

宏观周报：货币政策短期发力控疫，长期仍然灵活适度

◎投资要点：

证券分析师： 刘思佳
执业证书编号： S0630516080002
电话： 021-20333778
邮箱： liusj@longone.com.cn

中央政治局会议：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。会议强调，新冠肺炎疫情虽然给经济运行带来明显影响，但我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。会议强调，要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展。

1月金融数据超预期。在2019年1月巨量投放的基础上，金融数据仍然同比多增。企业贷款显著增长。2020年1月，新增人民币贷款3.34万亿元，同比多增1100亿元，环比多增22000亿元。专项债发力，支撑社融。1月，新增社融5.07万亿元，同比多增3909亿元，环比多增29670亿元，社融存量增速10.7%，较上月回升0.01个百分点。总的来看，1月金融数据暂未受到疫情影响，但2月金融数据可能明显承压，尤其将体现在居民信贷，房贷影响程度可能较大，企业延迟复工，对企业贷款也会有所影响。同理，2月社融数据也可能承压，但考虑到央行在货币政策报告中表明将短期增加对受疫情影响的实体经济的支持力度，或能对冲部分社融下降压力。2月大概率是信贷社融增长年内的低点，目前各地已开始逐步有序复工，随着疫情影响退散，金融数据将逐步恢复平稳。央行提到，逆周期调节力度的着力点在于M2与社融增速与名义GDP增速基本匹配，短期为应对疫情影响，货币支持力度可能相对较大，而从中长期来看，目前宏观杠杆率仍高，结构性的货币政策继续实施的可能性较大，社融增速可能平稳并伴有小幅上升，但大幅上升的可能性较小。

央行发布四季度货币政策执行报告。报告指出经济短期受疫情影响，长期向好不变。相对于三季度提出的加强逆周期调节，在专栏中首提了科学稳健地把握逆周期调节力度。逆周期调节力度的着力点在于M2与社融增速与名义GDP增速基本匹配。同时以适度的货币增长支持高质量发展，宏观杠杆率目前仍高，预期未来仍将稳定，很难像2017年之前一样年均上升10个百分点。坚持“房住不炒”定位，再次强调要按照“因城施策”原则，加快建立地产金融长效管理机制，不讲房地产作为短期刺激经济的手段。通胀预期基本平稳。物价形势总体可控，对未来变化需持续观察。总的来看，我们认为2020年货币政策仍然以稳健为主，重在适度调节，保持市场流动性的合理充裕，同时也要继续降低实体经济的融资成本。从量上来说，结构性的货币政策可能持续发挥作用，定向降准仍有可能，但基础货币大量投放的可能性很低；而从价行来说，可能随着下半年通胀扰动的影响下降，降息仍有空间。而从扩信用的角度来看，是未来逆周期调节的主要着力点，年内社融增速可能有所回升。

相关研究报告

正文目录

1. 最新资讯	3
1.1. 中央政治局会议：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	3
1.2. 国务院：阶段性减免企业社保费 多措并举稳企业稳就业	3
1.3. 两会推迟举行	3
1.4. 央行下调 MLF 利率，当月 LPR 报价下行	4
1.5. 央行：部署 2020 年重点六项工作	4
1.6. 国务院关税税则委员会公布第二批对美加征关税商品第一次排除清单	4
1.7. 美联储 1 月货币政策会议纪要：当前利率处于适当水平，但美国经济前景面临的下行风险依然突出	4
1.8. 富时罗素将 A 股纳入因子提升至 25%	5
1.9. 美国日本 2 月制造业 PMI 回落，欧元区回升	5
2. 宏观点评	6
2.1. 1 月金融数据超预期	6
2.2. 央行四季度货币政策执行报告点评	7
3. 经济增长	9
4. 通货膨胀	10
5. 流动性	11
6. 下周将公布的重要经济数据及财经大事	13

