

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李佩珈 中国银行国际金融研究所
范若滢 中国银行国际金融研究所
电话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审稿：宗良 周景彤
联系人：梁婧 范若滢
电话：010 - 6659 4097

- * 对外公开
- ** 全辖传阅
- *** 内参材料

从《政府工作报告》看2019年金融政策的主线*

实体经济的变化和需要是金融工作的方向。2019年，世界经济增速放缓，金融市场不稳定不确定因素依然较多，我国实体经济困难增加，民营和小微企业融资难融资贵问题的解决还需要时间。针对经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，2019年《政府工作报告》（以下简称《报告》）提出稳健的货币政策要松紧适度，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，着力缓解企业融资难融资贵问题，在稳增长的基础上防风险等。《报告》坚持问题导向，聚焦主要矛盾，勾勒了 2019 年金融工作的主线，需要深入理解其内涵及对商业银行产生的影响。

从《政府工作报告》看 2019 年金融政策的主线

实体经济的变化和需要是金融工作的方向。2019 年，世界经济增速放缓，金融市场不稳定不确定因素依然较多，我国实体经济困难增加，民营和小微企业融资难融资贵问题的解决还需要时间。针对经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，2019 年《政府工作报告》（以下简称《报告》）提出稳健的货币政策要松紧适度，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，着力缓解企业融资难融资贵问题，在稳增长的基础上防风险等。《报告》坚持问题导向，聚焦主要矛盾，勾勒了 2019 年金融工作的主线，需要深入理解其内涵及对商业银行产生的影响。

一、货币政策再提 M2 增速参考值，有利于稳金融落地

实现 M2 平稳增长既是稳增长的需要，也是防范化解金融风险的需要。近年来，随着经济去杠杆进程的开启，广义货币供应量 M2 增速不断下行，2018 年我国 M2 同比增长 8.1%，为历史较低水平。当前货币供给增速下行既是经济周期变化的必然结果，也是经济去杠杆的内在要求(图 1)，但货币供给增速的过快下行和波动幅度过大也容易对金融平稳运行造成扰动。从这个意义上看，需要 M2 保持平稳增长，避免其大幅波动和过快下行对经济增长带来不利影响。

M2 按“规则增长”目标的确立有利于稳金融政策的落地和显实效。2018 年政府首次取消了 M2 增长目标，《报告》提出 2019 年广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，这比 2018 年“合理增长”的目标相对具体，有利于 M2 实现平稳增长。从更深层次看，考虑到我国金融市场完善还需要时间，价格型货币政策工具很难在短时期内全面发挥作用，不宜过早放弃 M2 等数量型目标。构建按“规则增长”的 M2 目标，短期有利于遏制前期货币社融过快下行态势，中期有利于货币政策框架平稳转型，实现稳增长和防风险两不误。

未来一段时间，货币政策将保持稳健基调，降准依然可期。考虑到外汇占款低位增长带来的货币供给“抽水”效应，为助力稳增长，未来有必要继续降准以支持实体

经济发展。目前, 13.5%的存款准备金率在全球仍属于较高水平, 降准有空间。基于2019年6.0%-6.5%的增长目标, 再加上通胀和适度的货币化率, 预计2019年M2增速8-9.5%左右(表1)。与此同时, 考虑到宏观杠杆率偏高依然是我国经济发展面临的长期问题, 降准政策实施将注重把握好度, 预计将采取小幅、渐进、定向等方式。

整体看, 2019年货币政策保持稳健基调, 金融体系流动性合理充裕, 货币市场利率低位运行, 贷款及债券发行利率有继续下探的空间。2018年11月国务院常务会议要求商业银行新发放小微企业贷款平均利率比2018年一季度下降1个百分点。预计, 银行贷款基准上浮占比回落, 贷款定价或将进一步下行, 尤其中小微企业和票据融资等利率下降幅度将更大。与此同时, 受益于稳增长政策的发力以及经济增长新动能的形成等, 基建投资、新产业、新消费、民营和中小微企业等领域信贷投放亮点突出。

