

宏观点评

央行三季度货币政策报告的 7 大信号

事件：本周六（2019年11月16日），我国央行发布《2019年第3季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2019年第三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年四季度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4个专栏，分别为：专栏1《正确看待央行资产负债表规模变化》；专栏2《建立在香港发行人民币中央银行票据的常态机制》；专栏3《改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制》；专栏4《全面看待CPI与PPI走势》。

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：

信号 1：央行对全球经济更为悲观，对贸易冲突担忧有所缓和，对金融体系脆弱性和货币政策空间担忧上升，并首提发达国家面临“三低”环境；央行认为我国经济下行压力持续加大，后续货币政策将进一步加强逆周期调节。

信号 2：《报告》专栏分析通胀，提出要全面看待CPI与PPI走势，后续货币政策将注重预期引导，防止通胀预期发散。央行认为，当前CPI与PPI的大幅背离以结构性、基数效应为主，“不存在持续通缩或通胀的基础”，由于猪瘟疫情造成的供给冲击还需一段时间平复，短期CPI仍存上行压力，PPI由于基数原因未来几个月也将回升。下一阶段稳健的货币政策将继续保持松紧适度，根据经济增长和价格形式变化及时预调微调。维持我们此前判断，CPI 11月大概率破4%，12月继续上行，明年1月大概率在5%以上，并有望是全年高点，二三季度逐月回落；PPI四季度趋势向上，明年中枢0.3-0.5%左右，大概率一季度走平，二季度先降后升，下半年持续回升。

信号 3：未提“货币总闸门”、货币宽松基调未变，但继续强调坚决不搞“大水漫灌”，短期通胀走高预期下会更加注重节奏。我们仍认为，后续“降息”降准可期，但次数和幅度较为有限。此外，针对近期我国央行资产规模资产下降，《报告》专栏予以分析，央行认为：近期央行资产负债表收缩主因是降准之后减少了逆回购、MLF等操作，与国外央行（美联储）“缩表”有本质不同；不能简单套用国际经验通过央行资产负债表规模来判断货币政策取向，短期要看超额准备金率的变化，长期关键要看法定准备金率对银行货币创造能力约束的变化。一句话，我国央行“缩表”并非收紧。

信号 4：央行将更加注重结构调整：1）《报告》首提“建设现代中央银行制度”，延续的是四中全会的提法。2）继续强调深化金融供给侧改革，推动政策性银行改革值得关注。3）继续推进利率并轨，后续重点是积极推动LPR的实际运用和研究出台存量贷款利率基准转换方案，但预计存款端利率并轨仍需等待。4）《报告》强调要健全可持续的资本补充体制机制；5）后续贷款会加大对高端制造业、新消费、基建、小微企业等支持力度，而房贷利率大概率不会下调，也会继续严禁消费贷变相投入股市和房地产。

信号 5：前三季度M2和社融增速略高于名义GDP增速，凸显逆周期加码。我们预计Q4新增社融、信贷将小幅放缓，但存量/余额增速仍稳。

信号 6：央行认为汇率应坚持以我为主，把握好内外均衡。我们认为，人民币贬值压力将有所缓解，2020年有望总体趋于升值。

信号 7：央行仍强调打好防范化解重大金融风险攻坚战和有序推进结构性去杠杆，我们提示2020年监管基调（尤其是资管新规）有可能部分变紧。

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 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《10月社融为何缩水1.65万亿？》2019-11-12
- 2、《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？》2019-11-10
- 3、《“降息”5BP有何真意思？还会再降么？》2019-11-06
- 4、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》2019-10-23
- 5、《LPR报价再下的5大信号》2019-09-20
- 6、《不是降息的降息，新LPR的定与不定》2019-08-18
- 7、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2019-08-11



内容目录

信号 1: 对全球经济更为悲观, 担忧金融脆弱性和货币政策有限性; 认为中国经济下行压力持续加大, 将加强逆周期调节	3
信号 2: 央行认为我国不存在持续通胀或通缩的基础, 后续货币政策将注重预期引导, 防止通胀预期发散; 我们认为后续 CPI 将破 4% 摸 5%, CPI 继续上行会干扰短期“降息”节奏, 但不改持续“降息”方向	5
信号 3: 央行货币宽松基调未变, 但会更注重节奏, 我们认为后续降准“降息”仍可期、但幅度和次数有限; 关注我国央行“缩表”的同与不同	6
信号 4: 央行更加注重结构调节, 关注现代中央银行制度、金融供给侧、利率并轨、补充银行资本等改革; 信贷将侧重支持制造业、消费和小微企业	7
信号 5: M2、社融增速与名义 GDP 匹配甚至略高, 凸显逆周期加码; 四季度新增社融、信贷量可能较 Q1-Q3 减少, 但存量/余额增速仍稳	8
信号 6: 央行认为汇率坚持以我为主, 把握好内外均衡; 我们预计人民币贬值压力缓解, 2020 年有望总体升值	9
信号 7: 央行仍强调打好防范化解重大金融风险攻坚战和有序推进结构性去杠杆, 我们提示 2020 年监管基调 (尤其是资管新规) 仍有可能部分变紧。	10
风险提示	10

图表目录

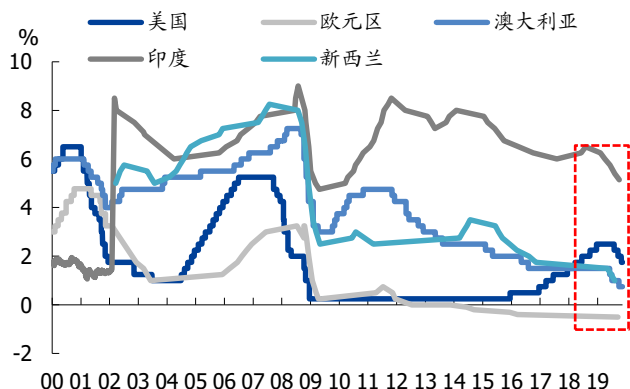
图表 1: 全球央行降息潮开启	3
图表 2: 全球企业债务负担加剧	3
图表 3: 当前美国非金融企业债务压力已达极限水平	4
图表 4: 本轮美联储具备继续降息的必要性	4
图表 5: 当前 CPI 面临结构性通胀	5
图表 6: 生猪存栏恢复仍需等待	5
图表 7: “降息”窗口由此开启	6
图表 8: 近期央行资产负债表环比收缩与公开市场操作注入的流动性减少有关, 但无碍货币创造	7
图表 9: 9 月一般贷款利率下降并不明显	8
图表 10: 新 LPR 将继续下行	8
图表 11: 三季度新增信贷表现好于季节性	9
图表 12: 社融存量增速维持高位	9
图表 13: 中美贸易摩擦演化已成为人民币汇率的主导因素	10

本周六（2019年11月16日），我国央行发布《2019年第3季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2019年第三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年四季度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4个专栏，分别为：专栏1《正确看待央行资产负债表规模变化》；专栏2《建立在香港发行人民币中央银行票据的常态机制》；专栏3《改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制》；专栏4《全面看待CPI与PPI走势》。具体看，释放了7大信号：

信号1：对全球经济更为悲观，担忧金融脆弱性和货币政策有限性；认为中国经济下行压力持续加大，将加强逆周期调节

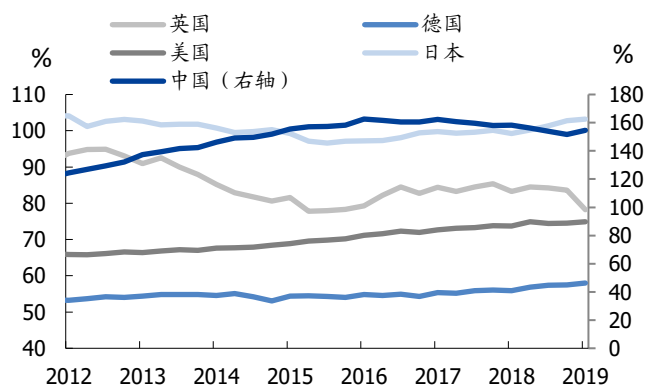
对全球经济走势更为悲观，全球央行启动降息潮，首提发达国家面临的“低增长、低通胀、低利率”环境。《报告》认为“全球经济增速放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累”，（二季度为“2019年以来全球经济增长动能偏弱，面临下行风险”、一季度“国际金融市场整体改善的基础并不牢固，全球经济下行风险仍然存在”）。整体看，央行对全球经济风险担忧情绪增加，认为“发达经济体增速同步放缓、呈现低增长、低通胀、低利率态势”，其中美国经济已现下降迹象、欧元区经济低迷、新兴经济体亦疲软。金融市场方面，与二季度相比，央行更加强调金融市场脆弱性，三季度以来美联储已三次降息、2019年以来全球已经有超过40家央行选择降息，宽松的货币政策助长了金融脆弱性，表现为企业债务负担加剧，低利率环境推升高风险、低流动性债券、新兴市场经济体外债高企等。

