



首席经济学家：任泽平

研究员：贺晨

✉ hechen@evergrande.com

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究员：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

研究员：王孟媒

✉ wangmengmo@evergrande.com

稳增长还是防通胀？

——点评3季度货币政策执行报告

宏观研究

点评报告

2019/11/18

事件：

2019年11月16日，央行公布2019年第三季度货币政策执行报告。

经济下行压力加大，宽信用是关键

1、核心观点：

1) 近期市场对经济下行还是企稳、通缩还是通胀、降息还是不降息等问题争议较大。央行一方面要“应对短期经济下行压力加大”，另一方面还要“防止通胀预期发散”，可谓左右为难。

我们认为，每个阶段的宏观经济形势都有一个主要矛盾，要抓主要矛盾，当前宏观经济形势的关键是经济下行压力持续加大，“拿掉猪以后都是通缩”，“不能为一头猪牺牲国民经济”，要把稳增长放在更加重要的位置。

我们近期对经济下行、通缩和货币降息降准进行了前瞻性判断，并被一一验证。

6月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》(7月21日)。随后7月份经济金融数据全面回落。

7月份数据公布以后，市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中(混淆了货币政策正常逆周期调节和货币超发的关系)。我们再度前瞻性提出《该降息了！——全面解读7月经济金融数据》(8月15日)、《金融形势严峻，何时降息降准？——点评7月金融数据》(8月13日)。随后8月17日央行通过LPR改革市场化降息，9月6日宣布全面降准+定向降准，国务院强调加大逆周期调节力度。(参考：8月18日《“降息”来了！——解读央行改革完善LPR形成机制》、9月7日《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》)。

9月CPI“破3”后，市场普遍认为今年央行不会降息，部分观点甚至提出央行会加息对抗通胀。我们坚持认为《不是通胀，是通缩！——点评9月物价数据》(10月16日)：猪肉价格上涨是供给出现了问题，不是需求侧，货币政策对猪周期和猪肉价格通常难以起到明显作用，无需担心货币政策宽松导致的猪价上涨；当前货币政策关注的重点应该是防止总需求过快下滑，拿掉猪以后都是通缩，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪牺牲整个国民经济。在《迈向“5”时代——全面解读9月经济金融数据》(10月18日)，我们再度强调：“当前，降息的时机已经成熟。”随后，人民银行于11月5日调降MLF利率，**11月18日央行4年来首次下调7天逆回购利率，降息周期开启**。

2) 三季度执行报告不再提“闸门”，强调加强逆周期调节、妥善应对经济短期下行压力。与二季度执行报告相比，央行删除“把好货币供给总闸门”，更强调根据形势变化动态优化和逆周期调节，并要“保持社会融资规模合理增长”。整体来看央行对短期经济下行压力与局部信用收缩予

以更多关注，“稳增长”重要性上升，四季度货币政策有望更加积极，在总量适度宽松的条件下，央行将更注重“宽信用”与“调结构”，以市场化改革的方法降成本。

3) 央行改革完善 LPR 形成机制引导企业贷款利率下行，但实际效果相对有限。9 月贷款加权利率略有下滑，但主要受票据利率下行影响，其中一般贷款加权平均利率为 5.96%，较 6 月上升 0.02 个百分点，表明实体经济融资成本并未得到明显改善。我们认为，当前货币政策不是“宽货币”的问题，而是“宽信用”的问题。**2019 年基础货币投放整体宽松，但信用创造不足，金融环境整体稳健、但局部信用紧张。**一方面，货币投放整体宽松。**2019 年 2 次全面降准、1 次定向降准、并多次下调 LPR、MLF 和 OMO 利率；**另一方面，民企和小微企业融资难融资贵问题仍然突出，房地产融资过度收紧，信用创造不足与企业信心不足、改革开放有待深化、信用分层等结构性问题有关。

