

量重于价：2020年货币政策十大判断（修订版）

引言：2月22日，我们提出了2020年货币政策的十大判断，认为政策的核心在于“量的宽松重于价的宽松”。考虑到近期海外疫情的持续发酵，以及美联储紧急降息下，全球央行宽松节奏将进一步加码，我们将此前报告中“货币政策价的下调空间相对有限”，修订为“货币政策价的下调空间有所扩大”，但保持“量的宽松重于价的宽松”这一核心观点不变。具体来看：

（1）货币政策将更加突出“灵活适度”基调，取向中性偏松。今年货币政策更加突出灵活适度基调，与经济基本面相适应，不会大幅宽松，重点在于政策节奏的变化。疫情冲击下，央行大规模提供流动性并降息，宽松节点明显提前，也是这一基调的体现。

（2）全年通胀压力可控，不会对货币政策形成约束。一季度CPI通胀压力缓慢减退，PPI同比转负，是当前降息的重要背景；随后CPI与PPI出现背离，CPI在高基数效应下继续下行，PPI随着国内外经济共振形成向上趋势，全年通胀压力可控，不会对货币政策形成约束。

（3）货币政策“价”的下调空间有所扩大。实际利率被动走高需要降息予以应对，制约降息空间的内部因素包括房地产泡沫等结构性问题；但在美联储降息背景下，我国货币政策“价”的下调空间有所扩大。

（4）需要更关注货币政策“量”的调控，预计将再降准2-3次。货币政策“价”的下调空间有所扩大，但还需要更多关注货币政策“量”的变化，预计今年再降准2-3次。降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

（5）“量”的另一个重点在于准财政工具PSL。PSL作为财政与货币政策的结合点，将是今年重要的关注点，预计净增6000亿元以上，与2016年重点用于棚户区改造不同，新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。

（6）LPR的下调部分将源于银行加点的调整。全年MLF降息空间有所扩大，除MLF调降外，LPR的下调部分将源于银行加点的下调。此外，与1Q2017相比，净息差实际上还是有所回升的，银行存在向实体经济让利的空间。

（7）房地产金融政策难以放松。本轮房地产严调控持续时间较长，且强调“因城施策”，其背景是我国房地产泡沫的积聚。近期疫情影响下，房地产交易量低迷，土地成交明显下滑，市场对于房地产放松的预期有所升温，但实际上，房地产金融政策是难以放松的。

（8）信贷投放进度或有所后移，社融增速前低后高。虽然1月社融回升幅度超预期，但受疫情影响，信贷投放进度会有所后移。二季度开始经济增速将逐步回升，社融存量增速将呈现前低后高的趋势，预计全年社融存量增速10.9%。

（9）人民币汇率温和升值，不构成货币政策的约束。今年中国、欧元区经济升幅或略微强于美国经济，美元指数难以维持持续强势，人民币汇率将温和升值，区间6.8-7.1。货币政策决策需要考虑内部均衡和外部均衡，汇率温和升值背景下，外部均衡不是主要问题，货币政策可以更好地聚焦内部均衡。

（10）资管新规预计适度推迟，监管政策不会影响货币政策实施效果。一方面，“资管新规”的过渡期可能适度延长，尤其针对不同金融机构分别对待，不能因为“资管新规”的强化实施而发生“处置风险的风险”。另一方面，当前叠加新冠疫情的影响，中国经济短期向下压力较大，监管政策不会在边际上更加严格。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、美联储超预期转向加息等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

引言	3
一、货币政策更加突出“灵活适度”基调，取向中性偏松	3
二、全年通胀压力可控，不会对货币政策形成约束	4
三、货币政策“价”的下调空间有所扩大	5
四、需要更关注货币政策“量”的调控，预计将再降准 2-3 次	6
五、“量”的另一个重点在于准财政工具 PSL	7
六、LPR 的下调部分将源于银行加点的调整	9
七、房地产金融政策难以放松	10
八、信贷投放进度或有所后移，社融增速前低后高	11
九、人民币汇率温和升值，不构成货币政策的约束	12
十、资管新规预计适度推迟，监管政策不会影响货币政策实施效果	13

