克制式、结构性宽松

——点评 2020 年 1 季度货币政策执行报告

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/5/10

首席经济学家： 任泽平

研究员： 石玲玲

shilingling@evergrande.com

研究助理： 王孟嫫

wangmengmo@evergrande.com

事件： 2020 年 5 月 10 日，央行公布 2020 年中国第一季度货币政策执行报告。

1、与美国无上限 QE+零利率不同，中国保持克制式、结构性货币宽松，继续宽松对冲疫情影响，不搞“大水漫灌”，注重效率和传导以支持实体经济。

图表：2020 年第一季度货币政策执行报告口径变化

	2019Q4	2020Q1
总基调	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”，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	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，**支持实体经济特别是中小微企业渡过难关**
全球经济形势	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，主要央行货币政策转向宽松	全球经济**衰退已成定局**，主要经济体开启新一轮**宽松**货币政策
国内经济形势	经济运行**总体平稳，结构持续优化，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	**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
流动性管理	保持流动性合理充裕，**公开市场操作中标利率小幅下行**，降低金融机构存款准备金率，完善 LPR 传导机制，**推进存量浮动利率贷款定价基准转换**	**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**
宏观审慎 MPA	发挥 **MPA 工具的结构引导作用**，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**	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**
信贷	**加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持力度，**引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持	加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度，充分发挥**再贷款再贴现政策的牵引带动作用**，引导加大对小微、民营企业、“三农”、扶贫等支持力度
未来政策展望	**实施好稳健货币政策，科学稳健把握逆周期调节力度，**保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，**重点支持中小银行补充资本，防范社会信用收缩风险，**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位	稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕，**更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响，**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

资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

一季度执行报告继续未提及“闸门”二字，指出要以更大力度对冲疫情影响。非常规政策存在负面作用，表明国内货币政策不会“大水漫灌”。要把支持实体经济恢复放在突出位置，精准金融服务，核心是促进实体融资的“量增、价降、面扩”，帮助企业渡过难关。

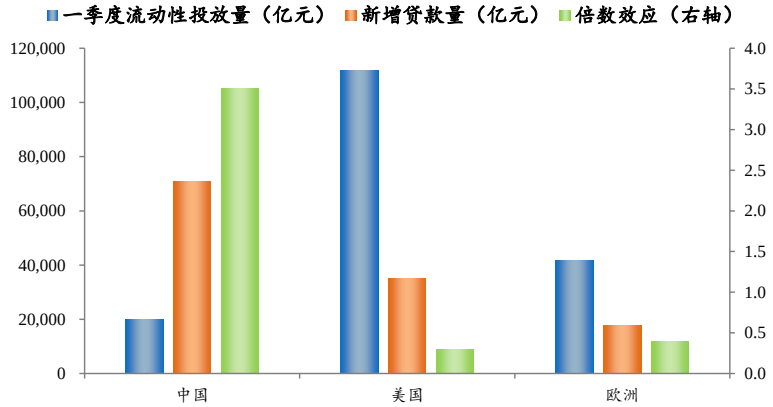
面对百年不遇的重大公共卫生事件，货币政策的关键是帮助企业渡过难关、扩大内需、恢复实体经济，尤其是注重经济增长和就业。

全球经济金融危机，疫情只是导火索，根源是长期货币超发下的经济金融社会脆弱性，此次流动性危机在美国政府的强力救助下暂时缓解，但危机只是被推迟，全球经济不确定性增多。

2、应对疫情，中国货币政策传导效率明显高于欧美，实体经济融资成本明显下降。

应对疫情冲击，中美欧央行相继出台一系列货币政策，中国货币政策传导效率更高，有效增加融资支持、降低融资成本。疫情冲击下，美、欧央行快速降息至零，出台大规模超常规的资产购买计划，而中国央行克制式、精准宽松。**从引导贷款投放看，**中国央行释放的长期流动性与新增信贷量是 1：3.5 的倍数放大效应，美、欧分别为 1：0.3、1：0.4 的缩减效应。**从降低贷款利率看，**中国一季度企业贷款利率降幅超过同期 MLF、LPR 利率降幅，美、欧贷款利率降幅低于同期政策利率降幅。

