

中国央行观察

货币政策稳健中性、松紧适度，注重预调微调

2017年第2季度《中国货币政策执行报告》解读

央行于8月11日发布了2017年第2季度《中国货币政策执行报告》。我们梳理要点如下（图表1）：

总体而言，今年2季度货币条件继续温和收紧。但节奏上看，4-5月货币条件收紧相对明显，而5月下旬以来货币条件环比有所放松。报告显示，今年6月末非金融企业及其他部门贷款加权平均利率较3月末上升14个基点至5.67%，其中短端票据融资利率的升幅继续明显超出实体经济融资利率上升速度。分项看，票据融资加权平均利率2季度进一步上行62个基点至5.39%，而一般贷款利率仅微升8个基点至5.71%，个人房贷利率小幅上升14个基点至4.69%（图表2）。央行报告中详细阐述道，虽然4-5月监管收紧引发流动性担忧，但央行从5月底开始加大流动性投放并释放稳定市场的政策信号，以引导市场形成金融去杠杆将有序进行的预期。因此，6月短端利率在4-5月走高后开始回落。总体而言，考虑到今年2季度名义GDP同比增长11.1%，加权平均融资成本仍保持在相对温和水平（图表3）。另外，6月末金融机构超额准备金率较3月末小幅上升10个基点，但仍处于较低水平，央行专栏解释这更多反映了流动性管理效率提高等结构性变化，而不是周期性流动性收紧所致（图表4）。除了“价格”信号之外，2季度包括调整后的社融增速以及“准M2”¹等货币总量增速也进一步放缓，表明货币政策继续退出宽松。此外，值得注意的是，央行认为M2增速放缓是一个结构性趋势，并注意到M2的代表性和相关性下降——这与我们近期报告的观点一致²。

央行对国内外宏观形势的判断偏积极，认为目前全球经济保持复苏态势、通胀低位运行。而中国经济运行大体平稳、房地产市场相对稳定、消费者价格上涨温和。报告认为，2季度中国经济增长更趋稳定、平衡，居民收入和企业利润继续攀升。此外，制造业投资和民间投资增速均有所回升，而消费和出口增速也保持强劲。央行认为居民消费价格温和上涨，而部分受年底PPI基数走高的影响，PPI与CPI之间的剪刀差将有所收窄。与1季度不同，央行认为2季度房地产市场“相对平稳”，地产交易量与房贷增速均放缓。从全球角度看，央行对全球经济复苏持更加积极的态度，其中欧盟、日本及新兴市场经济体复苏势头尤为乐观。同时，央行并认为目前全球通胀压力处于相对低位。有关风险方面，央行将继续关注主要经济体货币政策正常化可能引发的资产价格调整，另外，本次货币执行报告中新提出了潜在的地缘政治风险。

货币政策操作层面，央行保持“稳健中性”的货币政策取向，继续为流动性“削峰填谷”的同时加强政策“预调微调”。在继续防风险去杠杆的原则下，进一步完善MPA考核机制。报告详细介绍了2季度央行继续灵活地开展公开市场操作，以稳定市场预期及流动性条件。与2017年1季度的判断一脉相承的是，央行判断当前中国经济面临的主要是“结构性”而非“周期性”的矛盾，所以货币政策将保持审慎中性的立场。除了及时的流动性管理之外，央行还表示将针对经济增长和通胀趋势的变化，加强政策“预调微调”。在风险管理的长期政策机制方面，央行将继续完善MPA框架。具体地，从2018年1季度开始，央行会将资产规模超过5,000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债进行考核。同时，央行将继续对其他银行的同业存单进行监测，以便适时修改现行规定。

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

联系人

常慧丽

SAC 执证编号: S0080115120029
SFC CE Ref: BJC906
huili.chang@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 美元走弱、流出放缓，外储进一步回升 (2017.08.07)
- 宏观经济 | 6月“一次性”因素推动央行资产负债表扩张 (2017.07.18)
- 宏观经济 | 6月金融条件继续趋紧，但呈现环比企稳迹象 (2017.07.12)
- 宏观经济 | 估值效应推动6月外储小幅上升 (2017.07.07)
- 宏观经济 | “债券通”北向7月3日试运行，有望吸引温和净流入 (2017.07.02)
- 宏观经济 | 受财政存款上升及净投放带动下，央行资产负债表5月再次扩张 (2017.06.19)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



