

## 降低成本，定向宽松

### 西南宏观观点

- **央行对疫情冲击经济的定性决定了央行采取的政策。**人民银行按季度发布的货币政策执行报告向来是我们观察货币政策的一个窗口。每期报告发布之后，我们都会对报告第五部分“货币政策趋势”逐字逐句做文本分析，观察措辞相对上一期报告有什么变化。而当前正值疫情防控取得一定成效，政策需要助力经济恢复的阶段，央行采取什么样的货币政策对经济走势则显得至关重要。央行政策宽松的力度和方式将直接影响经济恢复的速度、力度以及结构。央行在本次货币政策执行报告中对疫情给经济的冲击给出了定性表述：“新冠肺炎疫情对中国经济造成一定影响，但持续时间和规模都有限，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。”由于央行判断冲击时间和规模都有限，所以从措施来看，央行并未采用较大规模的全面宽松政策，而是更多的以定向宽松为主。
- **定向支持、防范风险是到目前为止央行应对疫情的主要方式。**面对疫情对经济和金融市场带来的冲击，央行政策一方面为防范产生系统性金融风险，一方面为定向支持受疫情冲击较大的主体，并未出现为应对经济下行而大规模宽松的行为。春节后首日，央行投放流动性1.2万亿元，目的在于稳定金融市场，避免由于疫情冲击带来情绪恐慌产生风险。但之后央行减少资金投放规模，到目前为止，央行在春节后公开市场操作已经转为小幅净回笼800亿元，显示央行无意大量投放流动性，央行政策目标只在短期平抑风险。同时，针对疫情冲击，央行以定向宽松为主，央行针对受疫情冲击较大的行业和地区提供3000亿元再贷款，同时要求金融机构不得对受疫情冲击较大的中小企业盲目抽贷短贷，估计金融机构提供融资支持，这些都是央行对受疫情冲击较大地区的定向支持政策。
- **宽松的另一方式为降低实体融资成本。**央行宽松的另一方式为降低实体融资成本。在去年央行改变贷款利率定价机制之后，新增贷款随LPR利率调降而出现明显下降。新发企业贷款加权平均利率从19年7月的5.30%下降至12月的5.12%，累计降幅18bps，大于同期1年期LPR利率下降幅度，而新发放一般贷款加权平均利率在12月较9月下降22bps至5.74%，显示LPR调降和贷款定价机制改革对实体经济融资成本下降确实有效降低了实体经济融资成本。但个人住房贷款加权平均利率却在12月较9月上升9bps至5.62%，这与房贷额度接近以及房地产管控政策相关。在当前经济下行压力之下，预计央行将进一步通过LPR利率引导实体经济融资利率下行。本月初和月中，逆回购与MLF利率已经调降10bps，预计LPR利率会随之调降，这将进一步带动实体经济融资利率下行。
- **定向宽松也是宽松，不排除未来宽松持续加码的可能。**虽然央行将疫情定义为短期冲击，并未出台全面宽松的政策，但定向宽松也是宽松，投放的货币增量依然能够扩大实体经济信用。3000亿元的再贷款如果按6倍的货币乘数估算，将带来1.8万亿左右的信用扩张和货币增量。同时，当前货币政策是基于经济受冲击有限的假定下，如果开工持续延迟，经济下行压力上升，依然不排除货

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？ (2020-02-18)
2. 基于调研全面评估疫情对1季度信贷影响——2020年1季度银行信贷经理调研 (2020-02-17)
3. 复工加宽松，需求或快速回升——政治局会议与国常会解读 (2020-02-13)
4. 通胀超预期，有多少是春节错位，多少是由于疫情 (2020-02-11)
5. 从高频数据看疫情对经济的冲击 (2020-02-09)
6. 如何理解利润增速与量价走势背离 (2020-02-03)
7. 疫情冲击下的月度经济展望 (2020-02-02)
8. 英国脱欧与联储会议之外，春节海外还有哪些需要关注？ (2020-02-02)
9. 新型肺炎列入PHEIC对贸易影响有限 (2020-01-31)
10. 客观看待新型肺炎疫情对经济和资本市场的冲击 (2020-01-30)

币宽松加码，以及出台全面宽松政策的可能，需要继续观察。

- **通胀影响有限，对货币政策影响有限。**虽然近期 CPI 同比增速持续回升，1 月创下 5.4% 的高水平，但央行对通胀预期基本保持平稳。央行在本次货币政策执行报告中对物价的定调为：“物价形势总体可控，通胀预期基本平稳。”对于新冠疫情对通胀可能的冲击央行表示继续观察。而结合高频数据来看，目前物价总体保持平稳。同时在春节错位因素负面影响之下，2 月 CPI 同比增速将有所回落。未来几个月基数因素抬升将逐步压低 CPI 同比增速，整体通胀压力可控，对货币政策影响有限。
- **对房地产表述与疫情爆发前一致，改善地产融资的动力或更多是自下而上的。**央行延续此前对房地产市场的表述，强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段。事实上，我们从高频数据可以看到，疫情冲击下春节之后房地产销售持续在零附近运行，房地产企业销售回款有限，面临较大的资金压力。这种情况下，房地产融资如果需要改善，或更多来自因城施策的政策推动，更多是自下而上的情况。而从现实情况来看，地方经济放缓压力之下，也需要稳定地产来推动经济平稳，因而存在自下而上放款地产融资的可能。
- **流动性保持平稳，债券市场震荡走弱。**央行继续强调保持流动性合理充裕，但从央行春节之后操作来看，央行也无意推动流动性过度宽松。在基本面依然处于弱势的情况下，央行收紧流动性可能性也不大，因而流动性或延续目前状况。但随着疫情逐步改善，实体融资需求逐步恢复，市场对经济的悲观情绪将逐步改善，而债券市场资金供给也将有所减弱。因此，债市或逐步进入调整期。而调整来临的时点和速度则取决于复工的速度和进度，因为这决定着融资需求的走势。因此，债券市场也将进入震荡走弱阶段，如果复工加速，则债市可能出现明显调整，如果复工缓慢，则债市延续震荡。
- **风险提示：经济下行超预期。**



## 附录：货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本比对

以下为《2019年第四季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本比对分析。我们通过对比2019年4季度和2019年3季度报告的文字差异,来找寻货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句;黑体部分为新增语句;加了删除线的部分为2019年3季度报告中有,但在2019年4季度报告中删除的语句。

### 一、对货币运行的总体看法

中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻落实党的十九届四中全会和中央经济工作会议精神,坚决贯彻执行党中央、国务院决策部署,紧扣全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划收官,坚持稳中求进工作总基调,坚持新发展理念,全面扎实做好“六稳”工作。科学稳健把握逆周期调节力度,稳健的货币政策要灵活适度,守正创新、勇于担当,保持定力,继续实施好稳健的货币政策,创新和完善金融宏观调控,加强逆周期调节,坚持在推动高质量发展中防范化解风险,妥善应对经济短期下行压力,同时坚决不搞“大水漫灌”,确保经济运行在合理区间。在多重目标中寻求动态平衡,用改革的办法疏通货币政策传导,将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来,继续加强逆周期调节、结构调整和改革的力度,保持物价水平基本稳定注重预期引导,防止通胀预期发散。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓,加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。守住风险底线,坚持在推动高质量发展中防范化解风险,促进经济金融良性循环。注重预期引导,加强宏观政策协调配合,协调好本外币政策,处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡。深化金融供给侧结构性改革,建设现代中央银行制度,健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系,促进国民经济整体良性循环。

### 二、对实体经济的看法

#### 基调

2019年我国经济运行总体平稳,结构持续优化,高质量发展扎实推进。消费对经济增长的拉动作用强,工业生产和投资较为稳定,进出口规模扩大。就业总体稳定,消费价格上涨结构性特征明显。

#### 积极因素

展望未来一段时期,新冠肺炎疫情对中国经济造成一定影响,但持续时间和规模都有限,中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。也要看到,中国经济面临着多方面的挑战。

我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。我国既有改革开放以来积累的雄厚物质技术基础,又有超大规模的市场优势和内需潜力,还有庞大的人力资本和人才资源。近年来,三大攻坚战取得关键实质性进展,供给侧结构性改革继续深化,经济增长保持韧性,就业形势总体稳定,居民收入稳步增长,人民生活持续改善,保持了经济持续健康发展和社会大局稳定。积极财政政策和稳健货币政策逐步发力,金融服务实体经济特别是民营和小微企业力度不断加大,中美经贸磋商重启,有助于稳定市场信心。货币信贷、社会融资规模增长同经

济发展相适应，金融风险防控稳妥果断推进，促进了宏观杠杆率基本稳定，宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制，金融服务实体经济特别是小微、民营企业力度不断加大。稳妥果断防控金融风险，金融体系总体健康可控，具备化解各类风险的能力，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。人民币汇率在合理均衡水平上保持了基本稳定，经济应对外部冲击的能力增强。

## 风险和挑战

国内外经济都处于调整期，国内经济下行压力较大。当前外部环境错综复杂，经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多。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，外部不确定不稳定因素增多。我国经济正在由高速增长转向高质量发展，结构性、体制性、周期性问题相互交织，增长速度换挡期、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。国内经济运行面临风险挑战较多，企业生产投资趋于谨慎，制造业投资和民间投资增长有所放缓，外需减弱对出口增长形成压力，经济增长保持了韧性，但下行压力仍然较大。企业投资增长仍显乏力。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。新冠肺炎疫情对短期内的经济增长会有影响，主要体现在消费减少、企业复工较晚等方面。对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力，做好充分准备，认真办好自己的事，推动消费稳定增长，切实增加有效投资，释放国内市场需求潜力。强化逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控，短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来。

