

结构性宽松可期

——《2019 年四季度货币政策执行报告》点评

2 月 19 日晚，央行发布《2019 年四季度货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。2 月 20 日，1 年期 LPR 下行 10bp 至 4.05%，5 年期 LPR 下行 5bp 至 4.75%，均符合我们此前的预期。

一、宏观经济：疫情冲击下亟待“稳增长”

国际方面，“世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期”：一是央行认为“全球经济虽然有企稳迹象，但下行压力仍较大”，且“政策支持空间逐渐收缩”；二是需警惕“近期贸易摩擦风险有所缓和，但不确定性犹存”。

国内方面，央行对经济的总体判断为“下行压力仍然较大”，并重提“‘三期叠加’影响持续深化”。新冠肺炎疫情短期内将对经济增长造成冲击，央行认为“主要体现在消费减少、企业复工较晚等方面”，应对之策为“释放国内市场需求潜力”。央行还在专栏四中提到“缓解结构性就业压力，促进实现充分就业”，指向“稳就业”亦是政策的着力点。

物价方面，短期内，央行认为应密切监测“新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成的扰动”，长期来看，央行继续表示“我国不存在长期通胀或通缩的基础”。回顾 2019 年，由猪周期推动的结构性通胀一度引发市场对货币政策方向的争议，但随后被 11 月以来的政策操作证伪。显示短期供给冲击导致的结构性通胀不会成为货币政策的掣肘因素。

简而言之，海内外的经济下行压力叠加短期疫情冲击，确定了未来货币政策边际宽松的大方向。

二、政策基调：边际宽松节奏前置、力度加码

今年作为全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划的收官之年，



政策本就有“圆满收官”的重任，叠加突如其来的疫情冲击，央行进一步强调“将疫情防控作为当前最重要的工作来抓”。基于此，《报告》新增了货币政策要“守正创新、勇于担当”，继续“加强逆周期调节”，强调“科学稳健把握逆周期调节力度”，从而“确保经济运行在合理区间”。指向“稳增长”仍是当前货币政策的首要任务。此外，新增“促进经济金融良性循环”，结合专栏二，在支持小微企业、推动“降成本”的过程中，央行对商业银行提出“适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利”。

央行在专栏一中对“科学稳健把握逆周期调节力度”做出解读：一是总量上的着力点在于“广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配”，且央行认为这一机制兼顾了宏观杠杆率过快上升可能导致的风险；四季度的 M2 和社融增速略高于名义 GDP 增速，体现了强化逆周期调节，在此框架下，我们可判断一季度的金融数据有望保持平稳。二是要进一步发挥结构性政策精准滴灌的作用。三是进一步深化利率和汇率市场化改革。

四季度以来，银行体系的流动性整体充裕，边际上有所改善。超储率方面，2019 年 12 月末金融机构超额存款准备金率为 2.4%，环比增加 60bp，同比持平于 2018 年，属于历史同期的中上水平。货币市场利率方面，四季度以来银行间同业拆借加权平均利率和银行间质押式回购加权平均利率分别由三季度末的 2.55% 和 2.56% 下行至 2020 年 1 月末的 1.99% 和 2.08%，显示资金面边际宽松。

三、政策重点：“降成本”效果显现

《报告》显示，四季度以来，实体经济融资成本有所下行，且下行幅度超过同期 LPR 降幅。2019 年四季度，MLF 利率调降 5bp，带动 1 年期 LPR 于 11 月同步下降 5bp；截至 2019 年 12 月末，一般贷款加权平均利率为 5.74%，较 9 月末下降 22bp。短期内，疫情冲击下，央行“降息”的速度明显加快、且幅度加码，2020 年 2 月 OMO、MLF 利率、1 年期 LPR 相继下行 10bp。



长期来看，“降成本”的核心在于利率并轨，《报告》提到“健全基准利率和市场化利率体系”，指向央行后续将明确基准利率以向市场释放可信而健全的价格型调控信号；央行未来会继续推动银行运用 LPR 定价，转变传统定价思维，坚决打破贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导。我们预计 **2020 年 1 年期 LPR 利率或将进一步下行至 3.90%**。

四、政策难点：流动性分层与信用分层仍待疏解

2019 年以来，流动性分层加剧了中小银行风险，央行提到“在信用风险加快暴露情况下，部分中小金融机构风险偏好下降”。对此，央行会“继续做好重点领域高风险机构的‘精准拆弹’工作”，目前正积极推进恒丰银行、锦州银行改革重组，央行还将“拓宽永续债投资主体”。

针对中小企业的融资困境，在三季度的“增强调控前瞻性、针对性和有效性”的基础上，《报告》新增“精准性”，指向后续结构性政策的使用力度将进一步加大。近期政策不断强化对中小企业的货币信贷支持力度，包括针对受困企业定向调低贷款利率、专项再贷款与财政贴息捆绑发力等。央行后续将“建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制”，政策工具在以往的“定向降准、再贷款、再贴现”基础上新增“宏观审慎评估”。在专栏三中，央行提出“更多发挥普惠金融定向降准的作用”，指向近期定向降准有望落地。此外，央行还将“研究出台商业银行服务乡村振兴考核办法”、“优化创业担保贷款政策”。

五、结论：货币政策的结构性宽松可期

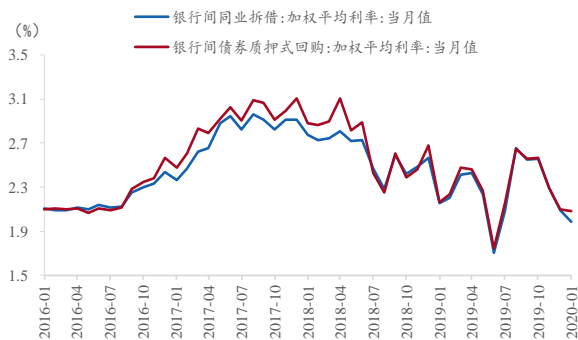
总体来看，我们认为经济下行压力叠加短期疫情冲击，“稳增长”仍将是政策立场考量中的决定性因素，且主要将通过结构性政策发力。当前货币政策的根本问题仍在于传导机制不畅，“降成本”效果虽初步显现，但金融体系的流动性分层与实体经济的信用分层仍待疏解，是未来政策的难点。

具体而言，预计一季度政策将处在适度宽松区间。价格型操作上，未来仍需下调 MLF 利率以降低实体经济融资成本，**MLF 降息可能在 3**

月再次落地，幅度 5-10bp，各期限政策利率或将同步下调；央行亦可能通过调整存款基准利率引导存款利率下行。数量型操作上，定向降准、再贷款、再贴现、MPA 等结构性政策工具的重要性进一步上升，信贷将加大对民营小微企业、先进制造、民生建设、基础设施短板的支持力度，近期存在针对中小银行定向降准的可能性，一季度流动性有望保持充裕。

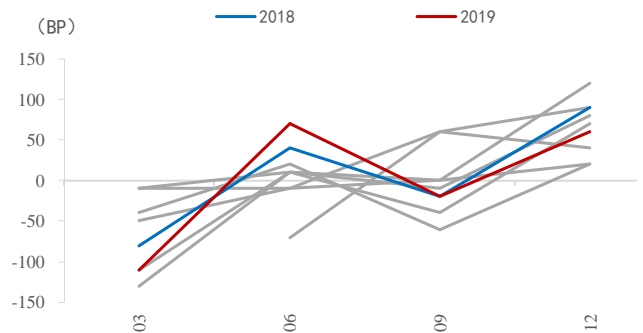
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：四季度货币市场利率大幅下行



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：超储率的季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：四季度以来实体经济融资成本有所下降

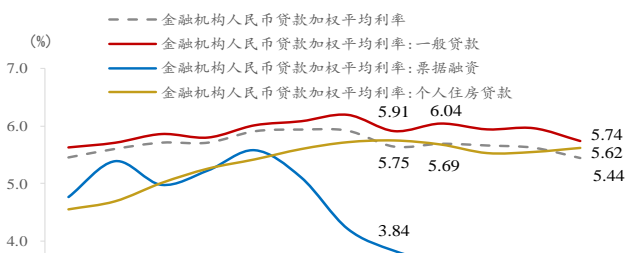
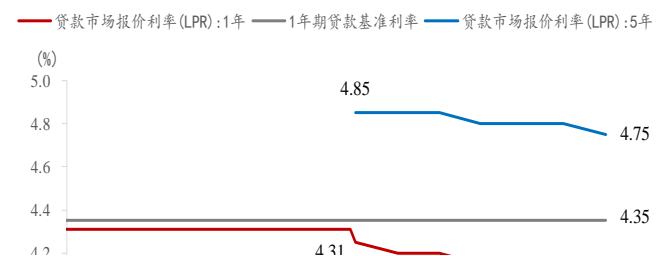


图 4：2 月 LPR 报价有所下降



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_7109

