

货币政策当务之急是缓解结构性信用收缩压力

——肺炎疫情影响评估（五）

宏观深度

投资要点：

- 面对新冠肺炎疫情的“休克式”冲击，政治局罕见地在40天内开了五次会议，在2月21日的政治局会议中提出两个“更加”：“积极的财政政策要更加积极有为”，“稳健的货币政策要更加灵活适度”。当前，市场对年内货币宽松基本形成了共识。但具体如何去理解本轮宽松？后续宽松路径如何演进？
- 疫情防控攻坚期巨量流动性投放并非“大水漫灌”。一是“大水漫灌”用来衡量中长期流动性更为合适；二是2020年初以来，央行投放的巨量短期流动性，意在稳定金融市场预期和抗击疫情需要；三是特殊时期特殊之策，巨量短期流动性投放成功取得金融风险防役战首场胜利，有需求也有必要。
- 疫情冲击下短期和中长期、国内和国外需求冲击叠加共振，稳增长压力增加。从短期看，疫情或导致一季度GDP增速降至2-4%，考虑到本次受疫情冲击最大的中小微企业和个体户修复能力偏弱，国内后续回补生产消费缺口压力也较大。从中长期看，当前潜在经济增速水平在6%左右，同时经济结构转型期，生产要素重新配置，也会导致经济效率面临损失，拖累经济增速。从外部需求看，短期内海外疫情扩散会加剧全球总需求回落压力，国内出口面临较为严峻挑战；中长期内大国经贸摩擦局势不会出现根本性改变，贸易非稳态长期存在，出口大幅改善亦受限。
- 货币政策更加灵活适度但面临结构性信用收缩压力加大。在信贷供给端，国内中小银行面临流动性、利率和资本三大约束，融资供给能力受限。表现为企业盈利下降、金融内部去杠杆、大型银行风险偏好降低，中小银行资金来源持续承压；银行收益下降，但融资成本刚性，中小银行息差优势逐渐消失；中小银行贷款不良率攀升，资本金不足制约信贷投放能力与意愿。在信贷需求端，传统行业信贷需求下降，但新动能短期难以弥补需求缺口。如房价涨幅放缓叠加“房住不炒”，国内房地产信贷需求增速或仍趋降；传统制造业规模收缩与亏损面扩大，明显拖累制造业需求，但高技术制造利润占比不足两成，还无法弥补需求缺口。
- 上半年是货币政策强化逆周期调节的重要窗口期。2020年完成全年经济社会发展尤其是小康目标时间紧、任务重，更加灵活适度的货币政策的当务之急，是缓解结构性信用收缩压力加大的局面：一是小步幅继续全面降息的动能增加；二是继续定向或全面降准；三是增加再贷款、再贴现等结构性定向性信贷工具力度。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

财信宏观经济研究中心微信号

目录

一、疫情防控攻坚期巨量流动性投放并非“大水漫灌”	3
(一) “大水漫灌”用来衡量中长期流动性更为合适	3
(二) 特殊时期特殊之策，有需求也有必要	3
二、疫情冲击下短期和中长期、国内和国外需求冲击叠加共振，稳增长压力增加	4
(一) 疫情对国内上半年尤其是一季度经济影响较大	4
(二) 中长期内国内经济下行压力增加	5
(三) 海外疫情扩散加剧全球经济下行压力	6
三、货币政策更加灵活适度但面临结构性信用收缩压力加大	6
(一) 在信贷供给端中小银行面临流动性、利率和资本三大约束，融资供给能力受限	6
(二) 在信贷需求端传统行业信贷需求下降，但新动能短期难以弥补需求缺口	8
四、上半年是货币政策强化逆周期调节的重要窗口期	9

正文：

面对新冠肺炎疫情的“休克式”冲击，政治局罕见地在 40 天内开了五次会议，在 2 月 21 日的政治局会议中更是提出两个“更加”：“积极的财政政策要更加积极有为”，“稳健的货币政策要更加灵活适度”。当前，市场对年内货币宽松基本形成了共识。但如何去理解本轮宽松？后续宽松路径如何演进？就此，谈谈我们的几点想法。

