分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

2020 年一季度货币政策执行报告简评

——宽松不改，适时微调

1.事件

5 月 10 日，央行发布了 2020 年第一季度《中国货币政策执行报告》，对我国货币政策当前和未来面临的形势进行了分析和展望。

2.点评

此次一季度报告与 2019 年四季度报告结构相同，在部分重点内容表述方面有所变化，具体有如下几点值得关注：

（1）一季度主要以数量型工具实施逆周期调节，信贷货币增速大幅反弹。一方面，央行新增再贷款再贴现额度共计 1.8 万亿，结构性向民营小微企业、防疫重点企业倾斜，提供优惠利率或财政贴息，降息企业融资成本，并且带来了基础货币的增加。另一方面，在年初的全面降准 50bp 的基础上又实施了两轮定向降准，共释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性 1.7 万亿元。数量型工具的积极操作对实体经济融资形成了直接有效的支持，一季度新增信贷、社融规模均创高位，货币增速大幅反弹，央行表示对货币政策成效和传导效率表示总体满意。

（2）LPR 改革取得成效，利率市场化重点向存款端转移。报告指出，LPR 改革取得重要成效，有效引导实体融资成本下行。1Y 期和 5Y 期 LPR 分别报在 3.85%和 4.65%，较年初分别下行 30bp 和 15bp，3 月一般贷款（不含个人住房贷款）利率为 5.48%，较年初下行 26bp。此次货币政策执行报告将“发挥好市场利率定价自律机制作用，规范存款利率定价”放入下一阶段利率市场化的思路中，后续来看，息差压缩叠加监管要求将倒逼银行主动下调存款端利率，压降高息揽储的规模。

（3）2020 年全球衰退已成定局。发达经济体增速面临下跌，欧元区经济下滑程度令人担忧，日本经济加速衰退，新兴市场经济体或将集体遭遇失速。全球经济遭遇供需双侧冲击，疫情已经覆盖全球价值链的大部分重要节点，生产停滞、产业链中断，消费和投资萎缩。然而，各国应对力度参差不齐，目前仍缺乏强有力的国际协调，疫情或在全球出现反复，全球经济面临极大不确定性。此外，央行明确提示警惕局部金融风险加速积累，导致金融风险与实体经济风险叠加共振。

（4）疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，经济不确定性仍高。报告强调疫情影响之大，同时也强调我国经济韧性极高，疫情影响总体可控。当前国内经济面临挑战较多，企业尤其是中小企业受疫情影响较大，外部输入型风险将继续冲击国内经济。央行对后续经济的不确定性仍偏谨慎，提到了 4 项风险：一是全球疫情持续时间及负面影响可

能超预期。二是主要经济体高度宽松的非常规货币政策和财政政策的效果和溢出效应需密切关注。三是国内经济仍面临较多挑战，居民就业和社会保障压力上升，产业链复工复产的协同配合有待增强，农副产品保供稳价要不断夯实；四是我国国际收支和跨境资金流动也存在不确定性。

（5）房地产方面，重申“房住不炒”的政策定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求。与 2019 年四季度货币政策报告相比删除“因城施策”，强调要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，边际收紧了地方政府对房地产的松绑。虽然 2020 年我国经济面临较大的下行压力，但大幅放松地产的概率较低，违规资金流入地产仍将受到监管当局的严打。

（6）总基调：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。表述与 4 月 17 日政治局会议基本一致，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，以适度的货币增长支持经济高质量发展，体现了货币政策的逆周期调节，同时强调保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。受疫情影响，小微企业复工复产难度加大，当前稳就业是重中之重，所以货币政策宽松不改向，但数量型工具较一季度或有所收敛，价格型工具由于房地产长效调控机制的约束下行空间收窄，此外，在宽松的节奏和力度方面或视人民币贬值压力动态调整。

图表 1　2020 第一季度与 2019 年第四季度货币执行报告对比

	2020 年第一季度	2019 第四季度
总基调	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**。	稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间，继续加强逆周期调节、结构调整和改革力度，**将疫情防控作为最重要工作。**
货币信贷	表述未变，增加“跨境人民币业务快速增长”。	金融机构贷款增长较快，贷款利率下降，货币供应量、社会融资规模适度增长，人民币汇率总体稳定。
流动性管理	**果断投放短期流动性，有效应对疫情冲击；**维护流动性合理充裕；公开市场操作中标**利率下行**；持续深化贷款市场报价利率改革	**保持银行体系流动性合理充裕；**公开市场操作中标**利率小幅下行**；完善 LPR 传导机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转换。
宏观审慎 MPA	进一步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 至 1.25**，降低实体经济融资成本。	**发挥 MPA 工具的结构引导作用，**将定向降准农商行、城商行使用降准资金发放小微、民营企业贷款情况纳入考核，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。

利率市场化	**LPR改革已取得重要成效，**货币政策向贷款利率的传导效率明显增强，对**存款利率市场化**改革起到重要推动作用。	改革完善 LPR 形成机制，疏通货币政策传导，稳妥推进存量贷款定价基准转换。
世界经济金融形势	**全球经济衰退已成定局**，发达经济体增速面临下跌，新兴经济体或集体失速；主要经济体**开启新一轮宽松货币政策。**	全球经济**增长放缓**，虽有企稳迹象，但下行风险仍应密切关注，主要央行等货币政策**转向宽松。**
国内经济	**2020 年一季度突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，但疫情影响总体可控。**我国经济稳中向好、长期向好的趋势没有改变。当前我国经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感。	经济运行总体平稳，结构持续优化，就业总体稳定，物价结构性上涨特征明显，内外部风险增多，经济下行压力大。**新冠肺炎疫情对中国经济造成一定影响，但持续时间和规模都有限。**
房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，**保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。**	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，**按照“因城施策”的基本原则，**加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：央行、万和证券研究所

3.风险提示：政策落地不及预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告

所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn