



首创宏观“茶”： 经济仍存下行压力，货币政策保持定力

证券研究报告·宏观研究报告

2019年5月20日

——1季度货币政策执行报告点评

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：

- 5月17日，央行发布《2019年1季度中国货币政策执行报告》。对此，我们点评如下：
- 一、全球经济下行风险增大，更加冷静看待中美贸易摩擦；
- 二、中国经济仍存在下行压力，工业企业盈利增速承压；
- 三、通胀存在上行风险，短期内制约政策利率下行空间；
- 四、货币政策保持定力，结构性去杠杆“有保有压”；
- 五、M2增速有望维持在8.5%左右；
- 六、人民币汇率破“7”概率较低；
- 七、房贷利率小幅下行，票据融资利率下行趋势明显。

目录

一、全球经济下行风险增大，更加冷静看待中美贸易摩擦.....	4
二、中国经济仍存在下行压力，工业企业盈利增速承压.....	4
三、通胀存在上行风险，短期内制约政策利率下行空间.....	6
四、货币政策保持定力，结构性去杠杆“有保有压”.....	7
五、M2 增速有望维持在 8.5%左右.....	8
六、人民币汇率破“7”概率较低.....	9
七、房贷利率小幅下行，票据融资利率下行趋势明显.....	10

图表目录

图 1：制造业工业增加值当月同比与制造业投资累计同比均创新低（%）	5
图 2：企业盈利能力有所下降（%）	5
图 3：营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值切换成负值（%；百分点）	6
图 4：猪肉产量同比下降 5.2%（%）	7
图 5：私营企业资产负债率上行幅度较大（%）	8
图 6：M2 增速有望维持在 8.5%左右（%）	9
图 7：人民币汇率破“7” 概率较低（%）	10
图 8：房贷利率小幅下行，票据融资利率下行趋势明显（%）	11

事件：5月17日，央行发布《2019年1季度中国货币政策执行报告》。

点评：

一、全球经济下行风险增大，更加冷静看待中美贸易摩擦

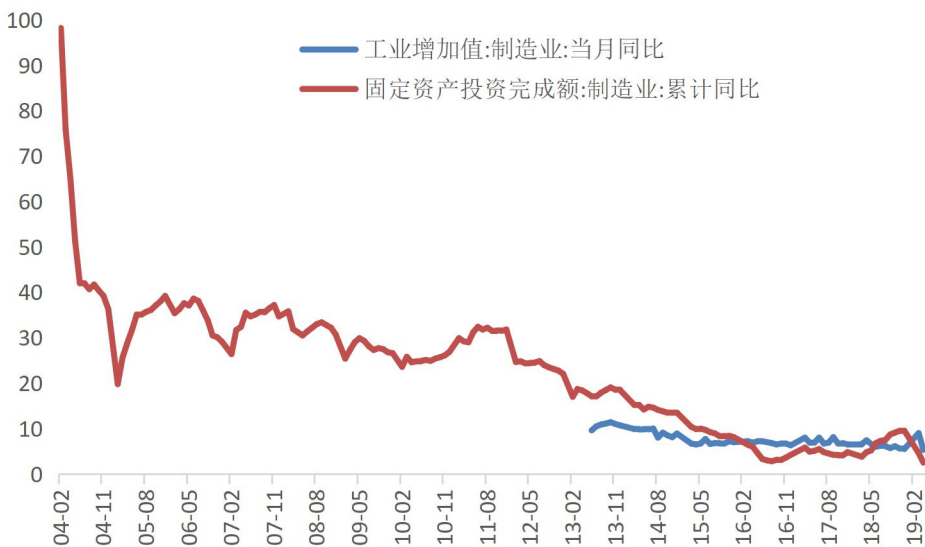
2019年1季度货币政策执行报告（以下简称“1季度报告”）指出，全球经济增长面临的下行风险有所增加，但“总体仍保持平稳增长”，而2018年4季度货币政策执行报告（以下简称“4季度报告”）对应的描述是“总体仍延续复苏态势”。可见，央行对全球经济增长的预期边际下降。此外，4季度报告提到，“国际货币基金组织对2019年经济增速的预测与前几年均值基本持平”，而1季度报告则指出，“国际货币基金组织……预计2019年全球经济将增长3.3%，较2019年1月预测下调0.2个百分点”。

