

2020 年 08 月 06 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

货币政策更重结构性工具

——《2020 年 2 季度货币政策执行报告》点评

相关报告

《7 月 PMI 数据点评：经济持续复苏，隐忧仍在海外》——2020-07-31

《7 月 30 日政治局会议点评：下半年政策符合预期，内循环概念值得探究》——2020-07-30

《7 月 24 日房地产工作座谈会点评：长效机制与短期政策如何安排？》——2020-07-26

《美国要求关闭中国驻休斯敦领事馆点评：休斯顿使馆关闭短期影响可能有限》——2020-07-23

《上证综指编制方案修订点评：新上证综指更具代表性与稳定性》——2020-07-20

事件：

8 月 6 日，人民银行发布了《2020 年 2 季度货币政策执行报告》（简称《报告》）。与今年 1 季度相比，《报告》显示央行对于经济增长的前景的预期有所改善，货币政策也更重视结构性的因素，与近期政治局会议的基调基本保持一致。

投资要点：

- **二季度贷款利率持续下行。**在关于过去货币政策执行效果回顾的部分，央行认为 LPR 利率的下行继续带动贷款利率下行。《报告》披露 6 月贷款加权平均利率为 5.06%，比 3 月下降 0.02 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 5.26%，比 3 月下降 0.22 个百分点（包括企业贷款加权平均利率下降了 0.18 个百分点到 4.64%）；票据融资加权平均利率为 2.85%，比上年 3 月下降 0.09 个百分点；个人住房贷款加权平均利率为 5.42%，比上年 12 月下降 0.18 个百分点。与 3 月份的贷款利率较去年 12 月的利率下行相比，二季度以来的贷款利率下行更加均衡。我们认为这中间房贷利率的下行对于推动房地产市场的回升起到了重要作用。

值得关注的是 3 月到 6 月贷款加权平均利率的下行程度明显小于它的三个主要组成部分——一般贷款、票据融资和房贷——利率的下行。这一现象与一季度的情况恰恰相反。我们推测这可能与今年以来大量政策贴息贷款贴息计入贷款加权利率却没有计入分项利率有关。一季度政策贴息的边际影响较大，使得贷款加权平均利率下降更多；而二季度贴息贷款比重大幅下降，分项利率的下行就显得比较明显，而贷款加权平均利率则变动不大。

- **央行对国内经济判断更加乐观，认为物价涨幅整体下行。**在对于经济形势和通货膨胀展望的部分，央行删去了 1 季度《报告》“当前我国经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性”的表述，代之以“我国经济展现出强劲韧性，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，经济加快恢复增长。”

在有关物价判断的方面，央行认为虽然 2020 年初由于猪肉价格等拉动，CPI 上升到 5% 以上，但是“随着各部门多举措保供稳价，货币政策保持稳健，2 月以来物价涨幅稳步回落至 3% 以下，初步估

计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间”。

- **结构性货币政策取向更加明显。**在对于经济更加乐观的情况下,《报告》没有再提供货币政策会进一步总量宽松的指引,更加强调结构性的取向,支持经济的薄弱环节,实现六保六稳,与政治局会议的基调基本一致(《730 政治局会议点评》7 月 30 日):

第一,在关于货币政策展望的部分强调货币政策“精准导向”,“从疫情防控和经济发展实际出发……促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配……支持经济增长向潜在增速回归”。

第二,《报告》用一个专栏详细解读了今年央行的结构性货币政策工具,包括三档两优存款准备金,1.8 万亿再贷款再贴现,以及创新性的提出直达实体经济的两个货币政策工具。《报告》认为这些工具发挥了三个方面的功能:1)建立对金融机构的正向激励;2)建立优化金融机构信贷的“报销”机制;3)发挥利率引导作用。《报告》指出“人民银行将进一步有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用,提高政策的“直达性”,加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度,做好六保六稳工作。”

第三,《报告》重申坚持房住不炒的原则,显然也意味着进一步出现总量型放松的可能性较低。我们继续维持房地产市场温和复苏的判断。

- **包商银行重组损失巨大,将会追责问责。**《报告》还披露了包商银行重组的相关进展。虽然央行在打破同业刚兑的同时避免了包商银行的破产造成系统性金融风险,但是由于公司治理缺位,包商银行严重资不抵债,损失巨大。央行披露只有在存款保险基金分担资产减值损失、同时新设蒙商银行之后才通过承接收购的方式处理了包商银行的资产负债——相当于动用了较大规模的公共资源来承担损失。这种情况下,《报告》称有关部门将对包商银行原股东的股权和未予保障的债权进行依法清算,并依法依规对相关人员问责追责。

风险提示: 经济、政策力度不及预期,疫情、中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 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_3420

