

下半年货币政策更加注重“适时适度”

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号: S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

郑嘉伟（联系人）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号 S0280519040001

● 贷款需求整体回落，货币政策维持边际宽松

2019 年二季度贷款需求指数从 2019 年一季度的 70.4% 回落至 66.2%，降低了 4.2 个百分点。分项来看，基建和制造业贷款增速回落速度较快，成为贷款需求增速回落的主要拖累。随着贷款需求回落，银行业景气指数也结束了自 2018 年下半年以来的反弹，环比下降了 0.6 个百分点，银行盈利指数比上年同期降低 0.3 个百分点。说明经济复苏或有反复，随着贷款需求回落，二季度经济面临再次探底压力。虽然二季度银行家和企业感受的经济热度均出现了回升，但是实体经济高频数据和 PMI 数据显示经济潜在增长动能仍然较弱，同时对未来货币政策感受指数出现了一定程度回落，可见，央行在强化货币政策逆周期调节的背景下，更加注重“适时适度”。

● 企业经营指数回升，盈利能力出现好转

随着 G20 峰会上，中美两国同意重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，中美贸易摩擦有所缓和，出口订单指数将一季出现回升；内需受发改委财政部一系列政策刺激下有所回暖。在中美贸易摩擦带来边际冲击减弱背景下，企业盈利指数较上一季度提高 4.3 个百分点，可见虽然下游需求和企业生产尚未出现彻底逆转，但是随着中美贸易摩擦得到缓解，未来企业经营状态开始好转，盈利能力虽然弱于去年同期，但是不再继续恶化，出现边际改善。随着政策面持续加码，企业家对未来经济发展信心逐步回升，未来经济有望逐步企稳。

● 居民就业和收入感受指数出现回落，依然倾向储蓄

就业形势严峻，居民收入和就业感受指数再次下降。居民消费和储蓄意愿提升，投资意愿下降。其中倾向于“更多消费”的居民占比较上季提高 0.5 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民较上季回升 0.4 个百分点，倾向于“更多投资”的居民较上季下降 1 个百分点，其中，理财、信托、股票是居民最偏爱的前三位投资方式。随着地产市场调整，在居民准备增加支出项目中排名前三位分别为旅游（33.6%）、教育（29.3%）、医疗保健（25.3%）。旅游等成为居民消费升级新的增长点。

● 下半年货币政策更加注重“适时适度”

从央行二季度例会可以发现，二季度以后货币政策基调逐步回归“适时适度实施逆周期调节”，减少“大水漫灌”，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配。未来随着外部风险环境暂时得到缓解，国内经济进一步恶化空间有限，在积极财政政策影响下，货币政策将会逐步构建供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，从金融供给侧角度力度弥补流动结构性分层难题，预计随着 G20 中美贸易摩擦的缓和，央行将会加大中长期操作，降低短期操作频率。未来货币政策依然有降准降息空间，但是央行将会通过公开市场操作，以熨平短期因素导致的流动性冲击。

● 风险提示：货币政策转向

相关报告

下半年积极财政仍将继续发力

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019 年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 贷款需求整体回落，货币政策维持边际宽松	3
2、 企业经营指数回升，盈利能力出现好转	5
3、 居民就业和收入感受指数出现回落，倾向消费和储蓄	7
4、 下半年货币政策更加注重“适时适度”	9
5、 大类资产观察（2019.6.24-2019.6.30）	9
5.1、 股票市场	9
5.2、 债券市场	10
5.3、 外汇市场	11
5.4、 房地产市场	11
5.5、 大宗商品市场	12

图表目录

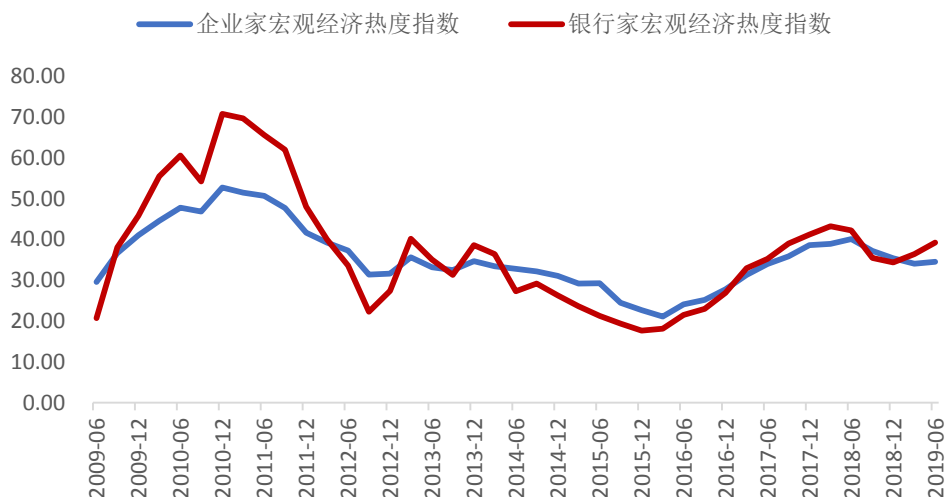
图 1： 银行家与企业家宏观经济热度指数出现不同程度回升	3
图 2： 贷款需求整体回落	4
图 3： 不同类型企业贷款指数变化	4
图 4： 银行贷款审批、盈利及景气指数	5
图 5： 货币政策感受指数	5
图 6： 企业家信心与企业家宏观经济热度指数（%）	6
图 7： 国内和出口订单指数（%）	6
图 8： 企业经营景气和盈利指数（%）	7
图 9： 居民当期就业感受和未来就业预期指数（%）	7
图 10： 居民当期收入感受和未来收入信心指数（%）	8
图 11： 居民消费、储蓄、投资意愿比例（%）	8
图 12： 居民旅游、购房意愿比例（%）	9
图 13： 发达经济体主要资本市场表现	10
图 14： 新兴经济体主要资本市场表现	10
图 15： 中债国债到期收益率曲线	10
图 16： 美国国债到期收益率曲线	10
图 17： 美元指数与人民币汇率	11
图 18： 日元、欧元、英镑兑美元汇率	11
图 19： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	12
图 20： 一二三线城市商品房成交分化	12
图 21： 原油期货价格指数	12
图 22： 黄金价格指数	12
图 23： 南华商品涨跌幅度	12
图 24： 南华农产品涨跌幅度	12
图 25： 南华能化涨跌幅度	13
图 26： 南华工业涨跌幅度	13
图 27： 南华金属涨跌幅度	13
图 28： 南华贵金属涨跌幅度	13

2019年6月20日，央行发布了2019年第二季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查报告。报告显示，银行家与企业家宏观经济热度指数出现不同程度回升，其中，银行家宏观经济热度指数较一季度回升2.8个百分点，达到39.2%；企业家宏观经济热度指数，较上季回升0.4个百分点，达到34.5%。银行家宏观经济热度指数在2018年四季度见底之后连续两个季度向上反弹，企业家宏观经济热度指数在2019年一季度触底之后二季度出现回升态势。6月25日，央行召开货币政策委员会2019年第二季度例会，提出将密切关注国际国内经济金融形势变化，适时适度实施逆周期调节，提升金融体系与供给体系 and 需求体系的适配性，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。

1、贷款需求整体回落，货币政策维持边际宽松

贷款需求回落，银行景气度下降。2019年二季度贷款需求指数从2019年一季度的70.4%回落至66.2%，降低了4.2个百分点。分项来看，基建和制造业贷款增速回落速度较快，成为贷款需求增速回落的主要拖累。其中，制造业贷款指数环比下降了3.1个百分点，基础设施建设贷款指数环比下降了2.8个百分点。分企业规模来看，大中型企业回落贷款需求回落速度较快，小微企业贷款需求虽然出现回落，依然保持了较高水平，显著高于大、中型企业16个百分点和12.9个百分点，环比降低了1.3个百分点。随着贷款需求回落，银行业景气指数也结束了自2018年下半年以来的反弹，环比下降了0.6个百分点，银行盈利指数比上年同期降低0.3个百分点。说明经济复苏或有反复，随着贷款需求回落，二季度经济面临再次探底压力。

图1：银行家与企业家宏观经济热度指数出现不同程度回升

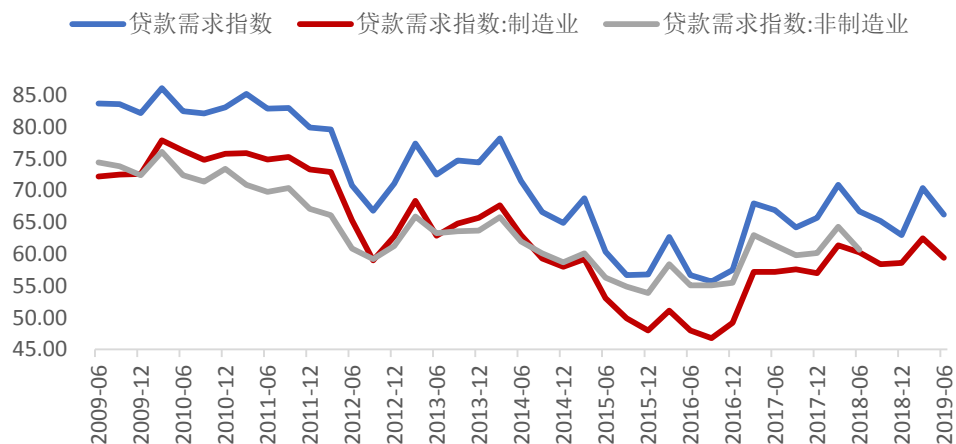


资料来源：Wind，新时代证券研究所

货币政策维持边际宽松。虽然二季度银行家和企业家感受的经济热度均出现了回升，但是实体经济高频数据和PMI数据显示，经济增长动能仍然较弱，同时对未来货币政策感受指数出现了一定程度回落，比2019年一季度下降了3.2个百分点，可见，央行在强化货币政策逆周期调节的背景下，更加注重“适时适度”，也就意味着央行宽松流动性投放更加注重择时和结构性投放，银行家对三季度货币政策宽松预期比重下降了6.9个百分点，二季度货币政策感受预期指数较一季度下降了3.2个百分点，同时，货币政策委员会二季度例会强调推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，可见金融供给侧结构性改革依然是央行未来货

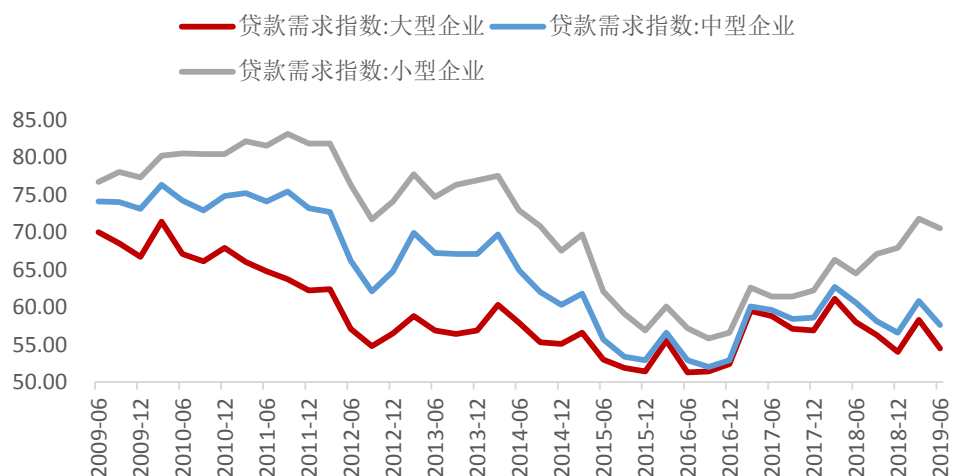
币政策重点，在央行的呵护下，流动性总量较为充裕，我国 DR001 加权平均利率一度跌破 1%，资金面平稳跨越半年末时点；随着 G20 峰会上中美双方重启贸易谈判，外部不确定性有所下降，下半年央行大幅“大水漫灌”的必要性降低，7 月流动性难言宽松，对流动性结构分层缓解成为关键。