在全球风险方面，自2018年1季度以来，央行连续4个季度将贸易保护主义列为首要风险，分别是：“保护主义、单边主义和反全球化思潮引发全球贸易摩擦升级，成为影响全球经济增长的重要风险”（2018年1季度）；“全球贸易摩擦升级”（2018年2季度）；“全球贸易摩擦升级与政策不确定性增加”（2018年3季度）；“贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险”（2018年4季度）。1季度报告则将贸易风险列为位列第二的风险，“贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险”，表明中美贸易摩擦经过多次反复之后，央行更加冷静与理性。

二、中国经济仍存在下行压力，工业企业盈利增速承压

1季度报告指出，“2019年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期……但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出”。4月份经济数据最大的特点是制造业产需两弱，不论是制造业工业增加值当月同比，还是制造业投资累计同比，均创万得资讯有数据记录以来的最低值，与之相对应，民间投资增速放缓，叠加考虑消费增速承压，表明经济增长的内生动力较弱。对此，货币政策执行报告有着清晰的认识，认为“从国内经济形势看，部分传统支柱产业进入调整期，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”。

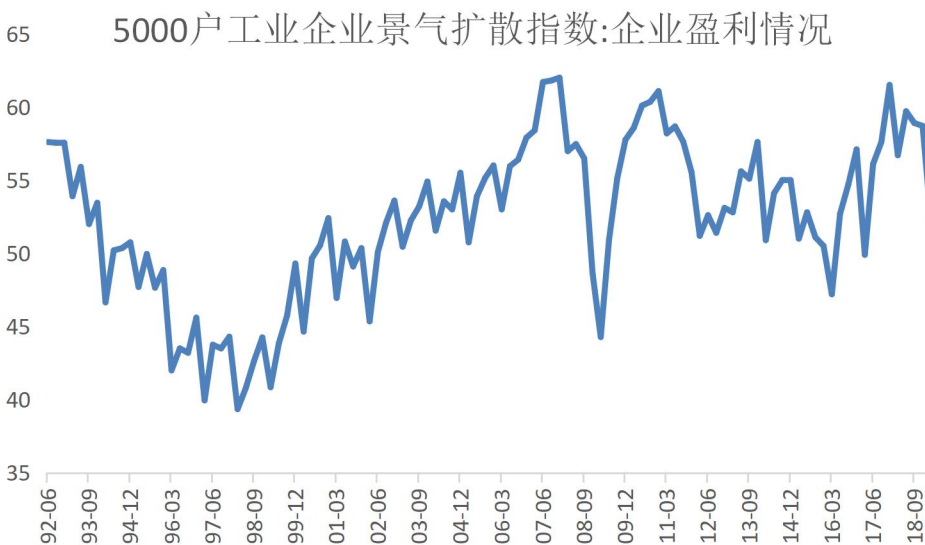
图 1：制造业工业增加值当月同比与制造业投资累计同比均创新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

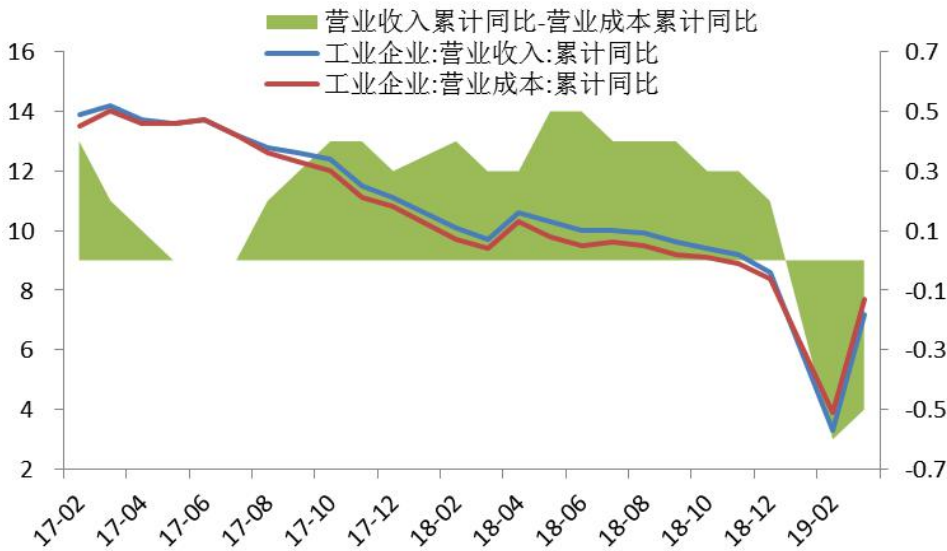
1季度报告指出，“企业盈利能力有所下降”，“第一季度，全国规模以上工业企业利润同比下降3.3%，5000户工业企业盈利指数比上季回落6.4个百分点”。值得注意的是，从2018年3季度开始，工业企业盈利指数连续下行，央行货币政策报告连续3次对此进行提示。进入2019年出现的一个现象是，工业企业营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值由正值切换成负值，主因是PPI同比中枢大幅下移。如果中美贸易摩擦升级，出口增速下行拖累出口交货值增速，进而压低制造业工业增加值增速，同时下半年PPI同比中枢继续下移，工业企业利润总额累计同比大概率承压，2019年工业企业盈利情况将不容乐观。

图 2：企业盈利能力有所下降（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 3：营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值切换成负值（%；百分点）

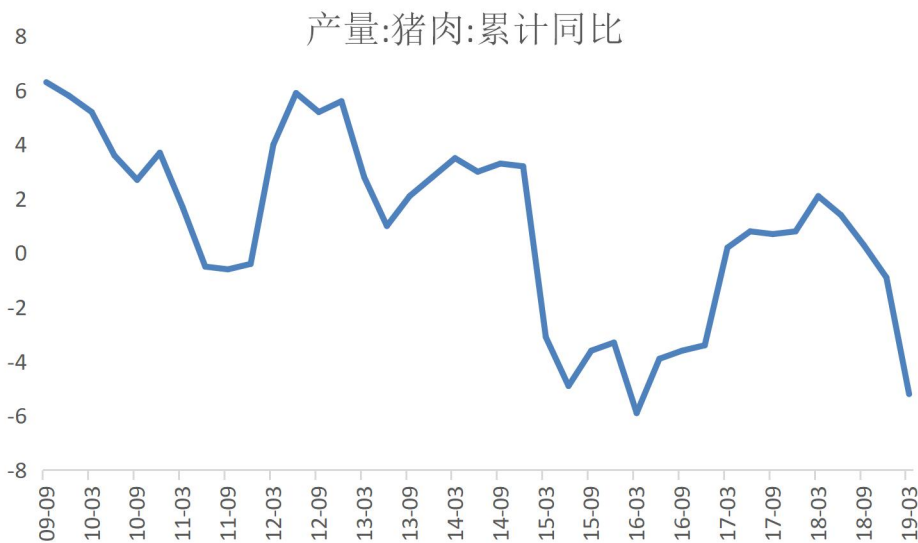


资料来源：wind，首创证券研发部

三、通胀存在上行风险，短期内制约政策利率下行空间

1季度报告指出，“物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加”，“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，对未来变化需持续监测”。不确定性主要体现在三个方面：近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多，对猪肉价格影响较大；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。此外，减税措施还可能对不同部门的物价指数产生不同影响。从总体上看，央行所担心的物价不确定性，主要是上行的不确定性。对于猪周期，央行高度关注，指出“猪肉产量有所下降……猪肉产量同比下降5.2%”。5-6月，在猪周期的推动下，叠加翘尾因素，CPI同比大概率上行。目前央行货币政策盯住的主要是CPI同比，这意味着货币政策宽松空间大概率收窄，短期内政策利率下行空间有限。

图 4：猪肉产量同比下降 5.2% (%)



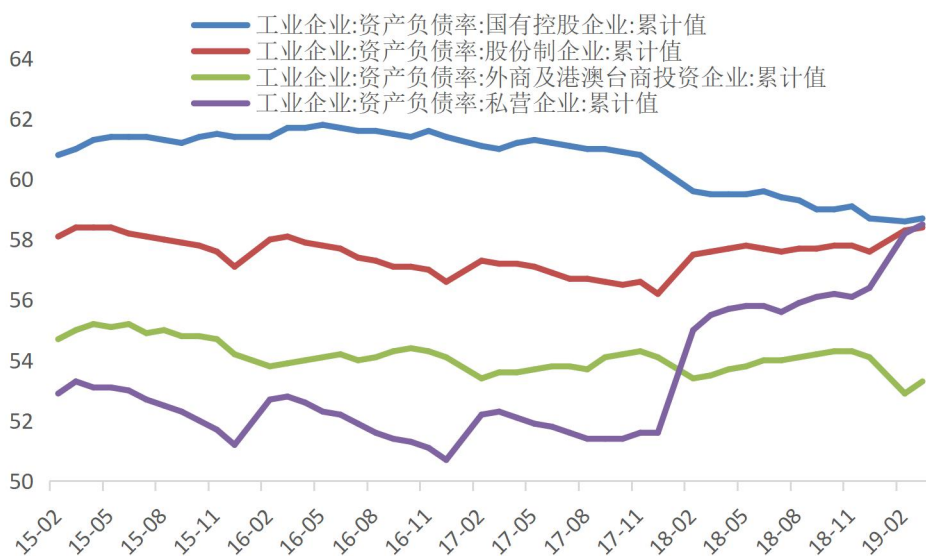
资料来源：wind，首创证券研究发展部

四、货币政策保持定力，结构性去杠杆“有保有压”

4季度报告称，“稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡”。对此，1季度报告则指出，“稳健的货币政策要松紧适度，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”。二者的差异主要有两点：一是1季度报告强调“适时适度实施逆周期调节”，而不是“强化逆周期调节”，表明逆周期调节的力度边际下降；二是1季度报告强调“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，而不是“在多目标中实现综合平衡”，表明经济增长与物价变化是下一阶段货币政策的主要目标，其他目标短期内不是货币政策的主要目标，或者通过其他政策进行解决更优。

4月19日政治局会议重提“坚持结构性去杠杆”。1季度报告对此进行细化，多次强调“结构性去杆杠”，如“有序推进结构性去杠杆”，“坚持结构性去杠杆的基本方向”，“要以结构性去杠杆为基本思路”。专栏6“结构性去杠杆与稳健的货币政策”重提2018年中央财经委员会第一次会议精神，指出“要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”。在“有保有压”思想的指引下，预计落后产能企业的杠杆率将下降，而符合市场化原则的优质民营企业与小微企业的杠杆率将得到提升。在结构性去杆杠的同时疏通货币政策传导机制，实现宽货币向宽信用的传导。

图 5：私营企业资产负债率上行幅度较大（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

五、M2 增速有望维持在 8.5%左右

1 季度报告称，“2019 年以来，M2 和社会融资规模增速分别保持在 8% 和 10% 以上，与名义 GDP 增速基本匹配”。这就为判断央行合意的 M2 增速提供了直观的判断标准。2019 年实际 GDP 增速大概率低于 2018 年的 6.6%，CPI 同比小幅上行，PPI 同比大幅下行，GDP 平减指数大概率低于 2018 年，这就意味着 2019 年名义 GDP 增速大概率低于 2018 年。2018 年 M2 同比为 8.1%，按照 M2 与名义 GDP 增速基本匹配的原则，就意味着 2019 年 M2 同比增速不会超过 8.1%。考虑到在贸易顺差收窄的背景下，外汇占款下行是大概率事件，这将减少基础货币，M2 增速大幅上行的基础不存在。综合考虑以上两点，乐观估计 2019 年 M2 增速有望维持在 8.5% 左右。

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_12436

