

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

导读：

近期随着经济初现企稳迹象但基础不牢，油价、猪价上涨，股市大涨，一二线房市回暖，实体经济融资难贵问题仍突出，市场对于是否应该继续降准争议很大。未来货币政策空间还有多大？应该继续降准吗？

目录

1	2019 年货币政策：宽信用、稳增长	4
1.1	2016-2018 年货币政策：去杠杆、防风险，实质偏紧	4
1.2	2019 年货币政策主基调：宽信用、稳增长	5
2	从经济增长看：经济初现企稳迹象但基础不牢	5
2.1	经济年中触底，市场否极泰来	5
2.2	供给侧重建有望推动投资企稳	5
2.3	主动去库存渐入尾声，经济从触底走向企稳	9
3	从通胀看：猪周期启动，油价上涨	10
3.1	PPI 展望：经济企稳，OPEC 限产，油价支撑 PPI 企稳回升	10
3.2	CPI 展望：猪周期叠加疫情	12
4	从资产价格看：股市大涨，一二线房市销售回暖	14
4.1	股市：“改革牛 2.0”，资本市场回暖	14
4.2	房市：一二线销售回暖，三四线低迷	14
5	从企业融资环境看：企业分化明显，中小企业融资难贵问题仍突出	15
6	未来货币政策展望：政策重心从宽货币到宽信用	16
6.1	一季度货币政策回顾	16
6.2	未来货币政策展望	17

图表目录

图表 1: 2017 年 M2 下行, 2018 年社融下行.....	4
图表 2: 2018 下半年在中美贸易摩擦升级下人民币不断贬值.....	4
图表 3: 供给侧改革对经济投资的影响.....	6
图表 4: 供给重建框架与 2019 年固定资产的运行逻辑.....	7
图表 5: 2016 年以来, 新开工和销售高增长, 但竣工下滑, 背离严重.....	7
图表 6: 2019 在交付的刚性约束下, 竣工将进入上行周期.....	7
图表 7: 销售下滑拖累开工中期存在压力, 最迟 3 季度将出现负增长拐点.....	8
图表 8: 高利润刺激中上游行业投资重新扩张.....	8
图表 9: 财政发力支撑基建反弹.....	8
图表 10: 产成品库存和采购回升, 但库存指数仍低于荣枯线, 库存去化放缓.....	9
图表 11: 历史上的库存周期.....	9
图表 12: PPI 和央行货币政策操作紧密关联.....	10
图表 13: 国际原油价格是我国 PPI 的重要影响因素.....	10
图表 14: OPEC 国原油产量下滑.....	11
图表 15: 美国钻机数增长减缓.....	11
图表 16: 全球经济增速疲软.....	12
图表 17: 中国约消耗世界一半生猪量.....	12
图表 18: 受疫情影响, 生猪存栏量断崖式下跌.....	13
图表 19: 疫情导致猪周期拐点提前出现.....	13
图表 20: 猪价将推动 CPI 上涨.....	14
图表 21: 年初以来, 上证综指上涨 30% 多.....	14
图表 22: 房地产成交结构分化, 一二线城市回暖.....	15
图表 23: 2019 年初, 社融增速出现拐点.....	15
图表 24: 企业中长期贷款占比保持高位.....	16
图表 25: 3 月 PMI 止住下跌趋势, 重回荣枯线上方.....	17

