

## 宏观点评

### 央行一季度货币政策报告的7大信号

**事件:** 本周日(2020年05月10日),我国央行发布《2020年第1季度中国货币政策执行报告》(以下简称《报告》),《报告》梳理了2020年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况,并展望了中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。《报告》撰写了4个专栏,分别为:专栏1《我国货币政策向实体经济传导更为通畅》;专栏2《再贷款再贴现精准助力抗击疫情和经济社会发展》;专栏3《贷款市场报价利率(LPR)改革取得重要成效》;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》。

**核心结论:** 本次《报告》基本延续了4.17政治局会议的主要精神,总体看:央行对经济更加担忧,首次认为衰退已成定局,并新提四大风险;删掉了“不搞‘大水漫灌’”,新增“更加重视经济增长、就业等目标”,后续货币政策会更宽松,但会更重视精准投放,再降准“降息”无悬念,存款利率也可能下降,信贷社融有望维持高位;我们也继续提示,房地产调控有望进一步差异化松动。具体看,释放了7大信号:

**信号1:** 央行认为全球经济衰退已成定局,提出关注经济衰退、疫情不确定性、金融风险、政策空间等问题。中国经济面临前所未有的挑战,要增强紧迫感,加大宏观政策逆周期调节力度。我们认为后续内外需均有压力,需关注消费短期难以明显反弹、外需可能持续走弱等压力。

**信号2:** 央行认为物价总体可控,短期新冠疫情等因素可能从供求两方面对物价形成扰动,但不存在长期通胀或通缩的基础。我们认为4月CPI同比回落至3.5%左右,PPI同比继续下滑至-2.5%左右。全年CPI前高后低,下半年可能回落至2%以下;PPI前低后高,但全年仍可能均在通缩区间,年底当月同比大概率在-1%以下。

**信号3:** 央行货币政策基调更加宽松,未提“货币总闸门”,也未强调“不搞‘大水漫灌’”。我们认为后续有望继续降准降息,存款利率也可能下降。央行仍会平衡好“稳增长、保就业、防风险、控通胀”的关系,轻易不会开启零利率或负利率。但新增“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”,意味着货币政策基调更偏宽松,预计5月将看到MLF和LPR降息,后续MLF降息空间在30BP以上;二季度可能再降准100BP左右。央行指出随着贷款市场利率整体下行,银行也开始自发降低负债端成本,主动下调存款利率。我们仍维持年内存款利率下调可能分三个步骤的观点:一是压降不规范存款创新产品,规范结构性存款利率和靠档计息定期存款。二是下调存款利率上浮比例限制。三是分期限降低存款基准利率。

**信号4:** 信贷社融有望维持高位,央行更重视精准投放和货币传导。第一,央行希望保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速略匹配并略高,预计在持续降准降息、国债和专项债扩容的支撑下,M2和社融增速有望延续高增。第二,央行认为货币政策传导更通畅,表现为贷款投放的乘数效应显著,LPR改革取得重要成效,贷款利率下行幅度较大。第三,疫情之下,央行更重视精准投放,表现为再贷款再贴现精准助力抗击疫情,继续利用货币信贷做好经济结构调整。促进金融要素流向先进制造、民生建设、基础设施短板等领域,促进产业和消费双升级。加大对小微、民营企业支持。

**信号5:** 央行继续坚持“房住不炒”,我们仍提示稳增长离不开房地产,后续各地仍有望差异化松动,发力点是盘活土地市场。

**信号6:** 央行延续“进一步深化人民币汇率形成机制,保持汇率弹性,加强宏观审慎管理”等表述;我们维持人民币贬值压力将有所缓解,2020年升值动能增强的判断。

**信号7:** 央行指出完善金融市场体系、深化金融供给侧改革,并继续打好防范化解重大金融风险攻坚战。我们认为疫情之下稳增长更具有重要性,宏观杠杆率有望走高,但在国际金融市场“黑天鹅”频发背景下,资本市场规范和创新类金融产品监管有望加强。

**风险提示:** 疫情超预期演化;我国经济大幅下行。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱: hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《三重博弈来临—五一宏观8大看点》2020-05-05
- 2、《不寻常的信号——逐句解读4.17政治局会议》2020-04-17
- 3、《存款基准利率会降吗?》2020-03-25
- 4、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2020-02-20
- 5、《“降息”空间还有多大?存款利率呢?》2020-02-17
- 6、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2019-11-16



## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 信号 1: 全球经济陷入衰退, 提示持续关注下行风险; 中国经济面临前所未有的挑战, 内外需均有压力 .....                    | 3 |
| 信号 2: 央行认为物价总体可控, 未来需持续观察; 我们认为 CPI 将趋势性回落, PPI 可能面临较长时间通缩 .....            | 4 |
| 信号 3: 央行货币政策基调更加宽松, 有望继续降准降息, 存款利率也可能下降 .....                               | 5 |
| 信号 4: 信贷社融有望维持高位, 央行更重视精准投放和货币传导 .....                                      | 6 |
| 信号 5: 央行继续坚持“房住不炒”, 我们仍提示房地产差异化松动 .....                                     | 7 |
| 信号 6: 央行认为要进一步深化人民币汇率形成机制改革, 加强宏观审慎管理; 我们认为人民币贬值压力将有所缓解, 2020 年升值动能增强 ..... | 7 |
| 信号 7: 央行指出完善金融市场体系、深化金融供给侧改革, 并继续打好防范化解重大金融风险攻坚战 .....                      | 7 |
| 风险提示 .....  | 8 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图表 1: IMF 预测主要经济体 2020 年经济将大幅下滑 .....        | 3 |
| 图表 2: IMF 预测 2020 年全球经济将陷入衰退 .....           | 3 |
| 图表 3: 城镇储户问卷调查显示 2020 年 Q1 居民收入和就业指数下降 ..... | 4 |
| 图表 4: 领先出口 1-3 个月的 PMI 新出口订单指向外需不容乐观 .....   | 4 |
| 图表 5: CPI 总体将趋于回落 .....                      | 5 |
| 图表 6: PPI 可能面临较长时间的通缩 .....                  | 5 |
| 图表 7: MLF 利率、LPR 利率逐步引导贷款利率下行 .....          | 6 |
| 图表 8: 2020 年一季度货币乘数整体高于 2019 年底 .....        | 6 |
| 图表 9: 2020 年人民币贬值压力将有所缓解, 升值动能增强 .....       | 7 |

本周日（2020年05月10日），我国央行发布《2020年第1季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2020年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了2020年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了4个专栏，分别为：专栏1《我国货币政策向实体经济传导更为通畅》；专栏2《再贷款再贴现精准助力抗击疫情和经济社会发展》；专栏3《贷款市场报价利率（LPR）改革取得重要成效》；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》。具体看，释放了7大信号：

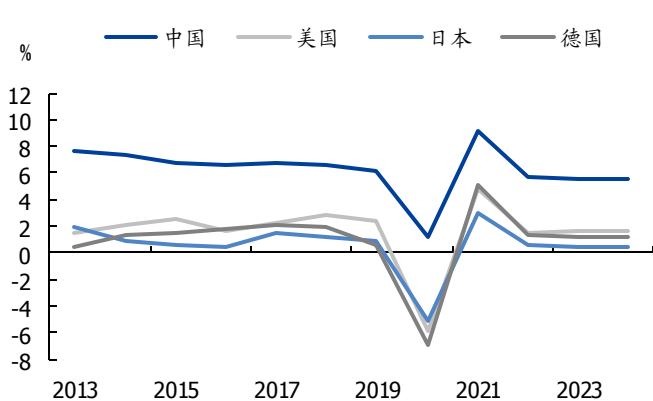
### 信号 1：全球经济陷入衰退，提示持续关注下行风险；中国经济面临前所未有的挑战，内外需均有压力

央行对全球经济走势担忧上升，认为世界经济陷入衰退。《报告》认为“今年全球经济衰退已成定局，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”，（四季度为“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”、三季度为“全球经济增长放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累”），对全球经济担忧主因新冠肺炎疫情在全球大范围传播。

根据IMF最新《世界经济展望》，预计2020年全球经济下滑3.0%，其中发达经济体下滑6.1%，新兴市场和发展中经济体下滑1.0%。中国、美国、欧元区、日本实际GDP预计分别增长1.2%、下滑5.9%、下滑7.5%、下滑5.2%。

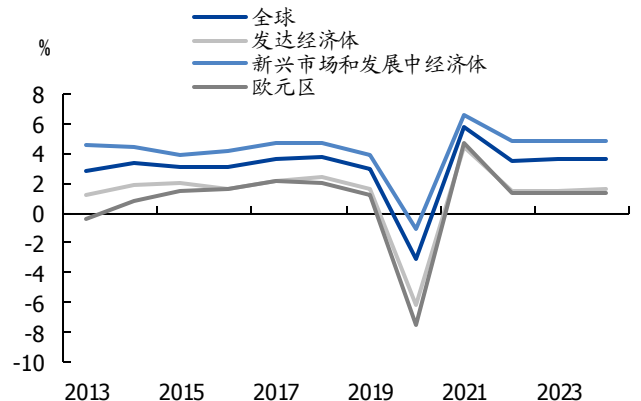
往后看，央行提出四点值得关注的问题，包括经济衰退、疫情不确定性、金融风险、政策空间等。具体看：第一，新冠肺炎疫情快速蔓延，全球经济遭遇供需双侧冲击，短期已滑入衰退轨道。供给端，疫情之后各国封城、停工等措施降低了生产效率，也需要关注疫情对全球价值链的冲击。需求端，居民和企业收入可能下降，从而拖累消费、投资。第二，疫情走势尚不明朗、各国应对力度参差不齐，全球经济面临极大不确定性。结合专栏4《新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析》，需要警惕疫情在全球出现反复，全球疫情未来走势仍存在高度不确定性，负面影响可能超预期。第三，局部金融风险加速积累，值得警惕。比如3月美股大幅下跌四次触发熔断机制，4月原油期货跌至负值等。第四，全球主要经济体宏观政策空间进一步压缩。应是指疫情以来多国非常规货币、财政政策压缩了后续的政策空间，而非非常规政策的负作用可能也会逐步显现。

图表 1：IMF 预测主要经济体 2020 年经济将大幅下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：IMF 预测 2020 年全球经济将陷入衰退



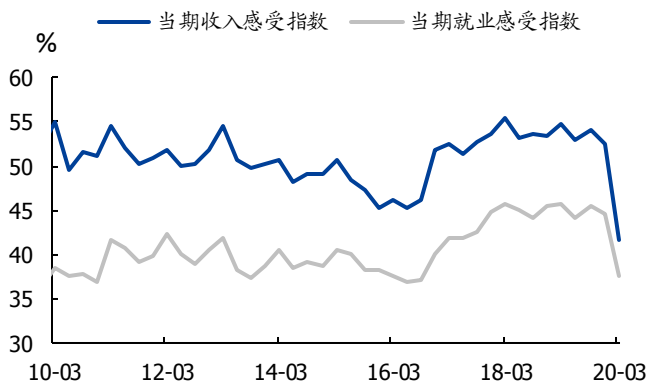
资料来源：Wind，国盛证券研究所

《报告》认为新冠疫情对我国经济带来前所未有的冲击，需关注后续风险。《报告》提出“2020年一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，消费减少，投资活动放缓，进出口规模下降。但我国经济展现出巨大韧性，疫情防控向好态势进一步巩固，应对疫情催生并推动了许多新兴产业新业态快速发展”。（2019年四季度为“国民经济运行总体平稳，经济结构持续优化，高质量发展扎实推进。消费拉动增强，投资稳定，进出口规模扩大”，三季度为“国民经济运行总体平稳，结构调整扎实推进。投资稳中趋稳，消费、就业总体稳定，主要宏观经济指标保持在合理区间”）。“前所未有”应是延续4.17政治局会议的表述，突出疫情之下国内经济面临的挑战增多。

往后看，《报告》认为经济发展面临的挑战前所未有，增强紧迫感，加大宏观政策逆周期调节力度。《报告》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》中总结了我国现有冲击和未来风险：一是企业生产经营安排受到影响。二是需求同比放缓，特别是零售、餐饮、旅游等消费。三是外部输入型风险将继续冲击国内经济。四是国内经济仍面临较多挑战。五是国际收支和跨境资金流动也存在不确定性。

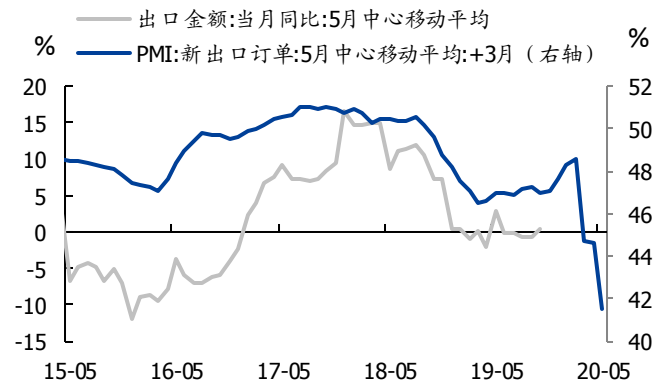
总结上述五点，我们认为部分问题得到一定解决，但经济也面临新的问题。一方面，从供给端来看，尽管二季度以来复工明显恢复，但“复工不等于复产”，生产恢复似乎进入瓶颈期。中小企业受疫情影响较大，就业压力上升。另一方面，从需求端来看，受限于疫情不确定性和居民收入下降，消费短期难以明显反弹；海外疫情不确定性仍高，外需走弱可能持续拉低我国经济增速。

