

## 经济变中有忧，继续稳健偏暖的货币政策

风险评级：低风险

——央行第四季度货币政策执行报告点评

2019年2月22日

费小平（SAC 执业证书编号：S0340518010002）

电话：0769-22111089 邮箱：fxp@dgzq.com.cn

钟尚均 研究助理（SAC 执业证书编号：S0340118050040）

电话：0769-22118627 邮箱：zhongshangjun@dgzq.com.cn

陈宏 研究助理（SAC 执业证书编号：S0340118070048）

电话：0769-22118627 邮箱：chenhong@dgzq.com.cn

### 事件：

2019年2月21日中国人民银行发布2018年第四季度货币政策执行报告。

### 点评：

#### ■ 《报告》中的新变化

《报告》提出“贷款利率稳中有降”，比之前的“贷款利率基本稳定”有明显变化。四季度贷款利率持续下行，企业贷款和小微企业贷款利率分别连续四个月和五个月下降，虽然2018年三季度报告中已经确认全社会融资成本呈下降态势，但幅度远低于第四季度，这反映了前期出台的支持民营、小微企业的政策效果逐步显现。货币政策操作部分相比第三季度报告增加“深入推进金融机构改革”，继续推动国开行、进出口银行和农发行强化职能定位。

《报告》以“运用结构性货币政策工具支持民营和小微企业发展”和“积极推动民营企业债券融资支持工具有效实施”两个专栏来论述金融支持民营企业，而第三季度只有一个专栏，这显示出央行对金融支持民营企业的重视。本次《报告》保留了“坚决遏制隐性债务增量”，但删除“把好货币供给总阀门”表述，显示出央行货币政策思路有所微调，更加强调逆周期政策对于宏观经济稳定作用。

#### ■ 进一步确认经济下行压力，为货币政策奠定基调

《报告》提出经济运行稳中有变，变中有忧，经济仍面临下行压力。世界经济形势复杂，地缘政治风险较大，如贸易摩擦、英国脱欧、美国党争等，而且主要发达经济体货币政策仍有不确定性，这些对外需均有较大影响，从而影响市场情绪。国内汽车、地产等传统支柱产业进入调整期，新动能仍弱于传统行业，消费增长乏力，经济内生动力较弱。

物价作为影响货币政策主要因素之一，未来消费端或保持温和上涨，而生产端受国际大宗商品价格和国内供需影响，仍有较大不确定性。国家大宗商品自去年6月快速下跌后持续在低位震荡，近期原油和煤炭价格有小幅回升，但鉴于全球需求的回落，反弹幅度有限；加上国内经济下行压力较大，PPI环比连续三个月下降。但CPI由于物价的传导的滞后性以及消费者需求较生产者更为稳定，物价波动较小。低物价为央行进一步实施逆周期货币政策提供了操作空间。

#### ■ 稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节

《报告》提出，下一步将紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革、深化金融改革三项任务，创新和完善金融宏观调控，在多目标中实现综合平衡。再实施稳健货币政策、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。

央行开辟专栏承接中央经济工作会议基调，继续实施稳健的货币政策，讨论稳健含义。表示稳健货币政策这并不意味着货币条件维持不变，而是根据形势动态优化和逆周期调节，适度熨平经济周期波动。从数量看，M2和社融规模增速与名义GDP大体匹配；从价格看，利率应符合经济潜在产出；当总量适度的同时，还应该运用结构性货币政策发挥定向滴灌功能；在开放格局下，把握好内外均衡，当内外均衡有矛盾时，以内需为主。

### ■ 预计未来货币政策延续稳健偏暖格局

本次《报告》高度评价了过去结构性货币政策带来的融资成本下行成果，进一步阐述了稳健的货币政策含义，再度强调了对经济下行的担忧。生产者价格指数的持续走低也引起了央行的关注，货币政策操作空间正逐步扩大。从1月的社融数据可以看出，新增表外融资已经重回正增长，未来货币政策大概率延续年初以来偏暖的格局，在总量适度的基础上，强化结构性货币政策的滴灌作用，融资过快收紧对经济的负面压力正逐步缓解，逆周期政策对经济的支撑作用增强。

### ■ 风险提示

中美贸易谈判不及预期；海外经济增长不及预期。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供

**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\\_14094](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14094)

