

2018年四季度货币政策执行报告点评： 央行宽松路径延续

■ 核心摘要

- 1) 货币政策姿态进一步明确宽松。稳健的货币政策删除“中性”，删除“货币供给总闸门”表述，强化逆周期调节。
- 2) 经济下行压力仍然较大。新增强调房地产、汽车等行业的下行压力，消费增长乏力，企业有效融资需求下降。
- 3) 降准继续：存准率仍有下调空间，经济下行与金融机构风险偏好降低，仍需长期流动性支持。
- 4) 降息概率上升：考虑企业融资困难、外部掣肘弱化、市场利率处于走廊下限、贷款利率仍有下行空间，降息的可能性存在，下调OMO、MLF、PSL等政策利率的可能性则更大。
- 5) 量化宽松投放基础货币并无必要，对小微、民营等领域的结构性货币政策支持仍将继续推进。
- 6) 其他变化：关注物价走势，PPI即将通缩；邮储银行纳入6家大型商业银行；加强对工业机器人领域的金融支持。

2月21日，央行发布了2018年第四季度货币政策执行报告。

■ 货政基调：经济下行，宽松延续

本季度报告对于下一阶段货币政策的表述为“稳健的货币政策”，删除了“中性”，与中央经济工作会议的措辞一致；“把好货币供给总闸门”改为“把握好宏观调控的度”，并强调了要强化逆周期调节。货币政策转为相对明确的宽松姿态，背后是宏观经济不可忽视的下行压力。报告进一步强调了当前中国经济面临的内外部问题：外部的地缘政治、发达经济体货币政策正常化、贸易摩擦、金融市场波动等，与上季度的口径基本一致；而内部则新增了新旧动能转换风险的表述：房地产、汽车等传统行业进入调整期，大部分新业态和新动能在量级上仍弱于传统支柱，消费增长相对乏力，与上季度“消费对经济增长的拉动作用增强”形成鲜明对比。此外，企业有效融资需求有所下降，小微民营企业融资难仍然是央行关注的重点问题。总体而言，与三季度货币政策执行报告相比，本季度报告侧重强调了经济面临的下行压力，并明确了货币政策未来的宽松基调。

■ 货政操作：宽松路径如何延续？

报告涉及了四个方面的货币政策操作讨论：降准、降息、量化宽松、结构性工具。

1、降准仍将持续。自2018年初至今，央行已降准5次，法定存款准备金率共计下调3.5个百分点。央行在本季度的报告中对当前金融机构的存准率现状进行了专栏分析，考虑存准率的普遍下调与普惠金融定向降准的影响，各类商业银行实际存准率已普遍低于法定存准率，全部金融机构加权平均存准率约11%。但即便如此，当前存准率仍处于历史较高水平，存款准备金规模庞大；在经济下行压力较大、金融机构风险偏好降低的情况下，央行需要继续通过降准为金融机构提供永久的流动性支持。因此，年内央行仍将根据市场流动性状况适时采取降准操作。

2、降息概率上升，促进利率并轨。当前的宏观背景确已具备降息条件。其一，经济下行压力较大，企业面临融资困境，通过下调政策利率降低企业融资成本是货币政策的应有之意；其二，美联储在 1 月声明中已删除了进一步加息的措辞，众多官员呼吁 2019 年停止缩表计划，美联储加息节奏已明确放缓，外部货币政策对国内的掣肘已明显弱化；其三，考察央行以 SLF 利率为上限、逆回购利率为下限的利率走廊，市场利率 DR007 与 R007 均已跌破下限，意味着政策利率向下的“随行就市”；其四，四季度人民币贷款加权平均利率降至 5.63%（一般贷款与票据融资利率均有下降），但与 2016 年 5.22% 的低位尚有距离。此外，在日前金融数据吹风会上，孙国峰在回答关于降息的问题时指出，首先要更加关注贷款实际利率；其次是考虑推动基准利率和存贷款的市场利率两轨合一轨，要更多地发挥央行的政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用。因此，我们认为年内降息的可能性存在，下调 OMO、MLF、PSL 等政策利率的可能性则更大。

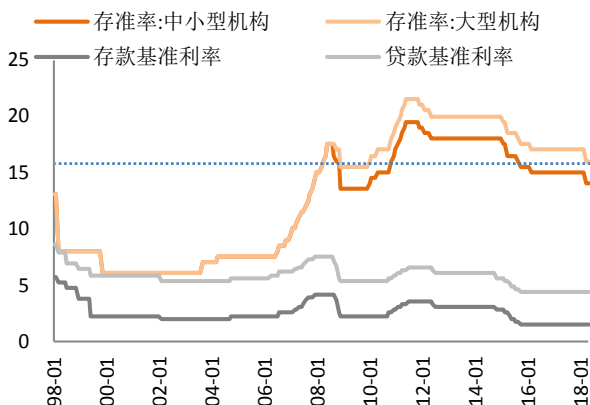
3、货币发行机制多样，量化宽松并无必要。针对市场近期关注的量化宽松问题，央行在报告中也进行了专栏讨论。对于不同经济体而言，货币发行机制有所不同。中国的基础货币投放机制在 2014 年之前是以外汇占款为主；此后国际收支趋于平衡，则转为以央行公开市场操作和 MLF/PSL 等工具投放为主。央行表示，目前我国货币政策仍有很大空间，央行大规模购买国债实施所谓量化宽松政策的意义不大。我们认为，货币政策目前的问题不在基础货币投放无效，而在于信用创造机制受阻，从这个角度看，央行未来在保持货币政策宽松姿态的基础上，仍将致力于推出更多信用和融资支持政策，以疏通货币政策传导机制，促进金融支持实体。

4、结构性工具将继续实施。央行对 2018 年以来的结构性货币政策工具进行了专题总结，包括：定向降准、再贷款制度和利率的调整、扩大合格抵押品范围、发挥 MPA 结构优化作用、创设民营企业债券融资支持工具、定向中期借贷便利（TMLF）、加快推进银行发行永续债补充资本金等多项措施。考虑到当前系统性风险控制初见成效，政策放松托底经济的同时，仍应考虑其对局部资产价格泡沫和高杠杆风险的影响。因此，对小微、民营等领域的结构性货币政策支持仍将继续推进，这能够一定程度上做到引导银行行为，让宽松政策释放的资金流向实体经济最需要的地方。

■ **其他变化：关注物价走势，加大工业机器人领域支持**

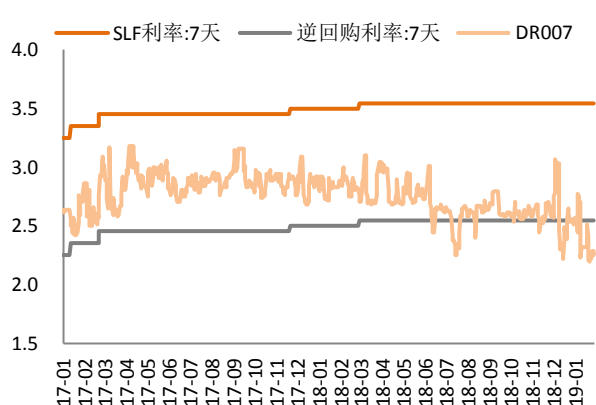
本季度报告其他值得关注的方面：第一，央行判断未来一段时间 CPI 可能保持温和上涨，但 PPI 受大宗商品价格走势和国内供需影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。在国内外总需求均趋于下行的背景下，大宗商品价格缺乏支撑，我们判断 PPI 即将在下月跌入通缩区间，对企业盈利带来压制。这也为货币政策的进一步宽松提供了空间。第二，央行首次明确了“6 家大型商业银行”的提法，将邮政储蓄银行正式纳入大型商业银行的行列。第三，央行在报告的行业分析部分强调了要加大对工业机器人领域的金融支持，鼓励金融机构通过融资、租赁、质押等业务，促进该行业的健康快速发展。

图表1 存款准备金率仍处于偏高位置



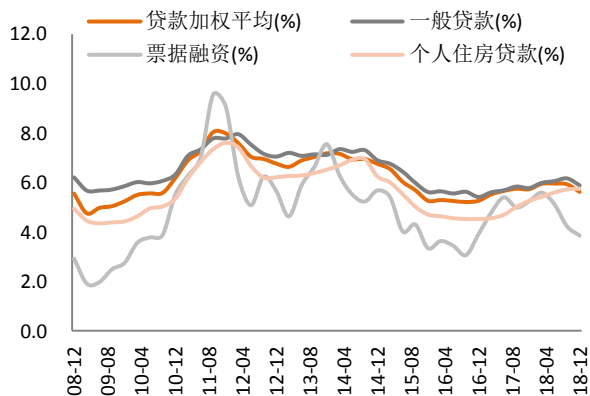
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 市场利率跌破利率走廊下限



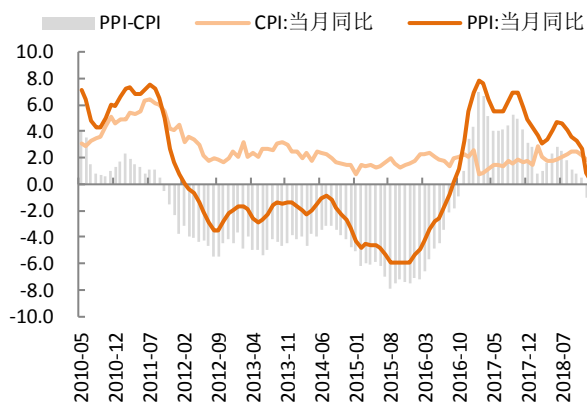
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 人民币贷款加权平均利率下降



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 关注物价走势, PPI 即将跌入通缩区间



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在盈利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

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_14095



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn