

# 货币政策暂时微调，财政政策与供给侧改革或将接力

——宏观经济周度观察第 86 期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

## ● 货币政策暂时微调，财政政策与供给侧改革或将接力

近期，一些现象表明货币政策边际上发生了微调：第一，央行 2019 年第一季度例会重提“总闸门”、“防风险”，从 2018 年四季度央行例会的“加大逆周期调节力度”调整为“保持战略定力，坚持逆周期调节”。第二，3 月 20 日-4 月 15 日期间，央行连续 18 个交易日暂停逆回购，针对 4 月 17 日到期的 3665 亿元 MLF，央行没有降准置换 MLF，也没有使用 TMLF，而是使用“1600 亿元逆回购+2000 亿元 MLF”予以对冲，这种缩长放短的操作表明央行投放流动性已经相对谨慎。

货币政策微调的原因在于：其一，一季度经济开局平稳，显示逆周期政策初见成效。其二，防风险。本轮政策以稳为主而非走刺激经济的老路，强调 M2 和社会融资规模增速要与名义 GDP 增速相匹配，这样既能满足实体经济一定的融资需求，又能防范资产泡沫与债务风险。

但货币政策应尚未转向。一是政治局会议没有再提“六稳”目标，但新增了“保稳定”，受结构性因素影响，以及企业自动资本支出意愿尚未形成，我国经济长期下行压力仍存，目前这种基本面改善和逆周期政策密不可分，其根基可能不够牢固。是政治局会议提到“稳健的货币政策要松紧适度”，和政府工作报告提法一致，因此货币政策的基调没有变化。三是 4 月 17 日召开的国常会提出“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”、“确保今年小微企业贷款余额增长 30% 以上、小微企业信贷综合融资成本在去年基础上再降低 1 个百分点”。

财政政策与供给侧改革或将接力。货币政策微调后，短期可能靠财政政策接力，一方面，随着天气转暖，一季度审批通过的基建项目将加速开工，投向基建的资金（地方专项债、财政支出、非标等）将在二季度促进基建投资增长；另一方面，4 月 1 日减增值税，5 月 1 日降低社保费率，减税降费有利于降低企业负担、增厚企业盈利。中长期还得靠供给侧改革，过去供给侧结构性改革方面的“三去”政策属于供给侧做减法，而现在去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法配合市场化改革，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。以消费为例，使用需求端的刺激政策对汽车、家电的提振作用边际减弱，刺激需求的同时也是在透支未来的需求，高基数将导致其消费增速再度下滑，而使用供给侧改革来增加有效供给，满足中高收入阶层的消费需求，以供给侧改革的办法来扩大内需比单纯的需求管理政策效果更好。

## ● 风险提示：货币政策发生转向

### 相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期

2019-4-7

宏观报告：4 月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告：1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、 货币政策暂时微调，财政政策与供给侧改革或将接力 .....      | 3  |
| 2、 一周高频数据观察 .....                     | 6  |
| 2.1、 高炉开工率回升 .....                    | 6  |
| 2.2、 螺纹钢、原油价格上涨 .....                 | 7  |
| 2.3、 蔬菜、猪肉价格下降 .....                  | 7  |
| 2.4、 房地产销售面积增速回升 .....                | 8  |
| 2.5、 MLF 缩量投放，货币市场利率先升后降 .....        | 9  |
| 2.6、 美元指数上涨 .....                     | 10 |
| 3、 本周主要关注点（2019.4.22-2019.4.28） ..... | 10 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 4 月以来 MLF 明显缩量（亿元） .....       | 3  |
| 图 2: 货币乘数创新高 .....                  | 4  |
| 图 3: 货币乘数同比增速领先房价同比增速 .....         | 5  |
| 图 4: 房价环比上涨与涨幅扩大城市数增加 .....         | 5  |
| 图 5: 居民贷款余额占 GDP 比例上升 .....         | 5  |
| 图 6: 民营企业资产负债率上升 .....              | 6  |
| 图 7: 高炉开工率上升（%） .....               | 6  |
| 图 8: 发电耗煤量环比增速下降（%） .....           | 7  |
| 图 9: 原油价格上涨（美元/桶） .....             | 7  |
| 图 10: 蔬菜价格下跌（元/公斤） .....            | 8  |
| 图 11: 猪肉价格下跌（元/公斤） .....            | 8  |
| 图 12: 30 大中城市商品房销售面积增速回升（%） .....   | 9  |
| 图 13: 十大城市商品房存销比上升（%） .....         | 9  |
| 图 14: 货币市场利率先升后降（%） .....           | 9  |
| 图 15: 美元指数上涨 .....                  | 10 |
| 图 16: 人民币升值 .....                   | 10 |
| 表 1: 央行公开市场操作（2019.4.15-4.19） ..... | 9  |

