



新冠疫情冲击下的货币政策：目标、立场与操作

■ 回顾 2019 年，全球货币宽松与国内经济下行压力加大的背景下，货币政策表现出较强的“以我为主、保持定力”特征。“稳增长”“稳就业”目标的权重应为最高，“调结构”、“稳杠杆”/“防风险”次之，“稳物价”引发政策方向争议后被证伪，“稳汇率”压力有所缓解。政策立场经历了“适度宽松”（一季度）到“稳健中性，季末边际宽松”（二季度）到“稳健中性”（三季度）到“适度宽松”（四季度至今）的变化。且政策操作的结构特征凸显。

■ 展望 2020 年，政策目标上，处在全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，“稳增长”目标仍将是政策立场考量中的决定性因素。考虑到新冠疫情短期内将对经济造成显著冲击，且加剧中小企业生存困境，需要政策迅速响应、加大逆周期调节力度，以引导实体经济融资成本下降，为企业经营纾困。同时，货币政策需兼顾的其余目标权重或边际下降：“防风险”要求随着“去杠杆”转向“稳杠杆”有望边际弱化；“稳通胀”并非政策的掣肘因素；“稳汇率”则打开了政策的宽松空间。

■ 政策立场上，结合中央经济工作会议对货币政策的定调为“灵活适度”，意味着 2020 年政策有望维持稳健略偏宽松的立场。疫情冲击下，货币政策或将边际宽松，节奏前置、力度加码。且预计一季度政策将处在适度宽松区间。自 2 月 3 日开市以来，政策操作量价齐松，且宽松幅度超市场预期，具体包括：通过 OMO 投放充裕流动性、“专项再贷款与财政贴息”捆绑发力、调低 7 天和 14 天逆回购利率 10bp、加大对疫情防控相关产业的货币信贷支持力度。

■ 后续货币政策操作的节奏与力度将主要取决于疫情的发展情况：基准情形下，疫情对经济的影响将集中体现在一季度，政策有必要在一季度保持“量价齐松”，降准降息大概率于近期落地，但二季度随着经济企稳修复，政策或将重回稳健中性区间。若疫情按悲观情形发展至二季度，由于二季度经济的不确定性较大，政策或将加大量价两方面的操作力度以托底经济、稳定预期。

■ 政策操作上，数量型调控方面，基准情形下，近期存在定向降准的可能性。在此基础上，2020 年仍有望降准 2 次（合计 100 bp），分别在年中和三季度末落地。结构性政策的重要性将进一步上升。一季度流动性有望保持充裕。悲观情形下，二季度 OMO、SLF、MLF、TMLF、再贷款再贴现等工具的投放量将进一步增加。价格型调控方面，除对受疫情影响的企业定向降息、OMO 降息外，基准情形下，各期限政策利率有望全面下行，MLF 利率和 1 年期 LPR 将在 2 月调降 10bp。近期央行或通过调整存款基准利率引导存款利率下行。2020 年全年 MLF 利率的降幅或达 20-30bp，且 MLF 利率调降将与 LPR “加点”压缩交替进行。1 年期 LPR 有望在 2020 年末降至 3.9%，5 年期 LPR 降至 4.7%。悲观情形下，MLF 降息大概率于 3 月再次落地，幅度 5-10bp。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

杨薛融

宏观研究员

☎：0755-22699005

✉：yangxuerong@cmbchina.com



目录

一、货币政策目标：“稳增长”“稳就业”为先.....	1
（一）“稳增长”“稳就业”：第一要务.....	1
（二）金融稳定及金融改革：“防风险”边际弱化，“调结构”“降成本”仍需发力.....	2
1、总量维度：“去杠杆”转向“稳杠杆”.....	3
2、结构维度：金融体系的流动性分层与实体经济的信用分层.....	3
（1）流动性分层加剧中小银行风险.....	3
（2）中小企业融资困境仍待破局.....	4
3、价格维度：“降成本”核心在于利率并轨.....	5
（三）“稳通胀”：并非掣肘因素.....	7
（四）“稳汇率”：宽松空间打开.....	7
二、货币政策立场：边际宽松.....	8
（一）2019年回顾：宽松始于四季度.....	8
（二）疫情冲击：宽松前置.....	9
三、货币政策操作：降准降息可期.....	11
（一）数量型调控：流动性有望保持充裕.....	11
（二）价格型调控：政策利率曲线全面下移.....	12
（三）金融数据：预计保持平稳.....	14
四、小结：疫情冲击下，货币政策边际宽松.....	16



图目录

图 1: 2020 年“稳增长/稳就业”的权重将进一步上升.....	1
图 2: 2019 年一季度宏观杠杆率“跳升”5.1pct.....	3
图 3: 我国实际 GDP 增速下行.....	3
图 4: 大行与中小行的同业存单发行利差走阔.....	4
图 5: 中小银行资产规模增速显著放缓.....	4
图 6: 社融存量增速与贷款余额增速放缓.....	4
图 7: 小微企业贷款余额增速触底反弹.....	5
图 8: 国企和民企信用利差间的分化逐渐收敛.....	5
图 9: 实体经济融资成本下降不显著.....	6
图 10: 改革后的 LPR 报价已有所下行.....	6
图 11: 历史上货币政策与 CPI 的关系.....	7
图 12: 2019 年猪肉分项对 CPI 增速的拉动效果显著.....	7
图 13: 美国 2019 年开启新一轮降息周期.....	8
图 14: 人民币汇率与中美贸易摩擦高度相关.....	8
图 15: 2019 年末货币市场利率较年初有所下行.....	9
图 16: 2019 年 11 月以来政策利率曲线全面下移.....	9
图 17: 央行通过发行央票冲销外汇占款流入.....	10
图 18: 非典时期货币信贷增速持续攀升.....	10
图 19: 2003 年需求型通胀攀升.....	10
图 20: 中美利差高于舒适区间（截至 2 月 10 日）.....	10
图 21: 中国总存款准备金率处于世界中等水平.....	12
图 22: 我国法定存款准备金占比高（2019 年 9 月）.....	12
图 23: 我国法定存款准备金率距历史低点尚有空间.....	12
图 24: MLF 操作利率尚有调整空间.....	13
图 25: M2、社融增速与名义 GDP 增速基本匹配.....	14
图 26: 2020 年社融增速或将微幅回落.....	16
图 27: 2020 年 M2 增速或将微幅回升.....	16
图 28: 2020 年信贷增速或将小幅回落.....	16

表目录

表 1: 2020 年货币政策定调由“松紧适度”变为“灵活适度”.....	9
表 2: 度量货币政策对实体经济的支持力度.....	15



2020 开年之际，突如其来的新型冠状病毒在国内迅速蔓延，使得我国的宏观经济运行、企业生产经营和就业面临着更为艰巨的挑战。在此背景下，如何权衡我国货币政策的多重目标？货币政策的立场将有何变化？央行又可能进行哪些货币政策操作？本文将尝试回答上述问题。

一、货币政策目标：“稳增长”“稳就业”为先

我国的货币政策为多目标制，具体包括保持物价稳定（“稳通胀”）、促进经济增长（“稳增长”）、保持充分就业（“稳就业”）、促进金融稳定及金融改革（“防风险”、“稳杠杆”、“调结构”）、维护国际收支平衡（“稳汇率”）五个方面。各目标的权重将随经济形势的变化而变化，且多目标间的权衡对货币政策的操作和实施提出了更高的要求。由于“稳增长”和“稳就业”所需的货币政策响应高度相似（共线性），出于简化目的，我们可以将这两个目标合并，评估当前央行货币政策立场中四个维度目标的权重。

回顾 2019 年，在全球货币宽松与国内经济下行压力加大的背景下，货币政策需实现稳增长、稳就业、调结构、稳杠杆、稳通胀、稳汇率等多重目标的平衡，表现出较强的“以我为主、保持定力”的特征。同时，为应对经济的结构性问题，货币政策调控的结构性特征凸显。央行通过 3 次降准和 1 次 MLF “降息”，累计向市场释放中长期流动性约 2.7 万亿，并结合 SLF、MLF、TMLF、再贷款再贴现等定向工具“精准滴灌”民营、小微企业。从政策目标来看，“稳增长”和“稳就业”的权重应为最高，“调结构”、“稳杠杆”/“防风险”次之。“稳物价”一度引发市场对货币政策方向的争议，但随后被央行的货币政策操作证伪。“稳汇率”压力则随全球货币宽松而缓解。

图 1：2020 年“稳增长/稳就业”的权重将进一步上升



资料来源：招商银行研究院

（一）“稳增长”“稳就业”：第一要务

2019 年以来，贸易摩擦对全球经济造成了显著的负面影响。虽然 2019 年末中美达成第一阶段协议，贸易摩擦趋于缓和，但目前美国对华征收关税的平均税率仍是贸易摩擦开始前的近五倍。内外矛盾交织下，我国经济增长承压，宏观政策逆周期调节力度相应加大。

更为严峻的是，新年伊始我国便遭受到新冠疫情的冲击，“稳增长”“稳就业”的必要性与迫切性进一步上升。宏观上看，此次新冠病毒对于经济的短



期冲击更甚于 SARS。首先，SARS 疫情爆发时我国甫入 WTO，经济处于高速增长长期，国际收支持续双顺差。其次，尽管新冠病毒疫情爆发呈现出显著的区域性特征，始发且集中于湖北，但已蔓延到全国，各地均出台了严格的防疫措施，短期内将抑制消费、投资和贸易活动。再次，此次疫情爆发恰逢春节，加之新冠病毒潜伏期长、传染性强，居民出行受到极大限制，第三产业因此遭受剧烈冲击。最后，春节期间是劳动力迁徙的旺季，政府迅速出台的延长假期、对跨省/市人员流动的限制性措施将使得节后大规模的复工/开工被迫推迟，部分地区/行业可能出现“用工荒”，第二产业亦将受到较大冲击。

且突如其来的疫情，使得在经济下行期本就面临困境的中小企业的经营更加雪上加霜，成为国民经济中的薄弱环节，需要政策迅速响应。在疫情爆发期间，企业无法进行正常的生产、销售等经营活动，但仍需如期支付租金、员工工资、贷款本息等开支，现有的原材料和订单也可能遭受损失。据市场调研，超过八成中小企业的账面现金余额仅能维持企业生存 1-3 个月。若疫情持续，不少中小企业将出现资金链断裂的风险，特别是受新冠疫情冲击较大的住宿餐饮、交通运输、文化娱乐、批发零售等服务性行业。

中小企业的危机关乎就业，关乎经济，更关乎民生。我国中小企业具有“56789”的典型特征，贡献了全国 50%以上的税收，60%以上的 GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量，是我国国民经济的基石。若不妥善处置，风险将向就业和消费蔓延，影响社会稳定，更遑论经济的恢复和反弹。

（二）金融稳定及金融改革：“防风险”边际弱化，“调结构”“降成本”仍需发力

金融稳定是金融发展和改革的重要前提，金融稳定目标要求把牢牢守住不发生系统性金融风险（“防风险”）作为金融工作的底线。总量上，宏观杠杆率的变动是重要的度量指标，即“稳杠杆”，使整个社会的债务水平处于可持续的水平。结构上，当前“防风险”主要是解决部分中小银行面临的风险，参考的量化指标包括银行的净息差、不良率、资本充足率、融资工具信用利差等。

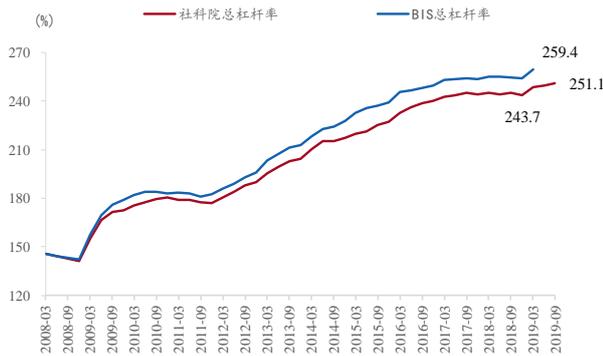
金融改革则是金融发展的根本动力和重要手段，金融改革作为金融业支持经济发展方式转变和经济结构调整（“调结构”）的着力点，具有相当丰富的内涵，包括：货币政策和宏观审慎双支柱调控框架、利率市场化改革、金融监管体系改革、金融机构改革、人民币国际化和资本项目可兑换等。其中，疏通传导机制、提升传导效率，以改革的方式“降成本”是当前货币政策的重点。结构性工具的使用力度不断加大，以实现定向调控、精准滴灌，引导资金更好地流入实体经济的重点领域和薄弱环节，特别是民营和小微企业。但从 2019 年的情况来看，货币政策传导机制总体不畅，小微企业融资难贵问题仍待进一步疏解。



1、总量维度：“去杠杆”转向“稳杠杆”

“稳杠杆”目标曾在 2019 年显著影响了货币政策逆周期调节的力度。2019 年初，由于货币政策与财政政策双双“前置”发力，一季度宏观杠杆率相较 2018 年末“跳升”5.1pct，后续则呈现缓慢上升态势，高宏观杠杆率带来的风险一直是政策关注的要点。

图 2：2019 年一季度宏观杠杆率“跳升”5.1pct



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 3：我国实际 GDP 增速下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

考虑到政策的重点已由“去杠杆”转向“稳杠杆”，今年“防风险”要求有望边际弱化。中央经济工作会议将三大攻坚战中“防风险”的位次由第一位调至第三位，且强调“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”，并首次在中央层面明确“宏观杠杆率保持基本稳定”。

2、结构维度：金融体系的流动性分层与实体经济的信用分层

(1) 流动性分层加剧中小银行风险

包商银行事件加剧了流动性分层，未来需重点关注潜在的中小银行风险。同业刚兑打破后，大量银行重新清理同业交易对手库，部分资质较差的中小银行同业融入难度加大。城商行与国有行同业存单的发行利差由 4 月末的 20.4bp 攀升至 6 月末的 68.5bp，同期农商行与国有行同业存单的发行利差也由 25bp 升至 61bp。截至 2019 年末，两者又分别上升至 70.4bp 和 79bp。中小银行资产规模增速显著放缓，其中，城商行的资产增速由 5 月末的 12.4% 大幅放缓至 12 月末的 8.5%。

中小银行在快速发展中积累的部分共性问题也浮出水面，包括公司治理欠缺、负债端高度依赖同业负债、资产端委外和非标业务占比高等。未来一旦流动性结构性收紧，资金市场利率快速上行，中小银行或将再次暴露风险，可能不利于实体信用扩张与企业融资成本的下降。

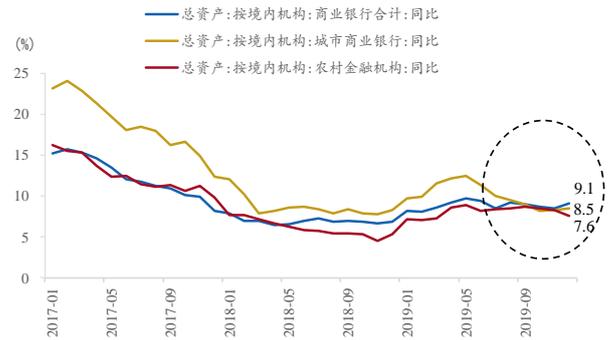


图 4：大行与中小行的同业存单发行利差走阔



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 5：中小银行资产规模增速显著放缓



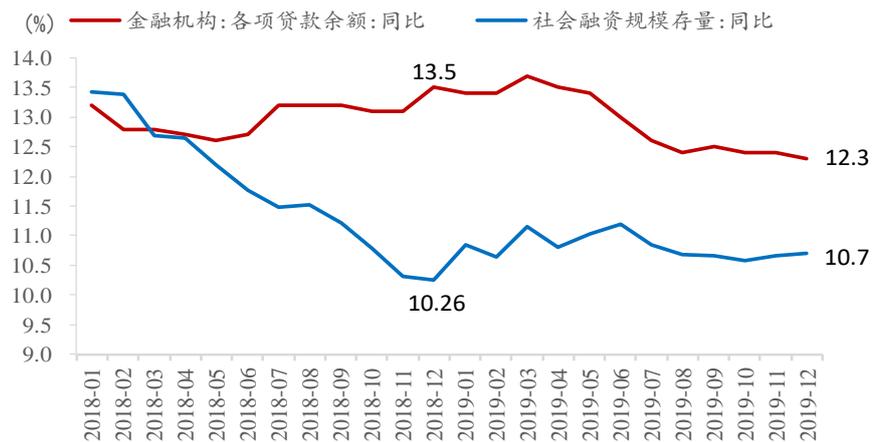
资料来源：Wind, 招商银行研究院

出于“稳增长”的考量，在货币政策与金融监管的配合下，中小银行流动性风险爆发的概率或边际下降。货币政策将保持流动性合理充裕，平抑资金价格波动。金融监管方面，将继续推进中小银行改革，支持中小银行补充资本，引导中小银行回归本源、深耕地方。银保监会针对高风险金融机构的口径已由“依法处置”弱化为“稳妥处置”。

(2) 中小企业融资困境仍待破局

2019 年实体经济融资需求偏弱，金融机构风险偏好不高，信贷增速连续回落。截至 2019 年末，信贷余额增速由 2018 年末的 13.5% 回落至 12.3%，社融存量增速则在地方政府专项债放量和非标回暖的支撑下由 2018 年末的 9.85% 小幅回升至 10.69%。

图 6：社融存量增速与贷款余额增速放缓



资料来源：Wind, 招商银行研究院

而中小企业的融资形势尤为严峻。根据世界银行 2018 年的统计数据，我国中小微企业的融资缺口高达 1.9 万亿美元，其中，融资需求约 4.4 万亿美元，而融资供给仅约 2.5 万亿美元，融资难的中小微企业的占比约为 41%。小微企业的信息透明度低，大多缺乏市场竞争力，经营可持续性较差。又由于信息不



对称问题严重，易引发逆向选择与道德风险，小微企业的信贷可得性一直较低。且流动性分层也会加剧其融资难贵。

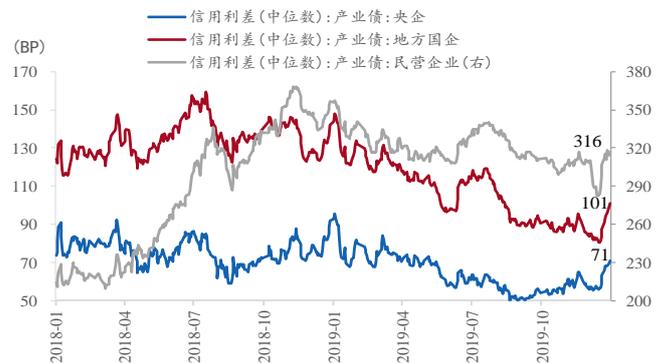
为解决信用分层难题，2019年“信贷、债券和股权”三箭齐发，目前政策成效逐步显现，但仍需继续发力。一方面，自2018年以来，小微企业贷款余额增速持续回落，2019年以来有所回升但幅度不大，2019年三季度末为10.1%，较2017年末的15.4%下降5.3个百分点；二是2019年末民营企业产业债的信用利差中位数约为316bp，较2018年末的高点367bp有所收敛，但仍属于2010年以来的中上水平。

图7：小微企业贷款余额增速触底反弹



资料来源：Wind，招商银行研究院

图8：国企和民企信用利差间的分化逐渐收敛



资料来源：Wind，招商银行研究院

3、价格维度：“降成本”核心在于利率并轨

2019年实体经济融资成本下降并不显著。截至2019年三季度末，一般贷款加权平均利率为5.96%，仅较2018年的高点6.19%下降23bp，显著低于同期票据利率的下行幅度89bp。

这其中固然有中长期贷款占比上升的原因：三季度新增人民币贷款内新增中长期贷款的占比为69.44%，较一季度的68.03%进一步上升1.4个百分点。但根本原因则在于市场分割大幅削弱了政策的利率调控能力，集中表现为“利率双轨”。2018年以来，仅市场化程度较高的票据融资利率随货币市场利率而显著下行，并带动票据融资规模持续快速回升，而贷款利率在2018年三季

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_7241



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn