

证券研究报告 / 宏观数据

货币政策延续宽松，开启信用扩张周期

——2020年一季度货币政策执行报告点评

报告摘要：

一季度货币政策执行报告中明确指出，“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”。这句话对于我们判断下一步的货币政策的取向有着明确的指引作用。

下一步货币政策延续宽松基调，但政策重心有所调整，由疫情防控转向实体经济修复，重点在于通过营造宽信用的环境以推动实体经济修复。当前信用扩张周期已然开启，将持续推动风险偏好回升。宽货币向宽信用的传导主要体现为两方面，一是继续通过 LPR 的调降带动实体融资成本的不断降低。二是加大小微、民营企业和制造业的信贷支持力度，带动实体融资总量增加。

我们预计未来流动性投放节奏平稳，流动性水平合理充裕即可，资金利率继续下探的空间不大。一季度货币政策执行报告中指出，“进一步把握好流动性投放的力度和节奏，维护货币市场利率在合理区间平稳运行”。具体操作方面，本次增加了“总量”字眼。我们认为总量将主要体现为降息降准等全面性政策工具的使用。随着 5-6 月地方债、特别国债等政府债券的大规模发行将至，二季度有望再度降准以维持资金面的平稳运行。

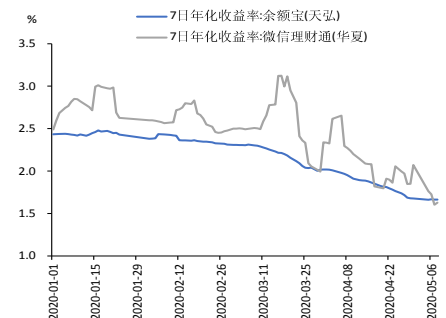
存款基准利率下调短期落空，存款利率的调整将优先采用市场化改革方式，规范存款利率定价行为。未来政策可能将加强对高息揽储的监管力度，加强存款利率自律管理，引导存款利率与市场利率“两轨合一轨”。

房地产政策继续严控，不走政策刺激的老路。本次报告中删除“因城施策”，新增了“保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”。严防信贷资金违规流入房地产领域的情况再次发生，保证资金能够顺利流向经济薄弱环节。

本次报告验证了我们前期关于债市短期进入震荡格局的判断。一是未来流动性投放保持合理水平，资金利率继续下探的空间不大，对债市上涨的支撑作用将明显减弱。二是前期宽货币向宽信用的传导效应较为通畅，并不存在资金淤积在银行体系的情况，4 月社融增速的继续走高也印证了这一事实。宽信用周期的开启也将支持实体经济的持续修复，基本面边际回暖对债市的压制作用将逐步显现。

风险提示： 外需持续承压，内需修复不及预期。

相关数据



相关报告

《债市迎来大幅调整，短期步入震荡格局——流动性周度观察（2020 年第 19 周）》

20200510

《5 月流动性缺口走高，二季度再将降准可期——4 月流动性观察及 5 月展望》

20200505

《3 月社融创历史新高，助力经济修复——3 月金融数据点评》

20200411

《货币加码不会缺席——逆回购利率下调点评》

20200331

《总量稳健，结构调控，短期战疫——2019 年四季度货币政策执行报告点评》

20200223

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 货币政策延续宽松，推动信用持续扩张

一季度货币政策执行报告中明确指出，“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”。这句话实质上指出了货币政策的考量因素，根据疫情防控和经济形势因时而变，对于我们判断下一步的货币政策的取向有着明确的指引作用。

1.1. 货币政策重心调整，由疫情防控转向实体经济修复

一季度货币政策主要围绕疫情防控展开，春节后短时间内进行大量投放流动性以稳定市场信心，后期主要以定向降准、再贷款再贴现等结构性政策为主，尽可能减少疫情对经济的冲击，防止流动性风险的出现。四季度货币政策执行报告中也重点提及“下一阶段把疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度”。

二季度以来，随着国内疫情防控步入“外防输入、内防反弹”阶段，国内经济社会运行逐步趋于正常，复工复产正在逐步接近或达到正常水平。当前经济发展的主要矛盾也由疫情防控逐渐过渡到推动实体经济恢复。本次报告中重点指出，“把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置……处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系……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”。这也意味着在经济弱复苏以及就业持续承压的背景之下，货币政策仍将延续宽松基调，但其重心在于通过营造宽信用的环境以推动实体经济修复，而不是任由流动性过度宽松推动资产价格的非理性上涨。

1.2. 政策运用循序渐进，子弹不会一次性用尽

央行在专栏4《新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析》中重点强调“坚持底线思维，对可能的外部风险保持高度警惕，前瞻性做好政策储备。”

央行指出，未来有四大主要风险需要警惕：一是全球疫情持续时间及负面影响可能超预期，欧美发达国家疫情仍然严重，重启经济的努力效果需要观察；二是主要经济体高度宽松的非常规货币政策和财政政策的效果和溢出效应需密切关注，未来全球经济复苏态势及金融形势根本上仍取决于疫情防控进展，非常规政策的负作用也会逐步显现；三是国内经济仍面临较多挑战。企业尤其是中小企业受疫情影响较大，居民就业和社会保障压力上升，产业链复工复产的协同配合有待增强，主要农产品保供稳价需不断夯实；四是我国国际收支和跨境资金流动也存在不确定性。

我们认为，货币政策虽延续宽松基调，但也不会过度宽松，当前国内外疫情和经济形势尚不明朗，仍需要预留一部分政策空间以备不需，子弹并不会一次性用完。当前国内经济已经出现好转，市场的悲观预期也在逐步修复，在推动实体经济修复主线中营造适宜的货币金融环境即可。

1.3. 流动性投放节奏平稳，资金利率继续下探的空间不大

一季度货币政策执行报告中指出，“进一步把握好流动性投放的力度和节奏，维护货币市场利率在合理区间平稳运行”。**央行流动性投放着重于维护金融市场的平稳运行，平抑资金面的波动。**春节后央行投放的 1.7 万亿短期流动性着重增强市场信心，此后逐步回笼流动性，保持流动性合理充裕，**逐渐向常态化水平引导。**在资金面收紧或是市场情绪出现反复时，适时适度进行流动性投放。

关于货币政策描述中，本次增加了“总量”字眼。我们认为总量将主要体现为降息降准等全面性政策工具的使用。随着 5-6 月地方债、特别国债等政府债券的大规模发行将至，我们认为二季度有望再度降准以维持资金面的平稳运行。未来我们仍会看到政策利率的继续调降，但在流动性总量维持适度平稳的背景下，资金利率继续下探的动力已然不足。4 月以来银行间利率持续走低，隔夜利率回落至 1% 以下，1 年期同业存单利率在 1.6% 左右，远低于 2.95% 的 1 年期 MLF 利率。4 月 MLF 及 TMLF 的缩量续作说明市场对于这部分资金需求已经放缓。

结构层面，将继续运用定向降准以及再贷款再贴现政策进行精准调控，支持抗疫保供、复工复产和中小微企业等实体经济发展。央行今年以来共下达三批次再贷款再贴现政策，目前第一批 3000 亿元专项再贷款政策已进入收官阶段，第二批 5000 亿元再贷款再贴现政策发放进度近 80%；第三批 1 万亿元再贷款再贴现政策已经落地，将与前两批次政策有序衔接，将持续发力。

1.4. 宽货币有效传导至宽信用

宽货币向宽信用的传导，一方面体现为实体融资成本的降低，另一方面表现为实体融资总量的增加。在专栏 1《我国货币政策向实体经济传导更为通畅》中，央行重点指出，疫情防控以来我国货币政策传导效率明显提升，货币政策向实体经济传导通畅。每 1 元的流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长。3 月份企业贷款利率的降幅也明显超出 MLF 利率和 LPR 的降幅。

下一步货币政策的重心转向支持实体经济发展，意味着信用将进一步扩张，未来风险偏好也将处于持续回升的阶段。一是，继续通过 LPR 的调降带动实体融资成本的不断降低。二是，加大小微、民营企业和制造业的信贷支持力度，重点支持精准扶贫、复工复产以及就业创业。今年一季度央行在宏观审慎评估（MPA）进一步提高了小微、民营企业融资和制造业融资的考核权重，并设立“再贷款运用”考核指标，同时将股份制银行定向降准资金使用情况纳入考核。

1.5. 债市短期进入震荡格局

本次报告中传达的货币和信用两方面的信号，验证了我们此前提出的债市短期进入震荡格局的判断。一是未来流动性投放保持合理水平，资金利率继续下探的空间不大，对债市上涨的支撑作用将明显减弱。二是前期宽货币向宽信用的传导效应较为通畅，并不存在资金淤积在银行体系的情况，4 月社融增速的继续走高也印证了这一事实。宽信用周期的开启也将支持实体经济的持续修复，基本面边际回暖对债市的压制作用将逐步显现。

2. 贷款利率继续下行，存款基准利率下调短期落空

2.1. LPR 改革继续推进，引导贷款市场利率下行

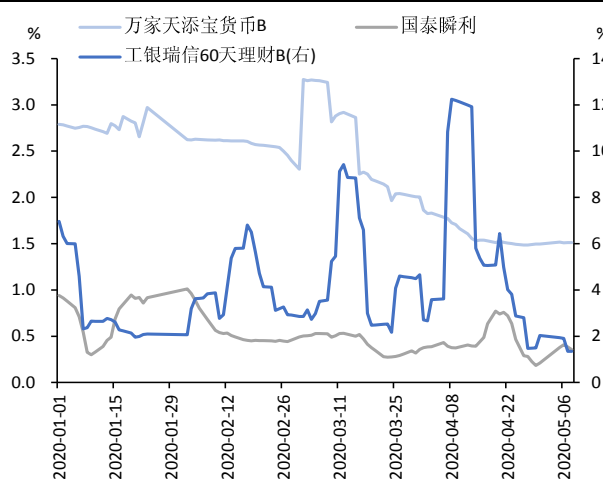
专栏 3《贷款市场报价利率（LPR）改革取得重要成效》中指出，LPR 改革不仅增强了货币政策向贷款利率的传导效果，并且对于降低贷款实际利率的成效显著。下一步，央行将继续深化 LPR 改革，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，推动降低贷款实际利率，一方面通过存量浮动利率贷款定价基准转换，央行预计 8 月底前可基本完成；另一方面可继续通过 MLF-LPR 的降息轨道，带动 LPR 报价下移。

