

政策时评系列（第4期）

着眼结构，立足长期——评二季度货币政策执行报告

■ 核心摘要

第一，央行判断全球经济正在从疫情中恢复，但不稳定不确定性仍然较大。

第二，国内经济韧性强劲，后续宏观经济将在常态化疫情防控中趋于正常；目前防范疫情输入和世界经济衰退的风险仍大，应当牢牢把握扩大内需的战略基点。

第三，“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”，下一阶段将进一步有效发挥结构性货币政策的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。

第四，央行对低利率政策持保留态度，认为政策作用有待观察，且可能导致“资源错配”“脱实向虚”等负面影响。这意味着央行珍视中国当前的常规货币政策空间，降息概率有所减小。

第五，除强调“房住不炒”之外，报告提出“实施好房地产金融审慎管理制度”，对信贷资金流入楼市更加严格管理。

第六，总体上看，下半年货币政策没有总量上继续大幅宽松的窗口，结构上精准支持涉农、小微企业、民营企业和受疫情影响较重行业；但货币政策也不存在大幅收紧的条件，从“逆周期”调控转为“跨周期”调节，政策取向更加长期化。

2020年8月6日，人民银行发布了《2020年第二季度货币政策执行报告》。我们认为，有如下几点值得关注：

第一，全球经济从疫情中恢复，但不稳定不确定性仍大。央行认为，疫情对全球经济增长的冲击显现，但随着复工复产的推进，部分经济体经济指标逐步改善；全球主要股指V型反弹，美元流动性紧张有所缓解。全球经济正在逐渐从疫情当中恢复，但未来仍有五方面问题值得关注：一是疫情防控和复工复产需要更好的平衡，需关注部分经济体疫情反弹的风险；二是企业面临偿付能力不足的问题，可能出现破产潮、降级潮；三是全球杠杆率进一步上升；四是金融市场存在风险隐患，包括消息面对市场的冲击，以及新兴市场跨境资本流动和汇率波动的风险；五是外部不稳定不确定因素显著增多，例如地缘政治、经贸摩擦等。

第二，国内经济韧性强劲，牢牢把握扩大内需的战略基点。央行首先肯定了上半年中国经济在疫情冲击和复杂内外形势之下所表现的强劲韧性，二季度经济增长明显好于预期；而后续宏观经济将在常态化疫情防控中趋于正常，经济加速恢复；但是，考虑目前防范疫情输入和世界经济衰退的风险仍大，国内经济仍然面临挑战。对此，央行明确提出要“牢牢把握扩大内需”这个战略基点，这与7.30政治局会议强调“国内大循环”的表态相一致。此外，报告还重点分析了在疫情爆发后受到冲击较大的餐饮业，并提出**通过加大信贷、租金、税费等方面的扶持政策，激发餐饮企业的活力，促进其在保就业、保主体中的作用。**

第三，下一阶段货币政策将更侧重发挥结构性功能。报告中明确，后续“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”，这与7.30政治局会议的表述一致，但相对于一季度货币政策执行报告“稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕”的描述，此次表态显然更加侧重强调货币政策的结构性功能。央行在《完善结构性货币政策工具体系》的专栏中也提出，货币政策既可发挥总量政策功能，也可在支持经济结构调整和转型升级方面发挥重要作用，而自2020年以来，央行加大了结构性政策工具的运用力度。一是“三档两优”的结构性存款准备金框架，二是定向再贷款再贴现政策，三是针对普惠小微企业的贷款延期支持工具和信用贷款支持计划。央行明确表示，下一阶段将进一步有效发挥结构性货币政策的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。

第四，对低利率环境态度谨慎，降息概率减小。在专栏4《怎样看待全球低利率》中，央行探讨了全球利率水平自20世纪80年代以来持续下降的现状，并探讨了造成低利率的货币政策宽松、经济潜在增速下降等因素。对于低利率政策的效果，央行持保留态度：一方面认为政策效果不及预期，作用还有待观察；另一方面提出利率过低还具有降低金融资源配置效率、鼓励过度加杠杆、导致经济“脱实向虚”等诸多负面影响。这一表态体现了央行对于当前常规货币政策空间的珍视，这意味着降息的概率有所减小。

