

货政报告首提 M2 社融 “略高” 的深意

报告导读

2020年5月10日央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，我们提示关注以下要点：

- 1、首提 M2 与社融增速比名义 GDP 略高，信号意义重大
- 2、多重目标，稳增长和保就业放在更加突出位置
- 3、一般贷款加权利率下降幅度超过 LPR 下行幅度源于贷款量的变化
- 4、首提贷款利率市场化带动存款利率市场化
- 5、高风险中小金融机构处置取得阶段性成果，后期主要是推动整体改革
- 6、注重外汇市场跨境资金流出监测，打击非法活动

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

风险提示：海外疫情防控不及预期，经济下行压力加大，对货币政策调控提出更高要求。

报告撰写人：李超

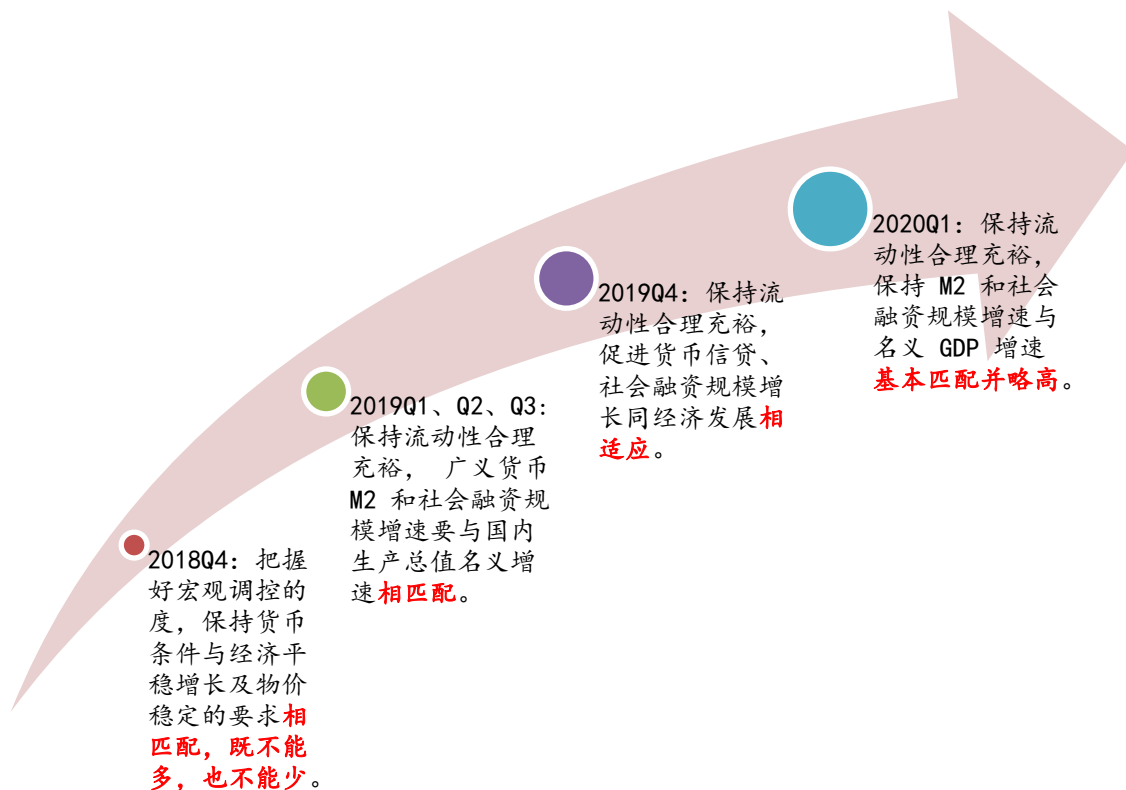
数据支持人：李超

一、首提 M2 与社融增速比名义 GDP 略高

本次货币政策执行报告最需关注的一点是央行强调“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”，其中“略高”的表述是央行首次提出，我们提示关注其重要的信号性意义，该表述的变化说明货币政策宽松力度将继续加码，金融数据将继续走高并远高于名义 GDP 增速。自 2019 年起，我们就持续提示市场关注“相匹配”的含义是央行通过宽松货币政策打高金融数据维稳经济增长的政策意图（而非金融数据与经济增速同高同低），而本次货币政策报告表述中首次出现“略高”的措辞，其意义重大的核心原因在于我国央行对政策基调的措辞往往是比较谨慎的，我们需要将“略高”的表述加以放大来判断政策取向。

