

克制式、结构性宽松 ——点评 2020 年 1 季度货币政策执行报告

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2020/5/10

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究助理：王孟嫫

✉ wangmengmo@evergrande.com

事件：2020 年 5 月 10 日，央行公布 2020 年中国第一季度货币政策执行报告。

1、与美国无上限 QE+零利率不同，中国保持克制式、结构性货币宽松，继续宽松对冲疫情影响，不搞“大水漫灌”，注重效率和传导以支持实体经济。

图表：2020 年第一季度货币政策执行报告口径变化

	2019Q4	2020Q1
总基调	稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，坚决不搞“大水漫灌”，继续加强逆周期调节、结构调整和改革力度，将疫情防控作为最重要工作	稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关
全球经济形势	全球经济增长放缓，虽有企稳迹象，但下行风险仍应密切关注，主要央行货币政策转向宽松	全球经济衰退已成定局，主要经济体开启新一轮宽松货币政策
国内经济形势	经济运行总体平稳，结构持续优化，物价结构性上涨特征明显，内外部风险增多，经济下行压力大	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，切实增强紧迫感
流动性管理	保持流动性合理充裕，公开市场操作中中标利率小幅下行，降低金融机构存款准备金率，完善 LPR 传导机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转换	果断投放短期流动性，有效应对疫情冲击，维护流动性合理充裕，公开市场操作中中标利率下行，持续深化贷款市场报价利率改革
宏观审慎 MPA	发挥 MPA 工具的结构引导作用，对民营企业融资、小微企业融资、制造业中长期贷款和信用贷款进行专项考核	进一步提高小微民营企业融资和制造业融资的考核权重，设立“再贷款运用”考核指标，将股份制银行定向降准资金使用情况纳入评估考核，上调全口径跨境融资宏观审慎调节参数由 1 至 1.25，降低实体经济融资成本
信贷	加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持	加大对新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，引导加大对小微、民营企业、“三农”、扶贫等支持力度
未来政策展望	实施好稳健货币政策，科学稳健把握逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，重点支持中小银行补充资本，防范社会信用收缩风险，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位	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，更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求

资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

一季度执行报告继续未提及“闸门”二字，指出要以更大力度对冲疫情影响。非常规政策存在负面作用，表明国内货币政策不会“大水漫灌”。要把支持实体经济恢复放在突出位置，精准金融服务，核心是促进实体融资的“量增、价降、面扩”，帮助企业渡过难关。

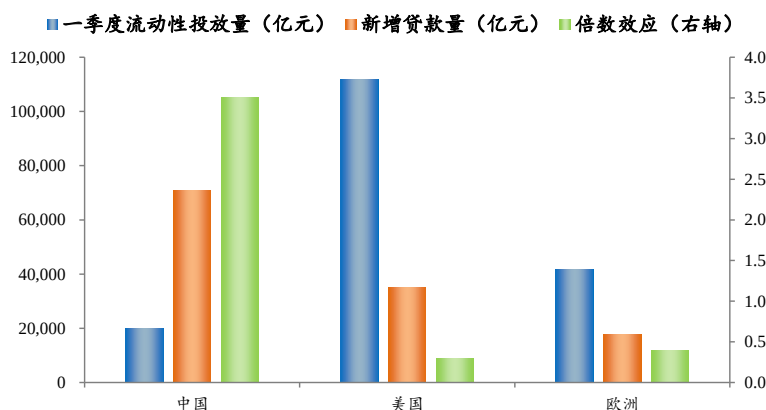
面对百年不遇的重大公共卫生事件，货币政策的关键是帮助企业渡过难关、扩大内需、恢复实体经济，尤其是注重经济增长和就业。

全球经济金融危机，疫情只是导火索，根源是长期货币超发下的经济金融社会脆弱性，此次流动性危机在美国政府的强力救助下暂时缓解，但危机只是被推迟，全球经济不确定性增多。

