

总量稳健，结构调控，短期战疫

——2019年四季度货币政策执行报告点评

报告摘要：

通过对2019年四季度央行货币政策报告的分析，我们预计未来货币政策主基调将呈现出短期战疫，中长期科学稳健地逆周期调节，重视总量稳健，结构调控，实现有效降低社会融资成本的政策目标。

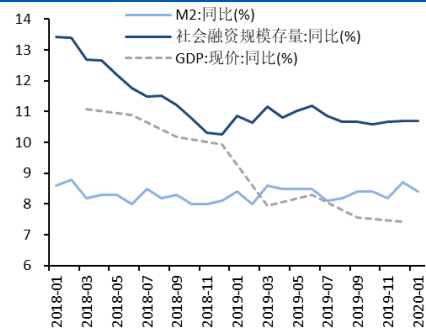
短期内，货币政策将保持稳健宽松的基调，央行将继续使用降息及定向降准。流动性方面，在流动性保持合理充裕的前提下，公开市场操作将以价格调控为主，增强中长期流动性的补充，着重引导短端利率向中长期实体融资成本的传导。信贷方面，针对疫情防控的相关企业以及受疫情影响较大的行业，央行将实施精准的货币信贷支持，如定向降准、再贷款政策，适当下调贷款利率并投放中长期信贷，支持企业的复工复产，缓解社会信用收缩的风险。地产方面，本次报告再次重申房住不炒的立场，意味着总量层面偏谨慎，但各地可以继续实施“因城施策”的基本原则，目前已有部分城市在土地交易层面放松约束。考虑到地方政府对土地财政的依赖程度较大，叠加政府税收减少的不利因素，未来各地根据实际情况小幅放松地产政策的可能性较大。

中长期来看，央行仍将继续保持稳健的货币政策取向，但重点提出要科学稳健把握逆周期调节，重点提出“三个度”，透露出以下三点内容：一是为保持宏观杠杆率的稳定，货币政策继续宽松的幅度不会过大。货币和信贷投放保持在合意程度，略高于GDP名义增速即可。此举降低了对于社融增速的要求，意味着资管新规过渡期虽可能延长，但未来非标融资的规模并不会放开。在疫情防控结束，经济逐步修复反弹之后，货币政策可能将边际收紧，转向正常化。二是未来国内经济的增长将以扩大内需为主要方向，强化消费和基建对于经济的支撑作用。货币政策逐渐转向精准性、主动性调控，运用定向降准释放流动性的方式将更加频繁，信贷资源将优先流向先进制造、民生建设、基础设施短板等领域。三是强调LPR改革对于降低企业融资成本的作用已经显现，重申完善LPR传导制度仍将是货币政策的主要工作。暗示未来央行将继续推动LPR的下行，以促进社会融资成本的降低。

后续LPR下行的推动，除了依靠央行通过调降引导之外，央行意在暗示银行也要主动降低负债成本，打破贷款利率隐形下限。为了防止银行压缩息差导致其补充资本不足，央行将采取相应举措：一是通过发行永续债的方式帮助银行拓展外源资本补充渠道；二是通过降准节约银行资金成本；三是降低货币市场利率，减少同业负债成本。

风险提示：LPR下行幅度不及预期，通胀超预期上行。

相关数据



相关报告

《市场风险偏好修复，信用利差主动收窄——流动性周度观察（2020年第7周）》

20200217

《疫情边际向好，推升复工预期——实体高频观察（2020年第7周）》

20200217

《疫情对CPI有短期助推作用但不大，对PPI打压较大——1月物价数据点评》

20200211

《新冠肺炎黑天鹅高频数据整体走弱，关注疫情后续发展——实体高频观察（2020年第6周）》

20200211

《短期流动性向好，预计2月LPR报价下移——流动性周度观察（2020年第6周）》

20200210

《从SARS看本次新冠肺炎疫情大？》

20200130

《1月是合适的降准窗口》

20191224

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 货币政策主基调：短期战疫，中长期科学稳健地逆周期调节.....	3
1.1. 疫情防控期间，货币政策保持稳健宽松的基调.....	3
1.2. 中长期科学稳健逆周期调节：重视总量稳健，结构调控.....	3
2. 疫情防控期间，货币政策将如何操作？.....	4
2.1. 流动性：短期利率低位运行，着重引导实体融资成本的下行.....	4
2.2. 信贷：结构性精准投放，促进实体经济的修复.....	5
2.3. 地产：重申房住不炒立场，总量层面偏谨慎.....	6
2.4. 通胀：预期基本平稳，不会制约货币宽松取向.....	6
3. 债市展望：稳健的逆周期调控下，长债料震荡走弱.....	6

图表目录

图 1: M2、社融与 GDP 增速.....	4
图 2: LPR 改革后，贷款利率下行明显.....	4
图 3: 今年 2 月以来公开市场操作情况.....	5
图 4: 银行间短期利率快速下行至低位.....	5

1. 货币政策主基调：短期战疫，中长期科学稳健地逆周期调节

1.1. 疫情防控期间，货币政策保持稳健宽松的基调

货币政策短期围绕疫情防控展开，将继续加大货币及信贷的支持力度。从经济短期形势来看，央行指出“展望未来一段时期，新冠肺炎疫情对中国经济造成一定影响，但持续时间和规模都有限，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化”。本次央行货币政策展望中提到，“将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”。预计在疫情防控阶段，货币政策仍将继续保持稳健宽松的基调，着重加强对疫情防控企业、受疫情影响较为严重的产业的金融资源支持，预计降息及定向降准等工具仍会继续使用。

1.2. 中长期科学稳健逆周期调节：重视总量稳健，结构调控

货币政策中长期重在科学稳健地逆周期调节，确保经济运行在合理区间。首先从经济基本面来看，央行在报告中认为当前“经济下行压力仍然较大，我国经济正在由高速增长转向高质量发展，结构性、体制性、周期性问题相互交织，增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”影响持续深化。”在这一形势之下，货币政策执行报告中强调“科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。”

相较 2019 年三季度货币政策执行报告，货币政策在继续保持稳健基调的同时，将逆周期调节的重要程度提前。同时增设专栏《科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度》，重点提出三个度。

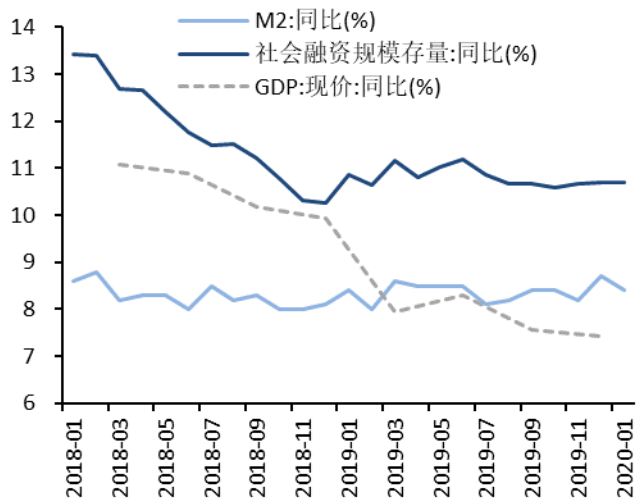
一是科学把握总量的度。货币政策中介目标转为广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。表明未来一段时间内，货币政策继续宽松的幅度不会过大。报告中强调，当年宏观杠杆率仍处在高位，为保持宏观杠杆率的稳定，意味着货币和信贷投放未来将保持在合意程度，略高于 GDP 名义增速即可，此举降低了对于社融增速的要求，意味着资管新规过渡期虽可能延长，但未来非标融资的规模并不会放开。在疫情防控结束，经济逐步修复反弹之后，货币政策也可能转向正常化。这也与报告中提及的“维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位”相呼应。

二是有效把握结构的度。运用结构性货币政策精准滴灌，发挥“三档两优”存款准备金框架作用，用好定向降准、再贷款、再贴现、宏观审慎评估等工具，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费双升级。这表明，货币政策逐渐转向精准性、主动性调控。未来运用定向降准释放流动性的方式将更加频繁。国内经济以扩大内需为主要方向，信贷资源将优先流向先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，强化消费和基建对于经济的支撑作用。

三是加大改革的力度。进一步深化利率和汇率市场化改革，用改革的方法疏通货币政策传导，强化市场化的利率形成、传导和调控机制。完善 LPR 传导机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转化，坚决打破贷款利率隐性下限，促进降低社会综合融

