

宏观点评

央行四季度货币政策报告的7大信号

事件: 本周三(2020年02月19日),我国央行发布《2019年第4季度中国货币政策执行报告》(以下简称《报告》),《报告》梳理了2019年我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况,并展望了2020年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时,《报告》撰写了4个专栏,分别为:专栏1《科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度》;专栏2《理性看待商业银行利润增长》;专栏3《优化信贷结构成效显著》;专栏4《从就业结构看中国劳动力市场和未来走势》。

核心结论: 央行每个季度的货币政策执行报告是把脉货币政策走向的关键资料,历来被各方高度关注。受疫情影响,本次《报告》发布的略晚(往年一般为春节后半个月),报告的总基调基本延续了中央经济工作会议和2月以来政治局会议的主要精神,总体看:疫情来了,货币政策首要目标是稳增长,会加强逆周期调节并注重结构调整,再降准“降息”可期,弱化金融监管,我们也继续提示房地产调控有望进一步差异化松动。具体看,主要透露了以下7大信号:

信号 1: 央行对全球经济延续悲观,提示持续关注下行风险;担忧疫情对中国经济的短期影响,中长期仍具信心,突出稳就业。

信号 2: 央行认为物价总体可控,未来需持续观察;我们认为疫情短期内可能推高CPI,拖累PPI,但不改全年节奏,通胀对货币政策制约进一步下降。

信号 3: 连续2个季度未提“总闸门”、宽松基调未变,新增“守正创新,勇于担当”表述;我们认为,疫情下货币政策首要目标是稳增长,会加大加强逆周期调节并注重结构调整,再降准“降息”可期。货币总基调方面:延续未提“货币总闸门”,但继续强调“坚决不搞‘大水漫灌’”,并新增“科学稳健把握逆周期调节力度”、“守正创新,勇于担当”以及“把疫情防控作为当前最重要的工作来抓”的表述。我们认为货币宽松总基调未变,但会更注重方式方法。一是科学把握总量的度,预计2020全年M2和社融存量增速可能持平或略高于2019年,Q1信贷社融仍将不低;大概率会再降准“降息”,全年LPR有望下调30-40BP。二是有效把握结构的度,应主要体现为创新工具和精准发力。三是加大改革的力度,进一步深化利率和汇率市场化改革。

信号 4: 结构调整继续发力,关注利率市场进一步改革、疫情下的定向支持、稳增长重点领域、银行可能的让利。1)继续深化改革,包括金融供给侧结构性改革,建设现代中央银行制度,健全现代金融体系,深化利率市场化改革等。2)加大对疫情防控的货币信贷支持力度。对受疫情影响较大的地区、零售、餐饮、文旅等行业加码定向降息、扩大信贷等政策。3)重点领域加大支持力度,包括小微民营企业、制造业、民生建设、基础设施短板、消费升级、产业扶贫等。4)银行可能要部分让利给实体,以切实降低企业融资成本。

信号 5: 央行继续强调要坚持“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济和因城施策的总基调(延续的是中央经济工作会议的表述);我们认为稳增长尚离不开房地产,后续各地大概率延续一城一策,并进一步差异化松动。

信号 6: 央行认为要进一步深化人民币汇率形成机制,保持汇率弹性;我们继续提示2020年升值动能增强,不确定性来自疫情和中美贸易冲突。

信号 7: 央行仍强调打好防范化解重大金融风险攻坚战;我们提示短期稳增长更重要,资管新规、化解地方隐性债务有望继续“以时间换空间”。

风险提示: 疫情超预期演化;我国经济大幅下行。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱: hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱: liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《“降息”空间还有多大?存款利率呢?》2020-02-17
- 2、《春天的号角—2.12政治局会议解读》2020-02-13
- 3、《疫情下通胀怎么走?——兼评1月物价》2020-02-10
- 4、《全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02
- 5、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2019-11-16



内容目录

信号 1: 全球经济延续悲观, 提示持续关注下行风险; 担忧疫情对中国经济的短期影响, 中长期仍具信心, 突出稳就业.	3
信号 2: 央行认为物价总体可控, 未来需持续观察; 我们认为疫情短期内可能推高 CPI、拖累 PPI, 但不改全年节奏疫情下通胀对货币政策制约进一步下降	4
信号 3: 连续 2 个季度未提“总闸门”、宽松基调未变, 新增“守正创新, 勇于担当”表述; 我们认为, 疫情下货币政策首要目标是稳增长, 会加大加强逆周期调节并注重结构调整, 降准“降息”可期	5
信号 4: 结构调节继续发力, 关注深化改革、疫情下的定向支持、稳增长重点领域、银行可能的让利	7
信号 5: 央行继续强调“房住不炒”, 但我们认为各地大概率会进一步松动地产调控.....	7
信号 6: 央行认为要进一步深化人民币汇率形成机制, 保持汇率弹性; 我们认为 2020 年升值动能有望增强, 不确定来自于疫情和中美贸易冲突.....	8
信号 7: 央行仍强调打好防范化解重大金融风险攻坚战, 我们提示短期稳增长更重要, 资管新规、化解地方隐性债务有望继续“以时间换空间”.....	8
风险提示	8

图表目录

图表 1: 世界银行预测的 2020 年全球经济增速稳中有降.....	3
图表 2: 疫情对经济冲击测算.....	4
图表 3: 未来 2 个月疫情可能抬升 CPI 同比 0.2 个百分点.....	5
图表 4: 未来 3 个月疫情可能拖累 PPI 同比 0.5 个百分点.....	5
图表 5: M2、社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配.....	6
图表 6: 利率联动加强, 引导社会融资成本下降.....	6
图表 7: 2020 年人民币贬值压力将有所缓解, 升值动能增强.....	8

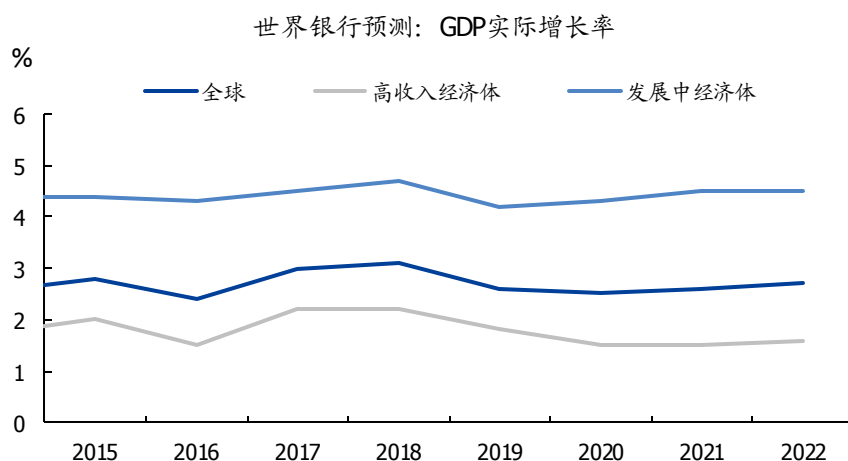
本周三（2020年02月19日），我国央行发布《2019年第4季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2019年我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了2020年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了4个专栏，分别为：专栏1《科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度》；专栏2《理性看待商业银行利润增长》；专栏3《优化信贷结构成效显著》；专栏4《从就业结构看中国劳动力市场和未来走势》。具体看，释放了7大信号：

信号1：全球经济延续悲观，提示持续关注下行风险；担忧疫情对中国经济的短期影响，中长期仍具信心，突出稳就业

对全球经济走势担忧下降，但仍需密切关注下行风险。《报告》认为“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”（三季度为“全球经济增长放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累”、二季度为“2019年以来全球经济增长动能偏弱，面临下行风险”、一季度“国际金融市场整体改善的基础并不牢固，全球经济下行风险仍然存在”），对金融市场的担忧集中在债务负担上升和负利率债券范围扩大。