2、应对疫情，中国货币政策传导效率明显高于欧美，实体经济融资成本明显下降。

应对疫情冲击，中美欧央行相继出台一系列货币政策，中国货币政策传导效率更高，有效增加融资支持、降低融资成本。疫情冲击下，美、欧央行快速降息至零，出台大规模超常规的资产购买计划，而中国央行克制式、精准宽松。从引导贷款投放看，中国央行释放的长期流动性与新增信贷量是 1: 3.5 的倍数放大效应，美、欧分别为 1: 0.3、1: 0.4 的缩减效应。从降低贷款利率看，中国一季度企业贷款利率降幅超过同期 MLF、LPR 利率降幅，美、欧贷款利率降幅低于同期政策利率降幅。

图表：中国货币政策传导效率远高于欧美

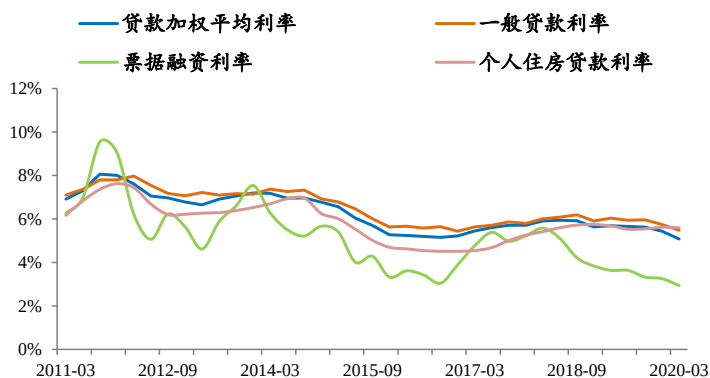


资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

中国政策成效来看，OMO-MLF-LPR-贷款利率，传导效率提高，一般贷款利率下行幅度超过同期 LPR 利率。1) 2020 年初至今，1 年期、5 年期 LPR 报价分别累计下调 30BP、15BP，2020 年 3 月，贷款加权平均利率为 5.08%，较去年 12 月下降 36BP，其中一般贷款利率为 5.48%，较去年 12 月下降 26BP，超过同期 LPR 降幅。2) 2020 年 4 月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率 0.9 倍的占比为 29%，是 LPR 改革前 2019 年 7 月的 3 倍，贷款利率隐性下限被进一步打破。3) 贷款利率下行，倒逼银行降低负债端成本，部分银行主动下调了存款利率，贷款利率改革有助推动存款利率市场化。近年来，央行通过维持流动性合理充裕、支持银行发行永续债、推进 LPR 改革等举措，缓解流动性、资本、利率三大约束，货币政策传导机制更为通畅，传导效率明显提高。

对比中美应对疫情可以发现，美国应对失当，疫情失控，货币超发，饮鸩止渴；中国则快速有效控制疫情，复工复产走在全球前面，新基建领衔扩大内需，将释放长期经济增长潜力，基础设施更加完善，营商环境进一步改善，对全球产业链的吸引力进一步增强。我们判断，此消彼长之下，这次疫情应对，中方化危为机，中美之间的差距将进一步缩小。近年中方通过改革的方式成功应对中美贸易摩擦、新冠疫情等重大挑战，化险为夷，化危为机。

