

2019年四季度货币政策执行报告点评

宏观经济报告

稳健的货币政策要保持灵活适度

——2019年四季度货币政策执行报告点评

事件：2月19日晚，央行发布2019年四季度货币政策执行报告，表示将“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，加强逆周期调节、结构调整”。具体来看：

- **经济方面，国内经济下行压力较大，物价形势总体可控。**央行表示，“国内外经济都处于调整期，国内经济下行压力较大”，表示新型肺炎对经济的影响主要在于短期，“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、企业复工较晚等方面。物价方面，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。我们认为，当前疫情是对经济冲击的最主要因素，但主要集中在一季度。货币政策降息的时间节点明显提前，体现了货币政策“灵活适度”的总基调。当前，受主要大宗商品价格回落影响，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，这是货币政策降息节奏提前的重要背景。
- **专栏二讨论了“我国商业银行利润增速总体趋缓，但仍相对较高”这一问题，认为“需要理性看待”。**“从利润使用看，商业银行利润大部分用于补充资本，有助于增强银行支持实体经济和防范风险的能力”。“从利润来源看，我国商业银行利润增长与资产规模较大和管理成本较低有关”。表示“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”，“降低企业融资成本，适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”。我们认为，LPR由MLF与银行点差两部分构成，全年降息空间相对有限的背景下，LPR的下调部分将来源于点差的调整，属于“金融部门向实体经济让利”。具体来看，当前银行资产端收益率虽降但相对有限，但负债端成本有所走低，与1Q2017相比，净息差实际上还是有所回升的，在这样的背景下，银行加点仍存在下调空间。
- **超储率与上年末持平，贷款加权平均利率明显下降。**2019年末，金融机构超额存款准备金率为2.4%，与上年末持平。LPR下降带动下，贷款加权平均利率明显下行。我们认为，随着LPR从增量向存量贷款扩张，其对实体经济融资成本的降低作用也将明显增强。
- **综合来看，我们认为，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。但受内外部因素制约，全年货币政策“价”的调控空间相对有限，需要更多关注“量”的变化，以PSL为代表的准财政工具将是重要的关注点。**在1月降准的基础上，预计今年再降准2-3次，以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、创新型产业以及疫情相关项目等。

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

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

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。

正文如下：

事件：2月19日晚，央行发布2019年四季度货币政策执行报告，表示将“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，加强逆周期调节、结构调整”。具体来看：

(1) 经济方面，国内经济下行压力较大，物价形势总体可控。央行表示，“国内外经济都处于调整期，国内经济下行压力较大”，表示新型肺炎对经济的影响主要在于短期，“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、企业复工较晚等方面。物价方面，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”，“短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，应继续密切监测分析”，“我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础”。

我们认为，当前疫情是对经济冲击的最主要因素，但主要集中在一季度。货币政策降息的时间节点明显提前，体现了货币政策“灵活适度”的总基调。当前，受主要大宗商品价格回落影响，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，这是货币政策降息节奏提前的重要背景。

(2) 专栏二讨论了“我国商业银行利润增速总体趋缓，但仍相对较高”这一问题，认为“需要理性看待”。“从利润使用看，商业银行利润大部分用于补充资本，有助于增强银行支持实体经济和防范风险的能力”，“从利润来源看，我国商业银行利润增长与资产规模较大和管理成本较低有关”，“银行此前还将基准利率0.9倍视为贷款利率隐性下限，在利率下行周期不愿主动下调，一定程度上也维持了银行利差”。表示“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”，“降低企业融资成本，适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”，“中长期看，激发小微企业等微观主体的活力有助于促进经济高质量发展，无论对实体经济还是对银行都是有利的，最终将有助于银行利润长期可持续增长”。

我们认为，LPR由MLF与银行点差两部分构成，全年降息空间相对有限的背景下，LPR的下调部分将来源于点差的调整，属于“金融部门向实体经济让利”。具体来看，当前银行资产端收益率虽降但相对有限，叠加负债端成本有所走低，与1Q2017相比，净息差实际上还是有所回升的，在这样的背景下，银行加点仍存在下调空间。根据银监会数据，商业银行净息差的低点是在1Q2017，为2.03%，此后净息差逐步回升，3Q2019升至2.19%，上升16bp。从不同类型银行来看，净息差虽增幅存在差异，但均是回升的。具体来看，1Q2017至3Q2019，国有行净息差从1.99%升至2.11%，上升12bp，股份行净息差从1.85%升至2.13%，上升28bp，城商行净息差从1.97%升至2.11%，上升14bp，农商行净息差从2.68%升至2.74%，上升6bp。与1Q2017相比，净息差有所回升，银行实际上还存在让利空间。

(3) 超储率与上年末持平，贷款加权平均利率明显下降。2019年末，金融机构超额存款准备金率为2.4%，与上年末持平。LPR下降带动下，贷款加权平均利率明显下行。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。2019年初至7月，新发放企业贷款加权平均利率在5.30%附近波动，LPR改革后贷款利率下降明显，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，为2017年第二季度以来最低点。我们认为，随着LPR从增量向存量贷款扩张，其对实体经济融资成本的降低作用也将明显增强。

综合来看，我们认为，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。但受内外部因素制约，全年货币政策“价”的调控空间相对有限，需要更多关注“量”的变化，以PSL为代表的准财政工具将是重要的关注点。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，“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。但全年来看，货币政策“价”的调控空间相对有限，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，以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、创新型产业以及疫情相关项目等。社融方面，疫情对1月信贷影响相对较小，但将明显影响2月和3月信贷。受复工推后、需求放缓等因素影响，信贷投放进度可能也会有所后移。预计Q1新增社融8.4万亿元（1Q2019为8.6万亿元），Q2新增社融7.4万亿元（2Q2019为6.0万亿元），预计全年社融存量增速10.9%，随着疫情影响的褪去，下半年经济增速将逐步回升，社融增速预计将呈现前低后高的趋势，且在个别月份或超过11%。

风险提示：

- 1、货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
- 2、金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
- 3、房地产市场持续收紧，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升。

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

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用; 非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH

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_7132

