

宏观点评

央行 2019 年一季度货币政策报告的 7 大信号

事件：本周五（2019年5月17日），我国央行发布《2019年第1季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2019年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了2019年二季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了6个专栏，分别为：专栏1《以适度的货币增长支持高质量发展》；专栏2《“三档两优”存款准备金率新框架》；专栏3《稳妥推进利率“两轨合一轨”》；专栏4《中国金融开放取得积极成果》；专栏5《经济潜在增速分析》；专栏6《结构性去杠杆与稳健的货币政策》。

核心结论：央行每个季度的货币政策执行报告是把脉货币政策走向的关键资料，历来被各方高度关注。总体看，我国货币政策宽松总基调未变，但强化了政策灵活性和预调微调，再降准“降息”可期，需重点关注通胀和汇率的影响，以及关注利率并轨的进展。具体看，本次《报告》主要透露以下信息：

- 1.对全球经济延续悲观，贸易摩擦仍存风险；对国内经济相对乐观，强调经济增长的内生动能和提高全要素生产率，指出货币政策空间充足。
- 2.央行认为物价不确定因素增加、未来需持续监测；我们继续提示，2019年CPI高点大概率在7月，年内难“破3”。
- 3.货币宽松基调未变，强调政策灵活性和预调微调，重点在疏通货币传导和“定向滴灌”。央行延续政府工作报告的表述，重提“总闸门”但无碍宽松，“预调微调”旨在强化逆周期调节和稳定市场预期；贷款利率基本稳定，后续降基准利率难，若真降意味放松地产；“三档两优”新框架即将确立，往后仍有可能定向降准，或是调降公开市场操作利率配合TMLF加码定向降息。
- 4.总量调节向结构性调节转变，关注利率并轨和金融供给侧改革。其中利率并轨的重点在疏通货币市场利率向贷款利率的传导，贷款基础利率（LPR）有望成为重要参考；金融供给侧改革重在缓解小微企业和民营企业融资贵问题，着力点在于多样化增加金融供给。
- 5.继续强调“M2应与名义GDP大体匹配”，货币增长应保持适度，预计2019年M2同比增速难破9%，社融增速难破11%。后续需密切关注新增社融的具体去向，当下看存在两种可能，一是从领域来看，主要流向轻工业、基建和小微企业；二是鉴于信贷高增但M1仍较低，叠加短端信用利差修复效果好于长端，不排除一部分钱用来借新还旧缓解流动性紧张。
- 6.防范化解重大金融风险攻坚战仍是硬要求，但节奏和力度放缓；坚持结构性去杠杆，国企民企杠杆率将继续分化。
- 7.延续2018年四季度的“注重人民币汇率的弹性和稳定性”，贸易摩擦升温下汇率贬值压力加大，但鉴于美元指数难以持续走强，稳汇率也是总局的总要求，人民币更可能在逼近7的过程中反复，短期难破“7”。

风险提示：中美冲突升级；我国经济大幅下行。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmei@gszq.com

相关研究

- 1、《继续关注四大超预期——2019年中期宏观展望》2019-05-14
- 2、《1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据》2019-05-10
- 3、《央行四季度货币政策报告的8大信号，关注我国信用自主创造》2019-02-22
- 4、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2018-11-11
- 5、《央行《货币政策执行报告》的打开方式——兼评二季度报告》2018-08-13



内容目录

信号 1: 对全球经济延续悲观, 贸易摩擦仍存风险; 对国内经济相对乐观, 强调经济增长的内生动能和提高全要素生产率, 指出货币政策空间充足	3
信号 2: 央行认为物价不确定因素增加、未来需持续监测; 继续提示年内 CPI 高点大概率在 7 月, 难“破 3”	5
信号 3: 货币宽松基调未变, 强调政策灵活性和预调微调, 重点在疏通货币传导和“定向滴灌”; 重提“总闸门”但无碍宽松, 后续关注定向降准、定向降息等结构性调节	5
信号 4: 货币政策由总量调节向结构性调节转变, 关注利率并轨和金融供给侧改革	6
信号 5: 继续强调“M2 应与名义 GDP 大体匹配”, 货币增长应保持适度, 预计 2019 年 M2 同比增速难破 9%, 社融增速难破 11%	7
信号 6: 防范化解重大金融风险仍是硬要求, 但节奏和力度放缓; 坚持结构性去杠杆, 国企民企杠杆率将继续分化	8
信号 7: 保持人民币汇率的弹性和稳定, 贸易摩擦升温下汇率贬值压力加大, 但短期难破“7”	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 多数央行加息幅度显著不如美联储	4
图表 2: 多数央行并未跟随美联储缩表	4
图表 3: 美国政府杠杆率和财政赤字率均处于历史高位	4
图表 4: 欧元区政府债务率已高于欧盟规定的上限	4
图表 5: 各类贷款利率稳中缓降	7
图表 6: 一季度超储率季节性回落	7
图表 7: 社融存量增速大概率已经企稳	8
图表 8: 国企民企资产负债率将继续分化	9
图表 9: 人民币汇率贬值压力加大	10

本周五(2019年5月17日),我国央行发布《2019年第1季度中国货币政策执行报告》(以下简称《报告》),《报告》梳理了2019年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况,并展望了2019年二季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时,《报告》撰写了6个专栏,分别为:专栏1《以适度的货币增长支持高质量发展》;专栏2《“三档两优”存款准备金率新框架》;专栏3《稳妥推进利率“两轨合一轨”》;专栏4《中国金融开放取得积极成果》;专栏5《经济潜在增速分析》;专栏6《结构性去杠杆与稳健的货币政策》。具体看,释放了7大信号:

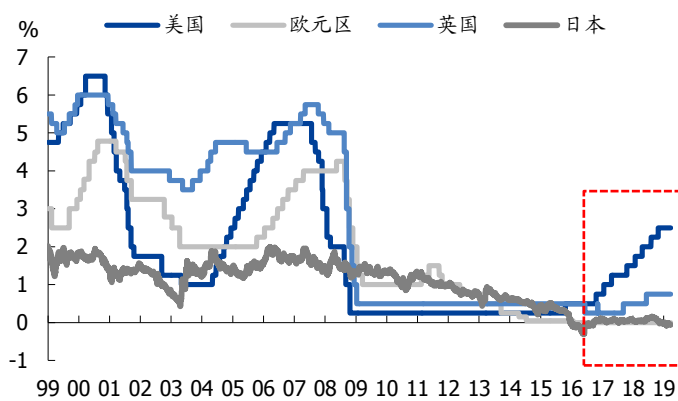
信号1:对全球经济延续悲观,贸易摩擦仍存风险;对国内经济相对乐观,强调经济增长的内生动能和提高全要素生产率,指出货币政策空间充足

对全球经济走势延续悲观。《报告》认为“全球经济增长动能减弱,主要发达经济体增长势头略有放缓,国际金融市场整体改善的基础并不牢固,全球经济下行风险仍然存在”基本延续此前的悲观观点,例如2018年四季度提到的“全球经济增长势头有所放缓,金融市场波动有所加大,经济下行风险有所增加。”。三季度“全球经济金融脆弱性有所上升”,二季度“受全球贸易摩擦及金融环境变化等影响,下行风险逐渐累积”。

重申中国经济运行平稳,但新增“好于预期”表述。《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,投资增速稳步回升。消费价格涨势温和,就业形势总体稳定。”。中国经济韧性仍强,基本延续此前的“平稳”表述,例如2018年四季度提到的“2018年,中国经济运行总体平稳,经济结构继续优化”,三季度“中国经济平稳增长,结构调整继续推进”,二季度“中国经济延续总体平稳、稳中向好的发展态势”,一季度为“国民经济保持平稳增长”。总体看,《报告》强调“一季度宏观经济指标保持在合理区间,市场信心提升,经济运行总体平稳、好于预期”,可以看出自2018.7.31政治局会议首提“6个稳”(稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期)以来,我国经济总体实现了持续健康发展和社会大局稳定。随着政府工作报告提到的积极财政政策和稳健货币政策的逐步发力,后续大规模减税降费等效果逐渐显现,社融底也将传导至经济底,稳增长的政策基础逐渐牢固。

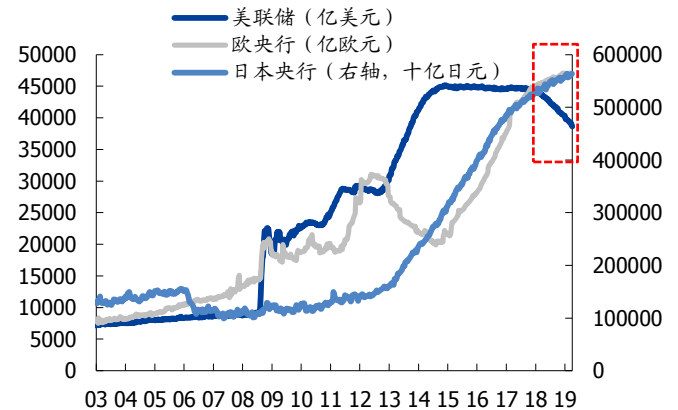
展望后市,对于全球经济,《报告》基本延续了去年四季度的三大风险点:一是短期内全球经济增长动能偏弱,政策应对空间有限(主要指多数国家尚未实现货币政策正常化,后续操作空间有限,以及受政府债务和财政赤字的制约,美欧财政政策扩张的空间有限);二是贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险(主要表现为对出口、通胀、和金融市场带来的冲击);三是多种不确定性交织,可能放大各经济体的脆弱性(即部分经济体企业杠杆率偏高或面临资本流出压力)。

图表 1: 多数央行加息幅度显著不如美联储



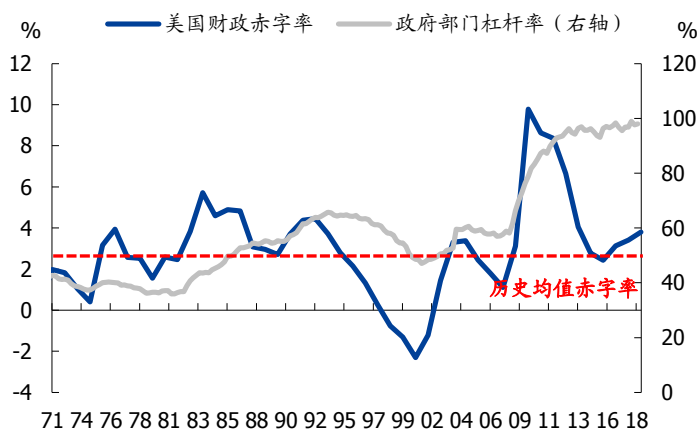
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 多数央行并未跟随美联储缩表



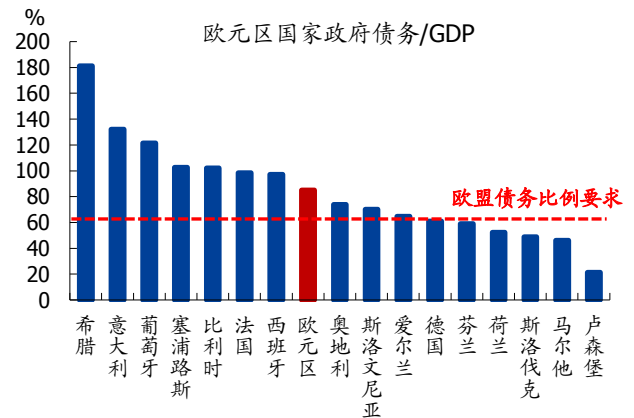
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 美国政府杠杆率和财政赤字率均处于历史高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 欧元区政府债务率已高于欧盟规定的上限



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对国内经济的担忧有所降低，但突出结构性调整，例如，强调全要素生产率的重要性和新旧动能转化。此外，央行认为我国货币政策调整的空间仍旧充足。展望国内经济，《报告》从政策面和基本面突出以下两个特点：

政策面看，《报告》认为“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”，此前4月央行多次辟谣降准，叠加3.10央行答记者问提到“当前降准还有一定空间，但这个空间比起前几年已经小很多了”引发市场对后续货币政策调整空间的担忧，我们认为随着央行政策工具箱的逐渐丰富，货币政策调节将具备更高灵活性，仍可有效维持流动性的合理充裕，维持此前观点，即货币宽松基调未变，更需关注总量调节向结构调节的转变（详见报告《“五一”宏观8看点》）。

基本面看，央行新增“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”的表述，应是对年初以来房地产投资超预期走高、但制造业投资下行的回应，再结合央行在专栏5《经济潜在增速分析》中提到的“未来看，通过技术进步、体制机制改革等提高全要素生产率，有助于拓展经济潜在增速的空间”，往后看，维持我们中期宏观展望的观点，后续硬科技将更加重视创新、新动能和科研技术产业化；同时考虑到央行指出“要注重通过体制机制改革，处理好知识产权投入、归属、使用和收益分享之间的关系”，知识产权和专利资本化也有望提速。

信号 2: 央行认为物价不确定因素增加、未来需持续监测; 继续提示年内 CPI 高点大概率在 7 月, 难“破 3”

《报告》认为, 物价形势总体较为稳定, 不确定因素有所增加。《报告》指出, “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。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。”总体看, 央行对物价波动性加大存在担忧, 但由于此前也有过类似提法, 即去年三季度报告指出“价格运行中的不确定性增多”; 四季度报告“生产者价格指数受国际大宗商品价格走势和国内供需影响, 存在一些不确定性, 对未来变化需持续监测”, 因此不需过分解读。

维持此前判断, 在猪价、油价和流动性的综合作用下, 二季度通胀压力较大, CPI 可能在 7 月前后达到年内高点(2.7%-2.9%)。除非油价超预期上涨, 否则年内 CPI 难“破 3”。后续仍需密切关注非洲猪瘟疫情和贸易摩擦升温可能对猪价造成的影响。

信号 3: 货币宽松基调未变, 强调政策灵活性和预调微调, 重点在疏通货币传导和“定向滴灌”; 重提“总闸门”但无碍宽松, 后续关注定向降准、定向降息等结构性调节

重提“货币总闸门”但无碍货币宽松。对于货币政策走向, 延续“稳健的货币政策保持松紧适度, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”的提法(2018 年四季度为“稳健的货币政策保持松紧适度, 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”)。此外, 新增“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”(延续了注重相机抉择和逆周期调节, 重在加强预期引导, 稳定市场预期)和“把好货币供给总闸门”(其实是延续了 2019 年政府工作报告的提法), 对“货币供给总闸门”的表述为“调节好(16Q4-17Q3)”-“管住(17Q4、18Q1)”-“管好(18 年二季度货币政策例会)”--“把好(7.31 政治局会议、18Q2 “管住”转为“把好”、18Q3 延续“把好”-删去(18 经济工作会议, 19Q4)-“把好”(19 政府工作报告、19Q1))。再结合年初以来创设 TMLF 定向降息、定向降准、发行永续债补充银行资本、创设 CBS 等举措, 我国货币政策凸显逆周期调节, 发力点是疏通货币传导机制、降低小微企业融资成本。

贷款利率基本稳定, 后续降基准利率难; “三档两优”新框架即将确立, 后续仍有可能定向降准和定向降息。

降息方面,《报告》显示, 2019 年一季度, 贷款加权平均利率基本稳定, 企业贷款利率有所下降, 社会综合融资成本继续下行。其中, 2019 年 3 月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.69%, 比上年 12 月略升 0.05 个百分点, 同比下降 0.22 个百分点。考虑到一季度贷款季节性特征较为明显, 经季节性调整后, 贷款加权平均利率较上年 12 月略有下降。由于贷款基准利率与房贷利率相关性较高, **4.19 政治局会议重提“房住不炒”, 意味着调整贷款基准利率较难。**当前社会融资成本普降, 央行也提到“不搞大水漫灌”和“平衡好总量和结构之间的关系”, 后续货币政策更可能使用结构性工具精准滴灌, 例如随行就市下调政策利率并配合 TMLF 加码。

降准方面,《报告》在专栏 2《“三档两优”存款准备金率新框架》中指出, 随着 5 月 6 日, 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, “三档两优”的新框架将确立, “三档”指存款准备金率的三个基准档: 大型商业银行为 13.5% (包括工农中建交储)、中型商业银行为 11.5% (包括股份制商业银行和城市商业银行)、小型银行为 8% (包括农村信用社、农村合作银行、村镇银行和服务县域的农村商业银行)。“两优”指两项优惠: 包括第一、二档达到普惠金融定向降准考核的, 可享受 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠; 二是服务县域银行达到一定贷款标准可享受 1 个百分点优惠。鉴于二季度经济数据可能存在反复, 宽货币向宽信用传导仍需宽松货币政策支撑,

后续定向降准仍有可能，即调低“三档”中的某一档，或是扩大“两优”范围。

信号 4: 货币政策由总量调节向结构性调节转变，关注利率并轨和金融供给侧改革

利率市场化加速，稳妥推进利率“两轨合一轨”，深化金融供给侧改革，继续疏通货币政策传导。一季度信贷和社融超预期走高，在宽货币逐渐加码的同时，紧信用向宽信用的转变逐渐成为货币政策的重要发力点，即疏通货币政策的传导，利率并轨和金融供给侧改革逐渐提上日程。《报告》在专栏3《稳妥推进利率“两轨合一轨”》中指出，“当前，利率市场化改革的一个核心问题是稳妥推进利率‘两轨合一轨’，理顺资金价格决定机制”，所谓“利率并轨”就是引导存贷款利率和货币市场利率的逐渐统一。

根据央行的态度，并轨的重点应是在贷款利率端，即“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”，后续贷款基础利率（LPR）有望成为贷款利率定价的重要参考；若是结合美国和欧洲的经验，综合存款利率、国债收益率加上一定的风险溢价，也有望成为贷款利率决定的重要方式。此外，我们认为完善利率走廊机制的构建、提高公开市场操作利率的引导作用、适度放松对存贷款的各种考核约束也是推动“利率并轨”的重要举措。考虑到利率并轨之后可能加剧银行间的竞争，市场风险偏好整体趋于提升，对银行的风险管理、资产负债管理和资产定价能力提出了新的要求，若是实施不好可能引发类似于美国利率市场化后期的储贷危机的风险，因此央行提出“稳妥推进”意义深远，也即难一蹴而就，在此过程中应加强风险监控并营造一个相对宽松的货币环境。

