

灵活机动的货币政策，利好股息率高的大金融板块

——评央行货币委员会四季度例会和 2020 首次降准

内容提要：

从例会的精神看，对形势的判断较三季度有所缓和，但事实依旧承认经济下行压力仍然较大；并把原因归咎于：“国际经济金融形势错综复杂，世界大变局加速演变的大变局加速演变的特征更趋明显。”

例会提出了要求进一步扩大金融的高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。人民币国际化进程可能加快；

降准有利于提高市场流动性，降低银行负债成本，推动实际利率明显降低，但从超储率降低不明显看，疏通货币政策渠道依旧十分关键；

降准对权益市场总体利好，特别利好银行股，利好股息率比较高的上市公司，但市场不确定因素依旧比较多，行情多以阶段性和结构性为主。

新年第一天，央行公布了四季度货币委员会例会的新闻稿，并决定进一步全面降低存款准备金。

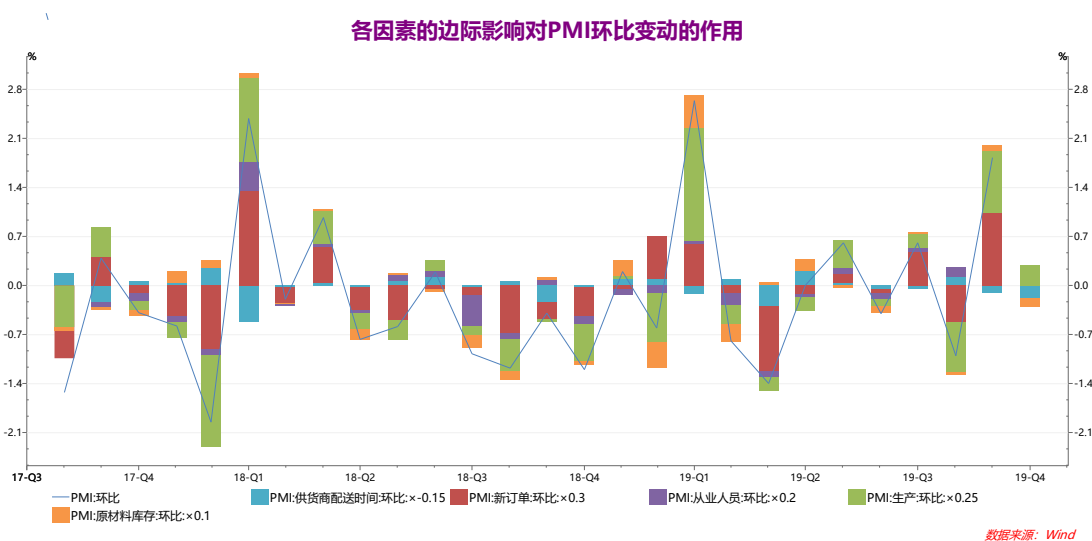
从四季度货币委员会例会的新闻稿，有着以下几个特点。

一是在经济形势的判断上，承接了中央政治局会议和中央经济工作会议的

精神。即长期向好的趋势没有改变。但承认“经济下行压力仍然较大”，并把原因归结为：“国际经济金融形势错综复杂，世界大变局加速演变的大变局加速演变的特征更趋明显。”这一提法是首次。但总体来看对经济形势的判断相对于三季度例会有所乐观。

从新近公布的 PMI 数据看，尽管和上月持平依旧在扩张区，但边际分析各主要单项对 PMI 的环比拉动看，只有生产 PMI 发挥正向效应，而且拉动动力减少。生产 PMI 和新订单 PMI 差值扩大，新订单 PMI 的回升主要依赖于出口新订单，依赖于不稳定的外部市场，经济下行的压力并没有消除。

图 1：各因素的边际影响对 PMI 环变动的作用



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

二是在逆周期调节上，措辞有所缓和，并体现出灵活性。措辞从二季度的“适时适度”到三季度的“加大”，而四季度的提法是“科学稳健把握宏观政策的逆周期调节力度”，货币政策重申了要“灵活机动”。显示出在国内外

复杂的形势下，必须发挥逆周期调节的灵活性以应对经济下行的压力；并强调不搞“大水漫灌”。

央行随后公布了全面降准 0.5% 的公告。降准将对冲节日前的资金需求、企业缴税、地方债发行、逆回购到期和 TMLF 的到期，解释放出约 8000 亿元的流动性。

一月一日公布降准，意味着今年宏观调控以货币政策为主，在货币政策工具选择上又可能继续以降准为主，从历史数据看，我国降准依旧又比较大的空间。历史上存款准备金一度到过 6%。