往后看，世界经济增长持续放缓，不确定不稳定因素增多，重申此前重要风险点，并新增“低生产率增长”环境表述。具体看：第一，全球经济虽然有企稳迹象，但下行压力仍较大。第二，近期贸易摩擦风险有所缓和，但不确定性犹存。我们认为中美虽达成阶段性贸易协议，但中长期仍将冲突不断。第三，金融脆弱性积累，风险因素可能冲击金融稳定。这应是指宽松的货币环境助推资产价格和债务积累，存在潜在风险。第四，“低增长、低通胀、低利率、低生产率增长”环境对货币政策调控构成挑战，需加强货币政策的国际协调，新增“低生产率增长”表述。第五，央行还关注了局部地缘政治（例如1月初美伊冲突），气候变化与环境因素等的影响。

图表1：世界银行预测的2020年全球经济增速稳中有降



资料来源：Wind，国盛证券研究所数据截至2020年1月9日更新版本

《报告》认为我国经济运行总体平稳，结构持续优化。对于2019年经济的回顾，《报告》认为“国民经济运行总体平稳，经济结构持续优化，高质量发展扎实推进。消费拉动增强，投资稳定，进出口规模扩大”，三季度为“国民经济运行总体平稳，结构调整扎实推进。投资缓中趋稳，消费、就业总体稳定，主要宏观经济指标保持在合理区间”。对中国

经济基本延续此前的“平稳”表述。

往后看,《报告》更担忧疫情影响下的短期经济,但对中长期经济增速仍存信心,特别突出了稳就业的重要性。《报告》认为“新冠肺炎疫情对中国经济造成一定影响,但持续时间和规模有限,中国经济长期向好基本面没有变,且长期处于战略机遇期”,短期冲击方面,央行主要担心消费减少,企业复工较晚等对经济的影响。我们认为疫情短期可能对小微民营企业、服务业造成较大冲击。测算发现, Q1GDP 增速可能降至 5%甚至 4%以下,如果后续复工仍弱, GDP 下跌幅度将加深。为此,央行也提出要推动消费、增加投资,来维稳经济。而长期的信心则来源于雄厚物质技术基础、市场优势、内需潜力和人才资源。此外,央行在专栏 4《从就业结构看中国劳动力市场和未来走势》中从供需两方面表明我国具备充分就业相对稳态的有利条件,但部分行业、重点群体、外贸部门的就业结构性矛盾仍然突出。总体看,央行预计未来几年每年仍可实现 1100 万人以上城镇新增就业。考虑到疫情可能主要冲击小微民营企业, 2.12 政治局会议也要求“以更大力度实施好就业优先政策,确保就业大局稳定”,稳就业将是 2020 年的一大重点。

