

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究助理：王孟嫫

✉ wangmengmo@evergrande.com

事件：

- 1、2020年2月19日，央行公布2019年第四季度货币政策执行报告。
- 2、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%。
- 3、中国1月新增社会融资规模50700亿元，预期为42000亿元，前值为21030亿元。中国1月M2同比增8.4%，预期8.6%，前值8.7%。中国1月新增贷款为33400亿元，预期28211.1亿元，前值11400亿元。

解读：

1.核心观点：2020 年货币政策有望比 2019 年更积极，灵活适度，货币战“疫”。

1) 总体来看，2020 年的货币政策有望比 2019 年更加积极。央行明确“科学稳健”的货币政策总基调，把握“总量、结构、改革”三大力度。**短期来看，宽信用、扩信贷，疫情防控是首要工作；**长期来看，调结构、降成本，量价共同发力，灵活适度逆周期调节。

值得赞赏的是，一行两会在这次战“疫”中出手专业及时：为企业提供短期流动性支持，尊重市场规则 A 股正常开市这是需要勇气的，降息降低企业融资成本，对疫情相关地区和行业提供再贷款，等。

2) 从国内经济形势来看，经济下行压力加大，叠加疫情冲击，应把稳增长放在更重要的位置。2019 年 GDP 增速创 1991 年来新低，原因不在外部冲击和贸易摩擦，更多是内部性、结构性、体制性原因。同时，疫情短期内对经济影响超过非典。2 月 12 日中央政治局常委会提出要统筹防控疫情和统筹经济社会发展，努力实现各项目标任务。货币政策要进行正常的逆周期调节，不大水漫灌，适当降息降准，引导实际利率下行。

3) 从物价看，央行认为物价形势总体可控。本轮“假通胀”是超级猪周期引发的物价局部性上涨，CPI 与 PPI 分化，**拿掉猪以后都是通缩，真正应担心的不是通胀，而是实体通缩。**1 月 CPI 同比大涨 5.4%，随着生产逐步恢复和居民恐慌情绪退潮，物价有望回落但仍将处于较高区间，但当前三驾马车全面下滑，PPI 负增长通缩。

4) 从利率看，改革成效初显，2019 年实体经济融资成本下降 30BP。四季度一般贷款利率环比下行 22BP，超过同期 LPR 报价降幅，利率传导渠道效率提高。全年一般贷款利率下降 30BP，实体经济融资成本降低，利率传导渠道效率提高。

5) 央行强调“房住不炒”、因城施策。房地产长效机制是实现“三稳”，以时间换空间，既不要刺激，也不要刺破。逆周期调节不意味着房地产调控政策全面放松，而是对前期市场较好时出台部分过紧过严政策回归正常化市场化。住房制度改革关键是人地挂钩、金融稳定。

6) 央行认为要保持广义货币 M2 和社会融资规模增速、国内生产总值名义增速基本匹配。中国货币化进程尚未结束，货币深化、经济增长、温和通胀都需要消耗货币，而受到监管过严影响，近年来货币创造速度边际收缩，M2-GDP 增速处于历年低点。因此，当前主要问题不是基础货币投放，而是货币创造机制。

7) 从 1 月金融数据来看，新增社融、信贷均超预期，信贷结构有所改善，但这反映的是 2019 年底经济短暂企稳的情况，预计疫情影响 2 月开始显现。从总量来看，社融、信贷增量超预期，存量社融增速 10.7%，新增社融 5.07 万亿元，创新高；新增信贷 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元；M2 增速 8.4%，M1 增速 0%，春节错位影响下，环比均下降。从结构来看，地方专项债是社融增长主力；贷款结构改善，企业长短贷均多增，居民短贷大幅减少。

8) 2 月 LPR 降息，1 年期利率下调 10BP，累计下调 26BP，5 年期下调 5BP，累计下调 10BP。2019 年 8 月 LPR 改革以来，OMO-MLF-LPR 利率形成联动，多次调降，是小幅多次的改革式降息。同时，央行 2 月通过公开市场操作提供大量短期流动性，叠加 1 月 1 日降准，目前市场流动性充裕，股债双涨。

9) 股市大涨，更多地反应流动性宽松而非经济基本面变差，在金融机构给企业放贷意愿低和房地产调控的情况下，流动性追逐权益资产。应发挥股市支持实体经济的直接融资作用，比如发债、增发、并购、IPO等，防止又是一番概念炒作和资金空转。

10) 国际经济形势方面，全球经济增长放缓，2019 年全球宣布降息的央行已超 40 家。展望未来，贸易摩擦不确定性犹存，“低增长、低通胀、低利率”环境下政策空间受限、效果边际减弱，全球金融脆弱性继续累积，应密切关注下行风险。

11) 展望下一阶段货币政策，疏通货币政策传导仍是未来货币政策重心。短期来看，稳疫情、扩贷款、宽信用仍是重中之重，叠加 4 月流动性需求，二季度有望定向降准；长期来看，货币政策更多是结构性操作，调结构、降成本、促改革，继续深化利率市场化改革，补短板，促进产业和消费双升级。

12) 建议：①货币政策继续降息降准，疏通货币传导机制，支持实体经济和中小企业；②鼓励人口流入的城市群进行适当超前的基础设施建设；③财政政策加大减税和支出力度，对重灾地区和行业进行定向降息降准；④房地产政策从过度收紧回归中性稳定，支持房地产直接融资，特别是境内证券市场 IPO 和并购重组；⑤增强股市支持实体经济的直接融资作用，警惕资金空转。

13) 2019 年我们明确提出“充分估计当前经济形势的严峻性”、“拿掉猪以后都是通缩”、“该降息了”、“减税基建”、“以改革的方式稳增长”、“以第二次入世的勇气推动改革开放”。

2019 年底经济初现企稳迹象，市场洋溢着乐观的气氛，我们多次提醒“经济企稳基础并不牢固”、“2020 年中经济面临再度下行压力”。建议：稳健的货币政策+积极的财政政策+大力度的改革开放。

2. 从总体来看，2020 年的货币政策会比 2019 年更加积极，灵活把握逆周期调节力度。

图表1：2019 年第四季度货币政策执行报告口径变化

	2019Q3	2019Q4
总基调	不提“闸门”，保持定力，继续实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，坚决不搞“大水漫灌”。防范通胀预期发散	科学稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，坚决不搞“大水漫灌”，继续加强逆周期调节、结构调整和改革力度。将疫情防控作为最重要工作
全球经济形势	全球经济增速放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累，长期宽松的货币政策助长金融脆弱性的积累	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，主要央行货币政策转向宽松
国内经济形势	经济运行总体平稳，结构调整扎实推进，物价上涨结构性特征明显，国内外形势复杂严峻，经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多	经济运行总体平稳，结构持续优化，经济长期向好、高质量增长的基本面未变，物价结构性上涨特征明显，内外部风险增多，经济下行压力大
流动性管理	保持流动性合理充裕，保持公开市场逆回购操作利率稳定，降低金融机构存款准备金率，完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，疏通市场化利率传导渠道	保持流动性合理充裕，公开市场操作中中标利率小幅下行，降低金融机构存款准备金率，完善 LPR 传导机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转换
宏观审慎 MPA	研究制定金融控股公司监管规则，将定向降准农商行、城商行使用降准资金发放民营、小微企业贷款情况纳入 MPA 考核	发挥 MPA 工具的结构引导作用，对民营企业融资、小微企业融资、制造业中长期贷款和信用贷款进行专项考核
信贷	引导和支持金融机构优化信贷结构，加大对薄弱环节和重点领域金融支持力度	加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度，引导金融机构加大对小微、民营企业 and 制造业的信贷支持
未来政策展望	实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，货币政策保持定力，缓解局部性社会信用收缩压力，重点支持中小银行补充资本	实施好稳健货币政策，科学稳健把握逆周期调节力度，重点支持中小银行补充资本，防范社会信用收缩风险，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位

资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

首先，科学稳健的货币政策不意味着货币条件维持不变，更强调根据形势变化动态优化和逆周期调节。四季度执行报告继续未提及“闸门”二字，更强调“灵活”，将疫情防控作为重要工作。从数量上看，宽信用，增加对疫情防控信贷支持，加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持力度；从价格上看，调结构、降成本，深化利率市场化，引导实际利率下行。总体来看，2020 年货币政策会比 2019 年更加积极。

其次，科学稳健的货币政策要把握“总量、结构、改革”三大力度，调结构、降成本、促改革。一是要科学把握总量的度，以适度的货币增长支持经济高质量发展，意味着将适时降息降准；二是要把握结构的度，以结构性货币政策精准滴灌，发挥 MPA 工具的结构引导作用，对民营企业融资、小微企业融资、制造业中长期贷款和信用贷款进行专项考核，引导资金投向具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域；三是加大改革的力度，重点仍是促进降低社会综合融资成本。

3.从国内经济形势来看，经济下行压力加大，疫情短期内对经济影响超过非典，应把稳增长放在更重要的位置，货币政策逆周期调节

1) 总量：经济下行压力加大

2019 年经济下行压力加大，我们认为，主要原因不在外部冲击和贸易摩擦，更多是内部性、结构性、体制性原因。2019 年中国 GDP 实际增长 6.1%，较上年下滑 0.5 个百分点，经济增速创 1991 年以来新低，投资、消费、出口三驾马车全面下滑。

图表2：2019 年 GDP 实际增速创 1991 年以来新低



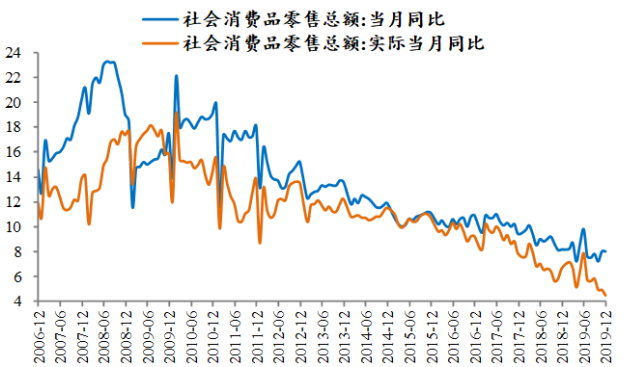
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：固定资产投资增速同比下滑 0.5 个百分点



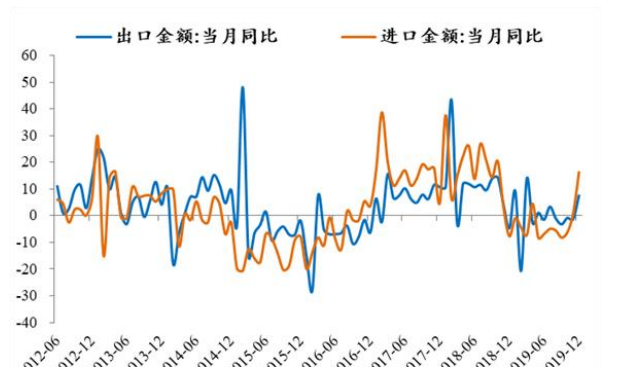
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：社零总额增速同比下滑 1 个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：出口增速同比下滑 9.4 个百分点



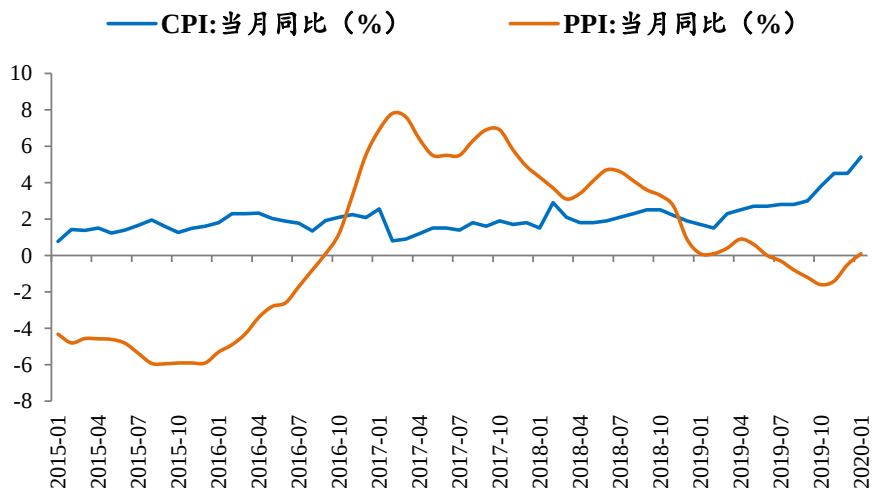
资料来源：Wind，恒大研究院

2) 结构：内生动力有待增强

当前中国经济所面临的困难不仅包括国内外双重压力导致的经济下滑，更重要的是经济增长模式的转变、实现经济产业结构调整和相应的制度改革。依靠投资和出口的传统经济增长模式难以继续走下去，2016 年至今的三去一降一补结构性供给侧改革，开始转变中国的增长模式。但改革过程中困难重重，国企与民企、房企、城投与制造业等结构性问题调整尚需时间。支柱产业进入调整期，新产业量级仍弱，经济内生增长动力有待进一步增长。