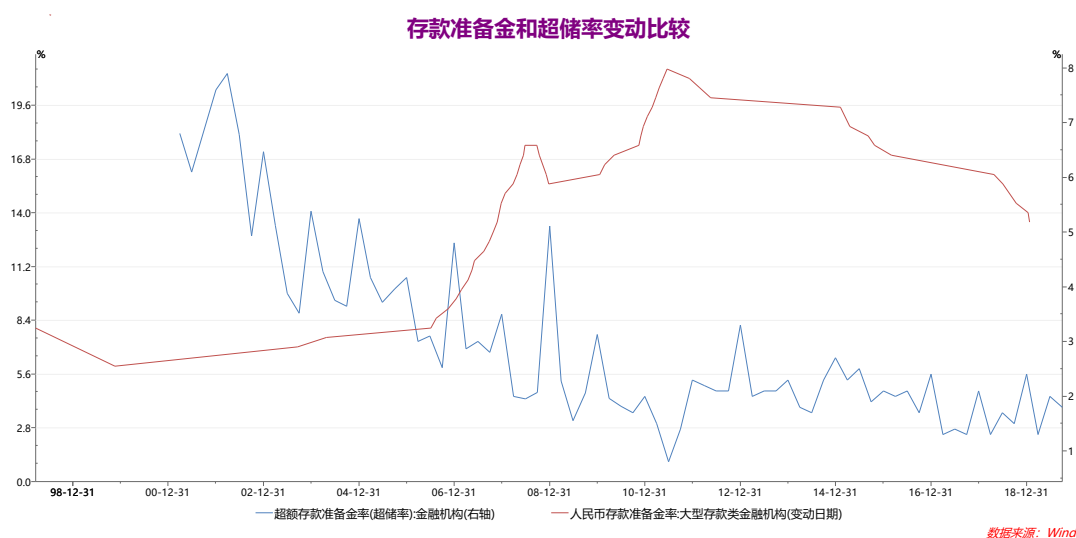
而在利率上主要推进市场化改革，利率还受到物价、汇率等因素的影响，我们注意到三季度我国国际收支非储备性质的金融账户已经出现了逆差，“双顺差”的格局已经结束。

三是继续高度重视目前因猪肉涨价而导致的物价问题。会议重申“保持物价总水平的总体稳定”。防止物价因素成为逆周期调节的羁绊；

四是在降低社会融资成本方面，要求疏通货币政策传导，要求继续坚持市场化改革办法促成实际利率水平的明显降低。加大对民营企业和小微企业的金融支持力度。在疏通货币政策传导上更加明确和坚决，继续沿用了三季度的“下大力气”四个字，而在二季度例会上只用了“进一步”三个字。

仅仅靠降准还是不够的，关键是疏通货币政策渠道，我们注意到尽管2019年多次降准，但超储率降低还是比较有限，甚至个别季度有反复。说明商业银行降准后，流动性并没有对实体经济构成比较有力的支持，依旧在金融系统内进行转动。

图 2：存款准备金和超储率变动比较



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

央行在公告中强调了通过降准降低银行的负债成本，从而促成实际利率明显降低。

五是在金融双向开放中有了新提法，要求进一步扩大金融的高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。这一提法，可能是基于“国际经济金融形势错综复杂，世界大变局加速演变的大变局加速演变的特征更趋明显。”的判断。这是否意味着将进一步加快推进人民币国际化的进程？在人民币汇率上，继续要求保持合

理均衡水平上的基本稳定，我们判断人民币汇率将继续保持有管理的双向浮动，对此，我们在《2020 年年终宏观报告（汇率篇）——2020 年人民币汇率展望》进行了详尽的分析。

降准对权益市场总体应该是积极的，特别是对银行股的利好比较明显，银行股的走强，有利于股指的走强，特别是有利于银行股权重比较高的沪深 300 指数和上证 50 指数的走强。但是，由于不确定因素业比较多，特别是一月时限售股减持的高峰，因此，行情对将呈现为阶段性和结构性。对此，我们在《一月权益市场宏观运行环境》已经进行了详细的分析。

在降低实际利率水平的背景下，股息率比较高的上市公司投资价值凸显，特别时大金融板块中的股息率比较高的企业更会受到长期投资资金的青睐。对此，我们也已经在《2020 年宏观年终报告（权益市场宏观运行环境篇）——权益市场有望继续保持相对强势》进行了一定的分析。

（银河期货研究所 20200101）

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_8051