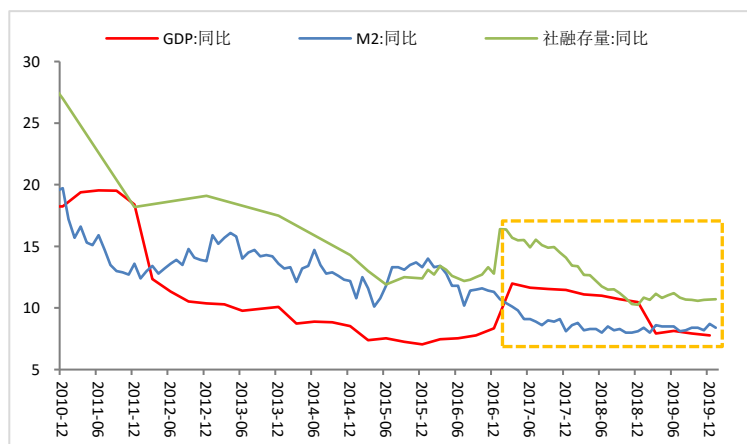
一、疫情防控攻坚期巨量流动性投放并非“大水漫灌”

（一）“大水漫灌”用来衡量中长期流动性更为合适

2019 年以来，央行反复强调“坚决不搞‘大水漫灌’，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”。这实际上表明 M2 和社融增速长期大幅高于名义 GDP 增速才是大水漫灌。2019 年国内 M2 和社融增速分别高出名义 GDP 增速 0.9 和 2.9 个百分点，远低于 2009-2016 年年均 4.4 和 8.2 个百分点的超幅，反映出 2019 年虽然国内货币政策逆周期调节有所强化，但依然稳健。2019 年国家金融与发展实验室发布的宏观杠杆率数据显示，国内实体杠杆率较 2018 年末提高了 6.1 个百分点，但该增幅不足 2008-2016 年年均增幅的一半，也表明国内货币政策并未“大水漫灌”。

2020 年初以来，面对新冠肺炎疫情的意外冲击，央行投放 1.7 万亿元巨量短期流动性，意在稳定金融市场预期和抗击疫情需要，特殊时期特殊之策，不宜称其为“大水漫灌”，对中长期 M2 和社融增速影响相对有限。

图 1：M2、社融增速与名义 GDP 增速大体匹配



资料来源：WIND，财信研究院

（二）特殊时期特殊之策，有需求也有必要

特殊时期特殊之策，巨量短期流动性投放成功取得金融风险防役战首场胜利，有需求也有必要。《中国人民银行法》规定，央行除了制定和执行货币政策外，还兼有防范和化解金融风险、维护金融稳定的法定职能，且防范化解重大风险也是国内三大攻坚战的重要内容之一。因此，面对疫情意外冲击下，国内经济短期下行压力陡增、金融市场一度陷入恐慌，央行必须快速精准发力，稳定市场预期。因为一旦市场形成实体经济基

本面恶化与资本市场大幅波动的一致悲观性预期，股市、汇市、债市易产生共振并自我强化负反馈循环，将导致金融资产价格大幅下降，引发金融风险。而资本市场循环也会与实体经济形成联动，再次形成更大的互反馈循环，金融风险会快速扩大和自我强化。

面对类似突发性冲击，即使是高度市场化的发达经济体央行也无法例外，货币政策通常都会进入“危机应对”模式，通过投放流动性来稳定投资者信心、对冲下行压力。如 2001 年美国 911 恐怖袭击发生后，美联储在 9 月 17 日恢复开市首日便降息 50BP，帮助美国股市平稳度过此次危机。央行一系列快速精准动作，如 2 月 3 日和 4 日超预期投放 1.7 万亿短期流动性、下调 7 天期和 14 天期逆回购利率各 10BP 等，频频向市场发出加大逆周期调节力度信号，有效稳定了投资者信心。A 股经历鼠年开市首日起三千只股票跌停后，快速企稳回弹、持续上扬，债市行情红红火火，人民币对美元汇率围绕 7 上下小范围波动，均表明国内金融风险防疫战取得了首场胜利，央行成功在金融市场与实体经济之间打造了一道风险联动“隔离墙”。

二、疫情冲击下短期和中长期、国内和国外需求冲击叠加共振，稳增长压力增加

2020 年，我国要统筹疫情防控和经济社会发展，完成实现小康社会目标、收官脱贫攻坚战、取得疫情防控阻击战胜利等几大硬任务。目前来看，国内疫情防控形势已逐步向好，但受疫情影响，短期经济不可避免将遭受较大冲击，国内潜在经济增速中长期下行趋势未变，同时海外疫情扩散加剧，海外经济增长的不确定、不稳定因素增多，预计全球经济将确定性下降，对国内出口形成新的冲击，国内需求下降对全球经济的外溢效应将进一步显现，形成国内外经济的负反馈循环，给 2020 年实现小康社会目标带来较大压力。因此，为防止经济运行滑出合理区间、实现小康社会目标，需要货币政策更加灵活适度，加大逆周期调节力度帮助实体经济修复。

（一）疫情对国内上半年尤其是一季度经济影响较大

短期疫情或导致一季度 GDP 增速降至 2-4%，后续回补生产消费缺口压力较大。根据我们前期的测算，新冠肺炎疫情对经济的影响主要集中在一季度，预计会导致一季度 GDP 增速降至 2-4%（具体参见报告《疫情影响、小康目标与政策应对》）。其中，从第二产业来看，因企业复工时间比去年减少约 20 个自然日，在 3 月份工业生产加快 40% 的中性假设下，我们预计疫情期间停工停产仍会使一季度名义 GDP 增速下降约 1.5%。从第三产业来看，疫情期间旅游、住宿餐饮、电影票房、客运物流收入损失严重，且上述消费后续的修复与回补难度较大，在已有损失无法弥补中性假设下，我们预计这会使一季度名义 GDP 下降约 1.4%。另外，近期海外疫情呈蔓延态势，由此产生的负外溢效应，也将进一步加剧短期国内经济下行压力。

据测算，即使考虑 GDP 翻一番目标中可能存在的四舍五入技术性问题，2020 年全面建成小康社会的 GDP 增速需在 5.0% 以上（具体参见报告《疫情大概率开启中国经济

“5时代”——肺炎疫情对经济影响评估（二）》。这意味着，基于上述一季度GDP增速估计值，2020年二、三、四季度GDP增速需维持在5.3-5.8%。

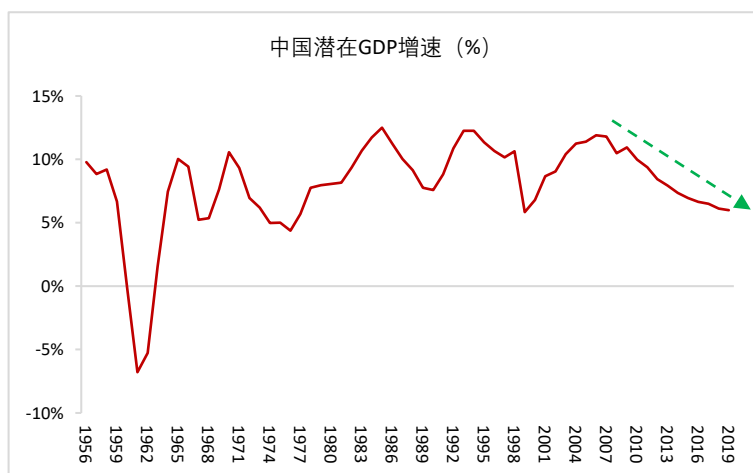
如果没有新冠肺炎疫情的意外冲击，国内经济增长仍具有较强韧性，2019年四季度GDP增速维持在6%的水平，2020年二、三、四季度GDP增长5.3-5.8%，难度并不大。但本次疫情持续时间较长、影响地域广，且遭受冲击影响最大的是众多中小微企业和个体户，国内生产恢复、消费增长和就业大局的稳定均面临一定考验。

