



证券研究报告·宏观研究报告

2019年7月2日

首创宏观“茶”：

结构性宽松是货币政策的“主旋律”

——央行货币政策委员会二季度例会点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 6月27日，中国人民银行货币政策委员会召开2019年第二季度例会。我们点评如下：
- 1、短期之内宏观经济压力犹存；
 - 2、货币政策大幅放松的概率较低；
 - 3、加大金融对民营企业的支持力度；
 - 4、货币政策回旋空间加大；
 - 5、持续推进结构性去杠杆；
 - 6、进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。

事件：6月27日，中国人民银行货币政策委员会召开2019年第二季度例会。

点评：

对于货币政策委员会二季度例会，我们的点评有如下6点。

1、短期之内宏观经济压力犹存。2季度例会认为，“当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换”，该表述与1季度例会完全一致。正如刘鹤副总理在陆家嘴论坛上所阐述的，“不管暂时出现什么情况，（中国经济）长期向好的态势是不会改变的”。在认同经济增长保持韧性的同时，应该看到短期之内我国宏观经济压力犹存：从先行指标看，5月、6月制造业PMI均为49.4，均运行在荣枯线之下，其中新订单指数、生产指数均连续四个月下行，且新订单指数连续两个月运行在荣枯线之下，叠加生产经营预期指数连续四个月下行，预计后期生产指数不会太乐观；从“三驾马车”看，出口增速承压，制造业投资上行乏力，房地产坚持严调控不放松，基建投资有望发力，消费增速缺乏上行基础；从工业企业盈利增速看，大概率个位数负增长；根据彭博问卷调查的结果，2季度GDP增速预期是6.2%，较前次预测下调0.1个百分点。

2、货币政策大幅放松的概率较低。2季度例会提出“适时适度实施逆周期调节”，而1季度例会的提法是“坚持逆周期调节”，从“坚持”到“适时适度实施”，凸显货币政策微调预调的灵活性，但是在调节力度上出现边际减弱倾向。此外，2季度例会提出“在推动高质量发展中防范化解风险”，而1季度例会的提法则是“注重在稳增长的基础上防风险”，从“稳增长”到“高质量发展”，并且两次提及“高质量发展”，表明高质量发展在央行政策目标体系中的相对重要性上升，相应地，稳增长的迫切性下降。这里存在两种可能：或者是认为宏观经济下行概率较低，或者是对宏观经济下行的容忍度提高。但不管怎样，都意味着为了稳增长而大幅放松货币政策的概率下降，第三季度下调政策利率的可能性大为降低。

3、加大金融对民营企业的支持力度。2季度例会提出“改进小微企业和‘三农’金融服务”，并提出具体的衡量标准，即“努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应”。民营小微企业对经济社会发展的贡献巨大：对国家财政收入的贡献占比超过50%；在GDP和固定资产投资、对外直接投资占比均超过60%；在企业技术创新和新产品占比超过70%；在城镇就业占比超过了80%；对新增就业的占比贡献超过90%。如果按最低的50%标准来衡量，对小微企业的信贷应占到全部信贷的50%，但是目前小微企业信贷在全部信贷中的占比仅为24.4%，尚有25.6个百分点的增长空间。因此，加大对民营企业小微企业的金融支持，将是央行工作的重点，如易纲行长在金融街年会论坛提到，“人民银行高度重视支持民营和小微企业的发展”，“千方百计地加大对民营企业和小微企业的金融支持”。

4、货币政策回旋空间加大。2季度例会删除1季度例会“在利率、汇率和国际收支等之间保持平衡”的提法，意味着货币政策在利率、汇率和国际收支等之间“走钢丝”的必要性下降，货币政策的回旋空间不再逼仄。5月初中美在贸易领域争端再起，人民币汇率出现大幅贬值，逼近“7”的关键心理点位，外汇储备止步五连升，有滑向3万亿美元的趋势，

与此同时，国内工业增加值增速下行，货币政策空间大幅收窄。随着全球经济增速放缓，以及美国经济增速大概率放缓，预计欧央行和美联储货币政策将出现宽松化倾向，引领全球货币政策宽松浪潮，这就意味着我国货币政策面临的掣肘减少，央行货币政策面临的选项与空间均大幅增加。

5、持续推进结构性去杠杆。2 季度例会提到，“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”，而 1 季度例会相关的表述则是“宏观杠杆率趋于稳定”。对此，有两点解读：一是与 1 季度相比，货币政策委员会认为 2 季度宏观杠杆率出现高速增长势头；二是从“得到初步遏制”可以看出，货币政策委员会认为应该继续对宏观杠杆率进行遏制。宏观离不开微观基础，从工业企业的资产负债率来看，5 月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率累计值分别为 59.50%、55.90%、59.60%，分别较前值上行-0.40、0.10、-0.10 个百分点。1 季度货币政策执行报告多次强调“结构性去杠杆”，在专栏 6“结构性去杠杆与稳健的货币政策”中指出“要以结构性去杠杆为基本思路”。预计 3 季度结构性去杠杆政策还将继续推进，在结构性去杠杆中进一步遏制住“宏观杠杆率高速增长势头”。

6、进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。与 1 季度例会一样，2 季度例会再次提到“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。作为“六稳”之首，近期稳就业压力不减。根据最新的 PMI 数据，6 月制造业从业人员指数为 46.90，较前值下行 0.10 个百分点，创 2009 年 3 月以来新低，连续 27 个月运行在荣枯线之下。值得注意的是，自 2018 年 8 月以来，制造业 PMI 从业人员指数一路累计下行 2.6 个百分点。非制造业方面，6 月从业人员指数为 48.20，较前值下行 0.1 个百分点，连续 10 个月位于荣枯线之下。相比而言，制造业的就业压力大于非制造业的就业压力。对此，国家不断加大对制造业的支持力度。货币政策方面，6 月 26 日，国务院常务会议提出，“确保今年制造业全部贷款、中长期贷款和信用贷款的余额均明显高于上年”。相比采矿业与电力热力燃气与水的生产与供应业，5 月制造业资产负债率累计值环比上行 0.1 个百分点，较去年同期上行 0.4 个百分点，充分体现结构性去杠杆的“有保有压”。财政政策方面，今年前 5 个月新增减税降费 8930 亿元，制造业减税效果明显，4 月-5 月实现净减税 970 亿元，居所有行业首位。

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为

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_11667

