

结构调整基调灵活，经济下行压力依旧

报告摘要：

1. 总述：2019年2月21日，中国人民银行公布了《2018年第四季度中国货币政策执行报告》。

2. 去掉“闸门”QE、漫灌均不要，灵活调控稳健、逆周期定调。四季度央行货币政策执行报告删除了之前二、三季度中“把好货币供给总闸门”的表述，同时还用一个专栏来对“稳健的货币政策”重新定调，将之前稳健中性的货币政策的表述转化为“保持适当松紧”、“进行逆周期调节”等表述。这一表述显示央行2019年货币政策在边际上将有一定的放松趋势。但同时我们也可以发现报告中也反复提及“不采取大水漫灌”等方式，并在专栏中提及“QE”的方式没有必要，因此我们预计货币政策仍将以“结构性调整”为主，这与我们前期的判断相一致。表现在实务中，主要体现在央行2018年以来采取的多种货币工具：降准置换、定向降准、TMLF，再贷款再贴现。预计2019年央行仍将采用这些结构性工具来完成货币政策的调控：一来可以实现补充流动性的作用；二来更加容易解决结构性的问题，特别是小微、民企的融资难、贵的问题（后面会专门论述），因此货币政策调控可以做到“开闸不放大水，稳健不失灵活”。

3. 降准调整仍有有用武之地。央行在《货币政策执行报告》的专栏二中着重强调了目前各金融机构存款准备金率的水平。在过去的2018年里，央行进行了4次降准（两次降准置换与两次定向降准），同时在2019年1月进行了开年第一次降准置换。累计5轮降准下来，不仅提供了流动性，同时由于降准为定向结构性政策，其还起到了降低成本，疏通流动性传导，因此合理预计2019年央行仍将持续使用。

4. 再提小微、民企，扶助力度将加大。继央行在三季度《货币政策执行报告》的专栏二中强调民营企业的重要性之后，在四季度《货币政策执行报告》中，央行再用两个专栏专门论述了对于小微、民企的助力（专栏三《结构性货币政策工具助力小微民企》和专栏四《积极推动民营企业债的有效实施》）

5. “工业机器人”的醉翁之意：与以往的《货币政策执行报告》所不同，四季度的《货币政策执行报告》专门花了大篇幅对“工业机器人”进行了细致描述：着重介绍了“工业机器人”的重要性、行业发展以及我国面临的挑战。之所以会特意对“工业机器人”这一行业进行论述，其目的有二：第一、如报告所说，“工业机器人”是先进制造业的核心，而我国传统制造业将面临调整期，因此在经济下行压力较大的背景下，发展先进制造业、创造经济增长点将是后期经济发展的主基调。第二、“工业机器人”面临的四大挑战也是我们其他行业面临结构性问题，因此在2019年供给侧改革调结构、补短板料将继续。

历史收益率曲线



收益率 (%)	10M	1M
国债	3.1451	2.3592

相关数据

品种		2019/2/22
国债	1Y	2.3592
	3Y	2.7013
	5Y	2.9253
	7Y	3.0833
	10Y	3.1451

相关报告

【东北 FICC 李勇·2018 年央行三季度货币政策执行报告点评】支持小微扶持民企，经济承压降准可期

2018-11-9

【东北 FICC 李勇·2018 年央行二季度的货币政策执行报告点评】稳健中性政策延续，谨防外患疏通传导

2018-08-12

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550117090001

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550117100001

010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005

010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025

事件:

2019年2月21日,中国人民银行公布了《2018年第四季度中国货币政策执行报告》。

我们认为央行在《2018年第四季度中国货币政策执行报告》。(下面简称《货币政策执行报告》)中对当前的经济、金融环境进行了全面系统的梳理,特别对货币政策基调与货币工具使用,准备金调控,支持小微民企,外部经济压力与贸易摩擦,内部经济增长及亮点(工业机器人),利率并轨及市场化等问题进行了深入的论述,我们将逐一进行相关的点评分析,首先我们汇总了近几年央行货币政策执行报告的主要内容的对比,借由此探寻央行货币政策的变动趋势:

表 1: 2018 年货币政策执行报告的语言变动一览表、

季度	货币政策基调	变动	货币政策操作总结	央行对经济形势展望	专栏题目	下一阶段主要政策思路&具体工作
2018Q4	坚持稳中求进工作总基调, 实施稳健的货币政策 , 坚持金融服务实体经济的根本要求, 主动作为、创新操作、精准发力, 前瞻性地采取了一系列逆周期调节措施, 激励引导金融机构加大对实体经济尤其是对小微企业和民营企业的支持力度, 着力缓解资本、流动性和利率等方面的约束, 疏通货币政策传导, 并把握好内部均衡与外部均衡之间的平衡, 为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。	由稳健中性的货币政策变为稳健的货币政策	一、灵活开展公开市场操作; 二、开展中期借贷便利和常备借贷便利操作; 三、降低金融机构存款准备金率; 四、继续完善宏观审慎政策框架; 五、支持扩大小微、民营企业等重点领域和薄弱环节信贷投放; 六、充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用; 七、深化利率市场化改革; 八、完善人民币汇率市场化形成机制; 九、深入推进金融机构改革; 十、深化外汇管理体制的改革	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。也要看到, 经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化, 推进供给侧结构性改革过程中不可避免会遇到一些困难和挑战, 经济运行稳中有变、变中有忧。物价形势总体较为稳定, 对未来变化需持续监测。	专栏 1 货币发行机制; 专栏 2 当前金融机构的存款准备金率; 专栏 3 运用结构性货币政策工具支持民营和小微企业发展; 专栏 4 积极推动民营企业债券融资支持工具有效实施; 专栏 5 如何理解稳健的货币政策。	一是稳健的货币政策保持松紧适度, 强化逆周期调节, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。二是促进结构优化, 更好地服务实体经济。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。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。五是深化金融机构改革, 扩大对外开放, 通过增加供给和竞争改善金融服务。六是打好防范化解重大金融风险攻坚战。

<p>2018Q3</p>	<p>一是实施好稳健中性的货币政策，增强政策的前瞻性、灵活性、和针对性。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，把好货币供给总闸门，灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，维护流动性合理充裕，保持货币信贷和社会融资规模合理增长</p>	<p>一、灵活开展公开市场操作； 二、开展中期借贷便利和常备借贷便利操作； 三、降低部分金融机构存款准备金率； 四、继续完善宏观审慎政策框架； 五、支持扩大小微、民营企业等重点领域和薄弱环节信贷投放； 六、充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用； 七、深化利率市场化改革； 八、完善人民币汇率市场化形成机制； 九、深化外汇管理体制</p>	<p>展望未来一段时期，经济保持平稳发展的有利因素仍然较多。也要看到，当前经济运行稳中有变，外部环境发生深刻变化，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露，一些政策效应有待进一步释放。物价形势总体较为平稳。</p>	<p>专栏1超额准备金率与货币政策传导； 专栏2民营经济支持与金融支持； 专栏3建设适应外汇市场发展的自律机制； 专栏4当前价格形势分析；</p>	<p>一是实施好稳健中性的货币政策，增强政策的前瞻性、灵活性、和针对性。二是发挥货币政策的结构优化作用，支持经济结构调整和转型升级。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。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。五是深化金融机构改革，扩大对外开放，通过增加供给和竞争改善金融服务。六是打好防范化解金融风险攻坚战，处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系，守住不发生系统性金融风险底线。</p>
<p>2018Q2</p>	<p>保持货币政策的稳健中性，把好货币供给总闸门。灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，维护流动性合理充裕，保持适度的社会融资规模，把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡。进一步加强宏观审慎</p>	<p>一、灵活开展公开市场操作； 二、开展常备借贷便利和中期借贷便利操作； 三、降低部分金融机构存款准备金率； 四、继续完善宏观审慎政策框架； 五、支持国民经济重点领域和薄弱环节； 六、充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用； 七、深化利率市</p>	<p>展望未来一段时期，经济保持平稳发展的有利因素仍然较多。也要看到，制约经济持续向好的结构性、深层次问题依然存在，加快建设现代化经济体系、推动高质量发展任务艰巨繁重，同时也要注意防范短期内需求端“几碰头”可能对经济形成的扰动。物价形</p>	<p>专栏1基础货币与银行体系流动性； 专栏2进一步深化小微企业金融服务； 专栏3如何看待近期人民币汇率变化； 专栏4当前经济运行与货币政策</p>	<p>一是保持货币政策的稳健中性，把好货币供给总闸门。二是促进结构优化，支持经济结构调整和转型升级。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。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。五是深化金融机构改革，扩大对外开放，通过增加供给和竞争改善金融服务。六是打好防范化解重大金融风险攻坚战。</p>

	管理，在充分发挥宏观审慎评估（MPA）逆周期调节作用的同时，适当发挥其导向性作用，引导金融机构加大对小微企业等实体经济的支持力度。	场化改革； 八、完善人民币汇率市场化形成机制； 九、深入推进金融机构改革； 十、深化外汇管理体制改	势总体较为稳定。		
2018Q1	保持 货币政策的稳健中性，管住货币供给总闸门 。综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡。一方面要控制好流动性尺度，助力去杠杆和防范化解金融风险；另一方面，要综合考虑宏观经济运行变化，加强政策协调，灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏， 维护流动性合理稳定 。	一、灵活开展公开市场操作； 二、开展常备借贷便利和中期借贷便利操作； 三、灵活使用准备金工具； 四、继续完善宏观审慎政策框架； 五、支持扩大国民经济重点领域和薄弱环节信贷投放； 六、充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用； 七、完善人民币汇率市场化形成机制； 八、深入推进金融机构改革； 九、深化外汇管理体制改	展望未来一段时期，经济持续健康发展的有利条件较多。制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出，结构调整和改革任重道远，防范化解重大风险的任务仍然艰巨。	专栏1人民币国际化的新进展； 专栏2中央银行合格交易对手方； 专栏3中央银行的利率调控与传导； 专栏4中国宏观杠杆率的新变化	一是保持货币政策的稳健中性，管住货币供给总闸门。二是促进结构优化，支持经济结构调整和转型升级。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。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。五是深化金融机构改革，通过增加供给和竞争改善金融服务。六是打好防范化解重大金融风险攻坚战。

数据来源：东北证券，Wind

点评:

1. 去掉“闸门”QE、漫灌均不要，灵活调控稳健、逆周期定调

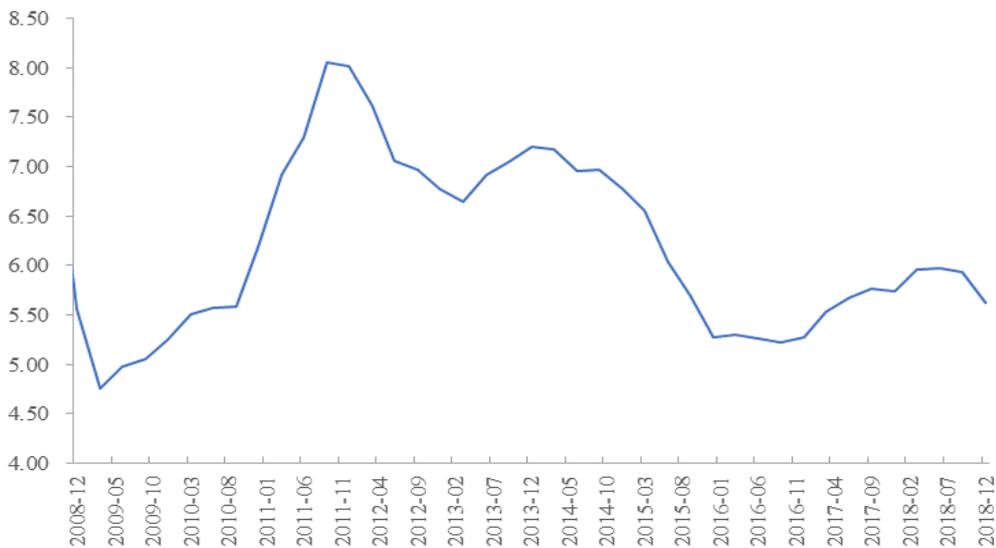
从表1的内容中我们可以发现：四季度央行货币政策执行报告删除了之前二、三季度中“把好货币供给总闸门”的表述，同时还用一个专栏来对“稳健的货币政策”重新定调，将之前稳健中性的货币政策的表述转化为“保持适当松紧”、“进行逆周期调节”等表述。这一表述显示央行2019年货币政策在边际上将有一定的放松趋势。但同时我们也可以发现报告中反复提及“不采取大水漫灌”等方式，并在专栏中提及“QE”的方式没有必要，因此我们预计货币政策仍将以“结构性调整”为主，这与我们前期的判断相一致。表现在实务中，主要体现在央行2018年以来采取的多种货币工具：降准置换、定向降准、TMLF，再贷款再贴现。预计2019年央行仍将采用这些结构性工具来完成货币政策的调控：一来可以实现补充流动性的作用；二来更加容易解决结构性的问题，特别是小微、民企的融资难、贵的问题（后面会专门论述），因此货币政策调控可以做到“开闸不放大水，稳健不失灵活”。

特别值得一提的是，关于央行会不会降息的问题，我们认为短期内央行应当不会降息。虽然近期海外央行纷纷转鸽，美联储1月FOMC会议对加息以及缩表的态度同时趋于转鸽，同时上周印度央行意外下调利率，澳大利亚央行态度也暗示下调利率，因此市场对央行降息产生了一定的预期。同时货币政策执行报告也显示12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.63%，同比下降0.11个百分点，其他利率也大多下行。但我们认为：央行短期内降息的概率相对不大。其主要原因可以从内、外两方面因素进行考量。

从海外角度来看：虽然美联储态度有所转鸽，但其渐进加息的进程并未明显结束。一方面非农就业指标尚好，PCE预期也处于2%水平，依旧满足渐进加息的条件。同时与历史上美联储渐进加息相比，本次加息无论是时间还是加息的幅度都不及前值。因此，距离美联储转为降息预计仍有一段距离。不仅如此，虽然人民币2019年开年之后贬值压力有所趋缓，但贬值的趋势仍在，如果在美联储降息之前，央行进行降息，人民币贬值的压力会进一步加大。因此目前从外部环境看，央行降息条件不成熟。

从内部角度来分析：央行降息的目的在于降低存量融资成本，而目前“宽信用”的问题更多属于结构性的问题：如小微、民企难以获得资金；大、中、小行间的资金分层进一步加剧。在货币传导机制未疏通的前提下，进行降息会陷入流动性陷阱。因此相对而言央行更多应该将力量集中在结构性改革的方向上：如2018年创立的TMLF，定向降准以及降准置换等等，结构性调整是后期的重点，全面降息的可能性不大。

图 1: 非金融企业及其他部门贷款加权平均利率 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

表 2: 央行常用货币工具一览

央行货币政策工具大类	具体货币政策工具	使用情况	投放资金方式	优点	缺点
常规工具	存款准备金	1984 年	通过调节存款准备金率, 实现高能货币的产生及货币乘数的增加	可控性较强	大水漫灌, 调控难以精细化
	再贴现	1984 年	商业银行向央行申请再贷款, 或者持有已贴现的未到期合法商业承兑汇票或银行承兑汇票, 向中央银行进行票据转让以取得中央银行贷款	反映商业银行意愿	具有兜底性质, 非市场化色彩

	公开市场操作	1988年5月,频率高	交易商制度,主要针对48家商业银行进行回购、现券交易	频率高,调整迅速	影响细微,难以引导市场预期;受其他因素影响较大
创新工具	短期流动性调节工具(SLO)	2013年1月	利率招标方式,主要现金投放量较大的几家大型商业银行投放资金	公开市场常规操作的必要补充,在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用,调节市场短期资金供给,熨平突发性、临时性因素导致的市场资金供求大幅波动	临时补充,非常规化工具
	常备借贷便利(SLF)	2013年	常备借贷便利以抵押方式发放,合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。开始主要向大型银行发放,2015年开始扩展到中小行	定向宽松工具,精准性。辅助构建利率走廊	短周期,实质上仍属于公开市场操作的补充
	中期借贷便利(MLF)	2014年9月	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行,可通过招标方式开展。同样以抵押方式进行投放	补充外汇占款的缺口,有助于实现对资金面锁短放长的调控	加大银行负债端成本;同时会导致流动性分层问题的加剧
	抵押补充贷款(PSL)	2014年4月	与再贷款方式相类似	棚改资金提供;对中期利率形成引导	定向使用,流动性宽松效应较小

	临时流动性便利 (TLF)	2017年1月	无需抵押物, 属于“定时定量定向降准”	春节时投放, 补充临时流动性	28天, 期限较短, 属临时措施, 不可常规化操作
	定向中期借贷便利 (TMLF)	2018年	同 MLF, 限大行为主	较 MLF 成本较低, 且定向 (小微、民企), 可续作 3 次	同 MLF
补充工具	央行直接干预	/	/	作用直接	均属非市场化手段
	间接工具 (窗口指导)	/	/	针对性强	

数据来源: 东北证券, Wind

2. 降调整仍有有用武之地

央行在《货币政策执行报告》的专栏二中着重强调了目前各金融机构存款准备金率的水平。在过去的 2018 年里, 央行进行了 4 次降准 (两次降准置换与两次定向降准), 同时在 2019 年 1 月进行了开年第一次降准置换。累计 5 轮降准下来, 不仅提供了流动性, 同时由于降准为定向结构性政策, 其还起到了降低成本, 疏通流动性传导的作用, 因此合理预计 2019 年央行仍将持续使用。

同时, 我们在去年 11 月发布的专题《常态化! 第三次降准置换将在何时?》的报告中对降准置换的原理、使用条件、优势进行了全面分析, 并准确预测了今年 1 月份的降准置换操作。基于此, 我们认为今年 4、7 月份央行仍有可能持续使用降准置换操作, 特别是 7 月 (符合大月税期, MLF 到期量大, 经济指标预计将下行等特点)。

图 2: 存款准备金率 (单位: %)



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_14093

