

金融委会议政策含义如何理解？

核心观点

4月8日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十次会议，研究加强地方金融机构微观治理和金融监管等工作，对于其中重要措辞，我们核心观点是：1. 信用收缩后信用风险加大可能向地方正规金融机构传导；2. 压实地方政府作为地方金融机构处置第一责任人；3. PPI 重点关注是否向 CPI 传导，并非决策变量；4. 货币政策的首要目标仍是金融稳定，放水养鱼是结构性货币政策；5. 货币政策宽松与紧缩的边界分别是就业和通胀。

□ 信用收缩后信用风险加大可能向地方正规金融机构传导

会议指出，党中央、国务院高度重视地方金融机构的可持续发展，提出“部分地方金融机构风险有所暴露，内部治理和外部监管有待完善，需要高度重视”。我们认为，今年信用收缩将是全年政策基调，从稳定宏观杠杆率的角度，信贷、社融等实体部门负债端数据增速均将经历压降的过程，信用风险加大可能向地方正规金融机构传导。信用违约风险加大可能冲击金融机构资产端，目前我们认为最主要的几个信用风险领域可能在地方国企、优质民企和城投平台，一旦出现风险事件，地方金融机构或受冲击较大，若资质较好的企业出现债券违约冲击整个信用债市场，金融机构之间资金往来抵押品要求提高，这个过程中地方金融机构受影响也更大。

□ 压实地方政府作为地方金融机构处置第一责任人

会议对地方金融机构改革和监管提出四项要求：一是把握定位，优化结构。二是强化监管，提升质效。三是健全治理，规范经营。四是完善法治，增强活力。提出要强化监管追责问责，严肃查处金融监管失职渎职等行为；加强党的建设，坚决惩治腐败，对违法违规行“零容忍”；进一步厘清政府和市场的边界，纠正不当干预行为，改善区域金融生态环境，激发地方金融机构的创造创新活力等多项要求，我们认为加强地方金融机构微观治理和金融监管将进入快车道，成为防范金融风险的重要方向，政策也继续压实了地方政府责任作为处置第一责任人。

□ PPI 重点关注是否向 CPI 传导，并非决策变量

会议强调“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”，央行关注物价问题。但我们继续强调，我国央行最终目标较多，单一目标较难再同时盯住两项或多项指标，对于物价稳定，央行核心关注的是 CPI 同比增速而非 PPI，因此我们当前需重点关注 PPI 上行是否存在向 CPI 传导的可能性。我们认为，PPI 向 CPI 的传导核心基于需求的有效复苏，在缺乏需求侧刺激的前提下，今年 PPI 向 CPI 传导力度较弱，总体预计 2021 年 CPI 同比增长 1.4%，全年高点为 2.5%，不会触及 3% 的阈值，物价稳定并非今年的核心决策变量，难以触发央行加息。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ 货币政策的首要目标仍是金融稳定，放水养鱼是结构性货币政策

市场对于会议提到的“要注重‘放水养鱼’，助企纾困”措辞理解分歧较大，我们认为“放水养鱼”主要是指结构性货币政策的定向支持政策以实现助企纾困为主要目的，并不影响今年整体货币政策基调，即以金融稳定为首要目标，总体基调为稳健中性。从央行的几个最终目标看，我们认为经济增长、充分就业短期压力不大，物价稳定和国际收支全年也无触发阈值风险，今年稳定宏观杠杆率是总体政策基调，货币政策首要目标是金融稳定，并由此采取稳健中性的货币政策，总量性宽松政策继续退出，反映为 M2、社融增速回落至与名义 GDP 增速水平基本匹配的位置，我们对两者的全年预测值为 9% 和 10.9%。但结构性货币政策应延尽延，今年 4 月初决策部门已决定进一步延长两项直达实体货币政策至 2021 年底，我们认为结构性货币政策延续有利于帮助小微企业更好应对国内外环境变化，实现生产经营稳定恢复。

□ 货币政策宽松与紧缩的边界分别是就业和通胀

仍从货币政策的几个最终目标来看：经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支、金融稳定（还包括中长期目标发展金融市场和金融改革开放），当央行以充分就业、经济增长为首要目标，货币政策基调则为稳健略宽松，“就业是最大的民生”，就业作为底线目标，当调查失业率上行存在冲破目标值风险时，将触发货币政策宽松；当央行以物价稳定为首要目标，货币政策基调则为稳健略紧缩，即若 CPI 上行压力过大，将触发货币政策收紧。同时我们提示，央行宽松与紧缩的边界分别是就业和通胀，但反过来的逻辑并不成立，即央行不会因失业率过低而收紧货币政策，也不会因 CPI 过低而放松货币政策。

风险提示：中美博弈改变货币政策节奏。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_19258

