

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李佩珈 中国银行研究院
李义举 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

2020年金融工作有哪些重点？

一中央经济工作会议精神解读之二*

实体经济的变化和需要是金融工作的方向。针对经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，刚刚结束的中央经济工作会议（以下简称会议）对2020年经济工作做出了具体部署，也对2020年金融工作提出了新要求。对比历年中央经济工作会议的相关表述，2020年金融工作主要有五个方面的新看点，包括货币政策坚持稳健取向，更强调灵活适度；深化金融供给侧结构性改革，更注重疏通货币政策传导机制等。未来银行业须把握2020年金融市场运行的五大特点，做好策略应对。

2020年金融工作有哪些重点？

——中央经济工作会议精神解读之二

实体经济的变化和需要是金融工作的方向。针对经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，刚刚结束的中央经济工作会议(以下简称会议)对2020年经济工作做出了具体部署，也对2020年金融工作提出了新要求。对比历年中央经济工作会议的相关表述，2020年金融工作主要有五个方面的新看点，包括货币政策坚持稳健取向，更强调灵活适度；深化金融供给侧结构性改革，更注重疏通货币政策传导机制等。未来银行业须把握2020年金融市场运行的五大特点，做好策略应对。

一、从中央经济工作会议看2020年金融工作的重点

(一) 货币政策坚持稳健取向，更强调灵活适度

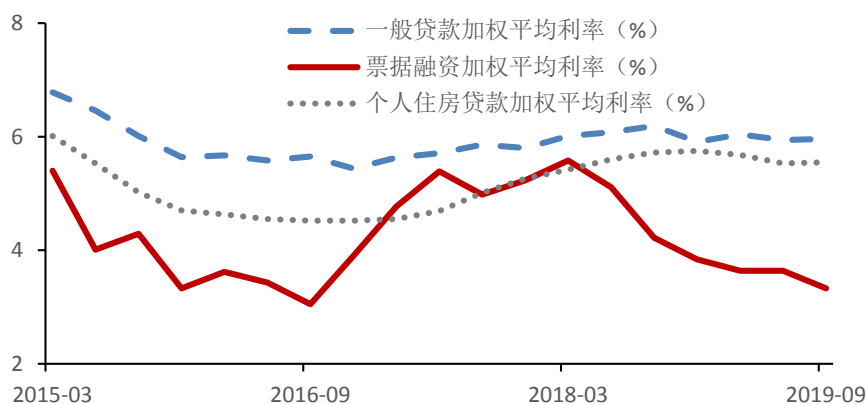
相比2019年，2020年我国货币调控的内外部环境有所变化，要求货币政策要更加注重为稳增长创造条件。一是外部需求放缓叠加国内需求疲弱，经济下行压力持续增大。预计2019年我国全年GDP增速将相比上年放缓0.4个百分点，是2016年以来降幅最大的一年。与此同时，考虑到2020年是完成全面建成小康社会的关键之年，需要经济保持合理增长，预计2020年GDP增速难以显著低于6%¹。二是汇率贬值压力减弱，货币政策面临的外部掣肘减弱。2019年，全球货币政策环境已发生重大变化，由上年的同步加息转向同步降息，人民币汇率贬值压力走弱，改变了此前汇率市场持续承压的局面，特别是2019年11月份之后，人民币汇率甚至出现升值态势。2020年，预计全球货币政策仍以宽松为主基调。三是金融风险缓解，货币政策在维护金融稳定方面的压力下降。与其它国家不同，我国货币政策需要在保持经济增长、稳定物价、充分就业、国际收支平衡和金融稳定等多重目标之间进行平衡，经过2016年以来金融风险治理，当前我国金融风险缓释明显，影子银行业务得到纠偏、金融市场乱象减少。

¹ 2020年是全面建成小康社会的收官之年，目前，市场各方对实现十九大报告“居民收入翻一番”这一目标需要保持多大的增速有一定争议，一部分观点认为需要在6%左右，一部分观点认为只需要保持5.7%左右即可，但也有共同点，即认为2020年还是要加大逆周期调节力度，以助力经济运行在合理区间。

四是通胀抬头，但不构成对货币政策的根本制掣。2019年前11个月，CPI累计上涨2.8%，依然在3%—4%的历史合意区间。总的来看，相比上年，2020年货币政策宽松的必要性和可能性都在加大。

本次会议指出，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，这一表述与上年基本相同，但将上年的“松紧适度”调整为“灵活适度”，其背后透露了以下考量：一是货币政策坚持稳健取向，传达了政策加快推进经济高质量发展的决心和珍惜常态货币政策空间的定力，预计货币政策重在平滑波动而非刺激增长。二是会议强调，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。这表明支持制造业高质量发展、解决好民营和中小微企业融资难融资贵问题仍是头等大事，未来货币政策将围绕这些薄弱领域加大支持力度。三是降低社会融资成本仍是重要方向。随着2019年一系列稳金融政策的出台，货币社融有所企稳，新增社会融资规模改变了此前少增的局面，LPR等贷款利率定价锚也有所下降，但实体企业融资利率降幅有限。2019年三季度末，各类贷款加权平均利率相比上年同期出现了不同程度的下降，但相比今年二季度，除票据贴现利率下降了31个BP外，一般贷款和个人住房贷款利率均上行了2个BP（图1）。

