

货政报告提到的和没提到的

——暨我们的推演

宏观事件点评

2020年02月20日

报告摘要:

● 2019Q4货政报告提到的和没提到的

提到的几个要点: 经济下行压力加大、坚持“房住不炒”、LPR改革取得一定成效、加大对防疫的货币信贷支持力度、继续监测分析物价等方面。

没有提到的几个方面: 没有设专栏对疫情影响做专门分析, 没有回应市场对于存款利率下调的争论, 没有提出货币政策支持疫情防控的新举措。

我们的看法: 央行没有提到的方面, 可能是市场更为关注的, 货币政策的未来取向, 仍然值得我们深入探讨。

● 货币政策基调有必要从“稳健”转向“适度宽松”

本周复工进程有所加快, 但整体复工率仍有待提高。 今年春节后人口迁移规模远低于去年同期, 还有大量员工没有回到工作所在地。复工率低使实体企业生产和经营困难。

财政货币双积极形成合力, 货币政策基调有必要转向“适度宽松”。 应对疫情带来的负面影响, 财政政策和货币政策双积极是十分必要的。财政方面同时面临减收和增支的局面, 仅靠财政政策独木难支, 货币政策也应从基调起加大积极力度。

● 货币政策发力或需要下调存款利率

对于以银行为代表的储蓄机构而言, 存款占其资金来源主要部分。 而来自央行的借款占比不到5%。因此仅下调MLF利率对于降低商业银行资金成本作用有限。如欲保障LPR有序降低, 需下调存款利率, 在降低实体经济融资成本的同时保证商业银行利润获取, 否则长此以往必然会恶化商业银行资产负债表。此外, 出于配合积极财政政策下国债发行考虑, 未来还会开展降准操作。

● 下调存款利率有两种方式

第一种方式是直接下调存款基准利率。 这样的好处是比较直接, 能迅速降低商业银行存款端成本。也能够起到促进消费、避免存贷款利率倒挂、提高金融可持续性等作用。但坏处在于, 直接下调存款基准利率, 与央行一直推行的利率市场化政策、疏通货币政策传导机制的意图相违背。

第二种方式是加快存款利率市场化步伐。 在此背景下, 存款利率基准锚有可能是Shibor或者DR007, 并通过利率走廊锁定利率波动风险, 考虑到Shibor靠报价形成, 不能及时反映市场供求情况, 我们预计可能会采用DR007。

● 下调存款利率对股市和债市的影响

对股市而言: 下调存款利率配合再融资新规, 流动性宽松下股市不缺机会, 我们看好TMT、新能源汽车、医药为代表的高科技行业。

对债市而言: 如果未来存款利率下调, 预计包括LPR能打开较大的下调空间。对于债券市场来说, 银行资金成本的下降, 也能促使市场利率进一步下降。在抗击疫情的背景下, 货币政策预计会持续发力, 十年国债收益率仍有一定下探空间。

● 风险提示: 中小银行经营恶化、通胀超预期、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: 毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@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、2019Q4 货政报告提到的和没提到的

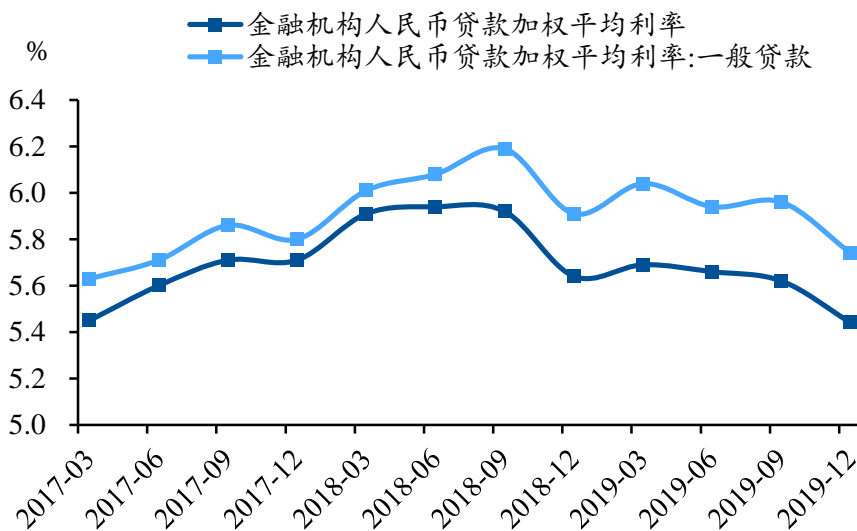
2月19日晚间，央行发布2019年四季度货币政策执行报告，提到了几个要点：

第一，内外部风险挑战增多，经济下行压力加大。本期的表述与中央经济工作会议基本一致，上期的表述是“国内外形势复杂严峻，经济下行压力持续加大”，本期突出了“风险挑战增多”。

第二，坚持“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段。这一表态基本与上期一致，由于中央经济工作会议继续强调“房住不炒”，房地产政策基调未变，央行也沿用了原有表述。

第三，LPR改革取得一定成效。12月，新发放贷款加权平均利率为5.44%，比9月下降0.18个百分点，同比下降0.2个百分点，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、促进贷款利率下行的作用正在发挥。

图1：2019年四季度贷款加权利率明显下行，LPR改革取得成效



资料来源：Wind，民生证券研究院

第四，把疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。认为疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。这些是本期关于疫情的新增表述。

第五，短期内疫情可能对物价形成扰动，应继续密切监测分析。但强调不存在长期通胀或通缩的基础。该表述与央行近期官方表态一致。

没有提到的几个方面：

第一，没有设专栏对疫情影响做专门分析。本期报告设了四个专栏，但没有一个专栏专门分析疫情对中国经济的影响，这方面分析仅仅散落在全文各处，不成体系。这表明，央行也如美联储一般，呈现出数据依赖性的特征，在数据出来之前以继续观察为主，不做更多表态。

第二，没有回应市场对于存款利率下调的争论。疫情发生后，市场上掀起了存款利率是否应下调的争论，央行未对此进行回应。我们推测，近期各部门工作均围绕防疫展开，工作非常忙，可能还没有来得及对此进行回应。

第三，没有提出货币政策支持疫情防控的新举措。在支持防疫的具体措施上，重申了近期出台的专项再贷款、加大信贷投放力度等举措，未提出新举措。

小结：往年四季度报告多在2月上中旬发布，疫情之下，市场有预期本期报告可能延迟发布。最终这期报告仍然如期发布，但有很多问题没有来得及深入分析。纵览整个报告，我们认为，央行未提到的方面，可能是市场更为关注的，货币政策的未来取向，仍然值得我们深入探讨。

二、2月20日央行下调LPR的原因和展望

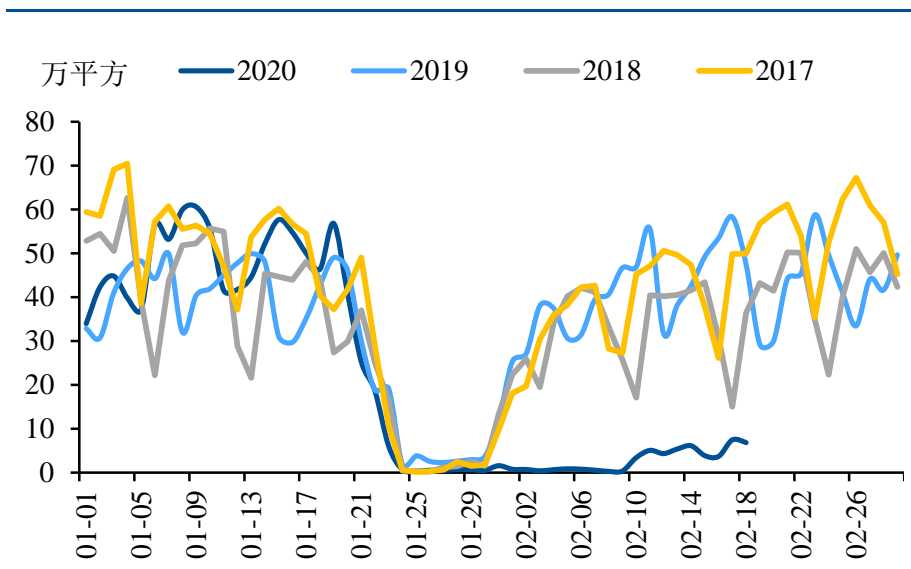
2.1 OMO-MLF-LPR 联动模式是本次 LPR 下调的基础

去年下半年，我们最早提出 OMO-MLF-LPR 利率将开启联动下降之旅，目前已经成为市场共识。因为当前我国商业银行出现明显的流动性分层问题，中小银行负债压力较大，这会进而加大中小企业融资难题。所以 MLF 利率和 OMO 利率会开启联动下调的模式，前者起到政策引导的作用，后者通过降低银行间市场融资成本来保障商业银行负债成本全面下行，进而共同推动 1 年期和 5 年期 LPR 利率下行。