图1: M2与经济去杠杆

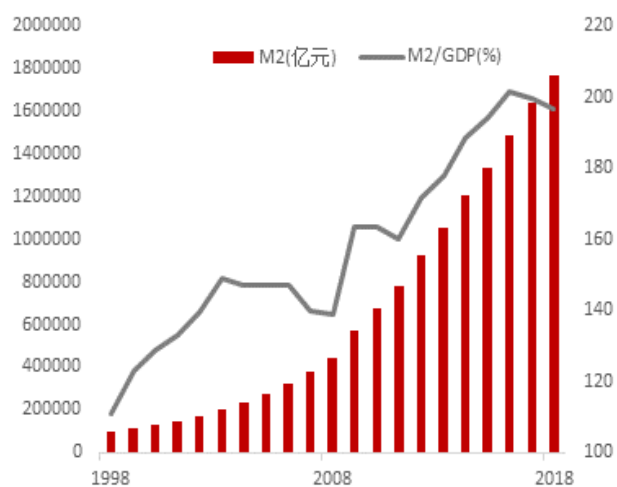


表1: 货币供给目标与GDP增速

	政府预期目标:GDP同比	政府预期目标:M2同比	GDP:不变价:同比	CPI:累计同比	M2实际增速
2009	8.0	17.0	9.4	(0.7)	27.7
2010	8.0	17.0	10.6	3.3	19.7
2011	8.0	16.0	9.5	5.4	13.6
2012	7.5	14.0	7.9	2.6	13.8
2013	7.5	13.0	7.8	2.6	13.6
2014	7.5	13.0	7.3	2.0	12.2
2015	7.0	12.0	6.9	1.4	13.3
2016	6.5	13.0	6.7	2.0	11.3
2017	6.5	12.0	6.8	1.6	8.1
2018	6.5	M2保持合理合理增长	6.60	2.10	8.1
2019(预测值)	6.0-6.5	与国内生产总值名义增速相匹配	6.40	1.50	8-9.5%

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

二、着力缓解企业融资难融资贵, 更加注重形成合力

支持民营和中小微企业发展是政府关心的头等大事。习近平总书记在2018年11月召开的民营企业座谈会中提出, 要大力支持民营企业发展壮大。会议之后, 中央、各部门和各地方将解决民营和中小微企业的发展问题放在重中之重, 密集出台了众多支持措施, 这些政策取得了初步效果。2018年以来, 货币供给低位企稳、企业融资难

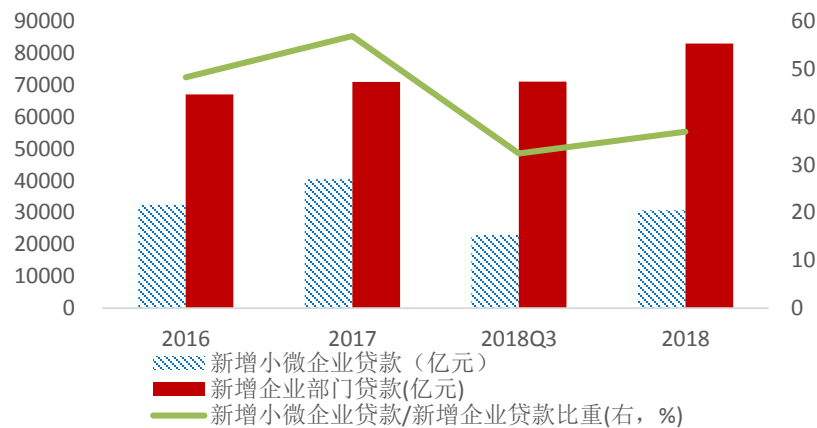
度和成本不断下行、小微企业融资可得性不断提高。2018 年，银行面向授信一千万以下客户提供的贷款增长了 21.8%。2018 年四季度，普惠型小微企业贷款利率比一季度下降 0.8 个百分点，6 家大型银行比一季度下降 1.1 个百分点。

未来民营和小微企业融资难融资贵问题将明显缓解。《报告》单独将“着力缓解企业融资难融资贵问题”列为工作任务之一，充分表明了当前政府对企业融资问题的高度重视。《报告》提出，“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本”“加大对中小银行定向降准力度”“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”等六大措施，这些措施既包括货币信贷投放政策，也包括商业银行资本补充、商业银行考核机制完善等，还包括量化的信贷投放指标要求等。

国有商业银行要进一步提高政治站位，通过加强产品创新，实现风险收益的平衡。《报告》还提出，2019 年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上。目前看，国有大型商业银行完成这一指标有难度但也并非不可能。根据银监会数据，2018 年银行业新增小微企业贷款 2.75 万亿元，相比上年多增 4478 亿元，其占当年新增企业部门贷款比重为 33.1%(图 2)，高于《报告》提出的目标。值得注意的是，2018 年国有商业银行小微企业贷款余额为 7.1 万亿元，相比 2017 年下降 3203 亿元，这主要与去杠杆、严监管背景下，国有企业信贷需求重新回归国有大型商业银行等有关。

中小微企业融资难不仅是我国面临的问题，也是世界性难题，未来要更加注重形成合力。国内外经济发展的经验教训也表明，单靠金融机构来支持民营和小微企业发展可能难以取得应有的效果。未来，不仅要靠金融支持，还需要从增加最终需求、降低企业综合成本、持续改善营商环境、提高金融机构发放小微企业贷款内生动能等多方发力，形成政策支持合力。

图 2：新增小微企业贷款及其占新增企业部门贷款比重



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三、资本市场改革成为重中之重，发挥好三角形支撑框架作用

改革开放以来，中国资本市场迅速发展，规模已经处于世界前列，但存在的问题也较为明显。主要表现为：其一，资本市场融资功能并未得到有效发挥。我国社会融资结构中直接融资的占比一直处于较低水平，2018年受各类融资需求回归银行信贷等影响，资本市场对企业的融资支持进一步下降。2018年，企业通过股市融资的比重为1.87%，为2014年最低值。从证券化率看，2017年我国上市公司市值占GDP比率为71%，美国、日本分别166%和128%(图3)。其二，投资者结构有待进一步优化。股票市场方面，投资者以散户为主，导致交易换手率偏高，对应的是市场短线投机气氛浓重、市场波动较大。2019年1月上交所和深交所换手率分别高达120%和266%，而发展较为成熟的市场如香港交易所、伦敦证券交易所的换手率仅为44%和49%(图4)。债券市场方面，投资者以机构为主，但商业银行持有国债的占比偏高，保险公司、基金公司的参与度不足，导致国债换手率低，不利于货币政策的有效传导。其三，资本市场基础建设不足。从准入看，我国股票发行一直实行较为严格的核准制度，且新股发行审批周期普遍偏长，不利于有效满足企业通过资本市场获取融资的需求。从退出看，我国资本市场每年退市率不到0.5%，而国际主要资本市场的退市率处于2%—10%之间。从基本制度建设看，对投资者保护的有效性不足，上市公司信息披露的对称性及违法

处置力度等方面均有待改善。

图 3：上市公司总市值占 GDP 比重

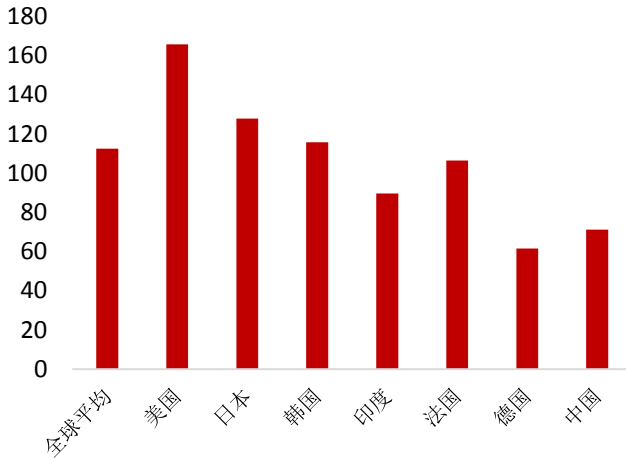
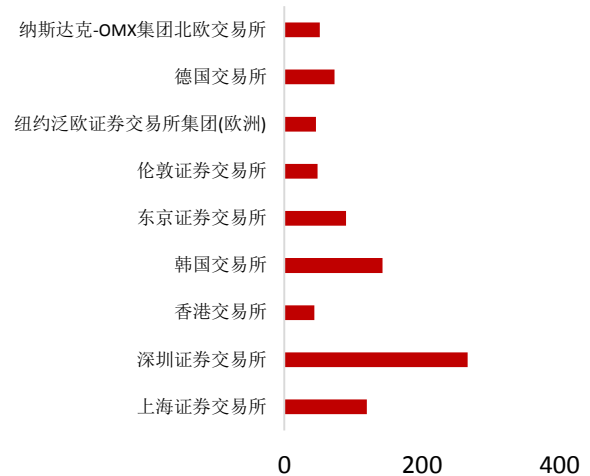


图 4：世界主要证券交易所换手率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

资本市场改革将成为未来一段时间金融改革重中之重。人民银行在《2018 年三季度货币政策执行报告》中提出，“在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环”。去年年底中央经济工作会议以历史少见的大量篇幅提出资本市场的重大作用和改革方向(资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场等)，今年政府工作报告又进一步提出，要提高直接融资特别是股权融资比重。

预计未来资本市场改革将以以下几个方面发力。一是科创板并试点注册制改革

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_13633

