

2019年08月10日

证券研究报告·宏观报告

咬文嚼字看政策——2019年2季度《货币政策执行报告》解读



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

货币政策继续以结构性为主

西南宏观观点

- **央行继续结构性导向的政策，相对经济走势表现审慎。**人民银行按季度发布的货币政策执行报告向来是我们观察货币政策的一个窗口。每期报告发布之后，我们都会对报告第五部分“货币政策趋势”逐字逐句做文本分析，观察其措辞相对上一期报告有什么变化。就19年2季度货币政策执行报告和19年1季度报告文本对比，结合当前经济走势以及外部环境变化来看，央行货币政策表现审慎。本次货币政策执行报告中，央行虽然表示全球经济放缓，外部不稳定因素增多，而国内企业生产投资趋于谨慎，经济内生增长动力有待增强。但央行并未如上次货币政策执行报告中指出这既有周期性原因，又有结构性原因。而是直接表示要客观认识、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。显示即使2季度经济有所放缓，内外部需求均有所下行情况下，央行依然坚持审慎的政策取向。与7月末政治局会议表态一致，央行表示不搞“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。因而货币政策不会大幅度宽松。
- **货币投向继续以结构性为主，重点增加对制造业、民企和小微融资支持。**央行在本次货币政策执行报告中继续强调结构性的导向，强调要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。并以专题的形式阐述了央行在降低小微企业融资成本方面的努力和成果。未来，央行货币政策将延续结构化的导向，通过金融供给侧改革和多样化的货币政策工具，引导金融机构增加对制造业、民营企业和小微企业的支持，差额存款准备金、TMLF以及行政考核等都可能成为推动资金进入这些行业的方法。然而由于经济下行环境下，制造业、民企和小微企业合格抵押物有限，信用风险较高，融资扩张较为困难。信用能否借由这些渠道扩张有待继续观察。
- **对房地产企业融资继续管控，对基建融资难以明显放松。**沿继7月底政治局会议的思路，本次央行货币政策执行报告继续强调加强对房地产融资的管控。表示按照“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，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。结合近期房地产融资收紧情况，短期内房地产融资管控加强的状况难以改变。而基建同样并非结构性货币政策支持的方向，因而金融机构资金投放难以明显放量。虽然金融机构会配合地方政府债发行，也会参与隐性债务的处置，但对于新增隐性债务，依然保持管控状况，因而基建投资资金来源也难以明显改善。
- **结构性货币政策环境下，流动性“堰塞湖”将持续。**目前的结构性政策下，政策导向与微观激励并不一致，当前实体经济中民营与小微资质较差，风险较高，微观金融主体难以放贷，而基建和房地产的主要融资需求部门难以获得融资。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而宽松的流动性环境将持续，银行间市场流动性宽裕和实体融资收缩的对立状况将在未来一段时期持续。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
2. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)
3. 信用面临收缩，资产荒将再现——2019年3季度银行信贷经理调研 (2019-08-06)
4. 15年会再现吗？——汇率破7后的走势与影响 (2019-08-05)
5. 再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略 (2019-08-04)
6. 信用或再度收缩，全面看多利率债——月度经济预测 (2019-08-01)
7. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)
8. 政策保持定力，继续以结构性导向为主——中央政治局会议解读 (2019-07-31)
9. 企业盈利走弱，警惕联储政策低于预期的风险 (2019-07-28)
10. 预测美股短期回报的可靠指标：情绪度量——全球央行追踪第11期 (2019-07-23)



- **金融供给侧改革将继续推进，利率市场化、货币政策工具调整、风险防范等可能是未来政策主要推进方向。**央行将继续顺应中央要求，推进金融供给侧改革。本次货币政策执行报告中，央行用专栏的形式总结了 19 年以来央行在深化金融供给侧改革方面的成就，并表示将继续着力推进金融供给侧改革。央行将继续推进利率市场化，建设以 LPR 主导的市场化贷款利率体系。完善货币政策工具，除了存款准备金“三档两优”之外，还需要完善一系列结构性货币政策工具。同时加强金融风险防范，一方面通过补充金融机构资本金，提升金融机构地域风险能力；另一方面，规范金融机构业务，降低金融机构经营风险。
- **央行将在总结之前经验的基础上更为稳妥的化解风险。**在风险方面，本次货币政策执行报告表示将继续推动实施防范化解重大金融风险攻坚战行动方案，坚持在推动高质量发展中防范化解风险。因而，未来风险防范工作将继续坚定推进。作为今年上半年最大的风险处置事件，央行在本次货币政策执行报告中表示接管包商银行工作第一阶段已经告一段落，并表示中小银行应立足服务实体经济的初心和使命，回归本源、专注主业。因而，我们认为未来去通道化、去同业化将成为趋势，金融机构杠杆率将不断下降。另一方面，在总结之前经验的基础上，央行表示要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，因而，未来金融机构风险处置将更为稳妥成熟。
- **央行将继续稳定汇率，持续大幅贬值可能性有限。**近期人民币兑美元汇率破“7”，增加了对人民币持续贬值和资本流出的担忧。但从本次货币政策执行报告里来看，人民币持续贬值可能性有限。央行在本次报告中一方面表示要发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。但另一方面同时表示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。考虑到目前央行对汇率调控能力相较于前几年明显加强，而货币政策和基本面也并不支持持续贬值，因而我们认为人民币汇率持续大幅贬值可能性有限。更可能是在破 7 后进入震荡阶段。即避免了在 7 以内形成汇率不会破 7 的一致预期，也避免了形成汇率将持续贬值的一致预期。在市场没有一致预期的情况下，央行调控成本则是最低的。
- **流动性“堰塞湖”再度成形，债市继续获得配置机会。**结构性政策下，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而资金将继续堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。短端利率中枢水平有望持续保持低位。同时叠加基本面持续走弱，这将驱动利率水平下行，继续为利率债创造配置价值。而实体资金面走弱环境下信用风险将继续上升，信用利差将继续拉大，因而不建议增配信用债。