图表3: 城镇储户问卷调查显示2020年Q1居民收入和就业指数下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 领先出口1-3个月的PMI新出口订单指向外需不容乐观



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

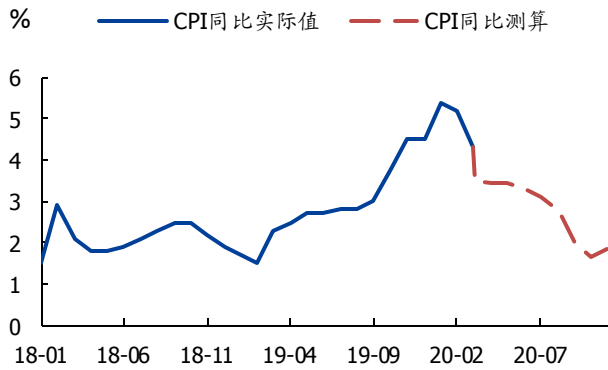
## 信号2: 央行认为物价总体可控，未来需持续观察；我们认为CPI将趋势性回落，PPI可能面临较长时间通缩

《报告》认为物价形势总体可控，未来变化需持续观察。《报告》认为2020年前两个月，CPI涨幅上冲至5%以上主因春节和疫情扰动，供给恢复后3月CPI已有回落。受需求偏弱和大宗商品降价影响，PPI降幅扩大。展望未来，央行认为短期新冠疫情等因素可能从供求两方面对物价形成扰动；基本面看，不存在长期通胀或通缩的基础。

展望后市，短期看，鉴于4月农产品价格和工业品价格继续回落，预计4月CPI同比回落至3.5%左右，PPI同比继续下滑至-2.5%左右。全年节奏维持此前判断，即CPI前高后低，PPI前低后高。具体看，预计5-6月CPI同比在3.3%-3.6%，上半年CPI中枢在

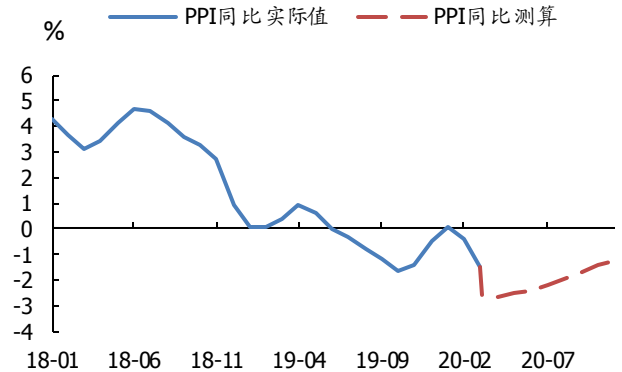
4%以上，下半年逐步回落至2%以下。PPI低点可能在5-7月，后续逐渐回升，但考虑到疫情加大全球衰退风险，大宗商品价格持续走低，全年PPI可能均在通缩区间，年底当月同比仍在-1%以下。需要指出的是，后续疫情演化和油价仍是重要扰动，如果疫情仍未明显好转，年中PPI同比可能在-4%以下。

图表 5: CPI总体将趋于回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 4月数据根据高频测算, 5-12月结合翘尾和过去5年同期环比。

图表 6: PPI可能面临较长时间的通缩



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 4月数据根据高频测算, 5-12月结合翘尾和过去5年同期环比。

### 信号 3: 央行货币政策基调更加宽松, 有望继续降准降息, 存款利率也可能下降

货币总基调更加宽松, 未提“货币总闸门”, 也未强调“不搞‘大水漫灌’”。对于宏观政策基调,《报告》基本延续 4.17 政治局会议的表述, 即加大“六稳”工作力度, 强调“六保”, 确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务, 全面建成小康社会。对于货币政策基调,《报告》强调“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”, 且未提“货币总闸门”, 也未强调“不搞‘大水漫灌’”。对比 2019 年 Q4 的“科学稳健把握逆周期调节力度, 稳健的货币政策要灵活适度, 同时坚决不搞‘大水漫灌’”, 宽松力度更大。