图2： 贷款需求整体回落

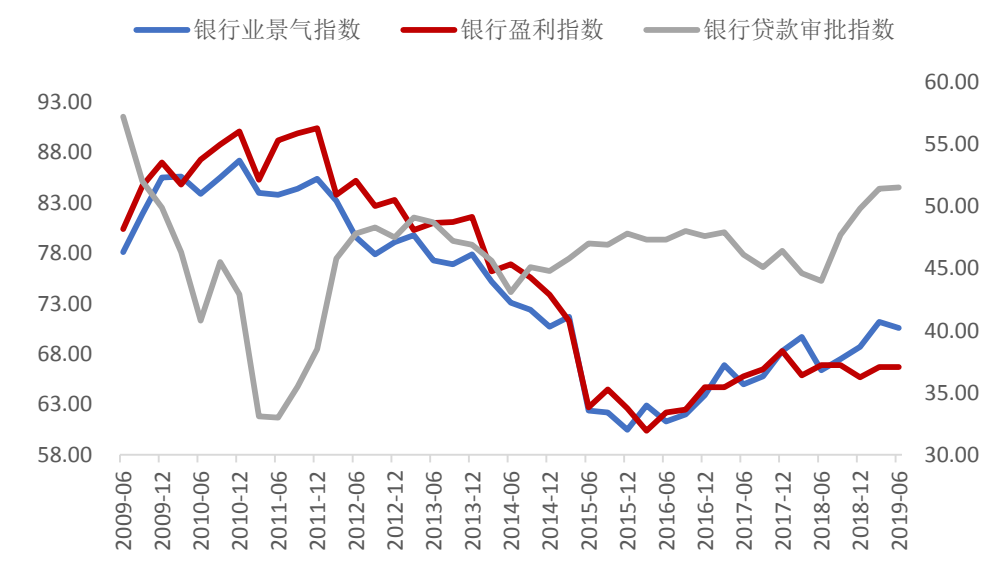


资料来源：Wind，新时代证券研究所

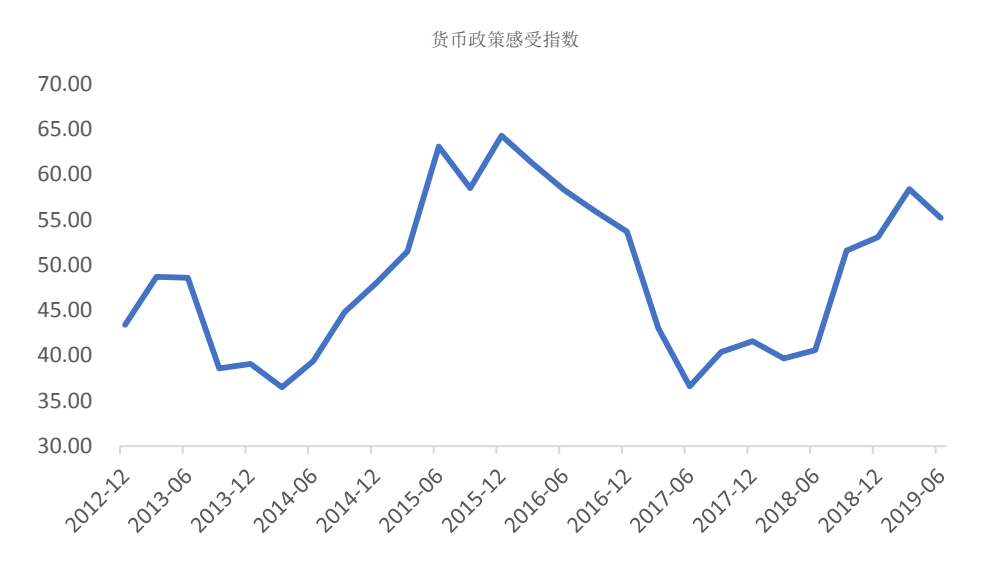
图3： 不同类型企业贷款指数变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 银行贷款审批、盈利及景气指数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 货币政策感受指数

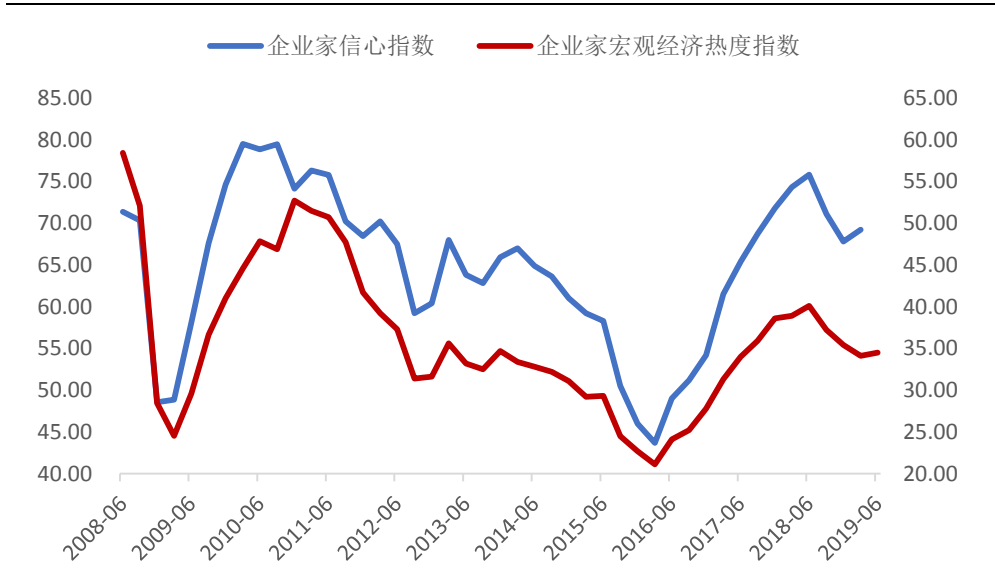
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、企业经营指数回升，盈利能力出现好转

出口订单出现回升，企业经营景气指数回升，经济有望企稳。虽然5月中美贸易摩擦又加剧，但有抢出口现象，二季度出口订单指数环比上升了3.4个百分点；内需受发改委财政部一系列政策刺激下有所回暖，其中，国内订单指数较上季提高4.6个百分点，比去年同期低4个百分点。受增值税改革影响，企业盈利指数较上一季度提高4.3个百分点，但是需求疲弱加上PPI增速低于去年同期，盈利指数比去年同期低3.1个百分点。如果积极财政政策能够稳住下游需求和企业生产，加上中美贸易摩擦可能缓解，未来企业经营状态开始好转，盈利能力虽然弱于去年同期，

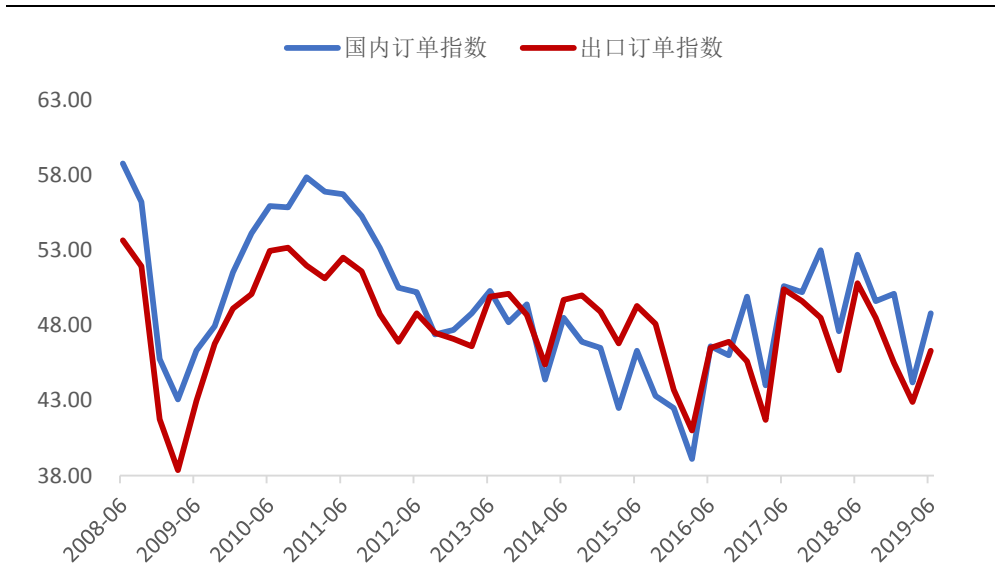
但是不再继续恶化，出现边际改善。

图6： 企业家信心与企业家宏观经济热度指数（%）



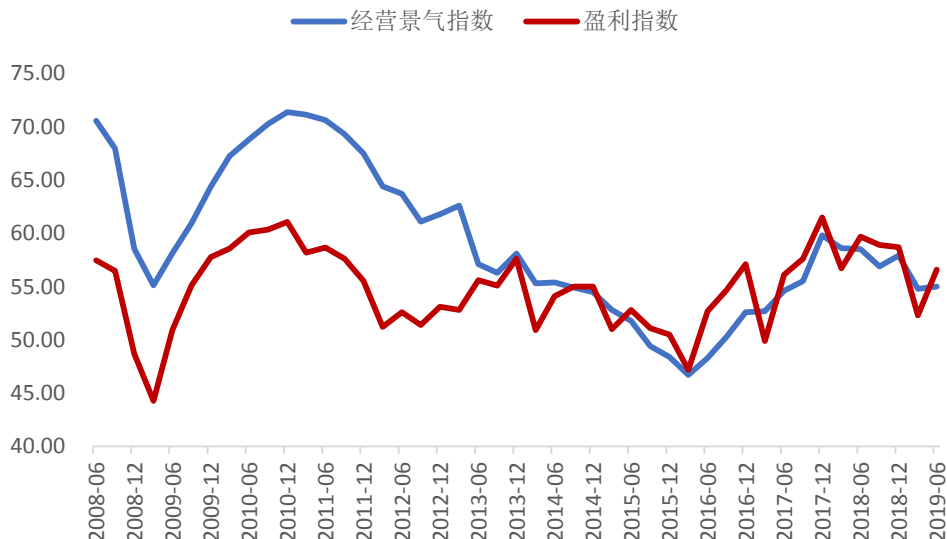
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 国内和出口订单指数（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

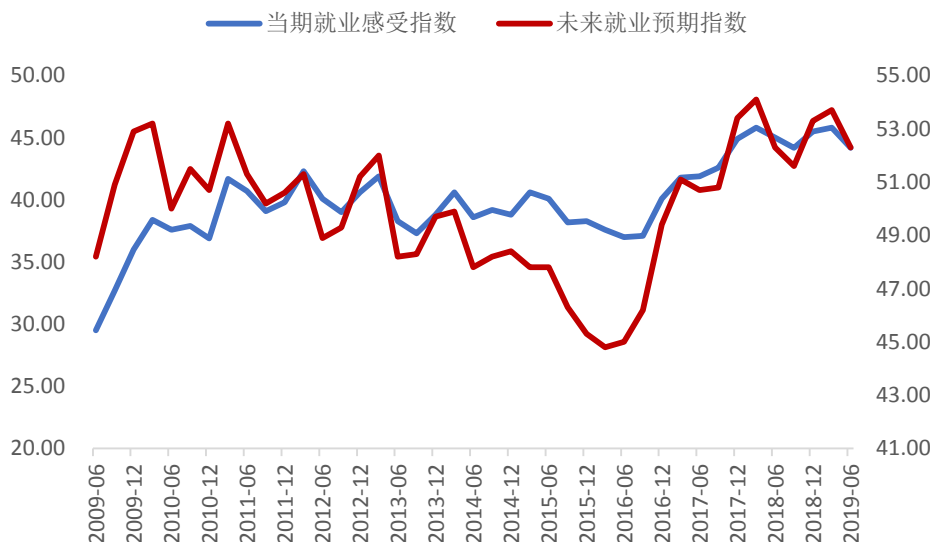
经济未来有望逐步企稳。受大宗商品价格影响，原材料购进价格感受指数降至58.7%，环比下降0.1个百分点，比去年同期低6.1个百分点；产品销售价格感受指数率先反弹，上升为47.3%，环比上升了0.3个百分点，比去年同期低4.8个百分点，可见随着政策面持续加码，企业家对未来经济发展信心逐步回升，未来经济有望逐步企稳。

图8：企业经营景气和盈利指数（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、居民就业和收入感受指数出现回落，倾向消费和储蓄

就业形势严峻，居民就业感受指数再次下降。2019年二季度居民当期就业感受指数为44.2%，比上季下降了1.6个百分点。其中15.5%的居民认为就业好转，占比进一步下降。从实际情况来看，就业形势依然严峻。2019年5月城镇调查失业率同比提高了0.2个百分点，就业人员每周工作时间延长至46.3小时。可见，现阶段居民就业压力依然较大，短期未出现缓解现象。

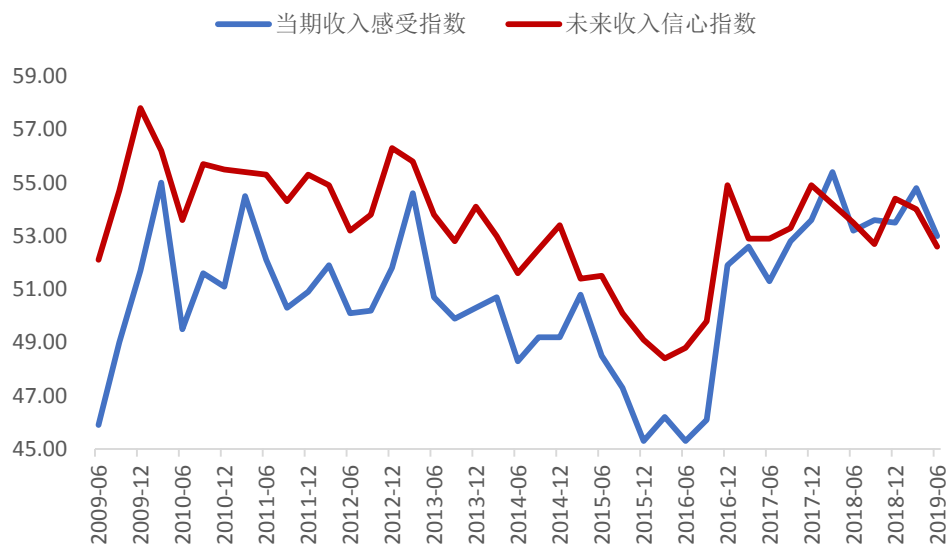
图9：居民当期就业感受和未来就业预期指数（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

居民收入感受指数出现回落。在减税降费政策下，2019年一季度居民当期收入感受指数为54.8%，环比回升1.3个百分点，但是由于33.9%的居民依然认为“形势严峻，就业难”，未来受就业压力增加影响，居民收入信心指数较上季回落1.8

个百分点，维持低位。居民物价满意度有所下降，预期物价预期指数环比比一季度回升 1.6 个百分点，对下季度物价持回升态度占比 29.2%，虽然近期受蔬菜和水果价格的回落，居民对未来通胀保持乐观。

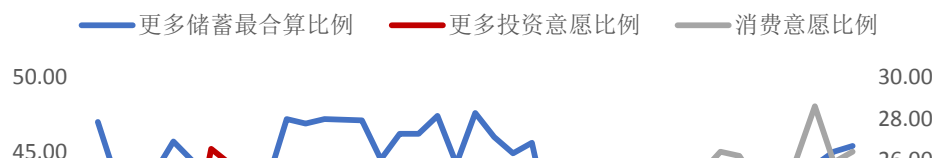
图10： 居民当期收入感受和未来收入信心指数（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

居民消费意愿提升，投资意愿下降。其中倾向于“更多消费”的居民占比较上季提高 0.5 个百分点，比重为 26.4%；倾向于“更多储蓄（存款）”的居民较上季回升 0.4 个百分点，倾向于“更多投资”的居民较上季下降 1 个百分点，其中，理财、信托、股票是居民最偏爱的前三位投资方式。随着地产市场调整，未来 28.2%居民预期下季房价将会上涨，居民购房意愿有所下降，在居民准备增加支出项目中排名第四位，前三位分别为旅游（33.6%）、教育（29.3%）、医疗保健（25.3%）。但是购车和大额商品购买意愿依然较低，旅游等成为居民消费升级新的增长点。

图11： 居民消费、储蓄、投资意愿比例（%）



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_11680

