

央行三季度货币政策报告点评

——货币政策方向中性偏松

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年11月17日

内容提要

新近公布的央行三季度货币政策报告认为，当前外部环境错综复杂，经济下行压力持续加大。在此背景下，央行强调要加强逆周期调节，坚决不搞“大水漫灌”，这表明未来货币政策的方向维持中性宽松。

当前CPI同比快速上升，但央行表态央行认为不存在持续通胀或通缩的基础，央行对猪价引发的通胀呈中性态度，同时央行强调须警惕通胀预期发散。

考虑到决策层对通胀预期发散的警惕，央行进一步通过降息的手段来对冲经济下行的可能性逐步降低，货币政策可能更多依赖数量工具，社融未来有望保持平稳。

风险提示：（1）CPI超预期；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

表 1：第三季度和第二季度中国货币政策执行报告内容对比

	2019Q3	2019Q2
政策基调	<p>保持定力，继续实施好稳健的货币政策，创新和完善金融宏观调控，加强逆周期调节，坚持在推动高质量发展中防范化解风险，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”。注重预期引导，防止通胀预期发散。加强宏观政策协调配合，协调好本外币政策，处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡。深化金融供给侧结构性改革，建设现代中央银行制度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，促进国民经济整体良性循环。</p>	<p>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”，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新完善货币政策工具和机制，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率。加强预期引导，稳定市场预期。把握好处置风险的节奏和力度，及时化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散，健全宏观审慎管理，与金融微观审慎监管、功能监管和行为监管形成合力，促进金融市场体系健康稳定运行。深化金融供给侧结构性改革，加快完善金融体系内在功能，形成实体经济供给体系、需求体系与金融体系之间的三角良性循环。</p>
经济形势	<p>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。全球经济增长放缓，主要经济体货币政策转向宽松，地缘政治风险依然较大，外部不确定不稳定因素增多。国内经济运行面临风险挑战较多，企业生产投资趋于谨慎，制造业投资和民间投资增长有所放缓，外需减弱对出口增长形成压力，经济内生增长动力有待进一步增强。对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力，做好充分准备，认真办好自己的事，强化逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，推动形成有效的最终需求和新的增长点。</p>	<p>上半年经济运行在高基数上继续保持平稳、稳中有进，市场主体活力更大释放，增长动力加快转换。经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。经济增长对房地产和基建投资依赖较高，经济内生增长动力有待进一步增强。对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力，做好充分准备，认真办好自己的事，采取短期和长期相结合、微观与宏观相结合的针对性措施，推动形成有效的最终需求和新的增长点。</p>
	<p>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，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位，增强调控前瞻性、</p>	<p>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。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，增强调控前瞻性、针对性和有效性。根据经济增长和价格形势变化及时</p>

货币政策	<p>针对性和有效性，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，精准把握好调控的度，加强预期引导，警惕通胀预期发散。</p> <p>继续平衡好总量和结构之间的关系，从供需两端夯实疏通货币政策传导的微观基础，缓解局部性社会信用收缩压力。完善银行补充资本的市场环境和配套政策，健全可持续的资本补充体制机制。推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，重点支持中小银行补充资本，优化资本结构。改进完善宏观审慎评估（MPA）相关工作，引导金融机构加大对民营企业、小微企业等的支持力度。</p>	<p>预调微调，精准把握好调控的度，加强预期引导，稳定市场预期。</p> <p>灵活运用多种货币政策工具组合，平衡好总量和结构之间的关系，发挥各部门的政策合力，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础，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。继续组织实施好宏观审慎评估（MPA）相关工作，并不断改进完善，引导金融机构加大对民营企业、小微企业和“三农”等领域的支持力度，提高金融服务实体经济的效率。</p>
------	---	---

资料来源：人民银行，安信证券

注：红色为第三季度新增内容，蓝色为第三季度相对第二季度删除内容

新近公布的央行三季度货币政策报告认为，当前外部环境错综复杂，经济下行压力持续加大。在此背景下，央行强调要加强逆周期调节，坚决不搞“大水漫灌”，这表明未来货币政策的方向维持中性宽松。

当前 CPI 同比快速上升，但央行表态央行认为不存在持续通胀或通缩的基础，央行对猪价引发的通胀呈中性态度，同时央行强调须警惕通胀预期发散。

考虑到决策层对通胀预期发散的警惕，央行进一步通过降息的手段来对冲经济下行的可能性逐步降低，货币政策可能更多依赖数量工具，社融未来有望保持平稳。

一、央行将加强逆周期调节

对比三季度与二季度央行的货币政策执行报告，决策层认为三季度的经济下行压力趋增，企业生产经营困难较大，制造业投资和民间投资增长有所放缓，外需减弱对出口增长形成压力，这些表述在二季度报告中均未出现，二季度报告中着重强调经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。这一转变显示出决策层认为当前经济下行的压力较大。

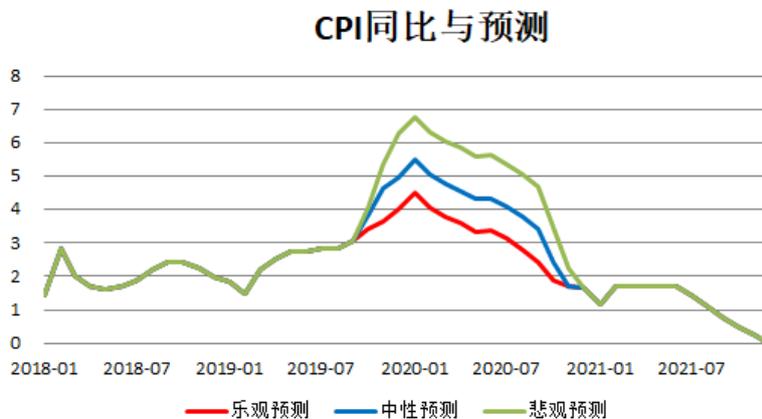
在经济下行压力趋增的背景下，央行强调要加强逆周期调节，坚持在推动高质量发展中防范化解风险，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，这表明未来货币政策的方向维持中性宽松。

二、警惕通胀预期发散

当前 CPI 已经破“3”，未来将会持续走高，明年春节有破“5”的可能，在此背景下，央行认为不存在持续通胀或通缩的基础，对通胀的表述偏中性。我们认为主要基于以下原因：首先，本轮通胀快速攀升，主要源于猪价的推升，而猪价以外的非食品 CPI 持续回落；其次，随着猪价明年达到高点回落，合并考虑明年和后年的 CPI，CPI 中枢保持温和；最后，由于经济持续走弱，当前 PPI 仍处于通缩水平，只有猪价短期上涨导致的 CPI 并不构成持续的通胀。这与 11 月初央行下调 MLF 利率的思路一致。这表明面对经济下行的压力以及结构性通胀的难题，央行仍以稳经济为首要目标，货币政策的宽松未来仍将延续。

值得注意的是，央行强调防止通胀预期发散，当前猪价的上涨开始带动食品分项上涨，但对其他的溢出效应不明显。一旦通胀预期发散，央行的货币政策可能受到制约，这值得密切留意。

图1: CPI同比预测, %



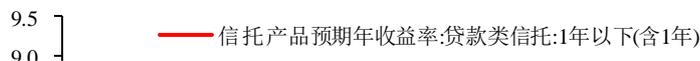
数据来源: Wind, 安信证券

三、未来货币政策可能更多依赖数量工具

考虑到决策层对通胀预期发散的警惕, 央行进一步通过降息的手段来对冲经济下行的可能性逐步降低, 未来货币政策可能更多依赖数量工具, 因此社融未来有望保持平稳。央行也将进一步从供需两端夯实疏通货币政策传导的微观基础, 缓解局部性社会信用收缩压力。

值得注意的是, 尽管 3 季度一般贷款利率较 2 季度小幅上行, 但信托利率 3 季度出现明显回落, 显示货币政策仍处于宽松的趋势之中。

图2: CPI同比预测, %



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_8928