图表目录

图 1 (M1 和 M2 同比增速, %)	7
图 2 (新增人民币贷款及各项贷款余额同比, 亿元, %)	7
图 3 (新增社会融资总量及同比变化, 左: 亿元, 右: %)	7
图 4 (社会融资规模存量占比, %)	7
图 5 (30 大中城市:商品房成交面积, 万平方米)	9
图 6 (6 大发电集团日均耗煤量, 万吨)	9
图 7 (高炉开工率, %)	9
图 8 (中国公路物流运价指数, 点)	9
图 9 (波罗的海干散货指数 BDI, 点)	10
图 10 (中国出口集装箱运价指数, 点)	10
图 11 (猪肉平均批发价, 元/公斤)	10
图 12 (农产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	10
图 13 (菜篮子产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	10
图 14 (螺纹钢期货收盘价, 元/吨)	11
图 15 (环渤海动力煤 Q5500K 综合平均价格指数, 元/吨)	11
图 16 (水泥价格指数, 点)	11
图 17 (上期有色金属指数, 2002 年 1 月 7 日=1000)	11
图 18 (公开市场货币净投放累计, 亿元)	12
图 19 (公开市场货币净投放, 亿元)	12
图 20 (存款类机构质押式回购加权利率隔夜, %)	12
图 21 (存款类机构质押式回购加权利率隔夜 7 天期, %)	12
图 22 (中债国债到期收益率 10 年期, %)	12
表 1 下周将公布的重要经济数据及财经大事	13

1.最新资讯

1.1.中央政治局会议：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

2月19日，习近平总书记主持召开中央政治局常委会会议，听取疫情防控工作汇报，研究统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，决定将有关意见提请中央政治局会议审议。

会议强调，新冠肺炎疫情虽然给经济运行带来明显影响，但我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变。要统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，坚定不移贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，打好三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，发挥各方面积极性、主动性、创造性，把疫情影响降到最低，努力实现全年经济社会发展目标任务，实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，完成“十三五”规划。

会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。要加大对重点行业和中小企业帮扶力度，救助政策要精准落地，政策要跑在受困企业前面。要帮扶住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业。要做好农产品稳产保供工作，抓好春耕备耕和农业防灾减灾。

会议强调，要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展。

1.2.国务院：阶段性减免企业社保费 多措并举稳企业稳就业

国务院总理李克强2月18日主持召开国务院常务会议，部署不误农时切实抓好春季农业生产；决定阶段性减免企业社保费和实施企业缓缴住房公积金政策，多措并举稳企业稳就业。

会议强调，当前统筹抓好疫情防控和经济社会发展，一项迫切任务是稳就业。稳就业就必须稳企业。会议确定，一是阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响，使企业恢复生产后有个缓冲期。除湖北外各省份，从2月到6月可对中小微企业免征上述三项费用，从2月到4月可对大型企业减半征收；湖北省从2月到6月可对各类参保企业实行免征。同时，6月底前，企业可申请缓缴住房公积金，在此期间对职工因受疫情影响未能正常还款的公积金贷款，不作逾期处理。

1.3.两会推迟举行

据新华社报道，根据记者2月17日从在京举行的十三届全国人大常委会第四十七次委员长会议上获悉，2月下旬召开的全国人大常委会会议将审议关于推迟召开第十三届全国人民代表大会第三次会议的决定草案。也就是说今年两会推迟举行。

1.4.央行下调 MLF 利率，当月 LPR 报价下行

2月17日，央行公告称，为对冲央行逆回购到期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，开展2000亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作和1000亿元7天期逆回购操作，中标利率分别为3.15%、2.40%。数据显示，上次中标利率分别为3.25%和2.40%。当日央行公开市场10000亿元逆回购到期，无MLF到期，净回笼7000亿元。资金面有所收敛，Shibor短端品种多数上行。

2月20日，2月LPR报价出炉：1年期品种报4.05%，上次为4.15%；5年期以上品种报4.75%，上次为4.80%。

1.5.央行：部署2020年重点六项工作

2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，总结2019年金融市场和信贷政策工作，分析当前形势，部署2020年重点工作。

会议要求，2020年，金融市场业务条线要重点做好以下工作：一是促进金融市场平稳健康发展。改革债券发行管理体制，完善债券违约风险防范和处置机制，推动债券市场高水平对外开放，加强金融基础设施统筹监管，提高货币市场稳健性，加强票据市场规范治理和风险防范，规范黄金市场发展。二是保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。三是多措并举，彻底化解互联网金融风险，建立完善互联网金融监管长效机制。四是采取量化目标、改革完善政策环境和约束机制、提升服务能力等措施，进一步缓解小微民营企业融资难融资贵。五是聚焦深度贫困地区，持续加大金融资源投入，巩固脱贫成果，确保高质量脱贫。研究建立解决相对贫困长效机制。六是加大对制造业、科技创新、乡村振兴、区域协调发展等重点领域和薄弱环节金融支持，防范化解地方政府债务风险。

1.6.国务院关税税则委员会公布第二批对美加征关税商品第一次排除清单

根据《国务院关税税则委员会关于试行开展对美加征关税商品排除工作的公告》（税委会公告〔2019〕2号），经国务院批准，国务院关税税则委员会21日公布第二批对美加征关税商品第一次排除清单，对第二批对美加征关税商品，第一次排除其中部分商品，自2020年2月28日起实施。下一步，国务院关税税则委员会还将继续开展对美加征关税商品排除工作，适时公布后续批次排除清单。

1.7.美联储1月货币政策会议纪要：当前利率处于适当水平，但美国经济前景面临的下行风险依然突出

据新华社消息，美国联邦储备委员会2月19日公布的1月货币政策会议纪要显示，美联储认为当前利率处于适当水平，与贸易相关的风险有所缓解，全球经济初步出现企稳迹象，但美国经济前景面临的下行风险依然突出。纪要显示，美联储高层认为将利率保持

在当前水平足以支持美国经济温和增长、劳动力市场强劲和通胀稳定，也能让美联储有充足时间来评估去年的宽松政策对经济活动的持续影响，积累与经济前景相关的信息。美联储高层预计，在宽松的货币政策和金融环境的支持下，美国经济将继续以温和速度增长。此外，中美签署的第一阶段经贸协议缓解了贸易紧张局势，“美国-墨西哥-加拿大协定”也获得通过，全球经济增长初步出现企稳迹象，这些因素降低了经济下行风险，提振了企业信心，金融市场的数字也显示未来一年发生经济衰退的可能性显著下降。纪要指出，美国经济前景面临风险较上次会议前后有所好转，但一些下行风险依然突出。例如，与贸易相关的不确定性仍然偏高，全球增长企稳迹象可能会消退，与中东有关的地缘政治风险依然存在，新型冠状病毒的威胁也值得密切关注。纪要还显示，美联储官员认为去年9月以来美国短期融资市场出现的流动性紧张问题持续改善，大规模购买美国国债和开展回购操作的必要性有所下降，美联储可能将逐步缩减或取消这些措施。

1.8.富时罗素将 A 股纳入因子提升至 25%

2月21日晚间，富时罗素公布了其旗舰指数2020年2月的季度调整结果。本次季度调整如期将中国A股的纳入因子由15%提升至25%。公告显示，其旗舰指数富时全球股票指数系列本次新纳入88只中国A股，其中大盘A股共10只，中盘A股7只，小盘A股67只，以及微盘A股4只。此外还有部分此前已纳入的A股标的进行了市值分类调整。以上变动将于3月23日开盘前正式生效。至此，富时罗素对于A股的第一阶段纳入计划已全部完成。

1.9.美国日本2月制造业PMI回落，欧元区回升

欧元区2月制造业PMI初值为49.1，前值为47.9；美国2月Markit制造业PMI初值50.8，前值51.9；日本2月制造业PMI初值为47.6，前值为48.8。

