

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

事件：

2019 年 2 月 21 日，央行公布 2018 年第四季度货币政策执行报告。

1.核心观点：货币政策稳中“求进”

1) 未来货币政策有望延续边际放松态势。央行表明 2019 年实行稳健的货币政策的立场，确定“稳中求进”的总基调，不提“中性”和“闸门”。

2) 经济下行压力较大，迫使逆周期调整的货币政策进一步放松。央行认为目前国内外经济形势稳中有变，变中有忧。相比三季度货币政策执行报告，此次增加“变中有忧”，强调新旧动能转换阶段，内生增长动力有待进一步增强。

3) 未来降准仍可期，降息主要看 PPI 的下降幅度（详见《PPI 才是货币政策名义锚》）。央行认为货币政策空间很大，没必要实行 QE，并特别指出不同类型银行的存款准备金率。同时，央行指出主要是通过货币市场利率下行带动贷款利率下行，可见央行大概率不会调整存贷款基准利率，而目前政策利率距历史低点还有 30 个 BP。

4) 未来货币政策仍以调结构为重点。央行强调，调节好结构有助于控制好总量，要从根本上解决民企融资难题。未来会继续加大对小微和民企的支持力度，着力缓解流动性约束、银行资本约束和利率约束，疏通货币政策传导。

图表1：2018 年三四季度货币政策执行报告口径变化

	2018Q3	2018Q4
总基调	坚持 稳健中性 的货币政策，处理好 稳增长、调结构、防风险 的平衡，把好货币供给的总闸门	实施 稳健 的货币政策，前瞻性采取一系列措施 逆周期调节 ，删除“中性”和“总闸门”措辞
全球经济形势	主要发达经济体 延续增长态势 ，经济运行出现分化， 全球经济金融脆弱性 有所上升	全球经济总体延续增长态势，但 增长势头有所放缓 ，经济下行风险有所增加
国内经济形势	需关注内外部不确定性带来的下行压力	经济运行 稳中有变，变中有忧
流动性管理	灵活开展公开市场操作，在补充中长期流动性的同时， 及时熨平短期波动 ，银行体系流动性合理充裕，市场利率运行平稳	强化 逆周期调节 ，引导货币政策市场利率中枢下行
宏观审慎 MPA	加强逆周期调节，适当发挥结构性引导；稳步推动资管新规平稳运行	推动商业银行多渠道补充资本金，出台 资管新规和行业细则
信贷	积极引导金融机构加大对小微企业、“三农”、扶贫以及棚改、水利等的支持力度	积极引导金融机构加大对 小微和民营企业 等重点领域和薄弱环节的支持
未来政策展望	实施好 稳健中性 的货币政策，增强政策的 前瞻性、灵活性、和针对性	稳健 的货币政策保持松紧适度， 强化逆周期调节 ，进一步加强政策协调，疏通货币政策传导

资料来源：2018 年央行货币政策执行报告，恒大研究院

2. 2019 年：中国经济年中触底，资本市场否极泰来

在市场充满“离场论”“洗洗睡”之际，我们算是少数的乐观派，“最好的投资机会就在中国，新一轮改革开放将开启新周期”“2019 否极泰来”。

从事宏观形势分析 20 年，看世事变迁，潮起潮落，唯一不变的就是人性和周期。库存周期和产能新周期叠加，2019 年中经济触底，经济失速风险缓解。滞涨转入通缩，货币政策放松的空间打开。一切都在周期框架里。

这些年，做过分析师，管过经营，做过管理，历经机关国企民企。愈信情商智商皆不如心力，在最黑暗的时候往往孕育着光明，但大部分人倒在黎明前，因心力不够而不能坚持到成功。唯有依靠强大的信仰和健壮的体魄，才能穿越黑夜迎接黎明！

代表性观点：

2014：新 5%比旧 8%好、5000 点不是梦、改革牛

2015：海拔已高风大慢走、经济 L 型、一线房价翻一倍

2017：新周期

2018：金融周期退潮

2019：否极泰来

3. 从总体来看，2019 年的货币政策会比 2018 年更加积极。央行明确 2019 年实行稳健的货币政策的立场，确定“稳中求进”的总基调，不提“中性”和“闸门”。

首先，稳健的货币政策并不意味着货币条件维持不变。而更强调根据形势变化动态优化和逆周期调节，在经济下行期对抗经济衰退和通货紧缩。从数量上看，即为保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速大体匹配；从价格上看，即为保持利率符合经济潜在产出水平要求。