2.2 货币政策本身就有宽松必要，本次疫情更是加快了这一进程

我们自去年 11 月起最早提示 2020 年一季度起房地产投资快速下滑风险，认为中国经济下行压力未解除，1 月降准之后，货币政策仍需要继续宽松。毫无疑问，本次疫情短期内对经济冲击较大，房地产投资下行压力较大，这进一步促进了货币政策宽松的到来。

图 2：历年春节前后 30 大中城市商品房成交面积（数据截至 2 月 18 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 本次疫情对实体企业特别是中小企业冲击较大，需要有效降低其融资成本

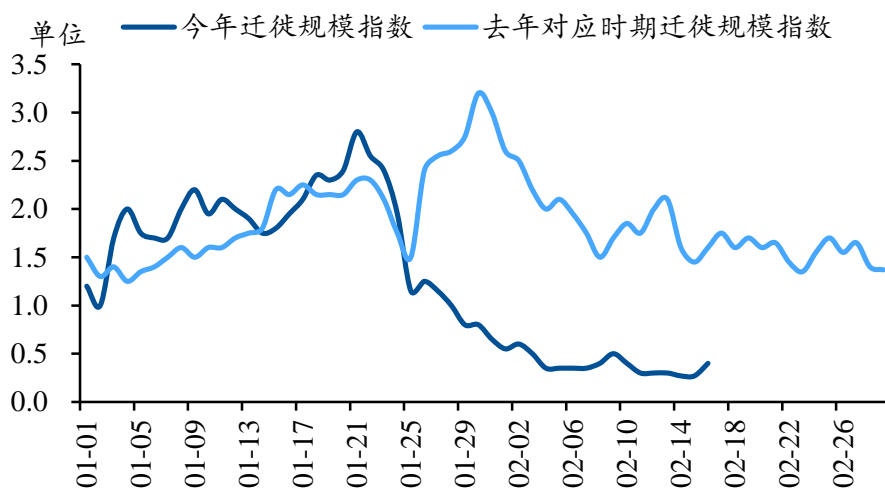
本次疫情对实体企业造成明显冲击。消费端来看，疫情降低了居民部门消费意愿；生产端来看，多地假期延长使其开工被迫推后，甚至不排除个别企业永久性停工的风险。另一方面，相当一部分实体企业必须承担税收、利息、租金和工资的支出，其经营压力变大。货币政策有必要适度宽松以有效降低实体企业特别是中小企业融资成本。

三、货币政策基调有必要从“稳健”转向“适度宽松”

3.1 本周复工进程有所加快，但整体复工率仍有待提高

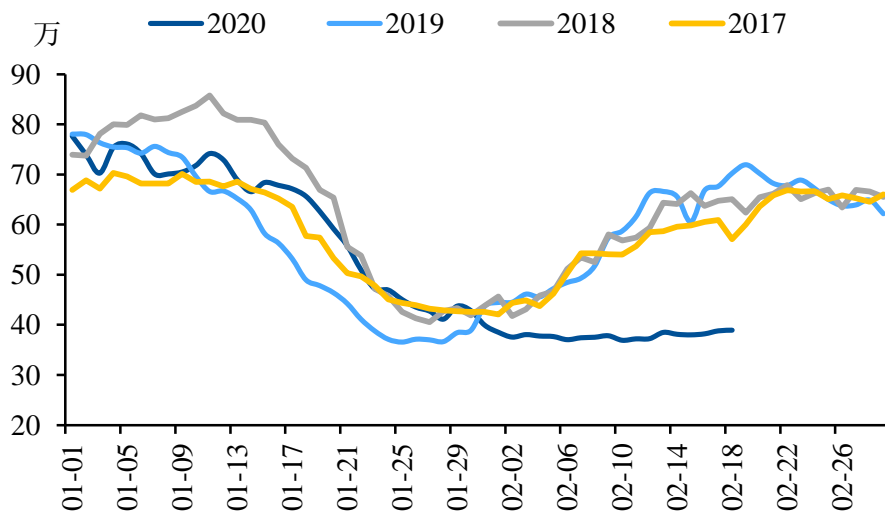
根据百度地图全国迁移指数，今年春节后人口迁移规模远低于去年同期，说明还有大量员工没有回到工作所在地。从发电耗煤来看，春节后六大电厂日均发电耗煤量远低于去年同期。复工率低加大了实体企业生产和经营的困难度，根据第一财经调研，疫情背景下 69.23% 企业现金流能维持 3 个月以上，但如果疫情在 3 个月内得不到有效遏制，将有企业面临破产风险。

图 3：从全国迁移指数来看复工率仍处低位（数据截至 2 月 17 日）



资料来源：百度地图慧眼，民生证券研究院

图 4：从发电耗煤来看工业生产复工仍处低位（数据截至 2 月 18 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 财政货币双积极形成合力，货币政策基调有必要转向“适度宽松”

应对疫情带来的负面影响，财政政策和货币政策双积极是十分必要的。财政方面同时面临减收和增支的局面，且面临赤字率的制约，仅靠财政政策独木难支，货币政策也应从基调起加大积极力度，预计未来几个月 LPR 仍有下调空间。这可以释放出更多货币政策发力的空间，也有助于提高社会各界恢复生产消费的信心。我们预计，货币政策全面发力之后，一季度贷款余额增速应回升到 12% 以上，M2 增速应回升到 9% 以上。

表 1：财政发力空间面临赤字率的制约（单位：亿元）

年份	公共财政收入	公共财政支出	财政收支差额	计算赤字率	收入同比增长	支出同比增长
2019	151,278	205,560	-54,282	-5.48%	-17.49%	-6.95%
2018	183,352	220,906	-37,554	-4.09%	6.25%	8.64%
2017	172,567	203,330	-30,763	-3.70%	8.16%	8.25%
2016	159,552	187,841	-28,289	-3.79%	4.82%	6.87%
2015	152,217	175,768	-23,551	-3.42%	8.46%	15.89%

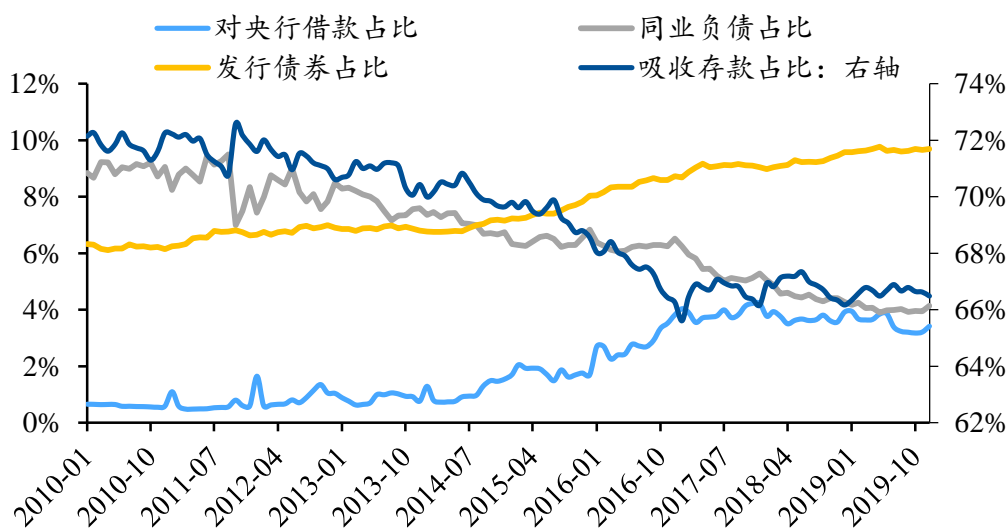
资料来源：Wind，民生证券研究院

四、货币政策发力或需要下调存款利率

4.1 存款占银行资金来源大头，下调 MLF 利率对降低银行成本作用有限

对于以银行为代表的储蓄机构而言，存款占其资金来源主要部分，而来自央行的借款占比不到 5%。因此仅下调 MLF 利率对于降低商业银行资金成本作用有限，而且由于 MLF 更多被大型银行获取，中小银行获取较少，因此开展 MLF 无法有效降低中小银行资金成本，反而会造成一定流动性分层效应。

图 5：储蓄机构资金来源占比

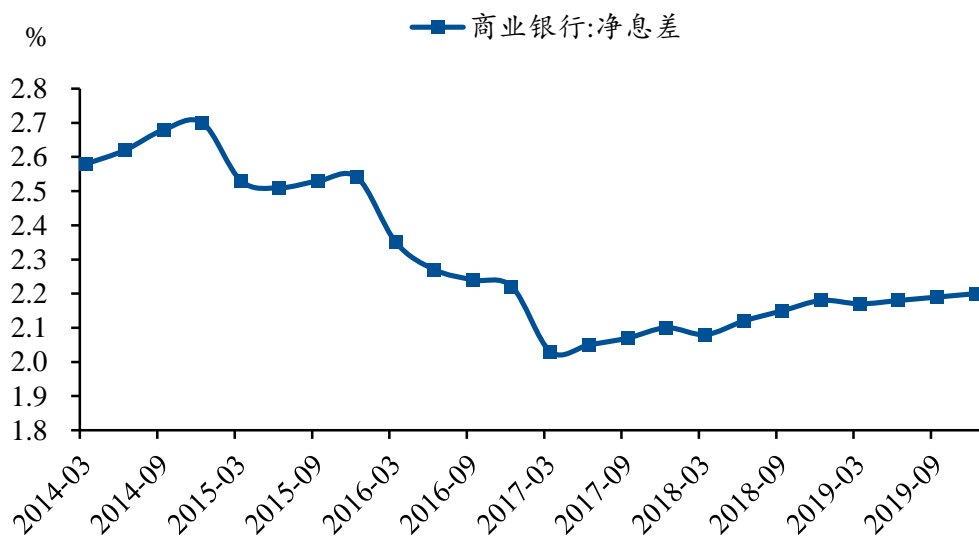


资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 LPR 如欲继续降低，需下调存款利率

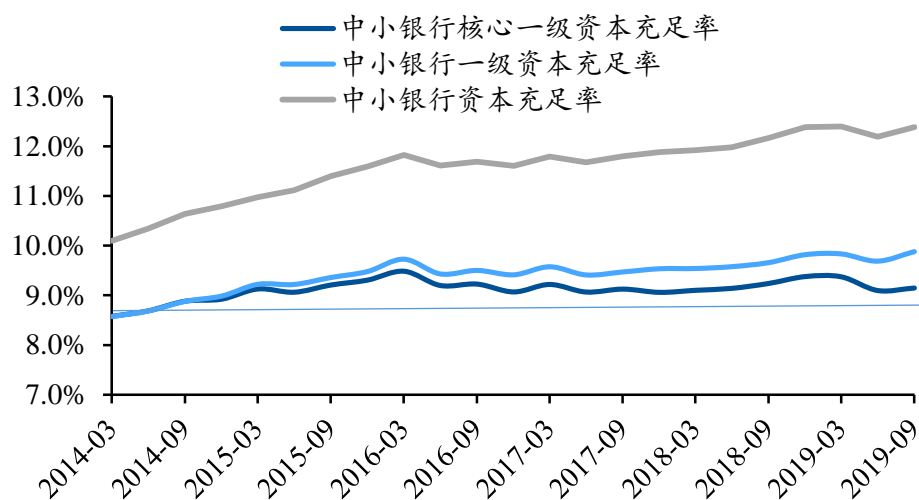
去年 8 月贷款利率市场化以来，LPR 持续下行，在一定程度上起到降低实体企业融资成本的作用。但在存款利率不变的情况下，贷款利率单独下降会削弱商业银行盈利能力，使其净息差收窄。对于中小银行而言，其补充核心一级资本的主要渠道是靠净利润，净息差收窄会使净利润降低，进而影响其核心一级资本增速，加大中小银行经营风险。因此，如欲保证 LPR 有序降低，需下调存款利率，在降低实体企业融资成本的同时保证商业银行利润获取，否则长此以往必然会恶化商业银行资产负债表。

图 6：商业银行净息差走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：净息差收窄会损害中小银行盈利能力，削弱其核心一级资本充足率



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_7008



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>