## 1、货币政策暂时微调，财政政策与供给侧改革或将接力

近期，一些现象表明货币政策边际上发生了微调：第一，央行 2019 年第一季度例会重提“总闸门”、“防风险”，从 2018 年四季度央行例会的“加大逆周期调节力度”调整为“保持战略定力，坚持逆周期调节”。第二，3 月 20 日-4 月 15 日期间，央行连续 18 个交易日暂停逆回购，针对 4 月 17 日到期的 3665 亿元 MLF，央行没有降准置换 MLF，也没有使用 TMLF，而是使用“1600 亿元逆回购+2000 亿元 MLF”予以对冲，这种缩长放短的操作表明央行投放流动性已经相对谨慎。

### 货币政策微调的原因在于：

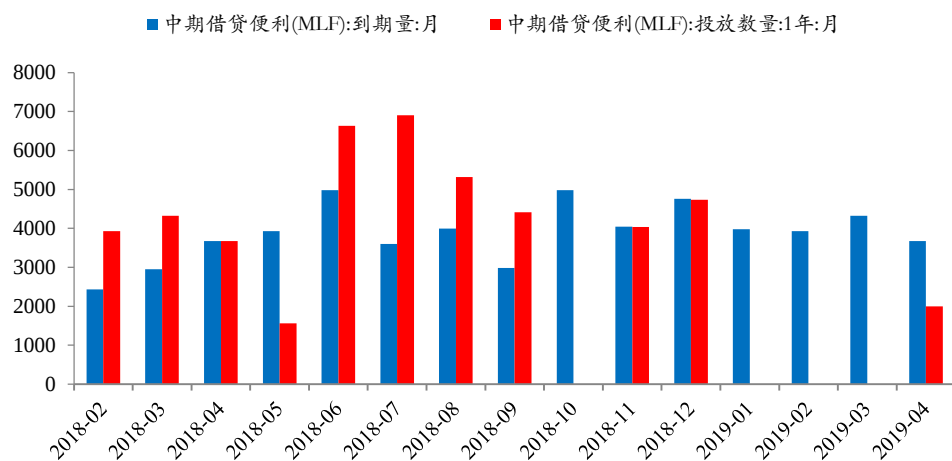
**其一，一季度经济开局平稳。**一季度 GDP 增速持平于 6.4%，运行于政策目标区间，显示逆周期政策初见成效，1 月和 3 月天量社融一部分流入基建和房地产市场，这部分资金在未来一段时间还将继续对经济基本面提供支撑。

**其二，防风险。**本轮政策的基调是以稳为主而非走刺激经济的老路，强调 M2 和社会融资规模增速要与名义 GDP 增速相匹配，这样既能满足实体经济一定的融资需求，又能防范资产泡沫与债务风险。3 月货币乘数上升至 6.22 的历史新高，货币乘数同比增速上升至 2017 年以来最高，虽然和前两轮高点（2009 年与 2015 年）尚有一定距离，但货币宽松多少会提振房地产行业。历史经验表明，货币乘数同比增速领先房价同比增速，事实上，3 月部分城市房价有所上涨，3 月房价环比上涨城市数上升至 65 个，环比涨幅扩大城市数上升至 25 个。2019 年一季度房地产建设的回暖也与宽松的货币政策带来融资环境改善有关。同时，近期政治局会议再提结构性去杠杆，一季度部分部门杠杆率可能有所上升，一是居民部门，一季度“居民贷款余额/GDP”从 2018 年末的 53.2% 上升至 2019 年一季度的 54.3%；二是企业部门，2 月末工业企业资产负债率从 2018 年末的 56.5% 上升至 56.9%，其中，民营企业资产负债率从 2018 年末的 56.4% 上升至 58.2%；三是地方政府部门，“地方政府债务余额/GDP”从 2018 年末的 20.4% 上升至 21.4%，这还不包括隐性债务。

**但货币政策应尚未转向。**一是政治局会议没有再提“六稳”目标，但新增了“保稳定”，受结构性因素影响，以及企业自动资本支出意愿尚未形成，我国经济长期下行压力仍存，目前这种基本面改善和逆周期政策密不可分，其根基可能不够牢固。是政治局会议提到“稳健的货币政策要松紧适度”，和政府工作报告提法一致，因此货币政策的基调没有变化。三是 4 月 17 日召开的国常会提出“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”、“确保今年小微企业贷款余额增长 30% 以上、小微企业信贷综合融资成本在去年基础上再降低 1 个百分点”。

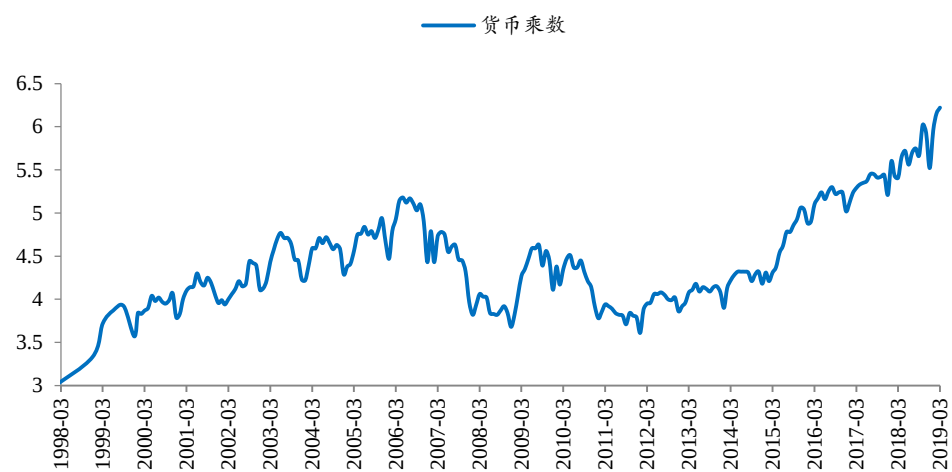
**财政政策与供给侧改革或将接力。**货币政策微调后，短期可能靠财政政策接力，一方面，随着天气转暖，一季度审批通过的基建项目将加速开工，投向基建的资金（地方专项债、财政支出、非标等）将在二季度促进基建投资增长；另一方面，4 月 1 日减增值税，5 月 1 日降低社保费率，减税降费有利于降低企业负担、增厚企业盈利。中长期还得靠供给侧改革，过去供给侧结构性改革方面的“三去”政策属于供给侧做减法，而现在去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法配合市场化改革，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。以消费为例，使用需求端的刺激政策对汽车、家电的提振作用边际减弱，刺激需求的同时也是在透支未来的需求，高基数将导致其消费增速再度下滑，而使用供给侧改革来增加有效供给，满足中高收入阶层的消费需求，以供给侧改革的办法来扩大内需比单纯的需求管理政策效果更好。

图1： 4 月以来 MLF 明显缩量（亿元）

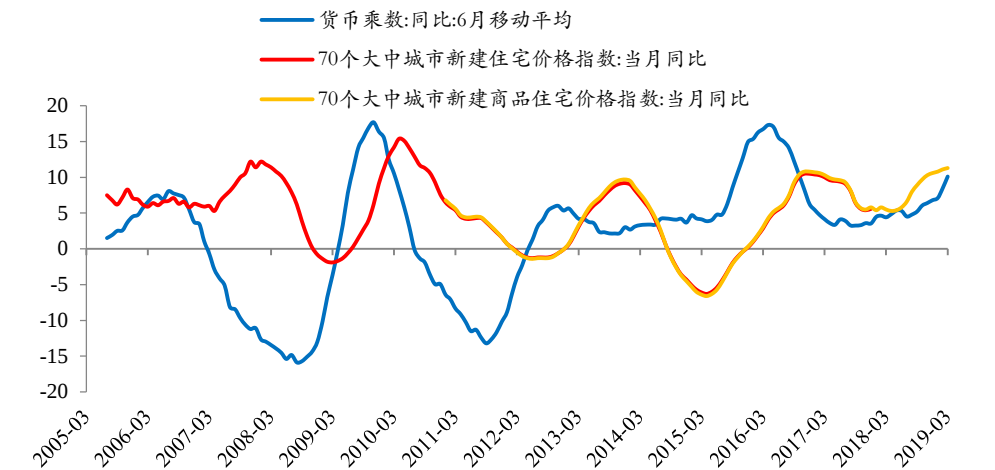


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

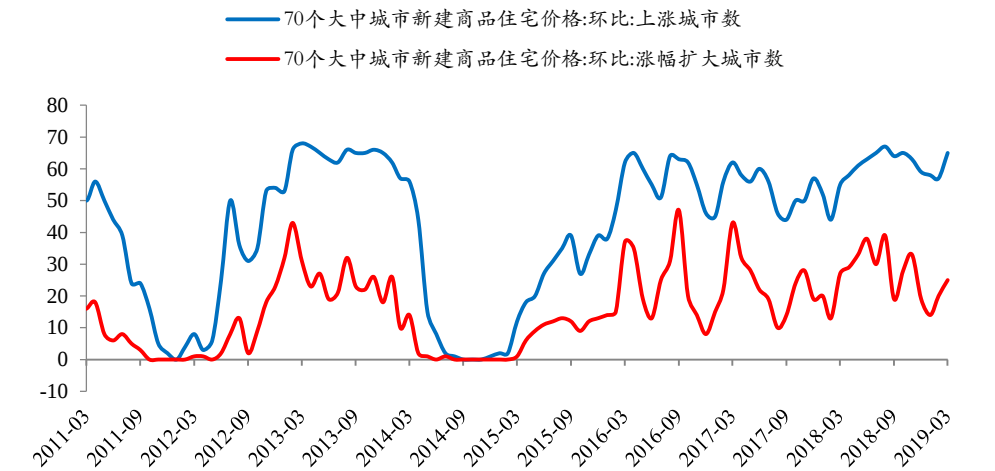
**图2: 货币乘数创新高**



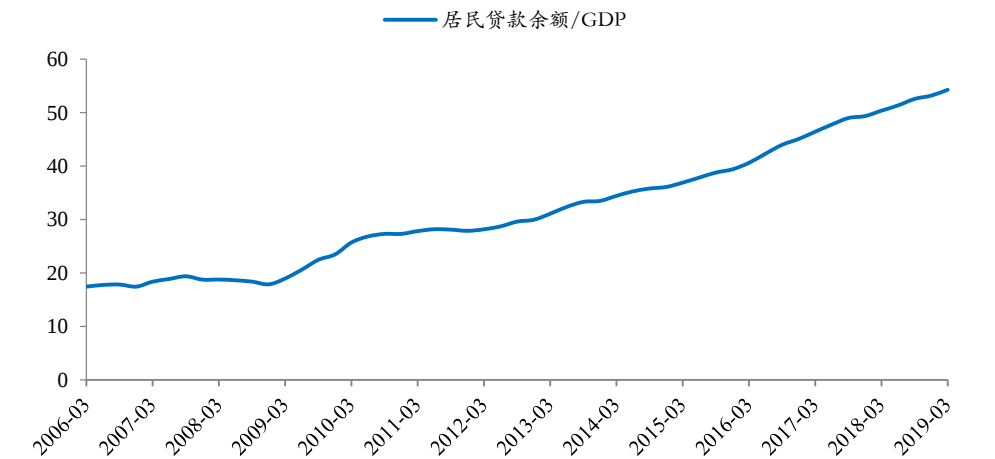
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图3： 货币乘数同比增速领先房价同比增速**

