

货币政策存进一步宽松的四大逻辑

2019 年 08 月 14 日

宏观

专题报告

首席宏观分析师

王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070003

摘要：

货币政策存在进一步宽松的逻辑有以下四点。

逻辑一：经济周期已经处于“较低位置”，“逆周期调节”需求增大。首先，宏观经济下行压力较大，货币政策面向适当宽松。其次，物价稳定，货币政策有充足宽松空间。核心 CPI 水平处于历史偏低水平，维持在稳定区间，目前 CPI 涨幅的上升并不制约货币政策宽松空间。最后，就业承压，货币政策调控需要稳就业。2019 年上半年以来，就业形势依旧严峻并有下滑趋势。

逻辑二：流动性指标偏低，信用扩张速度亟需提高。二季度贷款利率稳中趋降，当前利率处于历史上较低水平。6 月贷款加权平均利率为 5.66%，较 3 月下降 3bp。其中，一般贷款与住房贷款 加权平均利率环比分别下行 10bp 和 15bp，票据利率保持持平。上半年五大行新发普惠型小微企业贷款平均利率为 4.78%，较 2018 年全年下降 0.66 个百分点，但较一季度基本不变。但是利率宽松条件下社会融资不升反降。7 月 M1、M2 增速双双回落，7 月 M1 同比增速从 6 月的 4.4% 回落至 3.1%，7 月 M2 同比增速从 6 月的 8.5% 下降至 8.1%。社会融资规模增速下滑，人民币贷款下滑明显，表外融资持续走弱。经济下行压力下，商业银行放贷更为谨慎，贷款需求收缩尤其是房企融资收紧，7 月新增人民币贷款 8806 亿元，同比少增 4775 亿元，人民币贷款余额增速从 6 月的 13.0% 明显放缓至 12.6%。受金融监管进一步收紧和中小银行去杠杆加速影响，7 月表外融资大幅萎缩 6226 亿元，同比多减 1327 亿元，其中未贴现银行承兑汇票下降明显。

逻辑三：全球降息周期下资本外流压力减轻，中国货币政策操作空间更加宽松。北京时间 8 月 1 日凌晨，美联储宣布降息 25 个 bps，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，提前结束缩表计划。在美国发布降息动作之后，四小时内有四家央行紧随其后，在接下来的十天内，一些国家也纷纷迈入了降息行列。各国降息政策的逐一发布使得全球大多数央行进入了“宽松”周期，预计全球降息潮很快会到来。自 2019 年年初至今，已有 20 余家央行宣布降息，金砖五国中已有四个经济体下调了政策利率。在此背景下由于资本外流的压力减轻，全球央行的“宽松”预期有望给中国货币政策更加宽松的操作空间。

逻辑四：财政政策“加杠杆”空间有限，“逆周期调节”更加依赖货币政策。出于对宏观经济的调控和实体企业的支持，下半年财政仍将持续大面积减税降费的政策。大规模减税降费政策对公共财政收入侵蚀比较严重，国有土地使用权出让收入持续降低导致政府性基金收入增幅大幅减弱，受限于“隐性债务”造成的地方政府债务风险，下半年财政在公共财政收入、政府性基金收入和发行债券三个方面都无法获得可观增长。根据财政部公布的数据，即使地方政府要加杠杆，可动用的债务空间也不是很大。我们认为财政政策无力更加积极，一般性公共预算支出与上半年基本持平，基本建设支出增长空间有限，积极财政政策难以发挥进一步发挥提振总需求的效果。

风险提示：中美贸易争端存在较大不确定性。

目录

逻辑一 经济周期已经处于“较低位置”，“逆周期调节”需求增大.....	3
1 宏观经济下行压力较大，货币政策面向适当宽松.....	3
2 物价稳定，货币政策有充足宽松空间.....	4
3 就业承压，货币政策调控需要稳就业.....	4
逻辑二 流动性指标偏低，信用扩张速度亟需提高.....	5
逻辑三 全球降息周期下资本外流压力减轻，中国货币政策操作空间更加宽松.....	6
逻辑四 财政政策“加杠杆”空间有限，“逆周期调节”更加依赖货币政策.....	8

图表目录

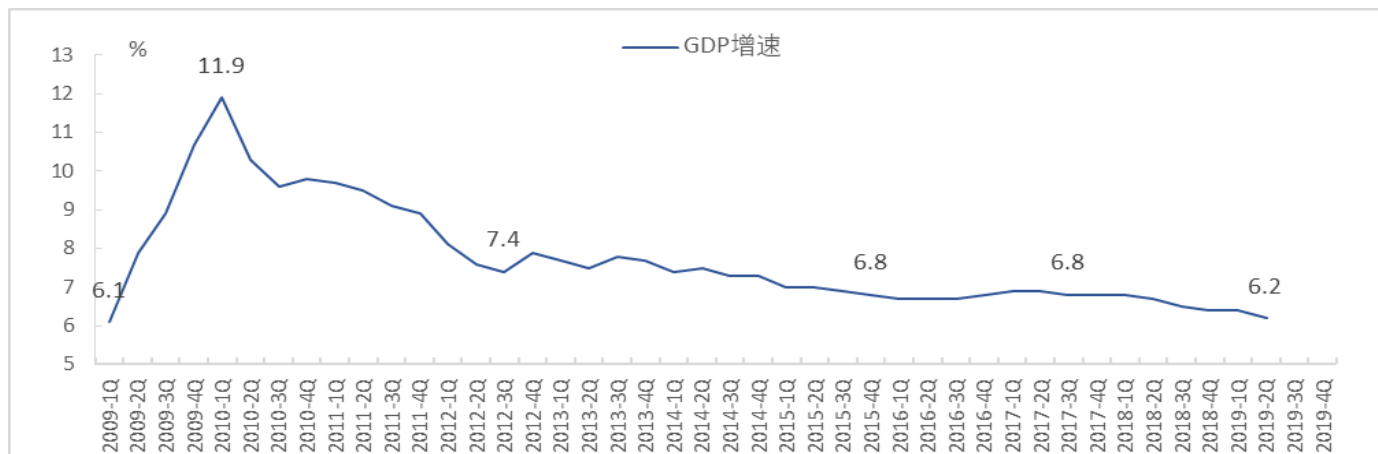
图 1: 中国 GDP 增速	错误!未定义书签。
图 2: 非金融类对外直接投资与固定资产投资完成额处于低点	错误!未定义书签。
图 3: PPI 趋势图	错误!未定义书签。
图 4: PMI 趋势图	错误!未定义书签。
图 5: CPI 和核心 CPI 同比增长	错误!未定义书签。
图 6: PMI 从业人员指数、非制造业 PMI、PMI 从业人员指数变化和 GDP 增长	错误!未定义书签。
图 7: 人民币贷款加权平均利率变化	错误!未定义书签。
图 8: M1、M2 同比增速	错误!未定义书签。
图 9: M2 和社会融资规模存量增长	错误!未定义书签。
图 10: 全球各央行降息幅度	错误!未定义书签。
图 11: 2019 年以来主要经济体经济增速和通胀变化 (%)	错误!未定义书签。
图 12: 政府部门杠杆率	错误!未定义书签。
表 1: 全球各央行利率调整情况	错误!未定义书签。

逻辑一 经济周期已经处于“较低位置”，“逆周期调节”需求增大

1 宏观经济下行压力较大，货币政策面向适当宽松

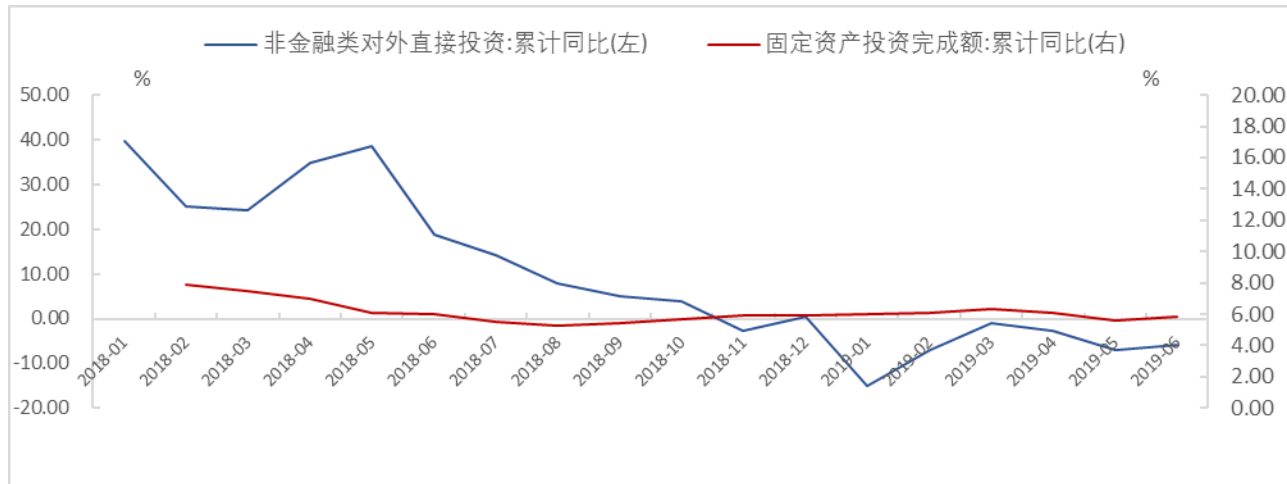
在全球各主经济体发展的同步放缓导致全球经济增长普遍减缓的大背景下,2019年第二季度中国的GDP增速降至6.2%，比第一季度回落0.2个百分点，创下新低。目前已经处于经济周期的“较低”位置，有望迎来一轮“政策扩张周期”。目前经济增速已经处于历史低点：（1）从工业增加值来看，7月份经济增速只有4.8%，降至历史较低水平；（2）7月份社会消费品零售总额增速只有5.7%，也处在历史较低水平；（3）1-6月份固定资产投资实际增速只有2.2%，远低于中国经济增速中枢水平。伴随经济需求持续回落的是就业数据的不断恶化。2019年上半年以来，就业形势依旧严峻并有下滑趋势。2019年1月份以来PMI从业人员指数和非制造业PMI从业人员指数下降趋势明显。2019年上半年PMI从业人员指数持续走低，7月份降至47.10%，非制造业PMI从业人员指数7月降至48.70%。在经济需求不振和就业恶化的背景下，我们认为“逆周期调节”有望重新加码，下半年有望迎来一轮“宏观政策扩张周期”。

图 1：中国 GDP 增速



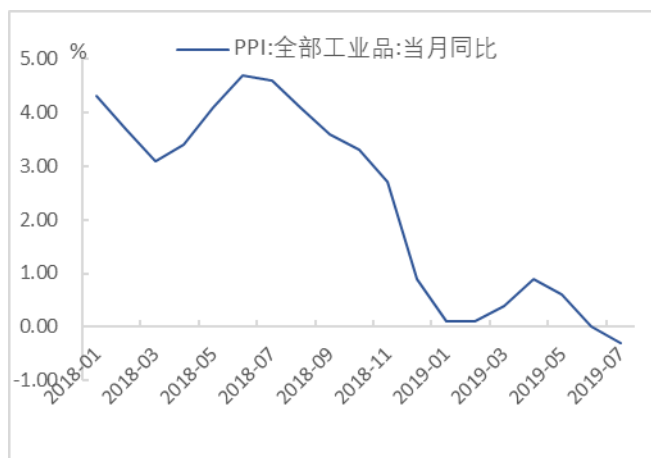
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：非金融类对外直接投资与固定资产投资完成额处于低点



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：PPI 趋势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：PMI 趋势图

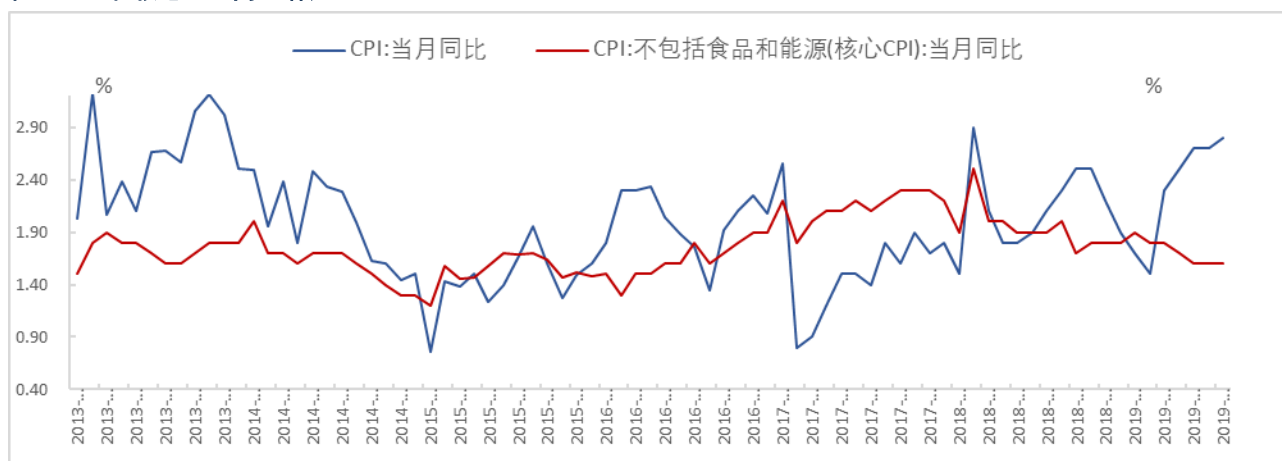


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2 物价稳定，货币政策有充足宽松空间

核心 CPI 水平处于历史偏低水平，维持在稳定区间，目前 CPI 涨幅的上升并不制约货币政策宽松空间。7 月 CPI 同比上涨 2.8%，预期 2.7%，前值 2.7%，比上个月回升 0.1 个百分点。5-7 月份中国核心 CPI 涨幅持续维持在 1.6% 左右，食品项是推升目前 CPI 涨幅的核心原因，总需求仍然平稳，并且存在一定的下行压力。由于基期因素，CPI 破“3”可能性较低，下半年通胀压力较小。

图 5：CPI 和核心 CPI 同比增长

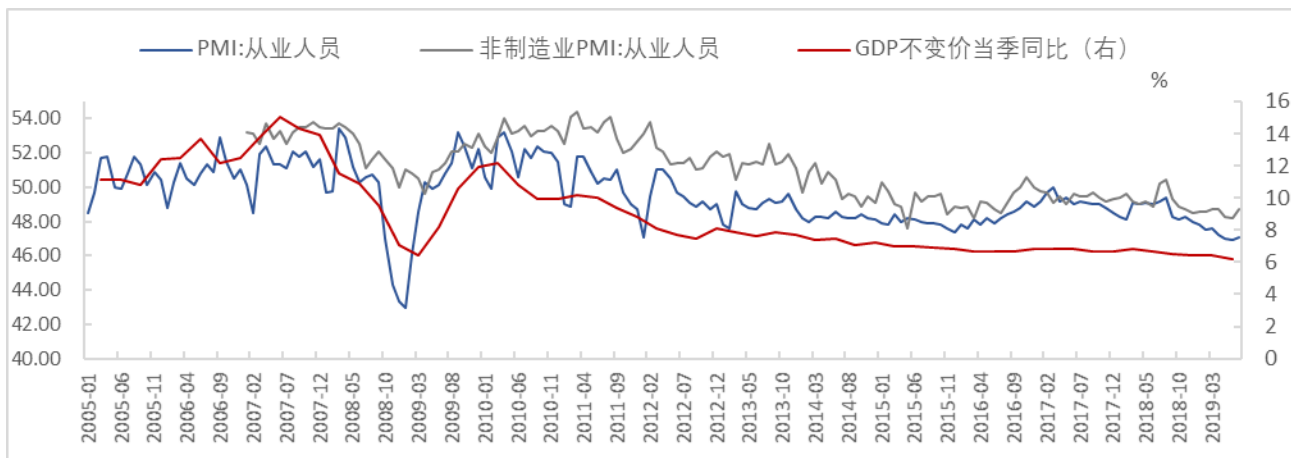


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3 就业承压，货币政策调控需要稳就业

2019 年上半年以来，就业形势依旧严峻并有下滑趋势。PMI 从业人员指数和非制造业 PMI 从业人员指数下降趋势明显。2019 年上半年 PMI 从业人员指数持续走低，7 月值为 47.10%，非制造业 PMI 从业人员指数 7 月值为 48.70%。

图 6：PMI 从业人员指数、非制造业 PMI、PMI 从业人员指数变化和 GDP 增长

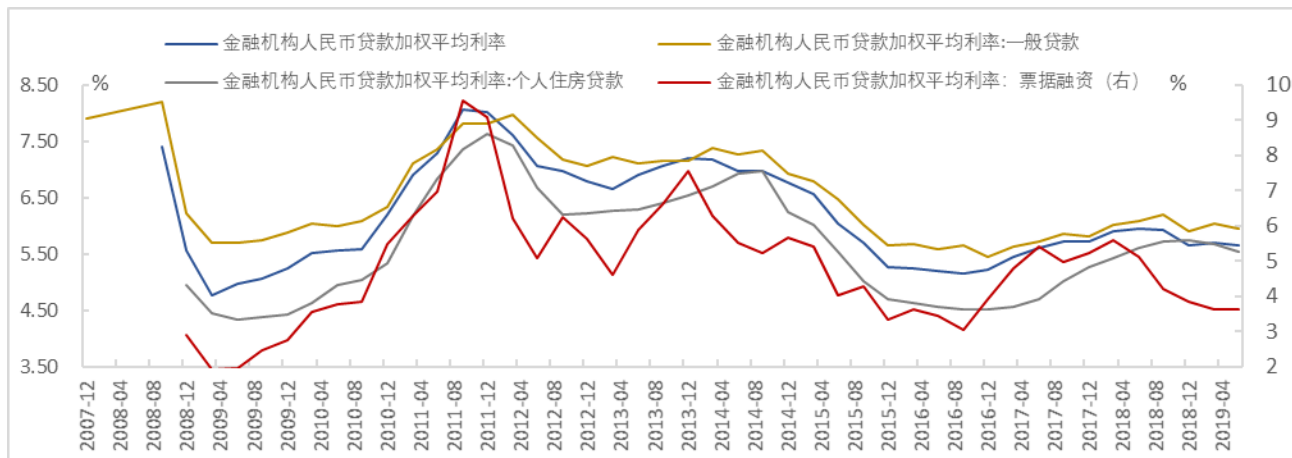


资料来源：Wind，东兴证券研究所

逻辑二 流动性指标偏低，信用扩张速度亟需提高

二季度贷款利率稳中趋降，当前利率处于历史上较低水平。6 月贷款加权平均利率为 5.66%，较 3 月下降 3bp。其中，一般贷款与住房贷款 加权平均利率环比分别下行 10bp 和 15bp，票据利率保持持平。上半年五大行新发普惠型小微企业贷款平均利率为 4.78%，较 2018 年全年下降 0.66 个百分点，但较一季度基本不变。但是利率宽松条件下社会融资不升反降。

图 7：人民币贷款加权平均利率变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

7 月 M1、M2 增速双双回落，7 月 M1 同比增速从 6 月的 4.4%回落至 3.1%，7 月 M2 同比增速从 6 月的 8.5%下降至 8.1%。

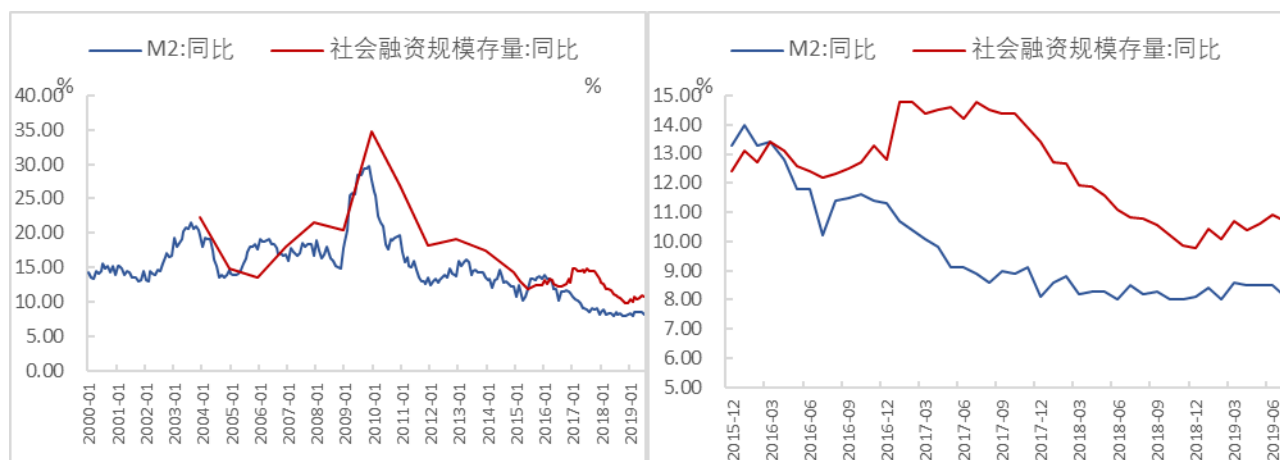
图 8：M1、M2 同比增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

社会融资规模增速下滑，人民币贷款下滑明显，表外融资持续走弱。7月央行口径新增社融为 1.01 万亿元，明显低于去年同期的 1.23 万亿元，同比增速从 6 月的 10.9% 小幅下降至 10.7%。经济下行压力下，商业银行放贷更为谨慎，贷款需求收缩尤其是房企融资收紧，7 月新增人民币贷款 8806 亿元，同比少增 4775 亿元，人民币贷款余额增速从 6 月的 13.0% 明显放缓至 12.6%。受金融监管进一步收紧和中小银行去杠杆加速影响，7 月表外融资大幅萎缩 6226 亿元，同比多减 1327 亿元，其中未贴现银行承兑汇票下降明显。

图 9：M2 和社会融资规模存量增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

逻辑三 全球降息周期下资本外流压力减轻，中国货币政策操作空间更加宽松

北京时间 8 月 1 日凌晨，美联储宣布降息 25 个 bps，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，提前结束缩表计划。本次降息是美联储自 2008 年年底以来时隔十年的首次降息，这一举动与市场主流预期一致。

在美国发布降息动作之后，四小时内有四家央行紧随其后，在接下来的十天内，一些国家也纷纷迈入了降息行列。巴西央行将基准利率下调 50 个 bps，创历史新低；阿联酋央行降息 25 个 bps，巴林和沙特也纷纷降息。印度、菲律宾、泰国等也在近几日颁布了降息政策。值得一提的是，此前已有多国走上降息道路，如

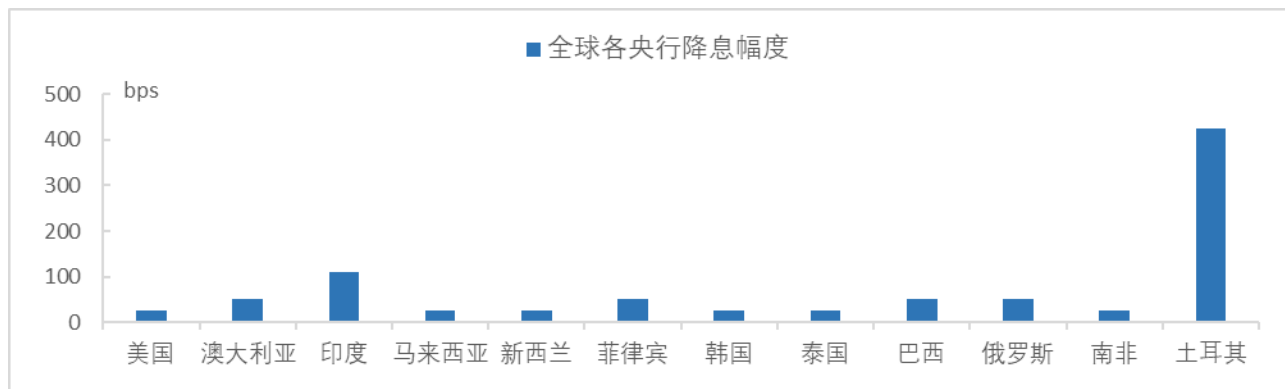
土耳其大幅下调 425 个 bps，还有韩国、印尼、乌克兰等等。各国降息政策的逐一发布使得全球大多数央行进入了“宽松”周期，预计全球降息潮很快会到来。自 2019 年年初至今，已有 20 余家央行宣布降息，金砖五国中已有四个经济体下调了政策利率。在此背景下由于资本外流的压力减轻，全球央行的“宽松”预期有望给中国货币政策更加宽松的操作空间。

表 1：全球各央行利率调整情况

	8/2019	7/2019	6/2019	5/2019	4/2019	3/2019	2/2019	1/2019	12/2018	11/2018	10/2018	9/2018	8/2018
美国	↓ -0.25								↑ 0.25			↑ 0.25	
加拿大									↑ 0.25				
墨西哥									↑ 0.25	↑ 0.25			
欧元区													
挪威			↑ 0.25			↑ 0.25							
瑞典									↑ 0.25				
英国												↑ 0.25	
澳大利亚		↓ -0.25	↓ -0.25										
印度	↓ -0.35		↓ -0.25	↓ -0.25		↓ -0.25	↓ -0.25						
日本													
马来西亚				↓ -0.25									
新西兰				↓ -0.25									
菲律宾	↓ -0.25			↓ -0.25									
韩国		↓ -0.25								↑ 0.25		↑ 0.5	
台湾										↑ 0.25			
泰国	↓ -0.25								↑ 0.25				
巴西	↓ -0.5												
俄罗斯			↓ -0.25						↑ 0.25				
南非		↓ -0.25								↑ 0.25			

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：全球各央行降息幅度



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10685