图表 2: 疫情对经济冲击测算

结果汇总(百分点)	第二产业	工业	建筑业	第三产业	批发和零售业	交通运输、住宿和餐饮业 仓储和邮政业	金融业	房地产业	信息传输、软件和信息技术服务业	租赁和商务服务业	其他行业	结果概要(百分点)	第二产业	第三产业	二三次产业合计	
非典时期冲击回顾																
非典时期变动(03年Q2-Q1)	-1.90	-2.00	-1.70	-1.80	2.00	-5.40	-3.60	-3.60	1.60	—	—	-2.20	-1.90	-1.80	—	
对03年Q2GDP拖累	-0.89	-0.82	-0.10	-0.77	0.17	-0.32	-0.08	-0.16	0.07	—	—	-0.37	-0.89	-0.77	-1.7	
对03年GDP的拖累	-0.22	-0.21	-0.02	-0.19	0.04	-0.08	-0.02	-0.04	0.02	—	—	-0.09	-0.22	-0.19	-0.4	
新冠肺炎冲击预测																
对2020年Q1当季拖累(预测)	乐观	-0.11	-0.10	-0.02	-0.98	-0.20	-0.36	-0.07	0.00	-0.07	-0.03	-0.03	-0.22	-0.11	-0.98	-1.1
	中观	-0.26	-0.23	-0.04	-1.56	-0.30	-0.40	-0.09	-0.09	-0.15	-0.07	-0.06	-0.40	-0.26	-1.56	-1.8
	悲观	-0.38	-0.33	-0.05	-2.14	-0.40	-0.45	-0.11	-0.18	-0.22	-0.11	-0.10	-0.58	-0.38	-2.14	-2.5
对2020年Q2当季拖累(预测)	乐观	-0.32	-0.26	-0.06	-0.22	0.00	-0.24	-0.04	0.08	0.00	0.01	0.01	-0.03	-0.32	-0.22	-0.5
	中观	-0.48	-0.39	-0.09	-0.76	-0.10	-0.29	-0.06	0.00	-0.07	-0.03	-0.03	-0.19	-0.48	-0.76	-1.2
	悲观	-0.64	-0.53	-0.12	-1.29	-0.19	-0.33	-0.08	-0.08	-0.14	-0.06	-0.06	-0.35	-0.64	-1.29	-1.9
2020年Q1对全年的拖累(假设疫情持续至一季度全年GDP可能的变动)	乐观	-0.02	-0.02	0.00	-0.22	-0.04	-0.08	-0.01	0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.05	-0.02	-0.22	-0.2
	中观	-0.06	-0.05	-0.01	-0.34	-0.07	-0.09	-0.02	-0.04	-0.05	-0.02	-0.01	-0.09	-0.06	-0.34	-0.4
	悲观	-0.08	-0.07	-0.01	-0.47	-0.09	-0.10	-0.02	-0.04	-0.05	-0.02	-0.02	-0.13	-0.08	-0.47	-0.6
2020年Q2对全年的拖累	乐观	-0.08	-0.07	-0.01	-0.06	0.00	-0.06	-0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.08	-0.06	-0.1
	中观	-0.12	-0.10	-0.02	-0.19	-0.02	-0.07	-0.01	0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.05	-0.12	-0.19	-0.3
	悲观	-0.16	-0.13	-0.03	-0.32	-0.05	-0.08	-0.02	-0.02	-0.04	-0.02	-0.01	-0.09	-0.16	-0.32	-0.5
2020年Q1+Q2对全年的拖累(假设疫情持续至二季度全年GDP可能的变动)	乐观	-0.11	-0.09	-0.02	-0.27	-0.04	-0.14	-0.03	0.02	-0.02	-0.01	0.00	-0.06	-0.11	-0.27	-0.4
	中观	-0.18	-0.15	-0.03	-0.53	-0.09	-0.16	-0.03	-0.02	-0.05	-0.02	-0.02	-0.14	-0.18	-0.53	-0.7
	悲观	-0.24	-0.20	-0.04	-0.79	-0.14	-0.18	-0.04	-0.06	-0.08	-0.04	-0.04	-0.22	-0.24	-0.79	-1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

信号 2: 央行认为物价总体可控, 未来需持续观察; 我们认为疫情短期内可能推高 CPI、拖累 PPI, 但不改全年节奏, 疫情下通胀对货币政策制约进一步下降

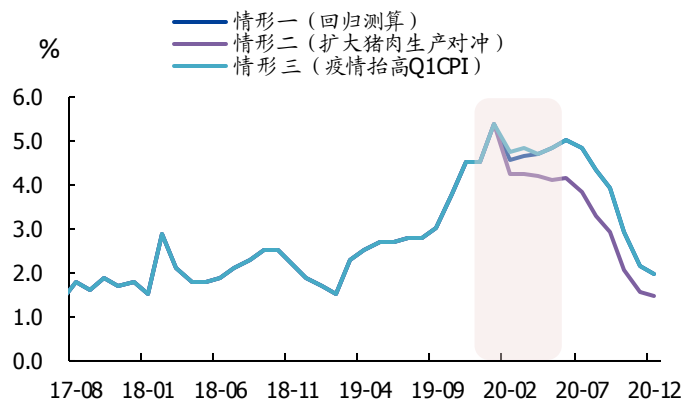
《报告》认为物价总体可控, 但仍需持续密切观察。《报告》认为 2019 年居民消费价格涨幅上升, 结构性特征明显。展望未来, 央行认为物价形势总体可控, 通胀预期基本平稳, 对未来变化需持续观察, 可以看出央行总体不担心我国存在长期通胀或通缩, 但是对于猪肉等食品价格、新冠疫情等因素带来的不确定性还要密切监测和观察。

展望后市, 维持我们在报告《疫情下通胀怎么走? ——兼评 1 月物价》中的观点: 疫情短期内可能推高 CPI、拖累 PPI, 但不改全年节奏, 即: 今年全年 CPI 前高后低、PPI 前低后高。具体看, 我们预计: CPI 同比 1 月为全年高点, 二三月趋降, Q2 仍在 4%以上, 下半年总体回落但难跌破 3%; PPI 同比 1 月为上半年高点, 二三月再转负并可能延续至二季度, 下半年再回升并有望回到 0 上方。需要指出的是, 后续疫情演化仍是重要扰动。

疫情下货币政策更需宽松, 通胀制约进一步下降。基于潜在产出、结构性通胀性质、货币政策优先目标等因素, 我们此前判断“通胀会影响货币政策节奏、但难改方向”。如今

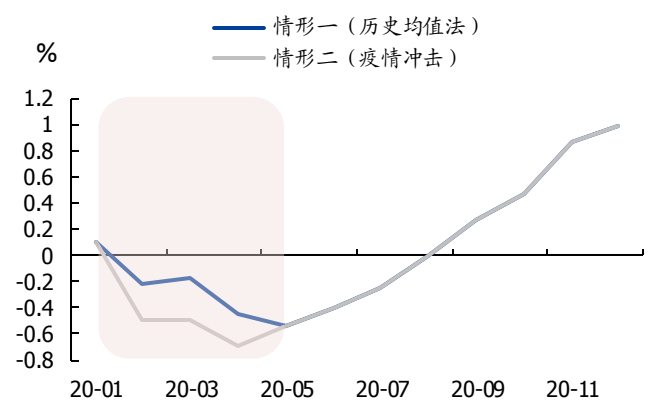
疫情下通胀制约无疑会进一步减弱，2月7日央行也指出“在疫情背景和经济面临下行压力下，保持经济增长更具有重要性”。由此，再降准“降息”可期，Q1信贷社融有望延续高增。

图表 3: 未来 2 个月疫情可能抬升 CPI 同比 0.2 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算注: 情形一通过能繁母猪存栏同比推測生猪价格, 从而得到猪价变化对 CPI 拉动的影响, 以此推測 CPI 同比; 情形二在情形一的基础上考虑了扩大猪肉供给的对冲; 情形三在情形一的基础上认为疫情可能推升 2-3 月 CPI 同比。

图表 4: 未来 3 个月疫情可能拖累 PPI 同比 0.5 个百分点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算注: 情形一的历史均值法采用 2020 年翘尾因素和过去 5 年同期新涨价因素均值相加; 情形二在情形一的基础上考虑短期经济企稳被疫情冲击所打乱, 2-4 月 PPI 可能进一步下行。

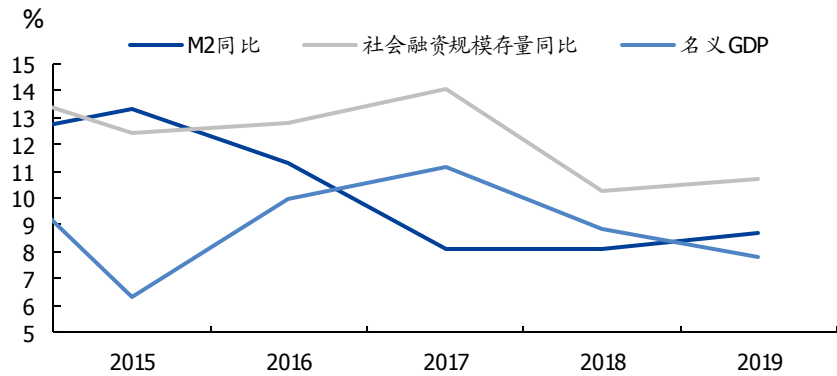
信号 3: 连续 2 个季度未提“总闸门”、宽松基调未变，新增“守正创新，勇于担当”表述；我们认为，疫情下货币政策首要目标是稳增长，会加大加强逆周期调节并注重结构调整，再降准“降息”可期

