

2020年02月20日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
[fanl@ghzq.com.cn](mailto:fanl@ghzq.com.cn)

## 货币政策兼顾逆周期调节和房住不炒

### ——《货币政策执行报告》和 LPR 报价下调点评

#### 相关报告

《再融资新政正式落地点评：大幅放宽融资约束，定增市场有望反弹》——2020-02-16

《地方债务限额提前下达及政治局常委会点评：财政政策短期或无大幅调整空间》——2020-02-13

《1月PMI数据点评：疫情对制造业冲击尚不明显》——2020-01-31

《四季度经济数据点评：生产反弹与需求不稳固的矛盾》——2020-01-20

《12月贸易数据点评：基数效应主导进出口增速反弹》——2020-01-14

#### 事件：

2月19日，人民银行发布了《2019年4季度货币政策执行报告》（简称《报告》）。2月20日，本月市场报价利率（LPR）公布，1年期和5年期LPR分别较此前下调10bp和5bp。从《报告》披露的央行意图和LPR报价的安排来看，我们认为当前货币政策有兼顾逆周期调节和房住不炒的考虑。

#### 投资要点：

- **货币政策实施取得成绩。**在关于过去货币政策执行效果回顾的部分，央行认为“稳健的货币政策成效显著”：M2和社会融资规模增速略高于国内生产总值名义增速；同时，企业贷款利率显著下降。

《报告》披露12月新发放一般贷款加权平均利率为5.74%，较9月下行了22个bp；我们注意到8月一年期LPR利率为4.25%，11月为4.15%，仅仅下行10bp。一般贷款加权平均利率的下行幅度高于LPR利率的下行，说明伴随着越来越多银行的新增贷款以LPR利率做参考，LPR的下行不仅仅引导了银行贷款利率的下行，而且还在打破利率隐性下限、培育银行自主定价能力方面发挥了作用。实际上，《报告》还专门披露，新发放企业贷款加权平均利率也从8月LPR报价改革前的5.3%附近下降到12月的5.12%，幅度也大于一年期LPR的下降。反过来，虽然5年期LPR报价从8月的4.85%下降到11月的4.8%，但是12月个人住房抵押贷款加权平均利率5.62%却反而较9月份上升了7个bp。我们估计这与房贷额度偏紧，银行在自主定价时提升房贷利率有关；这也意味着货币政策的放松在相当程度上并没有使得房地产市场直接获益。

- **央行对通胀的担忧有所缓解。**在对于经济形势和通货膨胀展望的部分，央行维持了对“世界经济持续放缓”的判断和国内经济面临下行压力仍大的判断，但是对物价形势的判断与3季度有一定差异。

虽然央行维持了“物价形势整体可控”的基调，但是在3季度《货币政策执行报告》中，央行表示“不确定因素增加”、在猪价上涨等因素冲击下，“短期内消费物价仍面临上行压力，需持续密切监测动态变化，警惕通胀预期发散。”但是四季度《报告》中，央行删去了“不确定因素增加”的表述，认为“随着各部门先后出台多

项措施保供稳价，引导预期”，“保持了通胀预期的平稳，防止了通胀预期的发散”。

- **货币政策的总基调仍是逆周期调节。**在经济下行压力仍存，通胀压力不大的情况下，很自然的货币政策的主基调仍然是逆周期调节。央行表示会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；同时支持银行特别是中小银行通过多种渠道补充资本。当然，在疫情冲击经济之际，《报告》也对金融领域对抗疫情、支持经济的政策做了总结性的叙述。
- **货币政策也继续顾及房住不炒。**《报告》维持了房住不炒、不把房地产作为刺激短期经济工具的表述。我们认为尽管近期一些城市对于房地产政策有一定放松，但这是在疫情等多方面因素的影响下，房地产基本面转弱，出于稳定房地产市场、防范房企资金链断裂产生金融风险而做出的调整，也符合“因城施策”的原则。政策调整并不意味着政府有意刺激出新一轮地产上升周期。实际上，2月20日LPR报价，一年期利率下行10bp，而与房贷更相关的5年期仅仅下行5bp，也传递了政策宽松更希望资金流入实体经济，对房地产有所扶持但是并不希望偏离“房住不炒”大原则的微妙信号。

**风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，疫情持续恶化**

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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\\_7110](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7110)

