

中国央行观察

货币政策审慎中性，稳定前提下推动金融去杠杆

2017年第1季度《中国货币政策执行报告》解读

央行于5月12日发布了2017年第1季度《中国货币政策执行报告》。我们梳理要点如下（图表1）：

今年1季度货币条件开始收紧，但仍保持在相对温和水平。报告显示，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率从去年12月的5.27%上升至今年3月的5.53%（图表2）。然而，考虑到今年1季度名义GDP增速加快明显超过贷款加权平均利率的涨幅，“相对”融资条件保持宽松。具体地，我们看到短期利率上升最为明显——今年1季度票据融资加权平均利率上行87个基点至4.77%（图表3）。同时，与去年12月相比，一般贷款利率上升19个基点至5.63%，而个人房贷利率仅上升3个基点至4.55%。另一方面，金融机构超额准备金率下降110个基点至今年3月末的1.3%（图表4）。超额准备金率下降部分是由季节性因素驱动——过去15年内每年1季度的超额准备金率较前一年的4季度平均下降100个基点。然而，与去年底相比，今年1季度超额准备金率下降、M2及调整后的社融增速放缓表明，总体金融条件收紧不仅体现在货币“价”上升，货币“量”的增速也在趋缓（图表5）。

总体而言，央行对国内外宏观形势的判断更加积极。往前看，央行认为全球经济面临的通缩压力下降，中国PPI通胀压力趋缓。报告指出，国内经济1季度来稳定性增强，经济增速加快，企业盈利能力改善，以及产业继续升级。在国内通胀方面，央行认为PPI通胀往前看有望趋缓，CPI通胀可能走高但将保持相对低位，然而，房价仍面临较大上行压力。同时，央行对全球经济增长的判断更加积极，但对海外经济复苏的可持续性持谨慎态度，并警惕民粹主义（逆全球化）、地缘政治风险以及主要经济体或将退出量化宽松（甚至“缩表”）可能带来的金融市场波动等风险。此外，央行注意到其它主要经济体的货币、财政政策潜在的外溢效应可能会对国内货币政策执行带来挑战。关于国内经济，央行对可能阻碍经济可持续复苏的结构性问题表示担忧，包括今年1季度基建投资份额上升以及此轮再通胀过程中呈现的大企业扩张、小企业收缩的格局。

货币政策可能保持“审慎中性”，而政策执行可能重在维护流动性基本稳定的前提下促进金融去杠杆。报告指出，由于当前中国经济面临的主要是“结构性”（而非“周期性”）矛盾，所以货币政策将保持审慎中性的立场。另外，央行强调了2017年1季度，在面对季节性因素、金融去杠杆、资产价格波动以及经济再通胀带来的信贷需求扩张等相对复杂的情况下，其保持流动性基本稳定（即流动性“削峰填谷”）的努力。在汇率方面，央行对人民币不断上升的全球地位显得更有信心，并表示将继续推进人民币国际化。值得注意的是，央行对市场普遍关注的央行资产负债表“缩表”进行了详细阐释——1季度资产负债表下降很大程度上是受季节性因素以及财政存款下降（财政存款上升为扩张）驱动，而并不代表货币政策将大幅收紧。此外，报告显示，未来央行将使用7天逆回购以及1年期MLF作为公开市场操作的主要工具。

接下页

分析员

易垚

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 | 中长期贷款保持强劲，总体货币条件小幅收紧 (2017.05.12)
- 宏观经济 | 中国外储连续第三个月上升 (2017.05.07)
- 宏观经济 | 政策回归“中性”及政府存款下降带动央行资产负债表三月收缩 (2017.04.14)
- 宏观经济 | 三月金融条件收紧有所加速 (2017.04.14)
- 宏观经济 | 又见MPA考核 (2017.03.16)
- 宏观经济 | 经济数据开门红，央行年内第二次上调操作利率 (2017.03.16)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



虽然短期内金融去杠杆可能仍是政策重心，但我们预计央行将保持市场流动性基本稳定，并保持金融对实体经济融资需求的支持。随着政策重点从稳增长转向防控金融风险以及金融去杠杆，去年8月起，央行开始引导市场利率上行。虽然目前央行对国内外经济复苏势头更有信心，但仍对复苏的可持续性有所保留。因此，我们预计货币政策将保持中性。虽然金融条件可能会进一步收紧，但我们的基准假设仍是相对中国目前经济周期的强度、目前货币政策退出宽松仍大体可控¹。此外，在此轮金融去杠杆过程中，政策协调明显改善，实体经济面临的金融条件收紧可能继续较金融市场相对温和²。因此，尽管我们认为未来数月内，受通胀预期调整以及流动性收紧的影响，增长数据可能会暂时走弱，但应不会重演2013年紧缩后的增长萎靡、通缩加剧现象。

图表1：与去年4季度报告相比，今年1季度央行对经济形势判断以及政策展望的变化

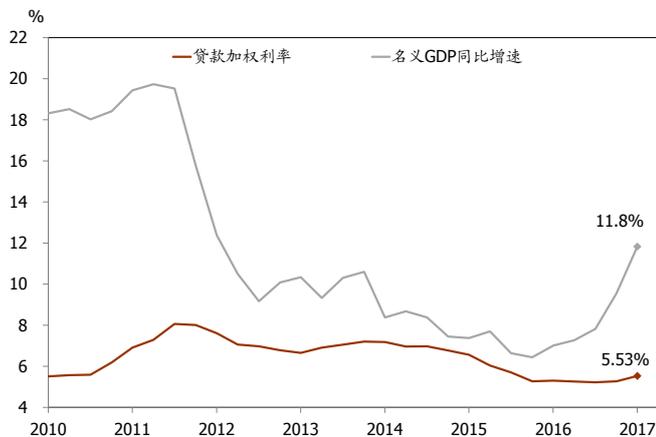
展望	2016年4季度	2017年1季度	评论
经济运行	<p>全球经济总体呈现复苏态势，部分发达经济体增长可能加快，但强劲增长的动力依然不足，政治经济社会领域的“黑天鹅”事件还可能较多，民粹主义和逆全球化影响可能加大，极度宽松货币政策下积累的全球资产泡沫有内在调整压力。</p> <p>2016年以来，中国经济下行压力减轻，经济总体保持平稳增长态势，企业效益改善，就业形势稳定。展望未来一段时期，有利于经济稳定增长的因素不少。经济运行对房地产、基建的依赖有所上升，近期企业效益改善主要集中在煤炭、钢铁、化工等上中游行业，民间投资活力尚显不足，内生增长动力仍待增强，结构性矛盾还比较突出，稳定经济增长、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，现实中各方面多希望货币条件能松一些，一旦出现金融风险，又寄望央行通过增发货币来帮助处置。受经济下行压力较大、金融市场出现较大波动等多种原因影响，部分时段的货币政策在实施上可能是稳健略偏宽松的。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年以来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>判断更加乐观，关注国外宏观政策外溢效应</p> <p>总体判断更为乐观，政策更为注重“结构调整”</p>
价格形势	<p>通胀预期有所上升，未来变化值得关注。工业品价格保持了较快回升态势，这既与国内供给侧去产能、去库存有关，同时需求端回暖也是推升工业品价格的重要因素。未来物价涨幅根本上取决于经济基本面状况和供求的相对变化，当前经济运行总体较为平稳，既有上行动力但也有下行风险，同时基数因素也可能使未来一段时期同比物价涨幅放缓。</p>	<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>原材料通胀压力下降，CPI或将温和上行，关注房价上涨压力</p>
货币政策	<p>实施好稳健中性的货币政策，更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。保持流动性基本稳定，综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，调节好货币闸门，并促进结构优化。针对金融深化和创新发展，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，抑制资产泡沫，防止“脱实向虚”，提高金融运行效率和服务实体经济的能力，同时牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<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>在维护流动性基本稳定的前提下促进金融去杠杆，加强金融监管协调</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

¹ 请参见我们2017年5月11日发布的中国宏观专题报告《流动性收紧影响几何？》。

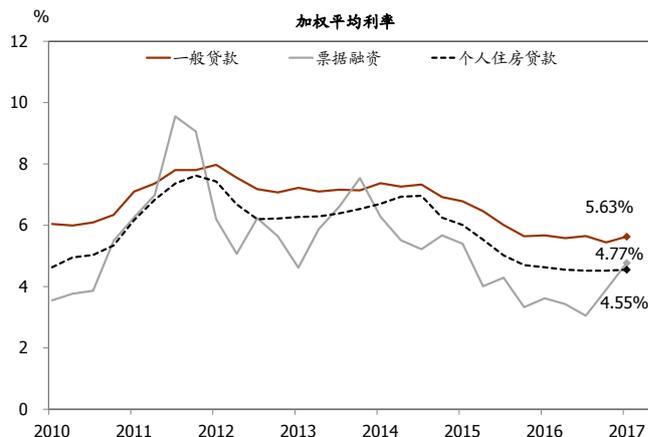
² 请参见我们2017年5月12日发布的中国央行观察《中长期贷款保持强劲，总体货币条件小幅收紧》。


图表2：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26个基点，但仍保持在相对温和水平



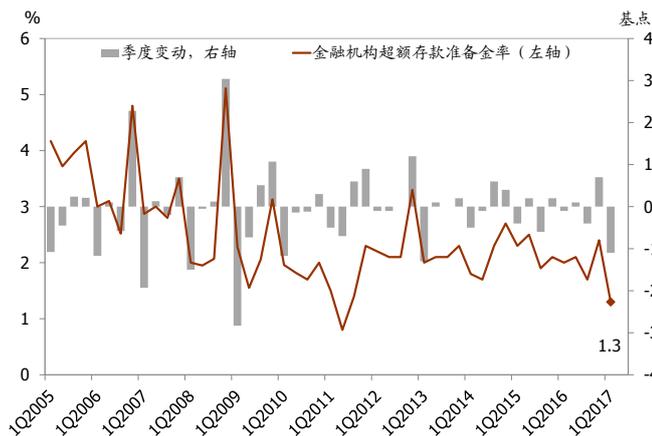
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表3：今年1季度短期利率上升最为明显，而长期利率上升较为缓慢



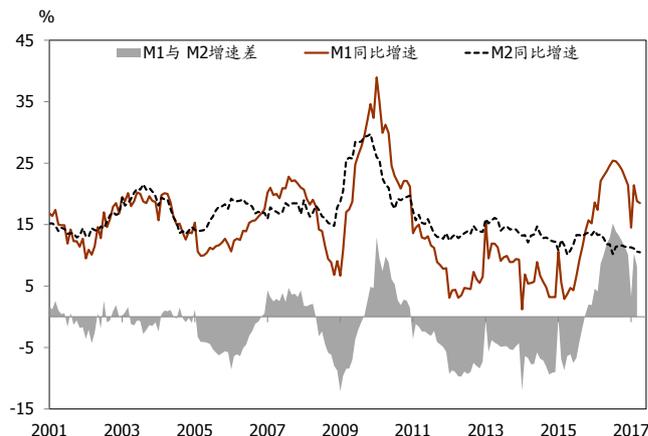
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表4：金融机构超额准备金率下降110个基点至今年3月底的1.3%



资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表5：今年1季度M2增速放缓，而M1增速在2月季季节性跳升后下降



资料来源：人民银行，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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

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A座6层
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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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