一直以来，我国央行维持“稳健”的货币政策，而其评估稳健货币政策力度把握是否合适，主要看货币条件是否与保持经济平稳增长及物价稳定的要求相匹配，即广义货币 M2 增速与国内生产总值 (GDP) 名义增速之间的匹配度。央行自 2018 年 Q4 的货币政策执行报告开始提及“保持货币条件与经济平稳增长及物价稳定的要求相匹配，既不能多，也不能少”的相关表述，当时的背景是 2018 年四季度经济回落压力加大，2019 年 1 月央行全面降准，即货币政策实质是“稳健略宽松”的基调，此时央行货币政策报告中的表述仍然较为审慎。此后我们观察到，2019 年前三季度央行的表述为“保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配”，第四季度为“促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”，从“相匹配”到“相适应”，央行使用“基本匹配并略高”的表述还是第一次，充分说明了当前货币政策基调的变化，逆周期调节力度将继续强化，通过推高金融数据为经济提供充足的资金支持，维稳经济增长。截至 3 月末，我国 M2 增速为 10.1%，社融增速为 11.5%，预计 M2 和社融增速的年内高点将达到 12% 以上，可能为名义 GDP 增速的两倍。

图 1：稳就业是当前货币政策首要目标



资料来源：浙商证券研究所

二、多重目标，稳增长和保就业放在更加突出位置

央行称“在多重目标中寻求动态平衡，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，为有效防控疫情、支持实体经济恢复发展营造适宜的货币金融环境”，这与文中货币政策要“更加”灵活适度的表述相匹配，体现出央行将稳增长和保就业放在更加突出位置，我们判断货币政策继续维持稳健略宽松。

我国央行最终目标较多，包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，一项隐性目标金融稳定，及转轨时期长期目标金融改革开放和发展金融市场。在判断货币政策取向的时候只能抓主要矛盾，通过判断央行当前首要目标来判断货币政策取向。今年第一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多，一季度 GDP 增速跌至-6.8%，城镇调查失业率 2、3 月分别高企至 6.2% 和 5.9%，突破了前两年年度目标值 5.5%，此时稳就业是今年一切经济工作的底线，与稳增长是一体两面，成为央行当前的首要目标。目前 CPI 涨幅已表现出回落态势，3 月份降至 4.3%，通胀预期总体平稳，总体看，我国不存在长期通胀或通缩的基础，而国际收支也基本平衡，物价稳定和国际收支暂不构成主要矛盾。

稳健略宽松的货币政策将是宽货币+宽信用，综合运用降准、降息、再贷款等工具的组合，未来仍有降准、降息，且更加侧重宽信用，着重为企业提供信贷支持，同时政府和债券市场也是扩信用的重要方式。

图 1：稳就业是当前货币政策首要目标

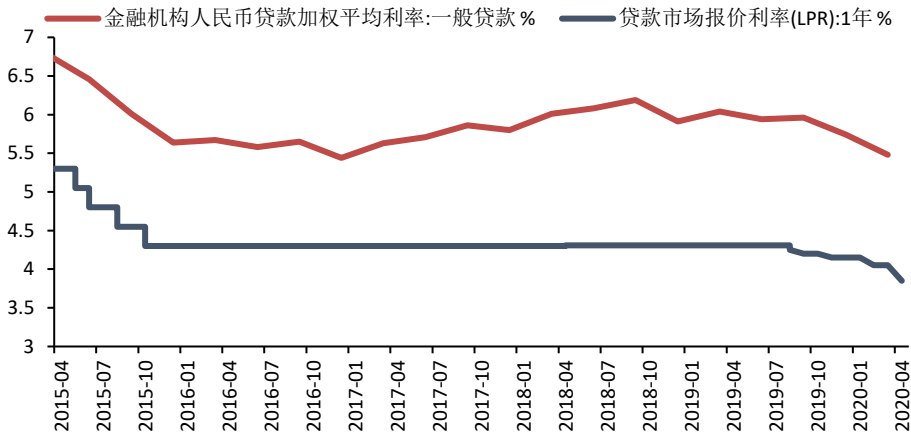


资料来源：浙商证券研究所

三、一般贷款加权利率下降幅度超过 LPR 下行幅度源于贷款量的变化

一季度社会融资成本明显下降，3 月份一般贷款平均利率为 5.48%，比 LPR 改革前的 2019 年 7 月份下降了 0.62 个百分点，比上年 12 月下降 0.26 个百分点，3 月份企业贷款利率为 4.82%，较 2019 年底下降 0.3 个百分点，两项数据今年降幅均超过 LPR 下行幅度。我们认为一季度一般贷款加权利率下降幅度超过 LPR 下行幅度源于贷款量的变化，一季度贷款新增超 7 万亿，同比多增约 1.29 万亿，一季度末贷款增速 12.7%，较去年底提高 0.4 个百分点，贷款量的大增使得信贷供给增多，而受疫情冲击，企业贷款需求有所回落，央行银行家问卷调查显示，今年一季度贷款需求指数 66%，较去年一季度低超 4 个百分点，因此从信贷供需结构角度，我们认为主要是信贷量的变化带来贷款利率的下行。其中，一季度企事业单位新增贷款是 6.04 万亿元，即各项贷款新增总量中 85.1% 都投放给了企事业单位，使得企业贷款利率下行幅度更大。而银行一定以量补价的行为也实现了盈利水平的稳健，随着银行业一季报的公布，银行股业绩表现明显超预期，体现出较强的韧性。

图 2：一季度一般贷款加权利率下降幅度超过 LPR 下行幅度



资料来源：浙商证券研究所

四、首提贷款利率市场化带动存款利率市场化

央行通过专栏介绍 LPR 改革取得重要成效，首次提到贷款利率市场化带动存款利率市场化。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。央行指出，从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，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，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”，贷款市场利率改革有效地推动了存款利率市场化。由此我们认为，在部分银行存款利率已有下调的情况下，未来央行降低存款基准利率概率较大，不仅有助于为银行降低负债成本鼓励信贷投放，也体现出一定随行就市的利率调整，从过往经验来看，两会期间货币政策工具调整较多，可能成为重要的降息窗口。

不过，正如央行刘国强副行长在 4 月 3 日国务院联防联控机制新闻发布会上表示的，存款基准利率是利率体系里的一个压舱石，实行起来要考虑得更多，比如物价的情况，现在 CPI 明显高于一年期的存款利率，目前一年期存款基准利率 1.5%，3 月 CPI 同比 4.3%，两者差值-2.8%，居民实际利率为负。另外也要考虑经济增长，还有内外平衡的因素，用这个工具要进行更加充分的评估。因此我们认为，存款基准利率后续频繁调整概率不大，央行将主要通过再贷款及 OMO 等方式为银行提供低成本资金。

五、高风险中小金融机构处置取得阶段性成果，后期主要是推动整体改革

高风险中小金融机构处置取得阶段性成果。2019 年至今，央行稳妥有序推进了包商银行、恒丰银行、锦州银行的风险处置，其中，包商银行接管托管工作进展顺利，4 月 30 日，包商银行发布公告，将部分业务、资产及负债分别转让至蒙商银行和徽商银行，蒙商银行 5 月 6 日起正式对外营业。此前，2019 年 12 月 31 日，恒丰银行顺利完成股改建账工作，标志着市场化重组基本完成，目前改革重组方案顺利实施，2019 年 6 月，人民银行、银保监会会同辽宁省政府推动锦州银行进行改革重组，目前锦州银行改革重组也取得阶段性进展。

我们认为，央行防范中小银行系统性风险正在经历由精准拆弹到改革的过程，后期主要是推动整体改革。2019 年 11 月 6 日，金融委第九次会议提出深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题，多渠道增强商业银行特别是中小银行资本实力，我们认为后续对中小银行风险治理将主要通过推动整体改革的方式，如多渠道补充资本金、核销不良及改善中小银行流动性问题等。

六、注重外汇市场跨境资金流出监测，打击非法活动

央行在文中称，注重维护外汇市场稳定，重点对新冠肺炎疫情可能引发的跨境资金流动风险开展监测与分析。突出地下钱庄、跨境赌博和网络炒汇等非法金融活动线索排查。积极推进跨境反洗钱机制、银行宏观和微观监管、外汇批发市场等前瞻性研究。一季度，共查处外汇违规案件 176 起，罚没款 1.4 亿元。

我们用外汇储备数据观测国际收支状况，截至 4 月底，我国官方外汇储备 30914.59 亿美元，较去年底降低 164 亿美元，国际收支状况维持基本平衡。其中，3 月外储环比回落 460 亿美元，降幅较大主要原因是受美元流动性危机影响，证券投资项下跨境人民币净流出增多，4 月就出现缓解，资本流出压力并未持续。目前看实体经济尚未形成大规模人民币贬值预期，一季度，衡量结汇意愿的结汇率，也就是客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比为 66%，同比上升 5 个百分点，但目前人民币兑美元汇率仍在 7 附件位置震荡，地下钱庄等非法渠道的资金流出可能冲击国际收支，进而与汇率形成负反馈，央行加大资本流出监控，打击非法活动体现了政策前瞻性。

风险提示

海外疫情防控不及预期，经济下行压力加大，对货币政策调控提出更高要求。

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_5307

