

宏观点评

央行四季度货币政策报告的 8 大信号，关注我国信用自主创造

事件：本周四（2019年2月21日），我国央行发布《2018年第4季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2018年第四季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了2019年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了5个专栏，分别为：专栏1《货币发行机制》；专栏2《当前金融机构的存款准备金率》；专栏3《运用结构性货币政策工具支持民营和小微企业发展》；专栏4《积极推动民营企业债券融资支持工具有效实施》；专栏5《如何理解稳健的货币政策》。

核心结论：央行每个季度的货币政策执行报告是把脉货币政策走向的关键资料，历来被各方高度关注。本次《报告》主要透露了以下信息：

1. 央行重申稳增长的重要性，延续贸易摩擦的风险，强调经济增长的内生动能，对基建的走势相对乐观。
2. 央行认为通胀总体稳定、未来需持续监测；我们继续提示，此通缩非彼通缩，2019年CPI高点大概率在3-6月，PPI全年走弱但尚难大幅下行。
3. 货币已然宽松，再降准和“降息”可期。《报告》延续了2018年中央经济工作会议的表态，删掉了“中性”和“总闸门”并凸显逆周期调节，表态不会购买国债不会QE；四季度各类利率普降，我们预计，后续降政策利率可期、但降基准利率难，也大概率再降准2-3次（预计最快4月份）；此外，建议重点关注我国信用创造机制可能的大突破，即自主性有望大大提升。
4. 强调“M2应与名义GDP增速大体匹配”，稳健的货币政策要强化逆周期调节，我们预计2019年M2同比中枢8.5%左右、但难破9%，社融增速2月有望回落、之后再企稳甚至回升。此外，建议关注票据融资的变化，倾向于认为，央行可能会压一压票据，而且从历史看，每轮信用由紧变松的阶段，票据也都往往会高增。
5. 多措并举加大对民企的融资支持，结构性货币政策和民企债券有望发力。我们预计，随着诸多民企利好政策落地，财政、货币政策均将向民企倾斜。
6. 防范化解重大金融风险攻坚战仍是硬要求，但节奏和力度放缓，会继续稳杠杆，坚持底线思维，以时间换空间。此外，《报告》新增了“推动出台金融控股公司监管办法”的表述。
7. 延续第三季度的“注重人民币汇率的弹性和稳定性”，我们认为欧美等国货币收紧进程的放缓，叠加贸易冲突的缓和，人民币贬值压力有望缓解。
8. 《报告》认为工业机器人是先进制造业的关键支撑装备，但面临诸多挑战，强调“加大对工业机器人领域的金融支持”。

风险提示：中美冲突升级；我国经济大幅下行。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

- 1、《此通缩非彼通缩：三线索指向 PPI 尚难大幅下行——兼评 1 月通胀》2019-02-17
- 2、《关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1 月金融数据点评》2019-02-17
- 3、《继续跟踪 2019 年出口四个线索，关注贸易摩擦阶段性缓和的受益行业——兼评 1 月进出口》2019-02-15
- 4、《春节宏观 8 看点：全球经济共振趋弱，全球政策共振趋松》2019-02-10
- 5、《2019 年政策的变与不变——逐句解读中央经济工作会议》2018-12-22
- 6、《央行三季度货币政策报告的 7 大信号》2018-11-11
- 7、《央行《货币政策执行报告》的打开方式——兼评二季度报告》2018-08-13



内容目录

信号 1: 重申稳增长的重要性, 延续贸易摩擦的风险, 强调经济增长的内生动能, 对基建的走势相对乐观.....	3
信号 2: 央行认为通胀总体稳定、未来需持续监测; 2019 年 CPI 高点大概率在 3-6 月, PPI 全年走弱但尚难大幅下行 ...	4
信号 3: 货币已然放松, 删掉“中性”和“总闸门”并凸显逆周期调节, 表态不会购买国债不会 QE; 各类利率已普降, 我们预计, 后续降政策利率可期、但降基准利率难, 大概率再降准 2-3 次.....	4
信号 4: 强调“M2 应与名义 GDP 大体匹配”, 我们预计, 2019 年 M2 中枢在 8.5%左右但难破 9%, 社融增速 2 月有望回落、之后再企稳甚至回升.....	6
信号 5: 多措并举加大对民企的融资支持, 结构性货币政策和民企债券有望发力	7
信号 6: 防范化解重大金融风险攻坚战仍是硬要求, 但节奏和力度放缓, 继续稳杠杆, 坚持底线思维, 以时间换空间	8
信号 7: 注重人民币汇率的弹性和稳定性, 2019 年人民币贬值压力有望缓解.....	8
信号 8: 强调“加大对工业机器人领域的金融支持”	9
风险提示	9