第五，房地产市场管控表述升级。近期部分城市房地产价格出现快速上涨，中央频繁表态强调房地产市场的管控：7月24日，国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会，一线及部分二线共10个城市被点名参加，释放了坚持调控、推进长效机制的信号；7月30日，政治局会议再次强调“坚持房住不炒”；而本次货币政策执行报告除了继续明确“牢牢坚持房住不炒”定位之外，还提出了“实施好房地产金融审慎管理制度”，要求对信贷资金流入房市进行更加严格的管理。事实上，从中央的一系列政策操作和表态来看，尽管2020年中国经济在疫情冲击下面临较大的下行压力，但大幅放松房地产调控的概率仍然较低，刺激内需的主要抓手依旧是基建及消费。

总体上看，央行判断当前国内外经济均处在疫情冲击后的恢复阶段，尤其国内经济的韧性强劲并逐渐将趋于正常化。在这样的背景下，货币政策下半年可能没有在总量上继续大幅宽松的窗口，而将转向精准支持实体经济和中小企业的结构性宽松政策，尤其将对涉农、小微企业、民营企业和受疫情影响较重行业给予支持。但是，在内外形势依然复杂、中小企业经营压力仍然较大的情况下，货币政策也不存在大幅收紧的条件。央行强调政策由“逆周期”的调控转变为“跨周期”的设计和调节，这意味着随着经济形势的好转，货币政策取向将更为长期化。

图表1 货币政策执行报告主要表述对比

	2020年第二季度				2020年第一季度			
		当期	较上年末	同比		当期	较上年末	同比
贷款平均加权利率	新发放	5.06%	-38bp	-60bp	新发放	5.08%	-36bp	-61bp
	一般	5.26%	-48bp	-68bp	一般	5.48%	-26bp	-56bp
	票据融资	2.85%	-41bp	-79bp	票据融资	2.94%	-32bp	-70bp
	个人住房	5.42%	-20bp	-11bp	个人住房	5.60%	-2bp	-8bp
	企业贷款	4.64%	-48bp	-64bp	企业贷款	4.46%	-30bp	-
海外形势	1.疫情冲击显现，部分经济体指标逐步改善。 2.国际金融市场波动加剧，股票市场V型反弹，美元流动性紧张有所缓解。 3.需要关注： 复工复产导致的疫情二次爆发、企业破产概率增加、全球杠杆率上升、金融市场存在风险隐患、地缘政治紧张局势抬头。				1.全球经济衰退已成定局。 2.发达经济体增速面临下跌，新兴市场经济体或将集体遭遇失速。 3.需要关注： 疫情快速蔓延、供需双侧冲击、局部金融风险加速积累、宏观政策空间进一步压缩。			
国内形势	1.经济韧性强劲，经济稳步恢复，复工复产逐月好转， 第二季度经济增长明显好于预期。				1.冲击前所未有的， 展现巨大韧性 ，复工复产正在逐步接近或达到正常水平， 社会经济发展大局稳定。			

<p>宏观展望</p>	<p>1.疫情带来严重冲击，统筹疫情防控和社会经济发展工作取得重大成果。 2.经济展现强劲韧性，经济加快恢复增长。 3.世界经济陷入衰退，国内经济还面临不少挑战(地缘政治紧张局势抬头；防输入压力仍大；杠杆率抬升；结构性、体制性、周期性问题仍然突出)。</p>	<p>1.冲击前所未有的，但疫情影响总体可控。 2.经济展现巨大韧性，常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，部分新产业新业态快速发展。 3.世界经济衰退风险加剧，国内面临挑战增多(国际疫情持续蔓延；金融市场“黑天鹅”事件频发；防输入压力不断加大；结构性、体制性、周期性问题相互交织)。</p>
<p>货币政策</p>	<p>1.稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。 2.积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用,做好稳企业保就业工作。 3.发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。 4.深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率。 5.完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。 6.深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。 7.继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线。</p>	<p>1. 稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕。 2.充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。 3.发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。 4.进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率。 5.完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。 6.深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。 7.继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线。</p>
<p>专栏内容</p>	<p>《完善结构性货币政策工具体系》 《完善利率传导机制》 《包商银行风险处置回顾》(破产申请，依法清算) 《怎样看待全球低利率》(相对谨慎)</p>	<p>《我国货币政策向实体经济传导更为通畅》 《再贷款再贴现精准主力抗击疫情和社会经济发展》 《贷款市场报价利率(LPR)改革取得重要成效》 《新冠肺炎疫情对全球经济和我国经济的影响及应对分析》(前所未有的)</p>

资料来源：中国人民银行网站，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：郭子睿 投资咨询资格编号：S1060520070003 电话（010-56800141）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_3421

