

经济走势将推动政策再度宽松

西南宏观观点

- **央行继续坚持松紧适度货币政策，相对经济走势略显审慎。**人民银行按季度发布的货币政策执行报告向来是我们观察货币政策的一个窗口。每期报告发布之后，我们都会对报告第五部分“货币政策趋势”逐字逐句做文本分析，观察其措辞相对上一期报告有什么变化。就19年1季度货币政策执行报告和18年4季度报告文本对比，结合当前经济走势以及外部环境变化来看，央行货币政策略显审慎。本次货币政策执行报告中，央行表示货币政策将继续保持松紧适度。而松紧适度货币政策关键的衡量标准是名义GDP与广义货币M2、社融增速相对一致。央行以专栏形势阐述了“以适度的货币增长支持高质量发展”。表示我国当前经济运行保持在合理区间，是在不搞“大水漫灌”的情况下实现的，成果来之不易。显示，央行对过高的广义货币和社融增速持审慎态度。而在经济风险中，本次货币政策执行报告沿继4月19日政治局会议表述，认为经济下行更多是结构性、体制性的原因，必须保持定力、增强耐力。因而相对于当前趋弱的经济走势，货币策略略显审慎。
- **经济下行压力上升将迫使货币政策再度宽松。**虽然本次货币政策执行报告中央行表示货币政策继续保持稳健。但同时也表示将根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。显示如果经济出现下行，逆周期政策将再度发力。同时，央行表示目前货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，有能力应对各种内外外部不确定性。显示央行有足够工具来应对经济下行压力。近期宏观数据呈现出经济再度走弱态势，同时，随着中美贸易冲突升级，外部风险不断增加，这将进一步加剧经济下行压力。因而，随着经济放缓压力上升，央行货币政策宽松程度将加码。一方面，央行将继续加大公开市场资金投放，流动性将继续保持合理充裕，我们预计央行将于6月再度降准；另一方面，央行将着力疏通宽松货币的传导渠道，包括加大对小微和民企贷款，通过多种货币政策工具增加信用供给。
- **央行关注通胀压力，但尚不会对其作反应。**面对近期猪肉价格持续上涨推升通胀的情况，央行在本次货币政策执行报告中对此进行了关注。同时表示原油价格逐步走高，国内钢材、成品油等工业品价格也有所回升。但央行总体认为物价形势较为稳定，总供求基本平衡，核心CPI平稳。虽然不确定因素有所增加，但我们认为这尚不足以改变央行货币政策。如果未来物价上涨是由单一商品驱动，例如猪肉价格驱动通胀回升，央行货币政策将不会对其作反应。可以借鉴的是2015年2季度货币政策执行报告中央行明确表示不会对单一商品价格上涨作反应。而由于总体需求偏弱，居民收入增速缓慢，因而总体需求不强环境下难以出现物价全面上涨情况。我们预计今年CPI或难以破3，因而在经济存在放缓压力之下，央行货币政策不会对通胀弱回升作反应。
- **央行继续推进利率“两轨并一轨”工作，降息不是央行优先选择政策。**央行本次货币政策执行报告中以专栏形势阐述了“稳妥推进利率‘两轨并一轨’”工作。央行表示以Shibor利率、贷款基础利率(LPR)、国债收益率为代表的金融市场基准利率体系已经基本形成，而利率发展的目标在于将存贷款基准利率

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 外部风险继续加大，内需重要性持续提升 (2019-05-19)
2. 经济放缓，逆周期调节政策将再度发力 (2019-05-16)
3. 定量分析中美贸易战对经济的影响 (2019-05-15)
4. 跟随内需变化的方向 (2019-05-12)
5. 实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力 (2019-05-10)
6. 通胀压力减轻，年内或难破“3%” (2019-05-10)
7. 外需将弱势运行，经济企稳依然需要依赖内需 (2019-05-08)
8. 经济继续弱平稳，逆周期政策或再度发力——月度经济预测 (2019-05-06)
9. 小长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-05-05)
10. 从宏观面寻找资本市场锚 (2019-04-30)

向市场并轨。其中贷款利率方面，美国、日本、印度等经济体都曾经建立类似 LPR 的报价机制。未来 LPR 可能将更多的代替贷款基准利率。在“两轨并一轨”总体改革方向之下，降息或许并非央行首选的货币政策，因而，我们认为虽然经济放缓将迫使逆周期政策发力，但央行降息可能性有限。



- **央行稳定人民币汇率预期，人民币汇率破 7 可能性有限。**近期中美贸易冲突加剧，全球避险情绪上升之后，人民币兑美元汇率有所贬值，目前已经攀升至 6.9 以上，接近 7 的水平。面对近期人民币汇率贬值预期有所抬头的情况，央行在本次货币政策执行报告中明确表示将“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”。央行的表态将稳定汇率市场预期。虽然短期人民币汇率依然承压，但是考虑到过去几年人民币兑美元汇率两次逼近 7 位置，但并未贬破 7，因而 7 对市场预期具有较为重要意义。在稳定市场预期考虑之下，我们预计央行将保持人民币汇率大致平稳，人民币汇率短期破 7 可能性有限。
- **逆周期政策将发力，经济弱平稳决定资本市场无趋势性机会，只有预期变化带来的阶段性机会。**虽然短期经济具有放缓压力，但考虑到外部不确定性上升，因而稳内需的逆周期政策将再度发力，经济将延续弱平稳走势。因而从宏观面看，市场继续调整空间有限，如果市场出现大幅调整，则是较好的买入机会。对债市来说，当前位置短期依然有配置价值。我们利用基本面指标和资金面指标构建的利率拟合模型显示，当前基本面和资金面支撑的 10 年期国债利率为 3.4%，略高于当前水平。但考虑到近期随着逆周期政策回撤，未来经济下行预期可能再度上升，因而债券利率可能较中枢水平下方继续下行，但难以低于去年底低点。因而短期看，债市依然具有阶段性行情。

附录：货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本比对

以下为《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本比对分析。我们通过对比 2019 年 1 季度和 2018 年 4 季度报告的文字差异,来找寻货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句;黑体部分为新增语句;加了删除线的部分为 2018 年 4 季度报告中有,但在 2019 年 1 季度报告中删除的语句。

一、对货币运行的总体看法

下一阶段,中国人民银行将按照党中央、国务院部署,以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,坚持稳中求进工作总基调,落实“巩固、增强、提升、畅通”八字方针,注重以**供给侧结构性改革的办法稳需求,坚持结构性去杠杆,坚持新发展理念,坚持推动高质量发展**,~~坚持以供给侧结构性改革为主线,紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务~~,稳健的货币政策保持松紧适度,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,注重保持货币信贷合理增长、优化信贷结构和防范金融风险之间的平衡。创新货币政策工具,发挥各部门的政策合力,从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础。协调好本外币政策,处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。深化金融供给侧结构性改革,扩大对外开放,通过增加供给和竞争改善金融服务。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环,促进国民经济整体良性循环。

二、对实体经济的看法

基调

2019 年第一季度,中国经济开局平稳,经济结构继续优化。工业服务业较快增长,投资增速稳步回升。消费价格涨势温和,就业形势总体稳定。初步核算,第一季度国内生产总值为 21.34 万亿元,按可比价格计算,同比增长 6.4%,与上年四季度持平,CPI 同比上涨 1.8%。

积极因素

展望未来一段时期,中国经济保持平稳发展的有利因素较多。全球经济增长面临的下行风险有所加,但总体仍保持平稳增长保持平稳增长但总体仍延续复苏态势。中国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。三大攻坚战进展良好,供给侧结构性改革不断深化,总供求**基本平衡,经济增长保持韧性**,改革开放有力推进,就业形势保持稳定,人民生活持续改善,保持了经济持续健康发展和社会大局稳定,经济增长具有**潜力和韧性**。积极财政政策和稳健货币政策逐步发力,金融支持实体经济力度稳固,信用收缩明显缓解,大规模减税降费等政策效果逐步显现。目前,货币政策应对空间充足,货币政策工具箱丰富,有能力应对各种内外部**不确定性**。~~金融风险防控成效显著,宏观杠杆率趋于稳定,2018 年我国 M2 与 GDP 之比较上年下降 3 个百分点。~~2019 年第一季度宏观经济指标保持在合理区间,市场信心提升,新旧动能转换加快实施,经济运行总体平稳、好于预期。国际货币基金组织 4 月将中国 2019 年 GDP 增速预测值上调了 0.1 个百分点。同时,坚持结构性去杠杆,金融风险防控**成效显著,金融服务实体经济的质量和效率逐步提升,经济结构继续优化**。中国人民银行 2019 年

第一季度企业家问卷调查显示，企业家信心指数环比上升；城镇储户问卷调查显示，居民就业预期指数为53.7%，环比上升0.4个百分点，保持在相对高位。

风险和挑战

也要看到，经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化，推进供给侧结构性改革过程中不可避免会遇到一些困难和挑战，经济运行稳中有变、变中有忧。长期积累的风险隐患有所暴露，经济仍面临下行压力。从国际环境看，世界经济形势错综复杂，地缘政治风险依然较大，外部经济环境总体趋紧。主要发达经济体货币政策趋势存在不确定性，贸易摩擦给未来出口形势亦带来较大不确定性，可能造成外需对经济的边际拉动作用减弱，还可能影响投资者情绪，加剧金融市场波动。从国内经济形势看，部分传统支柱产业进入调整期，制造业投资和民间投资增长有所放缓，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。

三、对通胀的看法

总体形势

物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加。对未来变化需持续监测。

通胀压力可控

物价涨幅主要取决于经济基本面状况和供求的相对变化。近期国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡，核心CPI大体稳定；供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，产能过剩问题明显缓解，这些都有利于物价保持平稳。也要看到，近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多，对猪肉价格影响较大；国际原油价格逐步走高，国内成品油、钢材等工业品价格也有所回升。此外，减税措施还可能对不同部门的物价指数产生不同影响。总体来看，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。

四、货币政策展望

基调

下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院部署，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度。注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融宏观调控。立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力。深化金融供给侧结构性改革，调整优化金融体系结构，不断改进金融服务。面对内外部经济环境变化，因时因势更有针对性地实施宏观调控。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，进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，创新货币政策工具和机制，进一步降低实体经济尤其是小微企业融资成本，提高金融服务实体经济的

能力和意愿。把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。

具体措施之一：宏观货币政策方向

一是稳健的货币政策保持松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，增强调控前瞻性、针对性和有效性，精准把握好调控的度，加强预期引导，稳定市场预期，继续灵活运用多种货币政策工具组合，强化政策协调，适时预调微调。平衡好总量和结构之间的关系，发挥各部门的政策合力，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。加强宏观审慎管理，推动商业银行多渠道补充资本。继续组织实施好宏观审慎评估（MPA）相关工作，并不断改进完善，引导金融机构加大对民营、小微企业和“三农”等领域的支持力度，提高金融服务实体经济的效率。

具体措施之二：货币政策结构

二是促进结构优化，更好地服务实体经济。发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，做好金融支持供给侧结构性改革各项工作。按照市场化法治化的原则，继续运用各种政策工具，引导金融机构加大对民营和小微企业支持力度。运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，创新和丰富货币政策工具组合，发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，引导金融机构继续做好重点领域和薄弱环节的金融服务。深化金融供给侧结构性改革，畅通货币政策传导机制，着力缓解小微和民营企业融资难融资贵问题。开展小微企业信贷政策导向效果评估，强化评估结果运用。指导大型商业银行下沉金融服务重心、转变金融服务理念，推动民营银行和社区银行发展，引导地方法人金融机构业务回归本源，专注小微等实体经济金融服务。持续优化扶贫再贷款管理，鼓励和支持金融机构加大扶贫领域信贷投放。加大产业扶贫、基础设施建设等扶贫领域重点工作的落实力度，加强金融扶贫领域风险防范，统筹做好金融支持脱贫攻坚与乡村振兴金融服务，推动金融扶贫可持续，不断改善农村金融服务。继续做好“两权”抵押贷款试点衔接工作。做好支持制造业高质量发展、去化过剩产能等重点领域的金融服务，加大对养老、教育、健康等新消费领域，以及创业创新、科技、文化、海洋经济、战略性新兴产业等国民经济重点领域的金融支持力度。持续研究金融支持退役军人、高校毕业生、妇女等重点人群创业就业的政策措施，进一步做好助学、农民工、民族地区等薄弱环节和弱势群体金融服务。统筹做好京津冀协同发展、一带一路、粤港澳大湾区、长江经济带、军民融合等国家重大战略金融服务。继续切实落实政策要求，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解银行债务存量，推动必要在建项目后续建设，分类协商处理存量债务，保护债权人合法权益。进一步发挥信贷资产证券化盘活存量的积极作用，推动经济提质增效和转型升级。

具体措施之三：利率、汇率及人民币跨境结算

三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，重点进一步疏通央行政策

利率向市场利率尤其是信贷利率的传导，提升金融机构贷款定价能力，适度增强市场竞争，更好地服务实体经济。继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，健全市场化的利率形成机制。加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，发挥好市场利率定价自律机制的引导作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，维护公平定价秩序，**保持银行负债端成本基本稳定**。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，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。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换，推进人民币对其他货币直接交易市场发展，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，坚持发展、改革和风险防范并重，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。

具体措施之四：金融市场创新

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。增强金融服务实体经济能力，**坚持市场化法治化原则**，推动商业银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，**继续推进民营企业债券融资支持工具**，强化债券违约风险防范和处置机制，**加大对债券市场违法行为监管力度**，**发展商业银行柜台市场**，促进公司信用类债券发行准入和信息披露规则统一，加强绿色金融债券存续期监督管理。继续稳步有序推动债券市场双向开放，支持境外机构在境内市场发行债券及境内机构赴境外发行债券融资，推动境外机构投资境内债券市场。持续推动债券二级市场发展，不断优化交易、清算和结算等相关制度安排，完善做市商制度等市场化评价体系，提升债券市场流动性，为市场参与者创造更加友好、便利的投资环境。建立健全金融市场基础设施的统筹管理框架，进一步加强市场基础设施建设，确保金融市场整体稳定和安全高效运行。进一步完善分工明确、密切配合、协同有效的统一执法协作机制，打击市场违法犯罪行为，保护投资者利益，推动债券市场健康稳定发展。

具体措施之五：金融机构改革

五是深化金融**供给侧结构性改革**和**机构改革**，扩大对外开放，通过优化供给和增强竞争改善金融服务。坚决贯彻落实新发展理念，强化金融服务功能，以**服务实体经济、服务人民生活为本**，以**金融体系调整优化为重点**，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供**更高质量、更有效率的金融服务**，更好满足高质量发展的合理金融需求。持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革，完善公司治理，规范股东大会、董事会、监

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_12453

