

货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善

西南宏观观点

- **央行稳健货币政策关键是松紧适度，央行将继续推进逆周期调节政策。**人民银行按季度发布的货币政策执行报告向来是我们观察货币政策的一个窗口。每期报告发布之后，我们都会对报告第五部分“货币政策趋势”逐字逐句做文本分析，观察其措辞相对上一期报告有什么变化。就18年4季度货币政策执行报告和18年3季度报告文本对比来看，央行将继续推进逆周期政策。央行延续去年末中央经济会议确定的稳健货币政策基调，删除上次货币政策总基调中“中性稳健”的表述，这显示货币政策调整空间加大。同时，央行以专栏形势详细阐述了稳健货币政策的内涵。央行指出，稳健的货币政策要松紧适度……这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，适度熨平经济周期波动。而从目前经济下行压力依然较大的情况看，央行将继续推进逆周期调节政策。
- **央行货币政策发力空间在加大。**央行在货币政策报告中指出，货币政策调整目标从数量上看，在于实现M2和社会融资规模增速应与名义GDP增速大体匹配。目前M2同比增速略高于8%，社融存量同比增速略高于10%，而名义GDP在18年4季度下降至9.2%。而从趋势上看，社融和M2增速将在未来一段时间持续回升，而名义GDP增速将持续下降，这将导致名义GDP增速低于社融和M2增速，但这并非约束政策宽松的因素。因为如果需要扭转这种趋势，则需要扭转名义GDP增速下滑趋势，因而逆周期政策需要更为有效的发力。另外，从政策内外部平衡来看，美联储暂停加息预期上升以及可能提前开启缩表等因素将扩大央行货币政策宽松空间。央行在货币政策执行报告中也表示货币政策依然具有较大空间。央行将继续着力引导资金进入实体经济。
- **总量宽松结合结构引导，继续是央行宽松的具体方式。**本次货币政策执行报告中央行以专栏形势总结了运用结构性货币政策工具支持民营企业和小微企业发展的情况。要求一方面要把握流动性的总量，另一方面要把握流动性的投向。央行指出，若信用扩张受到多重约束，金融体系“有钱”难以运用出去，这种情况下仅靠总量调节，则难以有效发挥作用。因而在总量上保持合理充裕的同时还要考虑调整结构，更有针对性的疏通货币政策传导渠道。预计未来央行将继续通过多种供给，在总量宽松的同时，注重结构调整。将继续通过定向降准、再贷款再贴现、定向融资支持、MPA考核等方式支持民营企业与中小企业融资，引导资金进入实体经济。
- **当前央行基础货币投放方式不变，不会考虑量化宽松政策。**针对近期市场不断出现央行购买国债、ETF等观点，央行在本次货币政策报告中明确表示不会考虑量化宽松。央行强调各国根据自身情况选择不同的货币投放机制，当前通过公开市场操作，以及MLF、PSL等方式投放基础货币的方式适应于我国当前情况。这意味着未来一段时间，央行将继续以这些方式投放基础货币，而不会进行量化宽松操作。同时，将继续进行常态化降准措施，维持银行间流动性合理充裕。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250513090001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一）（2019-02-18）
2. 实体融资回升，修正对经济悲观预期（2019-02-17）
3. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应（2019-02-17）
4. 通胀中枢下移，这意味着什么？（2019-02-15）
5. 春节因素扰动下外贸形势假改善（2019-02-14）
6. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研（2019-02-13）
7. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测（2019-02-11）
8. 春节国内外经济与资本市场状况述评（2019-02-10）
9. 需求走弱价格下行，企业盈利持续恶化（2019-01-28）
10. 政策努力疏通传导渠道，债市延续震荡态势（2019-01-27）



- **实体经济资金面改善的大趋势不改变，阶段性的调整不改变趋势走势。**整体货币政策宽松和监管柔性化环境下，实体经济资金面改善的大趋势不改变。偏低的短端利率将继续推动短端融资，并支撑债券融资延续高位，而监管柔性化将改善表外融资。虽然1月社融大增背后一定程度存在票据套利因素，票据融资的短暂回调可能导致2月信贷社融略低于预期，但实体资金供给改善的大趋势不会改变，3月之后信贷社融预计将再度恢复回升态势。
- **资金面改善将对权益市场形成持续利好。**信贷社融持续回升将加大实体经济资金供给。一方面，资金流入股市的规模将提升；另一方面，企业资金面改善也将缓解金融风险，提升风险偏好。因而，资金面改善将对权益市场形成利好。对流动性较为敏感的成长类权益资产和金融类权益资产将更为受益。
- **而短期内利率债将延续震荡，信用债和转债则更为受益。**虽然1月份信贷社融大幅放量，而且未来社融将持续回升。但考虑到当前经济尚未呈现出企稳状况，考虑到社融回升传导到经济需要两个季度左右，因而近一两个季度经济出现稳定企稳的可能性有限，这种环境下央行不会退出宽松货币政策，宽松的流动性环境不会发生变化，将为债市形成安全边际。我们预计债市将延续震荡态势。直至货币政策发生调整，债市将随之调整。实体经济资金状况改善意味着企业收支现金状况将改善，这将降低企业信用风险。因而企业违约状况将逐步好转。这种情况下企业信用利差将趋势性下降，这将带来信用债配置行情。其中中等评级的产业债和低评级的城投债信用利差将出现较大的降幅，因而也是主要的推荐标的。

货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本比对

以下为《2018 年第四季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本比对分析。我们通过对比 2018 年 4 季度和 2018 年 3 季度报告的文字差异,来找寻货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句; **黑体**部分为新增语句; ~~加了删除线的部分~~为 2018 年 3 季度报告中有,但在 2018 年 4 季度报告中删除的语句。

一、对货币运行的总体看法

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**,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,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。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。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,稳健的货币政策保持中性,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。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。~~进一步加强政策协调,疏通货币政策传导,深化利率和汇率市场化改革, ~~大力推进金融改革开放发展,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。处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系,打好防范化解金融风险攻坚战,守住不发生系统性金融风险底线。聚焦进一步深化供给侧结构性改革,在实施稳健货币政策、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,促进国民经济整体良性循环。~~

二、对实体经济的看法

基调

2018 年,中国经济运行总体平稳,经济结构继续优化 ~~平稳增长,经济运行保持韧性。结构调整继续推进,供求总体平衡,服务业保持平稳较快增长~~,消费对经济增长的贡献上升,国际收支基本平衡,价格形势保持稳定,制造业投资和民间投资增速回升, ~~进出口较快增长,物价、就业形势稳定。但基建投资增速下行,企业经营景气有所回落,需关注内外部不确定不稳定因素带来的下行压力。~~初步核算,全年国内生产总值 90 万亿元,按可比价格计算,比上年增长 6.6%,实现了 6.5%左右的预期发展目标,四个季度分别同比增长 6.8%、6.7%、6.5%和 6.4%。全年居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.1%,工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨 3.5%

积极因素

展望未来一段时期,中国经济保持平稳发展的有利因素较多。 ~~全球经济增长面临的下行风险有所增加~~,但总体仍延续复苏态势, ~~仍保持较快增长~~,国际货币基金组织对 2019 年经济增速的预测与前几年均值基本持平。中国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。三大攻坚战开局良好,供给侧改革深入推进,改革开放力度加大,人民生活持续改善,保持了经济持续健康发展和社会大局稳定,经济增长具有潜力和韧性。 ~~总供求基本平衡,增长动力加快转~~

换，经济基本面长期向好的趋势没有改变。内需对经济的拉动不断上升，新兴产业蓬勃发展，传统产业转型升级态势良好，经济结构继续优化，就业形势保持稳定**就业形势向好**。2018年城镇化率提高超过1个百分点，新型城镇化、服务业、高端制造业以及消费升级仍有较大的发展空间，回旋空间也比较大。金融风险防控成效显著，宏观杠杆率趋于稳定，**2018年我国M2与GDP之比较上年下降3个百分点**。同时，金融对实体经济的支持力度较为稳固，**近期出台的一系列逆周期调节措施的效果也在逐步显现**。中国人民银行2018年第四季度企业家问卷调查显示，宏观经济热度指数和信心指数同比和环比都有小幅下降，但仍处于近年来较高水平，经营景气指数环比上升；城镇储户问卷调查显示，居民就业感受和预期指数环比小幅上升，保持在相对高位。

风险和挑战

也要看到，经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化，推进供给侧结构性改革过程中不可避免会遇到一些困难和挑战，经济运行稳中有变、变中有忧。**长期积累的风险隐患有所暴露**，经济仍面临下行压力。从国际环境看，世界经济形势**更加**错综复杂，地缘政治风险依然较大，主要发达经济体货币政策趋势存在不确定性，贸易摩擦给未来出口形势亦带来较大不确定性，可能造成外需对经济的边际拉动作用减弱，还可能影响投资者情绪，加剧金融市场波动。从国内看，**房地产、汽车等传统支柱产业进入调整期**，**基建投资增速下行**，**金融机构风险偏好下降**，**信用增长延续放缓态势**，**小微企业、民营企业融资难问题较为突出**，**货币政策传导仍然面临一定约束**。大部分新业态和新动能在量级上仍弱于传统支柱产业，消费增长相对乏力，经济内生增长动力有待进一步增强。**企业有效融资需求有所下降**，**金融机构风险偏好下降**，**自身也受到一定约束**。

三、对通胀的看法

总体形势

物价形势总体较为稳定，**对未来变化需持续监测**。

通胀压力可控

物价涨幅主要取决于经济基本面状况和供求的相对变化。目前，~~全球主要经济体消费价格上涨略有上行，但仍多在相对低位运行~~，国内经济运行总体平稳，粮食、棉花等丰收丰产，工业消费品生产提质升级，**通过近几年推进供给侧结构性改革和市场机制发挥作用，产能过剩问题明显缓解，总供求较为平衡，这些都有利于物价保持平稳，通胀预期基本稳定**，~~受部分农产品价格回升、猪瘟疫情等影响，短期内物价存在上行的可能性~~。中国人民银行第四季度城镇储户问卷调查显示，未来物价预期指数为64.3%，同比持平。总体看，**未来一段时间消费者物价指数有可能保持温和上涨**。生产者价格指数受国际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。

四、货币政策展望

基调

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**，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，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。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。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，稳健的货币政策保持中性，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。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。**进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，深化利率和汇率市场化改革，大力推进金融改革开放发展，**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。处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系，打好防范化解金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险底线。聚焦进一步深化供给侧结构性改革，在实施稳健货币政策、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，促进国民经济整体良性循环。**

具体措施之一：宏观货币政策方向

一是稳健中性的货币政策**保持松紧适度，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，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。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发挥其结构引导作用，引导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。**

具体措施之二：货币政策结构

二是促进结构优化，更好地服务实体经济。**按照市场化法治化的原则，继续运用各种政策工具，引导金融机构加大对民营和小微企业支持力度。为经营正常但暂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，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。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。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，分类协商处理存量债务，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。

具体措施之三：利率、汇率及人民币跨境结算

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。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，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，为基于按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。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。~~

具体措施之四：金融市场创新

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。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，打击市场违

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_14097

