

## 中国央行观察

# 内外需不确定性上升的环境下保持充裕流动性

## 2018年第2季度《中国货币政策执行报告》解读

虽然利率上行的速度放缓，但今年2季度货币条件继续明显收紧。监管收紧下，实际经济的“融资缺口”进一步扩大。报告显示，今年2季度非金融企业及其他部门贷款加权平均利率仅微升1个基点至5.97%。分项看，2季度票据融资加权平均利率下降47个基点至5.11%；而一般贷款利率上行7个基点至6.08%。同时，2季度房贷利率继续攀升18个基点至5.60%（图表2）。虽然今年2季度利率上升的步伐明显放缓，但与融资的“价格”指标相比，更能反映中国金融条件的融资“量”指标显示，金融条件继续收紧。调整后社融<sup>1</sup>的同比增速从3月的12.2%进一步放缓至6月的11.2%，同期“准M2”<sup>2</sup>同比增速也从10.6%放缓至9.9%（图表3）。我们认为，二季度信贷扩张的主要制约因素是监管收紧，而金融条件收紧导致的市场波动加剧抑制企业债券和股权融资<sup>3</sup>、进一步收紧金融条件从而形成恶性循环。短端利率走低而货币/信贷扩张乏力形成对比，显示制约信贷扩张的因素显然不是流动性过紧。去年底来，多项监管紧缩政策叠加在供给和需求方面同时抑制了广义信贷扩张——其中包括资管新规的实施、对地方政府融资监管的大力收紧、非标“回表”压力加大、不良贷款的加速“确认”以及对开发商和房贷融资的持续“高压”。今年以来，通过非标渠道的净融资规模收缩最为明显，其今年上半年同比少增高达3.7万亿元，是导致调整后社融增速放缓的主要因素。同时，2季度货币政策执行报告显示，6月超储率从3月的1.3%升至1.7%，与短端利率下行相呼应。超储率的明显回升表明银行间流动性充裕（图表4）。然而，监管收紧与财政政策紧缩继续抑制2季度的信贷扩张。

央行在2季度货币政策执行报告中对国内外增长的乐观情绪均呈继续降温之势。内需方面，央行指出，快速去杠杆下基建增速放缓较为明显。叠加外需不确定性上升，短期内中国经济增长的不确定性上升。同时，全球增长动能进一步分化。同时，央行判断国内CPI大体可控，而PPI可能有一定“粘性”，短期或维持高位。央行已从两个季度前关注全球同步再通胀周期走势，转向2季度多次强调全球增长分化明显加剧。发达国家与新兴市场经济体之间的分化均有所加剧——G3中美国经济2018年起预期加速，而欧洲和日本的 growth 势头均有所放缓。同时，新兴市场经济增长也进一步分化，在二季度美元走强及全球继续退出宽松的背景下，部分新兴市场国家面临的金融风险上升。同时，央行将全球贸易摩擦升温视为目前国内外宏观经济的最大风险点。在内需方面，央行提及多项去杠杆相关的政策叠加短期内对经济形成一定扰动，尤其是基建投资增速快速下行。同时，央行强调外需不确定性上升以及美元走强和金融市场波动可能带来的潜在风险（请见图表1中与今年1季度相比，今年2季度货币政策执行报告的措辞变化）。

接下页

分析员

**易恒**

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 | 7月外储继续攀升，显示央行对汇率干预十分有限 (2018.08.07)
- 宏观经济 | 央行重新征收 20%远期售汇风险准备金 (2018.08.04)
- 宏观经济 | 基础货币扩张但货币乘数下降 (2018.07.23)
- 宏观经济 | 外储小幅上升；资本流动总体平衡 (2018.07.09)
- 宏观经济 | 央行再次大范围降准 50 个基点 (2018.06.24)
- 宏观经济 | 财政存款堆积继续压制基础货币扩张 (2018.06.14)

<sup>1</sup> 调整后的社融 = 社融 + 政府债券。有关调整后的社融指标的细节，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》。

