2019 年 11 月 17 日

证券研究报告•宏观报告

咬文嚼字看政策——2019 年 3 季度《货币政策执行报告》解读

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

稳定预期，调整结构

西南宏观观点

- **央行保持货币政策继续稳健，兼顾短期稳增长与长期防风险。**人民银行按季度发布的货币政策执行报告向来是我们观察货币政策的一个窗口。每期报告发布之后，我们都会对报告第五部分“货币政策趋势”逐字逐句做文本分析，观察期措辞相对上一期报告有什么变化。就 19 年 3 季度货币政策执行报告和 19 年 2 季度报告文本对比，结合当前经济走势以及外部环境变化来看，央行货币政策继续稳健，兼顾短期稳增长与长期防风险。面对 2 季度以来经济下行压力持续加大，3 季度 GDP 同比增速滑落到 6.0%，以及全球经济持续放缓的情况，央行表示货币政策要保持定力。一方面，央行表示将加强逆周期调节，坚持在推动高质量发展中化解风险；另一方面，妥善应对短期经济下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”。显示央行政策基调总体宽松，但宽松和幅度均保持可控和在适度范围。

- **央行将加大预期管控，当前通胀对货币政策约束有限。**面对近期猪肉价格驱动通胀压力明显上升，10 月 CPI 同比增速达到 3.8%的水平，央行在本期货币政策执行报告中以专题的方式阐述了央行的看法。今年 3 季度以来在 CPI 同比增速明显走高的同时，PPI 通缩却进一步加深，因此通胀并非全面的，应该全面分析、辩证看待。央行指出，当前我国经济运行总体平稳，总供求大体平衡，不存在持续通胀或通缩的基础。同时央行预计在 2020 年下半年后，CPI 受食品价格上涨的冲击将逐步消退。从以上表态可以看出，央行认为当前通胀是短期的、结构性的，因而目前无需货币政策进行应对。同时，央行在加强预期引导，表示将稳定经济主体的通胀预期，促进总体物价水平保持在合理区间运行。央行重点关注的依然是更能够代表一般物价水平的核心 CPI，因而密切关注一般物价走势，是判断央行货币政策调整的关键。

- **宽松货币政策将以疏通资金进入实体为主，流动性状况将保持目前状况。**在本次货币政策执行报告中，央行继续强调要疏通货币政策传导渠道。结合近期政策组合来看，央行将一方面增加相对直接的对实体的资金投入，例如 9 月与 10 月重启 PSL 后，在 10 月新增 750 亿元，为年内单月最高；另一方面，央行将配合实体经济信用扩张，增加流动性投放。例如在地方政府债发行放量，以及相应配套融资增加共同驱动信贷社融扩张时期，央行将以降准、增加公开市场资金投放的方式向市场投放流动性，以保持流动性延续当前状况。因而未来货币政策将以疏通资金进入实体，结合财政扩张一同实现信贷社融回升为主。而流动性将维持目前状况，短端利率延续 8 月以来水平，R007 月均水平继续在 2.6%左右波动，略高于今年 5-7 月水平。

- **央行将继续推进 LPR 贷款利率定价机制改革，但从实际效果来看，降低实体经济融资成本效果有限。**央行自 8 月 17 日开始发布 LPR 形成机制公告，贷款利率转向基于 LPR 的市场化定价。并且 8 月和 9 月，LPR 利率连续两个月实现调降。同时，央行在此次货币政策执行报告中以专栏形势强调将进一步打破贷款利率隐形下限，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，并抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案。未来 LPR 贷款定价机制改革将继续推进，并扩

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟

执业证号：S1250517050001

电话：010-57631229

邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟

执业证号：S1250519060003

电话：010-57758579

邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 数据短期有扰动，经济依然在企稳 (2019-11-15)
2. 实体融资小月更应该看结构 (2019-11-12)
3. 供需保持平稳，通胀压力边际缓和 (2019-11-10)
4. 是一般物价上涨吗？如果不是，货币政策无需应对 (2019-11-10)
5. 决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦 (2019-11-09)
6. MLF 降息，信号意义重于实质 (2019-11-05)
7. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
8. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
9. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
10. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)

展到存量贷款领域。但从目前实际情况来看，贷款定价机制改革对降低实体经济融资成本效果有限。9 月贷款加权平均利率近较 6 月下降 0.04 个百分点至 5.62%，下降主要由于票据融资利率下行，票据融资加权平均利率较 6 月下降 0.31 个百分点至 3.33%，一般贷款加权平均利率反而较上月回升 0.02 个百分点至 5.96%。显示调降 LPR 利率对降低实体融资成本效果有限，这与我们此前调研反馈一致，LPR 调降对资质较高的企业较为有利，但资质较低的中小民营企业难以通过 LPR 利率调降降低融资成本。