后续有望继续降准降息。央行延续“在多重目标中寻求动态平衡”和“维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位”的表述, 意味着央行仍会平衡好“稳增长、保就业、防风险、控通胀”的关系, 轻易不会开启零利率或负利率。但新增“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”的表述, 意味着较 2019Q4 报告, 货币政策基调更偏宽松, 再结合 4.17 政治局会议明确提出“降准、降息”, 预计 5 月将看到 MLF 和 LPR 降息, 后续 MLF 降息空间在 30BP 以上; 二季度可能再降准 100BP 左右。

存款利率也可能下降。央行在《专栏 3 贷款市场报价利率 (LPR) 改革取得重要成效》中指出 LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用, 即随着贷款市场利率整体下行, 银行也开始自发降低负债端成本, 主动下调存款利率。我们仍维持报告《存款基准利率会降吗?》中的观点, 年内存款利率下调可能分三个步骤: 一是压降不规范存款创新产品, 规范结构性存款利率和靠档计息定期存款。二是下调存款利率上浮比例限制。三是分期限降低存款基准利率。

## 信号 4: 信贷社融有望维持高位, 央行更重视精准投放和货币传导

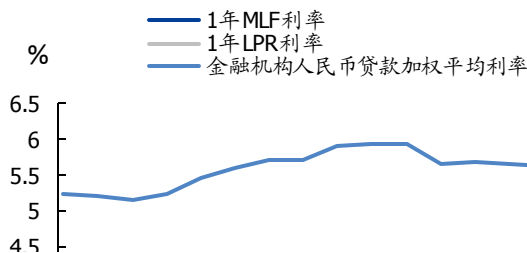
央行希望保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速略匹配并略高, 同时更重视精准投放和货币传导。

第一, 信贷社融有望延续高增。《报告》指出“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”。其实 2019 年, M2 和社融增速均高于名义 GDP, 以体现逆周期调节。2019 年 M2 增速为 8.7%, 社融存量同比为 10.7%, 以四经普调整之后的 2018 年名义 GDP 和 2019 年名义 GDP 计算得出的 2019 年名义 GDP 同比为 7.8%。2019 年 Q4 央行报告就在 2020 年央行工作总基调中指出“由于经济下行压力加大往往和社会信用收缩交织共振, M2 和社融增速略高于名义 GDP 体现强化逆周期调节”。后续在央行继续降准降息、国债和专项债扩容的支撑下, 预计社融增速和 M2 同比可能延续高增。

第二, 央行认为货币政策传导更为通畅。《报告》在《专栏 1 我国货币政策向实体经济传导更为通畅》中指出我国货币政策传导效率明显提高。一方面, 贷款投放的乘数效应显著。一季度央行通过降准、再贷款等工具释放长期流动性约 2 万亿元, 新增人民币贷款 7.1 万亿元, 对应流动性投放和贷款增长是 1:3.5 的倍数放大效应, 显著高于美国的 1:0.3 和欧元区的 1:0.4。另一方面, 贷款利率下行幅度较大。《专栏 1 我国货币政策向实体经济传导更为通畅》中提到“3 月企业贷款利率为 4.82%, 较 2019 年底下降 0.3 个百分点”, 同期 1 年期 MLF 利率和 1 年期 LPR 利率下降均下降 10BP, 企业贷款利率降幅超过政策利率和基准利率。展望未来, 央行认为稳健的货币政策要更加注重灵活适度, 保持货币政策传导效率。

此外, LPR 改革取得重要成效。根据《专栏 3 贷款市场报价利率 (LPR) 改革取得重要成效》, LPR 利率向贷款利率的传导效率增强。一是增量贷款中运用 LPR 定价的占比已超过 90%, 存量贷款换锚将在今年 3-8 月完成。二是 LPR 改革带动贷款利率明显下行。2020 年 4 月中旬, 新发放贷款中, 利率低于原贷款基准利率 0.9 倍的占比为 28.9%, 有效打破贷款利率隐性下限。

图表 7: MLF 利率、LPR 利率逐步引导贷款利率下行



图表 8: 2020 年一季度货币乘数整体高于 2019 年底



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\\_5330](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5330)