图表：中国货币政策传导效率远高于欧美

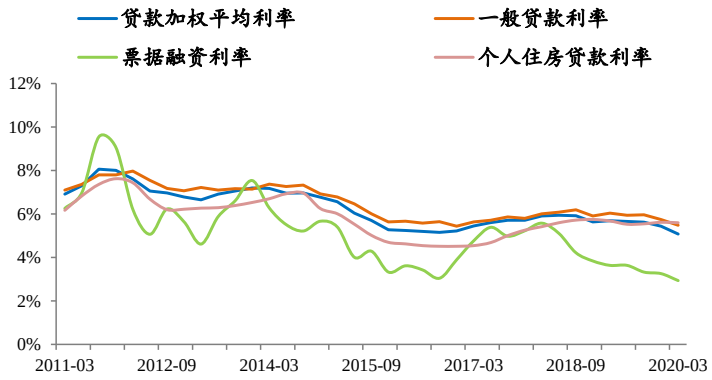


资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

中国政策成效来看，OMO-MLF-LPR-贷款利率，传导效率提高，一般贷款利率下行幅度超过同期 LPR 利率。1）2020 年初至今，1 年期、5 年期 LPR 报价分别累计下调 30BP、15BP，2020 年 3 月，贷款加权平均利率为 5.08%，较去年 12 月下降 36BP，其中一般贷款利率为 5.48%，较去年 12 月下降 26BP，超过同期 LPR 降幅。2）2020 年 4 月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率 0.9 倍的占比为 29%，是 LPR 改革前 2019 年 7 月的 3 倍，贷款利率隐性下限被进一步打破。3）贷款利率下行，倒逼银行降低负债端成本，部分银行主动下调了存款利率，贷款利率改革有助推动存款利率市场化。**近年来，央行通过维持流动性合理充裕、支持银行发行永续债、推进 LPR 改革等举措，缓解流动性、资本、利率三大约束，货币政策传导机制更为通畅，传导效率明显提高。**

对比中美应对疫情可以发现，美国应对失当，疫情失控，货币超发，饮鸩止渴；中国则快速有效控制疫情，复工复产走在全球前面，新基建领衔扩大内需，将释放长期经济增长潜力，基础设施更加完善，营商环境进一步改善，对全球产业链的吸引力进一步增强。我们判断，此消彼长之下，这次疫情应对，中方化危为机，中美之间的差距将进一步缩小。近年中方通过改革的方式成功应对中美贸易摩擦、新冠疫情等重大挑战，化险为夷，化危为机。

图表：2020 年 Q1 一般贷款利率继续下行

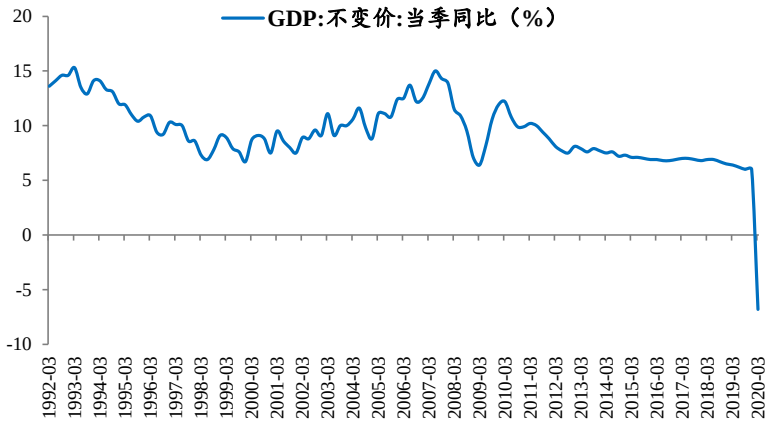


资料来源：Wind，恒大研究院

3、从经济形势来看，欧美疫情存在长尾特征，油价大跌导致通缩风险抬升，中国在控制疫情和复工复产方面走在全球前面，二季度有望加快恢复。

国内经济深度衰退，一季度 GDP 增长-6.8%，三驾马车均创历史新低，远超 2003 年非典和 2008 年国际金融危机。疫情从供给、需求两端全面冲击国内经济，2020 年一季度，GDP 同比-6.8%，为 1992 年以来首次负增长。**从出口来看，**一季度出口累计同比-13.3%，4 月出口超预期主要受防疫物资出口拉动和积压订单执行影响，进口剔除油价下跌影响后相对疲软。**从投资来看，**一季度固定投资累计同比-16.1%，制造业投资受出口、企业利润下滑制约，房住不炒决定房地产投资不会大幅增长，只有依靠基建投资对冲，期待财政有效发力。**从消费来看，**一季度消费累计同比-19.0%。企业降薪裁员导致居民收入下滑、对出行风险的担忧仍未消除，消费提振空间有限。**从 PMI 来看，**4 月 PMI 显示需求弱于生产，工业库存被动高企。

图表：2020 年 1 季度 GDP 首次负增长

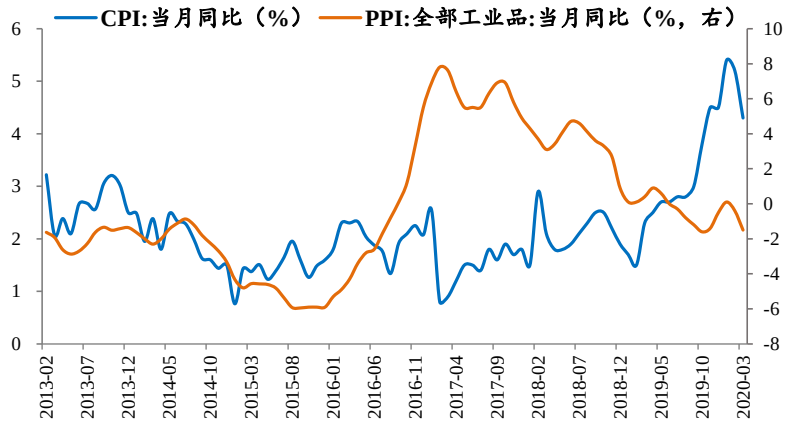


资料来源：Wind，恒大研究院

受原油价格大跌、海内外需求不足影响，通缩风险明显抬升。3 月 CPI 同比 4.3%，环比-1.2%，较 2 月大幅回落。3 月 PPI 同比-1.5%，环比-1.0%，降幅较 2 月进一步扩大。4 月原油期货价格跌至负值，未来，受大宗商品价格暴跌、国内外需求下降双重因素影响，通缩风险抬升，通胀压力对货币政策的约束将明显减弱，预计未来 CPI 和 PPI 都将继续下滑。

新冠疫情影响总体可控，但未来仍需关注四大风险。其一，全球疫情持续时间及负面影响可能超预期，将沿贸易、外需、产业链、金融市场等链条向国内传导。**其二，**主要经济体高度依赖宽松的非常规货币政策和财政政策，负作用或将逐步显现。**其三，**国内经济挑战仍在，中小企业受疫情冲击大，产业链协同有待加强，就业压力上升。**其四，**国际收支和跨境资金流动存在不确定性。

图表：3 月 CPI 同比回落，PPI 跌幅扩大



资料来源：Wind，恒大研究院

4、全球经济衰退已成定局，美欧开启新一轮非常规货币宽松，推迟危机，饮鸩止渴。

图表：央行对未来全球经济面临挑战的口径变化

2019Q3	2019Q4	2020Q1
贸易摩擦仍是**拖累全球经济的重要风险**	近期贸易摩擦风险有所缓和，但**不确定性犹存**	疫情快速蔓延，全球经济**短期已滑入衰退轨道**
全球宽松的货币环境助推了金融资产价格和债务累积，**金融体系脆弱性继续上升**	**金融脆弱性不断累积**，风险因素可能导致避险情绪骤升，并冲击金融体系稳定	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**
“低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策调控**构成挑战，利率政策应对空间有限**	“低增长、低通胀、低利率、低生产率增长”环境对货币政策调控**构成挑战，需加强货币政策的国际协调**	**全球主要经济体宏观政策空间进一步压缩**
与新技术或网络安全相伴而生的新风险**对全球金融监管构成新的挑战**	全球经济放缓可能加剧局部地缘政治冲突，气候变化与环境因素等对经济金融的影响也在加大	**局部金融风险加速积累**

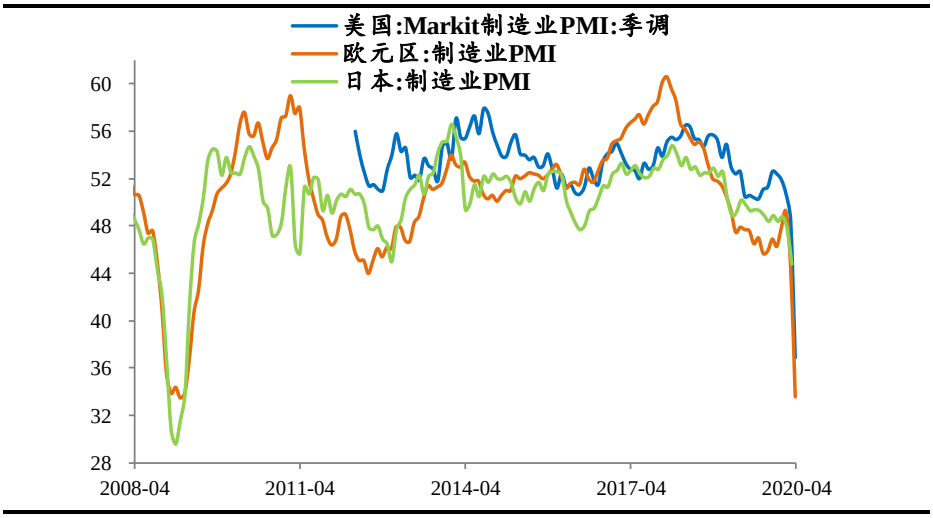
资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

海外疫情大流行，全球经济衰退，金融市场剧烈动荡，主要经济体加码货币宽松，推迟危机。1）经济停摆。截至 5 月 7 日，全球累计确诊病例超 390 万例，经济活动大幅收缩。一季度美国 GDP 环比折年率下降 4.8%，创 2009 年以来最大跌幅，欧元区 GDP 下降 3.8%，创 1995 年来最大跌幅。4 月美国、欧元区 PMI 较上月均大幅下滑超过 10 个百分点。2）金融市场剧烈动荡，3 月美国流动性危机爆发。应对危机，全球央行开启大规模降息潮，发达经济体重启或加码量化宽松，推出多种定向支持工具

向各部门注入流动性。危机得到缓解，但长期货币超发下的深层次经济金融脆弱性并未消除，金融危机只是被推迟。

展望未来，疫情走势尚不明朗，各国应对力度参差不齐，非常规政策频现，全球经济面临极大不确定性，主要经济体政策空间进一步压缩，全球经济金融脆弱性加剧。

图表：海外经济体 PMI 大幅下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

5、展望未来，预计货币政策将以继续宽松对冲疫情冲击，财政政策加快启动以“新基建”领衔的扩大消费投资内需的一揽子宏观对冲方案。

第一，货币政策继续宽松对冲疫情影响，但要维持常规货币政策地位。货币政策将更注重经济增长和就业，处理好内外部均衡。

第二，短期来看，国内经济衰退和通缩压力加大，货币政策要同时保证宽松和精准，引导社会融资成本下降，稳增长、稳就业。降息来看，二季度 OMO、MLF、LPR 利率仍存调降空间，降成本仍是重点。降准来看，预计 2020 年还有 1-2 次降准，5 月 22 日人大会议将确定财政赤字、特别国债、专项债等具体规模，政府债放量发行需要货币政策配合。其他货币政策来看，精准金融服务会进一步发挥再贷款再贴现政策，引导降低社会融资成本。

第三，长期来看，化解三大约束，疏通货币政策传导仍是未来货币政策重心。疫情冲击进一步暴露了经济的结构性、体制性、周期性等深层次问题，货币政策将继续调结构、降成本、促改革，推动经济高质量发展：1）适时适度投放流动性，保证流动性合理充裕，化解流动性约束；2）鼓励商业银行发行永续债、CBS 等外源渠道补充资本金，保证商业银行利润增强内源资本补充资本，保障宽信用，化解资本约束；3）完善 LPR 传导机制，打破贷款利率隐性下限，化解利率传导约束。

第四，当前中国经济面临的主要矛盾是总需求不足，尤其外需恶化，中央加快启动以“新基建”领衔的扩大消费投资内需的一揽子宏观对冲方案。新基建兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用。我们旗帜鲜明倡导“新基建”，2 月 28 日发布《是该启动“新”一轮基建了》，引发“新基建”大讨论，并从学术讨论走向社会共识和国家战略。新基建是经济思想的一大革命，社会认知的一大进步。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼 （200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com