图表1：全球央行降息潮开启



资料来源：Wind，国盛证券研究所 其中美国为联邦基金目标利率，欧元区为存款便利利率（隔夜存款利率），澳大利亚为货币市场目标利率，印度为基准回购利率，新西兰为基准政策利率。

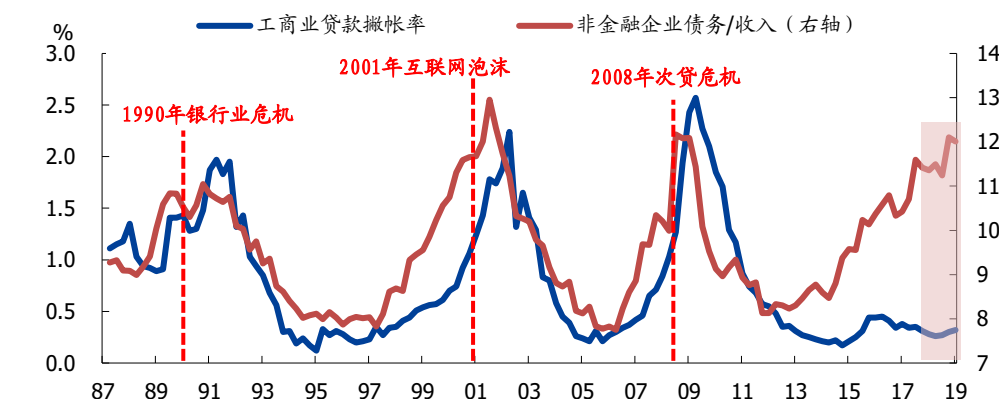
图表2：全球企业债务负担加剧



资料来源：Wind，国盛证券研究所

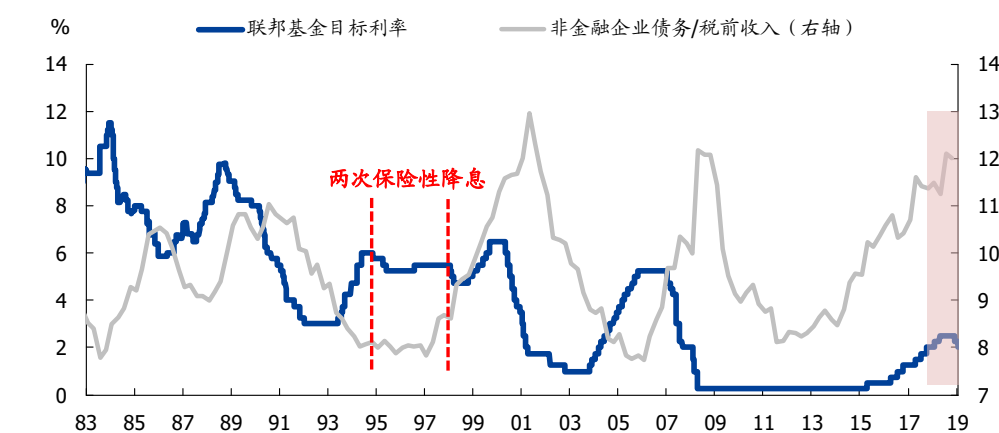
在报告《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》、《美联储降息结束了吗？——兼评美国三季度GDP和10月FOMC会议》中我们曾指出，过高的杠杆率限制了企业的投资能力，当前美国企业部门存量债务压力已达极高水平，具体表现为非金融企业债务/收入已升至历史第二高位，中长期来看存在引发经济衰退的风险。因此不能将本轮降息周期视作一般意义上的“保险性降息”，一旦经济数据明显走弱，美联储货币政策立场大概率将再度转鸽。

图表 3: 当前美国非金融企业债务压力已达极限水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 本轮美联储具备继续降息的必要性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看, 全球经济放缓趋势可能越发明显。国际货币基金组织 (IMF) 在 10 月《世界经济展望》中预计 2019 年全球经济增速为 3.0%, 较 7 月预测下调 0.2 个百分点。央行提出全球三大风险点, 对贸易冲突风险担忧下降, 对金融体系脆弱性和货币政策空间担忧上升。第一, 贸易摩擦仍是拖累全球经济的重要风险 (二季度认为是“显著风险”)。这一表述较二季度缓和, 但央行认为“虽近期风险有所缓和 (指的应主要是中美贸易冲突), 但不确定性犹存, 未来若再度升级将进一步破坏全球供应链”; 第二, 全球宽松的货币环境助推了金融资产价格和债务累积, 金融体系脆弱性继续上升。本次更多地强调了金融体系的脆弱性, 而二季度为“对经济金融的影响需要进一步观察”; 第三, “低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策调控构成挑战, 利率政策应对空间有限。延续了前两季度对货币政策实施空间的担忧, 并强调要加强政策配合, 实施结构性改革。

《报告》认为中国下行压力持续加大, 强调加大逆周期调节力度, 做好“六稳”工作。一方面, 《报告》认为“国民经济运行总体平稳, 结构调整扎实推进。投资缓中趋稳, 消费、就业总体稳定, 主要宏观经济指标保持在合理区间。” (二季度为“中国经济运行继续保持在合理区间, 延续总体平稳、稳中有进的发展态势。消费、投资增势平稳, 贸易顺差有所扩大”)。对于中国经济基本延续此前的“平稳”表述, 并认为“中美经贸磋商重启, 有助于稳定市场信心”。

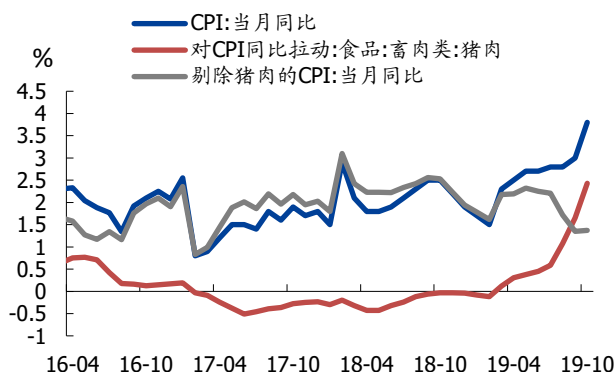
另一方面, 《报告》认为, 当前外部环境错综复杂, 经济下行压力持续加大, 部分企业经营困难较多。在宏观经济展望中, 《报告》提出“外部不确定不稳定因素增多, 国内经济

运行面临风险挑战较多”，除延续“投资趋于谨慎”表述外，新增“外需减弱对出口增长形成压力”。继续强调“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”，并新增“强化逆周期调节，加强结构调整”。

信号 2：央行认为我国不存在持续通胀或通缩的基础，后续货币政策将注重预期引导，防止通胀预期发散；我们认为后续 CPI 将破 4% 摸 5%，CPI 继续上行会干扰短期“降息”节奏，但不改持续“降息”方向

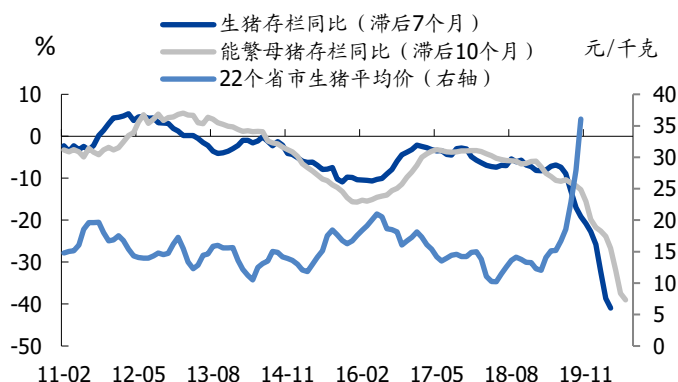
《报告》认为当前我国经济运行总体平稳，总供求大体平衡，不存在持续通胀或通缩的基础，但是食品价格走高须引起重视并妥善应对。《报告》指出，“三季度 GDP 平减指数涨幅收窄，CPI 结构性特征突出，主要受食品价格推动；生产资料价格下降拖累 PPI 涨幅由正转负”。特别地，《报告》在专栏 4《全面看待 CPI 与 PPI 走势》中指出对近期 CPI 和 PPI 的背离应“全面分析，辩证看待。其中 CPI 走高结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散，猪肉价格攀升关系到居民‘菜篮子’消费成本，须引起重视并妥善应对。PPI 低位运行反映工业需求偏弱，但近几个月降幅扩大主因基数效应，并不意味着显著的工业品通缩压力。”总体看，央行认为当前 CPI 与 PPI 的大幅背离以结构性、基数因素为主，“不存在持续通缩或通胀的基础”，由于猪瘟疫情造成的供给冲击还需一段时间平复，短期 CPI 仍存上行压力，需持续密切监测。下一阶段稳健的货币政策将继续保持松紧适度，根据经济增长和价格形式变化及时预调微调。

图表 5：当前 CPI 面临结构性通胀



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：生猪存栏恢复仍需等待



资料来源：Wind，国盛证券研究所

展望后市，我们认为 CPI 方面：预计鲜果、蔬菜价格难大幅上涨，CPI 涨幅主要取决于猪肉价格及其替代品，非食品分项可能小幅上涨。据我们测算，11 月大概率破 4%，油价同比有望在 12 月走高，12 月 CPI 同比将继续上行；2020 年 1 月有望升至 5% 以上，并可能是全年高点，一季度整体维持在 4.4%-4.8% 甚至更高，二三季度再逐月回落。PPI 方面：采用 CRB 工业原料现货指数和南华工业品指数预测未来 3 个月 PPI 走势，预计四季度 PPI 趋势向上，但仍将为负。中长期看，预计翘尾因素对 2020 年 PPI 的影响较大，新涨价因素将维持稳定。据我们测算，PPI 在一季度基本走平，二季度先降后升，下半年持续回升，2020 年中枢在 0.3%-0.5% 左右。

维持报告《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评 10 月通胀》、《“降息”5BP 有何真意思？还会再降么？》中的观点：CPI 继续上行会干扰短期“降息”节奏，但不改持续“降息”方向。其一，产出缺口连续 5 个季度为负，指向我国面临实际的“通缩”压力；2009 年以来央行盯住的通胀指标遵循从“以 CPI 为主”到“综合 CPI 和 GDP 平减

指数”的转变。核心CPI稳中缓降，GDP维持稳定，指向我国货币政策总基调仍应以宽为主。其二，与通胀相比，当前货币政策应以稳增长为重点。其三，本轮通胀是由猪肉供给短缺引起的结构性通胀，应从供给端入手解决，货币收紧也难抑制通胀。

信号3：央行货币宽松基调未变，但会更注重节奏，我们认为后续降准“降息”仍可期、但幅度和次数有限；关注我国央行“缩表”的同与不同

货币总基调方面：未提“货币总闸门”，但强调“坚决不搞‘大水漫灌’”，货币宽松总基调未变，但会更注重节奏。对于货币政策走向，《报告》提出“实施好稳健的货币政策，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”的表述（今年二季度为“稳健的货币政策保持松紧适度，适时适度进行逆周期调节”、一季度为“稳健的货币政策保持松紧适度，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”。此外，《报告》虽去掉了“总闸门”表述，强调“加强逆周期调节”，但是同时对于“大水漫灌”的表述新增“坚决不搞”，凸显货币政策“松紧适度”含义。并新增了“注重预期引导，防止通胀预期发散”。对此，我们认为在经济下行压力下，货币政策仍将维持宽松，以“妥善应对经济短期下行压力”。但同时央行要“警惕通胀预期发散”，并“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”，短期可能会调整货币政策施行的节奏，且后续降准的空间确实已有限。

维持此前观点，11月5日MLF“降息”5BP有信号意义，也有实质作用，后续“降息”降准仍然可期，不过幅度已经较为有限。（详细请参见《“降息”5BP有何真意思？还会再降么？》）“降息”方面：11月LPR报价有望下调5-10个BP（但12月再降概率较小），不过房贷实际利率不会下调；后续MLF利率预计还将调降1-2次，最快2020年二月份（主因届时CPI高点已过、美联储降息预期再次升温），累计再降10-20BP左右（也即本轮MLF利率最终有望降至3.05%-3.15%）；同时，春节之前的TMLF利率也有可能跟随下调。降准方面，维持此前判断，后续有望再降一次（最快在年底明年初），但幅度有限（今年以来央行高层多次强调降准空间已经不大）。

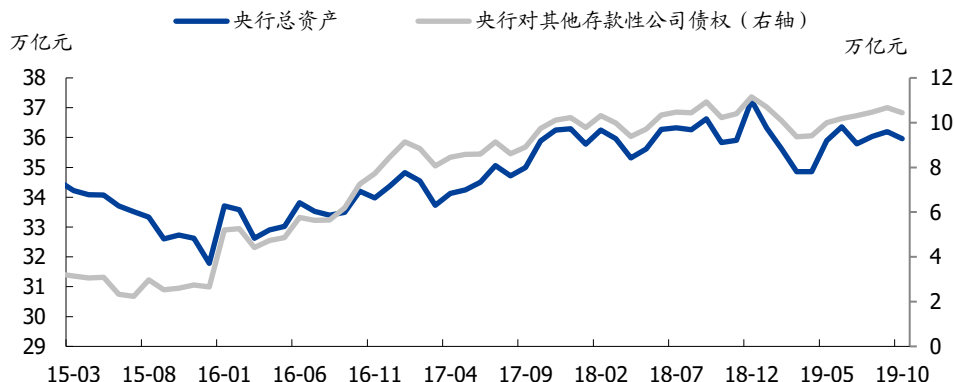
图表7：“降息”窗口由此开启

变动日期	MLF利率 (1年)	变化方向	相隔月数	相隔周数	相隔天数
2016-01-19	3.25				
2016-02-19	3.00	降息	1	4	31
2017-01-24	3.10	加息	11	49	340
2017-03-16	3.20	加息	1	7	51
2017-12-14	3.25	加息	8	39	273
2018-04-17	3.30	加息	4	18	124
2019-11-05	3.25	降息	18	81	567

资料来源：Wind，国盛证券研究所

此“缩表”非彼“缩表”。央行在专栏1《正确看待央行资产负债表规模变化》中提出，近期央行资产负债表环比收缩主要出现在降准的当月或次月，一定程度上与降准之后，央行减少逆回购、MLF等操作有关，整体看降准有利于扩大货币创造能力。需要指出的是，当前我国货币政策的主要工具仍是存款准备金率、主要政策利率（如MLF、TMLF利率等）和市场利率（LPR），与国外央行在金融危机之后实施的非常规货币政策操作（量化宽松）等不同。因此我国当前的“缩表”与国外央行“缩表”有着本质的区别。

图表 8: 近期央行资产负债表环比收缩与公开市场操作注入的流动性减少有关, 但无碍货币创造



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信号 4: 央行更加注重结构调整, 关注现代中央银行制度、金融供给侧、利率并轨、补充银行资本等改革; 信贷将侧重支持制造业、消费和小微企业

第一,《报告》首提“建设现代中央银行制度”, 延续的是四中全会的提法。《报告》首次提出“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”, 延续的是 10 月 31 日闭幕的四中全会的提法, 同时, 11 月 6 日国务院金融稳定发展委员会召开的第九次会议也提出, “要把握关键要点, 从金融服务实体经济和防范化解金融风险的角度, 高度重视建设现代中央银行制度”。对比之下, 此前的相关提法大多是“逐步强化和完善现代中央银行制度”。结合已有会议精神来看, 建设现代中央银行制度的主要内容涉及到基础货币投放机制, 基准利率和市场化利率体系、资本市场基础制度、普惠金融体系建设、中小银行改革等方面。

第二, 继续强调深化金融供给侧改革, 健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。重点是加强金融领域制度建设、增强金融治理能力、深化银行改革、扩大金融开放, 以提升金融服务实体经济的能力。需要指出的是, 此前金融委第 8 次会议首次强调要“发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”, 本次《报告》继续强调要推动全面落实政策性银行改革方案, 完善治理体系和激励机制。后续可继续跟踪国开行的配套举措。

第三, 深化利率市场化改革, 继续推进利率并轨, 改革完善贷款市场报价利率 (LPR)

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_8952

