

中国央行观察

货币政策更注重稳增长、完善货币政策传导及金融监管

2018年第1季度《中国货币政策执行报告》解读

信贷供应的“价”和“量”指标均显示，与去年4季度相比，今年1季度金融条件明显收紧。报告显示，今年1季度非金融企业及其他部门贷款加权平均利率上升22个基点至5.96%。分项看，今年4季度票据融资加权平均利率比去年4季度上行35个基点至5.58%，超过去年2季度“去杠杆”期间5.39%的高点；一般贷款利率也上行21个基点至6.01%。同时，房贷利率继续攀升16个基点至5.42%，但增幅与去年4季度25个基点的增幅相比有所放缓（图表2）。今年1季度短端与长端融资利率均有所上升，表明实体经济的金融条件收紧。同时，随着去年12月以来监管部门推动银行“非标类资产”回表，社融环比增速下降所隐含的紧缩幅度比利率上升更明显——（季调后的）调整后社融¹的季环比年化增速从去年4季度的12.2%降至今年1季度的8.8%。调整后社融的同比增速也从去年4季度的14.1%放缓至今年1季度的12.6%。我们认为，虽然目前的融资成本仍不对投资需求形成制约（图表3），但总体信贷供应增速如果持续过快下降，可能会在边际上不利于经济再通胀以及总杠杆率上升趋缓的势头²。值得注意的是，行政性的监管措施也可能在不抬高“表观利率”的情况下收紧金融条件，例如，禁止对某些性质的非标融资相当于把这一业务的边际成本提高到极高的水平。同时，“准M2”³增速也从去年4季度的12.0%明显放缓至今年1季度的10.9%（图表4），部分是受今年1季度财政存款同比大幅多增（7,000多亿元）的拖累。

在本期货币政策执行报告中，央行表示发达经济体近期继续复苏，但一季度增长动能（季节性）偏弱。物价方面，央行表示国内外消费品价格涨幅均有所上升，但通胀仍总体可控。此外，央行在报告中多次表达了对贸易保护主义和地缘政治风险明显上升的担忧。央行认为主要经济体延续了经济复苏的势头；然而，今年1季度G3的环比增速有所放缓，部分可能是受季节性因素的影响；同时，新兴市场经济走势继续分化。另一方面，央行认为目前通胀总体可控。对国内经济的判断上，央行对内需的韧性仍有信心，但其对短期经济走势的评价也从去年4季度的“好于预期”微调为“大体保持平稳”。同时，报告中提到食品价格上涨带动CPI上升，但PPI通胀快速回落——央行援引其一项调查称，“未来（工业品）物价预期指数较上季明显下降”。在宏观风险方面，除了对发达国家货币政策退出宽松的影响以及中长期人口结构问题一贯的担忧之外，央行还在报告中多次提示贸易保护主义抬头和全球金融市场波动上升的潜在风险（请见图表1中与去年4季度相比，今年1季度货币政策执行报告的措辞变化）。

在短期宏观调控层面，货币政策可能继续保持中性立场。然而，央行货币政策的重心可能转向“稳增长和调（信贷）结构”，鉴于“去杠杆”已从“政策思路”部分移除。从央行对当前经济增长和通胀走势的判断来看，与去年4季度相比，央行可能会更关注“稳增长”。在“政策思路”部分，与上季度的“把握好稳增长、去杠杆、防风险之间的平衡”相比，央行将政策重心表述为“把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡”。此外，在讨论中国宏观杠杆率走势的“专栏”中，央行总结到，由于企业和政府部门的杠杆率下降，中国宏观杠杆率的增速明显放缓，但住户部门杠杆率继续攀升。基于当前的走势，我们判断今年中国居民杠杆率可能也会放缓⁴。

接下页

分析员

易焜

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@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 | 负向估值效应拖累外储小幅下降 (2018.05.07)
- 宏观经济 | 基础货币小幅扩张、货币乘数微降 (2018.04.20)
- 宏观经济 | 人民银行再次大范围“定向”降准100bp，部分用来置换到期MLF (2018.04.17)
- 宏观经济 | 估值小幅抬升外储水平 (2018.04.08)
- 宏观经济 | 人民银行上调市场操作利率5个基点 (2018.03.22)
- 宏观经济 | 央行净投放加大；财政存款投放加速 (2018.03.18)

¹ 调整后的社融 = 社融 + 政府债券。有关调整后的社融指标的的细节，请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

² 请参见我们2018年5月2日发布的中国宏观专题报告《如何看待宏观走势与下半年的政策方向？》。

³ “准M2” = 调整后的社融存量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款。关于“准M2”指标的更多细节，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？》。

⁴ 请参见我们2018年3月1日发布的中国宏观专题报告《如何看待“推动居民去杠杆”？》。

中长期来看, 央行可能继续完善宏观审慎(MPA)框架, 有计划推进资管新规的实施⁵, 推进利率和汇率市场化改革, 以及进一步规范金融机构的股东资质、运营及关联交易的管理。在中长期政策思路方面, 1季度货币政策执行报告中两点值得关注:

- ▶ 央行将继续完善MPA框架——2019年1季度会将资产规模5000亿元以下金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。
- ▶ 央行可能重点推进利率和汇率市场化改革, 以及消除金融体系中可能阻碍货币政策传导的“扭曲因素”。央行专门在其报告的一个“专栏”中讨论利率传导机制, 并总结道、当前货币政策传导有所改善, 但仍存在一些“顽疾”。从报告中看, 央行的货币政策有意于逐步向“价格信号”引导转型——这可能包括消除货币政策传导中的“扭曲”和“障碍”, 如之前影子银行快速膨胀及资管行业“乱象”等。此外, 鉴于央行优先选择市场化的货币政策操作, 且近期政治局会议重提降低实体经济融资成本, 政策执行上打开了**进一步通过降准来置换MLF和/或再次动用临时准备金安排的空间**。值得注意的是, 年初至今, 基础货币规模有所萎缩, 部分是由于几次花式降准后有效准备金率下降、以及央行再贷款工具净投放的相应放缓(图表5)。

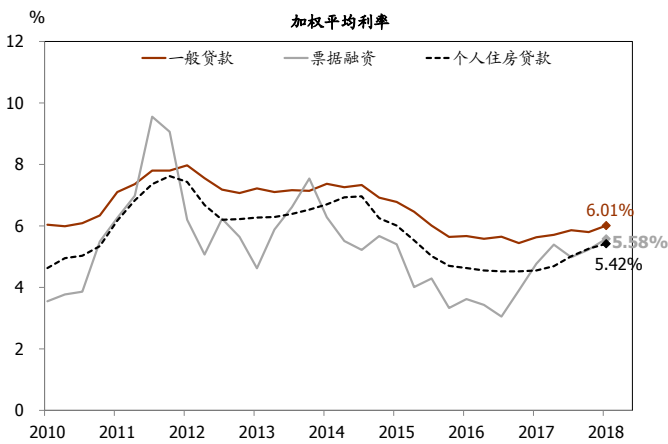
图表1: 与2017年4季度报告相比, 2018年1季度央行关于国内外经济形势的判断以及政策展望的变化

展望	2017年4季度	2018年1季度	评论
经济运行	<p>全球经济整体呈现同步复苏态势, 经济持续扩张, 通胀总体温和, 劳动力市场表现良好。美国“宽财政+紧货币”政策组合的溢出效应需密切关注, 而主要发达经济体货币政策正常化进程的影响存在不确定性。高杠杆和沉重债务负担可能使消费和投资增长承压。逆全球化和保护主义风险仍须重视, 而地缘政治风险及不确定性对经济金融的影响加大。</p> <p>中国经济好于预期, 经济结构优化。消费增长稳健, 投资增长略缓, 进出口增速均回升, 劳动力市场继续收紧。PPI维持高位, 而CPI保持温和。房地产库存下降, 而去杠杆初步取得一定的进展。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推动, 民间投资活力仍相对不足, 部分短板领域瓶颈尚未打破, 总杠杆水平仍然偏高, 企业尤其是国企债务压力依然较大。</p>	<p>全球经济整体延续复苏向好态势, 部分发达经济体增速略有放缓, 而新兴经济体经济走势继续分化, 通胀总体处于较低水平。保护主义、单边主义和反全球化思潮引发全球贸易摩擦升级, 成为影响全球经济增长的重要风险。美联储货币政策不确定性上升, 加息节奏存在变数。全球金融市场波动的风险隐患上升。中长期经济增长仍面临较多结构性挑战。</p> <p>中国经济保持平稳增长, 转型升级稳步推进。消费平稳增长, 投资增长放缓, 而民间投资增速回升, 净出口较快增长, 贸易顺差收窄, 劳动力市场总体稳定。CPI有所上升, 而PPI继续回落。地产销售增速继续放缓, 而房地产投资增速提高。当前经济稳中向好有全球经济复苏背景下外需回暖的因素, 部分短板领域瓶颈尚未打破, 总杠杆水平仍然偏高, 企业尤其是国企债务压力依然较大, 而居民部门杠杆率继续上升。</p>	<p>全球经济复苏存在不确定性, 关注贸易摩擦升级以及全球金融市场波动的风险</p> <p>短期内经济增长不确定性上升, 但对国内经济增长的韧性仍有信心, 关注居民杠杆问题</p>
价格形势	<p>物价形势总体较为稳定, 居民消费价格温和上涨, 生产价格上涨较快, 房价增速显著放缓。国内经济总体运行平稳, 叠加去产能、环保督查、大宗商品价格回暖、基数因素等影响, 通胀水平可能存在小幅上升压力。</p>	<p>物价形势总体较为稳定, 食品价格涨幅由负转正, 但食品价格涨幅有所回落, 生产价格涨幅继续回落, 房价增速有所回落。国内经济运行总体平稳, 受去产能、环保督查、大宗商品价格回升等叠加影响, 部分价格可能上行, 2018年消费物价的翘尾因素也比上年高一些, 但总体来看通胀压力可控, 通胀预期下降。</p>	<p>CPI通胀压力可控, PPI通胀预期下降</p>
货币政策	<p>保持货币政策的稳健中性, 管住货币供给总闸门, 在流动性管理上“削峰填谷”, 维护流动性合理稳定, 并助力去杠杆和防范化解金融风险。长期看, 央行将继续完善货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架, 增强利率调控能力。往前看, 央行将进一步完善宏观审慎评估, 将同业存单、绿色金融纳入MPA考核。</p>	<p>保持货币政策的稳健中性, 管住货币供给总闸门, 维护流动性合理稳定, 把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡。长期看, 央行将继续完善货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架, 增强利率调控能力。往前看, 央行将进一步完善宏观审慎评估, 将于2019年第一季度评估时将资产规模5000亿元以下金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。</p>	<p>更注重稳增长、完善货币政策传导及金融监管</p>
汇率政策	<p>人民币汇率预期总体平稳。深化人民币汇率形成机制改革, 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, 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>人民币汇率双向浮动的弹性明显增强, 汇率预期总体平稳。深化汇率市场化改革, 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, 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>对汇率弹性增强表示满意, 强调深化汇率市场化改革, 其它表述未变</p>

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部

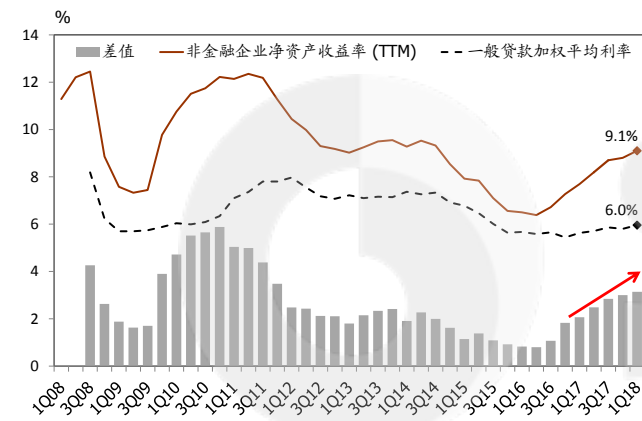
⁵ 请参见我们2018年4月27日发布的中国宏观简评《统一监管、平稳过渡: 打破刚兑、矫正错配》。

图表 2: 1 季度短期与长期平均贷款利率均有所上升



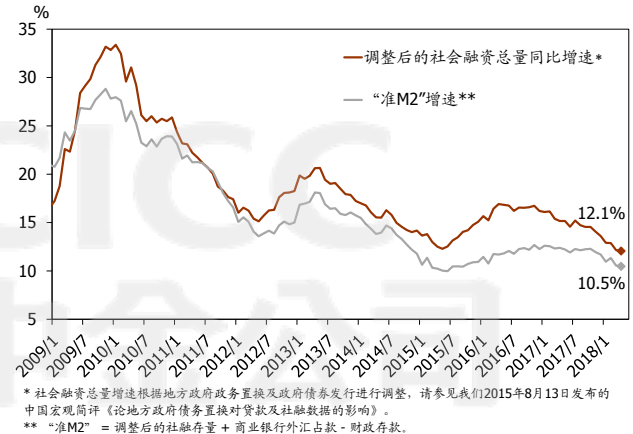
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表 3: 虽然融资成本尚未对增长形成制约...



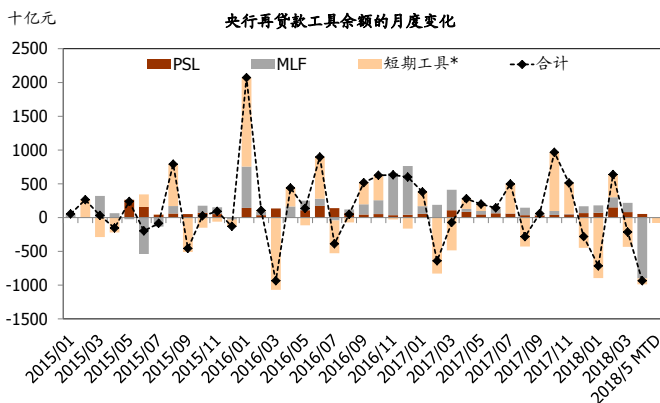
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表 4: ...但 1 季度调整后的社融和“准 M2”增速均明显放缓，显示 1 季度货币条件明显收紧



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 5: 今年央行再贷款工具净投放明显放缓



* 短期工具包括逆回购、央行票据、国库现金定存、SLF 以及 SLO。

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：张莹

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
磐基中心商务楼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