固定收益

报告原因：事件点评

货币政策回归常态化，注重精准导向

2020 年 8 月 7 日

债券研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 8 月 6 日，央行发布《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》。

点评

- **对货币政策回顾的表述出现明显变化，确认了货币政策边际收敛。**二季度货币政策更加灵活把握调控的力度、节奏和重点。从具体货币政策工具运用来看，中长期货币政策工具的运用频率降低，主要通过短期公开市场操作平抑流动性。文中强调二季度国内货币政策既未受发达经济体宽松货币政策影响而下降，也未提高，发出明确的平稳信号，同时通过多种方式加强预期管理，促使货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行，发挥了公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用。
- **宏观经济方面，二季度经济明显好于预期，国内经济持续向好态势未变。**和一季度相比，央行对二季度经济及未来经济趋势看法相对乐观。从数据上来看，大部分经济数据呈现了逐月好转的局面，从中微角度看，复工复产逐月好转。对于国内经济中长期走势，央行再次强调，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。目前我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，**下半年经济增速有望回到潜在增长水平。**
- **下一步货币政策将更加灵活适度、精准导向。总基调方面，**货币政策未来将继续在稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀保持平衡，实现稳增长和防风险长期均衡。**总量方面，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，需要注意的是，央行在下半年工作会议中的表述是明显增长，当时使得市场出现短暂的过度解读，此次再次表述为合理增长。**完善跨周期设计和调节**，显示政策既关注当下的逆周期调节，同时对于中长期的考虑增加。**货币政策工具上，**提出货币政策工具注重创新运用，和精准滴灌相呼应，进一步预示了货币政策回归正态化。**重点目标上，**仍在于疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是

中小微企业渡过难关、平稳发展。

投资建议

- 整体来看，相较于一季度的表述，二季度表述对于货币政策常态化操作的倾向更加明确。但其实 4 月以来货币政策无论是实际操作还是央行的表态方面已开始边际收敛，债券市场在经济修复、货币政策收敛、股市回升等诸多因素的压制下出现大幅调整。尽管 7 月下旬以来这轮调整进入震荡期，虽然可以从经济恢复放缓、股市调整、中美关系紧张等多个方面解释，但最重要的是有 2019 年年末 10Y 国债收益率 3%点位的支撑。在经济修复趋势存在不确定和宽信用持续推进的情况下，利率回到 2019 年年末水平显然不符合逻辑。另一方面，10Y 国债在 2.7%也有很强的支撑，一是熊市中阶段性机会调整最大幅度在 30bp 左右，二是如周报所述，2.5%的点位应该包含了央行降息的预期和经济走势不明朗的担忧，所以利率也很难降到这个低位。三是从 7 月以来央行公开市场公告情况来看，DR007 低于 2%被认为是流动性水平较高，从重启逆回购的时间来看，DR007 超过 2.2%应该是央行认为的流动性偏紧，因此下一阶段继续“引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行”应该依然是央行公开市场操作的重要参考。综上，我们维持利率在短期保持震荡态势的观点。

表格 1：2020 年第一、二季度货币政策执行报告主要内容比较

主要内容		2020 年第一季度	2020 年第二季度
货币信贷情况回顾	银行体系流动性	稳健货币政策更加灵活适度，**加大逆周期调节力**度，综合运用降准、中期借贷便利等工具投放中长期流动性，灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕，**引导货币市场利率中枢平稳下行，**维护金融市场平稳运行。	稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具投放中长期流动性，**灵活把握公开市场操作力度和节奏，**维护流动性合理充裕，**加强预期管理，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。**
	信贷情况	**多措并举引导金融机构加大对疫情防控和复工复产的信贷支持，**尤其是发挥了贷款市场报价利率（LPR）引导市场整体利率下行的作用，激发有效信贷需求，支持了贷款保持较快增长。信贷结构优化，小微企业融资支持力度加大。	**引导信贷投放与企业复工复产需求相匹配，**继续推动企业融资成本下降，进一步推动贷款向中小微企业倾斜，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供了精准支持。信贷结构优化，对小微企业融资支持力度加大，匹配了企业的流动性需求和全社会的抗疫资金需求。
		3 月，1 年期 LPR 较上年 12 月下降 10 个基点至 **4 .05%**，5 年期以上 LPR 下降 5 个基点至 **4. 75%**。3 月，贷款加权平均利率为 **5. 08%**，比上年 12 月下降 0. 36 个百分点，同比下降 0. 61 个百分点。	6 月，1 年期 LPR 较上年 12 月下降 0. 3 个百分点至 **3. 85%**，5 年期以上 LPR 下降 0. 15 个百分点至 **4. 65%**。6 月，贷款加权平均利率为 **5. 06%**，比上年 12 月下降 0. 38 个百分点，同比下降 0. 6 个百分点。
货币政策操作回顾	概况	稳健的货币政策更加灵活适度，**前瞻性地采取一系列有力措施。**在疫情防控发展的不同阶段，适时创新工具、出台措施，通过稳预期、扩总量、分类抓、重展期、创工具、抓落实，精准有效支持了疫情防控和企业复工复产，尽可能地降低了疫情对经济的冲击，为打赢疫情防控阻击战和做好“六稳”工作营造了适宜的货币金融环境。	稳健的货币政策更加灵活适度，**根据疫情防控和复工复产的阶段性特点，灵活把握调控的力度、节奏和重点，**坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，支持经济增长向潜在增速回归，为做好“六稳”“六保”工作营造了适宜的货币金融环境。
	公开市场操作	果断投放短期流动性，有效应对疫情冲击；合理把握操作力度和节奏，维护流动性合理充裕；公开市场操作中标利率下行。	灵活开展公开市场操作，保持流动性合理充裕；公开市场操作利率保持稳定。**既未受发达经济体宽松货币政策影响而下降，也未提高，发出明确的平稳信号，同时通过多种方式加强预期管理，促使货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行，发挥了公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用。**
	SLF、MLF 等	适时开展中期借贷便利操作，保证基础货币供给，中标利率下降。开展常备借贷便利操作，及时注入短期流动性。	适时开展中期借贷便利操作。保证基础货币供给，中标利率有所下降。中期借贷便利利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的中枢，国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕中期借贷便利利率波动。中期借贷便利中标利率反映了银行平均边际中期资金成本，其下降是银行平均边际中期资金成本降低的体现，有助于通过 LPR 下降推动降低企业贷款利率，促进降低社会融资成本。及