2. 宏观点评

2.1.1 月金融数据超预期

2月20日，央行公布2020年1月金融数据，在2019年1月巨量投放的基础上，金融数据仍然同比多增。

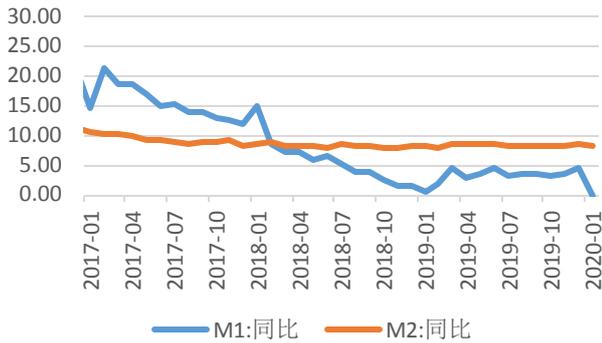
企业贷款显著增长。2020年1月，新增人民币贷款3.34万亿元，同比多增1100亿元，环比多增22000亿元。各项贷款余额同比增速12.1%，较上月小幅下降0.2个百分点。贷款分项中，企业部门贷款明显增加，而票据融资及居民户贷款形成拖累。分部门来看，居民户贷款增加6341亿元，同比少增3557亿元，其中，短期贷款同比大幅少增4079亿元，中长期贷款同比多增522亿元。企业部门贷款当月新增2.86万亿元，同比多增2800亿元，其中票据融资同比少增1564亿元，短贷同比多增1780亿元，长贷同比多增2600亿元，企业部门贷款延续去年8月以来的改善。非银金融机构当月同比多增1819亿元。

专项债发力，支撑社融。1月，新增社融5.07万亿元，同比多增3909亿元，环比多增29670亿元，社融存量增速10.7%，较上月回升0.01个百分点。分项来看，对实体经济贷款新增3.49万亿元，同比少增768亿元；表外融资受未贴现银行承兑汇票影响，由贡献转为拖累，当月共同比少增1623亿元，而委托贷款以及信托贷款均为同比多增；企业债券融资3865亿元，同比少增964亿元；股票融资609亿元，同比多增320亿元；新口径下政府债券融资7613亿元，同比大幅多增5913亿元，主要受益于1月地方政府专项债的放量。

M2、M1增速双双回落。1月末，M2增速同比8.4%，前值8.7%；M1同比0.0%，前值4.4%。1月M2增速回落，可能与春节错位因素有关，导致存款在春节前同比大幅减少。

总的来看，1月金融数据暂未受到疫情影响，但2月金融数据可能明显承压，尤其将体现在居民信贷，房贷影响程度可能较大，企业延迟复工，对企业贷款也会有所影响。同理，2月社融数据也可能承压，但考虑到央行在货币政策报告中表明将短期增加对受疫情影响的实体经济的支持力度，或能对冲部分社融下降压力。2月大概率是信贷社融增长年内的低点，目前各地已开始逐步有序复工，随着疫情影响退散，金融数据将逐步恢复平稳。央行提到，逆周期调节力度的着力点在于M2与社融增速与名义GDP增速基本匹配，短期为应对疫情影响，货币支持力度可能相对较大，而从中长期来看，目前宏观杠杆率仍高，结构性的货币政策继续实施的可能性较大，社融增速可能平稳并伴有小幅上升，但大幅上升的可能性较小。

图 1 (M1 和 M2 同比增速, %)



