宏观研究

货币政策的定力和底气从哪里来？

——评 2020Q1 货政执行报告

宏观事件点评　　2020 年 05 月 11 日

报告摘要：

- **货币政策定力较强**

  全球疫情蔓延下，主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大，但Q1报告“下一阶段主要政策思路”部分，央行再次强调，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。这一提法在2019Q4报告已经提出，这次是第二次重申，彰显了我国货币政策的定力。

- **底气在于传导效果增强**

  Q1报告的专栏1和专栏3可以结合起来读，共同论述了LPR改革的成效和货币政策传导效果的增强。最值得称道的是，贷款利率的隐性下限已完全被打破，实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和LPR降幅，每1元流动性投放可支持3.5元的贷款增长（美国为0.3，欧元区为0.4）等。实际上，这正是央行保持较强定力的底气。

- **用市场化方式引导存款利率下降**

  近期市场一直有降低存款基准利率的预期，但Q1报告对此完全没有提及，再次为“降基准”预期降温。央行指出，LPR改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

- **结构性货币政策工具成为主要看点**

  Q1报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏2中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至5月5日，第一批3000亿专项再贷款剩余额度307亿元，第二批5000亿再贷款再贴现剩余额度1004亿元，第三批1万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

- **风险提示：**全球经济衰退超预期、不良贷款率上升超预期、LPR下调冲击银行利润。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

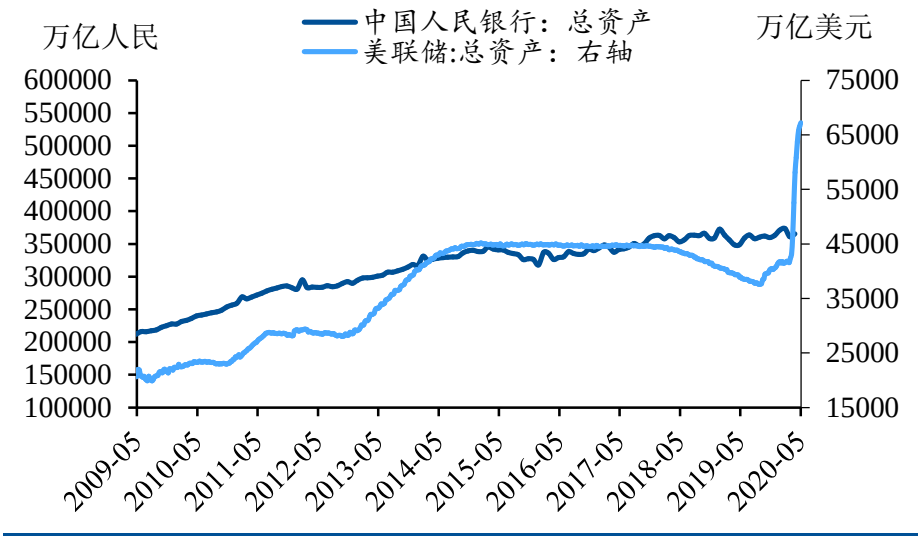
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、货币政策定力较强

全球疫情蔓延下，主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大，但 Q1 报告“下一阶段主要政策思路”部分，央行再次强调，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。这一提法在 2019Q4 报告已经提出，这次是第二次重申，彰显了我国货币政策的定力。

图 1：疫情以来美联储急速扩表，相比之下我国货币政策保持定力



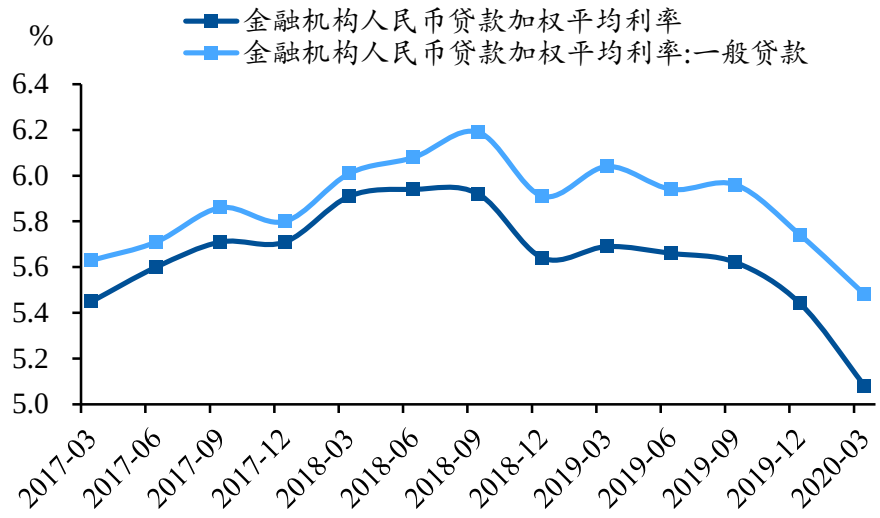
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、底气在于传导效果增强

Q1 报告的专栏 1 和专栏 3 可以结合起来读，共同论述了 LPR 改革的成效和货币政策传导效果的增强。最值得称道的是，贷款利率的隐性下限已完全被打破，实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和 LPR 降幅，每 1 元流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长（美国为 0.3，欧元区为 0.4）等。实际上，这正是央行保持较强定力的底气。

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。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。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。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。随着未来存量贷款将继续转换为 LPR 定价，预计贷款加权平均利率仍有下降空间。

图 2：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显

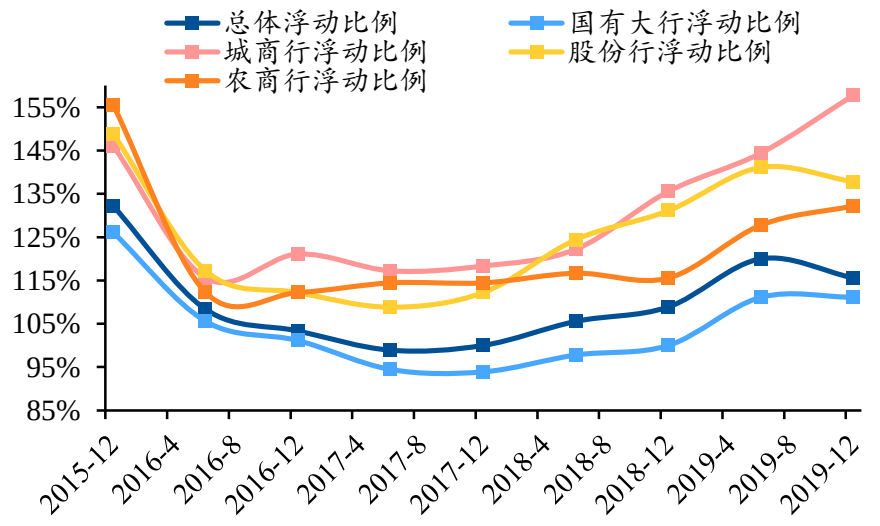


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、用市场化方式引导存款利率下降

近期市场一直有降低存款基准利率的预期，但 Q1 报告对此完全没有提及，再次为“降基准”预期降温。央行指出：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。LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

图 3:，银行存款利率上浮比例有下压空间

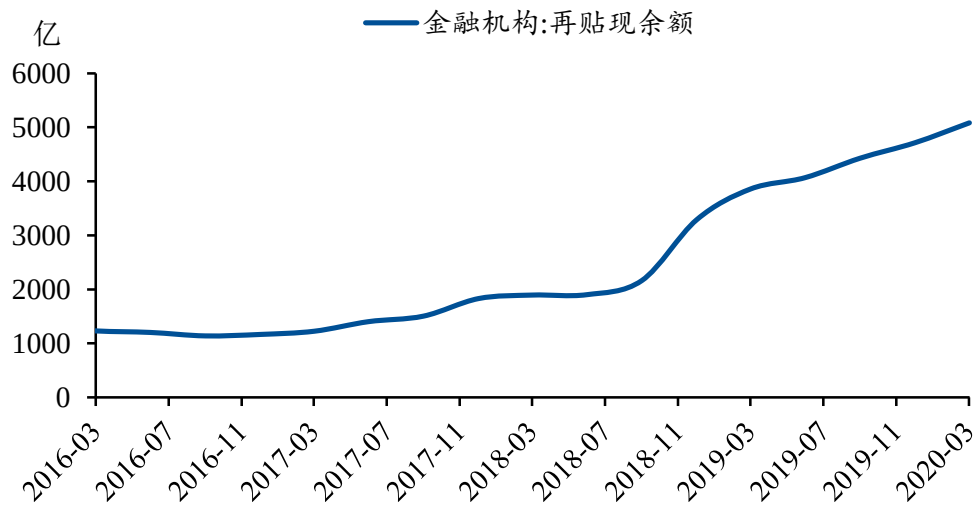


资料来源：Wind、融 360，民生证券研究院

四、结构性货币政策工具成为主要看点

Q1 报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏 2 中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至 5 月 5 日，第一批 3000 亿专项再贷款剩余额度 307 亿元，第二批 5000 亿再贷款再贴现剩余额度 1004 亿元，第三批 1 万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

图 4：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力

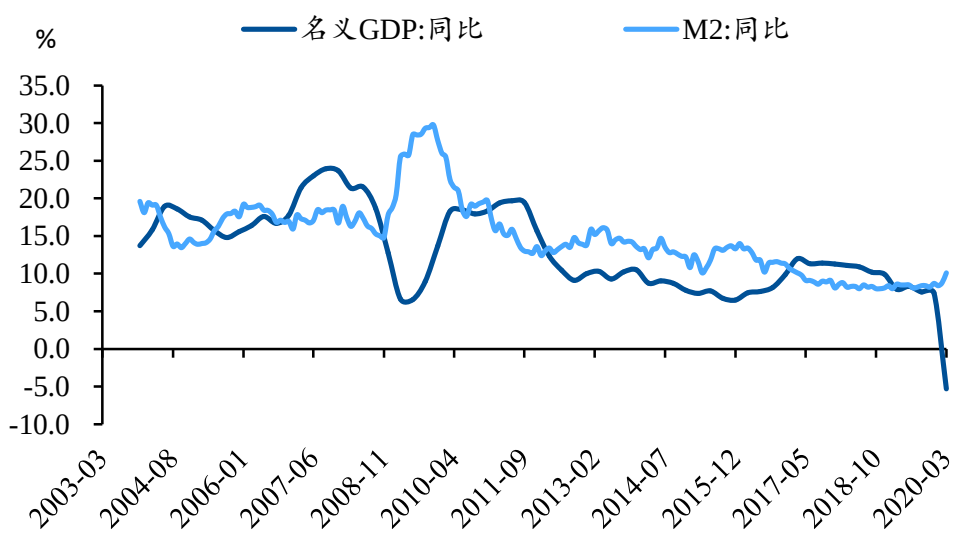


资料来源：Wind，民生证券研究院

五、稳健的货币政策更加灵活适度

央行在报告中指出：下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕。加强对流动性供求和国内外市场的监测，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，**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**。增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性，进一步把握好流动性投放的力度和节奏，维护货币市场利率在合理区间平稳运行。在多重目标中寻求动态平衡，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，为有效防控疫情、支持实体经济恢复发展营造适宜的货币金融环境。

图 5：长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高

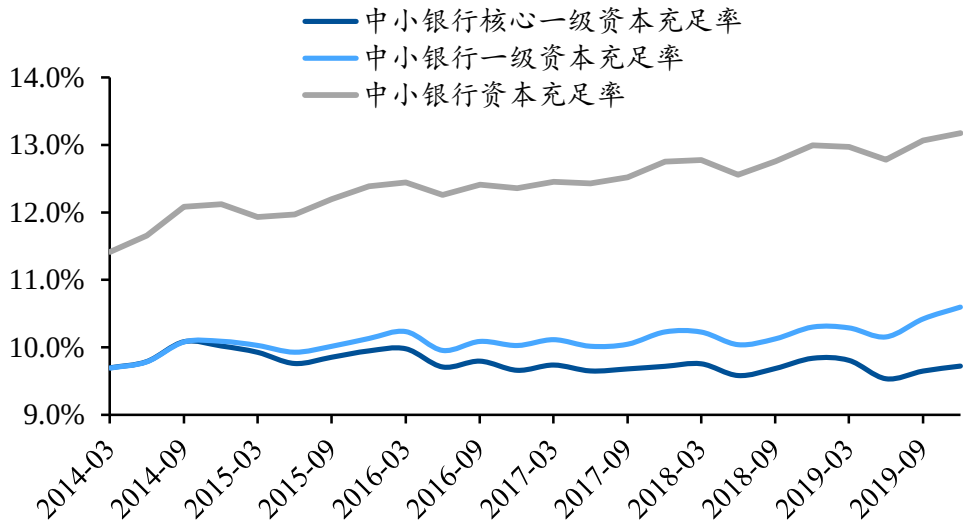


资料来源：Wind，民生证券研究院

六、商业银行补资本取得一定进展

为提升银行永续债的市场流动性，支持银行发行永续债补充资本，央行连续开展央行票据互换（CBS）操作。2020 年第一季度中国人民银行以每月一次的频率开展了 3 次、共 160 亿元 CBS 操作，期限均为 3 个月，费率均为 0.10%。换入债券既有国有大行、股份制银行发行的永续债，也有城商行发行的永续债，体现了央行对中小银行发行永续债补充资本的支持。2019 年至 2020 年 4 月银行已发行永续债 7186 亿元，有效补充了一级资本。

图 6： 中小银行急需提供发行永续债补充一级资本



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

全球经济衰退超预期、不良贷款率上升超预期、LPR 下调冲击银行利润。

插图目录

图 1：疫情以来美联储急速扩表，相比之下我国货币政策保持定力 2
图 2：一季度贷款加权利率大幅下行，LPR 改革效果明显 3
图 3:，银行存款利率上浮比例有下压空间 3
图 4：再贷款余额持续增长，结构性货币政策工具不断发力 4
图 5：长期以来 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高 5
图 6： 中小银行急需提供发行永续债补充一级资本 5

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。