货币总基调方面：未提“货币总闸门”，但继续强调“坚决不搞‘大水漫灌’”，并新增“科学稳健把握逆周期调节力度”。我们认为货币宽松总基调未变，但会更注重方式方法。对于货币政策走向，《报告》提出“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，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，寻求动态平衡，将疫情防控作为当前最重要的工作来抓”，三季度为“实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长”。从“稳健”到“科学稳健”的变化，总体反映了央行货币政策会更加“灵活适度”，并会多运用创新工具解决结构性问题。央行特利用专栏 1《科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度》来阐明政策态度的微妙变化：

一是科学把握总量的度，我们认为 2020 全年 M2 和社融存量增速可能持平或略高于 2019 年，降准“降息”仍可期，但降准幅度有限。

央行明确“货币政策中介目标转为广义货币 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，这是科学稳健把握货币政策逆周期调节力度的着力点”。2019 年 M2 增速为 8.7%，社融存量同比为 10.7%，以四经普调整之后的 2018 年名义 GDP 和 2019 年名义 GDP 计算得出的 2019 年名义 GDP 同比为 7.8%，在经济下行压力下，货币供应量增速略大于名义 GDP 增速，体现了逆周期调节。我们预期 2020 年名义 GDP 增速可能较 2019 年略有回升，叠加疫情对经济的冲击，预计今年 M2 和社融存量同比可能持平或略高于 2019 年。考虑到稳定宏观杠杆率的需要，货币供应增速将科学有度。特别地，疫情影响下，Q1 信贷社融有望延续高增，定向支持将是重点。

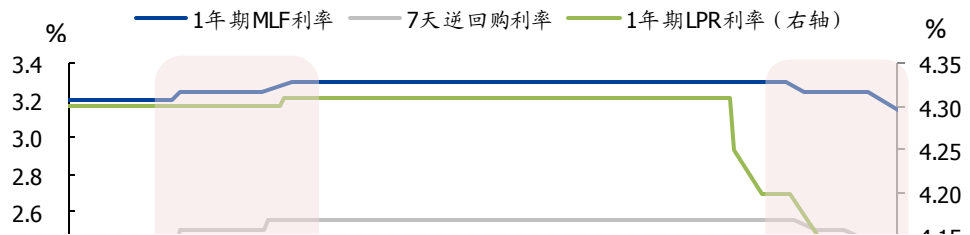
图表 5: M2、社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

结合“下一阶段主要政策思路”提到的全面建成小康社会目标任务和“十三五”收官，做好“六稳”工作，保持流动性合理充裕等，疫情之下后续降准“降息”仍可期。维持此前判断（《“降息”空间还有多大？存款基准利率呢？》），1）降息端，20日下调LPR应为定局，后续MLF有望至少再降1-2次，幅度应不会低于15BP，公开市场操作利率也有望同步下调，1年期LPR利率全年有望下调30-40BP。央行此次未提“保持银行负债端成本基本稳定”，我们认为存款基准利率也存在下调可能，以降低银行负债成本，但上半年受通胀高位制约，存在一定难度、需要较大魄力。2）降准仍是可选项。随着企业陆续开工，后续资金需求将加大，鉴于季末信贷投放和4月MLF集中到期，3-4月可能是再次降准比较好的窗口期，定向降准必要性更大，预计后续全面降准和定向降准的幅度为50-100BP。鉴于央行持续提出“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低位”，我们认为后续降准整体空间较为有限，降息也会注重预调微调和相机抉择。

图表 6: 利率联动加强，引导社会融资成本下降



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_7159



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn