



2020年07月13日

货币政策：目标下的两难

——基于央行发布会的分析

事件概述

2020年7月10日，人民银行召开新闻发布会解读上半年金融数据，并回答了货币政策相关问题。

投资观点

▶ 2020年货币政策两条主线

- 1) 正常的货币政策逆周期调节（传统政策）：主要包括三次降准，OMO、MLF和1年期LPR利率下调30BP。
- 2) 特殊的阶段性和结构定向性政策工具（创新直达政策）：1.8万亿再贷款再贴现政策、普惠小微贷款的延期还本付息、支持信用贷款发放政策（与再贷款配套）。

上半年央行各类政策工具提供的基础流动性约9万亿，带动形成新增社融20.8万亿，存量社融和M2增速持续回升。

▶ 结构定向性政策的实施情况及效果

3000亿专项再贷款和5000亿再贷款再贴现已完成，4月底推出的1万亿再贷款再贴现已完成3747亿（包括涉农贷款、扶贫贷款、普惠小微贷款）。1-5月，新增普惠小微贷款1.4万亿，余额12.9万亿，同比增速25.4%。结构定向性政策效果较为显著。

▶ 金融体系向实体让利1.5万亿的三条渠道

- 1) 通过利率下行让利9300亿，包括整体利率下行（贷款利率和债券利率）和结构性政策引导下的优惠贷款利率。
- 2) 银行减少收费3200亿。
- 3) 直达政策支持+普惠小微贷款延迟，让利2300亿。

▶ 未来货币政策预判

1) 政策退出问题。主要是指今年以来实施的特殊、直达政策在“疫情冲击”渐次消退后，到期不再加码和延期，因为这类政策具有较强政策指导性质，在经济活动回归正常后不宜长期、大体量使用。“降准、降息”属逆周期常规政策，在经济不断恢复下，将步入等待、观察状态。

2) 降成本仍是下半年货币政策的主要目标。今年有企业融资成本降1个百分点要求，金融让利实体也需要整体利率处于相对较低水平。鉴于5月下旬以来货币市场利率和债券收益率较为显著上行，后续要实现降成本目标，央行需要通过OMO、MLF等操作适当引导市场预期，稳定并适当降低利率；同时，在存款利率相对刚性的情况下，必要时可以通过降准激励银行降低贷款利率。

3) 短期，货币政策遭遇“两难境地”。7月以来，受股票市场快速上涨影响，股票-债券呈现明显的跷跷板效应。央行若投放流动性引导债券利率回落，可能助推股市“火热”行情。鉴于此种境况，政策引导利率下行的时点将会适当延迟。

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_3944