<sup>2</sup> “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？》。

<sup>3</sup> 请参见我们 2018 年 7 月 15 日发布的中国宏观简评《为什么政策制定者应当关注资本市场的价格信号？》。

在短期宏观调控层面，央行可能会保持流动性合理充裕，以力保在内外需不确定性上升的环境下保持总需求增长以及金融市场大体稳定。我们认为今年内存款准备金率存在进一步的下调空间。鉴于内外需的变化趋势，央行显然已进一步对政策进行微调——在坚持去杠杆长期目标的同时，政策表述已重新定位为“结构性去杠杆”，而不是全面去杠杆或金融去杠杆。央行重点陈述了2季度在放松流动性条件方面所做的努力，并可能有意将短端利率保持在相对低位。同时，央行在报告的第一个“专栏”中解释了基础货币增长与流动性供给之间的概念区别，并指出中国特有的情况是存款准备金率较高，而降准会在降低基础货币增速的同时支持银行间流动性扩张（如2季度实际操作中的情况）。正如我们在之前报告中所分析的，降准会推高货币乘数，从而推动货币扩张（图表5）。央行7月再次降准（6月底降准生效）、叠加流动性净投放以及财政储备的潜在下降，推动3季度来短端利率明显下降，显示流动性条件进一步放松。往前看，央行可能继续倾向于把降准而不是大规模公开市场操作作为释放银行间流动性的政策工具，而前者也更符合疏通货币政策传导机制的长期政策目标。同时，我们认为，央行也很可能为提振基建投资提供流动性配合。

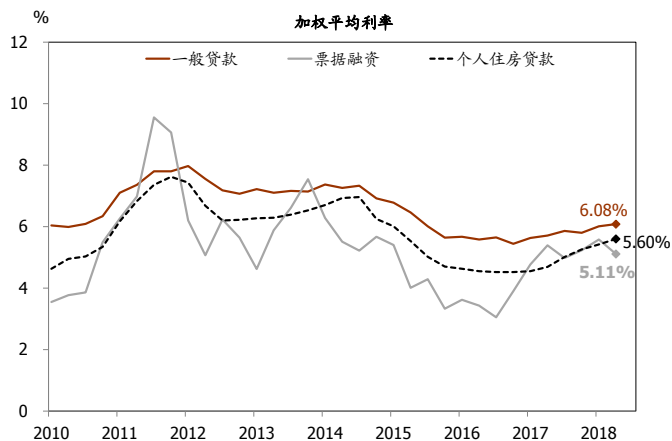
中长期来看，央行可能继续致力于疏通货币政策传导机制，并增强融资“价格”信号（即利率和人民币汇率）的弹性和在货币政策操作中的“重要性”。我们认为，“结构性去杠杆”有助于疏通货币政策传导，增强“价格信号”（即利率和有效汇率）在货币政策操作中的有效性。往前看，结构性去杠杆措施可能包括加快清理“僵尸企业”负债以及逐步“规范”地方政府融资行为和渠道。值得注意的是，虽然近期人民币贬值有所加速，但并未出现外汇明显流出的迹象，显示（到目前为止）央行在管理汇率预期方面较为成功。央行在报告中重申，不会通过推动人民币贬值来应对贸易摩擦，但将继续增强人民币汇率弹性——而我们认为，央行加大汇率弹性的前提是不触发人民币单边贬值的一致预期以及外汇大幅流出/基础货币收缩。同时，值得一提的是，报告中央行继续大力呼吁财政政策在“稳增长”及稳定资产价格预期方面作出更积极的努力。

图表 1：与 2018 年 1 季度报告相比，2018 年 2 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	2018年1季度	2018年2季度	评论
经济运行	<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。</p> <p>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>全球经济总体延续复苏态势，但下行风险逐渐累积，同步性有所减弱。主要发达经济体经济复苏步伐出现分化，而新兴经济体经济走势继续分化。全球贸易摩擦升级，投资信心受损，全球金融市场波动及脆弱性增加。新兴市场面临新一轮金融波动。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，结构调整深入推进。消费增势平稳，制造业投资和民间投资增速回升，而基础设施投资增长放缓，进出口保持较快增长，贸易顺差同比收窄，劳动力市场总体稳定。CPI有所回落，而PPI有所上升，进口价格涨幅扩大。地产销售面积增速继续放缓，但销售额增速提高，而房地产投资平稳回落。随着地方政府投融资行为和金融机构运作更加规范，基建投资增速有所下行，短期内或对经济形成一定扰动。一些企业债务风险暴露，民间投资活力尚显不足，内生增长动力有待进一步增强。</p>	<p>全球增长动能进一步分化，对贸易摩擦升温的关注上升</p> <p>快速去杠杆下基建增速放缓较为明显。叠加外需不确定性上升，短期内经济增长的不确定性上升</p>
价格形势	<p>物价形势总体较为稳定，食品价格涨幅由负转正，但非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。</p> <p>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>物价形势总体较为稳定。食品价格涨幅有所回落，非食品价格涨幅基本稳定，而生产价格、进口价格及房价涨幅有所扩大。</p> <p>国内经济运行总体平稳，粮食丰收丰产，部分地区完成阶段性医疗服务价格改革，这些都有利于物价保持平稳。受大宗商品和部分农产品价格回升等影响，价格也可能上行，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。</p>	<p>CPI大体可控，而PPI可能有一定“粘性”，短期或维持高位</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，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5,000亿元以下金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。</p>	<p>稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，根据形势变化微调，注重稳定和引导预期，坚定做好结构性去杠杆工作，把握好力度和节奏。长期看，央行将继续健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革，主动有序扩大金融对外开放，增强金融业发展活力和韧性。往前看，结构性去杠杆措施可能包括加快清理“僵尸企业”负债以及逐步“规范”地方政府融资行为和渠道。</p>	<p>保持流动性合理充裕，以力保在内外需不确定性上升的环境下保持总需求增长以及金融市场大体稳定</p>
汇率政策	<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>人民币汇率双向浮动弹性进一步增强，汇率预期平稳。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。央行不会将人民币汇率作为工具来应对贸易摩擦等外部扰动。</p>	<p>不会通过推动人民币贬值来应对贸易摩擦，但将继续增强人民币汇率弹性，其它表述未变</p>