- **流动性将基本保持当前状况，债券市场将延续震荡态势。**央行本次货币政策执行报告显示，无需过度担忧猪价单一商品推动的通胀上行。央行将兼顾短期稳增长与长期防风险，保持货币政策总体稳健，力图通过加大实体信用扩张来实现货币宽松，而非流动性大幅增加。银行间流动性或将保持当前状况。债市将延续震荡态势。一方面，央行调降 MLF 利率显示央行不会明显收紧流动性和和货币政策，这意味着利率难以大幅调整。另一方面，流动性难以大幅宽松，债券市场难以重拾升势。在明年年初信贷社融见顶之前，债券市场或继续震荡。

附录：货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本比对

以下为《2019 年第三季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本比对分析。我们通过对比 2019 年 3 季度和 2019 年 2 季度报告的文字差异，来找寻货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句；**黑体**部分为新增语句；~~加了删除线~~的部分为 2019 年 2 季度报告中有，但在 2019 年 3 季度报告中删除的语句。

一、对货币运行的总体看法

中国人民银行将继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，~~坚持推进改革开放，统筹国内国际两个大局，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，进一步~~**扎实**做好“六稳”工作。~~注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，在推动高质量发展中防范化解风险，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。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，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。~~**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”。**~~加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新完善货币政策工具和机制，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率。加强~~**注重**预期引导，**防止通胀预期发散**~~稳定市场预期。把握好处置风险的节奏和力度，及时化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散，健全宏观审慎管理，与金融微观审慎监管、功能监管和行为监管形成合力，促进金融市场体系健康稳定运行~~。**加强宏观政策协调配合，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。**深化金融供给侧结构性改革，**建设现代中央银行制度，健全具有高度适应性、竞争力、 普惠性的现代金融体系，促进国民经济整体良性循环，**~~加快完善金融体系内在功能，形成实体经济供给体系、需求体系与金融体系之间的三角良性循环。~~

二、对实体经济的看法

基调

第三季度以来，面对复杂严峻的内外部形势，中国持续深化供给侧结构性改革，加大逆周期调节力度，着力做好“六稳”工作，国民经济运行总体平稳，结构调整扎实推进。投资缓中趋稳， 消费、就业总体稳定，物价上涨结构性特征明显。初步核算，前三季度实现国内生产总值 69.8 万亿元，同比增长 6.2%，其中第三季度增长 6.0%。前三季度全国居民消费价格同比上涨 2.5%，货物贸易顺差为 2.05 万亿元。

积极因素

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。~~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。~~中国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。~~三大攻坚战进展良好，~~**三大攻坚战取得实质性进展，**供给侧结构性改革不断深化，~~总供求基本~~

平衡，经济增长保持韧性，改革开放有力推进，就业形势保持稳定，居民收入稳步增长，人民生活持续改善，保持了经济持续健康发展和社会大局稳定。积极财政政策和稳健货币政策逐步发力，金融服务实体经济特别是民营和小微企业力度不断加大，金融改革开放迈出了新的步伐。**中美经贸磋商重启，有助于稳定市场信心。**2019 年上半年经济运行在高基数上继续保持平稳、稳中有进，市场主体活力更大释放，增长动力加快转换。同时，金融风险防控稳妥果断推进，**宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制，金融风险总体可控，**金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。人民币汇率总体稳定**保持在合理均衡水平上基本稳定**，应对外部冲击的能力增强。中国人民银行 2019 年第二季度企业家问卷调查显示，经营景气指数环比上升 0.2 个百分点。

风险和挑战

也要看到，经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。**当前外部环境错综复杂，经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多。**从国际环境看，国际经济金融形势错综复杂，全球经济增长**放缓**动力减弱，主要经济体货币政策转向宽松，地缘政治风险依然较大，外部不确定不稳定因素增多。从国内经济形势看，**国内经济运行面临风险挑战较多，**企业生产投资趋于谨慎，制造业投资和民间投资增长有所放缓，**外需减弱对出口增长形成压力，**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。对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力，做好充分准备，认真办好自己的事，**强化逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控，短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，**采取短期和长期相结合、微观与宏观相结合的针对性措施，推动形成有效的最终需求和新的增长点。

三、对通胀的看法

总体形势

物价形势总体**可控**较为稳定，不确定因素有所增加。

通胀压力可控

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。近期国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡，核心CPI稳中略降；供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，**目前我国不存在持续通胀或通缩的基础，**产能过剩问题缓解，这些都有利于物价保持平稳。也要看到，**但受非洲猪瘟疫情及周期性因素叠加影响，猪肉价格上涨较快，消费替代效应导致其他肉禽和蛋类价格也有所上涨，**近期猪肉、鲜菜、水果等食品价格受非洲猪瘟、极端天气等因素影响上涨较快，拉动消费品价格涨幅有所扩大。企业生产需求边际放缓、大宗商品价格同比下降、上年同期基数较高等因素导致PPI走低，**但近期 PPI 环比已连续回升。**此外，减税措施、贸易摩擦还可能对不同部门的物价指数产生不同影响。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，对动态变化需持续监测，**猪瘟疫情等造成的供给冲击尚需一定时间平复，短期内消费物价仍面临上行压力，需持续密切监测动态变化，警惕通胀预期发散。**

四、货币政策展望

基调

中国人民银行将继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，~~坚持推进改革开放，统筹国内国际两个大局，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，进一步~~**扎实**做好“六稳”工作。~~注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，在推动高质量发展中防范化解风险，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。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，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。~~**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”。**~~加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新完善货币政策工具和机制，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率。加强~~**注重**预期引导，~~**防止通胀预期发散**稳定市场预期。把握好处置风险的节奏和力度，及时化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散，健全宏观审慎管理，与金融微观审慎监管、功能监管和行为监管形成合力，促进金融市场体系健康稳定运行~~。**加强宏观政策协调配合，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。**深化金融供给侧结构性改革，**建设现代中央银行制度，健全具有高度适应性、竞争力、 普惠性的现代金融体系，促进国民经济整体良性循环，**~~加快完善金融体系内在功能，形成实体经济供给体系、需求体系与金融体系之间的三角良性循环。~~

具体措施之一：宏观货币政策方向

一是实施好稳健货币政策，**加强逆周期调节，**~~适时适度进行逆周期调节，~~保持流动性合理充裕和**社会融资规模**~~市场利率水平~~合理稳定。**货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位，增强调控前瞻性、针对性和有效性，**~~健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，增强调控前瞻性、针对性和有效性。~~根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，精准把握好调控的度，加强预期引导，~~稳定市场预期，继续灵活运用多种货币政策工具组合，警惕通胀预期发散。继续~~平衡好总量和结构之间的关系，发挥各部门的政策合力，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础，~~保持货币信贷和社会融资规模合理增长~~，**缓解局部性社会信用收缩压力。完善银行补充资本的市场环境和配套政策，健全可持续的资本补充体制机制。推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，重点支持中小银行补充资本，优化资本结构。**~~加强宏观审慎管理，推动商业银行多渠道补充资本。继续组织实施好~~**改进完善**宏观审慎评估（MPA）相关工作，~~并不断改进完善，~~引导金融机构加大对民营企业、小微企业~~和“三农”~~等~~领域~~的支持力度，~~提高金融服务实体经济的效率。~~

具体措施之二：货币政策结构

二是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。运用好定向降准、~~定向中期借贷便利、~~再贷款、再贴现等多种货币政策工具，创新和丰富货币政策工具组合，发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，继续发挥各部门政策合力，引导和支持金融机构优化信

贷结构，加大对薄弱环节和重点领域金融支持力度，~~着力缓解民营和小微企业融资难融资贵问题。开展小微企业信贷政策导向效果评估，强化评估结果运用。指导大型商业银行下沉金融服务重心、转变金融服务理念，推动民营银行和社区银行发展。~~进一步完善“三档两优”存款准备金政策框架，引导地方法人金融机构**专注小微等实体经济金融服务业务，**~~回归本源，专注小微等实体经济金融服务。鼓励和引导金融机构做好“两不愁三保障”、产业扶贫、基础设施建设等扶贫重点领域金融服务工作，加强潜在风险管理，推动金融扶贫可持续开展。做好支持制造业高质量发展、去化过剩产能等重点领域的金融服务，加大对养老、教育、健康等新消费领域，以及创业创新、科技、文化、海洋经济、战略性新兴产业等国民经济重点领域的金融支持力度，推动实现更高质量和更充分就业。统筹做好京津冀协同发展、一带一路、西部大开发、长江经济带、军民融合、乡村振兴等国家重大战略金融服务。~~**加大债券市场和票据融资的支持力度，运用好贷款市场报价利率（LPR），促进民营、小微信贷量增价降。引导金融机构统筹做好金融支持脱贫攻坚与风险防范等工作，加大扶贫重点领域的金融支持力度，加强金融支持就业优先政策，推动实现更高质量和更充分就业。继续优化制造业、新消费领域、创业创新以及国家重大战略等的金融服务。**按照“因城施策”的基本原则，~~坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，~~落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

具体措施之三：利率、汇率及人民币跨境结算

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~~。**改革完善商业银行贷款市场报价利率（LPR）形成机制，通过MPA考核等方式推动银行更多运用 LPR，坚决打破银行通过协同行为设定贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导，**推进贷款利率“两轨合一轨”，**以市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，**~~完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用。强化~~**健全**央行政策利率体系~~的引导功能~~，~~完善利率走廊机制，~~增强利率调控能力，~~健全市场化的利率形成机制~~。~~加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，~~发挥好市场利率定价自律机制作用，~~采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，~~维护公平定价秩序，保持银行负债端成本基本稳定。~~推动小微企业贷款实际利率进一步降低，~~督促银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降，更好地服务实体经济。~~稳步深化人民币汇率市场化改革，~~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~~汇率调节宏观经济和国际收支~~自动稳定器的作用，~~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。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进

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_8926