图1：实体企业融资成本情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

预计未来货币将坚持稳健取向，但“只托不举”（即只是稳住经济下滑的速度，而非刺激经济增长）。一是降准降息仍有可能，但幅度会小于此前市场普遍认为的三

次以上。我们认为，为引导货币供应量和社会融资规模合理增长，根据M2增速与“经济增长率+合意通胀率+货币深化率”相匹配的历史经验，再结合外汇占款变动形式，建议2020年应降准2-3次，实现M2增速达到9%左右。二是逆周期货币政策更加倚重结构性政策。会议提出要加大对制造业中长期融资支持，预计货币政策会倾向于推出定向的制造业融资支持政策。我们建议，未来可考虑确定一个抵押补充贷款（PSL）额度，专项用于支持制造业技改投资。三是降低社会融资成本仍是重中之重。预计未来货币政策将在注重引导LPR利率下降的同时，还会采取措施引导MLF利率下行，以缓解金融机构成本刚性难降的压力。尤其是考虑到经济下行背景下，银行风险溢价上升、净息差收窄压力加大，这减少了金融机构让利于企的空间。

（二）深化金融供给侧结构性改革是新时期金融工作的根本遵循，未来将围绕提高金融效率和促进高水平开放等加快推进

2019年2月23日，习近平总书记在中央政治局集体学习讲话中正式提出“金融供给侧结构性改革”，这是新时期金融工作的根本遵循，标志着未来金融工作的重心将由此前注重“量”的扩张转向提质增效。2019年以来，一系列改革措施相继出台，包括完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，发行永续债、推出科创板、启动沪伦通、大幅降低外资金融机构准入门槛，QFII、RQFII投资额度限制取消等。本次中央经济工作会议提出“深化金融供给侧结构性改革”“疏通货币政策传导机制”“推动中小银行聚焦主责主业”等，预计2020年金融改革仍将围绕推动金融高水平开放，引导中小银行聚焦主营业务和大型商业银行下沉业务重心等展开。

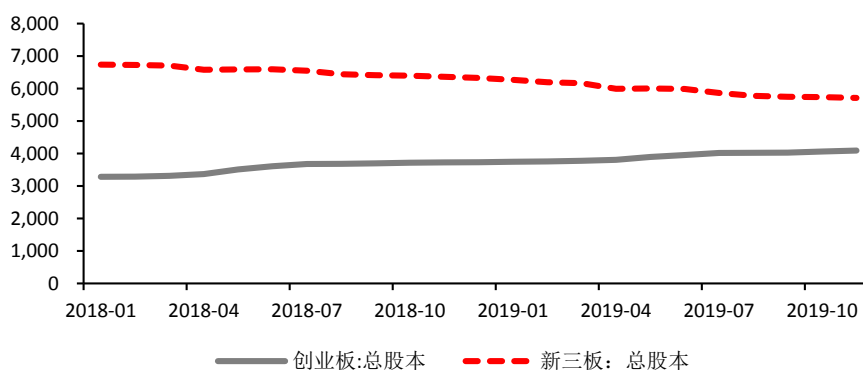
（三）完善资本市场基础制度，稳步推进创业板和新三板改革

资本市场的改革是金融结构调整的重心之一，对于我国转变经济发展方式、优化经济结构以及转换增长动力将起到重要的作用。目前，创业板和新三板支持小微企业发展的力度不足。一方面，新三板挂牌企业数量增加较多，但挂牌企业良莠不齐，市场流动性较低，总股本数量持续下行（图2），在融资方面的作用依然有限。另一方面，区域性股权交易机构在交易制度、交易产品等方面受到严格管制，如实行T+5交易制度，且不能集合竞价、不能连续交易、不能跨省挂牌等，影响市场效率。股权众

筹还没有解决合法性问题，与非法集资界限模糊，投资人和众筹平台都担心法律风险过高。

本次会议强调“完善资本市场基础制度，提高上市公司质量”。同时在完成去年“推动设立科创板并试点注册制”的任务上，本次会议提出要“稳步推进创业板和新三板改革”。这体现了资本市场改革政策的延续性，表明完善制度设计、建立多层次资本市场的必要性进一步凸显。预计2020年资本市场改革将重点围绕加快创业板和新三板等不同层级股权市场之间的连通，适度放宽对经省级政府审批的地方股权交易市场的限制，为风险投资提供退出通道等方式，助力资本市场高质量发展。