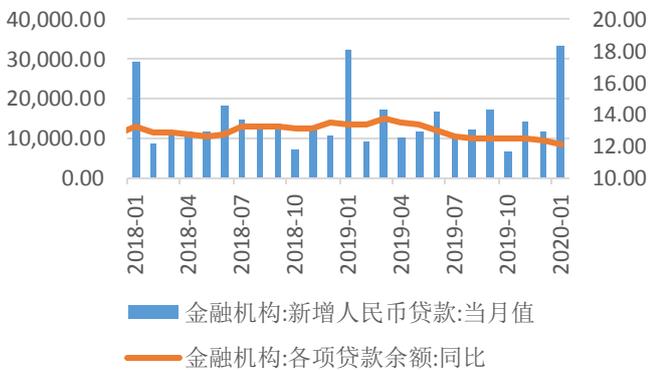
资料来源: 中国人民银行, 东海证券研究所

图 2 (新增人民币贷款及各项贷款余额同比, 亿元, %)



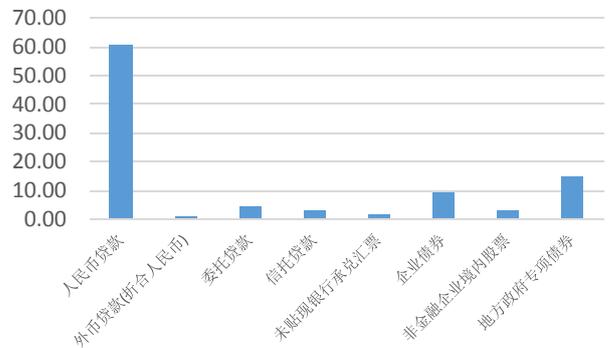
资料来源: 中国人民银行, 东海证券研究所

图 3 (新增社会融资总量及同比变化, 左: 亿元, 右: %)



资料来源: 中国人民银行, 东海证券研究所

图 4 (社会融资规模存量占比, %)



资料来源: 中国人民银行, 东海证券研究所

2.2. 央行四季度货币政策执行报告点评

2月19日, 央行公布2019年四季度货币政策执行报告, 主要有以下几方面要点。

1. 短期受疫情影响, 长期向好不变。报告提出, 近期新冠肺炎疫情对中国经济的影响是暂时的, 中国经济长期向好, 高质量增长的基本面没有变化, 同时也要加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持, 加大对疫情防控相关领域、相关地区的信贷支持。但同时报告也首提了增速换挡、结构调整、前期刺激政策消化的三期叠加, 经济下行压力仍然较大。

2. 科学稳健把握逆周期调节力度。相对于三季度提出的加强逆周期调节, 在专栏中首提了科学稳健地把握逆周期调节力度。要科学把握总量的度、有效把握结构的度、加大改革的力度、进一步深化利率和汇率市场化改革。逆周期调节力度的着力点在于 M2 与社融增速与名义 GDP 增速基本匹配。同时以适度的货币增长支持高质量发展, 宏观杠杆率目前仍高, 预期未来仍将稳定, 很难像 2017 年之前一样年均上升 10 个百分点。要运用好结构性货币政策精准滴灌, 用好定向降准、再贷款、再贴现、宏观审慎评估等工具, 引导资金投向具有乘数效应的先进制造、民生建设、基建短板等领域, 促进产业和消费双升级。在疫情期间, 要加大对相关企业的支持。

3. 坚持“房住不炒”定位, 再次强调要按照“因城施策”原则, 加快建立地产金融长效机制, 不讲房地产作为短期刺激经济的手段。

4.通胀预期基本平稳。物价形势总体可控，对未来变化需持续观察。央行认为短期内，疫情等因素可能对物价形成扰动，但从基本面看，经济运行总体平稳，不存在长期通胀或通缩的风险。

总的来看，我们认为 2020 年货币政策仍然以稳健为主，重在适度调节，保持市场流动性的合理充裕，同时也要继续降低实体经济的融资成本。从量上来说，结构性的货币政策可能持续发挥作用，定向降准仍有可能，但基础货币大量投放的可能性很低；而从价行来说，可能随着下半年通胀扰动的影响下降，降息仍有空间。而从扩信用的角度来看，是未来逆周期调节的主要着力点，年内社融增速可能有所回升。

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_7017