图表目录

图表 1: 2012 年以来中央经济工作会议对货币政策的表述	4
图表 2: CPI: 疫情影响 Q1 环比上升，但同比依然趋降	5
图表 3: PPI: 受疫情影响 PPI 低点前移	5
图表 4: 主要国家实际房价指数的比较（2015=100）	6
图表 5: 2020 年 3 月 3 日美联储紧急降息 50bp（%）	6
图表 6: 2015 年以来，央行资产负债表规模增速明显放缓，结构调整较大	7
图表 7: PSL 净增额在 2016 年达到峰值	8
图表 8: 2016 年国开行棚改专项贷款规模达到峰值	8
图表 9: 2019 年 8 月以来 1 年期 LPR 调整的拆分（%）	10
图表 10: 1Q2017 以来商业银行净息差总体是回升的（%）	10
图表 11: 预计 2020 年各季度新增社融与 2019 年对比	12
图表 12: 预计 2020 社融余额增速将呈现前低后高趋势	12
图表 13: 今年中国、欧元区经济升幅或略微强于美国经济，美元指数难以维持持续强势	13
图表 14: 中国资产管理总规模在 2017-2018 年小幅收缩后开始企稳回升	14

引言

2月22日，我们提出了2020年货币政策的十大判断，认为政策的核心在于“量的宽松重于价的宽松”。考虑到近期海外疫情的持续发酵，以及美联储紧急降息下，全球央行宽松节奏将进一步加码，我们将此前报告中“货币政策价的下调空间相对有限”，修订为“货币政策价的下调空间有所扩大”，但保持“量的宽松重于价的宽松”这一核心观点不变。具体来看：

一、货币政策更加突出“灵活适度”基调，取向中性偏松

今年货币政策将更加突出“灵活适度”基调，取向中性偏松，与经济基本面相适应，不会大幅宽松，重点在于政策节奏的变化。疫情对经济冲击主要集中在一季度，全年影响相对有限。2月19日，我们在报告《三个角度看复工及其对宏观和行业的影响》中，根据当前对复工形势的判断，将1Q2020的实际GDP同比增速下修至4.6%，较正常情形的预测值下修1.5个百分点（没有疫情的情形下），较上次的预测值下修0.5个百分点（2月2日的预测值）；预计一季度后影响逐步开始减弱，Q2负向影响为0.2个百分点，在逆周期政策对冲下，影响显著减弱；下半年疫情影响基本消除，拖累全年经济增长0.4个百分点，考虑到逆周期政策的对冲作用（+0.1个百分点），全年实际GDP增速降至5.6%（-0.3个百分点）。对比近两年中央经济工作会议对货币政策的表述，2019年为稳健的货币政策要保持灵活适度（2018年为稳健的货币政策要保持松紧适度），今年货币政策将更加突出“灵活适度”基调，取向中性偏松，与经济基本面相适应。

2020年2月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并降息，降息时间节点明显提前，体现了货币政策“灵活适度”的总基调。通常春节后，随着现金的回笼，银行间市场流动性将呈现宽松状态，央行往往不会开展逆回购操作。但今年情况有所特殊，受疫情冲击影响，为避免金融市场大幅波动，央行在节后连续两天大幅开展逆回购操作，补充流动性。2月3日和4日，央行公开市场操作两天累计投放流动性1.7万亿元，保持疫情防控特殊时期银行体系流动性的合理充裕，发出加大逆周期调节力度的信号，稳定市场预期。此外，疫情影响下，主要大宗商品价格明显走弱，PPI同比转正的时间节点也将推后，PPI负增长下实际利率也将被动攀升，进而将对企业库存、固定资产投资造成负面影响。2月逆回购、MLF利率下调10bp，降幅明显高于去年11月（-5bp），货币政策降息的时间节点明显提前，避免实际利率的被动走高，体现了疫情冲击下货币政策的灵活适度。

图表 1：2012 年以来中央经济工作会议对货币政策的表述

年份	中央经济工作会议对货币政策的表述
2012 年	实施 稳健 的货币政策，要注意 把握好度 ，增强 操作的灵活性 。要适当扩大社会融资总规模，保持贷款适度增加，保持人民币汇率基本稳定，切实降低实体经济发展的融资成本。
2013 年	实施 稳健 的货币政策，要保持货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构，提高直接融资比重，推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革
2014 年	实施 稳健 的货币政策，货币政策要更加注重 松紧适度 。要促进“三驾马车”更均衡地拉动增长
2015 年	稳健 的货币政策要 灵活适度 ，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长
2016 年	货币政策要保持 稳健中性 ，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定
2017 年	稳健 的货币政策要 保持中性 ， 管住货币供给总闸门 ，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
2018 年	稳健 的货币政策要 松紧适度 ，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题
2019 年	稳健 的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。

来源：新华网，国金证券研究所整理

二、全年通胀压力可控，不会对货币政策形成约束

一季度 CPI 通胀压力缓慢减退，PPI 同比转负，是当前降息的重要背景；随后 CPI 与 PPI 出现背离，CPI 在高基数效应下继续下行，而 PPI 随着国内外经济共振形成向上趋势，全年通胀压力可控，不会对货币政策形成约束。根据我们 2 月 16 日报告《疫情如何影响物价走势？》分析，预计今年四个季度 CPI 同比分别为：5.2%、4.8%、3.5%、2.4%；预计四个季度 PPI 同比分别为：-0.2%、-0.1%、0.2%、0%。

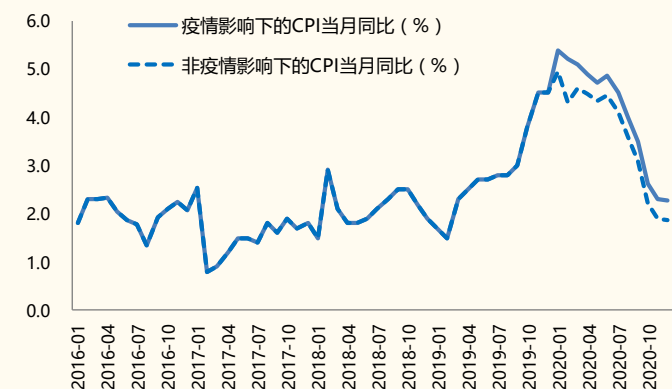
新冠疫情下的 CPI 趋势分析：新冠疫情下大规模限制人口流动、网格化隔离对供需限制整体大过非典，但隔离、限行政策对不同消费品类供需平衡影响分化。食品、医药、生活用品等必须消费是供给冲击定价，隔离、限行导致商品供给下降，需求回落弱于供给，价格上升。可选消费是需求冲击定价，隔离、限行措施导致出行、交通、衣着、通信、服务型消费需求大幅回落，致使价格下降。必须消费约占 CPI 权重 40%且波动性较大，对 CPI 影响更大，因此我们判断一季度 CPI 环比上行，但翘尾因素对冲涨价因素，CPI 同比依然趋降；二季度开始随着疫情消退，CPI 环比转跌，同比将继续下行。预计四个季度 CPI 同比分别为：5.2%、4.8%、3.5%、2.4%。

新冠疫情下的 PPI 趋势分析：本次疫情对 PPI 的影响不同于非典，工业品需求将全面受到疫情、复工延迟、网格化隔离以及大规模限流的影响而回落，进一步导致价格下行。往后看，二季度疫情影响开始消退，此时国内生产和需求也将恢复至正常水平，在逆周期政策的作用下，我国经济可能快速反弹，叠加二季度海外经济企稳回升，可能出现国内与海外经济增长共振向上，从而带动工业品价格反弹。因此我们判断一季度 PPI 环比下行，同比可能转负；但二季度开始随着疫情消退，国内外经济共振向上将推升 PPI 回升；全年 PPI 依然维持 0 附近震荡，低点前移至一季度。预计四个季度 PPI 同比分别为：-0.2%、-0.1%、0.2%、0%。

综合来看，我们对 CPI 的总体判断是：CPI 环比先上后下，但考虑到高基数效

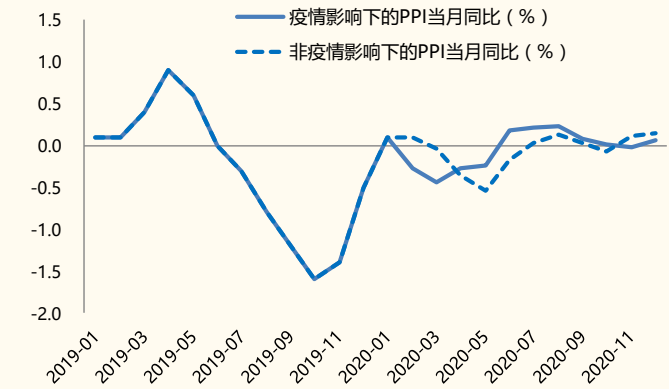
应，CPI 同比趋势向下，但 Q1 幅度可能不大。对 PPI 的判断是：PPI 环比先下后上，考虑基数后，PPI 同比转负开始回升。核心原因在于本次疫情防控措施前所未有，网格化隔离、限制人口流动、延迟复工等对消费品和工业品的供求关系产生了较大影响。对于消费品而言，权重和波动较大的食品项倾向于供给定价，供给下滑程度大于需求，造成价格上涨，但同比来看 CPI 依然向下，幅度放缓。对于工业品而言，需求下滑程度大于供给，造成价格下跌，同比下行。而随着疫情消退，隔离消除，返程复工加快，国内经济有迎来快速反弹，叠加海外经济企稳回升，PPI 开始回升，但 CPI 在高基数效应下继续下行，二者出现分化。因此，我们认为，全年通胀压力可控，不会对货币政策形成约束。

图表 2: CPI: 疫情影响 Q1 环比上升，但同比依然趋降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: PPI: 受疫情影响 PPI 低点前移



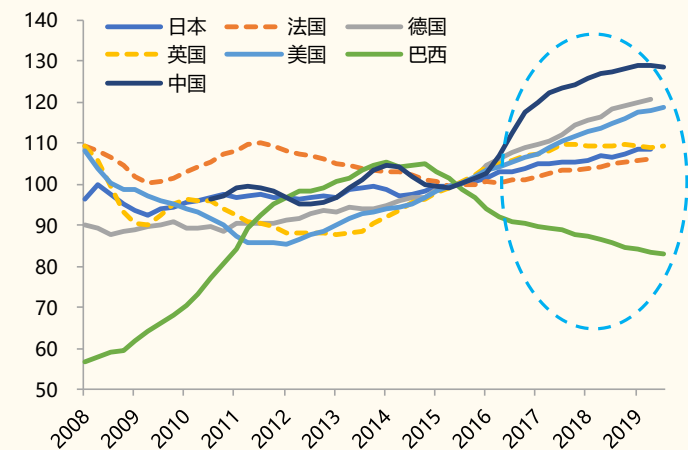
来源: Wind, 国金证券研究所

三、货币政策“价”的下调空间有所扩大

美联储降息背景下，我国货币政策“价”的下调空间有所扩大。

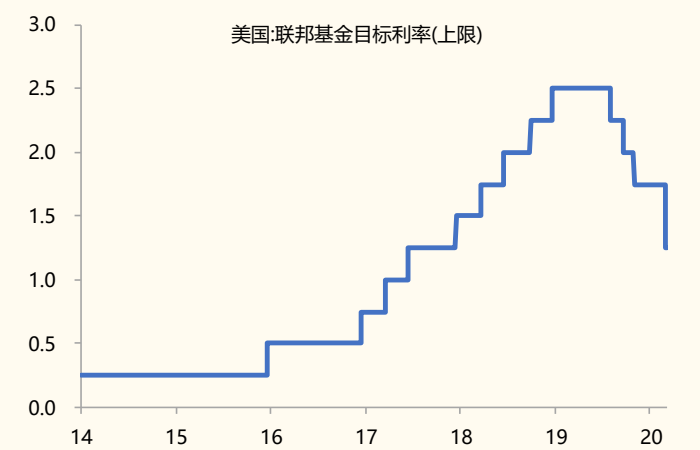
实际利率被动走高需要降息予以应对，制约降息空间的内部因素包括房地产泡沫等结构性问题；但在美联储降息背景下，我国货币政策“价”的下调空间有所扩大。当前疫情影响下，主要大宗商品价格明显回落，PPI 同比转正的时间节点也将推后，PPI 负增长下实际利率也将被动攀升，进而将对企业库存、固定资产投资造成负面影响。因此，货币政策需要通过降息的方式来避免实际利率的被动走高，这是当前降息的重要背景。不同部门面临的实际利率不同，对于企业部门，特别是制造业部门，实际利率需要用 PPI 增速来平减，可以用以 5 年期 AA+中票收益率与 PPI 同比之差衡量企业实际利率水平。2018 年 1 月至 2019 年 11 月，企业实际利率由 1.4% 升至 5.5%，今年 1 月小幅降至 3.9%，PPI 通胀的持续走低是实际利率被动攀升的重要原因。但内部来看，货币政策还面临结构性约束，当前对货币宽松主要约束在于房地产，2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是政策严控房地产的重要原因。外部来看，3 月 3 日美联储紧急降息 50bp，为 1998 年以来第七次紧急降息。考虑到当前美国经济依然面临严重不确定性，且疫情冲击尚未在经济数据中得到体现。我们认为，此次紧急降息后，3 月 18 日美联储 FOMC 常规会议将再度降息，以应对疫情对经济和市场的负面冲击。对于我国来说，全球央行宽松下，我国货币政策降息空间有所扩大，国内金融资产吸引力也将明显提升。

图表 4：主要国家实际房价指数的比较（2015=100）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2020 年 3 月 3 日美联储紧急降息 50bp (%)



来源：Wind，国金证券研究所

四、需要更关注货币政策“量”的调控，预计将再降准 2-3 次

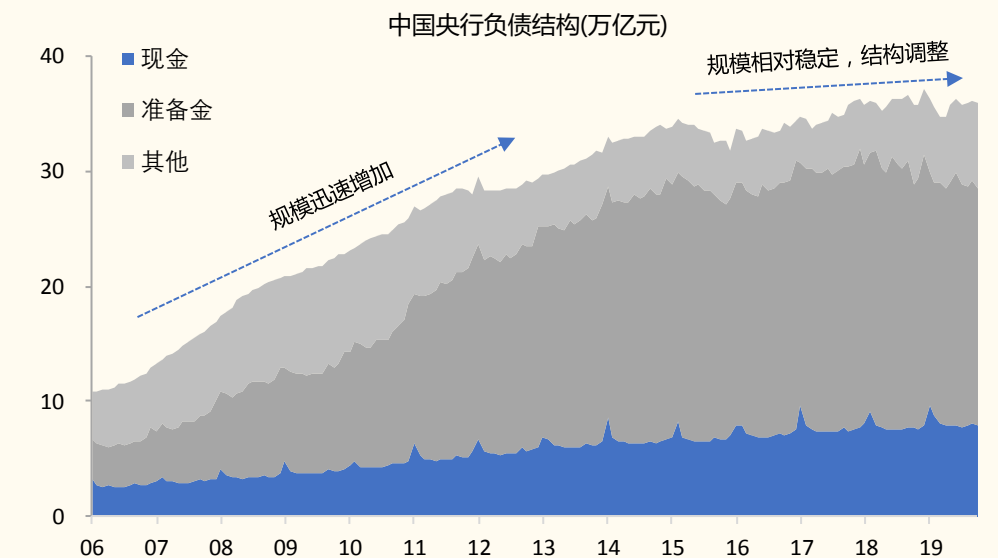
当前我国货币政策调控处在从数量型向价格型转化的过程当中，但转型不能一蹴而就，货币政策仍需要依赖数量调控方式。“在向货币价格调控方式转型的实践过程中，中国货币政策始终面临着政府过度关注经济增长和预算软约束部门、金融市场风险、金融功能深化和汇率形成机制改革等因素制约，金融市场微观基础、制度保障和产品市场发展等方面仍存在问题，货币政策仍需要依赖数量调控方式”¹。全年来看，货币政策“价”的调控空间有所扩大，但仍需要更多关注货币政策“量”的变化，在 1 月降准的基础上，预计今年再降准 2-3 次。

降准有助于改善银行贷款创造存款行为的流动性约束，降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。2015 年以来，央行资产负债表规模增速明显放缓，结构调整较大。外汇占款一度下降较快，央行通过中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具弥补外汇占款下降的资金缺口。同时下调法定存款准备金率，对冲银行因存款增加而需要补缴的法定准备金。事实上降准操作并不改变央行资产负债表规模，只影响负债方的结构，即法定准备金与超额准备金相对占比的变化。“量”的角度来看，法定准备金率的下调增加了超额准备金的供给，放松了银行贷款创造存款行为的流动性约束，有助于保持货币条件总体稳定。“价”的角度来看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。准备金制度要求商业银行将一定比例的资金存放在中央银行，相当于增加了商业银行的机会成本，这一机会成本等于一般贷款加权平均与法定准备金利率之差，目前法定准备金利率为 1.62%，去年四季度一般贷款加权平均利率 5.74%，因此准备金机会成本为 4.12%。与“税收楔子”原理类似，尽管准备金是直接向商业银行征收的，但实际成本并不完全由商业银行承担，而是根据利率弹性的不同在银行、存款人及贷款人之间分摊，高准备金率会间接推高贷款利率。同其他货币政策工具相比，以 7 天逆回购利率（2.40%）、1 年期 MLF 利率（3.15%）来衡量，两者与一般贷款加权平均利率差值分别为 3.34%、2.59%。法定准备金机会成本远大于逆回购、MLF 工具，降准有助于降低商业银行机会

¹ 徐忠. 经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型. 中国人民银行工作论文, 2018, 3

成本，改善信用扩张条件。

图表 6：2015 年以来，央行资产负债表规模增速明显放缓，结构调整较大



来源：Wind，国金证券研究所

五、“量”的另一个重点在于准财政工具 PSL

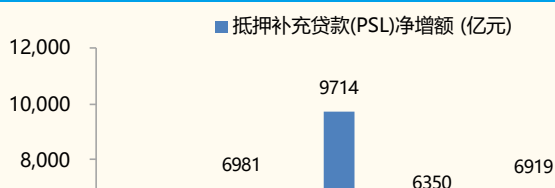
抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为央行货币政策工具之一，于 2014 年 4 月创立，其目的是为国家开发银行支持“棚户区改造”等重点项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。2015 年 10 月，人民银行将抵押补充贷款的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行，主要用于支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。引导金融机构加大对小微企业、“三农”、棚户区改造、扶贫、重大水利工程、地下管廊等重点领域的信贷支持。与 MLF 不同，PSL 投放资金具有定向性质，其重点用于政府支持项目，具有准财政性质，是财政与货币政策的重要结合点。2019 年全年净投放 PSL 1579 亿元，截至 2020 年 1 月，PSL 余额为 3.56 万亿元。

2014-2016 年，我国经济增速放缓，商品房库存被动攀升。2016 年 PSL 规模扩张助力棚户区改造、房地产去库存。2014 至 2016 年实际 GDP 增速从 7.3% 降至 6.7%，经济增速明显放缓。PPI 自 2012 年 3 月以来连续 54 个月负增长，需求放缓，产能过剩严重，4Q2013 至 1Q2016，工业企业产能利用率由 76.8% 降至 72.9%。产能过剩在房地产市场的反映就是商品房库存的不断攀升，2014 年 2 月至 2016 年 3 月，商品房待售面积由 5.1 亿平方米攀升至 7.6 亿平方米，商品房去化周期（商品房库存/过去 12 个月商品房销售面积均值）由 4.2 个月升至 5.8 个月，均为 2002 年以来最高数据。**2016 年 PSL 规模扩张助力棚户区改造、房地产去库存。**2014 年国务院发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，当年完成棚户区改造 470 万套，全国一般预算棚户区改造支出 887 亿元。面对不断高企的房地产库存，2015 年中央经济工作会议提出房地产去库存，棚

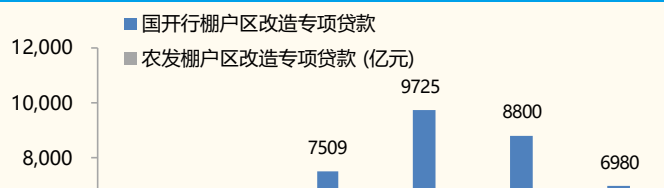
棚户区改造加速。2015年6月国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，提出了积极推进棚户区改造货币化。棚户区改造开始加速，2015、2016年分别完成棚户区改造601万套、606万套，全国一般预算棚户区改造支出增加，2015、2016年分别支出1290亿元、1722亿元。2016年下半年以来，在分类调控、因城施策房地产调控政策指导下，三四线以下城市房地产库存依然很高，成为了棚改货币化的主要地区。2016年PSL净增9714亿元（为2014年以来最高值），较2014年和2015年的3831亿元、6981亿元明显增加，有力支撑了棚户区改造的政策落实。在棚改具体操作方面，国开行和农发行发放棚户区改造专项贷款，其中2016年国开行发行棚户区改造专项贷款9725亿元，较2014年4086亿元、2015年7509亿元，为2013年最高值。2016年农发行棚户区改造专项贷款规模相对较小，为2133亿元。

PSL作为财政与货币政策的结合点，将是今年重要的看点，预计净增6000亿元以上，与2016年重点用于棚户区改造不同，新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。财政政策方面，2019年财政支出保持高增速，但是财政收入增速偏低，并且土地出让收入增速有所放缓。综合考虑地方政府隐性债务等问题，我们认为中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间相对有限。预计今年赤字率从2.8%提高至3.0%，但只能释放2000亿元左右资金，财政政策难以积极。货币政策将更加关注量的变化，降准是一个方面，另一个重点在于货币与财政的结合点，也就是以PSL为代表的准财政工具。2019年PSL净增1579亿元，其中4月至8月连续五个月PSL停发，去年PSL净增量为2014年该工具创设以来的最低值。我们认为，当前经济环境下，PSL为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一，预计今年PSL新增规模可能在6000亿元以上；并且与2016年重点用于棚户区改造不同，今年PSL新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。

图表7：PSL净增额在2016年达到峰值



图表8：2016年国开行棚改专项贷款规模达到峰值



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_6718