			时开展常备借贷便利操作。
	再贷款、再贴现	2020 年 1 月 31 日，向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金；2020 年 2 月 26 日，增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。	2020 年，4 月 20 日，增加再贷款再贴现额度 1 万亿元，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款，支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。6 月 1 日，创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元再贷款资金，向地方法人银行提供约为其延期贷款本金 1%的激励，切实缓解小微企业延期还本付息压力。创设普惠小微企业信用贷款支持计划，提供 4000 亿元再贷款资金，向地方法人银行按其实际发放信用贷款本金的 40%提供优惠资金支持，切实解决小微企业融资难问题。
	存款准备金率	下调金融机构存款准备金率和超额存款准备金利率，支持实体经济发展。	4 月 3 日人民银行宣布下调农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。
	超额存款准备金利率	无	**自 4 月 7 日起，将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。**
宏观经济分析	世界经济金融形势	发达经济体增速面临下跌。新兴市场经济体或将集体遭遇失速。全球央行大规模降息潮。发达经济体央行重启或加码量化宽松。主要经济体央行普遍加大流动性支持力度，推出各种定向支持工具	上半年，新冠肺炎疫情对全球经济增长的冲击显现，近期随着复工复产推进，部分经济体经济指标逐步改善；国际金融市场波动加剧，股票市场 V 型反弹，美元流动性紧张有所缓解；主要经济体央行维持低利率政策不变，并加大资产购买力度。美联储、欧央行等主要发达经济体央行推出结构性的紧急流动性救助措施。新兴经济体央行继续降息。
		一是新冠肺炎疫情快速蔓延，全球经济遭遇供需双侧冲击，短期已滑入衰退轨道。二是疫情走势尚不明朗、各国应对力度参差不齐，全球经济面临极大不确定性。三是局部金融风险加速积累，值得警惕。四是全球主要经济体宏观政策空间进一步压缩。	**一是疫情防控和复工复产需要更好的平衡。**二是企业面临偿付能力不足的问题，可能引起破产潮、降级潮。三是全球杠杆率进一步上升。四是金融市场存在风险隐患。**五是外部不稳定不确定因素显著增多。地缘政治紧张局势抬头、部分国家间经贸摩擦日益深化。**
	中国宏观经济形势	2020 年第一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，但我国经济展现出巨大韧性，疫情防控向好态势进一步巩固，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，关系国计民生的基础行业和重要产品稳定增长，基本民生得到较好保障，经济社会发展大局稳定。	2020 年上半年，面对突如其来的新冠肺炎疫情和错综复杂的国内外形势，我国经济韧性强劲，经济稳步恢复，**复工复产逐月好转，第二季度经济增长明显好于预期。**

		新冠肺炎疫情的影响是总体可控的，短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面。	**中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。目前我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，下半年经济增速有望回到潜在增长水平。**
		世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多。我国防范疫情输入和国际经济风险的压力不断加大，复工复产和经济社会发展面临新的困难，结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济发展面临的挑战前所未有。	**世界经济陷入衰退，国内经济还面临不少挑战。**我国防范疫情输入和世界经济风险的压力仍然较大；疫情对国内经济运行的冲击仍在，餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢；宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平；经济运行中还存在一些结构性、体制性、周期性问题，发展不平衡不充分问题仍然突出。
		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。	物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。
下一阶段货币政策思路		稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，保持物价水平基本稳定，多渠道做好预期引导工作。推动银行多渠道补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。协调好本外币政策，处理好国内经济和对外经济之间的平衡。深化金融供给侧结构性改革，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。	稳健的货币政策更加灵活适度、**精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，**处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。要增强针对性和时效性，根据疫情防控和经济金融形势把握货币政策操作的力度、节奏和重点，坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。**多渠道做好预期引导工作，保持物价水平基本稳定。**深化金融供给侧结构性改革，推动金融、科技和产业形成良性循环和三角互动，协调好本外币政策，处理好内外经济平衡，**加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**

资料来源：中国人民银行网站

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336