2.2. 存款利率优先市场化改革，基准利率调整暂未提及

目前存款利率的调整将优先采用市场化改革方式，规范存款利率定价行为。未来政策可能将加强对高息揽储的监管力度，加强存款利率自律管理，意味着短期内存款基准利率出台的概率较低。央行在专栏 3 中重点提及 LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用。存款利率市场化改革，主要是通过贷款利率下行，倒逼银行弱化其高息揽储的动力，从而引导存款利率下行，与市场利率实现“两轨合一轨”。近期央行也引发《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》，指导市场利率定价自律机制加强存款利率自律管理，将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围。

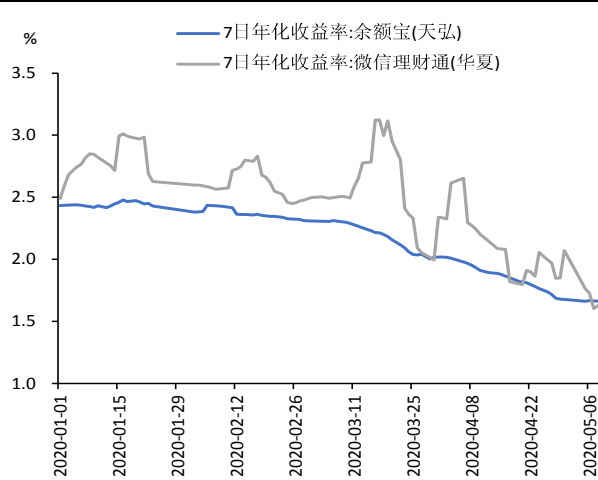
从实际效果来看，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行，但下行幅度和持续时间仍需要跟踪关注。

图 1：今年以来货币基金年化收益率



数据来源：东北证券，Wind

图 2：今年以来互联网理财年化收益率



数据来源：东北证券，Wind

3. 通胀与汇率基本平稳，不影响货币政策取向

一季度货币政策执行报告中关于通胀的表述基本不变，“物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察”。短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，CPI 的波动主要受供给侧的影响，而 PPI 的波动则受到需求端走弱的影响。当前 CPI 涨幅已表现出回落态势，3 月份降至 4.3%，PPI

降幅则继续扩大。从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。

汇率延续“以我为主，兼顾对外均衡”基调。央行在报告中指出，我国国际收支和跨境资金流动存在不确定性。一方面，主要经济体央行大幅放松货币政策加之我国疫情防控和复工复产领先，人民币资产较高的收益和相对的安全性可能吸引跨境资金流入。另一方面，外需持续走弱、投资者风险偏好下降也可能引起出口减少和跨境资金流出。意味着跨境资本流动短期内可能将加大汇率的波动，未来要继续保持人民币汇率弹性、完善跨境资本流动宏观审慎政策和加强国际宏观政策协调三方面的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

4. 房地产政策继续严控，不走政策刺激的老路

相较四季度货币政策执行报告，关于房地产的表态中，此次继续保留“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。但删除了“按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制”，新增了“保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。”

疫情防控期间，部分地区因城施策，地产政策边际上有所放松，近期土地交易和商品房销售市场出现明显修复。据中原地产统计显示，今年1-4月，各地合计出台房地产调控政策238次，比去年同期增加45%。其中，4月单月出台房地产调控政策67次。但政策主要聚焦于缓解房企资金链断裂的风险，集中于放松土地出让金缴纳、加快预售等方面。3月房地产市场开始逐步修复，4月以来房地产市场明显升温，如4月土地成交价格较去年同期出现了明显上涨，5月初一线城市商品房成交面积同比回正，五一期间北京新建商品住宅成交套数同比增长225%。同时近期深圳出现经营贷资金违规流入房地产市场的情况，本次报告中删除“因城施策”，意味着房地产政策继续保持严控，严防信贷资金违规流入房地产领域，防止削弱货币政策支持实体经济的有效性。

图 3: 30 大中城市商品房成交面积同比

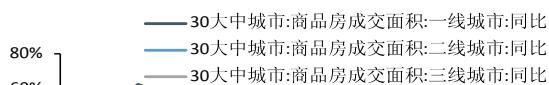
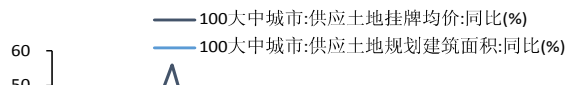


图 4: 100 大中城市土地价格与建筑面积同比



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_5282