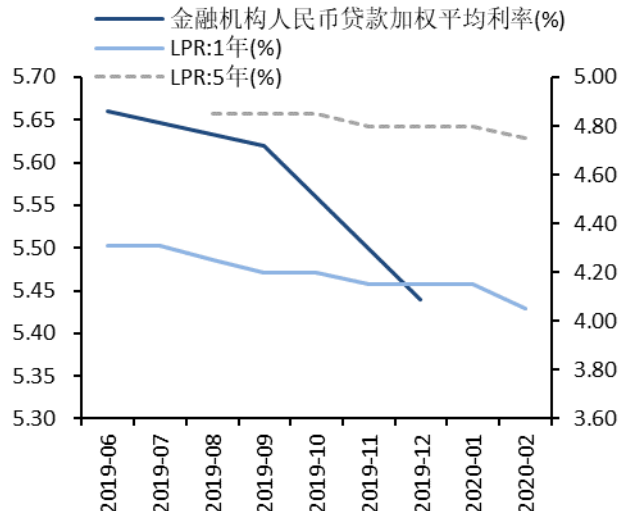
资成本，缓解小微企业融资难融资贵问题。报告中指出“LPR 改革降低企业融资成本的作用已经显现，12 月新发放企业贷款加权平均利率为 5.12%，较 LPR 改革前的 7 月下降 0.2 个百分点，”中长期来看，完善 LPR 传导制度仍将是货币政策的主要工作，释放出的降息信号明显，未来我们将继续看到 LPR 的下行，从而引导社会融资成本的降低。

图 1: M2、社融与 GDP 增速



数据来源：东北证券，Wind

图 2: LPR 改革后，贷款利率下行明显



数据来源：东北证券，Wind

2. 疫情防控期间，货币政策将如何操作？

自新冠肺炎疫情防控期间以来，2020 年 2 月 1 日，人民银行、财政部、银保监会 13 会、证监会、外汇局已发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，提到重点加大货币信贷支持力度，保持流动性合理充裕。本次货币政策报告中也重点回顾疫情防控期间的货币信贷投放情况，并部署了下一阶段的主要任务，内容上基本一致，但继续强调了对疫情防控的金融支持仍是近期货币政策关注的重中之重。

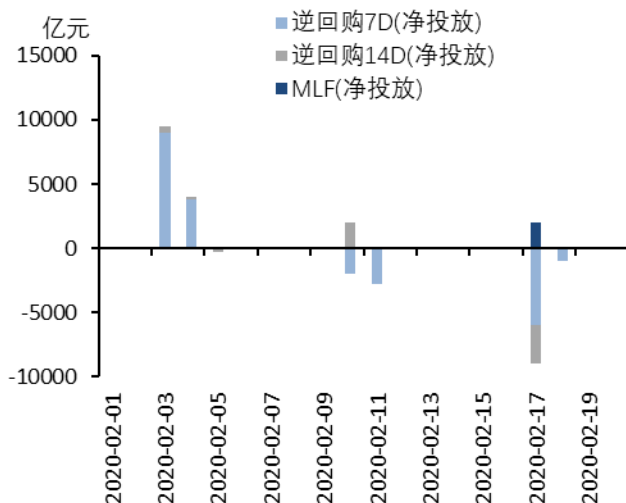
2.1. 流动性：短期利率低位运行，着重引导实体融资成本的下行

本次货币政策报告中提到，央行于春节后连续两日投放 1.7 万亿短期流动性并下调 OMO 利率的用意有两点：一是“应对疫情对市场流动性的影响，稳定市场预期”；二是通过“流动性投放推动货币市场和债券市场利率下行，并将进一步推动贷款市场利率下行，有利于降低资金成本，缓解企业特别是小微企业的财务压力，扩大融资规模，支持实体经济”。

近期公开市场操作呈现出缩量续作，投放期限拉长的特点。未来一段时间内，在流动性保持合理充裕的前提下，公开市场操作将以价格调控为主，增强中长期流动性的补充，着重引导短端利率向中长期实体融资成本的传导。一是疫情目前得到有效防控，各地企业复工情况也有所好转，叠加利好政策的出台，当前市场预期有所修复；二是近期银行间市场流动性较为充裕，带动 DR007 等短期利率的快速下行，已经达到了维持货币市场平稳运行的目的。公开市场操作的重点将在于继续通过 MLF

