

办好自己的事

——《2019年第二季度货币政策执行报告》简评

报告摘要

8月9日晚间，央行发布《2019年第二季度货币政策执行报告》。我们认为，本季央行对政策思路和实施路径的论述都更加清晰可把握。货币政策总体基调比上一季度更显宽松并向内聚焦，但在方式上高度强调立足中长期、结构性和改革。下一阶段，完善LPR机制（并在此过程中实现降低利率）、永续债发行提速、金融防风险攻坚战继续有步骤实施、对服务县域银行和中型银行这两档的定向降准，具有很高的可能性。

- 1、更明确地表明了“国内经济下行压力增大”的应对思路：办好自己的事、做好中长跑的打算。
- 2、更具体地指出了货币政策重点：引导信贷投向、突出LPR地位、降低小微企业融资成本。
- 3、更积极地沟通了“稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险”的问题：继续推动实施防范化解重大金融风险攻坚战行动方案，同时把握好处置风险的力度和节奏。
- 4、更及时地表述了对人民币汇率的态度：虽然不以汇率贬值作为工具、但可以赋予其更大的弹性。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



8月9日晚间，央行发布《2019年第二季度货币政策执行报告》，这是央行与市场系统沟通货币政策思路的重要媒介之一。学习对照“下一阶段主要政策思路”的变化，以及四个专栏，我们认为，本季央行对政策思路和实施路径的论述都更加清晰可把握，货币政策总体基调比上一季度更显宽松并向内聚焦，但在方式上高度强调立足中长期、结构性和改革。下一阶段，完善LPR机制（并在此过程中实现降低利率）、永续债发行提速、金融防风险攻坚战继续有步骤实施、对服务县域银行和中型银行这两档的定向降准，具有很高的可能性。

1、更明确地表明了“国内经济下行压力增大”的应对思路：客观认识、办好自己的事、做好中长跑的打算。“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”。在本季报告中，央行利用专栏四“全球经济增长疲弱，面临下行风险”，论述了中长期全球经济缺乏增长亮点，中低速增长可能持续较长时间。从而在政策应对上要坚持以我为主，适当兼顾国际因素，做好中长跑的打算。也就是说，经济的下行压力不仅中国如此，而是全球性的、也是长期性的，在此情况下自然不宜搞立足短期的强刺激，货币政策应聚焦于经济的重点领域和薄弱环节，通过金融供给侧结构性改革和利率市场化改革优化资源配置，支持经济在中长期的高质量发展（专栏三即就“深化金融供给侧结构性改革，支持经济高质量发展”展开论述）。当然，相比于上一季度，整体货币政策基调趋于宽松：一方面，重提“六个稳”；另一方面，未再强调结构性去杠杆，而是代之以一个新提法“在推动高质量发展中防范化解风险”，政策的着眼点放在了高质量发展上面。

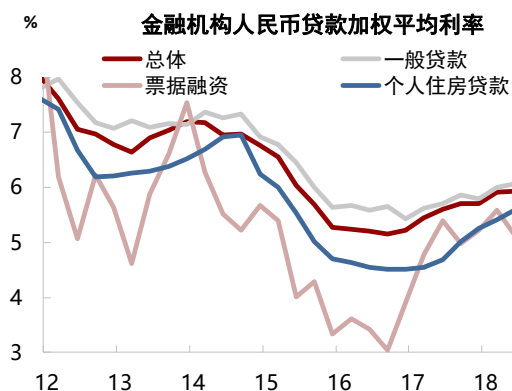
2、更具体地指出了货币政策重点：引导信贷投向、突出LPR地位、降低小微企业融资成本。本季央行在政策重点一段更新了表述：“加强宏观政策协调配合……引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，更好地发挥贷款市场报价利率（LPR）在实际利率形成中的引导作用，降低小微企业融资实际利率”，并新增了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”一句。也就是说，1、要将金融资源引流到制造业和民营企业去，房地产是货币政策全面宽松最大的掣肘。2、报告中推进“两轨合一轨”去掉了稳妥二字，意味着或已摆上日程，而首要抓手是完善LPR机制，或将在此过程中实现贷款利率的降低，而降低贷款基准利率已不大可能。3、降低利率的重点又在于小微企业，专栏一详细介绍了“降低小微企业融资成本”的方式，譬如适宜的总量环境、以永续债为突破口缓解资本约束、创设TMLF等。4、“三档两优”是二季度金融供给侧改革的一项重要工作成果，本次报告新增表述“进一步完善‘三档两优’存款准备金政策框架”，我们认为，对服务县域银行以及中型银行这两档的定向降准，在下半年的政策工具箱当中。此外，本季报告新增的表述“多层次、广覆盖、有差异的银行体系”，是对金融供给侧改革目标的更明确概括。

3、更积极地沟通了“稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险”的问题。二季度包商银行被接管，在金融体系掀起波澜。针对于此，央行在主要政策思路特别新增一段论述“把握好处置风险的力度和节奏，稳妥化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散……”，力求稳定市场预期。同时“继续推动实施防范化解重大金融风险攻坚战行动方案”的表述与上一季不同，意味着金融防风险已有行动方案，或将有步骤实施。我们预计后续问题银行处置将以类似锦州、恒丰银行的方式进行，更易于市场接受，实现平稳过度。专栏三题为“稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险”，更系统地论述了包商被接管以来央行所采取的措施、所取得的成效，并指出对中小银行“也要做好加法”，意味着央行有意避免信用收缩问题：一是完善制度性支持（譬如更低的准备金率），二是补充资本。值得一提的是，本季报告央行17次提及“永续债”，四个专栏中有三个强调了永续债发行的作用（对于降低中小企业融资成本的作用、作为金融供给侧改革的一个重要抓手、避免中小银行的信用收缩），可以预期下半年永续债发行进一步提速。央行指出，截止2019年7月，中国银行、民生银行、华夏银行、浦发银行、中国工商银行五家已合计发行2300亿元永续债，另有13家银行拟发行超过4700亿元永续债。

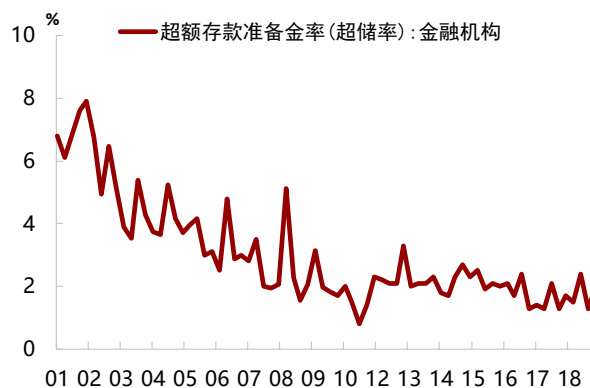
4、更及时地表述了对人民币汇率的态度。首先，尽管8月人民币汇率“破7”，但二季度报告中对汇率政策的表述没有任何变化（“协调好本外币政策，处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”），表明“破7”主要是顺应市场和外部环境变化

的，而非政策有意驱使。但本季新增了一句表述“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用”，给“破7”提供了很好的注释，虽然不以汇率贬值作为工具、但可以赋予其更大的弹性。我们认为，近一段时间人民币汇率或将在7附近有上有下地波动，而并不会偏离7太远，以此来巩固市场预期。其次，“坚持改革、发展和风险防范并重”一句中，把“改革”提到“发展”前面，意味着人民币汇改或再度提上日程。此外，本季报告没有再强调扩大金融对外开放，而是聚焦“完善金融体系内在功能”。意味着在中美摩擦加剧反复的环境下，前期金融对外开放已迈开步子，此时央行有意将重点回归内部、着眼自身。

图表 1：二季度贷款利率仅略有下降



图表 2：二季度超储率显著回升但保持低水位



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：2019 年二季度货币政策执行报告对照及要点

	2019年二季度货币政策执行报告	2019年一季度货币政策执行报告
经济形势	当前，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，三大攻坚战进展良好，供给侧结构性改革不断深化，改革开放有力推进，经济增长保持韧性，宏观政策效果逐步显现。但世界经济形势仍然错综复杂， 外部不确定性因素增多 。我国发展长期、内外部等因素变化带来的风险挑战增多， 国内经济下行压力加大 ，内生增长动力还有待进一步增强。 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增长点。	当前，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，三大攻坚战进展良好，供给侧结构性改革不断深化，改革开放有力推进，经济增长保持韧性，宏观政策的效果逐步显现。但世界经济形势仍然错综复杂， 外部不确定性较多 ，我国发展长期、内外部等因素变化带来的风险挑战增多， 国内经济仍存在下行压力 ，内生增长动力还有待进一步增强。 这些因素既有周期性的，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。
点评	延续中央政治局会议对经济下行压力加大的判断，更通俗明了地表明态度：客观认识，办好自己的事。	
总基调	下一阶段，中国人民银行将继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党中央、国务院决策部署， 坚持新发展理念，坚持推进改革开放，统筹国内国际两个大局，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，进一步做好“六稳”工作。 注重以供给侧结构性改革的办法稳需求， 在推动高质量发展中防范化解风险。	下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院部署，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导， 坚持稳中求进工作总基调，落实“巩固、增强、提升、畅通”八字方针 ，注重以供给侧结构性改革的办法稳需求， 坚持结构性去杠杆。
点评	也与中央政治局会议一脉相承：重提“六个稳”；未再强调结构性去杠杆，而是代之以一个新提法“在推动高质量发展中防范化解风险”，政策的着眼点放在了高质量发展上面。	
政策重点	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，适时适度实施逆周期调节，引导广义货币M2和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配。 加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新货币政策工具和机制，引导金融机构加大对制造业、民营企业的中长期融资，更好地发挥贷款市场报价利率（LPR）在实体经济形成中的引导作用，降低小微企业融资实际利率。	稳健的货币政策保持松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调， 注重保持货币信贷合理增长、优化信贷结构和防范金融风险之间的平衡。 创新货币政策工具，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。
点评	所提政策方向更加具体明了：引导信贷投向、突出LPR地位、降低小微企业融资成本。	
	加强预期引导，稳定市场预期。把握好处置风险的力度和节奏，稳妥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，促进金融体系健康稳定运行。	
点评	针对包商银行被接管，新增表述强调要把握好力度节奏、稳妥化解，力求稳定市场预期。预期后续问题银行处置将以类似锦州、恒丰银行的方式，易于市场接受，平稳过渡。	
人民币汇率	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，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	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，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
点评	8月人民币汇率破7，但二季度报告中对汇率政策的表述没有任何变化，表明破7主要是顺应市场和外部环境变化的，而非政策有意驱使。	
金融改革	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。	深化金融供给侧结构性改革， 扩大对外开放，通过增加供给和竞争改善金融服务。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。
点评	没有再强调扩大金融对外开放，而是聚焦“完善金融体系内在功能”。中美摩擦加剧、反复的环境下，加之金融对外开放在前期已迈开步子，此时央行将重点回归内部、着眼自身。	
支持实体	…… 进一步完善“三档两优”存款准备金政策框架 ，引导地方法人金融机构业务回归本源，专注小微等实体经济金融服务。……统筹做好京津冀协同发展、一带一路、粤港澳大湾区开发、长江经济带、军民融合、乡村振兴等国家重大战略金融服务。 按照“因城施策”的基本原则，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。	
点评	“三档两优”是二季度金融供给侧改革的一项重要工作成果，从报告对这一点的着重来看，我们认为，对服务县域银行以及中型银行这两档的定向降准，在下半年的政策工具箱当中。二季度报告还新增强调了房地产调控的内容，与中央政治局会议思路一致，房地产是货币政策全面宽松最大的掣肘。	
利率汇率	稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实体经济形成中的引导作用。……推动小微企业贷款实际利率进一步降低，督促银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降，更好地服务实体经济。 稳步深化人民币汇率市场化改革，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， 发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用，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。……坚持改革、发展、改革和风险防范并重，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。	
点评	“两轨合一轨”将加速推进，首要抓手是完善LPR机制，或将在此过程中实现贷款利率的降低。而降低利率的重点在于小微企业。汇率部分新增了其“自动稳定器作用”，也给8月人民币汇率的破7提供了很好的注释，不以贬值作为工具，但可以增强其弹性。把“改革”提到“发展”前面，意味着以增强弹性为着眼点的人民币汇改或再度提上日程。	
工作要点	强化债券违约风险防范和处置机制，加大对债券市场违法行为监管力度，发展商业银行柜台市场，支持商业银行发行创新创业金融债券等金融柜台市场，支持商业银行发行创新创业金融债券等金融产品，增强金融服务实体经济能力，促进公司信用类债券发行准入和信息披露规则统一，加强绿色金融债券存续期监督管理完善相关制度建设。……妥善处置债券回购违约交易，防范风险传染，尽快推出到期违约债券转让业务相关制度安排，促进市场有效出清，维护市场秩序和信心。	
点评	债券市场建设中，重点强调了“支持商业银行发行创新创业金融债券”、“促进公司信用类债券发行准入和信息披露规则统一”、“尽快推出到期违约债券转让业务相关制度安排”，更明确地立足于提升直接融资对实体经济的支持。	
金融改革	为实体经济发展提供高质量、更有效率的金融服务，更好满足高质量发展的合理金融需求。构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系。……继续推动农业银行“三农金融事业部”深化管理体制和运行机制改革，采取有效措施进一步激发县事业部活力，不断提高服务县域经济的能力和水平。推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案，抓紧做好健全治理结构、业务范围划分、完善风险补偿机制等后续工作……	

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_10783