4. 央行认为，物价形势总体可控。我们认为拿掉猪以后都是通缩

图表6：CPI 与 PPI 分化



资料来源: Wind, 恒大研究院

1月CPI同比大涨5.4%，随着生产逐步恢复和居民恐慌情绪退潮，物价有望回落但仍将处于较高区间，但经济下行压力大，拿掉猪以后都是通缩。当前消费、投资、出口三驾马车全面放缓，社会总需求不足，经济基本面不支撑通胀。2019年CPI持续上涨，但本轮“假通胀”是超级猪周期引发的物价局部性上涨，环保限养扩大一刀切、非洲猪瘟疫情扩散、规模化养殖替代中小养殖户、新一轮猪周期内生上涨动力等因素导致猪肉供需缺口扩大，价格暴涨。2019年12月CPI同比4.5%，但是剔除食品和能源价格的核心CPI同比只有1.4%，尤其是PPI负增长，同比-0.5%，持续处在通缩区间，导致企业利润和财政收入压力较大。

5. 央行强调“房住不炒”、因城施策。我们认为，既不要刺激，也不要刺破，对前期市场较好时出台的部分过紧过严政策回归正常化市场化。住房制度改革关键是人地挂钩、金融稳定。

面对疫情影响房地产企业雪上加霜。其一，房地产销售基本接近零。疫情直接冲击春节前后返乡置业潮和“金三银四”旺销期，对销售的影响视疫情防控形势而定，短则三个月，长则可能持续到年底。预计2020年1-2月、一季度和上半年的全国商品房销售面积分别为0.9、2.0和6.7亿平，受疫情影响分别减少38%、34%和10%。其二，房地产企业财务风险和金融风险大幅上升。销售回款大幅下降，短期基本为零，但房企还本付息、商票兑付、工资等各类刚性支出规模较大，未来房地产行业的财务风险、金融风险等形势更趋严峻。其三，房地产投资大幅下降。房企拿地已显著放缓，根据中指院，2020年1月300城住宅用地招拍挂成交金额2221亿元、同比下降21%。

我们建议，大力支持直接融资，特别是境内证券市场IPO、并购重组，降杠杆降负债，化解行业风险。2010年以来，开发类房企IPO实质性暂停。借壳重组、换股吸收合并自2017年以来暂停。增发自2017年以来明显收紧。直接融资的暂停和收紧导致房企融资过度依赖银行贷款为主的间接融资，杠杆负债上升。从存量看，房企融资规模依次是个人住房金融市场、银行贷款、应付款融资、非标融资、国内证券市场、海外融资，2018年分别占总融资规模的40%、24%、18%、12%、4%和2%。境内证券市场股权融资占比仅0.1%。从增量上，2016年以来间接融资占比提升、直接融资占比下降。2016-2018年，房企新增融资余额中银行贷款分别为9%、19%、29%；境内证券市场融资占比分别为15%、6%、8%。

6.从利率情况来看，改革成效初显，实体经济融资成本下降显著。未来，降成本，银行补充资本金，提升金融服务实体能力。

1) 怎么改革：完善 LPR 形成机制，两轨合一轨。改革完善 LPR 形成机制，疏通货币政策传导渠道。在新机制下， $LPR=MLF+$ 加点。

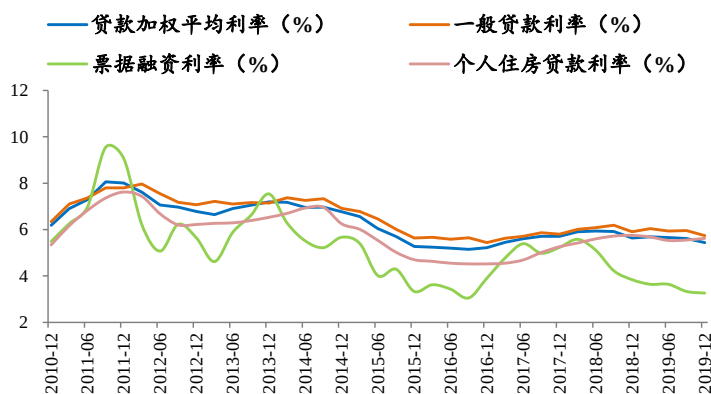
2) 效果如何：OMO-MLF-LPR-贷款利率，传导效率提高。一般贷款利率下行明显，超过同期 LPR 报价降幅，实体经济融资成本降低，利率传导渠道效率提高。2019 年 8 月改革至今，1 年期、5 年期 LPR 报价分别累计下调 26BP、10BP。2019 年 12 月，金融机构贷款加权平均利率为 5.44%，较 9 月末下降 18BP，其中一般贷款、票据融资、个人住房贷款利率分别为 5.74%、3.26%、5.62%，较 9 月末分别下行 22BP、下行 7BP、上行 7BP，一般贷款下行幅度大，超过同期 LPR 调降幅度。

图表7：2019 年 8 月至今利率下调情况

日期	方式	幅度
2019 年 8 月 20 日	降低 1 年期 LPR 加点	6BP
2019 年 9 月 20 日	降低 1 年期 LPR 加点	5BP
2019 年 11 月 5 日	下调 1 年期 MLF 利率	5BP
2019 年 11 月 18 日	下调 7 天逆回购操作利率	5BP
2019 年 11 月 20 日	降低 1 年期和 5 年期 LPR 利率	5BP
2019 年 12 月 18 日	下调 14 天逆回购操作利率	5BP
2020 年 2 月 3 日	下调 7 天和 14 天逆回购操作利率	10BP
2020 年 2 月 17 日	下调 1 年期 MLF 利率	10BP
2020 年 2 月 20 日	下调 1 年期和 5 年期 LPR 利率	10BP/5BP

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

图表8：贷款加权平均利率下行



资料来源：Wind，恒大研究院

2) 未来方向：商业银行补充资本金，扩大降成本空间

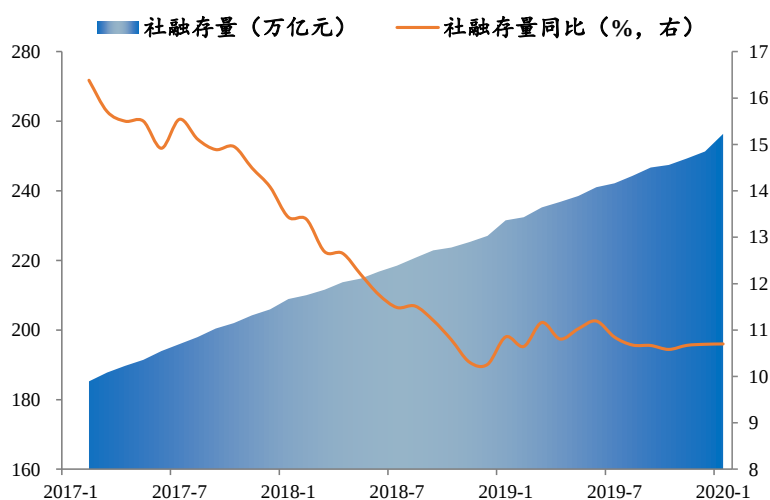
其一，督促银行适当降低对短期利润增长的过高要求，打破贷款利率隐性下限，让利实体经济。进一步降成本要求银行适当降低对短期利

润增长的过高要求，央行督促银行打破贷款利率 0.9 倍的隐性下限，降低企业融资成本，向实体经济让利。其二，内源资本和外源资本共同发力，央行将进一步推动银行通过永续等渠道补充资本金，助力银行化解风险、加大对实体尤其是小微企业信贷支持。

7.1 月社融增加明显，疫情负面影响将从 2 月起显现

从总量上看，1 月社融增速 10.7%，环比持平，新增社会融资规模 5.07 万亿元，同比多增 3883 亿元。银行早放贷早收益，1 月贷款放量，此外专项债提前大量发行，基建发力带动配套融资，实体融资需求边际短暂改善，高基数效应、春节提前双重因素影响下，社融同比仍然超预期多增。肺炎疫情对 1 月冲击有限，预计对经济金融数据的负面影响将从 2 月起显现。

图表9：1 月社融增速环比持平



资料来源：Wind，恒大研究院

从社融结构来看，专项债放量发行、信贷集中投放构成主要支撑，表内外票据在高基数效应下成为主要拖累。表内融资方面，新增信贷小幅回落。1 月新增人民币贷款 3.49 万亿元，同比少增 744 亿元，主要受非银贷款萎缩量同比收窄影响。表外融资方面，未贴现票据成为主要拖累。1 月表外融资新增 1809 亿元，同比少增 1623 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票增加 1403 亿元，同比少增 2384 亿元；委托、信托贷款萎缩幅度继续收窄。直接融资方面，企业债券融资在高基数下同比回落，股票融资有所上行。1 月新增企业债券融资 3865 亿元，同比少增 964 亿元。

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_7090