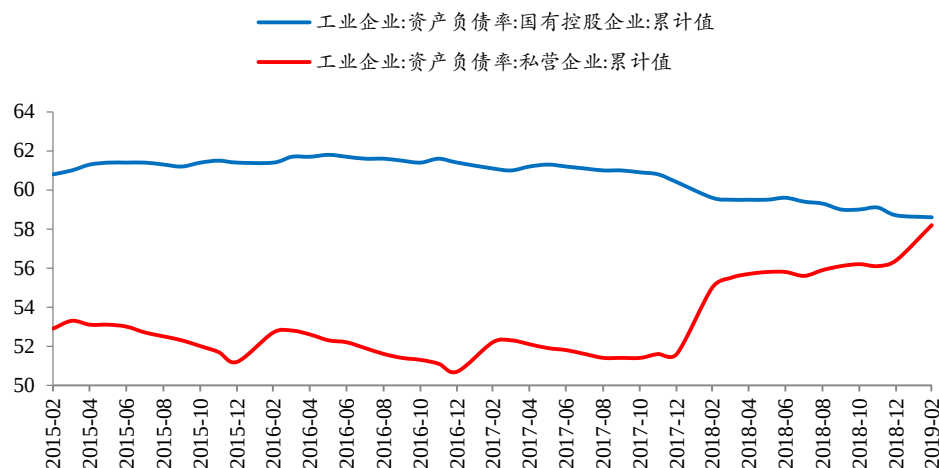
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 房价环比上涨与涨幅扩大城市数增加**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图5： 居民贷款余额占 GDP 比例上升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

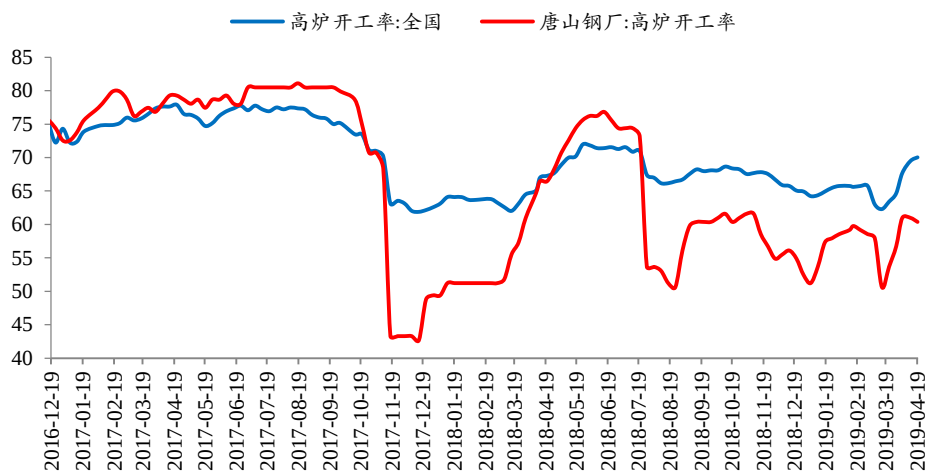
**图6： 民营企业资产负债率上升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、一周高频数据观察

### 2.1、高炉开工率回升

上周(2019年4月13日-2019年4月19日,下同),根据 Mysteel 公布的数据,上周检修高炉2座,复产高炉11座;复产高炉多集中在东北、西北及西南地区,多为前期例检后正常复产,高炉开工率上升0.8%至60.03%;天气转暖,用电需求下降,6大发电集团日均耗煤量环比下降3.12%至63.88万吨。

**图7： 高炉开工率上升(%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8：发电耗煤量环比增速下降（%）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2.2、螺纹钢、原油价格上涨

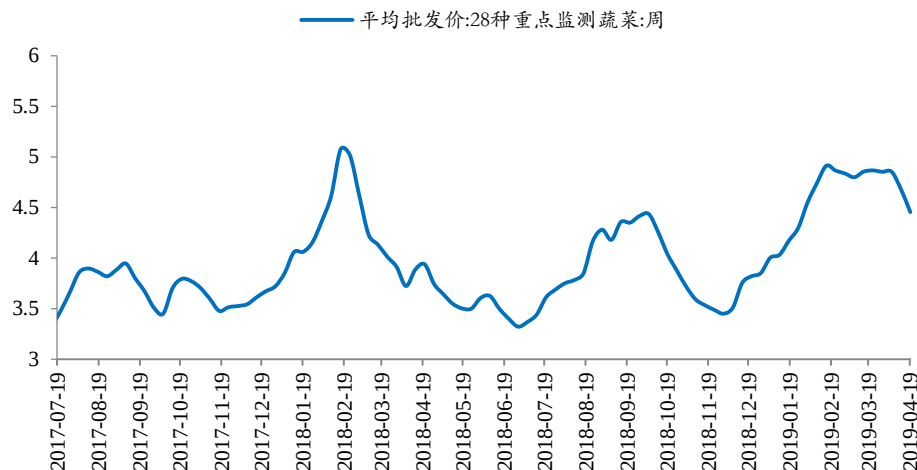
上周，随着开工季到来，需求释放，钢材社会库存去化加快，环比下降 6.4%。供需两旺带动螺纹钢期货主力合约 RB1910 上涨 2.67%。供应担忧持续施压叠加美国活跃钻机数下降和原油库存减少，原油价格上涨，布伦特原油价格收涨 1.61%，WTI 原油价格收涨 0.66%。

**图9：原油价格上涨（美元/桶）**

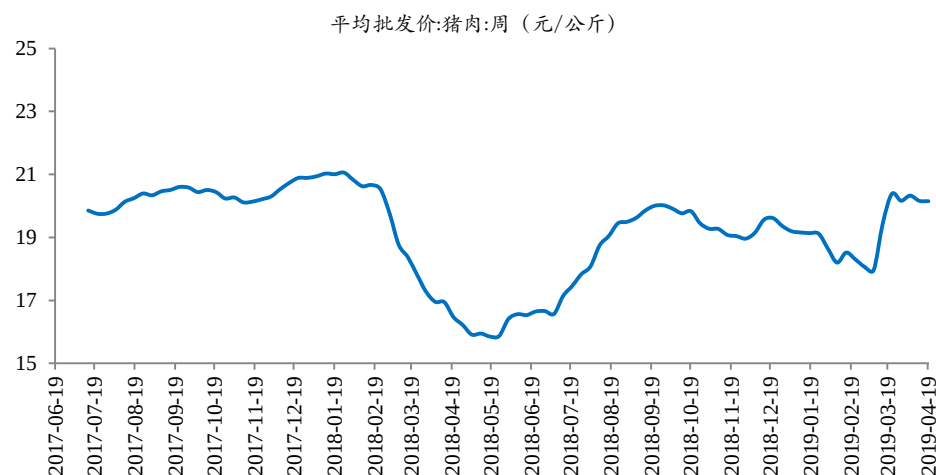
资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2.3、蔬菜、猪肉价格下降

上周，受天气回暖影响，28 种重点监测蔬菜价格一周下跌 4.83%，降幅较前值 (-3.55%) 扩大。节后猪肉消费需求回落，全国猪肉平均批发价猪肉价格下跌 0.06%。

**图10： 蔬菜价格下跌（元/公斤）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图11： 猪肉价格下跌（元/公斤）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2.4、 房地产销售面积增速回升

上周，30大中城市商品房销售面积同比增长23.3%，较前值（7%）回升，其中，一线城市商品房销售面积同比增速维持高位，从43.2%回升至60.2%。二线城

**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\\_13002](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13002)

