

央行的五大关切和一个核心思路

宏观数据点评

2019年05月20日

报告摘要：

从一季度货政执行报告中，我们可以看到央行的五大关切和一个核心思路。

● 关切之一：提升潜在产出的核心是提高全要素生产率

央行认为，中国经济的问题和矛盾既有周期性的，但更多是结构性、体制性的。当前经济实际增速与潜在增速相近，未来经济潜在增速面临制约因素，提升潜在产出的核心是提高全要素生产率。要提高全要素生产率，需要通过技术进步、体制机制改革等手段。

● 关切之二：物价走势存在不确定性

央行认为物价形势总体较为稳定，同时也指出物价不确定因素有所增加，需持续监测。央行点出了三个不确定因素，分别是猪肉价格、原油价格和减税影响。我们预计未来几个月CPI有上行风险，但“破3”可能性不高，不会对货币政策形成掣肘。

● 关切之三：目前利率“两轨合一轨”的重点在贷款端

央行指出，深化利率市场化改革，目前的重点是推动贷款利率“两轨合一轨”，秉持了“先贷款后存款”的改革思路。“两轨合一轨”有助于降低风险溢价，从而推动小微企业贷款利率下降。未来可能进一步发挥LPR的定价指导作用。

● 关切之四：保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

央行强调，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，这表明央行不会采取大幅贬值的方法来对冲关税提高的影响。若短期内人民币贬值压力持续加大，不排除央行会采取再次上调远期售汇风险准备金率等措施来稳汇率。

● 关切之五：做好结构性去杠杆和货币政策操作的平衡

央行认为，结构性去杠杆需要货币政策保持稳健和松紧适度，稳健的货币政策有助于为结构性去杠杆提供适宜环境，二者相辅相成，共同助力推动经济高质量发展。

● 核心政策思路：把好货币供给总闸门，不搞大水“漫灌”

这一核心思路表明，即便美国进一步加征关税，即便外部经济环境总体趋紧，即便最新数据显示中国经济仍有下行压力，短期内都未能改变我国货币政策的取向。这意味着，全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都是看不到的。我们认为，若最终贸易摩擦全面升级，大规模逆周期调节措施落地时点大概率也是2020年。

为什么坚持这一核心思路？我们认为可能的原因包括：一是贸易谈判可能延至2019年下半年，政策应对仍需等待最终谈判结果；二是短期内加码宽松刺激政策，可能再次推高我国金融风险 and 固化经济结构扭曲，使过去几年的努力付之东流；三是考虑到贸易摩擦升级的负面影响长期存在，我们还需要预留一些政策空间，用于缓解2020年的经济下行压力。

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：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

5月17日（周五）晚间，央行发布了2019年一季度中国货币政策执行报告。近五年来，一季度货币政策报告均在5月上半月发布，本次报告延后至下半月，略显意外。结合近日中美贸易摩擦阴云再起，本次报告释放的货币政策信号就更加惹人关注。

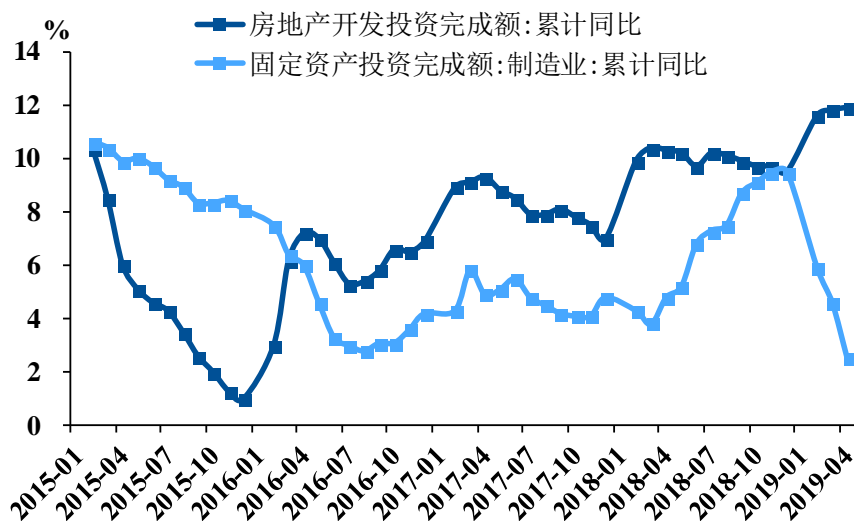
从一季度货币政策执行报告中，我们可以看到央行的五大关切和一个核心思路。

央行关切之一：提升潜在产出的核心是提高全要素生产率

总体看，央行对一季度经济评价积极。央行强调2019年以来经济运行总体平稳、好于预期，认为未来一段时期中国经济保持平稳发展的有利因素较多。

在肯定成绩的同时，央行也点出了中国经济存在的两个问题。一是外部经济环境总体趋紧，央行指出贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险，这一点可以看作央行对近期贸易摩擦升级的回应；二是经济增长对房地产和基建投资依赖较高，经济内生增长动力有待进一步增强，这一点与我们多次强调的传统动能和内生动能的关系问题不谋而合（图1）。

图1：2019年以来房地产投资向上，制造业投资向下



资料来源：Wind，民生证券研究院

央行认为这些因素既有周期性的，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。这些表述和419政治局会议精神保持一致，并无意外之处。

央行对经济潜在增速的分析精彩纷呈，是本次报告的一大看点所在。在专栏5中，央行认为，当前经济实际增速与潜在增速相近，未来经济潜在增速面临制约因素，提升潜在产出的核心是提高全要素生产率。而要提高全要素生产率，需要通过技术进步、体

制机制改革等手段。根本上，央行认为要坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放。

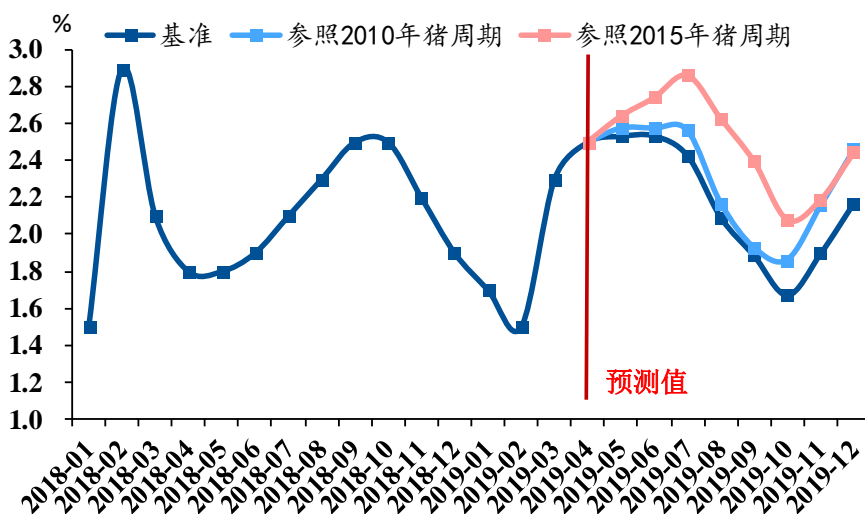
央行关切之二：物价走势存在不确定性

央行认为物价形势总体较为稳定，主要支撑逻辑有两条。一是近期经济总供求基本平衡，核心 CPI 大体稳定，这一点与央行测算的产出缺口接近为零保持一致；二是供给侧改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，产能过剩问题明显缓解。

同时，央行也指出物价不确定因素有所增加，需持续监测。央行点出了三个不确定因素，分别是猪肉价格、原油价格和减税影响。

我们认为，猪肉价格和原油价格上升，构成 CPI 上行风险；减税措施，按央行说法，对不同部门的物价指数产生不同影响，分大类来看，可能对 CPI 构成下行风险，对 PPI 构成上行风险。总体看，我们预计未来几个月 CPI 有上行风险，但“破 3”可能性不高（图 2），不会对货币政策形成掣肘。

图 2：未来几个月 CPI 有上行风险，但“破 3”可能性不高



资料来源：Wind，民生证券研究院

央行关切之三：目前利率“两轨合一轨”的重点在贷款端

自从今年 3 月《政府工作报告》提出深化利率市场化改革和降低实际利率水平以来，利率市场化如何推进就得到了市场的高度关注。本次报告中，央行明确表示，当前利率市场化改革的一个核心问题就是稳妥推进利率“两轨合一轨”。

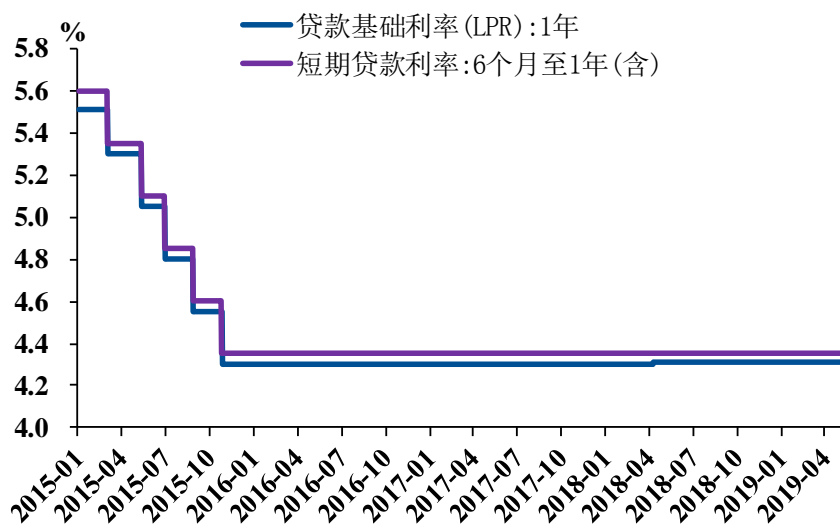
早在 2002 年，央行就确定了利率市场化改革的总体思路，即先外币、后本币；先

贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额。这次仍然秉持了“先贷款后存款”的思路，央行指出，深化利率市场化改革，目前的重点是推动贷款利率“两轨合一轨”。

“两轨合一轨”有助于推动小微企业贷款利率下降。央行指出，目前货币市场利率稳定，贷款的实际利率受风险溢价影响较大，推动贷款“两轨合一轨”有利于增强市场竞争，促使金融机构更准确地进行风险定价，降低风险溢价，从而促进降低小微企业融资成本。

央行高度重视贷款基准利率（LPR）的重要作用。央行指出，下一步重点是要进一步培育市场化贷款定价机制，并且专门提到，LPR 的市场认可度和公信力逐步增强，已成为金融机构贷款利率定价的重要参考。我们认为，鉴于目前 LPR 存在变动不够灵活、期限结构单一等问题（图 3），为了更好地发挥 LPR 的定价指导作用，未来可能出现针对性调整。

图 3：目前 LPR 存在变动不够灵活、期限结构单一等问题



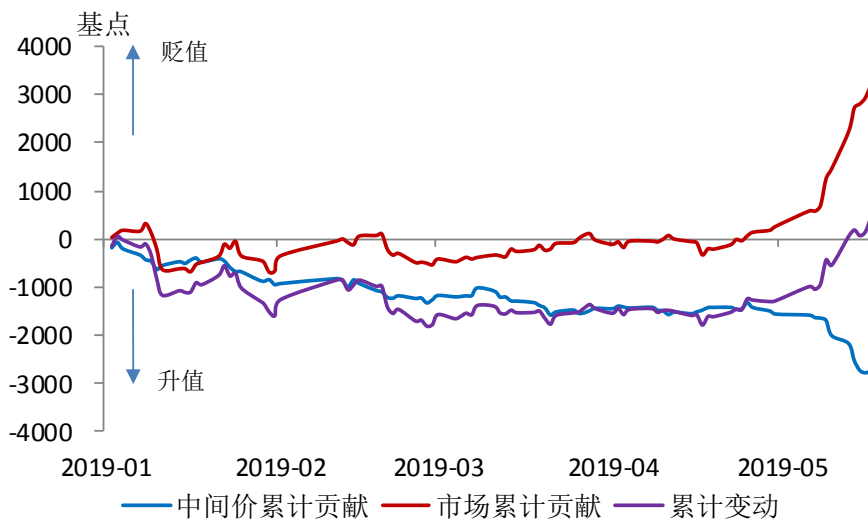
资料来源：Wind，民生证券研究院

央行关切之四：保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

自 5 月 6 日特朗普发推表示对中国商品加征关税以来，人民币对美元汇率出现快速贬值。我们研究表明，近日人民币贬值的主要驱动力是市场力量，而不是政策因素（图 4）。

在这个微妙时点，央行对人民币汇率的态度无疑受到各方关注。其实早在 2018 年二季度货币政策执行报告中，在当时中美贸易摩擦抬头的背景下，央行已经明确表示，“人民币汇率主要由市场供求决定，中央银行不会将人民币汇率作为工具来应对贸易摩擦等外部扰动”。

图 4：近日人民币贬值的主要驱动力是市场力量，而不是政策因素



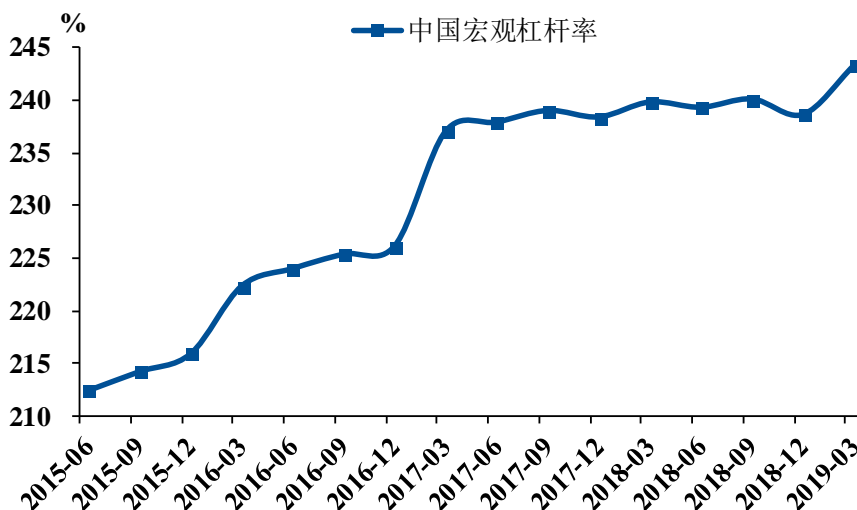
资料来源：Wind，民生证券研究院

本次报告中，央行再次强调，保持人民币汇率弹性，加强宏观审慎管理，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，保持汇率合理稳定，也就意味着不会采取大幅贬值的方法来对冲关税提高的影响。若短期内人民币贬值压力持续加大，不排除央行会采取再次上调远期售汇风险准备金率等措施来稳汇率。

至此，对于人民币汇率会不会大幅贬值，央行已经给出了明确的答案。

央行关切之五：做好结构性去杠杆和货币政策操作的平衡

图 5：一季度中国宏观杠杆率再次上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

2019 年一季度中国宏观杠杆率再次上升（图 5），419 政治局会议重提“结构性去杠杆”，央行在本次报告专栏 6 中，详细探讨了结构性去杠杆与稳健的货币政策的关系。

央行指出，若货币政策失之于松，虽然存量债务短期内可以获得更大的转圜余地，但也可能导致新增债务无序扩张，催生经济体系资金空转、脱实向虚。若货币政策失之于紧，虽然可以比较有力地控制新增债务，但也可能导致存量债务兑付压力过大，造成信贷、债券市场等偿付紧张。

归根结底，央行认为，结构性去杠杆需要货币政策保持稳健和松紧适度，稳健的货币政策有助于为结构性去杠杆提供适宜环境，二者相辅相成，共同助力推动经济高质量发展。

央行的核心政策思路：把好货币供给总闸门，不搞大水“漫灌”

在“下一阶段主要政策思路”部分，央行再次提到了“闸门”。央行表示，稳健的货币政策要松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”。

我们认为，“把好货币供给总闸门，不搞大水‘漫灌’”的表述非常重要，基本上概括了央行的核心思路。实际上通篇报告都围绕这一句话展开，我们能够看到，在央行关切的提高全要素生产率、关注物价走势不确定性、保持汇率合理稳定、坚持结构性去杠杆等问题中，都隐含着把好货币供给总闸门、不搞大水“漫灌”的态度和要求。这意味着，全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都是看不到的。我们认为，若最终贸易摩擦全面升级，大规模逆周期调节措施落地时点大概率也是 2020 年。

这一核心思路表明，即便美国进一步加征关税，即便外部经济环境总体趋紧，即便最新数据显示中国经济仍有下行压力，短期内都未能改变我国货币政策的取向。乱云飞渡仍从容，货币政策坚持 419 政治局会议确定的稳健取向不动摇，正在践行中央强调的“保持定力、增强耐力”。

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_12444