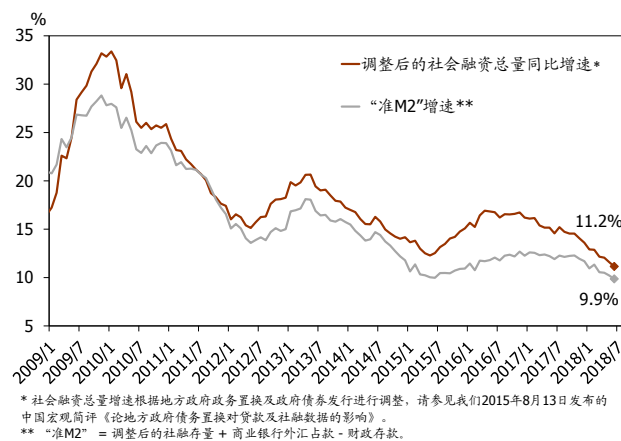
资料来源：央行，中金公司研究部

图表 2: 2 季度利率上升的步伐几乎停滞, 而短端利率明显下行



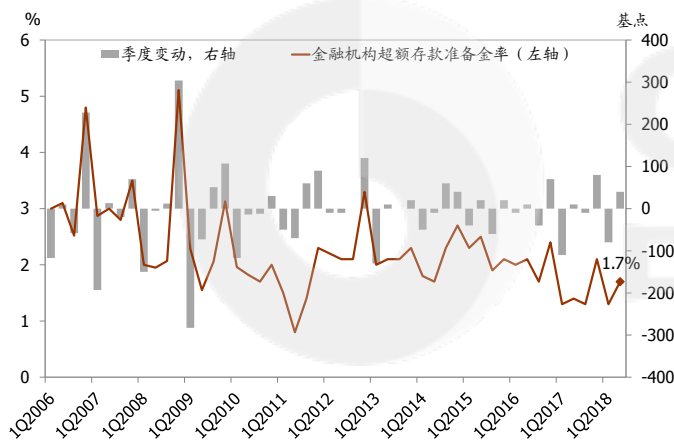
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 2 季度广义货币“量”相关指标的增速仍明显放缓



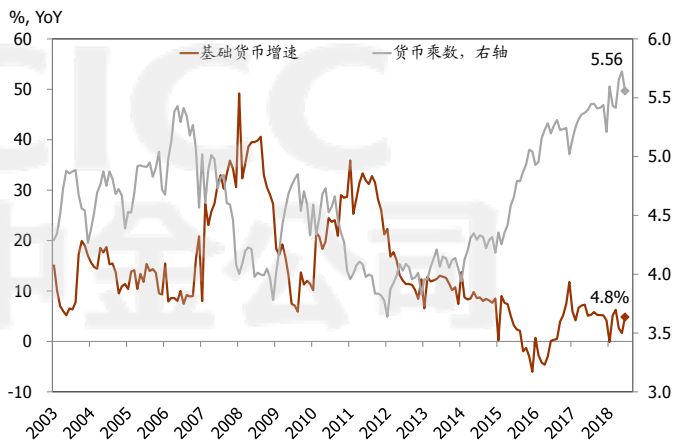
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 4: 2 季度超储率显著上升, 突显银行间流动性条件更加宽松



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 政策已转向通过降准而不是大规模公开市场操作来提供流动性



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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见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或其他金融工具的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。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，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或其他金融工具的基本面评级或评分。

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门、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目标、需求、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（“中金香港”）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金香港的销售交易代表。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联系中金新加坡销售交易代表。

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 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，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 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 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：樊荣

## 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