4) 宏观经济形势方面，央行指出当前外部环境错综复杂，经济下行压力持续加大。部分企业经营困难较多，投资生产较为谨慎，经济增长内生动力有待加强。全球经济下行和贸易摩擦导致中国出口负增长，拖累经济增长，但内需尤其是制造业和基建投资低迷以及消费不振对经济的拖累作用更加明显。我们认为，当前经济下行的主要原因不在外部和贸易摩擦，更多的是内部和结构性原因，短期经济的主要矛盾是总需求不足，长期经济的主要矛盾是供给侧改革不到位，未来关键是短期强化逆周期调节和长期深化改革开放，提升市场配置资源的效率，提振微观主体信心。

5) 物价方面，央行认为 CPI 上涨具有明显的结构性特征，但仍须警惕通货膨胀预期发散。2019 年以来 CPI 上涨主要受食品价格尤其是猪肉价格较快上涨拉动，央行认为不存在持续通胀或通缩的基础，但仍需注重预期引导，防止通胀预期发散进一步推升物价。我们认为，当前的物价形势是通缩而非通胀，“拿掉猪以后都是通缩”，更不能把当前经济形势界定为“滞胀”，当前并不具备全面通胀的基础。猪价大涨源于环保一刀切+非洲猪瘟导致的供给侧短缺，工业品价格持续下跌反映的是需求侧低迷、萧条、通缩。当前 M2 增速-实际 GDP 增速处于历史低位，贷款加权利率-PPI 增速的差持续上升，反映实际利率不断攀升，全面通胀的货币环境并不具备。猪肉价格不应该掣肘货币政策，“不能为了一头猪牺牲国民经济”，应通过降息解决总需求不足、PPI 下行、实际利率上行，通过通胀预期管理和财政定向补贴解决 CPI 上行对低收入人群产生的负面影响。

6) 国际经济形势方面，央行指出当前全球经济下行压力加大，全球启动降息潮（参考《新一轮全球货币宽松》），但主要经济体货币政策空间有限，外部不确定不稳定因素增多。央行建立在香港发行离岸市场央票的常态机制，加强预期管理。**2019 年以来，伴随全球经济回落压力的加大，因经济增长动能减弱或为实现通胀目标而选择降息的央行已近 40 家。**但贸易摩擦不确定仍存、主要经济体货币政策空间有限、金融体系脆弱性上升对经济带来挑战。在此条件下，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，伴随离岸央票发行常态化，人民币市场化、国际化程度有望进一步提高。

7) 展望货币政策，未来货币政策的焦点是在维持流动性合理充裕的条件下，通过改革的办法疏通货币政策传导，促进降低社会综合融资成本。一方面，央行将保持广义 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配，防止通胀预期发散，继续通过“改革式、渐进式、结构性”的小幅



度、高频率的降息来降低市场利率水平；另一方面，央行会继续加大对民企、小微的支持力度，着力缓解资本、流动性和利率等方面约束：一是化解流动性约束，激励商业银行主动贷款创造存款。二是以永续债为突破口化解银行资本约束，重点支持中小银行补充资本。三是化解利率传导约束，完善LPR改革，抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案，进一步推动利率市场化。

8) 面对中美贸易摩擦、经济下行压力加大、通缩，货币政策的优势在于总量调节降低融资成本，但货币政策对CPI结构性通胀、PPI通缩导致实际利率上升、信用分层等结构性问题的有效性较为有限。因此，短期来看应通过货币、财政政策逆周期调节促进经济平稳运行，长期则通过改革开放提升全要素生产率。就财政、货币、汇率政策效果对比而言，财政优于货币，货币优于汇率，主要是基于：第一，从效果看，财政政策是结构性政策，不同于总量的货币政策，减税降费、适度超前基建等在扩内需、降成本、调结构、稳预期上均能发挥作用，效果好于货币政策；第二，财政政策空间大于货币政策，我国赤字率和政府债务率尤其是中央负债率低；第三，汇率政策目前更多是市场化，且受中美贸易谈判的制约。