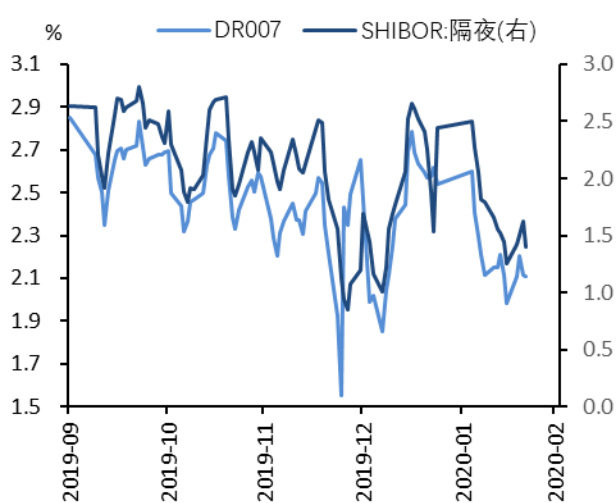
利率的下调引导 LPR 压缩实体融资成本。

图 3: 今年 2 月以来公开市场操作情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 银行间短期利率快速下行至低位



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信贷：结构性精准投放，促进实体经济的修复

针对实施疫情防控的相关企业以及受疫情影响较大的行业，央行将实施精准的货币信贷支持，适当下调贷款利率并投放中长期信贷，支持企业的复工复产，缓解社会信用收缩的风险。中国人民银行已于 2020 年 1 月 31 日，向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金。

货币政策报告中提出，“加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度”，对重点企业提供优惠利率的信贷及贴息支持。同时对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但暂遇困难的小微企业不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响。

专栏 2《理性看待商业银行利润增长》中提到，“商业银行要发挥利润较多的优势，进一步加大对实体经济尤其是小微企业的支持力度，适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”。央行意在暗示 LPR 利率的下行不能完全依靠 MLF 的引导，银行也要主动降低负债成本，打破贷款利率隐形下限。但由于商业银行利润的 60%用于补充资本，若存贷息差压减，也将影响到期后续投放信贷。因此央行将采取相应举措：一是通过发行永续债的方式帮助银行拓展外源资本补充渠道；二是通过降准节约银行资金成本；三是降低货币市场利率，减少同业负债成本。

未来对于中小银行的支持力度将明显加强，如采取定向降准的方式增强中小银行的信贷投放能力，推动中小银行发行永续债补充资本。货币政策执行报告原文中提到“重点支持中小银行补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力，防范社会信用收缩风险。” 包商事件之后，央行针对中小银行流动性风险的警

惕程度明显上升，相较 2019 年三季度，报告删除了“有序推进结构性去杠杆”，增加“牢牢守住不发生系统性风险的底线”，并明确指出金融机构、地方政策、金融监管部门、人民银行的各方职责，凸显出央行防风险的态度之坚决。

2.3. 地产：重申房住不炒立场，总量层面偏谨慎

相较 2019 年三季度货币政策执行报告，本次增加“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的说法。央行再一次重申房住不炒的立场，意味着从全国总量层面来看，房地产政策并不会因为疫情而出现明显松动，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。2 月 20 日，LPR 报价继续下调，1 年期 LPR 下调 10BP，5 年期 LPR 利率下调 5BP，由于 5 年期 LPR 报价直接与房贷利率挂钩，因此本次下调空间也反映出当前房地产总量政策偏谨慎的信号。

各地则继续执行“因城施策”的基本原则，近期各省市密集出台有关土地交易、房屋开竣工、销售等稳地产政策，具有边际放松迹象，多数地方采取延迟缴纳土地出让金、允许延期开竣工等措施，意在缓解短期内房企流动性困难，并不存在实质性放松。但部分地区在土地交易层面放松约束，以提高房企拿地的积极性，如苏州取消部分地块封顶预售、现房销售限制条件，缩短企业从拿地到预售的工期；无锡推出预售部分完成 25% 以上投资即可申请预售的政策；西安、上海推出可分期缴纳土地出让金政策。考虑到地方政府对土地财政的依赖程度较大，叠加政府税收减少的不利因素，未来各地根据实际情况小幅放松地产政策的可能性较大。

2.4. 通胀：预期基本平稳，不会制约货币宽松取向

本次货币政策执行报告中删除了 2019 年三季度提及的“短期内消费物价仍面临上行压力，防止通胀预期发散”的说法，认为“通胀预期基本平稳”。表明近期通胀不会制约货币政策宽松取向。

同时报告中提示“短期内新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动”，但在需求侧减弱的背景之下，新冠肺炎疫情的影响对 CPI 上行的影响有限，PPI 下行压力较为突出，企业在尚未走完去库存周期之前，又迎来了被动补库存周期。但随着企业开工的持续推进以及消费需求的逐步改善，库存去化速度会明显加快，但要谨防因需求快速回补，企业补库不足而带来的价格上涨风险。

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_7071

