

“三角形”框架，结构性政策 ——2018年第四季度货币政策执行报告点评

宏观简报

要点：

央行四季度货币政策执行报告主要有三大看点：

1. 货币政策相比放水的“量”，更重传导的“质”。报告的一系列新提法，无论是定性方面的“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”、“发挥几家抬政策合力”、“从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础”、不能靠行政性办法放水，还是定量方面的“M2与社融增速要与名义GDP增速大体一致”，都意味着尽管政策基调去掉“中性”，但“稳健”方向不改，仅靠总量调节无用，要在改善传导机制上下功夫。

2. 重视结构性货币政策工具的精准滴灌作用。2019年继续创新和丰富定向调控工具箱，加大对小微、民企、双创、高新技术等领域的支持力度，提高金融结构的适应性，服务经济结构转型。

3. 货币政策讲求内外兼顾，以内部均衡为主。这说明如果经济增速下行超预期，那么宏观政策要充分发挥逆周期调节作用，而不会以盯住汇率为主。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

2月21日晚，央行发布《2018年第四季度货币政策执行报告》（下称“报告”），有几个重点值得关注。

三角形支撑框架：货币政策更重“质”

报告在内容摘要里面最后指出“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”。如何理解这句话？货币政策的传导有多个渠道，而2018年货币政策传导不畅，背后有多重原因。比如增强居民与企业的活力，就能改善资金需求，企业活力的改善也可能带动起资产负债表改善，从而增加银行发放信贷的动力，改善货币政策的传导。在经济增速下行的背景下，除了货币政策之外，财政政策（比如减税降费）也是增强微观主体活力的一个重要途径。此外，货币的传导也跟资本市场紧密相关，所以发挥资本市场的功能也是改善货币政策传导的一个重要因素。

报告在专栏3里也指出“改善货币政策传导，关键是引导银行的行为，不能靠行政性的办法，而是要从机制上下功夫，引入市场化的正向激励机制，鼓励商业银行主动加大对实体经济的支持。”在专栏5里面指出“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。”

2019年名义GDP增速会有进一步放缓，那么M2和名义社融就没有大幅增加的必要。报告在专栏1中指出，各国都有自己的货币发行方式，而中国央行随着国际收支的逐步平衡，更多通过公开市场操作、MLF、PSL等工具向市场投放基础货币，大规模从金融市场上购买国债等资产意义不大。跟中央经济工作会议的提法一样，货币政策基调由稳健中性转为稳健，稳健的货币政策没有变，坚决不搞“大水漫灌”。综合这些表述，这意味着货币政策非常重视“质”。

表1为2007年以来货币政策执行报告对下一阶段（通常为下一季度）货币政策主要思路的展望，2018年第四季度报告确实在央行货币政策定调上有所放松。

表1：2007年以来货币政策报告对下一阶段货币政策思路的展望

货币政策报告	对下一阶段货币政策主要思路的展望
2007Q1-2007Q2	稳健
2007Q3	适度从紧
2007Q4-2008Q1	从紧
2008Q2	保持货币政策的连续性和稳定性
2008Q3-2010Q4	适度宽松
2011Q1-2016Q3	稳健
2016Q4-2018Q3	稳健中性
2018Q4	稳健

资料来源：央行各季度货币政策执行报告，光大证券研究所整理

继续重视结构性货币政策

专栏 3 指出“稳健货币政策保持松紧适度的‘度’，主要体现为总量要合理，结构要优化”。“另一方面要把握流动性的投向，着力发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用...平衡好总量和结构的关系，做到‘松紧适度’，需要发挥好结构性货币政策工具的作用”。2018 年创新和运用一系列结构性工具，如四次定向降准、增加再贷款和再贴现额度、创新再贷款发放方式、扩大再贷款担保品范围、发挥 MPA 结构化作用、推出民企债券融资支持工具、创设 TMLF、加快银行发行永续债补充资本、发挥窗口指导和信贷政策结构引导作用等，引导资金支持三农、小微、扶贫、双创，民企、小微。普惠小微贷款量增价降，民企贷款占比提升。2019 年将继续创新和丰富货币政策工具箱，发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。

以内为主，内外兼顾

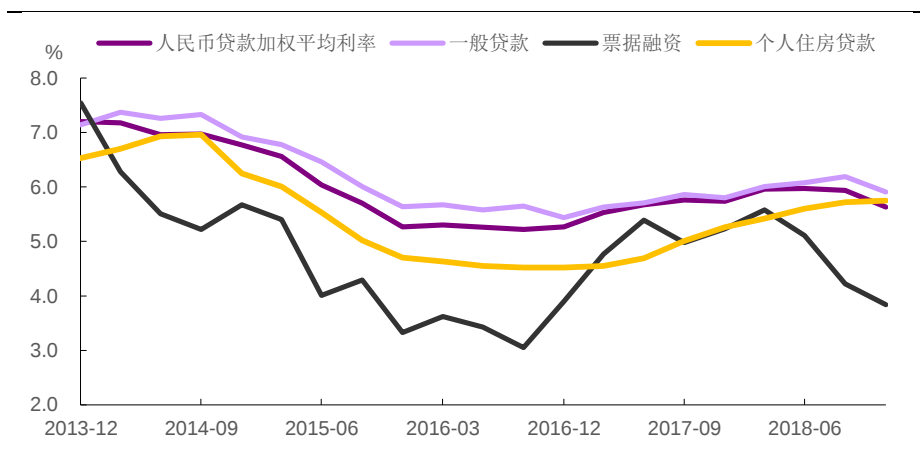
报告指出，货币政策要讲求内外兼顾，以内部均衡为主。央行在专栏 5 中指出，“在开放宏观格局下，货币政策保持稳健，还需要把握好内部均衡和外部均衡的平衡，协调好本外币政策。当内部均衡和外部均衡产生矛盾时，作为以内需为主的大国经济体，应以内部均衡为主同时兼顾外部均衡，找到最优的平衡点”。这也证明了 2018 年在中美经济走向出现分化时，中国央行更多采用相对宽松的方式来实现内部均衡，同时央行辅以宏观审慎政策工具来兼顾外部均衡。如果经济增速下行超预期，那么宏观政策要充分发挥逆周期调节作用，而不会以盯住汇率为主。

对于汇率，报告指出“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。”近期人民币升值较多，我们认为这既有美元本身的原因，也有市场对中美谈判向好、“两会”出台利好政策的期望。美国近期对货币政策表态转鸽，但美元本身并无贬值的基础，再加上今年如果我国经常项目出现逆差，人民币汇率仍会出现波动。

几个数据值得关注

银行体系流动性改善，超储率明显回升。2018 年 12 月末，金融机构超储率达 2.4%，较 2017 年 12 月末回升 0.3 个百分点，2018 年四次降准的确改善了银行体系流动性。同时，流动性改善带来实体融资成本小幅下行。2018 年 12 月，金融机构人民币贷款加权平均利率由 2018 年 9 月的 5.94% 下行 31 个 bp 至 5.63%，从结构来看，票据融资、一般贷款和个人住房贷款利率分别较 9 月变动 -38、-28 和 3 个 bp，票据融资利率下行幅度最为明显，个人住房贷款利率则有小幅上行（图 1）。同时，一般贷款中执行基准和下浮比例的占比环比上升。

图 1：2018 年票据融资利率下行最为明显



资料来源：Wind，时间截至 2018 年 12 月末

信贷结构优化，小微企业增速较快，但中长期贷款比例下降。2018 年末，个人住房贷款增速回落至 17.8%，较上年末低 4.4 个百分点，而单户授信 1000 万元以下的普惠小微贷款年末余额增速为 15.2%，高于上年末 8.2 个百分点。但同时中长期贷款增量比重回落，2018 年比 2017 年低 21.2 个百分点。这或许体现出，虽然银行信贷结构在改善，但其对民营、小微企业的放贷仍较为谨慎，放贷期限相对较短。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资

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_14098