其次，稳健的货币政策的“度”，主要体现为总量要合理，结构要优化。在保持流动性合理充裕的同时，还强调优化流动性投向和结构。因此，央行将运用结构性货币政策工具发挥定向滴灌工能，促进结构性调整和改革，既要防止货币条件过于宽松，也要优化信贷结构，加大力度支持小微企业和民企贷款。

最后，开放的条件下，稳健的货币政策把握内部均衡和外部均衡的平衡。当内部均衡和外部均衡产生矛盾是，作为以内需为主的经济大国，应当以内部均衡为主，同时兼顾外部均衡，即坚持货币政策的独立性，同时兼顾汇率稳定和资本流动。

4. 2018 年央行认真落实稳健的货币政策，预调微调，流动性合理充裕，长短端利率整体下行。

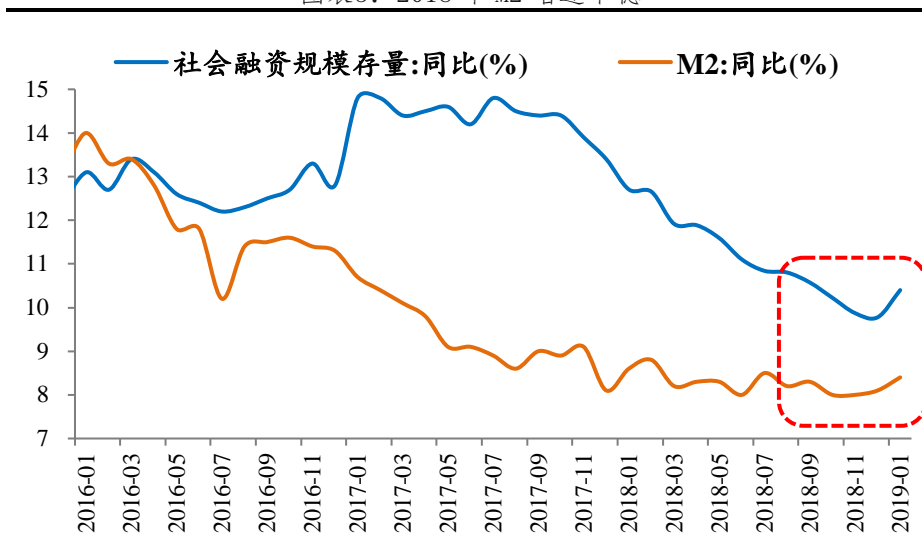
第一，整体流动性合理充裕，存准率下行，超储率上升。2018 年央行四次定向降准，释放 3.65 万亿元资金，保持市场流动性合理充裕。M2 增速保持在 8%以上，年末社融增速 9.8%，与名义 GDP 增速基本匹配，1 月降准后大型商业银行为 13.5%、中小型商业银行为 11.5%，仍有较大下调空间；4 季度超储率大幅提升至 2.4%，较 2017 年同期提高 0.3 个百分点，与 2016 年四季度相同，资金面整体维持宽松。

图表2：监管全面发力促进金融业服务实体经济，改善信贷结构

	措施	意义
定向降准	<ul style="list-style-type: none"> ● 定向降准：2018 年以来 4 次降准，共释放基础货币 3.65 万亿元，净投放 2.3 万亿元 	第一，保证市场流动性合理充裕
结构性货币工具	<ul style="list-style-type: none"> ● 扩大 MLF 等工具担保范围 ● 3 次增加再贷款再贴现共 4000 亿元 ● 下调支小再贷款利率 0.5 个百分点 ● 扩大支小再贷款对象和支持企业范围 ● 创设定向中期借贷便利 (TMLF)，补充长期流动性 ● 创设央行票据互换工具 (CBS)，补充商业银行资本 	第二，改善结构，为银行提供流动性支持
完善宏观审慎框架	<ul style="list-style-type: none"> ● 在宏观审慎评估中增设小微企业和民营企业融资、债转股情况等专项指标 	第三，结构性引导
利率市场化改革	<ul style="list-style-type: none"> ● 健全市场利率定价自律机制，推动同业存单和大额存单有序发行 	第四，机制改革