9) 对于2020年，我们建议，财政政策方面：第一，要适当扩大赤字率，赤字率可以突破3%，赤字总额可以达到3万亿，为减税降费以及扩大基建的支出腾挪出空间，放水养鱼，扩大内需。

第二，增加专项债的额度，从2019年的2.15万亿上调到3万亿。

第三是优化减税降费方式，主要从增值税减税转向降低社保缴费率和企业所得税税率，提高企业的获得感。

第四，增加国有企业利润上缴的比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。

第五，削减民生社保之外的开支，提高支出效率。

第六，继续推动财税改革，比如消费税尽快下划给地方。

货币政策方面，下一阶段应继续根据经济增长和物价情况适时适度逆周期调节，该降息降息，该降准降准。同时要注意疏通货币政策的传导路径，确保货币政策能充分、有效的传导到实体经济。

2. 三季度执行报告不再提“闸门”，强调加强逆周期调节、妥善应对经济短期下行压力，“稳增长”重要性上升，四季度货币政策有望更加积极。

图表1：2019年第三季度货币政策执行报告口径变化

| | 2019Q2 | 2019Q3 |
|----------|--|--|
| 总基调 | 稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌” | 不提“闸门”，保持定力，继续实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，坚决不搞“大水漫灌”。防范通胀预期发散。处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡。 |
| 全球经济形势 | 全球经济 增长动能偏弱，面临下行风险 | 全球经济 增速放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累，长期宽松的货币政策助长金融脆弱性的积累 |
| 国内经济形势 | 经济运行总体平稳、稳中有进，坚定信心、保持定力，内外部不确定不稳定因素有所增加，经济下行压力仍存 | 经济运行总体平稳，结构调整扎实推进，物价上涨结构性特征明显，国内外形势复杂严峻，经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多 |
| 流动性管理 | 保持流动性合理充裕，建立在香港发行中央银行票据的常态机制，删除“开展逆回购操作”、“降低金融机构存款准备金率”等措辞 | 保持流动性合理充裕，保持公开市场逆回购操作利率稳定，降低金融机构存款准备金率，完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，疏通市场化利率传导渠道 |
| 宏观审慎 MPA | 研究制定金融控股公司监管规则 | 研究制定金融控股公司监管规则，将定向降准城商行使用降准资金发放民营、小微企业贷款情况纳入 MPA 考核 |
| 信贷 | 引导和支持金融机构优化信贷结构，加大对薄弱环节和重点领域金融支持力度 | 引导和支持金融机构优化信贷结构，加大对薄弱环节和重点领域金融支持力度 |
| 未来政策展望 | 实施好稳健货币政策，适时适度，进行逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定 | 实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长，货币政策保持定力，缓解局部性社会信用收缩压力，重点支持中小银行补充资本 |

资料来源：央行货币政策执行报告，恒大研究院

1) 央行三季度货币执行报告展望中不提“闸门”，更强调根据形势变化动态优化和逆周期调节，妥善应对经济短期下行压力，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长，同时坚决不搞“大水漫灌”。从数量上看，保持M2和社融增速与名义GDP增速大体匹配；从价格上看，即为保持利率符合经济潜在产出水平要求。一方面，当前M2在8.4%，另一方面名义前三季度名义GDP为7.9%，两者基本匹配，但是与历史上的M2-GDP增速看，仍偏低。

2) 货币政策精准滴灌，结构性改革“畅通渠道”，“三管齐下”深化金融供给侧结构性改革。

一是重点支持中小银行补充资本金，银行资本是金融和实体经济循环的重要纽带，补充资本是缓解信用收缩的重要举措，2019年我国一度面临较大的信用收缩压力，发行永续债是推动银行多渠道补充资本的突



破口，此外央行创设央票互换工具 CBS 重点支持中小银行资本，优化资本结构。

二是运用好 LPR 利率，促进民营、小微信贷量增价降。8月 LPR 改革促进利率市场化取得重要进展，形成了六个“新”，新的报价原则、新的形成方式、新的期限品种、新的报价行、新的报价频率、新的运用要求，坚决打破过去部分银行协同设定的贷款利率隐性下限。9月份新发生贷款占运用 LPR 定价的已达到 46.8%，市场利率向贷款利率的传导效率提升，利率传导渠道逐步疏通，前三季度人民币贷款新增 13.6 万亿元，同比多增 4867 亿元，多增部分主要投向了民营和小微企业等薄弱环节。