结构调整方面，2季度货币执行报告主要提到以下几点：

- ▶ **政策将继续支持直接融资、尤其是债券融资。**报告提到，今年上半年债券净融资同比下降，尤其是地方政府债和信用债。此外，7月以来，我们注意到债券净融资明显回升（图表5），与全国金融工作会议³及2季度央行货币政策执行报告强调发展“直接融资”作为改善经济“融资结构”的一部分相呼应。
- ▶ **去杠杆重点在落后（国有）企业，并要牵住僵尸企业这个“牛鼻子”。**货币政策执行报告的这些声明再次与全国金融工作会议的基调相呼应。另外，央行明确指出，国企及僵尸企业去杠杆应以市场化为导向。
- ▶ **进一步完善人民币汇率形成机制，推进人民币国际化，尤其是债券市场双向投资。**报告详细介绍了5月以来人民币中间价报价模型中引入“逆周期因子”⁴，并将其作为完善人民币汇率形成机制和提高人民币汇率弹性的“又一步”。与一季度表述有所不同，央行认为2季度人民币汇率预期“总体平稳”。此外，央行还详细介绍了今年2季度在债券国际化方面的进展，包括7月3日开通的“债券通”北向交易。这表明央行将继续推动债券市场国际化，包括择时开启“债券通”南向交易。

往前看，我们认为货币政策将在近期保持大体“松紧适度”，在一个相对较窄的空间运行。然而，如果需求增长继续向好、且商品及食品价格出现进一步上涨压力，不排除货币政策在保持大体稳定的前提下进行适当的“预调微调”。在短期内，我们预计贷款加权平均利率将继续温和上行，但融资成本变化的结构可能会改变。具体来看，鉴于去杠杆对流动性影响最大的阶段可能已过去，票据利率可能将开始回归“常态”、有所下行，而中端利率可能会随着企业利润率和投资回报率的进一步回升而温和上升。如前所述，考虑到6月份大宗商品价格上涨较快，而投资周期有望3季度旺季保持较高景气⁵，货币政策可能会在管理金融市场波动以及通胀压力方面进行“预调微调”。鉴于央行政策重点转向“预调微调”，我们将继续密切关注市场流动性的“价格”和“数量”指标的变化⁶，以衡量货币政策和金融监管方面的潜在的边际变化。

¹ “准M2”=调整后的社融存量+商业银行外汇占款-财政存款，具体请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响？》。

² 请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响？》。

³ 请参见我们2017年7月16日发布的中国宏观简评《中央金融工作会议 强调严防风险、推进改革、稳步开放》。

⁴ 请参见我们2017年5月26日发布的中国央行观察《央行拟在人民币中间价定价模型中加入“逆周期调节因子”》。

⁵ 请参见我们2017年8月1日发布的中国宏观简评《投资周期有望在3季度旺季保持较高景气》。

⁶ 请参见我们2017年6月20日发布的中国宏观专题报告《如何监测流动性“压力”、去杠杆进程、及其对实体经济的影响？》。



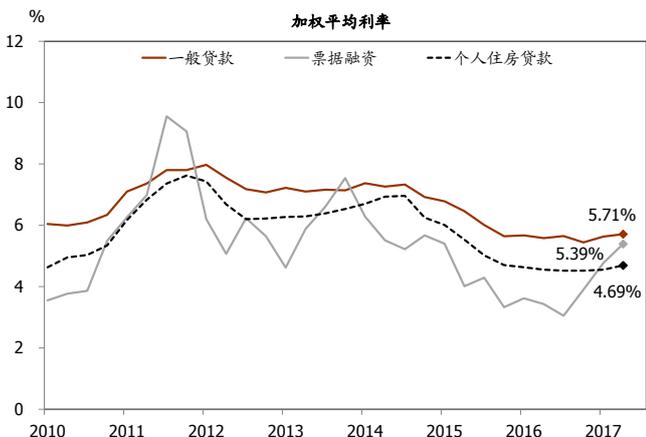
图表 1：与 1 季度报告相比，关于国内外经济形势的判断更为乐观，政策展望亦有变化

展望	2017年1季度	2017年2季度	评论
经济运行	<p>全球经济增长势头有所加强，但强劲增长的动力依然不足，民粹主义和逆全球化的影响还有可能较大，一些经济体的货币政策和财政政策调整形成风险外溢效应。</p> <p>2017年以來中国经济运行稳中向好，制造业投资和民间投资增速持续回升，企业效益改善，就业形势稳定。</p> <p>展望未来一段时期，有利于经济稳定增长的因素不少。经济回升受房地产、基建投资以及补库存效应推动较大，近期企业效益改善尚主要集中在煤炭、钢铁、化工等上中游行业，官方PMI持续呈现大企业扩张、小企业收缩的格局，经济内生增长动力仍待增强，结构性矛盾还比较突出，稳定经济增长、防范资产泡沫和促进环境保护之间的平衡也面临较多挑战。同时，信贷扩张表现出较强冲动，多目标之间的权衡增加了货币政策操作上的难度。</p>	<p>全球经济总体表现较好，但深层次问题尚未根本解决，强劲增长的动力依然不足。若货币政策正常化步伐过快，国际金融市场出现调整的概率将增加，中长期消费和投资增长仍有不确定性，去全球化和贸易投资保护主义等相关风险仍需高度关注，地缘政治风险及不确定性也可能加大。</p> <p>2017年以來中国经济运行稳中向好的态势较为明显，主要指标好于预期，总供求更加平衡，结构有所优化，制造业投资和民间投资增速有所回升，企业利润和居民收入较快增长，就业形势稳定。物价走势分化有所收窄，杠杆率增速放缓，房地产市场相对平稳。经济增长的稳定性、协调性和包容性增强。</p> <p>展望未来一段时期，有利于经济稳定增长的因素不少。当前经济稳中向好一定程度上受全球经济复苏背景下外需回暖的推动，企业效益改善仍多集中在煤炭、钢铁、有色等上中游行业，部分短板领域瓶颈尚未打破，总杠杆水平仍然偏高，经济内生增长动力仍待增强，结构性矛盾还比较突出。</p>	<p>判断偏积极、通胀低位运行，关注资产价格调整风险以及地缘政治风险</p> <p>对经济复苏更有信心，对房价上涨的担忧下降，通胀整体温和，仍关注结构性问题</p>
价格形势	<p>通胀总体保持稳定，PPI与CPI的显著背离有望收窄。一方面，国内钢材、煤炭等生产资料价格下行及翘尾因素逐渐下降等可能会使PPI涨势放缓，加之下游行业竞争相对充分，有助于消费价格保持平稳。另一方面，随着国内经济企稳，非食品价格和服务价格持续上涨，对CPI产生一定推动作用。虽然目前CPI通胀较为平稳，但GDP平减指数涨幅扩大，部分城市房地产市场热度仍然较高。</p>	<p>物价形势总体较为稳定，居民消费价格温和上涨，生产价格涨幅回落，房价同比涨幅收窄。国内经济运行稳中向好，加之近期企业库存有所去化，钢铁、煤炭等工业品价格再次出现回升迹象。国内经济既有上行动力但也有下行压力，同时基数因素也可能使未来一段时期物价同比涨幅放缓。</p>	<p>PPI环比增速可能回升，而CPI上涨温和</p>
货币政策	<p>坚持以提高发展质量和效益为中心，保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健中性的货币政策，着力增强金融支持供给侧结构性改革力度。进一步完善调控模式，强化价格型调节和传导，完善宏观审慎政策框架，畅通政策传导渠道和机制，促进金融服务实体经济，高度重视防控金融风险，加强金融监管协调，有机衔接监管政策出台的时机和节奏，稳定市场预期，把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡，有序化解处置突出风险点，切实维护国家金融安全。</p>	<p>央行保持“稳健中性”的货币政策取向，继续为流动性“削峰填谷”的同时加强政策“预调微调”。在风险管理的长期政策机制方面，央行将继续完善MPA框架。具体地，从2018年1季度开始，央行会将资产规模超过5,000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债进行考核。同时，央行将继续对其他银行同业存单进行监测，以便适时修改现行规定。</p>	<p>货币政策继续保持“稳健中性”，加强“预调微调”。2018年1季度将同业存单纳入MPA同业负债进行考核</p>
汇率政策	<p>进一步完善人民币汇率市场化形成机制，加大市场决定汇率的力度，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>进一步完善人民币汇率市场化形成机制，加大市场决定汇率的力度，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>表述未变</p>

资料来源：人民银行，中金公司研究部

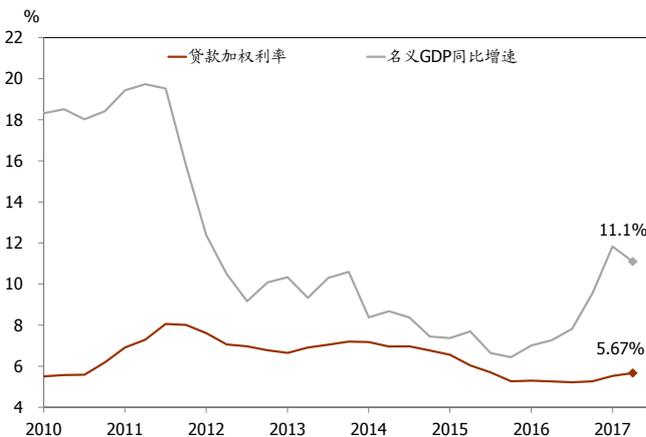


图表2：今年2季度短端票据融资利率的升幅继续明显超出实体经济融资利率上升速度



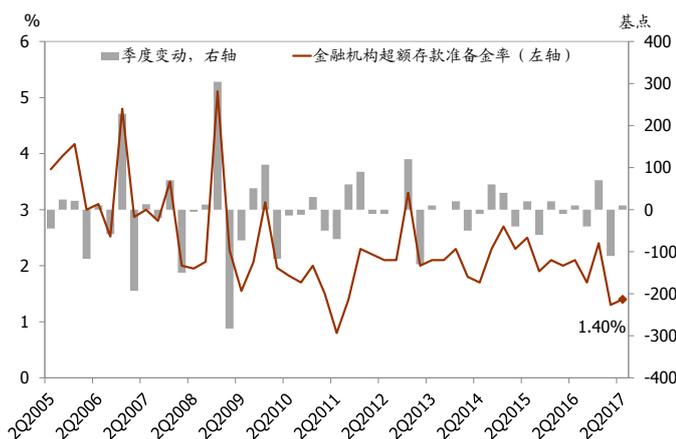
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表3：今年2季度新增贷款利率上行14个基点，但仍不对增长形成制约



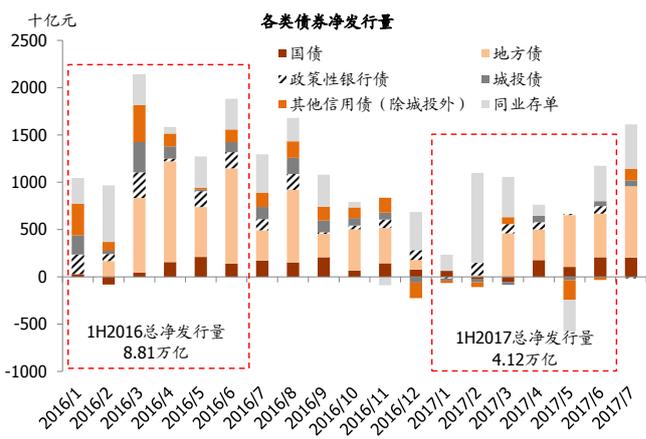
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表4：今年2季度金融机构超额准备金率小幅上升10个基点至1.4%，但仍处于较低水平



资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表5：今年上半年债券净融资同比明显减少，7月以来，债券发行显著放量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

