总量研究中心

Q2 货币政策执行报告点评

宏观经济报告

货币政策注重灵活性，难持续收紧

引言：2020 年 8 月 6 日，央行发布了 2020 年第二季度货币政策执行报告，对经济形势，货币政策做了回顾与展望。上半年央行稳健的货币政策更加灵活适度，逆周期调整效果明显，融资成本不断下降，信贷结构进一步优化，使得疫情防控、复工复产和实体经济发展进一步推进。具体看，货币政策执行报告有以下要点值得关注：

央行多次提及小微企业，就业，和流动性等话题。稳增长，保就业是当下宏观政策的重中之重，配合稳健的货币政策，央行疫情防控和经济发展实际出发，解决民生问题，促进经济迅速恢复。

一、完善结构性货币政策工具体系，加大结构性货币政策工具运用力度

- 央行实施普惠金融定向降准，释放长期资金约 5500 亿元用于支持发放普惠金融领域贷款。针对农村商业银行等中小金融机构和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行实施降准，释放长期资金约 4000 亿元。先后出台 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元和 1 万亿元普惠性再贷款、再贴现政策。

二、完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制和传导机制

- MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，传达了央行利率调控的信号。同时通过 LPR 改革促进降低存款利率的市场机制已经发挥作用，货币政策向存款利率的传导效率也得到提高，存款利率市场化改革取得重要进展。

三、包商银行风险处置工作有序推进，即将收官

- 央行稳妥做好债权保障工作，全面开展清产核资，推进包商银行改革重组，使得包商银行风险处置工作有序推进，即将收官

四、后续经济仍存不确定性，稳健的货币政策要更加灵活适度

- 2008 年国际金融危机后，主要经济体实施了大规模的量化宽松政策，部分经济体还实施了负利率政策，利率水平进一步降低。利率过低还会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。2020 年以来，人民银行坚持实施正常的货币政策，保持利率水平与我国发展阶段和经济形势动态适配，本外币利差处于合适区间，人民币资产吸引力上升。

五、我们认为货币政策难以持续收紧，目前的收紧是宽松总基调下的正常调整

- **考虑到当前经济环境，结合对二季度货币政策执行报告的分析，我们认为货币政策难以持续边际收紧。**（1）当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。但逆回购、SLF、IOER 利率下调可能性相对不大。（2）我们预计三季度将对中小银行定向降准一次，幅度 50bp。以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。（3）货币量的宽松仍将比较明显。我们预计全年新增社融 32-35 万亿元（去年为 24.2 万亿元）；社融存量同比 13%左右。

风险提示：疫情发展失控、货币政策应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言：2020 年 8 月 6 日，央行发布了 2020 年第二季度货币政策执行报告，对经济形势，货币政策做了回顾与展望。上半年央行稳健的货币政策更加灵活适度，逆周期调整效果明显，融资成本不断下降，信贷结构进一步优化，使得疫情防控、复工复产和实体经济发展进一步推进。

疫情对小微企业造成了严重的打击。稳增长，保就业是当下宏观政策的重中之重，央行充分发挥再贷款，再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引和带动作用，缓解小微企业受到的压力，使他们平稳度过危机。

央行多次提及就业，全面动员部署金融支持稳就业保就业。加大融资支持，对退役军人、高校毕业生、返乡农民工等重点人群就业创业提供支持。6 月末，全国城镇调查失业率为 5.7%，比上月低 0.2 个百分点，是 2020 年以来的次低值。第二季度人民银行城镇储户问卷调查显示，居民就业预期明显好转，居民就业预期指数为 50.1%，比上季度上升 2.8 个百分点。

流动性成为央行重要的话题之一。稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。从疫情防控和经济发展实际出发，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归。

具体来看，货币政策执行报告有以下要点值得关注：

（1）完善结构性货币政策工具体系，加大结构性货币政策工具运用力度，支持了疫情防控和经济社会发展

人民银行今年以来加大了结构性货币政策工具的运用力度。一是进一步完善“三档两优”存款准备金框架。3 月 16 日实施普惠金融定向降准，释放长期资金约 5500 亿元用于支持发放普惠金融领域贷款。4 月 3 日宣布针对农村商业银行等中小金融机构和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行实施降准，释放长期资金约 4000 亿元。二是为应对疫情冲击，先后出台 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元和 1 万亿元普惠性再贷款、再贴现政策。截至 6 月末，3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款、再贴现政策已基本执行完毕。三是创新两个直达实体经济的货币政策工具。为鼓励地方法人银行缓解中小微企业贷款的还本付息压力，创设了普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元再贷款资金，预计可支持地方法人银行对普惠小微企业延期贷款本金约 3.7 万亿元。

货币政策行之有效，发挥了三个方面的功能。一是建立对金融机构的正向激励机制，使得流动性投放发挥促进银行信贷结构调整的功能，有效引导金融机构行为，应对重大疫情等突发事件冲击，加大金融对实体经济重点领域的支持力度。二是建立优化金融机构信贷的“报销”机制，引导金融机构加大对国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持。三是发挥利率引导作用，加强中央银行对利率的有效引导，降低社会融资成本。今年以来，中小微企业融资“量增、价降、面扩”。6 月末普惠小微贷款余额同比增长 26.5%，增速比上年末高 3.4 个百分点；6 月企业贷款平均利率为 4.64%，较上年 12 月下降 0.48 个百分点；普惠小微贷款已支持 2964 万户的小微经营主体，同比增长 21.8%。

（2）完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制和传导机制，货币政策传导渠道有效疏通，推动了存款利率市场化

MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，传达了央行利率调控的信号。并且 MLF 在期限上与 LPR 匹配，适合作为银行贷款定价，即银行体系向实体经济提供融资价格的重要参考。在 MLF 利率的基础上，报价行可根据自身资金成本等因素加点报价。改革以来，LPR 报价逐步下行，较好地反映央行货币政策取向和市场资金供求状况，已成为银行贷款利率定价的主要参考，并已内化到银行内部资金转移定价（FTP）中，原有的贷款利率隐性下限被完全打破，货币政策传导渠道有效疏通，“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制已得到充分体现。

LPR 改革也有效地推动了存款利率市场化。在存款基准利率保持不变的情况下，近期银行各期限存款利率均有所下降。6 月几家大型银行主动下调了 3 年期、5 年期大额存单发行利率，股份制银行随之作了相应下调，部分地方法人银行的存款利率也有所下行。2020 年 6 月，国有大行、股份制银行大额存单加权平均利率分别为 2.64%和 2.71%，较 2019 年 12 月下降 30 个和 34 个基点。这充分体现了通过 LPR 改革促进降低存款利率的市场机制已经发挥作用，货币政策向存款利率的传导效率也得到提高，存款利率市场化改革取得重要进展。

（3）包商银行风险处置工作有序推进，即将收官

稳妥做好债权保障工作。包商银行的客户数量众多，服务的企业与合作的同业交易对手遍布全国各地，一旦债务无法及时兑付，极易引发银行挤兑、金融市场波动等连锁反应。人民银行、银保监会经过深入研究论证，决定由存款保险基金和人民银行提供资金，先行对个人存款和绝大多数机构债权予以全额保障。同时，为严肃市场纪律、逐步打破刚性兑付，兼顾市场主体的可承受性，对大额机构债权提供了平均 90%的保障。总体来看，本次对个人和机构债权的保障程度是合适的。

全面开展清产核资。2019 年 6 月，为摸清包商银行的“家底”，接管组以市场化方式聘请中介机构，逐笔核查包商银行的对公、同业业务，深入开展资产负债清查、账务清理、价值重估和资本核实，全面掌握了包商银行的资产状况、财务状况和经营情况。

推进包商银行改革重组。为实现处置成本最小化，接管组最初希望引入战略投资者，在政府部门不提供公共资金分担损失的前提下，仅通过收购股权溢价款，抵补包商银行的资不抵债缺口。但由于包商银行的损失缺口巨大，在公共资金承担损失缺口之前，没有战略投资者愿意参与包商银行重组。为确保包商银行改革重组期间金融服务不中断，借鉴国外金融风险处置经验和做法，并根据国内现行的法律制度框架，人民银行、银保监会最终决定采取新设银行收购承接的方式推进改革重组。同时，为保障包商银行的流动性安全，接管以来，中国人民银行在接受足额优质抵押品的前提下，向包商银行提供了 235 亿元额度的常备借贷便利流动性支持。

（4）全球低利率政策由长期结构性因素和经济增速下降所致，政策效果不及预期，弊端显露

全球利率水平自 20 世纪 80 年代以来持续下降。2008 年国际金融危机后，主要经济体实施了大规模的量化宽松政策，部分经济体还实施了负利率政策，利率水平进一步降低。2019 年下半年以来，全球经济下行风险加大，叠加新冠肺炎疫情影响，全球央行重回宽松模式，启动降息潮，低利率政策再次向金融市场

传导。债券利率大幅走低，负利率债券规模快速增加，存贷款利率也受到低利率政策冲击。2020 年 6 月末，美国、德国、英国和日本 10 年期国债收益率为 0.66%、-0.5%、0.21%和 0.04%，分别较 2007 年末下降约 340 个、500 个、430 个和 150 个基点，显著低于 2008 年国际金融危机前水平，较 1981 年高点大幅下降约 10 个百分点。

除政策因素外，经济潜在增速下降等长期结构性因素是全球低利率的主要原因。从实际利率看，均衡利率水平主要与经济潜在增速有关。受技术进步放缓、全球范围内的财富分配不均、收入差距扩大、人口老龄化、产业结构失衡等因素影响，发达经济体消费、投资意愿下降，经济潜在增速下降，与之对应的均衡利率（即实际中性利率）也相应下降。

与更低的实际中性利率和低通胀相适应，部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但从政策效果看，低利率政策效果不及预期，作用还有待观察。实施低利率政策后，发达经济体通胀水平长期低于中央银行的通胀目标，原因主要有以下三点：一是低利率政策对长期结构性因素作用有限，难以改变经济潜在增速和中性利率下降的长期趋势。二是在存款利率不能有效突破零利率的情况下，低利率政策加大了银行利润下降压力，部分经济体货币政策在银行体系传导不畅。三是低利率环境下，若降息过快，又可能引发“新费雪效应”（Neo-Fisherian effect），利率与通胀预期同步下降，而实际利率不变，收敛于流动性陷阱，货币宽松失效。

利率过低还会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。一是降低金融资源配置的效率，会加剧结构扭曲。利率过低可能导致资金大量流向僵尸企业，加剧企业部门债务攀升和产能过剩问题，阻碍技术创新和产业升级转型。二是容易鼓励金融机构的冒险行为，过度加杠杆，加大金融体系脆弱性。三是导致经济“脱实向虚”。宽松货币政策释放的资金更多流入资产市场。随着全球经济金融一体化加深，货币政策的溢出、溢回效应也越来越明显，主要经济体低利率和量化宽松可能导致其他经济体跨境资本流动和外汇市场风险上升，金融市场价格和汇率波动加大。**2020 年以来，人民银行坚持实施正常的货币政策，保持利率水平与我国发展阶段和经济形势动态适配，本外币利差处于合适区间，人民币资产吸引力上升。**

（5）我们认为货币政策难以持续边际收紧，目前的收紧只是宽松总基调下的正常调整，这种调整具有高度灵活性，会动态变化

考虑到当前经济环境，结合对二季度货币政策执行报告的分析，我们认为货币政策难以持续边际收紧。具体来看：一是 PPI 依然呈现通缩状态。从通胀的角度来看，货币政策相对更加关注 PPI。预计 PPI 将继续改善（Q3 和 Q4 PPI 同比分别为-1.7%和-1.4%），但全年依然呈现负增长状态，PPI 并不存在通胀压力。二是资金空转已经有所缓解。当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，资金空转状况得到明显缓解。三是中美关系存在不确定性。疫情发生以来，中美之间的冲突有所升温，中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。四是需引导资金成本下调。从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策要引导资金成本的下调，因此不会主动收紧。此外，落实金融对实体经济让利，也需要货币政策引导实体经济融资成本的降低。

当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。但逆回购、SLF、IOER 利率下调可能性相对不大。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。从政府政策表述来看，重点在于“六稳”和“六保”，其中就业均处在第一位（“稳就业”、“保居民就业”）。从就业主体来看，小微企业在经济发展、创造就业活动中起着非常重要的作用。改革开放以来，中小企业、小微企业发展到 2000 多万法人，此外还有 6000 多万的个体工商户。小微企业贡献了全国 80%的就业，60%以上的 GDP 和 50%以上的税收。我们预计三季度将对中小银行定向降准一次，幅度 50bp。以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。

货币量的宽松仍将比较明显。6 月 18 日央行行长易纲在陆家嘴论坛，讲到“货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元”。此前上一次提到信贷、社融数量目标是在 2017 年政府工作报告，此后，政府工作报告、货币政策当局都已经不再提出具体的货币数量目标。易纲行长重新对信贷、社融数量目标的说明，实际上传达了货币政策的总基调依然是宽松的。因此，货币量的宽松仍将比较明显。**我们预计全年新增社融 32-35 万亿元（去年为 24.2 万亿元），社融存量同比 13%左右。**

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 货币政策应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH