



证券研究报告·宏观研究报告

2019年11月18日

首创宏观“茶”： 货币政策该以谁为重，经济增长抑或价格形 势？

——3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：

- 11月16日，央行发布《2019年第三季度中国货币政策执行报告》。我们点评如下：
- 1、全球经济增速放缓，贸易摩擦压力犹存；
- 2、国内经济下行压力持续加大，内生增长动力不足；
- 3、警惕通货膨胀预期发散，不存在显著的工业品通缩压力；
- 4、货币政策保持定力，在根源上决定货币政策走势的还是经济增长；
- 5、人民币汇率大幅贬值概率不高。

事件：11月16日，央行发布《2019年第三季度中国货币政策执行报告》。

点评：

对于《2019年第三季度中国货币政策执行报告》，我们的点评观点主要有以下五点。

一、全球经济增速放缓，贸易摩擦压力犹存

对于全球经济，3季度货币政策执行报告（以下简称“3季度报告”）的判断有三点。第一，3季度报告认为“全球经济下行压力加大”。目前全球经济增速放缓趋势明显。10月IMF《世界经济展望》预计2019年全球经济增速为3.0%，较7月预测值下调0.2个百分点，其中，绝大多数发达经济体与新兴市场和发展中经济体均有所下调。此外，作为全球经济的“火车头”，美国地方联储的指标显示美国四季度GDP增速接近零：亚特兰大联储GDPNow模型预计美国四季度GDP仅增长0.3%，而纽约联储GDPNowcast模型预计四季度GDP增长0.4%。第二，3季度报告对中美贸易摩擦持谨慎态度，体现为两个方面：一是认为贸易摩擦仍是拖累全球经济的重要风险，“虽然近期风险有所缓和，但不确定性犹存，未来若再度升级将进一步破坏全球供应链，并在中期内影响全球生产率和产出增长”；二是认为“在当前经济下行压力加大、国际贸易形势复杂多变的背景下，加快补齐农业农村短板、做好‘三农’工作具有特殊重要性”，表明央行对贸易摩擦的预期偏谨慎。第三，3季度报告认为“主要经济体货币政策空间有限”。在全球经济增速下行，美国ISM制造业PMI尚未触底，且全球贸易秩序压力犹存的背景下，我们认为2020年美联储大概率继续降息。从这个角度看，虽然2020年全球主要经济体货币政策空间有限，但是依旧面临下行压力，2020年全球经济体的“降息潮”大概率还将持续。

二、国内经济下行压力持续加大，内生增长动力不足

在3季度GDP增速仅录得6.0%，为1992年1季度万得资讯有记录以来新低的背景下，3季度报告对国内经济的判断是“国内经济下行压力持续加大”。支撑这一结论的论据有两点：一是3季度报告认为“外需减弱对出口增长形成压力”。10月我国出口金额累计同比为-0.20%，较前值下行0.1个百分点，连续2个月位于负值区间。10月出口交货值当月同比录得-3.80%，连续4个月位于负值区间，10月出口交货值累计同比录得1.80%，为2017年2月以来新低。但是外需减弱并未对我国的贸易顺差形成压力，因为在外需下滑的同时，内需以更快的速度下滑。10月我国进口金额累计同比为-5.10%，较前值下行0.1个百分点，连续10个月位于负值区间。截止10月，贸易顺差较2018年同期走扩，且全年贸易顺差超过2018年已经定局。

二是3季度报告认为“内生增长动力还有待进一步增强”。内生增长动能较弱主要体现在两个方面。首先，受国内外经济压力加大预期的影响，民间投资信心不足：10月民间固定资产投资完成额累计同比为4.40%，较前值下行0.3个百分点，创2017年2月以来新低；而民间固定资产投资完成额累计比重为57.06%，较前值下行0.36个百分点，连续3个月位于60%以下；10月制造业投资累计同比仅录得2.60%，持续处于历史底部区间。其次，消费增速不大乐观。企业利润增速与居民收入增速双双承压是10月消费增速不乐观的

主要原因：企业方面，9月工业企业利润总额当月同比录得-5.30%，较前值大幅下行3.30个百分点，连续两个月录得负增长，且创2015年9月以来新低，此外，9月工业企业亏损家数累计同比录得6.70%，较前值上行1.0个百分点，创近7个月新高；居民方面，3季度全国居民人均可支配收入累计实际同比为6.1%，较前值下行0.4个百分点，创万得资讯2013年4季度有记录以来新低，其中，3季度城镇居民人均可支配收入实际累计同比为5.40%，较前值下行0.30个百分点，创2008年2季度以来新低，剔除掉2008年1季度，为2002年4季度以来最低值。

三、警惕通货膨胀预期发散，不存在显著的工业品通缩压力

3季度报告开设题为“全面看待CPI与PPI走势”的专栏，表明央行对通胀问题高度重视。3季度报告认为，应“全面分析、辩证看待”CPI同比与PPI同比的背离。首先，CPI方面，“CPI同比涨幅走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散”。对此，我们要注意两点：一是本轮猪周期带动CPI同比走高，根据商务部市场运行和消费促进司王斌副司长的观点，“如非洲猪瘟疫情不出现反复，预计2020年下半年受非洲猪瘟影响恢复生产的生猪将开始增加市场供给”，保守预计猪肉供给状况最早在2020年下半年得到改善；二是值得提醒的是，从历史走势上看，消费品CPI当月同比与服务CPI当月同比相关性较强，对于目前出现的消费品CPI当月同比向服务CPI当月同比传导的苗头，需加以关注。其次，PPI方面，“PPI低位运行，通常反映工业需求偏弱，但近几个月PPI同比降幅扩大主要是受基数效应影响，并不意味着存在显著的工业品通缩压力”。诚然，基数效应与翘尾同比在很大程度上影响PPI同比，尤其是翘尾同比，但是本轮PPI当月同比下行与宏观经济有较强的关联。10月经济数据最重要的一个特征是，10月固定资产投资完成额累计同比仅录得5.20%，低于预期0.2个百分点，低于前值0.2个百分点，创1992年2月万得资讯有纪录以来新低。此外，3季度报告也指出“工业生产面临一定压力”，这就意味着工业品通缩压力确实存在，只不过在严重程度上有争议。

四、货币政策保持定力，在根源上决定货币政策走势的还是经济增长

在货币政策的基调上，3季度报告延续此前“稳健的货币政策”的一贯提法。对于下一阶段的货币政策，3季度报告的核心表述是，“保持定力，继续实施好稳健的货币政策，创新和完善金融宏观调控，加强逆周期调节，坚持在推动高质量发展中防范化解风险，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞‘大水漫灌’”。其中，“加强逆周期调节”，以及“妥善应对经济短期下行压力”等表述表明央行有“宽松”的倾向，但是“保持定力，继续实施好稳健的货币政策”，“坚持在推动高质量发展中防范化解风险”，“坚决不搞‘大水漫灌’”等用语表明央行的宽松是有节制的。综合看，我们坚持此前一直坚持的货币政策“中性略偏宽松”的判断。

3季度报告两次提到，“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，使得稳健的货币政策保持松紧适度。问题是，目前经济增长与价格形势发生一定程度的背离，在这种情况下，货币政策该以谁为重，经济增长抑或价格形势？在《首创宏观茶：猪肉CPI当月同比创历史新高，货币政策“中性略偏宽松”（20191112）》中，我们明确提出，“在根源上决定货币政策走势的还是经济增长情况”。彼时我们做出这一判断的依据有两点：一是根据经

济运行规律，“经济增长”领先于“物价形势”，宏观经济增速企稳向上，将拉动物价增速上行，而宏观经济增速掉头向下，将拉动物价增速下行，也就是说，在经济增长与物价形势之间，经济增长是主导因素与矛盾的主要方面；二是《中国人民银行法》明确规定，我国货币政策目标是“保持货币币值稳定,并以此促进经济增长”，由此可见，“保持货币币值稳定”是次要目标，或者说是调控手段，而“促进经济增长”则是货币政策的最终目标。此次我们为这一判断再添一个依据：3 季度报告明确指出，“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”。一方面，要“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，另一方面，“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”。综合二者，“在根源上决定货币政策走势的还是经济增长情况”，因为根据 3 季度报告的表述，经济基本面状况是物价涨幅的主要决定因素之一。

值得注意的是，在 11 月 14 日公布的经济数据中，10 月工业增加值当月同比仅录得 4.70%，低于预期 0.70 个百分点，较前值大幅下行 1.10 个百分点，重返“4”时代，而 10 月固定资产投资完成额累计同比录得 5.20%，低于预期 0.2 个百分点，低于前值 0.2 个百分点，创 1992 年 2 月万得资讯有纪录以来新低。在实体经济“产需两弱”的背景下，逆周期调节政策提上日程：11 月 13 日国务院常务会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度（国务院常务会议大概率提前知道第二天公布的 10 月经济数据）；11 月 18 日，央行下调公开市场操作逆回购利率 5 个基点。这一切均表明“在根源上决定货币政策（逆周期政策）走势的还是经济增长情况”，表明“实体经济第一性，虚拟经济第二性”，验证“促进经济增长”是货币政策的最终目标。

五、人民币汇率大幅贬值概率不高

对于人民币汇率，3 季度报告坚持一直以来的观点：“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，稳定市场预期，保持人民币汇率弹性，发挥自动稳定器作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。对于短期内人民币汇率的走势，我们认为人民币汇率大幅贬值的概率较低。8 月初，美元指数阶段性走强，特朗普贸易升级言论以及香港特区事件，接连三日对人民币汇率形成冲击，导致 8 月 5 日人民币汇率破“7”。如果 IMF 以及美国地方联储对 4 季度美国经济走势的研判正确的话，则 11-12 月美元指数大幅上行概率较低，大概率面临下行压力；目前中美贸易摩擦虽然压力犹存，毕竟与前期相比，有较大幅度的缓和；至于香港特区事件，习近平总书记在近日做出重要指示。应该当前期导致人民币汇率破“7”的因素均有一定程度的缓和，此外，人民币汇率阶段性

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_8892