图表目录

图表 1: 2014 年开始央行货币投放方式发生转变	5
图表 2: 非金融企业及其他部门贷款加权平均利率趋势下行	5
图表 3: 我国历次降准统计.....	6
图表 4: 社融存量增速触底回升	7
图表 5: 社融存量增速与名义 GDP 正相关, 领先名义 GDP1-3 个季度.....	7
图表 6: M2 与名义 GDP 正相关, 领先名义 GDP 6-12 个月	7
图表 7: 人民币在国际支付中占比提升	9

本周四(2019年2月21日),我国央行发布《2018年第4季度中国货币政策执行报告》(以下简称《报告》),《报告》梳理了2018年第四季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况,并展望了2019年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时,《报告》撰写了5个专栏,分别为:专栏1《货币发行机制》;专栏2《当前金融机构的存款准备金率》;专栏3《运用结构性货币政策工具支持民营和小微企业发展》;专栏4《积极推动民营企业债券融资支持工具有效实施》;专栏5《如何理解稳健的货币政策》。具体看,释放了8大信号:

信号1:重申稳增长的重要性,延续贸易摩擦的风险,强调经济增长的内生动能,对基建的走势相对乐观

《报告》认为“全球经济总体延续增长态势,但增长势头有所放缓,经济增长同步性总体下降。受全球贸易摩擦及金融环境变化影响,金融市场波动有所加大,经济下行风险有所增加。”(三季度为“全球经济总体延续复苏态势,但全球增长同步性降低,贸易摩擦加剧,全球经济金融脆弱性有所上升;二季度为“受全球贸易摩擦及金融环境变化等影响,下行风险逐渐累积”);《报告》认为“2018年,中国经济运行总体平稳,经济结构继续优化。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。初步核算,全年国内生产总值增长6.6%,实现了6.5%左右的预期发展目标。”(三季度为“中国经济平稳增长,结构调整继续推进”、二季度为“中国经济延续总体平稳、稳中向好的发展态势”,一季度为“国民经济保持平稳增长”)。总体看,《报告》强调“我国经济运行稳中有变、变中有忧”,再结合2018年底闭幕的中央经济工作会议“经济运行稳中有变、变中有忧,外部环境复杂严峻,经济面临下行压力”;10.31政治局会议“当前经济运行稳中有变,经济下行压力有所加大”;7.31政治局会议“当前经济运行稳中有变,外部环境发生明显变化”,首提保持经济社会大局稳定和“6个稳”(稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期),2019年政策应是稳字当头、牢守底线、保持定力,稳增长是硬要求。

展望后市,《报告》认为全球经济将面临四大风险:一是贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险。(三季度为“全球贸易摩擦升级与政策不确定性增加”,二季度为“全球贸易摩擦升级”);二是在贸易摩擦升级和全球金融条件存在不确定性背景下,各经济体的脆弱性易被放大。(三季度为“在国际贸易体系重构、主要经济体货币政策外溢效应增强下,新兴市场将继续承压”,二季度为“新兴市场面临新一轮金融波动”);三是随着经济下行风险加大,部分经济体的政策应对面临一定挑战(应是指欧日的低利率水平限制了政策调整空间,以及美国政府债务高企缩小了政策应对空间);同时报告删去了二、三季度的“全球金融市场脆弱性增加”说法。

国内风险方面,《报告》删去了对“几碰头”的表述,延续了中央经济工作会议的表述,即“经济运行稳中有变、变中有忧”,延续了对贸易摩擦的担忧,但与三季度报告相比,对基建的走势相对乐观,强调经济增长的内生动能:一是《报告》认为,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。(三季度为“贸易摩擦加剧和主要经济体货币政策变化对外需的冲击预计逐渐显现,外部不确定性可能对出口产生滞后影响”);二是对基建投资增速担心减小。《报告》不再把“基建投资增速下行”作为国内的第一个风险,并认为“基建投资缓中趋稳”;三是强调经济增长的内生动能,对新旧动能转换过程中的阶段性问题表示担忧,比如“房地产、汽车等传统支柱产业进入调整期,大部分新业态和新动能在量级上仍弱于传统支柱行业,消费增长相对乏力,经济内生增长动力有待进一步增强。”

信号 2: 央行认为通胀总体稳定、未来需持续监测; 我们继续提示, 2019 年 CPI 高点大概率在 3-6 月, PPI 全年走弱但尚难大幅下行

《报告》认为, 物价形势总体较为稳定, 对未来变化需持续监测。《报告》认为“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, 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。”总体看, 央行并未体现对物价的担心, 认为“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”。

结合我们前期报告《此通缩非彼通缩: 三线索指向 PPI 尚难大幅下行——兼评 1 月通胀》, 我们对 2019 年 CPI 和 PPI 全年的节奏判断如下:

2019 年 CPI: 春节错位和去年高基数, 2 月份 CPI 将继续回落 (预计 1.5-1.6%), 之后 3 月至 6 月可能连续走高至 2% 上方 (不会突破 3% 甚至 3.5%), 下半年整体回落 (需要警惕猪瘟导致猪价大涨, 进而抑平 CPI 回落幅度)。

2019 年 PPI: 低基数下 2 月、3 月 PPI 有望微升, 4 月开始将持续下跌至三季度, 二季度末可能跌入负区间, 三季度末跌幅最大, 四季度末再度小升。从外需、内需、成本三方面来看, 倾向于认为, 2019 年 PPI 走弱已无悬念, 但本轮统计数据层面的“工业品通缩”不同于 2012-2015 年国内经历的工业通缩, 本轮 PPI 下行大概率不会出现严重通缩。

信号 3: 货币已然放松, 删掉“中性”和“总闸门”并凸显逆周期调节, 表态不会购买国债不会 QE; 各类利率已普降, 我们预计, 后续降政策利率可期, 但降基准利率难, 大概率再降准 2-3 次

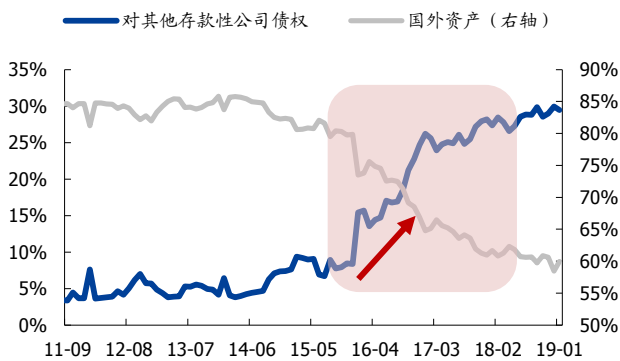
删去了持续 2 年的“中性”和“货币总闸门”的说法, 货币宽松再次明确。对于货币政策走向, 提出“稳健的货币政策保持松紧适度, 强化逆周期调节, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”(三季度为“稳健的货币政策要保持中性、松紧适度, 把好货币总闸门”), 对比之下, 删去了“中性”和“总闸门”(其实是延续了 2018 年底中央经济工作会议的表态), 这也意味着从 2016 年 4 季度以来持续了 2 年的“总闸门”正式退潮 (对“货币供给总闸门”的表述为“调节好 (16Q4-17Q3)” - “管住 (17Q4、18Q1)” - “管好 (18 年二季度货币政策例会)” - “把好 (7.31 政治局会议、18Q2 “管住” 转为“把好”、18Q3 延续“把好”); 此外, 专栏 5《如何理解稳健的货币政策》指出, “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”, 再结合日前央行的定向降准、扩大 MLF 等工具担保范围、增加再贷款和再贴现额度、定向降息、创设 TMLF、发行永续债补充银行资本、创设 CBS 等举措, 不难判断, 我国货币已然宽松, 凸显逆周期调节, 发力点是疏通货币传导机制、降低小微企业融资成本。

正面表态不会购买国债, 并明确不会实施 QE, 货币政策发行机制更加注重主权信用; 我们建议重点后续我国信用创造机制可能的更大突破。央行在专栏 1《货币发行机制》中明确, “我国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”(此前, 财政部国库司副主任郭方明 1 月 16 日曾表示, 2019 年准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来, 同时扩大国债在货币政策操作中的运用, 推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制)。此外, 《报告》还指出, “我国主要通过外汇占款投放基础货币, 但这并不意味着货币发行和信用扩张受制于美元等其他国家货币。人民币发行机制安排体现了我国货币政策的自主性和主动性。”, 这一表述与 2014 年以来央行货币投放方式逐渐由外汇占款转向国内

各类操作工具相适应。我们在年度报告《2019年宏观经济展望：寻找超预期 20190109》曾指出，2019年的一大超预期就是国家会改变“游戏”规则，并提示要重点关注国内货币派生机制转向更加注重主权信用（另外三个超预期是新经济发力、三大改革方向、各方积极性回升）。

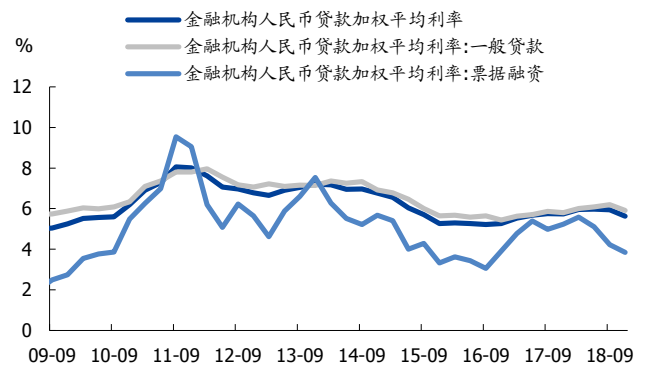
各类利率已普降，我们预计，后续降政策利率可期、但降基准利率难，并大概率再降准2-3次。降息方面，《报告》显示，2018年四季度，包括票据利率、非金融部门贷款加权平均利率等各类利率均明显下降，其中，2018年12月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.63%，同比下降0.11个百分点，比9月下降0.31个百分点，再考虑到央行货币政策司司长在《2019年1月份金融统计数据解读吹风会》回应“是否会降息”这一问题时，明确表态“应多关注实际的银行的贷款利率的变化”，据此来看，倾向于认为，这意味着后续央行降基准利率的可能性较低，更大可能是降低政策利率（公开市场操作利率）。降准方面，《报告》在专栏2《当前金融机构的存款准备金率》中指出，目前金融机构存款准备金率的基准为：大型商业银行为13.5%（央行首次明确了国有6大行的说法，即：大型商业银行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮政储蓄银行6家）、中小型商业银行为11.5%、县域农村金融机构为8%。维持我们此前判断，我们预计2019年全年还会降准2-3次，最快一次可能是4月份。

图表 1: 2014 年开始央行货币投放方式发生转变



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 非金融企业及其他部门贷款加权平均利率趋势下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 我国历次降准统计

降准日期	中小型存款类金融机构人民币存款准备金率	大型存款类金融机构人民币存款准备金率	相隔月份数	相隔周数	相隔天数
1998/3/21	8.0	8.0	122	533	3732
1999/11/21	6.0	6.0	20	87	610
2008/9/25	16.5	17.5	3	13	92
2008/10/15	16.0	17.0	0	3	20
2008/12/5	14.0	16.0	1	7	51
2008/12/25	13.5	15.5	0	3	20
2011/12/5	19.0	21.0	5	24	168
2012/2/24	18.5	20.5	2	12	81
2012/5/18	18.0	20.0	2	12	84
2015/2/5	17.5	19.5	32	142	993
2015/4/20	16.5	18.5	2	11	74
2015/9/6	16.0	18.0	4	20	139
2015/10/24	15.5	17.5	1	7	48
2016/3/1	15.0	17.0	4	18	129
2018/4/25	14.0	16.0	25	112	785
2018/7/5	13.5	15.5	2	10	71
2018/10/15	12.5	14.5	3	15	102
2019/1/15	12.0	14.0	3	13	92
2019/1/25	11.5	13.5	0	1	10

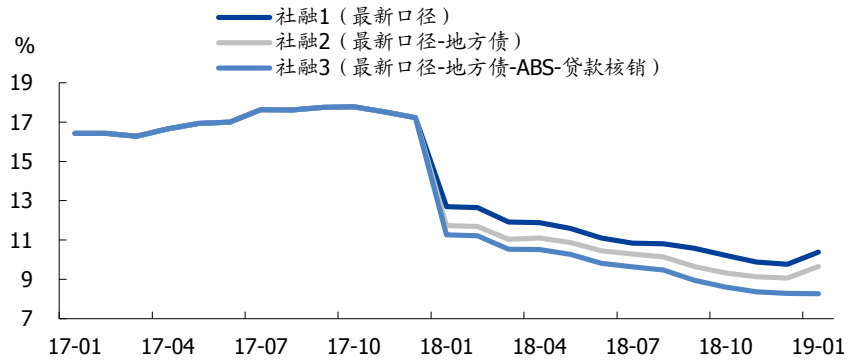
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信号 4: 强调“M2 应与名义 GDP 大体匹配”, 我们预计, 2019 年 M2 中枢在 8.5% 左右但难破 9%, 社融增速 2 月有望回落、之后再企稳甚至回升

《报告》认为社会融资规模适度增长, 并指出 2018 年社会融资规模增量有以下特点: 一是对实体经济发放的人民币贷款同比多增; 二是委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票同比显著减少 (即表外融资同比显著减少); 三是企业债券融资显著增加, 股票融资同比少增; 四是地方政府专项债券同比少增; 五是存款类金融机构 ABS 和贷款核销同比多增。透过这五大特点不难看出, 2018 年全年社融新增规模同比少增 31371 亿元, 主因表外融资大幅萎缩。因此观察 2019 年社融能否回升, 主要看表外融资是否可以企稳。结合此前报告 (《关注巨量社融两细节, 继续跟踪信用拐点四线索——1 月金融数据点评》), 倾向于认为, 社融存量增速的真正企稳回升, 可能要到一季度末或者二季度初。

值得指出的是, 2 月 20 日总理在国常会上指出, “社会融资总规模上升幅度表面看比较大, 但仔细分析就会发现, 其中主要是票据融资、短期贷款上升比较快。这不仅有可能造成‘套利’和资金‘空转’等行为, 而且可能会带来新的潜在风险”, 我们在 1 月社融点评报告中着重分析了这两个风险, 即: 关注“票据高增虽不尽然代表贷款质量差, 但仍警惕套利成分”, 以及关注“企业贷款增加的真实动机, 是扩大再生产还是债务的借新还旧? ”。往后看, 倾向于认为, 央行可能会压一压票据, 而且从历史看, 每轮信用由紧变松的阶段, 票据也都往往会高增。

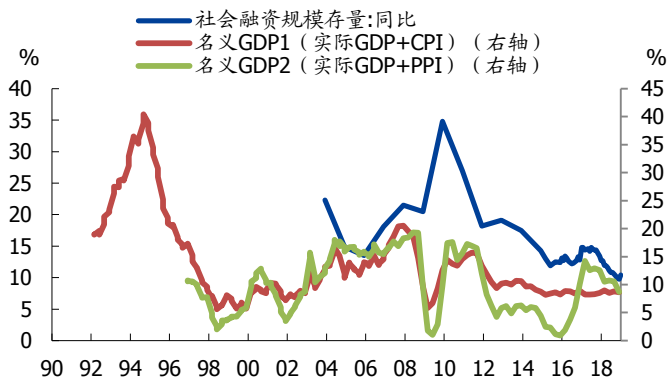
图表 4: 社融存量增速触底回升



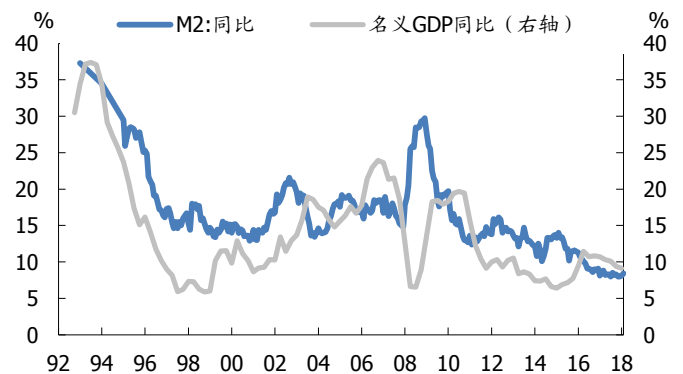
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 由于2019年1月央行未公布ABS和贷款核销具体数值, 因此社融3估算方式与往期, 及社融1和2有别

《报告》强调 M2 应与名义 GDP 增速大体匹配, 我们预计 2019 年 M2 同比中枢 8.5% 左右, 难破 9%。专栏 5《如何理解稳健的货币政策》中指出, “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。”据此看, 在中性假设下, 我们预计 2019 年实际 GDP 增速在 6.2%-6.3% 左右, CPI 中枢 2.3%-2.5% 左右, 对应的今年 M2 同比在 8.5%-8.8% 之间, 难破 9%。需要指出的是, 经验规律表明, 合意的 M2 增速应该为 “实际 GDP 增速+通胀水平+2-3% 的弹性空间”。

图表 5: 社融存量增速与名义 GDP 正相关, 领先名义 GDP 1-3 个季度



图表 6: M2 与名义 GDP 正相关, 领先名义 GDP 6-12 个月



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_14106



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>