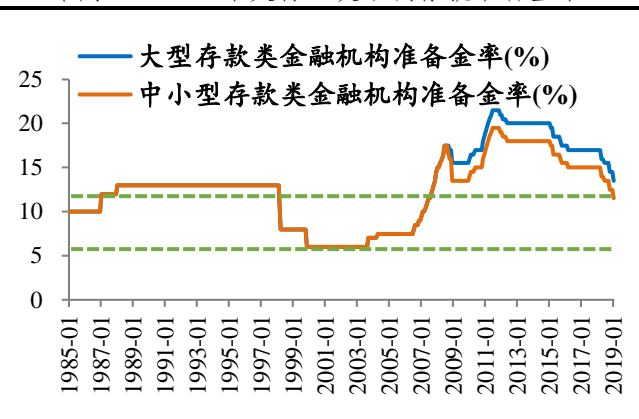
资料来源：央行官网，恒大研究院

图表3：2018 年 M2 增速平稳



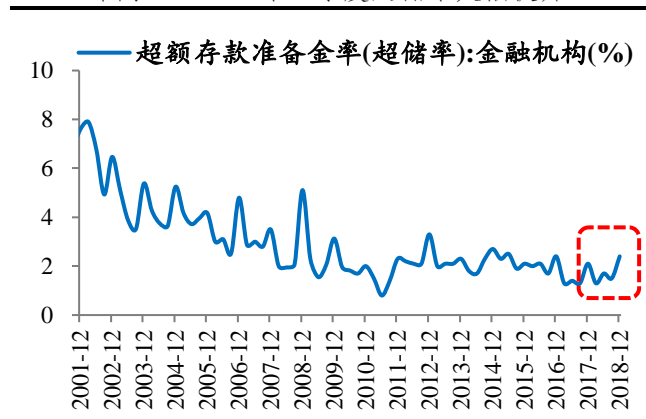
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：2018 年央行 4 次下调存款准备金率



资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：2018 年 4 季度超储率大幅提升



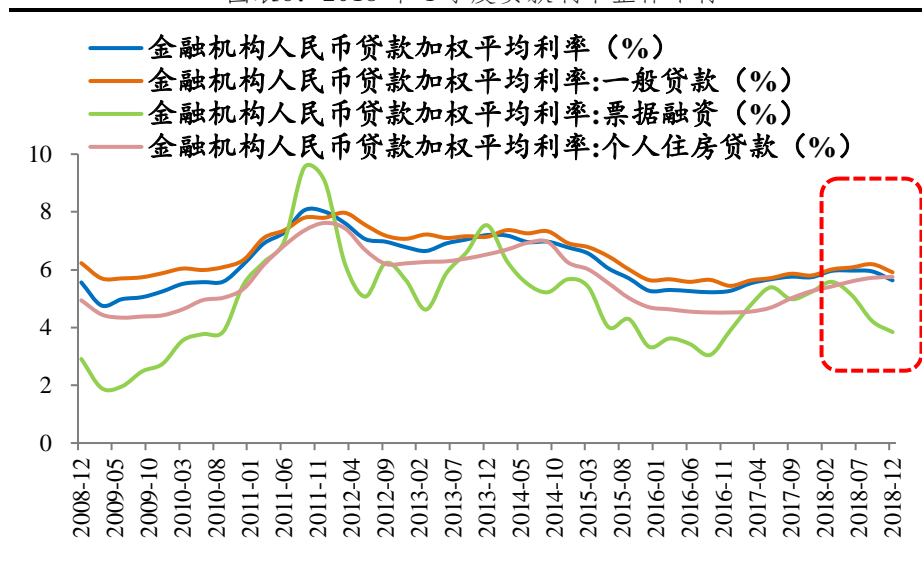
资料来源：Wind，恒大研究院

第二，结构方面，央行创新货币工具引导银行改善结构。2018 年央行通过创新和丰富结构性货币政策工具，扩大 MLF 担保范围、增加再贷款和再贴现、下调支小贷款利率、扩大支小在单款和支持范围、创设 TMLF、创设票据互换工具等方式，补充银行资本金，引导银行改善贷款结构。

第三，宏观审慎方面，加强结构性引导。2018 年央行增设小微企业和民企融资、债转股转向指标，鼓励金融机构加大对薄弱环节的支持力度，加强结构性引导。

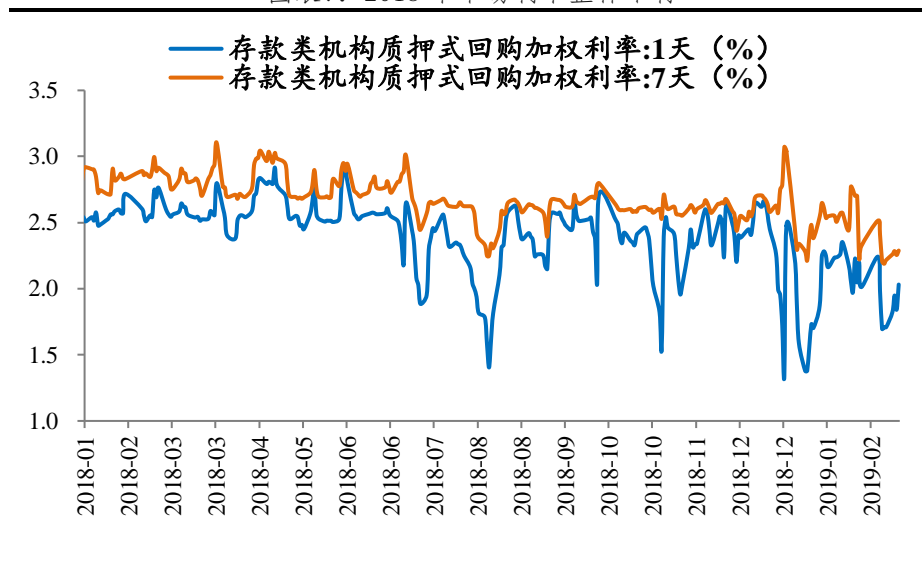
第四，机制改革方面，推进利率市场化，货币政策利率中枢下行，贷款利率整体下行。2018 年央行进一步健全市场利率定价自律机制，引导金融机构资助合理定价，4 季度金融机构贷款利率整体下行，人民币贷款加权平均利率 5.63%，比 9 月份下降 31BP，一般贷款利率和票据利率大幅下行；货币市场利率中枢 DR007 和 DR001 稳中有降。

图表6：2018 年 4 季度贷款利率整体下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表7：2018 年市场利率整体下行



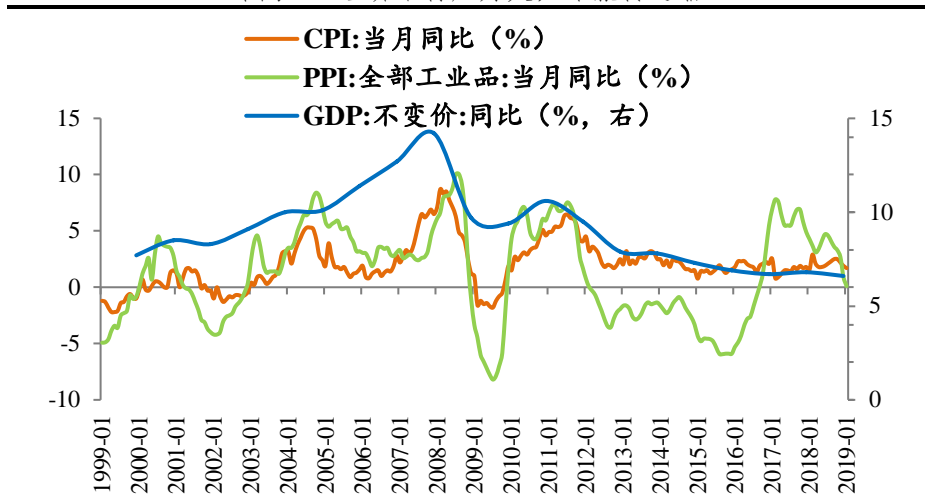
资料来源: Wind, 恒大研究院

5. 经济下行压力迫使逆周期调节的货币政策不断强化。央行认为目前国内外经济形势稳中有变，变中有忧。相比三季度货币政策执行报告，此次增加“变中有忧”，表明央行认为目前经济下行压力较大。

1) 从总量来看：经济下行压力较大，新旧动能转换阶段，内生增长动力有待进一步增强。

2018年经济下行、物价回落，经济周期从滞胀转入通缩，央行提出“强化逆周期调节”。从经济周期运行看，当前处于：世界经济见顶回落、金融周期从去杠杆到稳杠杆、房地产周期调控尾声、主动去库存周期、产能新周期筑底、新政治周期。

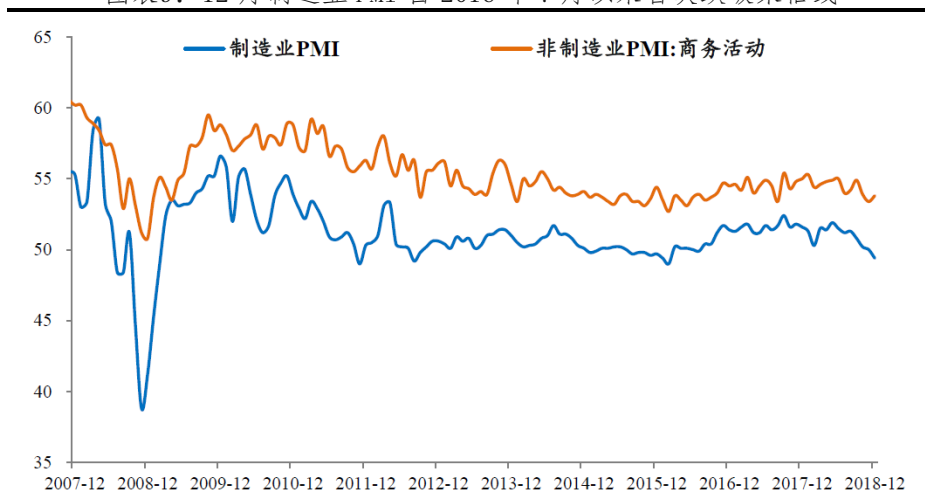
图表8：经济下行压力大，滞胀转通缩



资料来源：Wind，恒大研究院

12月中国制造业PMI为49.4%，为2016年7月以来首次跌破荣枯线，创2016年3月以来新低。新订单指数49.7%，较上月下跌0.7个百分点，为2016年2月以来的低点。其中进口指数45.9%，较上月下跌1.2个百分点，连续6个月在50%以下，反映内需活动低迷。新出口订单指数46.6%，较上月下滑0.4个百分点，已是连续7个月低于临界点，创三年新低，反映外需疲弱。PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均降至年内低点，分别为44.8%和43.3%，较上月回落5.5和3.1个百分点。

图表9：12月制造业PMI自2016年7月以来首次跌破荣枯线

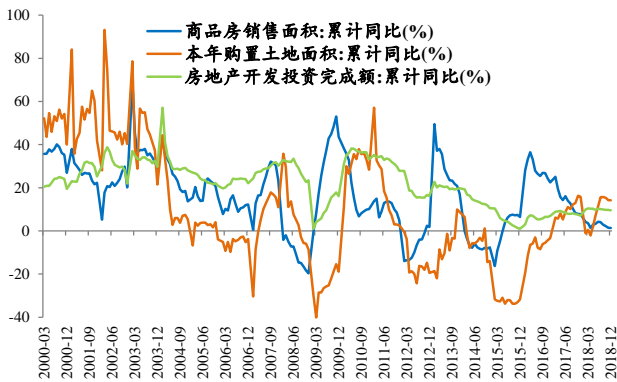


资料来源：Wind，恒大研究院



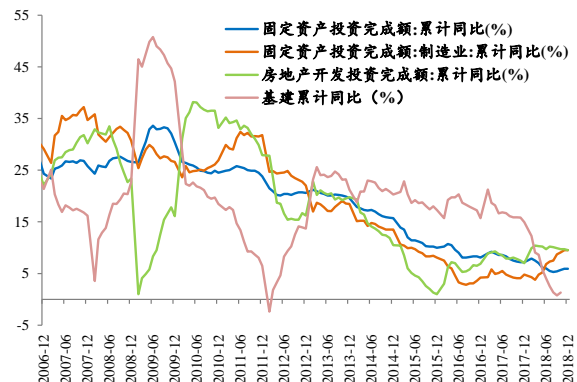
支柱产业进入调整期，新产业量级仍弱。房地产、汽车等传统支柱产业进入调整期，大部分新业态和新动能在量级上仍然弱于传统支柱产业，消费增长相对乏力，经济内生增长动力有待进一步增长。

图表10：2018年房地产销售投资进入调整期



资料来源：Wind，恒大研究院

图表11：2018年基建投资大幅下行

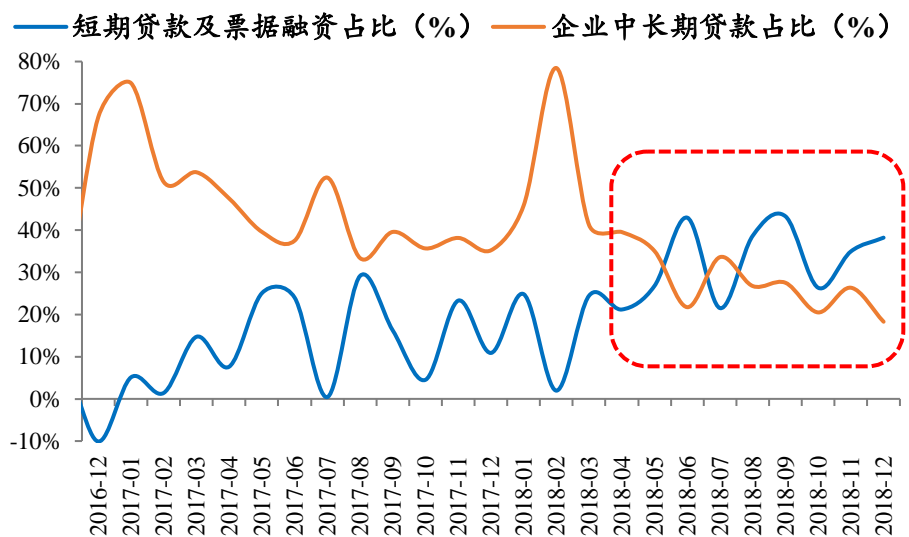


资料来源：Wind，恒大研究院

2) 从结构来看：小微企业、民营企业融资难问题较为突出。

银行风险资本金压力大，导致贷款意愿降低；风险偏好低，贷款结构不佳。一方面，银行存在资本金约束，贷款需要具备相应的资本金，但目前银行资本金不足，贷款意愿下降；另一方面，银行风险偏好低，倾向于居民短期贷款和票据融资等高流动性、低风险的渠道，缺乏向企业发放中长期贷款的动力，短期和票据融资占比增加，企业中长期贷款占比萎缩，贷款结构差。

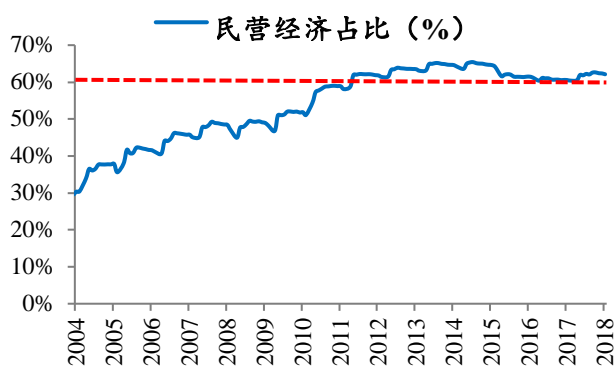
图表12：短期贷款和票据融资占比反超企业中长期贷款占比



资料来源：Wind，恒大研究院

民营企业融资环境边际改善，但民企融资难融资贵问题依然突出。2018年末，国有企业、民营企业贷款余额合计90.6万亿元，其中，国有企业贷款余额47.7万亿元，占比52.6%；民营企业贷款余额42.9万亿元，占比47.4%。但考虑到民间投资占全国固定资产投资的比重超过60%，显然民企贷款余额占比仅47.4%，民企贷款支持力度依然不足。

图表13：民间投资占全国固定资产投资的60%



资料来源：Wind，恒大研究院

图表14：2018年末国企民企贷款余额占比



资料来源：央行，恒大研究院

3)从全球来看：全球经济总体延续复苏态势，但增长势头有所放缓，外部环境发生明显变化，不确定因素增多。

央行认为未来一段时期，全球经济将面临四大风险：一是贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险；二是在贸易摩擦升级和全球金融条件存在不确定性背景下，各经济体的脆弱性易被放大；三是随着经济下行风险加大，部分经济体的政策应对面临一定挑战，同时报告删去了二、三季度“全球金融市场脆弱性增加”的说法；四是地缘政治冲突多点爆发，对经济金融影响加大。

图表15：央行对未来全球经济面临挑战的口径变化

2018Q2	2018Q3	2018Q4
全球贸易摩擦升级	全球贸易摩擦升级与政策不确定性增加	贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险
新兴市场面临新一轮金融波动	在国际贸易体系重构、主要经济体货币政策外溢效应增强下，新兴市场将继续承压	在贸易摩擦升级和全球金融条件存在不确定性背景下，各经济体的脆弱性易被放大
全球金融市场脆弱性增加	全球经济周期与金融周期不同步，主要经济体政策调整对全球经济金融的影响加大	随着经济下行风险加大，部分经济体的政策应对面临一定挑战，删去全球金融市场脆弱性增加的说法
中长期经济增长仍面临较多结构性挑战	全球金融市场脆弱性增加	地缘政治冲突多点爆发，风险因素和不确定性加速累积，对经济金融影响加大

资料来源：2018年央行货币政策执行报告，恒大研究院

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_14071



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn