

2020年05月10日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

货币政策仍有宽松空间

——《2020年1季度货币政策执行报告》点评

相关报告

《4月PMI数据点评：通缩压力持续显现》——2020-05-05

《创业板试点注册制点评：资本市场的市场化改革再进一步》——2020-04-28

《证监会《指引》点评：推进新三板改革，公募基金参与投资精选层》——2020-04-19

《4月17日政治局会议点评：前所未有负增长之后的政策部署》——2020-04-18

《一季度经济数据超预期的背后：谁挽救了GDP？》——2020-04-17

事件：

5月10日，人民银行发布了《2020年1季度货币政策执行报告》（简称《报告》）。与去年4季度相比，报告显示央行对于经济短期挑战的关切上升，承认工业部门价格水平近期下行，提出更加关切就业等目标。我们认为货币政策进一步宽松仍有一定空间。

投资要点：

- **货币政策逆周期调节取得成绩。**在关于过去货币政策执行效果回顾的部分，央行认为“传导效力明显提升”：不仅仅 M2 和社会融资规模增速平稳增长，而且社会融资成本明显下降。《报告》披露 3 月贷款加权平均利率为 5.08%，比上年 12 月下降 0.36 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 5.48%，比上年 12 月下降 0.26 个百分点；票据融资加权平均利率为 2.94%，比上年 12 月下降 0.32 个百分点；个人住房贷款加权平均利率为 5.60%，比上年 12 月下降 0.02 个百分点。

此外，《报告》还披露 LPR 改革（贷款报价方式改革）之后，4 月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率 0.9 倍的贷款占比为 28.9%，是 LPR 改革前 2019 年 7 月的 3 倍，贷款利率的隐性下限已“完全被打破”，贷款利率定价的市场化程度“明显提高”。

- **央行似乎更加关注短期经济挑战“前所未有”，承认工业部门通缩压力加大。**在对于经济形势和通货膨胀展望的部分，央行删去了去年四季度《报告》中“结构性、体制性、周期性问题相互交织，增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”影响持续深化”等关于长期结构性问题的论述，而代之以“当前我国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”，显示目前而言央行对于长期结构性问题的关切可能让位于着眼于应对疫情带来的短期的挑战。

在有关物价判断的方面，央行维持了“通胀形势整体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察”的基调，但是客观上也承认 PPI 近期“降幅有所扩大”。

- **我们认为货币政策继续宽松仍有空间。**对货币政策的取向而言，央

行维持了“加强货币政策逆周期调节”的表述，但是仍有三点变化值得关注：

第一，《报告》删去了“科学稳健把握逆周期调节力度”的说法；

第二，对 M2 和社融的增速的要求去年 4 季度的《报告》提出的是与“同经济发展相适应”，但是这次的表述是“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”；

第三，《报告》首次提出“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。”这说明就业在货币政策的目标权重加大。而按照统计局的说法，中国当前的调查失业率数据不包括就业人员规模 6% 的下降（约 2700 万人）、占城镇就业人员 18.3% 的在职但未上班状态的职工；且考虑到该数据有可能在 6-7 月高校毕业季之后受到进一步冲击，中国真实的就业形势是非常严峻的。

在这种情况下，综合考虑央行对短期形势的关注和工业通缩的压力，我们认为货币政策仍有继续宽松的空间——虽然当前的社融及货币增速已经满足了略高于名义 GDP 增速的条件。

- LPR 改革从增量、存量并重，转向主要是存量改革，并有望继续发挥通过改革“引导贷款利率下行”的作用。**由于绝大多数银行已经完成了新增贷款参考 LPR 的改革且贷款的隐形下限已经显著打破，我们认为改革转向存量贷款定价改革顺理成章。实际上，央行的原来的部署也是存量贷款的定价改革在 8 月 31 日完成。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，疫情持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_5336

