担忧，新兴市场经济体或将集体遭遇失速。未来如下问题值得关注：全球供应链中断、疫情或在全球出现反复、局部金融风险加速积累。

第二，国内形势方面，2020年一季度，疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。当前国内经济面临挑战较多，包括中小企业经营困难、居民就业压力上升、产业链复工复产的协同配合有待增强、主要农副产品保供稳价需要不断夯实。

第三，货币政策继续保持宽松。货币政策在多重目标中寻求动态平衡，将更加重视经济增长、就业等目标，以更大的力度对冲疫情影响。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。

第四，贷款加权平均利率降幅明显超过同期LPR，货币政策降成本效果开始显现。在专栏一中表示，总体上，评价政策效果关键看能否增加实体经济融资支持总量和降低融资成本。

第五，LPR改革推动了存款利率市场化，短期存款基准利率下调的概率下降。专栏三认为，随着贷款利率整体下行，银行为保持资产负债收益匹配，适当降低负债成本，高息揽储的动力下降，部分银行开始主动下调存款利率，存款利率与货币基金等存款类产品的市场利率逐步实现并轨。

第六，房地产政策继续强化房住不炒和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，相关表述删除“因城施策”，这可能与最近部分信贷资金绕道进入房地产市场有关，边际收紧地方政府对房地产的松绑。

本周市场重点

2020年5月10日，人民银行发布了《2020年第一季度货币政策执行报告》，有如下几点值得关注：

第一，海外形势方面，2020年全球经济衰退已成定局。发达经济体增速面临下跌，欧元区经济下滑程度令人担忧，新兴市场经济体或将集体遭遇失速。未来如下问题值得关注：一是全球经济遭遇供需双侧冲击，疫情已经覆盖全球价值链的大部分重要节点。二是各国应对力度参差不齐，全球经济面临极大不确定性。在缺乏强有力的国际协调背景下，疫情或在全球出现反复，可能引发经济社会运行多次“暂停”和“重启”。三是局部金融风险加速积累，各国企业部门、金融机构的信用风险和市场风险不断累积。

第二，国内形势方面，2020年一季度，疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，但同时强调影响总体可控，长期向好的趋势没有改变。当前国内经济面临挑战较多，包括中小企业经营困难、居民就业压力上升、产业链复工复产的协同配合有待增强、主要农副产品保供稳价需要不断夯实。当前，全球一体化大生产成为全球经济增长重要来源，各国经济活动停滞容易引发全球供应链受阻甚至中断，进一步增加国内经济的下行压力。

第三，稳健的货币政策更加灵活适度，这与“4.17”政治局会议的表述基本一致。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，意味着短期可以适当容忍杠杆率的上升，体现了强化逆周期调节。货币政策在多重目标中寻求动态平衡，将更加重视经济增长、就业等目标，以更大的力度对冲疫情影响。这意味着货币政策在将来一段时间都会保持偏宽松的态势。

第四，贷款加权平均利率降幅明显超过同期 LPR，货币政策降成本效果开始显现。在专栏一《我国货币政策向实体经济传导更为通畅》中表示，总体上，评价政策效果关键看能否增加实体经济融资支持总量和降低融资成本。2020 年，我国一季度贷款加权平均利率为 5.08%，比去年 12 月下降 0.36 个百分点；一般贷款加权平均利率为 5.48%，比去年 12 月下降 0.26 个百分点，贷款利率下降幅度超过 1 年期 LPR 下降幅度，货币政策降成本效果开始显现。4 月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率 0.9 倍的占比为 28.9%，是 LPR 改革前的 3 倍，这意味着贷款利率下限被打破，贷款利率定价的市场化程度明显提高。

第五，LPR 改革推动了存款利率市场化，短期存款基准利率下调的概率下降。在专栏三《贷款市场报价利率（LPR）改革取得重要成效》中强调，随着贷款利率整体下行，银行为了保持资产负债收益匹配，适当降低负债成本，高息揽储的动力下降，部分银行开始主动下调存款利率，存款利率与货币基金等存款类产品的市场利率逐步实现并轨。对于市场热议的存款基准利率是否会调整，本次报告并未提及。我们认为，本次报告强调 LPR 改革推动了存款利率市场化，这在一定程度上降低了央行下调存款基准利率的动力。

第六，房地产政策相关表述删除“因城施策”，边际收紧地方政府对房地产的松绑。房地产政策继续强化房住不炒和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。与 2019 年四季度货币政策报告相比删除“因城施策”，这可能与最近部分信贷资金绕道进入房地产市场有关，边际收紧地方政府对房地产的松绑。事实上，我们一直认为 2020 年虽然中国经济面临较大的下行压力，但大幅放松地产的概率较低。今年以来，部分城市对房地产进行不同程度的松绑，目的主要在于为受疫情冲击的开发商纾困，对于违规资金流入地产进行哄抬价格投机，仍将受到监管当局的打压。

上周市场动态

■ 4 月份外贸数据出炉：出口增速改善难言外需好转

事件：5 月 7 日，海关总署公布了 2020 年 4 月份外贸数据：4 月份，我国出口同比增速 3.5%（前值-6.6%）；进口同比-14.2%（前值-1.0%）；贸易差额 453 亿美元（前值 199 亿美元）。

点评：针对 4 月外贸数据，我们有如下观点：1) 4 月出口大幅改善，主因前期积压出口订单交付及低基数效应。历史数据看，外需变动对出口金额的影响通常存在迟滞，同时，2019 年同期较为疲弱的出口数据也通过低基数放大了本月出口增速的回弹幅度，因此，4 月出口的大幅改善并不意味着外贸趋势的好转。2) 分国家看，除东盟外，其它主要贸易伙伴出口增速均边际改善，这主要由我国复工复产，外贸企业出口恢复导致。3) 短期展望，出口方面，外需实际仍在走弱，国内外贸企业新订单减少的影响将逐渐显现，预计未来数月出口同比增速将会面临较大的下跌压力。进口方面，大宗商品价格将会对进口增速形成拖累，加工贸易行业依旧受到海外疫情的影响，进口增速难以大幅改善。4) 整体看，我们认为年内进口的表现将优于出口，贸易顺差难以持续回升。短期内需将会是支撑国内经济、保障就业稳定的主要动力；两会后财政政策将会进一步发力，新基建投资、汽车消费等将会是主要的刺激目标。

■ 4 月财新服务业 PMI 发布：仍低于荣枯线，但高于前值

事件：5 月 7 日，4 月财新服务业 PMI 发布，录得 44.4，较前月的 43 小幅回升，市场预期为 50.1；综合 PMI 47.6，前值 46.7。

点评：4 月财新服务业 PMI 仍处于收缩区间，表明服务业受到的冲击依然还在持续，服务业产出继续下滑。1) 4 月服务业依然承压主要是受外需下滑的影响，尽管当前欧陆疫情有所放缓，但美英疫情走势依然严峻，且新兴市场疫情有恶化的趋势。具体来看，新业务指数仍处于收缩区间，新出口业务指数再度下挫，未完成业务指数收缩幅度进一步扩大，服务业新订单总量连续三个月下降，显示外需持续低迷。2) 从就业来看，服务业用工连续三个月用工减少，4 月服务业就业指数创新低，显示服务业整体承压，稳就业压力较大。3) 服务业短期内收缩相对显著，且复工复产节

奏偏慢，在服务业逐步企稳的过程中，国外疫情持续蔓延又对出口端造成了较大冲击。4月17日中央政治局定调“以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”表明逆周期政策力度加码，对投资、消费以及出口都有较大支持，预计随着企业和消费者信心提升，服务业景气度会逐步恢复。

■ 央行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》

事件：5月7日，央行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。

点评：全面取消合格境外投资者投资额度限制，有利于深化金融业改革开放，打造全球资产配置“避风港”。《规定》主要内容包括落实取消 QFII 和 RQFII 投资额度管理要求、实施本外币一体化管理、大幅简化证券投资收益汇出手续、取消托管人数量限制、完善合格投资者外汇风险及投资风险管理要求、央行和外管局加强事中事后监管。当前境外投资者已经成为 A 股市场的重要参与者之一，而合格境外投资者制度是中国金融市场开放最重要的制度之一，此次全面取消合格境外投资者投资额度限制，表明资本账户开放正在出发，资本市场受益的同时，实体经济领域也会产生深远影响，从商品市场的开放到资本市场的开放对我国实现经济高质量发展是必要的。但与此同时，这对我国金融监管也提出了更大的挑战，外资加大配置力度存在一定的潜在金融风险；此外，后续若市场波动加大，存在资本出逃的风险，需要完善相关制度设计以匹配越发开放的金融市场。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.05.08)	最新值分位	本周均值 (2020.05.04-05.08)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	0.93	66.6%	1.22	69.1%	14.66	16.35
R007	1.61	61.9%	1.59	61.5%	-4.98	2.04
SHIBOR:3M	1.40	73.7%	1.40	73.7%	0.15	-11.30
1年期国债收益率	1.21	64.5%	1.19	64.4%	6.21	-5.90
10年期国债收益率	2.62	63.9%	2.62	63.9%	9.40	7.56
1年期国开债收益率	1.33	64.2%	1.28	63.8%	7.00	-3.78
10年期国开债收益率	2.95	64.0%	2.93	63.9%	12.59	8.68
美元兑人民币:中间价	7.08	72.8%	7.08	72.9%	0.40%	0.70%
美元指数	99.75	69.1%	99.82	66.6%	1.10%	-1.10%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_5335

