

证券研究报告/宏观专题

经济仍存在下行压力，坚持结构性去杠杆， 适时适度实施逆周期调节——19 年 1 季 度《中国货币政策执行报告》点评

报告摘要：

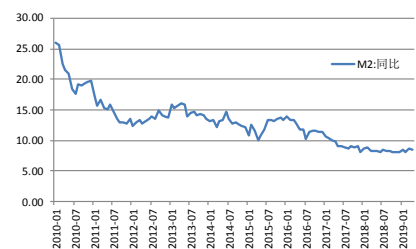
5 月 17 日晚间中国人民银行发布 2019 年一季度货币政策执行报告。报告认为，2019 年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性。工业、服务业较快增长，投资增长加快，消费价格涨势温和，就业形势总体稳定。但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。下一阶段，央行将注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，稳健的货币政策保持松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

对于经济潜在增速、货币增长速度、结构性去杠杆与稳健货币政策的关系等方面，报告均做了详细讨论。

总结来看，货币政策要为推动经济高质量发展服务，经济保持在合理区间是货币政策的底线。而防风险的基本思路是结构性去杠杆，其目的和前提是维持经济金融稳定。因此，货币政策若过紧，会导致存量债务兑付压力过大，不利于经济金融稳定，违背了结构性去杠杆乃至防风险的前提。但货币政策若过松，则可能导致新增债务无序扩张、资金空转、脱实向虚，不符合防风险的要求。这意味着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，以保证稳增长与防风险之间的平衡。

另外，央行还开辟专栏讨论了“三档两优”存款准备金率新框架与稳妥推进利率“两轨并一轨”。

报告指出一季度经济实际增速与潜在增速接近，但国内经济仍存在下行压力，与我们的前期观点一致，并与 4 月经济金融数据的不及预期相印证。5 月后贸易摩擦为经济前景带来较大不确定性，预计短期经济将承压，但长远看中美合作是唯一正确选择，对应到判断上，我们认为经济仍将在年中前后真正企稳，同时工业企业库存有望在二三季度探明底部。预计逆周期调控政策仍将积极发力，结构上将继续给予非国企部门以财税等政策优惠，而货币政策会在保证流动性合理充裕的基础上更注重相机抉择，当前形势下有望边际放松，结构性货币政策也将继续实施，若经济下行压力较大不排除降准可能。



相关报告

《逆周期调节仍需发力，经济将于年中企稳——4 月经济数据点评》20190516

《金融数据如期回落，货币政策仍将宽松——4 月金融数据点评》20190510

《货币政策稳健，不会 QE——18 年 4 季度<中国货币政策执行报告>点评》20190223

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目录

1. 一季度经济总体平稳、好于预期，但仍存在下行压力	3
2. 当前经济实际增速与潜在增速接近、货币增长适度	3
3. 推出“三档两优”准备金率框架，稳妥推进利率“两轨并一轨”	4
4. 结构性去杠杆与稳健货币政策的关系	4
5. 预计经济年中前后真正企稳，相机抉择下货币政策有望边际放松	5

1. 一季度经济总体平稳、好于预期，但仍存在下行压力

2019 年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性。工业、服务业较快增长，投资增长加快，消费价格涨势温和，就业形势总体稳定。但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。这是开篇央行对一季度以来国内外形势的总结，可见央行肯定了一季度经济开局良好，但对年内经济的总体态度仍谨慎，一方面，外需回落叠加贸易保护主义抬头，使外部经济环境总体趋紧，另一方面，结构性矛盾仍比较突出。

国际经济展望方面，央行引用 IMF4 月最新全球经济展望，预计 2019 年全球经济增长 3.3%，距 1 月的预计结果下调 0.2 个百分点。央行认为年内全球经济面临三大风险：一是短期内全球经济增长动能偏弱，政策应对空间有限；二是贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险；三是多种不确定性交织，可能放大各经济体的脆弱性。

国内经济展望方面，央行从正反两面都进行了讨论，相较于 2018 年 4 季度而言有所丰富。在展望未来方面，央行表示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，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。尽管如此，央行也强调经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾：（1）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。（2）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。

物价方面，央行认为受猪瘟和原油价格抬升的影响，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。

对此，央行表示，下一阶段将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，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。

2. 当前经济实际增速与潜在增速接近、货币增长适度

经济增速方面，报告指出，经初步估算，我国潜在经济增速近十年来有所下行，当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡，失业率、通胀水平总体保持稳定。

货币增长方面，报告认为近年来，M2 增速与名义 GDP 增速趋近，以适度的货币增长支持了高质量发展。报告表示，推动经济高质量发展，要求货币政策松紧适度，把好货币供给总闸门，引导广义货币 M2 与国内生产总值名义增速相匹配。（1）一方面，伴随我国经济从高速增长转向高质量发展，经济增长更趋“轻型”，消费、服务业和技术进步的贡献逐步上升。同时，住房货币化、储蓄结构、融资结构等过去推升 M2 增速的结构性因素也正在发生变化。较以往相对慢一点的货币增速可以满足经济运行保持在合理区间的需要。（2）另一方面，货币政策也需要为高质量发展营

造适宜的货币条件。在现代信用货币制度下，银行通过贷款创造存款货币来发挥组织生产的作用，在经济转型期需要更加重视对银行行为的引导。不仅要通过建立激励相容机制，提升银行服务实体经济的意愿与能力，还要合理运用资本与流动性工具，引导商业银行加强自身的风险管理，优化信贷资源的配置，提升银行服务实体经济的效率。

下一阶段，央行将继续实施好稳健的货币政策，**根据经济增长和价格形势变化及时预调微调**，为供给侧结构性改革与高质量发展营造适宜的货币金融环境。

3. 推出“三档两优”准备金率框架，稳妥推进利率“两轨并一轨”

2019年5月6日，中国人民银行宣布将服务县域的农村商业银行存款准备金率与农村信用社并档，简化准备金率档次，分三次于7月15日实施到位后，我国存款准备金制度“三档两优”的新框架将确立。“三档”是指根据金融机构系统重要性程度、机构性质、服务定位等，将存款准备金率设为三个基准档；“两优”是指在三个基准档的基础上还有两项优惠，一是第一档和第二档银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的，可享受0.5或1.5个百分点的存款准备金率优惠，二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受1个百分点存款准备金率优惠。

另外，央行开辟专栏讨论了利率“两轨并一轨”。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”，这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，并进一步疏通货币市场利率向贷款利率的传导，促进降低小微企业融资成本。**稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，重点是要进一步培育市场化贷款定价机制**，借鉴国际经验，2013年10月25日，我国的LPR集中报价和发布机制正式运行。下一阶段，按照党中央、国务院决策部署，人民银行将稳妥推进“两轨合一轨”，深化利率市场化改革。在此过程中，继续发挥好市场利率定价自律机制作用，维护存款市场竞争秩序，保持银行负债端成本基本稳定，为降低企业融资成本创造有利条件。

4. 结构性去杠杆与稳健货币政策的关系

报告用专栏的形式论述了结构性去杠杆与稳健货币政策的关系。

央行指出，结构性去杠杆是打好防范化解金融风险攻坚战的基本思路，稳健的货币政策是我国宏观经济调控的重要政策安排，两者相辅相成，以深化供给侧结构性改革为主线，共同助力推动经济高质量发展。

稳健的货币政策有助于为结构性去杠杆提供适宜的宏观经济和货币金融环境。对于结构性去杠杆而言，保持经济金融稳定既是目的也是前提。而在结构性去杠杆过程中，货币政策过松或过紧都有可能偏离维护金融稳定、促进经济持续健康发展的初衷。**稳健的货币政策讲求松紧适度，有助于找好债务存量和增量、杠杆总量和结构的平衡点**，是稳中求进工作总基调的具体体现。

另外，深化金融供给侧结构性改革，适当运用结构性货币政策工具，发挥好“精准滴灌”作用，基于市场化原则提高对民营企业、小微企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持，有助于不断优化调整对不同部门、不同主体的金融供给，有保有压、稳妥高效地推进结构性去杠杆。结构性去杠杆过程中，必要的市场出清也能更好释放沉淀资源、提高资金效率，疏通货币政策传导，形成良性循环。

下一阶段，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，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，与结构性去杠杆进程协调推进，平衡好稳增长和防风险之间的关系。

5. 预计经济年中前后真正企稳，相机抉择下货币政策有望边际放松

我们认为，货币政策要为推动经济高质量发展服务，经济保持在合理区间是货币政策的底线。而防风险的基本思路是结构性去杠杆，其目的和前提是维持经济金融稳定。因此，货币政策若过紧，会导致存量债务兑付压力过大，不利于经济金融稳定，违背了结构性去杠杆乃至防风险的前提。但货币政策若过松，则可能导致新增债务无序扩张、资金空转、脱实向虚，不符合防风险的要求。这意味着货币政策要松紧适度，广义货币 M2 应与国内生产总值名义增速相匹配，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，以保证稳增长与防风险之间的平衡。

报告指出一季度经济实际增速与潜在增速接近，但国内经济仍存在下行压力，与我们的前期观点一致，也与 4 月经济金融数据的不及预期相印证。5 月后贸易摩擦为经济前景带来较大不确定性，预计短期经济将承压，但长远看中美合作是唯一正确选择，对应到判断上，我们认为经济仍将在年中前后真正企稳，同时工业企业库存有望在二三季度探明底部。预计逆周期调控政策仍将积极发力，结构上将继续给予非国企部门以财税等政策优惠，而货币政策会在保证流动性合理充裕的基础上更注重相机抉择，当前形势下有望边际放松，TMLF 等结构性货币政策也将继续实施，若经济下行压力较大不排除降准可能。

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_12454

