中诚信国际

热点点评

2020 年 5 月 12 日

《报告》呈现七大变化，利率拐点未至、并轨仍将推进

——一季度货币政策执行报告简析

联络人

作者

研究院　宏观金融研究部

赵京浩　010-66428877-202

jjzhao@ccxi.com.cn

汪苑晖　010-66428877-274

yhwang@ccxi.com.cn

其他联系人

研究院 副院长

袁海霞　010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

稳增长货币政策空间打开，收益率下行底在何方？——一季度利率债运行分析及展望，2020 年 4 月 3 日

美联储紧急降息应对疫情冲击，定向降准可期、利率中枢或延续下行——2 月利率债运行分析及展望，2020 年 3 月 3 日

央行加强逆周期调节应对疫情，收益率延续下行但空间或有限——1 月利率债运行分析及展望，2020 年 2 月 1 日

稳健货币政策更趋灵活，中枢下移供给高峰降至——利率债 2019 年回顾与 2020 年展望，2019 年 12 月 23 日

2020 年 5 月 10 日，央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《报告》”），总结了一季度我国货币信贷概况、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，并展望了中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。**我们认为**，《报告》总体呈现七大变化，具体包括经济形势、货币政策目标、货币政策操作、信贷政策、宏观审慎框架、金融市场、金融风险等方面。**展望未来**，稳健的货币政策将更加灵活适度，LPR 改革将持续深化，降准、降息仍可期；与此同时，利率拐点尚未来到，在资金利率维持低位、信贷支持力度加大及长端利率波动加大背景下，票息及杠杆策略或暂优于久期策略。

一、解析《报告》七大变化

本次《报告》基本延续了 4.17 政治局会议的主要精神，对于经济基本面的认知也保持一致，**但央行首次认为全球经济衰退已成定局，并新提四大风险**；货币政策方面删掉了“不搞‘大水漫灌’”，新增“更加重视经济增长、就业等目标”。后续宏观政策将继续加大逆周期调节力度、坚定实施扩大内需战略，继续强调稳健货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕的同时或更重视精准投放，并引导贷款利率下行。**通过与 2019 年四季度报告的对比，我们认为此次报告表述具体表现出七大变化：**

➢ **疫情冲击下对短期经济判断更为谨慎，但肯定经济基本面中长期仍向好。**2020 年一季度中国经济在新冠疫情冲击下同比增长-6.8%，是改革开放以来有季度数据统计中的首次下滑。相比 2019 年 4 季度，此次报告对于当前经济形势的判断也更加谨慎，在肯定我国经济中长期向好的前提下，对国内经济表述由“造成一定影响”变为“新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击”、“短期面临巨大挑战”，与 417 政治局会议的判断保持一致；对于短期全球经济的判断，报告也由“全球经济增长放缓”变为“今年全球经济衰退已成定局”，明确提示各国实体经济风险与金融风险共振、警惕企业部门、金融机构的信用风险和市场风险的积累。因此，我们认为，在疫情冲击和不确定性下，我国经济增长面临较大下行压力，但在宏观政策持续加大逆周期调节的背景下，全年经济大概率呈现 V 型或 W 型走势，但反弹力度不会过大，未来经济政策需更加强调社会经济的总体稳定与发展，并以“坚定实施扩大内需战略”为重点。

➢ **新增“保就业”及“控通胀”目标，并提出处理好“稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀”五者关系。**自 417 政治局会议首次提

出“六保”以来，我们认为从“六稳”到“六保”、“六稳”并存，体现了政策根据国内外疫情形势演变，守住经济社会发展的底线、坚持底线管理的内涵，也反映了当前压力和阶段重心的变化。货币政策在本次首次提出保就业目标，与417政治局会议政策相吻合，预计后续货币政策目标将更侧重于经济增长和保就业，同时保持物价水平基本稳定，多渠道做好预期引导工作。

➢ **维护货币市场利率在合理区间平稳运行，合理把握公开市场操作力度。**本次《报告》删除了“不搞大水漫灌”的表述，但提出将合理把握公开市场操作力度和节奏，维护货币市场利率在合理区间平稳运行。此前央行下调超储利率至0.35%，4月29日上午R001报价跌至0.6561%，距离0.35%仅剩31BP空间，次日资金利率有所反弹，我们倾向于认为资金利率或将延续低位窄幅波动，预计央行流动性投放节奏或将更加优化、力度也将跟随市场实际资金面情况进行相应调整。

➢ **加大货币信贷支持力度，引导贷款利率下行。**《报告》提出“保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高”，与此前“货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”相比，宽信用力度有所加大，也与此前3月31日国常会提出新增1万亿元信用债净融资额的政策方向相吻合。此外，央行在报告中对再贷款再贴现政策进行了重点阐述，截至目前，央行共进行三次、合计1.80万亿元的再贷款投放，对疫情防控重点企业复产复工起到了积极作用，预计后续偏向“量”、“结构性”的货币政策工具将持续发挥精准滴灌的作用，信贷支持力度进一步加大。此外，《报告》未对调整存款基准利率有所表述，预计LPR改革将进一步深化，通过降低LPR报价的方式进一步降低贷款利率成本。

➢ **进一步发挥宏观审慎MPA工具的结构引导作用，助力降低实体经济融资成本。**相比2019年四季度央行报告对MPA工具的提及“对民营企业融资、小微企业融资、制造业中长期贷款和信用贷款进行专项考核”，此次报告中进一步细化MPA考核要求，提高小微民营企业融资和制造业融资的考核权重，设立“再贷款运用”考核指标，将股份制银行定向降准资金使用情况纳入评估考核，上调全口径跨境融资宏观审慎调节参数由1到1.25。我们认为，央行此次加强对MPA工具的结构引导作用，有助于切实降低抗疫情、稳增长时期的实体经济融资成本。

➢ **持续完善金融市场体系，切实发挥好金融市场对经济增长中的重要作用。** 报告强调金融债券、民营企业股权融资在资本市场的重要地位，且新增两个方向： 第一，加强金融债券管理制度建设，建立分层分类的储架式发行管理体系，此举或为银行多渠道补充资本提供制度准备；第二，支持民营企业股权融资和发行债券融资，有利于进一步纾解民企融资难，增强金融服务实体经济能力。此外，报告还提出完善对于公司信用类债券信息披露的制度建设，加强金融市场基础设施统筹监管，均有利于保障金融市场的稳定与高效运行，通过推进市场的制度性、系统性开放也能吸引更多中长期投资者，有利于更好发挥金融市场在稳

定经济中的重要作用。

➢ **继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，但短期看金融监管力度或边际放松。**此次报告仍然保留防风险的相关表述，“确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线”。同时，继 2019 年 11 月金融委会议上指出“防范化解重大金融风险攻坚战取得阶段性成果”之后，报告再次强调了这一点，并删除了此前报告中提及的“压实金融机构的主体责任、地方政府属地风险处置责任和维稳第一责任、金融监管部门监管责任和人民银行最后贷款人责任”的表述。我们认为，结合当前经济调控五大目标之间的关系，当前宏观政策“更加重视经济增长和就业等目标”，短期金融监管力度或边际放松。

二、后续展望：降息、降准年内仍可期，利率拐点尚未来到，票息及杠杆策略或暂优于久期策略

（一）LPR 改革将持续深化，降息降准年内仍可期

本次《报告》沿用了“继续通过改革的办法降低企业贷款实际利率”的表述，从 LPR 改革的效果看，截至 2020 年 4 月中旬，新发放贷款中利率低于原贷款基准利率 0.9 倍的占比为 28.9%，超 LPR 改革前 2019 年 7 月三倍，3 月的一般贷款（不含住房贷款）利率为 5.48%，较 LPR 改革前下降 0.62 个百分点，降幅超过 5 年期 LPR 累计降幅 0.42 个百分点，显示通过降低 LPR 报价降低企业贷款利率已取得一定成效，政策利率向贷款利率传导机制更为通畅、传导效率进一步提高。从后续看，LPR 改革将持续深化，从银行资产端看，有序推进存量浮息贷款定价基准向 LPR 转换，进一步疏通货币政策传导机制，促进社会融资成本进一步下行；从银行负债端看，继续推动银行将 LPR 内嵌到银行 FTP 曲线中，增强 LPR 和银行负债端的联动性，规范存款利率定价行为。**值得关注的是**，本次报告未提及此前市场较为关注的调整存款基准利率相关内容，央行指出，目前存款利率与市场利率正在实现两轨合一轨，贷款市场利率改革有效地推动存款利率市场化。我们认为，在传导机制更为通畅背景下，“降低政策利率——引导 LPR 报价下行——引导贷款利率下行”的逻辑或将进一步强化，在央行引导贷款市场利率下行、保证流动性合理充裕的政策目标下，**年内通过降息再度引导 LPR 下行的可能性、通过降准释放流动性的可能性仍存。**

（二）宽货币向宽信用传导深化，票息及杠杆策略或暂优于久期策略

从目前市场运行情况及《报告》内容综合看，目前较为确定的逻辑主要有两点，其一，资金利率将维持低位运行、利率波动将降低；其二，央行对实体企业信贷支持力度将进一步加强，为支持实体经济尤其是中小微企业恢复发展营造适宜的货币金融环境，对实体企业再融资将形成一定利好。从 4 月最新的金融数据看，新增社融超历史同期，企业债发行放量，M2 同比增速创近 3 年新高，宽货币向宽信用传导深化，**杠杆收益及票息收益的确定性进一步提高。值得关注的是，**《报告》在房地

产部分删除了“因城施策”的表述，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，预计房地产行业再融资仍将向龙头企业聚集，提示票息及杠杆策略投资人关注房地产行业信用资质分化风险。**从收益率走势看**，我们认为资金利率低位运行、年内降准降息可期情况下，**利率牛转熊拐点尚未到来**，叠加海外疫情不确定性较大、全球动荡源和风险点显著增多，中国债券的相对配置价值对海外资金仍将形成吸引，收益率下行空间仍存。从近期市场表现看，收益率短期存在一定回调压力，4 月末至今，在地方债供给放量预期及经济基本面边际转好预期影响下，10 年国债收益率累计上行超 10BP 至 2.65%、重回 3 月中旬水平，期限利差延续走阔至 143BP、再创近 5 年历史新高，我们认为此前释放的积极财政信号如“三支箭”对于经济基本面改善作用或已提前体现在收益率的反弹上行及期限利差走阔的行情中，若 5 月全国两会财政政策实际落地力度小于或符合预期，收益率或在利空出尽后再度掉头下行、期限利差或将收窄；若落地力度明显大于预期，则收益率下行仍将承压，短期看长端利率仍面临一定估值风险。**整体看，在资金利率维持低位稳定运行、信贷支持力度加大以及长端利率波动加大背景下，票息及杠杆策略或暂优于久期策略，提示投资人关注长端利率波动估值风险。**

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。