一方面，根据2018年统计数据，国内48%的就业由私企和个体户提供，其中约一半的岗位分布在本次受损较为严重的交运、批零和餐饮住宿业。这意味着国内约有1.86亿劳动者或正面临被减薪甚至被裁员的风险（参见报告《如何看待肺炎疫情对就业的影响——肺炎疫情对经济影响评估（三）》），居民收入增长承压，无疑对占GDP比重超过50%的消费带来较大冲击。另一方面，中小微企业和个体户因资金实力不强，抗风险能力天然较弱，面临的资金链断裂和破产风险较大，但它们是经济体系中的毛细血管，分布于国内甚至全球产业链各个环节，其中任何一环出现停摆或断裂，对整个产业链都会带来较大影响。因此，国内复工复产要求全产业链都同步运转起来，这也是经济不能长时间停摆的重要原因。

（二）中长期内国内经济下行压力增加

根据我们测算，2019年我国潜在经济增速已经降至6%左右（见图2），未来中长期内我国经济增长大概率步入“5”时代。从影响潜在经济增速的三大要素来看，当前我国人口红利加速时代正在过去，劳动力要素贡献趋于减弱，同时资本积累放缓、全要素生产率水平短期难获大幅提升，均预示潜在经济增速还将处于下行通道。同时，我国经济正处于由高速增长转向高质量发展的结构转型期，面临增长速度换挡、结构调整阵痛、前期刺激政策消化等多重挑战。在此过程中，经济增长引擎转换需要生产要素重新优化配置，或会面临经济效率的损失，传统产业投资增速放缓、经济体内部的问题和矛盾被激发，均会对经济增速产生一定拖累。

图2：我国潜在经济增速进入下行通道



资料来源：WIND，财信研究院

（三）海外疫情扩散加剧全球经济下行压力

海外不确定、不稳定因素带来的扰动有增无减。短期内全球经济受新冠肺炎疫情影响不容小觑。目前，新冠肺炎疫情在日、韩、意、伊朗、新加坡等地快速蔓延，不可避免会对各国经济带来冲击，且海外疫情尚处于爆发初期，疫情防控还具有较大不确定性，对全球投资贸易活动将带来冲击，国内出口面临较为严峻挑战。中长期内大国经贸摩擦局势不会出现根本性改变，贸易非稳态长期存在。今年1月中美成功签订第一阶段经贸协议，全球贸易环境得到明显改善，但未来中美竞争加剧格局难以改变，接下来第二阶段、第三阶段等协议签订仍面临较多不确定性，对国内出口、投资的负反馈效应也将影响深远。

三、货币政策更加灵活适度但面临结构性信用收缩压力加大

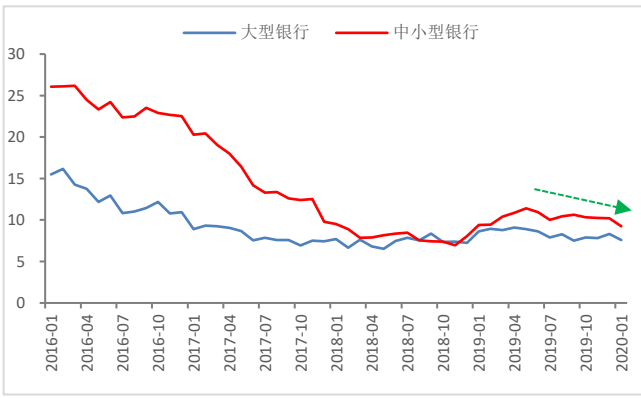
货币政策虽然需要加大逆周期调节力度，但我国在资金的供给和需求端均面临社会信用收缩压力，需要加大社会信用的创造，帮助实体企业修复。