## 三、对通胀的看法

### 总体形势

物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察，不确定因素有所增加。

### 通胀压力可控

2019年全年我国消费品价格结构性上涨特征明显，主要受猪肉等食品价格较快上涨拉动。随着各部门先后出台多项措施保供稳价，引导预期，CPI涨幅总体可控，也保持了通胀预期的平稳，防止了通胀预期的发散。目前我国不存在持续通胀或通缩的基础，但受非洲猪瘟疫情及周期性因素叠加影响，猪肉价格上涨较快，消费替代效应导致其他肉禽和蛋类价格也有所上涨，拉动消费品价格涨幅有所扩大。同时，在基数效应消退的推动下，PPI同比降幅有所收窄。短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，应继续密切监测分析。但从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。



## 四、货币政策展望

### 基调

中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻落实党的十九届四中全会和中央经济工作会议精神,坚决贯彻执行党中央、国务院决策部署,紧扣全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划收官,坚持稳中求进工作总基调,坚持新发展理念,全面扎实做好“六稳”工作。科学稳健把握逆周期调节力度,稳健的货币政策要灵活适度,守正创新、勇于担当,保持定力,继续实施好稳健的货币政策,创新和完善金融宏观调控,加强逆周期调节,坚持在推动高质量发展中防范化解风险,妥善应对经济短期下行压力,同时坚决不搞“大水漫灌”,确保经济运行在合理区间。在多重目标中寻求动态平衡,用改革的办法疏通货币政策传导,将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来,继续加强逆周期调节、结构调整和改革的力度,保持物价水平基本稳定注重预期引导,防止通胀预期发散。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓,加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。守住风险底线,坚持在推动高质量发展中防范化解风险,促进经济金融良性循环。注重预期引导,加强宏观政策协调配合,协调好本外币政策,处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡。深化金融供给侧结构性改革,建设现代中央银行制度,健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系,促进国民经济整体良性循环。

### 具体措施之一：宏观货币政策方向

一是实施好稳健货币政策,加强逆周期调节,科学稳健把握逆周期调节力度,保持流动性合理充裕,促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应合理稳定。灵活运用多种货币政策工具,以适度的货币增长支持高质量发展,有效支持经济运行在合理区间。货币政策保持定力,增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性,根据经济增长和价格形势变化及时预调微调,精准把握好调控的度,加强预期引导,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。警惕通胀预期发散。继续平衡好总量和结构之间的关系,发挥各部门的政策合力,从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础,缓解局部性社会信用收缩压力。完善银行补充资本的市场环境和配套政策,健全可持续的资本补充体制机制,推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本,拓宽永续债投资主体,分散风险。重点支持中小银行补充资本,提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力,防范社会信用收缩风险。改进完善宏观审慎评估(MPA)相关工作。

### 具体措施之二：疫情防控

二是把疫情防控作为当前最重要的工作来抓,加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度。要求主要全国性银行和10个重点省(市)地方法人银行充分用好专项再贷款,快速精准地将资金用于直接参与防疫的重点企业。对直接参与防疫的重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售重点企业实行名单制管理,支持金融机构向名单内的企业提供优惠利率信贷支持。引导金融机构主动加强与有关医院、医疗科研单位和相关企业的服务对接,提供足额信贷资源。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,不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款

困难的，可予以展期或续贷。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。通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响。强化对疫情防控相关领域的金融服务，对受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务。

### 具体措施之三：货币政策结构

三是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。进一步完善“三档两优”存款准备金框架，**建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制**。运用好定向降准、再贷款、再贴现、宏观审慎评估等多种货币政策工具，**创新和丰富货币政策工具组合，发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，继续发挥各部门政策合力**，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持。**督促银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降，更好地服务实体经济**。加强政策协调，**促进金融要素流向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费双升级**。~~加大债券市场和票据融资的支持力度，运用好贷款市场报价利率（LPR），促进民营、小微信贷量增价降。~~推动金融支持与产业扶贫融合发展，增强贫困地区内生发展动力。研究出台商业银行服务乡村振兴考核办法，进一步做好乡村振兴金融服务。优化创业担保贷款政策，做好退役军人、高校毕业生、自主创业农民工等群体金融服务。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

### 具体措施之四：利率、汇率及人民币跨境结算

四是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率。**健全基准利率和市场化利率体系，完善LPR传导机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转换，促进银行积极有序运用LPR定价，改革完善商业银行贷款市场报价利率（LPR）形成机制，通过MPA考核等方式推动银行更多运用LPR，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**。发挥好市场利率定价自律机制作用，维护公平定价秩序，严格落实明示贷款年化利率的要求，切实保护金融消费者权益，~~维护公平定价秩序，保持银行负债端成本基本稳定~~。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，~~稳定市场预期，保持人民币汇率弹性~~，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。加强宏观审慎管理，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加快

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\\_7154](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7154)

