



证券研究报告·宏观研究报告

2020年2月28日

首创宏观“茶”：

货币政策宽松力度进一步加大，房地产调控大概率边际放松

——4季度货币政策执行报告点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 2月19日，央行发布《2019年第四季度中国货币政策执行报告》。我们点评如下：
- 一、对全球宏观经济的企稳持谨慎态度；
- 二、短期内我国经济下行压力较大；
- 三、通货膨胀不是宏观经济的主要矛盾；
- 四、货币政策宽松力度进一步加大；
- 五、房地产调控大概率边际放松。

目录

一、对全球宏观经济的企稳持谨慎态度.....	3
二、短期内我国经济下行压力较大.....	3
三、通货膨胀不是宏观经济的主要矛盾.....	4
四、货币政策宽松力度进一步加大.....	5
五、房地产调控大概率边际放松.....	6

事件：2月19日，央行发布《2019年第四季度中国货币政策执行报告》。

点评：

一、对全球宏观经济的企稳持谨慎态度

在参考IMF、世界银行、OECD等国际经济组织研判观点的基础上，4季度货币政策执行报告（以下简称“4季度报告”）认为，“全球经济增长放缓，虽有企稳迹象，但下行风险仍应密切关注”。与3季度货币政策执行报告（以下简称“3季度报告”）的“全球经济增速放缓，增长动能不足”相比，4季度报告对全球经济的看法边际乐观，体现为“有企稳迹象”的判断，但是依旧持谨慎态度，体现为“下行风险仍应密切关注”的判断。央行对全球经济边际乐观的原因在于，目前美、欧等发达经济体出现企稳的迹象，主因货币政策宽松等政策托底。央行对全球经济持谨慎态度的原因有五点：一是全球PMI等前瞻性指标亦不乐观，政策支持空间也在逐渐收缩；二是近期贸易摩擦风险有所缓和，但不确定性犹存；三是风险因素可能导致避险情绪骤升，并冲击金融体系稳定；四是“低增长、低通胀、低利率、低生产率增长”环境对货币政策调控构成挑战；五是全球经济放缓可能加剧局部地缘政治冲突，气候变化与环境因素等对经济金融的影响也在加大。在我们的年度策略报告《宏观经济“下台阶”，但股、债、金有望“上层楼”》中，我们对2020年全球经济增速持偏空态度，具体研判观点是“2020年全球经济大概率低迷，即使企稳反弹，预计力度也不大”。我们的研判观点与央行基本一致。值得注意的是，央行在2月19日发布4季度报告，彼时新冠肺炎疫情尚未在全球扩散。截至2月28日，新冠肺炎疫情已经在全球48个国家扩散，其中，韩国、日本、意大利、伊朗形势十分不乐观。我们认为短期之内新冠肺炎疫情大概率继续扩散，将对全球消费、投资、贸易形成较大冲击。预计后期IMF、世界银行、OECD大概率下调全球经济增速的预测值，而我们则维持“2020年全球经济大概率低迷，即使企稳反弹，预计力度也不大”的判断。

二、短期内我国经济下行压力较大

对于国内宏观经济的看法，4季度报告的观点是“中长有韧性”但“短空”。“中长有韧性”体现为4季度报告三提我国经济增长具有“韧性”，“短空”体现为4季度报告在三提“韧性”之后，紧接着两次明确指出“同时也必须认识到经济下行压力仍然较大”，“但下行压力仍然较大”，可见“下行压力”是央行要

表达的重点。4季度报告认为短期下行压力的来源有三个：一是企业投资增长仍显乏力；二是在信用风险加快暴露情况下，部分中小金融机构风险偏好下降；三是新冠肺炎疫情对短期内的经济增长会有影响，主要体现在消费减少、企业复工较晚。我们认为，新冠肺炎疫情虽然排在第三，但是是三个下行压力中的主要矛盾和矛盾的主要方面：首先，新冠肺炎疫情对宏观经济的冲击远大于非典，原因包括新冠肺炎疫情的波及全国，而非典仅牵涉广东以及北京，新冠肺炎疫情处于宏观经济下行期，而非典处于宏观经济上行期，2020年第三产业在GDP中占比远高于2003年，而此次新冠肺炎疫情对绝大部分第三产业形成“灭顶之灾”，综上，参考非典期间的经验，2003年2季度GDP增速环比下行2.0个百分点，预计2020年1季度GDP增速大概率环比下跌不少于2.0个百分点，也就是说，1季度GDP增速不高于4.0%；其次，在新冠肺炎疫情使得GDP季度增速创历史新低的背景下，企业盈利增速大概率承压，叠加考虑海外新冠肺炎疫情继续恶化，出口增速大概率承压，二者均利空企业投资，预计2020年制造业投资缺乏大幅上行的基础；最后，在国内外宏观经济增速下行压力加大的背景下，中小企业资金链面临断裂风险，破产概率大幅上升，对商业银行尤其是中小银行的不良贷款率形成较大压力，风险偏好下降导致“惜贷”成为中小银行的理性选择。

三、通货膨胀不是宏观经济的主要矛盾

4季度报告认为，“物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察”，对比3季度报告的“物价形势总体可控，不确定因素有所增加”，央行对通货膨胀的担忧程度明显下降。与3季度报告一样，4季度报告也强调我国“不存在长期通胀或通缩的基础”，但是认为“短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动”。对此，在“统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议”上，习近平总书记指出，“要密切关注疫情对市场供求的影响，做好居民生活必需品保供调度，防止物价过快上涨”，表达了对物价短期上涨的担忧。对于2020年通胀走势，我们的观点较为明确：CPI方面，2020年CPI同比中枢高于2019年，季度走势前高后低，大概率逐季下行；PPI方面，2020年PPI同比不会太高，月度走势较为平稳，大概率前低后高。即使新冠肺炎疫情造成的交通不畅、供需错配、开工延迟可能推高1季度CPI走势，但是我们认为通货膨胀不是宏观经济的主要矛盾，也不是货币政策的主要矛盾：一是在中央的正确领导下，各级政府着力对冲新冠肺炎疫情形成的冲击，湖北省之外的其他地区正有序复工，形势朝着积极的方向发展；二是即使2-3月CPI当月同比走高，但是在宏观经济增速超预期下跌的背景下，CPI同比对

货币政策的掣肘已不大重要，毕竟“在根源上决定货币政策走势的还是经济增长情况”。我们坚持CPI当月同比“逐季下行”的判断，即使1季度CPI同比上行，对我们的判断也不会形成干扰，相反会强化我们“逐季下行”的判断。

四、货币政策宽松力度进一步加大

4季度报告对货币政策的核心表述是“科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间”。该表述意味着货币政策主基调在原先的基础上，总体将延续“偏宽松”基调，具体看：在宏观经济超预期下行的背景下，“科学稳健把握逆周期调节力度”意味着加大“稳增长”的力度，稳健的货币政策要更加偏重“灵活适度”；“守正创新、勇于担当”是新提法，意味着在非常时期要打破惯性思维，在原先政策举措的基础上，推出以往所没有的新举措；“妥善应对经济短期下行压力”，暗示要加大逆周期调节力度，以“确保经济运行在合理区间”；“坚决不搞‘大水漫灌’”则是对市场预期的引导，以免市场对“宽松”的预期过高。在下一阶段货币政策具体举措的第一条，央行指出，“实施好稳健货币政策，科学稳健把握逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”。与3季度报告相比，再次强调“科学稳健把握逆周期调节力度”，而3季度报告的相应表述是“加强逆周期调节”。此外，4季度报告强调“促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”，而3季度报告的相应表述是“保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”，意味着“宽信贷”力度将加强。3季度报告强调，“货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位”，在4季度报告中，类似的表述位置后移，且代之以“灵活运用多种货币政策工具，以适度的货币增长支持高质量发展，有效支持经济运行在合理区间”。值得注意的是，2月12日政治局常委会指出，“要加大宏观政策调节力度”，“要保持稳健的货币政策灵活适度”，2月21日政治局会议指出，“稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵”。在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上，习近平总书记指出，“加大宏观政策调节力度。宏观政策重在逆周期调节，节奏和力度要能够对冲疫情影响，防止经济运行滑出合理区间，防止短期冲击演变成趋势性变化”。货币政策方面则再次强调“稳健的货币政策要更加注重灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置”，

而“用好已有金融支持政策，适时出台新的政策措施”则与“守正创新、勇于担当”的提法相呼应。

五、房地产调控大概率边际放松

4季度货币政策执行报告对房地产调控的表述是“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。与3季度报告相比，4季度报告增加“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的表述，而与2019年12月的中央经济工作会议相比，4季度报告则增加“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的表述。客观而言，从表述上看，央行对房地产市场调控基调是边际趋严的。对于2-4季度房地产市场调控，我们认为大概率加大边际宽松的力度。首先，从经济实际运行看，我们判断受新冠疫情的影响，1季度GDP增速大概率不高于4.0%，应该说，与市场预期的负增长相比，我们的判断相对保守。2月21日政治局会议明确提出，要“努力实现全年经济社会发展目标任务”，2月23日习近平总书记指出，要“防止经济运行滑出合理区间”。在1季度GDP增速不高于4.0%，乃至负增长的背景下，预计2020年2-4季度GDP增速的均值必须超过6.0%。我们看宏观经济的“三驾马车”，哪一驾能够拉动2-4季度宏观经济增速均值达到6.0%。我们认为消费增速不排除创新低的可能，2-4季度有部分累计的消费会滞后爆发，但是爆发力度大概率低于预期，如前所述，出口增速不容乐观，因此能够在短期之内挑起大幅拉动经济增长“大梁”的，只能是固定资产投资。在固定资产投资的“三驾小马车”中，制造业投资是中央认为合适的“稳增长”的“抓手”，但是如第一部分所述，制造业投资缺乏大幅上行的基础。因此，“稳增长”的重任只能落在基建投资与房地产投资“肩上”。但是基建投资涉及到地方政府债务的问题，在“严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”的背景下，基建投资虽然面临诸多利好，但依靠其“一己之力”去撑2-4季度6.0%

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_6956