图表：2020 年 Q1 一般贷款利率继续下行

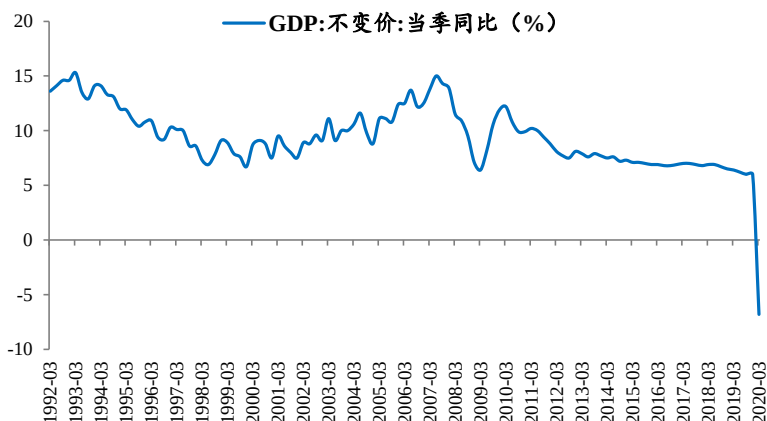


资料来源: Wind, 恒大研究院

3、从经济形势来看，欧美疫情存在长尾特征，油价大跌导致通缩风险抬升，中国在控制疫情和复工复产方面走在全球前面，二季度有望加快恢复。

国内经济深度衰退，一季度 GDP 增长-6.8%，三驾马车均创历史新低，远超 2003 年非典和 2008 年国际金融危机。疫情从供给、需求两端全面冲击国内经济，2020 年一季度，GDP 同比-6.8%，为 1992 年以来首次负增长。从出口来看，一季度出口累计同比-13.3%，4 月出口超预期主要受防疫物资出口拉动和积压订单执行影响，进口剔除油价下跌影响后相对疲软。从投资来看，一季度固定投资累计同比-16.1%，制造业投资受出口、企业利润下滑制约，房住不炒决定房地产投资不会大幅增长，只有依靠基建投资对冲，期待财政有效发力。从消费来看，一季度消费累计同比-19.0%。企业降薪裁员导致居民收入下滑、对出行风险的担忧仍未消除，消费提振空间有限。从 PMI 来看，4 月 PMI 显示需求弱于生产，工业库存被动高企。

图表：2020 年 1 季度 GDP 首次负增长

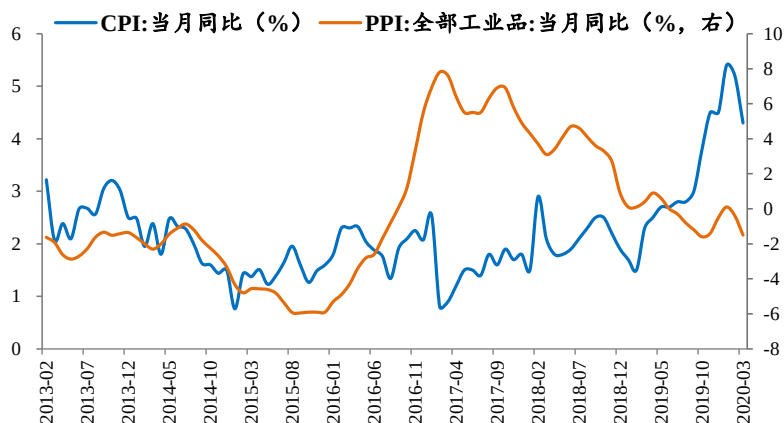


资料来源: Wind, 恒大研究院

受原油价格大跌、海内外需求不足影响，通缩风险明显抬升。3 月 CPI 同比 4.3%，环比-1.2%，较 2 月大幅回落。3 月 PPI 同比-1.5%，环比-1.0%，降幅较 2 月进一步扩大。4 月原油期货价格跌至负值，未来，受大宗商品价格暴跌、国内外需求下降双重因素影响，通缩风险抬升，通胀压力对货币政策的约束将明显减弱，预计未来 CPI 和 PPI 都将继续下滑。

新冠疫情影响总体可控，但未来仍需关注四大风险。其一，全球疫情持续时间及负面影响可能超预期，将沿贸易、外需、产业链、金融市场等链条向国内传导。其二，主要经济体高度依赖宽松的非常规货币政策和财政政策，负作用或将逐步显现。其三，国内经济挑战仍在，中小企业受疫情冲击大，产业链协同有待加强，就业压力上升。其四，国际收支和跨境资金流动存在不确定性。

图表：3月CPI同比回落，PPI跌幅扩大



资料来源：Wind，恒大研究院

4、全球经济衰退已成定局，美欧开启新一轮非常规货币宽松，推迟危机，饮鸩止渴。

图表：央行对未来全球经济面临挑战的口径变化

2019Q3	2019Q4	2020Q1
贸易摩擦仍是拖累全球经济的重要风险	近期贸易摩擦风险有所缓和，但不确定性犹存	疫情快速蔓延，全球经济短期已滑入衰退轨道
全球宽松的货币环境助推了金融资产价格和债务累积，金融体系脆弱性继续上升	金融脆弱性不断累积，风险因素可能导致避险情绪骤升，并冲击金融体系稳定	疫情走势尚不明朗，各国应对力度参差不齐，全球经济面临极大不确定性
“低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策调控构成挑战，	“低增长、低通胀、低利率、低生产率增长”环境对货币政策调控构成	全球主要经济体宏观政策空间进一步压缩

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_5277