（一）在信贷供给端中小银行面临流动性、利率和资本三大约束，融资供给能力受限

一是流动性约束，即企业盈利下降、金融内部去杠杆、大型银行风险偏好下降，中小银行资金来源持续承压。央行需优化流动性供给的期限结构，降准或定向降准补充长期流动性，强化中期借贷便利（MLF）的定期操作改善中期流动性，加强公开市场操作补充短期资金，并强化常备借贷便利（SLF）的利率走廊上限作用。

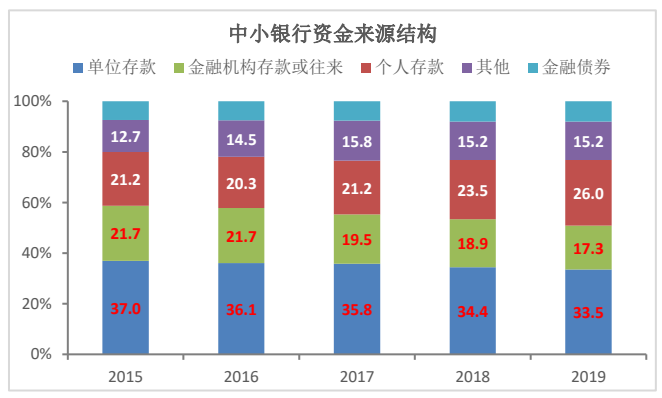
近年来国内中小银资金来源增速持续下滑，由2016年1月的26.1%降至2020年1月的9.3%（见图3），降幅为同期大型银行的2倍以上。从中小银行资金来源结构看，不难发现，单位存款和金融机构存款或往来的减少是主要拖累因素，两者占资金来源的比重分别由2015年的37%、21.7%降至2019年的33.5%、17.3%（见图4）。其中，单位存款反映的是企业经营活动情况，伴随经济持续下行，国内企业盈利困难，导致单位存款增速大幅放缓，如2019年工业企业利润录得负增长，同期企业定活期存款增速降至3.5%的低位。金融机构存款由非存款性金融机构存款和存款性金融机构往来两项构成，其下降主要受资管新规下金融去杠杆的影响。在新的监管要求下，银行同业负债占比不能超过总负债的三分之一，中小银行从其他金融机构的融资明显受限。从国内流动性的传导渠道看，央行投放流动性至一级交易商（主要为国有行和全国性股份行），一级交易商传递给其他中小银行，这意味着金融去杠杆不可避免会带来中小银行资金来源的偏紧。另外，在经济下行期，信用违约风险增加，一级交易商风险偏好趋于下降，也进一步增加了中小银行的融资难度。

图 3：中小银行资金来源增速继续下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：中小银行资金来源结构变化



资料来源：WIND，财信研究院

二是利率约束，即收益下降，但融资成本刚性，市场利率和贷款利率联动不畅，需进一步加大贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革，同时还需引导银行负债端成本下行。从中小银行资金运用来看，贷款和债券投资两项合计占比约八成左右，表明利率水平是影响其收益率的最重要因素。为对冲经济下行压力，2018年四季度以来，国内货币政策不断加大逆周期调节力度，一般贷款加权贷款利率由2018年9月末的6.19%降至2019年末的5.74%（见图5），银行资产端的收益下降明显。与此同时，受低成本企业存款占比减少、理财产品刚性兑付等影响，银行成本端竞争日趋激烈，负债端成本易升难降。考虑到中小银行在成本端的竞争中天然处于劣势地位，其增加高风险高收益资产是常见的做法，但经济回落背景下的高风险也就意味着高不良率，因此限制了中小银行配置高风险资产的行为。这导致中小银行过去依靠投资高风险资产获得高净息差的战略失效，净息差逐渐与上市商业银行相同或略低，如截至2019年9月末，国内商业银行和上市商业银行净息差分别为2.19%和2.20%，后者已从低于变为略高于前者，表明非上市中小银行净息差已低于平均水平且或有所下降（见图6）。

图 5：贷款利率趋于下行



图 6：国内商业银行净息差变化



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_6774