三是支持新型结构性货币工具，继续推进民营企业债券融资支持工具，稳步推进债券市场双向开放，降低民企综合融资成本。前三季度企业综合融资成本稳中有降，9月企业债券加权平均发行利率为 3.33%，较上年高点下降 1.26 个百分点，其中民营企业债券加权平均发行利率较上年高点下降 1.8 个百分点。

3) 央行“精准拆弹”妥善化解银行风险，防止流动性分层加剧，促进金融市场的合理信用分层，建立起防范中小银行流动性风险的“四道防线”。2019 年 5 月包商银行事件后金融市场和实体经济流动性分层持续加剧，问题中小银行风险暴露，未来央行更加注重补齐监管制度短板，加强中小银行股东管理和公司治理，推动中小银行健康发展。

3. 央行改革完善 LPR 形成机制引导企业贷款利率下行，但实际效果相对有限。我们认为，当前货币政策不是“宽货币”的问题，而是“宽信用”的问题。**2019 年基础货币投放整体宽松，但信用创造不足，金融环境整体稳健、但局部信用紧张。**

2019 年货币投放相对宽松，央行三次降准、小幅多次降息，货币环境整体稳健。1) 2019 年 1 月全面降准 1 个百分点，加上回笼 MLF 操作，净投放资金约 8000 亿元；2) 5 月定向降准，释放长期资金 2800 亿元；3) 9 月降准为 2018 年以来的最大力度投放，全面降准 0.5 个百分点、定向降准 1 个百分点，合计投放资金 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元，且没有置换 MLF、实施动作较快；4) 连续小幅多次降息，8 月 20 日、9 月 20 日 LPR 利率分别下调 6BP 和 5BP，11 月 5 日 MLF 利率下调 5BP，11 月 18 日公开市场操作利率下调 5BP。

图表2：2019年三次降准，货币投放力度大

| 时间 | 降准内容 | 释放基础货币 | 目的 |
|------------|--|---|---|
| 2019.01.15 | 全面降准： 降低金融机构存款准备金率1个百分点 | 15000亿，加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金， 净投放约8000亿 | 1) 对冲春节前资金压力；2) 支持企业融资 |
| 2019.05.15 | 定向降准： 对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支结构但资产规模小于100亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率(8%) | 约1000家县域农商行可以享受该项优惠政策， 释放长期资金约2800亿 | 支持民营和小微企业融资 |
| 2019.09.07 | 全面降准： 全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司) 定向降准： 额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点（于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点） | 此次降准 释放长期资金约9000亿元 ，其中 全面降准释放资金约8000亿元 ， 定向降准释放资金约1000亿元 。降低银行资金成本每年约150亿元 | 1) 支持实体经济发展，降低社会融资实际成本；2) 完善对中小银行的“三档两优”政策框架，促进服务基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度 |

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

图表3：2019年下半年央行小幅多次降息

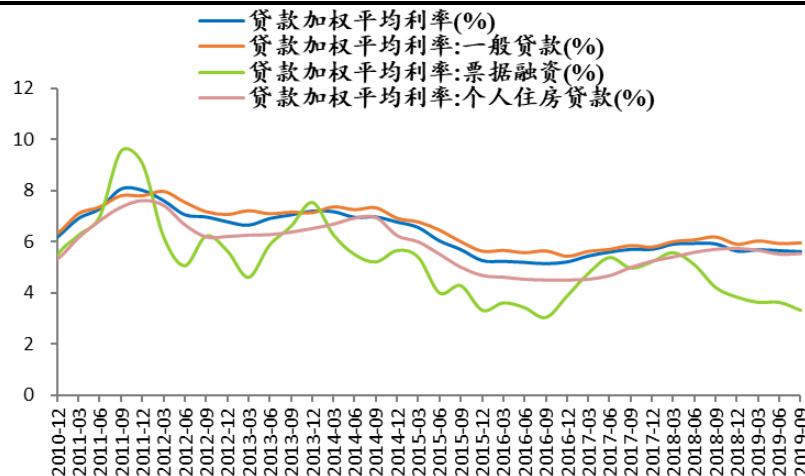
| 日期 | 方式 | 幅度 |
|--------|---------------|-----|
| 8月20日 | 降低LPR加点 | 6BP |
| 9月20日 | 降低LPR加点 | 5BP |
| 11月5日 | 下调MLF利率 | 5BP |
| 11月18日 | 下调OMO公开市场操作利率 | 5BP |

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

但是，2019年信用创造相对紧缩，民企和小微企业融资难融资贵问题突出，货币环境局部紧张。三季度企业贷款利率略有下行，但风险溢价高企推升企业融资实际成本，持续下行的PPI推升实体企业的实际利率。

1) 从价格上看，贷款加权利率略有下滑，但主要受票据利率下行影响。9月贷款加权平均利率为5.62%，比6月下降0.04个百分点，同比下降0.3个百分点。其中一般贷款加权平均利率为5.96%，比6月上升0.02个百分点，同比下降0.23个百分点；票据融资加权平均利率为3.33%，比6月下降0.31个百分点，同比下降0.89个百分点；个人住房贷款加权平均利率为5.55%，比6月上升0.02个百分点，同比下降0.17个百分点。

图表4：贷款加权平均利率略有下降，主要受票据利率下行影响



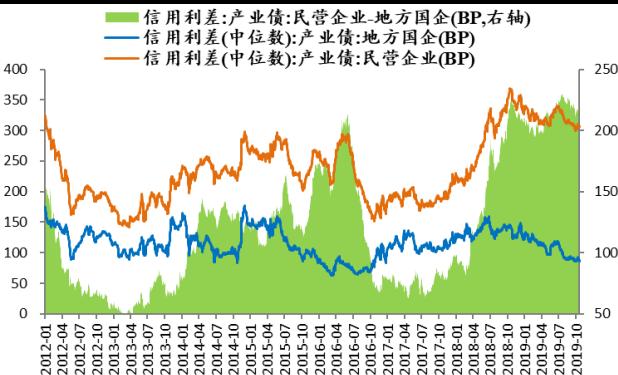
资料来源：Wind, 恒大研究院

2) 从数量上看，9月贷款利率加减点区间整体较8月有所下移。LPR改制后，利率浮动统计方式由此前浮动倍数方式改为LPR加减点方式。9月，一般贷款中利率高于LPR的贷款占比为83.05%，利率等于LPR的贷款占比为0.55%，利率低于LPR的贷款占比为16.40%，贷款利率加减点区间整体下移。

整体来看，一方面LPR改制效果初步显现，企业贷款利率略有下行，但效果不明显。另一方面，风险溢价攀升推升企业融资实际成本。9月贷款加权利率下行主要受票据融资利率下行驱动，一般贷款加权甚至出现小幅上升，表明受经济下行影响，风险溢价攀升，且LPR降息幅度和影响范围小（仅针对新增信贷合约），实体经济融资成本并未大幅降低。该结论印证了我们报告《降息大讨论系列二——传统降息与新型降息》测算结果，短期内LPR降息11BP效果仅为传统降息25BP的1%。此外持续下行的PPI推升了实体经济的实际利率，9月贷款加权利率与PPI的差值进一步攀升，抑制企业投资意愿。

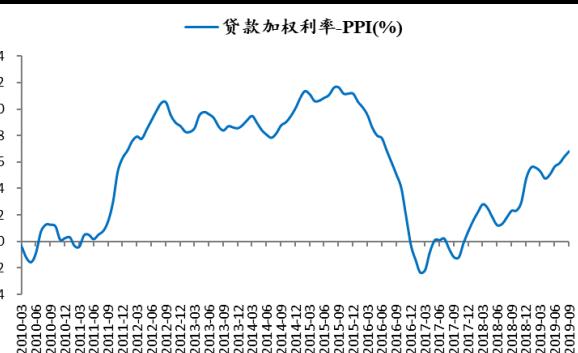
流动性分层依然严峻，信用溢价处于历史高位，民营小微融资难贵仍突出，房地产融资过度收紧。2019年基础货币投放并不少，但信用创造层面出了问题，这跟企业信心不足、改革开放有待深化有关。10月末地方政府专项债券余额同比增长29.5%，委托贷款、信托贷款却同比下降8.2%和4.1%，表明地方政府以及国企融资环境改善，而民营、中小企业融资可得性仍然较差。

图表5：风险溢价处于历史高位



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表6：实际利率持续攀升



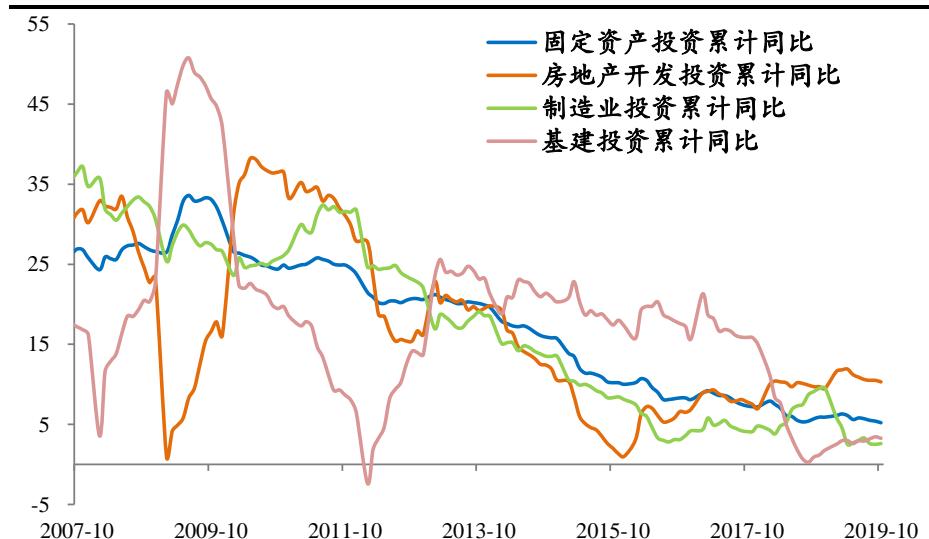
资料来源：Wind, 恒大研究院

4. 央行认为经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多，生产投资较为谨慎，要寻找新的经济增长点和形成有效最终需求。

我们认为，当前经济下行压力加大，三驾马车全面放缓，短期经济增速再下台阶，经济的主要矛盾是总需求不足，长期矛盾是供给侧改革不到位、全要素生产率有待提高，需深化改革开放。

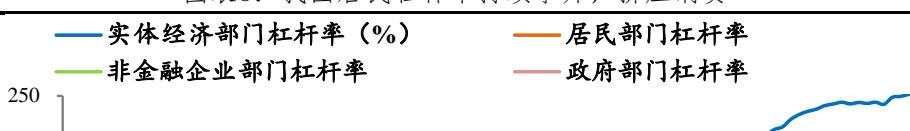
当前经济下行的主要原因不在外部和贸易摩擦，更多的是内部和结构性原因。全球经济下行和贸易摩擦导致中国出口负增长，拖累经济增长，但内需尤其是制造业和基建投资低迷以及消费不振对经济的拖累作用更加明显。此外，中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”，老成谋国是时间换空间，当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险。未来关键是短期强化逆周期调节和长期深化改革开放，提升市场配置资源的效率，提振微观主体信心。

图表7：10月房地产和基建投资下滑，制造业投资低迷



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表8：我国居民杠杆率持续攀升，挤压消费



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_8876

