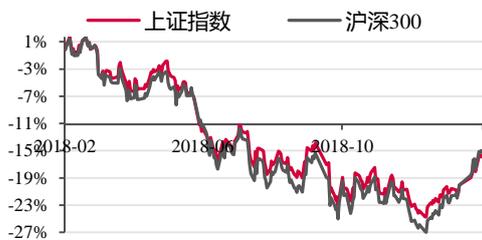


宏观点评
预计货币环境整体稳健偏宽松，利好资本市场估值修复
——对 2018 年四季度《货币政策执行报告》的点评

2019 年 02 月 22 日

上证综指-沪深 300 走势图


%	1M	3M	12M
上证指数	6.67	4.02	-15.81
沪深 300	9.52	7.10	-15.05

胡文艳

 执业证书编号: S0530518070001
 huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

投资要点

- **事件:** 2月21日晚,中国人民银行发布2018年第四季度货币政策执行报告,报告针对国内外经济金融运行情况、货币政策当前和未来的工作重点、市场热议的货币政策问题等进行了全面分析与指引,我们针对其中的核心要点进行解读。
- **货币政策取向:** 删去了“中性”和“把好货币总闸门”表述,延续中央经济工作会议提法,预计未来货币政策整体稳健偏宽松。理由有三:一是当前社融增速与名义GDP的增速已基本同步,表明社融增速大概率不会继续收缩,且国内经济仍存在继续下行的风险,中央经济工作会议加大逆周期宏观调控的定调,预示社融增速有望企稳回升;二是当前M2增速仍低于名义GDP增速,但两者的差额在不断缩小,未来这一趋势有望继续,这要求M2增速继续有所回升;三是根据我们的测算,当前十年期国债收益率已处于保持经济在潜在产出水平的合意水平,在海外经济复苏动能减弱,美联储加息进程减缓并停止缩表,主要经济体货币政策转向鸽派的背景下,利率调控的弹性与空间有所加大,为更好地服务于实体经济,利率仍存在下行的空间。
- **未来的货币政策工作的重点:** 一是将“平衡好总量和结构之间的关系,创新货币政策工具”放在重点工作的首位;二是明确要从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础,其中最核心的工作是推进利率“两轨合一轨”;三是强调了两个平衡并明确了主次地位,即内部均衡与外部均衡之间的平衡中,坚持内部为主同时兼顾外部,促发展与防风险的平衡中,防风险退居次要位置。
- **资本市场对外开放水平有望进一步提升。** 2018年,资本市场对外开放水平大幅提升,包括放宽证券公司、基金管理公司、期货公司的外资股比放宽至51%,放开外资保险经纪公司经营范围等。未来,这些对外开放措施继续有序推进可期,外资流入环境得到大幅的改善。
- **对资本市场的影响:** 利好股票市场估值中枢继续抬升。我们认为:一方面,本次报告中货币政策取向和未来重点工作指引内容,再度向市场释放了未来偏宽松的流动性环境预期,同时进一步加大资本市场对外开放水平的表述,在增加资金来源上亦是超市场预期,这两块均有利于进一步提振市场信心,改善投资者的风险偏好,股票市场估值中枢有望继续上移;另一方面,逆周期调控加码背景下,政策效果有望逐步显现,部分企业盈利亦将逐渐走出最差的时点趋于改善,这有望改善投资者对于企业盈利过度悲观预期。
- **对债市的提振相对有限,预计大概率维持震荡调整。** 一方面,当前的十年期国债收益率水平已处于合意区间,不存在大幅下行的基础,而打破这一前提的关键,仍在于经济是否存在大幅下行的风险;另一方面,随着投资者风险偏好上升,债市与股市存在一定的跷跷板效应,而年内债券发行有望进一步加大,供给增加需求减少,短期亦不支撑债市大幅走强。
- **风险提示:** 宏观经济下行过快、政策变动风险

事件：2月21日晚，中国人民银行发布2018年第四季度货币政策执行报告，报告针对国内外经济金融运行情况、货币政策当前和未来的工作重点、市场热议的货币政策问题等进行了全面分析与指引，我们针对其中的核心要点进行解读。

点评：

1 货币政策取向：删去了“中性”和“把好货币总闸门”表述，延续中央经济工作会议提法，预计未来货币政策整体稳健偏宽松

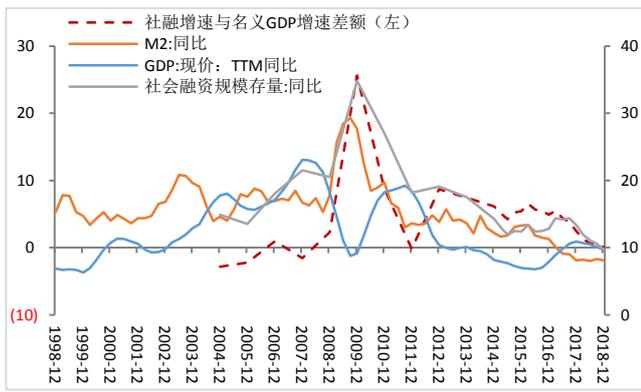
本次报告对下一阶段货币政策取向的表述，调整为“稳健的货币政策松紧适度，保持银行体系流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，促进货币信贷和社会融资规模合理增长”，相比往期，首次删去了“中性”两字，变“稳健中性的货币政策”为“稳健的货币政策”，同时去掉了“把好货币总闸门”表述。另外，在提及“实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架”时，亦删去了“中性”二字。

这与去年中央经济工作会议提出“要继续实施稳健的货币政策”表述一致，是中央经济工作会议精神的延伸，表明“稳定总需求”仍是当前宏观政策最核心的总目标。另外，从2018年下半年以来，国内亦早已实质上实施了稳健的货币政策。

而对于稳健货币政策的内涵，报告以专栏形式做了详细的说明：（1）稳健的货币政策，不意味着货币条件维持不变，而是要根据形势发展变化动态优化和逆周期调节，适度熨平经济的周期波动；（2）具体表现为，从数量上看，M2和社会融资规模增速应与名义GDP增速大体匹配，从价格上看，利率水平应符合保持经济在潜在产出水平的要求；（3）要适当运用结构性货币政策工具优化流动性的投向和结构，促进结构性调整和改革；（4）稳健的货币政策既要防止货币条件过紧引发风险，也要防止大水漫灌加剧扭曲和继续累积风险，核心是服务好实体经济；（5）要把握好内部均衡和外部均衡的平衡，当两者出现矛盾时，坚持“内部为主同时兼顾外部”。

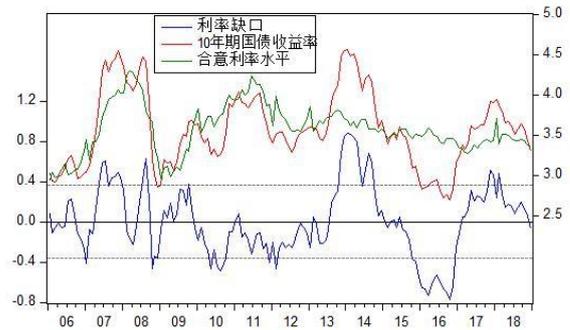
对此我们的理解是，未来货币政策的实际取向将是稳健偏宽松，原因有三：一是当前社融增速与名义GDP的增速已基本同步（见图1），表明社融增速大概率不会继续收缩，且国内经济仍存在继续下行的风险，中央经济工作会议加大逆周期宏观调控的定调，预示社融增速有望企稳回升；二是当前M2增速仍低于名义GDP增速，但两者的差额在不断缩小（见图1），未来这一趋势有望继续，这要求M2增速继续有所回升；三是根据我们的测算，当前十年期国债收益率已处于保持经济在潜在产出水平的合意水平，在海外经济复苏动能减弱，美联储加息进程减缓并停止缩表，主要经济体货币政策转向鸽派的背景下，利率调控的弹性与空间有所加大，为更好地服务于实体经济，利率仍存在下行的空间。

图 1：社融、M2 与名义 GDP 增速比较



资料来源：WIND，财富证券

图 2：十年期国债收益率已处于合意利率水平



资料来源：WIND，财富证券

2 未来货币政策工作的重点

一是将“平衡好总量和结构之间的关系，创新货币政策工具”放在重点工作的首位。

2018 年，央行通过定向降准、TMLF、再贷款、再贴现等多项结构性货币政策工具，增强了对小微、民营企业等重点领域和薄弱环节的信贷投放。我们预计，未来央行有望继续创新、推出更多的结构性货币政策，发挥其精准滴灌作用，重点加大对于民营企业和小微企业的金融支持力度，增加对高新技术企业、新兴产业和制造业结构调整转型升级的支持。这既是激发微观主体活力，稳定总需求的重要有效手段；亦是提高金融结构适应性、增强金融体系韧性的内在要求；还反映了未来央行有望借鉴海外发达国家经验，直接结构性地支持企业中长期信贷，重建私人部门的有效融资需求。

二是明确要从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础。首先，最核心的工作是推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，有效降低实体经济融资成本，这既是疏通货币政策传导的重要内容，亦是推动货币政策由数量型调控向价格型调控转变的关键；而推动这项工具，具体的重要举措包括培育市场基准利率和完善国债收益率曲线、发挥好市场利率定价自律机制、加快推动大额存单发行、促进同业存单市场规范发展等。其次，在供给端要推动商业银行永续债等资本补充工具的产品创新，增强银行这一重要载体的信贷投放能力。最后，在需求端要继续促进公司信用类债券发行，完善相关的体制机制，继续积极推动、推广民营企业债券融资支持工具有效实施。

三是强调了两个平衡并明确了主次地位。第一，内部均衡与外部均衡之间的平衡，当两者出现矛盾时，坚持内部为主同时兼顾外部，人民币汇率的弹性将有所加大；第二，促发展与防风险的平衡，相比上期“处理好稳增长、调结构、防风险的平衡”表述，调整为“促发展与防风险之间的平衡”，并未再提及去杠杆和强监管，未来金融与实体去杠杆的步伐均有望放缓。

3 资本市场对外开放水平有望进一步提升

2018年，资本市场对外开放水平大幅提升，主要表现在：一是进一步放宽证券期货经营机构外资持股限制和业务范围，将证券公司、基金管理公司、期货公司的外资股比放宽至51%，并于2021年取消上述领域外资股比限制；二是宣布推出沪伦通存托凭证（GDR），并明确完善相关机制体制安排；三是进一步放开符合规定的外国人开立A股证券账户的权限，允许在境内工作的外国自然人投资者和在境外工作的境内上市公司外籍员工开立A股证券账户参与交易；四是原油期货、铁矿石期货、PTA期货等期货品种相继对境外投资者开放；五是取消合格境外机构投资者（QFII/RQFII）资金汇出、锁定期限制，允许开展外汇套期保值管理汇率风险；六是放开外资保险经纪公司经营范围，与中资保险经纪公司一致，允许境外投资者来华经营保险代理和公估业务。未来，这些对外开放措施继续有序推进可期，外资流入环境得到大幅的改善。

另外值得关注的是，本次报告还增加了促进保险资金支持实体经济的内容，指出允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险，加大保险资金投资优质上市公司力度，发挥保险资金长期稳健投资优势，并明确该产品不纳入保险公司权益类资产投资比例的计算。

4 对资本市场可能影响的简析

利好股票市场估值中枢继续抬升。我们认为：一方面，本次报告中货币政策取向和未来重点工作指引内容，再度向市场释放了未来偏宽松的流动性环境预期，同时进一步加大资本市场对外开放水平的表述，在增加资金来源上亦是超市场预期，这两块均有利于进一步提振市场信心，改善投资者的风险偏好，股票市场估值中枢有望继续上移；另一方面，逆周期调控加码背景下，政策效果有望逐步显现，部分企业盈利亦将逐渐走出最差的时点趋于改善，这有望改善投资者对于企业盈利过度悲观预期。

对债市的提振相对有限，预计大概率维持震荡调整。一方面，当前的十年期国债收益率水平已处于合意区间，不存在大幅下行的基础，而打破这一前提的关键，仍在于经济是否存在大幅下行的风险；另一方面，随着投资者风险偏好上升，债市与股市存在一

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_14048

