

# 经济下行压力不改货币政策基调

## ——央行 2019Q1 货币政策执行报告点评

事件点评

2019 年 05 月 20 日

### 报告摘要：

2019 年 5 月 17 日，中国人民银行发布《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》。

#### ● 经济仍存下行压力，CPI 存在不确定性

全球经济增长面临的下行风险有所增加，中国经济依然面临下行压力。近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多，叠加猪周期启动，或将使得猪肉价格大幅上涨，CPI 存在不确定性，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，将政策重心由逆周期调控转向供给侧改革，不改货币政策基调。

#### ● 货币政策边际上不会更加宽松，也不会收紧

随着防风险重要性上升，由稳定宏观杠杆率转向有序推进结构性去杠杆，货币政策边际上依然不会更加宽松，短期内全面降准可能性不大。但货币也不会收紧，而是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。预计 2019 年广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，将分别总体维持在 8% 和 10% 左右。鉴于当前经济实际增速与潜在增速相近，利率水平将维持稳定。

#### ● 人民币汇率即将加强宏观审慎管理

5 月以来人民币快速贬值，即将接近 7 的市场心理防线。为了稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，预计央行不久即将加强宏观审慎管理，调整外汇风险准备金率，重启人民币汇率中间价报价“逆周期因子”。

#### ● 深化金融供给侧改革，科创板将按期推出

供给侧结构性改革将以金融体系调整优化为重点，通过优化供给和增强竞争改善金融服务。优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，科创板有望按期推出。并进一步培育市场化贷款定价机制，稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，降低实体经济尤其是小微企业融资成本。

#### ● 风险提示：中美经贸谈判不及预期，政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍。

### 民生证券研究院

**分析师：解运亮**

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

**研究助理：毛健**

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

### 相关研究

- 1、逆周期调控不改货币政策稳健基调——央行 2018Q4 货币政策执行报告点评 20190222
- 2、货币政策边际上暂时不会更加宽松——央行货币政策委员会 Q1 例会点评 20190416
- 3、政策重心由逆周期调节转向供给侧改革——一季度政治局会议点评 20190422
- 4、中美经贸谈判再生波澜——特朗普加税声明点评 20190506
- 5、数据走势符合预期，继续看好债市机会——2019 年 4 月经济数据点评 20190516

## 目录

一、经济仍存下行压力，CPI 存在不确定性.....	3
二、货币政策边际上不会更加宽松，也不会收紧.....	5
三、人民币汇率即将加强宏观审慎管理.....	6
四、深化金融供给侧改革，稳妥推进利率并轨.....	7

事件：2019年5月17日，中国人民银行发布《2019年第一季度中国货币政策执行报告》。我们认为：

当前，全球经济增长面临的下行风险有所增加，中国经济依然面临下行压力。近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多，叠加猪周期启动，或将使得猪肉价格大幅上涨，CPI存在不确定性，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，将政策重心由逆周期调控转向供给侧改革，不改货币政策基调。

随着防风险重要性上升，由稳定宏观杠杆率转向有序推进结构性去杠杆，货币政策边际上依然不会更加宽松，短期内全面降准可能性不大。但货币也不会收紧，而是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。预计2019年广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，将分别总体维持在8%和10%左右。鉴于当前经济实际增速与潜在增速相近，利率水平将维持稳定。

5月以来人民币快速贬值，即将接近7的市场心理防线。为了稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，预计央行不久即将加强宏观审慎管理，调整外汇风险准备金率，重启人民币汇率中间价报价“逆周期因子”。

供给侧结构性改革将以金融体系调整优化为重点，通过优化供给和增强竞争改善金融服务。优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，科创板有望按期推出。并进一步培育市场化贷款定价机制，稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，降低实体经济尤其是小微企业融资成本。

## 一、经济仍存下行压力，CPI存在不确定性

### 1、全球经济增长面临的下行风险有所增加

国际货币基金组织在2019年4月更新的《世界经济展望》中预计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，其中发达经济体、新兴市场经济体与发展中国家2019年增速预测均有所下调。展望未来，全球经济可能面临以下风险：一是短期内全球经济增长动能偏弱，政策应对空间有限。二是贸易摩擦与政策不确定性仍为显著风险。三是多种不确定性交织，可能放大各经济体的脆弱性。

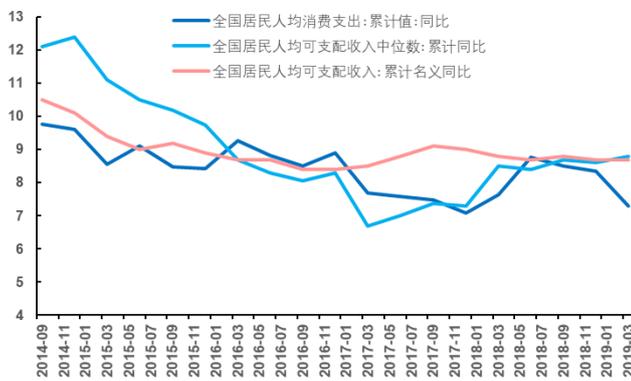
其中，贸易摩擦带来的不确定性及对全球供应链的影响逐渐显现。美国对中国2000亿美元进口商品加征的关税由10%提升至25%已经实施，并威胁不久将对剩余3250亿美元中国商品加征25%关税。部分中国企业已经选择将生产基地转移至越南、柬埔寨等周边国家。未来，贸易摩擦与政策的不确定性还可能通过推高通胀、损害家庭与企业信心、引发金融市场波动等方式对全球经济产生不利冲击。

### 2、中国经济依然面临下行压力

2019年4月，社会消费零售当月同比7.2%，市场预期8.7%（我们预期8.3%），前值8.7%；房地产开发投资11.9%，我们预期12.0%；固定资产投资累计同比6.1%，市

市场预期 6.4% ( 我们预期 6.1% ) , 前值 6.3%。4 月工业增加值当月同比 5.4% , 市场预期 6.5% ( 我们预期 6.0% ) , 前值 8.5%。

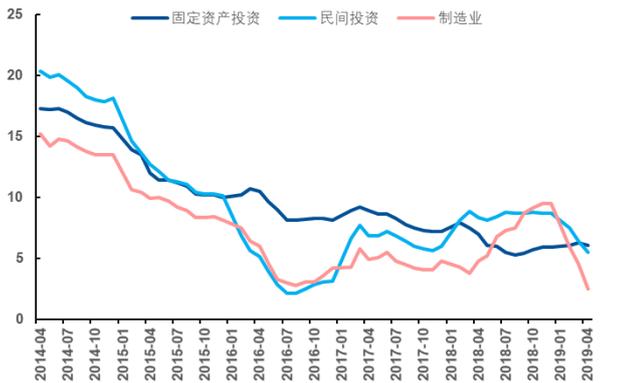
我们认为消费尚未企稳, 创新难以一蹴而就, 中国经济依然面临下行压力。2019 年一季度, 人均可支配收入保持较快增长, 但人均消费支出增速创 2018 年以来新低。4 月消费回落一方面是季节性因素, 4 月份节假日移动, 致使消费有所回落; 一方面是受到房地产对消费需求的挤压, 消费需求普遍回落。3 月工业增加值回升主要受到春节效应影响和企业为享受增值税下调的优惠, 提前备货、加快生产。但消费、固定资产投资超预期下行, 使得工业增加值实际增速较我们预期更低。制造业和民间投资回落, 或是受到工业产能利用率回落影响和房地产开发投资回升的挤压。依靠房地产和基建投资拉动的经济不具可持续性。若不坚持房地产调控基本原则不动摇, 高房价或将通过高住房支出挤压消费, 通过高生活成本与房地产投资收益抑制创新。

**图 1 : 人均消费支出增速回落 ( % )**


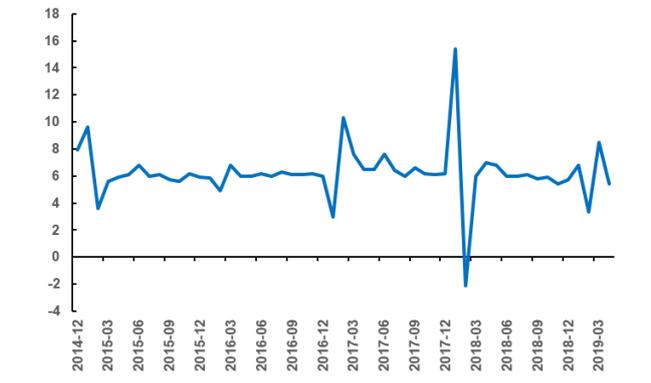
资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 2 : 社会消费品零售总额同比增速回落 ( % )**


资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 3 : 制造业和民间投资拖累固定资产投资回落 ( % )**


资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 4 : 工业生产超预期下行 ( % )**


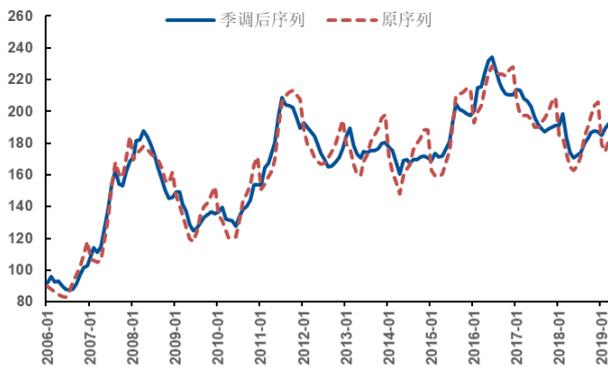
资料来源：WIND，民生证券研究院

### 3、CPI 存在不确定性

猪肉 CPI 项具有明显的周期特征。上一轮周期从 2015 年 3 月开始, 到 2016 年 6 月达到峰值, 2018 年 5 月触底。近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多, 叠加猪周期启动, 或将使得猪肉价格大幅上涨。4 月份猪肉价格上涨 14.4% , 影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。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。未来一段时间物价水平受到供求两

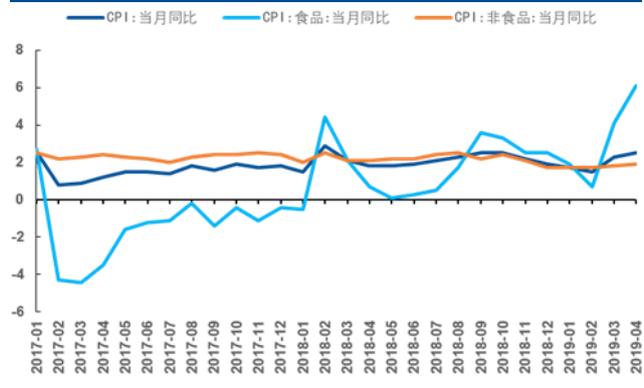
端影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。

图 5：CPI 猪肉项原始序列与季调后序列 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：4 月 CPI 同比增长 2.5% (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

#### 4、实体经济供需基本平衡

《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》中专栏 5“经济潜在增速分析”指出，我国潜在经济增速近十年来有所下行，当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡，失业率、通胀水平总体保持稳定。未来我国经济潜在增速存在一些制约因素，通过技术进步、体制机制改革等提高全要素生产率有助于拓展经济潜在增速的空间。

#### 5、经济下行压力不改货币政策基调

《2018 年第四季度货币政策执行报告》中专栏 5“如何理解稳健的货币政策”解释了稳健的含义。稳健是指保持货币条件与经济平稳增长及物价稳定的要求相匹配，既不能多，也不能少。从数量上看，M2 和社会融资规模增速应与名义 GDP 增速大体匹配；从价格上看，利率水平应符合保持经济在潜在产出水平的要求。既要防止货币条件过紧引发风险，也要防止大水漫灌加剧扭曲和继续累积风险。

“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，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。”延续了 4 月 19 日中共中央政治局会议的提法，表明政策重心转向供给侧改革。在《数据背后的实质：经济何时内生企稳——2019 年 Q1 经济数据点评》中，我们明确提出，“依靠房地产和基建投资拉动的经济不具可持续性”，并在历次点评中多次重申保持定力，坚持改革。“保持定力、增强耐力”也与政府工作报告提出的“GDP 增长 6.0%-6.5%”相契合，我们认为稳中求进的政策基调未变，逆周期政策目标仅仅是维持季度增速不低于 6.0%，年度增速不低于 6.2%，经济下行压力不改货币政策基调，逆周期调控政策力度或低于市场预期。

## 二、货币政策边际上不会更加宽松，也不会收紧

### 1、货币政策边际上不会更加宽松，也不会收紧

《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》中专栏 1“以适度的货币增长支持高质量发展”对过去较长时期中国 M2 增速高于名义 GDP 增速的原因进行了解释：高储蓄和以间接融资为主的融资结构、住房货币化和金融深化、2008 年金融危机爆发后对投资依赖增

强。M2/GDP 持续上升意味着债务积累，不利于经济结构调整，也容易产生金融风险隐患。

《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》中专栏 6“结构性去杠杆与稳健的货币政策”指出，稳健的货币政策有助于为结构性去杠杆提供适宜的宏观经济和货币金融环境。稳健的货币政策保持松紧适度，有助于把握好处置存量债务和控制新增债务间的平衡，坚持总体稳杠杆和结构性去杠杆的协调有序推进。若货币政策失之于松，虽然存量债务短期内可以获得更大的转圜余地，但也可能导致新增债务无序扩张，催生经济体系资金空转、脱实向虚。若货币政策失之于紧，虽然可以比较有力地控制新增债务，但也可能导致存量债务兑付压力过大，造成信贷、债券市场等偿付紧张。稳健的货币政策讲求松紧适度，有助于找好债务存量和增量、杠杆总量和结构的平衡点，是稳中求进工作总基调的具体体现。

我们认为，随着防风险重要性上升，由稳定宏观杠杆率转向有序推进结构性去杠杆，货币政策边际上依然不会更加宽松，短期内全面降准可能性不大。但货币也不会收紧，而是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。预计 2019 年广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，将分别总体维持在 8% 和 10% 左右，

## 2、未来利率水平将维持稳定

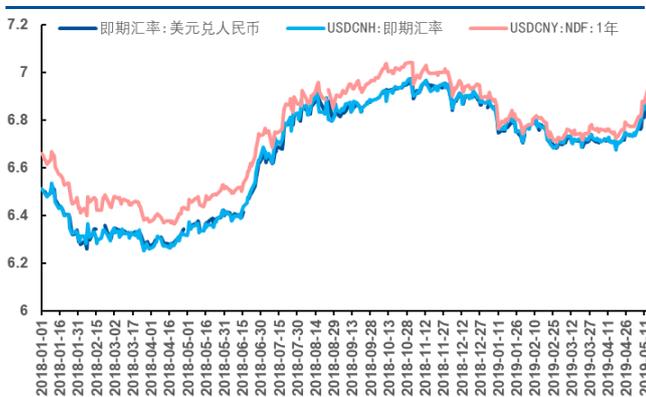
稳健的政策要求利率水平应符合保持经济在潜在产出水平。鉴于当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，预期未来利率水平将维持稳定。

## 三、人民币汇率即将加强宏观审慎管理

### 1、5 月以来人民币快速贬值，即将接近 7 的市场心理防线

2019 年 5 月以来，由于中美贸易摩擦加剧，人民币兑美元汇率快速贬值。美元兑人民币即期汇率由 4 月 30 日的 6.7366 升至 5 月 17 日的 6.9138，上涨 1772 个基点；1 年期 NDF 汇率也由 4 月 30 日的 6.775 升至 5 月 17 日的 6.990。美元兑人民币汇率即将接近 7 的市场心理防线。同时，CFETS 人民币汇率指数也从 4 月 30 日的 95.63 降至 5 月 10 日的 94.79。

图 7：人民币汇率快速贬值



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：人民币汇率指数贬值



资料来源：WIND，民生证券研究院

### 2、人民币汇率即将加强宏观审慎管理

2018 年第二季度以来，受贸易摩擦和国际汇市变化等因素影响，外汇市场出现了一些

顺周期波动的迹象。为防范宏观金融风险，促进金融机构稳健经营，加强宏观审慎管理，中国人民银行决定自8月6日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%。并重启人民币汇率中间价报价“逆周期因子”，有效稳定市场预期，保持了人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

从贬值后果看，人民币大幅贬值的副作用非常大。尽管贬值能够对冲关税提高的影响，但人民币大幅贬值至少会带来三个方面的副作用：一是人民币资产价格重估，包括股市和楼市在内的资产价格都将面临调整压力；二是币值稳定是人民币国际化的基础，大幅贬值将使人民币国际化面临重大挫折；三是会伤及其他贸易伙伴的利益，有损中国的国际形象和国际影响力。

鉴于货币政策执行报告“在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”中去掉了“在必要时”，我们认为，央行即加强宏观审慎管理，调整外汇风险准备金率，重启人民币汇率中间价报价“逆周期因子”，以稳定市场预期，防止人民币汇率破7。

## 四、深化金融供给侧改革，稳妥推进利率并轨

供给侧结构性改革将以金融体系调整优化为重点，通过优化供给和增强竞争改善金融服务。优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，科创板有望按期推出。并进一步培育市场化贷款定价机制，稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，降低实体经济尤其是小微企业融资成本。

《2019年第一季度中国货币政策执行报告》中专栏3“稳妥推进利率两轨合一轨”指出，利率市场化改革的一个核心问题是稳妥推进利率“两轨合一轨”，理顺资金价格决定机制。所谓“利率两轨”指的是存贷款基准利率和市场化无风险利率并存。一方面，存贷款基准利率仍是我国存贷款市场利率定价的锚。虽然目前存贷款利率浮动的上下限已经放开，但央行仍继续公布存贷款基准利率，作为金融机构利率定价的参考。其中，贷款基准利率一直作为金融机构内部测算贷款利率时的参考基准和对外报价、签订合同时的计价标尺。另一方面，我国市场化无风险利率发展良好。目前市场上的质押式回购利率、国债收益率和公开市场操作利率等指标性利率，对金融机构利率定价的参考作用日益增强。

“利率两轨”的存在影响了货币政策的有效传导。目前银行体系流动性合理充裕，货币市场利率稳定，贷款的实际利率受风险溢价影响较大。深化利率市场化改革，目前的重点是进一步培育市场化贷款定价机制，推动贷款利率“两轨合一轨”，增强市场竞争，促使金融机构更准确地进行风险定价，降低风险溢价，并进一步疏通货币市场利率向贷款利率的传导，促进降低小微企业融资成本。

## 风险提示

**中美经贸谈判不及预期，政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍。**

表 1：中国人民银行货币政策执行报告主要内容对比

	2019 年 Q2	2019 年 Q1
经济金融形势	<p>当前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<b>平稳增长</b>。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。三大攻坚战<b>进展良好</b>，供给侧结构性改革不断深化，改革开放有力推进，经济增长<b>保持韧性</b>，宏观政策的效果逐步显现。但世界经济形势<b>仍然</b>错综复杂，<b>外部不确定性较多</b>，我国发展长短期、内外部等因素变化带来的风险挑战增多，<b>国内经济仍存在下行压力</b>，内生增长动力还有待进一步增强。<b>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</b>。总体来看，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，<b>存在一些不确定性</b>，对未来变化需持续监测。</p>	<p>当前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，但总体仍延续<b>复苏态势</b>。三大攻坚战<b>开局良好</b>，供给侧结构性改革深入推进，改革开放力度加大，经济发展<b>潜力较大</b>，宏观政策的效果正在逐步显现。但世界经济形势<b>更加</b>错综复杂，我国发展长短期、内外部等因素变化带来的风险挑战明显增多，内生增长动力有待进一步增强。未来一段时间<b>消费者物价指数有可能保持温和上涨</b>。生产者价格指数受国际大宗商品价格走势和国内供需影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。</p>
货币政策	<p>坚持稳中求进工作总基调，<b>落实“巩固、增强、提升、畅通”八字方针</b>，注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持<b>结构性去杠杆</b>，在推动高质量发展中<b>防范化解风险</b>，坚决打好三大攻坚战。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。</p> <p>稳健的货币政策要松紧适度，<b>把好货币供给总闸门</b>，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，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。<b>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</b>，进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，<b>创新货币政策工具和机制，进一步降低实体经济尤其是小微企业融资成本</b>，提高金融服务实体经济的能力和意愿。</p> <p>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，保持人民币汇率弹性，<b>加强宏观审慎管理</b>，稳定市场预期，<b>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</b>。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调，<b>坚持新发展理念</b>，坚持推动高质量发展，<b>坚持以供给侧结构性改革为主线</b>，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。</p> <p>稳健的货币政策松紧适度，<b>保持银行体系流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，促进货币信贷和社会融资规模合理增长。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</b>。进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，<b>创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿</b>。</p> <p>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，保持人民币汇率弹性，<b>并在必要时加强宏观审慎管理</b>，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。</p> <p>切实防范化解重点领域金融风险，<b>平衡好促发展与防</b></p>

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\\_12443](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12443)