附录：货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本比对

以下为《2019 年第二季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本比对分析。我们通过对比 2019 年 2 季度和 2019 年 1 季度报告的文字差异,来找寻货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句; **黑体**部分为新增语句; ~~加了删除线的部分~~为 2019 年 1 季度报告中有,但在 2019 年 2 季度报告中删除的语句。

一、对货币运行的总体看法

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,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,紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务,创新和完善金融宏观调控。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,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。~~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。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。~~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。

二、对实体经济的看法

基调

2019 年上半年,面对错综复杂的国际国内形势,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。工业生产基本平稳。就业形势总体稳定,消费价格温和上涨。初步核算,上半年国内生产总值(GDP)为 45.1 万亿元,按可比价格计算,同比增长 6.3%;居民消费价格(CPI)同比上涨 2.2%。

积极因素

展望未来一段时期,中国经济保持平稳发展的有利因素较多。全球经济增长面临的下行风险有所增加,但总体仍保持平稳增长。中国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。三大攻坚战进展良好,供给侧结构性改革不断深化,总供求基本平衡,经济增长保持韧性,改革开放有力推进,就业形势保持稳定, **居民收入稳步增长**,人民生活持续改善,保持了经济持续健康发展和社会大局稳定。积极财政政策和稳健货币政策逐步发力,金融服务实体经济 **特别**

是民营和小微企业力度不断加大，金融改革开放迈出了新的步伐。信用收缩明显缓解，大规模减税降费政策效果逐步显现。目前，货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，有能力应对各种内外部不确定性。2019 年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，经济运行总体平稳、好于预期。同时，坚持结构性去杠杆，金融风险防控稳妥果断推进，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强。中国人民银行 2019 年第二季度企业家问卷调查显示，经营景气指数环比上升 0.2 个百分点。

风险和挑战

也要看到，经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。从国际环境看，国际经济金融形势错综复杂，全球经济增长动力减弱，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。从国内经济形势看，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，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。这些要素既有周期性的，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。

三、对通胀的看法

总体形势

物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加。

通胀压力可控

物价涨幅主要取决于经济基本面状况和市场供求的相对变化。近期国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡，核心CPI稳中略降大体稳定；供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，产能过剩问题缓解，这些都有利于物价保持平稳。也要看到，近期猪肉、鲜菜、水果等食品价格受非洲猪瘟、极端天气等因素影响上涨较快，拉动消费品价格涨幅有所扩大。国际原油价格逐步走高，国内成品油、钢材等工业品价格也有所回升。企业生产需求边际放缓、大宗商品价格同比下降、上年同期基数较高等因素导致PPI走低。此外，减税措施、贸易摩擦还可能对不同部门的物价指数产生不同影响。总体来看，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，对动态变化需持续监测。

四、货币政策展望

基调

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，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，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融宏观调控。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，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。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。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。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。

具体措施之一：宏观货币政策方向

一是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，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，继续灵活运用多种货币政策工具组合，强化政策协调，适时预调微调。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。

具体措施之二：货币政策结构

二是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济，做好金融支持供给侧结构性改革各项工作。运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，创新和丰富货币政策工具组合，发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，继续发挥各部门政策合力，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，深化金融供给侧结构性改革，畅通货币政策传导机制，着力缓解民营和小微企业融资难融资贵问题。开展小微企业信贷政策导向效果评估，强化评估结果运用。指导大型商业银行下沉金融服务重心、转变金融服务理念，推动民营银行和社区银行发展。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。鼓励和引导金融机构做好“两不愁三保障”、产业扶贫、基础设施建设等扶贫重点领域金融服务工作，加强潜在风险管理，推动金融扶贫持续开展。不断改善农村金融服务。继续做好“两权”抵押贷款试点衔接工作。做好支持制造业高质量发展、去化过剩产能等重点领域的金融服务，加大对养老、教育、健康等新消费领域，以及创业创新、科技、文化、海洋经济、战略性新兴产业等国民经济重点领域的金融支持力度，推动实现更高质量和更充分就业。统筹做好京津冀协同发展、一带一路、西部大开发、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。

具体措施之三：利率、汇率及人民币跨境结算

三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。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际利率形成中的引导作用。强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，健全市场化的利率形成机制。加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，发挥好市场利率定价自律机制作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，维护公平定价秩序，保持银行负债端成本基本稳定。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。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换，推进人民币对其他货币直接交易市场发展，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，坚持改革、发展和风险防范并重，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。

具体措施之四：金融市场创新

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。增强金融服务实体经济能力，坚持市场化法治化原则，推动商业银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，继续推进民营企业债券融资支持工具，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，完善相关制度建设。继续稳步有序推动债券市场双向开放，支持境外机构在境内市场发行债券及境内机构赴境外发行债券融资，推动境外机构投资境内债券市场。持续推动债券二级市场发展，不断优化交易、清算和结算等相关制度安排，完善做市商制度等市场化评价体系建设，提升债券市场流动性，为市场参与者创造更加友好、便利的投资环境。建立健全金融市场基础设施的统筹管理框架，进一步加强市场基础设施建设，确保金融市场整体稳定和安全高效运行。进一步完善分工明确、密切配合、协同有效的统一执法协作机制。

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_10786

