总量研究中心

Q1 货币政策执行报告点评

宏观经济报告

货币政策延续宽松，且“量”的宽松重于“价”的宽松

引言：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，对经济形势、货币政策做了回顾与展望，我们认为，货币政策延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松。具体来看，货币政策执行报告有以下要点值得关注：

（1）流动性合理充裕，实体经济融资成本明显下降

- 流动性合理充裕，实体经济融资成本明显下降。3 月末，金融机构超额准备金率为 2.1%，比上年同期高 0.8 个百分点，流动性合理充裕。3 月份企业贷款利率为 4.82%，较 2019 年底下降 0.3 个百分点，较 2018 年高点下降 0.78 个百分点，降幅明显超过同期 1 年期 MLF 利率和 LPR 的降幅。

（2）LPR 引导市场利率下降，且对存款利率市场化也起到了推动作用

- 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。与此同时，对存款利率市场化改革起到重要推动作用。银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”，贷款市场利率改革推动了存款利率市场化。

（3）前两批次再贷款已处于收官阶段，1 万亿再贷款逐步落地

- 根据疫情防控进展央行先后安排 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现额度、1 万亿元再贷款再贴现额度共计 1.8 万亿元。再贷款再贴现政策对支持疫情防控、复工复产和经济社会发展发挥了积极作用。目前，第一批 3000 亿元专项再贷款政策已进入收官阶段，第二批 5000 亿元再贷款再贴现政策发放进度近 80%，第三批 1 万亿元再贷款再贴现逐步落地。

（4）后续经济仍存不确定性，稳健的货币政策要更加灵活适度

- 央行表示，稳健的货币政策要更加灵活适度。经济形势方面，中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面依然不变，但也需关注以下风险：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；四是我国国际收支和跨境资金流动也存在不确定性。

（5）我们认为货币政策将延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松

- **综合对一季度货币政策执行报告的分析，我们认为，货币政策将延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松。**往前看，预计今年全年社融为 32 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升；预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将逐步下调；另外值得关注的是，2018 年 3 月以来 SLF 利率保持不变（隔夜 3.40%，7 天 3.55%），且超额准备金利率（IOER）下调至 0.35%，利率走廊的宽度达到 320bp，因此，预计 SLF 利率也将有所下调；存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。

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 5 月 10 日，央行发布 2020 年第一季度中国货币政策执行报告，对经济形势、货币政策做了回顾与展望，我们认为，货币政策延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松。

具体来看，货币政策执行报告有以下要点值得关注：

（1）流动性合理充裕，实体经济融资成本明显下降

疫情以来，央行稳健的货币政策更加灵活适度，疫情防控作为最重要的工作，并把支持实体经济恢复发展放到突出位置，综合运用多种工具有效应对疫情冲击。

流动性合理充裕，实体经济融资成本明显下降。3 月末，金融机构超额准备金率为 2.1%，比上年同期高 0.8 个百分点，流动性合理充裕。3 月份企业贷款利率为 4.82%，较 2019 年底下降 0.3 个百分点，较 2018 年高点下降 0.78 个百分点，降幅明显超过同期 1 年期中期借贷便利（MLF）利率和 LPR 的降幅。具体来看，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。其中，一般贷款加权平均利率为 5.48%，比上年 12 月下降 0.26 个百分点，同比下降 0.56 个百分点；票据融资加权平均利率为 2.94%，比上年 12 月下降 0.32 个百分点，同比下降 0.70 个百分点；个人住房贷款加权平均利率为 5.60%，比上年 12 月下降 0.02 个百分点，同比下降 0.08 个百分点。

（2）LPR 引导市场利率下降，且对存款利率市场化也起到了推动作用

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。3 月份企业贷款利率较上年 12 月下降 0.3 个百分点，降幅明显大于同期 LPR 降幅，反映 LPR 改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、疏通市场利率传导机制的作用正在发挥，LPR 改革效果明显。4 月中旬，一般贷款中利率低于贷款基准利率 0.9 倍的贷款占比为 28.9%，是 LPR 改革前 2019 年 7 月的 3 倍，贷款利率的隐性下限已完全被打破，贷款利率定价的市场化程度明显提高。银行内部定价机制进一步改善，市场化形成的 LPR 逐渐取代贷款基准利率成为商业银行内部资金转移定价（FTP）的主要参考基准。

对存款利率市场化改革起到重要推动作用。随着 LPR 改革深入推进，贷款利率实现和市场利率并轨，市场化水平明显提高。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。**从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行，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了存款利率市场化。**

（3）前两批次再贷款已处于收官阶段，1 万亿再贷款逐步落地

根据疫情防控进展央行先后安排 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现额度、1 万亿元再贷款再贴现额度共计 1.8 万亿元。三批次再贷款再贴现政策对

支持疫情防控、复工复产和经济社会发展发挥了积极作用。

第一批 3000 亿元专项再贷款政策已进入收官阶段。截至 5 月 5 日，9 家全国性银行和 10 省市地方法人银行向 7037 家重点企业累计发放优惠贷款 2693 亿元，平均每户企业获得优惠贷款不超过 4000 万元。优惠贷款的加权平均利率为 2.50%，50%的财政贴息后，企业实际融资利率约为 1.25%。目前，医用物品紧张局面已明显缓解，主要生活物资供应也趋于正常。**第二批 5000 亿元再贷款再贴现政策发放进度近 80%。**截至 5 月 5 日，地方法人银行累计发放优惠利率贷款（含贴现）3996 亿元、支持企业（含农户）52.4 万户。其中涉农贷款 726 亿元，加权平均利率 4.38%；普惠小微贷款 2583 亿元、加权平均利率 4.43%；办理贴现 687 亿元，加权平均利率 3.05%，利率均不高于贷款发放时最近一次公布的一年期 LPR 加 50 个基点的要求。**第三批 1 万亿元再贷款再贴现政策已经落地，**人民银行分支行有序开展发放工作，与前两批次政策有序衔接，将持续发力，为实体经济发展提供信贷支持，引导降低社会融资成本。

（4）后续经济仍存不确定性，稳健的货币政策要更加灵活适度

货币政策执行报告专栏四，对新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析。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。

但也需关注以下风险，一是全球疫情持续时间及负面影响可能超预期。欧美发达国家疫情仍然严重，重启经济的努力效果需要观察。部分发展中经济体、农产品出口国新增确诊上升较快，全球疫情未来走势存在高度不确定性。**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。**货币和财政政策仅能对冲疫情带来的负面影响，未来全球经济复苏态势及金融形势根本上仍取决于疫情防控进展，非常规政策的负作用也会逐步显现。**三是国内经济仍面临较多挑战。**企业尤其是中小企业受疫情影响较大，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，主要农副产品保供稳价需不断夯实。**四是我国国际收支和跨境资金流动也存在不确定性。**一方面，主要经济体央行大幅放松货币政策加之我国疫情防控和复工复产领先，人民币资产较高的收益和相对的安全性可能吸引跨境资金流入。另一方面，外需持续走弱、投资者风险偏好下降也可能引起出口减少和跨境资金流出。

央行认为，下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度，把握好政策出台的力度、节奏和重点，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，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。继续保持人民币汇率双向浮动弹性，多渠道做好稳预期工作。加强国际政策协调，有效防控国际疫情的影响。同时，坚持底线思维，对可能的外部风险保持高度警惕，前瞻性做好政策储备，促进国民经济稳健运行。

（5）我们认为货币政策将延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松

综合对一季度货币政策执行报告的分析，我们认为，货币政策将延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松。危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的

宽松非常明显。1 季度 11 万亿元的天量社融数据也说明了这一点。往前看，预计今年再降准 2 次，MLF、LPR 也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72%下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本；最后，货币政策“量”的宽松非常明显。一季度社融达到 11.1 万亿元（去年同期为 8.6 万亿元），**预计今年全年社融为 32 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升。往前看，预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将逐步下调。另外值得关注的是，2018 年 3 月以来 SLF 利率保持不变（隔夜 3.40%，7 天 3.55%），且超额准备金利率（IOER）下调至 0.35%，利率走廊的宽度达到 320bp，因此，预计 SLF 利率也将有所下调。存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。**

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