

上半年是货币政策逆周期调节的重要强化期

——对 2019 年四季度货币政策执行报告的解读

宏观点评

伍超明（财富证券首席经济学家、财信研究院副院长）

胡文艳（财信研究院宏观经济研究中心 资深研究员）

事件：2月19日，中国人民银行发布2019年第四季度货币政策执行报告，报告针对国内外经济金融运行情况、当前和未来货币政策的工作重点、市场热议的货币政策问题等进行了全面分析与指引，我们针对其中的核心要点予以解读。

一、货币政策需为统筹疫情防控和经济社会发展提供合适金融环境

本次报告对于经济增长的表述，延续了2019年第三季度的谨慎态度，认为“经济增长保持了韧性，但下行压力仍然较大”。这一方面源于世界经济仍处在国际金融危机后的深度调整期，下行风险依然突出。如部分国家贸易摩擦不确定性犹存、地缘政治冲突加剧等，对本已放缓的全球经济持续带来挑战，而金融脆弱性不断累积，“低增长、低通胀、低利率、高债务、高风险”环境制约了货币政策调控空间，主要经济体政策空间逐渐收缩。另一方面与国内自身面临的短中期挑战较多密切相关。短期来看，新冠肺炎疫情对国内经济造成一定冲击难以避免，预计将拉低一季度GDP增速至2%至4%之间；中长期来看，国内增速换挡期、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，企业投资增长仍显乏力，同时经济下行压力加大往往和社会信用收缩交织共振，国内信用风险暴露有所加快，中小金融机构风险偏好下降，也加大了新旧动能下行压力。

尽管经济下行压力加大，但2020年要统筹疫情防控和经济社会发展，实现小康社会目标。报告指出，央行下一阶段工作将紧扣全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划收官。2月3日，中央政治局会议也强调“我们仍然要坚持今年及社会发展目标任务”、“抓好涉及决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚的重点任务，不能有缓一缓、等一等的思想”。这意味着，2020年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，经济增长需坚持底线思维。

二、货币政策需加大逆周期调节，M2增速将继续高于名义GDP增速

基于上述基本面的判断，叠加局部性社会信用收缩压力，报告明确指出，下一阶段

货币政策要“**加强逆周期调节**”。同时，报告强调货币政策要“**增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性**”，其中“**主动性**”为首次提及，也暗含了货币政策将更加积极。

但**加大逆周期调节，力度上讲究科学稳健，坚决不搞“大水漫灌”**。报告指出，现阶段，广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，是科学稳健把握货币政策逆周期调节力度的着力点。前两者略高于后者，体现了强化逆周期调节，也有助于保持宏观杠杆率基本稳定。这表明，逆周期调节加码并不意味着“大水漫灌”，货币政策将在多重目标中寻求动态平衡，其边际宽松也会灵活适度。如 2019 年三季度以来，面对经济下行压力持续加大和年初新冠肺炎疫情的意外冲击，央行也仅分两次小步幅下调 MLF 利率 5BP、10BP，OMO 利率亦同步幅下调。

三、货币政策以结构性定向发力为主，不排除降准和小步幅继续全面降息

2019 年，央行运用结构性货币政策精准滴灌，推动信贷结构持续优化成果显著。如 2019 年末，国内普惠小微企业贷款增速同比提高 7.9 个百分点至 23.1%，制造业中长期贷款增速创 2012 年以来的最高水平达 14.9%。当前，国内“三期叠加”的经济基本面没有变，经济下行压力依旧较大的处境也未实质性改变，甚至因为年初疫情冲击，下行压力还有所增加。因此，报告提出，“中国人民银行将继续实施好稳健的货币政策，进一步加强结构调整力度”。

预计下一阶段，国内货币政策仍以结构性为主。央行将继续完善“三档两优”存款准备金框架，根据经济基本面的需要，**或继续定向降准**。充分发挥再贷款、再贴现精准滴灌作用，运用好宏观审慎评估工具的结构性引导作用，促进优化信贷结构，确保金融要素更多地流向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，更好地服务实体经济。

但仍不排除**小步幅继续全面降息，尤其是在二季度**。中国经济面临着多方面的挑战，外部不确定不稳定因素增多，内部新冠肺炎疫情短期冲击不容小觑，国内局部性信用收缩压力较大，未来适度降息依然可期。但为维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位，央行必然会珍惜政策利率空间，小步幅下调利率，既有效引导了市场预期，也保留了子弹、减少了政策的副作用。从传导途径来看，预计降息依旧主要通过下调 OMO 利率和 MLF 利率传导至 LPR，继而降低企业贷款利率。由于 3 月以后企业迎来复工复产潮，社会资金需求集中增加，也是全年重要的经济增长的关键期，预计也将是货币政策的发力期，小步幅降息可以期待。

四、货币政策重点将由短期资金供给转向中长期信贷资金投放，缓解社会信用收缩压力、修复实体增长

报告指出，“在做好防控工作的前提下，全力支持各类生产企业复工复产”。当前，国家卫健委公布的数据显示，全国新冠肺炎新增确诊病例大幅下降，预示国内疫情防控形势逐步向好。货币政策重点也将从疫情防控攻坚期投放巨量短期流动性稳定金融市场预期，逐步转变到后疫情时代加码逆周期调节力度，释放中长期资金，缓解社会信用风险收缩压力，修复实体经济增长和保持就业稳定。具体来看：

对疫情防控的金融支持依旧不可松懈，需加大对相关主体的信贷支持力度。包括：一是用好超低利率专项再贷款，保证直接参与防疫重点企业的资金需求，坚决打赢疫情防控阻击战；二是针对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但暂遇困难的小微企业，不抽贷、不断贷、不压贷，适当降低风险容忍度，对到期贷款予以展期或续贷，尽可能多地保住市场主体、留住工作岗位。

全力支持生产企业复工复产，引导金融要素流向先进制造、基建短板领域。一是引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业贷款，督促银行降低贷款附加费用，确保融资成本下降；二是加快支持基建补短板，引导资金更多地流入先进制造、民生建设和基建补短板领域，促进产业和消费升级；三是进一步做好乡村振兴金融服务。

房地产以稳为主，坚持不将其作为短期刺激经济手段。面对国内经济短期遭遇冲击、中长期亟待结构调整的两难局面，报告依旧提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，表明国家对于房地产金融风险的防控始终重视。预计未来房地产仍以稳为主，地产调控或有所调整，但力度不宜高估。

五、结构性就业压力明显，政策宽松周期或拉长

面对经济下行过程中，各方感到国内就业压力有所上升，报告开辟专栏讨论未来就业形势。整体来看，国内就业形势基本稳定，但短期面临的结构性压力有所增加。一方面，国内经济下行与结构转型相叠加，传统制造业、建筑业增速放缓，吸纳就业能力或持续下降，外贸部门面临的不确定性较大，就业压力增加；另一方面，受新冠肺炎疫情短期冲击影响，国内吸纳就业的重要部门，如住宿餐饮、批发零售等劳动密集型服务业均遭受重创，我们保守估计当前超过2成就业者或面临一定减薪压力（详见报告《如何看待肺炎疫情对就业的影响—肺炎疫情对就业影响评估三》）。因此，报告指出“下一阶段，要更好发挥各方政策合力，缓解结构性就业压力，促进实现充分就业”。预计未来，货币财政政策对稳定就业大局均将多加“照顾”，这也决定了国内货币适度宽松的周期或应有所拉长。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

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_7135