图 2：创业板与新三板总股本（亿股）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任

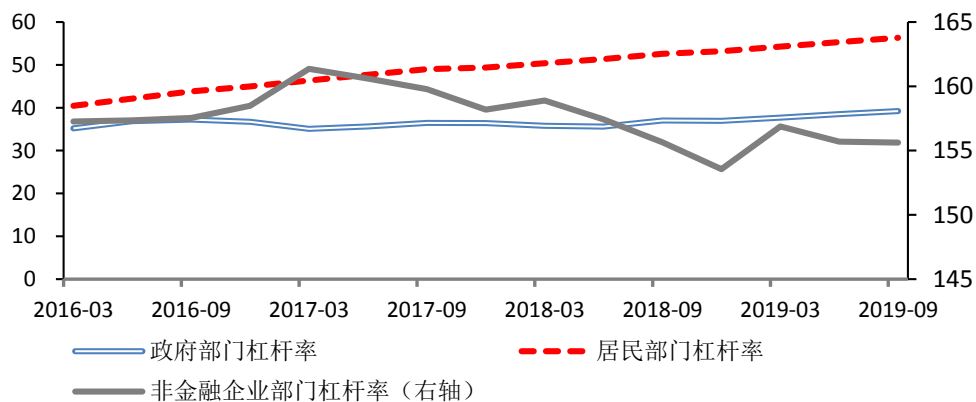
随着我国经济发展面临的挑战不断增多，2019年前三季度我国GDP增长6.2%，预计全年增长6.1%左右，比上年回落0.5个百分点。“保六”将成为全面建成小康社会攻坚之年（2020年）宏观政策的核心。因此，本次会议关于杠杆率的表述出现了较大变化，由上年的“坚持结构性去杠杆的基本思路”改为“保持宏观杠杆率基本稳定”。截至2019年9月，我国各部门杠杆率水平保持稳定，其中非金融企业杠杆率为155.6，与去年同期持平，但比2017年3月的最高点下降了3.6%（图3）。

“去杠杆”到“稳杠杆”的转变不仅表明我国系统性风险初步得到遏制，更多体现出稳增长已成为我国经济发展的首要问题。这既是应对经济形势变化的内在要求，

也是对前期我国在金融去杠杆过程出现问题的纠偏。2018年以来，受去杠杆过快、过激等影响，我国社会融资规模快速收缩，对经济发展带来了不利冲击。

预计未来在压实各方责任的背景下，杠杆率水平会维持温和增长，地方政府债务风险仍将得到有效控制。我们建议：**一是**去杠杆坚持稳妥、积极、有序的原则。理论和实践证明，过激的去杠杆容易导致隐性问题的集中爆发，需要妥善处理好去杠杆的进程和节奏，核心是做好各类政府的协调和配合，并把握力度和节奏，不能搞运动式执法。例如，在严监管的同时，货币政策不宜过急，反之亦然。**二是**在发展过程中解决债务问题。经济保持持续稳定和更高质量的增长，有利于通过时间换空间的方式，为企业提高生产效率腾挪空间。要减债务和升GDP双管齐下，推动经济高质量发展。**三是**加强对杠杆问题的独立自主研究，避免简单地用国际理论指导中国实践。外国学者在讨论中国经济问题时，强调的是中国公司杠杆率过高。但其所采用的方法，既容易产生统计方法的偏差，更缺乏深入的学理层面的支撑²。判断一国杠杆率是否适度，需要从各国经济发展阶段、经济结构差异及增长潜力等视角综合分析，不能简单进行国际比较。

图3：我国杠杆率水平保持稳定（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

² BIS等国际机构主要依据债务/GDP缺口经HP滤波得到的长期均值偏离度来判断一国是否会发生危机，这一方法缺乏深入的学理层面支撑。

(五) 坚决打好三大攻坚战，重申不发生系统性风险底线

本次会议继续强调要打好三大攻坚战，但顺序上有所调整，脱贫攻坚取代金融风险防范成为首要任务。这主要与2016年以来，随着防范化解金融风险攻坚战的打响，我国金融风险趋于收敛有关。突出表现为房价过快上涨势头得到遏制、影子银行业务发展得到规范、地方政府债务运行在更加透明化和法制化的环境之下、金融市场乱象有所减少等。截至2019年11月，P2P网贷行业正常运营平台数量为456家，与2015年12月最高峰时的3574家相比，下降幅度高达87.24%。

本次会议指出“我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”，这是对近几年金融强监管取得成绩的肯定。预计未来金融监管政策以稳为主，进一步从紧从严的概率有所下降。与此同时，考虑到我国处于“三期叠加”影响加大，各类风险仍将处于“水落石出”之期，会议强调重申不发生系统性风险底线，因此，未来防范化解金融风险永远在路上。

二、2020年我国金融市场运行研判

上述金融重点工作将对我国金融市场的运行产生深刻影响，再叠加经济金融自身的发展逻辑和演绎路径，预计2020年金融市场运行将呈现以下特点：

一是经济高质量发展要求之下，信贷投放结构性机遇突出。为助力实现“两个翻番”、全面建成小康社会和跨越“中等收入陷阱”三大目标，宏观政策将把全面建成小康社会作为重中之重。预计2020年货币政策将继续加大逆周期调控，且更加注重加大对制造业等领域的结构性支持力度。这有利于增强银行信贷投放的能力。

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_8014