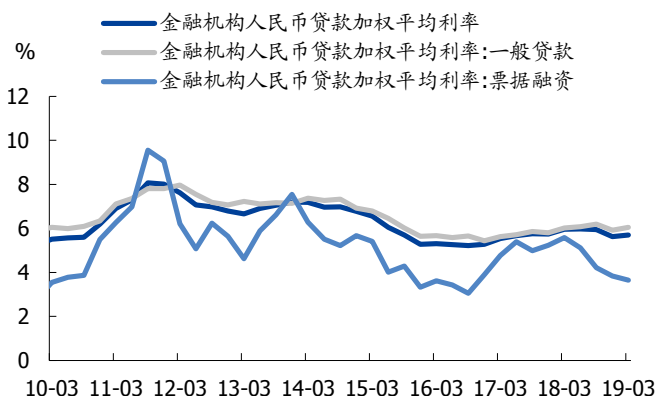
在下一阶段主要政策思路中，央行提出“促进结构优化，更好地服务实体经济”，做好金融支持供给侧结构性改革各项工作。深化金融供给侧改革，重点是疏通货币政策传导机制，一方面是要着力缓解小微和民营企业融资难融资贵问题；另一方面是多样化增加金融供给，包括金融机构、产品、服务、制度供给等，优化融资结构，提高金融服务实体经济的效率。需要注意的是，《报告》认为下一阶段要增加区域性金融服务，即“统筹做好京津冀协同发展、一带一路、粤港澳大湾区、长江经济带、军民融合等国家重大战略金融服务”，再配合政府工作报告提出的“促进区域协调发展”继续成为今年的重点工作，预计西部地区和长三角地区基建相关融资将继续加码。

信号 5: 继续强调“M2 应与名义 GDP 大体匹配”，货币增长应保持适度，预计 2019 年 M2 同比增速难破 9%，社融增速难破 11%

《报告》认为社会融资规模合理增长，并指出 2019 年一季度社会融资规模增量有以下特点：一是对实体经济发放的人民币贷款增加较多；二是委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票等三项表外融资显著增加；三是企业债券融资增长较快，股票融资少于上年同期；四是地方政府专项债券同比显著增加；五是存款类金融机构 ABS 和贷款核销同比下降。时至 2019 年 4 月，社融存量增速已经连续 4 个月显著高于 2018 年四季度的个位数增长，且 1-4 月累计社融增量超越季节性，我们认为“信用底”确实已现，经济企稳可期，可继续跟踪信贷“票据高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导效果（详见报告《1-4 月新增社融近 10 万亿，钱都去哪了？》）。

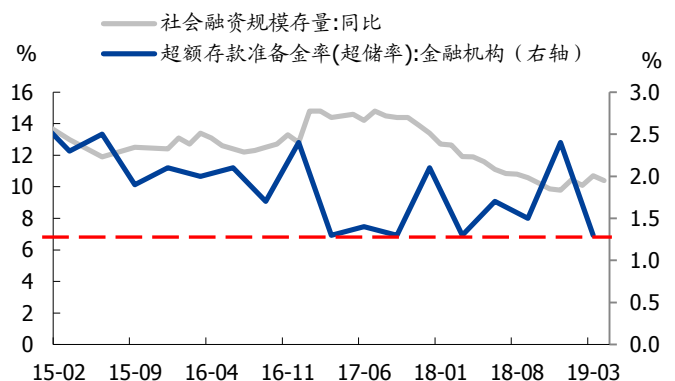
从超储蓄率看，一季度金融机构超额准备金率较去年四季度下滑 1.1 个百分点至 1.3%，持平 2017 年和 2018 年一季度的阶段性低点，存在一定的季节性因素。不过，考虑到社融存量增速一季度开始明显企稳，因此 3 月 DR007 的回升不必过于担忧，流动性整体仍较为充裕。

图表 5: 各类贷款利率稳中缓降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 一季度超储蓄率季节性回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

值得指出的是，与社融总量企稳相比，现在更为重要的点应是“钱都去哪了”，我们对此有两点猜测：一是从社融中增量较高的表内贷款和地方债来看，新增社融主要流向轻工业、基建、小微企业、棚改等领域；二是鉴于信贷高增但 M1 仍较低，叠加短端信用

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_12466



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>