1 2019 年货币政策：宽信用、稳增长

1.1 2016-2018 年货币政策：去杠杆、防风险，实质偏紧

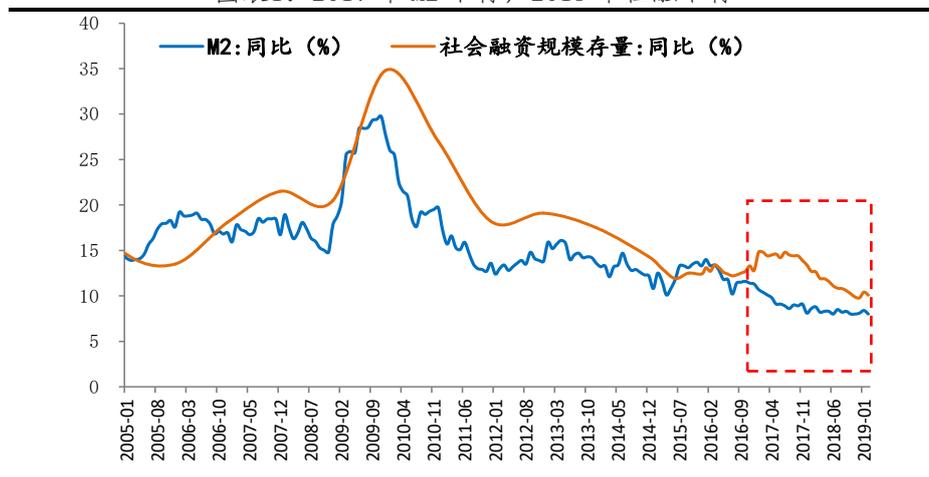
2016 年下半年，经济第一次触底，央行缩短放长，开启去杠杆进程。

2017 年金融去杠杆，3 次上调公开市场操作利率，7 天 OMO 利率从 2.25% 上升到 2.50%。广义货币供给 M2 增速不断创历史新低，从 2017 年 1 月的 10.7% 下降至 2017 年 12 月的 8.1%。

进入 2018 年，金融去杠杆逐步传导到实体经济，融资形势紧张。叠加监管趋严影响，表外融资不断收缩，社融增速由 2018 年 1 月的 12.71% 持续下行至 12 月的 9.78%。

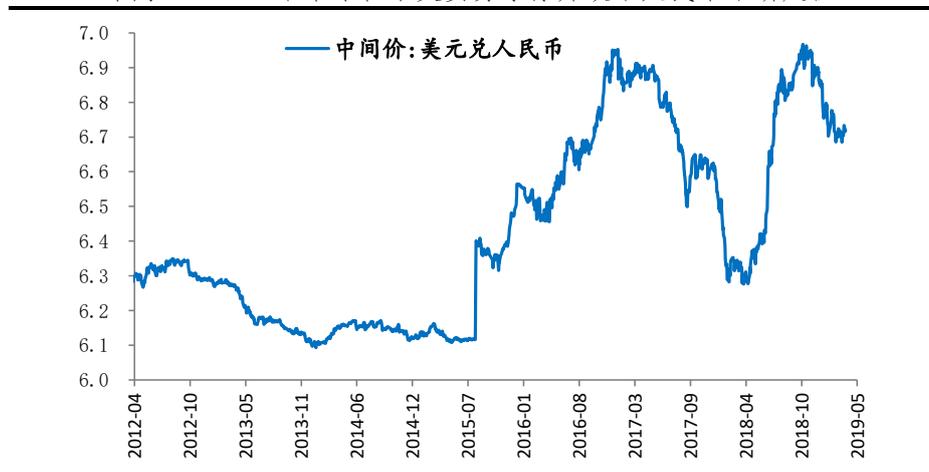
2018 年下半年，进入量价齐跌的主动去库存阶段，经济下行和通缩压力加大，货币金融政策从偏紧转向宽松。PPI 从 6 月的 4.7% 大幅下降至 12 月的 0.9%。同时，中美贸易摩擦不断升级，经济下行压力较大。在此背景下，央行 3 次降准，大型银行存准率从 17% 下降至 14.5%。中美汇率从 6 月的 6.41 贬值至 12 月的 6.86。

图表1：2017 年 M2 下行，2018 年社融下行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：2018 下半年在中美贸易摩擦升级下人民币不断贬值



资料来源：Wind，恒大研究院

1.2 2019 年货币政策主基调：宽信用、稳增长

2018 年下半年，中美贸易摩擦、金融去杠杆、房地产调控、主动去库存等叠加，经济下行压力加大，政策加强逆周期调节，货币政策开始转向放松，政策目标旨在宽信用、稳增长。

近期随着经济初现企稳迹象但基础不牢，3 月制造订单触底回升，1、2 月 M2 和社融触底回升，油价、猪价上涨，1 月以来股市大涨，3 月以来一二线房地产销售回暖，但实体经济融资难贵问题仍突出。主因是前期货币政策宽松、基建加大力度开始见效，总书记民营经济座谈会讲话、两会公布减税计划、科创板注册制改革等提振民营经济信心。

行至二季度，市场对于是否应该继续降准争议很大。未来货币政策操作空间还有多大？应该继续降准吗？

2 从经济增长看：经济初现企稳迹象但基础不牢

2.1 经济年中触底，市场否极泰来

我们在《否极泰来——2019 年宏观展望》中提出，2019 年宏观形势主要判断：经济年中触底，资本市场否极泰来

1) 上半年中国经济还将惯性下滑，随着主动去库存周期结束、产能新周期和货币财政政策效应显现，年中经济将触底，下半年企稳，全年前低后稳，经济失速风险缓解。

经济有自身运行规律，关注世界经济、金融、库存、产能、房地产、政治等六大周期。

2) 年初 M2 和社融增速触底回升，政策底（2018 年 3 季度）、市场底（2019 年 1 季度）、经济底（2019 年中）将先后出现。

3) 货币宽松和周期轮动，债市、股市、房市、商品将先后转好。

4) 未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。

5) 中国“增速换挡”步入“经济 L 型”触底期，有三次触底，第一次是 2016 年初，第二次是 2019 年中。

6) 当前三大挑战：中美贸易战具有长期性和严峻性；渐行渐近的人口危机；调动地方政府和企业家的积极性，推动新一轮改革开放。

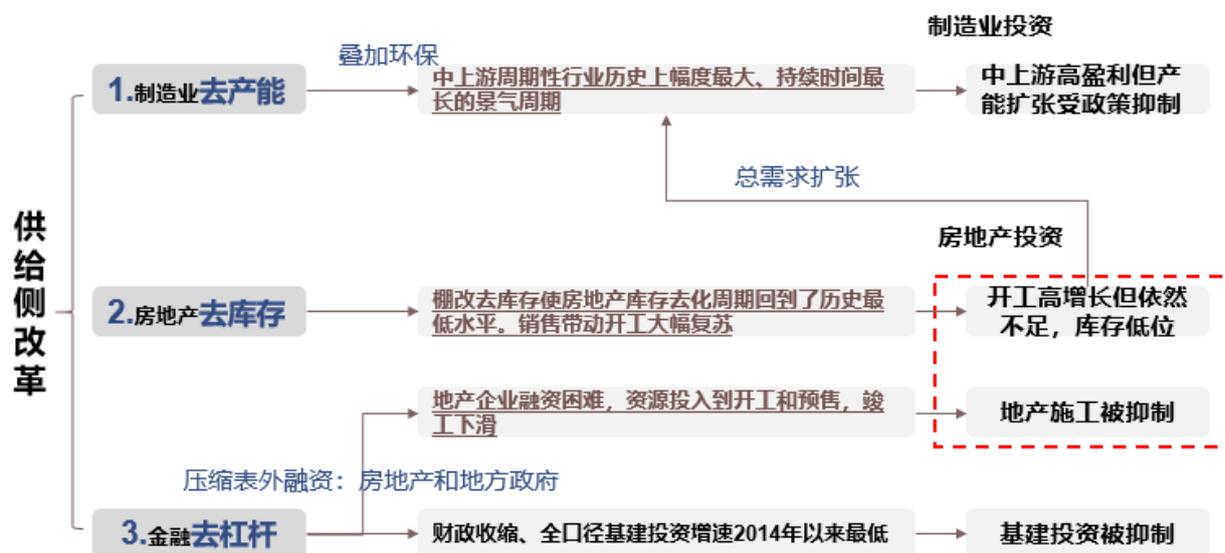
2.2 供给侧重建有望推动投资企稳

对经济形势的判断核心是投资，而对投资的判断，核心是地产投资（开工、竣工）、基建和制造业投资。

2018 年及以前，供给侧改革对投资的扭曲。2018 年及以前受供给侧改革影响投资出现分化：1) 房地产去库存使房地产开工大幅增长。本轮以棚改为主的房地产去库存政策，使房地产库存绝对面积下降了 30%、去化周期下降了 50%，广义库存去化周期（13 个月）下降到了本世纪初的水平。带动房地产销售、开工均出现了较大幅度的增长，开工面积从 2015 年底部 10 亿平同比增长 50%至 2018 年 15 亿平。2) 制造业去产能使中上游利润大增但投资压抑。煤炭、钢铁等上游行业去产能、以及环保带来的产能收缩，叠加地产去库存带来的总量需求扩张，使得中上游企业迎来了历史上时间最长、幅度最大的一轮景气周期，截留了巨额盈利。但由于限

制性的产能扩张政策，制造业投资仅小幅复苏。3) 金融去杠杆导致房地产开工和竣工的背离，以及基建投资的萎缩。金融去杠杆通过大幅压缩表外融资渠道，使得最依赖表外的房地产和地方政府融资紧张。导致房地产企业大幅压缩施工、拖长竣工周期。地产行业罕见的出现了持续的开工与竣工的背离，地产企业通过高周转模式把资源投入了能够带来现金流的开工与预售上。同时基建投资增速大幅下滑。

图表3：供给侧改革对经济投资的影响



资料来源：恒大研究院

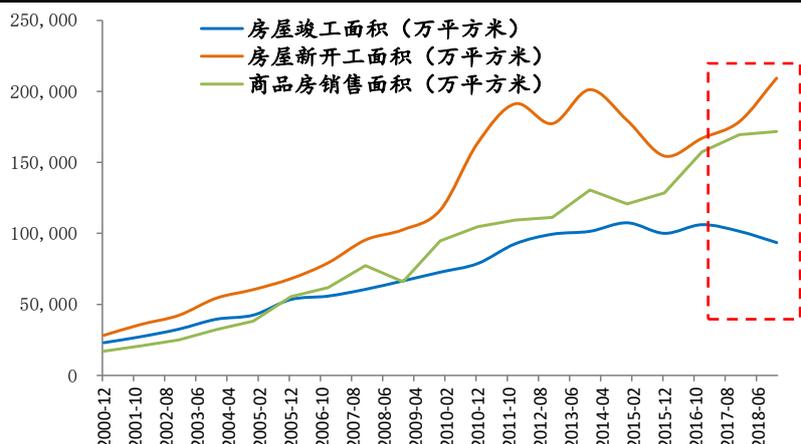
我们预计，2019年有望看到房地产、基建、制造业投资三驾马车共振。2019年，去杠杆、去产能、去库存这三种对投资的制约力量，在同时发生转向。去杠杆转为稳杠杆，去产能政策退出历史舞台，房地产由去库存转为补库存。随着供给侧改革退出，周期性的力量又将重新成为经济周期的主导。过去被抑制的基建投资、房地产施工/竣工以及制造业投资将重新转为扩张，而房地产开工在低库存的支撑下，虽然会回落但依然不错。总体上，在2019年，我们将有希望第一次看到房地产开工不差、竣工上行——地产投资高韧性，基建、制造业投资边际改善的组合，是这一轮经济复苏周期以来需求最好的阶段。这种投资端的强劲，本质是对过去几年房地产库存不足、竣工交付不足、制造业产能不足的一种重建过程，因此，可以理解为供给侧的重建。

图表4：供给重建框架与2019年固定资产的运行逻辑



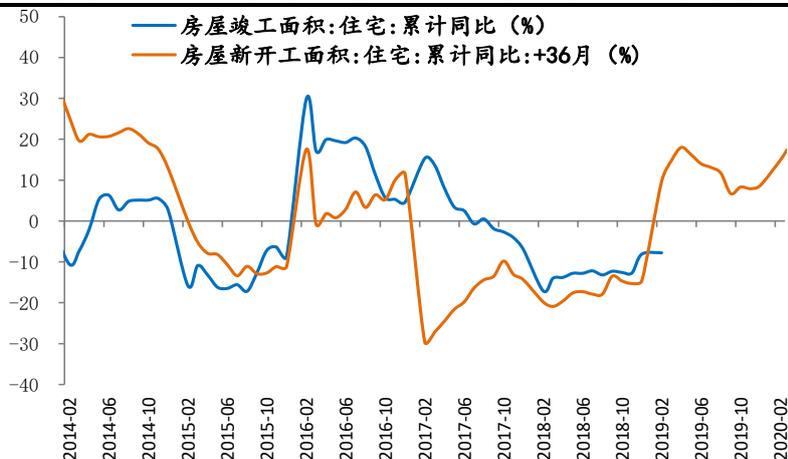
资料来源：恒大研究院

图表5：2016年以来，新开工和销售高增长，但竣工下滑，背离严重



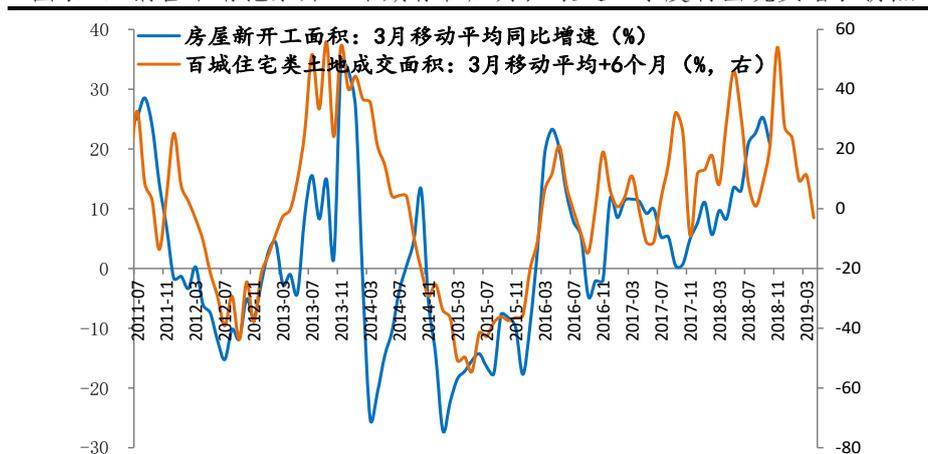
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：2019在交付的刚性约束下，竣工将进入上行周期



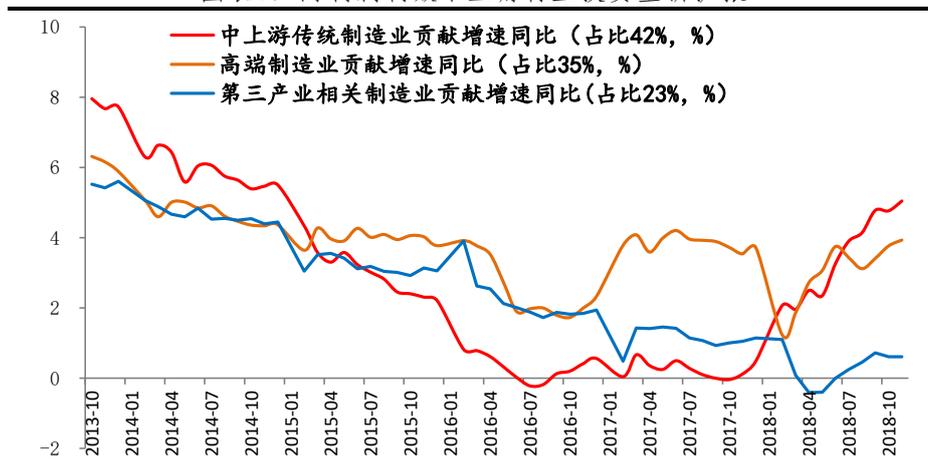
资料来源：Wind，恒大研究院

图表7: 销售下滑拖累开工中期存在压力, 最迟3季度将出现负增长拐点



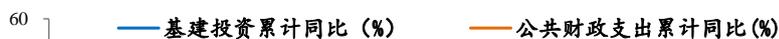
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表8: 高利润刺激中上游行业投资重新扩张



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: 财政发力支撑基建反弹



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_13275



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn