

宏观点评报告

2019年2月22日

政策宽松方向既定，利率下行趋势进行中

——央行2018年四季度货币政策执行报告解读

核心观点：

☆总体来看，经济基本面下行与政策宽松主导的利率下行逻辑并未接近尾声，而是现在进行时，维持2019年上半年债券资产优于股权资产的总体判断，利率债和高等级信用债仍然值得关注。

☆货币政策总体基调是朝着宽松方向演进。报告在下一阶段货币政策思路展望中，不再强调“处理好稳增长、调结构、防风险的平衡”，转为“强化逆周期调节，把握好宏观调控的度”，这说明货币政策立足引导货币信用扩张，稳定经济运行是央行下一阶段政策的重点。

☆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。在总量适度的同时，还要适当运用结构性货币政策工具发挥定向滴灌功能，优化流动性的投向和结构，促进结构性调整和改革。从目前情况看，M2增速在8.4%，社融增速在10.4%水平，总体上与名义GDP增速大致匹配，但是需要注意，从结构上看，当前金融数据所反映的金融支持实体经济的质量仍然较差。

☆如何在实现利率市场化的同时避免实体经济资金成本上升？逻辑上看，目前显然只有在逐步放开利率管制（包括健全市场利率自律定价机制）的同时，进一步通过降准及公开市场工具降息，引导货币市场利率下行，降低银行资金成本，从而实现在利率并轨的同时，稳定市场利率，降低实体经济资金成本。

☆央行后续在降息路径选择上，将遵从先结构性再普惠性降息的路径。所谓先结构性，指的是先行通过降低商业银行存款准备金率及公开市场操作工具利率，通过引导货币市场利率下行（比如回购利率、存单利率），从而引导票据、债券、贷款、非标等资产的市场化利率下行。在引导货币市场利率下降，进一步压低各种资产类别的利率之后，视经济及通胀收缩压力，考虑是否需要调降基准利率。当然，从央行兼顾外部均衡的角度，中美利差和人民币汇率贬值压力会掣肘央行降息行动，但这些制约在今年随着美国经济增速向下换挡，将有所放松，中美贸易谈判若取得进展则会进一步减轻相关压力。最近的人民币汇率走势就可以佐证这一判断。总之，今年经济下行压力较大背景下，央行政策主攻方向立足于逆周期调节，稳定经济运行，有着较好的外部条件。

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

政策宽松方向既定，利率下行趋势进行中

——央行 2018 年四季度货币政策执行报告解读

2月21日晚间，央行发布《2018年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“报告”）。报告指出，面对稳中有变、变中有忧的内外部形势，央行实行了稳健的货币政策，采取了一系列逆周期调节措施，一是通过定向降准、中期借贷便利（MLF）等操作，增加中长期流动性供应，保持流动性合理充裕，货币市场利率整体下行，并逐步传导至实体经济；二是在保持总量适度的同时，运用和创新结构性货币政策工具，加大对小微、民营企业的支持；三是适时调整和完善宏观审慎政策，充分发挥宏观审慎评估（MPA）的逆周期调节和结构引导作用；四是继续深入推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。

总体来看，我们认为央行货币政策的宽松方向进一步明确，在经济下行趋势尚未改变，市场利率仍然高于政策利率的当下，立足进一步推进货币信用扩张，疏通货币政策传导渠道，引导市场利率下行，助力实体经济资产负债表修复仍是央行下一阶段的重要政策使命。货币政策在立足国内均衡基础上，兼顾外部均衡。今年中国经济下行压力较大，全球经济复苏形势复杂，国际收支也面临顺差收窄局面，但由于今年美国经济增速将向下换挡，联储加息周期将接近尾声，央行兼顾内外压力有所减轻，政策主攻方向仍是以货币政策力行逆周期调节，稳定经济运行，同时疏导政策传导，引导市场利率下行，助力实体经济修复资产负债表。

在此背景下，经济基本面下行与政策宽松主导的利率下行逻辑并未接近尾声，而是现在进行时，维持 2019 年上半年债券资产优于股权资产的总体判断，利率债和高等级信用债仍然值得关注。

一、货币政策宽松导向更加明确

在三季度的报告中，央行的货币政策取向表述是“稳健的货币政策要保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门，在多目标中把握好综合平衡，根据形势变化及时动态预调微调。”而四季度的最新提法是“稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡。”

“中性”和“闸门”的消失，往往意味着更加宽松的货币政策。其实，这一表述方式转变是对过去一段时间里央行宽松政策态度的再次确认。2018 年底的中央经济工作会议提出“稳健的货币政策要松紧适度”，相较 2017 年底的中央经济工作会议也少了“中性”和“总闸门”的表述。当央行不再提“闸门”，货币政策总体基调是朝着宽松方向演进。报告在下一阶段货币政策思路展望中，不再强调“处理好稳增长、调结构、防风险的平衡”，转为“强化逆周期调节，把握好宏观调控的度”，这说明货币政策立足引导货币信用扩张，稳定经济运行是央行下一阶段政策的重点。

二、货币与社融增速与名义经济增速相匹配

继续实施稳健的货币政策，并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，在上行期防止经济过热和通货膨胀，在下行期对抗经济衰退和通货紧缩。央行在报告专栏中特意对货币政策稳健作出了解释。稳健“强调了货币政策应始终坚持稳中求进的总基调，面对复杂严峻的内外部环境，货币政策要松紧适度，增强前瞻性、灵活性、针对性，强化逆周期调节，同时把握好宏观调控的度，保持货币条件与经济平稳增长及物价稳定的要求相匹配，既不能多，也不能少。”

如何衡量不多也不少？《报告》称，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。在总量适度的同时，还要适当运用结构性货币政策工具发挥定向滴灌功能，优化流动性的投向和结构，促进结构性调整和改革。

从目前情况看，M2 增速在 8.4%，社融增速在 10.4% 水平，总体上与名义 GDP 增速大致匹配，但是需要注意，从结构上看，当前金融数据所反映的金融支持实体经济的质量仍然较差，信贷与社融企稳同时，M1 增速再创新低，非金融企业存款负增长 3911 亿元，显示企业现金流压力不减，需要注意企业资偿债压力与资产负债表衰退风险。从货币政策角度，亟需引导市场利率进一步下行。从财政政策角度，亟需进一步推出减税降费措施，以帮助企业减轻税费负担，修复资产负债表。

三、不会实行量化宽松

在报告专栏中，央行对货币发行机制进行了阐述，介绍了货币发行的方式。当前，我国金融体系以银行为主导，货币政策传导的中枢在银行，人民银行通过货币政策操作的市场化方式，激励和调节银行贷款创造存款货币的行为是有效的，货币政策仍有很大空间，央行大规模从金融市场上购买国债等资产意义不大，没有必要实施所谓量化宽松（QE）政策。

QE 是危机应对政策而非常规政策，在实施上存在一定的风险性和局限性。欧美等国采用 QE 是因为利率很低已经进入“流动性陷阱”，传统货币政策失效。而我国当前在利率工具和数量工具依然有效的情况下，货币政策仍有很大空间，没有必要实施 QE。我国社融的主要来源是银行信贷，应该从银行信贷的角度出发，采取激励和调节银行贷款创造存款的方式。

判断货币政策工具是否是 QE，关注其政策实施背景、操作模式、操作效果等方面即可进行甄别。

首先，从实施背景而言，美欧日等发达市场国家之所以采取量化宽松政策，乃是由于政策利率已降至零利率下限，传统货币政策工具（发达市场国家主要是政策利率工具）已经无法起效，央行无法通过调节短端利率来刺激货币信用扩张，以稳定经济运行与金融市场。因而，只能通过购买长期金融资产（一般是国债和抵押贷款支持证券）直接实现对基础货币供给的直接调节，进而实现货币信用的扩张，中国当前存贷款基础利率距离零利率下限尚且较远，同时中

国央行目前调节基础货币供给的工具相当丰富,比如仍然处于高位的存款准备金率工具尚且有很大发力空间,因此并未到需要依靠量化宽松增加基础货币投放的地步。

其次,从操作模式而言,量化宽松是央行买入市场中的标的金融资产而同时投放基础货币,目前类似于央票互换工具(CBS)等创新工具,并未直接增加基础货币,而尚需藉由常规性公开市场操作实现后续基础货币投放,因此不能称之为量化宽松。

最后,从操作目的而言,量化宽松虽旨在增加基础货币供给,但经验证据表明,QE工具更多作用于金融体系的流动性增加,对于实体经济的逆周期调节效应尚且不具有强有力的证据支撑。从目前我国面临的情况看,货币政策的首要目标更多针对稳定经济运行而进行逆周期调节,因此实施QE的必要性的确不高。

四、利率并轨条件下的货币政策传导机制疏通与合理稳定市场利率水平

四季度报告中,“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三项任务中,服务实体经济仍居首位。报告指出,货币政策的传导取决于资金供、求双方的意愿和能力,关键是引导银行的行为,表达了央行将以银行信用扩张作为抓手,继续创新和运用结构性、创新型货币政策工具的政策思路。

回顾2018年,央行出台的货币政策中结构性、创新型工具居多,主要包括定向降准、扩大合格担保品范围、创设TMLF工具、创设央行票据互换工具等。体现了央行在尽量避免总量“大水漫灌”的同时,积极运用适当方式,疏导商业银行向实体经济的信用扩张,运用激励相容机制,促进银行信用扩张固有行为模式转变的良苦用心。

从政策作用逻辑而言,货币当局是希望对金融机构提供某些“风险补偿政策优惠”,通过这些“风险补偿政策优惠”鼓励银行增加风险敞口来支持民营企业和中小企业。因此,在作用机理上,金融机构需要评估这个“风险补偿政策优待”和增加风险敞口所面临的潜在损失——不良资产增加及其对商业银行资本金损耗两者之间孰轻孰重。“风险补偿政策优惠”如果显著大于“潜在损失”,那么金融机构会增加风险敞口扩张信用;反之,商业银行则会继续偏好信用风险较低的国企、央企以投放信贷资源。未来,是否适度对商业银行信用风险安排某种风险化解及责任承担机制是关键,即是否有某种信用风险兜底机制,可以使得商业银行信贷业务各环节责任人,真正尽职尽责。如果不能对风险进行兜底,那么持续引导利率下行,降低实体经济整体资金价格水平也就成为必然。

中长期看,仍需设计银行信用扩张与信用风险上升与化解的激励相容机制,改变商业银行偏好央企、国企,而规避民营企业、小微企业信用风险的行为模式。增强商业银行化解风险、对冲风险的能力,丰富其化解风险、对冲风险的手段。进一步推进利率市场化,推动市场利率与政策利率的并轨,增强商业银行市场化进行信用风险识别与利率定价的能力,稳定市场利率水平,从而实现金融资源的合理配置。

如何在实现利率市场化的同时避免实体经济资金成本上升?逻辑上看,目前显然只有在逐步放开利率管制(包括健全市场利率自律定价机制)的同时,进一步通过降准及公开市场

工具降息，引导货币市场利率下行，降低银行资金成本，从而实现在利率并轨的同时，稳定市场利率，降低实体经济资金成本。

目前，市场化利率仍远高于存贷款基准利率，因此倘若进一步推进利率市场化定价，则在当前信用风险高发的环境下，市场利率将难以实现下行。解决这一问题，一方面需要央行通过降准及公开市场操作工具降息，引导市场化利率先下行，压缩市场化利率和基准利率之间的利差。在利差收缩后，如果经济和通胀仍有下行压力，则进一步考虑是否下调存贷款基准利率，继续引导市场化利率下行来刺激经济。

从这个角度上来看，央行后续在降息路径选择上，将遵从先结构性再普惠性降息的路径。所谓先结构性，指的是先行通过降低商业银行存款准备金率及公开市场操作工具利率，通过引导货币市场利率下行（比如回购利率、存单利率），从而引导票据、债券、贷款、非标等资产的市场化利率下行。在引导货币市场利率下降，进一步压低各种资产类别的利率之后，视经济及通胀收缩压力，考虑是否需要调降基准利率。

当然，从央行兼顾外部均衡的角度，中美利差和人民币汇率贬值压力会掣肘央行降息行动，但这些制约在今年随着美国经济增速向下换挡，将有所放松，中美贸易谈判若取得进展则会进一步减轻相关压力。最近的人民币汇率走势就可以佐证这一判断。总之，今年经济下行压力较大背景下，央行政策主攻方向立足于逆周期调节，稳定经济运行，有着较好的外部条件。

总体看，通胀总体温，经济下行压力与经济承压政策持续发力逻辑主导下，预计债券市场表现相对仍优于权益市场，利率债与高等级信用债仍值得关注。2019年经济与企业业绩整体处于下行—修复期，基本面企稳预计仍需时间。资本市场行情将由政策宽松之下流动性改善，以及内外形势利好因素对市场预期及风险偏好的提振主导。流动性与预期的改善将有望为资本市场带来早于基本面企稳的反弹行情。

附录：四季度货币政策报告第五部分与三季度文本逐句比较

（红色部分为变动内容，蓝色部分为新增内容）

下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院部署，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，**坚持推动高质量发展**，坚持以供给侧结构性改革为主线，~~（删除：加大改革开放力度，抓住主要矛盾，）~~紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，~~（删除：处理好稳增长、调结构、防风险的平衡，）~~**创新和完善金融宏观调控。稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡。**~~（删除：保持政策的连续性和稳定性，提高政策的前瞻性、灵活性和针对性。稳健的货币政策要保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门，在多目标中把握好综合平衡，根据形势变化及时动态预调微调。）~~进一步加强政策协调，疏通**政策传导**（**三季度为：政策传导渠道**），创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。~~（删除：聚焦进一步深化供给侧结构性改革，）~~在实施**稳健**（~~删除：中性~~）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，促进国民经济整体良性循环。

一是**稳健的货币政策保持松紧适度**（**三季度为：稳健中性的货币政策**），**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。~~(增强政策的前瞻性、灵活性、和针对性)~~健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,~~(把好货币供给总闸门)~~继续灵活运用多种货币政策工具组合,加强政策协调,平衡好总量和结构之间的关系,发挥“几家抬”的政策合力,从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础,~~(合理安排工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,维护流动性合理充裕,)~~保持货币信贷和社会融资规模合理增长。~~(进一步)~~加强宏观审慎管理,推动商业银行多渠道补充资本,在发挥宏观审慎评估(MPA)逆周期调节作用的同时~~(适当)~~发挥其结构引导作用,引导~~(三季度为鼓励)~~金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持力度。

二是促进结构优化,更好地服务实体经济。~~(三季度报告为:发挥货币政策的结构优化作用,支持经济结构调整和转型升级。)~~按照市场化法治化的原则,继续运用~~(三季度为:用好)~~各种~~(三季度为结构性货币)~~政策工具,引导金融机构加大对民营和小微企业支持力度~~(三季度为:定向滴灌,在激发微观主体活力方面精准发力)~~。~~(加强货币政策工具创新,为经营正常但遭遇困难的微观市场主体纾困,弥补市场失灵。落实好前期出台的各项定向调控和精准调控政策措施。实施好民营企业债券融资支持工具,研究设立股权融资支持工具,带动民营企业信贷、债券、股权等融资渠道改善。引导金融机构落实好对国有民营经济一视同仁的精神,按照市场化原则加大对民营企业的融资支持。)~~运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具~~(三季度为:定向降准、再贷款再贴现、抵押补充贷款等政策工具)~~,~~(扩大中期借贷便利合格担保品范围,加大对小微企业等重点领域和薄弱环节的金融支持,推动实现小微企业金融服务“户数增加、投入增加、成本下降、风险可控”目标。)~~创新和丰富货币政策工具组合,发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用。引导金融机构继续做好重点领域和薄弱环节的金融服务,加大对高新技术企业、新兴产业和制造业结构调整转型升级的支持,积极推进金融服务乡村振兴工作,聚焦深度贫困地区,健全金融支持产业带动脱贫挂钩机制,全力支持打赢打好脱贫攻坚战,统筹做好“两权”抵押贷款试点到期衔接工作。拓宽科技创新型企业融资渠道,切实加大创业担保贷款政策实施力度,更好支持高校毕业生、退役军人、返乡农民工等重点群体创业就业。~~(积极支持工业稳增长调结构增效益,优化对制造业转型升级的金融支持与服务,做好化解过剩产能金融服务工作。深化科技金融结合发展,探索金融支持关键领域自主创新市场化运作的长效机制,做好科技、文化、战略性新兴产业等国民经济重点和关键领域金融服务。)~~加大对京津冀协同发展等国家重大战略、绿色金融、物流、养老等现代服务业的金融支持力度。~~(进一步发挥信贷资产证券化盘活存量的积极作用,推动经济提质增效和转型升级。)~~继续切实落实政策要求,坚决遏制隐性债务增量,稳妥化解银行债务存量,推动必要在建项目后续建设,分类协商处路存量债务,保护债权人合法权益。进一步发挥信贷资产证券化盘活存量的积极作用,推动经济提质增效和转型升级。

三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革,提高金融资源配置效率,完善金融调控机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”,完善市场化的利率形成、调控和传导机制。强化央行政策利率体系的引导功能,完善利率走廊机制,增强利率调控能力,重点是进一步疏通央行政策利率向市场利率和信贷利率的传导,提升金融机构贷款定价能力,适度增强市场竞争,更好地服务实体经济。继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线,健全市场化的利率形成机制。~~(三季度为:督促金融机构健全内控制度,增强自主合理定价能力和风险管理水平,从提高金融市场深度入手继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线,不断健全市场~~

化的利率形成机制。强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，进一步疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导，推动利率体系逐步“两轨合一轨”。)加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，发挥好市场利率定价自律机制的引导作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，维护公平定价秩序。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性(三季度为：增强人民币汇率双向浮动弹性)，并在必要时加强宏观审慎管理，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换，推进人民币对其他货币直接交易市场发展，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，坚持发展、改革和风险防范并重，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。(删除：推进人民币对其他货币直接交易市场发展，更好地为跨境贸易人民币结算业务发展服务。密切关注国际形势变化对资本流动的影响，完善对跨境资本流动的宏观审慎政策。)

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。坚持金融服务实体经济原则，推动商业银行永续债等资本补充工具的产品创新。(删除：推动债券市场产品创新和制度建设)健全债券违约风险防范和处置机制，促进公司信用类债券发行准入和信息披露规则统一，加强绿色金融债券存续期监督管理。继续稳步有序推动债券市场双向开放，支持境外机构在境内市场发行债券及境内机构赴境外发行债券融资，推动境外机构投资境内债券市场。持续推动债券二级市场发展，不断优化交易、清算和结算等相关制度安排，完善做市商制度等市场化评价体系，提升债券市场流动性，为市场参与者创造更加友好、便利的投资环境。建立健全金融市场基础设施的统筹管理框架，进一步加强市场基础设施建设，确保金融市场整体稳定和安全高效运行。进一步完善分工明确、密切配合、协同有效的统一执法协作机制(三季度为：加快建立统一的债券市场执法机制)，打击市场违法犯罪行为，保护投资者利益，推动债券市场健康稳定发展。

五是深化金融机构改革，扩大对外开放，通过增加供给和竞争改善金融服务。持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革，完善公司治理，规范股东大会、董事会、监事会与管理层关系，完善经营授权制度，形成有效的决策、执行、制衡机制，提高经营管理水平和风险控制能力。(删除：创新银行资本补充工具，提升金融机构资本水平。)继续推动农业银行“三农金融事业部”深化管理体制和运行机制改革，采取有效措施进一步激发县事业部活力，不断提高服务县域经济的能力和水平。推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案。会同有

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_14085



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>